

寻找转型中的“刚需”

策略研究

2010年11月18日

—2011年中国股票资产配置策略

相关研究报告：

《寻底，鏖战“草肚皮”——2010年2季度投资策略报告》2010-04-12

《昨夜的金花，今天的金银草-市场 环境、投资逻辑与主题比较研究 2003-04 vs 2009-10》2009-04-01

《投资于转型，取利于复苏——2010年年度投资策略报告》2009-11-30

《行业调整与振兴原因及投资机会研究》
2009-04-20

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

吴江川

电话：0510-8283 3243

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

李斌

电话：0510-8283 3337

E-mail: lib@glsc.com.cn

杨天明

电话：0510- 8283 3243

E-mail: yangtm@glsc.com.cn

投资摘要：

- 转型的不确定性决定了中性、宏观对冲、双向下注是这一阶段的最优的投资方法。因此，我们对转型既抱着良好愿望，另一方面也要对转型失败有着充足的准备。
- 消费是经济的最终出口，消费升级是转型成功的最终体现。因此，“服务型消费”是投资于转型的必选项。如果转型成功，服务型消费出现雪崩点的依次是专卖与品牌连锁、文化传媒与体育娱乐、旅行品牌餐饮、教育培训，安防，健康与医疗服务和金融服务。
- 必须消费品是最刚需产品，其中以农产品为最。农产品的供需条件日趋恶化将导致农产品价格的持续上扬。全球农产品价格的大幅上升是海外资本下注中国转型失败的一种表现。大类农产品中，我们依次看好食用油、肉类、大豆、豆粕、粮食、棉花和糖。
- 历史经验表明，需求是经济增长的动力，因此，时间序列上，投资顺序是下游先于上游。而转型成功假设下所指向的中间和上游产品其业绩释放在转型初期将难以实现。所以，七大战略新兴产业的整体性机会将逐渐消退，其投资将从虚到实在，从板块转向公司，从概念故事转向业绩说话。
- 市场将呈现震荡走势，在战略上超配服务型消费、农产品和基本消费品、先进制造业的基础上，战术上不妨超配非银行金融及黄金等流动性和抗通胀题材。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

目 录

1. 观点回顾：转型，不得不行	4
2. 长期且无比复杂的“后次贷危机”	4
3. 投资“刚需”，应对转型期的不确定性	5
3.1 一颗红心，两手准备，应对转型	5
3.2 服务型消费，转型成功的必然配置	5
3.3 农产品，转型失败的必配	9
3.4 战略新兴产业，从概念故事到业绩说话	12
4. 震荡市，超配“刚需”与流动性主题	13

图 表 目 录

图表 1: 中国人口的增速变化, (1995-2008)	6
图表 2: 城镇居民人口数量, 依据可支配收入水平 (千万)	7
图表 3: 农村居民人口数量构成, 依据纯收入水平 (千万)	7
图表 4: 日本人日均摄入量及膳食变化	10
图表 5: 中国人日均摄入量及膳食变化	10
图表 6: 日本主要农产品价格走势 (日元计价)	11
图表 7: 日元主要农产品价格走势 (美元计价)	11
图表 8: 上一周期代表股票涨幅 (倍)	12
图表 9: 金融资产构成 (2009.06)	13

1. 观点回顾：转型，不得不行

2009年初，我们率先意识到，谈了十多年的“集约化发展”将不得不从纸面落实到行动。基于此，我们将新能源、医疗与教育培训作为战略投资方向。2009年底，我们完善了转型投资逻辑与框架，坚定地提出“投资于转型”的观点，将低碳经济、信息革命和内需导向作为投资的根本与重点。2010年中，我们一方面以美元周期为视角，论证了转型的复杂性，从长期的角度对投资提出审慎的观点，另一方面，又以人口经济学为出发点，通过人口规模、区域分布及年龄结构的分析，结合中国城镇发展史，将消费升级的发展路径明确为从物质到服务。至今为止，证券市场的波动验证了大部分的观点。

2. 长期且无比复杂的“后次贷危机”

分析当前的宏观经济的复杂性，就又不得不再次审视次贷危机，我们认为，突发事件（911）导致正常的经济复苏被打断，从而导致作为原始创新和经济领袖的美国被迫采用经济跟随国的模式——以低利率而非科技创新作为手段促进消费拉动经济，而原始创新的耽误与延迟导致了全球经济失去增长了原动力，很不幸，**这一耽误就是八年**。

无论从发源地、表现形式还是本质上，次贷危机与70年代美元-石油危机类似：都发源于美国；都是美元走弱，前者是布雷顿森林体系解体即美元较黄金贬值，后者不但是美元较黄金贬值，也较其它主要货币贬值；其性质都是美国与全球其它国家尤其是新兴经济体重新平衡的过程，70年代，欧日是新兴经济体，现在则是中国等金砖四国。因此，次贷危机的影响并非两三年内可以消除，全球经济重新平衡亦是长期过程，投资者须作长期的艰苦打算。正如格罗斯所言，今后的投资机会如同巴特勒小溪。

不得不承认，一些古典经济学的经典理论已经不能解释目前的现象，譬如当前农产品价格的上涨与蛛网理论相悖。出现这类现象的原因是古典经济有一个固定的锚，那就是黄金，而当前的经济是没有锚的。因此，**经济的复杂程度使得所有人均盲人摸象**。

如果将全球经济看作一列车头与车身都具有动力的高速列车的话，美国是当仁不让的车头，欧盟和日本则是紧随着车头的第二节车身，金砖四国以及其他高速增长的新兴国家则是第三节车身。若把次贷危机比作一次列车失速后的经济刹车，那么当前的经济形势就是，车头重新启速，但动力系统仍

须修理，第二节车则仍然停滞且动力系统损坏严重，第三节车身则是恢复原速但动力系统却是带病运行，隐患未除。因此，列车仍然处于危险之中。而且，与车头和第二节车身相比，第三节车身维修的复杂性更大，一方面，高速运行使检修动力系统难度加大，另一方面，检修动力系统又要求降速——而此刻，车头却处于提速的过程。

3. 投资“刚需”，应对转型期的不确定性

3.1 一颗红心，两手准备，应对转型

宏观上，中国的经济转型已经不是简单的经济体制改革能够解决，这一点成为共识；同时，对于投资者而言，最大的不确定因素是，中国是否会落入“中等收入陷阱”。可以这样说，转型成功与否与是否落入“中等收入陷阱”几乎是一个命题。

至今为止，政策市是中国证券市场尤其是股票市场的最主要的特征，其典型的现象就是依据中国产业政策进行资产和主题配置。但是，目前依据产业政策投资的逻辑不得不打上问号——能否越过“中等收入陷阱”的关键不是产业政策这一经济体制内的改革，产业政策的效用在投资层面也许被人为放大了。所以，依照产业政策进行投资的逻辑就显得倒因为果：因为中国一定越过“中等收入陷阱”，因此必须投资“产业政策（升级）”，然而这是对正确的逻辑进行了概念偷换，正确的逻辑是：因为中国“需要”越过“中等收入陷阱”，因此必须投资“产业政策（升级）”。然而，不得不说的是，这个“必须”更多是政府的事，而不是普通投资者考虑的。普通投资者必须考虑的是：如果越过了，怎么办？如果没越过，又该怎么办？因为，与过去三十年不同，能否越过中等收入陷阱，产业政策已经成为了条件之一而不是唯一条件。依照产业政策进行投资将可能盈利但不必然盈利。

3.2 服务型消费，转型成功的必然配置

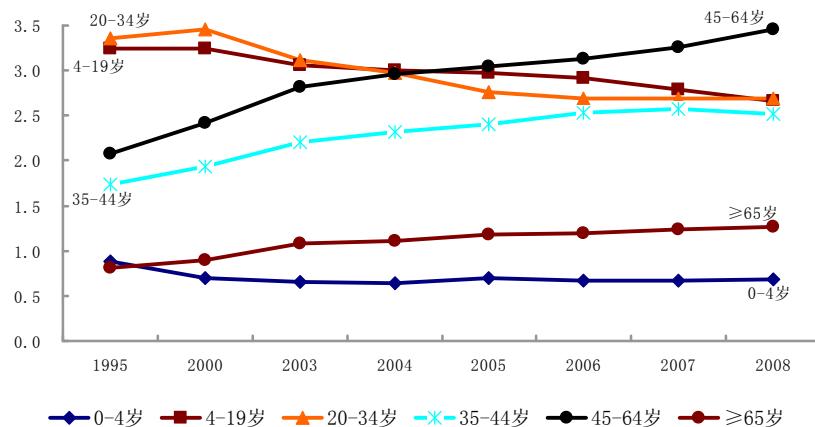
从经济的循环体系看，七大战略新兴产业并不是经济的出口，它们所在的产业或细分行业多为生产型行业，其产品也多为上游或中游产品，因此，必须从最终消费入手去探求投资逻辑，寻找投资标的。那么，基于转型成功后的最终消费到底具有什么特征呢？常识告诉我们，消费的形态从有形产品转移到无形服务将是总体特征，服务及服务业将蓬勃发展。之所以有这样的常识，其基本理由还是由于人口结构、收入水平以及社会形态（城镇化）的

变化。

人口结构显示消费倾向高和消费倾向强的人口群体的占比在当前及今后十年将处于峰值状态。这是消费能力持续提升的基础。(图)

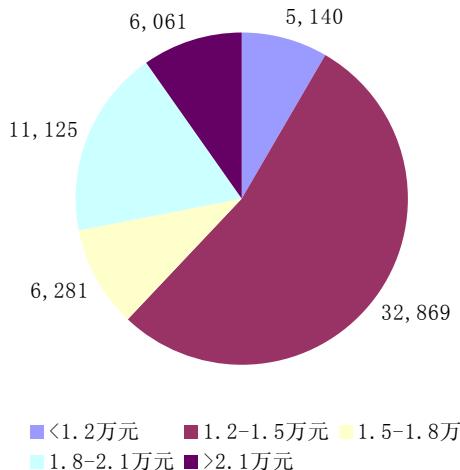
图表1：中国人口的增速变化，(1995-2008)

消费能力和消费倾向较高人群无论从绝对值还是占比都将快速上升且上摸峰值。

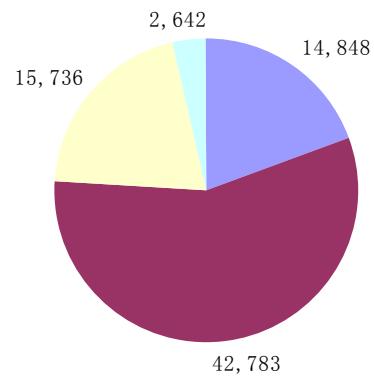


数据来源：国家统计局，国联证券研究所

收入水平的提升是消费能力持续提升的保障。社会保障体制的不完善遏制使人均消费不足、消费对中国的经济拉动作用与发展水平的类似国家相比较低是大多数人的共识。但是，庞大的人口却使得在任何年代都出现某一类或几类产品的排浪式消费。缺广度不缺深度、消费结构不平衡是中国消费的特点。因此，广义上的消费低于预期并不能意味着个别产品的消费能力超出预期。之所以个别消费屡次超出预期，主要有两个原因，第一是人口的年龄结构和地区分布，纺锤型的年龄结构意味着大部分人的需求趋同；人口分布不均衡、尤其是沿海地区的人口高密度不但意味着具有相当多的人口在同一时间具有类似水平的购买力，还为这些购买力的释放提供了方便。第二是政府管制，政府管制导致供应失衡，典型表现就是产业准入政策。以上两点既导致了消费结构不平衡，又是产能过剩频繁的原因。

图表 2: 城镇居民人口数量, 依据可支配收入水平 (千万)


数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 3: 农村居民人口数量构成, 依据纯收入水平 (千万)


数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

人口地区分布对收入水平和排浪式消费的影响: 2008 年, 城镇居民可支配收入高于 2.1 万元的地区共有 3 个, 分别是浙江、北京和上海, 共计 6061 万人, 1.8-2.1 万元的地区共有 3 个, 分别是江苏、天津、广东, 共计 1.11 亿元。紧随其后的是福建和山东, 可支配收入在 1.63 万元和 1.79 万元, 两者人口合计为 6281 万人。上述皆为沿海地区, 人口共计 2.35 亿, 占城镇总人口的 38.2%。

城镇化水平的提高是服务业加速发展、消费形态服务化的内在要求。以美国为例, 其服务业的兴盛就是城镇(市)化不断发展的结果。19 世纪的西部拓荒使得小城镇如雨后春笋, 这促成了铁路业的大发展; 20 世纪初新英格兰的城市群的发展则促成了公用事业、商业和文化娱乐业的大繁荣。当然, 需要说明的是, 逆城市化即居住分散化其实是后城市化的表现。它不但不会导致服务业的衰退, 还会促进服务业的新形态, 使服务业向更高水平迈进: 譬如, 逆城市化是移动通信和移动互联网的促进剂。当前, 我国呈现全局城市化、局部地区逆城市化的特征。这给服务业的发展提供了广泛的余地和丰富的想象空间。

服务业内容丰富, 对于投资者来说, 必须寻找市场最为广阔和最先发展的行业板块和主题。

由于处于经济下游, 因此, 与面向生产的服务相比, 面向生活的服务的容量更大, 创新更为繁多, 商机更加丰富。而就面向生产的服务而言, 基于市场需求的、自由竞争的、自下而上推动的、管制较少的服务比具有政策导向的、自上而下推动的服务, 其发展空间更大。前者我们可称为市场型生产服务, 后者可称为国策型生产服务。之所以会出现这种现象, 其原因是, 第一, 市场型生产服务往往与生活型服务互有交织, 具有一枚硬币两面的特征,

譬如广告、公关、中介服务、物流等，所以其市场空间更大；第二，国策型生产服务主要推动力来源于政府，而政府推动的出发点和目标又往往是因为国际产业与科技竞争的需要，因此，国策型服务的企业的客户来源比较单一，收入直接或间接地受到政府补贴的影响，竞争对手主要来源于跨国公司，竞争压力更大。此外，生产服务是精益生产的扩展延伸，就当前的制造业发展水平而言，精益生产是企业更加急需解决的问题，生产服务不可能越过精益生产阶段而发展，这是违背客观规律的。尤其是，中国知识产权保护制度未涉及服务创新，这也不利于生产服务的发展。

服务型消费种类繁多，又常常与物质消费品联系在一起，不同的服务其雪崩点不同，这一点与纯物质消费品类似，从内因即产品本身来看，它遵循着价格从低到高、附加值从低到高、从生产要素和产业链而言先是短产业链后是长产业链的规律，从外因即环境来看，它与社会的主要矛盾、消费者收入水平和政府管制有关。

过去三十年的消费升级路径与内在逻辑：

第一轮消费：自行车、缝纫机和手表，产品简单，价格和附加值均很低，简单装配制造，产业链短，大而全、小而全，几乎没有分工；

第二轮消费：洗衣机、电视、冰箱和空调，产品具有初步的技术含量，价格中等，附加值一般，除了装配制造环节外，也需要一定规模和技术实力的零配件厂商，产业链略长，呈现地区性分工特征；

第三轮消费：电脑、手机和互联网，产品具有较高的技术含量，价格中等偏高，附加值高，产业链长，全球化分工特征明显；

第四轮消费：汽车与房地产，产品具有较高的技术含量，价格高，附加值高，产业链不仅长而且多重交错，全球化分工特征明显。

参照马斯洛三角模型，可以将服务型消费进一步区分为安全与健康型、享受型、财富与自我实现型。

第一，安全与健康型：教育培训、健康与医疗服务、安防；

第二，享受型：专卖与品牌连锁、文化传媒与体育娱乐、旅行与旅游、品牌餐饮；

第三，财富与自我实现型：银行、保险、信托、证券等金融服务。

在上述不同服务中，投资机会与行业发展的雪崩点密切相关，那么谁先出现雪崩点呢？我们认为，其与三个因素密切相关。其中社会与经济的主要矛盾和消费者收入水平是基础，提供服务产品的人的素质决定了服务产品价格和附加值的大小，政府管制起着重要作用，此外，依托于传统产品的服务发展得更早一些，但“雪崩”程度也小一些。

社会与经济的主要矛盾：当前社会的主要矛盾主要有两点，一是就业与

劳动者收入水平的提高，一是医疗及社会保障。这对教育培训、医疗服务的需求极大。今年以来，教育培训企业在美国连续上市就是最好的证明。

消费者的收入水平：财富与自我实现型较其它两类需要更高的收入水平，因此，总的来说，它的雪崩点将最晚出现，而且，收入水平提升的态势一般比较平稳，因此，相对应的服务增长的雪崩点也不如其它显著。

人的素质：人的素质是由所受教育水平决定的，其受制于整个社会的教育投入和科研发展尤其是基础科研发展水平。很显然，总的来看，第三类对人的要求最高，此外，健康与医疗服务、安防、文化传媒与体育娱乐对人的要求也比较高，而其它类型服务相对简单，对人的要求相对较低。

政府管制：毫无疑问，金融服务、医疗服务、文化传媒和体育娱乐依次是政府管制最为严厉的领域，而其它领域市场竞争度较高。

是否依托现有产品的服务：已经列举的服务显然都与现有的产品相关，不依托现有产品的服务是技术创新。但即便如此，专卖与品牌连锁、文化传媒与体育娱乐、旅行与旅游、品牌餐饮与传统产品的服务的联系更加紧密，具有更加平滑迁移的特性。

综上所述，我们认为：专卖与品牌连锁、文化传媒与体育娱乐、旅行品牌餐饮、教育培训将最先出现雪崩点，其次是安防，再次是健康与医疗服务，最后是金融服务。需要指出的是，医疗服务中的高端私人医疗服务出现雪崩点比较早，但市场规模有限，整个医疗服务出现雪崩点的关键社区基层医疗服务的开放，这将给医疗服务带来供需两旺的局面。至于金融服务，则不再赘述。

3.3 农产品，转型失败的必配

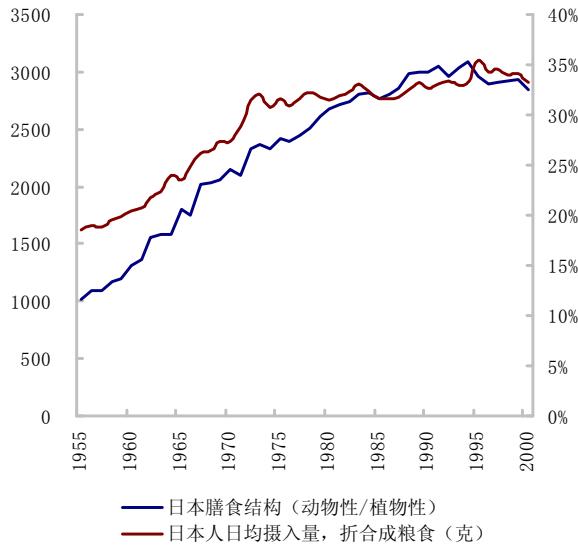
我们认为，吉芬商品，即现阶段的必须消费品，是转型失败的必配，其中，尤以农产品最为典型。

人口、土地、水与气候、基础设施、生产资料与生产技术水平、加工与渠道、经济环境与货币基准是影响农产品价格的主要因素。

人口规模决定了农产品是一种刚需产品，城镇化的发展导致人口结构使农产品供需矛盾较以前紧张，膳食结构的变化扩大了农产品需求。首先庞大的人口规模将长期持续，这是农产品成为刚需的基础；其次，城镇化使使农业人口绝对数量减少，且从事农业的青壮劳力的绝对数量亦日趋减少。再次，膳食结构的肉食化决定了人均农产品的消耗量大幅增加。特别需要指出的是，当前中国人的膳食结构类似于日本70年代水平，因此，如果转型成功，则膳食结构的肉食化还将进一步提高，这也意味着，中国人均农产品的消耗量还

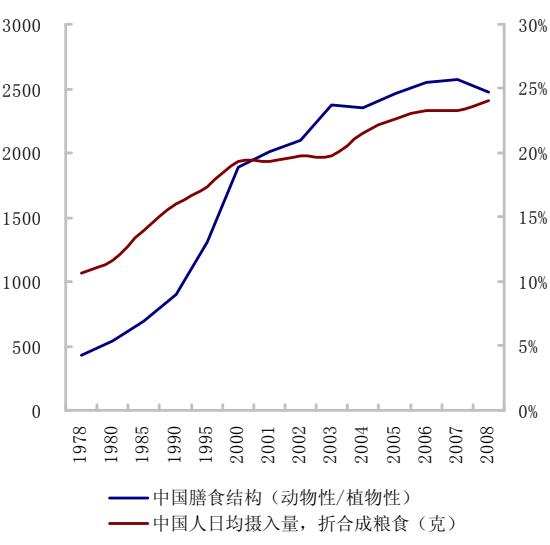
将进一步增长。

图表 4: 日本人日均摄入量及膳食变化



数据来源: 日本统计局 国联证券研究所

图表 5: 中国人日均摄入量及膳食变化



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

中国人 2008 年膳食水平及膳食结构与日本人在 1970 年一致。

耕地面积的减少限制了农产品产量的提高, 地形地貌限制了大型农业机械的应用。土地是农产品产量能否提高的基础, 2008 年较 1996 年, 中国耕地面积减少了 6.4%, 约 832.3 万公顷, 其中, 东北平原、华北平原、长江中下游平原、四川盆地等高产粮区共减少 4401 公顷, 占 52.9%。另一方面, 中国大部分地区多丘陵山地水网地形, 这也限制大型机械的大规模的运用。从这一点来说, 即使转型成功, 中国的农业人口比例也不可能象欧美国家那么低。

水资源和气候的悲观预期是农产品价格上扬的催化剂。水资源紧张是个客观事实, 这一点是支撑农产品价格的因素之一。而气候因素, 我们认为, 当前极端气候情形的增加可以有两种解释, 一种是客观事实, 另一种是信息爆炸所导致人们所接受的关于极端气候信息的增加, 但无论哪一种, 这都给大众一种悲观预期, 这种悲观预期是农产品价格上扬的催化剂。

家庭联产承包使得基本水利设施建设停滞, 原有水利设施效用下降。

农业生产资料的价格与石油价格关系密切, 无论短期还是中长期, 还看不到能够促使石油价格大幅回落的因素, 因此, 农业生产资料的价格将至少保持高位运行。此外, 受制资源限制, 部分农业生产资料譬如钾肥是净进口产品, 这使其价格不断攀升。

生物技术的发展在短期内不能一蹴而就, 传统的杂交技术育种的成功以十年计, 因此, 传统技术对单位产量的提升与时间并非线性关系, 另一方面,

转基因等新技术的安全性仍然受到置疑，这也遏制了转基因食品市场化进程。

加工环节和销售渠道是决定农产品的重要因素，当前部分农产品及相关食品的加工环节和销售渠道已为外资垄断，这令农产品价格更加容易波动。大豆及其主要下游产品最为典型。包括：大豆、食用油、豆粕、猪肉。

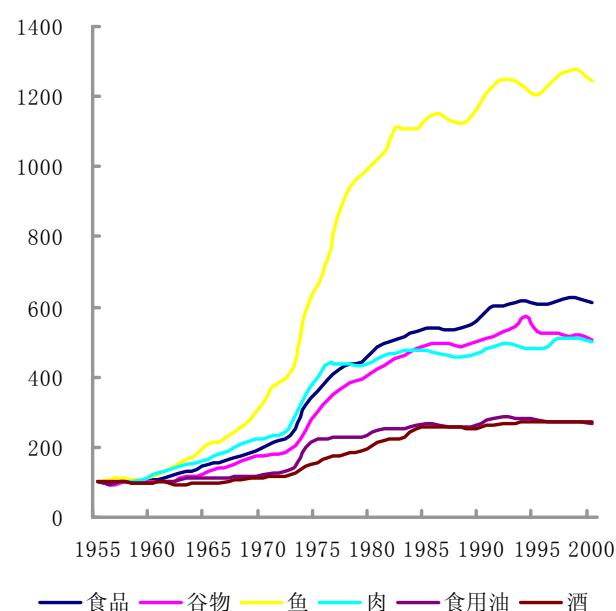
就国内来看，多年来M2的高速增长，令通胀成为一种现实压力，同时，实业投资障碍重重、房地产投资被遏制令流动性压力转向农产品——这将是一种长期趋势。同时，全球范围内，由于农产品是可贸易品且以美元定价，因此一旦美元长期走弱，这将令农产品价格持续上扬。

此外，土地是农产品的根本，因此，农产品的种植在一定范畴内可以互相替代，同时由于美元这一货币锚作用的削弱，将令经典的蛛网理论失效，这将造成农产品之间的价格竞争循环上扬。

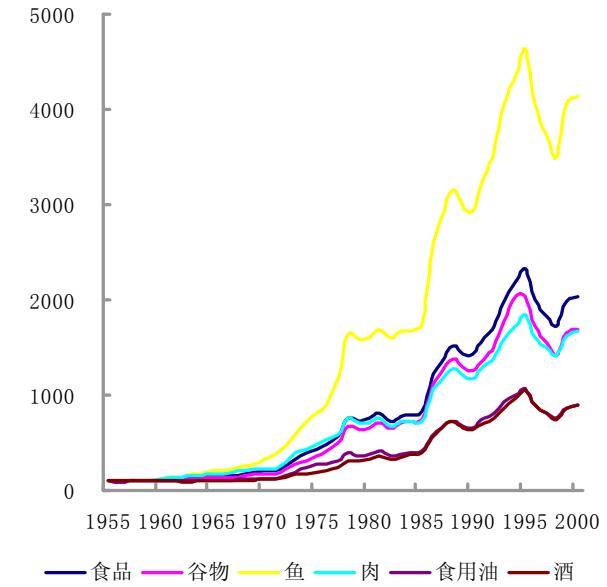
我们认为，全球农产品价格的上扬是下注中国转型失败的一种表现。这是因为，中国转型失败一方面意味着中国消费升级的终止，因此高附加值商品的消费的增长将停滞，而低附加值或必须消费品将维持现有水平不变，这使得构成高附加值商品的原材料其需求下降——特别是金属原材料；而必须消费品的原材料需求将呈现刚性；同时，人民币中期继续升值将是中国转型失败的另一种表现——如同日本转型失败类似，日元持续升值，这意味着中国所需的尤其是净进口的农产品在以美元计价的情况下，价格将不断攀升。

综上所述，以农产品为代表的必须消费品是转型失败的必须配置。考虑到多种因素，我们依次看好肉类、食用油、大豆、豆粕、粮食、棉花和糖。

图表6：日本主要农产品价格走势（日元计价）



图表7：日元主要农产品价格走势（美元计价）



数据来源：日本统计局 国联证券研究所

数据来源：日本统计局 国联证券研究所

以本币计，日本在 70 年代转型期是食品价格快速上涨时期，必需品的涨幅远大于非必需品（如酒类），食品的整体涨幅在 70 年代约 1.2 倍，涨幅最大的是日本传统膳食结构中的鱼，达 1.7 倍，其次是谷物、肉、食用油和酒类，分别是 1.3 倍、0.9 倍、0.9 倍和 0.8 倍。此外，海藻与调味品的涨幅也远超食品平均涨幅，达 1.5 倍和 1.3 倍。但从边际涨幅来看，涨幅提升最快的是酒，在 60 年代，酒仅涨了 0.1 倍，其次是食用油和谷物。

1986 年广场协议后，日本资产泡沫升腾，进一步转型失败。以外币基准，食品价格在 2000 年较 1986 年上扬 75%，。谷物、海藻、水果、坚果、调理品和软饮料则较食品平均涨幅还大。

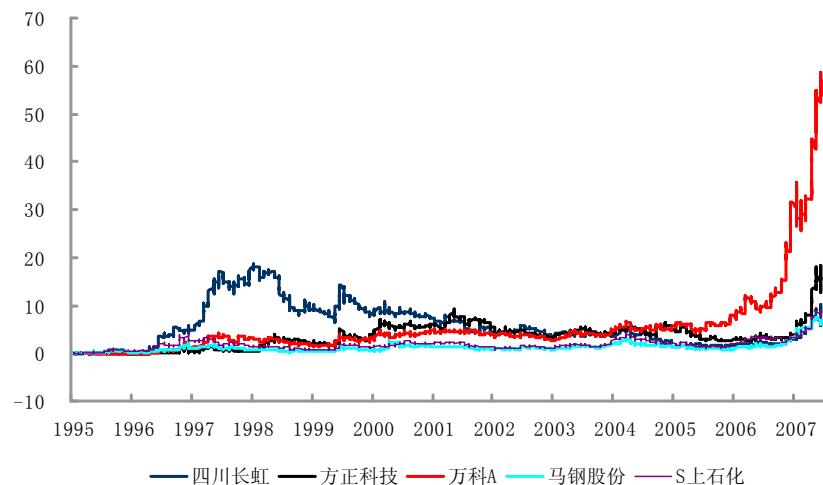
3.4 战略新兴产业，从概念故事到业绩说话

股市是经济的晴雨表，中国证券市场也与中国宏观经济的大周期一致。

在上一轮转型中，虽然，由于历史原因，上海石化——一只最早上市的典型的重化工业股曾在 1996 年有过昙花一现，但从行业和板块风格上，证券市场仍然准时反映着宏观经济的热点，家电、电脑和手机、汽车与房地产的排浪式消费以及因此而导致的中国原材料需求。

参照历史，结合我们在前文中所谈到的，在转型成功的前提条件下，服务型消费将成为必然选择，那么，过去两年的热点——新能源、低碳、物联网、云计算、新材料等就需要重新审视了。诚然，它们也是转型成功后的选择，但是，依照次序，其集体反应该在消费需求反应之后而不是之前。基于以上理由，我们认为，今后它们必然走下神坛，从纯故事驱动转向业绩驱动，从主题投资转向价值导向，从板块转向个股：谁先在销售收入体现？谁先将收入转化为利润？谁先将利润转向现金流？是投资这类公司的关键。

图表 8：上一周期代表股票涨幅（倍）



数据来源：wind，国联证券研究所

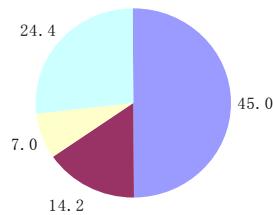
4. 震荡市，超配“刚需”与流动性主题

对于流动性，我们是骑墙派，因为流动性回收与否处于两难境地。

支撑流动性回收的因素是，货币政策回归中性。但这个理由似是而非，因为，地方融资平台的处理仍然需要流动性解决，如果关注到城商行上市条件放松这一信息，就能理解地方融资平台问题的解决刚刚开始，如果猛然刹车，必然对其不利。而地方融资平台又与地方收入的来源有密切关系，这又与现有税制的执行与改革相关。因此，宏观面，流动性处于两难境地。

截止到 2010 年 9 月，在金融总资产构成中，城市商业银行的总资产 7.07 万亿，约占商业银行总资产的 7.7%。

图表 9：金融资产构成



■ 国有商业银行 ■ 股份制商业银行
■ 城市商业银行 ■ 其他金融机构

数据来源：人民银行，国联证券研究所

而与股市直接相关的流动性似乎又是利好，特别是房地产的挤出效应，若限购令坚决执行，这将令股市资金大为增加。

流动性是否发生逆转，其实在于流动性的预期是否发生逆转，流动性的预期在于资金成本考量，换言之就是利率。如果出现持续地加息，这将影响到利率预期，对流动性造成根本逆转。而持续加息又增加银行成本，而要想根本改变资金在股市、房市、银行三者之间打转转的唯一办法就是真正的调动民间资金进入实业——对国进民退、央进民退的种种措施进行纠正。对此，我们尚无看到信号。因此，中短期内，流动性对于证券市场仍然利多一些。

流动性以外，由于发达经济体的复苏仍然十分缓慢，长期以出口导向为主的企业在转型过程中盈利增长的持续预期不明确，这将向下牵引市场。但是，我们认为，对于持续增长的预期，我们可以问这个问题：为什么在过去一年多外围经济增长乏力的情况下，中国的进出口高速增长创出新高屡超预期？我们认为，这是两个原因，第一个原因，从产能配套上，中国是全球最经济的生产基地，因此，全球经济略有恢复，其订单就将涌入中国，而其它国家作为订单替代国只有在经济高涨中获益；第二个原因，美元走弱令大宗商品走强，导致以资源品为主的新兴国家需求量增大。因此，如果美元见

底反弹，这仍有利于中国出口，因出口目标地发生变化，而多美元进一步走弱，则需要观察新兴国家的通货膨胀，如果处于可控制状态，则出口改善仍无虞。而唯一阻碍企业盈利增长的因素是我们自己的通货膨胀。

因此，我们建议，2011年的以下资产值得超配：

——转型配置，包括：

- a. 服务型消费：专卖与连锁、教育培训（含婴幼儿、青少年服务消费品）、旅游（行）、文化传媒体育娱乐（特别是新传媒娱乐）、品牌餐饮、医疗服务；
- b. 先进制造业：芯片相关、自动化设备相关、材料及基础装备、与水气资源相关；

——抗通胀配置：

- a. 农产品与食品，首选肉、食用油、豆类、粮食；
- b. 贵金属，证券等非银行金融。

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层
电话：0510-82833507
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221
国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。