瑞信董事总经理兼亚洲区首席经济师陶冬:

# 中国将面临中烈度持续通货膨胀

证券时报记者 胡学文

**本报讯** 周六在深圳举行的第八届新财富最佳分析师高峰论坛上，瑞信董事总经理兼亚洲区首席经济师陶冬表示，美国的量化宽松政策救得了银行，却救不了经济。他同时认为，全球超宽松的货币政策在今后3到5年很难做到根本性的改变。就中国经济形势的展望，陶冬预测，中国通货膨胀到明年六七月份会突破6%，但这并不会是这一轮通货膨胀的顶部。

陶冬说，美国的量化宽松政策救不了经济，但可以把全球的资产价格再翻炒一遍。他同时认为，量化宽松政策今后5年无法退出，原因在于，一方面，在可预见的将来，美国即使GDP上升，就业复苏也会相当迟缓；另一方面，美国的国债市场相当于伯南克在不断吹起新泡泡来接住掉下来的泡泡，美国的所有银行最大的资产都是国债。

宋春雨/摄

对于中国经济，陶冬指出，中国正站在一个历史性的门槛上，工资的上涨意味着中国作为世界加工厂的“黄金时代”已开始慢慢褪色。

瑞信此前的一项调查显示，39%的外企CEO认为工资上涨已成为困扰他们在中国投资的最大因素。尽管如此，陶冬仍然判断，在华外资企业今后几年绝大多数会选择内移，而不是外移。理由有三：第一，中国制造业的成本优势已经不是唯一优势，但中国的产业链现在已经变成了一个极其重要的竞争力；第二，效率优势，从港口到公路，从出口退税到清关，中国所有的基础设施的效率、行政效率，和与中国竞争的国家相比有天壤之别；第三，中国的内需优势。

正是基于上述优势，陶冬认为多数外资企业会像富士康一样移向内地，而不是离开中国。“但是这不代表中国的出口不会衰退，如果今后中国的工资每年上涨20%—30%，那么这只是一个时间问题。中国出口业的衰退不是直线下滑，而是阶梯式的滑坡。”

陶冬还预测，中国通货膨胀到明年六七月份会突破6%，接近6.3%，但未必就是这一轮通货膨胀的顶部。至于明年下半年的通货膨胀，取决于夏粮收成，取决于总体经济的走势，取决于全球商品经济的走势和全球货币政策。“我们需要做好准备，应对中烈度的、持续的通货膨胀。这一轮通货膨胀最重要的不是它能够升到多少，而是它会持续多久。”

## 观点集萃

**宏观经济研究领域第一名——安信证券尤宏业：**在新一轮经济周期启动的背景下，中国将可能面临经济增长强劲、但资本市场未必有牛市的状况。他同时表示，大众消费和服务兴起的趋势不可遏制，可能会因此有伟大的企业出现。

通货膨胀压力是比较难以遏制的，但它会带来大众消费和服务兴起、机器替代劳动力的加速、熟练劳力替代非熟练劳力。中国劳动力价格上涨的猛烈程度，可能比一些国际经验所预示的程度来得更为猛烈。未来三五年中国工资的增速平均水平可能以20%、30%的速度上升，甚至不排除更高的水平。 （杨 晨）

**农林牧渔行业第一名——中信证券研究所毛长青：**中国的农业现在处于转型的加速期，从长期来讲会有比较好的机会。从周期性的角度来讲，农业板块的行情还会持续，因为农产品的价格还在上升周期。从板块来讲，毛长青继续坚持种子领涨农业的观念，未来三到五年中国种子行业会迅速提升。

尽管最近这两周在政府的强烈干预下，主要农产品的价格出现一定的回调，但这只是暂时的，国际还将延续强势，国内还会出现温和上涨。 （杨 晨）

瑞银投资银行中国区副主管张化桥:

# 资本市场将面临货币紧缩压力

证券时报记者 胡学文

**本报讯** 瑞银投资银行中国区副主管张化桥表示，全球利率水平已经降得非常低，预计未来5-10年，我们所面对的将是一个高市盈率的时代。对于中国资本市场，他认为所处环境与2000年-2004年时非常相似，资本市场的钱已经非常不够，如果再紧缩，市场就会更加雪上加霜。

张化桥表示，全球工业化、现代化的浪潮之后，现在遇到一个共同的问题就是投资机会减少，投资回报率下降，经济增长速度放缓。与此同时，全世界失业率非常高，而各个国家从中央政府到地方政府财政赤字都非常严重。张化桥表示，即便美联储把利率翻一番也是非常低的水平，所以未来5-10年，我们所面对的将是一个高市盈率的时代。

具体到中国市场而言，张化桥认为，现在的市场环境跟2000年-2004年非常相似。2000年—2004年，世界太平，中国的宏观经济非常好，广义货币供应量的增长是24%-25%，年复一年，复合增长，可是A股跌了五年。尽管对当时的市场状况有许多的分析，但张化桥认为最主要的原因可能是“货币供应量太少，银根太紧，把股市掐死了。”

24%-25%的广义货币供应量年复一年增长，还说货币量增长不够？对此，张化桥解释，表面上听起来是挺高的增长，但是因为当时的实体经济中真正的通货膨胀非常严重，远远高于官方的数字，所以货币润滑实体经济就需要更多的钱。相比较之下，当时24%-25%的货币供应量是太不够的，由此直接导致出现两个情况：第一，民间借贷利率很高；第二，能够流入资本市场的钱非常少。另外加上2000年、2001年的股票本身就贵，所以尽管不断有政府放利好消息，但是股票还是跌了五年。

张化桥表示，如果完全保持目前真实的货币供应量增长不变的话，很可能需要百分之三十几、百分之四十几的货币供应量增长率，但这显然是不容许的。“这就意味着，资本市场的钱已经非常不够，如果再来紧缩，市场就会更加雪上加霜。”

宏观经济学家普遍认为

# H股将成“洼地” A股趋于谨慎

证券时报记者 邵小萌

**本报讯** 在全球流动性过剩的大背景下如何管好我们的钱？该投资哪些地区市场？在国内通货膨胀超预期形势下，什么样的资产会存在增值的机会？张化桥、陶冬、安信证券宏观分析师尤宏业等宏观经济学家纷纷献计献策。

### H股的作为或大过A股

瑞银投资银行中国区副主管张化桥认为，未来真正好的市场还是在香港和其他亚洲国家。瑞信董事总经理兼亚洲区首席经济师陶冬也认为，相对来说，H股比A股的作为会大一些。

陶冬说，中国的分析师今天更担心的是通货膨胀，但海外资金看到是中国的增长，因为中国是全球少数还在增长的国家。由于中国大陆实行资本管制，热钱进入的政策风险和资金成本是较高的，在这种情况下，流动性“洼地”的香港市场就成了海外资金投资中国成长的替代品。

张化桥进一步说，香港上市公司的利润在中国内地，利润的增长肯定是不错的；但A股的的利润是被什么卡住了？是被国内的流动性自我收缩机制给打下来了。

### 通胀超预期 谨慎看A股

安信证券首席经济学家高善文近期发表的一篇《事情正在发生变化》引起投资者的关注。安信证券尤宏业认为，高善文在今年年中以来相对看多市场的理由是：进入二季度，甚至在年中以后，实体经济相对走弱，投资、工业增速下滑，贸易顺差大幅度上升，在这种情况下，整个经济的流动性反而会比较宽松。

到10月份以后，一个显著的变化是通货膨胀超预期。这在一定程度上增加了对流动性的需求，也会导致政府的宏观经济政策发生转向。与此同时，九十月份以后，经济体本身上升的强劲程度也超预期，这些迹象表现在PPI数据上，表现在贸易顺差同比急剧缩小。

综合多个层面，安信证券认为，当前流动性推动股票市场上涨的力量正在逐步消失，并对A股市场未来走势看得更为谨慎。

### 警惕大牛市后的大熊市

陶冬认为，毋庸置疑，今后10年，汇率会成为金融市场的重要主导。“因为今天所有的价格上涨，不是盈利一下子多了几倍，不是债券的违约风险大幅度减少，也不是全球的农产品一下子让一半的人都吃不上饭了，而是太多的流通性在追求没有变化、有限的可投资产品。这个大趋势不改，就会造就所谓的‘大牛市’。”

陶冬提出，有大牛市，就会有大熊市，这种靠央行“灌水”换取的金融资产价格的上浮，总有一天会摔下来。

陶冬同时给出应对国内通胀的投资建议，即投资赢家资产。他认为，通货膨胀起来，一定会给实体性资产带来机会，而通胀的赢家，是那些政府干预不了的资产。

食品饮料行业

# 童驯:机会主要在下半年

**本报讯** “中长期看好食品饮料，下半年机会更多一点。”这是食品饮料行业第一名——申银万国证券童驯的观点。童驯提出，明年超收益品种的分化不会再像今年这么大，目前成长性较高的一些品种估值也已相对较高，但白酒行业仍是明星，其高增长故事将会延续。

童驯认为，明年的机会主要集中在下半年，原因是市值占比较大的白酒行业机会多在下半年。白酒行业跟中国人的酒桌文化密切相关，从这个角度来说，白酒行业内部的消费升级会一直延续。

童驯认为，未来啤酒行业亮点不多。连续三年啤酒量的增长只有4%~7%，原因是中国的人口结构中，20岁~24岁的年轻人占比下降。虽然啤酒内部也会升级，青岛啤酒今年增长很快，但其消费升级不会像白酒那么明显。葡萄酒行业将有亮点，但也面临增长阻力：其一，进口葡萄酒的冲击；其二，该行业里面营销做得最好的张裕，其目前的利润已经占行业利润的48%，增长空间不大。

童驯对乳制品行业长期也非常看好，因为国内人均消费量低，但近年来原料价格不断上涨，今年四季度和明年一季度也将面临成本压力。

（邵小萌）

医药生物行业

# 申万:医药还有30年成长期

**本报讯** 医药生物行业第一名——申银万国研究小组的代表楼圣睿指出，未来中国医药产业的成长还有30年，其理由在于目前中国正处在1961年时的日本。

申银万国医药生物研究小组认为，中国的制药产业目前类似于日本的60年代初、印度的2000年初。同时中国的政策扶持力度也在逐步加大，包括启动“国家重大新药创制”，重点支持新药研制和构建高水平的技术平台。同时，也涌现了一批优质的制药企业，包括恒瑞医药、海正药业持续高投入，研究创新产品的梯队也很丰富。

医药整合方面，流通行业最先开始整合。目前我国前三大医药流通企业的市场份额是23%，集中度相当低，而美国前三大流通企业的份额是90%。预计2020年，前三到五家流通企业市场份额将有望超过70%，其中国药控股份额将超过30%。医疗服务行业也在逐步开始整合，特别是随着公立医院改革启动之后，社会资本参与，医疗服务行业整合有很大空间。

申银万国研究所表示，从投资策略上来看，明年要兼顾进攻和防御。大多数医药优质公司都有绝对收益，防御性十分突出，有一些具备创新加突破传统估值的企业则具有进攻性。

（胡学文）

有色金属行业

# 叶洮:行业集中度将成风向标

**本报讯** 有色金属行业最佳分析师第一名获得者——华泰联合证券叶洮认为，有色金属板块投资主线有以下三方面的考虑：一是结构转型和新兴产业，对应关注小金属和金属新材料；二，应对货币贬值和通胀，最好的选择是资源属性比较强的公司；三，供应刚性化潜力较大的金属，在小的金属里面，钨、钼的潜力比较大，在大的金属里面，铅、锌的潜力值得关注。

叶洮认为，从中长期来看货币贬值和通货膨胀是金价的主要推动力。现在市场预期经济逐步走向复苏，但是一旦全球经济出现动荡，“乱世藏金”这个逻辑必然出现，贵金属独特的避险功能就会再次引起大家的关注。

从有色行业本身的供需格局来分析，叶洮表示，国家对矿产资源控制力度空前加强，如稀土资源明显走向集中和垄断，价格也出现了明显的上涨。此外，未来节能环保和减排这方面的需求可能导致整个生产成本和行业的进入壁垒提升，最近铅锌类的企业屡屡曝出环保问题，未来这些都会提升行业生产成本，最终导致供应刚性化，集中度提高，导致供应走向有序。在基本金属中，锡和铜的行业集中度比较高，而铅锌的集中度比较低。小金属中，稀土、钨、锑等随着治理整顿，行业集中度将不断提高。

(杨 晨)

建筑工程行业

# 潘建平:未来装饰将超越房地产

**本报讯** 建筑和工程行业第一名——中信证券研究所潘建平表示，2011年比较看好像装饰园林、专业工业工程、机械和房地产建筑等三块，尤其是前两块比较有机会。他同时认为，建筑工程行业明年还会出现股价翻倍的公司。

潘建平认为，装饰在未来很可能替代房地产行业。原因在于，一栋房子建设成本很低，但是五到七年需要装修一次，在它的生命周期70年里面，装修远远大于房地产创造的收入。中国近年来盖了许多楼，所以装饰市场是一个想象力很大的市场。另外，随着消费水平的提高，大家对装修的要求越来越高，装饰行业的主要驱动因素就是消费升级。这个驱动因素是可以持续的，并且是一个很明显的成长性行业。

具体到行业，潘建平认为：园林行业成长性很好，但也面临挑战，地产行业的现金流可能会影响园林行业的现金流；专业工业工程领域今年诸如中材国际、三维工程涨得不错，主要是受工业投资驱动；最后一类公司是基建和房地产建筑，从驱动力来看也没多大问题。总体感觉这类公司增长不错，但是不能给它高估值，只有在流动性很充裕、大盘股普涨的时候，它们可能才会有机会。

（胡学文）