

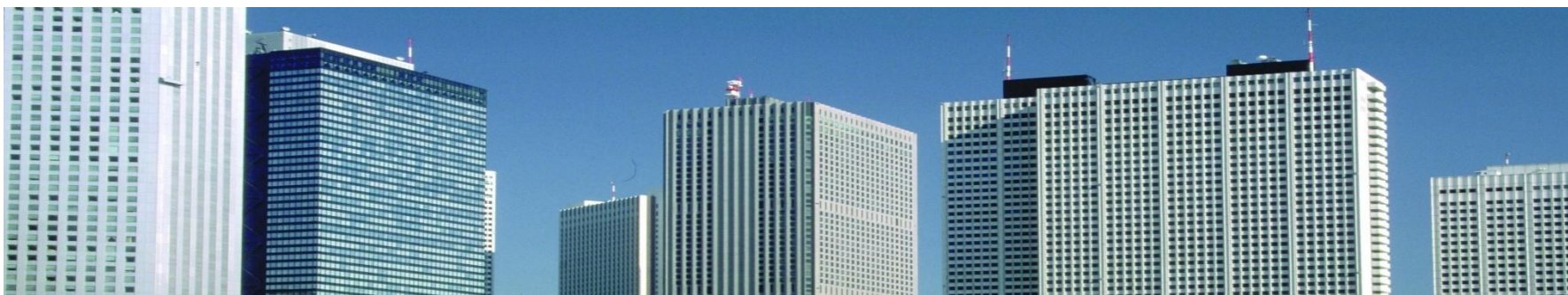


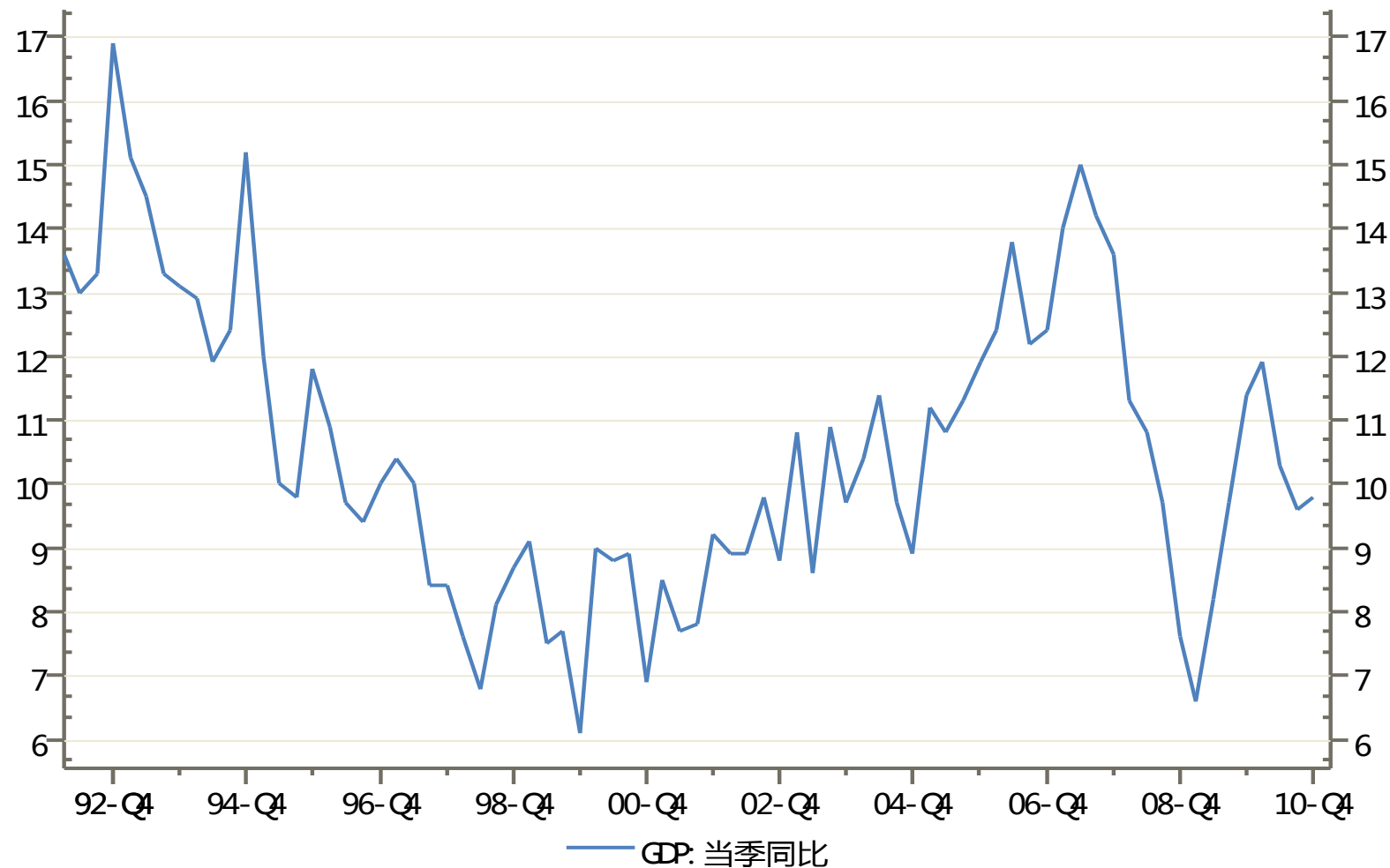
TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

2012年宏观经济形势及证券市场展望

基本面难言见底，市场已然超跌

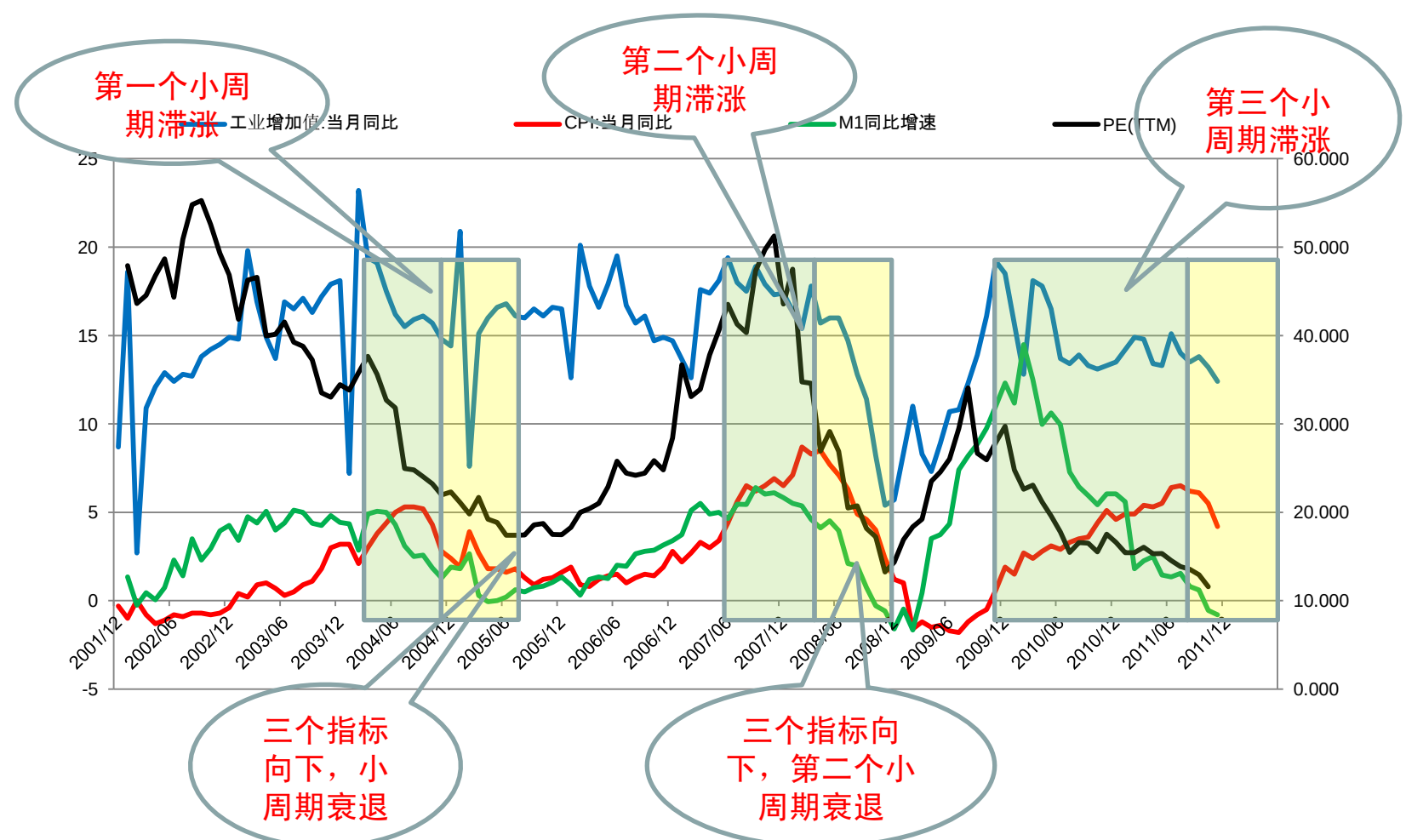




数据来源: Wind资讯

中国经济周期显著短期化，从历史上波谷到波峰平均历时7年缩短至1年左右的时间，本轮经济周期见底预计将在2012年一季度前后。

03年以来，有两轮经济周期经历滞涨和衰退“工业增加值、通胀和M1同步下滑”，股市也呈现下跌；而反之复苏和扩张相应的股市上涨。目前处于第三轮的小周期衰退之中。



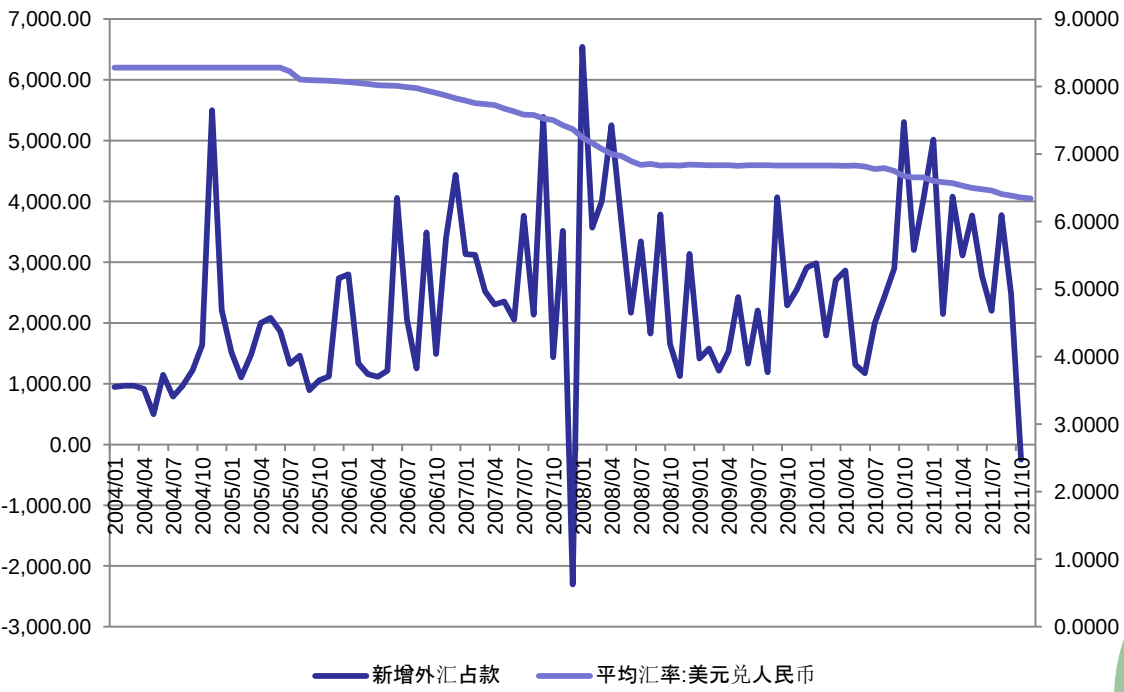
预计2012年经济增长8.6%

2012年GDP增速应会自2011年预期的9.2%放缓至8.6%，一季度至最低点约8.2%。

指标	2012F	2011F	2010	2009	2008
GDP(%)	<u>8.6</u>	<u>9.2</u>	10.4	9.2	9.6
CPI(%)	<u>3.3</u>	<u>5.3</u>	3.3	-0.7	5.9
PPI(%)	<u>3.1</u>	<u>6.2</u>	5.5	-5.4	6.9
社会消费品零售(%)	<u>16.1</u>	<u>16.9</u>	18.3	15.5	21.6
工业增加值(%)	<u>12.1</u>	<u>13.5</u>	15.7	11	12.9
出口(%)	<u>12.3</u>	<u>18.5</u>	31.3	-16	17.4
进口(%)	<u>15.1</u>	<u>22</u>	38.8	-11.2	18.5
贸易顺差(亿美元)	<u>1291.8</u>	<u>1606.1</u>	1831	1960.6	2954.6
固定资产投资(%)	<u>20.1</u>	<u>23.2</u>	24.5	30.4	26.6
M2(%)	<u>14.0</u>	<u>14.1</u>	19.7	27.7	17.8
人民币贷款(%)	<u>15.8</u>	<u>15</u>	19.9	31.7	18.8
1年期存款利率(%)	<u>3.5</u>	<u>3.5</u>	2.75	2.25	2.25
1年期贷款利率(%)	<u>6.53</u>	<u>6.53</u>	5.81	5.31	5.31

资料来源：德邦证券研究所

三驾马车：内需、投资和出口都难言乐观

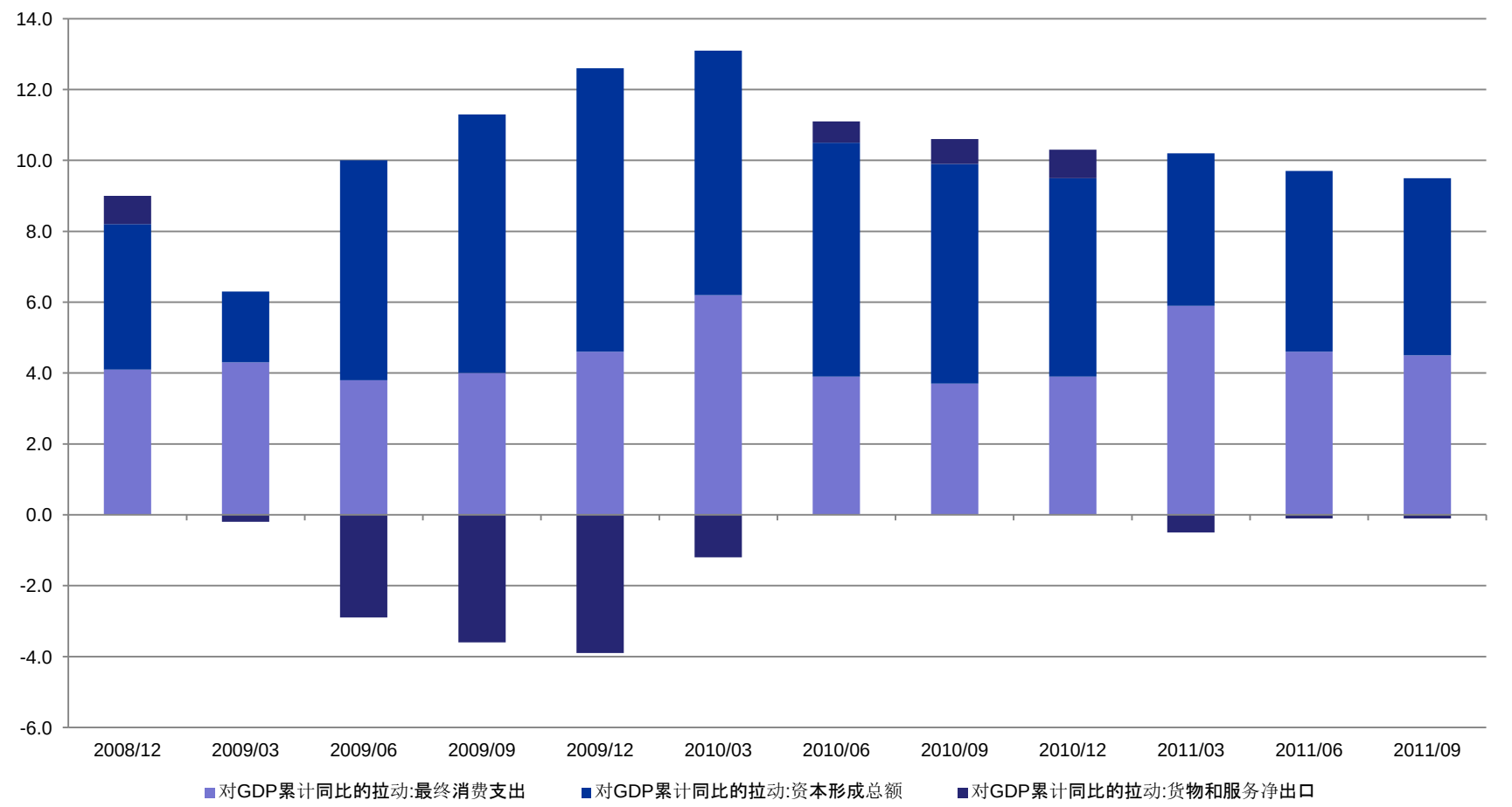


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

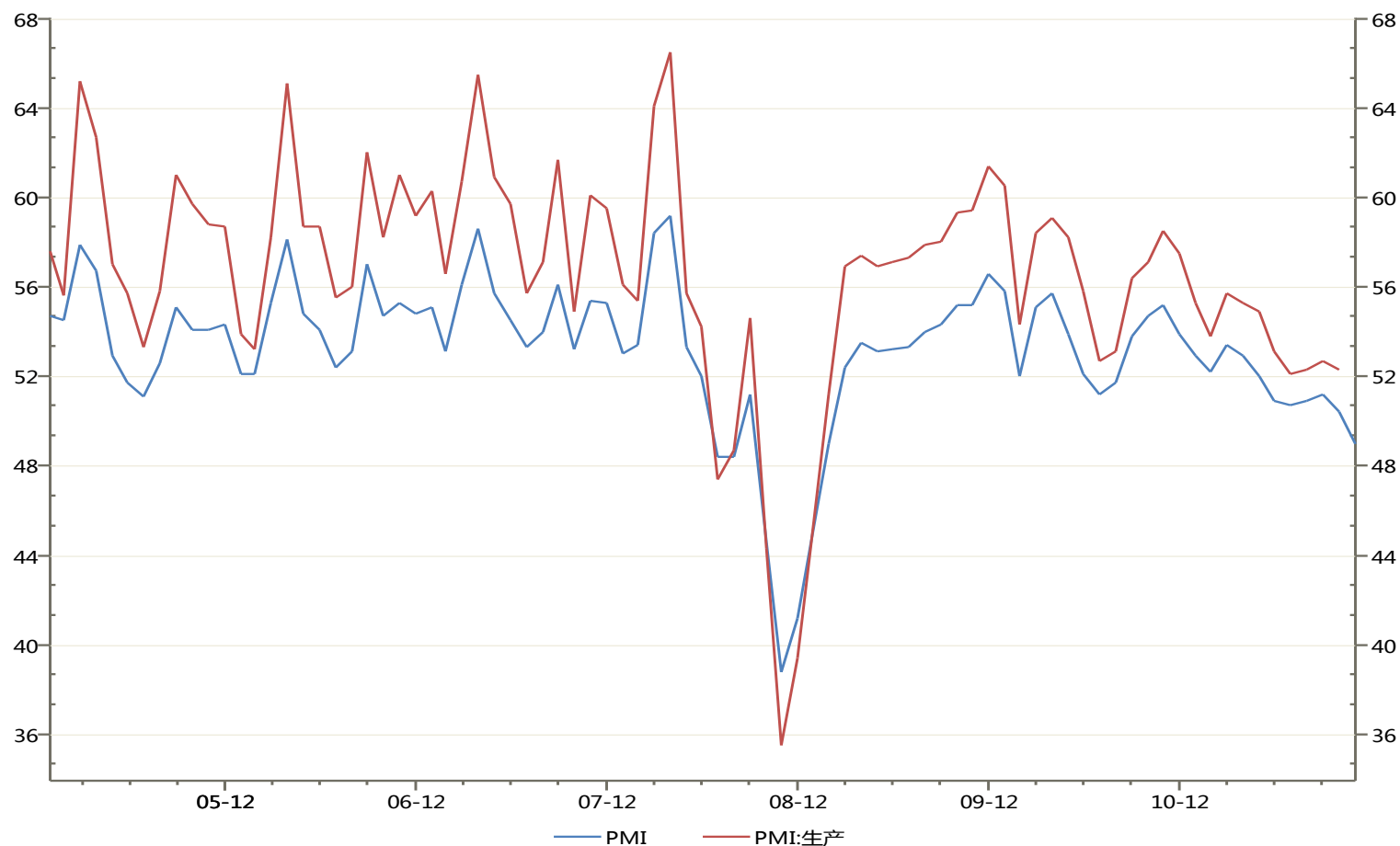
外汇占款陡降表明外资正集体撤离，中国经济潜流涌动，系统性风险尚未完全释放



在海外经济长期低迷的情况下，净出口对GDP的拉动作用已转为负值，最终消费支出保持平稳，若国内GDP持续下滑，则投资将成为拉动GDP增长的“独轮车”。

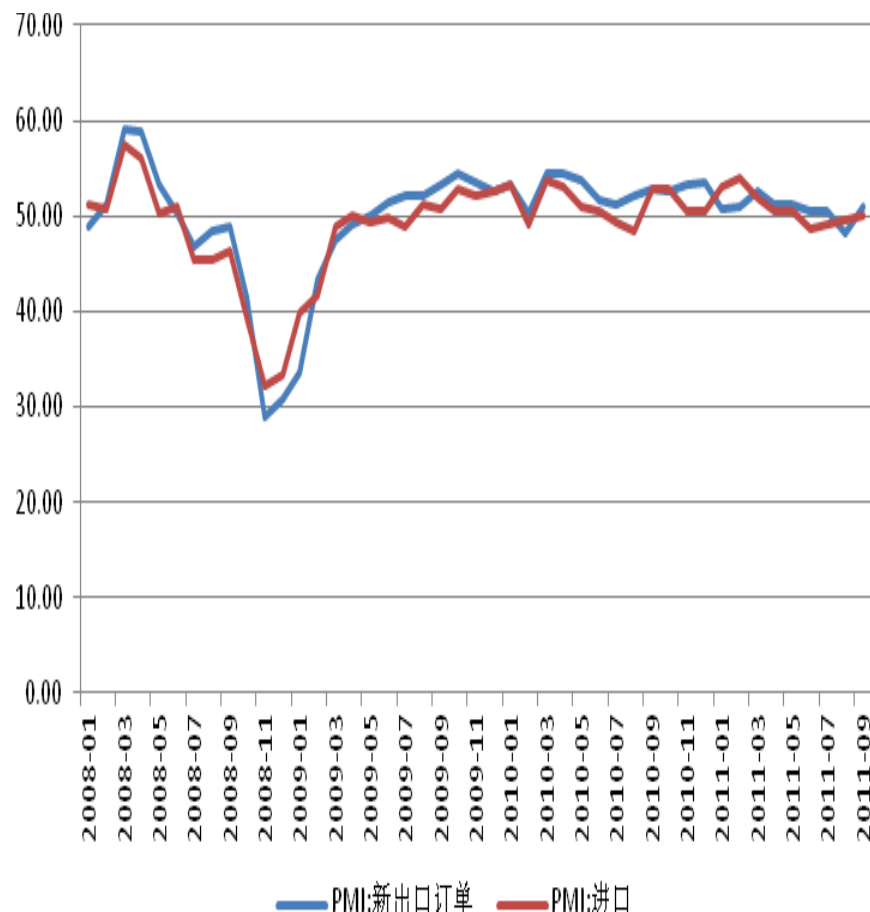
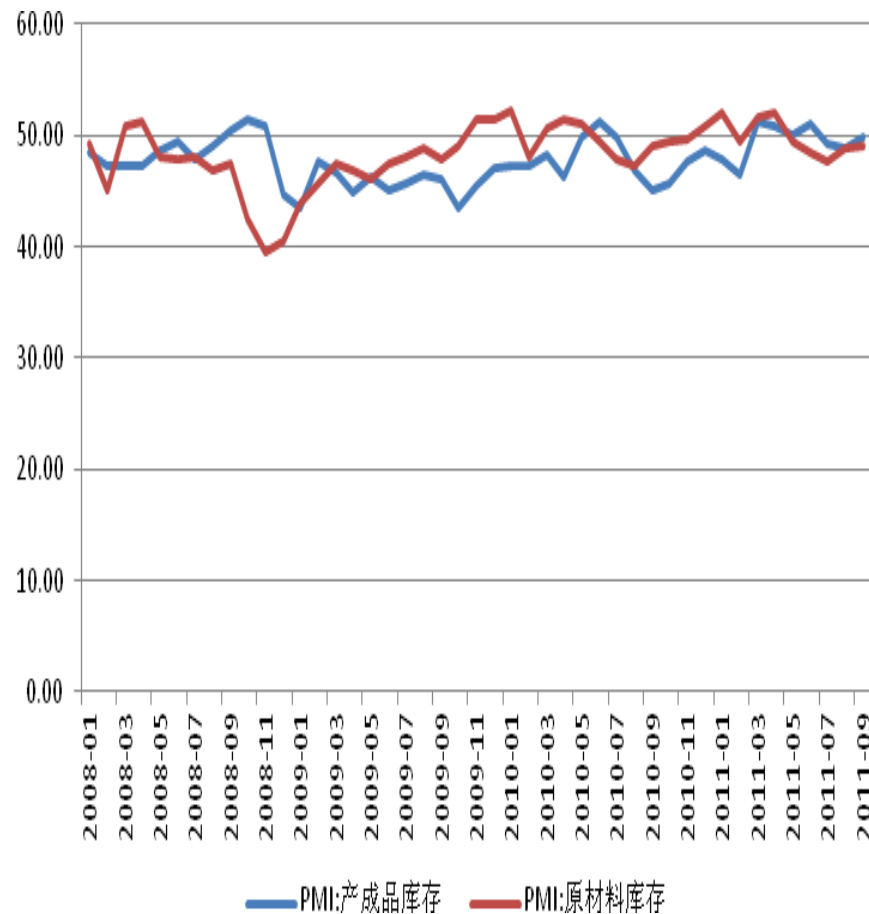


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所



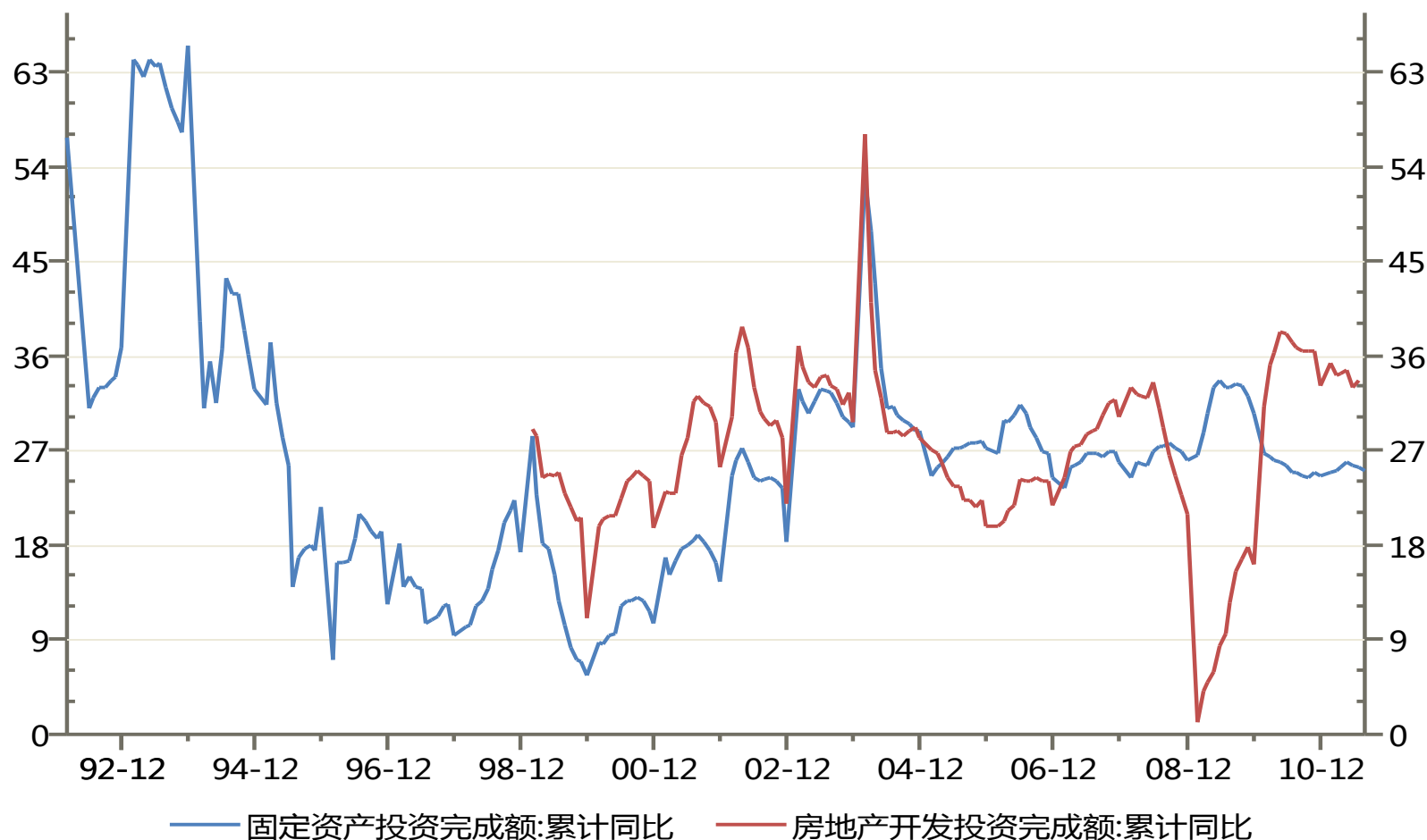
数据来源:Wind资讯

PMI领先指标自**09年3月**以来首次落入**50%**以内，中国经济处于加速下行阶段
 小型企业**PMI**指数连续**6个月**收缩，状况堪忧。预计该指标在**12年2季度**企稳



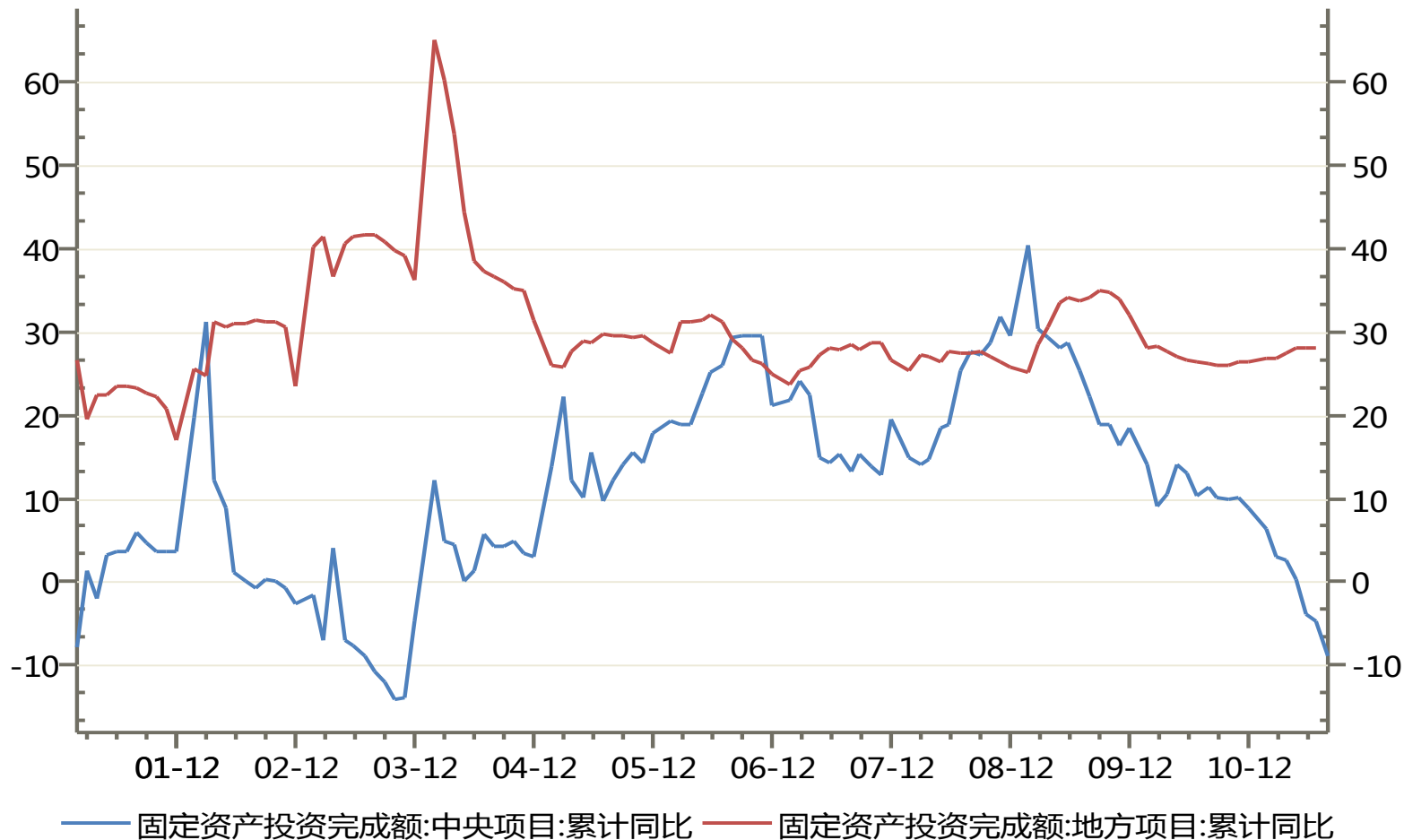
资料来源: Wind资讯, 德邦证券研究所

企业处于持续主动去库存阶段, 原材料库存指数已连续7个月处于收缩区间
海外订单季节性反弹后再度回落, 海外环境恶化将持续影响出口



数据来源:Wind资讯

投资下滑明显，政府主导投资难以为继。房地产投资增速在资金面紧张的情况下持续回落，未来仍有加速可能。需要警惕2012年房地产投资高位快速回落对经济的负面拉动。



数据来源:Wind资讯

4万亿之后中央政府投资后继乏力，房地产调控恶化地方土地财政以及地方融资平台清理使得地方政府投资缺乏后续财力。

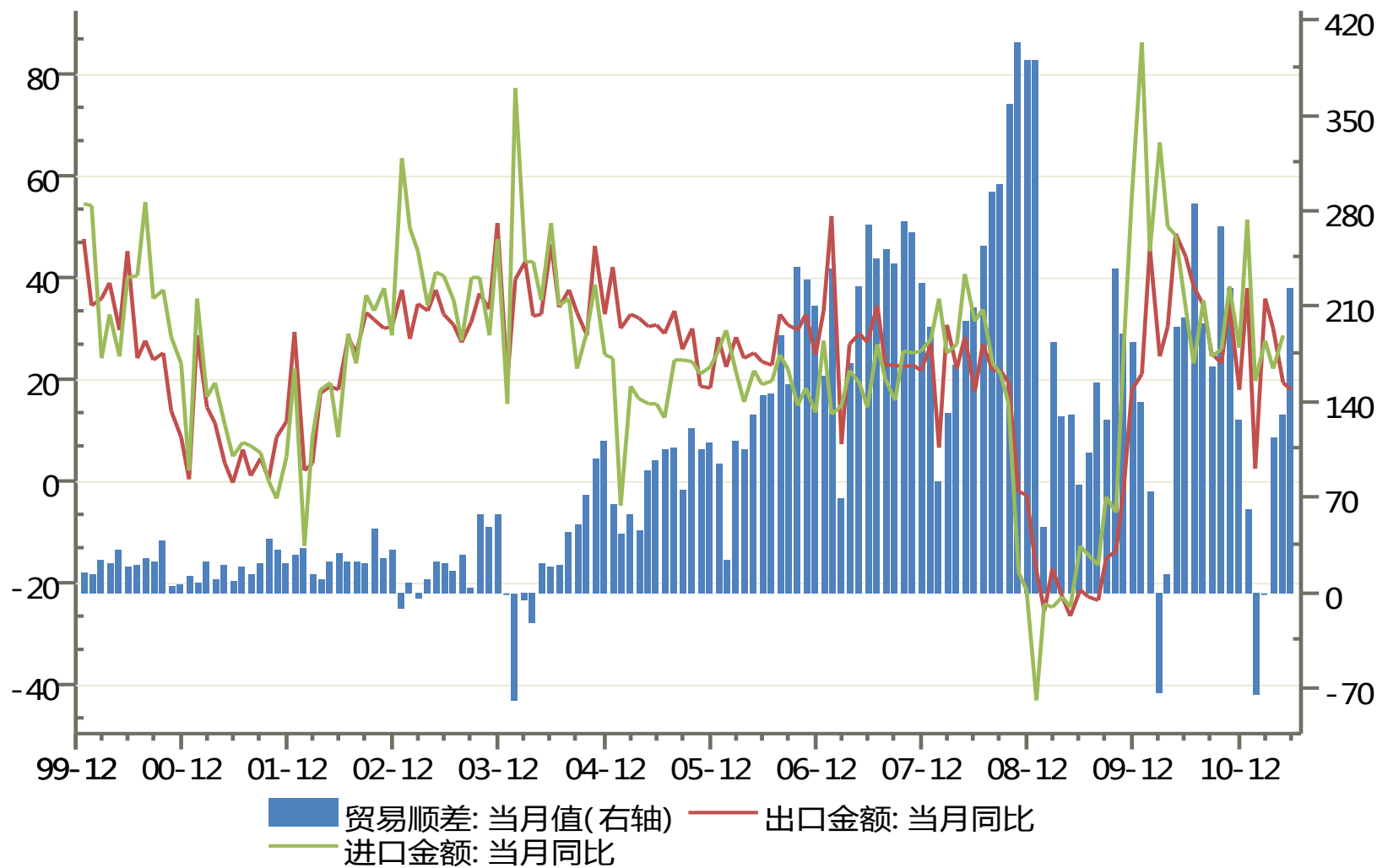


工业增加值下滑明显，内需消费受通胀压制，实际增速下滑约4%左右。内需难以填补出口及投资回落的缺口。



数据来源:Wind资讯

农村收入实际增速远快于城镇居民，农村消费市场增长将是未来的看点

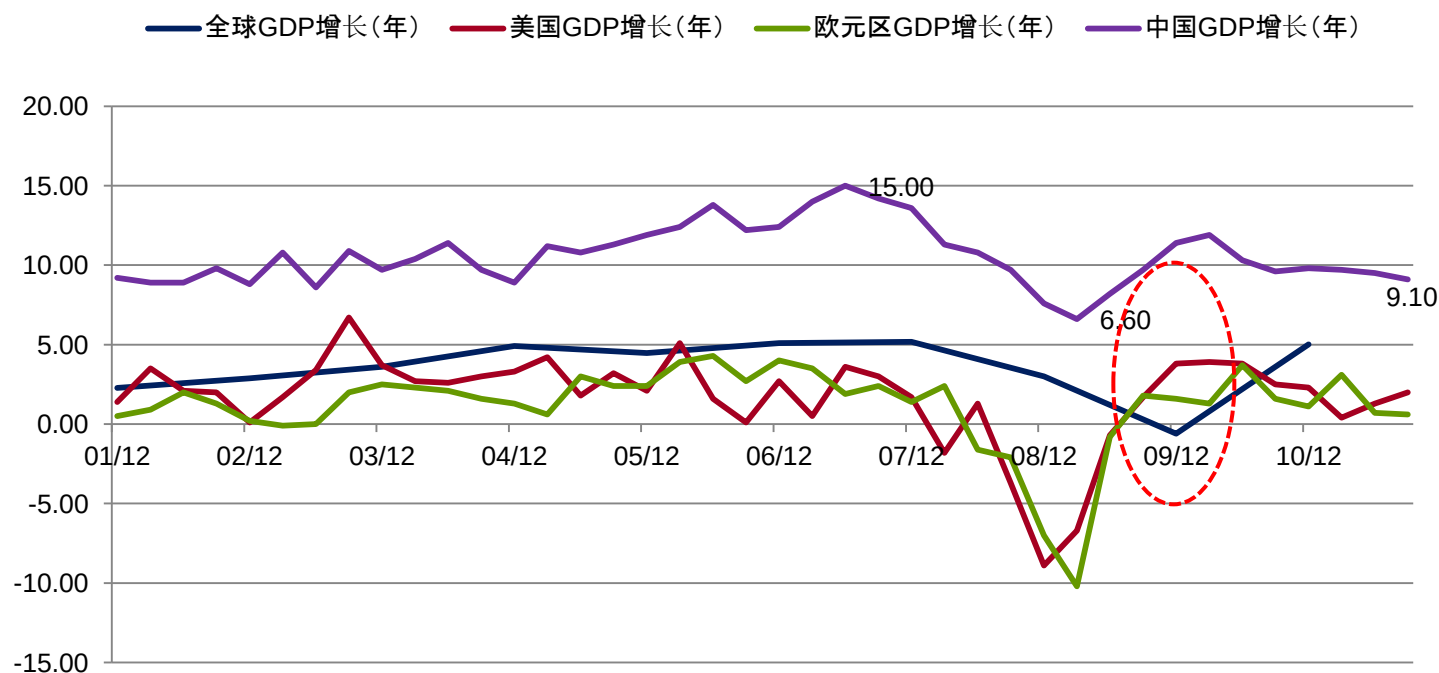


数据来源: Wind资讯

进出口增速持续回落，贸易顺差缩窄；欧债危机及美国经济复苏乏力对2012年出口形成挑战。

后危机时代全球经济复苏面临挑战

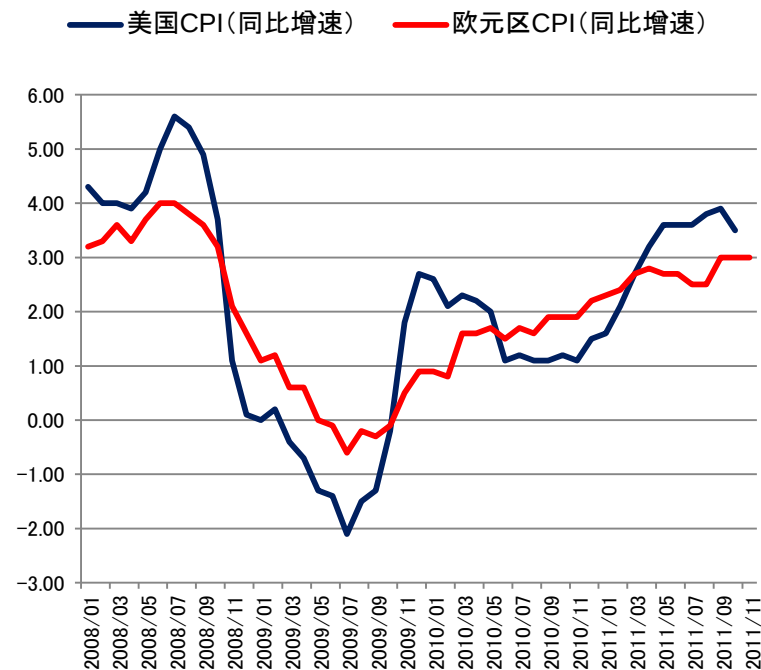
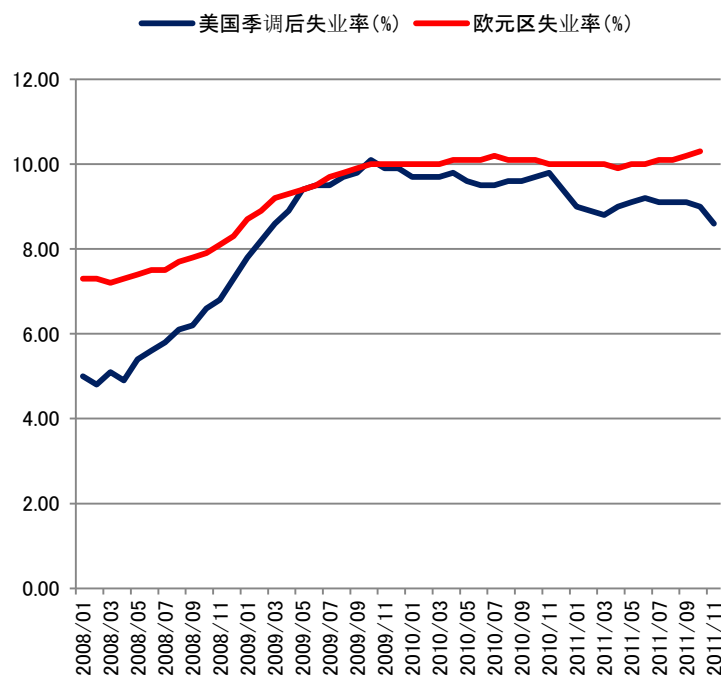
- 美国增长内生动力不足，经济复苏缓慢
- 受债务危机影响，欧洲经济衰退概率加大
- 日本灾后经济复苏疲软
- 发展中国家受国内宏观调控影响，经济增长放缓



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

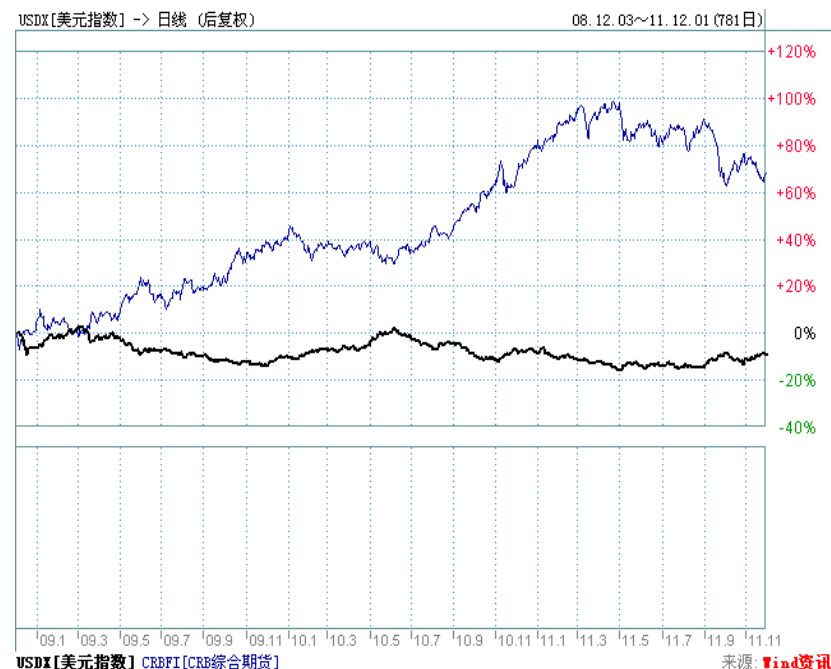
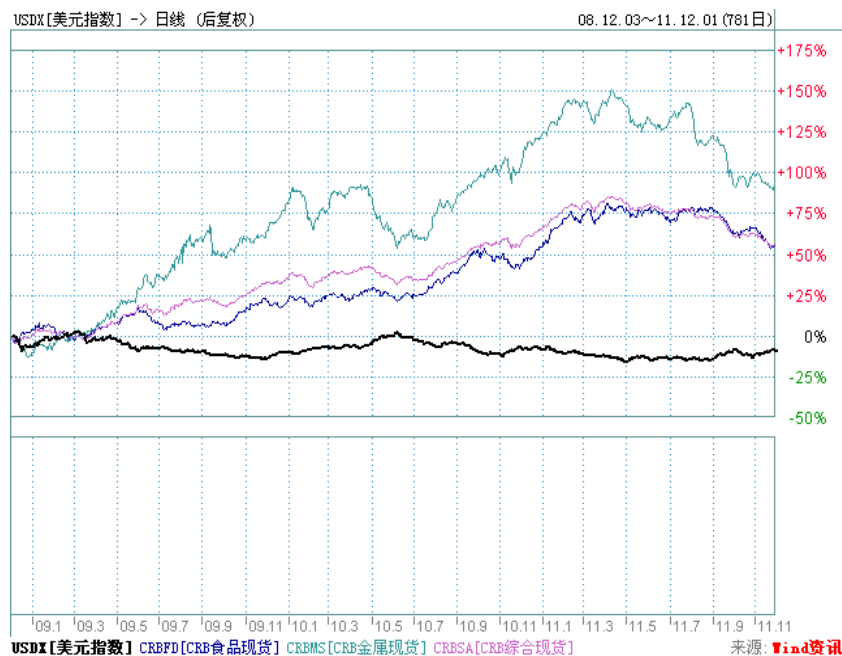
欧美失业率居高不下，通胀风险显露

- 受次贷危机和近期欧债危机影响，欧美失业率自2009年中以来居高不下
- 美国前两轮量化宽松政策造成全球流动性过剩，从而导致欧美地区通胀风险显露



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

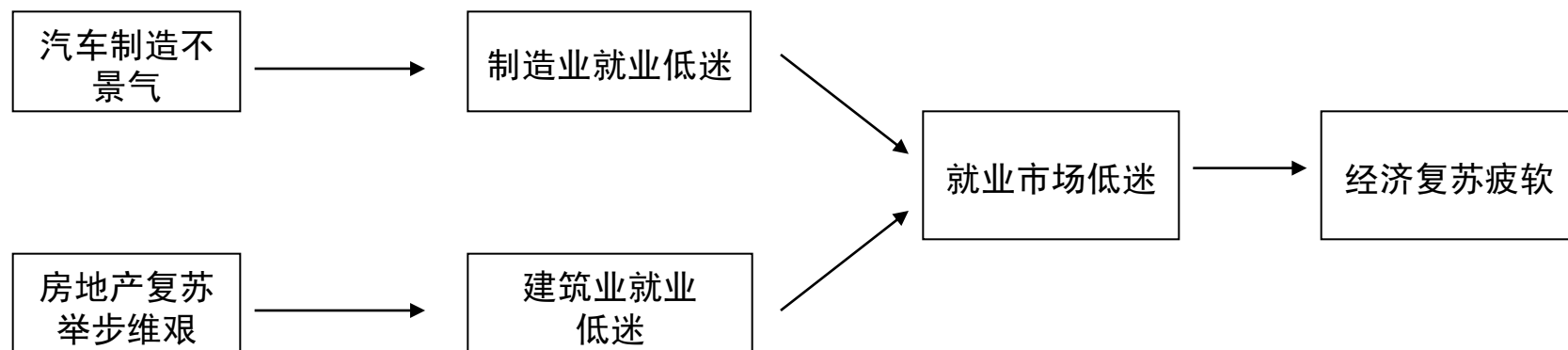
灾后美国量化宽松政策带来大宗商品价格走高



资料来源: Wind资讯, 德邦证券研究所

疲弱的制造业、建筑业仍然是美国经济复苏的制约

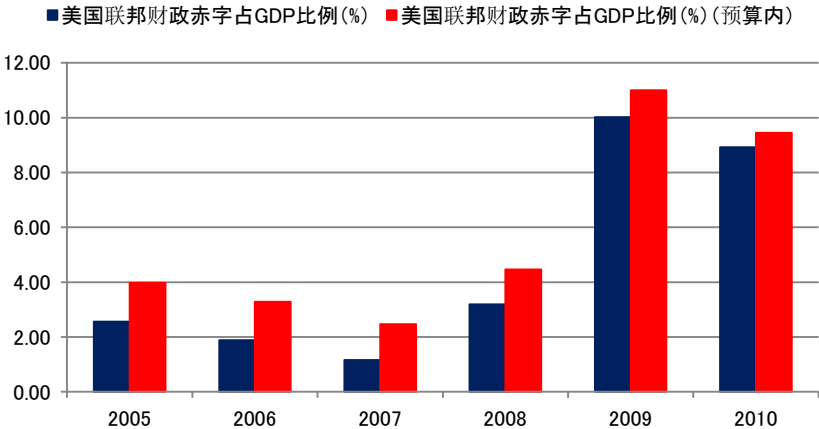
- 美国经济目前处于弱复苏状态，低迷的就业市场和房地产市场是美国经济复苏面临的主要问题；
- 通胀抬头加剧美国经济复苏中的风险；
- 美债问题是美国经济复苏的另一个挑战。



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

美国债务增速超过GDP增速

- 近年来，美国财政赤字占GDP比重大幅上升，减赤迫在眉睫，经济复苏恐受其拖累；
- 预计货币政策继续偏宽松，2012年仍有推出QE3可能。

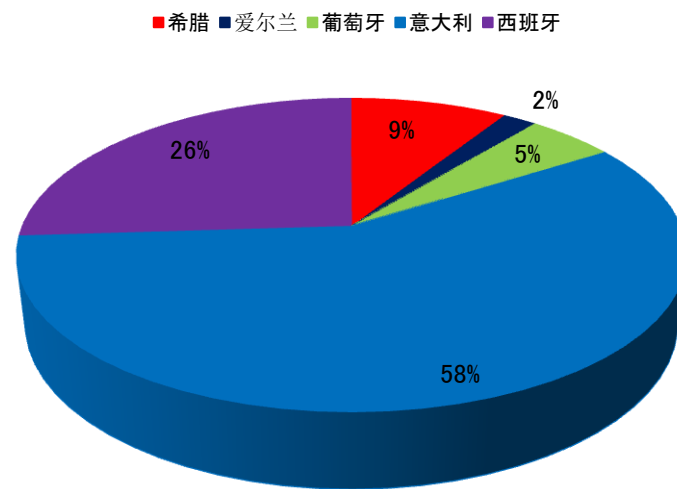
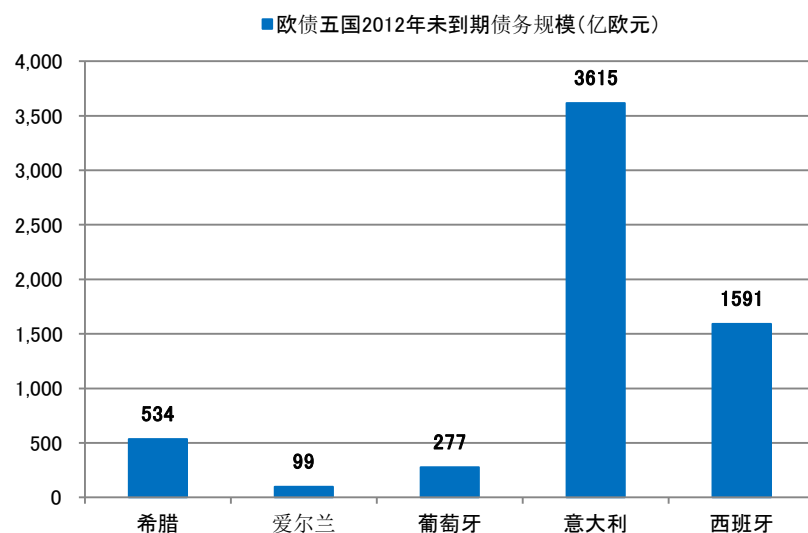


时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016
目标值	5.90%	3.00%	3.10%	3.00%	2.90%	3.10%

资料来源：《美国2010年预算报告草案》，德邦证券研究所

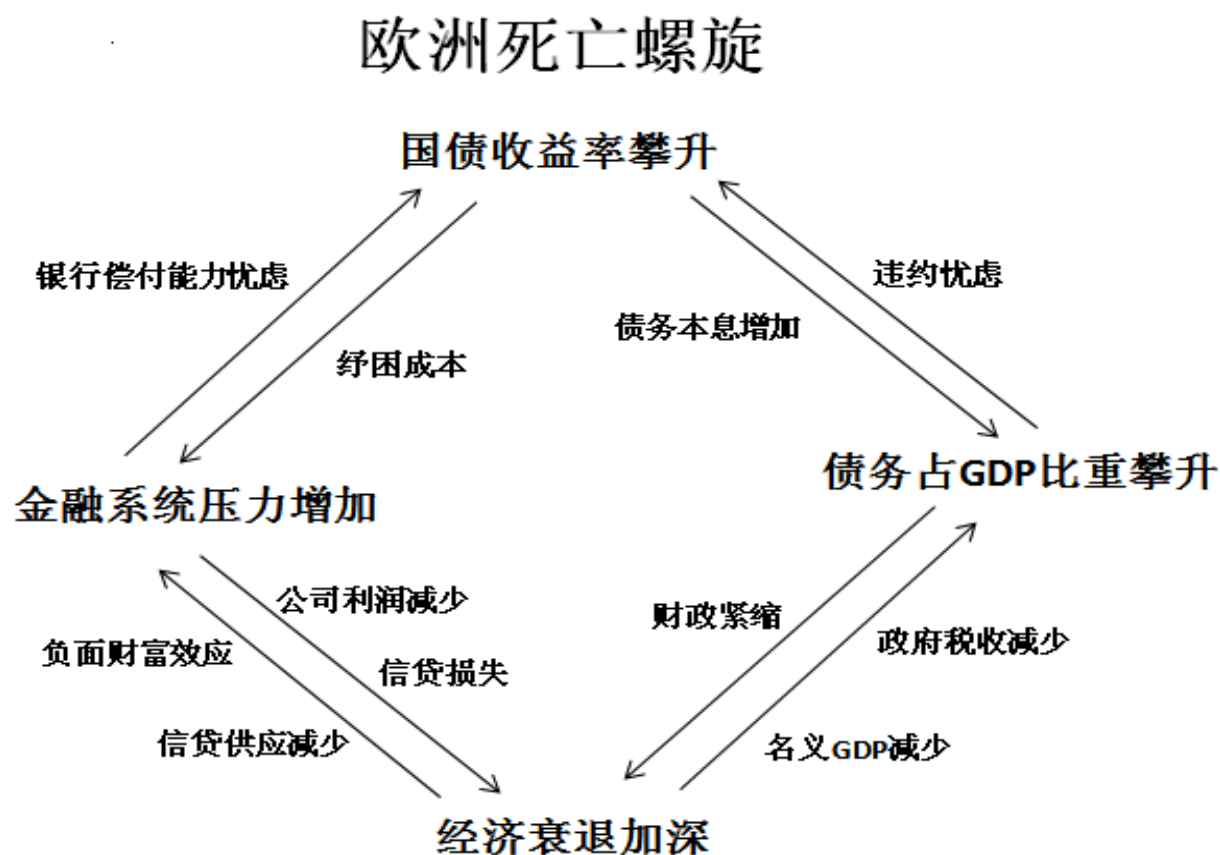
拖垮欧洲经济的“欧债危机”

- “欧债五国”2012年2、3两个月到期债务总额均达到800-900亿欧元之间，为2012年全年最高水平；
- 其中，希腊3月175亿欧元债务到期，有序违约和债务重组的概率加大；
- 受欧债危机及其所带来的财政紧缩必要性加大的影响，欧洲经济恐陷入衰退。



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

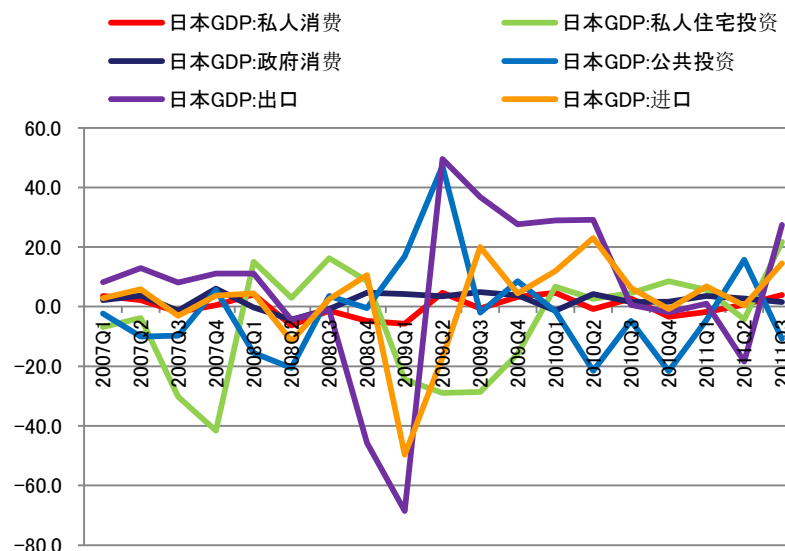
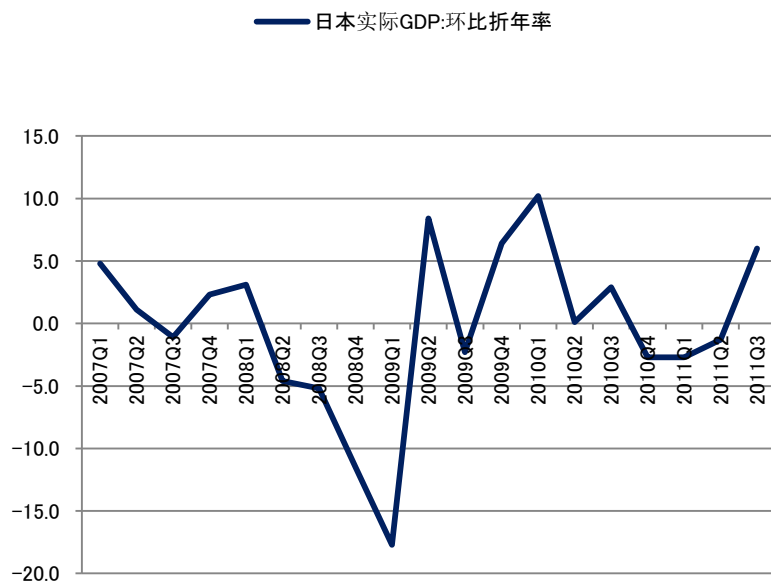
拖垮欧洲经济的“欧债危机”



数据来源：高盛

日本灾后重建有望刺激经济复苏

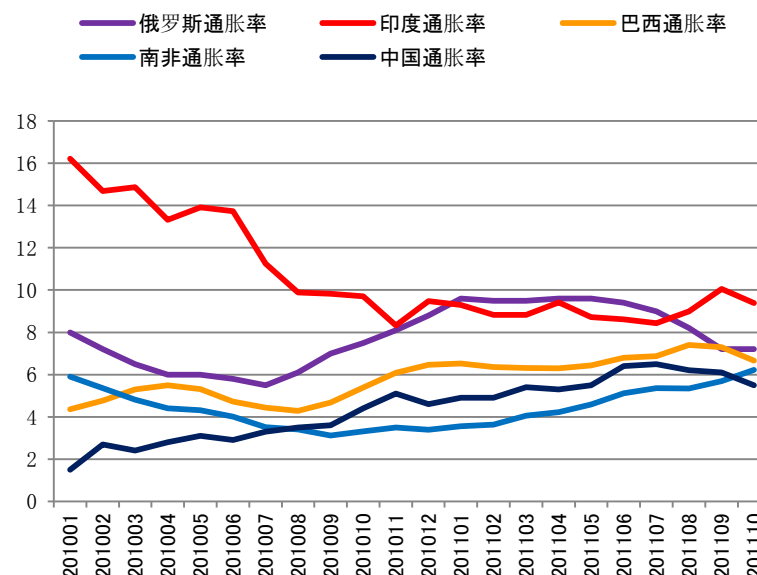
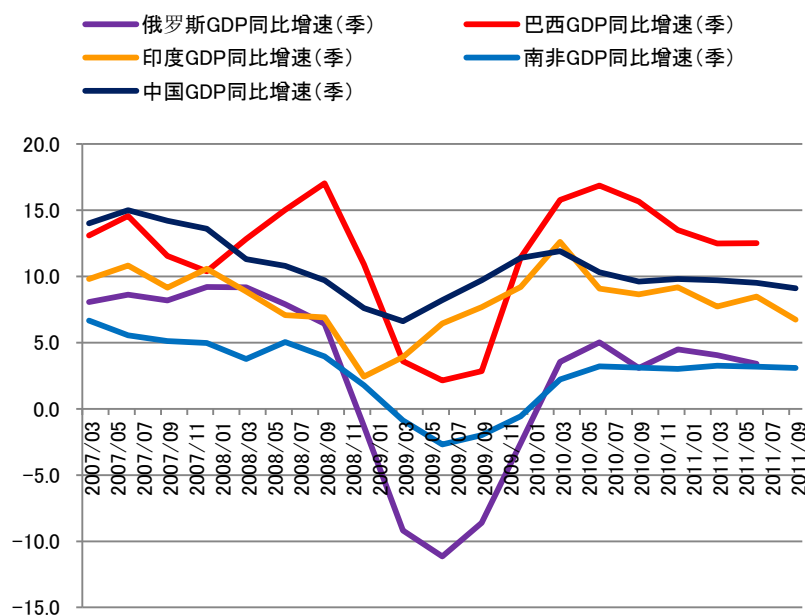
- 日本灾后重建有望刺激经济增长，但受到全球经济复苏疲软和欧债危机的负面影响，经济前景不确定性较强，且灾后重建所需的资金也仍然有很大的不确定性。



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

“金砖五国”经济增长放缓，通胀风险加大

- 外部受全球经济增速放缓和欧债危机，内部受应对通货膨胀和信贷增速的宏观调控政策影响，金砖五国经济增速有所放缓。

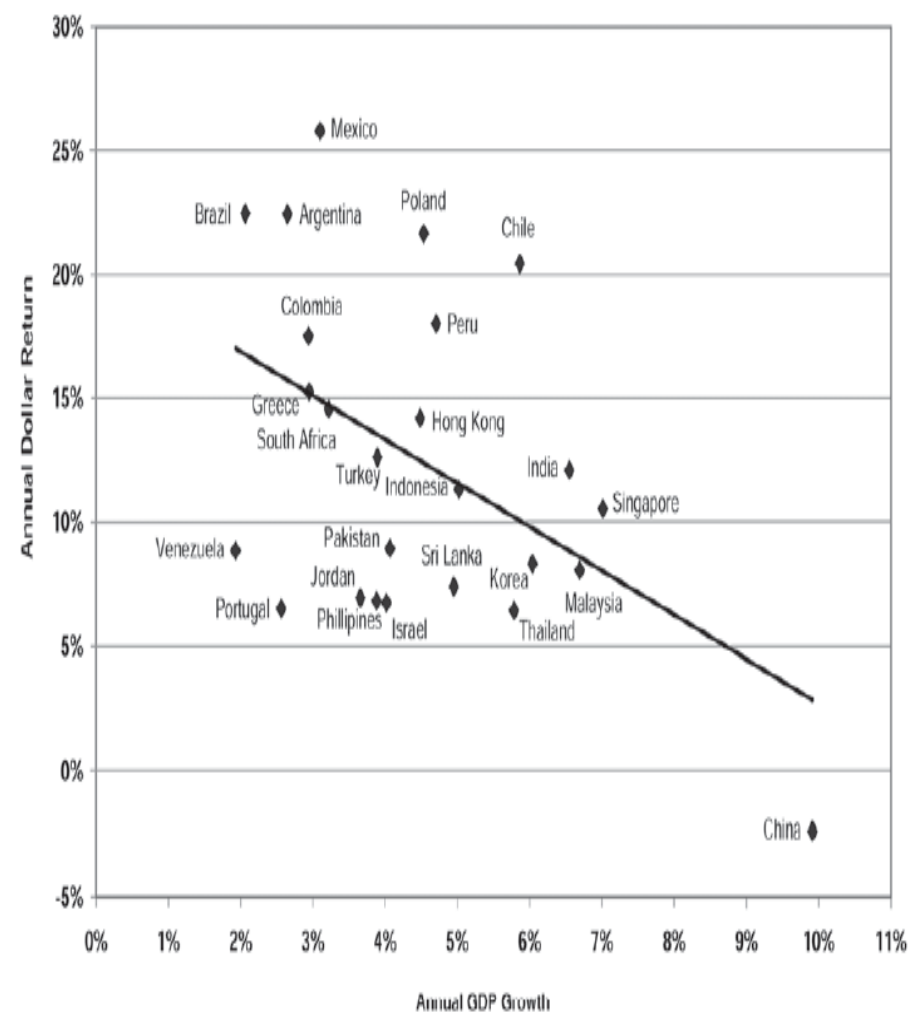
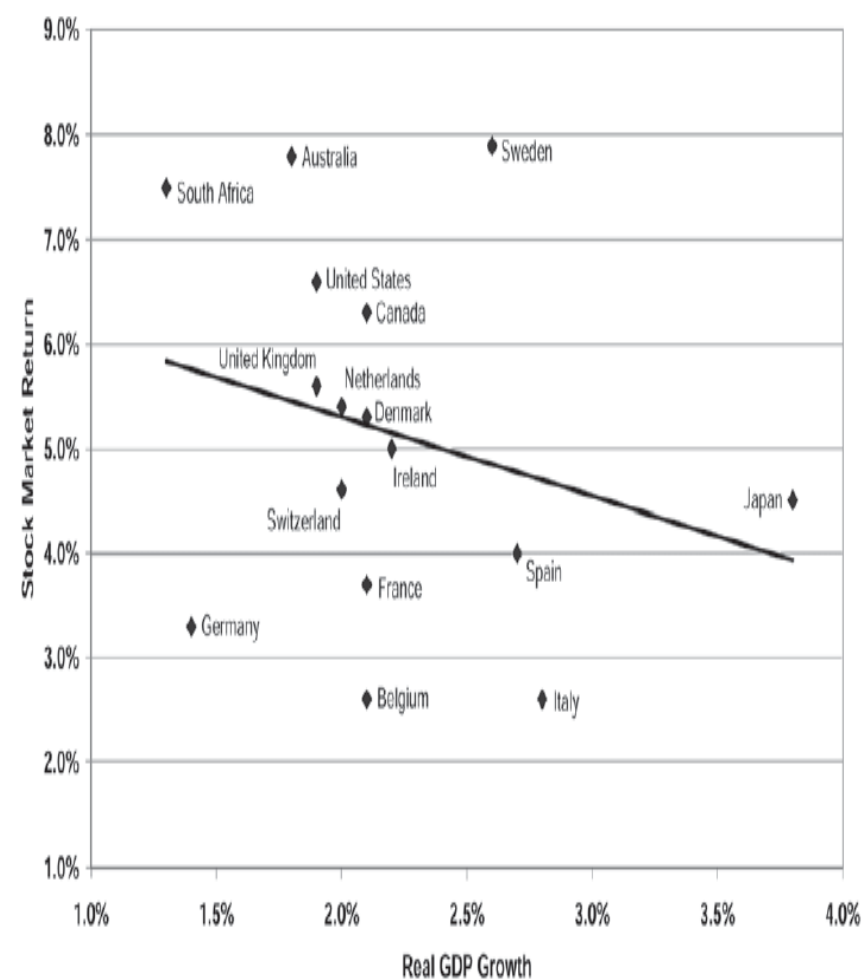


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

预计2012年全年经济增长放缓至3.5%

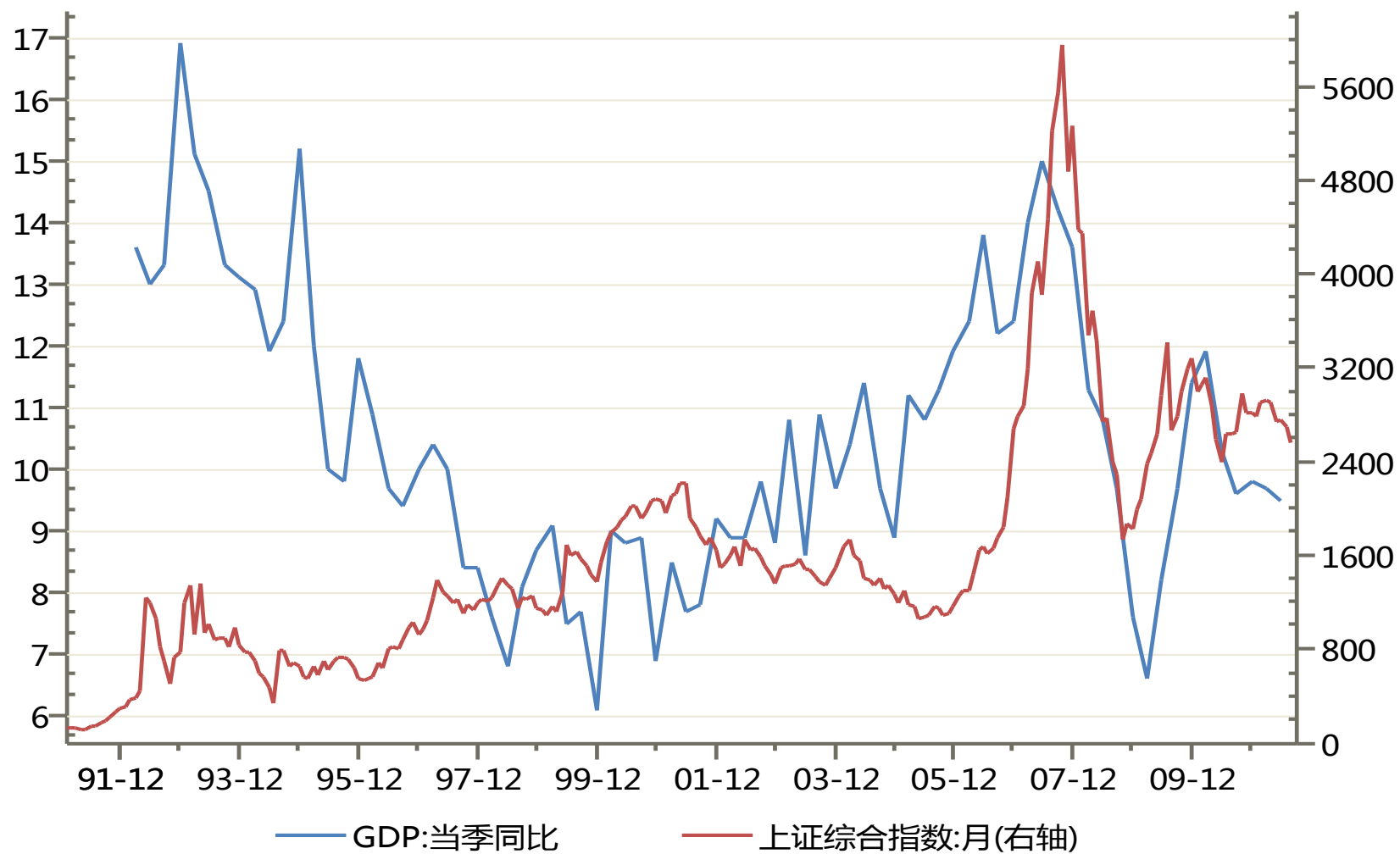
	2010	2011	2012
美国	3.0	1.7	1.4
欧洲	1.7	1.6	0.3
日本	4.0	-0.6	2.2
亚洲(除日本)	9.2	7.5	7.1
中国	10.4	9.2	8.6
印度	8.4	7.0	7.4
韩国	6.0	4.0	3.6
G7	2.9	1.4	1.2
发达经济体	3.0	1.6	1.3
金砖四国	8.9	7.5	7.3
全球	5.1	3.8	3.5

资料来源：德邦证券研究所



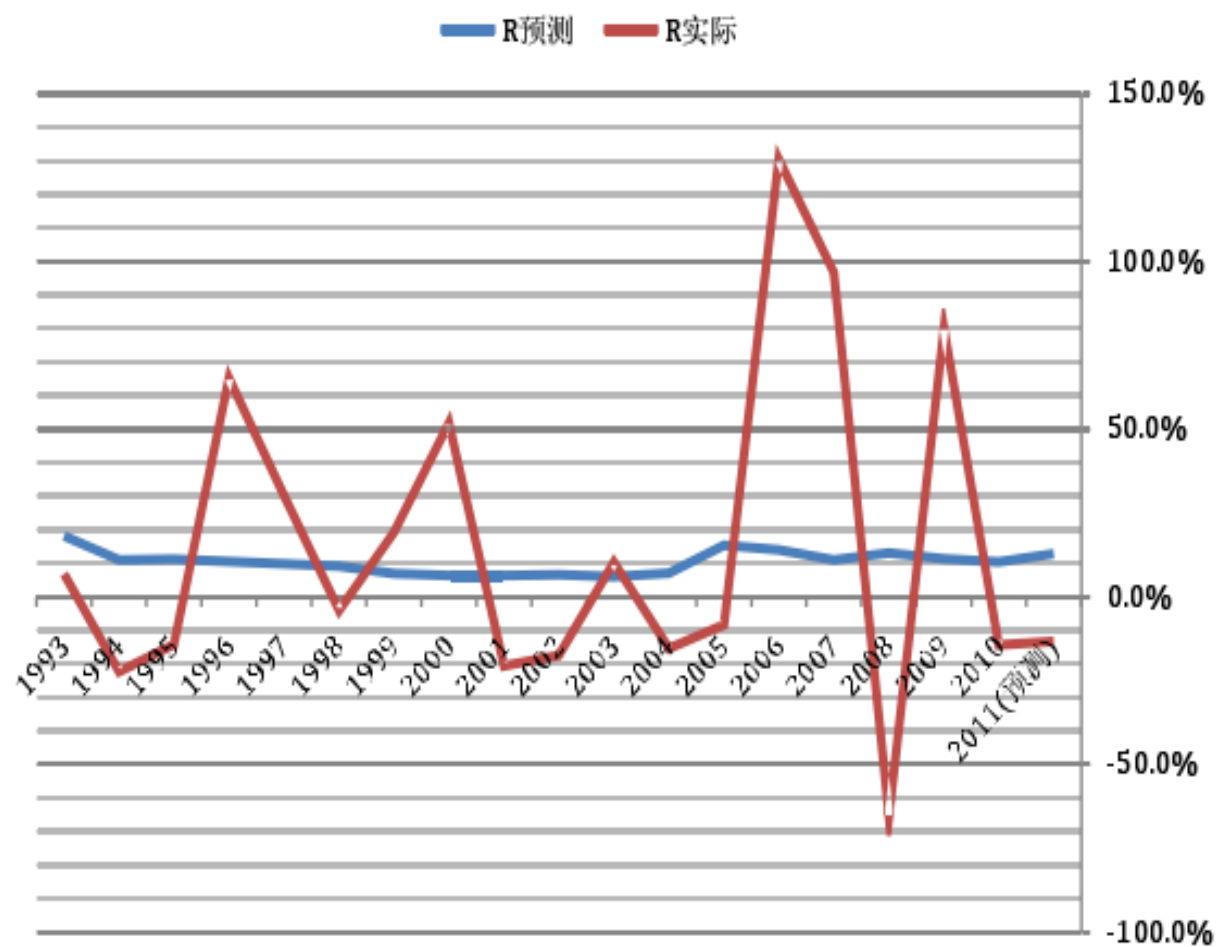
资料来源：德邦证券研究所

股市是宏观经济的“晴雨表”？事实未必如此



数据来源:Wind资讯

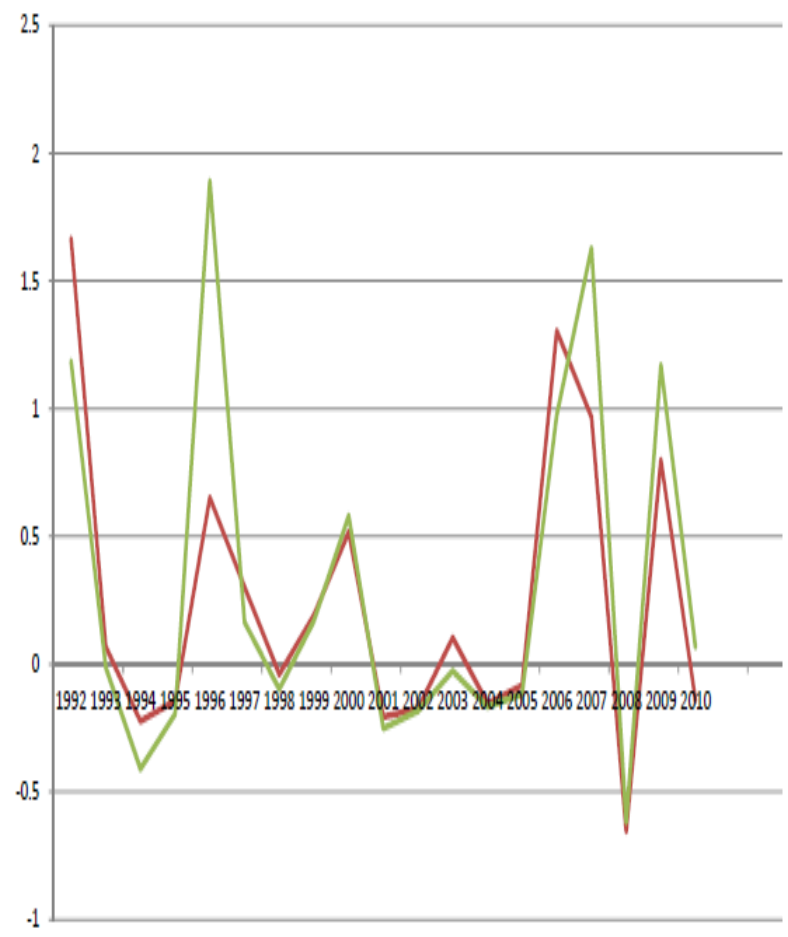
宏观经济继续探底未必预示着中国股市必然走低。货币政策、汇率政策、房地产政策、多层次资本市场建设等制度政策面占主导



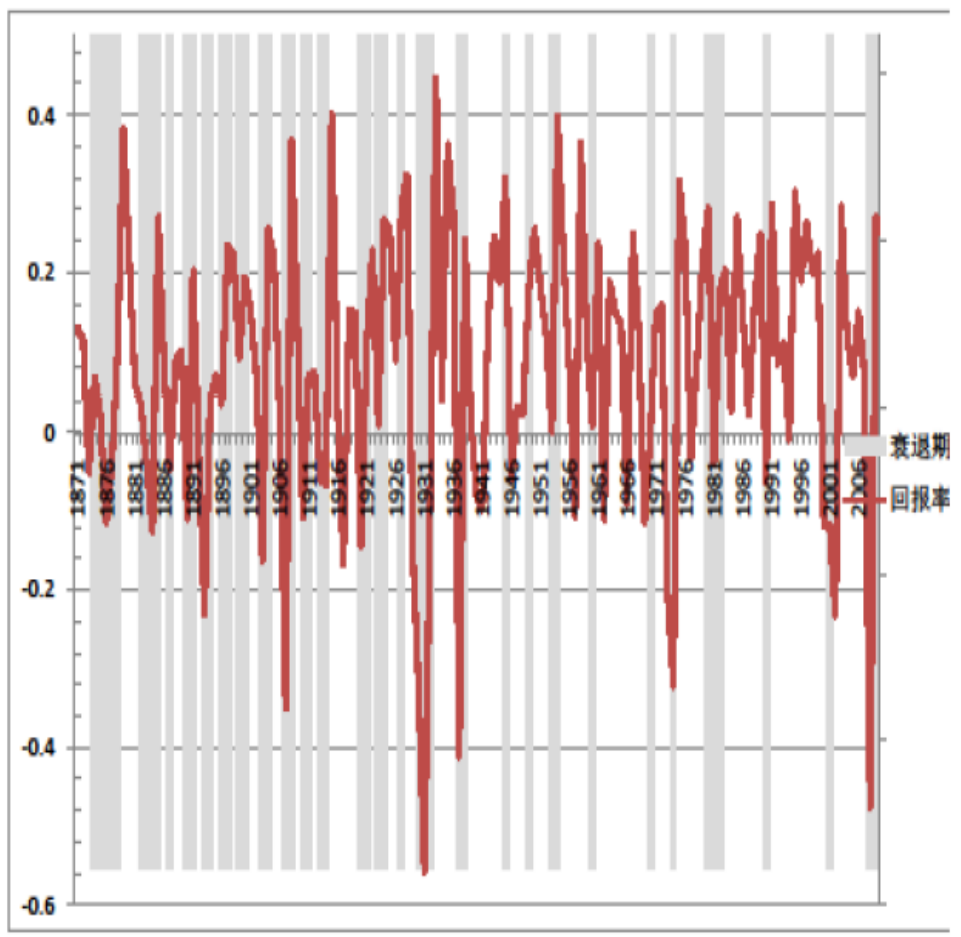
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

大盘实际的涨跌幅总是围绕理论预测的回报率R波动，以4-5年为一个周期

年份	R预测	R实际
2011(预测)	12.8%	-13.4%
2010	10.4%	-14.3%
2009	11.4%	80.1%
2008	13.1%	-65.4%
2007	11.0%	96.7%
2006	14.0%	130.4%
2005	15.4%	-8.3%
2004	7.0%	-15.4%
2003	6.0%	10.3%
2002	6.6%	-17.5%
2001	6.3%	-20.6%
2000	6.4%	51.8%
1999	6.9%	19.2%
1998	9.2%	-4.0%
1997	9.8%	30.2%
1996	10.5%	65.2%
1995	11.2%	-14.2%
1994	11.0%	-22.3%
1993	18.2%	6.8%



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所



从历史上看，A股市场存在超调
中国股市：过去19年有4次超过100%；美国股市：过去140年只有1次超过50%

A股市场超调的原因——货币政策

流动性指标M1是很好的领先指标



数据来源: Wind资讯

A股市场超调的原因——货币政策

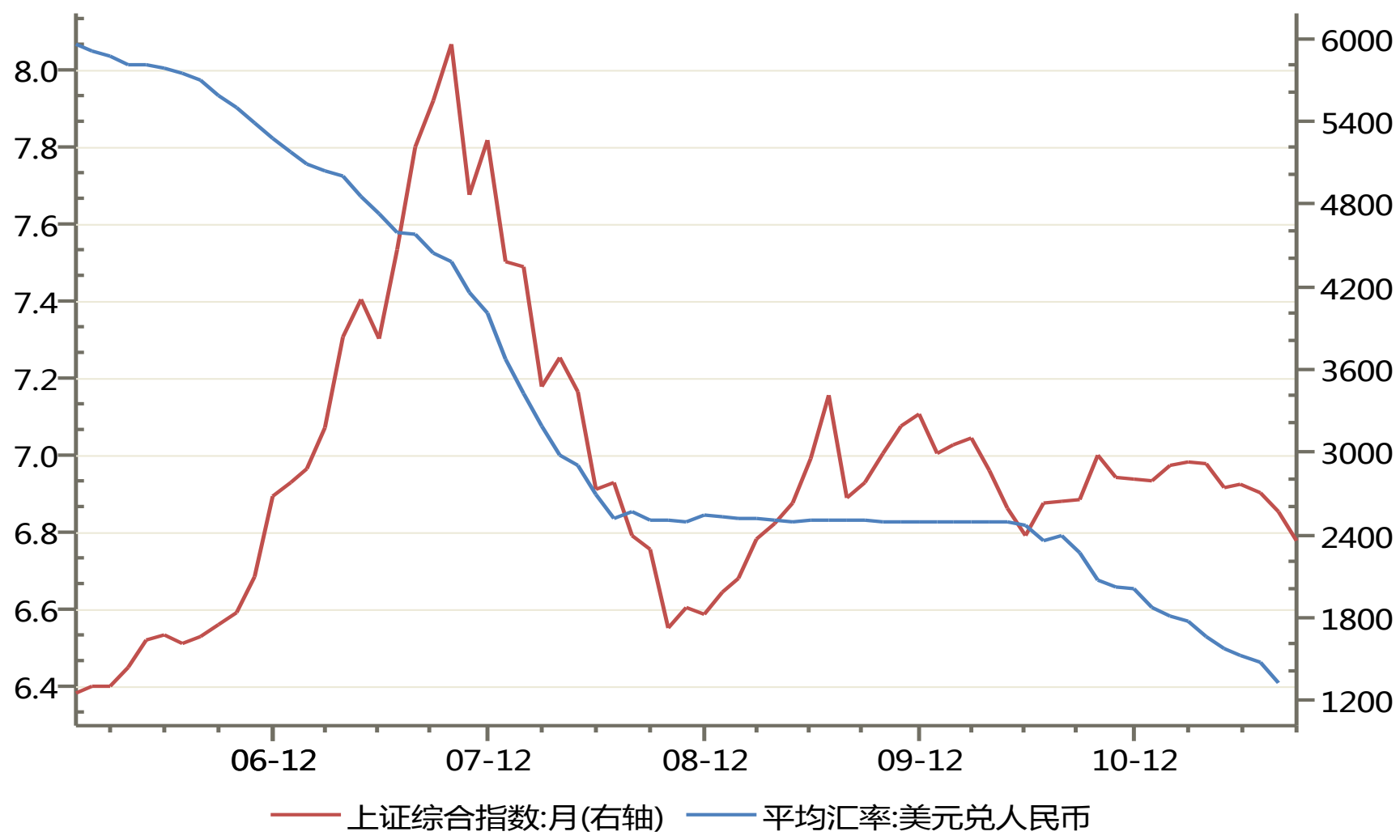
银行间拆借利率处于历史最高位，紧无可紧



数据来源:Wind资讯

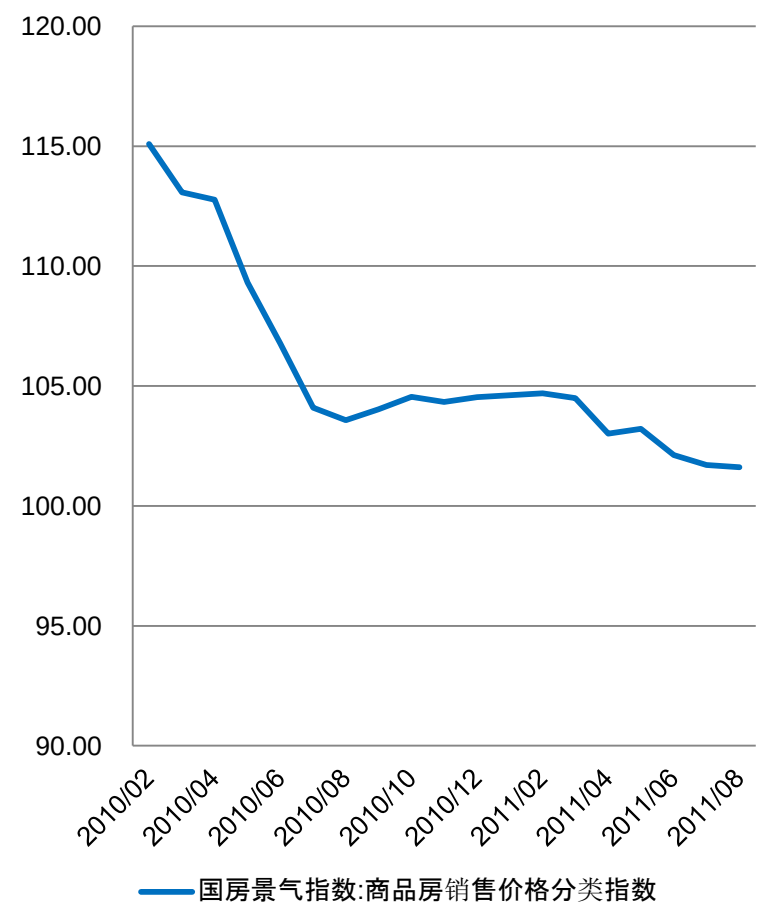
A股市场超调的原因——汇率政策

人民币升值是A股牛市的重要基础



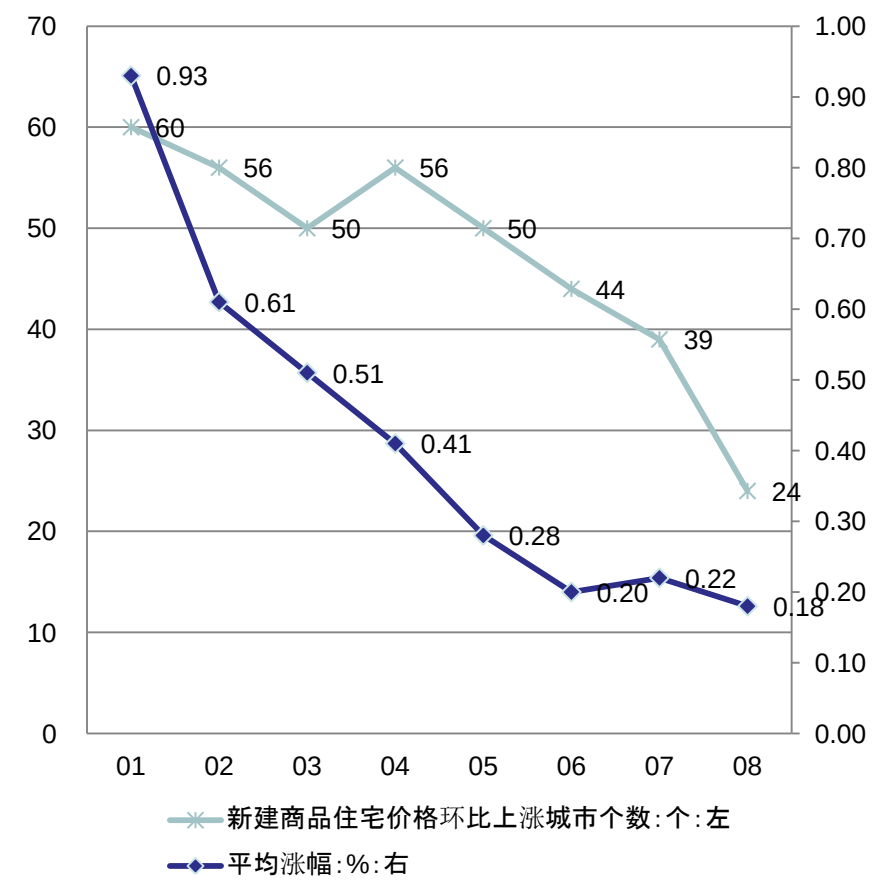
数据来源:Wind资讯

A股市场超调的原因——房地产政策案)



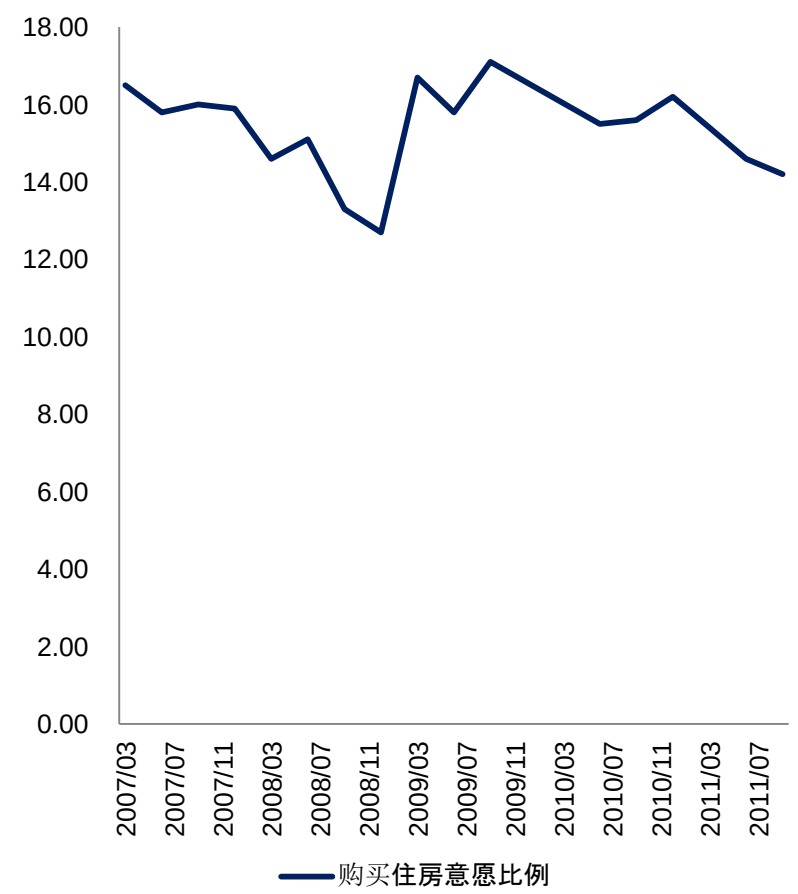
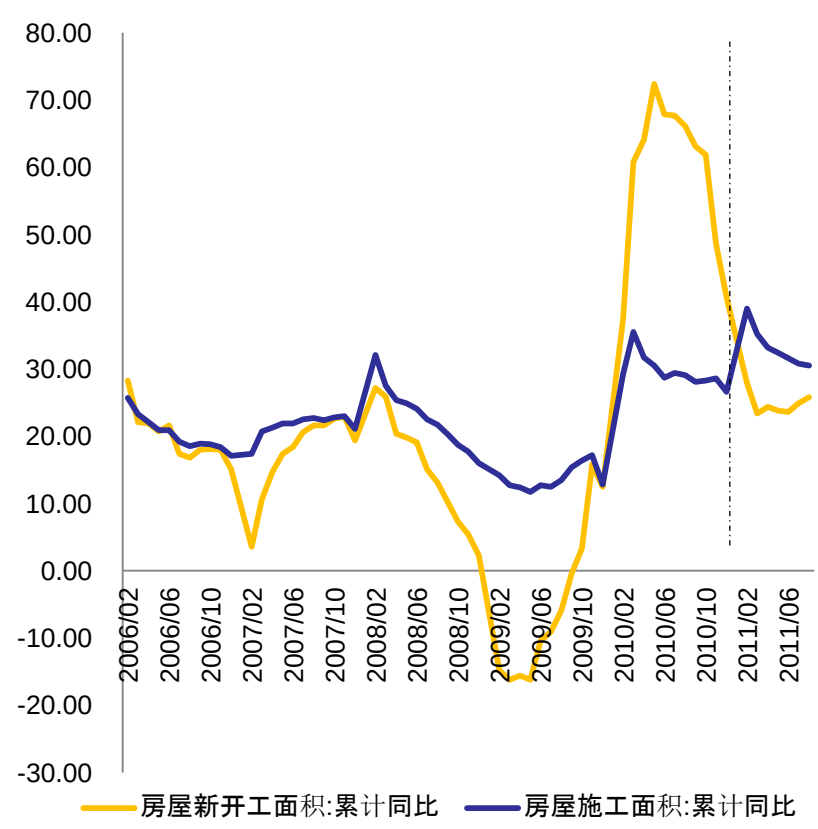
资料来源: Wind资讯, 德邦证券研究所

地方政府还能撑多久? (佛山绝不是个



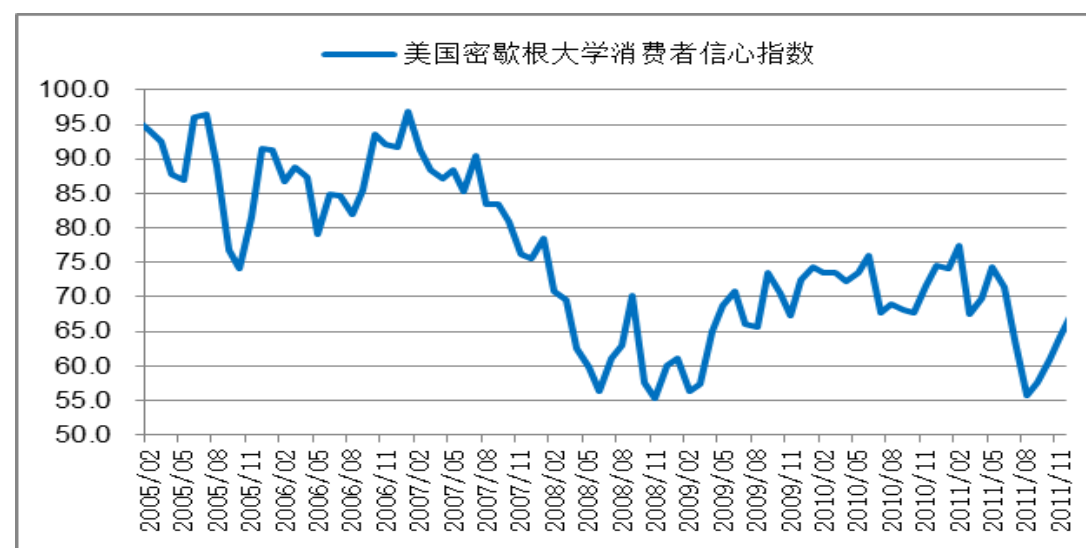
A股市场超调的原因——房地产政策案)

地方政府还能撑多久？（佛山绝不是个

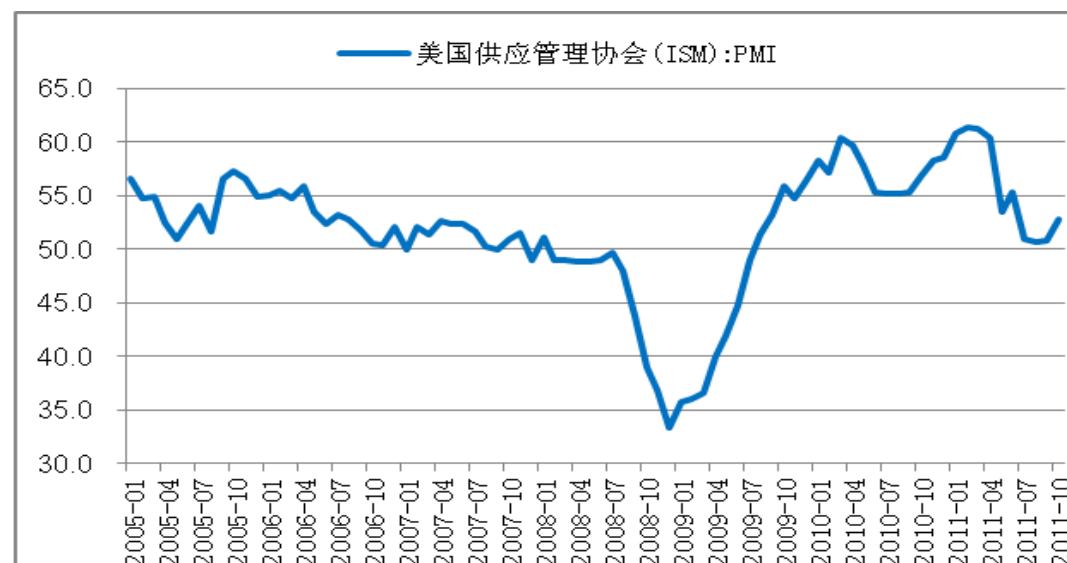


资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

A股超调的原因：海外市场动荡不安

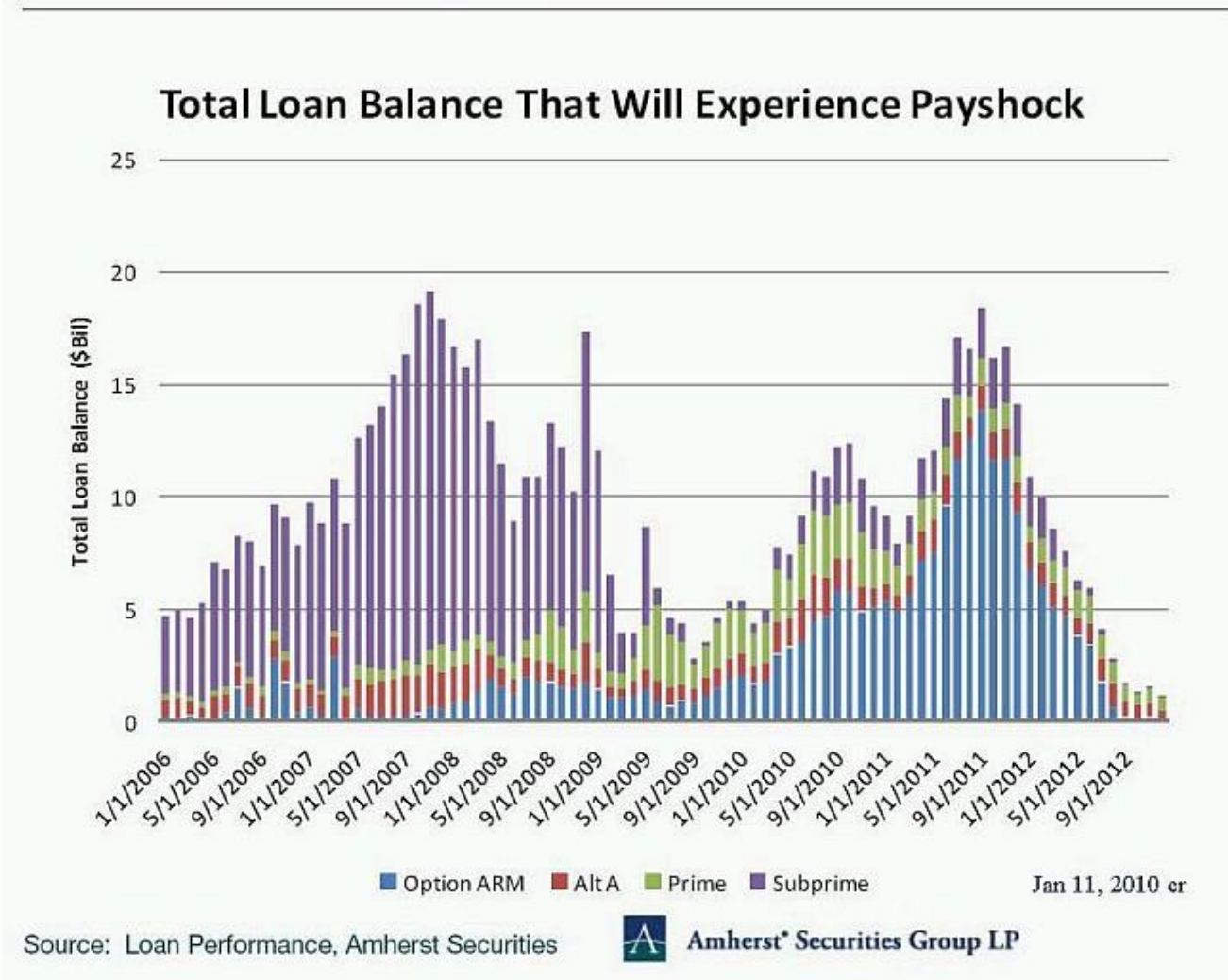


➤美国国内消费维持低迷，仅有季节性反弹



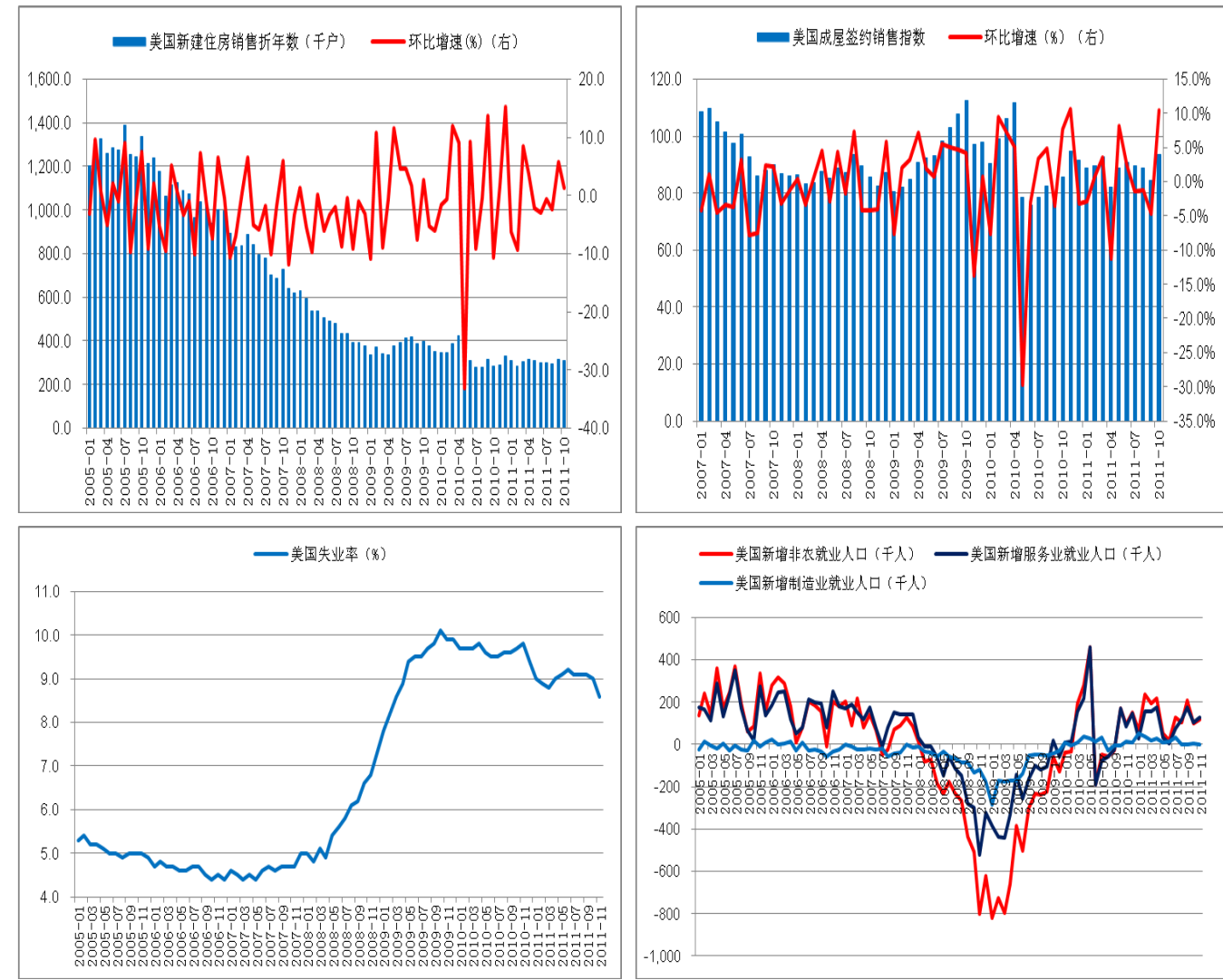
➤美领先经济指标仍然趋弱

A股超调的原因：海外市场动荡不安



➤新的还债高峰即将来临

A股超调的原因：海外市场动荡不安



➤ 房地产市场持续低迷

➤ 美国的失业率难以大幅回落，非农就业数据低于市场预期，复苏步伐仍然艰难

目前所处的国际经济背景：QE2结束和QE3酝酿之间？

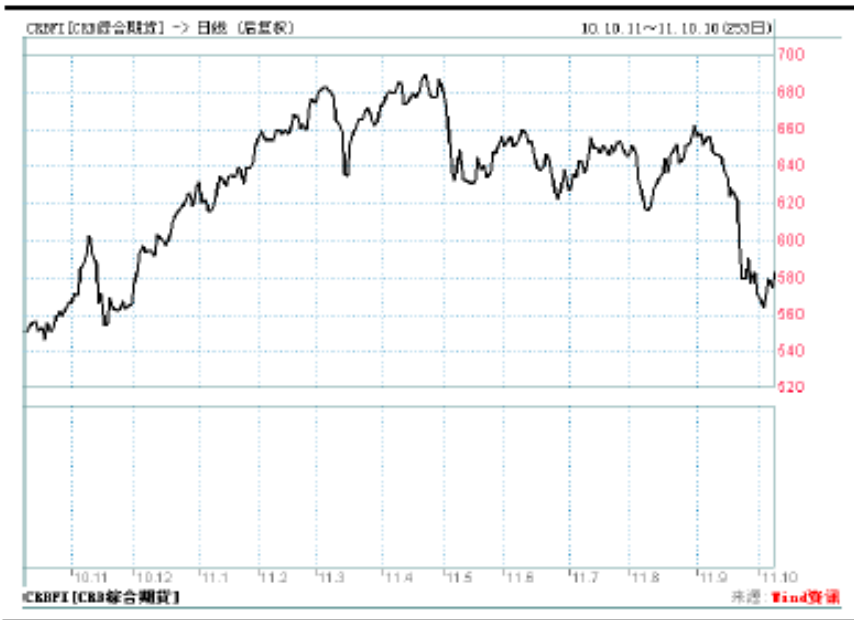
- 特征1：推动美元走强和国际资本回流，满足美债发行的现实需要。
- 特征2：打压大宗商品价格，遏制通胀，或为QE3推出铺路
- 特征3：公布较差的经济指标，调低经济成长预期，OT操作难以解决实际困难，为QE3营造氛围

图 1 CRB 综合现货走势



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

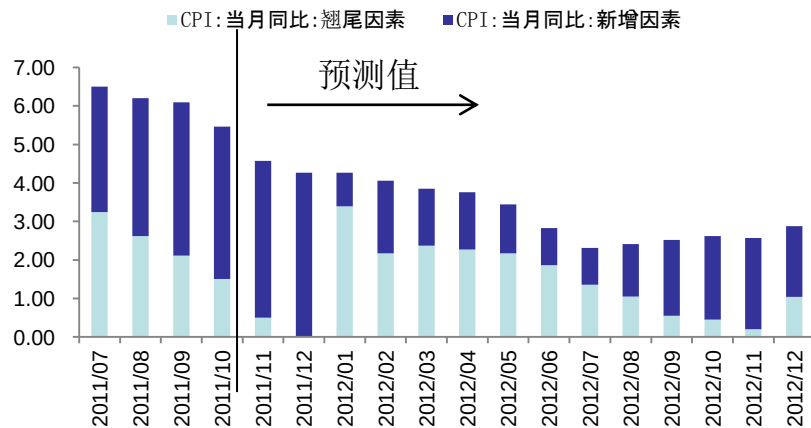
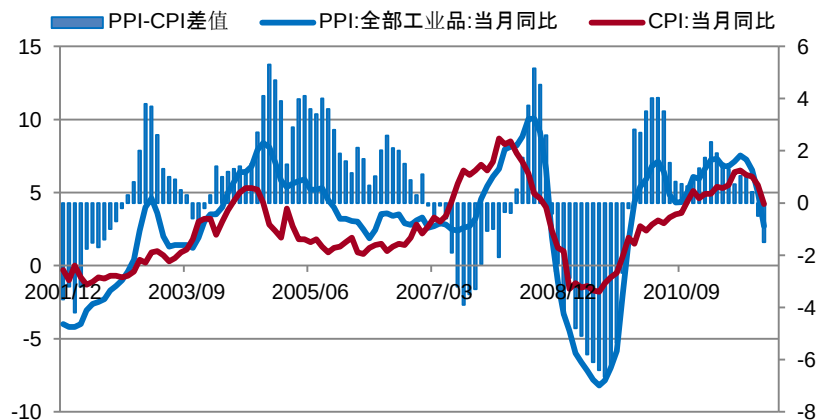
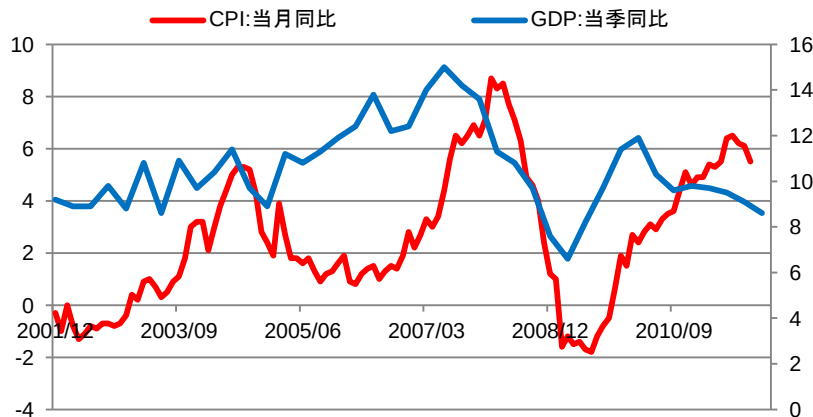
图 2 CRB 综合期货走势



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

2012上半年通胀趋势性回落，货币政策阶段性放松有望推动大盘出现结构性行情

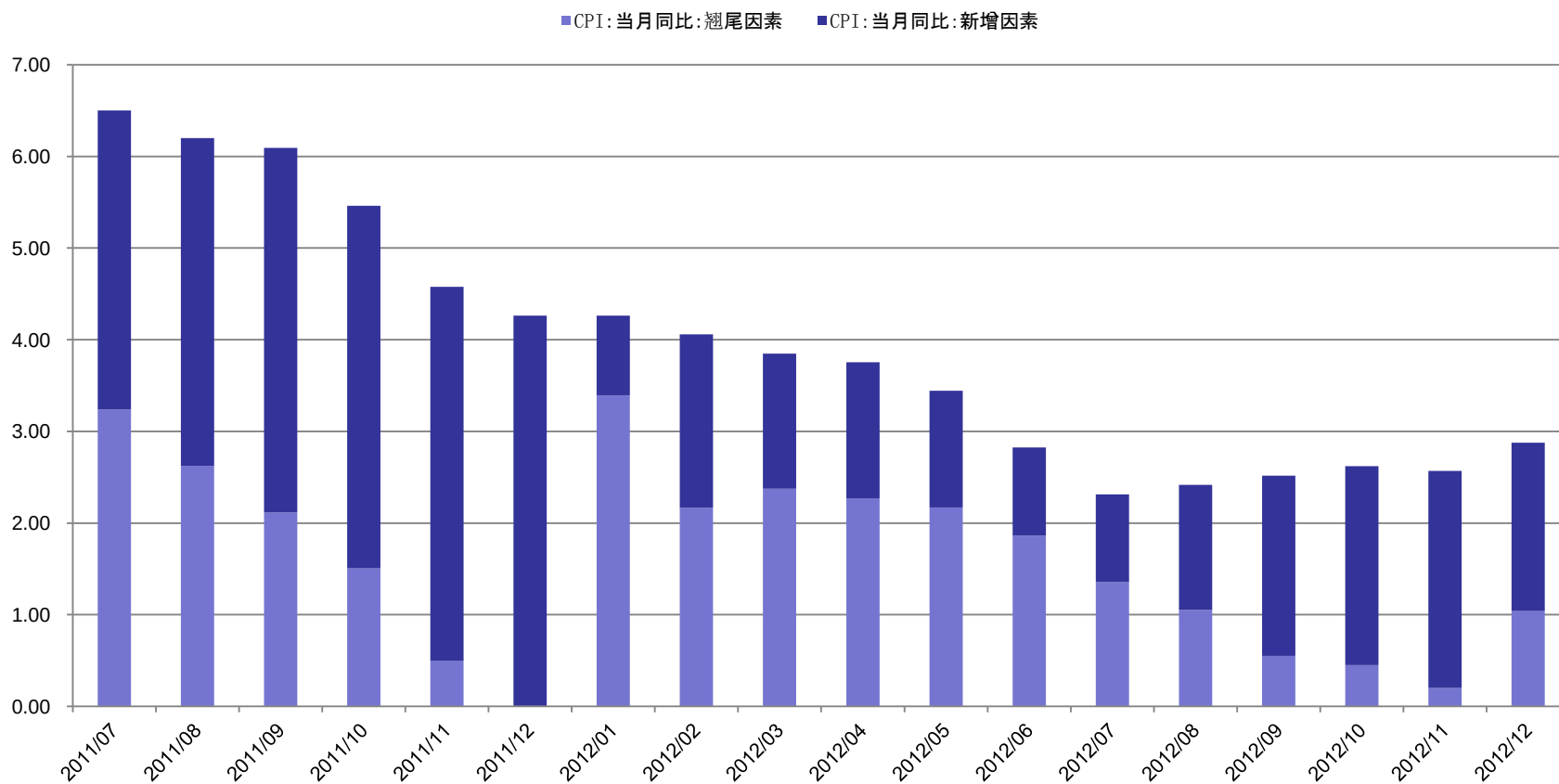
- 我们认为CPI 同比增速已于2011 年7 月触顶，且预计将于2012 年二季度逐步回落至3%以下，在7月份达最低点，而后缓慢上行，全年同比通胀率为3.3%。



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

预计2012年CPI 3.3%

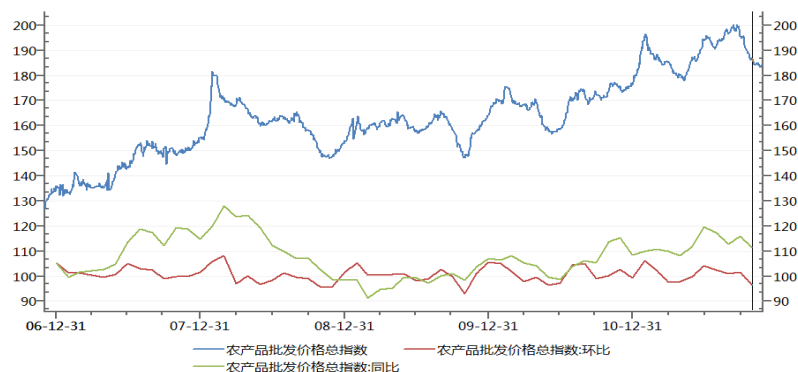
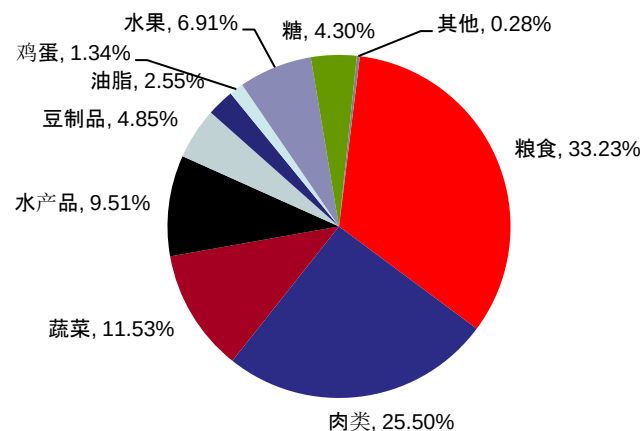
在7月份达最低点，而后缓慢上行，CPI2012年上半年的回落为政策阶段性松动提供了有利条件



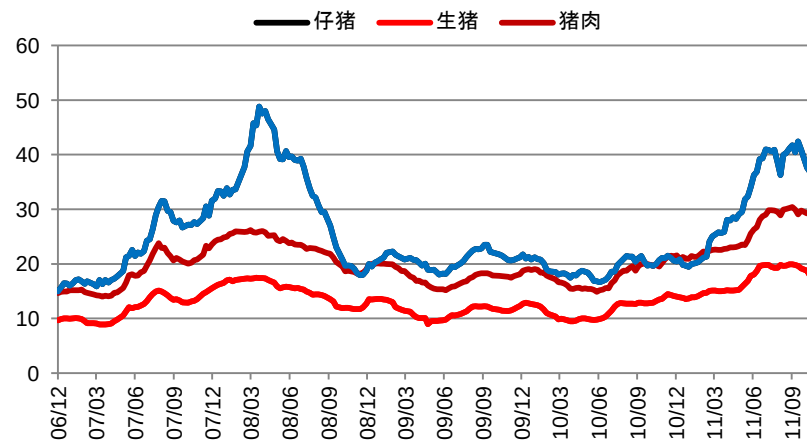
资料来源：德邦证券研究所

粮食丰收和猪肉价格见高点

CPI: 名称	权重
食品	31.39
烟酒及用品	3.99
衣着	8.51
家庭设备用品及其维修服务	5.84
医疗保健及个人用品	9.04
交通和通讯	9.25
娱乐教育文化用品及服务	14.15
居住	17.82

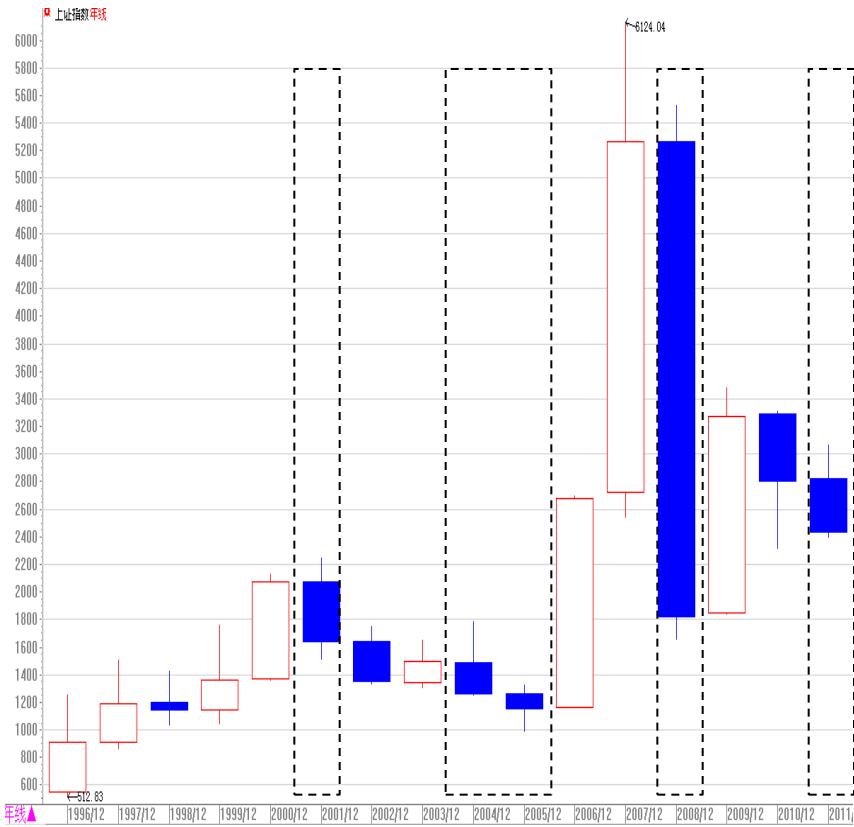


数据来源: Wind资讯



资料来源: Wind资讯, 德邦证券研究所

11年偏紧的政策制约行情



历届中央经济工作会议政策基调

- | | |
|------|------------------------------|
| 1998 | 适度从紧的财政政策和适度从紧的货币政策 |
| 1999 | 积极的财政政策, 辅之以适当的货币政策 |
| 2000 | 积极的财政政策, 进一步发挥货币政策的作用 |
| 2001 | 积极的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2002 | 积极的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2003 | 积极的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2004 | 积极的财政政策和稳健的货币政策 (春季开始实施双紧调控) |
| 2005 | 稳健的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2006 | 稳健的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2007 | 稳健的财政政策和稳健的货币政策 |
| 2008 | 稳健的财政政策和从紧的货币政策 |
| 2009 | 积极的财政政策和适度宽松的货币政策 |
| 2010 | 积极的财政政策和适度宽松的货币政策 |
| 2011 | 积极的财政政策和稳健的货币政策 |

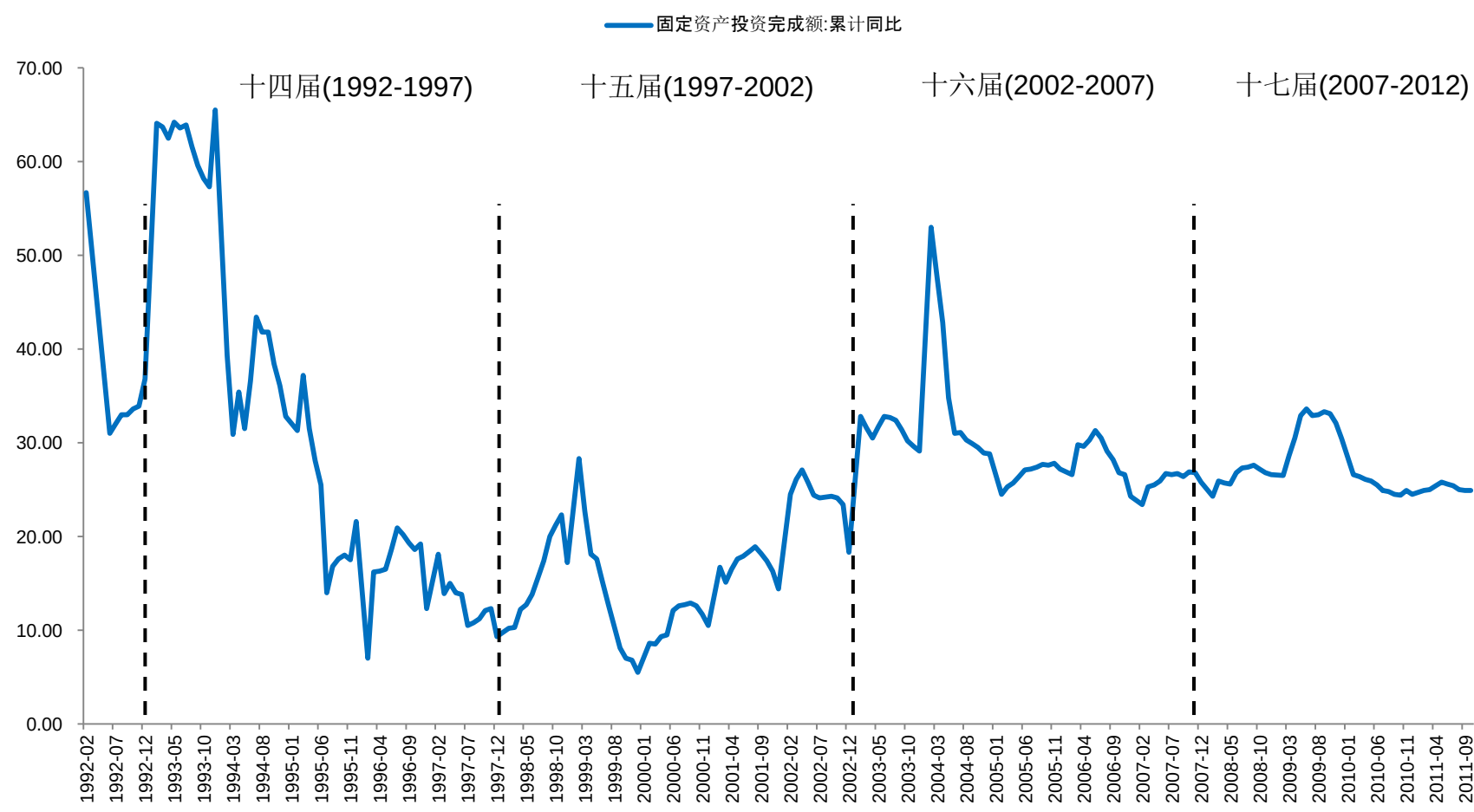
政策预期

- 政策从控通胀转向稳增长。
- 货币政策预调微调，定向宽松。
- 我们预计2012 年将会有1—2 次降息，首次降息应会在2012 年二季度。
- 30日首降0.5存准率，预计2012年会有2-3次的下调机率。

*在强劲、可持续、平衡这3个目标中，确保强劲增长是首要。
保增长、促稳定应该成为二十国集团领导人峰会的当务之急。*

——胡锦涛G20峰会讲话

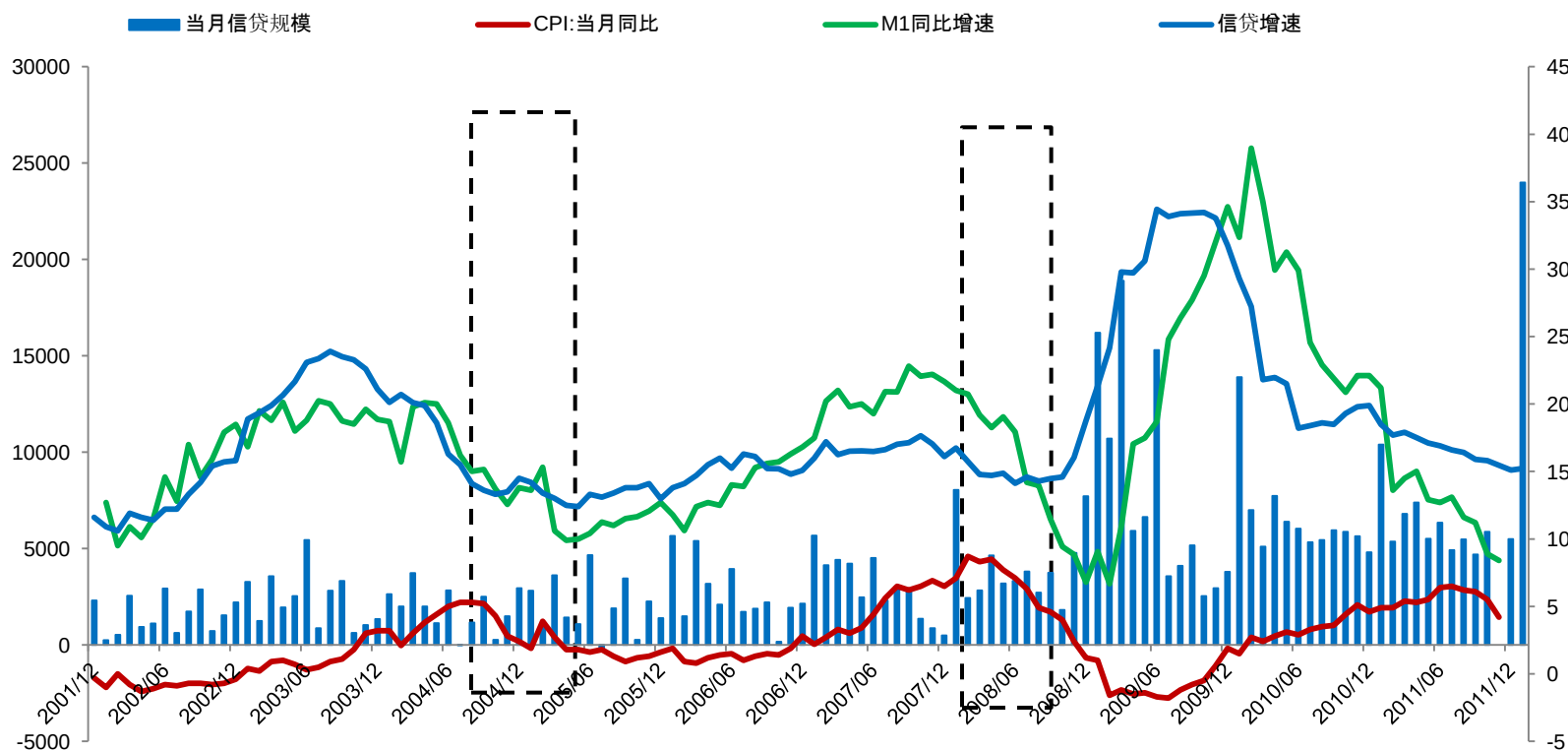
明年两会地方政府换届，明年10月18大召开，十二五规划实施的组织条件逐渐具备。从历史经验看，政治周期和经济周期高度吻合，2013年有望开启新一轮经济增长周期，2012作为过渡阶段仅存在政策微调小调，不存在大幅转向的条件。



资料来源：德邦证券研究所

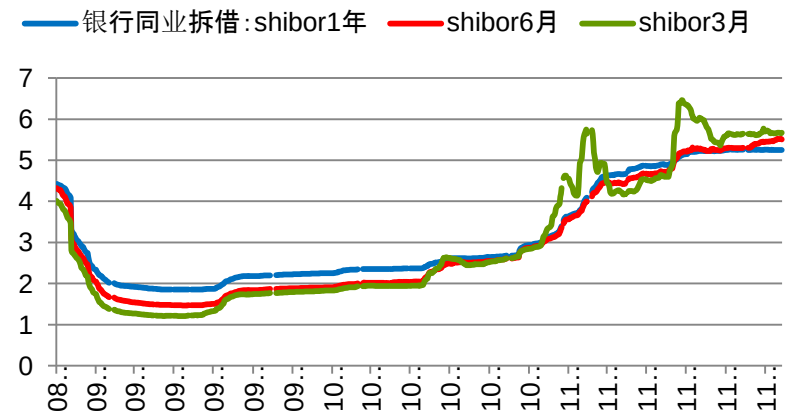
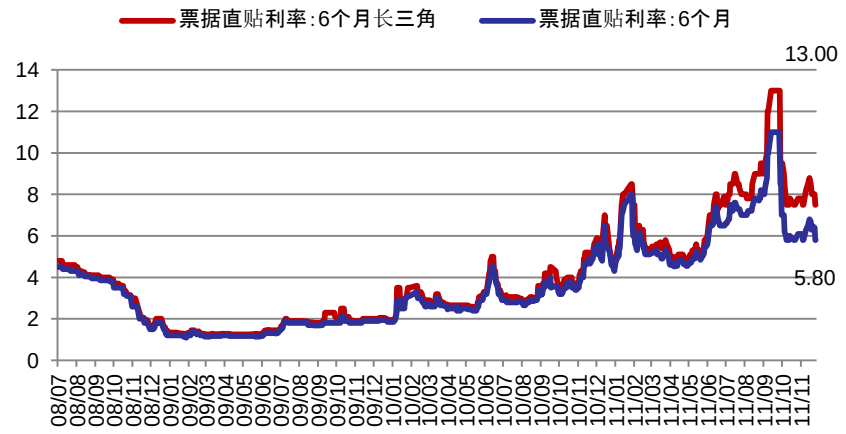
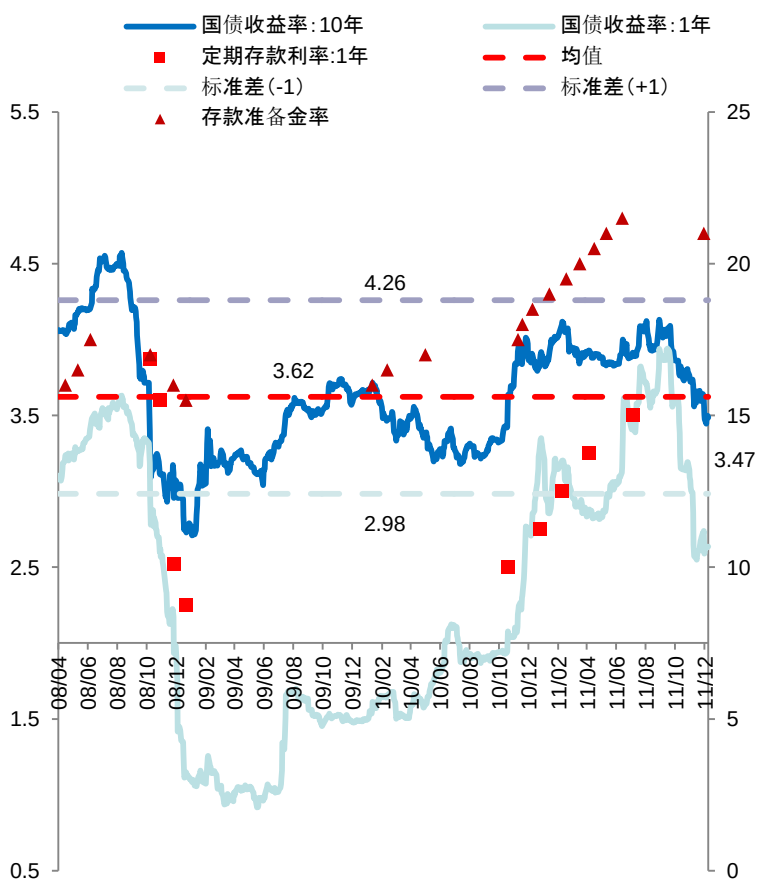
2012年货币政策趋于松动

- M1增速领先于CPI约6个月；
- CPI见顶后，信贷6-9个月转向



资料来源：德邦证券研究所

银行流动性 资金链紧绷缓解



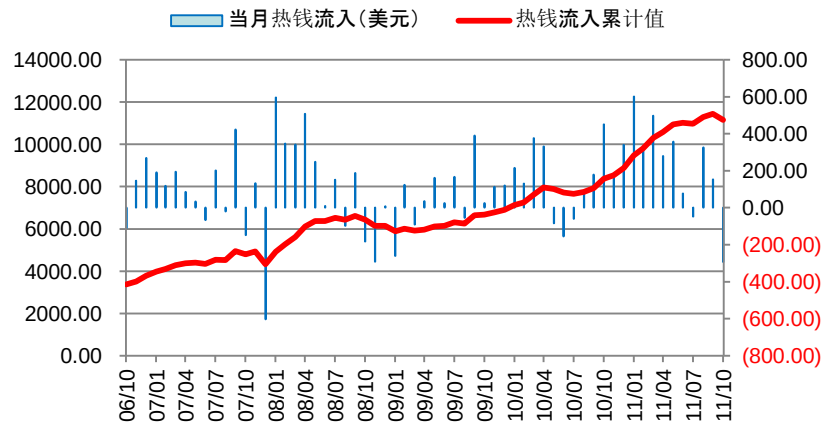
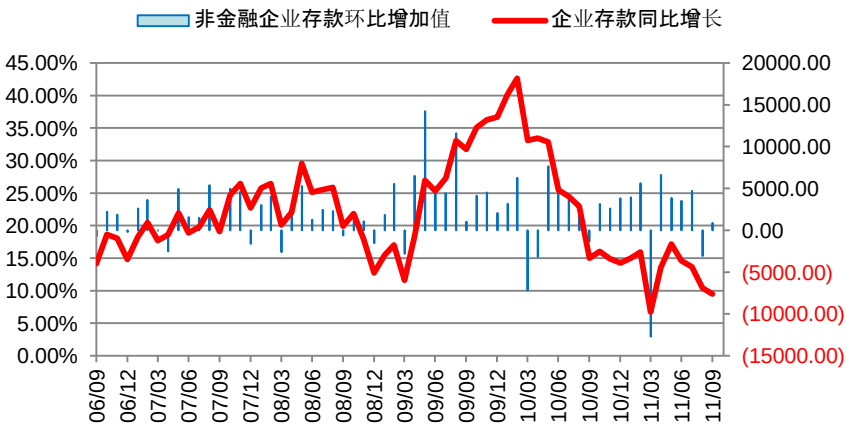
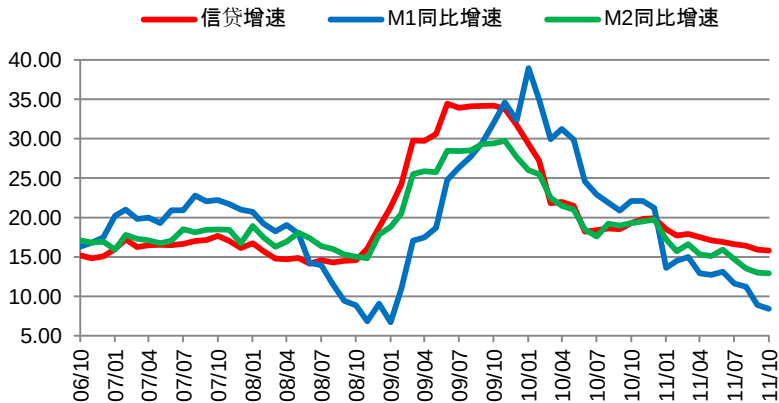
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

政策微调，流动性改善有限

银行流动性：所有权、使用权归属银行，赚取利差；
实体流动性：所有权、使用权归属实体，赚取资本收益

- 连接的通道：信贷
- 体现的数据：存款
- 特殊的来源：热钱

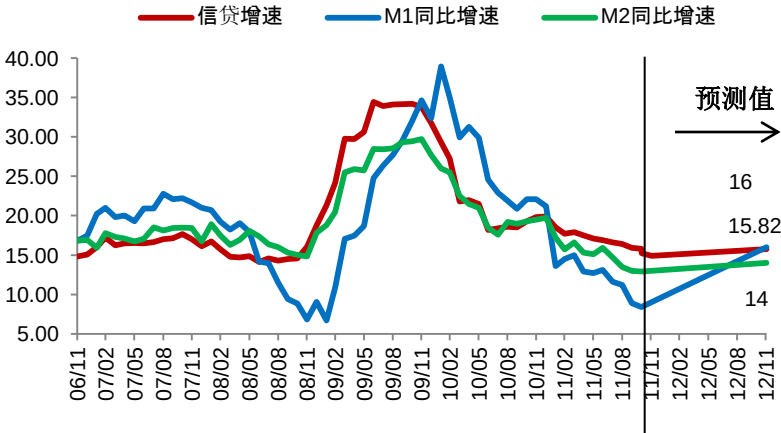
共同构成：流动性综合指标



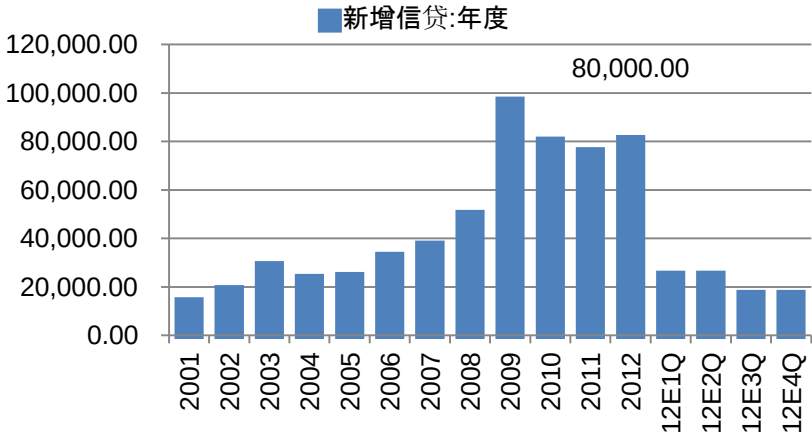
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

实体流动性

- 2012年信贷规模8万亿，信贷增速同比15.8%； 2012 年货币供应量M2增速将从2011 年紧缩时期的12.5%回归至较为正常的14%，M1回升至16%。



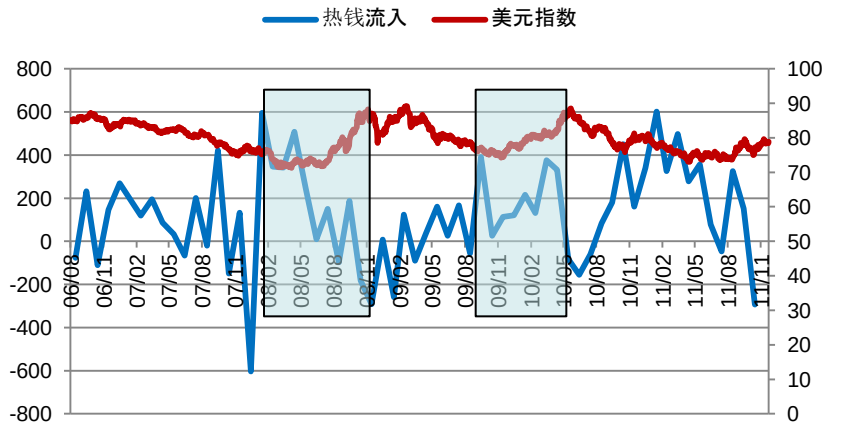
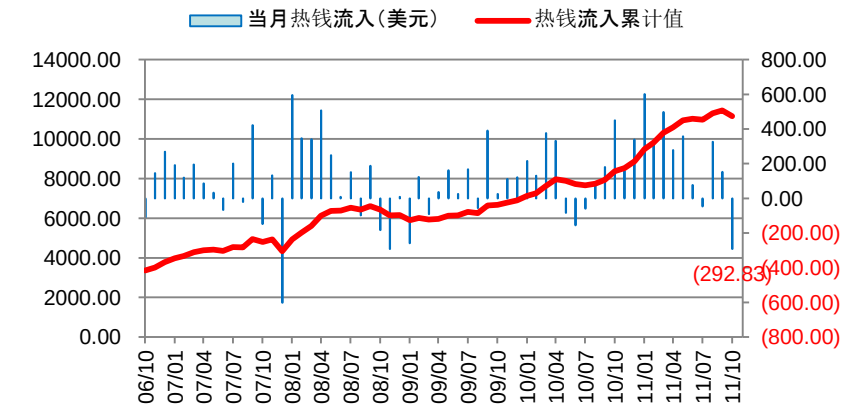
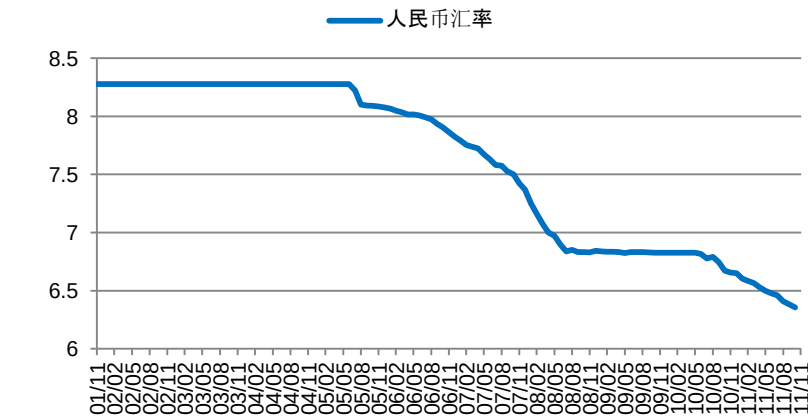
资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所



年度	2010	2011	2012	12E1Q	12E2Q	12E3Q	12E4Q
当年新增信贷(万亿)	7.92	7.38	8.00	2.4	2.4	1.6	1.6
信贷余额(万亿)	47.92	54.6	62.6	56.9	59.30	60.90	62.50
信贷增速	19.89%	15.09%	15.8%	15.21%	15.56%	15.28%	15.82%

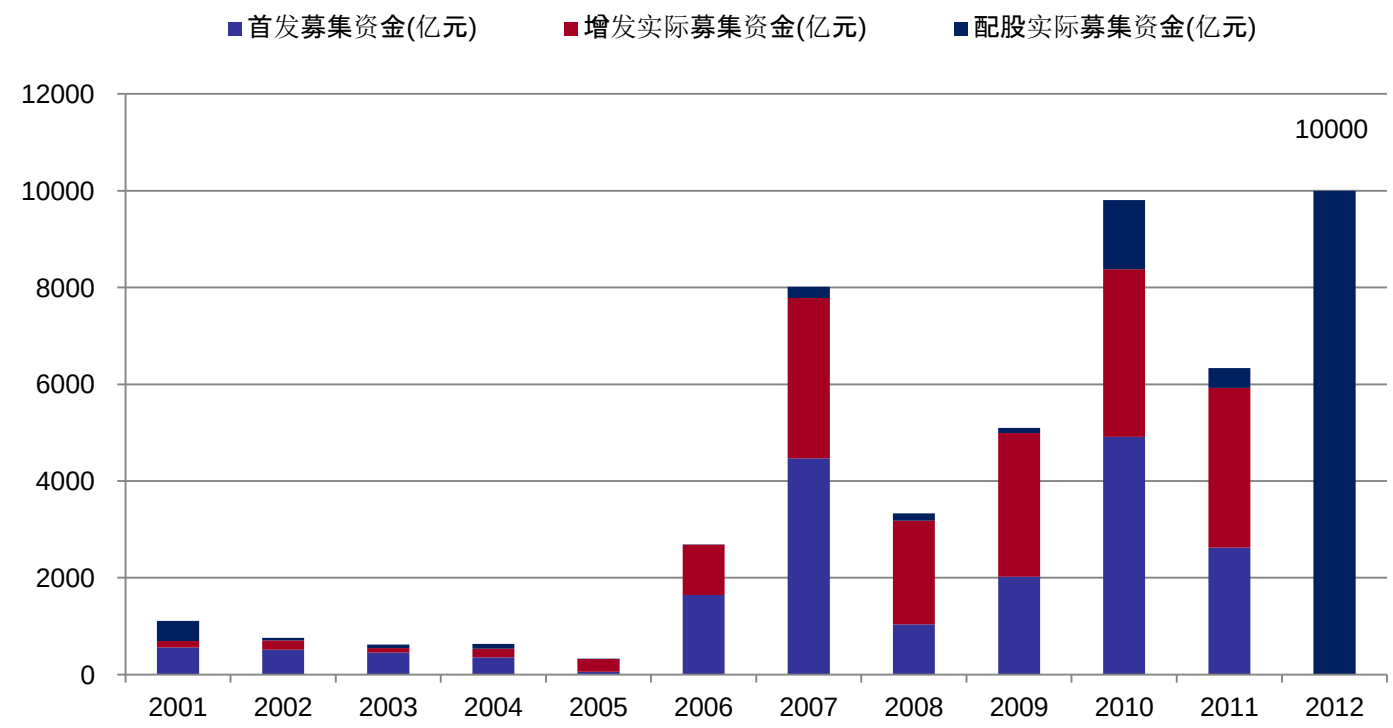
美元走强，热钱流出

- 10月热钱净流出292.82亿美元，欧洲债务危机，美元走强、人民币升值放缓等因素，未来热钱继续呈现净流出。
- 12月05日降准主要原因资本外流所至，未来降准的程度视资本外流情况而定。



股市大扩容难停

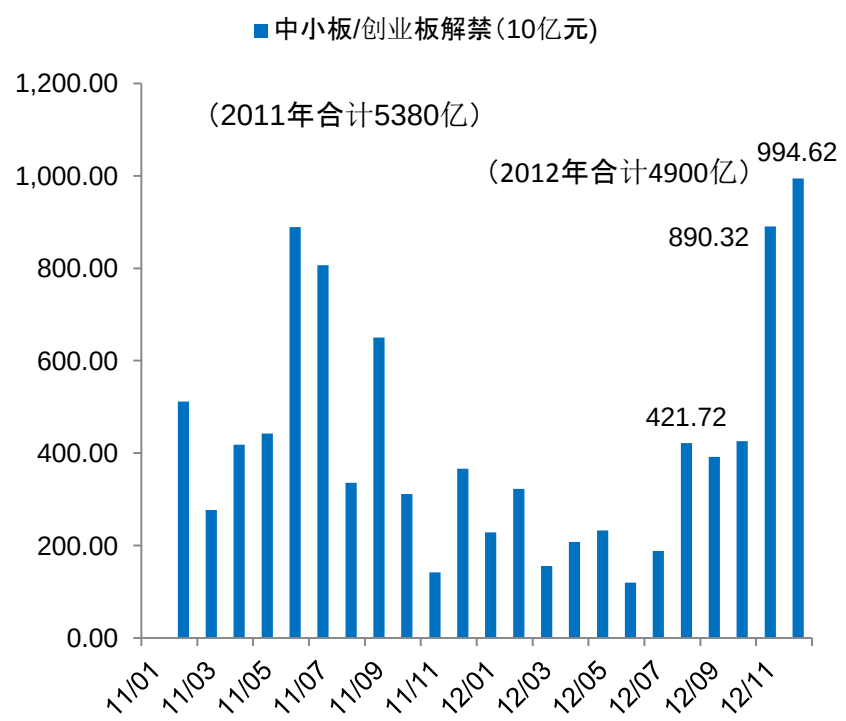
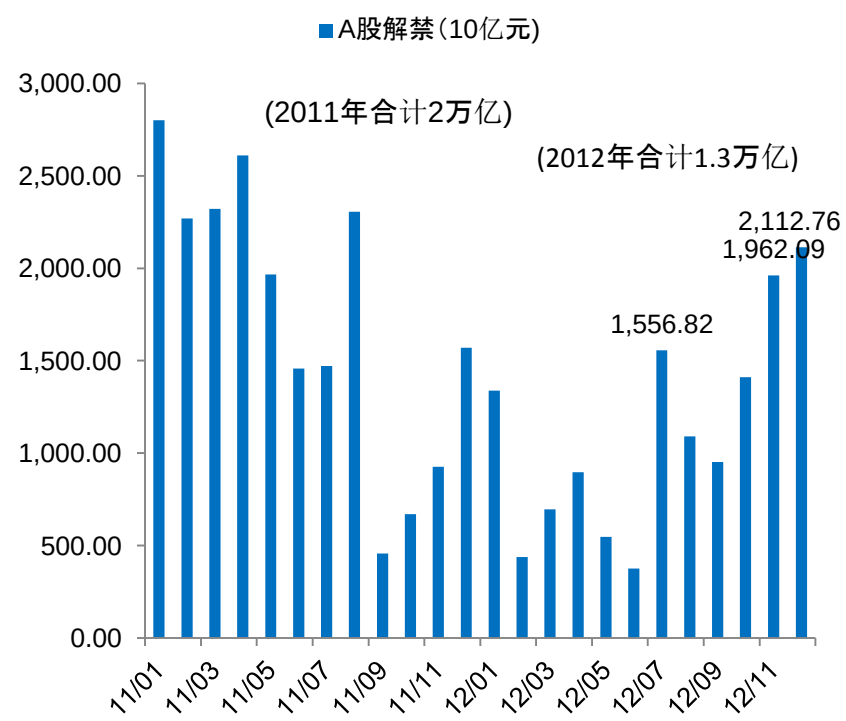
- 2008年以来，A股走势远弱于美股，原因融资规模过大，流通市值增速远超美股；
- 2012年股票首发和增发规模预计为人民币1万亿元（约为总市值的3.7%）



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

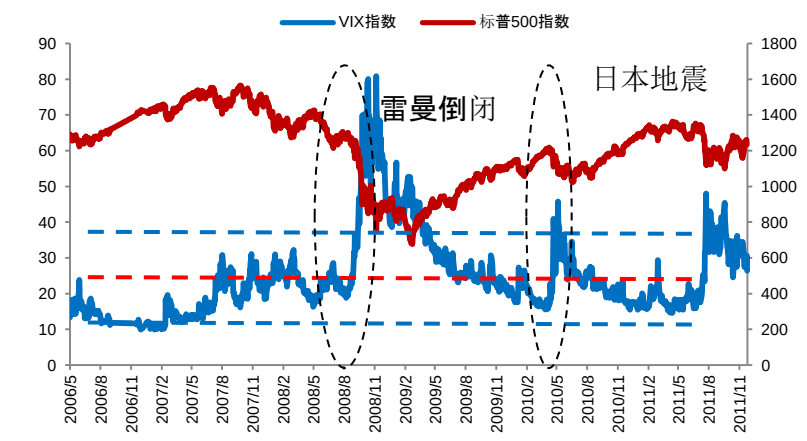
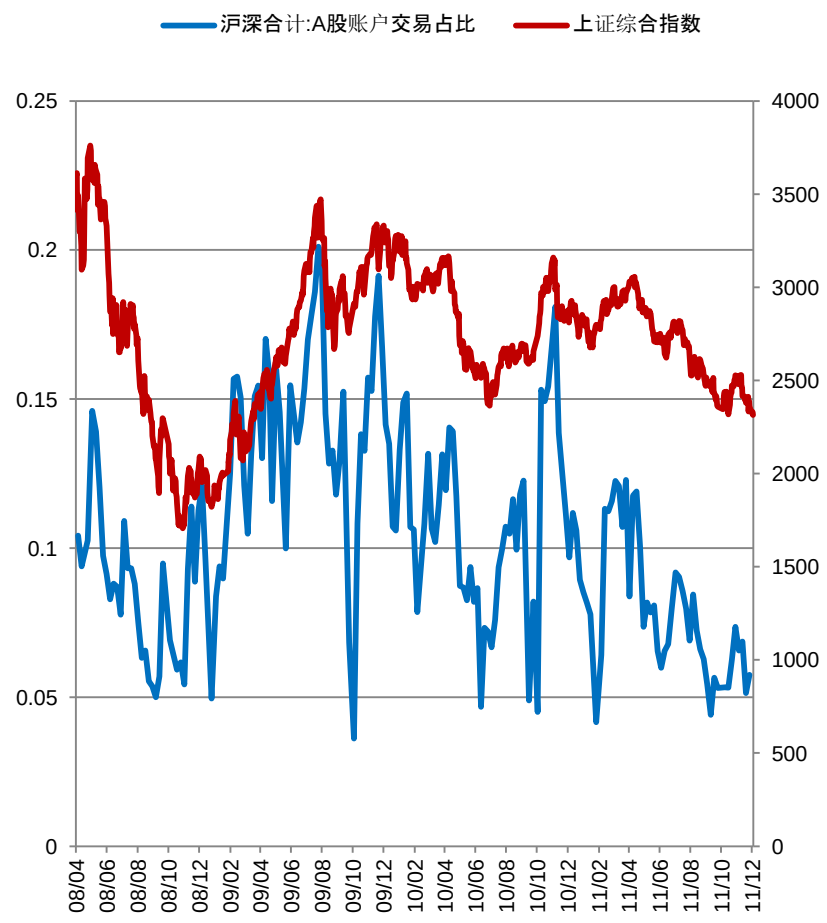
限售股解禁承压

- 限售股解禁规模1.37万亿（约占总市值的4%）
- 其中4,456 亿元将来自于中小板和创业板



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

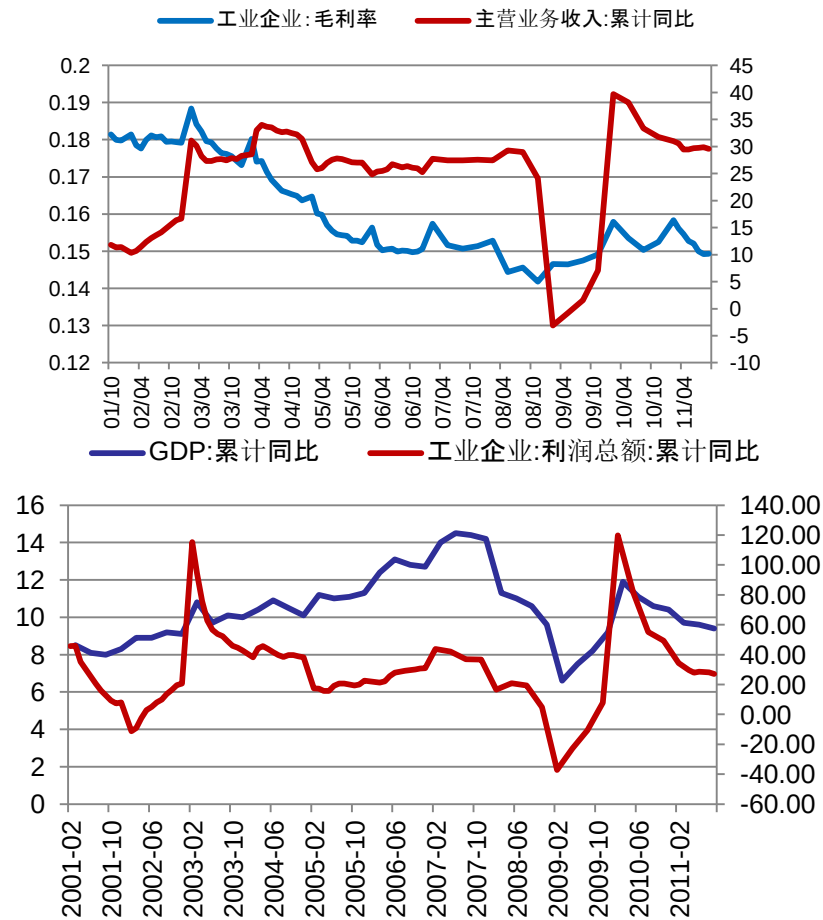
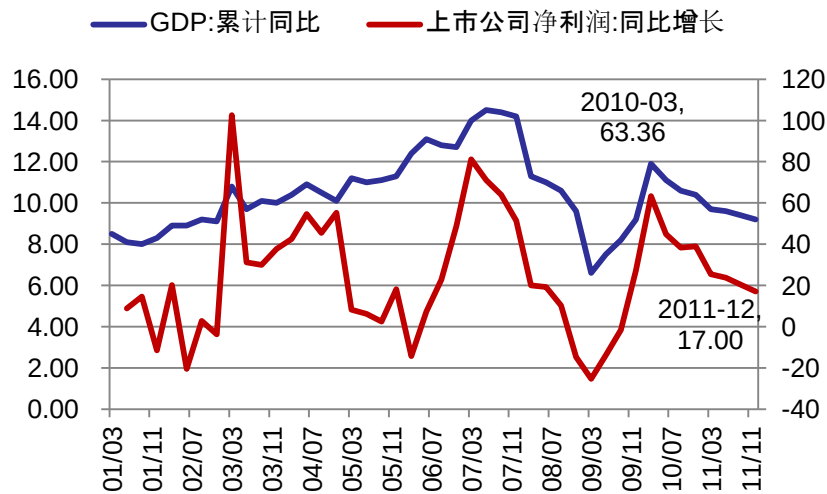
交易账户占比显示市场进入低风险区域



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

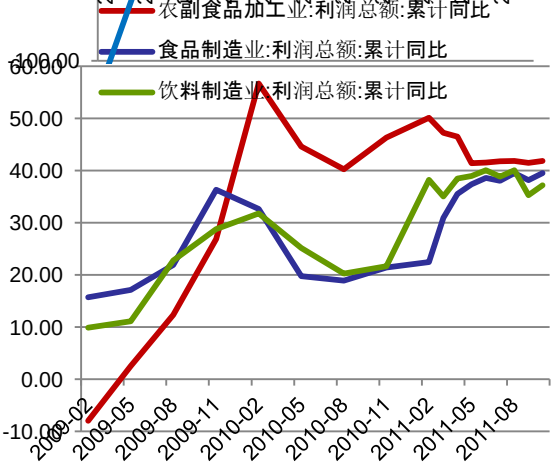
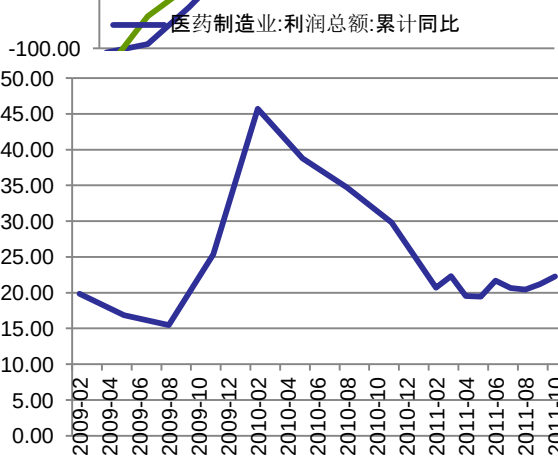
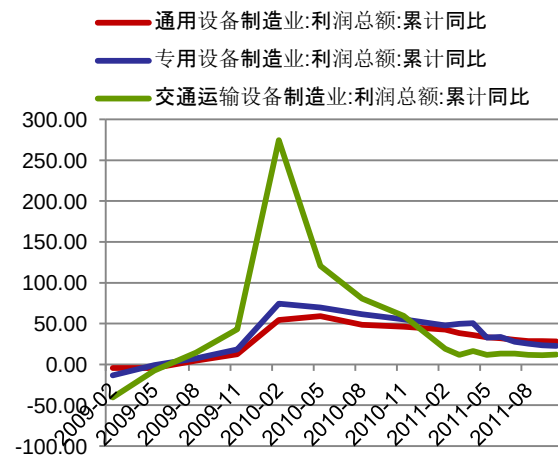
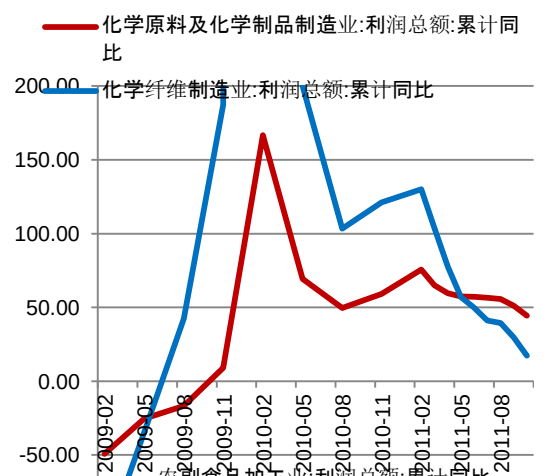
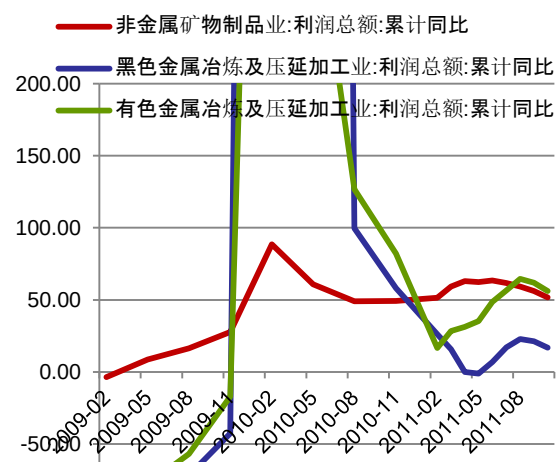
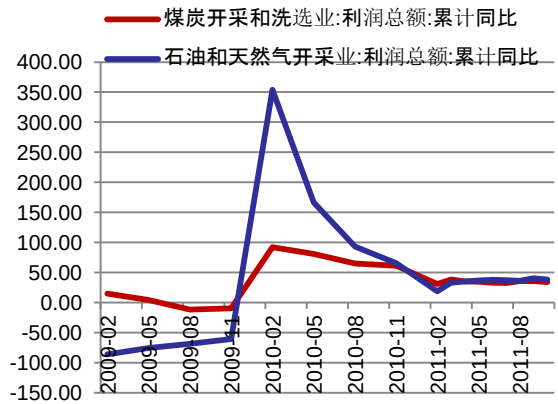
上市公司盈利持续下滑

- 上市公司业绩增速和GDP增速的变化较为一致。2009年一季度到2010年一季度同步见底和顶。
- 目前在宏观政策紧缩背景下，经济减速，上市公司业绩增速也将随之回落。



资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

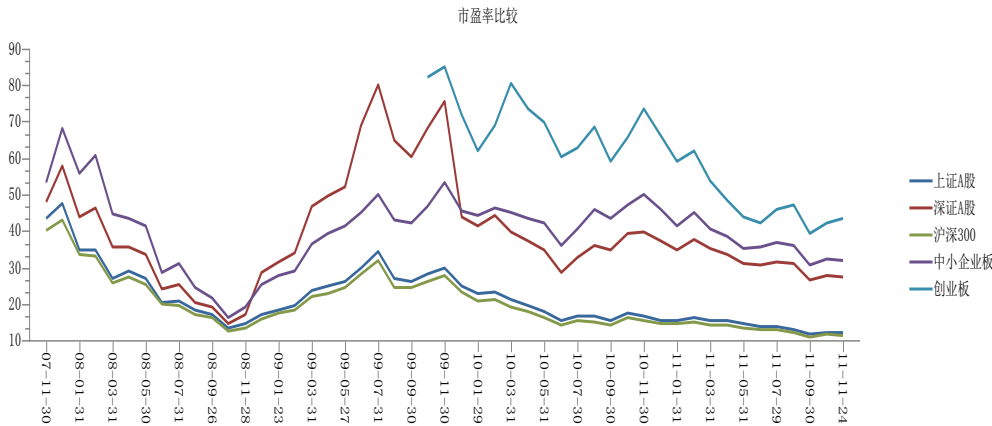
行业景气度



11年市盈率11.5倍，给予12年总体市盈率10.5—11倍

- 市场整体估值处于历史较低区间，大盘蓝筹估值相对更加具有吸引力，大盘向下空间较为有限。

板块名称	10年静态市盈 率(整体法)	TTM市盈率(整 体法)	最新市净率 (整体法)右
上证综指	13.30	11.52	1.82
上证A股	13.29	11.53	1.83
上证B股	13.78	10.97	1.46
上证180	11.55	10.01	1.70
上证50	11.02	9.52	1.70
深证成指	18.15	16.43	2.53
深证A股	18.15	16.43	2.53
深证B股	8.58	8.28	1.38
中小板综	26.53	23.80	3.89
创业板指	46.20	40.33	3.49
沪深300	12.47	10.87	1.80
中证100	11.34	9.83	1.71
中证500	29.65	26.40	2.59



数据来源:Wind资讯

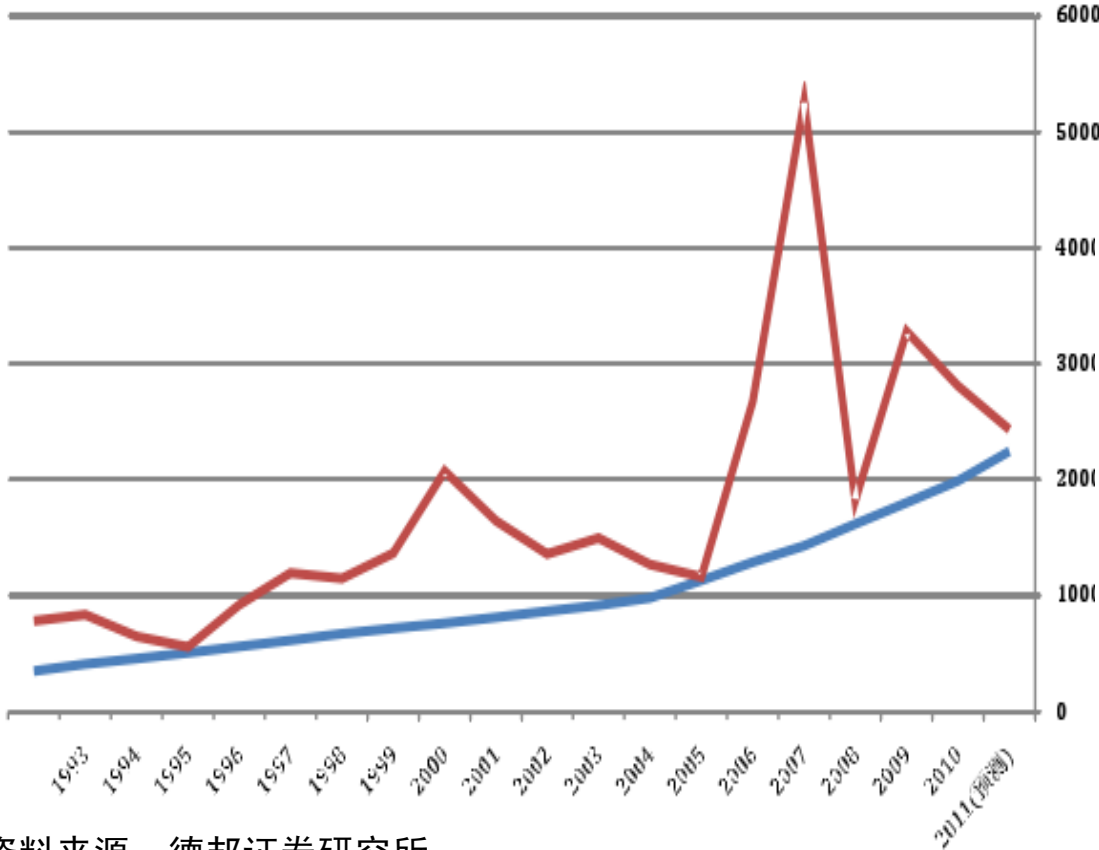


数据来源:Wind资讯

资料来源：Wind资讯，德邦证券研究所

$$r = (1 - b) \times \frac{E}{P} + b \times ROE$$
$$= ROE \times \left[(1 - b) \times \frac{B}{P} + b \right]$$

— 上证综合指数 (按R预测) — 上证综合指数 (实际走势)



资料来源：德邦证券研究所

- ◆ 股票回报率：r
- ◆ 净资产收益率 (ROE) = 净利润/净资产
- ◆ 市净率 (PB) = 市值与账面价值比率
- ◆ 市盈率 (PE) = 市值与盈利比率
- ◆ b: 再投资比率

年份	理论预测R (b=0.6)	上证综合指数 (按R预测)	上证综合指数 (实际走势)
2011(预测)	13%	2243	2433
2010	10%	1988	2808
2009	11%	1800	3277
2008	13%	1617	1820
2007	11%	1430	5261
2006	14%	1288	2675
2005	15%	1130	1161
2004	7%	980	1266
2003	6%	915	1497
2002	7%	864	1357
2001	6%	811	1645
2000	6%	762	2073
1999	7%	717	1366
1998	9%	670	1146
1997	10%	614	1194
1996	11%	559	917
1995	11%	506	555
1994	11%	455	647
1993	18%	410	833
1992	19%	347	780

尽管经济基本面尚未触底，但目前大盘估值接近合理区间，已逐步具备投资价值

我们对市场的看法是：

- 核心观点：政策趋松，否极泰来，但底部弱势震荡格局难以迅速扭转
 - 欧洲经济恶化拖累全球经济，中国经济增速下滑加速，政策趋松但力度远低于08年；
 - 我们预计2012年企业盈利增速10%，给予估值11倍。市场的指数中枢在2300点附近，上下各400点的波动区间，股指总体将在1900—2700范围内波动。
 - 2012年全年是一个震荡市，把握结构性机会，时间段上把握上半年政策松动下的上涨机会，规避下半年受海外形势恶化而回落的风险。
- 行业配置策略：从受益政策和消费角度寻找看好的行业。
 - 受益政策扶持的行业。重点看好：文化传媒、节能环保和农业。
 - 紧缩政策放松重点受益的大市值板块：银行板块
 - 消费需求稳定且受益成本下降的行业。重点推荐：食品饮料、医药和旅游



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

谢 谢！