

2012 年金策略：经济转型的纠结与机遇

2011 年 12 月 23 日

• 证券研究报告

• 策略报告

• 金策略

• 年度报告

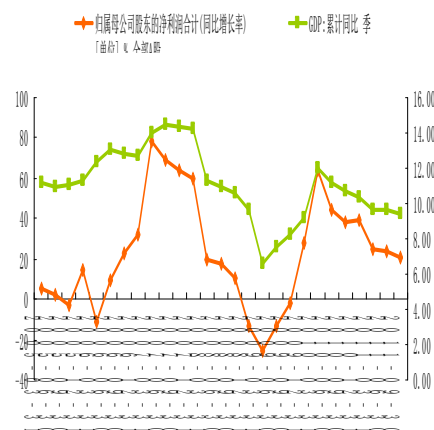
• 联系人：刘明亮

本报告关注点：

2012年，面对更加复杂的国内和国外经济环境，中国宏观经济运行的不确定性有所增加，而宏观调控“相机抉择”的成分也相应加大。从国内来看，经济增速惯性下行风险加大，房地产调控进入政策博弈关键时期，而“调结构”和“保增长”的政策协调难度也在加大。从国际经济环境来看，全球经济增速放缓，欧债危机持续发酵，外部冲击可能通过出口、价格和热钱流动等多个渠道对宏观经济运行、金融稳定和宏观调控节奏产生重要影响。

报告要点：

- **总需求下行。**由于消费环境的改善是渐进的，消费需求不可能出现暴发式增长，“稳增长”仍在很大程度上依赖于投资。受房地产调控影响，地产投资高位回落，而地方政府土地财政可持续性也受到挑战，地方政府主导的各类投资有可能出现明显放缓。虽然发改委提出支持民间投资进入铁路、市政、金融、能源、社会事业等基建领域，但预计完全排除民间投资进入这些领域的体制障碍仍是一项长期工作。
- **通胀下行，渐趋合意。**通胀已进入下行通道，并逐步接近合意水平，虽然受季节性因素影响仍存在反弹可能，但“控通胀”已不再是宏观调控首要任务。
- **外围市场：美国经济复苏缓慢，欧债危机持续发酵。**美国经济已进入稳定的复苏通道，但复苏进程依然缓慢，欧元区则已显露明显的衰退迹象。由于欧债危机的走向和未来的解决途径存在重大不确定性，全球金融市场的避险需求仍在不断增加，美元资产的吸引力增加，构成推升美元指数的重要力量。
- **稳健货币政策与积极财政政策。**我们认为，稳健货币政策具有“相机抉择”的含义，中期来看，货币政策取向偏宽松，政策节奏取决于经济景气下行态势以及外汇占款等因素。财政政策具备较大的政策空间，取向更为积极，“减税”是明年财政政策的着力点，受益领域主要集中在服务业。
- **房地产调控：长期坚持，动态调整。**如何保证房地产调控效果的可持续性正在成为政策端思考的问题，增加供给和后续政策储备对巩固调控效果至关重要。未来政策走向将更注重保证长期供给稳定，伴随储备政策日趋完善，房地产调控在保持基调不变的基础上存在动态调整的空间。
- **投资策略。**在经济景气下行时期，基本消费板块具有一定防御性，食品饮料和医疗板块存在一定投资机会。可选消费仍存在较大下行压力，应当规避。新兴产业的分化趋势加剧，技术性因素是推动新兴产业分化的主要力量，该领域对投资的专业性要求大为增加。周期性行业的投资主线同样蕴藏在经济结构调整和增长方式转型中，在新的经济增长框架的构建过程中，周期类板块的市场机会更多表现为结构性机会。



数据来源：WIND

制 图：恒泰证券研发中心

相关报告：

《12 月金策略：规避下行风险，把握局部机会》，2011 年 11 月 24 日

《11 月金策略：估值风险释放，市场继续寻底》，2011 年 10 月 24 日

《三季度金策略：经济弱周期与股市弱平衡》，2011 年 9 月 26 日

《9 月金策略：筑底行情，防守为上》，2011 年 8 月 26 日

《8 月策略：关注积极财政政策，把握市场投资主线》，2011 年 7 月 26 日

目录

1. 宏观经济：总需求下行	5
1.1 经济“自由落体”风险增加	5
1.1.1 投资放缓	5
1.1.2 出口对经济增长拉动作用降低	7
1.1.3 基本消费稳定，可选消费下行	7
1.2 通胀下行，渐趋合意	7
2. 外围市场：美国经济复苏缓慢，欧债危机持续发酵	11
2.1 美国经济复苏缓慢	11
2.2 欧债危机持续发酵	11
2.2.1 基本面持续恶化	11
2.2.2 财政整合前景渺茫	12
2.2.3 债务货币化倾向加大	13
2.3 外部冲击风险加大	14
2.3.1 出口渠道	14
2.3.2 价格渠道	14
2.3.3 热钱流动	15
3. 宏观调控	18
3.1 稳健货币政策：长期趋中性，中期偏宽松	18
3.2 积极财政政策：着力减税，取向积极	19
3.3 房地产调控：长期坚持，动态调整	19
4. 市场节奏：先抑后扬	21
4.1 一季度维持下行态势	21
4.2 二季度有望企稳回升	22
5. 总体配置策略	22
5.1 规避业绩风险	22
5.2 把握转型机会	23
5.2.1 消费板块	23
5.2.2 新兴产业	24
5.2.3 周期性行业的结构性机会	24
5.3 跟随政策节奏	26

图目录

图 1: 投资、消费和净出口对GDP贡献率 (%)	8
图 2: 固定资产投资额及累计同比 (亿元, %)	8
图 3: 固定资产投资中央项目与地方项目增速 (%)	8
图 4: 固定资产投资资金来源 (%)	9
图 5: 主要基建投资增速 (%)	9
图 6: 房地产固定资产投资增速 (%)	9
图 7: PPIRM指数与PPI指数 (%)	9
图 8: 制造业固定资产投资累计同比 (%)	9
图 9: 社会消费零售总额及同比 (亿元, %)	9
图 10: 汽车零售额及累计同比 (亿元, %)	10
图 11: 出口金额及累计同比 (亿美元, %)	10
图 12: CPI当月同比及环比 (%)	10
图 13: 部分地方政府性债务余额及负债率 (亿元, %)	10
图 14: CRB现货和期货指数走势	10
图 15: 全国年平均工资水平 (元)	10
图 16: 美国失业率季调 (%)	15
图 17: 美国新建住房销售情况 (千套)	15
图 18: 美国密歇根大学消费者信心指数 (%)	16
图 19: 美国CPI及核心CPI同比 (%)	16
图 20: 欧元区PMI (%)	16
图 21: 欧元区失业率季调 (%)	16
图 22: 德法及“欧猪五国”长期国债收益率 (%)	16
图 23: 欧元区基准利率 (%)	16
图 24: 我国对美国和欧盟出口 (万美元)	17
图 25: 欧元区CPI当月同比及环比 (%)	17
图 26: 欧元区各成员政府债务占GDP比重 (%)	17
图 27: 2010 年欧元区各成员赤字占GDP比例 (%)	17
图 28: 中美两国PPI指数当月同比 (%)	18
图 29: 热钱流动与上证综指走势	18
图 30: M1 及M2 当月同比 (%)	20
图 31: 大型及中小型存款机构存款准备金率 (%)	20
图 32: 当月新增人民币贷款 (亿元)	20
图 33: PMI指数走势 (%)	20
图 34: 财政收入占GDP比重 (%)	21
图 35: 我国赤字占GDP比重 (%)	21
图 36: 部分城市新建住宅价格指数环比 (%)	21
图 37: 部分城市新建住宅价格指数同比 (%)	21
图 38: GDP同比与原材料行业ROE (%)	23

图 39: GDP同比与能源行业ROE (%)	23
图 40: GDP同比与资本品行业ROE (%)	23
图 41: GDP同比与运输行业ROE (%)	23

表目录

表 1 地方政府债务到期情况	6
表 2 地方政府债务主要投向	6
表 3 欧元区成员主权债务评级	14
表 4 主要消费板块净资产收益率	25
表 5 新兴产业净利润增长出现分化	26

2012 年，面对更加复杂的国内和国外经济环境，中国宏观经济运行的不确定性有所增加，而调控政策的“相机抉择”成分加大。从国内来看，经济增速惯性下行风险加大，房地产调控进入政策博弈关键时期，而协调“调结构”和“保增长”的政策难度也在加大。从国际经济环境来看，全球经济增速放缓，欧债危机持续发酵，外部冲击对金融稳定、宏观经济运行以及可宏观调控的节奏能产生重要影响。

1. 宏观经济：总需求下行

在我国经济结构转型过程中，经济增长的动力结构优化是缓慢和渐进的过程。在传统产业淘汰落后产能的同时，新兴产业还没有形成对经济增长的带动力，而房地产调控政策也势必拖累众多投资品和可选消费部门，这些因素的累积可能造成总需求在 2012 年出现下滑。

1.1 经济“自由落体”风险增加

从投资、消费和净出口三个主要的需求拉动因素来看，投资和出口放缓态势较为明显。虽然消费增速相对稳定，但出现快速增长的可能性很小，在消费环境短期仍难有根本改善的情况下，消费增长仍在很大程度上依赖于投资派生的消费需求。

1.1.1 投资放缓

2012 年，地方政府主导的各类投资增速可能出现较为明显的放缓。地方政府主导的各类投资是固定资产投资的重要组成部分，也是近年来我国固定资产维持较高增速的重要原因。

2012 年，地方政府仍面临较大的偿债压力，据国家审计局数据，地方政府负有偿还责任的债务大约有 12982.52 亿元在 2012 年到期，约占总体规模的 19.35%。此外，房地产调控造成地方政府土地出让金减少，地方政府土地财政受到很大影响。据国家审计局数据，2010 年底地方政府负有偿还责任的债务余额中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为 25473.51 亿元。2011 年试点发债的四省市政府财政状况良好，因此其发债利率均低于同期国债利率。但目前部分地方政府负债率较高，预计明年地方政府发债将面临严格的审计和额度控制，地方政府面临的财政约束增加。

表 1 地方政府债务到期情况

单位：亿元，%

偿债年度	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其他相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
2011 年	26246.49	24.49%	18683.81	27.84%	3646.24	15.60%	3916.44	23.46%
2012 年	18402.48	17.17%	12982.52	19.35%	2972.07	12.72%	2447.89	14.66%
2013 年	12194.94	11.37%	7991.36	11.91%	2265.98	9.70%	1937.60	11.61%
2014 年	9941.39	9.28%	6177.01	9.20%	2273.31	9.73%	1491.07	8.92%
2015 年	8012.26	7.48%	4934.69	7.35%	1780.66	7.62%	1296.91	7.77%
2016 年及以后	32377.35	30.21%	16340.12	24.35%	10431.48	44.63%	5605.75	33.58%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%	16695.66	100.00%

数据来源：国家审计署

表 2 地方政府债务主要投向

单位：亿元，%

债务支出投向类别	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其他相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
市政建设	35301.04	36.72%	24711.15	42.03%	4917.68	22.55%	5672.21	36.53%
交通运输	23924.46	24.89%	8717.74	14.83%	10769.62	49.39%	4437.10	28.58%
土地收储	10208.83	10.62%	9380.69	15.95%	556.99	2.55%	271.15	1.75%
教科文卫、保障性住房	9169.02	9.54%	4374.67	7.43%	1318.02	6.04%	3476.33	22.39%
农林水利建设	4584.10	4.77%	3273.78	5.57%	874.53	4.01%	435.79	2.81%
生态建设和环境保护	2733.15	2.84%	1932.03	3.29%	403.72	1.85%	397.40	2.56%
化解地方金融风险	1109.69	1.15%	823.35	1.40%	281.29	1.29%	5.05	0.03%
工业	1282.87	1.33%	681.18	1.16%	579.46	2.66%	22.23	0.14%
能源	241.39	0.25%	44.78	0.08%	189.91	0.87%	6.70	0.04%
其他	7575.89	7.89%	4858.12	8.26%	1915.40	8.79%	802.37	5.17%
合计	96130.44	100.00%	58797.49	100.00%	21806.62	100.00%	15526.33	100.00%

数据来源：国家审计署

从三类主要的固定资产投资来看，2012 年投资放缓的趋势较为明显。2012 年，基建投资预计放缓，铁路和公路等交通运输行业领域投资主要是保证重点和在建项目投资，预计仍将维持在一定规模，但增速会出现回落；而水利、环境、电力和公共设施等公用事业投资增速仍相对稳定，由于公用事业投资与民生改善密切联系，预计该领域投资仍将保持稳定增长。由于房地产调控政策路径存在不确定性，房地产投资受到很大抑制，开始出现高位回落迹象；制造业投资面临的主要问题是驱动力不足，多数传统产业甚至部分新兴产业都存在产能过剩问题，而内外需疲软以及要素成本涨幅超过产成品价格涨幅也在压缩制造业利润空间。

1.1.2 出口对经济增长拉动作用降低

加入 WTO 以来，出口一直是拉动我国经济快速增长的重要引擎。然而，伴随中国逐步完成融入世界经济体系和全球产业链的进程，来自于外部市场的增长红利正释放殆尽。继续通过扩大出口维持经济高增长已不可行。

伴随全球经济放缓，国际贸易环境进一步复杂化，各种形式的贸易保护主义重新抬头，各类贸易争端不断增加。同时，全球经济放缓对多边贸易自由化进程产生负面影响，而与此同时，各类双边和区域贸易协定仍呈不断增长态势。在国际贸易方面，中国是具有全球利益的大国，双边和区域贸易一体化的过度发展势必对多边贸易体系形成冲击，造成我国对外贸易环境的复杂化，不利于我国出口稳定增长。

1.1.3 基本消费稳定，可选消费下行

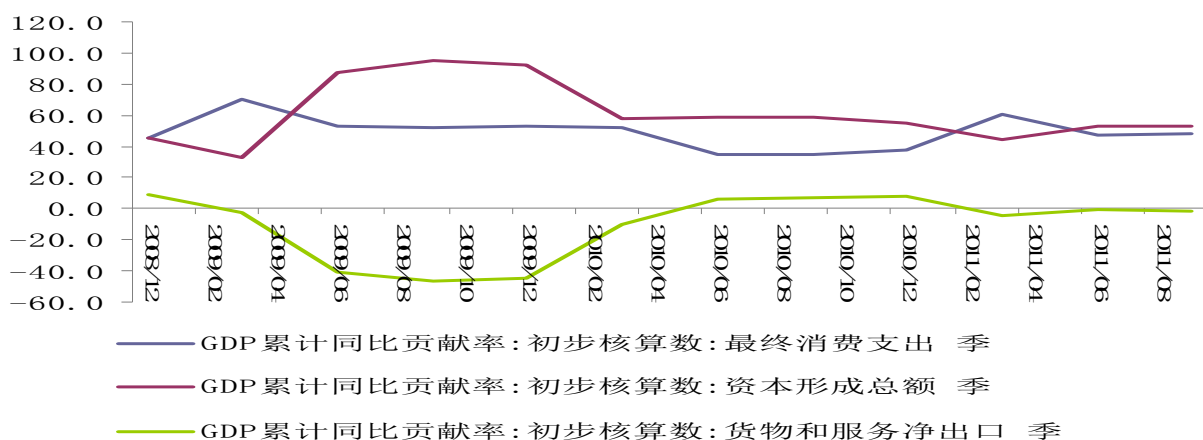
基本消费保持基本稳定，可选消费存在较大波动性。从基本消费来看，伴随社会保障体系、养老和医疗等领域改革的推进，消费环境有望逐步改善，社会消费品零售总额增速有望保持稳定增长。汽车、家电和奢侈品等可选消费与周期性因素的关系密切，在经济景气下行的背景下业绩存在较大下滑压力。总体来看，由于消费环境改善是长期渐进过程，居民消费倾向在短期不会发生结构性变化，因此消费增量仍在很大程度上取决于由投资衍生出的各类可选消费需求。在各类固定资产投资尤其是房地产投资放缓的背景下，消费投资难有快速增长。

1.2 通胀下行，渐趋合意

通胀水平在今年 7 月见顶后缓慢回落，到 11 月 CPI 已回落至 4.2%，虽然通胀仍存在反弹的可能性，但总体回落趋势已经形成，通胀水平已经进入可控区间，通胀压力已不再构成宏观调控关注的主要问题。

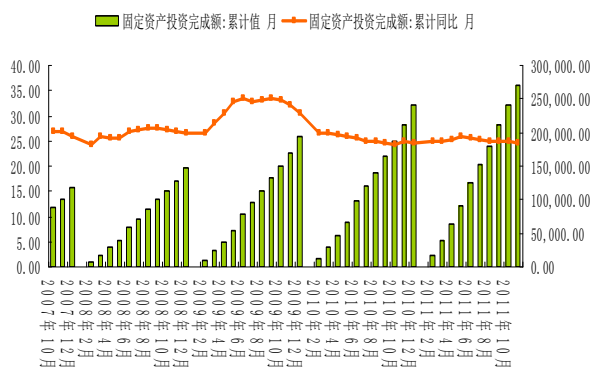
从长期来看，由于长期和结构性通胀因素的存在，通胀中枢仍在缓慢抬升。首先，劳动力、土地及其它要素成本仍在不断上升。其次，能源、资源和环境保护成本仍未完全纳入价格体系，伴随这些领域的税制逐步完善和价格关系理顺，资源和能源的使用成本会出现提升，并带来结构性通胀压力。最后，虽然受全球经济放缓影响，主要工业金属和其它原材料价格明显回落，但总体来看大宗商品仍处高位，输入性通胀压力仍未完全消除。

图 1：投资、消费和净出口对 GDP 贡献率（%）



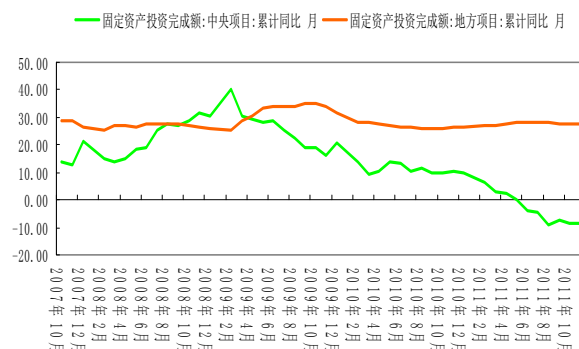
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 2：固定资产投资额及累计同比（亿元，%）



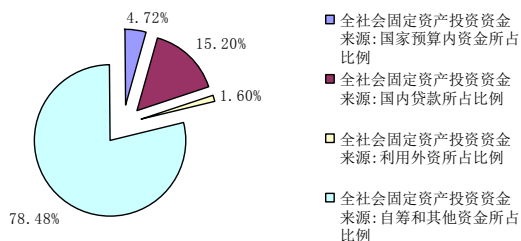
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 3：固定资产投资中央项目与地方项目增速（%）



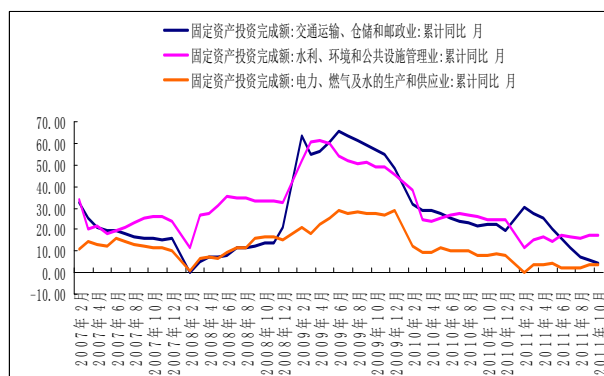
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 4：固定资产投资资金来源（%）



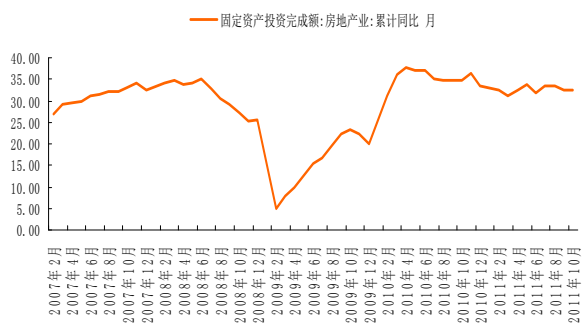
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 5：主要基建投资增速（%）



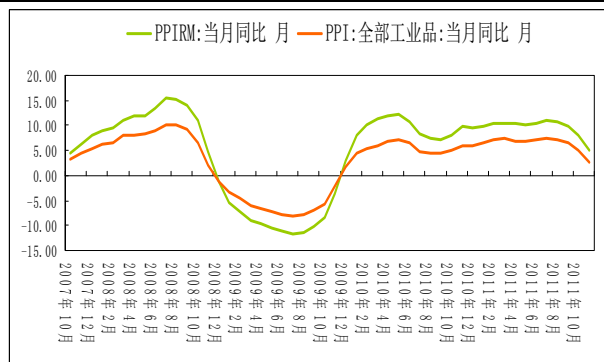
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 6：房地产固定资产投资增速（%）



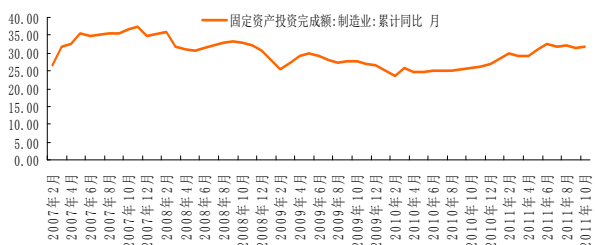
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 7：PPIRM 指数与 PPI 指数（%）



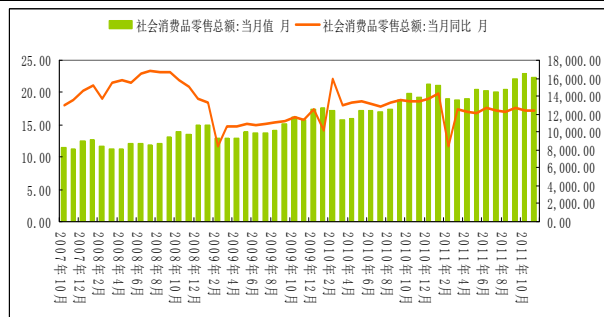
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 8：制造业固定资产投资累计同比（%）



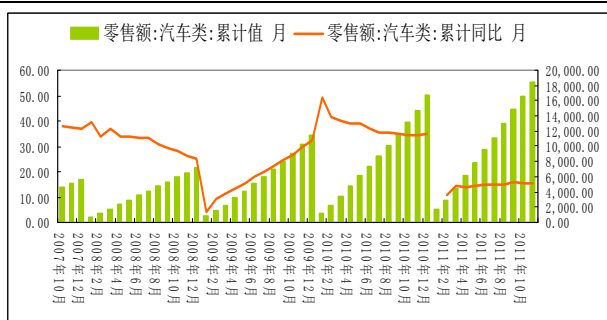
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 9：社会消费零售总额及同比（亿元，%）



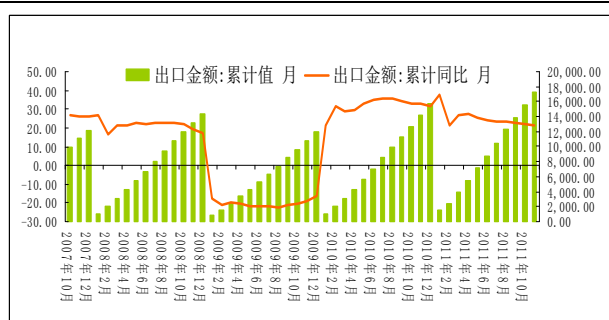
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 10：汽车零售额及累计同比（亿元，%）



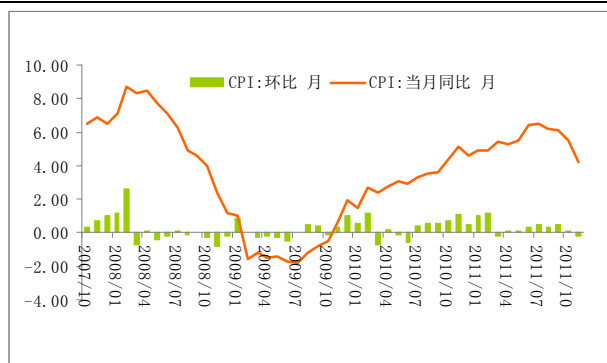
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 11：出口金额及累计同比（亿美元，%）



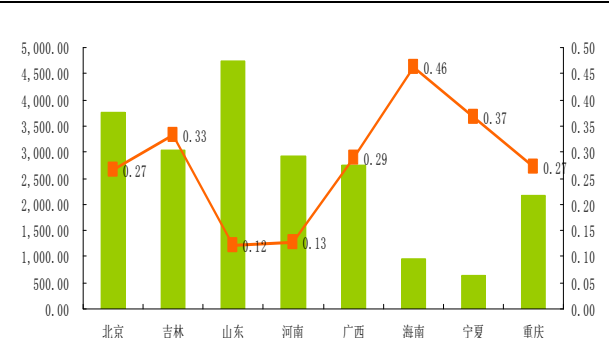
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 12：CPI 当月同比及环比（%）



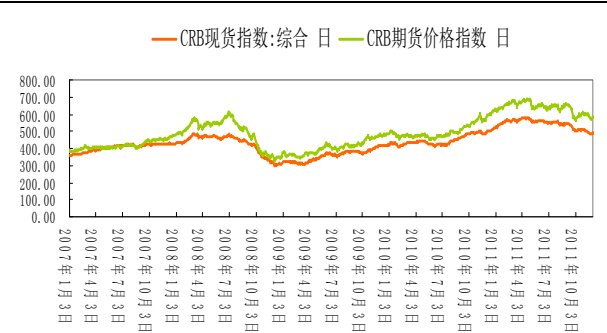
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 13：部分地方政府性债务余额及负债率（亿元，%）



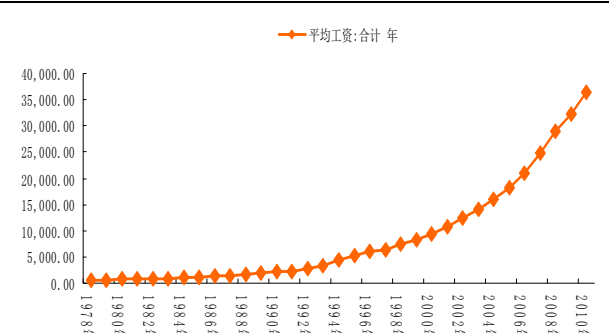
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 14：CRB 现货和期货指数走势



数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 15：全国年平均工资水平（元）



数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

2. 外围市场：美国经济复苏缓慢，欧债危机持续发酵

从外围市场来看，美国经济已进入稳定的复苏通道，但复苏进程依然缓慢，欧元区则已显露明显的衰退迹象。受欧美经济放缓影响，对出口依赖程度较高的新兴经济体经济增速也出现放缓迹象。由于欧债危机的走向和未来的解决途径存在重大不确定性，全球金融市场的避险需求仍在不断增加，美元资产的吸引力增加，构成推升美元指数的重要力量。

2.1 美国经济复苏缓慢

美国经济已逐步进入稳定的复苏通道，但复苏进程依然缓慢。2011 年 4 月至 10 月，美国失业率连续 7 个月处于 9% 以上，2011 年 11 月，美国失业率出现明显回落，降至 8.6%，就业市场开始出现明显改善迹象。

次贷危机发源于美国房地产市场，房地产市场复苏对消费者信心改善具有至关重要的意义。从房地产市场来看，美国房地产价格仍处下行通道，11 月，美国新屋销售 2.5 万套，仍然维持在低位，显示美国房地产市场依然低迷。房地产市场的低迷状态意味着美国银行体系和私人部门的资产负债表修复进程依然缓慢，消费者信心的改善仍需经历较长时期。2011 年 12 月，美国密歇根大学消费者信心指数为 67.7%，仍远低于危机前 80%-90% 的平均水平。

从通胀来看，2011 年 1 月至 11 月，美国核心 CPI 一直保持攀升态势，从 1 月的 1% 攀升至 11 月的 2.2%。通胀压力制约了美联储货币政策空间，同时也显示出美国经济陷入滞涨的风险有所加大。

虽然美国经济复苏缓慢，但其经济运行的稳定性正在增强。2012 年，美国经济复苏及美联储货币政策的最大变数仍在于欧债危机走势及其解决方式引发的不确定性。

2.2 欧债危机持续发酵

2.2.1 基本面持续恶化

近半年来，欧元区经济景气持续下滑，制造业 PMI 从 4 月以后持续下滑，从 4 月的 58% 下滑至 11 月的 46.4%，并已连续 4 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 则从 4 月的 56.7% 下滑至 11 月的 47.5%，连续 3 个月处于荣枯线以下。从就业市场来看，欧元区失业率仍处于高位，并持续攀升，10 月份，欧元区失业率为 10.3%，高出自 1993 年至今失业率平均水平约一个百分点。由于经济景气已经持续 6 个月以上保持下行，欧元区已显露出明显的衰退迹象，欧元区很可能在明年滑入负增长。

12 月 9 日的欧盟峰会上，欧元区 17 国和其它 6 个欧盟非欧元区成员共同承诺建立一项新的财政规则：成员的年度结构性赤字¹不超过名义 GDP 的 0.5%。各成员应将该规则写入本国宪法或具有同等效力的法律文件。此项规则包含自动的“纠正

¹ 所谓“结构性赤字”是指预算赤字与实际赤字之间的差值，指那些非政策性或常规的税收调整和支出变动引起的赤字。

机制”，一旦成员赤字偏离规则，“纠正机制”将自动启动。“纠正机制”的具体形式由成员国参考欧委会的建议设定。除了新的财政规则，此次会议还提出强化《稳定与增长公约》对欧元区成员的约束力。会议声明提出，一旦成员赤字水平超过 GDP 的 3%，则将自动启动惩罚机制（除非多数成员反对）。此外，会议重申了政府债务占 GDP 比率不超过 60%的规则对成员的约束力。

如果按照 12 月 9 日峰会提出的要求严格执行《稳定与增长公约》规定的政府债务率不超 60%和赤字占 GDP 不超 3%的标准，则大部分成员都会启动“自动惩罚机制”。实际上，欧元区 17 个成员中，政府债务占 GDP 超 60%的成员国有 12 个，而财政赤字占 GDP 比重超过 3%的有 14 个。同时满足《稳定与增长公约》两个标准的成员国只有爱沙尼亚、卢森堡和芬兰三个国家。因此，严格财政纪律和相关惩罚机制的实施面临巨大的困难和阻力。同时，如果本次峰会达成的协议得到有效的贯彻和实施，则多数成员将同时启动新的财政紧缩计划，这对已经开始显现衰退迹象的欧盟经济无疑是雪上加霜。

欧元区重债国的经济前景尤其堪忧，而能否走出经济衰退取决于这些经济体的价格水平能否顺利做出调整。这种调整可以通过内部价格调整和外部汇率调整两个途径实现。由于采用共同货币欧元，重债成员无法通过货币贬值转嫁经济紧缩压力，恢复经济增长。从价格调整来看，由于各成员国福利水平普遍较高，而工会组织的力量也很强大，这导致工资水平存在很强的刚性，向下调整困难。通过价格调整实现充分就业和恢复经济增长也将是一个缓慢而艰难的过程。

2.2.2 财政整合前景渺茫

财政整合包含两个方面的含义，一是成员让渡部分财政政策选择权，执行共同的财政纪律，二是建立共同的政府债务担保机制。从应对危机和管理市场预期的实际需要来看，建立共同的债务担保机制更为重要。而单纯通过执行更加严格的财政纪律来缓解当前危机存在很大疑点。如果各项紧缩政策的执行加剧成员国和欧洲的经济衰退，则市场预期可能更趋恶化，其最终政策效果很可能适得其反。

评级机构频繁下调欧元区成员主权债务评级，推升了欧元区各成员国政府和私人部门的融资成本，欧元区整体债务负担不断加大。在此背景下，“稳定债券”等共同债务担保机制需要德国支付的成本将越来越高昂，其对德国的吸引力正在急剧下降。

11 月 24 日，惠誉将葡萄牙主权债务评级从“BBB-”下调至“BB+”垃圾级，并维持负面评级前景。12 月 16 日，穆迪将比利时主权信用评级由 Aa1 下调两档至 Aa3，展望为负面。此外，惠誉将法国主权评级前景由稳定调至负面，并将比利时、西班牙、斯洛文尼亚、意大利、爱尔兰和塞浦路斯 6 国评级纳入负面观察名单。伴随危机恶化，德国参与财政整合面临的国内政治阻力将越来越大，财政整合的经济可行性越来越低。德国总理默克尔曾表示，不会修改欧洲央行的法规和使命，也不会放弃反对联合发行欧元债券的立场，除非在财政一体化的漫长进场的最后阶段才有可能这样做。

从紧缩政策的执行来看，重债国执行紧缩政策正在进入疲劳期。在实行民选制的国家，财政紧缩的执行面临越来越大的政治压力。各种罢工和抗议活动频发，加剧了重债国的社会动荡和政局变动。未来财政紧缩政策的继续执行面临很大不确定性。

2.2.3 债务货币化倾向加大

12月9日欧盟峰会提出了增强危机应急能力的一些措施，提出EFSF会很快通过杠杆化方式扩大规模，而欧洲央行将作为EFSF的代理人执行相关市场操作。而原定2013年启动的欧洲稳定机制（ESM）也将提前到2012年7月。2012年3月，各成员将重新评估5000亿欧元的EFSF/ESM上限。此外，欧元区成员和其它欧盟成员将考虑以双边贷款形式向IMF注资2000亿欧元，以增强其应对危机能力。但不论是EFSF杠杆化还是ESM的扩容计划都存在较大不确定性。

12月9日欧盟峰会提出，私人部门参与希腊政府债务重组只是特例，未来私人部门将不再参与政府债务重组计划。7月21日和11月26/27日的希腊政府债务重组涉及到私人部门债务减记，而“债务减记”实际不过是“违约”的一种委婉说法。因此，希腊政府债务重组方案已经对欧元区各成员的政府信誉造成了极其恶劣的影响。私人部门不再参与债务重组的承诺有利于重树欧元区各成员政府信誉，对于稳定市场预期具有一定积极作用。

但同时应该看到，由于EFSF/ESM的规模有限，在意大利和西班牙等成员债务问题爆发时，其规模可能难以有效抑制市场预期恶化和危机扩散。在排除私人部门债务减记可能性的前提下，通过“债务货币化”方式管理市场预期和应对危机的可能性正在加大。当欧元区可持续性受到威胁时，欧洲央行很可能别无选择。

11月3日和12月8日欧洲央行连续两次降息，进一步加剧了欧元区负利率情况。12月21日，欧洲央行向523家银行提供了期限为3年的4890亿欧元(约合6410亿美元)贷款，远远超出市场预期，显示欧债危机已经严重影响到银行体系流动性和放贷能力。此次欧洲央行的再融资操作也显示欧元区债务货币化的倾向正在加大，这种操作很可能进一步推升欧元区已经高企的通胀，欧洲央行货币政策进一步偏离通胀目标。

表 3 欧元区成员主权债务评级

国家	标普	穆迪	惠誉
希腊	CC	Ca	CCC
葡萄牙	BBB-	Ba2	BB+
爱尔兰	BBB+	Ba1	BBB+
塞浦路斯	BBB	(P)Baa3	BBB
马耳他	A	A2	A+
意大利	Au	A2	A+
西班牙	AA-	A1	AA-
荷兰	AAAu	—	AAA
德国	AAAu	Aaa	AAA
比利时	AA	Aa3	AA+
奥地利	AAA	Aaa	AAA
爱沙尼亚	AA-	WR	A+
斯洛伐克	A+	A1	A+
斯洛文尼亚	AA-	Aa3	AA-
法国	AAAu	Aaa	AAA
芬兰	AAA	Aaa	AAA
卢森堡	AAA	Aaa	AAA

资料来源：彭博

2.3 外部冲击风险加大

外部冲击通过出口、价格传导和热钱流动等多种渠道对我国宏观经济稳定和金融市场运行造成影响，已构成影响宏观调控节奏的重要因素。

2.3.1 出口渠道

虽然就业数据和新屋销售等数据显示美国经济已进入稳定的复苏通道，但经济复苏进程依然缓慢；受欧债危机拖累，欧盟经济已开始显露衰退迹象，明年出现负增长的可能性较大，欧美市场的吸收能力正在明显下降。新兴市场经济体在我国对外经贸关系中所处的地位不断提升，逐步成为我国重要的出口市场，但这些经济体本身也受到欧美市场的较大影响。

在全球经济增速放缓的背景下，保持出口稳定增长的难度也越来越大，2012 年我国出口增长存在很大不确定性。

2.3.2 价格渠道

由于一揽子货币中美元比重过高，我国实际上仍实行近似钉住美元的爬行汇率制。根据购买力平价理论，汇率可以理解为两国价格水平之比，当汇率维持稳定时，两国价格水平呈同向波动。设 $e=P/P^*$ ， P 和 P^* 分别为国内和国外价格水平， e 为汇

率。当 e 保持基本稳定时，国内价格水平（ P ）和外国价格水平（ P^* ）同向波动。比如，当美国经济景气下行，需求疲软，则其工业品出厂价格 PPI 指数回落。由于我国 PPI 与美国 PPI 存在高度关联，当美国经济景气下行导致美国工业品出厂价格 PPI 出现下行时，我国的工业品出厂价格 PPI 会被拉动下行，工业企业利润空间被压缩，经济景气也会下行。

从中美两国 PPI 走势可以看出，两国 PPI 走势呈现极强的同步性，表明美国经济的周期性波动很容易通过价格渠道向我国传导。因此，美国经济的周期性波动对判断我国经济走势具有重要参考价值。

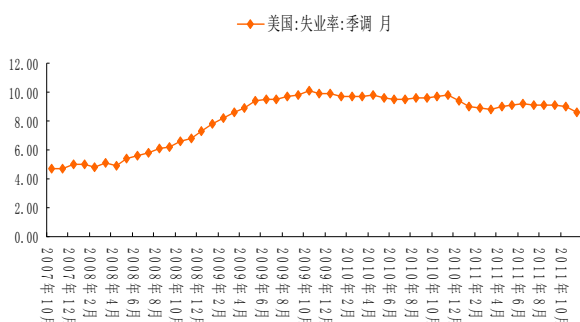
2.3.3 热钱流动

10 月和 11 月两月连续出现外汇占款余额减少的情况，据我们测算，10 月和 11 月热钱流出的规模分别为 292.83 亿美元和 276.85 亿美元。热钱流动已经成为近期影响我国宏观经济稳定和宏观调控节奏的重要因素。

从国际背景看，热钱流出的原因主要在于欧债危机持续恶化推升全球金融市场系统性风险，降低了各类风险资产的吸引力。各类投资者在全球范围重新配置资产组合的行为导致美元资产价格攀升，而其它各类风险资产则遭到抛售。从国内背景来看，造成热钱出现外流的原因在于房地产调控和经济景气下行预期降低了我国股票和房地产等主要风险资产的吸引力。

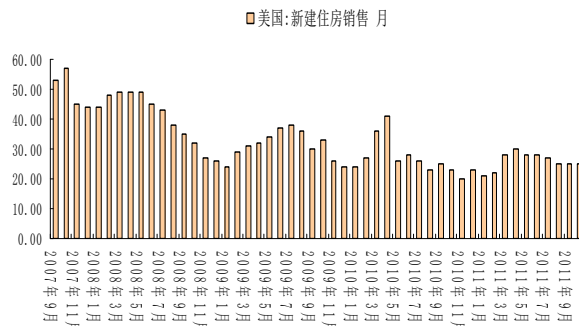
我们认为，热钱流动情况对市场走势研判具有重要参考价值，这不仅由于热钱流动反映了资金面的紧张情况，更是因为热钱流动反映了投资者对风险资产偏好的变化。比如，2007 年牛市和 2008 年熊市均伴随有热钱的大幅流入和流出。如果目前的热钱外流态势持续，则 A 股市场很可能创出新低。

图 16：美国失业率季调（%）



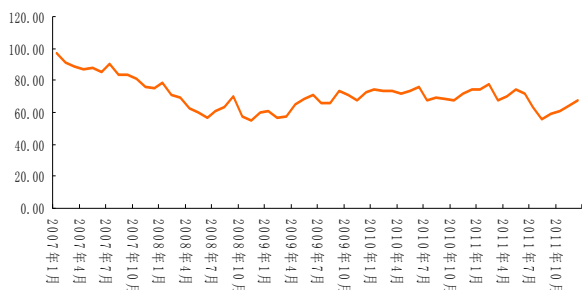
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 17：美国新建住房销售情况（千套）



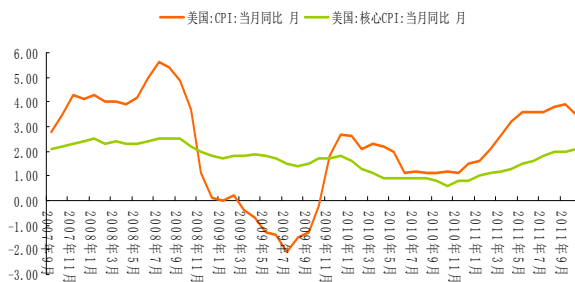
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 18： 美国密歇根大学消费者信心指数（%）



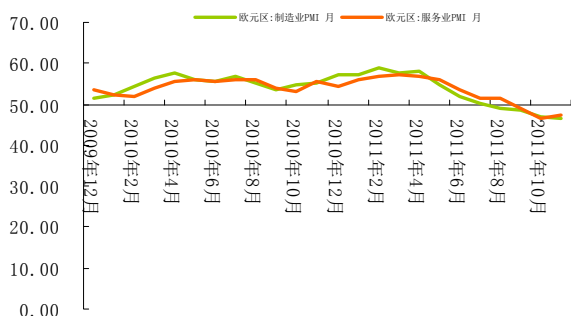
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 19： 美国 CPI 及核心 CPI 同比（%）



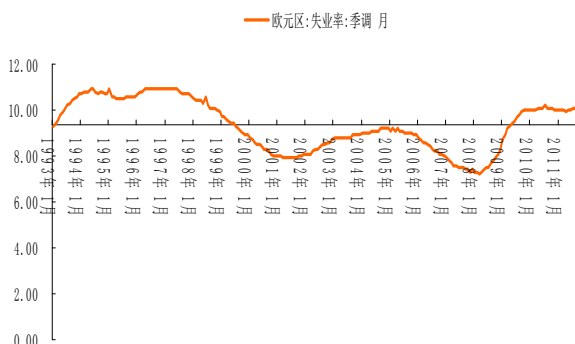
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 20： 欧元区 PMI（%）



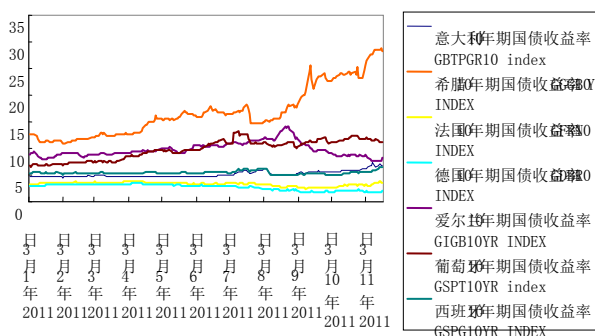
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 21： 欧元区失业率季调（%）



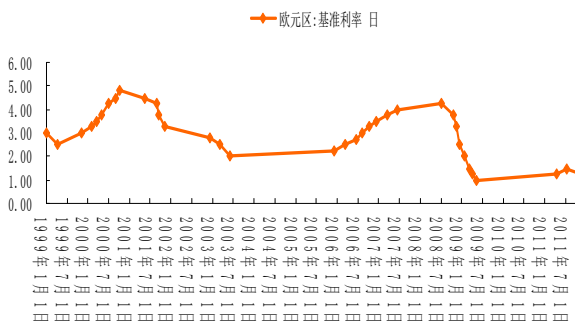
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 22： 德法及“欧猪五国”长期国债收益率（%）



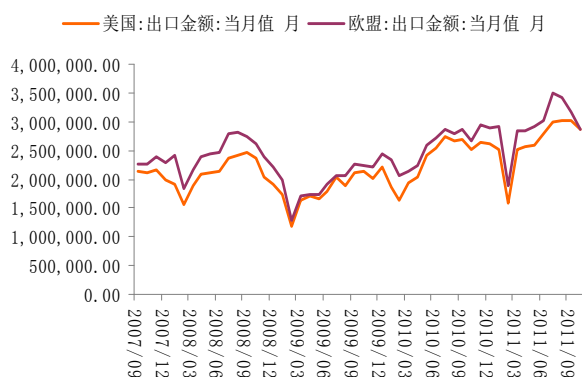
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 23： 欧元区基准利率（%）



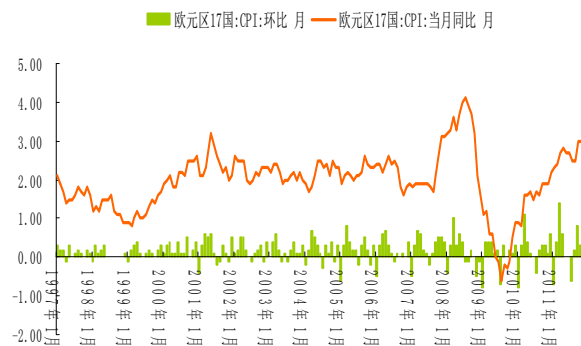
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 24：我国对美国和欧盟出口（万美元）



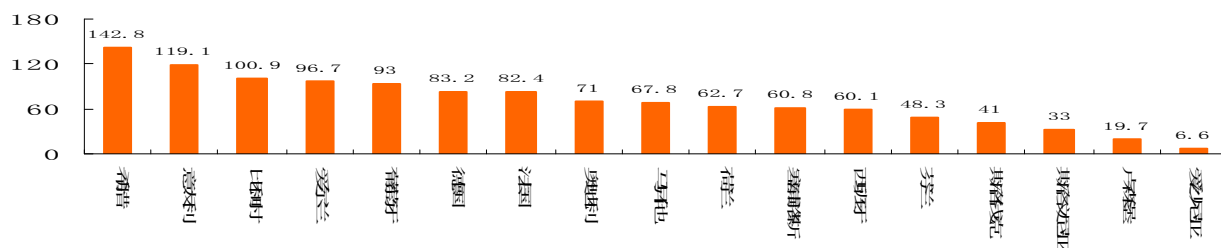
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 25：欧元区 CPI 当月同比及环比（%）



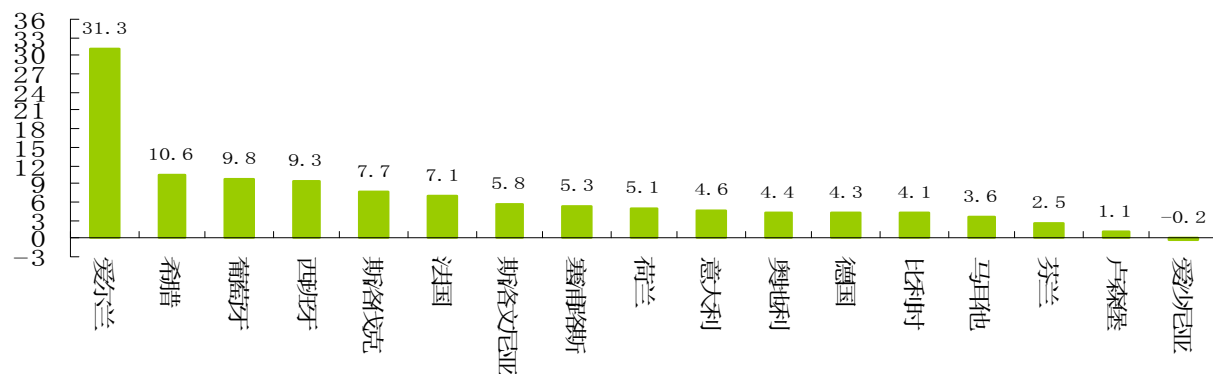
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 26：欧元区各成员政府债务占 GDP 比重（%）



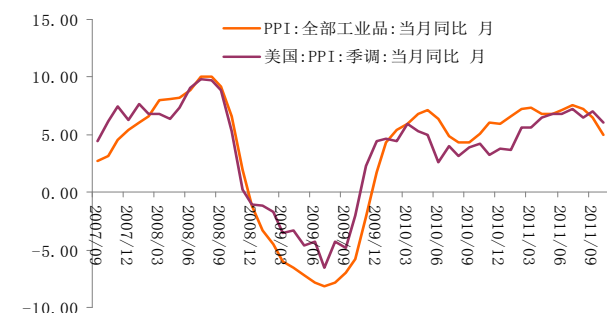
数据来源：彭博，恒泰证券研发中心

图 27：2010 年欧元区各成员赤字占 GDP 比例（%）



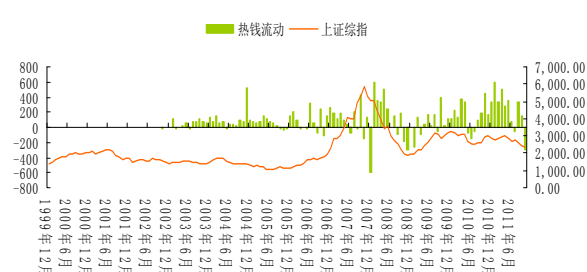
数据来源：彭博，恒泰证券研发中心

图 28：中美两国 PPI 指数当月同比（%）



数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 29：热钱流动与上证综指走势



数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

3. 宏观调控

中央经济工作会议确定了明年宏观调控“稳中求进”的基调。稳，就是要保持宏观经济政策基本稳定，保持经济平稳较快发展，保持物价总水平基本稳定，保持社会大局稳定。进，就是要继续抓住和用好我国发展的重要战略机遇期，在转变经济发展方式上取得新进展，在深化改革开放上取得新突破，在改善民生上取得新成效。从政策定调来看，宏观调控的主要关切已经从“控通胀”转向“稳增长”，而实现“稳增长”的立足点则在于扩大内需。会议指出，必须继续抓住科学发展这个主题和加快转变经济发展方式这条主线，牢牢把握扩大内需这一战略基点，把扩大内需的重点更多放在保障和改善民生、加快发展服务业、提高中等收入者比重上来。

3.1 稳健货币政策：长期趋中性，中期偏宽松

中央经济工作会议提出，要根据经济运行情况，适时适度进行预调微调，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷总量合理增长，优化信贷结构，发挥好资本市场的积极作用，有效防范和及时化解潜在金融风险。

我们认为，货币政策“稳健”的提法包含一定相机抉择的成分。虽然 CPI 已出现明显回落，但仍存在反弹的风险，而受国内和国际经济环境的影响，经济景气也存在加速下行风险。此外，10 月和 11 月外汇占款余额减少，热钱呈现流出态势，对我国宏观经济和金融市场稳定形成较大冲击。由于多种不确定因素的存在，“稳健的货币政策”实际具有很强的相机抉择性质。

从长期来看，“稳健”意味着货币政策逐渐回归中性。而从中期来看，由于经济景气下行态势已经较为明显，货币政策很可能保持“稳中偏松”。即使考虑理财产品等因素，M2 增速仍处于较低水平，而存款准备金率仍处高位，也有一定下调空间。预计明年仍有 2-3 次存准下调，存准下调的政策节奏与热钱流出态势和经济景

气紧密相连，因此应对 PMI 数据以及金融机构外汇占款数据提起关注。此外，如果通胀水平快速下行，经济陷入通货紧缩，则不排除降息可能性。

3.2 积极财政政策：着力减税，取向积极

2010 年，我国财政收入占 GDP 比重约为 20%，而各类政府收入总计占 GDP 约 32%。而 2010 年，我国赤字占 GDP 比重仅 1.6%，远低于欧美发达经济体平均水平，财政政策蕴藏巨大空间。中央经济工作会议提出：“财政政策要继续完善结构性减税政策，加大民生领域投入，积极促进经济结构调整，严格财政收支管理，加强地方政府债务管理。”

从明年财政政策的主要着力点来看，“减税”已经超过“政府支出”成为明年财政政策的主要实施方式。其目的是为各类经济主体减负，刺激消费和私人部门投资，增强经济的自主增长能力。

增值税减税是明年减税的重点，同时，营业税改征增值税试点也会带来服务业尤其是现代服务业税负的降低。加大民生领域投入涉及多个方面，如增加教育投入、增加低收入人群收入水平、支持小微企业发展和抓好保障房建设等。

中央经济工作会议提出，严格财政收支管理，加强地方政府债务管理。今年，上海、浙江、广东和深圳四省市地方政府试点自行发债取得成功。由于试点发债的四省市财政状况良好，其发债利率均低于同期国债利率。预计 2012 年地方政府（尤其是负债率较高的地方政府）发债将受到更多的监管，发债难度有可能加大，发债利率也很可能会上升。伴随地方政府的财政约束加大，地方政府主导的各类投资可能出现一定程度放缓，而负债率较高的地方政府主导的投资放缓趋势可能更为明显。

3.3 房地产调控：长期坚持，动态调整

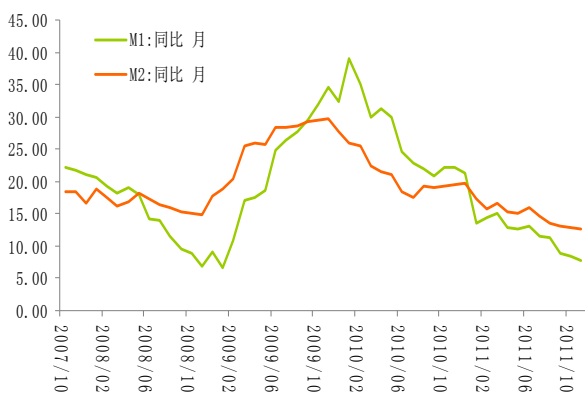
人民银行调查统计司撰写的《当前房地产市场形势分析报告》称，经济、金融数据的变化显示，房地产开发投资增速高位回落，房地产开发企业资金趋紧，土地交易市场量价齐跌，房地产贷款增速回落，房价拐点初现端倪。

房价快速下行风险正在引起政策端关注，如果房价进入快速下行通道，则银行和私人部门的资产负债表会受到严重冲击，并可能使经济陷入长期低迷。2011 年 11 月，在京举行的房地产金融风险管理座谈会上，部分参会商业银行代表认为，银行能承受 20%-30% 的房价下跌带来的冲击，但一旦引发恐慌性抛售，有关部门能否采取有效措施抑制连锁反应，是银行和企业更为关心的问题。鉴于银行只能承受 20%-30% 的房价下跌，实际的调控目标可能远低于 20%-30%。

由于与经济结构转型和引导资金流向实体经济紧密联系，未来房地产调控仍具有长期性和连续性，但调控方式将更多转向以房产税等市场化方式。长期来看，“限购”作为短期行政措施会逐步淡出。但各地限购政策的放松应以房价不出现反弹为前提条件，后可能代之以其它调控政策，或以大量保障房开始投入使用为前提。限购放松将加速房地产去库存，有利于维持房地产投资的适度增速和保障房地产市场的长期供给稳定，同时也会带动可选消费的增长

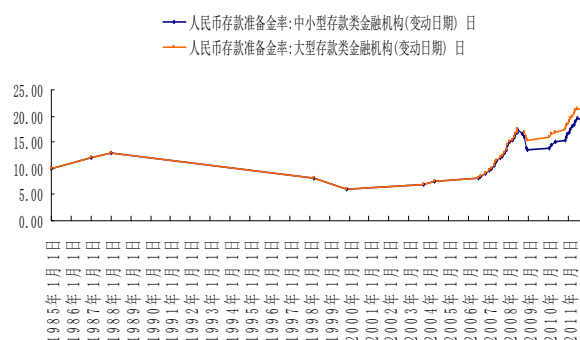
中央经济工作会议提出，要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，加快普通商品住房建设，扩大有效供给，促进房地产市场健康发展。除了强调坚持房地产调控不动摇之外，此次会议从供给方面丰富和重新界定了调控目标。我们认为，如何保证房地产调控的连续性和动态一致性正在成为政策端考虑的问题。如果由于当前的房地产调控严重影响到未来供给，则未来房价仍存在上行压力，调控的长期效果必然受到影响。此外，由于“限购”等行政性措施具有短期性，要保持房地产调控的连续性需要有后续储备政策的跟进。伴随“房产税”试点推进，未来房产税很可能成为替代限购的调控措施。

图 30: M1 及 M2 当月同比 (%)



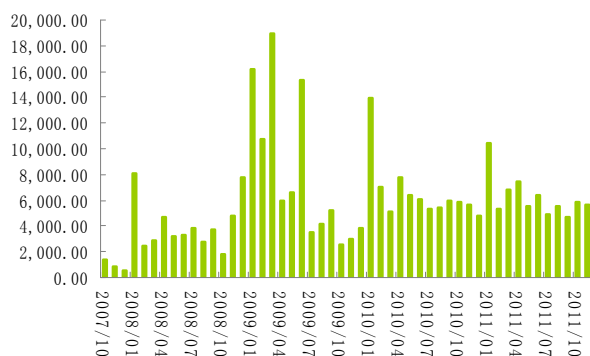
数据来源: Wind, 国家统计局, 恒泰证券研发中心

图 31: 大型及中小型存款机构存款准备金率 (%)



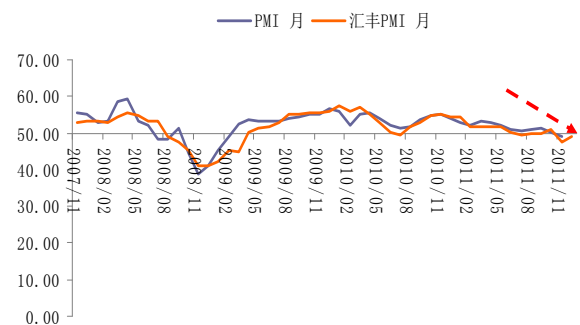
数据来源: Wind, 恒泰证券研发中心

图 32: 当月新增人民币贷款 (亿元)



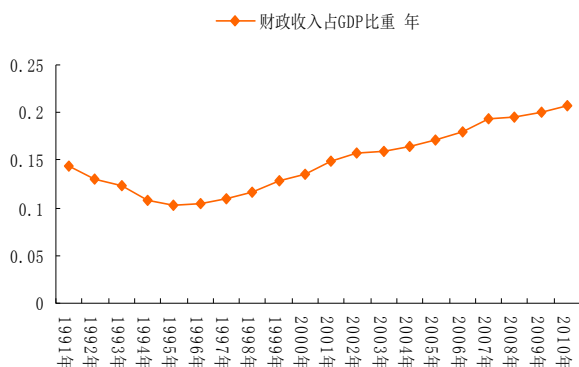
数据来源: Wind, 国家统计局, 恒泰证券研发中心

图 33: PMI 指数走势 (%)



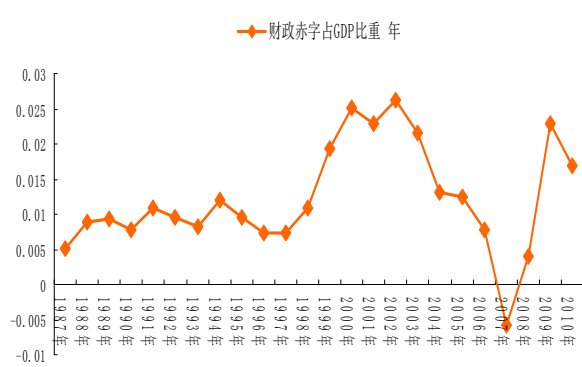
数据来源: Wind, 恒泰证券研发中心

图 34：财政收入占 GDP 比重（%）



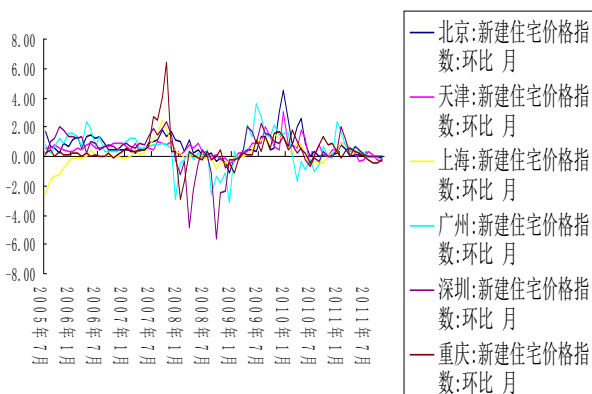
数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 35：我国赤字占 GDP 比重（%）



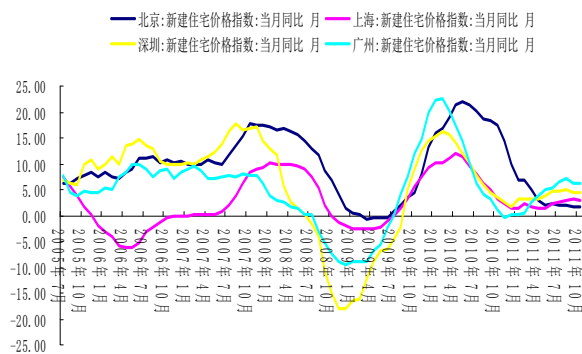
数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

图 36：部分城市新建住宅价格指数环比（%）



数据来源：Wind，国家统计局，恒泰证券研发中心

图 37：部分城市新建住宅价格指数同比（%）



数据来源：Wind，恒泰证券研发中心

4. 市场节奏：先抑后扬

4.1 一季度维持下行态势

由于此轮去库存于 10 月份开始启动，预计仍将在明年一季度和二季度延续。在去库存周期启动初期，原材料成本仍处高位，而总需求下行导致产成品的价格和销量大幅下行，因此这一时期工业企业盈利下行最为明显。基于此我们预计明年一季度经济景气保持下行态势，工业企业盈利水平保持迅速下滑态势。伴随工业企业业绩下行，市场业绩风险释放过程持续，可能推动市场创出新低。

欧元区一季度迎来偿债高峰，欧债危机存在继续深化和扩散风险。欧元区以何种方式应对一季度的偿债高峰对全球金融市场走向存在重要影响。如果主要采用债务货币化方式应对偿债高峰，则全球金融市场对风险资产的容忍度可能会提升；如

果欧元区放弃债务货币化方式，则欧元区重债国长期国债收益率的攀升可能引致全球金融市场的避险情绪再次升温，而随之而来的新一轮财政紧缩也会导致欧元区经济衰退形势加剧。从目前欧元区应对危机的实践来看，短期稳定机制加长期财政紧缩是其应对危机的主要思路，这意味着明年一季度外围市场存在较大下行风险。

此外，伴随房价进入下行通道，房地产产业链及银行板块等权重板块估值仍存在较大下行压力。

4.2 二季度有望企稳回升

我们预计主动去库存在一季末和二季度初逐步接近尾声，在此时期，原材料成本将逐步下降，而产成品库存下滑也会缓解市场供给过剩，并对产成品出厂价格形成支撑。因此，这一时期是工业企业业绩开始见底的时期。业绩回升预期逐步确立将对资本市场企稳回升形成支撑。

一季度欧元区偿债高峰过后，全球金融市场有望渐趋平稳，市场风险容忍度有望稳步回升。外围市场趋稳将为 A 股市场止跌企稳创造良好的外部环境。

此外，房价下行可能在二季度逐步接近调控目标，而伴随保障房投入使用量增加以及房产税等储备政策的试点扩大和渐趋成熟，房地产调控的长期思路将渐趋明朗，部分地区限购有可能出现松动，这将降低房地产企业面临的政策不确定性，并推动房地产去库存进程加速。房地产相关板块的止跌企稳将构成拉动市场估值上行的重要力量。

5. 总体配置策略

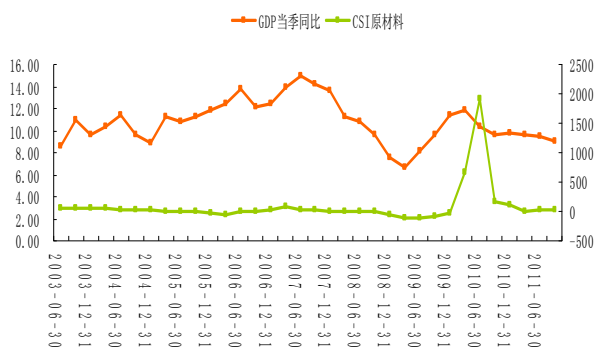
5.1 规避业绩风险

通胀下行初期，原材料、能源、资本品和交通运输等主要周期类板块业绩面临较大的下行压力，因此应规避周期类板块业绩风险。

由于地产调控的政策路径存在不确定因素，房地产市场观望气氛浓厚，房地产去库存进程受阻，对房地产企业现金流和盈利稳定性造成较大影响，预计在一季度房地产相关板块仍存在下行压力。此外，房地产调控也对银行盈利稳定性造成一定影响。

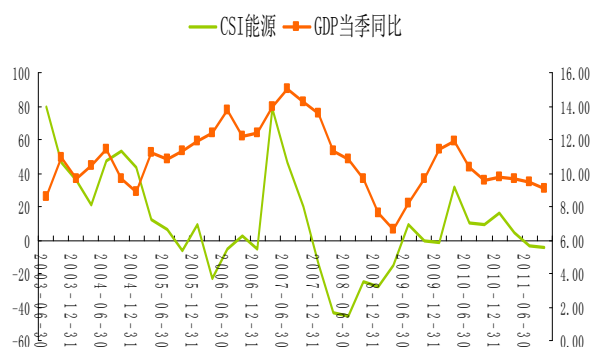
业绩下行风险不仅来自周期类板块，部分新兴产业业绩同样存在较大的下行风险。实际上，由于新兴产业板块多为中小企业，抗风险能力较低，业绩更容易出现大幅波动。

图 38: GDP 同比与原材料行业 ROE (%)



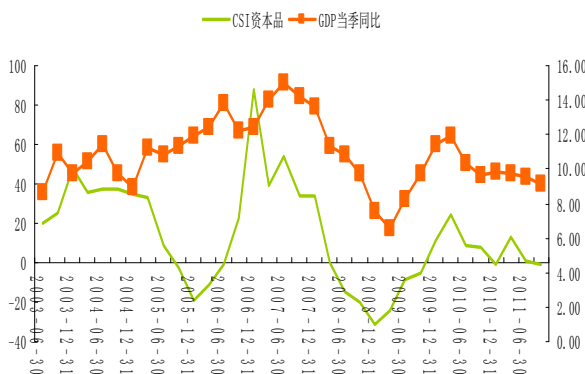
数据来源: Wind, 国家统计局, 恒泰证券研发中心

图 39: GDP 同比与能源行业 ROE (%)



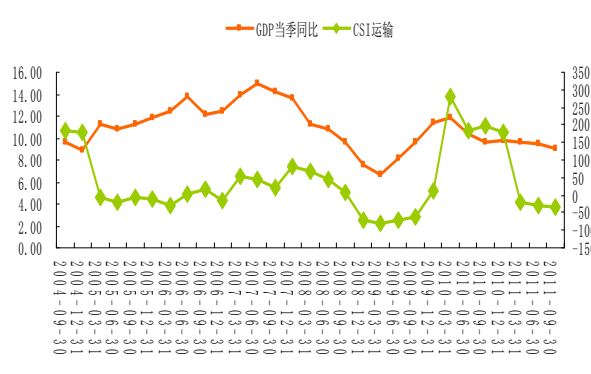
数据来源: Wind, 恒泰证券研发中心

图 40: GDP 同比与资本品行业 ROE (%)



数据来源: Wind, 国家统计局, 恒泰证券研发中心

图 41: GDP 同比与运输行业 ROE (%)



数据来源: Wind, 恒泰证券研发中心

5.2 把握转型机会

5.2.1 消费板块

消费行业和新产业与我国的经济结构转型和增长方式转变具有较高的契合度,有望获得各类“调结构”政策的持续支撑。

经济景气下行时期,食品饮料、农林牧渔和医药等基本消费仍具有较强防御性。工业汽车、家电和奢侈品等可选消费对周期性因素反应敏感,经济下行过程中,可选消费品的销量和价格存较大下行风险,应适当回避;而可选消费行业的业绩弹性较大,当经济景气开始回升时,可选消费行业的业绩回升也较快。因此,当工业企业进入被动去库存时期,可逐步增加可选消费配置。总体来看,由于一季度经济惯性下行可能性很大,应回避可选消费,而关注基本消费,二季度经济见底预期形成

后，再开始关注可选消费。

食品饮料行业研究员认为，明年在“保民生，扩消费”的基调下，可选择具有一定抗周期性的白酒企业。以业绩增长确定性强而估值相对在历史低位为主线，优先关注注重渠道建设和产品升级的中高端白酒企业，同时关注具有品牌核心竞争力品牌的超高端白酒企业。此外，也可关注在通胀预期减弱、成本回落下乳制品、肉制品的阶段性机会。

纺织行业研究员认为，经济增速放缓的大环境下，纺织服装行业具有较好的防御性。预计 2012 上半年通胀回落，行业较难维持今年涨价的势头；外需疲软，出口受到一定的限制；受经济下滑和暖冬的影响，我们判断行业整体零售额增速将可能低于预期，建议投资者在纺织服装板块要规避这些风险，首选业绩增长较为确定，景气度相对较高的子行业，比如说家纺、品牌男装。

汽车行业研究员对于 2012 年的汽车行业持中性态度，认为行业的牛市希望不大，但整体估值修复行情或有阶段性表现。从结构性行业机会看，乘用车行业依旧可以保持超越宏观经济的增速，其中 SUV 市场将保持强劲增长；预计商用车在 2012 年难以实现华丽转身，但大中型客车依然继续看好。区域分布上，对中西部地区的汽车市场持乐观态度。自主品牌汽车的分化会渐趋明显，有机会个股的选择难度在逐渐增大。新能源汽车在 2012 年将继续是热点题材之一。

文化产业的主题投资机会值得持续关注。文化产业研究员认为，文化产业中首先看好电影电视及动漫产业，我国的电影业相比美国仍处于起步阶段，人均银幕数量远少于美国，电影电视以及动漫的衍生品市场开发的也不够充分，尤其是动漫产业未来成长空间巨大。三网融合将带来有线网络运营商的投资机会，设备供应商也有望从中受益。新媒体以及网络游戏开发运营商同样具有投资价值。

5.2.2 新兴产业

新兴产业估值仍处上行趋势，但开始出现明显分化现象。新材料、生物、节能环保、高端装备和新能源汽车仍保持较高的业绩增速，而新一代信息技术行业业绩增长缓慢，新能源行业利润增速则出现明显下滑。部分新兴产业出现过度投资和产能过剩，如新能源行业中的光伏产业。对新兴产业的投资正在从“概念炒作”向“盈利预期”转换，盈利预期确定性强的板块将更受市场青睐。由于推动新兴产业分化的力量更多表现为技术因素而非周期性因素，新兴产业投资的“专业化”将越来越明显。

通信行业研究员认为，“智慧城市”将是贯穿“十二五”期间整个通信行业的投资热点。建议关注光通信、行业信息化、3G 用户快速增长带来的通信增值服务板块的个股机会。电子元器件看好消费电子的成长性及 LED 的政策驱动。

此外，物联网的十二五规划也即将出台，对于掌握 RFID 关键技术以及能够提供智能交通，智能安防，智能医疗，智能建筑等相关整体解决方案的上市公司形成利好。

5.2.3 周期性行业的结构性机会

周期性行业的投资主线同样蕴藏在经济结构调整和增长方式转型中，在新的经济增长框架的构建过程中，周期类板块的市场机会更多表现为结构性机会。

银行业研究员预测，2012 年银行业净利润同比增长约 15%，对应 2012 年动态 P/B 1.1 倍，绝对和相对估值水平处于历史底部，已经反映了银行业中长期盈利增速下降、地方融资平台及经济增速下降可能出现的不良压力，板块估值的安全边际较高，体现出较好的防御性。若 2012 年货币扩张较为温和，板块再融资的需求放缓有望对现有估值形成较强的支撑，全年就有望获得 15%左右的绝对收益。

化工行业研究员认为，化工行业认为煤化工受益于原油短缺及国内基础石化产品需求增加，关注拥有上游煤炭资源优势，产业结构向西部转移的行业以及原料来源替代的新型煤化工；关注受益于发展农业，提高粮食产量，有资源优势的化肥公司；关注受益于下游行业“十二五”规划带来的产业结构升级，产品需求增长的细分行业聚氨酯、碳纤维公司。

建材行业研究员认为，2012 年固定资产投资增速可能面临放缓，但“十二五”确定的重大项目重启有望拉动下游建材需求。另外，固定资产投资结构将发生转变，水利、环境治理及公共设施、农村小型农田水利建设投资力度有所增加，输排水管材需求有望增加。水泥板块可关注中部、东北地区及西北地区投资较确定地区的上市公司。输排水管道业关注东部和中部的管道企业上市公司。节能建材类可关注玻璃纤维材料、防水材料和保温材料上市公司。

煤炭行业研究员认为，煤炭行业一明年受宏观经济景气及下游需求下滑影响，行业整体将进入低速增长阶段。“十二五”煤炭行业发展重点为行业及资源整合，“强者恒强”将成为未来行业发展方向。动力煤建议关注：1. 存在集团资产重组或大股东资产注入预期的个股机会。2. 合同煤收入占比较大公司或将因合同煤涨价受益个股机会。3. 自身成本控制良好，业绩增长确定性较大的企业。

电力板块研究员认为，明年国家电网将会强力推进特高压建设，直流和交流特高压建设速度都将加快，相关的特高压输电设备企业将会受益。随着智能电网开始全面建设，变电、配电和用电环节将是未来的重点投资方向，关注智能变电站、配电自动化和用电采集。核电相关规划预计明年上半年将出台，届时核电重启的可能性非常大。预计将主要使用第三代核电技术 AP1000，关注核电装备国产化带来的机会。

表 4 主要消费板块净资产收益率

单位：%

板块名称	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-09-30
汽车(中信)成份	17.94	8.88	14.48	16.63	7.83
商贸零售(中信)成份	69.92	11.06	9.63	15.66	8.31
餐饮旅游(中信)成份	14.72	9.11	9.3	9.81	7.07
家电(中信)成份	21.01	14.18	18.7	23.57	10.63
纺织服装(中信)成份	9.27	13.65	11.57	12.47	6.13
医药(中信)成份	24.36	111.65	18.15	15.72	9.44
食品饮料(中信)成份	14.07	12.38	16.2	15.7	9.57
农林牧渔(中信)成份	9.8	12.95	11.82	11.27	8.51

资料来源：Wind 资讯，恒泰证券研发中心

表 5 新兴产业净利润增长出现分化

单位：%

时间	节能环保	新一代信息技术	新能源	新能源汽车	生物	高端装备	新材料
2009-03-31	-33.48	-26.93	-21.26	-32.67	33.27	-5.99	-70.92
2009-06-30	-3.37	-24.4	0.28	-10.78	36.44	-6.7	-51.78
2009-09-30	22.02	-12.6	8.94	20.7	43.3	6.6	-32.86
2009-12-31	57.77	-44.02	40.71	139.33	62.94	17.63	-10.23
2010-03-31	111.25	-21.83	53.04	174.8	62.33	17.35	179.87
2010-06-30	53.26	-1.74	28.58	126.02	52.33	19.28	85.39
2010-09-30	48.35	-2.41	34.7	93.91	45.68	18.74	62.55
2010-12-31	43.63	-1.32	33.4	53.09	32.67	18.48	56.18
2011-03-31	57.87	-0.79	23.84	11.49	28.74	47	47.52
2011-06-30	40.43	13.5	9.82	14.57	29.66	38.13	45.66
2011-09-30	20.63	4.02	-0.34	13.68	32.83	19.53	35.22

资料来源：Wind 资讯，恒泰证券研发中心

5.3 跟随政策节奏

房地产行业具有强周期性，而其估值也处于历史低位，因此我们认为房地产板块对各类“稳增长”的反周期政策，尤其是货币政策放松的敏感性最强。

就房地产调控的节奏来看，由于房地产调控进入政策博弈的关键时期，中央多次强调坚持房地产调控不放松，显示了政策端继续推动房价合理回归的决心。但在强调调控不放松的同时，房地产调控中也越来越加入了对供给因素的考量。从长期来看，只有短缺现象得到解决，影响价格的因素才能发挥作用，而房地产调控的效果才不容易出现反弹。如果当前调控造成未来一段时期供给大幅减少，则房地产调控效果必然不可持续。我们预计，房价下行可能在一季度末二季度初逐渐接近调控目标，伴随保障房投入使用量增加和地产调控储备政策的建立完善，部分地区限购政策有可能开始放松，房地产板块有望领先大盘率先迎来反弹。

地产调控政策加大了房地产及相关行业盈利预期的不稳定性，但同时也会带来行业整合和集中度提高，重点关注自有资金充裕、财务状况良好和抗风险能力较高的大型房企。此外，房地产市场发展方向与城镇化布局和发展方向密切相关。因此，二三线城市的房地产市场有着更广阔的发展空间。二三线城市业务占比高的房地产企业也值得关注。

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：刘明亮

联系电话：021-68405073

电子邮件：liumingliang@cnht.com.cn