

宏观策略组

首席分析师：汤云飞 CFA

执业证书编号：S1220511020007

电话：010-68584873

邮件：tangyunfei@foundersec.com

分析师：王宇琼

执业证书编号：S1220511020006

电话：010-68584892

邮件：wangyuqiong@foundersec.com

联系人：王 坤

电话：010-68584897

邮件：wangkun1@foundersec.com

联系人：范阳阳

电话：010-68584897

邮件：fanyangyang@foundersec.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

全球资产配置：

近期，美国方面公布的数据来看，房地产市场有超预期表现，或预示着回暖迹象，并且其先行指标强劲反弹势头较明显，这或预示美国新屋市场的好转情形仍将延续，有利于美国经济逐步回归正常复苏轨道。欧洲方面，近期仍未有取得明显的实质性成果。欧洲银行业已出现信贷紧缩局面，欧元 3 月期 Libor-OIS 息差甚至一度攀升至 1% 以上，欧洲央行所提供的三年期抵押贷款方案远不能够解除信贷危机警报，从经济数据来看，欧元区重债国也均已开始陷入衰退。

配置建议：开始超配成熟市场国家股票资产（超配美国，低配欧洲）；行业方面，超配卫生保健、公用事业、电信服务与常用消费品等行业，低配能源、基础原材料、可选消费品等行业。

国内资产配置：

从紧的调控政策对经济增长的不利影响正加速显现，外围经济增速放缓通过出口途径对国内经济的冲击也正逐步形成，内部宏观调控政策和外部经济下滑的双重叠加使当前的经济下滑的风险加大。预计这将导致 GDP 同比增速在明年第一季度下滑到 8% 以下的风险加大。当前，决策层正开始对货币政策进行调整，预计明年一季度将有进一步的宽松政策出台以制止经济的过快下滑。我们预期政策将着力稳增长。数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调，同时不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性；预计货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元。货币政策的宽松预期利好股票市场，当前或是很好的抄底机会。

配置建议：关注市场货币政策预期，积极把握抄底机会，建议超配股票，低配债券，我们建议的目标配置权重为股票 60%，债券 40%。我们建议超配医药、公用事业、可选消费品和金融板块，低配能源、工业和材料板块。

目录

1. 美国房地产市场现回暖迹象，欧元区开始陷入衰退泥潭	3
2. 全球资产配置建议	4
2.1 全球股票资产配置方案（含中国）：开始超配成熟市场股票资产（尤其是美国）	4
2.2 全球股票行业配置方案：警惕银行业流动性风险，建议防御风格为主	5
3. 中国经济：经济增速继续放缓，	6
3.1 经济增速继续放缓	6
3.2 通胀压力逐渐解除	8
3.3 货币信贷将回升至中性水平	9
4. 中国资产配置建议：	9
4.1 中国股票行业配置方案：超配医药、公用事业和可选消费品	9
4.2 中国债券资产配置方案：继续超配企业债券	10
4.3 中国股票与债券配置方案：继续超配债券	11

1. 美国房地产市场现回暖迹象，欧元区开始陷入衰退泥潭

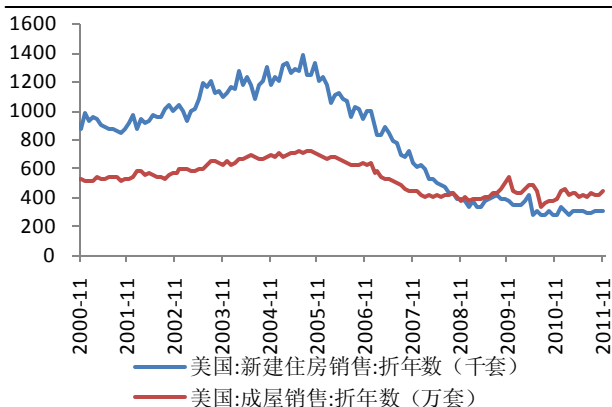
近期，美国方面公布的数据来看，房地产市场有超预期表现，或预示着回暖迹象。

新屋市场方面，11 月份新屋销售出现连续第三个月的环比上升，达到 31.5 万幢（折年数），环比折年率为 1.6%，同比上涨 9.8%。但相比于历史中性水平（约为 70-80 万幢）还存在较大差距。在新屋销售价格方面，平均售价从今年 5 月份以来一直呈下降趋势，这也成为新屋市场复苏的一大不确定性。

相对来说，占美国房屋销量最大的成屋市场，有着超预期的表现。11 月成屋销量增至 442 万幢，环比折年率为 4%，亦出现了连续三个月的销量增长。成屋库存方面，11 月库存已降至 258 万幢，达到了 2005 年 6 月以来的最低水平，这显示成屋存量给市场造成的压力正在减轻。

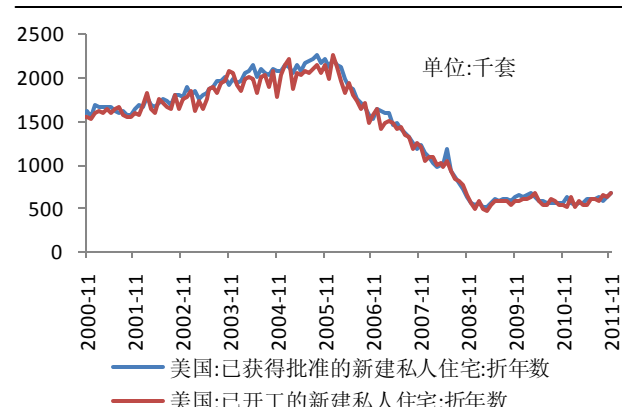
虽然新屋市场相比成屋市场的表现有所弱化，但其先行指标强劲反弹势头较明显。11 月营建许可大幅涨至 68.1 万幢（折年数），达到 2010 年 4 月以来的最高，环比折年率为 5.75%，10 月份环比折年率更是高达 9.34%。另外，11 月新屋开工也反弹至 68.5 万幢，为 2010 年 5 月以来的最高水平。这或预示美国新屋市场的好转情形仍将延续，有利于美国经济逐步回归正常复苏轨道。

图 1：美国新屋与成屋销量近三个月均连续上涨



数据来源：wind，方正证券研究所

图 2：近期美国房地产市场先行指标有超预期表现



数据来源：wind，方正证券研究所

欧洲方面，近期仍未有取得明显的实质性成果。为了加强欧元区各国的财政纪律，缓解市场担忧情绪，以在实施财政紧缩方案的同时增加经济增长预期。在本月初的欧盟峰会上，英国拒绝接受欧盟修改条约的提议，迫使欧盟其他 26 国不得不在没有英国参与的情况下另立财政新约，以推动欧盟财政一体化进程。我们认为，没有宪法约束，欧盟财政一体化很难会取得实质性进展，这也预示着欧债危机的解决将是一个长期且艰难的过程，明年全球经济很可能仍将经历欧债危机不断反复的拖累。

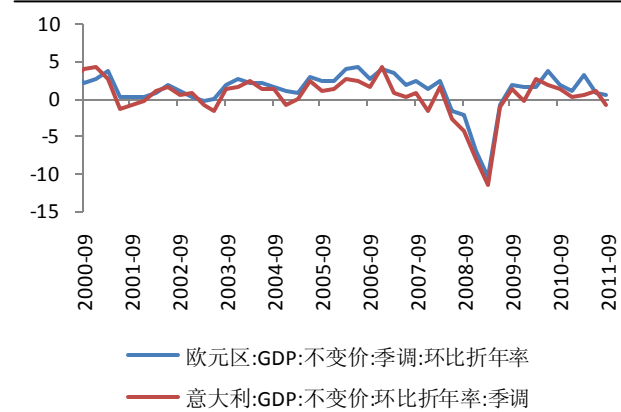
欧洲银行业已出现信贷紧缩局面，欧元 3 月期 Libor-OIS 息差甚至一度攀升至 1% 以上，为了避免出现类似于 2008 年金融危机期间的信贷紧缩危机，欧洲央行发挥了其最后贷款人的角色，从 12 月 22 日起，欧元区 523 家银行从欧央行那里获得了总额 4891.9 亿欧元的三年期贷款（利率为 1%）。我们认为此举能够暂缓欧洲银行的流动性风险，但仅凭此还远不能解除信贷危机警报：1. 该三年期贷款为抵押贷款，需要银行购买国债或者用已持有的国债抵押，这也将使得这四千多亿的规模大幅缩水；2. 相比于欧洲银行业高达万亿级别的风险敞口，此次贷款所能提供的资金力量显得有些杯水车薪。

图 3：欧洲银行信贷紧缩风险需引起警惕



数据来源：bloomberg, 方正证券研究所

图 4：欧元区经济已开始陷入衰退状态



数据来源：wind, 方正证券研究所

从经济数据来看，欧元区重债国均已开始陷入衰退。欧元区第三季度 GDP 的环比折年率已由二季度的 0.7% 降至 0.6%，明年陷入温和衰退将是大概率事件。在重债国中，尤其是意大利、西班牙等国，其经济受欧债危机拖累严重，12 月 21 日公布的意大利第三季度 GDP 数据显示，其初值环比下降 0.2%，而从第四季度意大利经济表现来看，环比负增长趋势很可能继续，意大利经济很可能已经陷入衰退通道。近期意大利政府两院顺利通过了其财政紧缩法案，我们认为要在财政紧缩的前提下增强经济预期，就必须要进行财政收支的结构性大改革，这也注定其过程的长期性。即使在进展顺利的情形下，我们预计欧元区经济仍将会面临至少两年左右的低迷期。

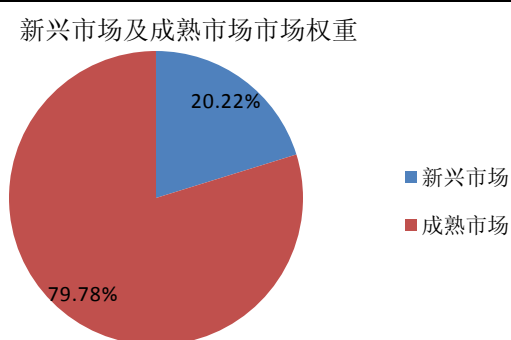
2. 全球资产配置建议

2.1 全球股票资产配置方案（含中国）：开始超配成熟市场股票资产（尤其是美国）

美国经济近期有超预期表现，其经济的内生动力也似乎开始逐步显现，虽然欧债危机仍未有实质性进展，经济也似乎开始迈入衰退境地，其暂时温和下行的局面，市场对此也有较为充分的反映，因此，我们建议可以开

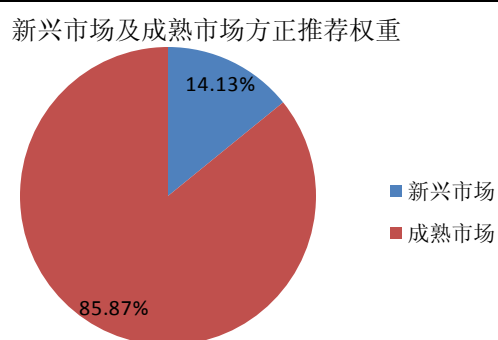
始做多美国股市，欧元区股票资产还是轻仓为宜。另外，新兴经济体的吸引力开始有所削弱，资金也开始从新兴经济体流出，且中国经济也位于快速下滑轨道当中，市场信心极为低迷，因此，我们建议可适当减仓新兴市场股票资产，综合来看，我们建议超配成熟市场国家的股票资产，尤其是美国。

图 5：成熟与新兴市场国家股票的市场权重



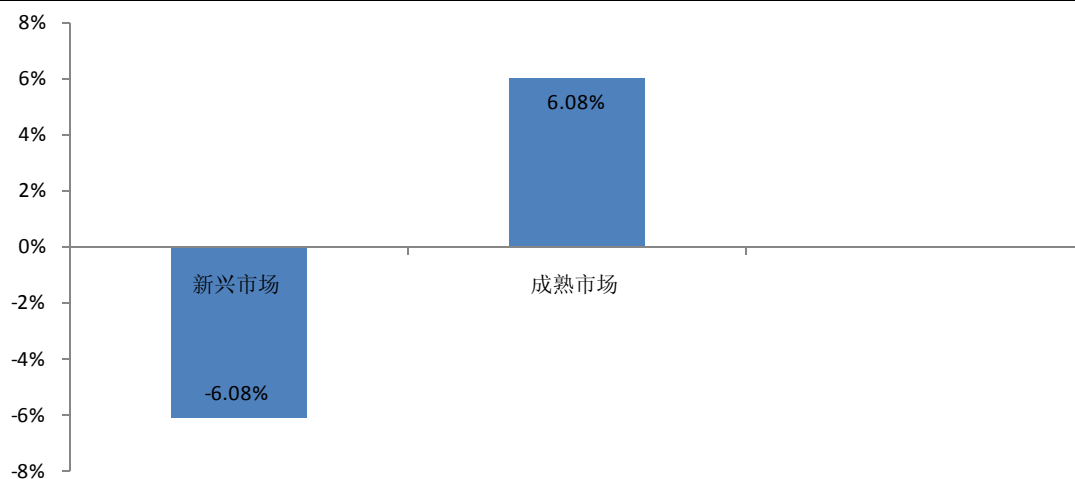
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 6：方正推荐的新兴市场与成熟市场股票配置比例



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 7：方正推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

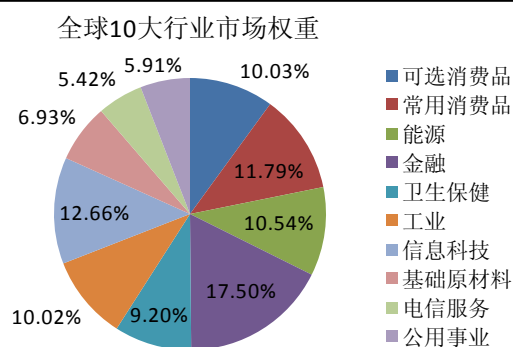
2.2 全球股票行业配置方案：警惕银行业流动性风险，建议防御风格为主

在股票行业配置方面，考虑到目前欧债危机所导致的欧洲银行信贷紧缩危机越来越严峻，美国银行也有所牵连，但受美国经济复苏超预期表现的力量对冲，我们对于全球银行业采取标准配置建议，在结构上可超配美国金融业，低配欧洲金融业。

考虑到欧洲经济正处于临近衰退且有加剧可能，新兴经济体（如中国）的经济增速也出现明显放缓，因此，在全球行业配置上我们建议：

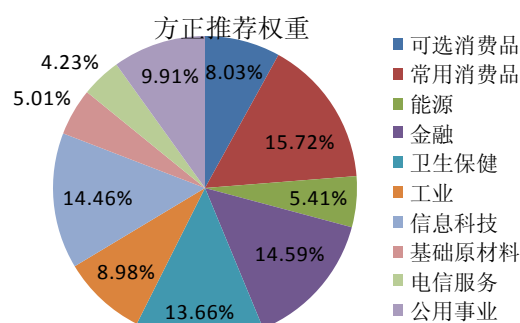
超配卫生保健、公用事业、电信服务与常用消费品等行业，低配能源、基础原材料、可选消费品等行业。

图 8：全球 10 大行业股票的市场权重



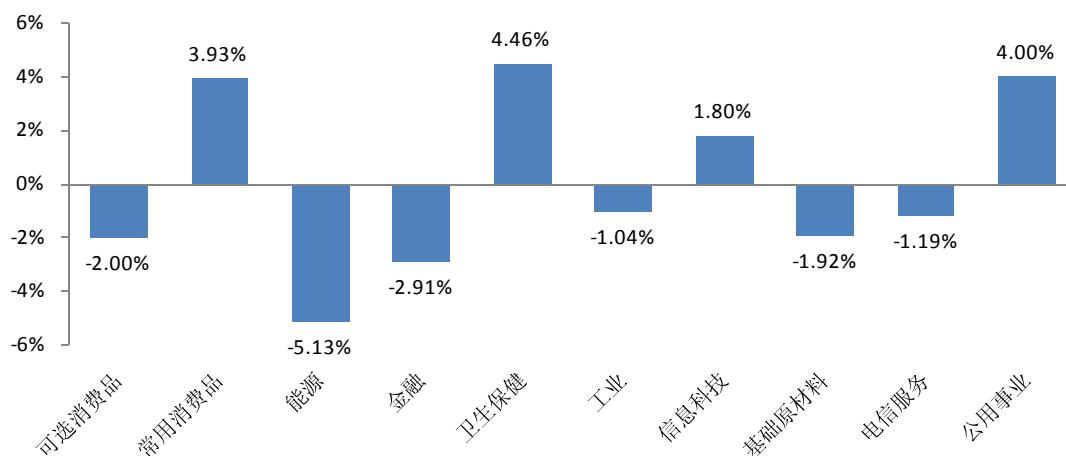
数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 9：方正推荐的全球 10 大行业股票配置权重



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

图 10：方正推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

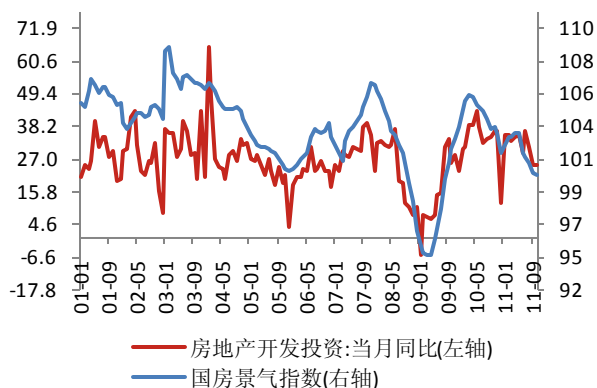
3. 中国经济：经济增速继续放缓，

3.1 经济增速继续放缓

前期，决策层实行从紧的宏观政策重点进行房地产调控和通货膨胀治理。从紧的房地产政策和货币政策导致房地产投资增速下降和市场资金面偏紧，并造成投资增速不断下滑和工业产出增长的持续低迷。为避免紧缩政策带来的经济硬着陆风险，决策层寄望于通过保障房建设对投资和消费

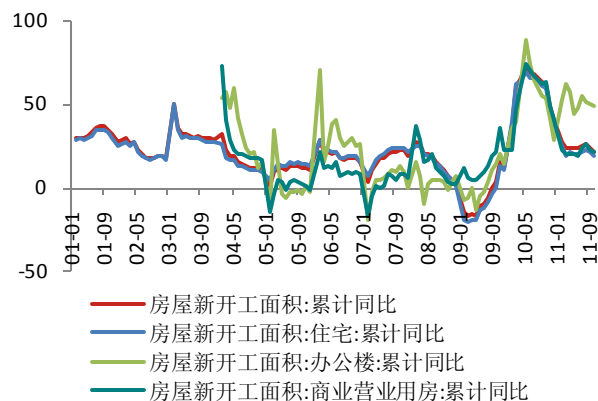
的拉动。保障房政策通过增加供给对房价上涨形成压力，并一定程度上弥补调控对投资的影响，保障房建设中存在大量的寻租行为，这造成保障房质量低和分配不合理等一系列问题，从而导致其对投资的弥补作用大打折扣。从结果看，房地产价格从10月开始下降，通胀压力9月以后加速缓解，但同时紧缩政策也使得经济增速加速回落。此外，欧洲主权债务危机拖累全球经济的复苏进程，在内部宏观政策和外部经济冲击的双重影响下，中国经济增长面临较大的硬着陆风险。

图表 2.1：房地产开发投资增速不断回落



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.2：房价不断下滑背景下新屋开工持续走低

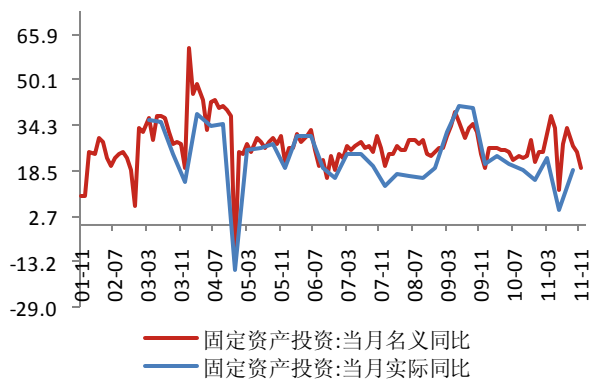


数据来源：Wind，方正证券研究所

固定资产投资方面。由于内外需求低迷，市场资金面趋紧，企业投资意愿不强，企业固定资产投资完成额累计同比持续走低。持续从紧的房地产调控政策继续压低房地产投资意愿，而房价的回落也将对房地产投资形成抑制，保障房尽管开工充足，但继续建设仍面临较大的资金压力。若宏观政策部进一步放松，投资仍将继续大幅下滑。

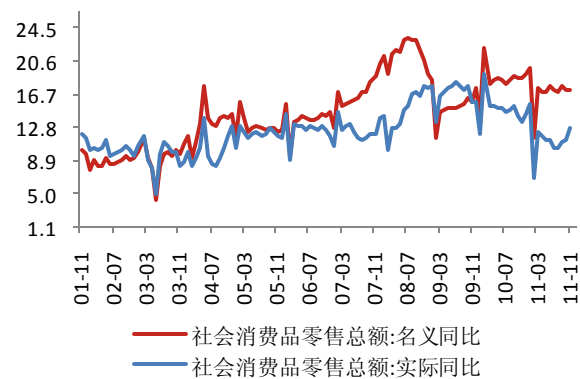
消费方面。社会消费品零售总额增长的趋势性和季节性明显，目前仍保持稳定增长的趋势。不过，受房地产调控的影响，消费增长仍受到一定限制。此外，服务业的发展多于房地产投资高度相关，房地产调控造成的房地产投资下降也对服务业的发展形成制约。

图表 2.3：固定资产投资增速处于低位



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.4：社会消费品零售总额实际增速不断

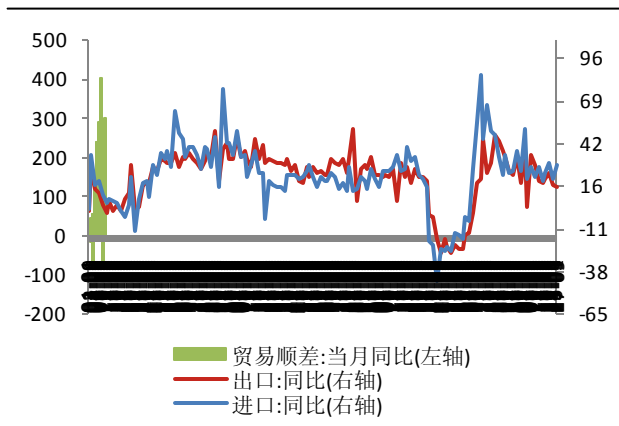


数据来源：Wind，方正证券研究所

欧元区经济正深陷主权债务泥潭，各国为解决债务危机绞尽脑汁却仍

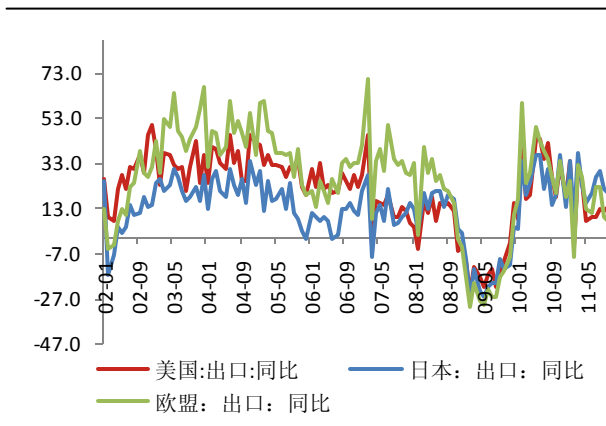
难摆脱危机蔓延至核心区国家的风险。由于财政政策受限，低利率下货币政策效果不佳，欧美各国普遍缺乏有效的政策工具应对自身的危机。这些都使得全球经济增长的不确定性上升，加大了经济二次衰退的风险。当前，欧洲主权债务危机继续演进，短期难以彻底解决，预计这将对我国明年的对外贸易形成拖累，净出口明年对经济增速的拉动较弱。

图表 2.5：欧债危机的演进使外需持续萎缩



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.6：对欧盟的出口开始快速下滑



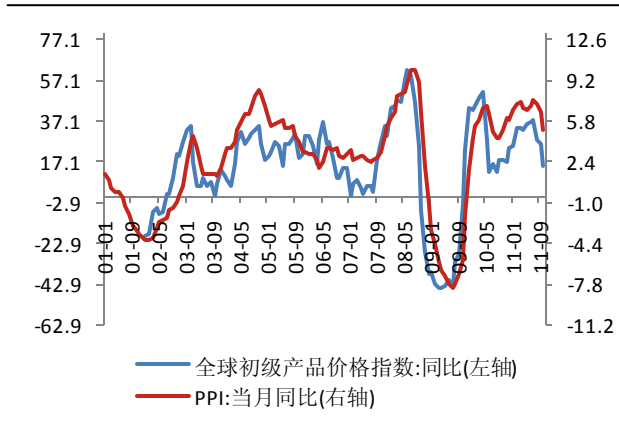
数据来源: Wind, 方正证券研究所

3.2 通胀压力逐渐解除

当前，CRB 现货价格指数月均值已连续 7 个月环比下降，由于短期内欧债危机仍解决无望，预计欧债危机拖累全球大宗商品价格走势，明年大宗商品价格将在一季度达到低点出现反弹，受此影响，PPI 同比增速将在第二季度回落至低点，之后出现反弹。

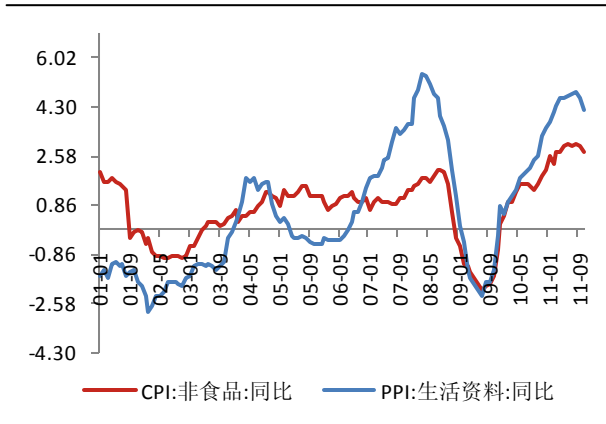
本轮通胀的超预期部分是猪肉价格上涨推动的，属于较典型的猪周期后遗症。去年 9 月尤其是今年 4 月以来，能繁母猪存栏不断上升，生猪补栏积极，可以推断明年春节过后生猪供应或将大幅上升，猪肉价格届时将大幅回落。非食品价格走势趋弱，而食品价格中也缺少造成物价大幅上涨的因素，预计明年物价走势温和，先降后升，明年 7 月或出现低点，全年或达 3%。

图表 2.7：全球大宗商品价格指数或将在明年一季度见底



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.8：PPI 生活资料非食品部分对 CPI 非食品影响较大



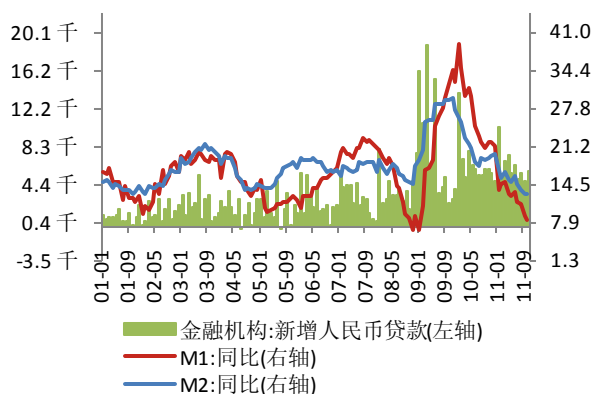
数据来源: Wind, 方正证券研究所

3.3 货币信贷将回升至中性水平

从紧的调控政策对经济增长的不利影响正加速显现，外围经济增速放缓通过出口途径对国内经济的冲击也正逐步形成，内部宏观调控政策和外部经济下滑的双重叠加使当前的经济下滑的风险加大。预计这将导致 GDP 同比增速在明年第一季度下滑到 8% 以下的风险加大。当前，决策层正开始对货币政策进行调整，预计明年一季度将有进一步的宽松政策出台以制止经济的过快下滑。

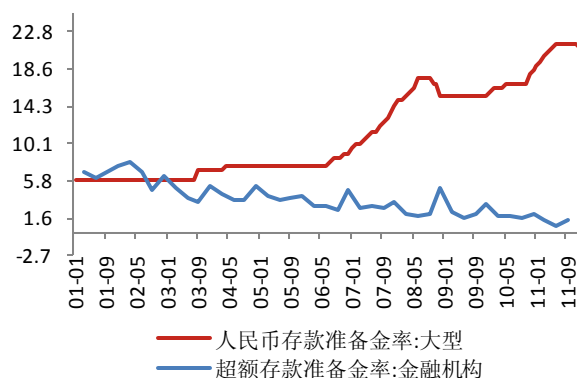
我们预期政策将着力稳增长。数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调，同时不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性；预计货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元。财政政策主要偏向东部经济结构调整、中西部基建和七大新兴产业，投资将继续成为拉动经济增长的主要动力。

图表 2.9： 明年年底 M2 同比增速或达 16.8%



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.10： 明年上半年或将再降准 3-4 次



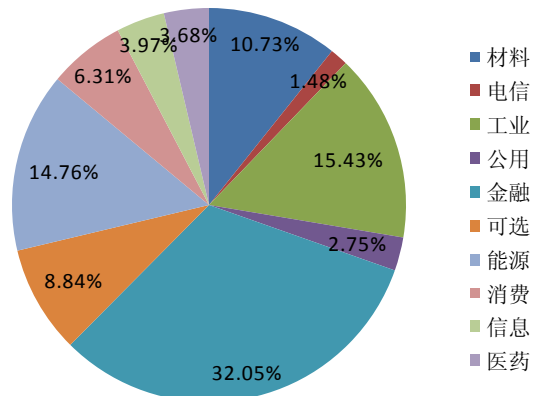
数据来源：Wind，方正证券研究所

4. 中国资产配置建议：

4.1 中国股票行业配置方案：超配医药、公用事业和可选消费品

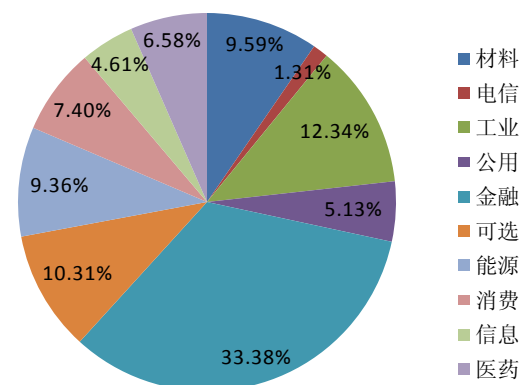
当前，国内经济增速继续放缓，物价从高位加速回落，市场对货币定向宽松和财政政策力度加大的预期增强。同时，欧债危机扩大的风险在加大，明年欧洲经济或出现温和衰退。我们建议股票行业配置在做好预防性的基础上可以考虑积极寻找机会，超配部分行业。具体的，我们建议超配医药、公用事业、可选消费品和金融板块，低配能源、工业和材料板块。

图 7：中国 10 大行业股票的市场权重



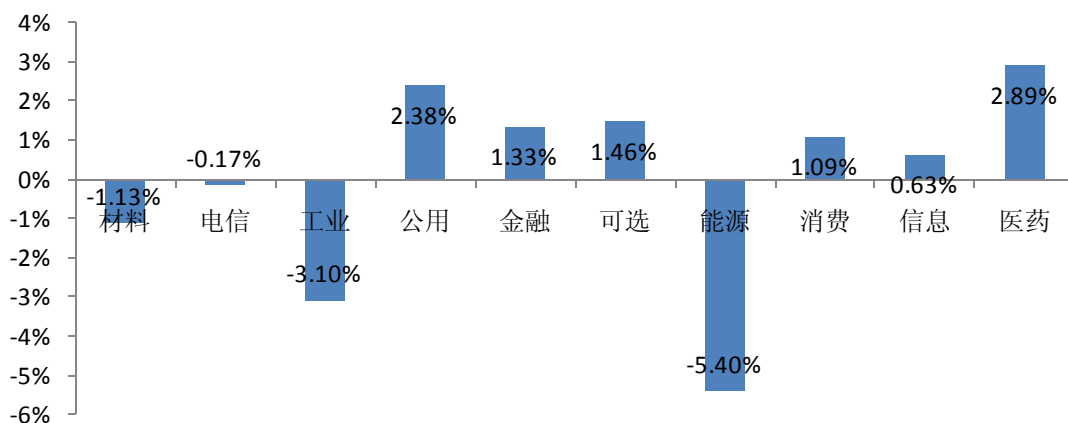
数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 8：方证推荐的中国 10 大行业股票配置权重



数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 9：方证推荐配置与市场本身的权重之差

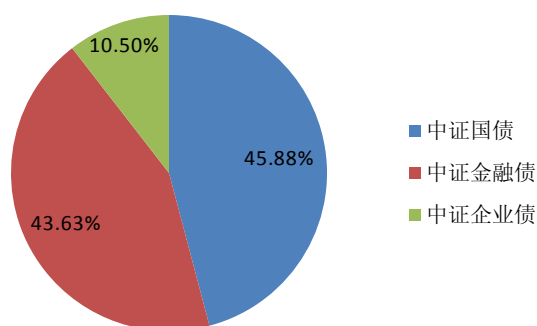


数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

4.2 中国债券资产配置方案：继续超配企业债券

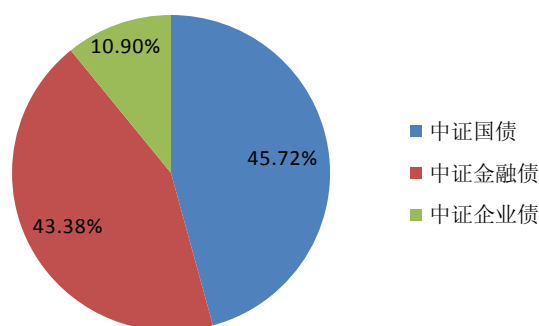
债券配置方案中只考虑国债、金融债和企业债的配置。我们建议继续高配企业债，低配国债和金融债。企业债发行主体大多资金雄厚，甚至有政府信用做最后担保，违约风险较小。同时，当前的经济增速趋缓，但总体经济走势稳定，企业偿债能力仍较强。此外，部分省市开始时点自行发债，地方政府融资渠道得以拓宽，后续的发债或将逐步缓解城投债还债压力，城投债风险程度下降。因而，我们建议超配企业债以获得更大收益。

图 10：中国债券市场的市场权重



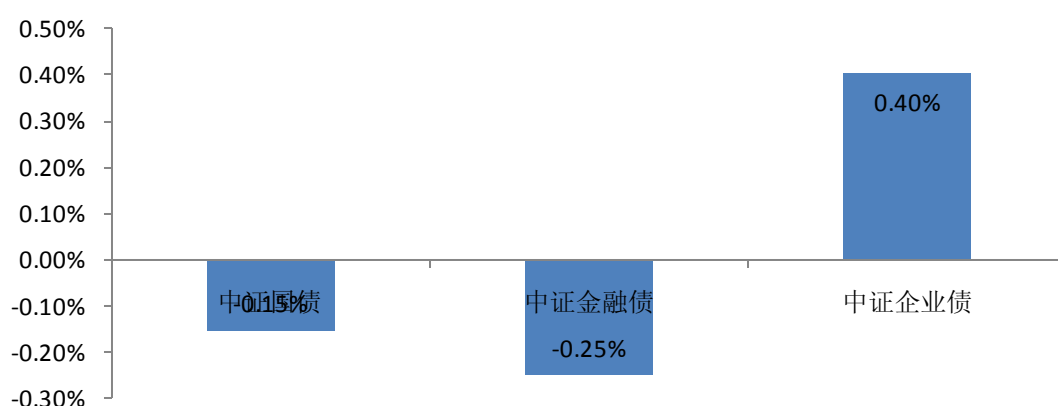
数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 11：方证推荐的中国债券市场配置权重



数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 12：方证推荐配置与市场本身的权重之差

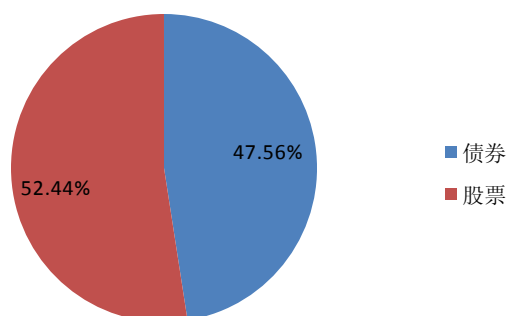


数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

4.3 中国股票与债券配置方案：继续超配债券

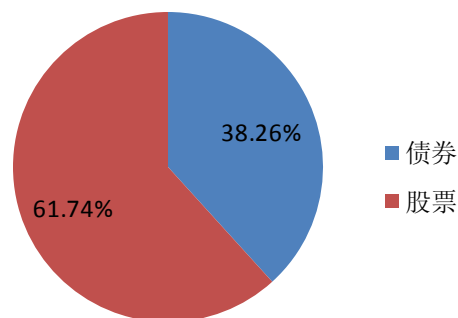
明年宏观经济政策着力稳增长。数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调，预计货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元。在这个大背景下，股票市场或将继续震荡下行，市场或正开始筑底。我们建议的目标配置权重为股票 60%，债券 40%。

图 13：中国证券市场的股票与债券市场权重



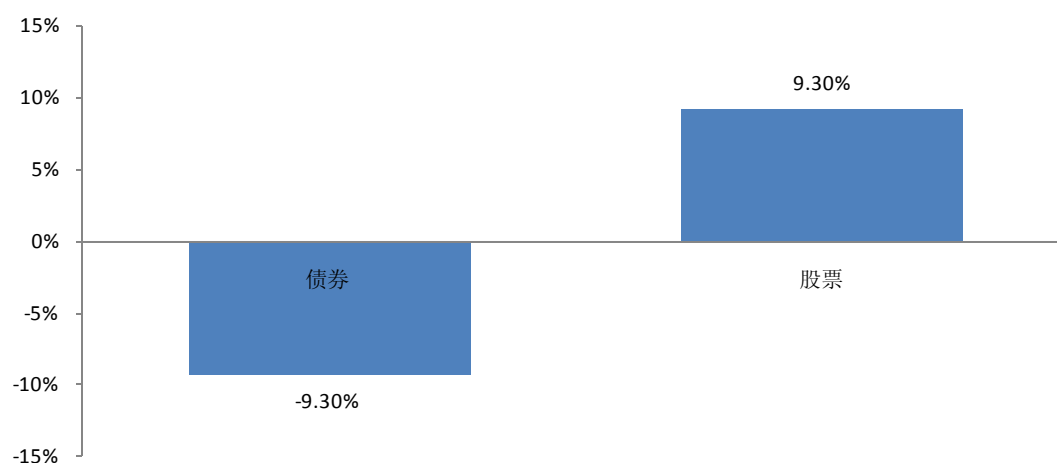
数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 14：方证推荐的中国股票与债券配置权重



数据来源：Wind, BL 模型, 方正证券研究所

图 15：方证推荐配置与市场本身的权重之差



数据来源：Wind, BL 模型，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail：	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com