

高上

执业证书编号：S0270511070003

gaoshang@wlzq.com.cn

021-60883499

发布日期：2011 年 11 月 18 日

长夜之后，重见晨曦

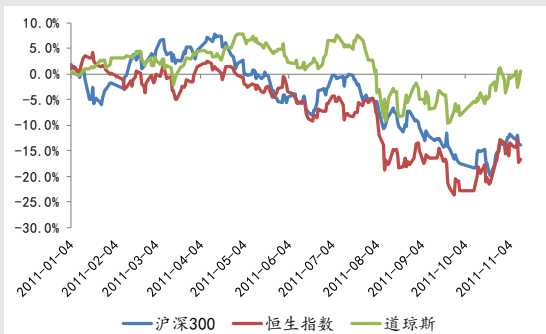
——2012 年 A 股市场投资策略报告

宏观策略报告

主要指数涨跌幅

指数类型	11 月 11 日收盘	2011 年涨跌 (%)
上证指数	2481	-11.64
深证成指	10419	-16.37
道琼斯	12154	4.14
恒生指数	19137	-16.92
美元指数	76.94	-2.56
NYM 原油	98.99	8.33
现货黄金	1788.1	25.75

沪深 300、恒生指数、道琼斯表现



当前估值 (2011 年 11 月 11 日)

	PE (ttm)	12PE	市净率
沪深 300	11.49	9.01	1.90
全部 A 股			
(非 ST)	14.47	10.58	2.16

联系人：王赵欣、葛轶强、王大刚

电话：021-60883490, 021-60883482

地址：上海市浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦 602-603 室

邮编：200122

投资要点：

- 2012 年 A 股市场投资环境全面改变，政策环境得到边际改善，定向宽松是主基调，政府换届后新监管层的新思路值得期待；经济增速前低后高；随着股指期货和融资融券的逐渐成熟，投资者投资思路和方法也在发生变化。市场处于“牛熊之交”过程中，2012 年将呈现触底回升、宽幅震荡的走势，投资机会将明显增多。
- 海外方面，全球经济将在 2012 迎来流动性改善，最大的风险还是来自欧洲。欧债危机最危险的时刻可能在明年 2 到 5 月，意大利和希腊巨额债务的集中到期将会考验整个欧洲和世界经济。我们认为欧债问题可能以希腊或者少数国家退出欧元、欧元区重组为一个更核心化的货币联盟为结局。美国经济缓慢复苏，再出刺激政策概率较大。新兴经济体集体货币放松也是大势所趋。
- 始于 2010 年初的宏观调控目标为控通胀、抑房价、促转型，当前看调控目标已实现近半。后阶段政策的重点将转向产业政策和制度革新，货币政策在一定程度上已受制于房地产市场，未来房价下跌为货币政策适度放松腾挪空间，但只起到“维稳”经济、促进转型的作用，而非启动新一轮由房地产拉动的经济周期。因此我们认为未来政策很可能转变为局部收紧，即针对房地产市场的调控政策较难出现明显放松，但货币政策总的基调可能会有所变化，而这会给市场带来修复性、结构性的机会。
- 根据前两轮经济触底回升过程中市场走势的规律，市场在“类衰退”阶段的中期触底，之后企稳回升。但若伴随政策定向宽松，跨年度行情展开，后续市场很可能宽幅震荡。当前 A 股市场整体估值已至历史底部，与超长期限的企业债相比，当前估值已较充分的反映了未来经济下滑的悲观预期。2012 年宏观流动性和微观流动性都将有所改善，货币政策的缓慢放松和产业政策、制度革新带来的红利效应将给市场带来较多的投资机会，但 3200-3478 点仍将是修复性行情的“铁顶”。
- 行业配置方面：1) 考察 2004 年至 2005 年的衰退期，我们认为从“类衰退”阶段到复苏的投资需要遵循下游必需消费→下游可选消费+中游设备制造→上游资源+下游可选消费的路径，落实到投资的行业配置即食品饮料→商业零售、机械设备→有色。2) 比较当前 PE、PB 和历史平均值及历史最低值，均列双低前 5 的行业有金融、采掘和房地产，房地产因政策放松概率较小而规避，金融因流通市值过大而规避，建议关注采掘。3) 2012 年市场将迎来风格转换，基于 A 股流通市值过大和中小盘股在今年的超跌，以及中小盘股破发率近 40% 和未来产业政策集中释放等因素，我们判断明年将重新回到轻指数、重个股的风格上来，中小盘股投资机会较多。

目录

1. 国内:通胀无忧、经济触底.....	3
1.1 经济处于“类衰退”阶段.....	3
1.2 产业周期分析:企业盈利增速仍未见底	6
1.3 “类衰退期”或持续至明年 2 季度	8
2. 海外经济:全球流动性放松.....	9
2.2 欧债问题将是最大的不确定因素	9
2.1.1 欧债问题解析.....	9
2.1.2 解决危机欧洲需要变招	11
2.2 美国经济缓慢复苏,再出刺激政策概率较大	12
2.3 新兴经济体重回宽松	15
3. 政策缓慢放松难急转.....	16
3.1 调控的目标:通胀、转型和房地产市场	16
3.2 政策:定向宽松和局部收紧	17
3.3 政府换届、经济转型、政策缓松	18
4. A 股市场研判:牛熊之交,宽幅震荡.....	18
4.1 历史回顾:前两轮“类衰退”期市场走势	18
4.2 估值见底!权益类资产吸引力显现	19
4.3 流动性:比 2011 年改善.....	21
4.4 修复性行情:3200-3478 仍将是“铁顶”	23
5. 行业配置.....	24
5.1 从市场周期寻找投资路径	24
5.2 牛熊之交的估值修复	26
5.3 2012 年的风格转换:轻指数,重个股.....	27
5.4 总结	30

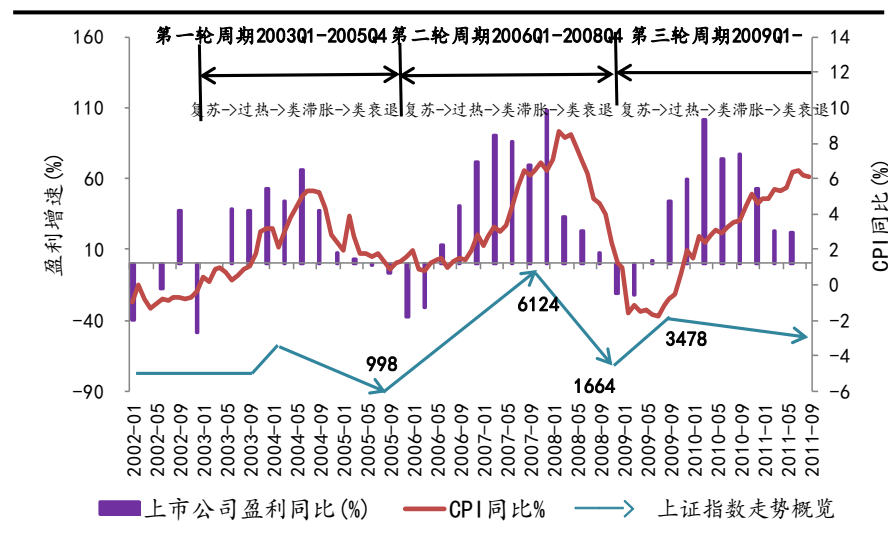
1. 国内:通胀无忧、经济触底

1.1 经济处于“类衰退”阶段

2011 年四季度通胀回落、经济增速进一步下滑，从经济周期的角度来看，实体经济已步入“类衰退”阶段，2012 年将是通胀进一步下降、经济触底的一年。

如果我们将2000年以来A股上市公司的盈利增速与CPI同比放在一起，可以看到两者走势具有一致性，但企业盈利增速领先于CPI，意味着当盈利增速到达顶峰开始回落时，CPI仍会有一段时间继续上升，过去的2011年前三季度就是处于这个阶段，我们定义为经济的“类滞胀”期。“类滞胀”之后，CPI也开始见顶回落，企业盈利增速继续下滑，我们称之为“类衰退”，“类衰退”与真正的“衰退”区别在于“类衰退”阶段经济的增速在下滑，而总量仍在增加。随后，企业盈利增速见底，先于CPI回升，经济走向复苏；而当盈利和通胀两者均开始向上时，经济就进入到过热阶段。

图1：上市公司盈利增速与CPI走势



数据来源：Wind 万联证券研究所

从历史来看，可将2003年以来的实体经济分为3轮小周期，2003年-2005年为第一轮，2006年-2008年为第二轮，当前处于第三轮周期的尾声（图1和表1）。

表1:2003年以来3轮经济周期的持续时间

时间起始点	经济所处阶段	历经时间长度
2003 年 1 季度-2003 年 2 季度	复苏	2 个季度
2003 年 3 季度-2004 年 2 季度	过热	4 个季度
2004 年 3 季度	类滞胀	1 个季度
2004 年 4 季度-2005 年 4 季度	类衰退	5 个季度
2006 年 1 季度-2006 年 3 季度	复苏	3 个季度
2006 年 4 季度-2007 年 4 季度	过热	5 个季度
2008 年 1 季度-2008 年 2 季度	类滞胀	2 个季度
2008 年 3 季度-2008 年 4 季度	类衰退	2 个季度
2009 年 1 季度-2009 年 4 季度	复苏	4 个季度
2010 年 1 季度	过热	1 个季度

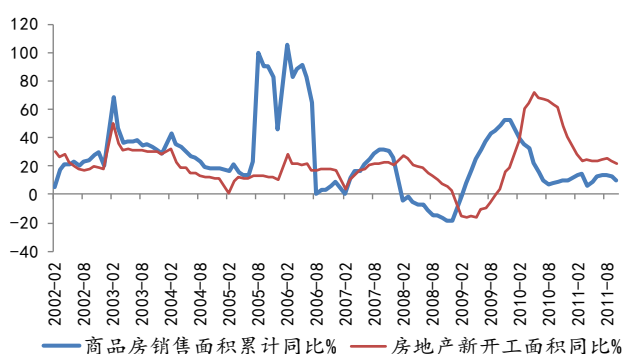
2010 年 2 季度-2011 年 3 季度	类滞胀	6 个季度
2011 年 4 季度-2012 年	类衰退	预计 3-4 个季度

数据来源: Wind 万联证券研究所

当前, 代表终端消费需求的房地产市场和汽车市场仍处于相对低迷的阶段, 10 月份房地产销售面积累计同比增幅为 10%, 较 8、9 月份进一步回落。从历史看, 房地产销售面积增速领先于新开工面积, 当前销售的下滑拖累开工将在未来逐渐显现, 从而对实体经济造成一定影响。10 月份汽车销量也进一步下滑, 根据中汽协统计, 乘用车销量同比增幅为 1.47%, 较去年同期和 9 月份大幅回落。

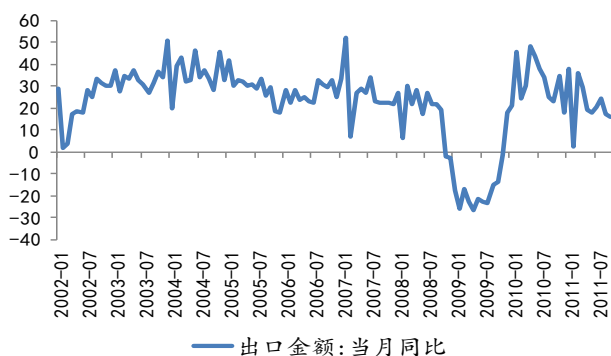
从政府主导的基建投资来看, 2012 年虽有保障房建设推进, 但也很难再现类似于 2008 年 4 万亿的情况; 由于人民币的持续升值和欧美经济的不景气, 出口对推动经济的贡献逐渐下降, 10 月份出口金额同比增速为 15.9%, 创 3 月份以来的新低。

图 2: 2002 年以来商品房销售与新开工面积同比



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 4: 2002 年以来出口金额当月同比



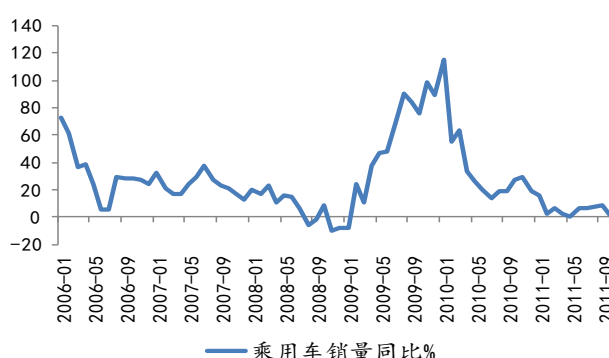
数据来源: Wind 万联证券研究所

此外, 大类资产价格的轮动也从先前的大宗商品转向固定收益类资产。从历史来看, 每一轮股市大行情启动之前总伴随着债市收益率从高位大幅回落, 而债券类资产的相对强势也正是经济处于“类衰退期”的重要特征。

在经济增速逐渐下滑的情况下, 通胀也将持续回落, 市场对通胀超预期的担忧也将远去。

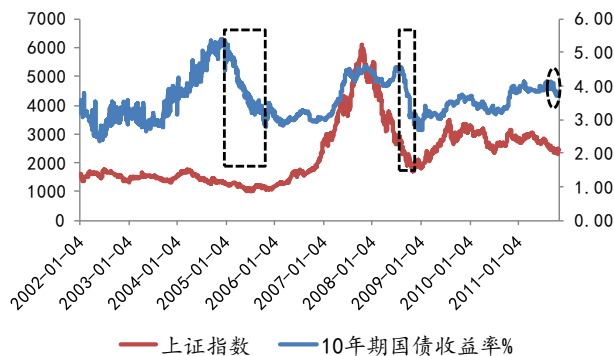
从上游成本因素看, 原油、基本金属、铁矿石等资源类价格已出现一定幅度的下降, LME 铜期货结算价格今年累计跌幅已达 20%, 铁矿石价格自 9 月份以来大幅下跌推动钢铁价格下滑, 原油价格虽仍处于高位, 但已较上半年有明显的回落。后期推动大宗商品价格的因素已开始减弱: 市场对欧美成熟经济体 2012 年的经济增速下调, 美元走强, 利比亚战事结束局势趋稳。随着上游资源价格的回落, 工业企业购进价格指数开始回落 (图 9), 企业面临的原材料成本压力减轻。

图 3: 乘用车销量同比



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 5: 国债收益率与上证指数走势对比



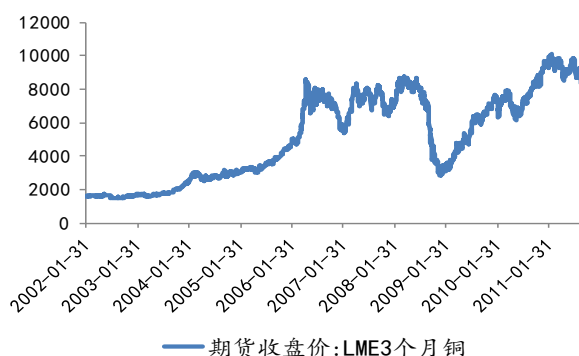
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 6：国际原油价格走势



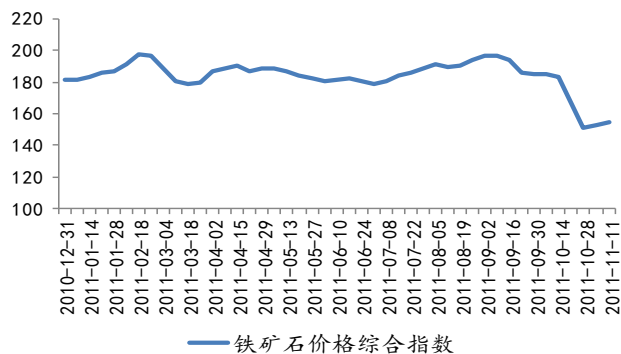
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 7：LME 铜期货价格走势



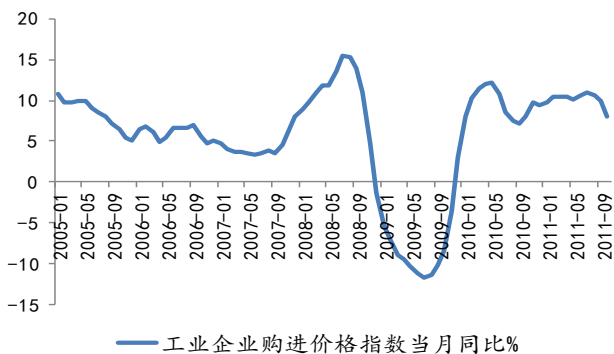
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 8：铁矿石进口价格走势



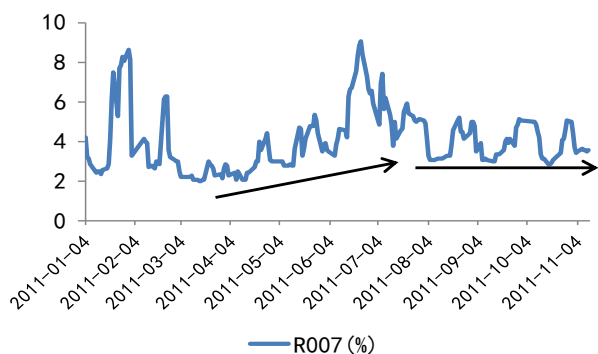
数据来源：Mysteel.com 万联证券研究所

图 9：工业企业购进价格指数开始回落



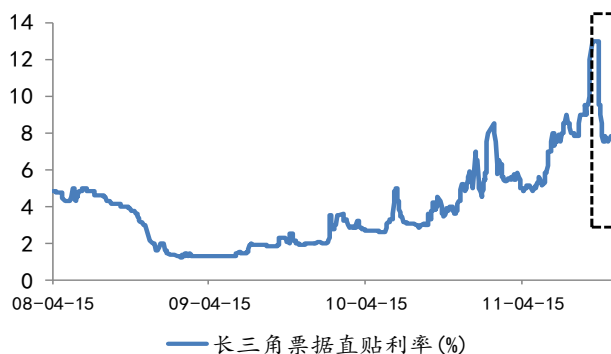
企业经营的资金成本在国庆之后也有明显的改善。9 月份以后，反映银行体系流动性紧张程度的 R007 底部开始走平，反映实体经济资金面的票据直贴利率 10 月份之后也开始急剧回落，流动性的改善带动资金价格的下行，企业面临的资金成本压力逐步减轻。

图 10：2011 年以来银行间市场 7 天回购利率走势



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 11：长三角票据直贴利率走势



数据来源：Wind 万联证券研究所

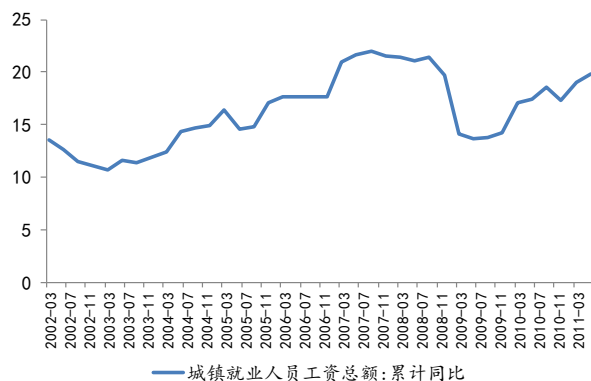
除原材料成本和资金成本之外的劳动力成本仍在上升，从图 12 可见，2010 年下半年以来宏观经济增速逐渐下降，而城镇就业人员工资增速却持续攀升。人口红利逐渐消失后劳动力成本很可能保持长期趋势性的上升。

总体来看，企业的原材料、资金、人力三大成本中有两方面得到明显改善，对未来通胀回落有正面的推动。但劳动力成本的持续上升很可能制约通胀回落的幅度，因此我们认为未来通胀将缓慢回落，其回落的幅度和速度很难与 2008 年相比。

从需求端分析，对 CPI 占主导作用的食物价格涨幅开始出现一定幅度的下行，猪肉价格在国庆之后开始高位回落。

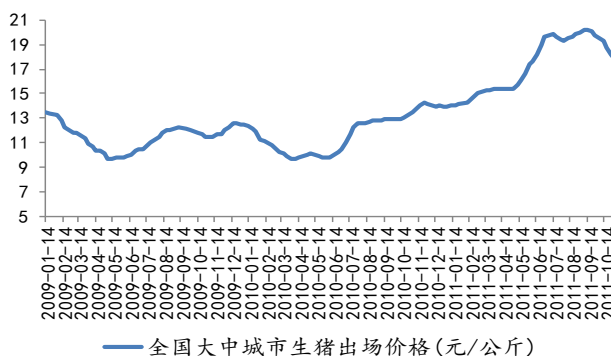
无论从成本的角度还是从需求的角度，2012 年随着经济增速的放缓，CPI 将出现一定幅度的回落，市场对通胀的忧虑将减轻，通胀不再是主导市场涨跌的最重要因素。

图 12：2002 年以来城镇就业人员工资总额



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 13：大中城市生猪出场价格

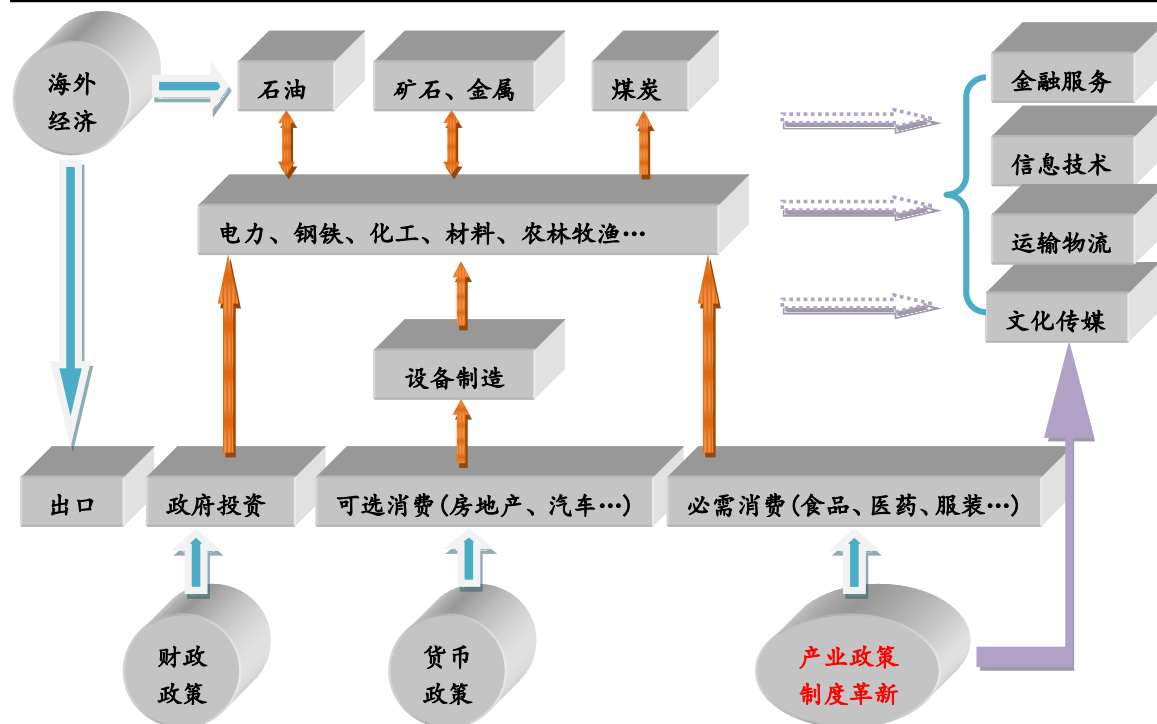


数据来源：Wind 万联证券研究所

1.2 产业周期分析：企业盈利增速仍未见底

从产业层面来看，2012 年企业盈利增速将继续回落。下游必需消费品的需求波动相对较小，政府投资和可选消费较多依赖于财政政策和货币政策，出口依赖于海外经济。上游的石油、铁矿石和金属的定价权大部分在海外，依赖于欧美经济，而煤炭价格受国内需求的影响更大。中游的设备制造业靠近下游，毛利波动略领先于总体经济走势。

图 14：各行业上下游关系以及外生变量图

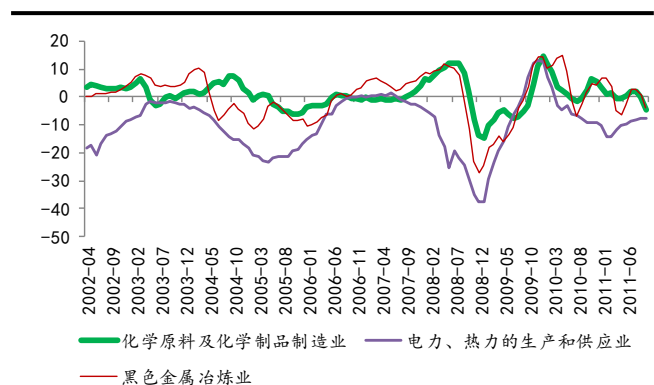


数据来源：万联证券研究所

由于上游和下游的决定因素大都是外生的，而中游制造业的产值在经济中占据最大的比例，因此观察中游行

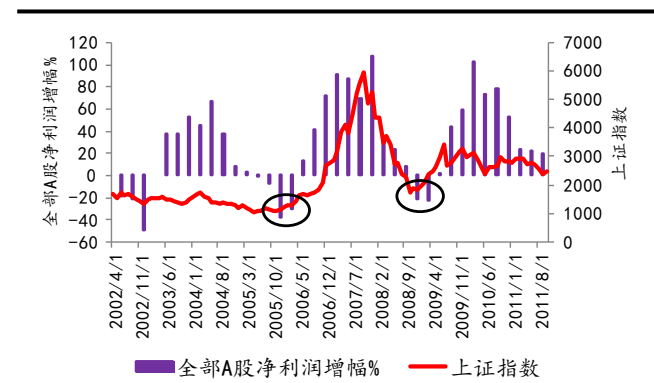
业的毛利情况来判断经济所处的阶段具有一定的指示意义。从 2002 年以来的历史看，中游的化工、电力、钢铁行业毛利周期基本与实体经济的周期一致（图 15），设备制造行业的毛利波动领先于实体经济（图 16），与房地产销售面积同比增幅基本一致。设备制造行业毛利变化领先于实体经济的可能原因是，当下游需求开始好转时，企业会预期到这种变化从而增大对设备等生产资料的投资，而设备制造的生产周期较长，下游需求的增长带动相关设备价格的上涨提升毛利水平。从当前看，设备制造业的毛利水平仍在下滑过程中，并且由于下游房地产和汽车消费低迷，未来可能会在低位徘徊。

图 15: 化学制品、电力、黑色金属毛利走势



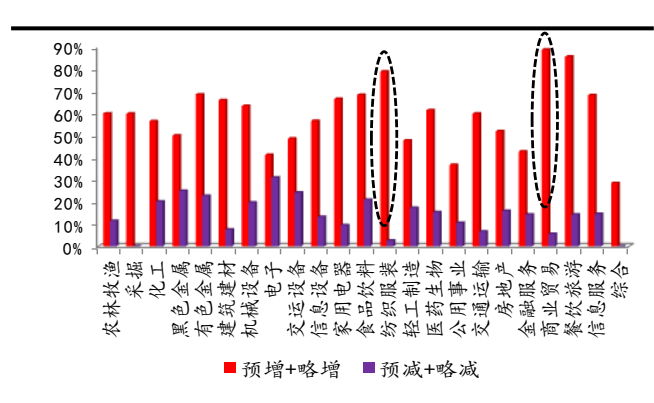
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 17: 全部 A 股盈利增速与上证指数走势对比



数据来源: Wind 万联证券研究所

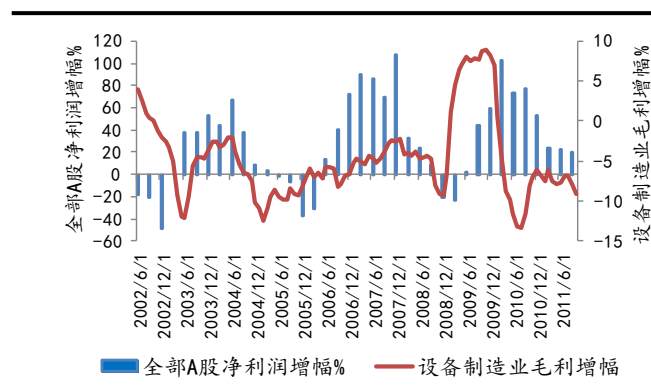
图 19: 各行业年报业绩预告比较



数据来源: Wind 万联证券研究所

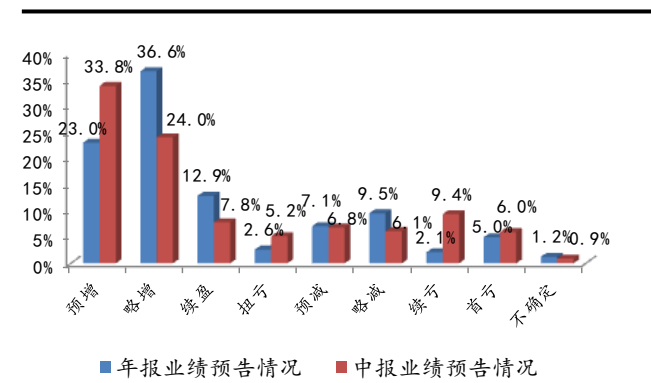
截止 11 月 11 日，已有 808 家上市公司公布 2011 年年报业绩预告，从已经公布业绩预告的公司来看，业绩

图 16: 设备制造业毛利走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 18: 年报业绩预告与中报比较

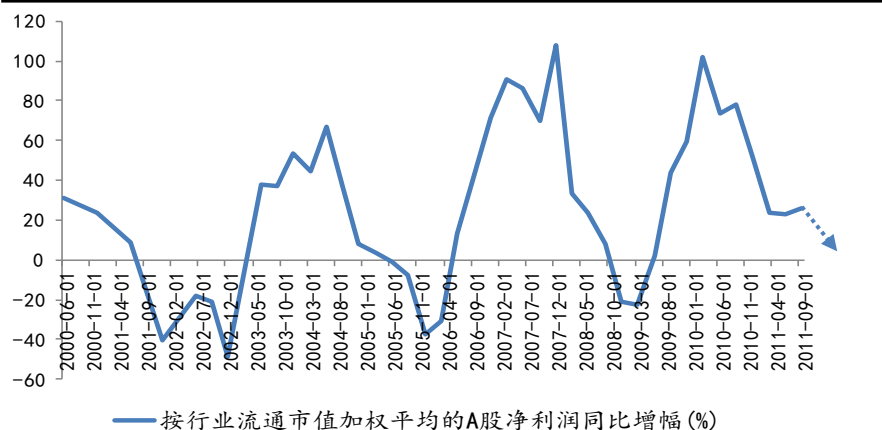


数据来源: Wind 万联证券研究所

“预增”的公司占比较中报有明显的下降（图 18），“略增”的公司占比有所上升，“预减”和“略减”的公司占比均出现小幅上升。总体而言，由于盈利快速增长的公司占比大幅减少很可能导致整体盈利增速进一步下滑。分行业来看，商业贸易、纺织服装、餐饮旅游业绩较喜人（“预增”和“略增”合计占比较高）。

根据盈利领先行业的毛利变化，并对照年报的业绩预告情况，可以预见 2012 年企业净利润增速仍可能进一步下行，而推动利润增速下降的主因将由此前的上游成本高企转变为下游需求疲软。

图 20:2000 年以来全部 A 股上市公司净利润同比增速走势

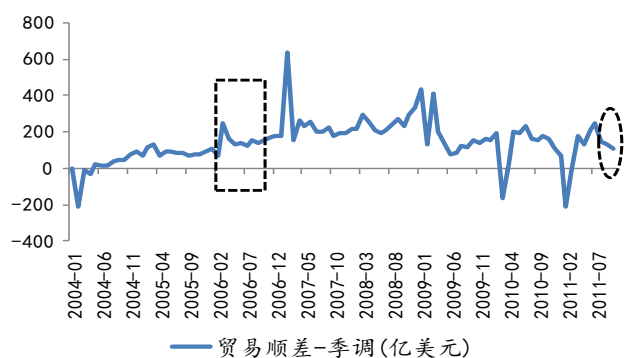


数据来源: Wind 万联证券研究所

1.3 “类衰退期”或持续至明年 2 季度

从前面的产业分析图中可看到，决定未来经济走向的两大外生因素是海外经济和国内政策。海外经济影响上游成本和下游出口需求，国内政策影响地产、汽车等可选消费品的需求和政府投资。2004-2005 年那一轮宏观调控下经济的下行最终是被外需的强劲上升所终结（图 21），“类衰退”期持续了 5 个季度；2008 年金融危机之后经济下滑则被政府的政策大放松所遏制，“类衰退期”仅仅持续了 2 个季度就迎来了 2009 年的复苏。而这一轮经济回落后的复苏的路径又会怎样呢？由于海外经济对出口的大幅提振较难再现，我们认为决定这一轮“类衰退”期持续长度的将是国内政策放松的时间点，而政策放松的时间点则依赖于房地产市场的调整力度和欧债危机的演变。从当前经济转型的大背景来看，货币政策难以出现 2008 年般的急转，而海外经济却不如 2004-2005 年那般乐观，因此我们判断政策放松节奏和力度会介于前两次之间，而“类衰退”期的长度也可能长于 2 个季度而短于 5 个季度，大概率将持续到明年的 2 季度。

图 21:2004 年以来贸易顺差



数据来源: Wind 万联证券研究所

2. 海外经济：全球流动性放松

2.2 欧债问题将是最大的不确定因素

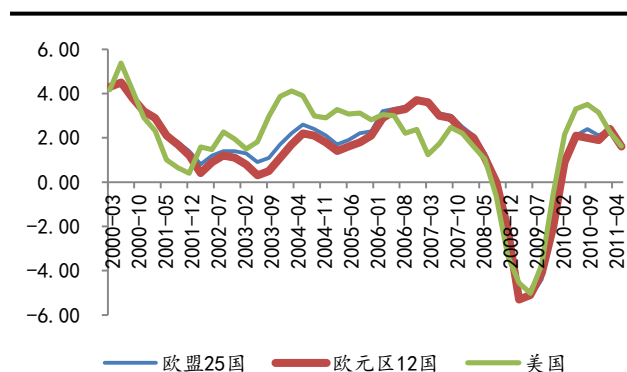
2.2.1 欧债问题解析

欧债问题自 2010 年爆发以来，已经从最初的经济问题演变成一个政治问题，这是欧元区本身的制度缺陷所决定的。在希腊和意大利两国相继更换总理后，欧债问题的解决继续朝着政治深化的方向行进。我们在四季度投资策略报告中就曾经提出，德法试图延迟希腊违约的发生以给意大利等国创造自我拯救必需的时间。进入 2012 年，欧债问题依然将是全球资本市场上最大的风险因素，在这里我们试图正本清源，从欧元区和欧洲一体化的角度来理清欧债问题的来龙去脉，找出其中的关键影响因素，为投资决策提供参考。

欧元区是以德法为核心的欧盟一体化图腾，政治意义大于经济意义。欧元区成立于 1999 年（以欧元启用为标志），从一开始就是一个以德法为核心的联盟，实行德国领导、法国制衡的家长制，其它国家中的大部分组成外围经济圈，小部分经济体则被边缘化。目前欧盟 27 个成员国中已有超过一半的国家加入了欧元区，但可以发现，自成立以来 12 年里，欧元区在经济扩张上很快面临了裹足不前的困境：2002 年后新加入的 4 个国家 2010 年的 GDP 总和占全区的比例不足 2%。作为区域货币一体化的里程碑被寄予挑战美元霸权的厚望，人们过度理想化了欧元，其实际效果与原来的理论构想尚有差距。

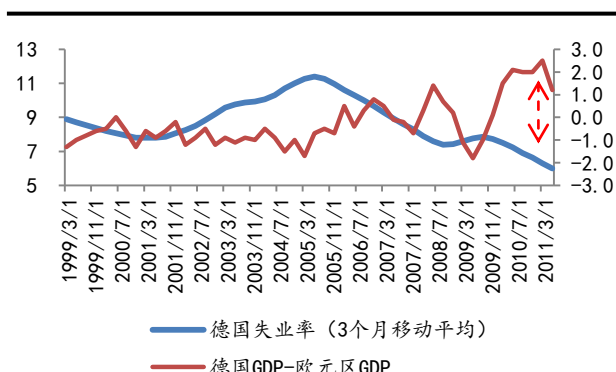
欧元的实际经济效果小于预期。1) 我们用蒙代尔—麦金龙的最优货币区域标准来衡量货币联盟的成效。蒙代尔是欧元之父，他的理论认为在一个联盟内部，货币一体化可以消除汇率风险和汇兑成本，有利于促进盟内贸易总量，进而提高各参与国的福利水平和经济增长。数据显示，过去 11 年间欧元区内部国家之间的贸易总量增长速度并没有显著高于欧盟之中的其它非欧元国家，只是欧元区内的贸易变化率波动幅度更小而已。对外贸易方面，欧元区也没有显示出超过欧盟其他国家的成长优势。2) 经济增长方面，欧元区并没有对区内经济体的相对增长产生明显的促进作用，甚至导致了区内外经济增长的分化，贫富差距逐步拉大。2000 年以来欧元区 12 个初始国家的 GDP 增速大部分时间落后于欧盟 25 国，欧元作为区域货币的优势并不明显。3) 德法借助欧元和欧洲一体化弥补自身劣势，服务于其货币国际化的目的，尤其是德国经济借助一体化东风实现了国家利益在政治、经济多方面的最大化。2000 年后德国逐步摆脱两德统一的阵痛，经济走出阴霾，保持持续稳健增长。德国经济增速在 2005 年后开始领先欧元区，金融危机探底后强劲反弹，成为复苏动力最强的发达经济体。德国就业市场在过去 5 年迎来了“黄金时代”，失业率自 2005 年触顶后稳步下降，2008 年受金融危机困扰小幅回升，随后继续下降至 10 年历史低点 6%，默克尔也因此积累了丰厚的政治资本。

图 22：欧元区 Vs 欧盟 Vs 美国 GDP 增速



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 23：德国 GDP 同比-欧洲 GDP 同比，德国失业率



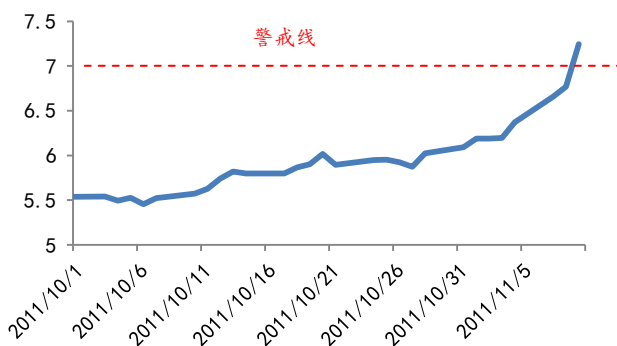
数据来源：Wind 万联证券研究所

欧债危机是一种制度困境。统一的货币政策、独立的财政政策和松散的政治联盟造就了欧元区天然的制度缺陷，就像一个先天不良的早产儿，在成长中一旦外部环境恶化就会病发。货币一体化影响下，区内边缘经济体在货币政策上沦落为欧央行管辖下的地方政府，失去货币主导权。理论上来说，影响一国偿债能力的四个要素分别是汇率、经济增长、利率和债务总额。以日本为例，日本债务占 GDP 比例高达 190% 但安枕无忧，除了日本经济规模和债务结构不同之外，其货币政策独立性保证了在最坏的时刻仍有武器可用。希腊、意大利等国失去了调节

利率和汇率的手段,金融危机冲击下经济增长停滞同时又必须维持一贯的高福利政策,举债似乎成为唯一的选择;更可怕的是,欧元区一体化的政治需求给了希腊、意大利等国搭上货币便车的机会,压低了融资成本,掩盖了这些国家偿债能力不足的问题。

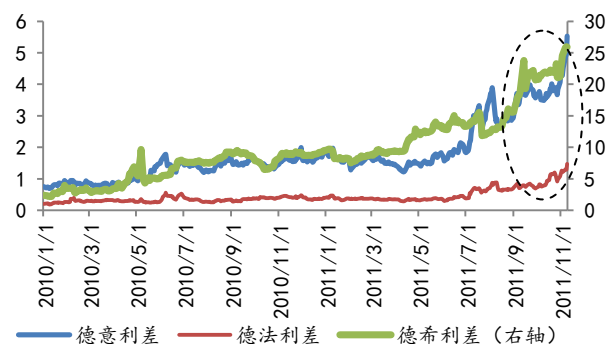
综上所述,欧债危机从根本上说是一个政治问题。欧元区是以德国为核心的货币联盟,也是欧洲一体化进程中的重要一步,而欧洲一体化是德国实现大国梦想和国家根本利益诉求的基础,这是历史的选择和德国自我定位导致的结果。政治家们构想的货币联盟→财政联盟→政治联盟的理想路线在达成第一步之后需要两个基本假设:财政纪律的有效约束和经济基本面趋同都没有成立,这影响了欧洲一体化的进程,实际上欧元区的扩张也在 2005 年后停滞不前,新加入的边缘经济体根本无足轻重。制度和成员国领导人未能对该地区的长期国际利益进行积极倡导,未能把其内部的稳定扩展到其邻国及潜在的成员国,也未能抓住人们普遍认为的美国政策缺乏稳定性而给欧元带来的机会。受制于欧元全球地位的地缘政治局限性,即使是在欧洲内部,欧元当局也没有显示出作为一种区域性锚货币所应具有的领导力。在金融危机的催化下,欧债危机的爆发可以说是既在意料之外又在情理之中。

图 24: 意大利 10 年期国债收益率突破 7%



数据来源: Wind 万联证券研究所

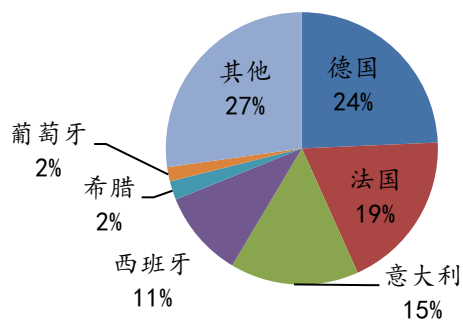
图 25: 德国与欧元区各国利差创历史新高



数据来源: Wind 万联证券研究所

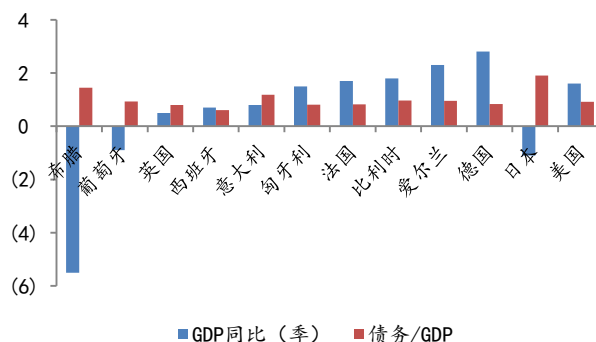
欧债危机的结局猜想。我们认为欧债危机可能的结局有以下几种: 1) 在各方努力下平稳度过危机, ESEF 作为欧元区财政联盟的雏形发挥作用, 甚至借机实现财政准一体化。2) 希腊违约, 退出欧元区, 但欧元区其他整体保留。3) 希腊、意大利等国退出欧元区, 欧元区重组成为一个更集中更核心化的货币联盟, 以蒙代尔最初构想的法、德、奥等少数成员组成。4) 欧元区解体。目前各方的协商机制还在朝着第一种方向努力, 因希腊或其他国家的退出被认为是欧元区不可承受之重。第四种情况在极端情景和多种偶然因素共同作用下才会出现。考虑到目前最危险的希腊和意大利两国在明年 2 到 5 月、9 到 11 月迎来两波偿债高峰(图 28、图 29), 目前来看希腊几乎丧失偿还能力, 意大利则处于悬崖边缘, 第二种和第三种情况有可能在 2012 年就发生。最能有效缓解危机的自然是经济恢复增长, 最大的不确定性依然在于政治, 包括大选带来的政治更迭和德法领导人可能采取的断臂求生。

图 26: 欧元区 GDP 构成 (2010)



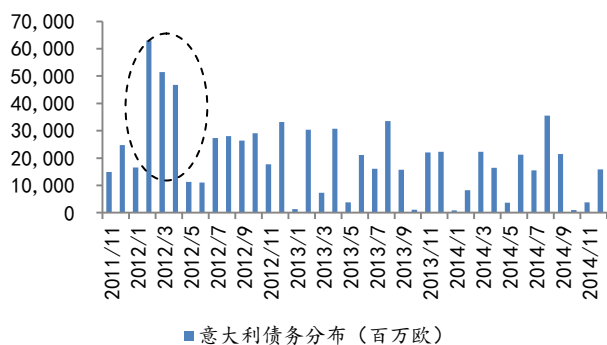
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 27: 各国 GDP&负债率



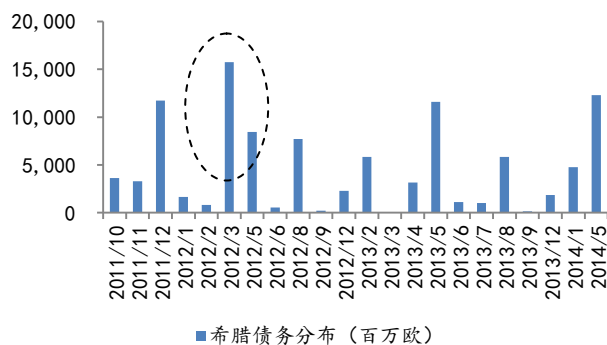
数据来源: Bloomberg 万联证券研究所

图 28：意大利债务分布



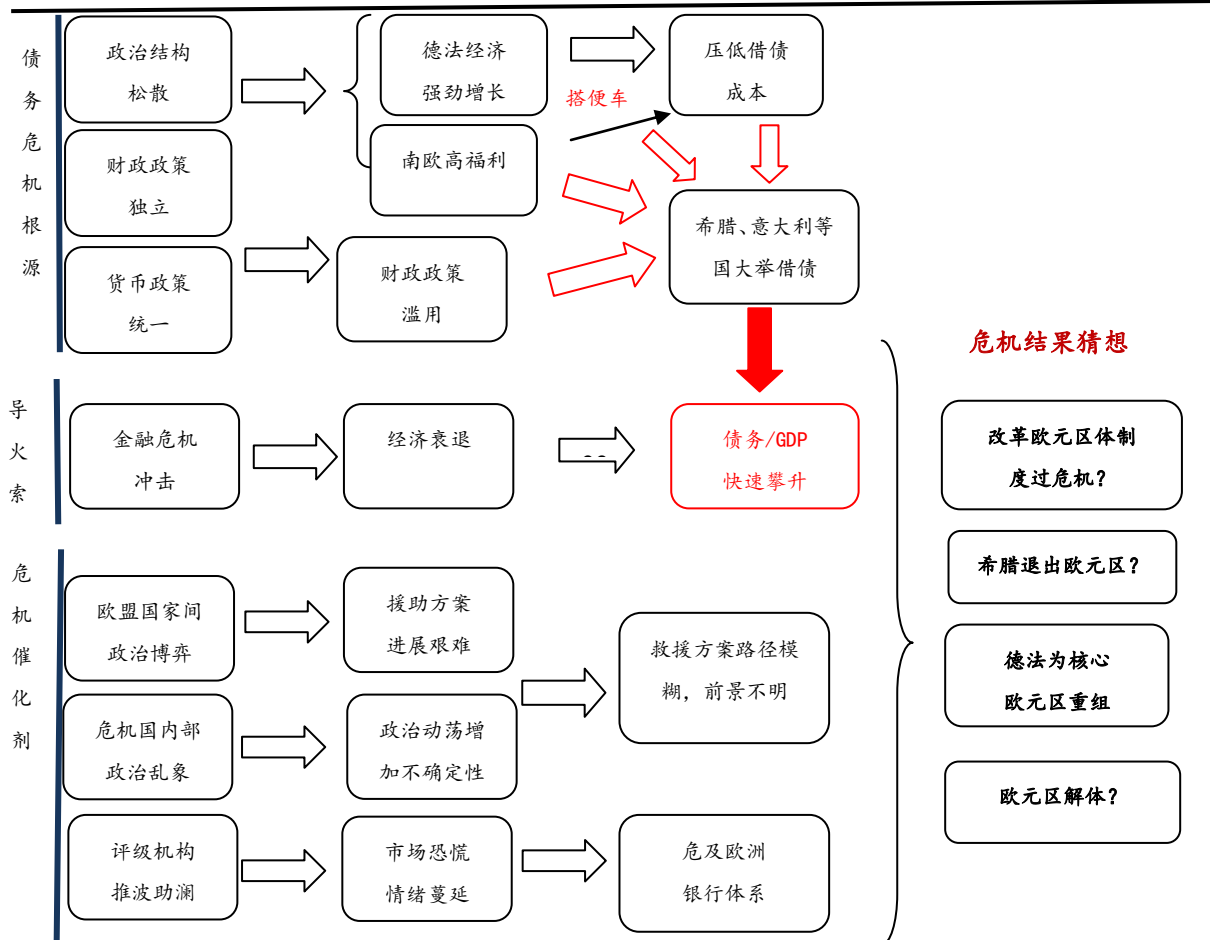
数据来源：Bloomberg 万联证券研究所

图 29：希腊债务分布



数据来源：Bloomberg 万联证券研究所

图 30：欧债危机演化路径



数据来源：万联证券研究所

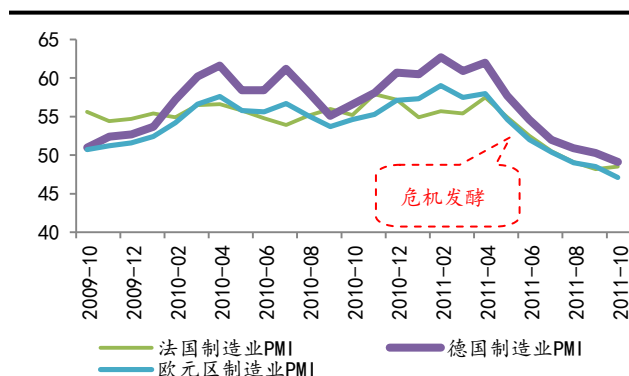
2.1.2 解决危机欧洲需要变招

欧债危机自 2010 年 5 月开始爆发，经历近 18 个月的发酵，已经严重影响到欧洲经济，尤其是欧元区核心法德两国。作为金融危机后复苏最快的发达经济体，德国经济在过去两年表现强劲，但其 10 月制造业 PMI 数据 24 个月以来首次跌至 50 的荣枯分界线之下，欧洲发动机不仅难以再拉动欧洲经济，更有自身难保之忧。欧元区消

费者信心指数自 2011 年 7 月以来直线式下落,从 6 月的-9.7 跌至 10 月的-19.90,对实体经济的负面冲击较大。

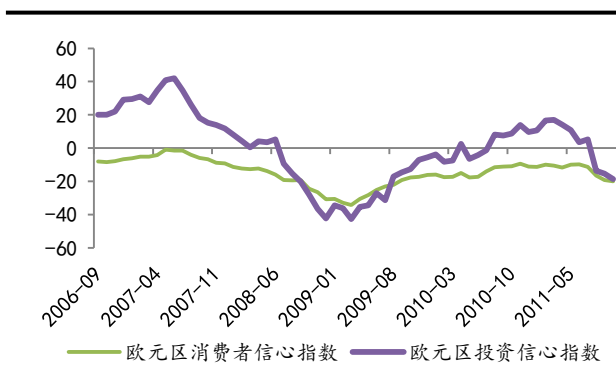
前面我们曾经论述过,欧元区的决策机制是以德国为核心引导的。长期以来德国倡导一种更健康的财政政策,其负债比在发达经济体中也是最低的。欧元区在今年 4 月和 7 月分别加息两次,无视当时欧债危机只是暂缓并无真正解决方案的状况,可以说这是一种近乎严苛的控制通胀理念,也是欧央行长期以来的一贯传统。自欧债危机 9 月份恶化以来,欧央行经历了两个月的挣扎,终于在新行长上任伊始开启降息窗口。如图 30 所示,欧债问题虽然是基于一系列的制度设计缺陷,催化剂却是源自金融危机,恢复经济增长才是解决危机的正道。在面临欧债这一挑战性难题时,也许决策者需要摒弃一些传统理念,2012 年欧洲重新放松流动性似乎难以避免。

图 31: 法、德、欧元区制造业 PMI 骤降



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 32: 欧元区消费、投资信心下挫

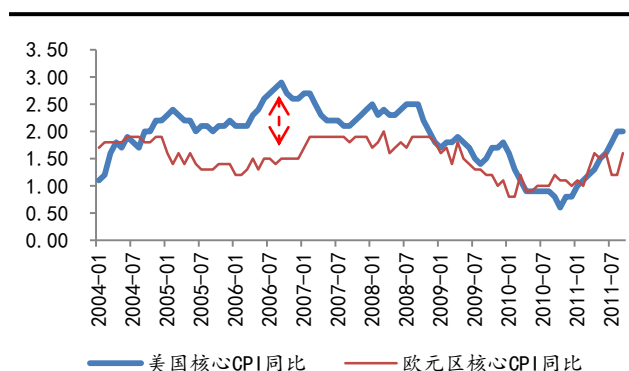


数据来源: Bloomberg 万联证券研究所

2.2 美国经济缓慢复苏, 再出刺激政策概率较大

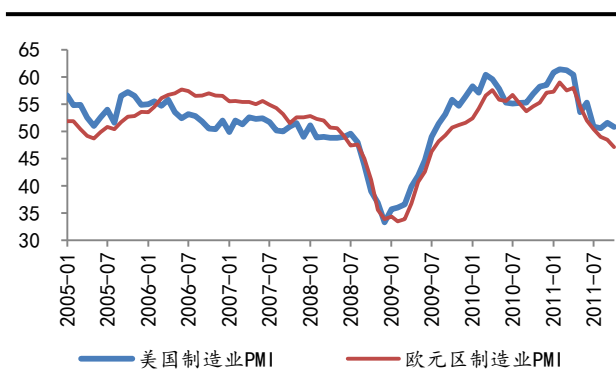
美国重增长, 欧洲重通胀。自欧元区成立以来, 其通胀率长期低于美国, 因从经济传统上来说欧洲和美国在对待通胀和增长上的态度存在差别: 美国更关注经济增长, 欧洲在德国领导下更倾向于遵守一种严谨的财政政策, 即对通胀的严格控制。自金融危机以来, 美国制造业 PMI 一直高于欧元区(见图 34), 美国在两次量化宽松以后决定至少在 2013 年以前维持 0.25% 的低利率政策不变。反观欧洲, 欧债危机于 2010 年 5 月爆发, 在危机仅仅是暂缓而没有得到根本解决之时, 欧央行仍于 2011 年 4 月和 7 月加息两次, 在发达经济体中率先加息。7 月加息时欧元区核心通胀率为 1.2%, 低于美国的 1.8%。在欧债危机加速恶化危急到欧元存亡的时候, 欧央行才迫不得已采取降息这一“非常规”手段, 并许诺只是暂时措施。

图 33: 美国通胀容忍度高于欧洲



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 34: 美欧 PMI 走势

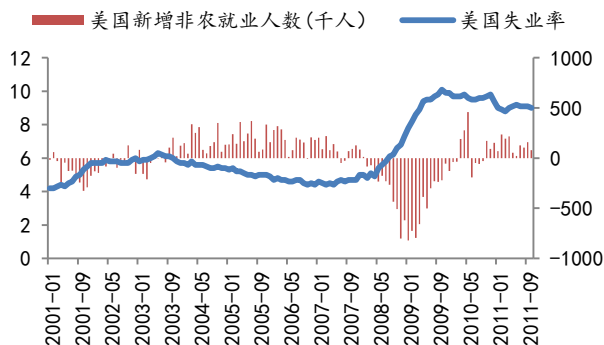


数据来源: Wind 万联证券研究所

预计明年美国经济呈持续缓慢复苏的态势, 主要问题在于就业和房地产。就业低迷仍是困扰美国的核心问题, “占领华尔街”运动的根本诉求也在于此, 目前来看美国就业形势依然不容乐观。10 月美国整体失业率为 9.0%, 继续居高不下, 而非农就业新增人数的表现并不稳定, 起伏较大。房地产方面, 房屋价格自去年 5 月以来一路下滑, 今年 5 月以后降幅趋缓, 但仍处于历史低位。低房价和尚未消化的较高房屋库存, 压制对房地产(住宅)的

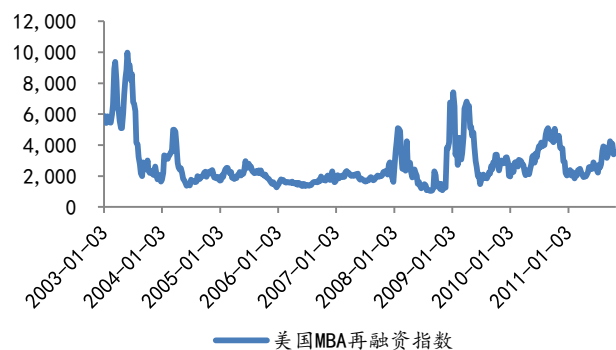
投资增长，同时在历史底部的房屋价格使得住房贷款抵押再融资事件发生仍处在危机后的高位。

图 35：美国就业市场难有起色



数据来源：Wind 万联证券研究所

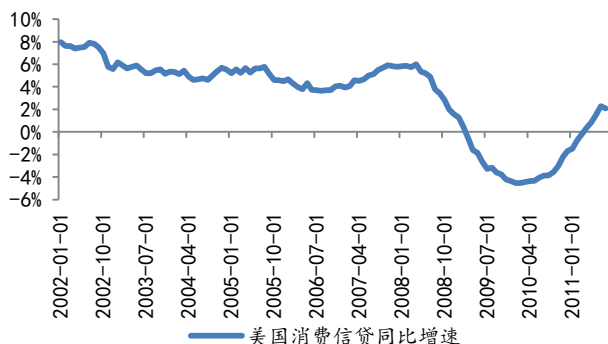
图 37：美国 MBA 再融资指数



数据来源：Wind 万联证券研究所

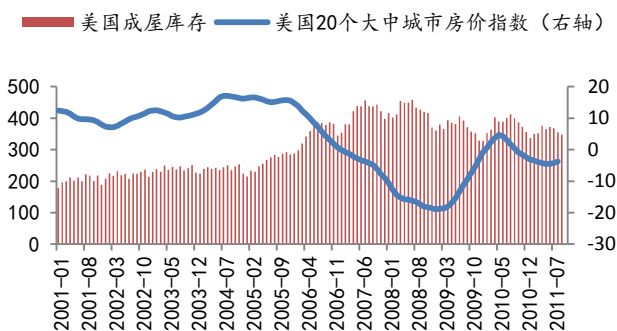
消费增长提速成推动经济主动力，存下滑风险。密歇根大学消费者信心指数和信心预期指数在跌至低点后已出现反弹，四季度进入传统消费旺季，消费者信心将会保持提高，这可视为居民增加消费的信号。从消费贷款角度看，7、8 月消费信贷的同比增速为 2.29% 和 2.09%，而上年同月度同比增速为 -3.89% 和 -3.86%，提高近 5 个百分点；从社会消费总额来看，近几个月其总规模和同比增速均保持缓慢升高的态势。美国 GDP 构成中消费占比在 70% 左右（消费的主体是居民），因此 3、4 季度美国经济增长有所提速。季节性的消费旺盛只能短期促经济，若失业率迟迟无法降低，被迫压缩开支的家庭和个人持续增加，消费下滑也只是时间问题。

图 39：美国消费信贷提速



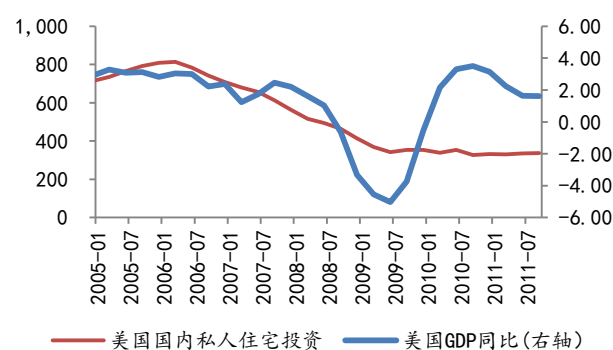
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 36：美国房地产市场仍处低位



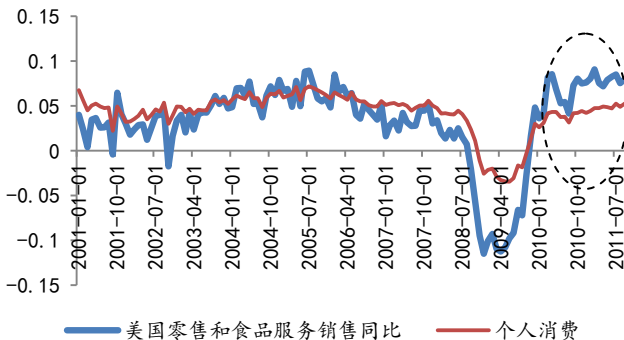
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 38：地产拖累美国经济



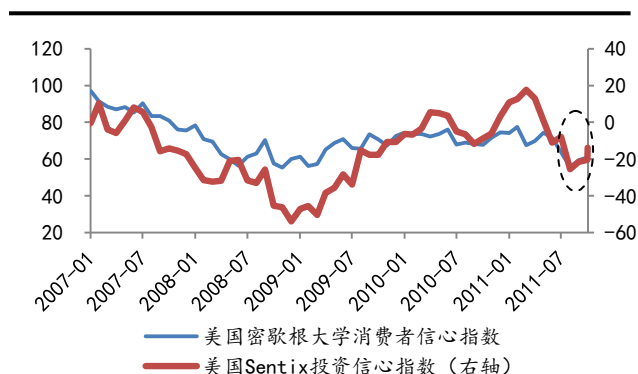
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 40：美国消费市场回升



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 41：美国信心指数反弹

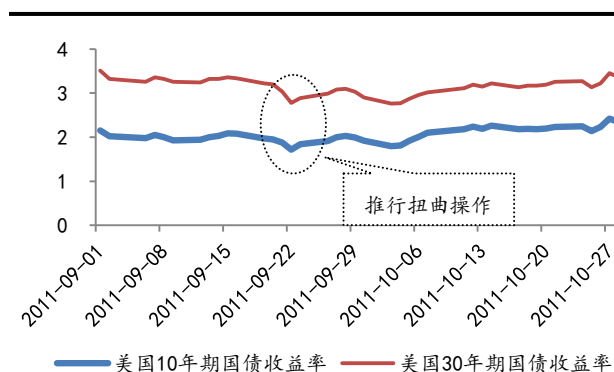


数据来源：Wind 万联证券研究所

再出刺激政策概率较大。1) 美联储 9 月推出的“扭曲操作”效果并不理想。“扭曲操作”本意是要压低长期利率，从而降低借贷成本，激活经济。可是自 9 月底以来，美国 30 年期国债收益率反而上升了近 0.5 个百分点，10 年国债收益率也从 9 月 21 日的 1.88% 上升到了 11 月 4 日的 2.06%。2) 美联储内部分歧缩小。美联储在 11 月首次强调“经济下行风险明显”，把 2011 年的增长预测从之前的 2.7%-2.9% 下调至 1.6%-1.7%，把 2012 年增长预测从 3.3%-3.7% 下调至 2.5%-2.9%；同时，认为 2011 年美国失业率仍会在 9% 以上，对 2012 年失业率的预测从之前的 7.8%-8.2% 上调至 8.5%-8.7%。从 11 月议息会议的投票结果来看，一直以来对货币刺激政策持否定态度的几位鹰派（反对宽松的货币政策）委员（Fisher、Kocherlakota 和 Plosser）也转变态度进而支持现行的刺激措施，“鸽派”埃文斯更是表示美联储应该采取更为积极的刺激政策，联储内部高层对刺激措施意见的统一为未来美国再推出刺激措施创造了空间。3) 美国需要维持弱势美元。1973 年以来，美国多次通过美元贬值刺激出口。奥巴马在 2010 年 3 月提出美国出口 5 年内翻番的计划，实现这一计划最有效的方法就是制造一个弱势的美元，奥巴马上任第一年美元就贬值 9.53%。2010 年欧债危机的“抢镜”意外造成美元升值，QE2 后美元又重新进入下降轨道。今年 9 月份以来欧债危机的深化和发酵再度影响到美元，一个月内美元就升值 6.54%，美国出口增速开始停滞不前。

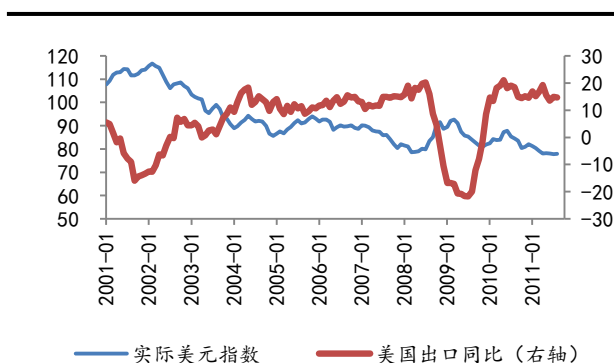
总体而言我们认为，未来美国经济仍将呈现缓慢复苏的进程，在经济基本面（缓慢复苏，通胀压力趋缓）、美国历来的政策传统和政治需要（2012 年大选）等多种因素影响下，再出台刺激政策的概率较大。

图 42：扭曲操作效果不佳



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 43：美国出口和美元指数高度负相关



数据来源：Wind 万联证券研究所

图44：奥巴马任期内美元指数走势



数据来源：Wind 万联证券研究所

表2:美联储货币委员会投票成员态度

FOMC 固定投票成员	派别	过去 12 个月态度	最新表态
Bernanke	中立	试图保持一种政策平衡，但更重视经济增长	首次强调“经济下行”，对 QE3 态度暧昧
Dudley	鸽派	美国经济增长前景疲弱	推出 QE3 是可能的
Duke	中立	7 月新上任，支持伯南克在利率政策上的决定	消除住房市场上的再融资障碍将有助于提振经济。
Evans	鸽派	应采取比扭曲操作更宽松的货币政策	呼吁美联储有必要进一步采取更多措施
Fisher	鹰派	反对扭曲操作，不支持采取更多宽松货币政策	11 月议息会议上不再反对货币刺激政策
Kocherlakota	鹰派	反对扭曲操作，不支持采取更多宽松货币政策	11 月议息会议上不再反对货币刺激政策
Plosser	鹰派	反对扭曲操作，不支持采取更多宽松货币政策	11 月议息会议上不再反对货币刺激政策
Raskin	鸽派	支持扭曲操作	为帮助美国经济克服一系列非同寻常的挑战，采取额外政策措施是必要的。
Tarullo	鸽派	支持美联储购买更多 MBS	决策层还具备巨大的采取更多刺激措施的空间
Yellen	鸽派	当前利率合适，对 2011 年下半年经济乐观	如果经济没有改善，美联储将采取进一步行动

数据来源：FED 官网 万联证券研究所

2.3 新兴经济体重回宽松

新兴经济体通胀压力缓解。美国等发达经济体的量化宽松令以金砖四国为首的新兴经济体深受通胀之苦，货币紧缩政策下，流动性潮水逐渐退去，俄罗斯和中国的 CPI 已经见顶，巴西、南非也有见顶趋势，涨幅显著缓和。俄罗斯 CPI 在今年 5 月和 6 月触及 9.6% 高点，9 月已回落至 7.2%；巴西 9 月 CPI 同比虽然仍较上个月上升了 0.09

个百分点，但环比涨幅已经开始回落。

经济增速回调明显。各国 OECD 领先指标出现不同程度下降，PMI 也有下行趋势。金砖四国中，巴西、印度和中国 OECD 领先指标已降至 100 以下。印度 OECD 领先指数连续 18 个月下降，巴西连续 8 个月，中国连续 7 个月，俄罗斯连续 6 个月下降。美欧经济二次探底和持续的紧缩政策下，各国经济增长放缓已成事实。

通胀压力趋缓，政策放松，流动性将环比改善。巴西央行 8 月开始降息，至 11 月已降息两次，每次下调基准利率 0.5 个百分点，成为率先结束紧缩开始放松的新兴国家。俄罗斯维持指标再融资利率不变，但通过缩小息差，牺牲银行利润提高存款利率回收流动性，同时维持贷款利率稳中有降以保护经济。中国 7 月初进行年内第三次加息至 3.5% 后，一直维持基准利率不变，市场已出现货币宽松预期。金砖四国中唯一的例外是印度，印度 10 月 25 日加息 0.25 个百分点，但考虑到印度 9 月份 CPI 高达 10.06%，为金砖四国中最高，加息实属无奈之举，此次加息后央行也表示未来加息意愿进一步削弱。从最近的 PMI 走势来看（图 47），南非 10 月 PMI 向上幅度最大，观察相应的 M2 同比增速（图 48），南非的 PMI 回升和其货币放松密切相关。

图 45：新兴经济体 CPI 见顶

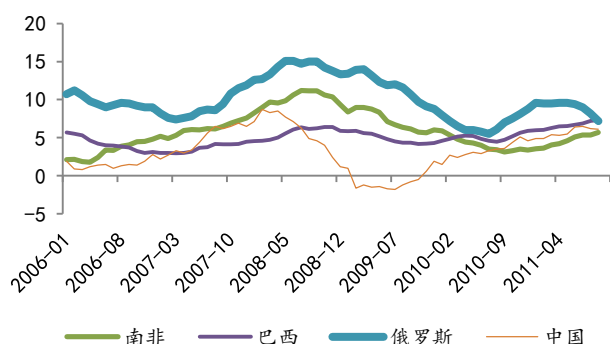
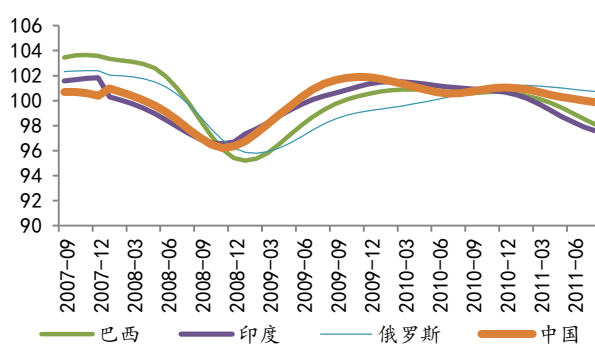
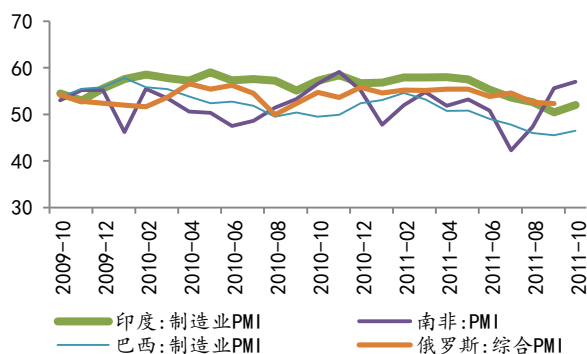


图 46：OECD 领先指标连续下降



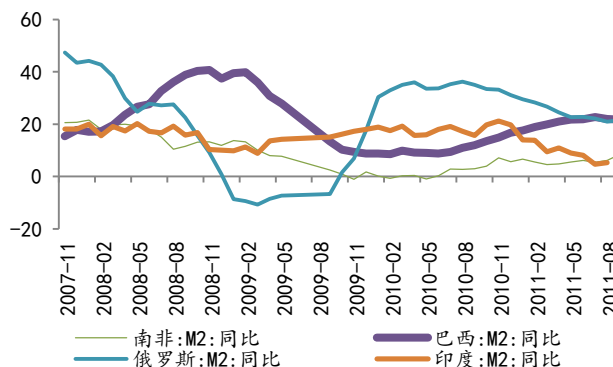
数据来源：Wind 万联证券研究所

图 47：新兴经济体 PMI 走势（南非向上幅度大）



数据来源：Wind 万联证券研究所

图 48：新兴经济体 M2（南非放松幅度大）



数据来源：Wind 万联证券研究所

数据来源：Wind 万联证券研究所

3. 政策缓慢放松难急转

3.1 调控的目标：通胀、转型和房地产市场

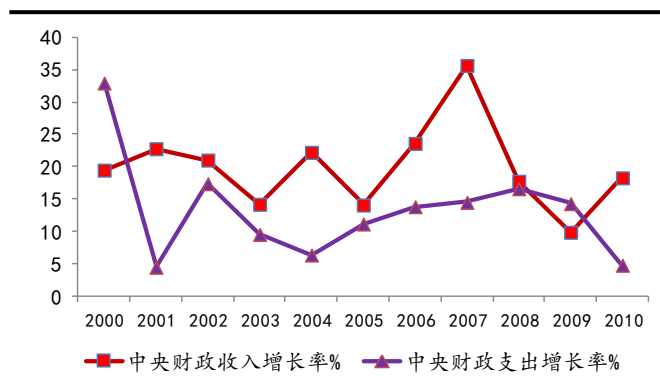
从一年多来不断出台的宏观调控措施以及决策层的表态来看，始于 2010 年初的本轮宏观调控主要目标有三个：一是治理通胀，二是平抑房价，三是促进经济转型。时至今日，控制通胀已收到较明显的效果，房地产市场拐点隐现，经济结构转型则刚刚拉开大幕，可以说调控目标实现近半。

我们认为由于产业政策在经济转型方面的功能更突出，并且前两个调控目标已达成大半，因此后续政策的重点将从货币政策控制物价和房价转向产业政策促进经济转型，而财政政策和税收政策改革为产业政策的推行提供

资金保障。从图 49 中可以看出，2000 年以来的中央财政收入增长率平均达到 20%，财政支出的平均增长率仅为 13%，高速增长的财政收入为产业政策的推行、税收制度改革等提供资金来源。

对于货币政策，未来更多会是微调以“维稳”经济，给经济结构的转型带来充足的时间和空间，类似于 2008 年的货币财政大放松来提振经济的情况将很难再现。

图 49:2000 年以来中央财政收入与支出增长率



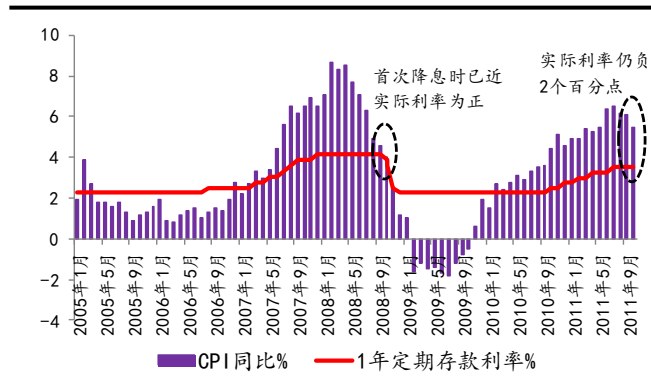
数据来源: Wind 万联证券研究所

2011 年下半年陆续出台的资源税、环保税费、增值税改革等一系列税收制度的改革是制度革新的标志性事件，也是一轮“国进民退”后政府逐渐开始“让利于民”的起点。在总体经济增速放缓的大背景下，制度红利和资源重配有助于经济效率的提高，同时也是政策促进经济转型的具体体现。

3.2 政策：定向宽松和局部收紧

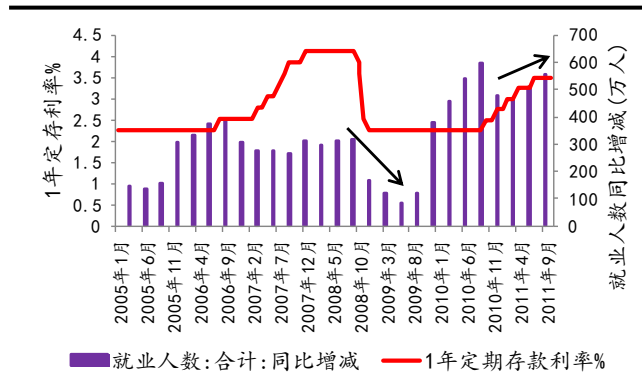
从前一轮通胀回落时降息的时点来看，2008 年 10 月份 CPI 从高点 8.7% 回落至 4.6% 时央行第一次下调存贷款基准利率，而随后仅仅过了一个月时间，经济就步入了正的实际利率区间（图 50）。当前看，10 月份 CPI 同比回落至 5.5%，1 年期定存利率为 3.5%，两者相差 2 个百分点，远大于 2008 年降息时的 0.46 个百分点。同时值得注意的是，前一轮降息周期启动的触发因素不仅有 CPI 的大幅回落，也有经济增长大幅下滑导致的就业减少，从图 51 可见 2008 年下半年开始就业人数同比增幅逐季下滑，而当前就业人数增幅仍处于高位，政府面临的促就业压力远小于 2008 年。此外，2008 年对经济增长形成压力的因素主要是来自外部经济体，而当前影响经济下滑的潜在因素主要来自内部，包括房地产和对可选消费品的需求。由于外部因素是政策不可控因素，内部因素则是主动调控的结果，可控性相对更强，因此未来在政策放松节奏上必然会与 2008 年有所区别。我们认为当通胀回落至 5% 以下时央行可能下调存款准备金率，但目前仍看不到降息的时间点。

图 50:CPI 与 1 年期定存利率走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 51: 1 年期定存利率走势与就业人数同比

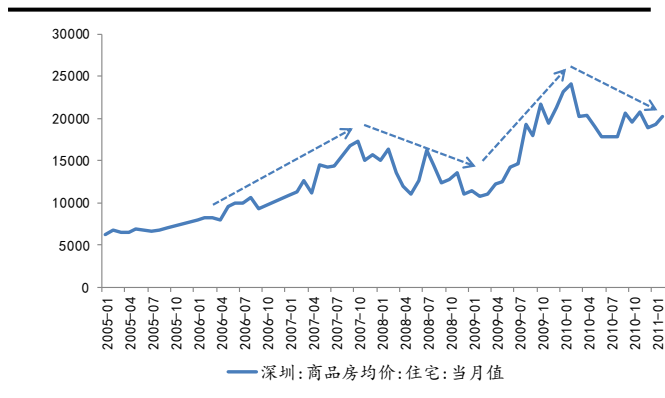


数据来源: Wind 万联证券研究所

目前市场对货币政策的放松寄予厚望，认为通胀已经出现一定程度的回落，政策放松后市场就会迎来一轮新

的牛市。我们认为，这种观点过于乐观，原因有三：第一，如前面所分析，2012 年货币政策很难再次出现 2008 年般的急转。从根本上来讲，今年的通胀问题和房地产过度炒作问题均是 2008 年极度宽松的货币政策带来的后遗症，管理层会吸取 2008 年的经验，对政策放松的力度将更为谨慎。第二，根据历史经验，通过政策放松启动房地产来开启新一轮经济很可能会使房价继续创新高（图 52），而当前在就业压力并不明显的情况下，政府对房价创新高的容忍度明显低于对经济增速下滑的容忍度。第三，2008 年政策放松时，市场明确预期到新一轮经济的启动将由地产和基建所带动，而当前政策虽有微调，但在转型的大背景下，短期内市场仍难以预期新一轮经济启动的引擎。

图 52：2005 年以来深圳商品房均价走势



数据来源：Wind 万联证券研究所

货币政策在一定程度上已受制于房地产市场，未来房价下跌为货币政策适度放松腾挪空间。但值得注意的是这种放松的意义在于“维稳”经济、促进转型，而非启动新一轮由地产拉动的经济周期。因此我们认为未来政策很可能转变为局部收紧，即针对房地产市场的调控政策较难出现放松，但货币政策总的基调可能会有所变化，而这会给市场带来修复性、结构性的机会。

3.3 政府换届、经济转型、政策缓松

2012 年是新旧政府交替的一年，管理层人事变动等因素使得“救市”等措施较难出台，政策重点也将发生转变。一方面，在经济结构转型的大背景下货币政策很难再现 2008 年般的急转，未来很可能是总体上缓慢放松并针对性紧缩的过程，其微调的节奏和空间很大程度上取决于房价实质性下跌的幅度和海外经济恶化的程度。另一方面，产业政策、财政政策和制度革新将引导社会资源的重新配置从而提高经济增长的效率，制度红利有望逐渐释放。

4. A 股市场研判：牛熊之交，宽幅震荡

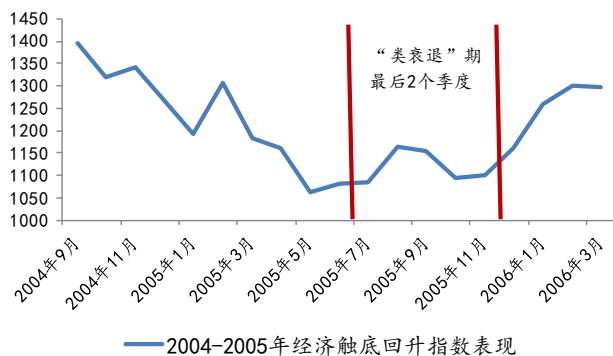
4.1 历史回顾：前两轮“类衰退”期市场走势

在对 2012 年市场走势进行研判之前，我们以史为鉴，考察过去两轮经济触底回升过程中市场的表现。基于我们对经济周期的分析，2004 年 4 季度至 2005 年 4 季度经济处于“类衰退”期，历时 5 个季度，2006 年 1 季度开始经济复苏。2008 年的 3 季度至 2008 年的 4 季度经济同样处于“类衰退”期，历时 2 个季度，2009 年 1 季度开始经济复苏。若以时间的长度对“类衰退”期进行再划分：2004-2005 年那一轮周期中前 3 个季度为“类衰退”前期，后 2 个季度为“类衰退”后期；2008-2009 周期中前 1 个季度为“类衰退”前期，后 1 个季度为“类衰退”后期。图 53-54 显示了两次经济触底回升过程中上证指数的走势，两次经济回落过程中市场的走势具有一定相似性，上证指数都是在“类衰退”阶段的中期触底，后半段逐渐企稳回升。市场底领先于经济底的原因在于在“类衰退”的前半段，市场对经济下滑的程度不确定，而政策仍处于较紧的状态，对未来政策和经济增长的预期不明

朗推动市场向下，之后政策逐渐放松显露出政策底，市场开始预期到经济最坏的状况，预期逐渐开始改善，市场就震荡回升。

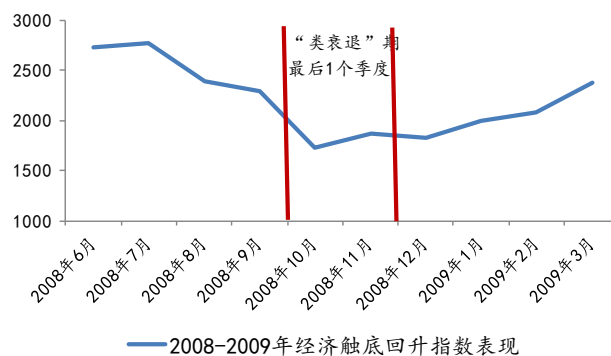
根据我们前面的分析，上市公司盈利增速有可能会在明年的 2 季度左右见底，而通胀是在今年的 7 月份见顶，因此当前的时点类似于 2005 年的 2 季度或 2008 年的 3 季度阶段，市场震荡筑底，等待政策信号的同时开始关注盈利下滑的幅度以及未来增长的引擎。

图 53: 2004-2005 年经济回落过程中市场走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 54: 2008-2009 年经济回落过程中市场走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

4.2 估值见底！权益类资产吸引力显现

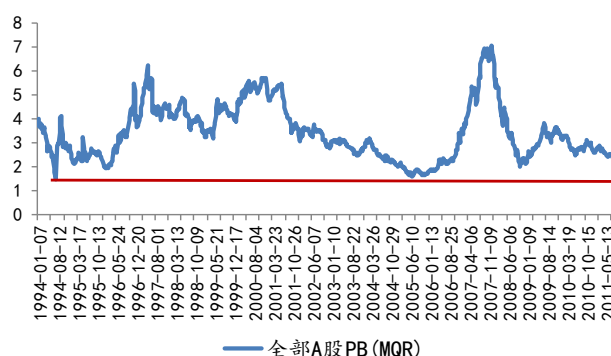
从估值来看，当前 A 股市场已至历史底部。截止 2011 年 11 月 11 日，全部 A 股的 PE(TTM) 为 14.6 倍，已大幅低于 2005 年 6 月 998 点时 19 倍的 PE，接近 2008 年 10 月 1664 点 13.2 倍的 PE。从 PB 来看，目前也是处于历史底部，全部 A 股 PB 为 2.16 倍。PE 和 PB 均接近过去 3 年的历史均值减去 2 倍标准差，表明 A 股整体估值已经落地。

图 55: 1992 年以来全部 A 股 PE 走势



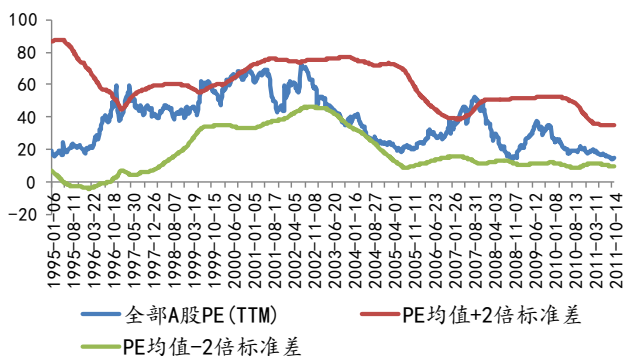
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 56: 1994 年以来全部 A 股 PB 走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

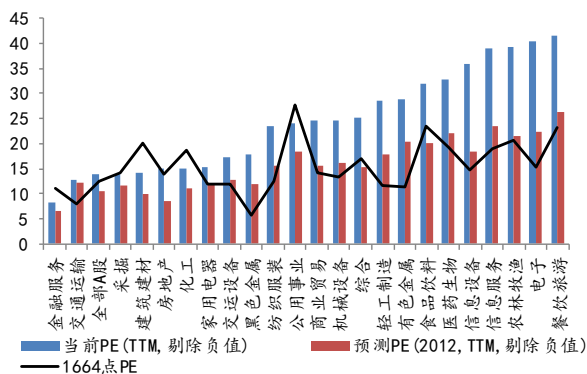
图 57: 全部 A 股 PE 与过去 3 年 2 个标准差关系



数据来源: Wind 万联证券研究所

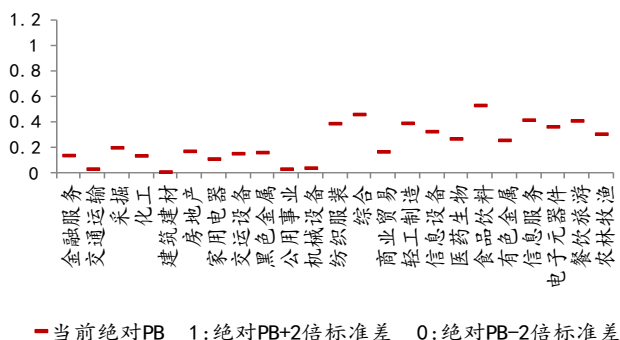
分行业来看, 金融、采掘、化工的 PE 和 PB 均低于 2008 年时的低点。如果考虑 2012 年的盈利增长, 将有 9 个行业的预测 PE 低于 2008 年 1664 点时的水平。将各个行业过去 3 年的估值加减 2 个标准差作为上下边界 (上边界标准化为 1, 下边界标准化为 0), 各行业当前绝对估值和相对估值所处的位置如图 61-62 所示。交通运输、金融服务、机械设备无论绝对估值还是相对估值均处于低位。

图 59: 各行业当前 PE 与 2008 年低点比较



数据来源: Wind 万联证券研究所

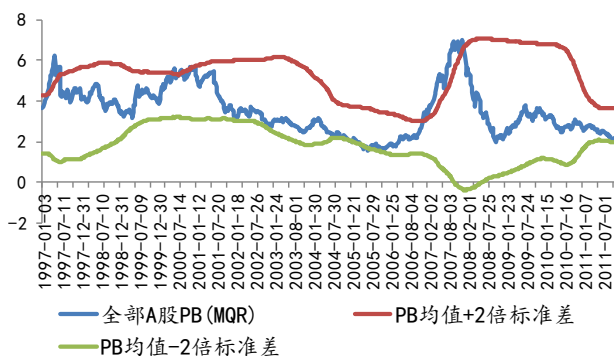
图 61: 当前各行业绝对 PB 所处位置



数据来源: Wind 万联证券研究所

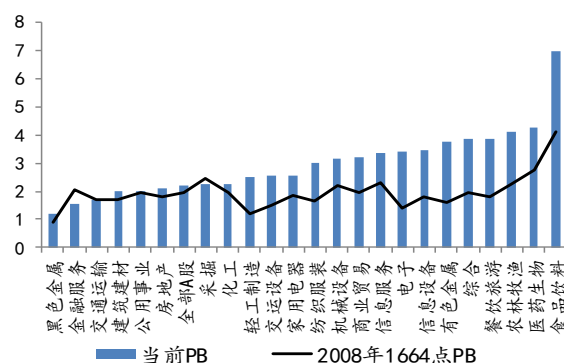
巴菲特讲过, 股票本质上与期限无限长的债券类同, 这给予我们比较各类资产收益率的另一个视角。若将全部 A 股视作一只期限超长的 AA 级企业债, 那么股票市盈率与债券收益率倒数之间的差值可近似看作市场给予上市公司未来成长性的溢价, 当经济前景乐观时, 市场给予企业高成长预期, 这种溢价就升高, 当经济前景黯淡时, 溢价就降低。从较长期的历史数据来看, 绝大部分时间里这种成长性溢价是正的, 只有在 2008 年 9 月至 12 月期间出现负值, 2010 年 6 月全部 A 股市盈率与债券收益率倒数两者短暂触碰, 之后又回升。当前两者第三次趋近,

图 58: 全部 A 股 PB 与过去 3 年 2 个标准差关系



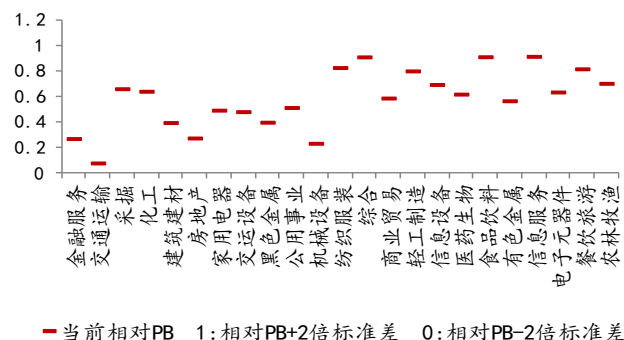
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 60: 各行业当前 PB 与 2008 年低点比较



数据来源: Wind 万联证券研究所

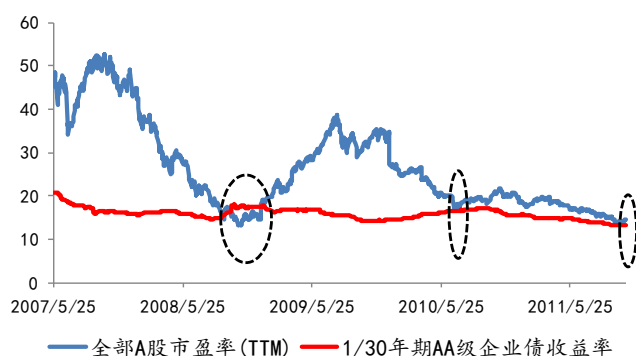
图 62: 当前各行业相对 PB 所处位置



数据来源: Wind 万联证券研究所

反映出市场对上市公司未来盈利成长性的担忧，但我们认为，未来上市公司盈利增速虽然会有回落，但正增长仍是有保证的，未来溢价再次转为正值是大概率事件。从中长期来看，目前权益类资产的吸引力已很明显。

图 63: 全部 A 股市盈率与超长期企业债收益率比较



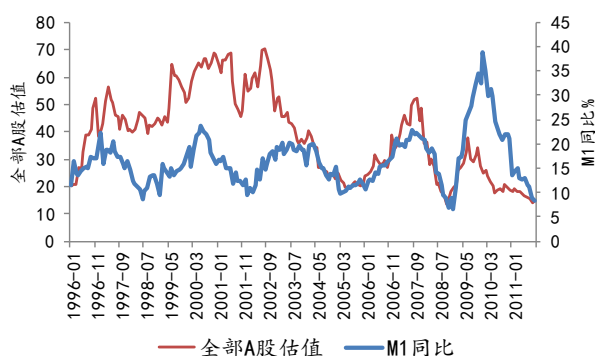
数据来源: Wind 万联证券研究所

4.3 流动性: 比 2011 年改善

随着通胀和经济的双下滑，实体经济的流动性开始好转，反映银行间市场流动性的回购利率和反映企业融资压力的票据贴现利率均在缓慢回落。大环境流动性的改善推动股票市场的流动性好转，同时股票市场自身的流动性也在发生变化。

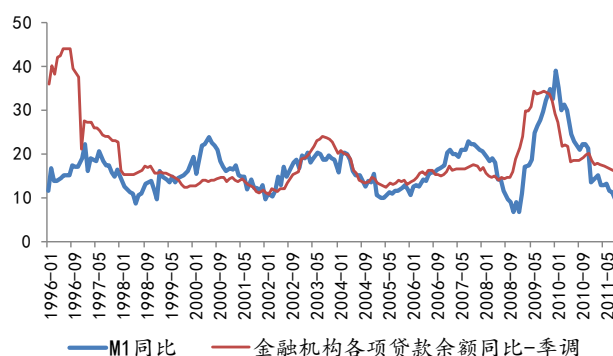
从宏观流动性来看，96 年以来，M1 增速基本上保持了 3-4 年一个周期的规律，对照前面我们基于上市公司盈利周期的分析，可以发现两者在时间长度上基本趋同，但 M1 增速领先企业盈利，并且与 A 股市场基本同步。M1 增速前一周期的低点出现在 2008 年的 11 月-2009 年 1 月，至今已有近 3 年时间；此外，在数值上，10 月份 M1 同比增速为 8.4%，接近历史低点，预计 2012 年宏观流动性将有明显的改善。此外，从季调后的金融机构各项贷款余额同比增速来看，2008 年以来比 M1 增速有 1-2 个季度的领先，这可能是由于“信贷创造货币”存在一定的时间差，后续需密切关注每月的信贷增量。

图 64: 全部 A 股市盈率与 M1 同比关系



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 65: M1 同比与金融机构贷款余额关系



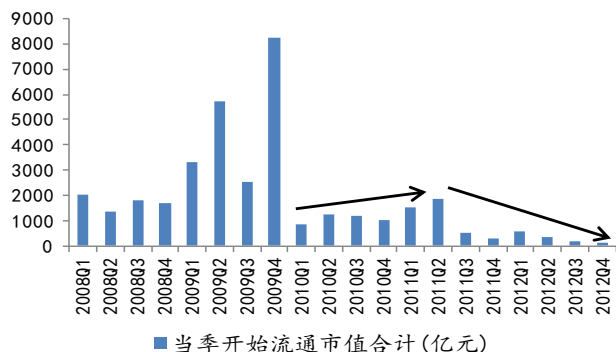
数据来源: Wind 万联证券研究所

从股市的微观流动性看，困扰股市多年的限售股解禁已接近尾声。2012 年的解禁压力已非常小，全年总计约为 1255 亿元，远低于 2010 年的 4302 亿元和 2011 年的 4267 亿元，市场已基本接近全流通状态。需要注意的是，虽然限售股大部分已解禁，但解禁基本完成后市场面临的减持压力依然存在。根据中登公司的统计，截止 2011 年 10 月底，累计减持股份数量仅仅占累计解禁股份数量的 28.6%，这意味着大部分的解禁股仍未出笼，未来如果市场出现较大幅度的上涨，这一部分解禁股的减持将给股市带来较大的供给压力。

但就目前来看，上市公司大股东和高管减持动力已明显减弱。2008 年下半年恢复性行情启动前夕，大股东和高管的减持数量有明显的减少，增持占比大幅回升。今年 9 月份以来，大股东和高管减持市值已有明显的回落，

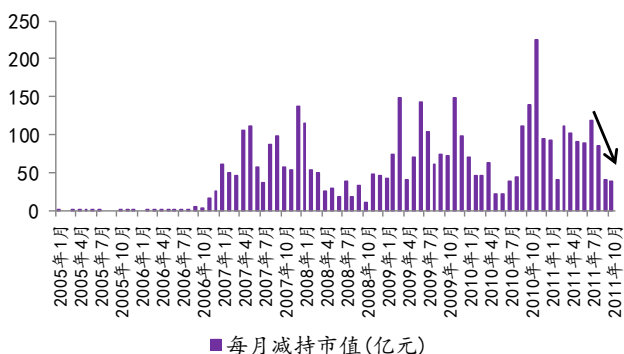
根据我们的统计, 8 月份减持市值 84 亿, 9 月份和 10 月份分别降至 39.56 亿和 39.08 亿, 并且在 9 月份市场大幅下跌时, 增持市值有明显的提高。股指在 2500 点以下时产业资本认同度提高, 反映出市场处在底部区域, 减持带来的供给压力不明显。

图 66: 2008 年以来每季度开始流通的解禁市值



数据来源: Wind 万联证券研究所

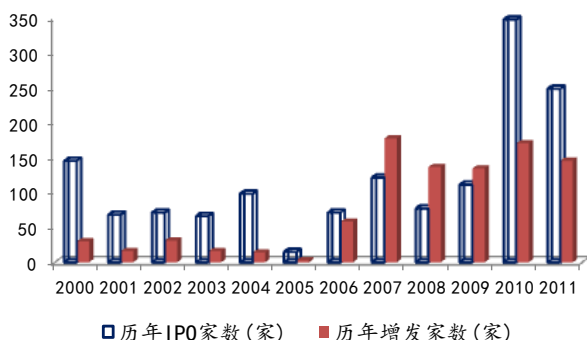
图 68: 每月减持市值



数据来源: Wind 万联证券研究所

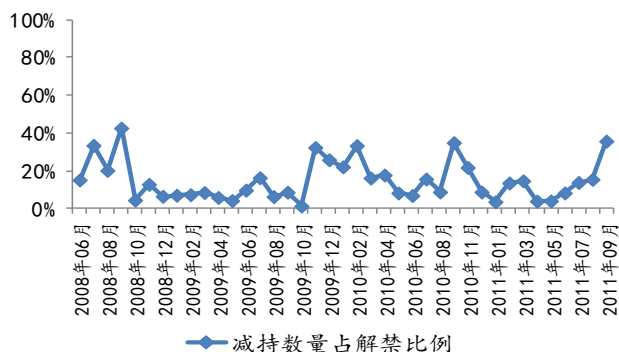
构成股市供给的另一主力军是新股发行和增发配股。2011 年截止 10 月底, 当年 IPO 数量已达到 248 家, 为 2000 年以来的第二高, 仅次于 2010 年的 347 家。增发数量为 149 家, 仅次于 2010 年和 2007 年, 为历史第三高。2011 年在总体流动性偏紧的环境下, 股票市场大规模的供给是推动市场重心不断下移的催化剂。从近期新的监管层强调 IPO 公司强制分红等表态来看, 2012 年新监管层或有新的监管思路出台, 而对 IPO 的放行节奏在很大程度上将决定股票市场修复性行情的高度。

图 70: 历年 IPO 和增发家数



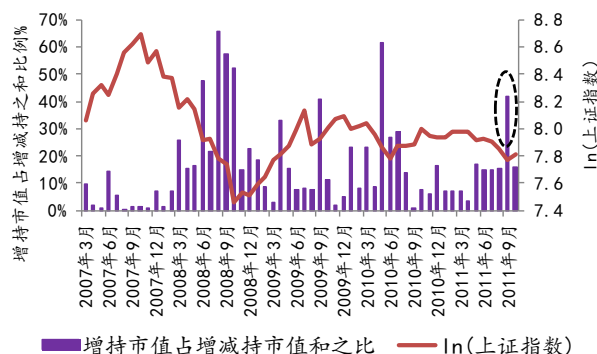
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 67: 每月减持数量占当月解禁数量比例



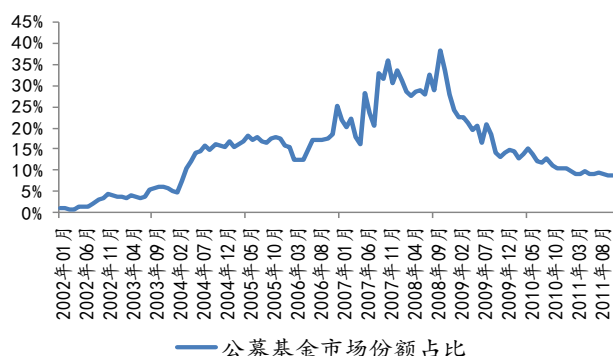
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 69: 每月增持市值占增持和减持合计之比



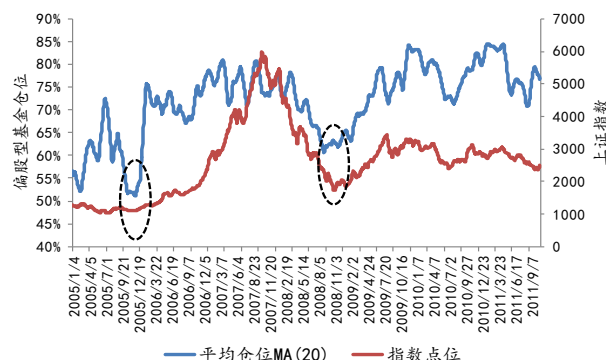
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 71:2002 年以来公募偏股型基金市场份额占比



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 72:2005 年以来测算的公募基金仓位走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

从市场资金的供给层面来看，下一轮牛市的启动很难再由公募基金发动。首先，2008 年以来，公募基金份额占比逐渐下降。所有股票型和混合型基金资产净值占流通 A 股市值的比例在 2007-2008 年达到高点，之后逐渐下降，目前已不到 10%。这个数字在 2005 年底和 2008 年 10 月牛市启动时分别为 17% 和 38%。其次，与前两轮牛市启动时比较，当前公募偏股型基金的平均仓位仍处于相对高位。2005 年下半年市场触底后，偏股型基金的平均仓位最低降至 55% 左右，2008 年市场触底时偏股型基金的仓位也降至 60% 左右，基金的低仓位为后市发动一轮大行情准备了充足的资金。但就当前来看，偏股型基金平均仓位仍处于 75% 以上的相对高位，未来继续加仓推动市场上涨的力量比较有限。此外，当前新成立处于建仓期的公募偏股型基金规模也较小，近 6 个月新成立基金规模为 562 亿，不足全部 A 股 1 天成交金额的 1/3，给市场带来的增量资金较有限。

4.4 修复性行情：3200-3478 仍将是“铁顶”

2011 年市场重心不断向下，最低探至 2307 点，不仅跌破了 1664 点和 2319 点连线的支撑区域，也跌破了 2319 点。10 月下旬以来，以传媒为领头羊的反弹行情拉开序幕，开始一轮由政策放松预期推动的行情。我们认为，本轮行情是否能成为跨年度的大级别反弹行情进行检验的事件主要有 12 月的中央经济工作会议对明年政策的定调以及未来货币政策是否如预期般放松。由于当前经济仍处于“类衰退”阶段，上市公司盈利增速仍在下滑，推动市场上行的动力来自政策预期，10 月份以来陆续出台的税改政策、产业政策激起市场一波反弹，但若后续没有货币政策缓慢放松进行配合，行情难以走远，中央经济工作会议定调明年货币政策基调对引导市场预期尤为关键，若政策基调有所变化，届时配合信贷松动甚至准备金率下调等措施，那么市场对 2012 年经济和流动性的预期就会发生变化，行情很有可能演变为跨年度的行情。

但我们认为纵然年底货币政策开始缓慢放松，市场也难以出现 2008 年般的急涨、大涨，3200-3478 点仍将是修复性行情的“铁顶”。

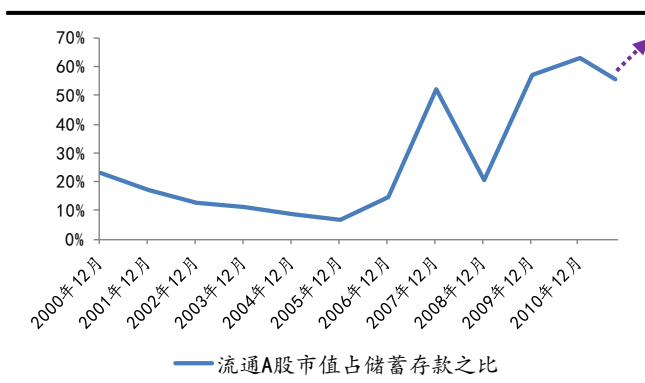
假设上证指数突破 3478 上涨至 3500 点，那么全 A 股的流通市值将从当前的 18.6 万亿元上升至 26 万亿左右，在不考虑 IPO、增发和大股东减持的情况下市场仍需要 7.4 万亿元的增量资金，而根据过去 12 年的经验，每年储蓄存款增加的规模平均为 2.7 万亿元。这在经济转型尚未见到明显成效、上市公司盈利仍处在下滑阶段的大背景下可能性并不大。

其次，从 2009 年 7 月以来，全部 A 股的累计换手率已达到 7 倍，大量筹码堆积在 3200-3478 点之间，在没有一定规模增量资金入市的情况下市场突破的难度非常大。

再次，如前面所分析，当前 A 股市场虽然解禁已基本结束，但大量解禁后未减持的个股很可能在市场处于高点时陆续“套现”，在企业盈利没有跟上市场上涨的步伐时，这部分供给力量就会增强。

最后，从技术面分析，2009 年 7 月创下 3478 高点之后，分别在 2009 年 11 月、2010 年 4 月、2010 年 11 月以及 2011 年 4 月 4 次上行至 3000 点上方，却未能有效突破（图 74）。这对投资者在心理层面上也将形成很大的压力。3478 点对应的正是市场对 2008 年复苏后上市公司盈利增速高点的预期，再这一轮周期中，市场很难完成打破这一“铁顶”的壮举。

图 73:2000 年流通 A 股市值占储蓄存款之比



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 74:2009 年 3478 点以来市场走势



数据来源: Wind 万联证券研究所

5. 行业配置

5.1 从市场周期寻找投资路径

根据我们前面对经济周期的分析, 2011 年三季度开始进入“类衰退”周期。和 2005 年的政策持续收紧依靠外需提振, 以及 2008 年的政策刺激带来快速复苏相比, 这一次的衰退处于政府换届的敏感时期, 政策更有可能走一条结构化调整, 审慎灵活兼具的小步跑接力路线。由此判断, “类衰退”期的持续时间也将介于 2005 年的 5 个季度与 2008 年的 1 个季度之间, 即 3-4 个季度左右。在 04 到 05 和 08 年的两个“类衰退期”中, 大盘都在衰退期时间轴的中轴线附近筑底成功。这是因为股市作为反映预期的场所领先于经济, 决定市场底部的不是“现在有多坏”而是“未来将有多坏”, 一旦确认最坏的时刻已经过去, 就会催生无数关于未来的美好预期, 市场人气也开始慢慢回升。我们认为在 2012 年也将遵循这条规律, 考察 2004 年至 2005 年的衰退期, 市场在 2005 年 6 月筑底成功, 正好位于衰退周期的一半位置。以 3-4 个季度的衰退期来计, 2008 年的情况也类似, 由此判断 2011 年四季度末 2012 年 2 季度将是市场筑底的关键时期, 也就是说 2012 年的市场将处于一个衰退后半场到前复苏时代的牛熊交界点。

图 75: 2004-2012 (预测) 经济周期与市场走势对比图



数据来源: Wind 万联证券研究所

我们遵循以上的市场逻辑, 参照 05 年周期中的行业轮动路线来寻找投资的路径。之所以没有参照 08 年是因为: 1) 08 年周期较短属于小周期; 2) 08 年完全是政策控制下的刺激, 市场被部分扭曲, 目前来看再出台 4 万亿投资几无可能。从大的视角来看, 自 3478 点以来大盘已经持续整理近 25 个月, 显然更适合和 05 年进行类比。

我们将从 998 点到 6124 点的牛市行情进行细分，分为启动、发展、深化和尾声四个阶段。行情启动阶段（即衰退到复苏阶段），有色、食品、商贸、机械和交运位居涨幅前五。

从产业链的角度来说，我们认为从“类衰退”阶段到复苏的投资需要遵循下游必需消费→下游可选消费+中游设备制造→上游资源+下游可选消费的路径。落实到行业配置即食品饮料→商业零售、机械设备→有色。食品饮料作为下游必需消费，具有防御性，在类衰退早期表现出色符合逻辑，在明年上半年衰退期未结束之前都将发挥其进可攻退可守的属性，尤其是白酒类已经具备高端消费的属性。随着衰退的结束和复苏的到来，经济向好的预期带来生产和消费扩张的欲望。产能扩张带动中游产业尤其是设备制造行业，该行业在滞胀→衰退中先后受到上游成本上涨和下游需求不足的挤压，就像一个两面受压的弹簧，一旦压制弹簧的上游成本因经济衰退而下降，下游消费受（即将）步入复苏而扩张，这个弹簧会迅速反弹。消费扩张和消费升级的需求则将支撑可选消费，在我国深化经济结构转型、希望以消费拉动经济的大环境下，政策必然从各方面鼓励消费，甚至不排除出台部分“让利于民”的政策。从今年 10 月出台的增值税试点改革来看这个可能性并不小。在复苏确立后，上游资源类行业可能成为市场热点，这是因为 1) 资源的稀缺属性和不可再生性 2) 复苏带来的需求提前在资本市场反映 3) 全球流动性的放松（详见第二章论述）。

表3：2001年以来行业表现

市场阶段	时间区间	前 5 行业	涨跌幅	后 5 行业	涨跌幅
2001 年-998 点	01/1/1-05/6/6	黑色金属	-29%	信息服务	-68%
		交通运输	-30%	电子	-69%
		采掘	-43%	信息设备	-70%
		金融服务	-43%	综合	-71%
		食品饮料	-47%	农林牧渔	-79%
998 点-6124 点	05/6/7-07/10/16	有色金属	1235%	公用事业	362%
		房地产	796%	医药生物	355%
		采掘	788%	信息服务	349%
		金融服务	731%	电子	224%
		机械设备	664%	信息设备	198%
6124 点-1664 点	07/10/17-08/10/28	医药生物	-51%	黑色金属	-74%
		农林牧渔	-51%	餐饮旅游	-74%
		信息服务	-59%	交运设备	-75%
		食品饮料	-61%	采掘	-77%
		公用事业	-62%	有色金属	-85%
1664 点-3478 点	08/10/29-09/8/4	有色金属	282%	信息服务	110%
		采掘	223%	医药生物	106%
		交运设备	192%	食品饮料	99%
		房地产	178%	公用事业	95%
		综合	169%	交通运输	93%
3478 点-2011/10	01/1/1-11/10/31	食品饮料	41%	公用事业	-31%
		医药生物	30%	金融服务	-33%
		家用电器	19%	交通运输	-36%
		电子	16%	房地产	-38%
		综合	8%	黑色金属	-45%

数据来源：Wind 万联证券研究所

机械设备行业受全球经济、国内政策、汇率、大宗商品价格等多方因素共同影响，和大盘具有很强的共振。从历史的价格、盈利和估值情况来看，存在一定的规律性。以机械板块龙头三一重工和中联重科为例，我们发现其PE低点往往就是大盘低点，尤其自2007年以来具有高度同步性。

图 76:三一重工 PE 对比上证综指

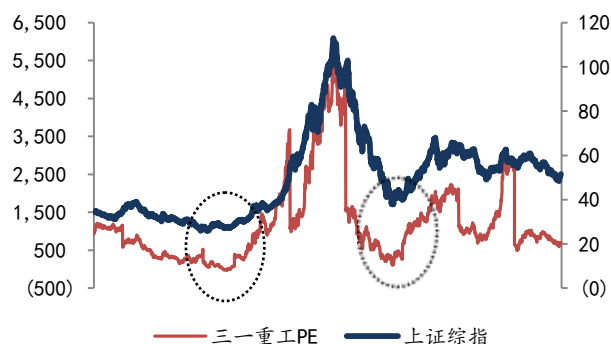
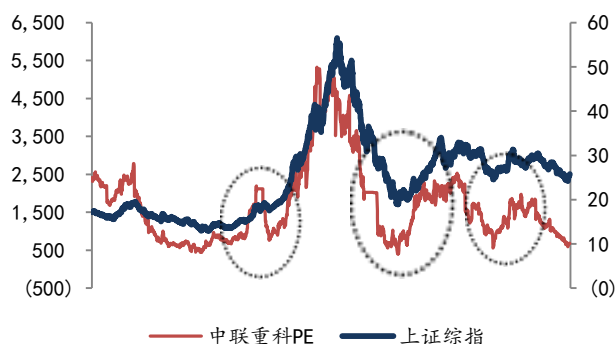


图 77: 中联重科 PE 对比上证综指



数据来源: Wind 万联证券研究所

数据来源: Wind 万联证券研究所

表 4: 998 点以来行业表现

大盘阶段	时间区间	前 5 行业	涨跌幅	后 5 行业	涨跌幅
行情启动阶段	05/6-06/6	有色金属	140%	黑色金属	40%
		食品饮料	117%	家用电器	38%
		商业贸易	110%	交通运输	37%
		机械设备	105%	公用事业	37%
		交运设备	89%	信息设备	29%
行情发展阶段	06/7-07/1	金融服务	110%	医药生物	39%
		黑色金属	83%	信息设备	36%
		房地产	80%	综合	34%
		食品饮料	60%	采掘	22%
		商业贸易	59%	电子	20%
行情深化阶段	07/2-07/5	综合	140%	交通运输	70%
		纺织服装	136%	黑色金属	69%
		房地产	119%	信息服务	41%
		建筑建材	98%	食品饮料	39%
		家用电器	97%	金融服务	29%
牛市尾声阶段	07/6-07/10	采掘	93%	农林牧渔	1%
		有色金属	88%	综合	-1%
		金融服务	79%	纺织服装	-1%
		房地产	52%	电子	-3%
		黑色金属	41%	信息设备	-6%

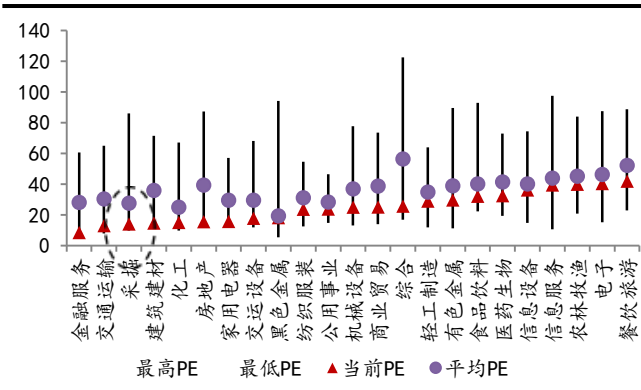
数据来源: Wind 万联证券研究所

5.2 牛熊之交的估值修复

2011 年 (截至 11 月 4 日), 23 个申万一级行业中仅有 6 个相对大盘取得正收益, 电子、有色、信息设备三

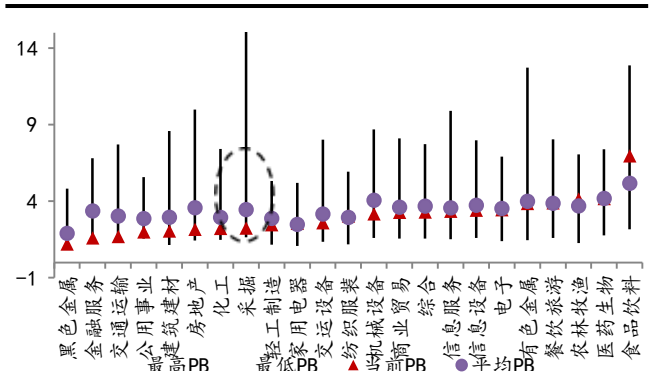
大行业跌幅最大，绝对跌幅在 20%以上，相对收益跌幅也均在 10%以上。多个行业 PE 和 PB 已经接近历史最低水平，23 个申万一级行业中，所有行业 PE 均低于历史平均（2000 年以来数据），18 个行业 PB 低于历史平均（2000 年以来数据），估值底基本可以确定。关注双低（低 PE 低 PB）的行业和个股。自 3478 点以来 A 股市场长期处于迷失轨道中，部分行业出现了超跌，我们建议关注这部分估值修复的机会。估值修复真正的兑现必然与市场周期相吻合，弱势市场下反弹只能是市场的无序波动，根据我们对明年市场“牛熊之交”的判断，一旦确认熊灭牛起，则弹性较高的超跌板块将率先发力。比较当期 PE、PB 和历史平均值及历史最低值，均列双低前 5 的行业有金融、采掘和房地产，房地产因政策放松概率较小而规避，金融因流通市值过大而规避，建议关注采掘。

图 78:PE 分布图



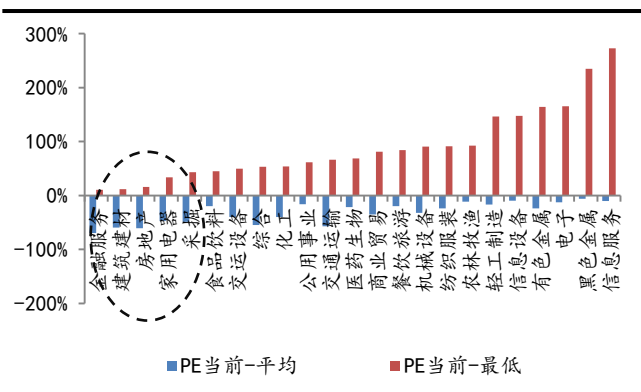
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 79: PB 分布图



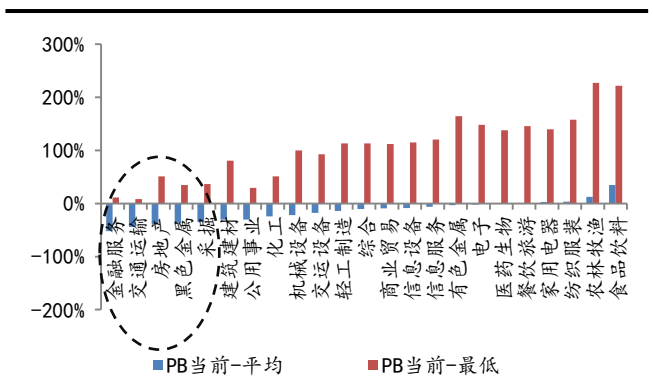
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 80:PE 与平均和最低比较图



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 81: PB 与平均和最低比较图



数据来源: Wind 万联证券研究所

5.3 2012 年的风格转换：轻指数，重个股

2011 年的 A 股市场呈现大盘强、个股弱；主板强势、中小板和创业板弱势的格局。截止 11 月 11 日，上证指数下跌 11.64%，中小板指数下跌 23.34%，创业板指数下跌 21.67%，中小盘股的跌幅几乎两倍于大盘。我们认为 2012 年市场将迎来风格转换，重新回到轻指数、重个股的路径上来，中小盘股投资机会较多。理由基于以下几点：

1) A 股市值近 20 万亿，流通市值占储蓄存款的比例从 05 年的低于 10%已经上升到近 60%，大量银行理财产品 and 信托的分流下，存量资金甚至加上未来的增量资金短期内都无力托起沉重的大盘。

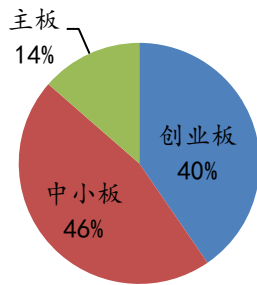
2) 中小板和创业板已接近超跌。中小板在 2009 年和 2010 年经历了两年小牛市，从 K 线形态上看，2011 年的下跌已经跌去过去两年涨幅的一半（图 87），创业板指数更是跌破了创立时的点位。

3) 以最新价计算，中小板和创业板破发率接近 4 成。2009 年 7 月 IPO 重启后，沪深两市共发行新股 712 家，其中大部分是中小板和创业板，主板仅有 79 家。截止 11 月 11 日数据，其中已有 287 只个股破发，2009 年后的

总破发率高达 40.3%。破发集中在创业板和中小板，287 只破发个股中创业板 116 家，占破发个股的 40%，破发率为 42.34%；中小板破发 132 家，占破发个股的 46%，破发率为 37%。2012 年中小板将迎来解禁高峰，在破发率高达 37%的情况下，股价进一步下跌的动力已经不足，甚至有释放业绩利好的动力。

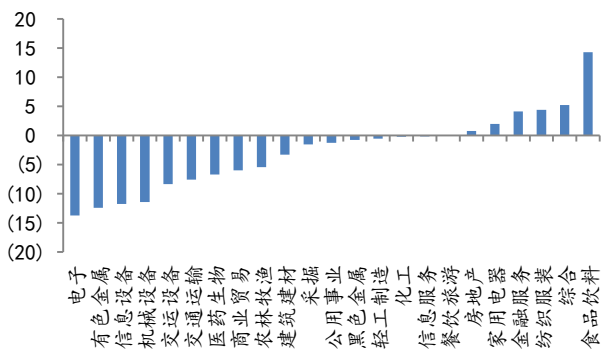
4) 政策利好多集中在中小盘股。产业政策将重新成为明年市场的主题热点，而新兴产业和政策倾向扶持的结构转型行业大都集中在中小盘股。从 2010 年疯狂炒作新兴产业到 2011 年的归于沉寂，原定 2011 年 9 月就发布的多项新兴产业规划迟迟难产，既给了市场冷却的时间，也为未来酝酿了机会。

图 82:2009 年后新股表现统计 (最新价已破发)



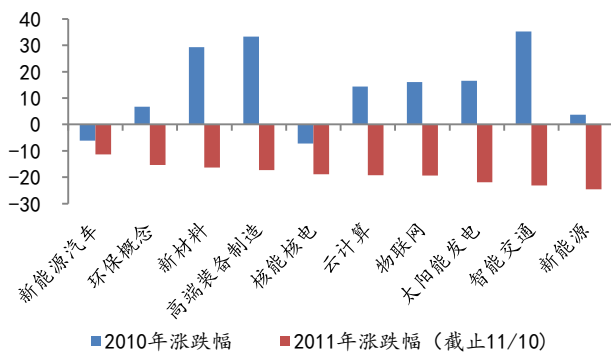
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 84:2011 年行业表现 (申万一级行业分类)



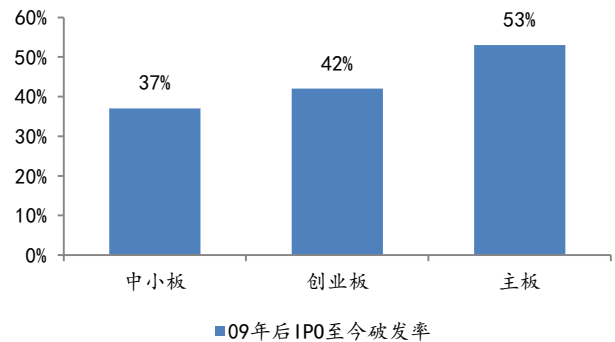
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 86:新兴产业部分板块 2010 和 2011 表现



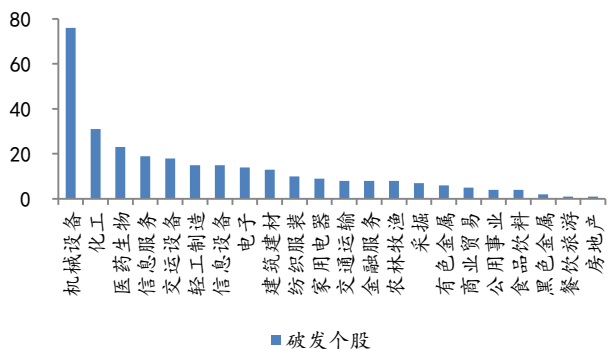
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 83: 2009 年后新股破发率 (以最新价计算)



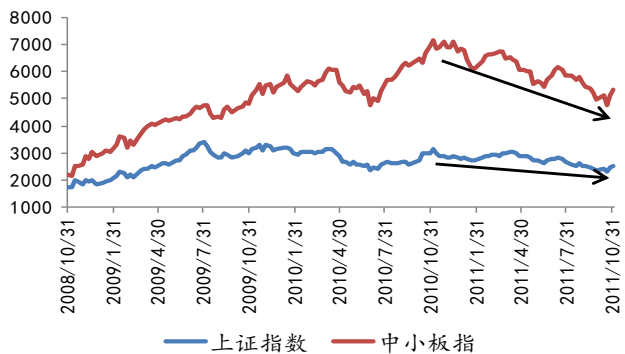
数据来源: Wind 万联证券研究所

图 85:2009 年后破发个股的行业分布 (以最新价计算)



数据来源: Wind 万联证券研究所

图 87:2011 年中小板指调整幅度远大于上证指数



数据来源: Wind 万联证券研究所

表5：行业配置表

行业名称	行业标准配置	行业配置建议	配置理由
有色金属	4.76%	标配	金属价格前低后高，建议配置“先下后上”
公用事业	2.93%	标配	火电企业盈利回升；理顺电价机制迎来较好的时机；环保在经济转型阶段极大受益政策支持，利好板块市场表现。
建筑建材	3.55%	标配	2012 年水泥行业景气先抑后扬，最早明年二季度迎来景气拐点，三季度迎来盈利拐点。
电力设备与新能源	2.33%	超配	坚强智能电网建设提速令一、二次设备类龙头企业将充分受益；风电和光伏发电投资前景相对黯淡，核电相关产业政策的明确有利与促进产业良性发展。
房地产	4.07%	标配	调控政策不放松，2012 年行业投资机来自于估值修复
纺织服装	1.19%	标配	行业估值相对合理，盈利能力有望提升，业绩增长较为明确，依然具有较好的防御特性。
商业贸易	2.46%	超配	CPI 回落对商业零售影响有限，内贸“十二五”规划有望出台推动行业发展
医药生物	4.35%	标配	行业仍将保持较高的景气度，部分医药股已经高估，行业将逐步走向分化。
化工	7.16%	标配	行业总体盈利能力恢复还需时日，更加接近终端需求的子板块将率先恢复。
计算机	1.48%	标配	建议在下需求快速增长的社会信息化领域及受益政策支持战略性新兴产业中挖掘个股投资机会。
食品饮料	4.42%	超配	政策支持、行业政策稳定产品价格、上游农产品、原材料价格回落提升行业盈利能力。

数据来源：Wind 万联证券研究所

5.4 总结

2012 年 A 股市场投资环境全面改变，政策环境得到边际改善，定向宽松是主基调，政府换届后新监管层的新思路值得期待；经济增速前低后高；随着股指期货和融资融券的逐渐成熟，投资者投资思路和方法也在发生变化。市场处于“牛熊之交”过程中，2012 年将呈现触底回升、宽幅震荡的走势，投资机会将明显增多。后阶段政策的重点将转向产业政策和制度革新，货币政策在一定程度上已受制于房地产市场，未来房价下跌为货币政策适度放松腾挪空间。但只起到“维稳”经济、促进转型的作用，而非启动新一轮由房地产拉动的经济周期。因此我们认为未来政策很可能转变为局部收紧，即针对房地产市场的调控政策较难出现明显放松，但货币政策总的基调可能会有所变化，而这会给市场带来修复性、结构性的机会。根据前两轮经济触底回升过程中市场的走势规律，市场在“类衰退”阶段的中期触底，之后企稳回升。当前 A 股市场整体估值已至历史底部，与超长期限的企业债相比，A 股市场估值已反映了对未来经济下滑的悲观预期。2012 年宏观流动性和微观流动性都将有所改善，货币政策的缓慢放松和产业政策、制度革新带来的红利效应将给市场带来较多的投资机会，但 3200-3478 点仍将是恢复性行情的“铁顶”。

海外方面，全球经济将在 2012 年迎来流动性改善，最大的风险还是来自欧洲。欧债危机具有较大的不确定性，决定其走势的更多是政治因素而非经济因素。我们认为欧元区必须实践一定程度的改革，轻则实行准财政联盟，重则让部分国家退出欧元区甚至以德法等少数国家为核心重组。美国经济缓慢复苏，再出刺激政策概率较大。新兴经济体集体放松也是大势所趋。

考察 2004 年至 2005 年的“类衰退”期，我们认为 1) 从“类衰退”到复苏阶段的投资应遵循下游必需消费→下游可选消费+中游设备制造→上游资源+下游可选消费的路径，落实到行业配置即食品饮料→商业零售、机械设备→有色。2) 比较当期 PE、PB 和历史平均值及历史最低值，均列双低前 5 的行业有金融、采掘和房地产，房地产因政策放松概率较小而规避，金融因流通市值过大而规避，建议关注采掘。3) 我们认为 2012 年市场将迎来风格转换，重新回到轻指数、重个股，尤其是中小盘股的路径上来。理由基于以下几点：A 股市值过大、中小盘股超跌、破发率近 40%、产业政策集中。

行业投资评级

强于大势：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大势：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 至 -10% 之间；

弱于大势：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的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、刊登、发表或引用。