

投资策略

升引擎，变逻辑，再布局

—— 2012 年 A 股投资策略


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 12 月 7 日

研究结论

- **十二五，三驾马车齐升级：**当下面临的全球性大危机，正是变革的最佳时间窗口。我们预期在明年以及整个十二五期间，转型中的国民经济将升级发动机——1) 深度城市化；2) 大消费和消费升级；3) 人民币国际化。这其中包含着大量的可供布局的投资机会。
- **2012，变逻辑：**长期流动性的变革拐点正在来临，纵观 2012 全年，流动性改善，经济着陆，通胀下行将是主要事件，我们判断经济工作的重心将从 CPI 转向 GDP，经济“先见底再复苏”。预测 2012 年 GDP 减速到 8.5% 左右，CPI 下降到 3.7% 左右。
- **趋势判断：**我们预计明年上证综指的估值水平将在 10.8 和 12.5 之间变动，对应指数的核心波动区间为（2300，2900）。市场波动变化大致体现为上下上的 N 字形态。
- **配置建议：**流动性改善初期，主题投资为矛博绝对收益；通胀下行时，中档消费为盾守相对收益，将是贯穿全年的投资策略。在此基础上，需抓住两次大市向上的波动性机会：一季度全球再度集体救市产生流动性释放的上升浪和三季度实体经济景气上行的主升浪。

东方证券策略团队

证券分析师 邵 宇 (S0860511110001)
8621-63326032
shaoyu@orientsec.com.cn

联系人

程 刚 8621-63325888×6128
chenggang1@orientsec.com.cn

杨 娜 8621-63325888×6253
yangna@orientsec.com.cn

王 鹏 8621-63325888×6111
wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春 8621-63325888×6112
wushengchun@orientsec.com.cn

	一季度（上，10-15%）	二季度（下）	三季度（上，20-25%）
逻辑 主线 投资 策略	流动性改善初期，主题投资为王 核电、环保、种业、新兴产业、民生、铁路重载、深度城市化等主题		
	通胀下行，下游行业相对景气度高，且消费行为枣核化 配置消费行业，尤其是各消费板块中的中档消费品种，如便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、特色医疗、短途旅游、烟草、千元智能手机、网购等		货币效果，实体经济触底回升 周期性行业
	全球联合救市的流动性释放 周期性行业，如有色、煤炭、银行、地产等		新政治周期启动 投资品，如建材、工程机械、保障房、新兴产业
风险 提示	经济着陆，货币时滞，外围反复，上市公司年报和一季报可能低于预期，盈利和估值进一步下调 谨慎，注重护城河		转型，进入新增长周期 成长股，如医药、科技、LED、环保等，深度城市化主题等
	外围经济放缓：回避出口概念 地产调控持续：回避地产相关概念，如家具、家电、装修、建材		通胀可能再度上行

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

核心逻辑

对于处在转型期的中国而言，当下面临的全球性大危机，正是变革的最佳时间窗口。我们预期在明年以及整个十二五期间，在减速过弯、以质量换速度的前提下，逐渐换装新的三驾马车发动机——1) 以深度城市化替代传统城市化，扬弃而不是抛弃 GDP 锦标赛；2) 以大消费和消费升级替换消费不足，迎来消费行业的黄金时代；3) 以人民币国际化替换一般贸易出口。**在更新了的投资、出口、消费三架马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。**这其中包含着大量的可供布局的投资机会。

流动性：

全球经济下滑导致的贸易顺差下降和新增实际利用外资的收窄导致了外汇占款的急剧下降，**长期流动性的变革拐点正在来临，阵痛带来经济和资本市场的新生也不会太远了。**

政策面：

我们总体判断政策基调不会显著改变，官方表述应该还是保持稳健的货币政策和积极的财政政策；增长目标将被适当调低，为转型相关政策的实施提供空间和弹性

- **货币政策**——回到中性的货币供应目标意味着准备金率仍然有连续下调的要求；同时预期稳增长很有可能再次成为政策优先。
- **财政政策**——明年的新意来自于结构性减税，重点投资提供保障。
- **产业政策**——有选择性的定向性产业支持可能成为防止中国经济硬着陆的逆周期政策出台，新兴产业将成为政策重点投放的领域。
- **价格政策**——通胀回落会给宏观政策带来更多迂回空间，未来价改的推进将重新步入正轨。

经济面：

在逆周期的政策操作下，我们认为，**明年经济会呈现出“先见底再复苏”的整体走势，我们对于明年 3-4 季度经济增长保持乐观。**预测 2012 年 GDP 下降到 8.5% 左右，CPI 下降到 3.7% 左右；房地产调控带来的投资下行是一个可控的着陆过程，外需萎缩带来的出口部门的下滑是预期中的中长期现象，加上偏紧的流动性，中国经济的短期下行趋势已经非常确定。预计 1 季度将会进入一个政策投放期，存准率会继续下降，而经济将会由于周期的惯性而继续下行并于 2 季度兑现着陆；年中流动性将会出现明显的改善，温补型的财政刺激包开始见效，各类投资也将会出现恢复的迹象，并配合新政治周期的发动，投资实际同比增速将会在 3 季度达到年中的高点，而经济增长的趋势性修复将会在 4 季度全面显现出来。

趋势判断：

预计明年上证综指的估值水平将在 10.8 和 12.5 之间变动，对应**指数的核心波动区间为 (2300, 2900)**，在风险事件导致的市场情绪变化驱动下可能会有极值附近正负 100 点左右的跳跃。市场波动变化大致体现为上下上的 N 字形态：一季度，大市可能面临一波小行情——外围风险倒逼了必须进行全球协调的救市行动；国内开始新信贷周期，贷款环比改善和政策微调的放松重叠，营造投资友好的流动性环境和情绪改善憧憬，这为周期性品种反弹制造了机会；二季度风险较大，主要在于国内经济着陆，年报和季报业绩下滑开始大规模兑现，盈利和估值预期可能再度大幅下调；三季度，经济和政治都将迎来新的周期，A 股很可能有机会面临“吃饭行情”，周期品种将迎来全年主升浪。

相关报告：

2012 年度大类资产配置策略：

危机第二波：择日而亡（11 月 24 日）

危机第二波：罗马困兽犹斗（9 月 2 日）

2012 专题投资策略：

战术进攻——主题投资再出发（11 月 14 日）

战略防御——细选中档消费（11 月 25 日）

深度城市化：投资引擎新升级（即将发布）

大消费时代：三驾马车新驱动（即将发布）

2012 制度改革专题策略研究：

通胀下行，资源价格改革再起步（即将发布）

政策调整之结构性减税在路上（即将发布）

目 录

核心逻辑	2
一、 转型：新三驾马车升级增长引擎	7
1、 深度城市化：投资引擎新升级	7
1) 经济转型期的必然需求——提高城市化质量	7
2) 政策驱动：“十二五规划”聚焦城市化质量	9
3) 深度城市化的趋势和关键逻辑	10
2、 大消费时代：三驾马车新驱动	13
1) 收入提高是推动消费增长的第一动力	13
2) 中产阶层是消费升级的主要群体	14
3) 人口结构变化提高消费能力	14
4) 城市化驱动消费升级	15
5) 未来趋势和投资建议	15
3、 人民币国际化：中国制造输出新内容	16
二、 流动性：中国模式和全球失衡	17
三、 政策：结构转换和助推转型	22
1、 货币政策：走向中性	22
2、 财政政策：结构减税	23
3、 产业政策：新兴加升级	26
4、 价格政策：启动改革	27
四、 经济：能差到什么程度	30
1、 经济着陆在即	31
1) 投资：房地产下行风险，部分可以对冲	31
2) 出口：拖累经济预期中	33
2、 通胀风险不再	34
3、 反周期软着陆	35
五、 市场：波段上下上，趋势温和上	38
1、 估值风险仍在，中枢即将回归	38
1) 短期：上证综指盈利增速仍然有下调空间	38
2) 中期：流动性改善维持估值中枢	39
3) 长期：上证综指波动区间预测	40
2、 趋势预测 N 形，行业配置分季	41
1) 趋势判断	41
2) 一季度机会：全球救市中的流动性冲击	42
3) 二季度防御：软着陆	42
4) 三季度主升：经济周期“升引擎”再启动	43
5) 行业配置表	43
3、 观点总结	44

图表目录

图 1： 中国社保支出占 GDP 比例.....	7
图 2： 全国最低工资水平.....	8
图 3： 劳动人口比重与总抚养比.....	8
图 4： 美国城市化率提升历程.....	8
图 5： 日本市部人口比率变化过程.....	8
图 6： 目前我国部分城市建设指标.....	9
图 7： 十二五热点投资计划（单位：亿元人民币）.....	9
图 8： 城镇具名社会保障情况（单位：万人）.....	10
图 9： 城市化进程.....	10
图 10： 最终消费支出对 GDP 贡献（%）.....	13
图 11： 2009 年各国最终消费支出占 GDP 比重（%）.....	13
图 12： 中国城镇居民人均可支配收入及家庭恩格尔系数.....	13
图 13： 中国农村居民人均纯收入及家庭恩格尔系数.....	13
图 14： 中国个人可投资资产超过 1 千万元的人口数量（万人）.....	14
图 15： 2010 年发达地区人均可支配收入（元）.....	14
图 16： 人口结构现状及预测.....	14
图 17： 城市化进程将推动商业空间快速增长.....	15
图 18： 基准汇率及外汇储备存量（亿美元）.....	17
图 19： 财政收入、支出同比增长及财政收支差额（%，亿元）.....	17
图 20： M2 存量及同比增长（十亿元，%）.....	17
图 21： 外商直接投资、经常账户盈余及外汇储备（亿元）.....	17
图 22： 外汇储备及外汇资产占央行总资产比例（亿美元，%）.....	18
图 23： 汇率变动及单位商品房销售价格（元）.....	18
图 24： 基于货币供求关系的流动性非均衡模型框架.....	19
图 25： 外汇占款与新增外汇储备月度变动（亿元人民币）.....	20
图 26： 进出口同比及贸易差额（%，十亿美元）.....	20
图 27： 即期汇率与 NDF 汇率（元）.....	20
图 28： 国际资金对于中国市场的配置（十亿美元）.....	21
图 29： 存款准备金率（%）.....	21
图 30： 货币供给量同比增长（%）.....	22
图 31： 社会融资总量模拟月度（万亿元）.....	22
图 32： 外汇占款实际值和模拟值（十亿美元）.....	23
图 33： 实际有效汇率与名义有效汇率.....	23
图 34： 中央财政收入和地方财政收入（万亿元）.....	24
图 35： 财政收入增长率和名义 GDP 增长率（%）.....	24
图 36： 房地产开发资金来源（%）.....	31

图 37： 房地产销售和新开工累计同比 (%)	31
图 38： 房地产投资单月值同比增速	31
图 39： 房地产土地开发投资累计同比 (%)	32
图 40： 国房景气指数 (%)	32
图 41： 亚洲部分经济体出口同比增速 (%)	33
图 42： 进出口同比及贸易差额 (%，十亿美元)	33
图 43： PMI 进出口指数 (%)	33
图 44： 对欧元区国家出口同比 (%)	33
图 45： 对美国和日本出口同比增速 (%)	34
图 46： 外汇占款与外汇储备月变动 (亿人民币)	34
图 47： 中国 CPI 同比 (%)	34
图 48： CPI 同比与月环比 (%)	34
图 49： 农产品批发价格指数 (2000=100)	35
图 50： 前四周商务部食品价格监测情况 (周环比)	35
图 51： 生猪存栏和能繁母猪存栏 (千万头)	35
图 52： 名义与实际利率 (年利率，%)	35
图 53： 货币供应的增加 (%)	36
图 54： 投资增速的增加 (%)	36
图 55： 工业增加值概况 (%)	36
图 56： 中国实际 GDP 同比与环比 (%)	36
图 57： 上证综指 2011-2012 盈利一致预期变化情况	38
图 58： 上市银行净利润增速已经开始下滑 (07 年前上市银行)	38
图 59： 上市银行息差可能进入下行通道 (虚线为预测值)	38
图 60： 经济下滑阶段盈利下调致使估值“被”上调	39
图 61： 根据流动性和企业盈利状况划分的四象限及对应股市表现	39
图 62： 源动型价格下行和被动型价格下行	41
图 63： QE2 行情中周期性行业领涨	42
图 64： QE2 行情中领涨板块交易额分布 (占比总交易额)	42
图 65： 中国 PMI：工业中间品库存	43
表 1： 不同发展时期的城市化特征	9
表 2： 我国发达城市深度城市化规划	10
表 3： 深度城市化的发展趋势及关键逻辑	11
表 4： 消费发展按照趋势分类	15
表 5： 2012 年 M2 各组成部分预期值	22
表 6： 2012 年 M2 同比增长率预测表	23
表 7： 已出台“十二五”产业规划相关税收政策梳理	24
表 8： “十二五”产业规划汇总	26

表 9： 价格改革路径及其影响	28
表 10： 2012 年宏观经济数据预测表	30
表 11： 历年预测市盈率变动范围	40
表 12： 上市公司盈利增速情景假设	40
表 13： 上证综指对应盈利增速以及估值的点位测算	41
表 14： 行业配置表	43

一、转型：新三驾马车升级增长引擎

又一次的周期轮回，这次真的不同吗？

对于处在转型期的中国而言，当下面临的全球性大危机，正是变革的最佳时间窗口，中国及其民众在这场全球化游戏中，一直生存在“hard”模式下，这使得我们筹码最多，弹性更大。我们乐观地深信中国增长的故事不会戛然而止。我们预期在明年以及整个十二五期间，在减速过弯、以质量换速度的前提下，逐渐换装新的三驾马车发动机——

1) 以深度城市化替代传统城市化，扬弃而不是抛弃 GDP 锦标赛，以超级城市群（及其现代化立体交通系统）的建设为抓手，解决困扰多时的城乡一体化和现代化巨型城市运营管理问题；实现产业升级、合理转移下的全面城市化和区域均衡增长；

2) 以大消费和消费升级替换消费不足。未来五年，居民消费率有望从现在的 35% 提高到 50%，从而形成消费、投资的良性循环。随着中国经济的稳健增长，居民人均可支配收入不断增加，人民生活水平持续提高，再加上政府对消费服务给予越来越多的重视和政策鼓励，我们完全有理由相信，未来较长的一段时间都将是消费行业的黄金时代；

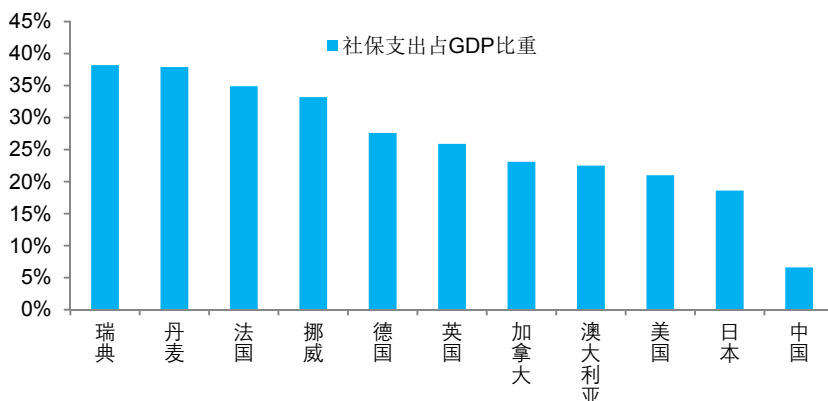
3) 以人民币国际化替换一般贸易出口，即在人民币国际化方向下，在巨额外汇储备的保驾护航下，向亚太和其他地区输入工程、服务、商品、资本和货币。

在更新了的投资、出口、消费三架马车的基础上重启系统，这将是一个中长期可持续的向上趋势。这其中就包含着大量的可供布局的投资机会。

1、深度城市化：投资引擎新升级

中国的城市化进程举世瞩目，伴随着城市化工业化的同步并举，中国的城市化率从 1978 年的 17.92% 上升到 2009 年的 47.6%。如果算上不入户籍的农民工，这个比例可能更高，中国俨然用了 30 年的时间走完了发达国家上百年的道路。但是必须看到的是，城市化的本质是一种要素合理配置，劳动力享受城市化带来的生活品质提高，享受社会保障的过程。由于要素的受制，环境的破坏以及社会保障的缺乏（图 1），中国过去的道路只能是一种追求速度缺乏质量的“半城市化”。

图1：中国社保支出占 GDP 比例



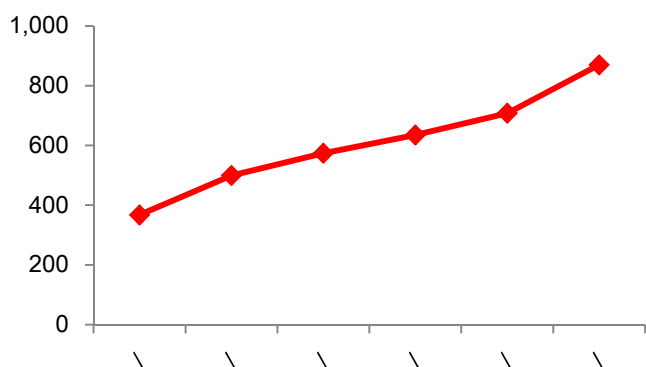
数据来源：《中国统计年鉴 2010》，CEIC，东方证券研究所

1) 经济转型期的必然需求——提高城市化质量

如果说中国过去的“半城市化”使中国必须改变的话，那么在进入刘易斯拐点的背景下中国城市化更应有自己独特的方式。2015 年，劳动年龄人口可能停止增长，而 2030 年人口的增长到达拐点。富士康和本田事件，多个省市最低工资的大幅上调（图 2），以及 2004 年以来频繁出现的“民工荒”，都预示着廉价劳动力和廉价出口的模式已到尽头。

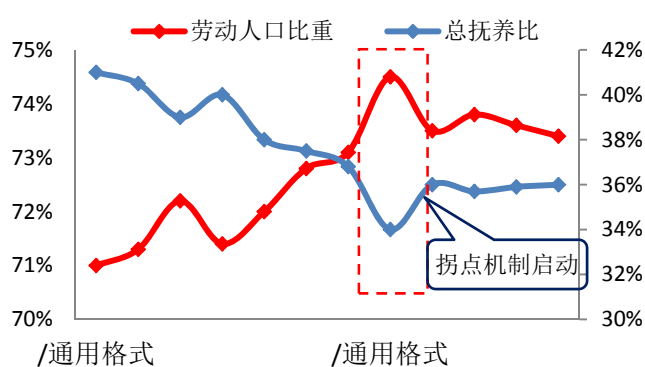
刘易斯拐点启动导致劳动力成本上升已是大势所趋，“刘易斯转折点”到来之前，农业劳动力由于严重剩余而边际农业生产较低，农村劳动力的少量迁出并不影响整体的市场价格，因而农民工的边际工业产出大于要求的工资率。然而一旦进入刘易斯拐点后，人口抚养比进入上升拐点，农业不再是剩余劳动力的蓄水池，农村剩余劳动力必将要求将自身的边际产出与报酬相一致（图 3）。

图2：全国最低工资水平



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

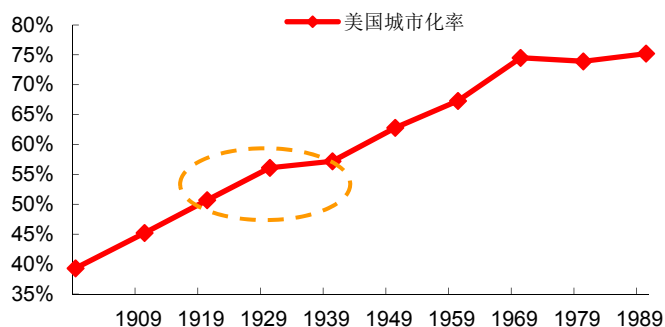
图3：劳动人口比重与总抚养比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

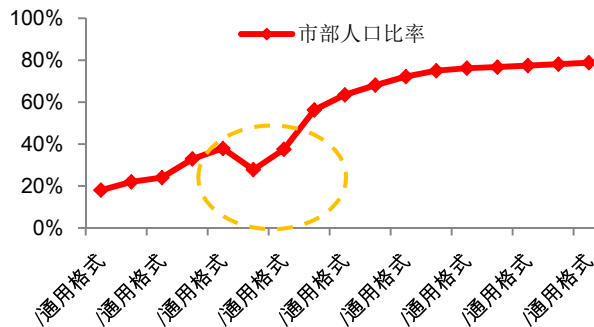
纵观美日城市化发展,50%城市化率所对应的时点大致分别是 1920 年和 1950 年左右(图 4、图 5)。对 S 型曲线的各阶段考察，在城市化初始发展期呈现以中小城镇为主的空间特征，货物的商品化率会大大增加。而当城市化进入加速发展期，特别是城市化率达到 50%之后，农村人口流入城市速度会放缓，而人群从小城市流入大城市会成为人口结构改变的重要模式。在这一阶段中，小城市不断吸纳大城市因城市容量而无比较优势的产业向外转移，即扩散效应；而大城市由于自身的发展机会不断发挥劳动力的蓄水池作用，即集聚效应。两种效应最终的合力是形成以中心城市为主，专业化且集中化的城市群。而城市化率达到 70%左右时，城市群中各城市的产业分工高度精细，要素与经济联系非常紧密（表 1）。

图4：美国城市化率提升历程



数据来源：《美国城市化的历史解读》，东方证券研究所

图5：日本市部人口比率变化过程



数据来源：《日本城市化模式与中国的选择》，东方证券研究所

表1：不同发展时期的城市化特征

产业发展阶段	初始发展期	加速发展期	发展成熟期
经济特征	专业化	专业化+集中化	专业化+集中化+综合性
空间特征	中小城镇	大城市，特大城市	城市区域
经济联系程度	较紧密	紧密	很紧密
货物的商品率	快速上升	缓慢上升	开始下降
货物的自给率	迅速下降	缓慢下降	开始回升

数据来源：东方证券研究所

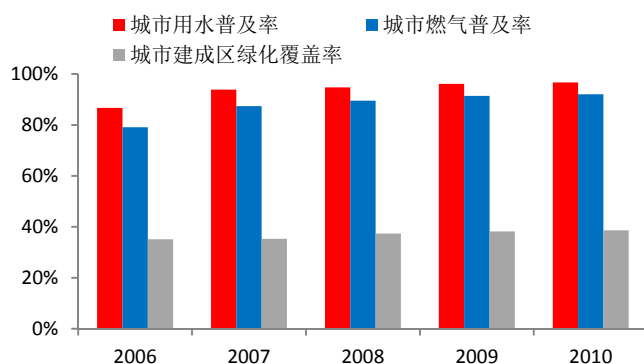
从美日的发展历程来看，城市化是一个国家经济发展、产业结构升级以及扩大消费的重要条件与必经之路。因历史、政策、地理环境等原因的综合作用，我国东西部地区经济发展情况存在较大差距。不同地区居民的收入与生活水平的差距在不断拉大，由此产生大量的人口迁移压力，将对我国经济社会的发展产生十分重大的影响。可以说，对城市化的深入理解，有助于我们准确把握未来几十年的投资线索。

2) 政策驱动：“十二五规划”聚焦城市化质量

2011 年 3 月 16 日发布的《十二五规划纲要》明确：“十二五期间，将积极稳妥推进城镇化，城镇化率从目前的 47.5% 提高到 51.5%。同时，将完善城市化布局和形态，不断提升城镇化的质量和水平。”表明提升城市化质量已经成为我国“十二五”期间的重要历史使命。

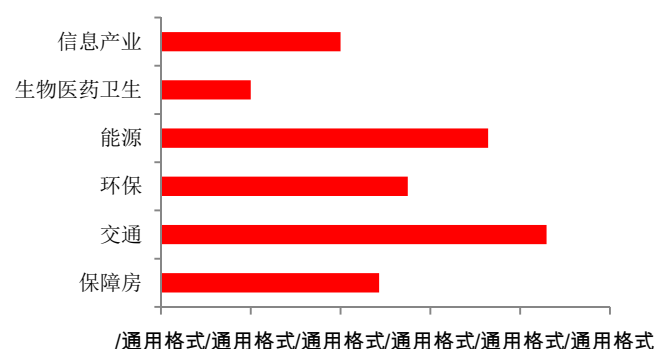
- (1) “十二五”期间将有针对性的加大投资提升城市化质量的基础设施建设。十二五期间的投资计划有针对性的集中于交通、能源、环保、医药等方面，统筹地上地下市政公用设施建设，全面提升交通、通信、供电、供热、供气、供排水、污水垃圾处理等基础设施水平，扩大城市绿化面积和公共活动空间，加快面向大众的城镇公共文化、体育设施建设，全面关注城市居民衣食住行的质量。（图 6，图 7）

图6：目前我国部分城市建设指标



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图7：十二五热点投资计划（单位：亿元人民币）

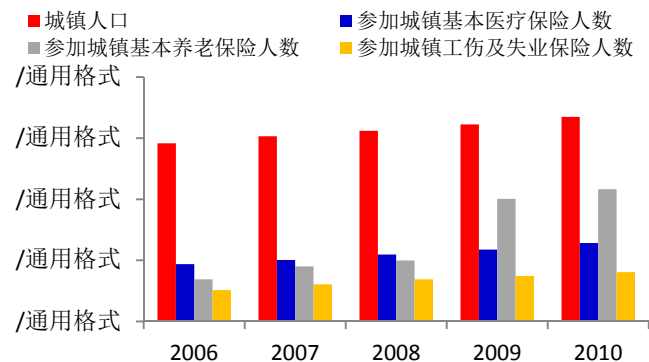


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

- (2) “十二五”期间将致力于改变农民工半城市化的现状，实施以农民工及其家属的市民化为主要内涵的深度城市化战略。农民工虽然被统计在城市人口，但许多人并没有获得城市户口，这意味着大多数农民工并未享受到均等的公共服务和社会保护，危机首当其冲，就业和收入不稳定，社会保障覆盖率低，成为城市边缘人和脆弱群体（图 8、图 9）。十二五规划明确提出“把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务”，使得农民工再社会保障覆盖、

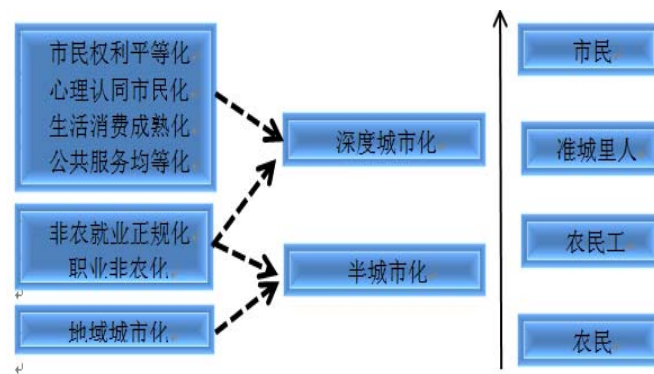
义务教育、保障性住房等方面获得均等权利。因此，中国未来的城市化将从单纯的人口比率提高，转向更加关注公共服务覆盖面的深度城市化。

图8：城镇具名社会保障情况（单位：万人）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图9：城市化进程



数据来源：东方证券研究所

(3) “十二五”期间将加快发达城市建设智慧型城市、信息化城市的深度城市化。创建智慧城市是深度城市化的另一个重点。上述观点在《上海市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》中有所体现，上海提出在“十二五”期间，增加城市的创新活力、提升城市的服务功能（包括金融、航运、贸易、信息化和城市交通体系），另外还有智慧城市的建设（主要在于数字化、网络化和智能化）。其中，浦东新区的十二五规划提出了“加快推进中心城区的深度城市化”，要点在于世博的后续开发和陆家嘴金融中心建设（表2）。

表2：我国发达城市深度城市化规划

地区规划	主题	内容
上海规划	创建智慧城市	提升改造基础网络、有序推进“三网融合”、增强功能平台服务能力
	城市智能化管理	智能交通、智能电网、智能水网、数字城管、数字健康、数字教育、数字社区
浦东新区	中心区深度城市化	以世博后续开发和陆家嘴金融城建设为抓手，加快推进金桥、张江等国家级开发区转型升级；以迪士尼乐园建设为核心，推动中、东部地区城镇布局优化、能级提升。
深圳规划	城市管理数字化	推进城市环境监测管理、城市公共安全、城市空间信息等领域的数字化，全面提高城市管理效能，引导和鼓励社会力量积极参与城市管理，努力营造国际一流的宜居环境。加大城市更新力度，高水平规划建设新型功能区。

数据来源：东方证券研究所

3) 深度城市化的趋势和关键逻辑

从历史来看，城市化步入一定阶段后会形成相应的需求，如产业转移以及相应问题的解决等，这相应时间段的投资时钟支撑起我们对于深度城市化投资方式的主要逻辑（表3）。

东部地区将进入城市管理升级和精细化城市运作阶段，十二五期间不会像以前注重 GDP 的增长，而更看重的是城市软实力的建设。人均 GDP 不断提升带来的消费升级及生产性服务业大发展将带来大量投资机会，同时，创建智慧城市是深度城市化的另一个重点。在特大城市及城市群带来对城市精细化管理的要求之后，“要缓解特大城市中心城区压力，强化中小城市产业功能，增强小城镇公共服务和居住功能，推进通信、供电、供排水等基础设施一体化建设和网络化发展”，就必须

求城市起建立高度智能的城市信息管理系统，以及与之紧密相连的居民信息管理系统、城市交通系统、水电网络系统、楼宇安防系统等一系列智能系统，因此，从这个意义上来说，全面融合了新一代信息技术产业各关键领域的“智慧城市”将极有可能成为解决城市精细化管理问题的最关键切入点。基于城市精细化管理的重大战略意义，巨大的发展空间以及持续不断的政策超预期可能，我们一直以来都十分看好这一板块的主题投资机会。

对于中部地区而言，一方面，正在进入传统城市化加速的阶段，另一方面政策推动东部部分产业向中西部迁移，承接产业转移又决定了中部地区的城市化不会重复原始的城市化积累过程。产业转移将带来人口集聚，吸收中部农村的剩余劳动力，同时通过园区的开发和城市相关配套服务的建设，提升中心城市的服务功能，加快中小城市的开发。过去五年中，中部地区承接产业转移的步伐明显加快，生产总值、投资、消费、出口、利用外资等主要经济指标增速都高于全国平均水平。从总需求的角度来看，投资将依然是这些地区增长的支柱。大规模城市建设将直接对当地的建材、建筑工程起非常大的拉动作用，钢铁、有色金属、水泥将会因为大量工程项目的建设而充分受益。而城市人口聚集带来汽车、家电等耐用消费品需求提升，并进一步促进物流和零售企业等发展。

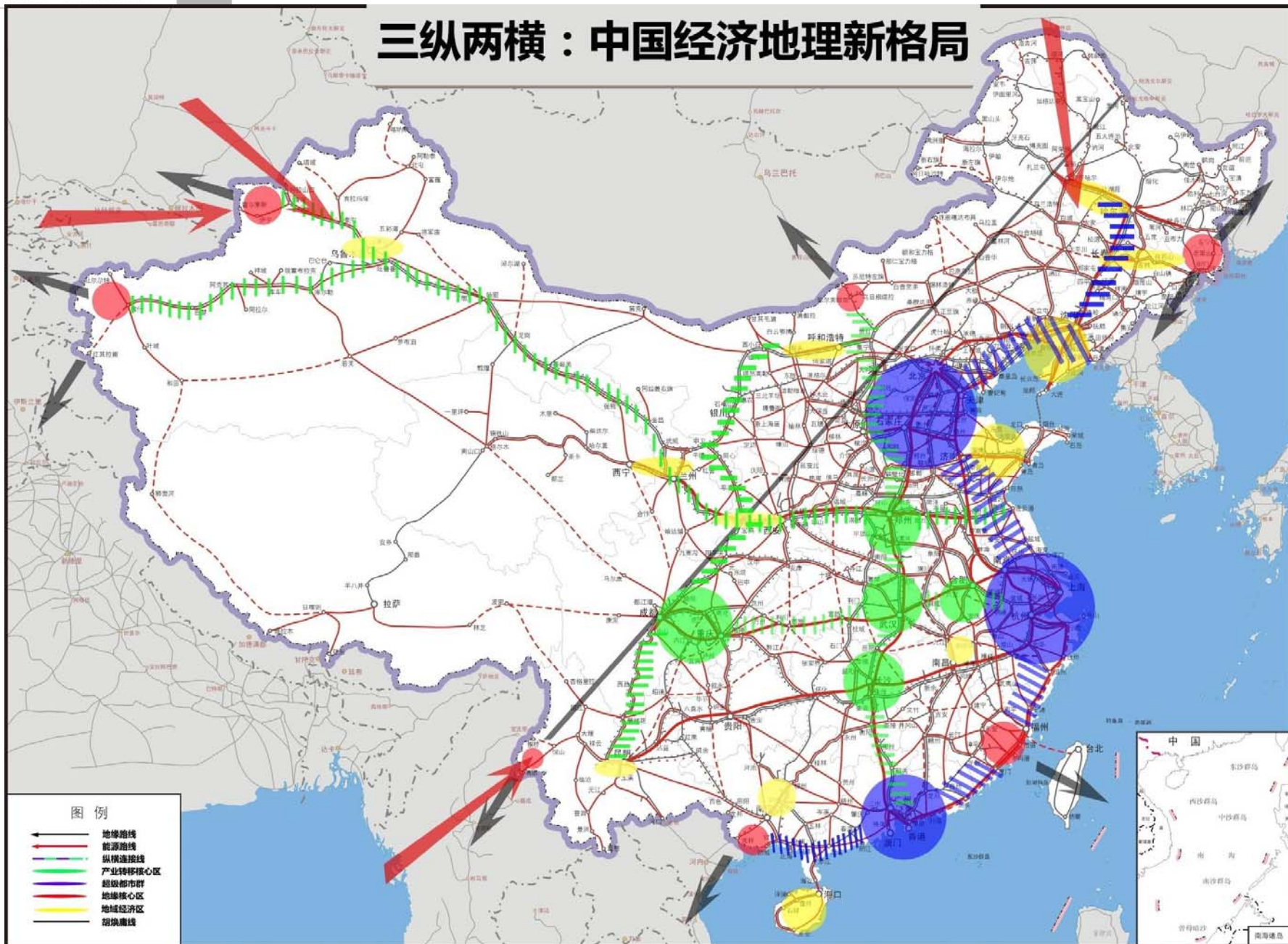
西部地区的特点在于主要是地缘和能源开发区，这两种地区有比较特殊的地方：第一是人口规模不大，所以无法通过大规模的人口流动来推动城市化的步伐，相反还可能会出现产业转移接受区对这部分地区人口的吸引；第二是贫困人口占比高、受教育程度也较低；第三，少数民族比例较高；第四，土地财政薄弱，基础设施较差等。这两类区域的城市化目的也与中部有所区别：对于地缘地区来讲，城市的影响力更为重要，因此城市规模和人口规模的扩张将是重点，速度比其他城市更快，另外基础设施建设进度更快，所以土地财政还是会扮演重要的角色；对于能源开发区而言，能源收入则是城市建设资金的主要来源（如鄂尔多斯），所以土地财政相对次要一些，另外各种能源加工行业也会有突破性的发展。根据我们一贯的逻辑，新疆地区在十二五期间依然会是我国西部的热点区域，促进其稳定繁荣将长期作为国家战略之一。其他如北部湾、云南、内蒙古、图们江等区域也是我们关注的重点。

表3：深度城市化的发展趋势及关键逻辑

区域	发展趋势	可能受益的分主题
东部	城市管理升级和精细化城市运作	保障房、廉租房建设，文化传媒，生产性服务业（如物流），智慧城市（包括智能交通，移动互联网，电子商务等），给排水及水处理等
中部	传统城市化和承接产业转移	基础设施建设（区域钢铁、有色、水泥等），商贸物流，区域振兴，产业承接和自主创新等
西部	地缘中心及资源产出	新疆板块，能源，煤化工，资源价格改革等
贯穿	大流通及制度性变更	高端装备制造，现代交通运输体系建设，铁路重载化、集运化等；土地财政、社会保障、医疗服务、社会治理、流通服务、环境保护等

资料来源：东方证券研究所

三纵两横：中国经济地理新格局

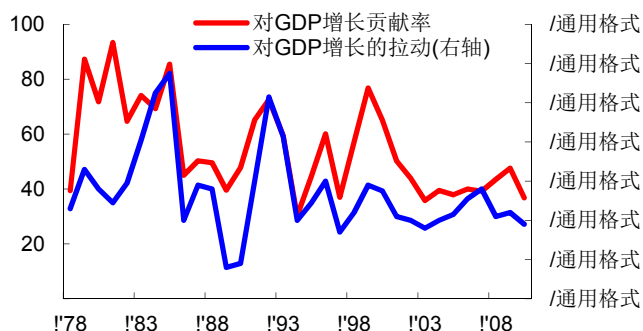


2、大消费时代：三驾马车新驱动

由于来自发达国家的需求减弱，自然会影响中国的出口行业。然而近几年，中国对出口的依赖已有所降低，来自欧美国家经济放缓的传导性可能被中国内部需求的强劲增长所替代。而近期市场对中国经济硬着陆的担忧加剧，主要也是由于中国的固定资产投资占 GDP 将近 50%，而房地产投资却可能在明年有较为显著的放缓，这将会影响中国内部需求的增长。在此基础上，调整经济发展结构，扩大最终消费需求，以消费作为我国经济增长的新动力已成为共识。

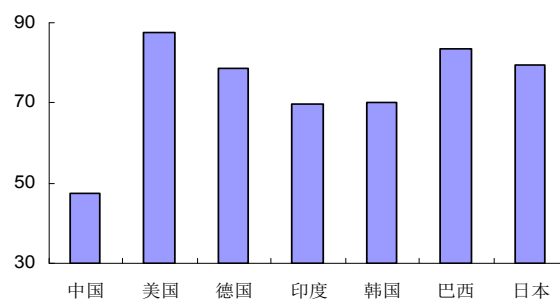
“十二五”规划的核心要义在于“转型”：经济增长方式转型就是从原来的出口导向、投资拉动的增长方式，转为以内需拉动、消费支撑的增长方式。作为拉动国民经济增长的“三架马车”之一——消费，在我国国民经济中所占比重长期偏低，而未来五年，居民消费率有望从现在的 35% 提高到 50%，从而形成消费、投资的良性循环。随着中国经济的稳健增长，居民人均可支配收入不断增加，人民生活水平持续提高，再加上政府对消费服务给予越来越多的重视和政策鼓励，我们完全有理由相信，未来较长的一段时间都将是消费行业的黄金时代。

图10：最终消费支出对 GDP 贡献 (%)



数据来源：WIND，东方证券研究所

图11：2009 年各国最终消费支出占 GDP 比重 (%)

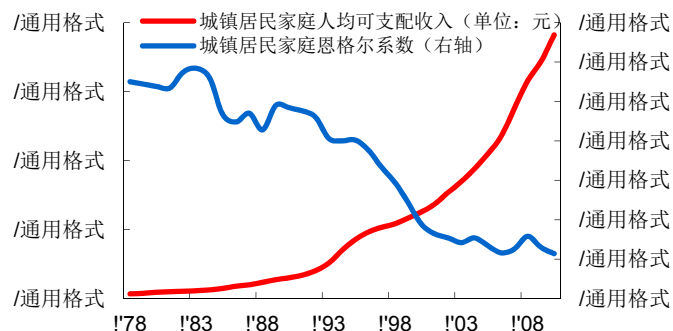


数据来源：CEIC，东方证券研究所

1) 收入提高是推动消费增长的第一动力

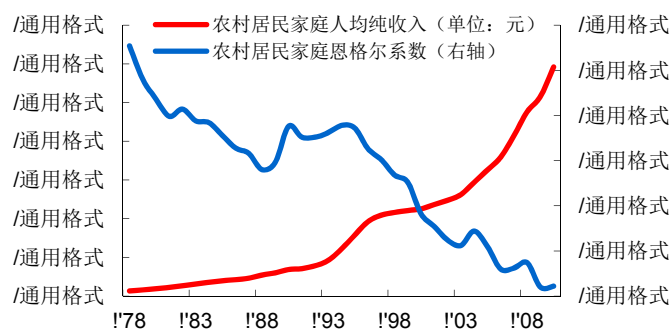
“十二五”规划提出居民收入增长与经济增长同步、劳动报酬增长与劳动生产率提高同步的目标。随着我国劳动力供求市场改善，劳动者报酬增幅将加快，而“80 后”所在的主消费群体上升，预示着未来我国社会刚性消费需求也持续上升。伴随着多年社保加大投入的累积效应，以及不断上调了最低工资标准，预防型储蓄动力将逐步减弱，这有利于居民可支配收入的逐步提高，从而刺激国内消费的增长。

图12：中国城镇居民人均可支配收入及家庭恩格尔系数



数据来源：WIND，东方证券研究所

图13：中国农村居民人均纯收入及家庭恩格尔系数

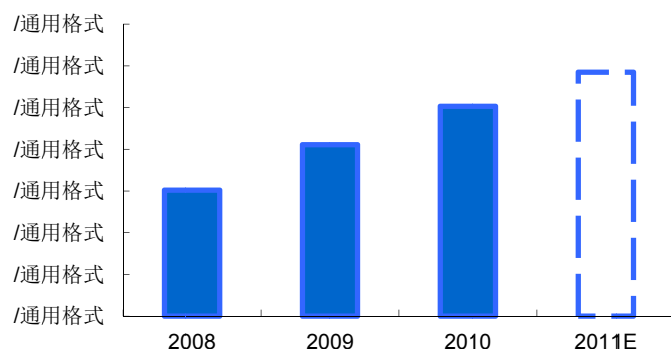


数据来源：WIND，东方证券研究所

2) 中产阶层是消费升级的主要群体

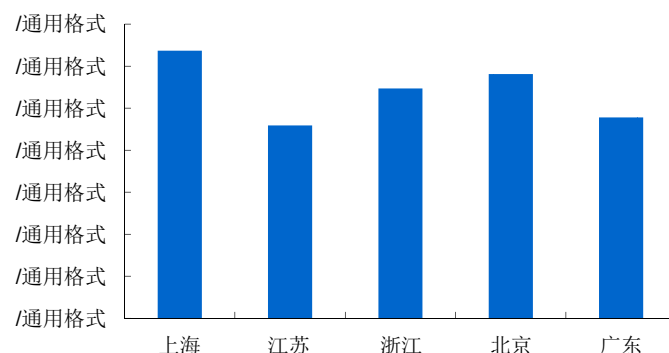
居民受教育程度的不断提高以及长期稳定的国内环境都为收入水平的提高提供了条件，社会财富向中高收入群体的转移使得最具消费能力的中产阶层开始出现并迅速发展壮大。来自波士顿咨询公司的报告预计，到 2020 年中国半数家庭到 2020 年将迈入中产阶级，中产阶级及以上的阶层将由 24% 增加到 51%，我国将有超过 6.5 亿的中产及以上阶层。未来将是潜在中产阶层逐步形成及培养消费意识、消费需求不断膨胀的阶段。

图14：中国个人可投资资产超过 1 千万元的人口数量（万人）



数据来源：WIND，东方证券研究所

图15：2010 年发达地区人均可支配收入（元）



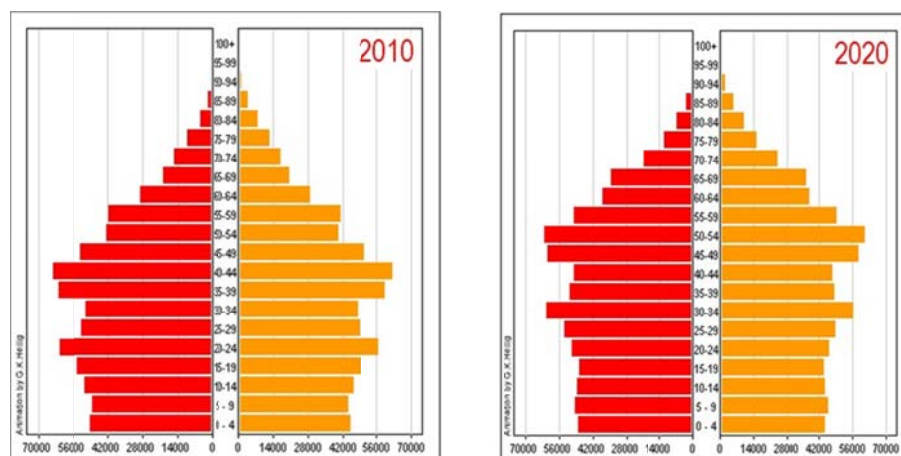
数据来源：WIND，东方证券研究所

3) 人口结构变化提高消费能力

我国目前的人口结构类似于塔型，这意味着未来十年，我国 25-34 岁、40-54 岁的人口将逐步达到峰值；纺锤的中间部分将集中在 15-69 岁之间。

根据家庭生命周期理论，消费者在不同的年龄阶段，会随着家庭生命周期的变化而呈现出该阶段普遍的消费特征。未来 5 到 10 年，现在 20-24 岁的人口高峰将逐步进入婚育年龄，他们步入社会、进入婚育的需求将拉动服装、旅游、家居家电、运动娱乐、珠宝首饰、婴幼儿用品及服务需求。由于他们的收入逐步提高及家庭消费需求旺盛，这部分人将是未来消费的主力军。

图16：人口结构现状及预测



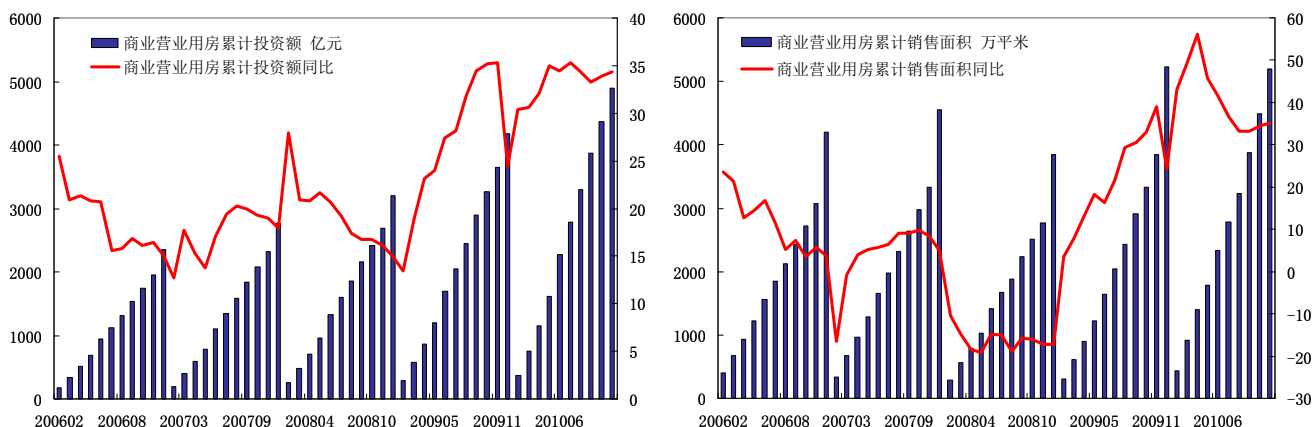
数据来源：东方证券研究所综合分析

4) 城市化驱动消费升级

随着国民经济的快速增长增长，工业化的逐渐完成，未来推动经济增长的必然是城市化。随着我国而城市化的加速与深化将拉动起基础设施的完善和城镇居民生活水准、消费能力的持续改善。城市居民的衣、食、住、行、医药、教育、娱乐、旅游等消费将成为拉动经济增长的强劲引擎。

城镇化率提高，农村消费城镇化趋势凸显，农民和城镇中低收入者的收入水平将会快速提高，其更高的平均消费倾向将使消费支出迅速增加消费行业将受益极大，销量将会保持几何级增长(图 17)。

图17：城市化进程将推动商业空间快速增长



数据来源：国家统计公告，东方证券研究所综合分析

5) 未来趋势和投资建议

新经济的发展赋予“消费需求”更多新的内涵，推动相关行业进化。如：电子、信息、网络的高度发达使消费形式不断升级、消费内容也得到扩展：电子配送、网上交易、网上游戏……更新的社会环境和社会阶层将对消费理念形成潜移默化的影响，同时国家政策导向对所在国消费者和生产者均会产生推动。

更高的可支配收入以及人口结构的边际消费倾向提升为人性的需求充分释放提供了前提条件，新兴的消费理念和消费形态将推动我国的消费不断升级，总体而言可以体现为：**传统消费高端化与品牌化，健康普及服务的日常化与制度化，以及新兴消费的科技化与休闲化**（表 4）。随着这种消费趋势的不断拓展，相关的产业会出现持续快速的发展。

表4：消费发展按照趋势分类

主要趋势	可能受益的细分行业	主要逻辑
传统消费高端化与品牌化	服装、食品饮料、家纺、珠宝首饰	对高品质商品的需求、对消费环境和购物体验要求的提升使得品牌消费成为中产阶级消费的主体需求，由此从生产到流通领域的品牌产品将获得快速的发展。生产领域的品牌服饰、饰品，流通领域的 Mall 和高档百货均会快于行业的发展。中高价商品如奢侈品、金银饰品同时也是品牌商品，随着居民购买力的提高，这部分品牌商品也将面临更好的发展机遇。
健康普及服务的日常化与制度化	保健品、医疗器械、疫苗、保险	健康一直是人类最基本的需求，在消费升级的推动下，健康意识已经深入人们各种消费行为中，并逐步从健康向保障发展。如，对健康的关注将使医药行业出现快速发展，其中保健品、疫苗、医药商业均有较好发展机会；人口老龄化的出现将进一步推动老年性药品的增长；在食品方面，

新兴消费的
科技化与休
闲化

智能终端、传
媒、旅游、互
联网

更为健康的番茄酱、海珍品、肉制品和乳制品的长期发展势头较好；在健康保障方面具有优势的寿险业务前景也非常广阔。

当前中国城市人口三分之一的时间处于休闲状态，随着人均可支配收入的增长，更多的休闲娱乐在消费者行为中具有明显趋势性变化。旅游、传媒、互联网、休闲服装、饰品和轿车等行业将面临较好发展机会。其中旅游行业中休闲度假类公司、传媒行业具有数字电视收费概念或休闲网络游戏概念的公司、IT 流通领域类公司如网络购物等均将有更快的发展。

资料来源：东方证券研究所

3、人民币国际化：中国制造输出新内容

以人民币国际化替换一般贸易出口，即在人民币国际化方向下，在巨额外汇储备的保驾护航下，向亚太和其他新兴市场地区输入工程、服务、商品、资本和货币——即分散贸易对手风险，更有效的进行外汇投资和积极参与全球货币竞争。

人民币国际化在 2011 年处于稳步推进时期，人民币跨境贸易结算无论制度还是成交量上都有了明显的突破。8 月 23 日发布的《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。另外，截至今年 10 月底，香港离岸人民币市场共发行了 100 笔总值超过 1663 亿元人民币的债券（点心债券）。8 月 17 日，李克强表示允许以 RQFII 方式投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元。根据央行《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》，前三个季度，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 15409 亿元，同比增长 6.9 倍，占进出口总量的比重从 2010 年的 2% 快速提升至 9% 左右。我们判断，2012 年人民币汇率应该呈双向波动的态势，双向波动的幅度在 2% 左右；在中国贸易总量的支持下，特别是预期增速仍然较高的进口的带动下，人民币贸易结算将逐步走出“跛足”的态势，这从最近 3 个季度的结算结构变化就可以看到。

短期来看，由于中国的经济结构导致人民币缺乏足够直接有效的境外输出渠道和方式（主要依赖于中国的进口和对外直接投资），海外拥有的人民币资产数量较为有限。同时，投资工具不够丰富，目前仅限于总量有限的离岸人民币债券市场和 RQFII。但这同时也意味着机会。一方面，尽管世界经济不确定性风险的累积导致国际流动性更偏好避险资产，但因为中国经济增长仍保持在 9% 以上，且受欧债危机影响亟待重新配置的流动性规模巨大，因此仍有一定规模的海外流动性有配置人民币资产的需求。另一方面，中国政府推进人民币国际化的决心坚决，我们判断 2012 年离岸的人民币债券市场将有很大可能获得进一步扩大的机遇，规模也将超过今年。

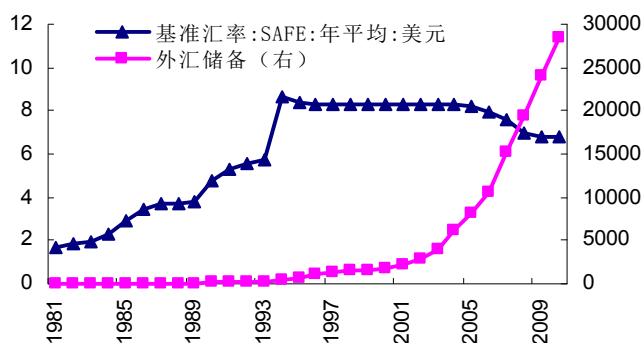
对于海外工程输出和涉及海外投资的相关行业，将从人民币的国际化中受益；一方面这些企业会有更广的市场空间；另一方面，这些企业可以直接获得未来我们预计人民币国际化相关的另一项重要业务的支持：跨境人民币贷款。另外，短期内受益于人民币国际化的主要是从事跨境贸易人民币结算的银行，在离岸市场发行人民币债券的金融机构，以人民币进行海外投资的公司，以及贸易对手主要在中国周边的外贸企业。

二、流动性：中国模式和全球失衡

别了，泡沫喧嚣时代？

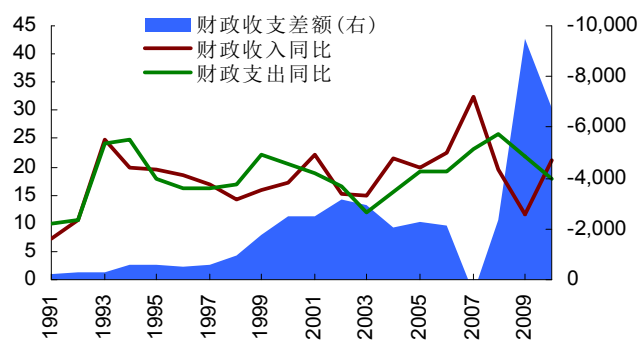
中国经济模式的货币面在于流动性供给过程的变异，这种变异的起源可以回溯到 1994 年的汇率制度改革，那是长达十余年的流动性繁荣的开始。1994 年 1 月 1 日，人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨，我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，当时人民币大幅贬值 50%（图 18），随后中国倾国之力加入全球贸易分工体系，以廉价资源和人工进行国家和民众的原始积累。

图18：基准汇率及外汇储备存量（亿美元）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

图19：财政收入、支出同比增长及财政收支差额（%，亿元）

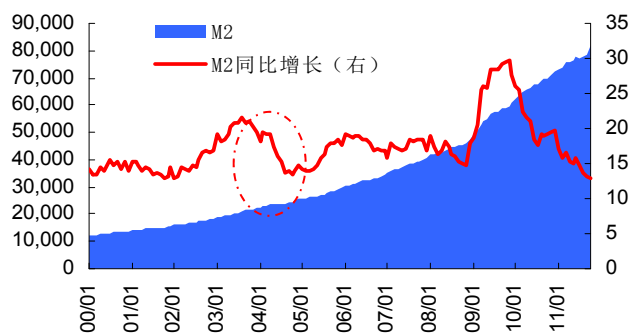


数据来源：CEIC，东方证券研究所

很快东南亚的龙虎们在出口上被纷纷击溃，并引发本币贬值、资本外逃和 1997 金融危机。中国则借反危机的积极财政政策拉动基础设施建设保持了经济增速（图 19），同时开始大力推进土地要素资本化和房地产商业化，这逐渐形成了中国增长模式的内核——城市化-房地产-基础设施建设-融资平台-商业银行，这既是今日繁荣的根源，亦是困境的渊藪。

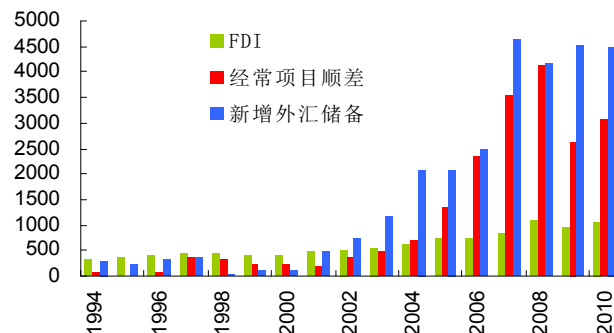
经济的高速增长和要素（土地等）货币化，都需要吸收天文量级的货币供给，一开始货币是由货币当局自主投入的，货币增速缓慢上升，加入 WTO 以后，很快全球化的红利滚滚而来，货币开始狂飙突进，广义货币 M2 每 10 年增长到基数的 10 倍，20 年共增长到大约 100 倍，平均每年增长 26.0%（图 20）。贸易盈余+海外直接投资，来赌中国的资产升值和货币升值的热钱则混杂其中，结果就是外汇占款和外汇储备的飞速增加（图 21）。1998 年取消贷款规模控制后，基础货币对货币供应的贡献度占 90%，起主导作用。而其中对金融机构贷款的占比不断下降，外汇占款已成为基础货币供应的主渠道（130%左右）。

图20：M2 存量及同比增长（十亿元，%）



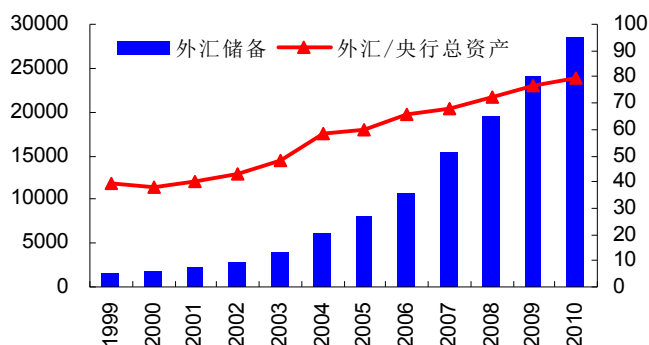
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图21：外商直接投资、经常账户盈余及外汇储备（亿元）

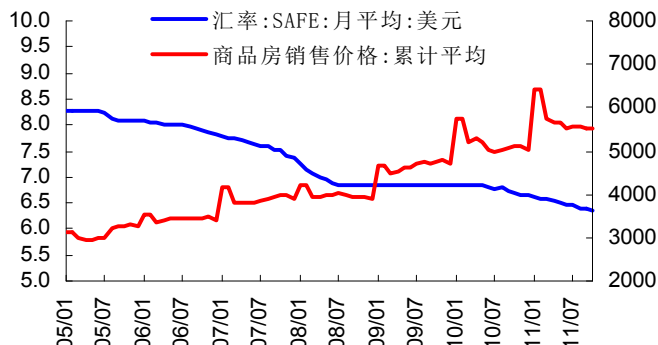


数据来源：CEIC，东方证券研究所

而中国采用的结售汇制度最终形成了奇特的流动性供给机制。美元一旦结售汇，就形成了所谓的双重投放：一方面，在中国这些美元成为基础货币，或者说美国国债成为中国的货币基础，从某种意义上来说，中国央行就相当于美联储的一个大储备区分行，中国的货币政策多年被劫持，能做的就是不断对冲再对冲。

图22：外汇储备及外汇资产占央行总资产比例（亿美元，%）


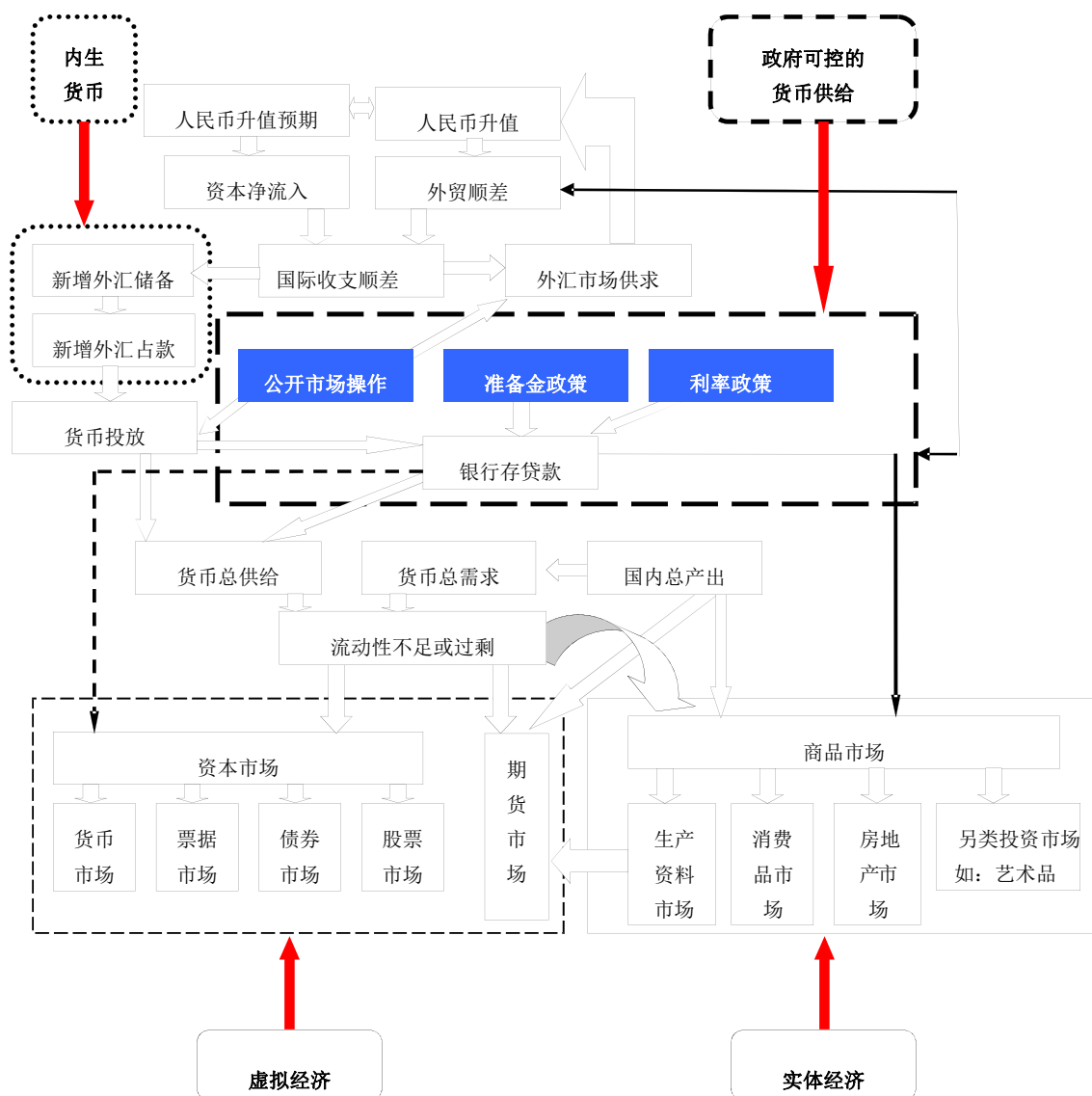
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图23：汇率变动及单位商品房销售价格（元）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

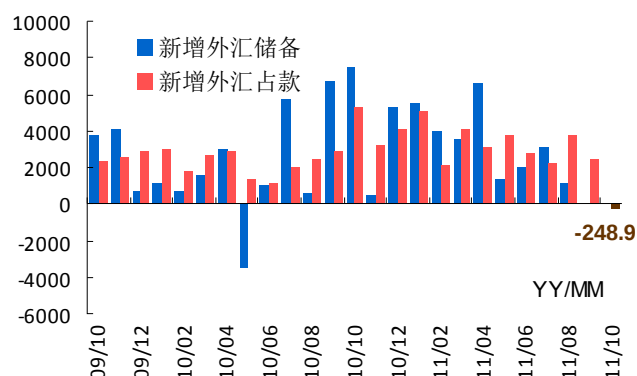
从 1994 年开始，我国外汇储备呈现第一次增长高峰，这一方面由于国际收支双顺差的态势在这一年得以确立，另一方面这一年实行了汇率并轨，改革之后外汇向央行集中。此后外汇储备持续增长的势头得以确立，而央行货币政策的操作则一直围绕着如何降低冲销外汇资产产生的负面影响。对于中国货币政策而言，1998 年是一个分水岭，在此之前采取的是信贷规模直接管控的方式，这很容易消除外汇储备增加产生的负面影响，在此之后我们转向了货币供应的间接调控模式，这意味着调控难度的加大。从 1998 年开始央行编制货币当局资产负债表，从外汇资产占比的走势情况，可以看出 2002 年是又一个分水岭，在此之前外汇资产占比还出现过下降态势，在此之后则呈直线上升态势（图 22）。这实际上表明，央行在 2002 年之后缺乏足够的工具进行资产内部的冲销操作了。

图24：基于货币供求关系的流动性非均衡模型框架

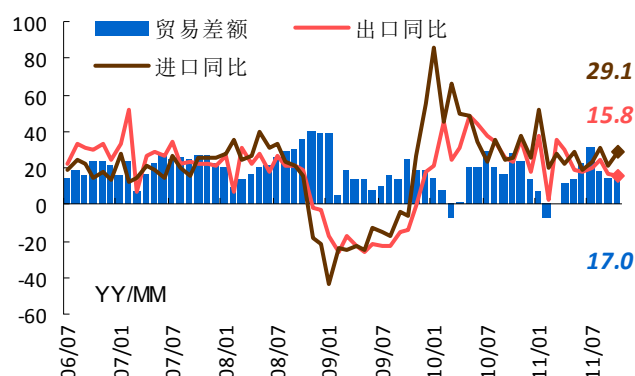


数据来源：东方证券研究所

央行 2003 年开始被动发行央票对冲，后来不断提升准备金进行更廉价的对冲。即便如此，流动性仍然不断膨胀，进而刺激资产价格和投机情绪。2003-2008 年，中国制造和贸易的最甜蜜时刻，也是赌人民币升值最高峰，2005 年重新打开的升值窗口就如同总攻的集结号，全球套息交易产生的热钱滚滚而来，房产价格和股票价格扶摇直上（图 23）。中国短短几十年时间内电闪雷鸣般地经历经济货币化、资产资本化、资本泡沫化和泡沫全球化的过程。而另一方面，中国的巨额美元储备又杀回到发达经济体资本市场，在安全性要求和被排挤的环境下被迫投资到美国国债这种收益微薄的“无风险”金融资产上，进而拉低整个市场的资金成本，抬升其他风险资产收益和其他资本的风险偏好，这些过剩的资本最终和所谓金融创新一起，大量涌入并最终搞垮了美国的地产投机市场，这就是所谓全球失衡和危机的真相。

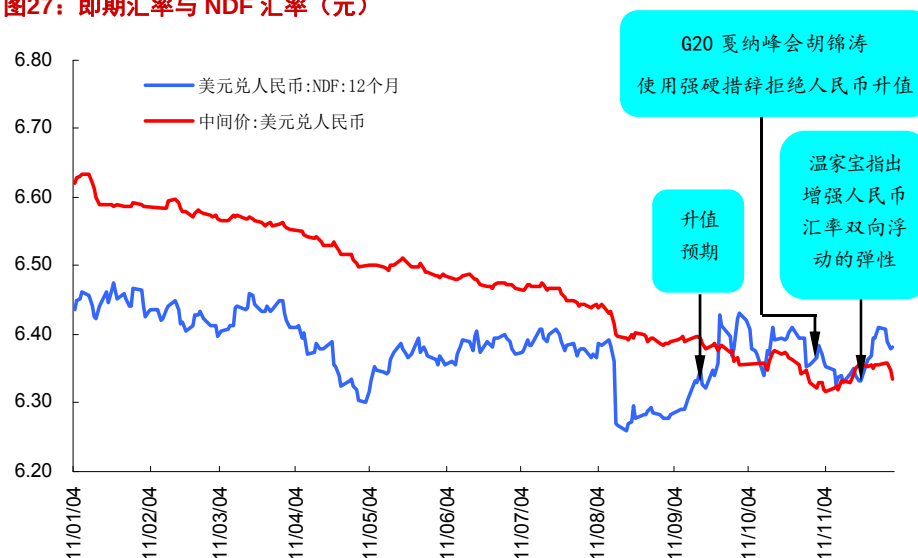
图25：外汇占款与新增外汇储备月度变动（亿元人民币）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

图26：进出口同比及贸易差额（%，十亿美元）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

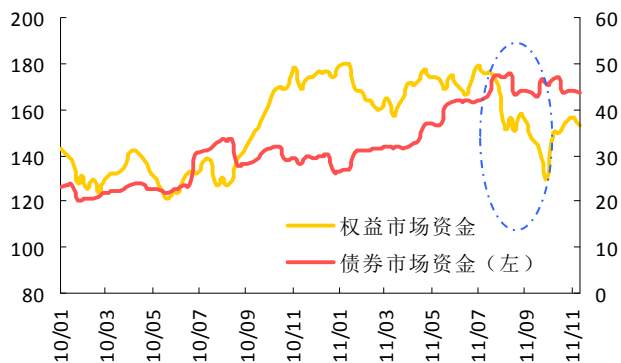
情况正在发生变化，10月外汇占款增量为-248.92亿元，除了2007年12月外汇占款由于次贷危机前资本外逃出现了一次月度负增长以外，2001年以后的10年间，外汇占款的月度数据的波动中枢一直保持在2000亿人民币以上（图25）。原因是什么？全球经济下滑导致的贸易顺差下降和新增实际利用外资的收窄确实起到了推动的作用（图26），但更重要的一定是热钱和避险资本流出。为什么会在此时？戛纳峰会期间中国领导人显示了迄今为止在汇率问题上的最强硬态度，东亚领导人会议期间中国领导人亦表示要增强人民币汇率双向浮动的弹性，而在海外无本金交割市场（NDF）上，人民币已经一改单边升值的形态而开始存在贬值预期（图27）。在国内，资本市场日渐消失的财富效应和房地产价格日益明显的历史性拐点，当人民币资产和人民币本身不再升值，以及未来中国众多的不确定性导致避险资金撤离时（移民高潮再次来临），流动性的拐点就来临了……EPFR数据显示8月到10月期间，国际资金对于人民币资产尤其是中国的证券市场的配置出现了减少（图28），同时数据显示美国八月之后的货币供给数据大幅提升，显然与国际避险资本大笔回流，这其中应该包括中国正在消失的存款和欧洲撤出的资金，这其实就是一个被动的QE过程，这可能也是美国数据从八九月开始逐步向好的一个重要原因，这一系列事件的发生，绝非巧合。

图27：即期汇率与 NDF 汇率（元）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

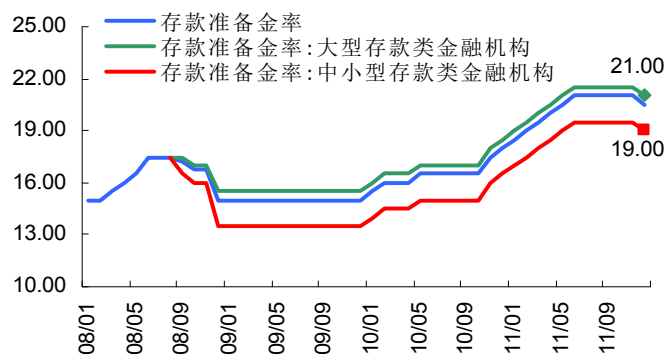
同时，国内的流动性开始变得紧张，PMI 下降，资产价格缩水，经济增长乏力，一切都随之而来，这也正是央行在 11 月 30 日宣布 46 个月来首次降低存款准备金率的真正原因（图 29）。

图28：国际资金对于中国市场的配置（十亿美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究所

图29：存款准备金率（%）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

好消息是中国的货币供应终于由被动转变为主动，不用再仰人鼻息。但坏消息是，08-09 年，世界见识了中国自主货币创造的能力和恶果，如果货币当局有这个教训在先，那么一个较中性的货币增长，例如 $GDP + 通货膨胀 = 9\% + 4\% = 13\%$ 再给 1-2% 的宽裕，也就是 14-15% 左右，应该是未来一段时间的一个常态，这意味着什么？这其实就是转折点，大变革时代就要来临了，这涉及经济发展模式的改良、货币供应方式调整，资本管制政策的调整、人民币国际化的布局以及资本市场的投资理念和风格的转变。对外，中国必然会把有限外汇储备做更有效的配置。对内，货币中性环境下更有利于驱动经济转型，一个泡沫狂飚的时代就要过去，投资者心态也需要调整，只有重新回到实体经济增长的源头上来，成长才能得到保证，这些四散的资本才会重新聚拢过来，铅华洗尽，价值投资，一个真正的慢牛时代可能来临。流动性的阵痛来临，经济和资本市场的新生就不会太远了。

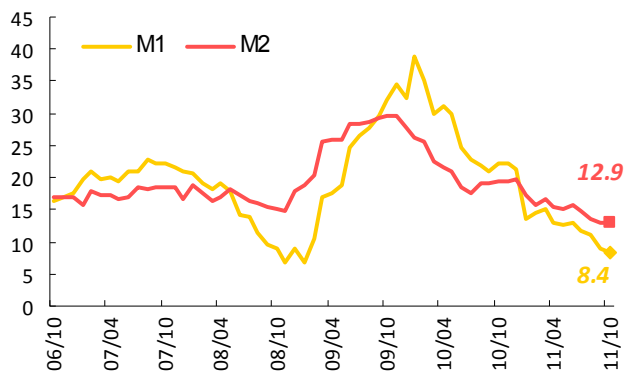
三、政策：结构转换和助推转型

1、货币政策：走向中性

眼前的关键问题就是，12 月的降准准备金率是技术手段还是全面转向的信号，会持续多久？明年的货币政策是什么基调？我们倾向于把降准视为技术手段和微调手段，但教科书和市场包括外围投资者仍然可能理解为转向信号，这会得到即将召开的中央经济工作会议的加强，我们预期保增长很有可能再次成为政策优先。而另一方面从技术上看，即便明年去执行一个偏中性的货币供应目标，例如 14%，也使得准备金有连续下调的要求。

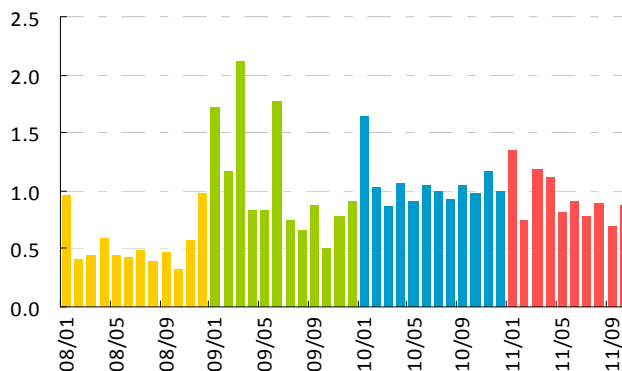
即使考虑到银行表外业务，目前的货币流动性水平也已经显得有些过低，至少不足以支撑很高的通胀水平。10 月份货币供给的数据中已经包含了非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款规模，在口径扩大之后，其同比增速依然低至 12.9%（图 30），这比 2008 年时期更低，而且企业长期信贷的减少则说明这种低流动性水平已经开始威胁实体经济（图 31）。

图30：货币供给量同比增长（%）



数据来源：EPFR，东方证券研究所

图31：社会融资总量模拟月度（万亿元）



数据来源：Bloomberg，没有统计银行承兑汇票的增量，东方证券研究所

我们使用一种相对直观的方法来预测 2012 年 M2 的同比增速，M2 从统计口径来看，其计算公式为：M2=流通中的现金+活期存款（企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款）+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+非存款类金融机构在存款类金融机构的存款+住房公积金存款+其他存款。能够增加货币供给的只有央行和商业银行，因此从这个角度可以将 M2 的计算公式简化为：M2=公开市场净投放+新增贷款+新增外汇占款。

在实际预测中，由于各期公开市场净投放占 M2 的比例较低，因而将公开市场到期替代公开市场净投放。同时将累计新增贷款额及累计新增外汇占款额的预期分别分为悲观、中性和乐观三种情况，并对不同的情况进行赋值，因此可以得出不同预期组合下的 2012 年各季度 M2 同比增速。

表5：2012 年 M2 各组成部分预期值

单位：亿元		累计新增贷款			累计新增外汇占款		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
2012 年	公开市场到期	65000	75000	85000	12000	20000	28000
第一季度	2050	19500	22500	25500	3000	5000	7000
第二季度	2840	39000	45000	51000	6000	10000	14000
第三季度	470	53000	61000	69000	9000	15000	21000

第四季度	490	65000	75000	85000	12000	20000	28000
------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：东方证券研究所

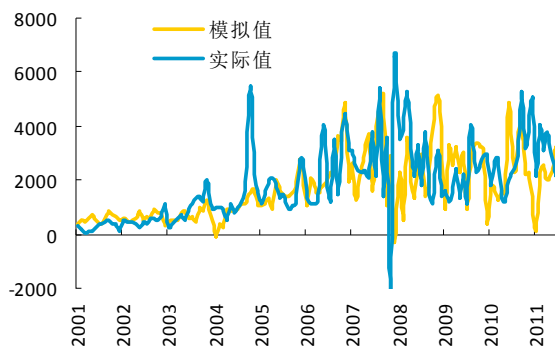
表6：2012 年 M2 同比增长率预测表

单位：%	累计新增外汇占款			累计新增外汇占款			累计新增外汇占款		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
累计新增贷款	悲观	中性	乐观	中性	乐观	悲观	乐观	悲观	中性
M2 同比增速									
第一季度	11.43	12.09	12.75	11.82	12.48	11.95	12.22	11.69	12.35
第二季度	11.17	12.45	13.73	11.94	13.22	12.20	12.71	11.68	12.96
第三季度	12.10	13.88	15.66	13.12	14.89	13.62	14.13	12.86	14.64
第四季度	9.45	11.64	13.84	10.67	12.86	11.40	11.89	10.42	12.62

资料来源：东方证券研究所

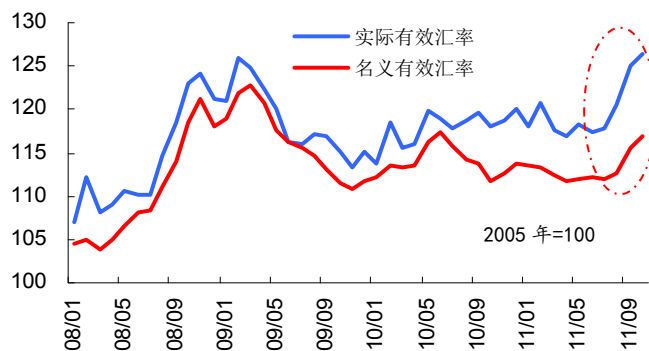
外汇占款预测比较困难，拟合研究结果显示，短期来看，外汇占款的数据可能要再经历一个低谷后才能回升，中期来看，其波动的中枢会出现大幅度的降低（图 32），这意味着本来由于定向的货币微调政策已经有些起色的中国流动性又一次面临严重供应不足的风险。从汇率走势来看，自 2011 年 6 月份以来，人民币实际有效汇率和名义有效汇率已大幅上升（图 33），若市场形成人民币贬值的一致预期，短期内无疑会使国内的流动性雪上加霜。

图32：外汇占款实际值和模拟值（十亿美元）



数据来源：CEIC，占款实际数据一阶滞后，东方证券研究所

图33：实际有效汇率与名义有效汇率



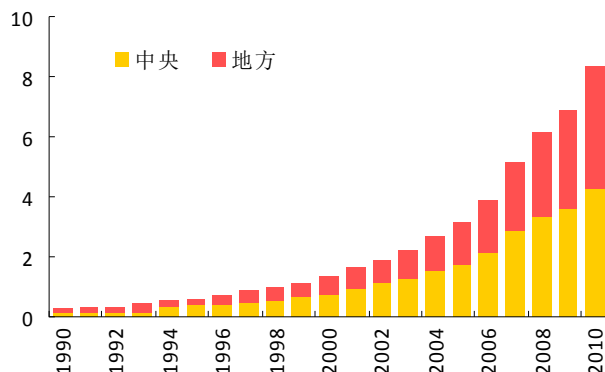
数据来源：CEIC，东方证券研究所

若将 M2 的同比增速的阈值设为 14%，四个季度的 36 个预测值中有 32 个值低于阈值，占全部预测值的 88.89%（表 6），流动性全面偏紧，从保持稳定的经济增长而言，明年的货币政策，特别是一季度的货币政策应当有所放松。预计央行将主要使用存款准备金调整的方式辅之以公开市场操作进行调节，调节的幅度与频率主要取决于新增外汇占款和新增贷款的增幅，若外汇占款持续为负或即使为正但总量大幅减少，则央行在一季度持续下调存款准备金率为大概率事件（1-2 次）。货币政策以外，明年有什么政策新意可以期待吗？我们认为会有多项政策出台助推结构转型和加速体制改革，这即能够保持经济的持续增长，也提供了部分投资线索。

2、财政政策：结构减税

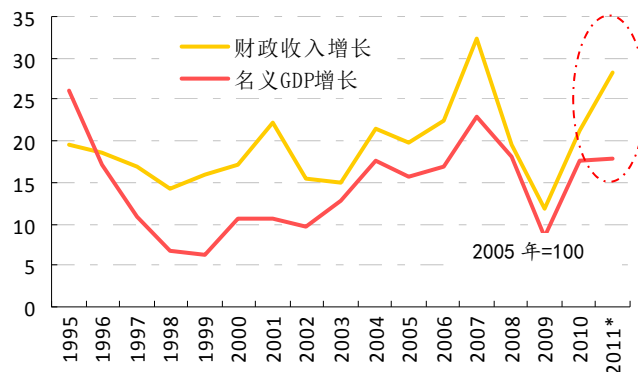
这包含两个方面，**结构性减税和重点投资**（投资部分下文会有专门探讨）。明年的新意主要来自结构性减税。

图34：中央财政收入和地方财政收入（万亿元）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

图35：财政收入增长率和名义 GDP 增长率 (%)



数据来源：CEIC，“2011*”对应2011年前3季度；东方证券研究所

今年前十个月全国税收收入已达 79634 亿元，同比增长 26.6%。该收入规模已经超过 2010 年全年收入 73210 亿元。在经济下行周期中，财政收入的逆周期超高速增长既说明中国的税收工具并没有发挥自动稳定器的作用，也说明中国有较大的空间降低税负。

整体上降低居民和企业税负的政策导向既符合逆周期操作的扩大消费的经济政策目标，也符合全面进行产业升级、对新兴产业进行扶持的转型目标。2011 年 10 月 26 日温家宝主持会议已经决定，从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税，这意味着营业税和增值税重复征收这一中国税制中的顽疾的解决已经在时间表上。在今年个人所得税法修订后，从 9 月 1 日起全国有 6000 万人不需缴纳个税，全年减负 1600 亿元左右；从 11 月 1 日起，企业营业税和增值税的起征点都将上调至月营业额人民币 5,000 20,000 元。另外在降低企业收费方面也有动作。财政部和发改委近日决定，从 2012 年至 2014 年，对小型微型企业免征管理类、登记类、证照类行政事业性收费，具体包括企业注册登记费、税务发票工本费、海关监管手续费、货物原产地证明书费、农机监理费等 22 项收费。

表7：已出台“十二五”产业规划相关税收政策梳理

行业	规划	政策
农业	2011.9.1 全国农业和农村经济发展第十二个五年规划	加大农业补贴：完善种粮直补、良种补贴、农机购置补贴、农资综合补贴的“四补贴”政策，新增补贴向粮食等主要农产品倾斜，向产量高、商品量大的地区倾斜。
休闲农业	2011.9.19 全国休闲农业发展第十二个五年规划	争取“农家乐”经营户减免营业税政策，休闲农业场所销售自产的初级农产品及初级加工品享受免税政策，休闲农业用电享受农业用电收费政策。 争取在土地使用税、房产税、营业税、教育附加费、城市建设费、排污费、垃圾处理费等方面出台优惠政策。
饲料工业	2011.9.20 饲料工业发展第十二个五年规划	继续执行饲料产品免征增值税等税收扶持政策。把养殖场散料储运设施设备纳入农机购置补贴范围。
农机工业	2011.5.31 农机工业发展“十二五”规划	继续实施并完善农机具购置补贴政策； 对企业研发投入采取税前扣除政策，对生产国家支持发展的新型、大马力农机装备和产品，确有必要进口的关键零部件及原材料，免征关税和进口环节增值税。属于国家重点扶持高新技术企业中的农机制造企业，按照企业所得税法的规定，减按 15% 的税率征收企业所得税。按照现行规定对批发和零售的农机实行免征增值税政策。
钢铁	2011.11.7 钢铁工业“十二五”发展规划	加强财税、金融、贸易、土地、节能、环保、安全生产等各项政策与钢铁产业政策的衔接。

石油流通	2011.11.8 商务部关于“十二五”期间石油流通行业发展的指导意见	石油流通过行业落实相关优惠政策，加大财政对石油流通过行业重点领域、重点项目的支持。各地商务主管部门要积极争取地方石油市场管理行政经费，研究落实对农村、少数民族地区及偏远地区石油流通过网络建设的土地和财政优惠政策。
交通运输	2011.5.26 交通运输“十二五”发展规划	加大对国省道改造、内河水运、安全监管和应急体系能力建设的投资支持力度。加大民航安全监管能力建设的投入，增加对通用航空、国际航空等民航重点领域的资金扶持。
民航	2011.5.9 中国民用航空发展第十二个五年规划	协调国家有关部门，积极争取更加优惠的税收政策。
公路水路	2011.7.8 公路水路交通运输节能减排“十二五”规划	各级交通运输主管部门要加强与各级人民政府节能减排主管部门、财税部门等沟通与协调，争取加大财政支持力度并给予相关税收优惠政策。积极推动碳税、燃油消费税等绿色财税制度改革，实施差异化的车船使用税、通行费等政策，探索拥挤收费等经济政策。
中小企业	2011.9.23 “十二五”中小企业成长规划	认真执行现行中小企业税收优惠政策，进一步加大财税政策对小型微型企业的支持力度。进一步优化税收征管流程，提高纳税服务质量。继续清理涉及中小企业的各项收费，规范行政事业性收费和经营服务性收费行为，减轻中小企业负担。尽快出台政府采购促进中小企业发展的具体办法，建立统一的政府采购信息发布平台，提高政府采购信息透明度，降低中小企业获取信息的成本。
新兴产业	2011.11.14 “十二五”产业技术创新规划	继续发挥研发费用加计扣除、固定资产加速折旧等税收政策的作用。对有利于推动产业技术进步及节能减排重大成果的应用和产业化给予资金奖励。
工业产品	2011.11.14 工业产品质量发展“十二五”规划	发挥行业准入、产业结构调整、节能减排等现有政策的综合作用，加快淘汰落后产能和工艺技术。落实促进中小企业发展的政策措施，营造有利于中小企业质量发展的良好环境。
电子认证服务业	2011.11.14 电子认证服务业“十二五”发展规划	将有关《电子签名法》贯彻落实所需的行政资金纳入本级政府财政预算予以保障。争取国家高新技术产业化资金、国家科技成果转化资金以及电子信息产业发展基金、中小企业发展专项资金等对电子认证服务业的支持。鼓励风险投资、民营资本进入电子商务领域电子认证服务。鼓励和支持技术实力雄厚、产品应用前景好、服务和风险保障能力强的电子认证服务企业上市。
家电	中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议	继续落实“家电下乡”、“以旧换新”等拉动内需政策；继续对家电工业发展提供政策和资金支持。对家电工业的共性技术和关键技术的研究、标准化建设、自主品牌的培育、关键零部件的研发和重大装备技术改造、新型的节能环保产品、创新产品的产业化试点及市场化等给予政策和资金支持。
服务贸易	2011.11.28 服务贸易发展“十二五”规划纲要	国家通过税收政策，鼓励和支持服务贸易发展。借鉴高新技术企业税收优惠政策，研究适用于服务贸易的税收鼓励政策，鼓励企业进行技术开发和创新。对国家鼓励发展的服务贸易重点领域内的投资项目，在规定范围内，进口自用设备及其按照合同随设备进口的技术及配套件、备件，免征进口关税和进口环节增值税。
新型建筑材料工业	2011.11.28 新型建筑材料工业“十二五”发展规划	根据不同产业利废特点和技术进步水平的不同，修订财税优惠政策，从目前对所有产业相同的 30% 及以上的利废水平要求，调整为符合各个产业技术发展实际的不同水平，以鼓励企业积极开展废弃物资源化再生、资源综合利用和能源替代的技术创新活动，更好地发挥建材产业在环保和发展循环经济中的关键作用。
纺织业	2011.11.28 纺织业十二五规划获通过	高性能纤维作为重点发展行业，未来整个行业或将得到较大的政策扶持和资金支持

资料来源：东方证券研究所

明年政策的要点有二：一是全方位的降低税负，尤其是针对于一些重点扶持的新兴产业的税负以配合如上所述的产业升级（表 7）；二是通过税改进一步理顺中央和地方在事权和财权方面的不匹配。在税改以来的十多年的时间里，中央之所以迟迟没有动作，主要的阻力依然来自于中央和地方的财权的分配博弈。以营业税改增值税为例，由于营业税在中国总体的税收体系中依然占据着很重要的位置，如果按照 94 年的思路进行改革，将造成地方财权的进一步减少，这使得把完全归地方的营业税改为中央拿 75%、地方拿 25% 的增值税的改革的难以进行。而本次税改规划中对于“试点期间原归属试点地区的营业税收入，改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策

可以延续，并根据增值税特点调整”的表述也是非常重要的，其使得此项改革所面临的地方政府的阻力大大减少，这会有助于财权事权的匹配和融资平台等深层次问题的解决。

3、产业政策：新兴加升级

从行业角度来说，十二规划中明确提出的七大新兴产业：新能源、新能源汽车、节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造和新材料将成为政策重点投放的领域，而对于非新兴产业例如钢铁等，十二五的规划也强调了节能、转型和结构调整的重要意义，在 2012 年—2013 年中，围绕这些主题和行业，会有密集的财政和金融的扶持政策来保障规划的推进，尤其是在货币政策和经济增长全面反转之前的一段时间中，有选择性的针对一些行业进行定向性的支持可能成为防止中国经济硬着陆的逆周期政策出台，这也符合近期政策高层“有保有控”的表述，近一阶段还将发布新能源、可再生能源、煤炭工业、环保、生物医药、物联网、战略性新兴产业等在内的一系列规划，这会形成一系列的事件型的投资机会。

表8：“十二五”产业规划汇总

行业规划	产业规模预测	发展规划主要内容	投资点评
钢铁工业“十二五”发展规划	粗钢消费量将在“十二五”期间进入峰值弧顶，预测 2015 年国内粗钢消费量约为 7.5 亿吨，最高峰值可能出现在 2015-2020 年间	■ 产品升级。要求质量提高、稳定性增强，支撑下游转型和新兴产业发展，三级螺纹钢占比提高至 80%。 ■ 节能减排。淘汰 400 立方米及以下高炉（不含铸造铁）、30 吨及以下转炉和电炉，单位能耗和碳排放下降 18%。 ■ 资源保障。建立利益共享的铁矿石、煤炭等钢铁工业原燃料保障体系，新增境外铁矿石产能 1 亿吨以上； ■ 优化布局。钢铁重镇河北、山东、江苏、辽宁、山西等减量调整；湖北、湖南、河南、安徽、江西等中部地区等量淘汰；西部地区部分省市适当增量； ■ 兼并重组。支持跨地区和区域性两种兼并重组方式，使得 2015 年全国钢铁业 CR10 达到 60%	规划中明确指出要重点发展高品质特钢，行业先行者将充分受益
全国种植业发展第十二个五年规划		■ 种植业重点指标：粮食播种面积稳定在 16 亿亩以上，粮食综合生产能力稳定在 5.4 亿吨以上，其中水稻、玉米与小麦等三大粮食作物自给率达到 100%，食用油自给率稳定在 40%以上，棉花产量 700 万吨以上，糖料产量 1.4 亿吨以上。 ■ 畜牧业重点指标：2015 年畜牧业产值占农林牧渔业总产值的比重达 36%，全国畜禽规模养殖比重提高 10-15 个百分点，首次提出对畜牧业的金融支持。提高生猪、奶牛规模养殖比例提升至 50%、38%，年产 50 万吨以上饲料企业产量占比提升至 50%以上。 ■ 农机行业重点指标：农用机械总动力在 10 亿千瓦以上，农作物耕种综合机械化水平达到 60%。	种业、农田基础建设和农机具等行业将能够享受政策红利
建筑业“十二五”规划	总产值年均增长 15%以上	至十二五末期建筑业产值将达到近 20 万亿水平，全国工程监理、造价咨询、招标代理等工程咨询服务企业营业收入年均增长 20%以上；全国建筑企业对外承包工程营业额年均增长 20%以上；建筑节能：建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降 10%。C60 以上的混凝土用量达到总用量 10%，HRB400 以上钢筋用量达到总用量 45%，钢结构工程比例增加，新建工程的工程设计和建筑施工要符合国家建筑节能标准要求。	技术进步和建筑节能目标利好大型建筑公司，强者恒强
水泥工业十二五规划	预测“十二五”期间复合增长率 3.3%	水泥行业前 10 家企业市场集中度达到 35%以上；完成 2.5 亿吨落后产能淘汰任务；推动节能减排，利用水泥窑协同处置城市生活垃圾等废弃物的生产线比例达到 10%。即在若干做大中型城市周边，依托并改造现有水泥熟料生产线，配套建设城市生活来及、污泥和各类废弃物的处理设施。	区域龙头企业将受益于集中度提升，关注未来能够进行收购兼并整合区域市场的公司
建材工业“十二五”发展规划	工业增加值年均增长 10%以上	全面淘汰水泥、平板玻璃落后产能；单位工业增加值能源消耗和二氧化碳排放降低 18%-20%，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别减少 8%和 10%；协同处置推广应用，综合利用工业固体废弃物总量提高 20%；生产集中度进一步	

		提高，1-2 家企业进入世界 500 强。	
生物医药产业“十二五”发展规划	年均增长率保持在 15% 以上 生物产业成为国民经济支柱产业之一	扶持生物医药、生物农业、生物制造、生物能源、生物环保等产业快速崛起，使我国成为生物技术强国和生物产业大国 中央财政扶持资金将超过 400 亿(十一五期间这个数字是 190 亿)。预计通过创新药的带动，中国医药工业的产值将以 20% 以上的增速，逼近 4 万亿的规模目标。整个医药工业的产值在“十二五”时期占到国家 GDP 的 7%-8%。 从治疗领域看，重点发展针对恶性肿瘤、心脑血管、免疫缺陷等疾病的药物开发，和针对传染病的新型疫苗研发。 从药物开发方向看，基因工程药物、抗体药物将是重中之重。新型疫苗、诊断试剂、小分子化药、创新中药等也会是国家重点鼓励的领域。	创新能力强、获得国家重大新药创制资金支持的生物制药企业将获得新发展机遇
服务贸易发展“十二五”规划纲要	到 2015 年，服务贸易进出口总额达到 6000 亿美元，年均增速超过 11%	其中，通信、信息服务、金融、文化、咨询等智力密集型占我国服务出口总额的比重要超过 45%。 积极推进中医药、文化艺术、广播影视、新闻出版、教育、体育等有中国特色的服务出口，并重点培育通信、金融、会计、计算机和信息服务、传媒、咨询等高附加值服务贸易，积极承接服务外包；继续扩大服务领域对外开放，加快服务贸易企业“走出去”步伐	文化传媒类各子行业均位居重点扶持领域，具有较强国际竞争力的文化子行业将率先受益
矿产资源节约与综合利用“十二五”规划	到 2015 年，大中型重点矿山开发效率保持在较高水平，小型矿山的开采回采率、选矿回收率在现状基础上平均提高 3-5 个百分点；80% 达到综合利用品位的共生伴生矿产得到全面回收。 8%-15% 的石油、天然气、铁、锰、铜等重要矿产的难利用资源转化为可利用资源。并通过综合利用，增加和盘活石油 15 亿吨、铁矿 90 亿吨、铜矿 1500 万吨、锰矿 2500 万吨、铅锌 500 万吨、金 600 万吨。		将增加难利用资源的生产成本，长期看将对资源价格起到支撑作用。采矿企业需加大设备投入，实力较弱的矿山或被迫退出，有利于行业集中度提高
民爆行业十二五规划	东部沿海、东北及长三角需求下降；中部需求维持现有水平；西部明显增加，需求量年均增长 10% 以上 推进产品优化、提高产业集中度，着力培育 3-5 家具有自主创新力的龙头企业，打造 20 家左右跨地区跨领域的骨干企业		看好爆破服务未来发展；看好中西部地区民爆公司；看好正在整合或即将整合的民爆企业
石油与化学工业十二五发展指南	年均增速保持 10% 以上，到 2015 年，行业总产值达到 16 万亿元	控制原油产量：新建炼油项目规模控制在 1000 万吨/年以上。控制现有小型炼油装置再次扩大原油加工能力，加快淘汰 200 万吨/年及以下的小炼油企业 突出化工新工艺：发展战略性新兴产业配套的产品与技术，提高高端化学品的自给率； 节能减排：2015 年，万元工业增加值能源消耗和二氧化碳排放量均比“十一五”末下降 15%；COD 和氮氧化物排放总量均减少 10%，氨氮排放总量减少 12%，二氧化硫排放总量减少 8%，废水达标排放；化工固体废物综合利用率达到 75%、有效处置率达到 100%。	重点关注化工新材料、精细及专用化学品领域的优势企业；节能减排领域的相关企业
中国家用电器工业“十二五”发展规划	我国家电工业总产值将达 1.5 万亿元，年均增长率 9.2%，	出口额 600 亿美元，在全球出口市场的比重达 35%	
节能环保产业“十二五”发展规划	“十二五”末，国内节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元	增加值占 GDP 比重达到 2% 左右，产值年均增长 15% 以上。其中，核心领域的环保装备产业和环境服务业产值分别达 5000 亿元	明年预测投资 6000 亿，十二五期间 3.1 万亿

资料来源：东方证券研究所

4、价格政策：启动改革

2012 年预期通胀回落会给宏观政策带来更多迂回空间，随着通胀压力的减弱其价改的时间窗口也即将打开。在 CPI 组成中，居住、交通通讯两项占有较大份额，而水价、燃气价、电价与居住项直接相关，成品油、天然气价格与交通项直接相关。但从直接影响来看，石油能源、水、电、燃料

及其他资源品在 CPI 中的比重约为 8.4%，各类资源品每涨价 10%，将直接带动 CPI 上涨 0.85 个百分点。这只是在不计间接传导的作用下，而实际上，水、电、煤等资源在间接上对 CPI 有较大影响。

在生产者价格指数方面，资源品价格对企业的生产成本具有一定领先相关性。推行市场化资源价格改革可能带来资源价格的提升，从而会推升 PPI 和 CPI。因此，结合目前情况来看，在物价上行的压力得到缓解时推进资源价格改革，是相对恰当的时机。

决策层也释放出积极信号。近日，国家发改委价格司副司长周望军在接受记者采访时就表示，考虑到 10 月 CPI 的数据已经有所回落，通胀压力逐步减小，尽管宏观政策不会出现转向，但对部分价格矛盾择机予以梳理，其中包括供暖、天然气以及电力价格等。

择机梳理，意味着政府希望通过资源价格改革推动能源结构优化，改变传统的对资源类产品过度依赖的能源结构，理顺煤、电、油、气、水、矿产等资源类产品的价格关系，促进节能减排，抑制不合理的需求。国家发改委选择在此时抛出资源价格调整的信号，实则为条件开始出现，而随着能源需求的增加、价格改革中市场化机制的引进，未来的能源价格势必应该逐步反映市场的供需变动。

事实上早在年初，国务院已经正式批转国家发改委《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》，根据该意见，推进资源性产品价格改革将成为今年经济体制改革的重点，其中明确将推进成品油、电和天然气等资源性产品价格改革，择机实施居民用电阶梯电价。而目前包括北京在内的多数地方省市也完成了水电气热价格的听证会，此前出于物价考虑，并未做出调整。随着通胀的退去，未来价改的推进将重新步入正轨，价改的推出也必将给各行业造成深远影响。

表9：价格改革路径及其影响

类别		改革路径	价格影响
水资源	农业水价	全面推广农业水价综合改革试点	↑
	排污费征收	《国家环境保护“十二五”规划》：逐步调高污水处理费标准	↑
	城市水价	进一步上调居民生活用水价格，继续推行阶梯式水价制度	↑
	工业和服务用水价	超额累进加价制度	↑
煤电联动	价格决定机制	政府部门逐步淡出电煤价格协商体系，不再发布参考价格，由煤、电双方自行确定交易价格	价格形成市场化
	成本核算体系	综合考虑煤炭资源成本、生产成本、环境成本，以及退出	
	订货方式	推行长期交易合同	
电力价格体系	电厂	竞价上网：改进煤电价格联动机制，逐步施行上网电价竞价上网	↑
	输配电厂	独立的输配电价：过渡到按“成本加收益”方法核定输、配电价格	视输配电厂效益定
	居民	阶梯式电价：以浙江、福建为样本，在全国推行阶梯式电价	↑
	用电企业	差别电价：对高耗能企业实行惩罚式电价	高耗能企业电价↑
成品油	方案一	国际原油价格在每桶 40-130 美元之间，三大石油公司可根据国内供求进行调价	价格形成市场化
	方案二	国内成品油满足调价边界条件时，改委将委托中介机构公布国际市场油价变化情况和国内成品油最高零售价格，企业可以此为基础自主确定具体执行价格	
天然气	方案一	一气一价：不同气源采取不同价格，不考虑国内气和国外气价格衔接问题。	差异化

	方案二	区域定价：气价与输送距离相挂钩，运距越远，价格越高。	差异化
	方案三	挂钩原油：将目前分类出厂结构气价归并，统一到区门站价，并实现与原油挂钩联动。	与原油价格联动
	方案四	加权平均：在进口气和国产气的管道连接点或出气点实行加权平均的到区门站价格。	↑
资源税	试点→推广试点→全面推广	原油、天然气的资源税从价计征，税率上调为销售额的 5%-10%；煤炭资源税仍维持从量计征，焦煤资源税上调至每吨 8 元-20 元，其他煤炭资源税为每吨 0.3-5 元	↑

资料来源：东方证券研究所

四、经济：能差到什么程度

这样的政策环境下，明年的中国宏观经济将出现什么样的一幅图景呢？总体判断，政策基调不会改变，官方表述应该还是保持稳健的货币政策和积极的财政政策；增长目标将被适当调低，为转型的相关政策的实施提供空间和弹性。我们预测 2012 年 GDP 同比从今年的 9.3% 下降到 8.5% 左右，全年 CPI 同比从今年的 5.5% 下降到 3.7% 左右。

表10：2012 年宏观经济数据预测表

	2010	2011F	2012F	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
实际 GDP（同比增长，%）	10.4	9.3	8.5	9.7	9.5	9.1	8.7	8.3	8.0	7.7	10.8
工业增加值（同比增长，%）	15.7	13.8	13.0	14.9	13.9	13.8	12.7	12.9	12.7	12.2	14.1
社会消费品零售总额（名义同比增长，%）	18.4	17.5	17.8	17.1	18.2	17.3	17.2	16.9	18.0	17.7	18.7
社会消费品零售总额（实际同比增长，%）	14.8	12.1	14.1	12.4	12.5	11.0	12.3	13.3	14.3	14.5	14.2
城镇固定资产投资（累计，名义同比增长 %）	24.5	24.8	21.0	25.0	25.6	24.9	24.8	20.4	19.2	20.3	21.2
城镇固定资产投资（累计，实际同比增长 %）	20.2	17.9	17.2	18.5	19.0	18.1	17.9	16.3	14.9	16.5	16.1
出口（美元，十亿）	1578	1900	2173	400	475	518	508	452	538	595	587
出口（同比增长，以美元计价，%）	31.3	20.4	14.3	26.4	22.0	20.1	14.5	13.2	13.4	14.8	15.6
进口（美元，十亿）	1394	1756	2115	400	428	454	473	467	519	555	574
进口（同比增长，以美元计价，%）	38.9	26.0	20.5	32.8	23.1	22.2	24.4	16.7	21.2	22.2	21.3
贸易顺差（美元，十亿）	185	152	57	-1	47	71	35	-15	20	40	13
贸易顺差（人民币，十亿）	1249	974	362	-5	304	456	220	-94	125	250	82
贸易顺差（占 GDP 比例）	3.11	2.32	0.81	-0.05	1.49	4.46	2.04	-0.84	1.11	2.22	0.73
CPI（同比增长，%）	3.3	5.5	3.7	5.1	5.7	6.3	4.9	3.5	3.7	3.2	4.5
CPI（非食品）（同比增长，%）	1.4	2.8	1.9	2.5	2.9	2.9	2.7	1.9	1.8	1.5	2.2
CPI（食品）（同比增长，%）	7.2	11.7	7.5	11.0	12.5	13.9	9.3	6.7	7.5	6.7	8.9
PPI（同比增长，%）	5.5	6.3	7.0	7.0	6.9	7.1	4.3	6.3	5.2	7.6	8.8
PPI 购进价格指数（同比增长，%）	9.6	9.5	9.8	10.2	10.4	10.5	6.7	8.2	11.2	9.4	10.4
货币供应量（M2，期末，同比增长，%）	19.7	13.2	14.0	16.6	15.9	12.9	13.2	14.1	13.7	14.3	14.0
外汇占款（十亿人民币）	3268	3053	1000	1124	964	844	121	162	198	342	298
新增人民币贷款（十亿人民币）	7927	7510	8012	2257	1925	1511	1816	2404	2404	1602	1602
人民币汇率（人民币/美元，期末值）	6.61	6.33	6.31	6.55	6.46	6.37	6.33	6.40	6.34	6.28	6.31
人民币汇率（升值幅度，%）	3.22	4.26	0.25	0.89	1.29	1.45	0.63	-1.15	1.00	0.90	-0.50
10 年期国债到期收益率（年利率%，期末值）	3.91	3.65	3.62	3.91	3.89	3.90	3.65	3.55	3.45	3.52	3.62
存款准备金率（%）	18.5	21.0	18.5	20.0	21.5	21.5	21.0	20.0	19.0	18.5	18.5
一年期存款基准利率（年利率%，期末值）	2.75	3.50	3.50	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
一年期贷款基准利率（年利率%，期末值）	5.81	6.56	6.56	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56

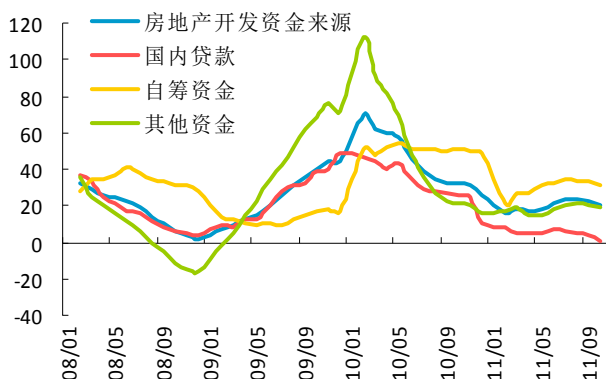
资料来源：东方证券研究所

1、经济着陆在即

1) 投资：房地产下行风险，部分可以对冲

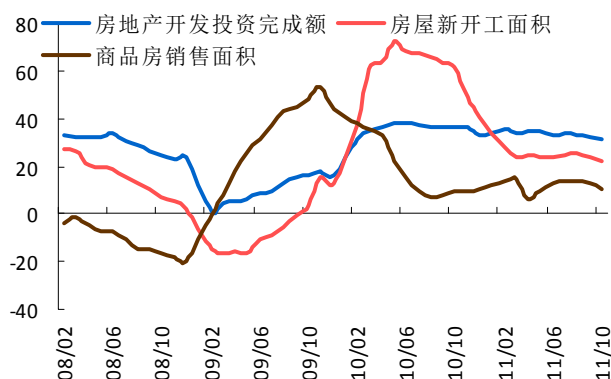
由于资金的收紧，缺乏融资渠道的大部分房地产企业（这在数据上表现为其他资金增速的上升）将不得不降价来进行资金的回笼，这会造成房地产价格的全面下行，10 月份 70 个大中城市中有 34 个城市的新建住房价格较上月下降，而 9 月份只有 17 个。70 个大中城市中，有 16 个城市 10 月份新建商品房价格较上月上涨，低于 9 月份的 24 个。

图36：房地产开发资金来源（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图37：房地产销售和新开工累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

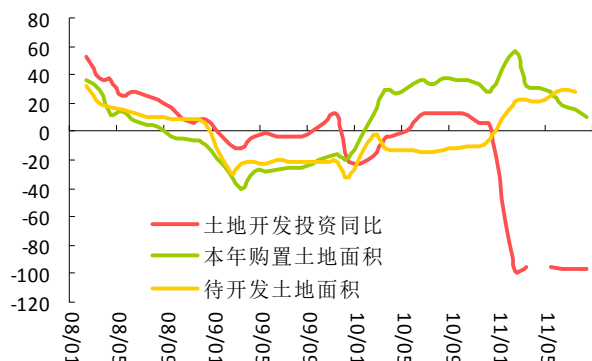
10 月的房地产单月数据中，销售同比负增长、资金来源增速大幅放缓、新开工增速大幅跳水，这都意味一个着陆过程的开始。

图38：房地产投资单月值同比增速

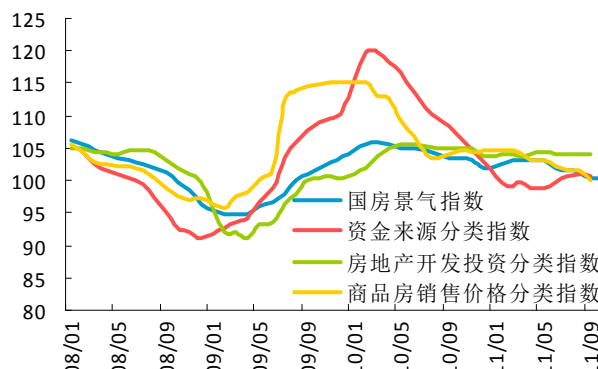


资料来源：WIND，剔除了难以计算单月值的每年1、2月份，东方证券研究所

投资意愿的降低也表现在土地开发投资上，部分开发商已经停止拿地。由于土地的投资对于房地产投资具有一定的领先作用，预计房地产投资的下行趋势将在未来一年保持。考虑到中央再次强调房地产调控的力度不会松动，并且目前的限购政策仍有可能向二三线城市推广，预计房地产投资增速将在明年1季度就降至20%以下。

图39：房地产土地开发投资累计同比（%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

图40：国房景气指数（%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

这会不会产生系统性风险呢？其实明年实体经济方面的核心问题就是用什么来对冲房地产投资的下降，来确保基本的经济增速，首先还是房地产投资本身，有两个方面值得关注，一是来自于保障房建设，预计 12 年保障房应该会维持在 1000 万套的水平上。另一方面，如果货币政策继续微调的话，会对房地产市场有一个拉动作用。

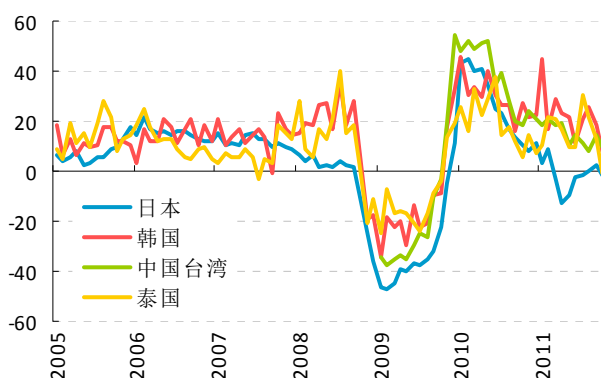
此外，明年重点投资项目不少，但总量上超预期较难。从基建投资来看，由于基数效应，明年基建投资增速或可小幅上升，达到 11% 左右的水平。以往房地产投资的下滑往往以基建投资的提速来对冲，但是 12 年不比 08 年和 98 年，很难看到这一点。铁路投资方面，今年 1~10 月累计总投资下滑 25.9%，而 10 月份单月下滑 61.8%，预计全年下滑幅度或将达到 39% 左右的水平，但从积极的一方面看，微调政策下铁道部 11 月份通过债券市场融资 600 亿，通过信贷市场获得 2000 亿元融资支持，更多的资金在途，预期明年铁路投资或将小幅上涨。（而且更有市场需求和紧迫性的货运专线和普通客运线路可能会顶上高铁，例如目前发改委等部门正在计划新建的蒙西到华中的煤运大通道表明未来铁路建设的重点可能会有所转移）。公路建设方面，在 2009 年 4 万亿之后，道路设施固定资产投资累计呈现趋势性下滑，今年 1~10 月份，累计道路固定资产投资同比上涨仅 9.95%，远低于 2010 年 23.2% 的水平，而从高速公路投资规划来看，未来融资压力仍然较重，预计明年道路运输业与今年相比难有起色，将维持 2011 年水平。其他基建投资方面看好水利水电建设。中央水利工作会议提出，未来十年投资近 4 万亿元用于水利建设，每年平均 4000 亿，“十二五”期间，总投资规模大致为 1.8 万亿元，11 年截至 9 月底，已累计投资 2600 亿元，而 12 年有望在今年的基础上小幅增加。

制造业整体情况要好于房地产投资，但亦将出现同比下滑，2012 年将呈前低后高走势，具体到制造业内部，各行业间差异较大。受房地产市场调控影响较大的行业，如黑色金属、家具制造业，2012 年投资增速将会出现下滑，幅度将小于房地产投资下滑幅度；而受出口增速下滑影响比较明显的行业，如纺织服装、电子通讯计算机则亦将受美国经济复苏放缓、欧洲经济低速增长拖累，明年前三季度难以有好的表现，同时考虑到投资的滞后，预计明年增速将继续下滑；与消费密切相关的行业，农副食品以及食品饮料等行业，则可能受通胀下行、消费回升推动，实现前低后高的 V 型走势，固定资产投资同比增速小幅上涨有望实现；而受益于产业结构调整积极推动，专用设备制造、电器设备制造、电力设备制造，特别是水电设备，将会在 12 年实现较快增长，对制造业整体固定资产投资形成向上拉动，部分弥补由于地产链和出口链产业投资下滑的负面影响。总的来说，2012 年固定资产投资同比增速将下滑至 19%~22% 的区间内。

2) 出口：拖累经济预期中

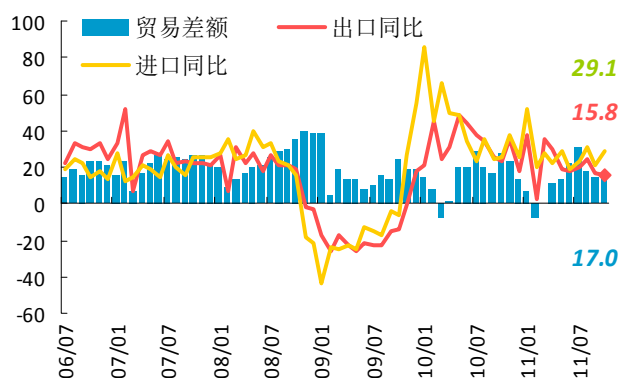
全球经济增长减缓,特别是欧盟经济的疲软,外需萎缩会导致中国的出口部门出现一个明显的下行。从数据上来看,从亚洲几个主要的出口国家的出口增速都在放慢,日本 10 月份出口额较上年同期下降 3.7%,当月出现贸易逆差 2,738 亿日圆。韩国 10 月份出口的同比增速下降了 10.1 个百分点至 8%,新加坡的出口增速也降至 2% 的低位,中国由于外向经济的巨大体量暂时也无法脱钩。

图41：亚洲部分经济体出口同比增速（%）



数据来源：CEIC，日本和中国台湾为季调后数据，东方证券研究所

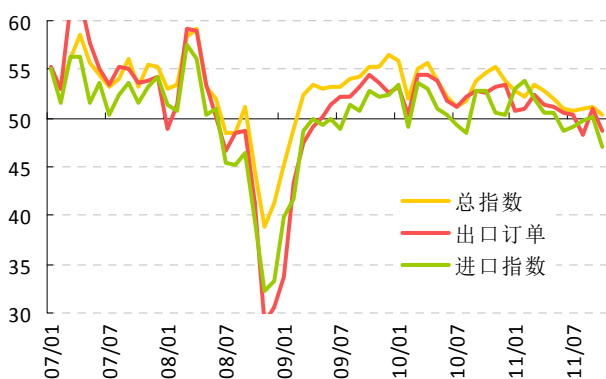
图42：进出口同比及贸易差额（%，十亿美元）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

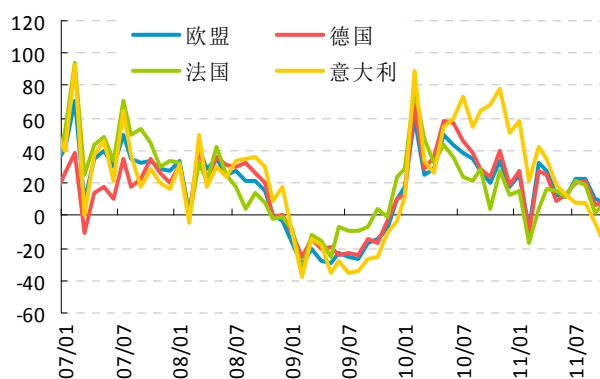
中国的出口增速已经降至 15.8%，我们判断还会继续下行，10 月份，对欧盟的出口同比增速已经降至 7.5%，而对意大利已经降至-18%，预期明年一些欧盟核心国家将成为驱动出口下行的主要因素。从 PMI 指标来看，制造业的出口订单指数已经降至分界点以下，考虑到订单传导到实际出口的时滞，至少整个明年上半年，中国的出口部门都将处于不断下探的过程中。

图43：PMI 进出口指数（%）



数据来源：CEIC，日本和中国台湾为季调后数据，东方证券研究所

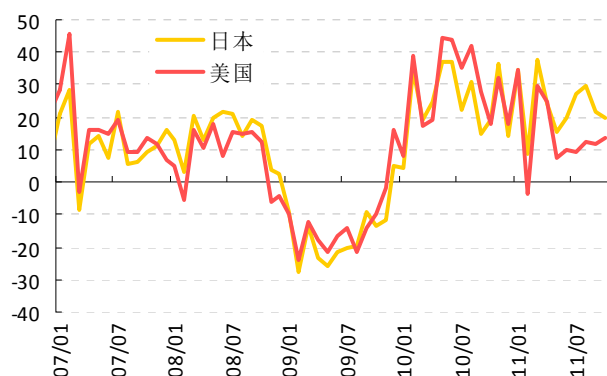
图44：对欧元区国家出口同比（%）



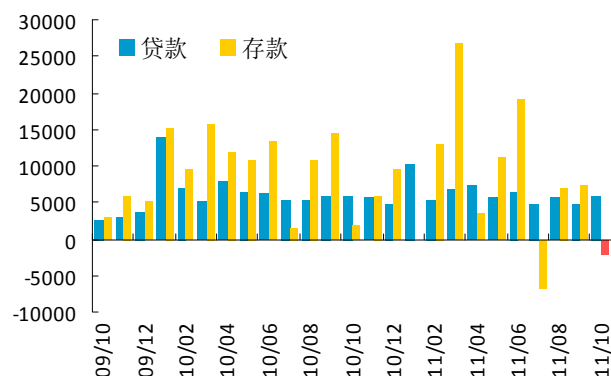
数据来源：CEIC，东方证券研究所

但不认为其会降至 10% 以下，原因在于，美国和日本在未来一年将处于缓慢复苏的过程中，虽然其进程会比较疲软，但是并不像欧洲一样存在重大的风险，而且日本的产出缺口依然会给予其经济带来一定的支撑，因此对美国和日本的出口增速会保持在目前 20% 左右的水平，降至 10% 的可能性不大，再加上增速较高的新兴市场国家，这保证了未来中国的出口波动中枢在 10% 到 15% 之间。

明年出口额同比增长 12~16%，进口同比增长 18 至 21%，贸易顺差占 GDP 的比例在 1.0 至 1.2%，外贸会呈现出前低后高的形态，在 2 季度出现谷底。

图45：对美国和日本出口同比增速（%）


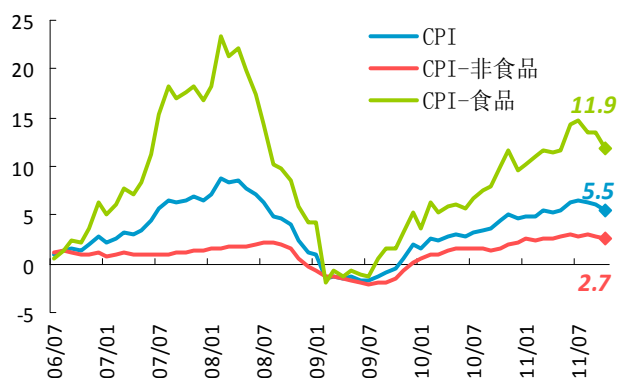
数据来源：CEIC，日本和中国台湾为季调后数据，东方证券研究所

图46：外汇占款与外汇储备月变动（亿人民币）


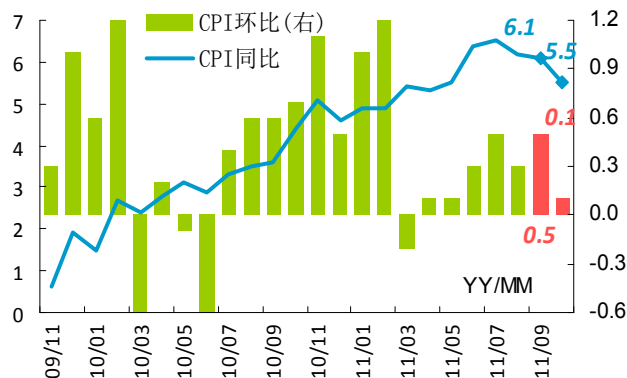
数据来源：CEIC，东方证券研究所

2、通胀风险不再

本轮通胀的驱动因素主要是三个：食品周期是老问题，货币投放冲击需求，供给冲击抬升成本，明年都将有所改进。

图47：中国 CPI 同比（%）


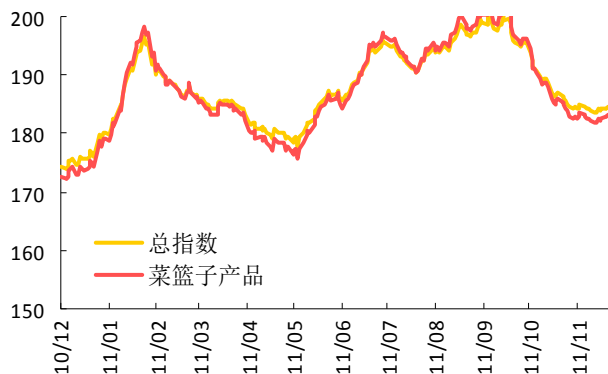
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图48：CPI 同比与月环比（%）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

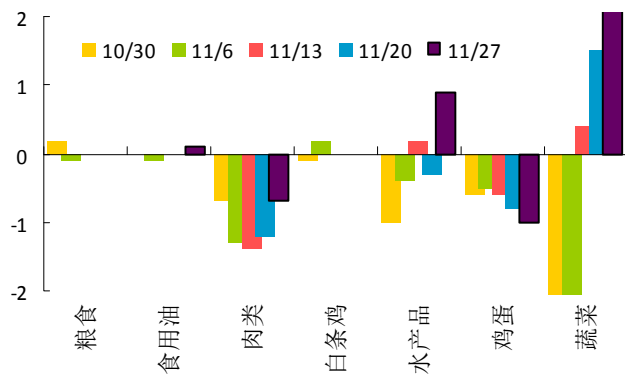
货币因素我们前面已经谈过，从食品周期来说，价格已经出现了下跌，并且跌幅非常明显，这也是 10 月份通胀新上涨因素稳定的原因。无论是农业部的监控还是商务部的监控都说明食品物价的下跌非常猛烈（图 49，图 50），食品 CPI 已经回落到 11.3%，通过对于生猪存栏数的分析（生猪存栏数已经在 3 月份回升，加上 5 个月育肥，目前猪肉的供需已经恢复平衡），到 4 季度末，本轮生猪周期就已经完结，即使考虑到 2012 年 1、2 月份的季节效应，在明年 1 季度末，食品 CPI 的同比很可能会回落至 6.6%。

图49：农产品批发价格指数（2000=100）



数据来源：农业部，东方证券研究所

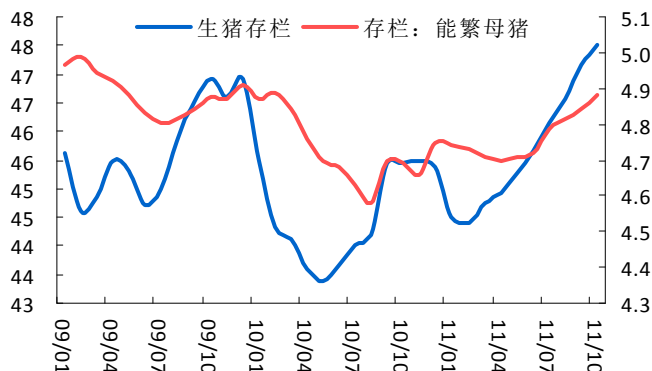
图50：前四周商务部食品价格监测情况（周环比）



数据来源：商务部，东方证券研究所

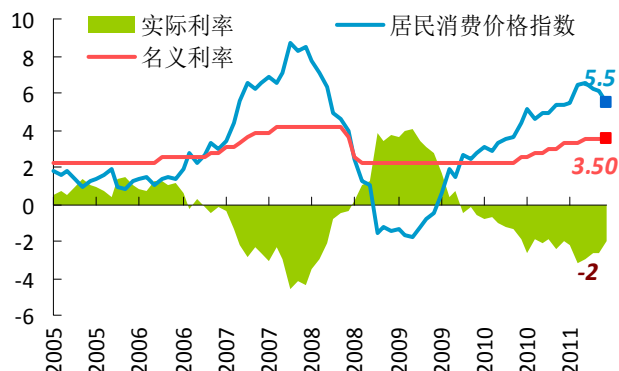
本轮通胀的更大的特征在于非食品 CPI 同比高企（最高点达到了 3%，而 2008 年那一轮通胀中该指标最高水平仅为 2.1%，而食品的 CPI 曾高达 23.3%）。这一根本驱动因素正在消退，主要由于需求面的下行幅度会超过供给面（体现在 CPI-PPI 的差距加大）。2012 年第一季度的非食品 CPI 将会降至 2.1% 的低点，受整个经济下行的影响，直到 3 季度，这一指标都会降至 2% 以内，直到第四季度，整个经济产出重新开始恢复后才可能出现一定的回升。

图51：生猪存栏和能繁母猪存栏（千万头）



数据来源：WIND，按日展平处理；东方证券研究所

图52：名义与实际利率（年利率，%）



数据来源：CEIC，CPI 按日展平处理；东方证券研究所

综合来看，预计 2012 年 1 季度 CPI 同比将从上一季的 4.9% 下跌到 3.6% 左右的平台，一直持续到第 3 季度，并在第 4 季度上升到 4.5% 左右。

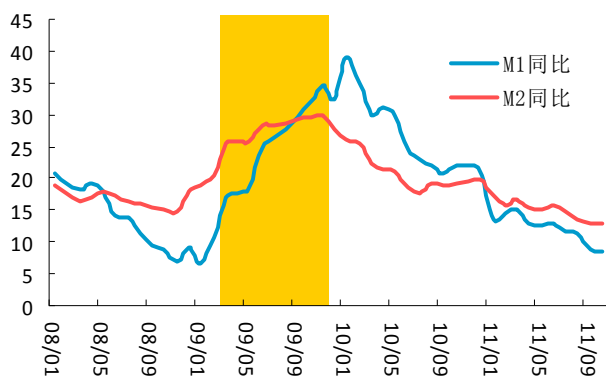
3、反周期软着陆

总结一下，房地产调控带来的投资下行是一个可控的着陆过程（之所以是软着陆，是因为融资平台到银行体系的风险传导链条正在被切断），外需萎缩带来的出口部门的下滑是预期中的中长期现象，加上偏紧的流动性，中国经济的短期下行趋势已经非常确定。值得注意的是目前中国经济正处于出脱“中等收入陷阱”到达“高收入之墙”中间的这个阶段，潜在产出应该在 9.2% 附近，因此积极的需求管理政策依旧在校正短期偏离方面有用武之地，当然辅佐以供给和结构调整政策效果会更好。

当然目前我们所关注的就是政策面的宽松在经济面怎样体现出来，或者说，处于下行周期中的中国经济在逆周期的政策操作下明年将走出的路径。

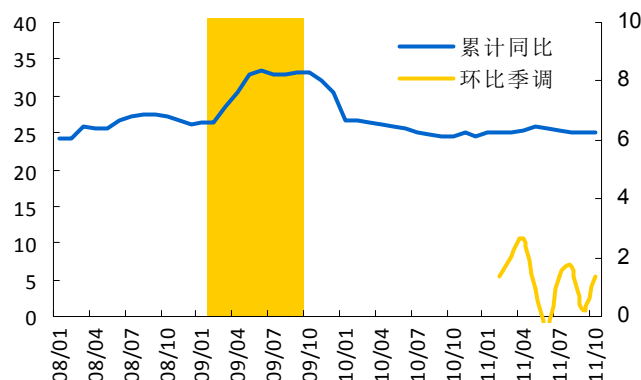
预期 2012 年的 1 季度，中国的出口增速将降至 13%，而城镇固定资产投资增速将降至 20%，3 月份左右或将会成为中国经济最为紧张的时刻，硬着陆的风险或一触即发。现在开始的货币政策调整，需要经过信贷和财政项目投放等环节才能到达实体经济，这里面的每一步都存在一定的时滞。大致可以从 08 年的经验来参考政策驱动复苏的时刻表。08、09 年，危机所引发流动性休克以及实体经济崩溃的局面和目前非常相似，当时货币政策的放松（如图 53，图 54）是在 08 年的 10 月份到 09 年的 1 月份，货币政策投放的时间大约的一个季度左右，而 4 万亿的刺激计划是在 08 年的 11 月份被投放。在政策下达的同时，货币供应就开始出现上升，货币的增长开始于一月份，在 1 季度迎来高速增长，M1 表示的货币扩张在整个 2 季度得到了持续，而 M2 的扩张一直持续到年末。

图53：货币供应的增加（%）



数据来源：CEIC、东方证券研究所

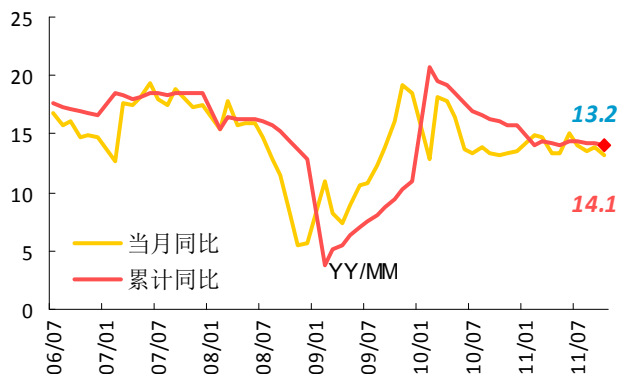
图54：投资增速的增加（%）



数据来源：CEIC、东方证券研究所

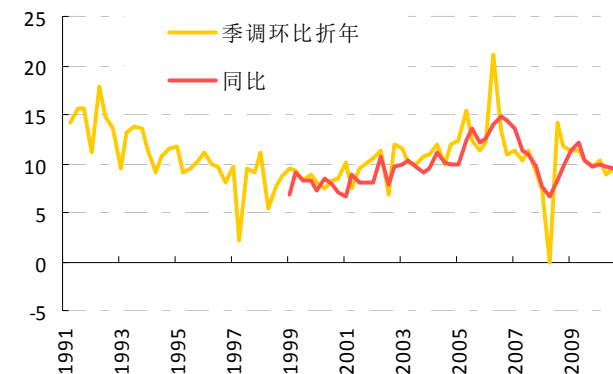
而伴随着流动性的增长的是投资的增长，可以看出这种投资增速的增长窗口应该在 1 个季度左右，而具体时点是在政策投放完毕以后而滞后于流动性拐点 1 个月左右，显然从逻辑上来说，资金的充裕转化为实际投资的投放存在一个投资意愿的转变，这个转变的时间大约在一个半月以内，这么短的反应时间使得我们可以相信，这一转变在政策投放的过程的中就已经完成了。

图55：工业增加值概况（%）



数据来源：CEIC、东方证券研究所

图56：中国实际 GDP 同比与环比（%）



数据来源：CEIC、东方证券研究所

投资的增速最终会表现为产出的回升，工业增加值的当月同比数据显示出增速的两波回升，第一波上升是由于 4 万亿的刺激，由于财政采购的效应是立竿见影的，但是如果忽视这种财政政策的扭曲（明年只可能是温补型的），流动性反转驱动的投资所造成的工业生产的增长要在 5—6 月份才逐渐展开，也就是说，在货币政策投放完成之后的再经历 4 到 5 个月的时间，在流动性和投资发生转折性增长 1 个季度之后，政策才会传导到工业生产上来。

基于此，我们预计在明年 1 季度中国将会进入一个政策投放期，存款准备金会继续下降，在货币政策反转之后的半年中，经济将会由于周期的惯性而呈现出继续下行的趋势，而在年中，货币的流动性将会出现明显的改善，温补型的财政刺激包开始见效，各类投资也将会出现恢复的迹象，并配合新政治周期的发动，投资实际同比增速将会在 3 季度达到年中的高点，而经济增长的趋势性修复将会在 4 季度全面显现出来。大体来看，明年经济会呈现出“先见底再复苏”的整体走势，我们对于明年 3-4 季度经济增长保持乐观。这个周期的新意就在新三驾马车将如何演绎。

五、市场：波段上下上，趋势温和上

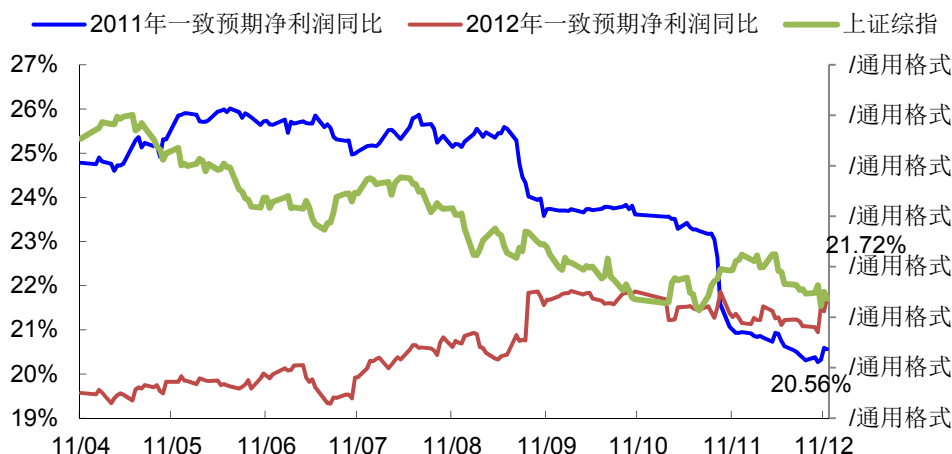
1、估值风险仍在，中枢即将回归

1) 短期：上证综指盈利增速仍然有下调空间

动态估值的重要性远高于静态估值；而动态盈利下调的风险仍然存在。2011 年上半年市场对于当年的盈利预测相对乐观，认为 25% 以上的盈利增长没有异议；随着宏观调控的不断深入和效果显现，经济也逐渐进入趋势下行，直到 2011 年底，市场一致预期盈利预测调降至 20% 附近（图 57）。上市公司盈利下滑和流动性的持续紧张也使得 2011 年的 A 股市场遭遇戴维斯双杀。

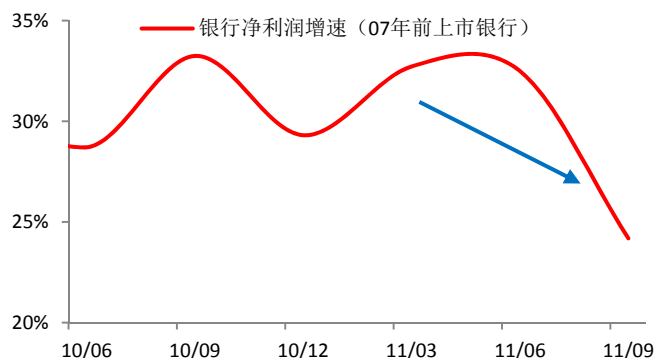
由于市场对于盈利的下调往往是滞后的，目前看来，市场对于 2012 年的盈利预测依旧相对乐观，上证综指目前依然有接近 22% 的盈利增长。我们认为：随着宏观经济的逐渐着陆，未来盈利增长的进一步下调仍然是大概率事件。以上市银行为例，目前其净利润增速已经开始下滑，而我们预计未来净息差也有可能进入下行通道（图 58、图 59）。银行的盈利增速难见乐观，从而带动整个 A 股盈利预期继续下行。

图57：上证综指 2011-2012 盈利一致预期变化情况



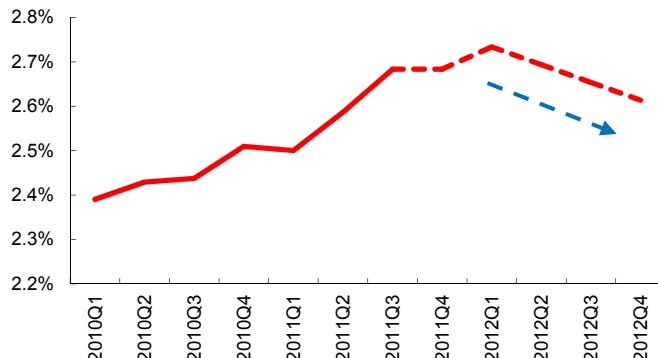
数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

图58：上市银行净利润增速已经开始下滑（07 年前上市银行）



数据来源：WIND，东方证券研究所

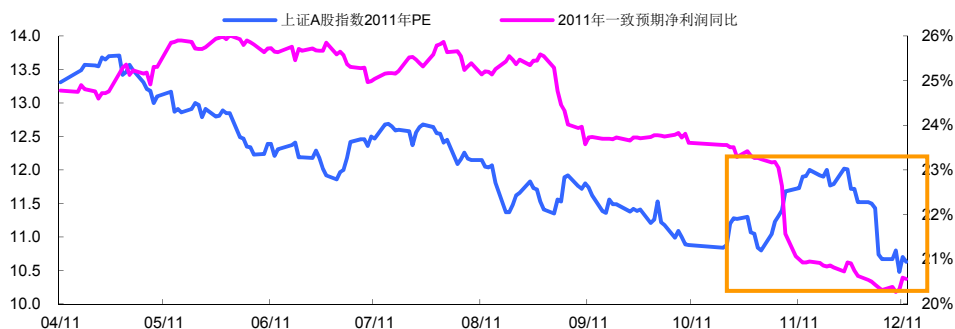
图59：上市银行息差可能进入下行通道（虚线为预测值）



数据来源：WIND，东方证券研究所

在经济下滑初期，由于市场盈利预测剧烈下调，尽管指数快速下跌，但如果预测盈利调整幅度大于指数下跌幅度，则会导致动态估值不降反升；即当前看起来很“美”的估值水平有可能会“被”提升，盈利下调过程中估值未必就一定“便宜”（图 60），换句话说，当前的估值水平未必就是底部。短期内 A 股仍然有一个震荡寻底的过程。

图60：经济下滑阶段盈利下调致使估值“被”上调



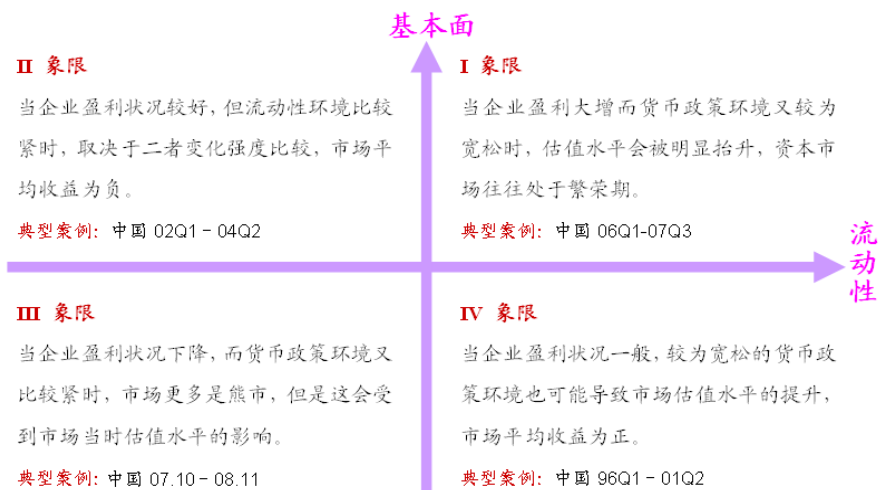
资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

2) 中期：流动性改善维持估值中枢

但是中期来看，目前上证综指的估值水平仍然处于相对底部，位于历史平均水平的最低值附近。而随着货币政策的逐步转向，流动性的改善将带来估值中枢的稳定，并有可能开始向均值回归。

早在 2008 年我们东方证券策略研究团队就提出、并一直遵循“东方投资象限”理论，即按照企业盈利和流动性的增长状况，可将股票市场不同阶段的投资划分为四个象限：包括企业盈利增长和流动性增长的第一象限，盈利增长但流动性出现下降的第二象限，盈利和流动性同时下降的第三象限，以及盈利虽然下降，但是流动性出现上升的第四象限。在第四象限中，随着流动性由枯竭转向充裕以及股指水平从历史低点向均值回归，指数也有可能获得相对第三象限较好的收益。在货币政策进一步明确转向之后，流动性的（相对）好转预示着股市从第三象限转入第四象限，随之也将带来估值水平的提升。同时，我们也依然强调在流动性改善的初期，正是主题投资盛行之时，部分小盘股的表现也往往优于大盘股。

图61：根据流动性和企业盈利状况划分的四象限及对应股市表现



象限	起始	结束	月数	累计回报率	年化收益率
I	Jan-96	Apr-97	16	150.99%	113.24%
III	May-97	Jun-98	14	-3.88%	-3.32%
IV	Jul-98	Dec-98	6	-14.37%	-28.75%
I	Jan-99	Jun-00	18	68.14%	45.43%
III	00-07	Jan-02	19	-22.64%	-14.30%
IV	Feb-02	Jun-02	5	16.16%	38.79%
I	Jul-02	May-03	11	-4.54%	-4.95%
II	Jun-03	Sep-03	4	-13.26%	-39.78%
III	Oct-03	Apr-05	19	-15.21%	-9.61%
IV	May-05	Mar-06	11	12.00%	13.10%
I	Apr-06	Sep-07	18	285.56%	190.37%
II	Oct-07	Dec-07	3	-5.23%	-20.92%
III	Jan-08	Jan-09	13	-62.17%	-57.38%
IV	Feb-09	Jun-09	5	48.66%	116.79%
I	Jul-09		4	9.08%	27.24%

资料来源：东方证券研究所

3) 长期：上证综指波动区间预测

结合以上分析，我们对上市公司的盈利增速作出不同的情景假设，同时，根据历年预测市盈率变动范围来看，我们预计明年上证综指的估值水平将在历史最低值 10.8 和 12.5 之间变动。

表11：历年预测市盈率变动范围

历史平均 PE	2011	2010	2009	2008 年 11-12 月	2012E
最大	13.71	19.05	25.67	15.48	12.5
最小	10.80	13.81	13.01	12.46	10.8
均值	12.34	16.07	20.60	14.13	11.5
M2 平均增速	15%	20.77%	26.50%		14%
PE 均值/M2 均值	82.24	77.35	77.74		82.14

资料来源：东方证券研究所

表12：上市公司盈利增速情景假设

核心测算表	市值占比	极度悲观	中性悲观	中性	极度乐观
剔除银行、中石油、中石化	63.39%	0.00%	10.00%	20.00%	30.00%
银行	23.51%	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%
中国石油	9.91%	0.00%	10.00%	10.00%	15.00%
中国石化	3.20%	0.00%	10.00%	10.00%	15.00%
总计	100.00%	2.35%	11.18%	17.51%	25.68%

资料来源：东方证券研究所

综合来看，预测 2012 年上证综指估值的核心波动区间为（2300，2900），在风险事件导致的市场情绪变化驱动下可能会有极值附近正负 100 点左右的跳跃，因此明年的区间大致在（2200，3000）。

表13：上证综指对应盈利增速以及估值的点位测算

估值水平	极度悲观	中性偏悲观	中性	极度乐观
10	2141	2326	2459	2630
10.8	2313	2512	2655	2840
11	2356	2559	2704	2893
11.5	2463	2675	2827	3024
12	2570	2791	2950	3155
12.5	2677	2908	3073	3287

资料来源：东方证券研究所

2、趋势预测 N 形，行业配置分季

1) 趋势判断

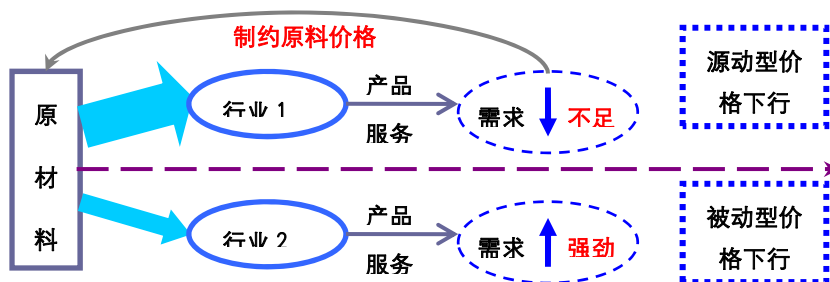
基于 2012 年的宏观形势——信贷改善，经济着陆，通胀下行、升级的 GDP 锦标赛再启——预期明年的市场波动变化大致体现为上下上的 N 字形态。全年的长期机会体现在两个领域：

- 流动性改善的初期，主题投资将格外活跃
- 通胀下行中，下游行业面临更稳定的基本面

从绝对收益角度看，实证研究表明，流动性扩张的前期和后期更有利于投资主题的产生。流动性好转初期，有限的增量资金会更关注事件引发的业绩预期剧烈提升的机会，主题投资是最恰当的策略。这正是我们目前的流动性环境。货币政策的微调到实体经济的平稳着陆和再起飞，至少要经历两个至关重要的环节：一是信贷的实质性放松；二是财政政策的积极配合。这两个环节中将涌现出很多主题性机会，是取得绝对收益的关键。核电、环保、农业（种业）是我们现阶段重点推荐的主题性机会，随着时间的进展，将不断有新的主题涌现出来。

从相对收益的角度看，要在通胀下行中寻找相对景气度高的行业和公司。通胀下行阶段通常是经济景气的收缩期，并不意味着所有股票都没有表现。紧紧抓住这一过程中行业的需求和价格变化规律，寻找“供不应求”的行业和原料价格比产品价格下行更多的行业，是成功积极防御、取得相对收益的关键。作为价格下行动力的诸多周期性行业，面临需求不足，景气度难以持续维持高位。而另一些行业被动承受价格下行，如中药、旅游等，需求端没有大问题，甚至面临上升（如很多中档消费品），这些行业景气度将维持相对高位。

图62：源动型价格下行和被动型价格下行



资料来源：东方证券研究所

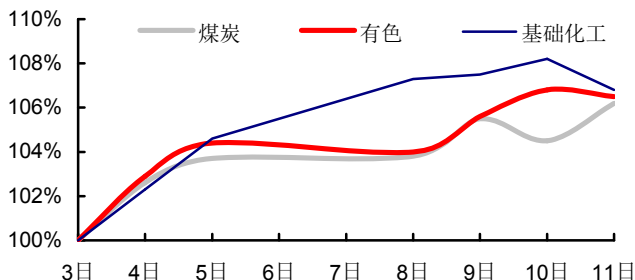
在细致分析经济状况、理解行业特点和景气周期的基础上，我们认为通胀下行阶段，仍可以精选中档消费类股票作为良好的防御品种，将有机会在两个季度内获得相对收益。建议关注：便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、短途旅游、烟草相关、千元智能手机、网购等面临旺盛需求的子行业和子产品。

2) 一季度机会：全球救市中的流动性冲击

一季度，大市可能面临一波小行情。这是因为内外流动性环比改善制造的宜人环境和政策从控通胀转向稳增长带来的积极情绪——外围风险倒逼在 2 月之前必须采取有力的全球协调的救市行动（参考相关报告《危机第二波：择日而亡》）；而国内开始了新一轮信贷周期，贷款环比改善和政策微调的放松重叠，营造一个投资友好的流动性环境；市场情绪方面，即将召开的中央经济工作会议可能将定调 2012 年经济工作重心从控通胀转向稳增长。虽然实体经济领域不能立即见到效果，但市场情绪和流动性的改善是实质性的。这在市场启动的早期是起决定性作用的，也为周期性品种制造了机会。

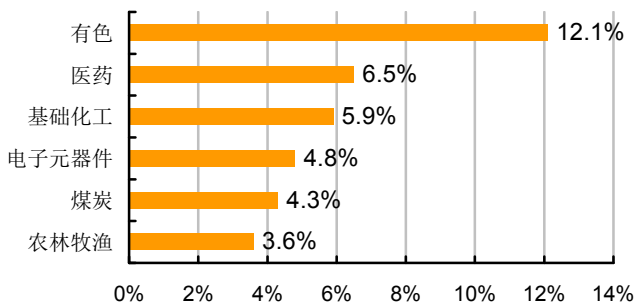
2010 年 11 月 3 日，联邦公开市场委员会（FOMC）再次启动量化宽松货币政策（QE2）后，全球面临流动性泛滥，大宗商品价格上涨，A 股在煤炭和有色等板块的带领下走出一轮普涨行情，领涨的行业包括：石油石化、煤炭、有色、基础化工、建材、轻工、医药、食品饮料、农林牧渔、餐饮旅游、电子、计算机等。

图63：QE2 行情中周期性行业领涨



数据来源：WIND，东方证券研究所

图64：QE2 行情中领涨板块交易额分布（占比总交易额）

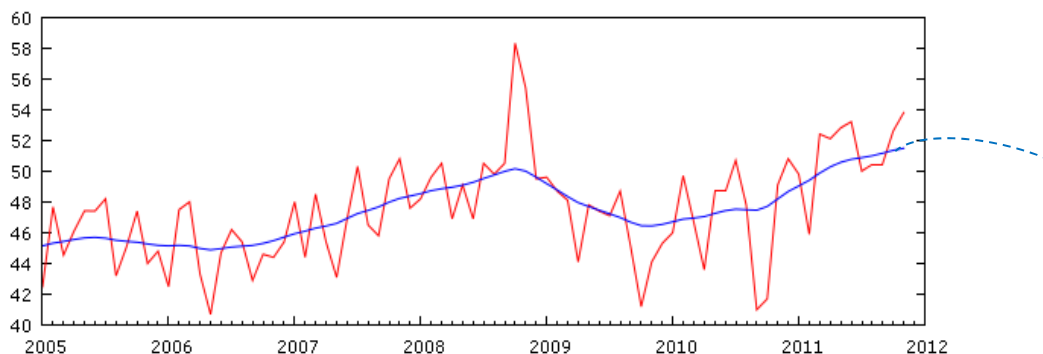


数据来源：CEIC，东方证券研究所

预期一季度国内国外的流动性宽松可能带来一波周期性行情，带动大盘上涨 10%-15% 左右，建议配置有色、煤炭、化工等 QE 敏感行业和银行（包括非银行金融）、地产等近期下跌较多、弹性大的板块。

3) 二季度防御：软着陆

二季度，可能面临下行风险。主要在于国内经济着陆，货币投放效果尚未显现，信贷放松暂未传导至经济景气，经济放缓进入“黎明前”。而外围欧美债务问题也可能出现反复，全球衰退的负面效应逐渐显现。另一方面，库存周期可能已经走到了高点，将在 2012 年逐渐从补库存阶段进入去库存阶段。经济景气度降低、尤其是基建和地产需求下行将使得厂家减少开工，减少库存。投资周期和库存周期叠加，实体经济景气将进入全年低点，衰退的痛楚一一显现。

图65：中国 PMI：工业中间品库存


数据来源：CFLP，东方证券研究所。

同时，从市场角度看，上市公司 2011 年年报和一季报将陆续推出，业绩下滑可能进一步大规模兑现，分析师通常会在此时下调盈利预测，进而压迫估值。市场预期和热情将受到影响。在此期间，建议着眼于防御，坚持配置中档消费行业和公司，并配置有护城河的周期性行业以谋反攻。

4) 三季度主升：经济周期“升引擎”再启动

三季度，经济和政治都将迎来新的周期。一方面，货币宽松效果终于传导到实体经济景气，地产价格探底也基本完成，国内经济与外围经济的部分脱钩也将发生；另一方面，地方和中央政府换届工作基本完成，新政治周期启动，经过扬弃的 GDP 锦标赛将再次开启。同时，CPI 回落到合理水平，国内政策的重心会更加明朗化地指向 GDP。从历史上看，每个五年计划的第二年都是投资高峰年。随之 A 股可能有机会出现 20-25% 的“吃饭行情”，周期品种或将迎来全年主升浪。较长期地看中国将进入转型的关键阶段，增长放缓，通胀维持，产业升级和深度城市化是新周期的重点领域。

5) 行业配置表

纵观全年，配置上我们建议全年紧跟主题投资的步伐，中期看好中档大众消费、医药和科技类，同时在一季度和三季度波段操作周期品。

风险提示：

- a) 货币政策调整仍需要确认，也需要温补型财政刺激政策配合。
- b) 谨慎配置外贸依存度较高、地产相关消费、顶级或奢侈产品、产能过剩严重的行业和公司。

表14：行业配置表

(除两油四行)	流通市值 (亿元)	标 配 权 重	2012PE	配置建议		
				一季度	二季度	三季度
农林牧渔	2817	2.0%	20			
采掘	10356	7.5%	12	超配		超配
化工	7456	5.4%	20	超配		超配
黑色金属	4000	2.9%	11			
有色金属	8240	6.0%	19	超配		超配
建筑建材	6075	4.4%	9			超配
机械设备	10191	7.4%	15			超配
电子	3288	2.4%	20			超配

交运设备	7100	5.1%	12	
信息设备	2771	2.0%	17	超配
家用电器	2151	1.6%	11	
食品饮料	8397	6.1%	20	超配，尤其是肉奶制品
纺织服装	2093	1.5%	15	超配，尤其是中档服装和特色服装
轻工制造	1867	1.4%	17	
医药生物	7923	5.7%	21	超配，尤其是中药和特色医疗
公用事业	5132	3.7%	17	
交通运输	6942	5.0%	11	
房地产	7215	5.2%	8	超配
金融服务	22988	16.7%	7	超配
商业贸易	4174	3.0%	14	
餐饮旅游	795	0.6%	25	超配，尤其是便捷酒店、文化旅游
信息服务	4866	3.5%	21	
中石油、中石化	23841	14.9%	10	
四大行	43323	13.0%	6	超配

资料来源：东方证券研究所

3、观点总结

纵观 2012 全年，信贷改善，经济着陆，通胀下行将是主要事件，外围经济的尤其是流动性和外贸的冲击也不可忽视。下半年，经济和政治都将迎来新的周期。随着经济波动，市场趋势大致体现为“上下上”的 N 字形态。“流动性改善初期主题投资为矛博绝对收益，通胀下行时中档消费为盾守相对收益”将是贯穿全年的投资策略，在此基础上，需抓住两次大市向上的波动性机会：一季度全球救市流动性释放的上升浪和三季度实体经济景气上行的主升浪。

	一季度（上，10-15%）	二季度（下）	三季度（上，20-25%）
逻辑 主线 投资 策略	流动性改善初期，主题投资为王 核电、环保、种业、新兴产业、民生、铁路重载、深度城市化等主题		
	通胀下行，下游行业相对景气度高，且消费行为枣核化 配置消费行业，尤其是各消费板块中的中档消费品种，如便捷酒店、中档餐饮、黄酒、国产红酒、中档品牌服饰、中医药、医疗器械、特色医疗、短途旅游、烟草、千元智能手机、网购等		货币效果，实体经济触底回升 周期性行业
	全球联合救市的流动性释放 周期性行业，如有色、煤炭、银行、地产等	经济着陆、货币时滞、外围反复， 上市公司年报和一季报可能低于预期，盈利和估值进一步下调 谨慎，注重护城河	新政治周期启动 投资品，如建材、工程机械；保障房、新兴产业
			转型，进入新增长周期 成长股，如医药、科技、LED、环保等，深度城市化主题等
风险 提示	外围经济放缓：回避出口概念		
	地产调控持续：回避地产相关概念，如家具、家电、装修、建材		通胀可能再度上行

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn