

策略研究员

署名人: 黄君杰

S0960511020008

010-63222932

huangjunjie@cjis.cn

参与人: 朱晔

S0960511030006

0755-82026746

zhumi@cjis.cn

樊学栋

S0960110080063

0755-82026827

fanxuedong@cjis.cn

荆思杰

S0960111090010

010-63222583

jingsijie@cjis.cn

相关报告

关注货币政策微调的力度

周报 2011 年 11 月 7 日

利润趋势仍未见拐点

周报 2011 年 10 月 31 日

短期股指进入整理阶段

周报 2011 年 10 月 24 日

短期反弹或能延续

周报 2011 年 10 月 17 日

情绪积忧已成疾, 港湾避风宜慎寻

季报 2011 年 10 月 10 日

海外成为近期市场波动重要主线

周报 2011 年 9 月 26 日

多事之秋, 反弹或晚熟

周报 2011 年 9 月 19 日

未来估值修复过程仍较为曲折

周报 2011 年 9 月 13 日

2012 年策略年报

全局渐转型, 结构重三产

投资要点:

- 在 2011 年, 政策趋紧是主线。通胀是政策的先导指标, 货币超发决定了通胀向上、政策向下以及经济转“滞”, 过程叠加日本地震及欧债危机, 形成市场震荡下挫的大趋势。我们认为 2012 年政策变化仍是市场运行的主线。
- **经济下滑将引起政策趋松加力。**预计 2012 年政策趋松加力时点一季度末、二季度。货币政策力度和速度整体较稳健, 财政政策可能是全年政策主力。2012 年经济将呈现前低后稳, 企稳时点或在二季度末、三季度; 消费平稳, 投资、出口延续回落趋势。
- **经济新引擎暗指三产, 二产向下、三产“向上”逐步成为趋势。**1、第二产业增速将趋势性回落, 宏观政策在二产中的空间有限 2、第三产业增速将逐步超过第二产业增速, 期间伴随房地产软着陆, 三产在经济转型升级、就业、劳动力结构转型中的作用将显现。3、相关政策加力时点或在四季度。
- **政策、经济、情绪三线共振明年两场戏。权重的戏:**来自总量控制的货币基调下的政策放松加力, 时间在一季度末、二季度。**三产的戏:**来自第三产业的政策扶持。在 2012 年四季度三产、二产实际增速或将逐步形成增速“金叉”预期, 十二五期间实际增速差估计或达 1.5%。
- **市场总体仍是震荡市。**2012 年是一个盈利弱势的市场, 相比于 2011 年盈利增速的差值约为 -7%, 同时市场资金面整体偏紧, 但资金成本会有边际缓解, 预计 2012 年估值对指数的驱动较为有限, 全市场估值驱动不会明显超过正向 15%。预计 2012 年上证指数振幅为 25%, 区间为 2200 点至 2900 点。
- **市场将呈现四阶段表现: 第一阶段:**当前至明年 1、2 月份, 经济延续下滑、通胀高位缓落, 政策仍局限于微调, 市场相对偏弱, 不排除进一步下探的可能。**第二阶段:**明年一季度末、二季度, 权重交易性机会, 重点可关注的周期板块是煤炭、化工、汽车、房地产等。**第三阶段:**明年二季度末至三季度末, 伴随平滑经济过快回落的政策充分消化, 股指将进入横向震荡期, 权重估值再次进入沉淀期。**第四阶段:**在四季度, 三产及消费扶持政策显效, 增速金叉预期出现, 服务业及消费表现突出, 权重表现温和。
- **全年配置: 重三产、配消费。景气度配置:**建议关注食品饮料(白酒与葡萄酒、乳品)、家纺、医药(医疗服务、医药制造业)、餐饮旅游、商务服务、环保、计算机应用服务(软件)、网络服务、通信设备;**困境修复或反转:**建议关注受益于要素价格改革电力、燃气, 受益于行业景气度阶段改善的汽车、信息设备结构性机会。**其他题材概念:**农业科技、水利、节能环保、新一代信息技术产业、税改题材、文体改革等。
- **风险提示:**1、欧债问题超预期恶化 2、房地产放松超预期, 市场加速反弹。3、启动分税制改革, 利好银行, 增强指数向上表现。4、美联储推 QE3

目录

第一部分 2011 年政策微调，渐入转型	5
一、通胀走高决定大趋势，乐观预期主导小反弹	5
二、欧债最坏的情况或已过去，情绪反复仍难避免	7
三、政策现微调，经济新引擎暗指三产	8
第二部分 二产向下，三产“向上”	9
一、国内经济下滑仍未现拐点	9
二、二产向下，三产“向上”	10
2.1 三产与二产形成增速差将是趋势	10
2.2 第三产业发展的必要前提是房地产软着陆	11
2.3 人口趋势提升了经济回落容忍度	14
2.4 未来第三产业具备较大的发展空间	15
2.5 服务业趋升仍需实质性的政策支持	16
第三部分：权重弱波动，三产高弹性	17
一、估值驱动仍受制盈利回落	17
二、政策、经济、情绪三线共振明年两场戏	18
2.1 权重的戏：总量控制的货币基调下政策放松加力	18
2.2 转型的戏：“三产”、“二产”速度差预期形成于四季度	19
2.3 情绪弱表现，市场振幅缩小	19
三、两场戏的背后是四阶段的走势	20
第四部分：结构策——重三产、配消费	22
一、重三产博弈政策	22
1.1 关注政策的着力点	22
1.2 重视服务领域的新兴产业题材	23
1.3 三产配置总结	25
二、配消费重长线	26
2.1 消费品步入长线投资轨道	26
2.2 消费重视结构性稳定增长与增长空间	26
三、精选三产和消费	28
四、2012 年配置建议及十大金股	29
附录 1：行业研究员观点汇总	31
附录 2：市场资金面偏负面	37

图目录

图 1: 全球受累于欧债危机	5
图 2: A 股全年走势	5
图 3: 1991 年至 2010 年期间各个月份指数上涨的频率	6
图 4: 全年仅食品饮料小幅上涨, 其他行业均呈跌势	6
图 5: 上半年行业轮换较快 (橙色代表表现前五)	6
图 6: 年中反弹以大消费板块为主 (6.21-7.15)	6
图 7: 10 月开始的反弹行情以题材概念为主 (10.21-11.10)	7
图 8: 美日经济将维持温和增长	7
图 9: 亚洲国家经济将维持较高增速	7
图 10: CPI、PPI 剪刀差与三产、二产平减指数几乎同步	11
图 11: 房价加速上行挤出三产, 投资挤出与收入挤出并存	11
图 12: 是否走出滞胀圈, 房地产仍是一个关键变量	12
图 13: 存量货币仍然极高	13
图 14: 通胀开始趋势性趋缓	13
图 15: 货币驱动力始于 4 个月, 半衰于 32 个月	13
图 16: 目前正在缓解, 信贷质变或致通胀反复	13
图 17: 15-19 岁备用劳动人口下滑	14
图 18: 黄金劳动年龄人口数量不可逆的下降	14
图 19: 三产企业数量占比大 (2009 年)	15
图 20: 就业弹性二产、三产 08 年形成“金叉”	15
图 21: 中游毛利转向缓落, 未来弹性较小	15
图 22: 全球第三产业占比横向纵向特征明显	16
图 23: 第三产业占比横向空间实现有望增加	16
图 24: 盈利弱势难有明显估值驱动	18
图 25: M2 缓“波动”, M1 弹性略高	19
图 26: 2012 年是个过渡年, 未来二产、三产增速或逐步形成“金叉”	19
图 27: 市场参与情绪已经不一样, 权重弱波动	20
图 28: 上证指数年度振幅向标普 500 振幅收敛, 2012 年预计振幅为 25%	20
图 29: “十二五”固定资产投资规划年均增速中西部较高	21
图 30: 上证指数走势预测	21
图 31: 关注就业弹性好且第三产业中占比较大的行业	22
图 32: 结构偏差较大的板块增速或将超越整体增速	23
图 33: 三产增加值占比的拐点 (日本)	24
图 34: 二三产业增速有很强的同步性 (日本)	24
图 35: 美国第三产业占比变化	24
图 36: 美国第三产业增速逐步脱离工业增速	24
图 37: 消费的存在结构性稳定增长板块	27
图 38: 低 STD 消费板块增速平稳较快	27
图 39: 重三产、配消费配置池	28
图 40: 重三产、配消费景气度精选	29

图 41: 各板块 PE (三季报*4/3) 静态估值比较.....	29
图 42: 热钱与人民币升值预期	37
图 43: 人民币升值预期与热钱的自相关系数.....	37
图 44: 新股发行与基金发行缺口长期存在, 财富效应弱化成为负面因素	38
图 45: 2012 年解禁市值合计	39
图 46: 各个板块解禁比率	39
图 47: 市场估值结构差异	39
图 48: 减持呈现结构性特征	40
图 49 减持“细水长流”	40

表目录

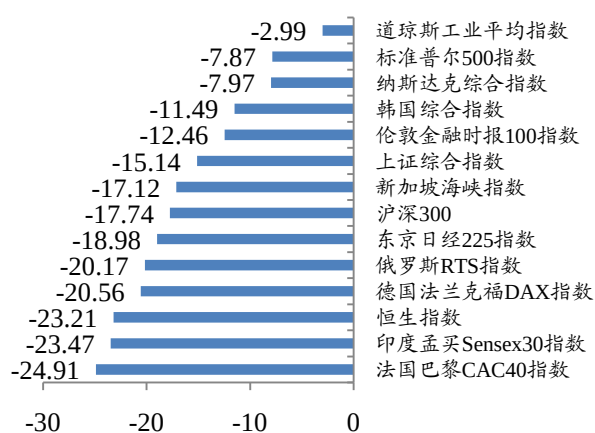
表 1: 10 月以来国务院常务会议内容概览.....	8
表 2: 2011 年四季度及 2012 年经济预测.....	9
表 3: 十二五规划目标: 服务业增加值比重提高 4%.....	10
表 4: 房地产调控成为一项转型的重要内容, 政策仅限于有限“微调”	13
表 5: 今年以来服务业相关政策	16
表 6: 第三产业政策支持的方向	17
表 7: 2012 年市场盈利预测表	18
表 8: 历次经济危机都伴随着技术的孕育和成长, 新的技术革命指向三产	23
表 9: 金融危机时期主要国家都将新技术作为产业重点, 节能环保及信息技术是重点.....	25
表 10: 第三产业配置筛选总结	25
表 11: 从今年消费扶持政策看, 收入分配改革虽有动作但进度缓慢.....	26
表 12: 相关消费品渗透率国际比较, 大部分消费类行业发展空间巨大	27
表 13: 2012 年十大超配行业	29
表 14: 2012 年十大金股	30

第一部分 2011 年政策微调，渐入转型

一、通胀走高决定大趋势，乐观预期主导小反弹

通胀是政策的先导指标，货币超发决定了通胀向上、政策向下，决定了经济转“滞”的必然性，也决定了今年中期震荡下挫的大趋势。上半年的日本地震加速了拐点形成、下半年欧债危机等事件冲击使得下行趋势更为明显。受到日本地震、欧债危机影响，全球主要股指全年都呈不幅度下挫，特别是法国、德国、日本股指下挫超过 15%，而 A 股表现居中。

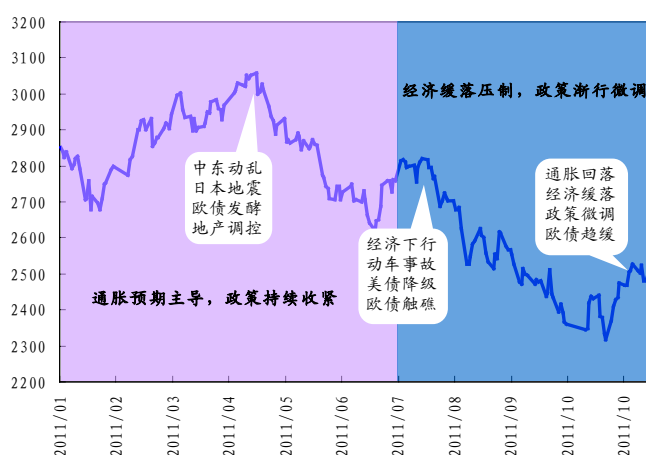
图 1：全球受累于欧债危机



截至 11 月 25 日

资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：A 股全年走势

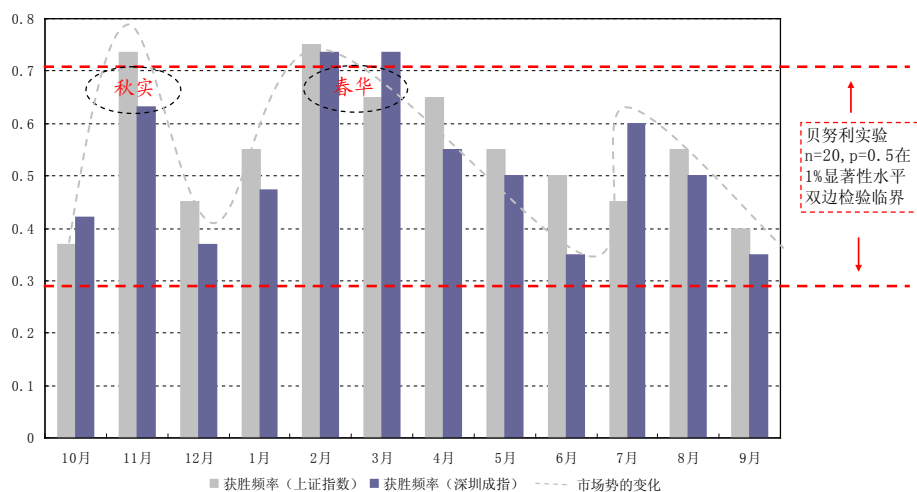


资料来源：wind，中投证券研究所

伴随市场下跌的大趋势，仅有食品饮料行业小幅上涨，其他行业呈不同幅度下跌，电子、有色金属、机械设备等行业跌幅较大，建筑建材、家用电器、房地产等权重行业处于中间位置。

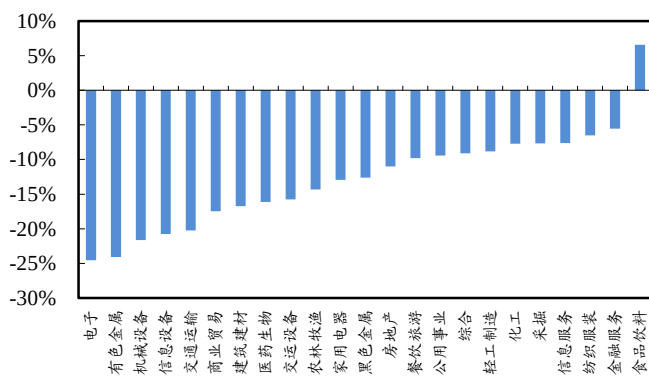
从全年的行情走势来看，由短暂的通胀走缓预期所形成的政策乐观预期主导市场小波动，全年仅出现三波结构性机会，持续时间均不长，但行情的基础均是博弈通胀趋势以及政策趋势。三波投资机会分别出现在 3 月、7 月、11 月附近，与经典的指数大概率表现图谱吻合，符合传统的投资情绪季节性特征及政策节奏。这一现象或在明年仍会有所印证。

图 3: 1991 年至 2010 年期间各个月份指数上涨的频率



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 4: 全年仅食品饮料小幅上涨, 其他行业均呈跌势



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 5: 上半年行业轮换较快 (橙色代表表现前五)

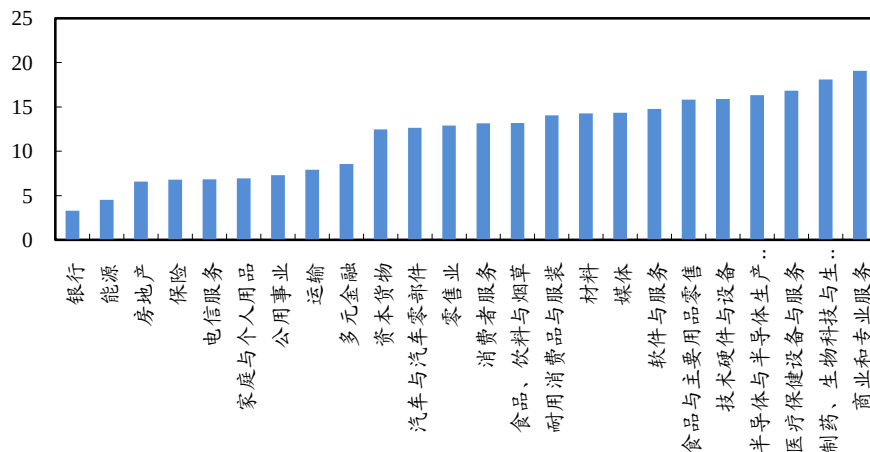
	1月	2月	3月	4月	5月	6月
房地产			橙色			
食品饮料					橙色	
交运设备	橙色					橙色
家用电器		橙色				
金融服务			橙色	橙色	橙色	
建筑建材	橙色				橙色	橙色
采掘				橙色		
信息设备			橙色			
公用事业		橙色				橙色
农林牧渔				橙色		
黑色金属	橙色				橙色	
电子元器件		橙色				

资料来源: wind, 中投证券研究所

从三波交易性机会来看, 年初的投资机会主要在投资领域。行情以通胀短暂走稳、紧缩政策趋缓、投资数据超预期为契机, 一些投资领域的周期行业出现阶段性表现。在前六个月涨幅居前五的行业中, 金融服务、建筑建材、房地产、交通运输、黑色金属以及公用事业 (电力) 行业均出现两次以上。但题材的迅速切换带动相关板块轮替, 板块表现投机性较强。

年中的投资机会主要博弈通胀见顶的反弹。反弹主要以大消费板块为主, 商贸零售、医药生物、食品饮料等行业表现活跃。但伴随通胀峰区延长、政策放松延后, 同时叠加动车事故、欧债问题升级扰动, 对市场情绪以及周期性权重板块产生显著压力, 反弹夭折。

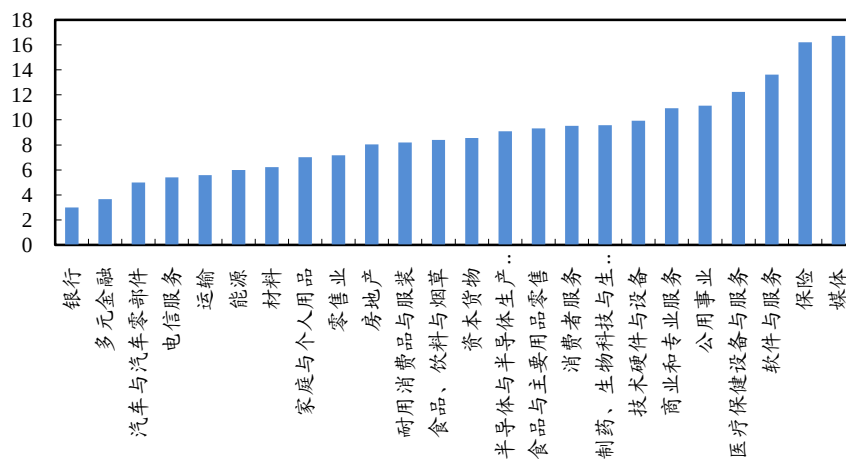
图 6: 年中反弹以大消费板块为主 (6.21-7.15)



资料来源: wind, 中投证券研究所

年末的投资机会主要博弈政策微调。在 10 月开始的股指反弹以通胀趋弱、政策微调为背景，题材概念为首，紧紧围绕产业和行业扶持政策展开，媒体、软件、医药器械及服务题材居多的行业表现强势，市场分布以创业板和中小板为主。题材概念的表现呈现出阶段性和频繁的轮换性。

图 7: 10 月开始的反弹行情以题材概念为主 (10.21-11.10)



资料来源: wind, 中投证券研究所

二、欧债最坏的情况或已过去，情绪反复仍难避免

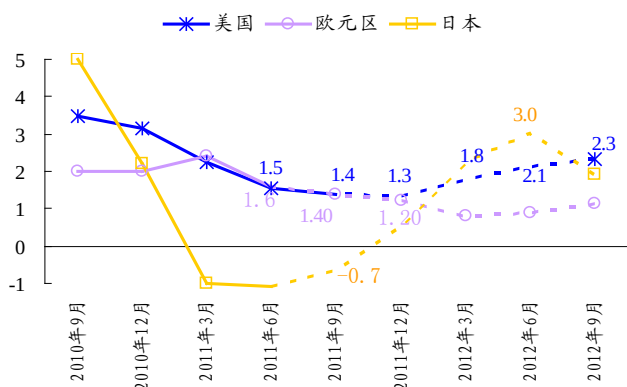
我们宏观研究认为，欧洲经济由于欧债危机的恶化虽然已经出现明显的放缓，但欧债危机最艰难的时刻，在 11 月新一轮救援计划达成后已经渡过。明年欧债问题的影响或有所缓和，但要顺利完成“减赤”以及“救援”仍然路长道远，经济恢复增长仍漫长，同时市场情绪的反复仍难避免。

我们预计，2012 年欧洲经济增速 0.7%，增长仍然较弱；美国经济增速 2.3%；日本将开启大规模的重建工作，经济增长有望被拉快。新兴和发展中国家方面，随着美日经济的回暖，增长趋势或将回到今年上半年增长的轨道。

图 8: 美日经济将维持温和增长

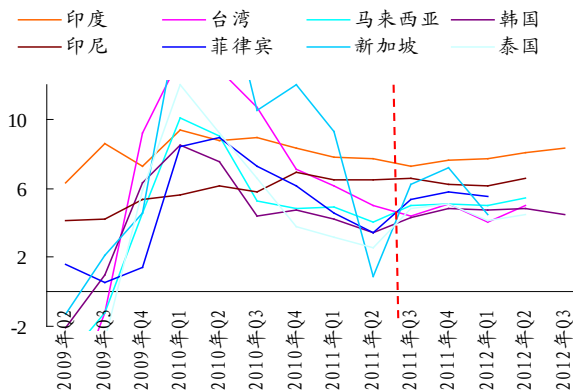
图 9: 亚洲国家经济将维持较高增速

对美欧日实际GDP预测 (yoy)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

亚洲国家经济增长预测 (yoy%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

三、政策现微调，经济新引擎暗指三产

从 10 月份开始，中央着手进行宏观政策“预调微调”，从近期的国务院常务会议内容可以看出，中央在经济调控中“预调微调”并非往年传统的直接经济刺激，而是在“预调微调”中体现出明显的转型指向，会议议题基本都涉及到流通体系建设、中小企业扶持、文化建设、服务业扶持、农业扶持以及水利环保等，这些扶持领域基本涵盖于第三产业，而且会议前后对三产各环节的扶持体现出较强的系统性。会议精神反映出中央在面临转型且经济下滑背景下开始高度重视三产对拉动经济的重要性，指向培育经济新引擎的新方向。

表 1: 10 月以来国务院常务会议内容概览

时间	涉及领域	主要内容
10 月 8 日	流通体系	温家宝主持召开国务院常务会议，部署加强鲜活农产品流通体系建设，鼓励设立周末直销菜市场、早晚市等临时摊点，强调产销对接，以解决市民“菜篮子”过重问题。
10 月 12 日	中小企业 服务业	温家宝主持召开国务院常务会议，研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施。会议要求进一步清理取消和减免部分涉企收费，提高小型微型企业增值税和营业税起征点，并将小型微利企业减半征收企业所得税政策，延长至 2015 年底并扩大范围。
10 月 19 日	文化建设	温家宝主持召开国务院常务会议，部署制订社会信用体系建设规划。专题学习十七届六中全会关于文化建设的决定，提出社会诚信建设是文化建设根本。
10 月 26 日	服务业	温家宝主持召开国务院常务会议，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。
10 月 29 日	中小企业， 流通领域， 农业	温家宝主持召开的国务院常务会议作出 9 项经济部署，明确提出宏观调控政策将“适时适度进行预调微调”。同时就稳定物价、保障农业生产、坚持房地产调控、支持小微企业、防止年终突击花钱等作出一系列部署。
11 月 2 日	农村 水利	温家宝主持召开国务院常务会议，讨论通过《全国抗旱规划》和《中华人民共和国军人保险法(草案)》。会议强调，抗旱根本出路在节水，要深化水资源管理体制改革的，充分运用价格等经济杠杆，引导节约用水，严格控制高耗水项目，鼓励发展低耗水的高新技术产业。根据《规划》，我国将因地制宜建设农村、乡镇和城市抗旱应急备用水源工程。
11 月 9 日	科技服务 环境保护	温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作，讨论通过《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。

11月10日	农村土地	温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署规范农村土地整治和城乡建设用地增减挂钩试点工作。
11月16日	环境保护 财政预算	温家宝16日主持召开国务院常务会议，决定建立青海三江源国家生态保护综合试验区，讨论并原则通过《中华人民共和国预算法修正案（草案）》。
11月17日	流通体系 农业	总理温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前价格形势，研究部署稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的政策措施。强调完善鲜活农产品运输绿色通道政策，降低农副产品流通成本等。

资料来源：新浪网，中投证券研究所

第二部分 二产向下，三产“向上”

2012年，从经济整体看，经济增速前低后稳，或在二季度末三季度有所企稳；从经济结构看，消费平稳，投资、出口延续回落趋势。二产向下、三产“向上”将成为趋势。1、预计将逐步看到三产、二产之间的增速差 2、第二产业增速将趋势性回落，并伴随房地产软着陆 3、第三产业增速将逐步超过第二产业增速，政策转向转型将成为持续的主题。

一、国内经济下滑仍未现拐点

根据我们宏观研究预测，2012年经济增速预计为8.5%，将延续2011年回落趋势。从三架马车看，消费预计表现较为平稳，增速为17%，部分领域较为适合中长期投资；而投资、出口增速有不同程度的回落，分别回落至19%、13%。伴随明年一季度末、二季度通胀回落至4%附近，政策可能释放更多的弹性空间，信贷投放量将进一步增加，以缓和信贷过快下滑，领域主要集中在基建、保障房，在建和续建项目可能是重点，财政投资规模或加大，投资重点可能在济增长新引擎的扶持方面。

表2：2011年四季度及2012年经济预测

%	2011F				2012F				2011F	2012F
	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F		
实际 GDP	9.7	9.5	9.1	8.5	8.5	8.3	8	8.6	9.2	8.4-8.5
工业增加值	14.4	13.9	13.7	12.7	12.5	12.3	12	12.8	13.6	12.4
社会消费品零售	16.3	17.2	17.3	17	17.2	16.6	16.8	17	17	17
城镇固定资产投资*	25	25.6	24.9	23	21	19	17	19	23	19
出口	25.3	22.4	20.7	15	8	11	16	18	20	13
进口	32.9	23.2	25	15	13	15	17	20	22	16
CPI	5.1	5.7	6.3	4.6	4.5	3.5	3.2	2.5	5.2	3.5
PPI	7.1	6.9	7	5	3	1	-2	0	6.5	2
M2*	16.6	15.9	13	14	15	14.8	15.3	13.5	14	13.5
人民币贷款增速*	17.9	16.3	15.9	15.2	15.6	15.2	15.7	14.1	15.2	14.1
1年期存款利率*	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3	3.50	3
1年期贷款利率*	6.06	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.21	5.96	6.56	6.21
存款准备金率*	20	21.5	21.5	21.5	21	20	19	19	21.5	19
人民币对美元汇率*	6.56	6.47	6.35	6.31	6.25	6.23	6.20	6.15	6.31	6.15

资料来源：中投证券研究所

二、二产向下，三产”向上”

2.1 三产与二产形成增速差将是趋势

十二五规划纲要以及国家领导人讲话多次提及十二五期间将大力发展服务业，推动服务业增加值比重提高 4%。现实的情况是，第三产业比重 2011 年前三季度几乎没有增长。

若要在十二五期间实现第三产业占比增长 4 个百分点，预计未来每年平均需要实现一个百分点的上升；如果十二五期间第一产业维持 3.5%左右的实际增速，若不考虑物价因素，那么根据不同的经济增速目标，三产增速将超出二产增速约 3.5%-4.0%。

如果考虑物价，我们将三产与二产的名义增速差分解如下，三产与二产名义增速差=（第三产业实际增速-第二产业实际增速）+（第三产业物价平减指数-第二产业物价平减指数）。从历史的物价看，CPI 与 PPI 剪刀差确实对三产与二产平减指数差存在几乎线性的影响。根据 2001-2010 年 CPI、PPI 剪刀差数据看，最大的连续五年平均值为 0.43，根据预测模型，结合 2011 年的负差，“十二五”期间三产与二产平减指数差为 2.4%。所以，即使考虑物价因素，我们可以测得三产与二产的实际增速差仍需要达到 1.5%左右。如果实现 8%的经济增长，那么第二产业增速约 7.8%，第三产业增速约 9.3%。

所以，根据情景分析，我们可以得到三个趋势性判断。

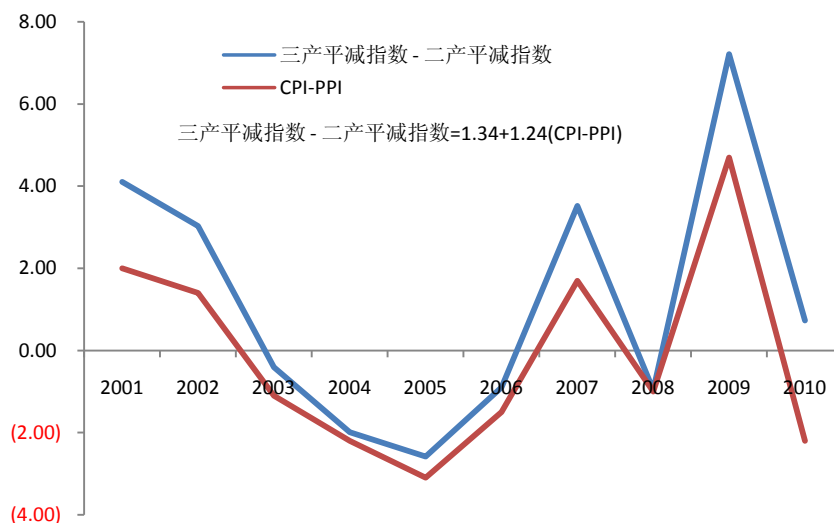
- 1、在大力发展服务业的背景下，将逐步看到三产、二产之间的增速差。
- 2、看到增速差的同时，第二产业增速逐步回落将是一个趋势。第二产业背后的主导引擎将持续逐级衰减，并伴随实现房地产软着陆，且不反复。
- 3、在经济回落过程中，实现服务业有所回升，将投入大比率的财政、货币政策资源。

表 3：十二五规划目标：服务业增加值比重提高 4%

2011-3-5	国务院总理温家宝 3 月 5 日在十一届全国人大四次会议上作政府工作报告时说，今后五年服务业增加值在 GDP 比重提高 4 个百分点
2011-3-17	十二五规划纲要：服务业增加值占国内生产总值比重提高 4 个百分点
2011-9-13	李克强在北京主持召开“十二五”服务业发展规划编制工作座谈会并讲话：我们必须进一步提高对发展服务业重要性、紧迫性的认识，明确市场化、产业化、社会化、国际化的方向，坚持生产服务业与生活服务业并重、现代服务业与传统服务业并举，大力发展各种支持生产、便民利民、增加就业的服务业态，重点培育现代物流、设计咨询、电子商务、健康服务等新的服务业态，促进服务业发展提速、比重提高、水平提升，确保到“十二五”末实现服务业增加值比重、就业比重各上升 4 个百分点的目标。
2011-11-15	李克强在中国环境与发展国际合作委员会 2011 年年会开幕式上的讲话，今后五年，我们将采取综合措施，使单位国内生产总值能耗下降 16%，服务业增加值比重提高 4 个百分点。

资料来源：wind，中投证券研究所

图 10: CPI、PPI 剪刀差与三产、二产平减指数几乎同步



资料来源: wind, 中投证券研究所

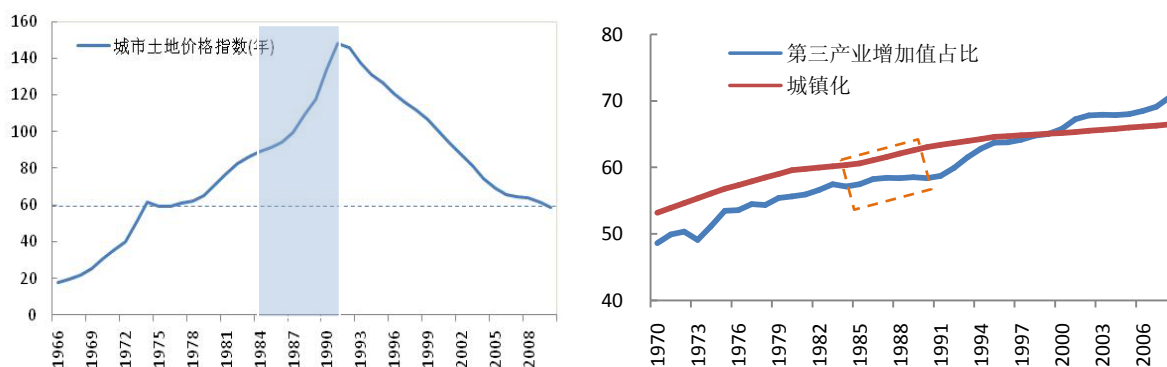
2.2 第三产业发展的必要前提是房地产软着陆

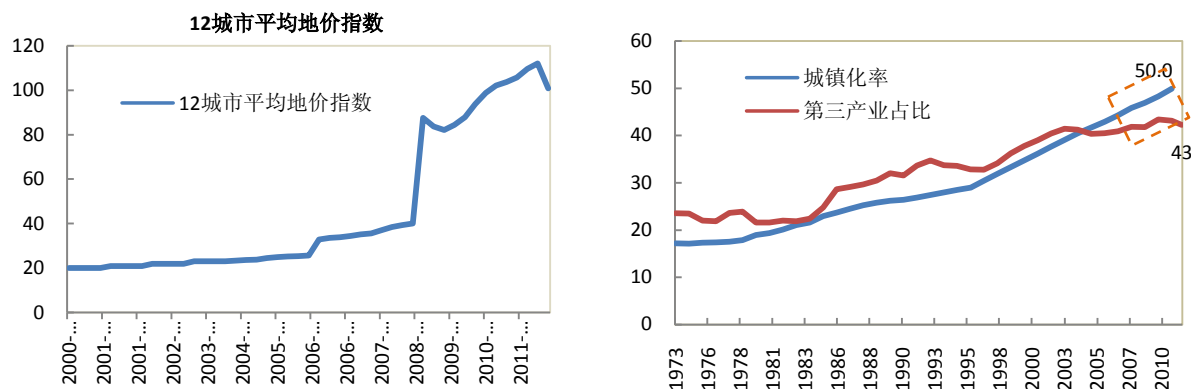
通常, 一个国家的第三产业发展, 与城镇化过程有明显的同步性; 从小农经济到粗放型经济再到集约型经济, 从自给自足到有限需求服务再到需求高质量的专业服务, 这一过程中社会服务需求会同步膨胀。

但城镇化过程中地价异常飙升的后期, 上述同步性会出现中周期的破坏, 典型的如日本在 1985 年至 1991 年房价、土地价格出现加速飙升, 期间这种同步性被明显破坏, 三产增速占比提升斜率明显放缓。而终结这一中周期趋势的是房价出现有持续性的趋势性拐点, 但是房价硬着陆也对日本经济造成了致命打击, 形成了无增长背景下的结构调整。

我们观察到 2005 年之后, 国内伴随房价、地价加速飙升, 中国国内三产占比增速开始明显放缓, 在 2011 年房价高位僵持的过程中, 前三季度服务业占比几乎没有增长。我们认为未来第三产业占比加速上升, 将与房价调整出现同步性, 而且房价实现软着陆 (房价不反复、不硬着陆), 并形成趋势性缓慢调整是个前提条件。

图 11: 房价加速上行挤出三产, 投资挤出与收入挤出并存



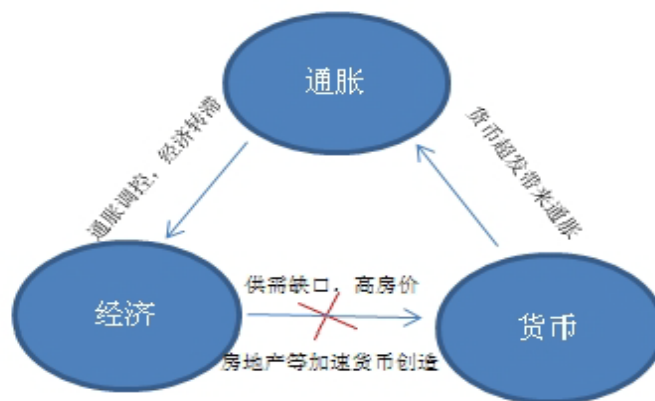


资料来源: wind, 中投证券研究所

2.3 第二产业趋势性回落, “保地产”到“保工业”政策路径空间不大

目前 M2 总量与 GDP 总量比值仍维持在历史高位, 而通胀开始明显趋缓。背后不仅是偏紧货币政策、供需调节的功劳, 更重要的是对房地产行业的行政化调控。从市场化的角度看, 当前房地产供需缺口形成的投资惯性, 很难阻止货币扩张的惯性; 从货币的角度以及房地产自身的问题看, 解放信贷、解放房地产极易形成死循环, 高房价背景下, 必然导向货币创造加速。

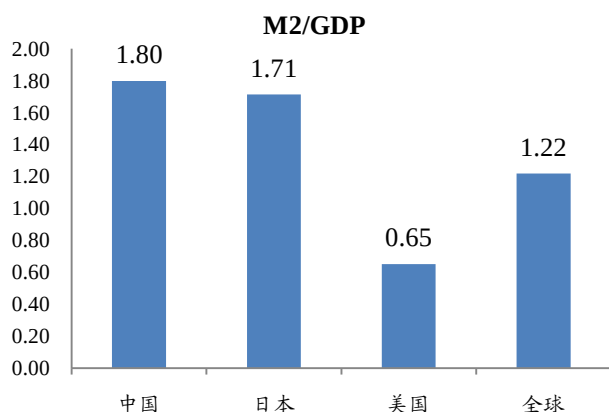
图 12: 是否走出滞胀圈, 房地产仍是一个关键变量



资料来源: 中投证券研究所

利用行政手段实行外科手术似的隔离方式, 将大量的货币沉淀在房地产领域, 等待房地产行业自身供需缺口缩小的平衡力量是未来宏观调控的重要政策思路。伴随明年下半年保障房逐步上市, 政策在维持调控基调下或有微调。但明年还未到真正供需拐点, 如果实质性松动房地产政策, 将引发新一轮的货币创造, 将形成经济反复“滞”胀的态势。所以, 明年房地产政策调整空间不大, “保地产”到“保工业”的政策路径并没有多少空间, 更不会像 2008 年那样变成刺激性政策。我们预计未来明年 M2 增速将存在明显的天花板, 很难大幅度超过名义 GDP 增速, 这一判断可能会在明年 M2+增速目标中得以体现。

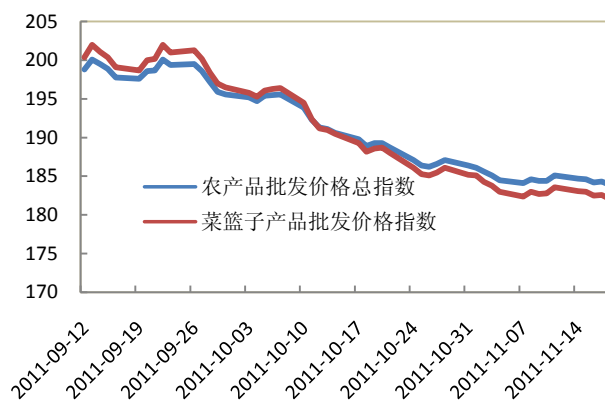
图 13: 存量货币仍然极高



注: 中国、日本、美国都是按照 2011 年的预测数据推算得出的, 全球的是 2009 年的数据。

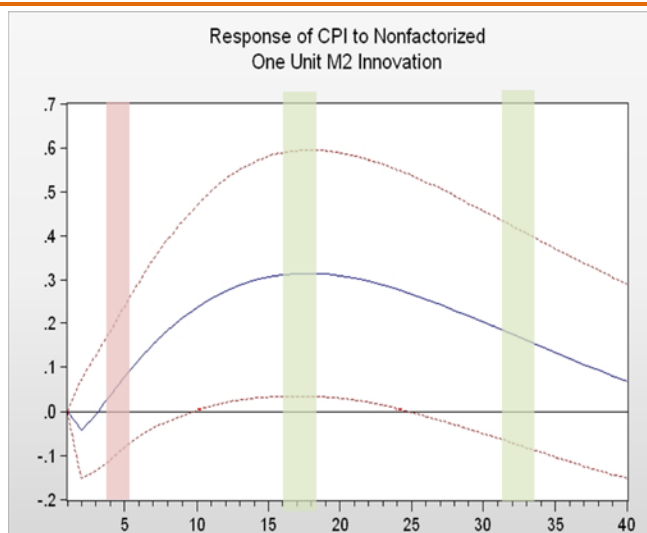
资料来源: wind, ceic, 中投证券研究所

图 14: 通胀开始趋势性趋缓



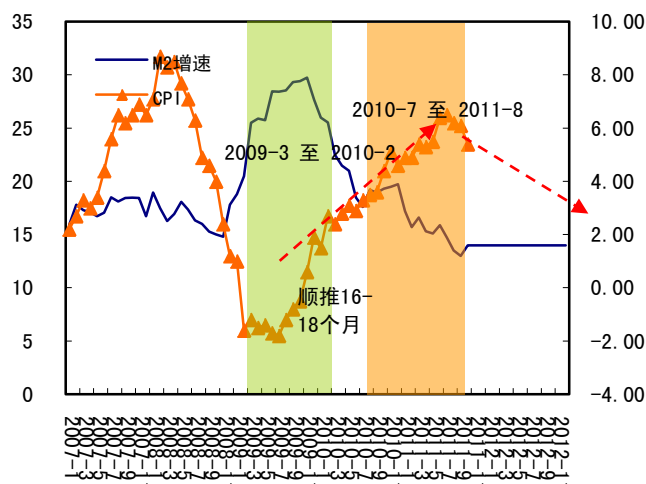
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 15: 货币驱动力始于 4 个月, 半衰于 32 个月



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 16: 目前正在缓解, 信贷质变或致通胀反复



资料来源: wind, 中投证券研究所

表 4: 房地产调控成为一项转型的重要内容, 政策仅限于有限“微调”

日期	事件	政策或讲话内容
2011-7-4 至 2011-7-11	温总理先后召开四次经济形势座谈会	坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处。
2011-7-22	中央政治局会议部署下半年重点工作	要坚持不懈搞好房地产市场调控和保障性住房建设, 坚持调控决心不动摇、方向不改变、力度不放松, 坚决遏制住房价格过快上涨
2011-8-25	浙江省台州市发布《关于进一步落实房地产市场调控工作的通知》	明确提出楼市限购措施
2011-8-30	财政部发布《关于加快推进财政部门依法行政依法理财的意见》	下一步财政部门将加快修订房产税暂行条例等法规。
2011-9-1	《求是》杂志刊登温总理文章《关于当前的宏观经济形势和经济工作》。	坚定不移地把房地产市场调控政策落到实处

2011-10-11	佛山市住房和城乡建设管理局上午发布《关于进一步加强我市房地产市场调控有关问题的通知》，当晚取消该政策。	佛山市拟出台的该政策主要是放宽了之前的限购政策。
2011-10-27	十一届全国人大常委会第二十三次会议举行联组会议专题询问住建部官员	保障房目标明年评估，可能调整。住房信息完善后将取消限购令。房产税加快推进实施。
2011-10-29	国务院常务会议	坚定不移地搞好房地产调控。
2011-10-31	珠海市发布《关于深入开展房地产市场调控工作的通知》	明确提出限购政策，使珠海成为全国首个实施限价、限购“双限”政策的城市。
2011-11-6	温总理在俄罗斯访问时发表讲话	下调房价是国家坚定的政策。
2011-11-27	国务院副总理李克强近日在河北省廊坊市召开保障房建设现场座谈会并讲话	明年坚持实施遏制房价过快上涨的政策措施

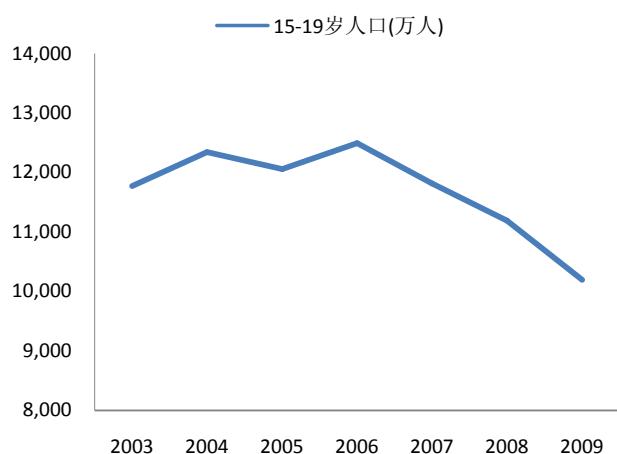
数据来源：Wind，中投证券研究所

2.3 人口趋势提升了经济回落容忍度

保增长的背后是保就业，当前经济回落的主体是第二产业趋势性回落，而人口趋势正在提升政府对经济回落容忍度。

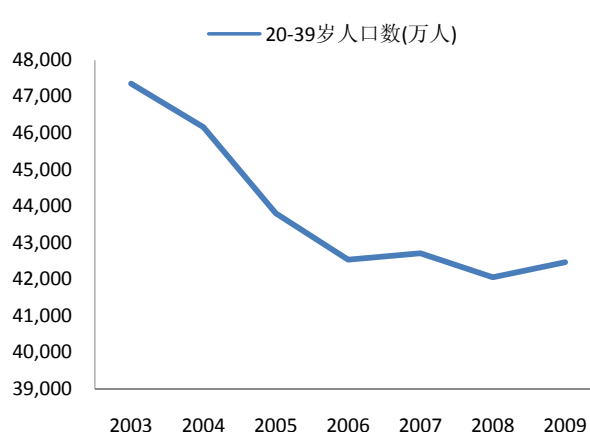
从今年以来，用工荒及低端劳动力工资持续上涨，成为剩余劳动力供应从无限到有限的例证，刘易斯拐点已经到来，低端劳动力供应逐步趋紧。同时，我国的人口红利却已临近拐点。联合国预测我国人口红利的拐点出现在 2015 年，而实际情况很可能会提前。目前处于黄金劳动年龄的人口数量自 2003 年开始已经出现减少，目前在 4.2 亿人左右徘徊。而由于目前 15-19 岁人口数量的大幅减少，很快 20-39 岁人口就将出现再一次不可逆转的下降。

图 17: 15-19 岁备用劳动人口下滑



资料来源：wind，中投证券研究所

图 18: 黄金劳动年龄人口数量不可逆的下降



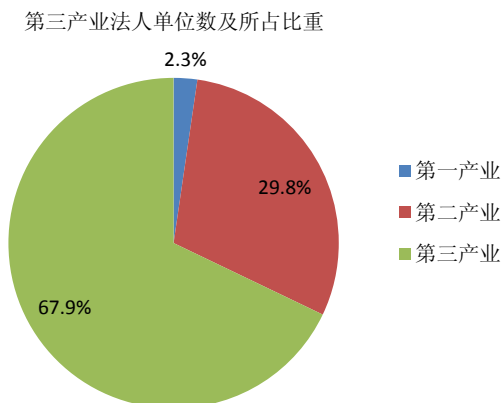
资料来源：wind，中投证券研究所

另外，从人口产业转移的角度看，“配第一克拉克定理”指出：随着经济的发展，人均国民收入水平的提高，产业的收入弹性及投资报酬差异会引起人口产业转移。第一产业国民收入和劳动力的相对比重逐渐下降；第二产业国民收入和劳动力的相对比重上升；经济进一步发展，第三产业国民收入和劳动力的相对比重也开始上升，而且只有第三产业能够“无拐点”的容纳人口转移趋势。

当前从三次产业的就业弹性看，自 2008 年开始，第三产业就业弹性已经明显超过第二产业，已经显示出就业容纳的优势，三产、二产就业弹性“金叉”

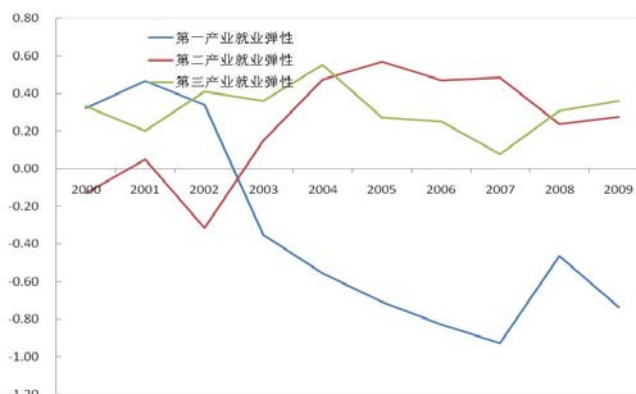
也更多的指向三产对就业的支持。

图 19: 三产企业数量占比大 (2009 年)



资料来源: 统计局, 中投证券研究所

图 20: 就业弹性二产、三产 08 年形成“金叉”

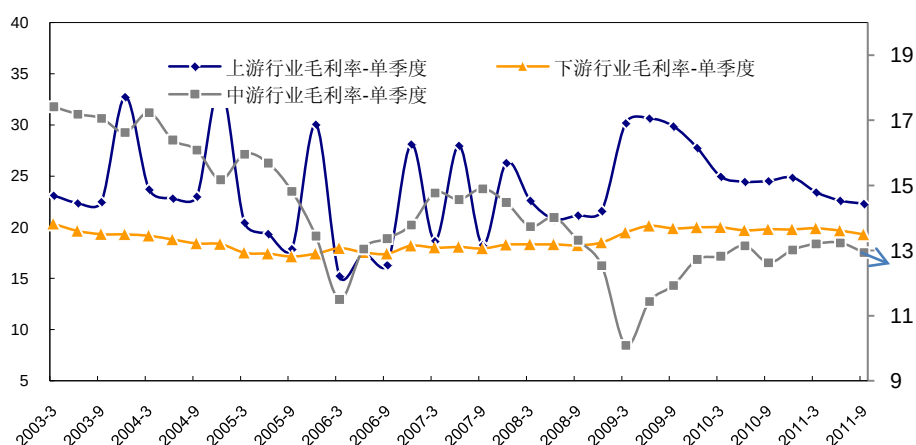


资料来源: 统计局, 中投证券研究所

所以, 利用刘易斯拐点、人口红利拐点以及三产、二产的就业弹性“金叉”缓解就业压力, 政策结构性的加大支持力度并适时调整第二产业趋落的速度, 就有可能在产业转型过程中, 实现就业的逐步转移。

我们预计, 如果出现工业回落过快的情况, 政策仍会出手缓和工业的回落速度。我们预计明年政策倚重点在基础设施建设、保障房、水利建设等投资, 明年二季度或适量放松重大工程新开工。同时, 受到房地产问题、地方债务总量控制的限制, 力度会保持在适度范围, 且信贷释放的持续性或较差, 财政政策可能是重点。政策仅会阶段性平滑过快回落的工业增速, 而无法形成对经济持续的拉动引擎, 不会改变第二产业逐级回落的趋势。同时盈利利弱势所带动的估值调整趋势仍未改变。

图 21: 中游毛利转向缓落, 未来弹性较小



资料来源: wind, 中投证券研究所

2.4 未来第三产业具备较大的发展空间

从世界各国第三产业占比与人均 GDP 散点看, 存在纵向发展与横向发展

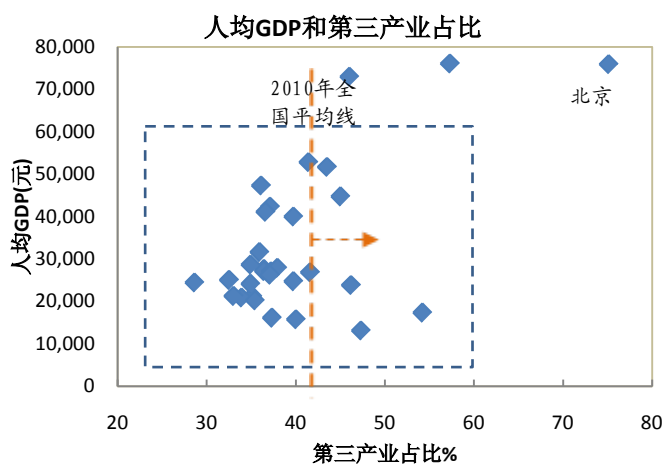
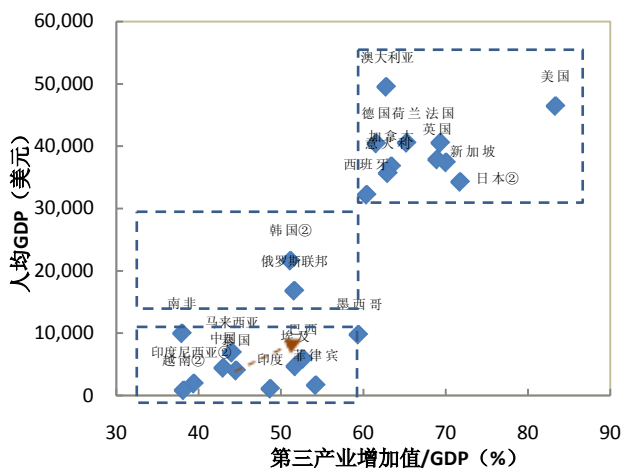
两大特性。

纵向发展（收入轴）具有明显的阶梯状特征，第三产业占比低于 60% 的国家人均 GDP 均偏低，第三产业占比高于 60% 的国家人均 GDP 均较高，说明极高的三产占比伴随着极高的人均收入水平，同时也反映三产发展的质变对人均 GDP 质变起到关键性的作用。

在不同的阶梯中，第三产业占比呈现横向发展的特征，第三产业占比与人均 GDP 并没有必然联系。从国内看，也是如此；低收入省份（人均 GDP 低于 10000 美元），第三产业占比与收入水平相关度较低。在特定收入水平下，这种偏低的横向差异是可以通过政策引导有所收敛。未来十年，中国第三产业占比不仅远期受益收入分配改革具有加速的纵向拉力，而且在减税、产业政策支持下更具备近期横向增长的加速潜力，将迎来服务业发展的“黄金十年”，而 2012 年将是“黄金十年”的起点。

图 22：全球第三产业占比纵向特征明显

图 23：第三产业占比横向空间实现有望增加



注：中国 2010 年数据，埃及、巴西、加拿大、墨西哥是 2006 年的数据，英国是 2005 年的数据，其余均势 2007 年的数据。

资料来源：统计局，中投证券研究所

2.5 服务业趋升仍需实质性的政策支持

10 月份以来，出台了不少支持第三产业发展的政策，比较重要的如上海营业税转增值税试点，并确定了实施细则。但根据目前的减税政策，即使十二五期间部分服务性行业营业税转增值税扩展到全国，初步测算减税规模约占相关行业增加值平均比率约为 2.6%，占 GDP 比重约 0.36%。我们认为未来对三产的减税规模或会达到 GDP 比率的 1%，目前的政策力度仍不够，预计 2012 年对于第三产业的扶持政策仍会加码。

表 5：今年以来服务业相关政策

出台日期	出台部门	税种	涉及行业	政策名称
2011-1-12	国家税务总局	增值税	航空运输业	关于飞机维修业务增值税处理方式的公告
2011-5-31	财政部 国家税务总局	企业所得税	高新技术企业	关于高新技术企业境外所得适用税率及税收抵免问题的通知
2011-8-22	财政部 国家税务总局	营业税	水上运输业	关于天津北方国际航运中心核心功能区营业税政策的通知
2011-9-28	财政部 国家税务总局	营业税	居民服务业	关于员工制家政服务免征营业税的通知

2011-10-13	财政部 国家税务总局	增值税	软件业	关于软件产品增值税政策的通知
2011-10-17	财政部 国家税务总局	营业税	金融业	关于延长农村金融机构营业税政策执行期限的通知
2011-10-17	财政部 国家税务总局	印花税	小微企业	关于金融机构与小型微型企业签订借款合同免征印花税的通知
2011-10-28	财政部 国家税务总局	增值税、营业税	商贸、劳务服务业	关于修改《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》的决定
2011-11-16	财政部 国家税务总局	增值税	服务业	《营业税改征增值税试点方案》

资料来源：wind，中投证券研究所

从国外对第三产业的政策分类整理看，政策主要集中在三类：一是结构性的货币政策支持，二是产业政策，三是最为关键的税收政策。从国内目前的政策看，可以看到这三类方向性政策的影子；从范围及力度上看，未来仍存在进一步的政策空间，比如要素价格改革、结构性的营业税、所得税减免政策、制度红利释放等三产扶持政策，相关服务业板块或反复形成政策热点。

表 6：第三产业政策支持的方向

政策方向	政策内容要点
货币政策	为企业提供多种研发补贴和贷款；为企业研发提供有竞争力的资金援助，鼓励服务业企业成立、上市、并购等。
产业政策	确立重点发展的服务性行业，制定相应的发展规划；完善与服务产业密切相关的产业领域和基础设施，推动区域高技术产业发展，吸引企业集聚；推动服务业人力资源培训，积极引进和培养人才，完善服务业统计体系；制定促进服务业发展的法律法规，保障合法权益；扩大国际合作以促进服务出口。
税收政策	韩国、日本、新加坡：对服务业中的某些行业免征增值税，并普遍减少服务业增值税率，所得税减免，对高新技术产业设立免税期，对中小企业税收大幅度减免，技术人员免收个人所得税。 美国：投资抵免，对高新技术行业采用加速折旧，亏损可向前或向后结转，小企业可自由选择纳税税种，从而避免重复征税。

资料来源：中投证券研究所

第三部分：权重弱波动，三产高弹性

二产向下、三产“向上”大趋势下，权重弱波动，三产高弹性。明年一季度末、二季度，权重板块或存在一次基于政策实质性调整的交易性机会；此阶段信贷过松导致上证指数表现过高，恰恰又是一次中游行业出局的好机会。我们认为 2012 年受益于第三产业政策的相关行业及主题投资机会将会持续，极富有 beta 弹性，部分质优公司将兼具 alpha 收益；但由于估值偏高仍会存在明显波段，波段的驱动力主要来自政策变化及大市波动。

一、估值驱动仍受制盈利回落

基于我们对明年货币供应总量的判断，虽然政策“定向放松”和“微调”已经展开，但此次政策放松与 08 年底的放松将截然不同。

从历史的估值变动与盈利增速差的散点图来看，强的流动性逆转往往对应着盈利趋升。而盈利弱势（盈利增速差为负）叠加弱流动性驱动，就难有明显

估值驱动。

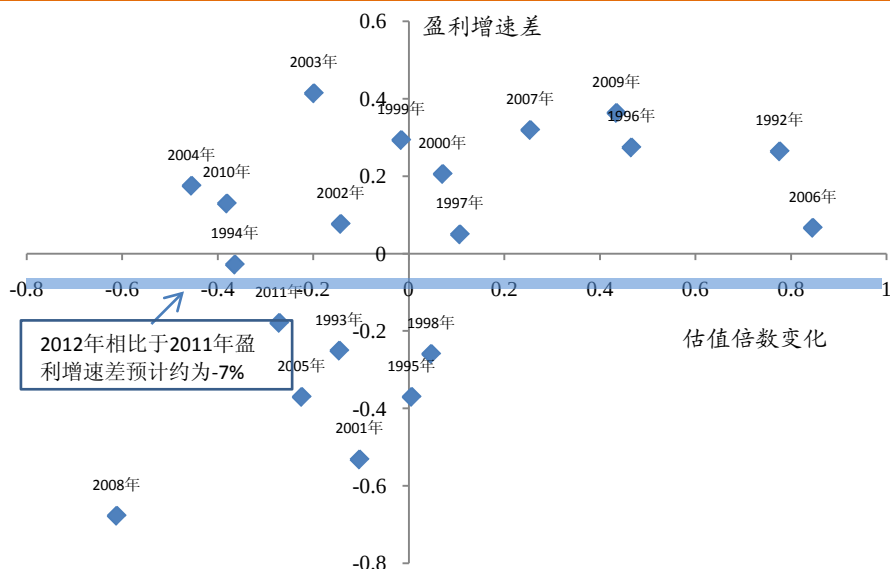
明年我们将要面临的就是一个盈利弱势的市场,2012 年相比于 2011 年的盈利增速差约为-7%,我们预计明年估值对指数的正向驱动较为有限。另外,热钱流入不太乐观、新股发行仍在稀释场内资金、重要股东净减持细水长流,均构成了市场层面资金面偏紧的现实(详见附录 2)。预计估值驱动全年不会超过正向 15%。

表 7: 2012 年市场盈利预测表

行业	2010A	2011F	2012F
Wind 银行	33.50%	25.00%	18.00%
Wind 多元金融	-4.20%	-3.10%	-3.00%
Wind 保险 II	9.90%	17.00%	13.30%
非金融	48.70%	14.10%	5.40%
整体市场	39.00%	18.30%	11.20%

资料来源: wind, 中投证券研究所

图 24: 盈利弱势难有明显估值驱动



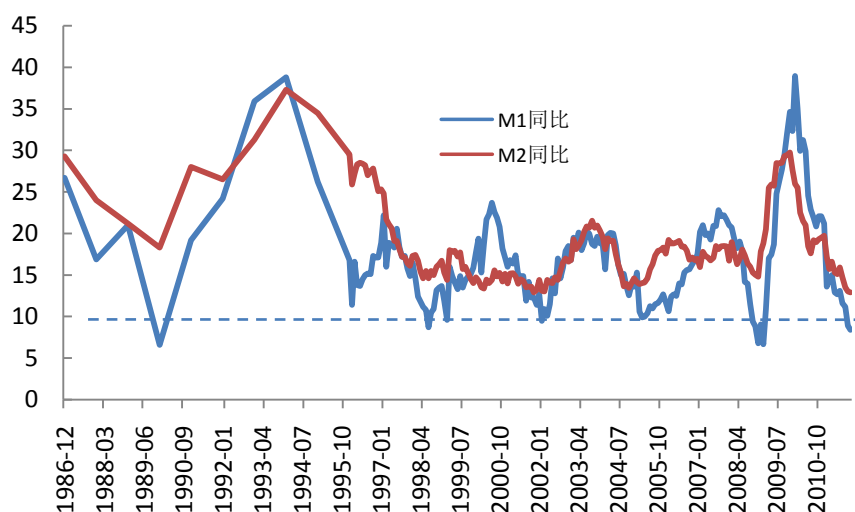
资料来源: wind, 中投证券研究所

二、政策、经济、情绪三线共振明年两场戏

2.1 权重的戏: 总量控制的货币基调下政策放松加力

在 M2+总量控制偏紧的背景下, M2 或呈现横向缓“波动”。从历史数据看,每次 M1 落到 10%以下, M1 通常会出现明显的 V 型反弹,而市场走势也有较强的同步性,我们预计 2012 年的同步时点或在一季度末、二季度,预计届时市场对政策松动加力的预期将充分反应。

图 25: M2 缓“波动”，M1 弹性略高

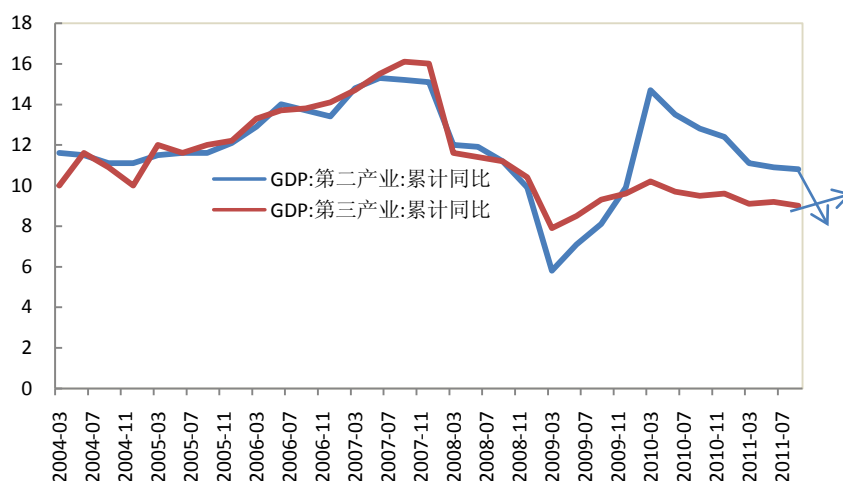


资料来源: wind, 中投证券研究所

2.2 转型的戏：“三产”、“二产”速度差预期形成于四季度

伴随“滞”胀消化，我们认为中国已经实质性步入转型的轨道。2012 年或是第三产业“黄金十年”的开始，借助第三产业内生发展的动力以及有力度的生产端政策扶持，伴随 2012 年党代会顺利换届，在 2012 年四季度三产、二产实际增速或将逐步形成增速差“金叉”预期，十二五期间实际增速差估计或达 1.5%。

图 26: 2012 年是个过渡年，未来二产、三产增速或逐步形成“金叉”



资料来源: wind, 中投证券研究所

2.3 情绪弱表现，市场振幅缩小

市场情绪正在反应货币供应以及经济基本面趋势，使得年末市场对政策微调的表现“与往年不同”。从指数的振幅看，上证指数年度振幅向标普 500 指数收敛，我们预计 2012 年上证指数振幅为 25%。

图 27：市场参与情绪已经不一样，权重弱波动

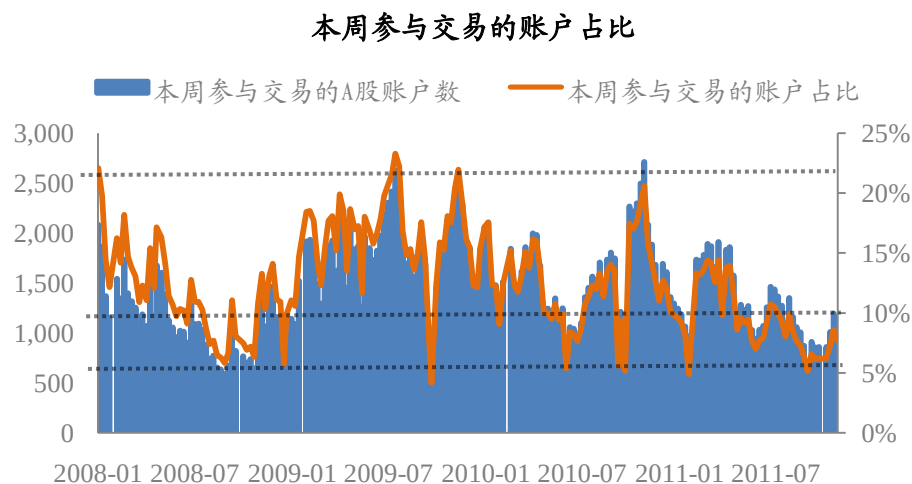
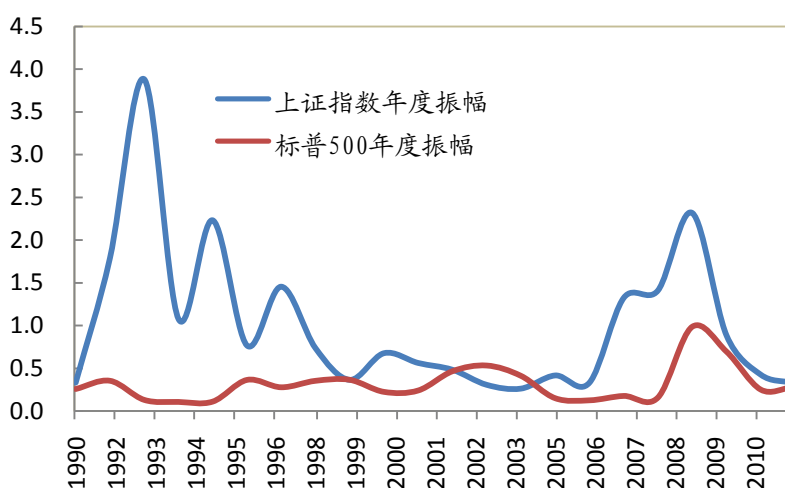


图 28：上证指数年度振幅向标普 500 振幅收敛，2012 年预计振幅为 25%

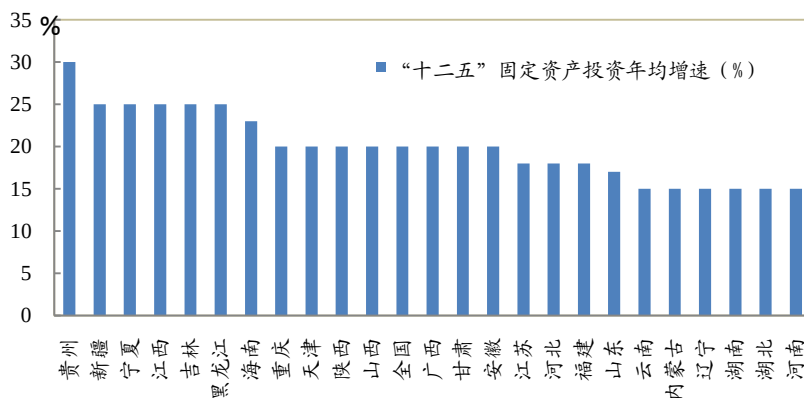


三、两场戏的背后是四阶段的走势

我们预计明年市场将呈现四阶段表现：**第一阶段**，当前至明年 1、2 月份，经济延续下滑、通胀高位缓落，政策仍局限于微调，市场相对偏弱，不排除进一步下探的可能。**第二阶段**：明年一季度末、二季度，通胀回落至 4% 附近，政策或有进一步调整。届时，基础设施建设、保障房、水利建设等提速，甚至适量放松重大工程新开工，权重板块弹性或有提升，带来一次交易性机会。从十二五各省投资的规划看，中西部相对较高，或许会呈现结构性的特性。重点可关注的周期板块是煤炭、化工（新材料、精细化工、民爆）、汽车、房地产等；而部分服务领域板块 alpha、beta 兼得。若此阶段信贷过松导致上证指数

表现过高，恰恰可能成为远期经济风险加大的指标，是中游行业出局的好机会。**第三阶段：**明年二季度末至明年三季度末，伴随平滑经济过快下滑的政策调整充分消化，上证指数将进入横向震荡期，权重估值再次进入沉淀期。**第四阶段：**在四季度，伴随党代会换届，进一步三产、消费支持政策出台，服务及消费表现突出，而权重指数表现温和。

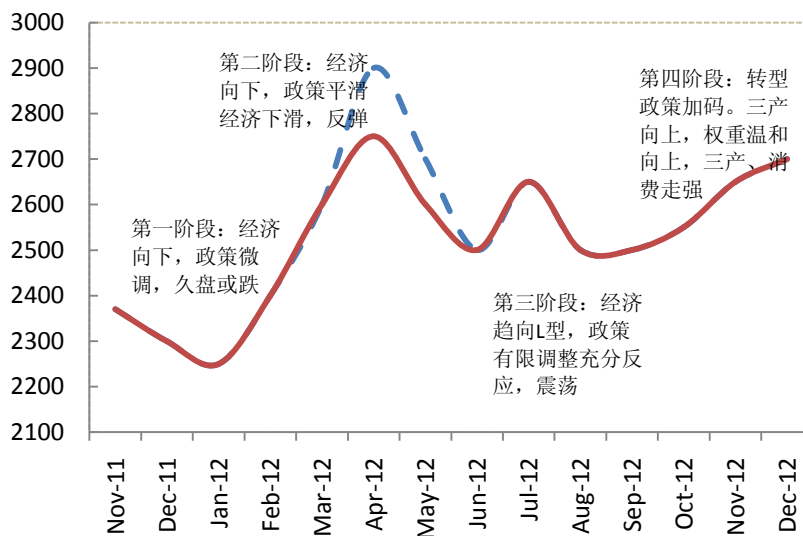
图 29: “十二五”固定资产投资规划年均增速中西部较高



资料来源：各省市“十二五”规划，中投证券研究所

我们根据多角度判断，并结合金融工程团队的数量测算，预计 2012 年上证指数波动区间 2200 点-2900 点。

图 30: 上证指数走势预测



资料来源：中投证券研究所

其他超预期或不确定政策因素的影响

- 1、欧债问题超预期恶化，对市场将形成明显的负向影响。
- 2、房地产放松超预期，市场或超预期反弹，远期经济可能陷入反复滞胀，经济转型将受到明显影响。
- 3、启动分税制改革，利好银行板块，增强指数向上表现。

4、美联储推 QE3，流动性宽松预期，加剧市场向上波动。

第四部分：结构策——重三产、配消费

鉴于收入分配改革推进的难度，我们预计明年收入分配改革虽有动作但进度缓慢，预计主要的政策力量将集中在符合转型方向的生产端领域，建议重三产博弈政策，配消费注重长线。

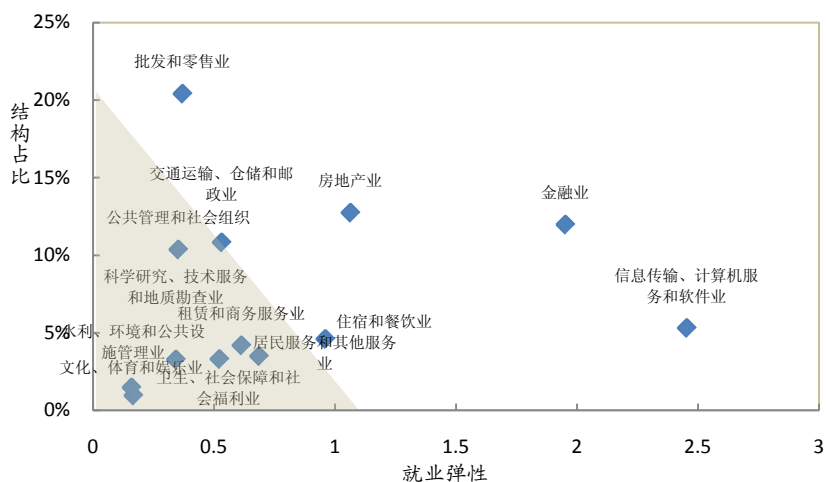
一、重三产博弈政策

1.1 关注政策的着力点

在第三产业占比加速上升过程中，需要特别关注在政策支持下，具备横向特征具有加速增长潜力的板块。我们认为政策有三个方向值得关注，一是就业弹性好且第三产业中占比较大的行业，政策着力点是就业。二是相比于发达经济体结构占比的差距，政策着力点是结构。三是能够引导健康文化取向的行业，政策着力点是政治取向。

对于就业方向的筛选，我们可以从下图中看到无色（白色）区域是相对较优的板块，包括信息传输、计算机服务和软件业、金融业、房地产业、住宿和餐饮业、居民服务和其他服务业、交通运输仓储邮政业、批发零售业。

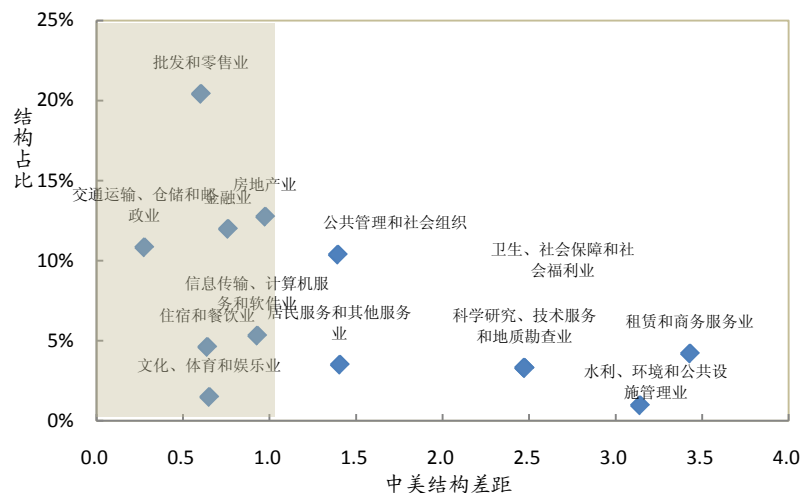
图 31：关注就业弹性好且第三产业中占比较大的行业



资料来源：wind，中投证券研究所

对于结构调整方向的筛选，我们可以从下图中看到无色（白色）区域是相对较优的板块。水利、环境和公共设施管理业，租赁和商务服务业，科学研究，技术服务和地质勘查业，卫生、社会保障和社会福利业，公共管理和社会组织、居民服务和其他服务业。

图 32：结构偏差较大的板块增速或将超越整体增速



资料来源：wind，中投证券研究所

三是能够引导健康文化取向的行业，主要受益于政治取向，集中于文化传媒行业。这一行业虽然低就业弹性、低结构差距，但这一主题或将持续受益于政策扶持以及行业整合，相关题材在 2012 年将有反复的表现。

1.2 重视服务领域的新兴产业题材

世界经济发展史多次用事实证明，重大经济危机演变过程总是伴随着新技术的孕育和成长并形成产业革命，进而转变为新的经济增长点。而从产业革命的变革过程来看，产业技术革命重点已经由 19 世纪开始的工业革命为主逐步向以服务业为主的第三产业转变，新兴产业也成为三产技术革命的基本方向。

表 8：历次经济危机都伴随着技术的孕育和成长，新的技术革命指向三产

经济危机	技术革命	新技术	新产业	涉及领域
圈地运动引发生产关系重大变革	第一次(工业)技术革命	机械化	纺织、运输、机器设备行业	能源
19 世纪 20 年代纺织业严重产能过剩	第二次(工业)技术革命	蒸汽机、铁矿	冶金、煤炭、机车制造业	动力
1857 年过度铁路投机引发经济危机	第三次(工业)技术革命	钢铁、电力设备	电力与电器、石油化工	材料
一战之后	第四次(工业)技术革命	内燃机、家电技术	汽车工业	运输
二战之后	第五次技术革命	生化技术、非物质化及智能化技术	原子能，航天科技，电子计算机	科技
石油危机	第五次技术革命（三产发展关联）	信息技术、计算机技术	个人计算机、通信、微电子产业（偏向生产）	信息技术
97 年亚洲金融危机	第六次技术革命（三产发展关联）	互联网及移动通信	计算机技术、通信技术（偏向生产，转向服务）	信息技术
08 年次债危机	第七次（预计）（三产发展关联）	可再生、可持续资源及技术	新兴产业（节能环保、信息服务）（偏向服务）	可持续发展

资料来源：中投证券研究所

从更远的空间来看，对比日本和美国的情况，第三产业占比提升的加速表现了不同的特点。

日本伴随着房地产经济走到尽头。出口型经济一蹶不振，服务输出能力增长动力不足，三产、二产增速差形成于衰退的增长环境，完成了第三产业占比加速提升。

图 33: 三产增加值占比的拐点（日本）

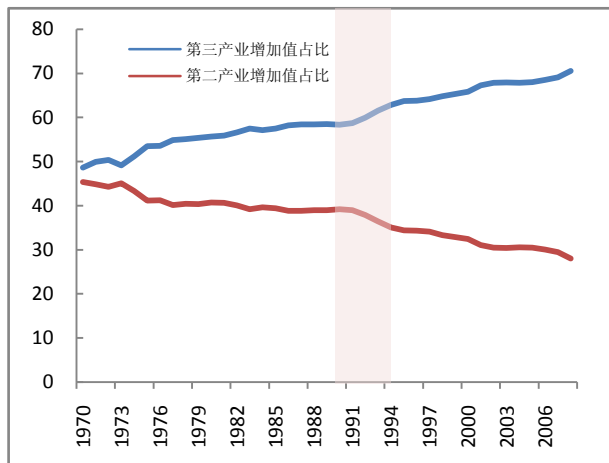
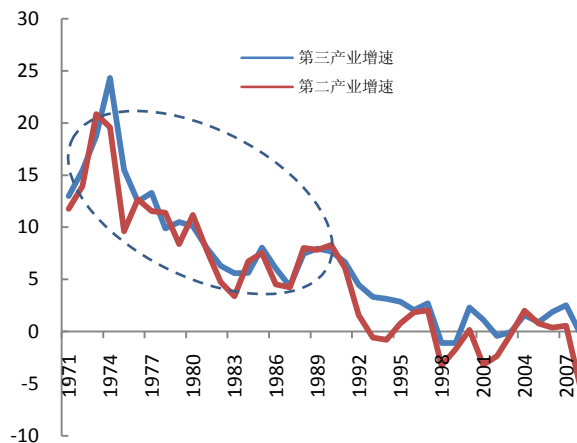


图 34: 二三产业增速有很强的同步性（日本）



资料来源：wind，中投证券研究所

对于美国，尽管美国经历 70 年代经济滞胀和 1979-1982、1990-1992 年的三次经济危机，但是借助全球超级大国的地位获得的全球产业链中的分工优势及技术优势，服务业持续出现超速发展，并逐步转向高端化，保持着健康结构性增长。发展过程中，典型的如：IBM 逐步变成了服务型的公司；苹果利用注重“用户体验”的服务理念，站在产业链的前端，获取最为丰厚的利润，三季报显示毛利率约 40%，净利率 24%，ROE 约 41%。

图 35: 美国第三产业占比变化

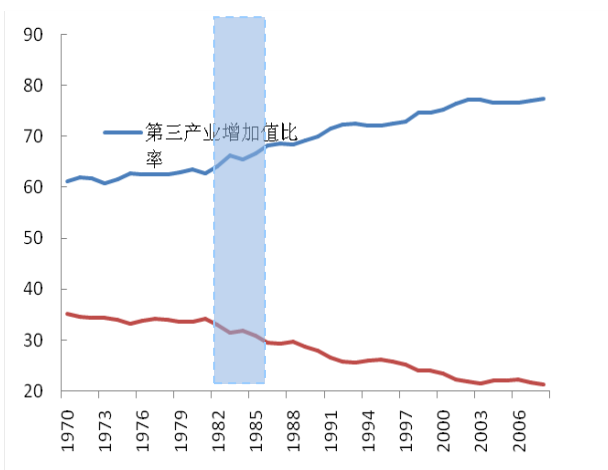
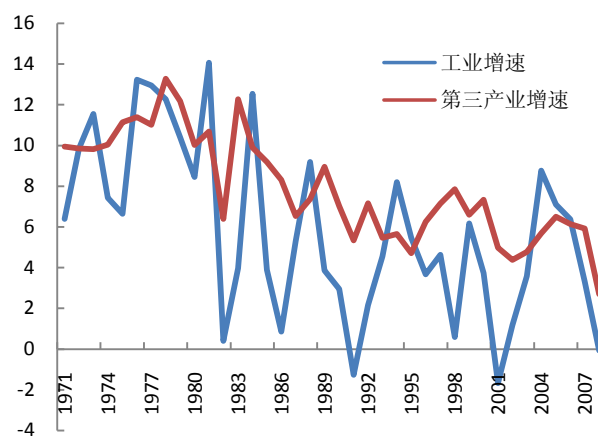


图 36: 美国第三产业增速逐步脱离工业增速



资料来源：wind，中投证券研究所

所以，从日本及美国的服务业占比加速期的观察以及历次经济危机过程中的产业革命来看，中国更长远的发展空间，将取决于中国在全球产业链中地位的变化、新兴技术优势带来的服务业发展能力以及能否占领产业革命制高点。

温总理去年曾多次强调“每一次国际金融危机都会带来一场科技的革命，或者说大的变革，而决定经济危机应对取得胜利的关键还是在人的智慧和科技的力量。”在 08 年金融危机背景中，各国制定的未来数年的产业政策也是围绕新兴产业展开，而新兴产业的重点大部分集中在节能环保及信息技术产业领域。我国也在当时开始探讨新兴产业发展，制定了七大产业战略，并可能在今后数年的经济转型中成为经济增长重要推动力。我们建议重点关注七大战略新兴产业中涉及服务领域的节能环保、新一代信息技术产业。

表 9: 金融危机时期主要国家都将新技术作为产业重点，节能环保及信息技术是重点

国家	发布时间	产业方向	主要形式	发布人
美国	2011 年 2 月	无线网络、清洁能源	美国创新战略（此处是非危机时期，但为重要战略）	白宫
	2009 年 2 月	新能源、环保等	《2009 年美国复兴与再投资法》	总统签署
	2009 年 6 月	新能源	《美国清洁能源安全法案》	获得众议院通过
欧盟	2008 年 12 月	通信、环保	工商界代表圆桌会专门讨论	英国前首相
	2009 年 3 月	能源、信息	欧盟成员国领导人布鲁塞尔峰会专门讨论	欧盟轮值主席
	2009 年 4 月	节能、环保	发展“环保型经济”的中期规划	欧盟新闻发言人
	2009 年 12 月	节能、环保	欧盟首脑会议专门讨论	欧盟首脑
英国	2009 年 6 月	数字经济	《数字英国》	英国政府
	2009 年 7 月	低碳经济	英国低碳过渡计划》，配套方案：《英国可再生能源战略》 《英国低碳工业战略》《低碳交通战略》	商务部、能源和气候变化部
日本	2009 年 3 月	信息技术	信息技术发展计划	日本政府
	2009 年 4 月	环保	第四次经济刺激计划	日本政府
	2009 年 12 月	节能	新经济刺激计划	日本新政府
韩国	2009 年 7 月	节能、环保	绿色增长法	韩国
中国	2009 年 9 月	战略新兴产业	总理温家宝召开三次专家座谈会	温家宝
	2009 年 11 月	战略新兴产业	《让科技引领中国可持续发展》	温家宝
	2010 年 9 月	战略新兴产业	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院

资料来源：中投证券研究所

1.3 三产配置总结

我们按就业弹性受益、结构空间受益兼顾题材的角度进行总结如下表。涉及的主要板块是餐饮旅游、信息服务、医疗服务、公用事业、交通运输服务业、金融及地产服务、传媒娱乐；同时重视新一代信息产业、环保服务领域的新兴产业等题材。

表 10: 第三产业配置筛选总结

统计局行业	主要行业及题材	就业弹性受益	结构空间受益	政治取向受益
居民服务和其他服务业	旅游			
信息传输、计算机服务和软件业	计算机应用服务（关联：信息设备） 网络服务、通讯服务（关联：通讯设备）。 题材：新兴信息产业			
住宿和餐饮业	餐饮、旅游（酒店）			
卫生、社会保障和社会福利业	医疗服务			
交通运输服务	交运服务			

租赁和商务服务业	金融服务、房地产租赁、信息服务			
科学研究、技术服务和地质勘查业	公用事业，商务服务			
水利、环境和公共设施管理业	公用事业（水利、环保题材），关联行业 电力设备			
金融业	银行；证券；保险			
房地产业	房地产服务			
文化、体育娱乐业	传媒娱乐			

资料来源：国家统计局，wind，中投证券研究所

二、配消费重长线

2.1 消费品步入长线投资轨道

从“十二五”规划看，经济结构调整是“十二五”战略部署，这将是一个中长期过程；“十二五”规划纲要将消费列于投资和出口之前，从国家战略层面印证消费将成为未来几年经济及市场投资中可以长线持有的品种。

从微观结构看，居民消费的增长根本上取决于收入水平和购买力的提高。收入是消费的最强约束，这可以用如下消费函数阐释： $C=f(\text{当期收入}, \text{远期收入}, \text{其他})$ ，居民的收入增长以及收入增长预期是消费增长的触发点和基础（详细见 2010 年年报《“滞”中有落，胀中有升》）。

从上述消费函数入手，在长短期因素的共同作用下，我国已经进入消费稳定快速增长的时期。2012 年消费增长或仍以收入提升、城镇化深化等自发升级为主因，而收入分配改革虽有动作但进度缓慢。所以，2012 年消费品的投资仍需注重中长线而非短期爆发力；建议关注结构性稳定增长的消费板块，并兼顾增长空间。

表 11：从今年消费扶持政策看，收入分配改革虽有动作但进度缓慢

出台时间	出台部门	政策及文件名称
2011-11-16	财政部 国家税务总局	关于印发《营业税改征增值税试点方案》的通知
2011-10-25	商务部、财政部和中国人民银行	联合发布《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》
2011-10-17	发改委 工业和信息化部 财政部	“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录（第一～七批）
2011-07-29	财政部 国税总局	关于调整个体工商户业主 个人独资企业和合伙企业自然人投资者个人所得税费用扣除标准的通知
2011-07-29	国家税务总局	关于贯彻执行修改后的个人所得税法有关问题的公告
2011-06-30	全国人民代表大会	全国人大常务委员会关于修改《中华人民共和国个人所得税法》的决定
2011-06-08	财政部、商务部	2011 年老旧汽车报废更新补贴资金发放范围及标准
2011-04-12	财政部 商务部 工业和信息化部	关于印发《家电下乡政策执行监管及违规处理办法》的通知
2011-02-23	财政部	关于切实加强农机购置补贴政策实施监管工作的通知

资料来源：中投证券研究所

2.2 消费重视结构性稳定增长与增长空间

我们宏观研究认为，2012 年消费实际增速比今年将有所提升，受益于汽

车消费温和回升、房地产消费温和改善，预计名义增长 17%，实际增速升至 13.5%，建议关注稳定增长的消费领域，另外关注可能阶段回暖的消费领域（比如，汽车）。

一方面，从限额以上批发和零售业的同比数据看，我们可以看到一些平稳较快增长的消费行业，这些领域主要集中在粮食食品、饮料烟酒类、服装鞋帽纺织品类、文化办公用品类、日用品类、化妆品类。

图 37：消费的存在结构性稳定增长板块

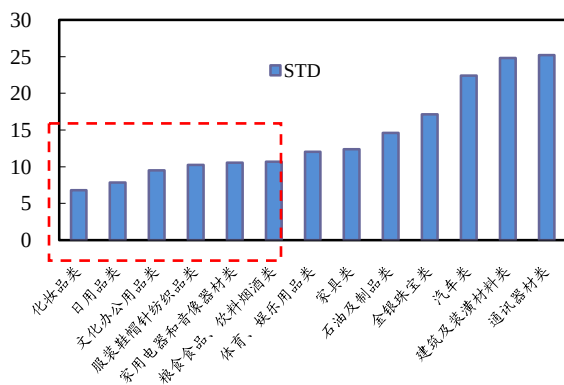
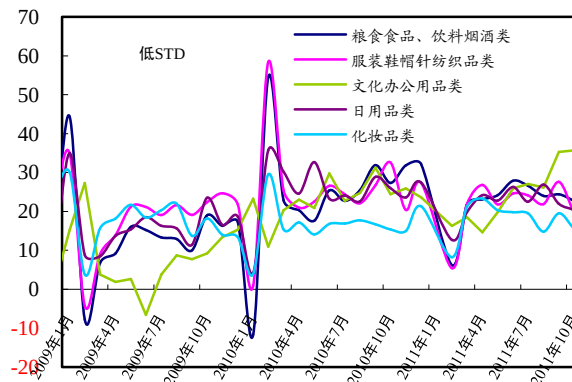


图 38：低 STD 消费板块增速平稳较快



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

另一方面，从消费稳定增长的空间评估看，也存在不少行业成长空间仍然广阔。我们将消费领域子行业我国现在的普及程度与美国、日本、韩国平均渗透水平比较，差距越大说明现阶段我国普及程度越低，未来的成长空间越大。对比发现绝大部分子行业仍存在巨大的成长空间，消费需求的巨大空间将为第三产业以及整体经济发展提供有效支撑。

对应消费性制造业领域有医药制造业、休闲用品及高端纺织品、白酒葡萄酒、乳制品、汽车，对应的主要的消费性服务领域住宿餐饮、旅游、电影娱乐、连锁及百货商店、医疗服务。

表 12：相关消费品渗透率国际比较,大部分消费类行业发展空间巨大

消费品	指标	中国	美国	韩国	日本	成长空间
医疗保健	人均医疗卫生支出 US\$	177	7410	1108	3321	2130%
酒店	家/万人	0.11	1.6			1355%
电影	人次/1000 人	213.	4288.85	3179.48	1319.28	1275%
餐饮	外出就餐支出 美元/人	173.78	2147.3			1136%
床上用品	人均支出 美元	11.92	138			1058%
休闲用品	钢琴 架/每百户家庭	2.6			27.9	973%
百货商店	销售额 美元/人	48.81		531.23	499.17	956%
旅游	人均旅游支出 current US\$	124.3	2518.9		0.7	914%
连锁商店	销售额 美元/人	106.1			998.1	841%
葡萄酒	升/人	0.7	12	1.3	2.3	643%
摄影用品	摄像机 台/每百户家庭	9.2			45.2	391%
白酒	升/人	1.8	8.3	9.3	7.6	367%

汽车	台/1000 人	76	451	257	319	350%
个人电脑	台/1000 人	16.7	99.6	53.9	54.3	315%
乳类	公斤/人	22.17	187.6	44	41.2	310%
肉类	公斤/人	23.96	123	50	75	245%
因特网	使用者/100 人	28.8	78.14	80.91	77.72	174%
空调	每百户家庭	119			234.7	97%
啤酒	升/人	32	82	40.425	51	81%
小家电	微波炉 台/百户家庭	60.1			103.8	73%
冰箱	每百户家庭	96.5			127.4	32%
洗衣机	每百户家庭	96.5			108.6	13%
农产品	Rice consumption thousand metric tons per	103.34	13.133	103.123	67.95	-41%

资料来源：各国统计局，中投证券研究所

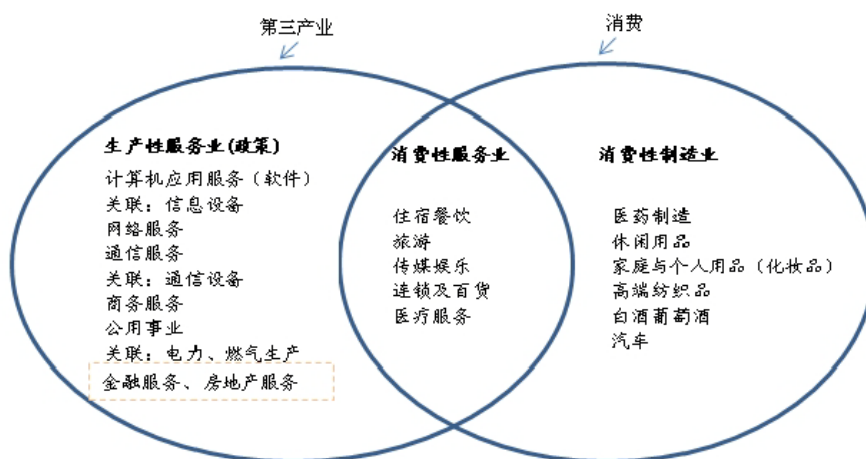
说明：成长空间指标=average(美国，日本，韩国)/中国-1

因为我国特有的酒文化，高端白酒的增长空间将明显大于与发达国家比较的结果，因此将其排名进行调整与葡萄酒接近

三、精选三产和消费

根据重三产、配消费的配置思路，我们将初步配置池分成如下三块，一是生产性服务业领域；二是消费性服务业领域，三是消费性制造业领域。

图 39：重三产、配消费配置池



资料来源：wind，中投证券研究所

对于金融、地产，关键点是跟踪政策实质性的弹性点，我们认为时点可能在一季度、末二季度；同时关注房地产软着陆调控背后的政府财政难题，或会启动分税制改革，或将明显利好银行板块。

对于其他服务、消费板块，我们对行业毛利率、营业收入增速的历史相对指标进行比较，如图无色（白色）趋势是相对景气度较好的行业，越往左上角越好。**景气度配置：**建议关注食品饮料（白酒与葡萄酒、乳品）、家纺、医药（医疗服务、

医药制造业)、餐饮旅游、零售业、环保工程及服务、计算机应用服务(软件)、网络服务、通讯设备。**困境修复或反转:** 建议关注受益于要素价格改革电力、燃气, 受益于行业景气度阶段改善的汽车、信息设备结构性机会。

图 40: 重三产、配消费景气度精选

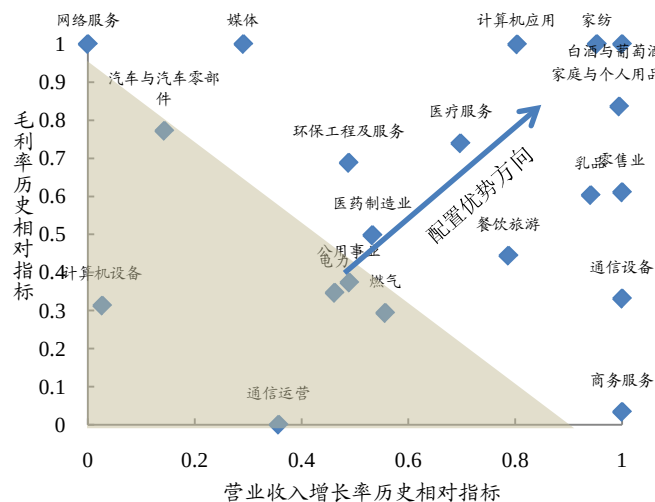
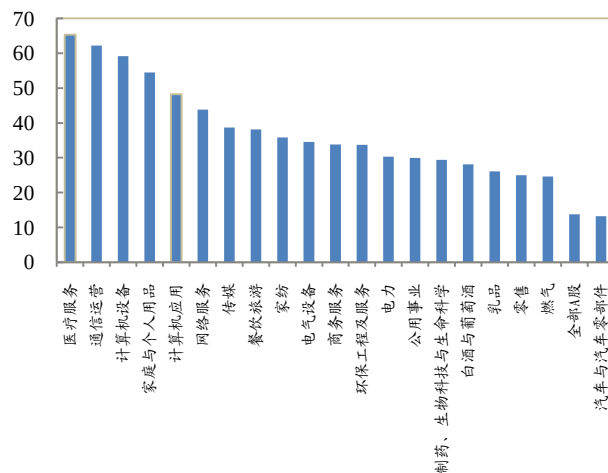


图 41: 各板块 PE (三季报*4/3) 静态估值比较



数据截至 11 月 23 日

历史相对指标定义= (最新数据-最近五年最小值) / (最近五年最大值-最小值), 财务数据来自三季报及年报

资料来源: wind, 中投证券研究所

四、2012 年配置建议及十大金股

根据前述配置的逻辑, 我们建议超配的行业如下:

表 13: 2012 年十大超配行业

服务及关联	计算机应用服务
	网络服务
	通信设备
	商务服务
	公用事业
消费性服务关联	医药
	餐饮旅游
消费性制造	食品饮料
	家纺
	汽车及零部件

资料来源: 中投证券研究所

根据超配行业, 再综合行业研究员推荐, 我们推荐 2012 年十大金股如下, 供参考。

表 14: 2012 年十大金股

三元达	远光软件
爱尔眼科	国电清新
省广股份	华谊兄弟
伊利股份	长城汽车
阳光照明	民生银行

资料来源：中投证券研究所

附录 1: 行业研究员观点汇总

	行业	2012 年行业投资策略观点	看好的细分子行业	细分子行业看好的逻辑	盈利增速	可能超预期的因素	行业评级	看好的上市公司
宋哲建	石油化工	2012 年自上而下把握 4 个突破: (1) 成品油调价机制改革为炼油板块带来巨大利好, 逻辑是价格充分市场化后板块压制因素去除, 盈利和估值双重提升 (2) 石油特别权益金减征和天然气持续价改, 利好上游资源企业 (3) 深水钻井和工程的实质进展以及全球费率提升 (4) 市场对 C3 深加工盈利预期认识的突破。	油田服务行业、LPG 深加工领域	油田服务(高油价支撑开采热情、国内深水开采提速、细分领域专家型公司海外市场有突破)、LPG 深加工(产业路线变革、深加工实际上是提升附加值、原料有保障的公司盈利确定性强)	10%	油价大涨	看好	大市值推荐中海油服、中国石化、广汇股份, 中小市值推荐惠博普、宝莫股份、东华能源、海越股份
王大鹏	通信	1、国家宽带战略以及通信行业十二五规划将在明年发布, 同时会伴随出台相关扶持政策, 对板块形成催化作用。2、预测三大运营商资本开支增加约 6%, 主要由于联通增加约 200 亿资本开支拉动。	1、光通信 2、网优覆盖 及 WLAN 建设 3、运营商 4、运营商系统集成 5、智能终端配套 厂商	1、光通信: 运营商明年传输建设资本开支加大 2、3G 网络覆盖仍是建设重点, WLAN 建设保持高景气 3、持续看好联通 4、网络逐渐完善, 随着用户发展运营商对各种业务系统需求加大 5、智能终端明年将是爆发之年	20%		看好	三元达、中国联通、烽火通信、东方国信、华胜天成、信维通信、海能达
梁皓	基础化工	四季度行业盈利下滑的趋势很明显, 明年 2 季度行业盈利有望好转, 化工产品价格将重回涨价通道, 主要原因有以下 3 个方面: 一是行业库存已接近历史低点, 3 季度行业库存在 61 天, 预计 4 季度会继续下降, 接近 07 年历史低点 59 天; 二是油价明年走势预计前低后高, 1 季度下跌, 2 季度开始持续回升, 对化工品价格上涨有引导作用; 三是每年 2 季度是化工需求旺季, 在行业库存很低以及油价上涨的推动下, 下游会有补库存的需求。	新材料和精细化工、民爆	民爆: 工信部原则上不再审批新增产能, 中西部地区固定资产投资增速很快, 行业整体供需有改善; 政策推动下的行业整合和产业链向工程服务方向延伸为行业打开成长空间; 价格刚性和原材料价格下跌有望改善行业盈利。新材料和精细化工: 符合产业发展方向, 部分公司技术突破后国内进口替代市场空间大	10%	油价走势异常	看好	烟台万华 盐湖股份 康得新 日科化学 华鲁恒升 雅化集团

李超	电子行业	一、目前行业整体依旧低迷,处于需求放缓、库存上升、产能利用率下降、投资下滑的阶段;二、2012年2季度或现行业拐点,智能终端仍是行业主要增长点,具体而言就是以智能手机、PAD、Ultrabook(超级笔记本)为代表的移动终端和以LED电视、智能电视、3D电视为代表的家庭终端;	1、移动智能终端产业链;2、北斗导航、物联网和LED照明行业	1、看好仍处于产品渗透期、需求强劲的移动智能终端产业链;;2、看好拥有自主知识产权和/或受到产业政策扶持的北斗导航、物联网和LED照明行业	5-10%	1、欧美经济好转;2、国内刺激政策;3、有重大突破的新技术、新产品问世	中性	1、移动终端:长盈精密、超声电子、长信科技;立讯精密、莱宝高科、安洁科技;欣旺达、丹邦科技;歌尔声学、水晶光电、星星科技。2、北斗导航:北斗星通、国腾电子。3、物联网领域:中瑞思创、福星晓程。4、LED照明:阳光照明
杨国萍	有色金属	基本金属中性:预计2012年全球需求增长放缓。国内经济增长放缓,海外复苏进程缓慢、实体经济的复苏进程缓慢;欧美债务危机对除了对实体经济复苏负面影响外,对金融市场的干扰预计在2012年继续。基本面最核心的因素——需求看不到良好的增长趋势,我们对基本金属中性。 稀有小金属/金属新材料:需求空间比较确定,国内市场新增量与存量的进口替代同时存在。	稀有小金属/金属新材料	上游资源供应瓶颈变大与下游需求增长共存:大多数稀有小金属和金属新材料上游供应环节比较集中,尤其之前未受到重视的国内优势小金属目前资源供应瓶颈明显变大、资源定价能力显著提升。需求增长空间确定,小金属和金属新材料下游大多涉及受国家支撑的新兴行业,国内市场新增量与存量的进口替代同时存在,技术处于领先的企业有较大市场占有率和进口替代空间	基本金属10-15%;小金属/金属新材料30%-40%		看好	宝钛股份、厦门钨业、钢研高纳、新疆众和、贵研铂业、章源钨业、中色股份、东方锆业、云南锆业、锡业股份等

林帆	银行业	1、预计银行息差水平在 2012 年上半年基本平稳，下半年或第四季度开始确认回落趋势。行业利润增速逐季度回落，全年上市银行利润增速将降至 17.65%左右。2、平台贷款增速已遏制、风险已得到控制。地方政府收入增速足以自行消化债务，2012 年平台贷款资产质量将保持稳定。3、新资本监管标准对银行股价的向下推力即将成为“完成时”。预计 2012 年将有 3 到 4 家上市银行合计再融资 1000 亿左右，不会影响中长期估值。4、利率市场化与否都不改变金融机构供不应求的关系，也不会影响银行业的“毛利率”。5、2012 年板块主要是波段行情，天花板是息差回落预期，地板是低估值安全性。一、二季度窄幅波动行情；三季度板块有望开始估值修复；四季度，政府换届及新周期预期将带来正面推动。	无	无	净利润增速 17.65%	平台贷款、房地产贷款资产质量好于预期。	看好。	建议关注：招商银行（600036）、民生银行（600016）、宁波银行（002142）、农业银行（601288）。
徐晓芳	百货零售	2012 年人均可支配收入的实际增速仍在 7%以上，中低收入阶层的收入增速更高，各省最低工资上调幅度仍有望达 20%以上；另一方面，通胀全年有望在 3.5%左右；居民的实际购买力将上升，中等收入阶层的占比也将继续上升，大众消费将持续繁荣。分地区看，中部和西部地区的消费增速、居民边际消费倾向均高于东部地区。看好中、西部地区 and 大众消费。	百货		25%-30%		看好	王府井、天虹商场、欧亚集团、南京中商
邓学	汽车及零部件	1、行业增速陆续回升，全年销量呈现前低后高。2、12 年乘用车销量增速回归合理，乘用车增速 10%，13-14 年景气回归，汽车市场区域分化为主，二三线省市是未来增量市场来源；品牌分化收窄，自主品牌谷底复苏明显，自主品牌竞争平稳。3、12 年重卡行业需求缓慢恢复，但结构分化明显，技术变迁较快。物流重卡反弹力度较大，工程重卡底部徘徊。把握重卡重型化、节能减排和轻量化的技术进步创造的主题投资机遇。4、汽车零部件的产业升级持续深化，行业整合成长加速。产业升级趋势推动进口替代和全球出口；龙头公司将在产业升级中持续整合行业，细分行业龙头超越行业增长，盈利能力加速扩张，成长空间广阔。	乘用车、重卡、零部件	乘用车：1 季度压力较大，2 季度低基数反弹、下半年乘用车景气陆续复苏；13-14 年新车需求和换车需求双重释放，景气将再次回归。重卡：预计 1 季度销量同比数据见底，11 年年报低于预期创造配置低点，结合 2 季度环比同比改善，创造波段行情；3 季度信贷略有宽松，国四排放法规执行时点明朗，行业需求将稳步回升，同比数据呈现大幅回升，创造投资机遇。零部件：产业升级趋势明显，相关行业经历整合创造投资价值。	15%	经济向好、信贷放松、政府扶持政策出台	看好	天润曲轴、骆驼股份、长城汽车、威孚高科、潍柴动力、上海汽车、银轮科技、美晨科技

王义国	农业	通胀预期回落，多数农产品价格在调整，农业股票估值偏高，两者结合在一起将影响农业股 2012 年的表现	肉禽、饲料、油脂、水产	上市公司业绩增长，估值低，投资处于安全范围	20%	部分农产品价格变动可能超预期	中性	雏鹰农牧、益生股份、西王食品、东凌粮油
初学良	钢铁	总体需求增速回落，细分子行业催生龙头企业。总需求增速将会回落在 5% 区间以内。部分细分子行业恰逢快速发展的起步期，未来成长空间广阔，可能催生实力强大的细分子行业绝对龙头。配置：首选细分子行业，阶段性配置优质资源类和区域类。我们把钢铁板块分为普钢、铁矿石、细分子行业 3 个模块，相应提供 3 种投资策略：一、全年重点推荐细分子行业，抓小放大，重点推荐常宝股份、抚顺特钢、大冶特钢，关注新莱应材；二、铁矿石：铁矿石价格 2012 年下跌空间小，铁矿石企业业绩有保障。目前时点可以阶段性配置大成股份和攀钢钒钛；三、普钢：阶段性配置有业绩、有弹性、有空间的新疆区域两家钢企：新兴铸管和八一钢企，目前时点需等待，看好 2012 年 2 季度。	高压锅炉管、特钢、洁净材料和部分新材料；普钢和矿石企业	1) 全年的行业配置重点是细分子行业的龙头，成长速度快、发展空间大，我们看好的细分子行业包括高压锅炉管、特钢、洁净材料和部分新材料；2) 普钢和矿石企业作为主流的钢铁股具有强周期性，总体需求增速下滑背景下大机会可能性很小，只可阶段性配置。2012 年 1 季度同比数据较差，2 季度有望迎来阶段性好转。	0-10%	1) 政策紧缩超预期带来经济总体下滑；2) 保障性住房目标下调超预期。	中性	常宝股份\抚顺特钢\新莱应材\大成股份\攀钢钒钛\新兴铸管\八一钢铁
傅盈	建筑	行业整体与宏观经济走势较为一致，宏观调控使行业景气度下降，现金流将是整个行业需要密切关注的变量；房建、基建板块订单增速趋势下降；较为看好建筑装饰，专业化工程，钢结构等细分子行业龙头公司的投资机会。	建筑装饰、钢结构、专业化工程	建筑装饰增速有望维持 30% 以上，龙头上市公司市场份额继续扩大；化工工程需求增速向上，新签订单有望超预期；钢结构钢价下跌，2012 年业绩较为确定。	5% ~ 10%	房地产调控放松，资金面回暖	中性	瑞和股份，精工钢构，三维工程
冷星	传媒	1) 中长期建议自上而下优选潜力个股。我们认为最应关注：受益消费升级、积极进行产业链延伸和产业横向整合，从而带来较快营收增长的子行业，主要包括电影、电视剧、动漫等内容领域和广告营销及一些新媒体子领域。个股选择这些行业的龙头和质优公司。2) 关注由于体制改革深化和大集团化趋势可能发生整合重组和业态转型升级的传统媒体公司。3) 政策和事件驱动带来的主题投资机会。	电影、动漫、营销广告、盈利模式明晰的新媒体	受益消费升级、积极进行产业链延伸和横向整合，带来营收快速增长	20%	行业同比增速；政策	看好	首选组合：华谊兄弟、奥飞动漫、省广股份、蓝色光标；依次推荐中文传媒、天威视讯、博瑞传播；看好新股凤凰传媒

周锐	医药	2012 年预计医药行业收入平稳增长，利润增长较 2011 年将有所加快，行业政策的影响将较为复杂，各子领域呈现结构性特征，投资机会的寻找重在个股。	医疗服务 中药 创新药 医疗器械（跟医疗服务相关的） 特色原料药	医疗服务受政策扶持； 中药成本下降，部分产品受益基药； 创新药受国家政策扶持，不受降价影响； 医疗器械受益于相关需求放大； 特色原料药受益于海外专利过期。	20-25 %	基本医疗需求释放速度仍然较快，弹性需求部分大幅增长。	看好	爱尔眼科、东阿阿胶、人福医药、翰宇药业、恩华药业、华兰生物、海翔药业、昆明制药
崔莹	计算机	软件行业的下游需求以投资驱动为主，因此软件行业也有周期性，我们认为，行业基本面在 11 年三季度开始恶化。根据实地调研情况，短期内软件企业多数存在需求压力，我们判断今年下半年和明年上半年可能是软件行业相对困难的时期，明年下半年开始行业的基本面有望出现好转。	软件服务	现金流	20% 左右		看好	远光软件、海隆软件
孔军	纺织服装	劳动力成本逐年上升已是必然趋势，未来几年行业将处于调整、转型时期。未来中国的纺织工业极有可能沿袭欧美等国的纺织工业发展道路，形成“传统低端产品外移、中高端产品国内生产”的纺织工业格局，优势企业将更加突出。因此我们给予纺织行业整体“中性”评级，但我们看好具有较强议价能力的纺织龙头上市公司。另外由于国内“品牌床上用品”正处于国内居民消费的转型时期，我们继续看好其 2012 年的增长	纺织龙头，床上用品	未来中国的纺织工业极有可能沿袭欧美等国的纺织工业发展道路，形成“传统低端产品外移、中高端产品国内生产”的纺织工业格局，优势企业将更加突出。 国内“品牌床上用品”正处于国内居民消费的转型时期	持平		中性	鲁泰、华孚色纺、富安娜、梦洁家纺
李少明	房地产	行业板块估值已提前反映行业最悲观预期，伴随着行业投资增速、房价、地价的持续大幅下行，调控目标的实现，我们预计 12 年 2 季度行业调控政策将趋缓，12 年下半年行业将进入恢复性增长阶段。在 12 年 2 季度之前，整体市场观望情绪较浓、成交难以大幅放量，板块估值可能持续震荡筑底，但板块估值变好往往提前行业变好 1 个季度左右。板块较好的投资机会可能会在 12 年 2 季度出现。12 年 2 季度的投资机会好于 1 季度，12 年下半年的机会又会好于上半年。			20%	二季度调控政策趋缓，行业进入去库存，下半年行业进入恢复增长	看好	招地、保利、万科 A；亿城股份；北京城建；首开股份；中国国贸、世茂股份

王 钦	建 材 行 业	1、需求增速放缓是不争的事实；2、未来的机会从区域差异化和产品差异化寻找结构性机会；3、产品差异化带来的机会主要可能集中在消费升级和产品结构升级；4、区域差异化化为水泥等运输半径较短的产品提供了结构性机会。	LOWE 节能玻璃、石膏板、太阳能减反膜和混凝土减水剂	产品的升级换代也为原来市场份额较小的产品和企业提供了迅速扩大市场占有率，快速成长的机会。	下 滑 10% 以上		中 性	天山股份、南玻A、北新建材、亚玛顿、建研集团
李 勤	机 械 航 空、 航 天 设 备	关注零部件重组， 航天技术民用化大有可为		2010-2011 年航空动力、洪都航空资产重组受阻，中国重工资产注入已先期转出军舰整机。显示军工整机重组仍受到保密要求限制，但零部件的资产注入重组仍然顺利。航天技术民用化大有可为	15%	南 海 紧 张 局 势， 朝 鲜 紧 张 局 势， 台 海 紧 张 局 势	看 好	航空动力、航天动力、中航动控、哈飞股份
蒋 鑫	食 品 饮 料	对于大众消费品，低估值的必需消费品龙头防御性最强，利润率回升弹性大的公司业绩超预期可能性大。2012 年市场普遍预期物价会持续回落，大众消费品成本会继续下降，因此我们认为大众消费品会有较好的表现。在经济下行加快的背景下，低估值的必需消费品龙头伊利股份、双汇发展防御性最强，短期来看物价回落带来原材料成本下降，明年利润率回升弹性大的洽洽食品、安琪酵母、好想你超预期的可能性大，并且建议关注存在利好事件的三全食品、贝因美。从长期看，这些企业也都是各自行业的龙头，在不确定的经济环境下，他们能够穿越周期获得持续成长。	乳制品、肉制品、休闲食品	行业成长空间大，集中度提升空间大，保持较快增速	30%	物 价 加 速 回 落	看 好	伊利股份、双汇发展防御性最强，洽洽食品、安琪酵母、好想你超预期的可能性大

资料来源：中投证券研究所

附录 2：市场资金面偏负面

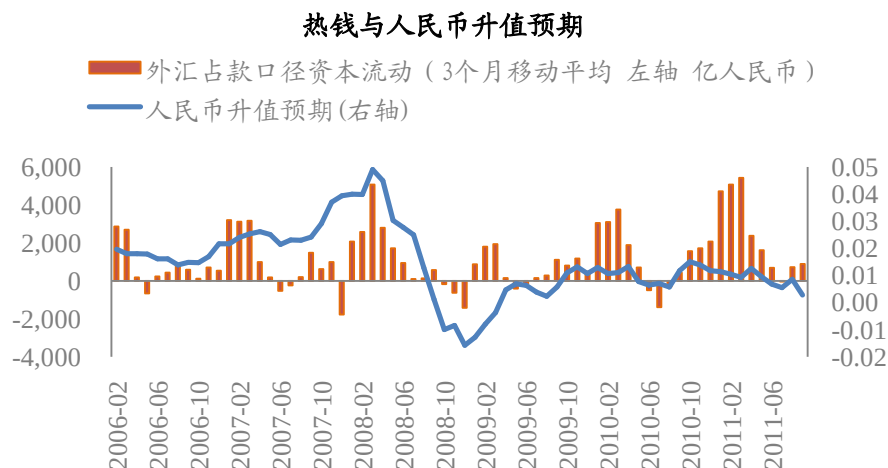
1、热钱有逐步流出的风险

我们的研究发现热钱流动与人民币升值密切相关，升值预期能解释 48% 的热钱流入。我们预计明年人民币升值幅度非常有限，总体将保持稳定，不排除出现人民币贬值。

首先，胡主席在刚刚结束的 APEC 会议中强调中国的汇率政策是负责任的，这表明政府对人民币汇率的意志将以稳定为主，并不希望人民币再次快速大幅升值；其次，从贸易结构来看，我国对外进口增速较快，相关部门也在研究加强进口、促进贸易平衡的政策措施，贸易平衡的改善将进一步减弱人民币升值的压力；再次，从目前经济形势看，我国经济下行趋势明显，而国际资本出于避险和追逐利润的动机撤离中国的可能性加大，9 月底开始出现的人民币贬值预期就预示着未来“热钱”流入规模的减少，一旦国际资本出现大规模的流出，人民币升值压力将大大减轻，甚至可能出现人民币贬值压力。

我们回顾 08 年的情况来对比分析。2008 年，人民币升值预期在 9 月份转负，而“热钱”部分在 10 月份出现负值，这一趋势直到 2009 年下半年才出现扭转，“热钱”再次大幅流入与经济快速回升有关，也与刺激政策出台后资产价格大涨有关。对照 08、09 年的情况，9 月底开始出现的人民币贬值预期可能意味着“热钱”流出才刚刚开始，“热钱”回暖可能要等到经济明确见底之后。

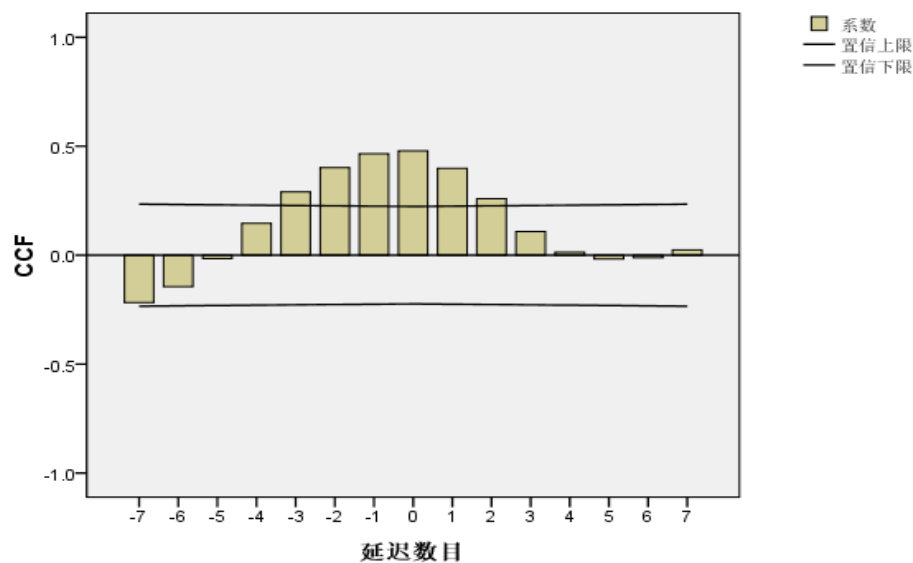
图 42：热钱与人民币升值预期



说明：人民币升值预期指标：12 个月 NDF 汇率-美元兑人民币中间价；11 月数据截至 18 日

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 43：人民币升值预期与热钱的自相关系数

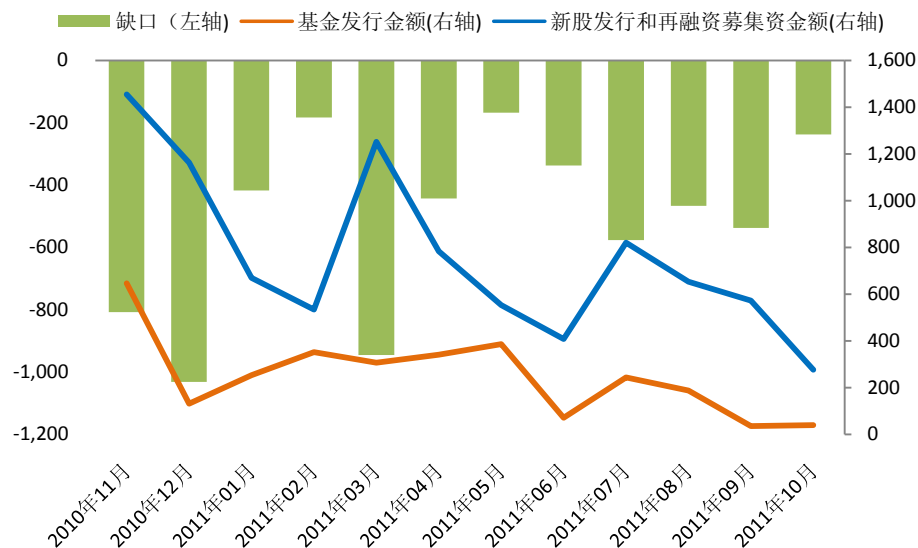


资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

2、基金发行困难与新股发行不断形成资金压力

今年以来, 新发基金与新股发行相比一直处于负流出状态, 平均每月缺口为 430 亿元。明年财富效应仍不明显, 预计基金发行仍会延续回落, 新股发行不断将对市场产生明显的心理压力, 市场资金压力的负向缺口仍然存在。

图 44: 新股发行与基金发行缺口长期存在，财富效应弱化成为负面因素



资料来源: Wind, 中投证券研究所整理

3、大股东净减持细水长流

2012 年解禁规模总体为 1486 亿股, 小于 2011 年总体 2169 亿股的规模。但应注意到, 目前计算的 2012 年解禁规模仅仅是目前对已有的股票, 未来一年内持续不断的新股或再融资使得未来实际的解禁规模可能远远大于目前的数值。从时间分布来看, 上半年的解禁压力较小, 而下半年之后解禁压力陡然

增大，特别是 10 月底之后伴随创业板大股东所持股份陆续解禁，解禁股流通市值规模再次放大。

图 45: 2012 年解禁市值合计

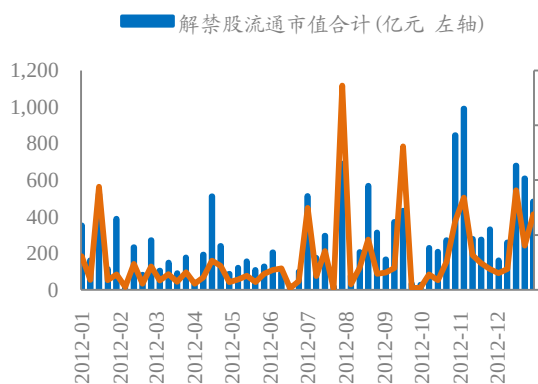
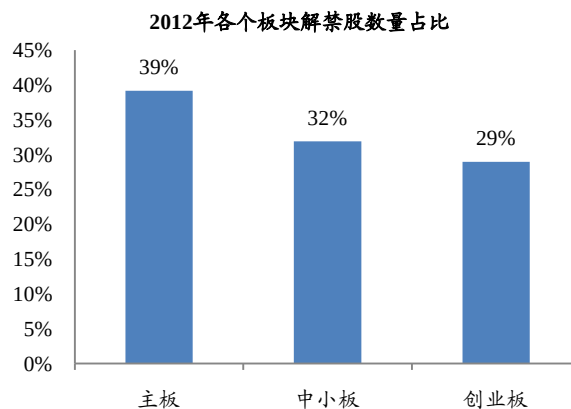


图 46: 各个板块解禁比率



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

从减持结构来看，今年以来，主板市场减持占比整体呈下降趋势，中小板和创业板占比呈上升趋势；而且伴随反弹净减持量持续上升。在当前中小板和创业板估值水平相对较高的背景下，中小板和创业板的减持动力将持续强于主板市场，这一减持压力仍将持续存在。

图 47: 市场估值结构差异



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

图 48: 减持呈现结构性特征

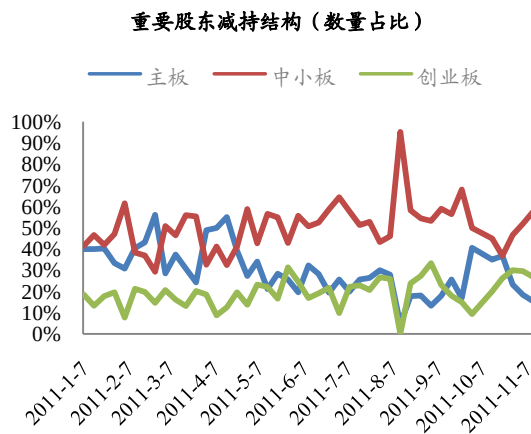
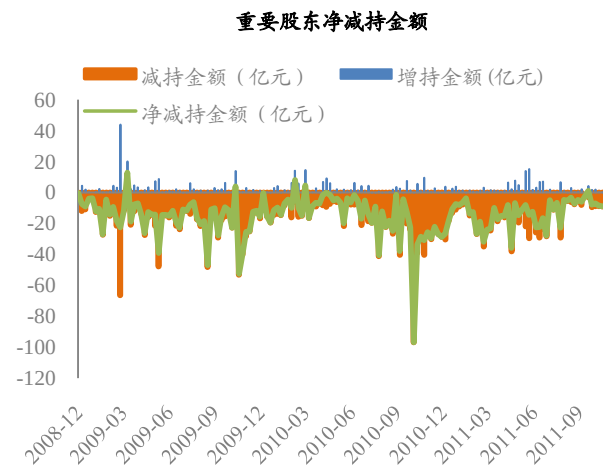


图 49 减持“细水长流”



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

黄君杰, 中投证券策略分析师, 北京大学光华管理学院经济学硕士。证券投资咨询资格, 期货从业资格, 2006 年加入中投证券研究所, 5 年证券从业经验。从事市场流动性、市场估值及策略研究。

朱晔, 中投证券研究所金融工程分析师, 2007 年加入中投证券研究所。

樊学栋, 策略分析师, 2010 年加入中投证券研究所, 负责资产配置策略研究, 在区域经济方面有较为系统深入的研究。

荆思杰, 中投证券研究所策略助理分析师, 2011 年加入中投证券研究所, 负责流动性数据周报跟踪。

郭丽丽, 中投证券研究所助理分析师, 2011 年加入中投证券研究所, 负责早报编辑及团队日常助理工作

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434