

从政治局经济工作会议看 2012 年市场：博弈新兴

——中央政治局经济工作会议点评

相关研究：

《转型之路不平坦——2011年二季度A股策略》，2011-04-01；

《等待拐点——2011年下半年A股策略》，2011-06-17

事件：

中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，就明年经济工作中的宏观调控基调、政策措施、宏观调控的节奏与重点等方面做了重要部署。

评论：

我们认为 2012 年的 A 股市场处于“流动性略有改善，基本面增速放缓”的双重博弈中，由此导致市场趋势性机会有限、结构性亮点突出的特征。而结构性的亮点主要体现为以“十二五规划”为重点的新能源、新材料、节能减排、高端装备制造、生物医药、新能源汽车等领域中。

□ 2012 年政策基调：财政积极、货币微调下的结构转型之年

表格 1：2011 年胡锦涛总书记在中央政治局经济工作会议上的讲话要点

领域	政治局工作会议主要内容
政策基调	实施积极的财政政策和稳健的货币政策；继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系，加快推进经济发展方式转变和经济结构调整，着力扩大国内需求，着力加强自主创新和节能减排；
政策调控节奏与重点	根据形势的变化及时作出预测、微调，解决经济运行中的突出矛盾，提高发展质量和效益。
消费政策	要着力扩大内需特别是消费需求，完善促进消费的政策，努力提高居民消费能力，增加中低收入者收入；
投资政策	进一步优化投资结构，保障在建续建项目建设，有序推进“十二五”规划确定的重大项目，加强对企业投资的引导和规范。
“三农”	要进一步夯实农业基础，完善强农惠农富农政策，加大“三农”投入，健全农业科技创新机制，加强农田水利建设，促进农业稳产增产，不断提高粮食等农产品保障能力。
房地产调控	要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展。
区域政策	深入实施区域发展总体战略，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区发展的支持，引导中西部地区有序承接产业转移，推进实施主体功能区规划。
节能减排	要认真落实“十二五”节能减排综合性工作方案，完善评价考核机制和奖惩制度，加强重点领域节能减排，继续做好应对气候变化有关工作。
重点领域和关键环节改革	要扎实推进重点领域和关键环节改革，深化财税、金融、资源性产品价格改革，完善促进民间投资体制，深入推进国有企业改革和农村领域改革，做好综合配套改革试点工作。

资料来源：湘财证券研究所

作为中国最高的权力决策机构，中央政治局经济工作会议已经为接下来的中央经济工作会议确定了 2012 年的政策基调与方向。我们通过分析研读胡锦涛总书记的重要讲话，对中央 2012 年的宏观调控的政策基调与方向做了如下的梳理与分析：

1、没提“首要任务”？“首要任务”是观察 2012 年政策风向的重要指标

我们在通篇研读胡锦涛总书记重要讲话的新闻稿中，发现今年以来在国家重要领导人针对宏观调控讲话中频繁出现的“首要任务”，并未在此次政治局经济工作会议上提及，这也可能在随后的中央经济工作上提及。我们关注到，“首要任务”与中央宏观调控的基调关联极大。2006 年以来，在中央政治局工作会议发布的新闻稿中，总共有 3 个年度出现“首要任务”：2007 年年末的中央政治局工作会议上，将防止通胀列为宏观调控的首要任务。2008 年次贷危机爆发后，经济大幅下滑，2008 年年末的中央政治局

分析师：

朱礼旭 (✉)

执业证书编号：

S0500511080003

(8621) 68634510-8675

Zlx3448@xcsc.com

分析师：

牛鹏云

(8621) 68634510-8278

np3333@xcsc.com

执业证书编号：

S0500511050002

地址：上海市浦东新区陆家

嘴环路958号华能联合大厦5

层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

表格 2：“首要任务”在 2011 年国家与央行重要领导人讲话与会议中，频繁出现 13 次。

时间	2011 年调控中的“首要任务”
2011 年 3 月 20 日	李克强副总理在中国发展高层论坛第十二届年会开幕式讲话中提出，我们需要处理好保持经济平稳较快发展，调整经济结构，管理通胀预期的关系，把稳定价格总水平作为宏观调控的首要任务。
2011 年 4 月 10 日	中共中央政治局常委、国务院总理温家宝在浙江就经济运行情况进行调研时强调，要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高针对性、灵活性、有效性，防止物价过快上涨和经济出现大的波动。稳定物价总水平是当前宏观调控的首要任务。
2011 年 4 月 14 日	国务院总理温家宝 13 日主持召开国务院常务会议，分析一季度经济形势，坚持处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，坚决防止物价过快上涨，千方百计保持物价总水平基本稳定，这是今年宏观调控的首要任务，也是最为紧迫的任务。
2011 年 4 月 19 日	中国人民银行网站今日刊发副行长胡晓炼署名文章。胡晓炼称通胀形势须高度关注，稳定物价总水平是当前我国宏观调控的首要任务，必须坚定信心，坚决贯彻党中央、国务院各项部署。稳健的货币政策要更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，把控制通胀放在更加突出的位置。
2011 年 6 月 27 日	中国国家副总理李克强周六表示，中国经济面临着通胀压力的问题，中国把保持物价总水平的基本稳定作为宏观调控的首要任务。李克强在北京一论坛上作出上述表示。
2011 年 7 月 11 日	7 月 9 日至 10 日，中共中央政治局常委、国务院总理温家宝先后来到陕西咸阳、西安等地，访农户、看超市，深入工厂农村、物流公司，广泛听取基层干部群众意见，并在西安主持召开山西、河南、四川、陕西四省经济形势座谈会。温家宝指出，当前我国经济保持平稳较快发展，经济运行的情况总体是好的。同时，经济发展的国内外环境仍然十分复杂，不稳定、不确定因素还不少。要准确判断经济形势，认真研究和及时解决影响经济发展的突出问题，把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持宏观调控的取向不变。
2011 年 7 月 22 日	据中央电视台《新闻联播》报道，中共中央总书记胡锦涛 22 日就继续做好经济工作提出 6 点意见，胡锦涛指出，要继续稳定物价总水平，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，密切观察经济发展和物价上涨的走势，加强市场保障，加大清费减负力度，建立社会救助和保障与物价上涨挂钩联动机制。
2011 年 7 月 23 日	据新华社报道，中共中央 7 月 21 日在中南海召开党外人士座谈会，就当前经济形势和下半年经济工作听取各民主党派中央、全国工商联领导人和无党派人士的意见和建议。温家宝在会上通报时说，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变。同时，必须根据形势变化，提高宏观经济政策的针对性、灵活性、前瞻性，既要把物价涨幅降下来，又不使经济增速出现大的波动。
2011 年 7 月 23 日	中央政治局会议部署下半年重点工作，会议提出，继续加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。稳物价仍是宏观调控首要任务；坚持不懈搞好房地产市场调控和保障性住房建设。
2011 年 8 月 1 日	8 月 1 日召开的中国人民银行分支行长座谈会，会议称，当前中国经济发展正由“政策刺激”向“自主增长”有序转变，并且继续朝着宏观调控预期方向发展。但同时强调，“国内通胀预期依然较强，稳定物价的基础还不牢固，一旦政策松动就有反弹的可能。”对此中国央行表示，下半年将坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，继续实施好稳健的货币政策，保持必要的政策力度。
2011 年 8 月 31 日	《求是》杂志将发表中共中央政治局常委、国务院总理温家宝的重要文章：《关于当前的宏观经济形势和经济工作》。文章指出，综合各方面情况看，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变。同时，必须根据形势变化，提高宏观经济政策的针对性、灵活性、前瞻性，切实处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者关系，既要把物价涨幅降下来，又不使经济
2011 年 9 月 30 日	中国人民银行货币政策委员会 2011 年第三季度例会在北京召开。会议强调，要密切关注国际国内经济金融最新动态及其影响，继续实施好稳健的货币政策，把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，增强调控的针对性、有效性和前瞻性，注意把握好政策的节奏和力度。
2011 年 10 月 25 日	中共中央政治局常委、国务院总理温家宝在中共中央政治局委员、天津市委书记张高丽等陪同下，在天津滨海新区调研，并主持召开天津、内蒙古、江苏、山东四省(区、市)经济形势座谈会。温家宝强调，要正确认识当前经济形势，准确判断经济走势出现的趋势性变化，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调。同时，要把稳定物价总水平作为首要任务，继续搞好物价调控，稳定通胀预期，落实保障措施和救助机制。

资料来源：湘财证券研究所

经济工作会议上，将保增长列为宏观调控的首要任务。进入 2011 年，随着通胀水平的急剧上升，保持物价总水平的稳定成为宏观调控的首要任务。根据我们统计，“首要任务”在 2011 年国家与央行重要领导人讲话与会议中，频繁出现 13 次：首先是李克强副总理在 3 月份提出，后来这一提法逐渐升高级别，从副总理、总理、国务院常务会议，直至到 7 月份胡锦涛总书记在中央政治局工作会议上提出。结果是，今年以来为稳定物价总水平，央行将流动性压缩到极致，前 10 月 M2 增速仅为 12.9%，远远低于年初控制的目标 16% 的水平。

第二个我们要重点探讨的问题是，如果“首要任务”在随后的中央经济工作会议上没有涉及，也就是说，既没有把经济增长设为“首要任务”，也没把物价总水平设为“首要任务”，那对 2012 年的宏观调控政策方向意味着什么。如果这一假设成立的话，我们认为，2012 年的宏观调控政策的大方向将是货币政策微调、财政政策调控更加突出的模式，整体的政策基调将是经济结构转型：

一方面，相较 2011 年，如果 2012 年首要任务的目标不是物价总水平，那意味着物价总水平作为宏观调控首要任务的阶段暂时告一段落，从而使得货币

政策有望在一定程度上获得松动。我们关注到中央政治局对物价总水平的提法仅仅是“保持物价总水平的稳定”而非将物价总水平作为宏观调控的首要任务，由此我们认为，2012 年货币政策的程度要比 2011 年略微宽松，但要小于 2009 年货币政策宽松的程度。

另一方面，如果 2012 年保增长也不是作为首要任务的目标，这意味着中央有决心通过财政手段加大力度促进经济转型，比如大力发展新兴产业及启动消费等方式对冲目前房地产调控及国外经济放缓背景下对实体经济的冲击。而且目前的房地产调控及国外经济放缓对实体经济的冲击在中央的预期范围之内，从而能够容忍实体经济出现一定程度的回落，进而使得为应对 2008 年次贷危机爆发所延迟的经济转型持续向前推进。

表格 3：2008 年中央政治局经济工作会议上将“保增长”列为首要任务

领域	2008 年政治局工作会议主要内容
政策基调	要把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，把保增长、扩内需、调结构更好地结合起来。继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，注重综合运用减税、扩大中央政府投资等多种手段加大对保障民生、扩大内需、转变发展方式和结构调整的支持力度。
政策调控节奏与重点	
消费政策	要积极扩大消费特别是农村消费。。。。（仅半句话）
投资政策	坚持扩大投资规模和优化结构并举，集中加快建设和启动一批支持“三农”、改善民生、完善基础设施、促进结构优化、节能环保等方面的重大工程，有力、有序、有效地做好灾后恢复重建工作。（重点）
“三农”	要巩固和强化农业基础地位，加强农业生产，促进粮食稳定发展，加大强农惠农政策力度，加快农业科技推广，大力发展农业产业化经营
房地产调控	
区域政策	
节能减排	要实现节能减排的更大进展，强化目标责任，推进节能减排重点工程建设，强化节能管理，强化污染治理。
重点领域和关键环节改革	要加快推进重点领域改革，深化农村综合改革，加快推进财税体制改革，积极稳妥推进价格和收费改革，深化金融改革，继续推进行政管理体制、国有企业等改革。

资料来源：湘财证券研究所

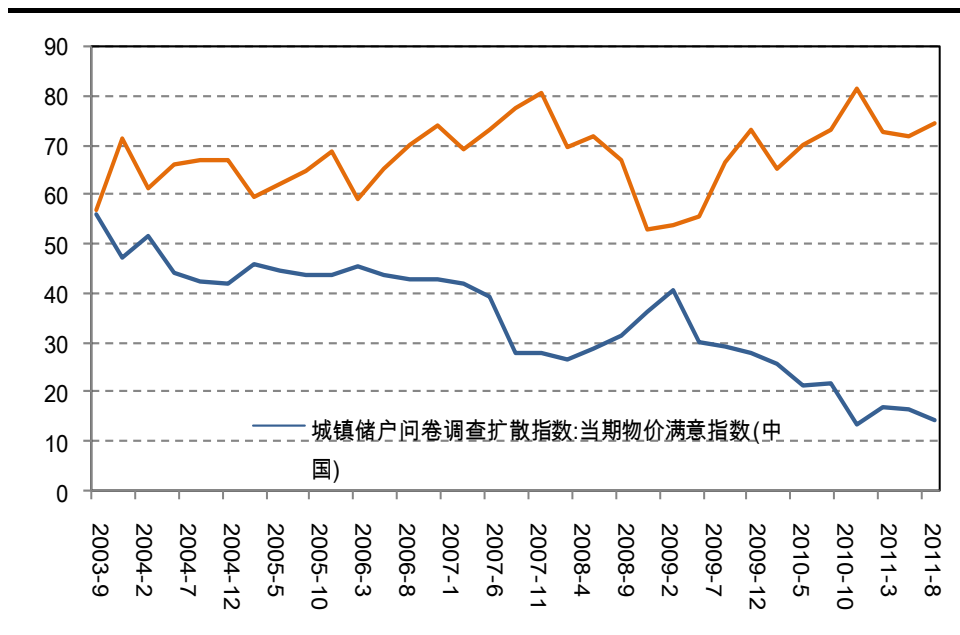
2、2012 年政策基调：稳中略进—财政积极，货币微调

中央政治局工作会议提出，“实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，“继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系”，“保持经济平稳较快发展和物价总水平基本稳定，保持社会和谐稳定，以经济社会发展优异成绩迎接党的十八大胜利召开”。同时，会议提出，“要更加有预见性地加强和改善宏观调控，准确把握好调控的力度、节奏、重点，并根据形势的变化及时作出预调、微调，解决经济运行中的突出矛盾”。

从以上的表述中可以发现，2012 年宏观调控的主基调是稳中略进。由于没将物价总水平作为宏观调控的首要任务，从而为货币政策微调赢得了微调的空间。从政策调整的程度来看，由于管理层对通胀预期保持高位仍存在一定程度的担忧，而这封住了政策调控的下限空间，使得政策空间的调整相对有限。从政策针对性的角度来看，政策微调的主要目标在于解决经济运行中的突出矛盾，在这个意义上而言，我们认为，可以将政策的微调、预调视为 2011 年将

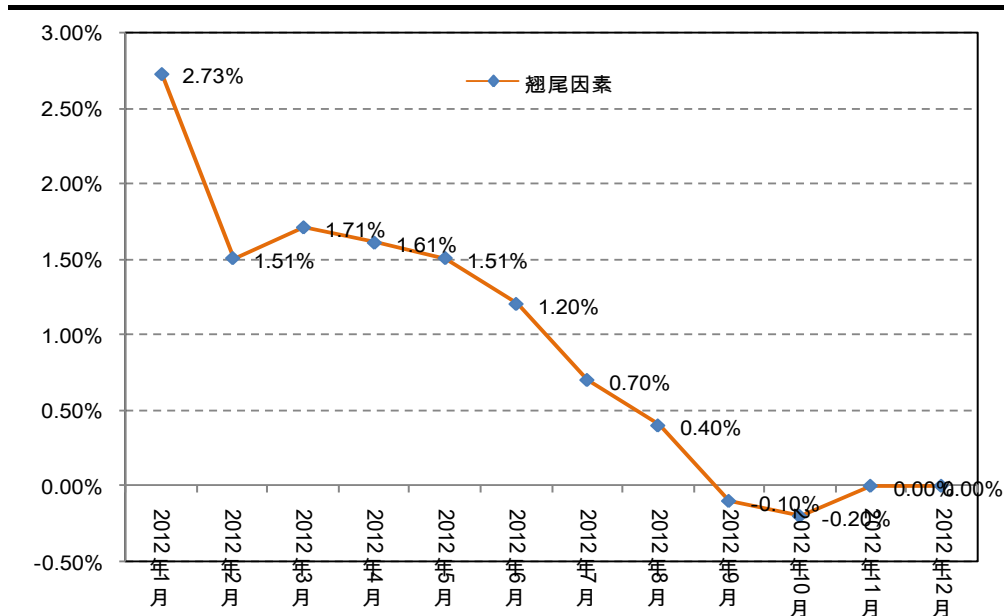
物价总水平作为宏观调控首要任务背景下的政策的中性回归。这是因为，2011年严厉的宏观调控不仅使得调控的行业如房地产面临资金的短缺，还导致了如中小企业、在建续建工程及十二五重点工程项目也面临了资金的制约，在某程度上呈现出了调控过度的迹象，过度的调控及外围欧债危机导致的经济放缓成为经济运行中的“突出矛盾”。

图表 1：城镇居民通胀预期仍处于历史较高水平



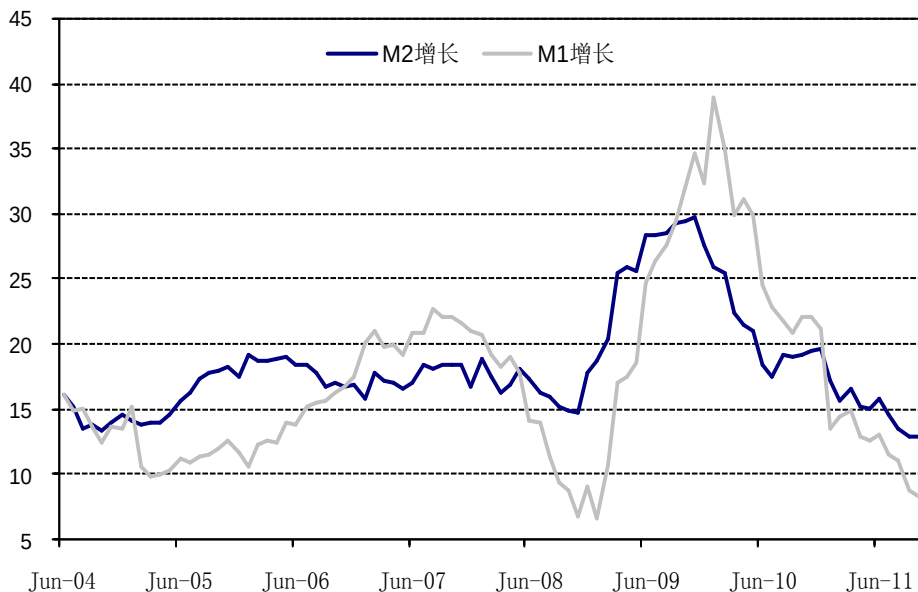
数据来源：央行；湘财证券研究所

图表 2：2012 年下半年之后翘尾因素对通胀作用大幅减弱



数据来源：湘财证券研究所（假定 2011 年 12 月 CPI 环比 0 增长）

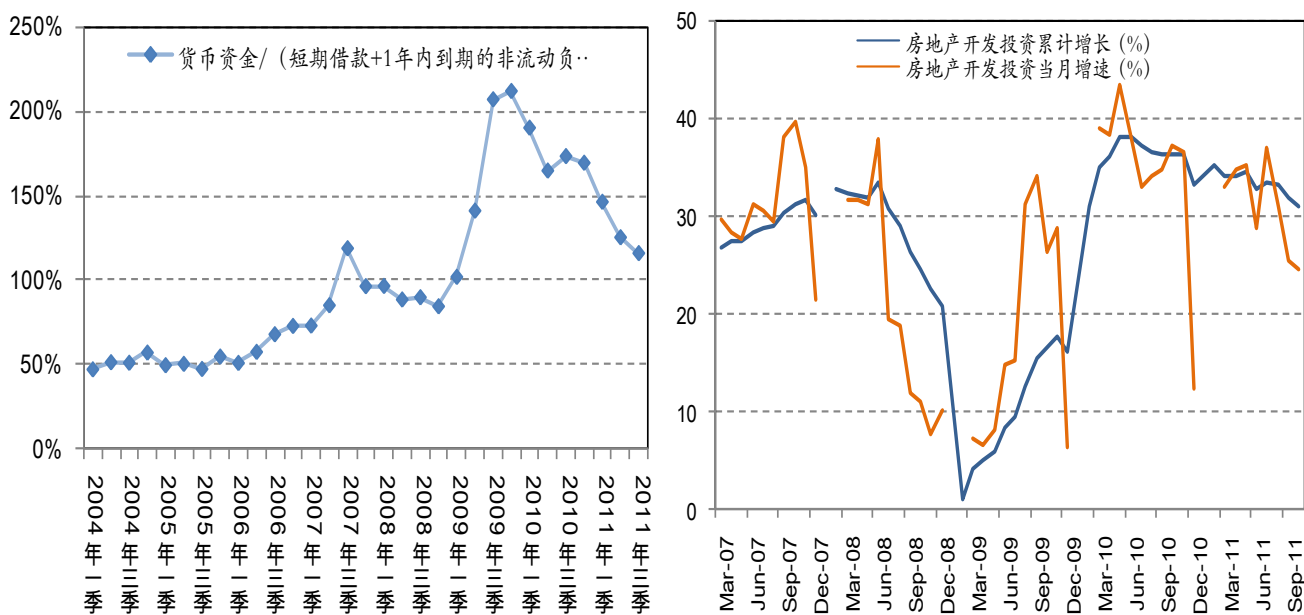
图表 3：2011 年严厉的宏观调控使得流动性水平大幅低于年初目标水平之下



数据来源：央行；湘财证券研究所

3、房地产调控政策不变，如何对冲这一政策影响？

图表 4：房地产调控使得房地产开发企业资金面趋于紧张，房地产投资增速开始下滑



数据来源：wind 资讯；国家统计局；湘财证券研究所

中央政治局经济工作会议提出，“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展”。中央的这一表态，显示 2012 年房地产调控仍会延续 2010 年以来政策对房地产行业的高压态势。我们注意到，在中央出台的一系列政策“组合拳”调控房地产过程中，效果开始初步显现，房地产企业的资金面开始紧张，为应对资金面的紧张房地产开发企业开始削减投资支出及调整价格以尽快回笼现金。由于 2012 年房地产调控不变，这意味着房地产行业的不景气将持续，而且不断加深，由于房地产投资占城镇固定资产

投资的比重在 25%左右，由此导致房地产投资的大幅回落进而拖累经济景气的大幅下行，而且外围经济景气的大幅回落，进一步考验中央如何对冲这两个方面对实体经济的不利影响。

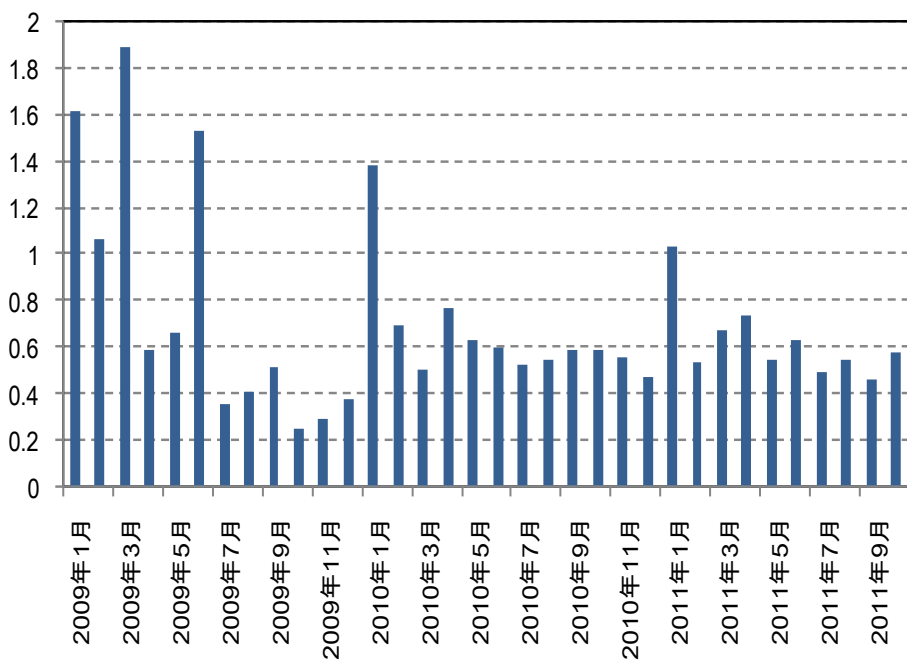
我们关注到，中央为应对房地产调控和国外经济放缓对实体经济的负面冲击，中央从扩大消费需求，保障在建续建项目建设，有序推进“十二五”规划确定的重大项目，以及水利与保障性安居工程等领域加大力度对冲房地产景气回落和出口放缓的两个方面的冲击。从这点来看，2012 年整体经济难以有大幅度的上升机会，更可能呈现的经济增速放缓、结构性亮点突出的两大的特征。

□ 2012 年市场：整体上升空间有限，结构性亮点再现。

综合以上各方面的分析，我们认为 2012 年的市场处于“流动性略有改善，基本面增速放缓”的双重博弈中，由此导致市场趋势性机会有限、结构性亮点突出的特征。而结构性的亮点主要体现为以“十二五规划”为重点的新能源、新材料、节能减排、高端装备制造、生物医药、新能源汽车等领域中。

首先，从流动性方面来看，2012 年的流动性状况有望好于 2011 年，但流动性改善的程度要弱于 2009 年。我们预计，在政策微调的背景下，2012 年流动性相比 2011 年将略有改善，我们估计 2012 年新增贷款的规模大约在 8 万亿左右，M2 增速大约在 14%左右。从这个角度来看，2012 年流动性的略微改善难以驱动市场成为估值提升的中枢力量。

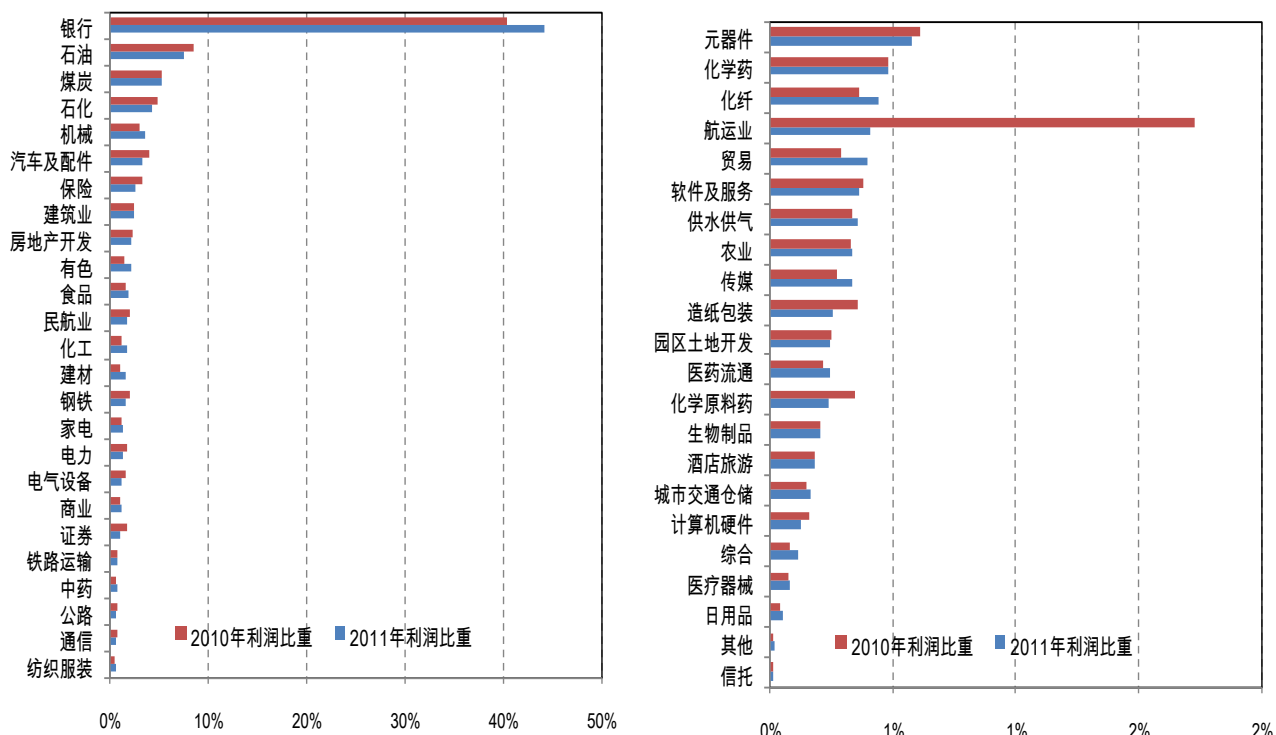
图表 5：2009 年信贷大规模投放的时期很难在 2012 年复制



数据来源：央行；湘财证券研究所

其次，从基本面来看，2012 年是实体经济增速放缓及新兴产业逐渐孕育崛起的启动之年，反映在利润整体增速上将有所放缓，由此使得利润的整体增长也难以成为驱动市场中枢的核心力量。我们预计，2012 年全部 A 股上市公司利润的增速大约在 10%左右。基于我们的判断，我们认为 2012 年将是新兴产业实质启动的一年，新兴产业的政策扶持将成为拓展新兴产业空间的主要驱动力，在传统产业增速回落及新兴产业逐渐启动的交替阶段，将导致整体利润增速的放缓。而整体利润的放缓也不可避免将抑制市场中枢的提升空间。由此，市场的结构性机会将体现在受政策支持并在业绩上开始显现的新兴行业领域。

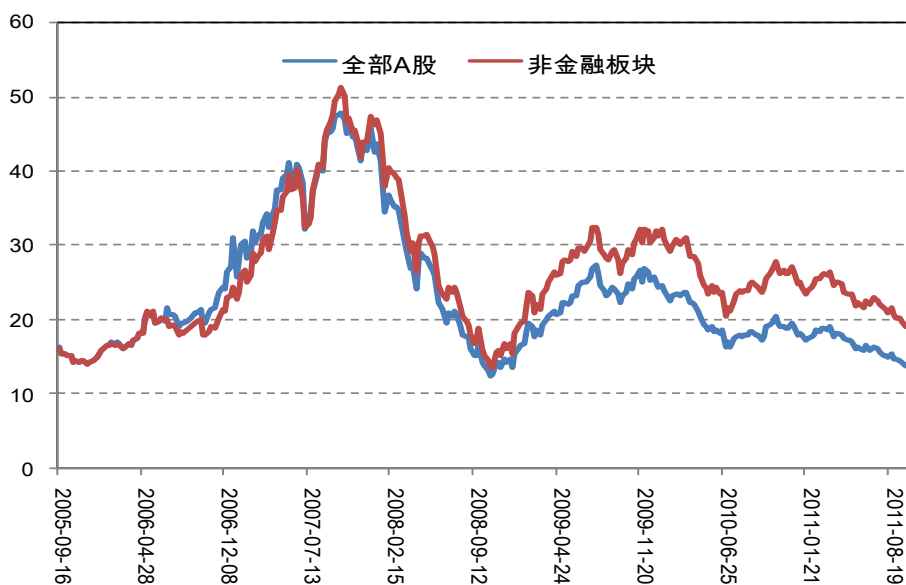
图表 6：2012 年将是利润结构变化的启动之年



数据来源：wind 资讯；国家统计局；湘财证券研究所

最后，从估值来看，目前市场的估值水平无论与 2008 年 1664 点对应的水平来看还是横向比较与国际市场的估值水平对比来看，目前 A 股市场的估值已经处于具有较大投资价值的区域。目前全部 A 股整体估值水平在 12 倍左右，接近 2008 年 1664 点对应的估值水平；从横向来看，目前 A 股市场，

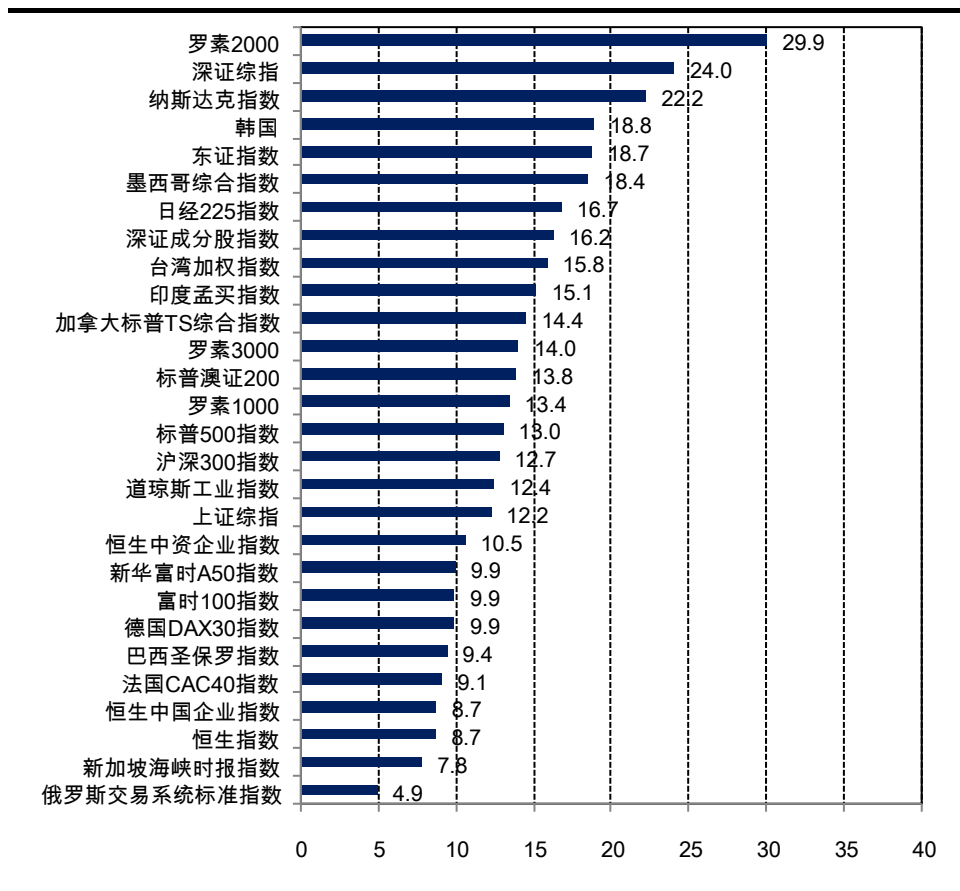
图表 7：全部 A 股与非金融板块 TTM 估值



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

无论是上证指数、沪深 300、深证成分股指数及深证综指的估值水平，与国际主要资本市场对比来看，已经基本接近全球市场估值的平均水平。即使全部 A 股剔除金融板块，目前整体的估值水平在 18 倍左右，这一估值水平处于韩国、日本及台湾、印度等资本市场中间的水平。

图表 8：国际主要市场估值水平对比 (%)



数据来源：bloomberg；湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。