

赢在当下

2012年A股市场投资策略报告

报告日期

2011-12-14

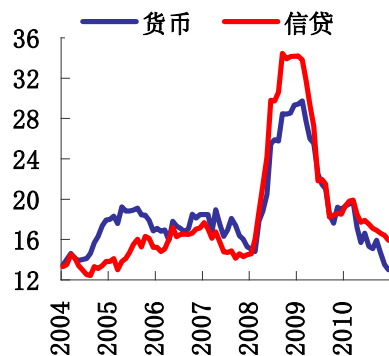
报告关键点:

- 利率重置与盈利增速下降共同主导2012年A股市场;
- 货币政策以放松数量调控为主, 财政政策在刺激投资和消费之间摇摆;
- 相对看好上半年市场表现, 成长型股票与价值型股票交替反弹;
- 预计全年没有主导性行业, 地产政策和地产行业是最大变数。

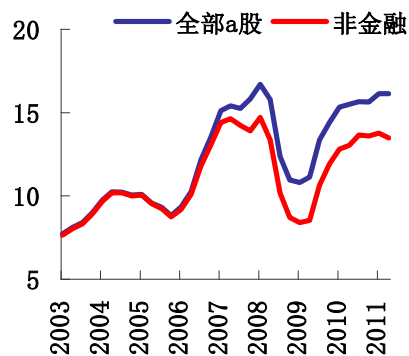
报告摘要:

- 2012年较为确定的宏观环境是通货膨胀下降与经济减速。在此假设前提下, 我们预期2012年全部A股的净利润增速下降至5%, 整体ROE水平下降一个百分点左右至14%。与此同时, 随着投资活动的收缩, 预计市场广谱利率水平将自春节后出现显著下降。无风险利率水平的变化必然对资产价格产生正面影响, 在整个利率重置过程中, 我们对于股票市场的估值中枢由悲观转向中性偏乐观。
- 通货膨胀的下降和经济减速也为政府政策的调整留出了有限的空间。在货币政策方面, 由于上一轮收紧政策以数量政策为主、价格政策为辅, 因此放松的过程也将以放松数量调控为主, 全年存款准备金率预计下调三至四次。财政政策的调整相对复杂, 我们预期明年财政政策可能在刺激消费和刺激投资之间摇摆不定。如果经济增速下降缓慢, 政府容忍度提高, 那么明年的政策路径仍以刺激消费为主; 如果经济下滑较快, 在二季度前后, 政府投资可能上升。
- 房地产行业 and 房地产政策仍然是一个巨大的变量。理性的选择是要在房地产供应高峰期取消限购政策。一旦错过供应高峰期, 房地产价格暴涨暴跌的趋势将无可挽回。
- 我们相对看好明年上半年A股市场表现。预计反弹的动力主要来自于: 广谱利率水平下降所引致的利率重置; 货币政策和财政政策调整所引致的对于经济见底回升的预期; 对欧洲债务危机关注程度的弱化所引致的全球风险溢价水平下降以及由此带来的估值水平反弹。
- 但是我们预计反弹的高度有限, 上证综指难以有效逾越2800点水平。原因是: 第一, 由于本轮CPI的低点要远远高于2004-2005周期以及2008-2009周期的CPI低点, 因此, 广谱利率水平的下降幅度和时间跨度会远低于前两个周期; 第二, 由于债务杠杆比例的上升和政府边际投资收益率的剧烈下降, 实体经济的见底回升将会非常微弱和缓慢; 第三, 欧洲债务危机即使找到终极解决方案, 债务紧缩和经济停滞也是一个长期过程。
- 在行业和风格选择方面, 我们预计全年不会出现主导性行业, 也不会出现单一风格, 而是表现为成长型股票与价值型股票交替反弹。原因是成长类公司估值过高, 而价值型股票得不到基本面的持续、稳定支持, 因此它们的反弹均不具备持久力。高成长、高估值的行业中, 我们推荐军工、生物医药、环保、种子、快速消费和智能电网。低估值、低成长的行业中, 我们推荐金融、地产、汽车、交通基础设施和高压一次设备。
- 风险提示: 通货膨胀在明年下半年再度上升、欧元区解体、房地产超调。

货币和信贷



上市公司 ROE



程定华

021-68766193
执业证书编号

诸海滨

021-68766170
执业证书编号

范妍

021-68765053
执业证书编号

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn
S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn
S1450511020005

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn
S1450511020012

前期研究成果

《不审势则多空皆误》

2011-10-10

《屋漏偏逢连夜雨》

2011-09-4

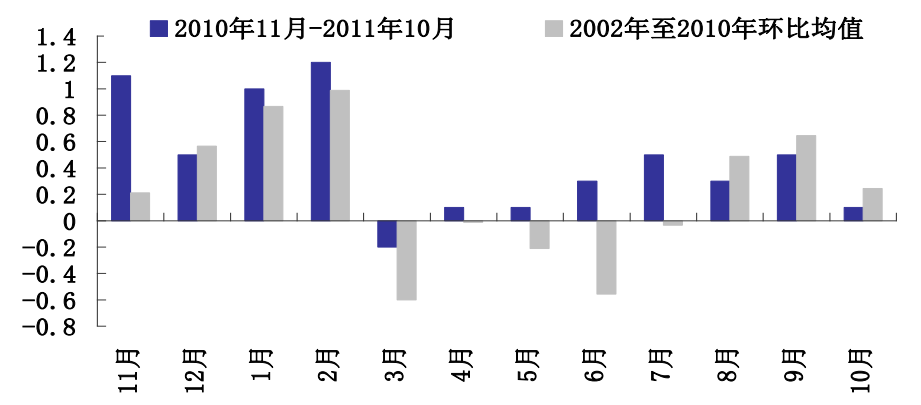
1. 利率重置周期

1.1. 企业盈利下降

2011 年四季度到 2012 年上半年，较为确定的趋势是通货膨胀下降与经济减速。受到房地产和出口投资下滑的拖累，安信宏观小组预测明年一季度 GDP 的增速可能落在 8.1%-8.3% 的区间内。

CPI 计算权重中，虽然食品价格占到 30% 以上，但经济的冷暖对通货膨胀的影响更为直接。另一方面，考虑到 2011 年 11 月-2012 年 7 月通货膨胀要高于历史平均环比（见图 1）。在高基数效应和经济下行的背景下，我们预期在 2012 年二季度，通货膨胀或降至 3.5% 以下。如果经济下滑较快，通货膨胀也可能下降到 3% 以下。

图 1、CPI 基数效应 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

企业盈利增速由价格（PPI）和量（工业增速）决定。在 2012 年经济减速（工业增速下降 2 个百分点）与通货膨胀缓降的假设下，我们预期 2012 年全部 A 股的净利润增速下降至 5%，整体 ROE 水平下降一个百分点左右至 14%。（见图 2、表 1）

分行业看，价格管制行业中，中国石油、中国石化以及电力行业的盈利情况保持稳定，银行的净利润增速为 15%（按新增信贷 8 万亿假设）；强周期性行业净利润将出现负增长；弱周期行业由于通货膨胀下行，2012 年净利润增速将低于 16% 的 5 年复合增速。

表 1、2012 年净利润增速预测

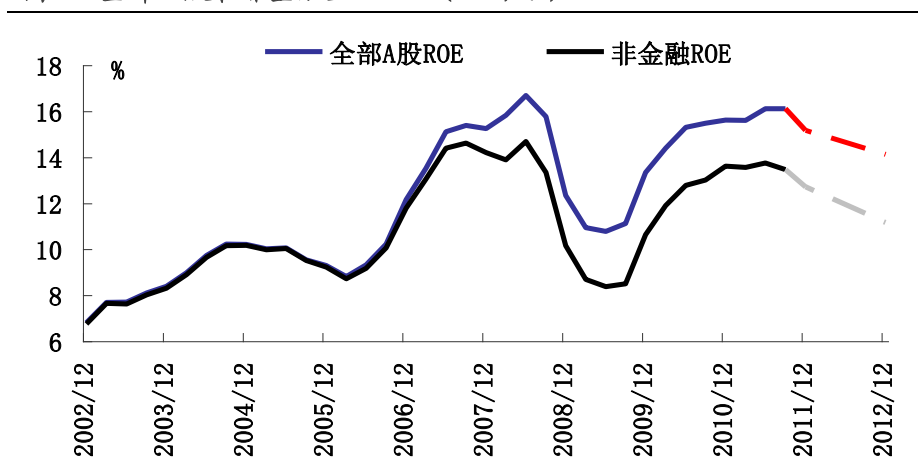
	行业	净利润占比	2011 年前三季度净利润增速	2012 年净利润增速预测
价格管制型行业	金融	45.6%	24.9%	15%
	石油石化	12.9%	6.6%	-2~-3%
	公用事业	1.7%	-12.5%	30%-40%
强周期行业		32.8%	18.5%	-10%
弱周期行业		7.0%	25.2%	10%
合计		100%	19.1%	4%~6%

数据来源：安信证券研究中心

注：强周期行业包括钢铁、有色、建材、电子元器件、房地产、煤炭等。

弱周期行业包括餐饮旅游、商业贸易、医药生物、纺织服装、农林牧渔、信息服务等。

图 2、全部 A 股和非金融企业 ROE (TTM, %)



数据来源：WIND，安信策略小组预测。

企业盈利减速的趋势已经在 2011 年三季度确认，但企业盈利调整的幅度与时间长短是未知的。企业盈利的底部通常对应着 PPI 的底部。在 2004 年的经济调整周期中，虽然工业增速在 2005 年年初起稳，但是企业盈利和 PPI 的底部在 2006 年一季度才出现。在 2008 年的经济调整周期中，企业盈利和 PPI 的底部在 2009 年二季度出现，虽然工业增速在 2008 年四季度就见到了底部（见表 2）。

PPI 与全球工业周期息息相关，由于发达经济体的经济增速处于“停滞”而非衰退的阶段（见本文 2.2 小节分析），我们猜测 PPI 和企业盈利下滑的速度较为缓和但调整的时间将拉长。

表 2、企业盈利减速周期中各类资产的关系

	2004 年-2005 年		2008 年-2009 年		2011 年-?	
	见顶时间	见底时间	见顶时间	见底时间	见顶时间	见底时间
工业增速	2004-Q2	2005-Q1	2007-Q4	2008-Q4	2011-Q1	
PPI	2004-10	2006-2	2008-8	2009-7	2011-7	
上市公司 ROE	2004-Q4	2006-Q1	2008-Q2	2009-Q2	2011-Q2	
10 年期国债收益率	2004-12	2006-3	2008-8	2009-1	2011-9	
加权贷款利差	2005-Q2	2007-Q4	2008-Q3	2009-Q1	?	
股市	2004-4	2005-6	2007-10	2008-11	2010-11	

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：上市公司 ROE 为非金融类上市公司过去四个季度的 ROE 水平。

1.2. 企业盈利减速周期中各类资产的关系

企业投资回报率开始下降的过程中，首先见顶的是无风险收益率。因为企业投资回报率的顶部一般对应着通货膨胀的顶部，而国债市场对通货膨胀预期最为敏感。例如在 2004 年，通货膨胀、企业盈利和 10 年期国债收益率的顶点都出现在四季度；2008 年国债收益率和 PPI 的顶部出现在 2008 年 8 月份，企业盈利的顶部出现在 2008 年二季度。（见表 2）

但企业盈利的顶部并不对应实际资金成本的高点。我们用一般性贷款的加权贷款利差来反映实体经济层面资金的松紧。加权贷款利差的顶部通常比国债收益率的顶部更晚出现，比如 2004 年，加权贷款利差比国债收益率见顶的时间滞后了半年（见图 3、图 4）。

加权贷款利差见底可能反映出两种情况：第一种情况是实体经济需求下降导致资金需求下降，在银行信贷额度不变的情况下，靠实体经济“瘦身”带来的资金相对宽松；第二种情况是为了平滑经济周期，政策性流动性释放，使资金供应大于资金需求。

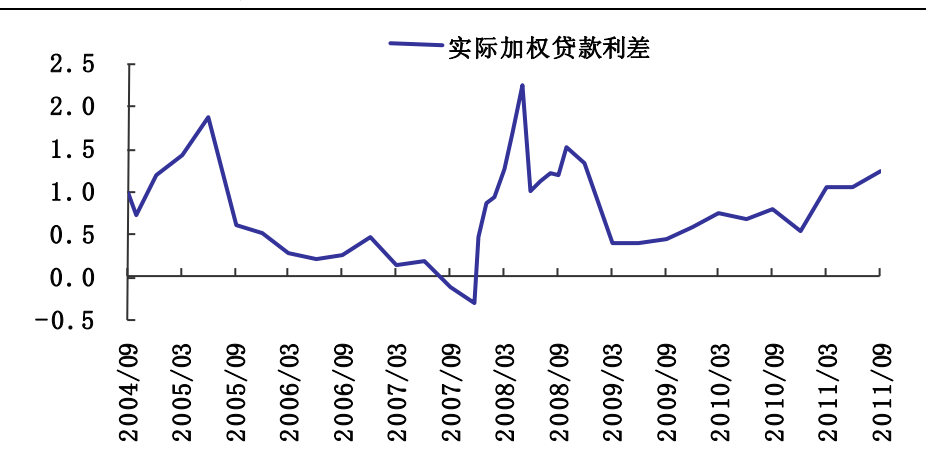
如果靠“实体瘦身”带来资金成本下降将是一个非常缓慢的过程，因此加权贷款利差见顶的时间要比无风险收益率见顶晚的多。如果靠政策性流动性释放，加权贷款利差见顶的时间会更早到来（2005 年、2008 年实际加权贷款利差见顶都属于第二种情况）。股票市场见底时间取决于实体经济需求下滑的速度以及政策放松的时点。通常，股票市场见底与加权贷款利差见顶同步，在此之前无风险收益率可能早已下降了几个季度。

图 3、10 年期国债收益率（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

图 4、加权贷款利率利差（%）



数据来源：Wind，安信证券研究中心。

在企业盈利减速和通货膨胀下行周期中，我们认为 2011 年三季度无风险收益率已经见到了顶部，而实体经济资金成本的顶部目前尚没有见到，但如果通货膨胀下行至 4% 左右与存款利率匹配时，流动性放松的空间被打开。在整个利率重置过程中，我们对于股票市场的估值中枢由悲观转向中性偏乐观，尤其对经济敏感度不高的非周期行业股票，我们认为已经见到了该类股票的底部。

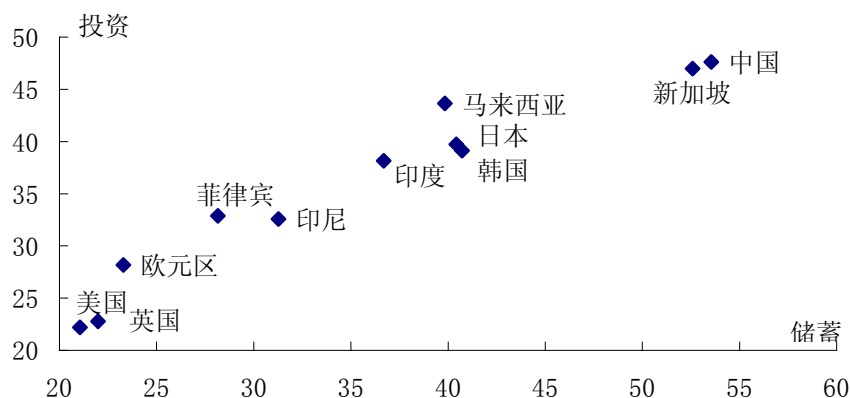
通胀、经济减速（出口和房地产投资）、利率重置的趋势比较确定，明年最为不确定的变量包括可选消费（汽车和地产）增速、政府投资和流动性投放的规模，这些变量是决定企业盈利底部、市场反弹高度、周期股走势的决定性因素。下面我们分成三种情景假设讨论明年的政策路径。

2. 路径一：出口导向政策

2.1. 储蓄、投资、净出口的拐点

中国是一个储蓄率、投资和净出口三高的国家，高储蓄率是投资和贸易顺差不断扩张的基石。在全球范围内来看，中国的储蓄和投资要明显高于其它国家。即使考虑到亚洲储蓄率普遍偏高的现象，中国现在的储蓄率也要比马来西亚、日本、韩国等国家的储蓄率峰值高十几个百分点。储蓄率与中国相近的只有新加坡（见图 5）。

图 5、投资和储蓄占 GDP 的比重（%）

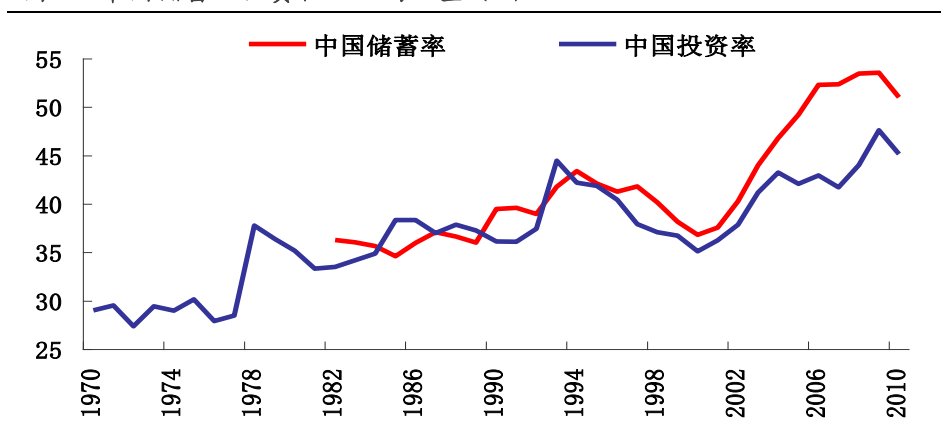


数据来源：WORLD BANK，安信证券研究中心。

注：取 1970-2010 年储蓄和投资高峰占 GDP 的比重。

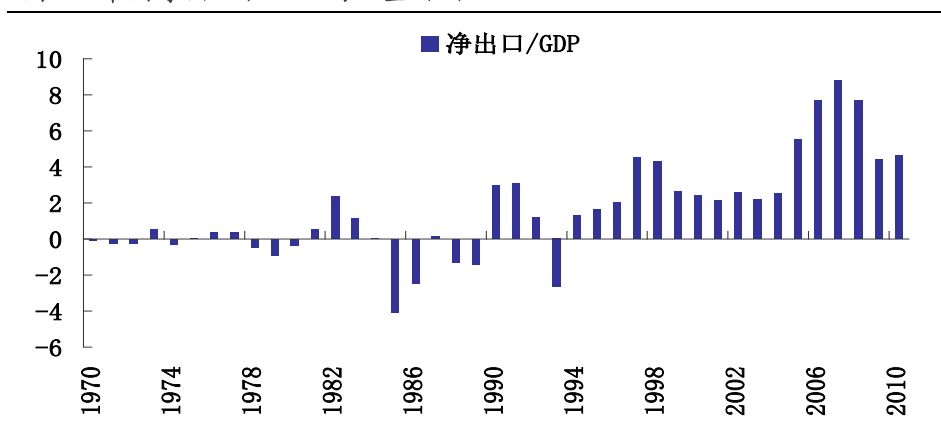
在 2009 年前后，中国储蓄率曾一度达到 53%、固定资本形成占 GDP 的比重达到 48%、净出口占 GDP 的比重达到 9%。但在 2010 年前后，这三个指标均出现了拐点尤其是净出口占 GDP 的比重由 2007 年的 8%-9%下降至目前的不到 4%。（图 6、图 7）

图 6、中国储蓄、投资占 GDP 的比重 (%)



数据来源: WORLD BANK, OECD, 安信证券研究中心。

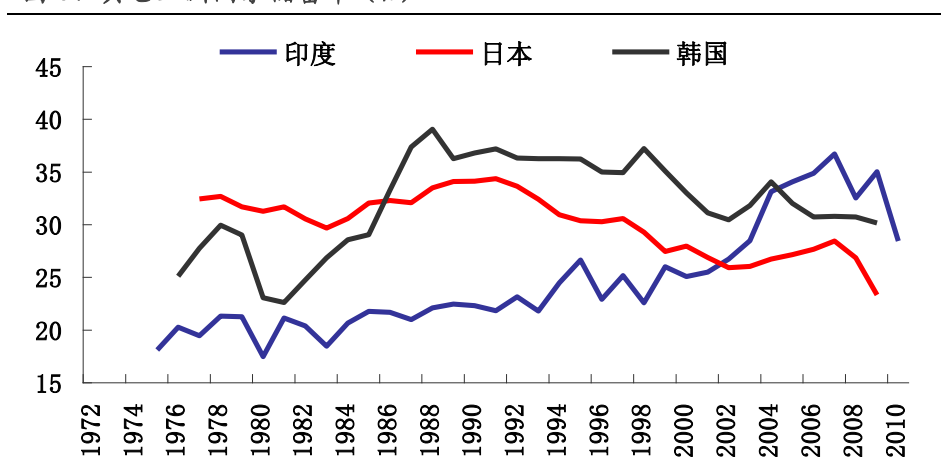
图 7、中国净出口占 GDP 的比重 (%)



数据来源: WORLD BANK, 安信证券研究中心。

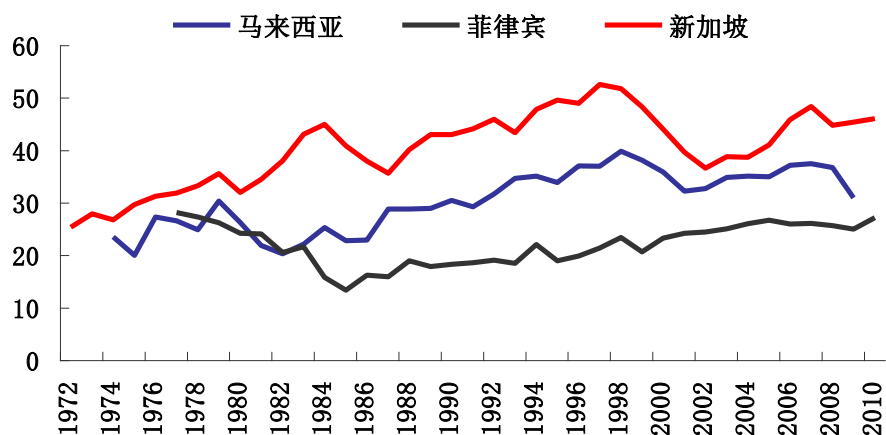
那么中国的储蓄和投资未来将以何种路径演变呢? 参考其它国家的历史经验, 一国的储蓄率很难长期维持在 40% 以上。在储蓄率达到 40% 左右的峰值后, 大部分国家的储蓄率都会随着投资的放缓而下降。比如日本、韩国, 其储蓄率已经较峰值时期下降了近 10 个百分点。(见图 8、图 9)

图 8、其它亚洲国家储蓄率 (%)



数据来源: WORLD BANK, 安信证券研究中心。

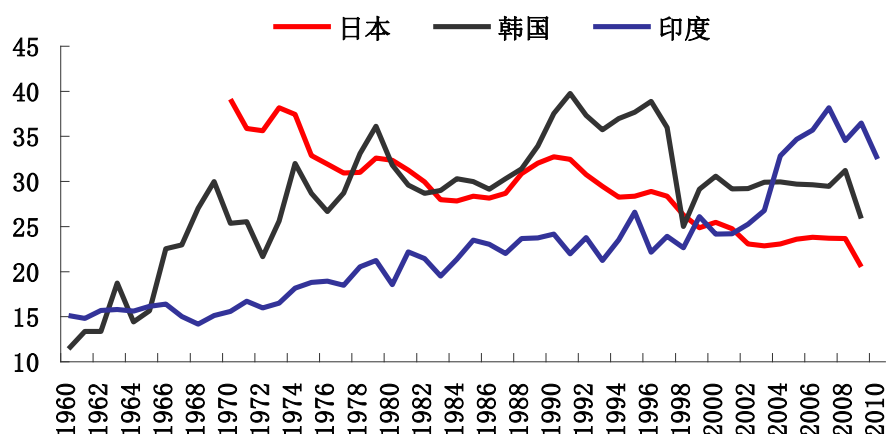
图 9、其它亚洲国家储蓄率 (%)



数据来源：WORLD BANK，安信证券研究中心。

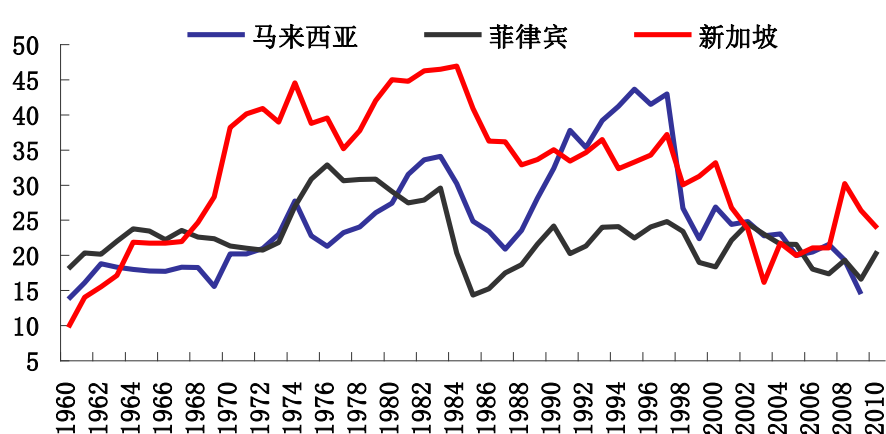
高储蓄率难以维系可能与投资下降的趋势相关。日本、韩国、马来西亚、新加坡、菲律宾这 5 个国家中，在迈过顶峰之后，投资的比重几乎都是不断下滑的，几乎没有国家能够通过一直扩张投资来拉动经济增长。（见图 10、图 11）

图 10、其它亚洲国家投资 (%)



数据来源：WORLD BANK，安信证券研究中心。

图 11、其它亚洲国家投资 (%)



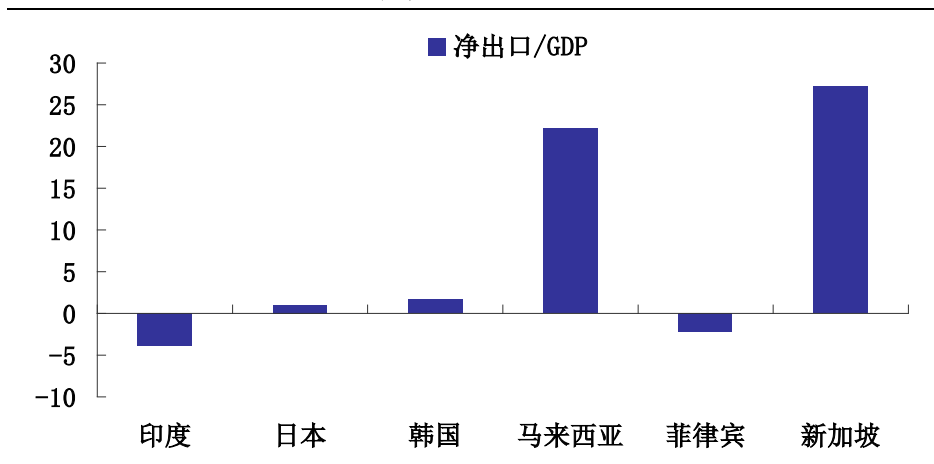
数据来源：WORLD BANK，安信证券研究中心。

2.2. 净出口平衡投资和储蓄

在为数不多的高储蓄率国家中，净出口的占比都不低，净出口占比的上升对冲了投资的下滑，使得储蓄依然保持稳定。例如新加坡和马来西亚净出口占本国 GDP 的比重在 20% 以上，因此，在投资下滑的情况下，其储蓄率也能稳定在 30%，甚至 40% 的高位（见图 12）。

但根据中国的经济体量，出口很难成为平衡储蓄与投资的因子：1、中国为全球第一大出口国。根据 WTO 发布的 2010 年《World Trade Report》，中国商品出口占全球出口总额的 10.4%。而新加坡、马来西亚等国经济体量小，其出口占全球出口总额的 1%-2%。

图 12、其它亚洲国家过去 5 年净出口占 GDP 的比重（%）



数据来源：WORLD BANK，安信证券研究中心。

注：取 2005 年-2009 年均值。

表 3 主要国家出口金额占全球出口总额的比重

全球排名	国家	出口额(十亿美元)	占比 (%)	2010 年出口增速 (%)
1	中国	1,578	10.4	31
2	美国	1,278	8.4	21
3	德国	1,269	8.3	13
4	日本	770	5.1	33
5	新西兰	572	3.8	15
6	法国	521	3.4	7
7	韩国	466	3.1	28
8	意大利	448	2.9	10
14	新加坡	352	2.3	30
23	马来西亚	199	1.3	26
25	泰国	195	1.3	28
27	印尼	158	1	32
	全球	15,238	100	22

数据来源：WTO，安信证券研究中心

2、长期来看，由于欧洲、日本、美国等主要发达经济体人口老龄化的趋势，其潜在经济增速可能比过去 10 年显著的下了一个平台。根据欧盟委员会预测，欧洲在 2012 年的潜在经济增速为 0.8%，而 2002 年-2008 年为 1.5%-2%。根据美国国会预算办公室的预测，美国的潜在经济增速为 2%，而 2002 年-2006 年为 2.5%。（见图 13、图 14）

图 13、欧元区潜在经济增速预测（%）

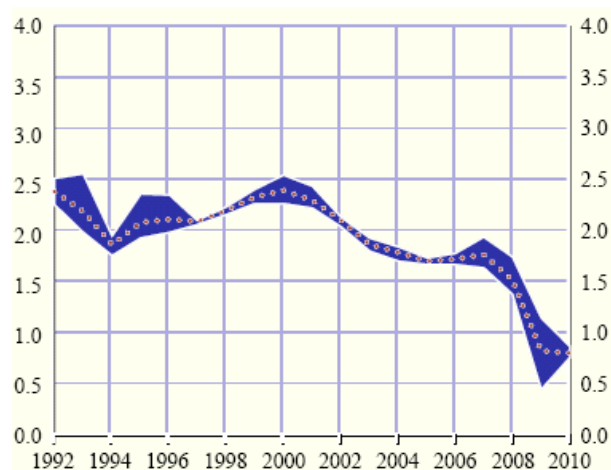
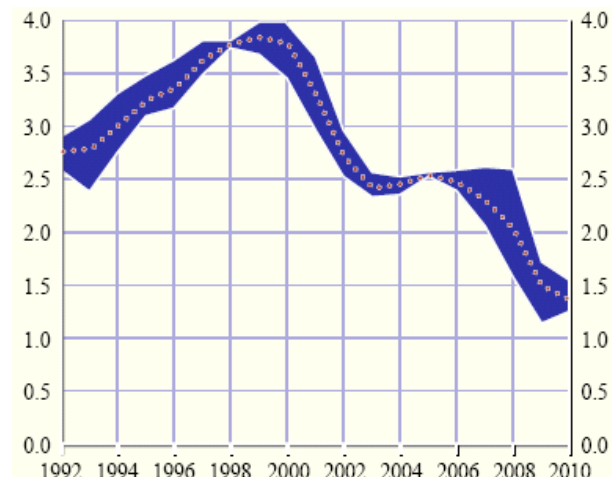


图 14、美国潜在经济增速预测（%）



数据来源：Economic Outlook, OECD, December 2010; World数据来源：同图 13

Economic Outlook, IMF, October 2010; and EU Commission, AMECO database, autumn 2010.

3、短期内，由于欧债问题以及欧洲经济增长的停滞，至少在明年上半年，市场对于出口下滑的趋势不会有太大的分歧。欧洲债务问题的解决方式目前仍以拖延为主，我们无法排除欧元区存在少数国家退出的可能性或者欧盟可以继续将债务问题拖延至 2013 年。但可以确定的是：1、债务余额/GDP 很难在明年得以控制¹。2、在欧洲银行收缩杠杆、财政政策全面紧缩的情况下，欧洲经济增长接近停滞，甚至不能排除衰退的可能性。

4、美国和欧盟的经济发展均受制于政府债务。如果美国不能够达成减赤协议，2013 年可能会自动开启减赤计划，10 年内自动削减约 1.2 万亿美元的开支。欧洲国家未来的债务比重在大概率上仍处于上升通道，但意大利、希腊等国已经开始为达到初级预算平衡做出努力。如果在经济增速停滞的情况下启动财政紧缩，将阻碍经济增长，使经济增长低于潜在经济增速。这样的情况极有可能在欧洲发生。（见图 15-图 17）

¹欧洲各国债务趋势是否可以逆转取决于三个要素：1、初级财政盈余占 GDP 的比重；2、债务利息负担（与 10 年期国债收益率接近）；3、名义 GDP 增速。

$$\frac{D_{t+1}}{GDP_{t+1}} - \frac{D_t}{GDP_t} = \frac{PD_{t+1}}{GDP_{t+1}} + \frac{D_t}{GDP_t} \times \frac{i_{t+1} - y_{t+1}}{1 + y_{t+1}} + \frac{SF_{t+1}}{GDP_{t+1}}$$

其中：D 代表债务余额，PD 代表初级财政赤字，i 代表债务的利率水平（一般与 10 年期国债收益率相当），y 代表名义 GDP 增速，SF 代表政府购买私人部门的资产。如果不考虑政府卖出一部分国有资产缩减债务，当利率上升至 7% 以上时，仅靠名义经济增速以及预算盈余是很难逆转债务趋势。

截至 2011 年 11 月 15 日，意大利 10 年期国债收益率在 7% 附近、西班牙 10 年期国债收益率在 6.2% 左右、法国 10 年期国债收益率也上升至 3% 左右。而整个欧元区的经济环比增速为 0.2%。按照这样的趋势，即使保持财政盈余也难以逆转债务的趋势。

图 15、欧元区经济增速及潜在经济增速预测 (%)

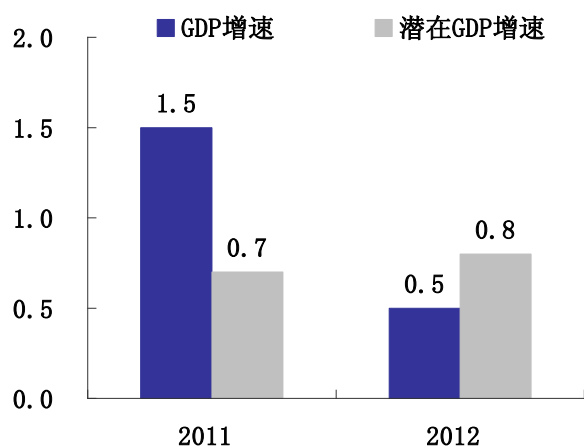
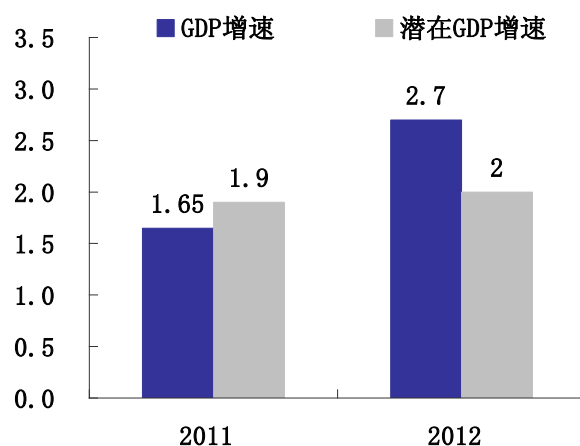
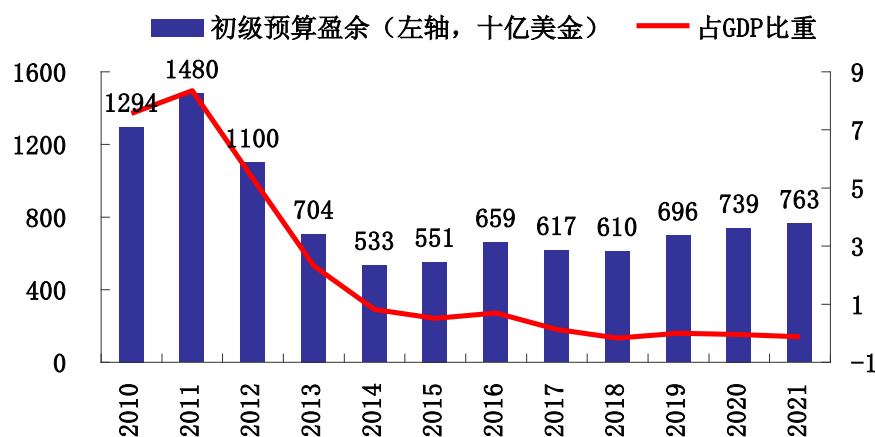


图 16、美国经济增速及潜在经济增速预测 (%)



数据来源：潜在增速和实际 GDP 增速均为 EU Commission 预测。数据来源：潜在增速为 CBO 预测、GDP 增速为美联储预测。

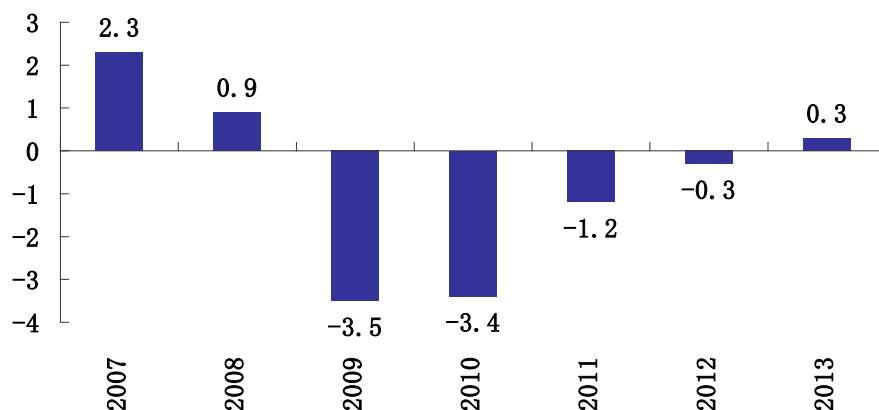
图 17、美国初级财政赤字占 GDP 的比重 (%)



数据来源：CBO 预测，安信证券研究中心。

注：盈余用负数表示。

图 18、欧元区初级财政盈余占 GDP 的比重 (%)



数据来源：EU Commission 预测，安信证券研究中心。

2.3. 净出口难以持续下的两条政策路径

如果要保持“储蓄=投资+净出口”的等式平衡，而净出口无法继续充当维持储蓄平衡的变量，那么为了保持经济增长，未来可能的演变路径只有通过降低储蓄率或者增加投资比重来完成。

3. 路径二：扩投资

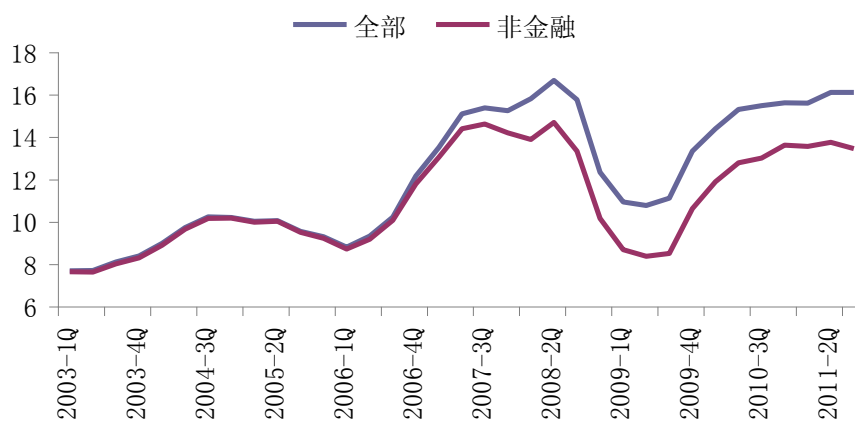
在储蓄率不变、净出口占比下降的情况下，第一条政策路径是通过刺激投资来稳定经济增长。但根据我们的观察，这样的政策路径可能会遇到三方面的挑战。

3.1. 挑战一：企业部门去杠杆化

第一个挑战来自于企业部门的去杠杆化。

截至 2011 年三季度，全部 A 股的 ROE 在 16% 左右，非金融 A 股的 ROE 在 13% 左右，分别比 2008 年的高点低 0.6 和 1.2 个百分点。与此同时，经济增速已经由 2005 年-2007 年年均 12.7% 下降至 2009 年-2011 年的 9%-10%。似乎企业盈利能力并没有同步于经济增长的下降。（见图 19）

图 19、上市公司 ROE (%)



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

我们怀疑，企业盈利再度回到前期高点与三个因素相关：

1、在计算企业盈利中，我们并没有将政府下属企业的盈利完全统计在内。不包括金融企业的国有企业总资产规模在 60 万亿左右，而 ROE 只有 7%-8%。私人部门企业盈利的增长可能来自于政府部门的引致需求，而政府企业的盈利能力是低效的。如果将国有企业的盈利和私人企业的盈利合并起来考虑，中国 ROE 可能已经出现了明显的下降。

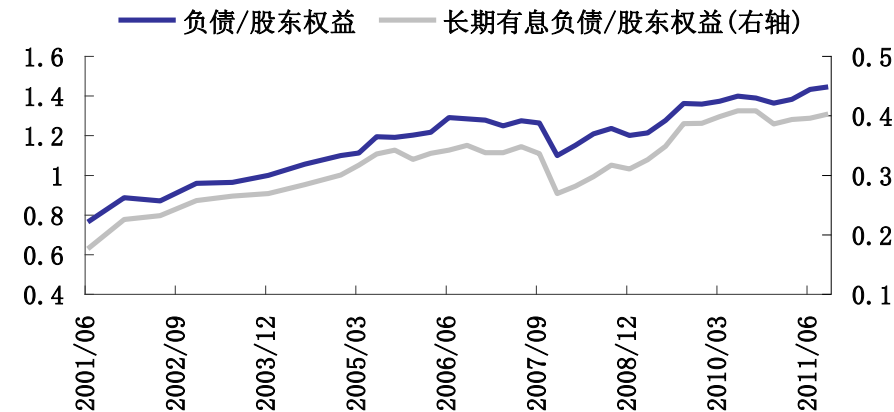
2、在 2009 年 10 万亿信贷的刺激下，非金融类上市公司的杠杆（用负债/股东权益表

示)扩张了 20 个百分点。如果单位资本的回报大于负债的成本,那么在杠杆扩大的情况下,ROE 上升的速度加快。如果我们将杠杆复原,类似于 GDP 数据,企业盈利能力似乎也较前期出现了平台似的下降(用 EBIT/总资产来代表)。(见图 20、图 21)

3、上市公司的盈利来源中,一部分为金融资产的投资性收益,而金融资产的投资回报高于经营性资产的收益。将投资性资产和投资性收益扣除,2009 年以后中国非金融类上市公司单季度的盈利能力为 1.5%-2%,2006 年二季度-2008 年三季度,这些企业的单季度盈利能力基本上超过 2%。(见图 21、图 22)

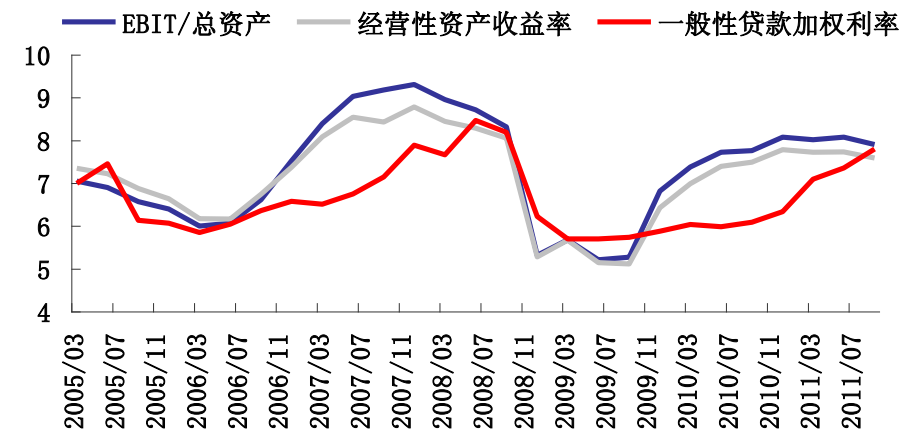
如果将经营性资产的利润倒推四个季度,经营性资产的盈利能力目前略高于 7%,与一般性加权贷款利率相当。而随着劳动力报酬占比的上升,企业利润分配的占比将趋势性下降、通货膨胀的中枢将抬升。未来企业贷款成本的中枢可能高于企业经营性资产盈利的中枢。这意味着过去十年出现的企业加杠杆现象在未来可能演变为私人企业部门的杠杆去化。如果 2012 年的政策路径之一选择了:降低利率=>刺激私人部门企业投资,可能最先上去的是通货膨胀和资金成本,未必能如愿启动私人部门的投资。

图 20、非金融企业负债率(%)



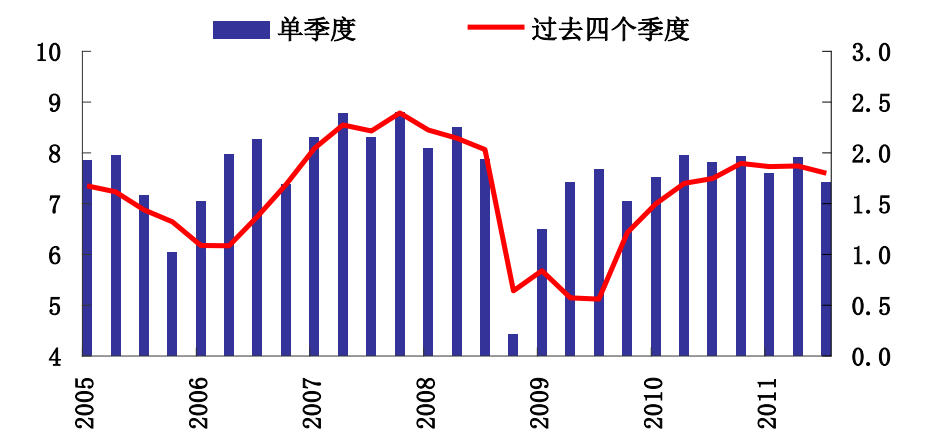
数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

图 21、经营性资产收益率与贷款利率(%)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

图 22、过去四个季度经营性资产收益率 (%)

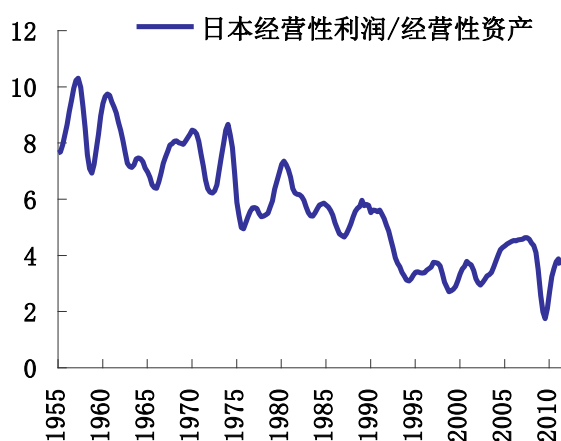


数据来源：WIND，安信证券研究中心。

一个可以参考的例子是 1975 年以后的日本企业。日本企业经营性资产的盈利能力在 1975 年左右下降至 5%-7% 的平台。和日本银行贷款利率相比，在 1975 年以后，只有短暂的几个年份，日本企业总体的盈利能力能超过贷款成本。因而在 1975 年以后，日本企业的负债率一路下降。即使在 1985 年-1990 年日本资产泡沫化的进程中，日本企业的负债率也再也没有出现过上升。

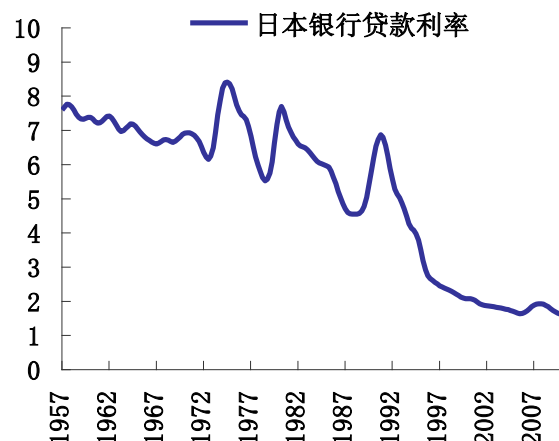
如果杠杆的提高是损毁价值而不是提高盈利能力，我们担心如果继续采用刺激投资的方式，首现面临的挑战是私人企业部门的杠杆去化。

图 23、日本经营性资产盈利能力 (%)



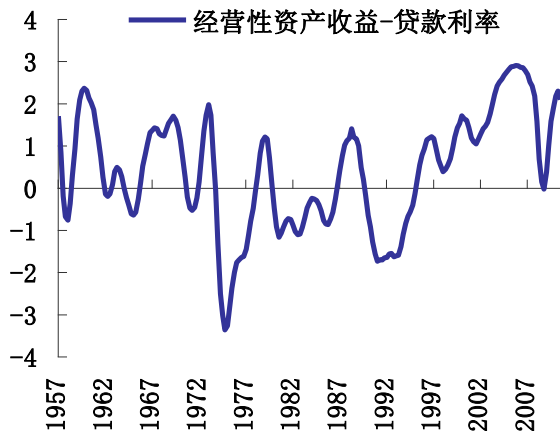
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 24、日本贷款利率 (%)



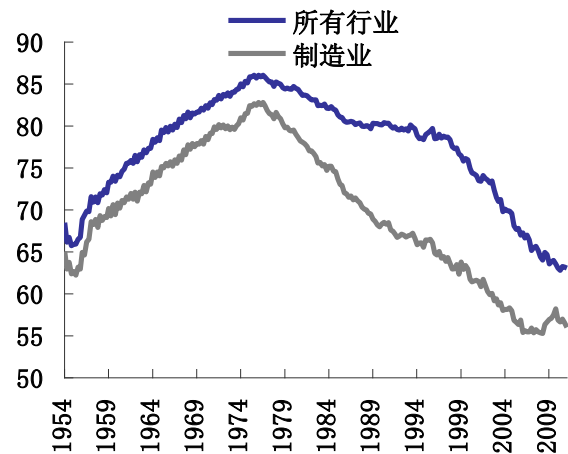
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 25、日本经营性资产收益率-贷款利率 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 26、日本企业资产负债率 (%)



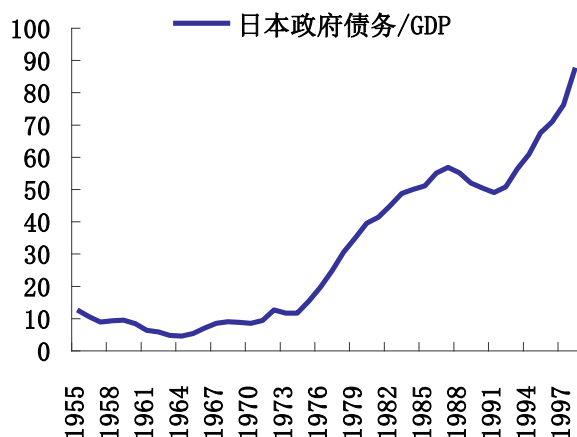
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

3.2. 挑战之二：负利率补贴的政府部门投资

如果难以撬动以盈利为导向的私人部门的投资，那么不以盈利为目的政府部门可能将充当起扩张投资的主要力量。我们可以看到，在 1975 年以后，日本政府同样开始扩张其资产负债表，从 1975 年到 1985 年，日本政府部门的债务约上升了近 40 个百分点。（见图 27）

不包括国有企业以及政府隐性负债，2010 年末，中国中央政府以及地方政府的债务余额约占 GDP 比重的 41%。但如果考虑到中国国有企业负债的增长速度，那么政府部门实际杠杆增速是惊人的。（见图 28）

图 27、日本政府债务占 GDP 的比重 (%)



数据来源: 日本统计局, 安信证券研究中心

注: 不包括地方政府以及国有企业

图 28、2010 年中国中央地方政府债务余额 (亿元)

中央政府债务	58601
短期债券	2417
一年内到期债券	18
贷款	175
中长期到期债券	55991
地方政府债务	107175
占GDP比重	41%

数据来源: 中国审计署, World Bank, 安信证券研究中心

注: 不包括政策性银行、四家资产管理公司（不良贷款约 1.2 万亿）、铁道部（2 万亿负债）等隐性政府债务。

中国非金融国有企业 2009 年年末的净资产约 16 万亿、总资产约 38 万亿。2011 年 9 月末，中国非金融国有企业的净资产约 22 万亿、总资产约 63 万亿。二年间，国有企业的负债扩张了 19 万亿左右。

截止 2011 年 10 月，中国国有企业 ROE 为 6.2%，预期全年 ROE 在 7% 左右，ROA 在 3% 左右。由于盈利能力远低于平均贷款利率，国有企业资产负债表继续扩张需要建立在低利率水平之上。但如果无法用低利率成本吸引储蓄，这样的扩张路径将会遇到困难。（见图 29-图 31）

图 29、中国国有企业盈利能力 (%)

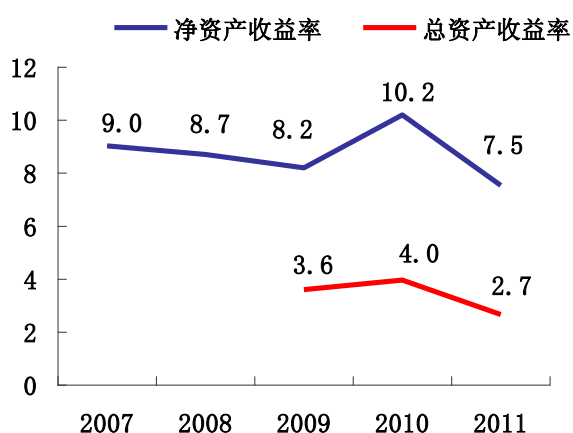
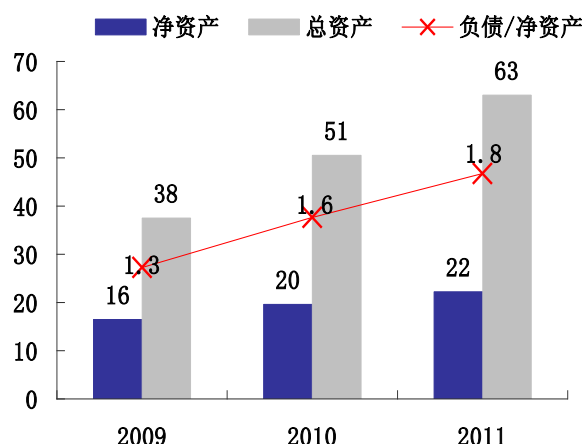


图 30、中国国有企业资产负债情况



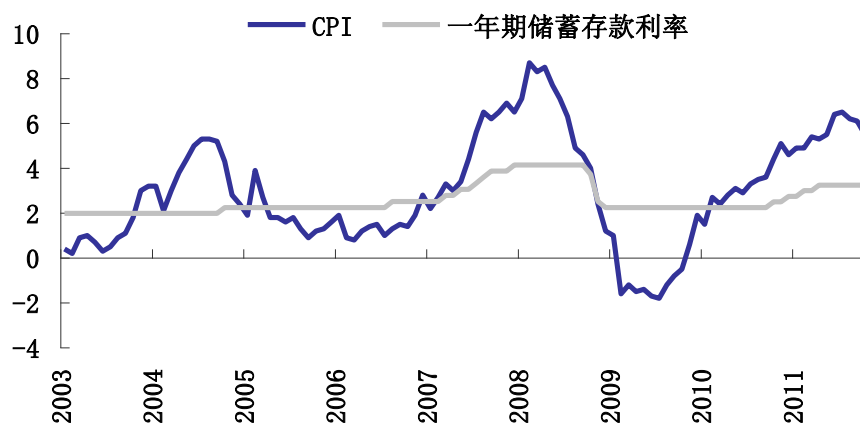
数据来源：财政部，安信证券研究中心

数据来源：财政部，OECD，安信证券研究中心

注：根据财政部公布的数据推算，存在误差。财政部数据存在注：同前，财政部数据精确到小数点后一位，因此数据推算存口径调整的问题，因此历史数据可比性不强。

在误差。

图 31、中国一年期存款利率-CPI (%)



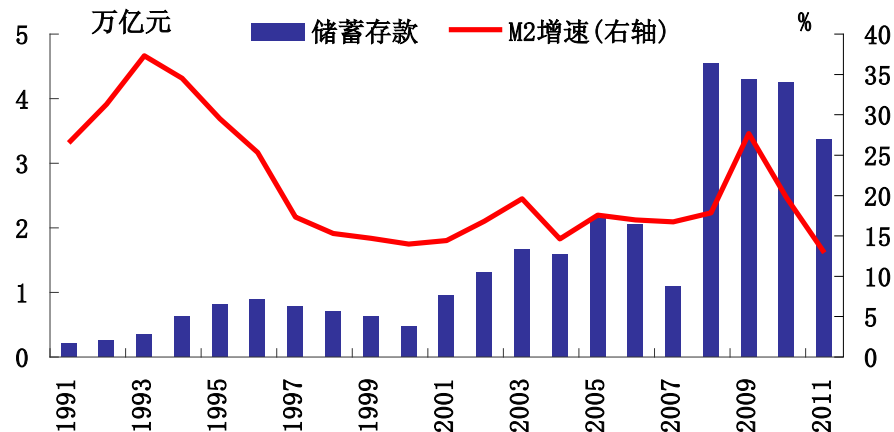
数据来源：WIND，安信证券研究中心。

3.3. 挑战之三：住户部门储蓄流失

要翘动投资杠杆的第三个挑战来自于住户部门的储蓄流失。截至 2011 年 9 月，住户部门的储蓄较去年同比下降 20%（记入 2011 年初统计口径调整的影响）。历史上，中

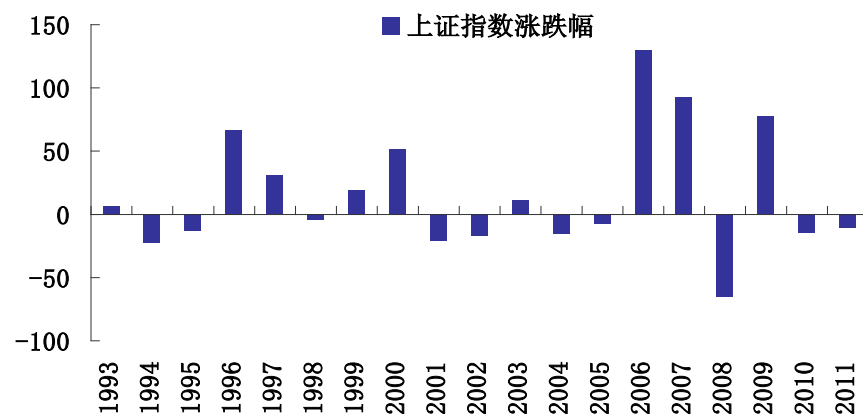
国出现储蓄负增长一般在货币较为宽松的情况下,比如1995年-2000年以及2007年。当时存在居民将储蓄存款转化为股票类资产的现象。但2011年的情况和以往并不具备可比性,居民的存款类资产转化为收益率更高的理财产品。这意味着居民部门对存款回报的要求在提高(见图32、图33)。依赖低贷款成本的国有企业投资扩张与存款利率要求更高的居民部门将形成冲突。

图 32、年新增储蓄存款与 M2 增速



数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

图 33、股票市场涨跌幅



数据来源: WIND, 安信证券研究中心。

4. 路径三: 降低储蓄率, 刺激消费

4.1. 中国各部门的储蓄率均偏高

第二条路径是通过降低储蓄率来达到投资、净出口和储蓄的平衡。中国高储蓄率来自于居民、企业和政府三个部门的合力。高储蓄率通常与一个国家的经济增长、人口抚养比、城镇化进程、投资渠道、财政政策以及养老体制相关。

分国别分部门比较储蓄构成, 中国各个部门的储蓄率均偏高(见表4)。

表 4 各国分部门储蓄占 GDP 的比重 (%)

	中国	美国	法国	日本	韩国	墨西哥	印度
总储蓄	41.7	14.3	20.7	25.5	31.0	20.8	28.3
居民储蓄	16.0	4.8	10.8	8.2	4.5	8.0	22.0
企业储蓄	20.0	10.3	9.5	19.4	14.8	10.6	4.8
政府储蓄	5.7	-0.9	0.3	-2.2	11.7	2.2	1.5
中国与其它国家的差异:		27.4	21	16.2	10.7	20.9	13.4
居民储蓄		11.2	5.2	7.8	11.5	8	-6
企业储蓄		9.7	10.5	0.6	5.2	9.4	15.2
政府储蓄		6.6	5.4	7.9	-6	3.5	4.2

数据来源: 摘自 Louis Kuijs 《How will China's saving-investment balance evolve?》, 安信证券研究中心

注: 中国数据为 2005 年, 墨西哥为 2001 年, 印度为 2004 年, 其它国家是 2002 年。

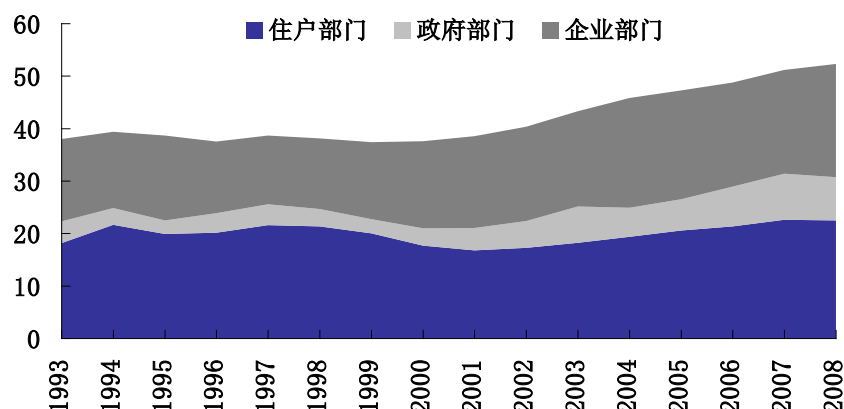
4.2. 高储蓄率成因

从 1998 年到 2008 年, 中国住户部门的储蓄率仅上升了 1 个百分点, 而企业部门与政府部门的储蓄率分别上升了 5 个百分点和 8 个百分点。中国储蓄率的上升主要由政府部门和企业部门提供。(见图 34)

根据 Louis Kuijs (2006) 等人的研究, 中国企业部门的高储蓄率一方面来自企业部门报酬占比的上升, 另一方面来自于中国企业分红意愿不足, 因此相比其它国家中国企业有更多的留存收益用于储蓄和投资。

中国政府部门的高储蓄率与其向国有企业转移支付, 通过投资稳定经济增长的政策倾向有关。

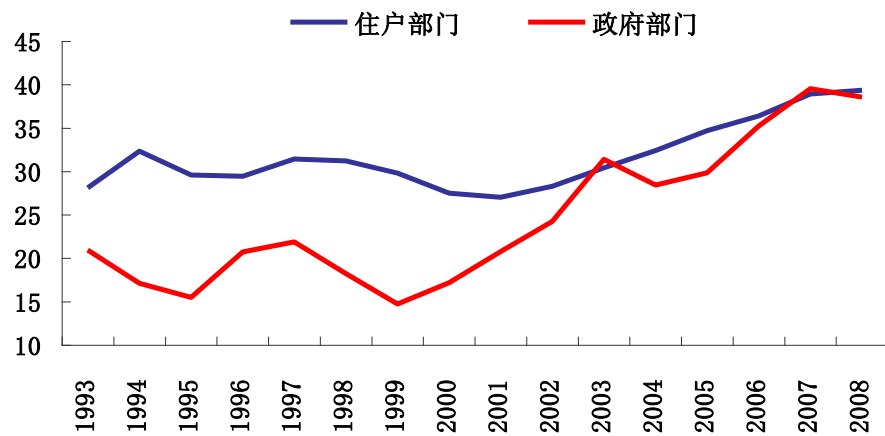
图 34、中国分部门储蓄率 (%)



数据来源: 按中国统计局 1993 年-2008 年资金流量表计算, 安信证券研究中心。

居民部门的储蓄率虽然在过去十年没有出现大幅上升, 但居民储蓄倾向 (居民储蓄/居民可支配收入) 较十年前上升了 8 个百分点。(见图 35)

图 35、住户部门和政府部门的储蓄倾向 (%)

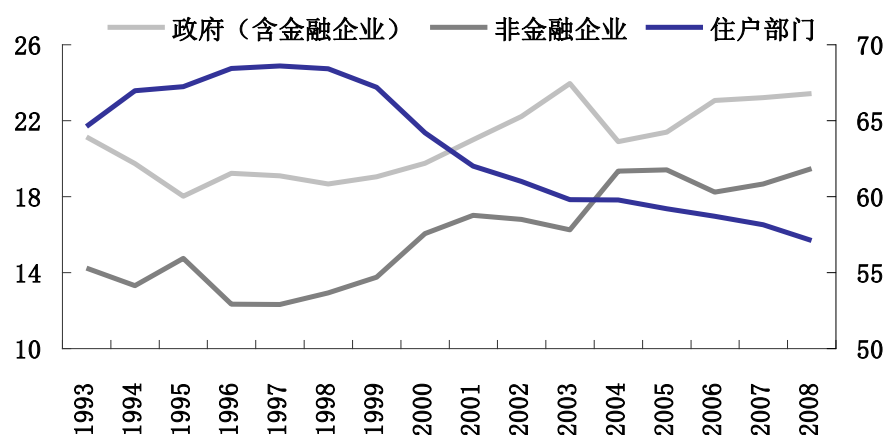


数据来源：中国统计局，安信证券研究中心。

我们认为，居民储蓄倾向高至少与四个因素相关：

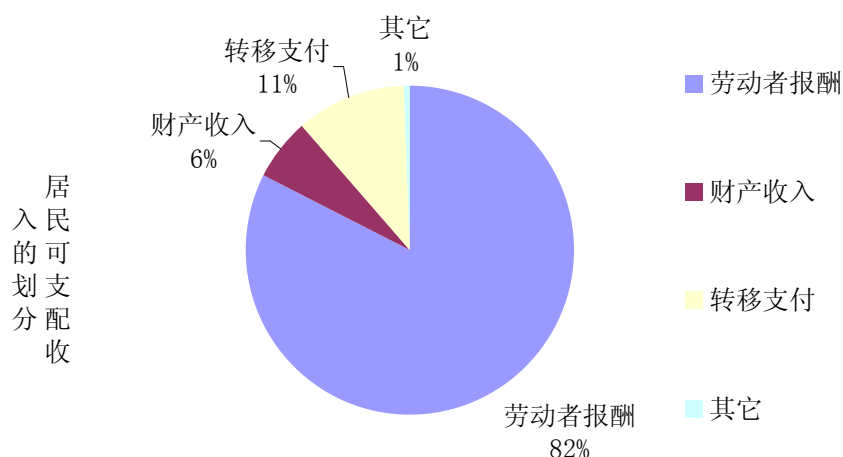
- 1、从各部门收入分配来看，居民可支配收入的比重在不断下降。（见图 36）
- 2、居民投资渠道不足。劳动报酬占居民可支配收入的 80%以上，财产性收入不足 6%。其中财产性收入中，利息收入占 80%-90%，而中国长期倾向负利率政策，实际上等于将居民部门的收入转移至企业和政府部门（见图 37、图 38）。
- 3、转移支付占比低。转移支付占居民可支配收入的比重不足 11%，而美国、日本等转移支付占居民可支配收入的比重分别为 20%（2010 年）和 17%（2008 年）。
- 4、出于养老、商品房、教育等方面的保障需求，消费意愿不足。

图 36、住户部门劳动报酬占总可支配收入的比重 (%)



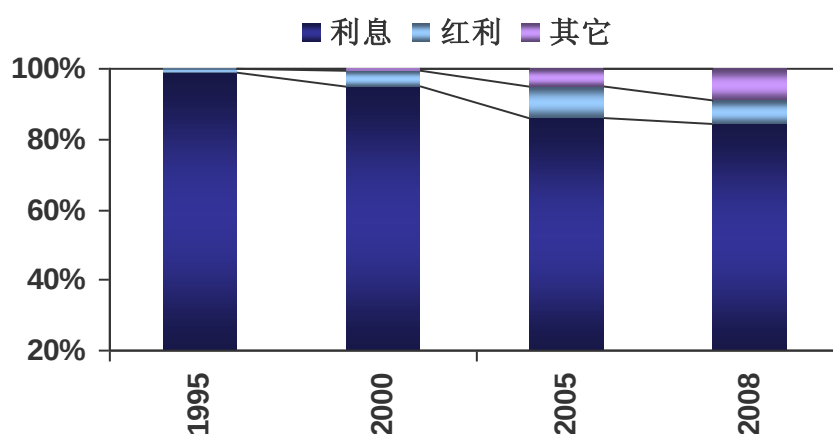
数据来源：中国统计局，安信证券研究中心。

图 37、2008 年住户部门收入来源 (%)



数据来源：中国统计局，安信证券研究中心。

图 38、住户部门财产性收入分类 (%)



数据来源：中国统计局，安信证券研究中心。

4.3. 降低储蓄率

高储蓄率实际由政府和企业投资倾向决定，居民部门在以投资为主导的政策倾向下在整个收入分配体系处于不利地位也被迫增加了储蓄，如果要降低储蓄率，实际上是与继续扩大投资权重相矛盾的。

降低储蓄率和促进投资不可兼得。2011 年中国政府出台的几条政策，多是朝着惠民生、促进经济由投资拉动转向消费拉动方向努力。比如减少所得税、增加居民在收入分配中的比重、鼓励上市公司分红、存款端“利率市场化”、居民保障房建设等措施，都有利于降低储蓄率。

但如果继续沿着这条道路走下去，意味着在 2012 年，很难对于投资的扩大抱有过高的希望。

5. 不同政策路径下的行业配置

我们认为这三种不同的政策路径中，用净出口刺激经济增长的概率最低，一方面是由于国外需求不可控制，另一方面在贸易顺差没有终结之前，人民币升值预期很难逆转。

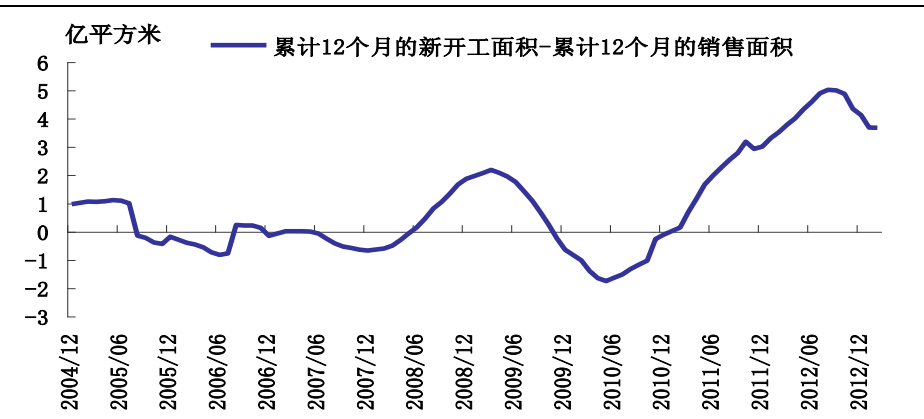
用投资刺激经济增长是见效最快的路径。但受到私人企业部门增杠杆倾向下降、储蓄流出、边际吸储成本上升以及过高的政府投资基数的影响，政府投资对于经济周期平滑作用很可能低于市场预期。

提高居民消费倾向、改变企业、居民和政府部门的收入分配结构是一条具有可持续性的政策路径，但见效非常缓慢。可选消费品中，地产和汽车行业是流动性复苏背景下弹性最高的两个品种，但是 2012 年我们认为这两个品种的增长空间可能都很有限。地产行业来看，政策调控至少在 2012 年上半年持续，如果在 2012 年年末地产行业限购政策放松，才能够观察到真实的地产需求。汽车行业来看，大城市交通拥挤，2012 年汽车行业需求可能仍会以高端车更新换代为主，低端车需求很难再出现类似 2009 年的爆发性增长。

我们预期明年政策路径可能在刺激消费和刺激投资之间摇摆不定。如果经济增速下降缓慢，政府容忍度提高，那么明年的政策路径仍以刺激消费为主；如果经济下滑较快，在二季度前后，政府投资可能上升。但是在企业、居民、政府三个部门杠杆都扩张乏力的基础上，政府部门刺激经济的效果可能低于预期。因此，房地产政策在 2012 年可能出现松动。

按照房地产市场的销售情况预测，房地产投资将继续在 2012 年下滑，假设新开工面积的增速为-20%，房地产销售增速为 0，那么房地产行业库存将在 2012 年上半年达到高峰，2012 年四季度，在供应收缩的情况下，即使房地产销售没有起色，库存也将出现明显下降。房地产政策放松的试点越晚，越有可能由于刚需的爆发和供应的收缩导致房价的报复性反弹。因此，我们预期放松地产调控的时点应落在 2012 年二季度或三季度，由于商品住宅库存仍处于高位，放松地产政策也难以触发房价报复性上涨。

图 39、2012 年商品住宅库存预测



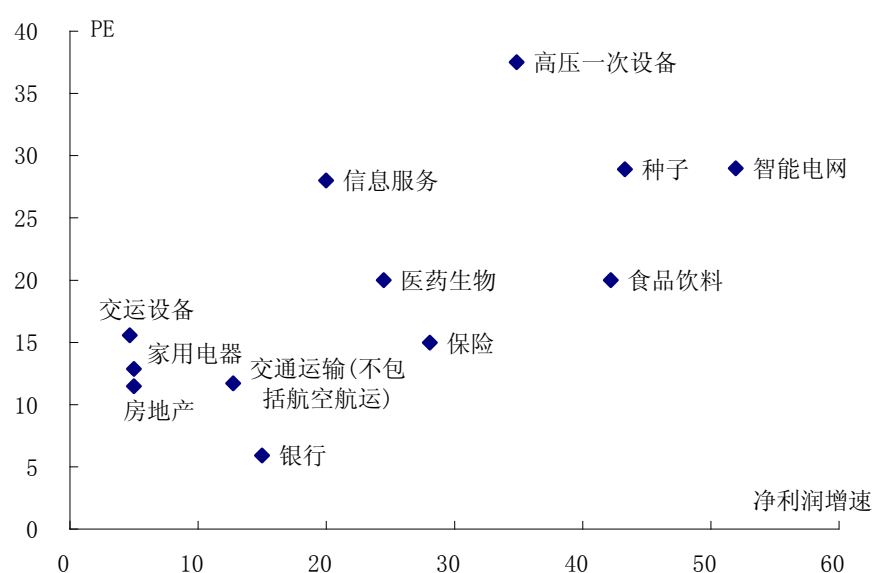
数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：假设未来一年新开工面积增速为-20%，销售面积零增长。销售面积数据较新开工面积数据滞后一年。

对应行业配置上，我们认为春节后、三月份前，配置仍以盈利增速稳定的股票以及行业前景好的成长股为主线。4 月份左右向内需为主的周期类股票切换。因为政策刺激力度以及流动性均存在低于预期的可能性，在 7 月份前后，我们建议配置重新转向非周期类股票和成长类股票。

行业配置上，我们将股票分为四类：第一类是高成长、高估值的行业，以军工、医药（医疗器械、生物医药）、环保、种子、快速消费品为代表。第二类是低估值、低成长的行业，低估值反映了低成长性，以金融、地产、汽车、交通基础设施板块和家电板块为代表。第三类是高成长、低估值的行业，但参考行业的成长性和估值分布，我们认为几乎没有行业处于这一区间。第四类是低成长性、高估值的行业，我们认为绝大部分行业处于这一区间。明年全年，我们建议配置上以前两类行业为主，可以在不同的政策时点交叉配置。（见图 40）

图 40、分行业净利润增速（%）和 2012 年 PE 预测



数据来源：WIND，安信证券研究中心。

注：1、净利润增速用 2011 年二季度、三季度净利润增速代替。

2、PE=2011 年 12 月 7 日的总市值 / (2011 年二季度、三季度净利润) / 2

分析师简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

分析师声明

范妍、程定华、诸海滨分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034