



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

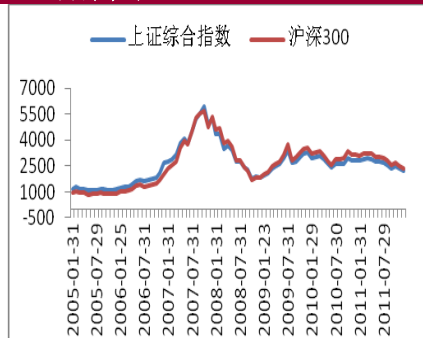
策略研究
Strategy Research

2011 年 12 月 22 日

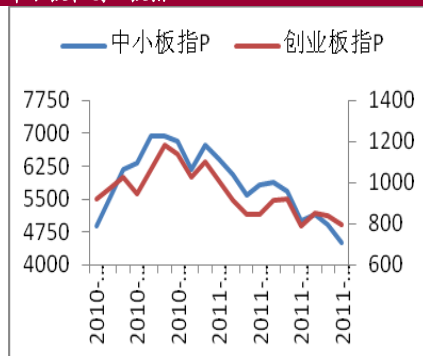
复杂的一年 “华丽”的转身

——2012 年 A 股市场投资策略报告

上证综指和沪深 300



中小板和创业板指



相关报告:《全球金融动荡 A 股需寻找交易型做多机会》——A 股市场 2011 年季度策略观点

执业证书编号:

何旭: S0370610120004

韩浩: S0370611100002

欧阳昌: S0370611110002

邓智敏: S0370611120001

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

- 要点一: 从整体宏观政策的判断来看, 宏观调控政策将发生较大的变化, 从“政策转身”, 到“制度转身”, 再到“市场转身”将是明年我们的关注重点。
- 要点二: 未来世界经济的发展最有可能的情景是部分发达经济体 2012 年可能出现一到两个季度的负增长, 同时新兴经济体增速继续放缓, 世界经济将保持低速增长, 增速与今年基本持平; 由于美、欧推出新一轮量化宽松政策, 全球通胀压力仍然很大。
- 要点三: 受通胀和紧缩政策制约内需增长乏力、外需增长放缓影响, 2011 年季度 GDP 走出逐季下行的态势, 增速从一季度的回落到四季度的大约 8.7%, 而且这种增速下行的趋势还很可能在 2012 年上半年延续, 增速可能只有 8.4% 左右。
- 要点四: 由于货币超发带来大量的负面因素: 房价的暴涨、CPI 的高企、土地财政的不可延续等等, 导致宏观调控政策中的货币政策的调控将受到限制, 而作为经济结构性的有效手段财政调控将走向前台。
- 要点五: 预计, 2012 年股指的主要波动区间在 2200 点-2800 点之间, 极端点位在 1800 点-3000 点。一季度可能会出现阶段性低点, 随后由于全球救市流动性释放或将催生市场出现结构向上涨; 三、四季度实体经济景气上行, 欧美债务对于市场的影响进一步弱化, 市场有望进入主升浪。
- 要点六: 十二大金股: 海康威视、蓝科高新、獐子岛、七匹狼、碧水源、机器人、大禹节水、神开股份、中顺洁柔、桑德环境、奥飞动漫、大华股份。

正文目录:

一、2011 年市场回顾.....	4
1、2011 年行情判断的关键点有四个.....	4
二、展望 2012 年世界经济发展趋势.....	4
1、欧美经济长期“去杠杆化”.....	5
三、2012 年经济或将经历“先见底再复苏”.....	9
1、中周期分析经济处于资本支出下滑的末端.....	9
2、短周期分析经济处于第三轮去库存周期的末端.....	10
3、经济增速下滑短期仍将延续.....	13
四、政策从“控通胀”转向“稳增长”.....	21
1、财政政策在“稳增长”方面将发挥更大的作用.....	21
2、货币政策“稳”字当头.....	23
五、投资策略：寻找“市场转身”后的做多机会.....	26
1、市场趋势分析.....	26
2、制定投资策略的主要依据.....	27
十二大金股.....	37

图表目录:

图 1: 美国工业指数季度环比年化增速 (%).....	6
图 2: 欧元区各国 2010 年债务占 GDP 比重 (%).....	7
图 3: PMI 及分项指标.....	9
图 4: 固定资本形成总额的实际增速 (年度, %).....	10
图 5: 固定资本形成总额的实际增速 (年度, %).....	10
图 6: 出口同比增速 (%).....	13
图 7: 地方投资、房地产投资、制造业投资增速同比 (%).....	15
图 8: 地方投资、房地产投资、制造业投资增速同比 (%).....	18
图 9: GDP 同比增长率 (%).....	20
图 10: M2 同比增速 (%).....	21
图 11: 2005 年以来财政支出情况 (10 亿元).....	21
图 12: M1、M2 同比增速 (%).....	23
图 13: 中长期贷款增量 (亿).....	24
图 14: 投资在 GDP 中占比 (%).....	25
图 15: 流通市值和 M2 的比值 (%).....	27
图 16: A 股市场估值水平 (倍).....	27
图 17: 周期股 ROE 情况 (%).....	29
图 18: 成长股和市场估值的比较.....	30
表 1: 近 3 年市场走势与经济增长和政策松紧之间的关系.....	3
表 2: 今年以来的行业风险和机会.....	4
表 3: IMF 世界经济预测.....	5
表 4: 近三年国内经济增长及预测.....	12
表 5: 美国股市的市值结构.....	31
表 6: 行业配置投资组合.....	35

为了对明年的大环境更清晰，有必要再次梳理一下过去几年市场走势与经济增长和政策松紧之间的关系。

2009 年整体经济逐季回升，政策维持宽松状态至 2009 年 8 月开始提准备金率，全年信贷维持宽松状态，股市一路高歌猛进，虽然 8 月股市调整是对政策开始收紧的反应，但是全年依旧维持上升走势。

2010 年经济逐季放缓，政策开始收紧，逐渐上调存款准备金率，并在同年 10 月开始加息，全年信贷维持相对宽松状态，股市开始分化，上证指数 V 型走势，转型逐渐深入人心，中小市值股票持续上涨；需要说明的是，2010 年 4 月底 5 月初的情况，当时的情况是：广大投资者担忧欧债危机或导致出口下滑、房地产调控将导致投资下滑，双重压力下有可能使得股市出现大幅下跌。但实际情况是，出口和房地产投资都没有出现下滑，7 月之后股市的大幅上涨纠正了前期的担忧。这次担忧错误，乐观正确。

2011 年经济逐季放缓，政策持续紧缩，股市除了 2 月到 4 月中旬的周期股机会外，基本呈现单边下跌。与 2010 年相似的是，今年 4 月底 5 月初，大家对二、三季度的经济增长是否回落也展开过讨论，市场上部分卖方机构认为今年与去年类似，经济增速不会回落，市场不会大幅下跌，但随后工程机械、重卡 and 水泥等相关数据回落确认了这种错误，与去年相反，这次担忧正确，乐观错误。

表 1：近 3 年市场走势与经济增长和政策松紧之间的关系

时间	通胀	政策	经济	股市走势	核心因素
2009 年	通缩，市场关注度低	大力刺激	逐季回升	单边上涨	全部正面因素
2010 年	通胀逐渐上升，市场逐渐关注	刺激为主，年底开始加大收缩力度	逐季回落	分化走势，小股票持续上涨，大股票先跌后涨	政策
2011 年	通胀是市场的焦点	持续紧缩	逐季回落	单边下跌	全部负面因素
2012 年	通胀下行，市场关注度逐渐下降	紧缩结束，可能放松	市场认为低点在一、二季度	大幅波动	政策

数据来源：金元证券

如下结论：

- 1、对股市的影响程度而言，政策松紧比经济增长情况更重要；
- 2、经济增速下降的大趋势是确定的。
- 3、大环境方面，明年不会是经济和政策双杀的最坏的 2011 年，也

不会是经济和政策双双向上的 2009 年，市场宽幅震荡的可能性更大。

从整体宏观政策的判断来看，宏观调控政策将发生较大的变化，从“政策转身”，到“制度转身”，再到“市场转身”将是明年我们的关注重点。

一、2011 年市场回顾

以 2010 年 10 月 20 日本轮紧缩周期首次加息为转折点，2011 年以来的市场运行，一直未能突破该阶段性高点区域。以经济的季度性波动预期、通胀预期和政策松紧预期三个变量组合为主线，经历了年初中小市值股票和消费类股票的去泡沫化过程、周期类股票的复辟行情以及 10 月下旬以来题材股暴涨行情。

表 2：今年以来的行业风险和机会

今年以来的行业风险和机会				
市场类别	1 月 1 日~1 月 20 日	1 月 20 日~4 月 18 日	4 月 18 日~10 月 24 日	10 月 24 日~11 月 15 日
上证 A 股	-3.90%	14.19%	-23.08%	6.31%
深证主板	-7.77%	13.92%	-30.16%	11.40%
中小板	-10.64%	4.29%	-34.16%	11.85%
创业板	-10.32%	-12.67%	-40.00%	19.42%
白酒	-4.24%	-1.60%	11.77%	2.05%
中药	-9.49%	2.16%	-24.53%	11.07%
建筑机械	-10.45%	21.39%	-44.88%	4.72%
水泥制造	-10.91%	32.27%	-40.04%	2.59%
化工材料	-10.26%	26.77%	-26.66%	9.67%

数据来源：Wind 金元证券

1、2011 年行情判断的关键点有四个

一是能否认识到一季度旺盛的工业需求和流动性恢复宽裕是能否及时介入二月份周期股行情的关键；

二是四月中旬左右对今年二、三季度经济增速是向上还是向下的判断是能否及时从周期股中撤离出来的关键；

三是 5 月份之后能否把握住“通胀向上持续和紧缩政策持续”这条主线是能否全面转向防御的关键；

四是 10 月份以来在经济增速已确认向下的前提下，能否对于产业政策支持的相关行业提前布局的关键。

二、展望 2012 年世界经济发展趋势

国际货币基金组织（IMF）于 2011 年 9 月发布的新一期《全球经济展望》大幅下调了世界经济尤其是发达经济体的经济增速，这充分体现了世界经济下滑的趋势。从当前的形势来看，尽管发达国家经济存在继续下行的风险，但因债务违约而造成全球经济二次探底的可能性不大，世界经济最有可能的前景是将继续维持低速增长局面。

此外，尽管全球经济放缓削弱了对大宗商品的需求，但由于全球流动性依然充裕以及发达经济体货币政策仍总体宽松，未来国际大宗商品价格将继续维持高位震荡的格局，全球通胀水平也将在高位运行。

而且，一旦美联储推出进一步的宽松政策，大宗商品将迎来新一轮的上涨过程，各国的通胀压力也将随之加剧。

表 3、IMF 世界经济预测

国家和地区	实际 (%)		预测 (%)	
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
世界	-0.7	5.1	4.0	4.0
发达经济体	-3.7	3.1	1.6	1.9
美国	-3.5	3.0	1.5	1.8
欧盟	-4.2	1.8	1.7	1.4
欧元区	-4.3	1.8	1.6	1.1
德国	-5.1	3.6	2.7	1.3
法国	-2.6	1.4	1.7	1.4
意大利	-5.2	1.3	0.6	0.3
西班牙	-3.7	-0.1	0.8	1.1
日本	-6.3	4.0	-0.5	2.3
英国	-4.9	1.4	1.1	1.6
加拿大	-2.8	3.2	2.1	1.9
其他发达经济体	-1.1	5.8	3.6	3.7
新兴工业国家	-0.7	8.4	4.7	4.5
新兴与发展中国家	2.8	7.3	6.4	6.1
中东欧	-3.6	4.5	4.3	2.7
俄罗斯	-7.8	4.0	4.3	4.1
亚洲	7.2	9.5	8.2	8.0
中国	9.2	10.3	9.5	9.0
印度	6.8	10.1	7.8	7.5
拉美和加勒比地区	-1.7	6.1	4.5	4.0
巴西	-0.6	7.5	3.8	3.6
墨西哥	-6.2	5.4	3.8	3.6
中东和北非	2.6	4.4	4.0	3.6

数据来源：Bloomberg 金元证券

1、欧美经济长期“去杠杆化”

无论是熊彼特的综合经济周期，还是从朱格拉周期来看，2008 年都

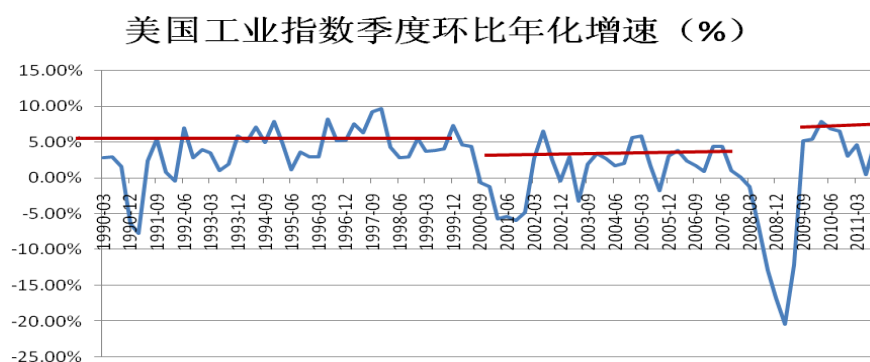
可以看作是新一轮中周期的起点，其核心特征是“去杠杆化”。首先是私人部门，包括家庭、企业（金融类公司和非金融公司），非金融公司“去杠杆化”已经结束，家庭和金融类公司的“去杠杆化”过程尚未结束，但已经过半，接下来是政府部门。过去两年欧美政府通过印刷货币的方式，把私人债务转变为政府债务，近期欧美债务危机的反复升级，说明通过增加货币供给化解实体经济危机的无效，在未来相当长的时间内，欧美政府将持续“去杠杆化”。

（1）美国经济可能陷入较长时期“滞胀”

由于缺乏新的经济增长点，低增长将成为美国本次经济复苏的常态。今年美国经济增速的放缓，不仅是前期经济恢复性增长过后向正常增速的回归，也与国内通胀水平快速上升以及日本地震导致的全球产业链供应中断等临时性因素有关。随着这两个临时性因素的消退，虽然美国经济增长前景可能并不会像预期那样悲观，但未来美国经济仍将维持缓慢复苏、低速增长的局面，而且由于国内通胀水平的提升，“滞胀”可能会持续较长一段时间。

2011 年 10 月，美国经济周期研究所（ECRI）通过对几十个领先指标的跟踪，确认美国经济再次步入衰退，并认为政策制定者对此无能为力。从过去 20 年的情况来看，美国工业平均增速在 90 年代是 3.89%，在 2000 年至 2007 年之间接近 1.34%，在危机结束后至今是 5.03%。随着未来持续去杠杆化，这一水平是很难维持的，也许将回落到 2% 左右或更低的水平。

图 1：美国工业指数季度环比年化增速（%）



数据来源：Bloomberg 金元证券

2011 年，美国国债余额高达 14.8 万亿美元，占 GDP 的比重接近 100%；财政赤字为 1.299 万亿美元，仅次于 2009 年的 1.41 万亿美元，占 GDP 的比重接近 10%。尽管奥巴马竭力向通过财政刺激推动经济增长，但由于联邦政府财政状况极度糟糕，政策放松已经没有空间。2012 年是美国财政政策从放松转向收紧的转折年，从 2013 年起，美国将自动启动未来 10 年削减 1.2 万亿美元财政赤字。

相比而言，货币政策决策程序简单，效率更高。因此，美国不会放弃任何量化宽松的机会。结合 QE1、QE2 的经验，我们认为实施 QE3 有四个前提条件：

- 1、经济增长低迷或衰退；
- 2、就业市场恶化；
- 3、通胀掉头向下甚至有陷入通缩的趋势；
- 4、美元指数处于相对高位；

目前美国经济虽未陷入衰退，但仍然十分疲软，个人收入增长缓慢制约了消费增长，住房市场仍在周期底部徘徊；失业率一直维持在 9% 或以上，非农就业人数增长缓慢，作为领先指标的领取救济金人数居高不下；10 月份 CPI 同比虽然高达 3.5%，但增速较前几个月下降，环比也出现负增长；核心 CPI 仍然受控，预计未来几个月通胀水平将继续回落；美元指数接近于 80 的第一反弹目标位，预计未来一个季度欧债危机将继续推动美元指数上行。在考虑到美国总统大选将在明年 11 月初尘埃落定，由于货币政策见效需要两个季度左右的时间，因此 QE3 极有可能在明年一季度推出。

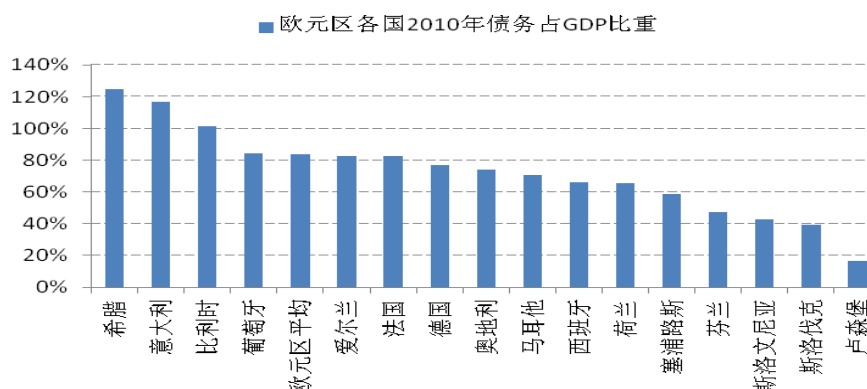
(2) 欧元区经济或将二次探底

目前，反映欧元区经济信心的经济敏感指数、商业景气指数和制造业 PMI 指数已经连续 7 个月下滑，且已低于其长期平均水平；而更为严重的是，组成经济敏感指数的工业、建筑业、服务业、零售业和消费者信心指数均连续 3 个月下滑。这种只在 2008 年下半年国际金融危机爆发之前才有过的现象再次出现，反映出欧元区生产者和消费者对未来的整体经济形势相当悲观，也预示着欧洲经济的下一轮全面危机可能即将到来。

欧元区的劳动力市场和福利制度缺乏弹性也是财政状况不断恶化的重要原因。一方面，欧元区国家尤其是南欧国家的工会势力强大，导致劳动力市场缺乏弹性，劳动生产率提升缓慢。高昂的福利支出降低了企业雇佣新员工的意愿和能力，企业竞争力和利润增速呈现下降趋势，政府财政收入增长困难。另一方面，人口老龄化趋势越来越明显，政府福利支出刚性增长，政府的损益表持续恶化，进而拖累资产负债表也恶化。

在财政纪律上，欧元区需要实行“有进有出”的约束机制。欧盟条约中虽然有关于各国政府公债和财政赤字的要求，但多年来，这一条约形成虚设，只是一纸空文，欧元区大多数国家的国债余额和财政赤字占 GDP 的比重超标却没有任何惩罚。对于欧元区而言，不仅仅是需要在申请进入欧元区时公共财政状况达标，更需要时刻按照欧盟条约来约束。

图 2：欧元区各国 2010 年债务占 GDP 比重 (%)



数据来源：Bloomberg 金元证券

2012 年欧债危机将进一步深化，德国、法国将被拖下水，欧元区面临分崩离析或者规模缩小的风险。2012 年 2、3、4 月份是重债国偿债高峰期，希腊需要在明年 3 月之前拿到第七笔贷款才能避免违约。随着事态的继续恶化，欧元区核心成员国与外围、次核心国家的博弈将出现新的变化——重债国同意核心国家提出的严肃财政纪律、“有进有出”的要求，而核心国家则同意有限制地发行欧元债券和大规模购买重债国国债。

欧洲央行何时大规模实行量化宽松取决于意大利过度政府处理危机的进展，即使实行，也只能缓解短期的流动性危机，并不能解决欧元区边缘国家缺乏竞争力带来的偿付性困难，欧元区面临的分崩离析或者缩小的局面难以改变。在这种形势下，欧元区 2011 年将不太可能实现 1.7% 的预期增长，预计在 1.5% 左右。而 2012 年则由于欧元区可能会有更多的国家被牵连进债务危机之中，经济增速可能进一步下滑，甚至出现二次探底，预计在 1.0% 左右。

未来世界经济的发展最有可能的情景是部分发达经济体 2012 年可能出现一到两个季度的负增长，同时新兴经济体增速继续放缓，世界经济将保持低速增长，增速与今年基本持平；由于美、欧推出新一轮量化宽松政策，全球通胀压力仍然很大。

(3) 对国内经济产生的影响

2012 年，世界经济持续低迷将对我国经济产生不利影响。

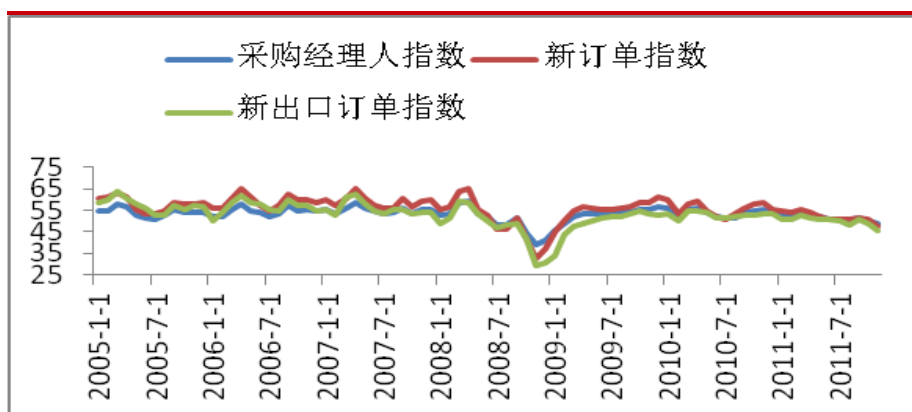
- 1、经济增速放缓，政策调控难度加大；
- 2、外需下滑、贸易保护抬头，出口面临考验；
- 3、外汇储备资产缩水；

随着我国经济逐步走出国际金融危机后的困境以及国内通胀压力上升，危机后实施的适度宽松货币政策在 2011 年转向稳健，并在此基础上实现了经济增长平稳减速，使国民经济总体朝着宏观调控的预期方

向发展。但是, 由于未来全球经济低速增长以及国际环境不确定性增大, 我国经济增速可能出现进一步放缓的趋势, 这将使我国宏观调控政策的取向面临挑战。

预计受 2012 年全球经济低速增长的影响, 尤其是美欧等重要贸易伙伴的进口需求可能出现下滑, 将直接影响我国出口。11 月份的 PMI 数据再次回到“荣枯线”以下, 其中制造业新订单指数出现了 2.7% 的下滑, 尤其新出口订单指数环比出现了 3% 的降幅, 充分说明外部需求进一步放缓。同时, 全球经济放缓必然使贸易保护主义抬头, 从而加大我国与贸易伙伴的摩擦。经济复苏以来, 我国不断遭到美欧等发达国家发起的反倾销调查, 并被征收惩罚性的保护关税, 对我国出口企业造成较大冲击。而近来, 一些新兴经济体为了保护本国工业, 也对我国进口产品实施了贸易保护限制, 如巴西为保护本国工业限制进口部分产品, 阿根廷也准备大幅提高进口关税等, 不仅使我国扩大出口面临挑战, 也将对我国贸易多元化战略产生一定负面影响。

图 3: PMI 及分项指标



数据来源: Wind 金元证券

当前我国外汇储备已接近 3.2 万亿美元, 其中约有 2/3 以美元资产形式持有, 而美债问题和美元贬值将使我国持有的美元资产面临缩水风险。同时, 随着欧洲救援成本的加大, 希腊等高负债国家出现债务重组或违约的可能性将大大增加, 一旦这类事件发生, 将使我国持有的这些国家债券遭受直接损失。

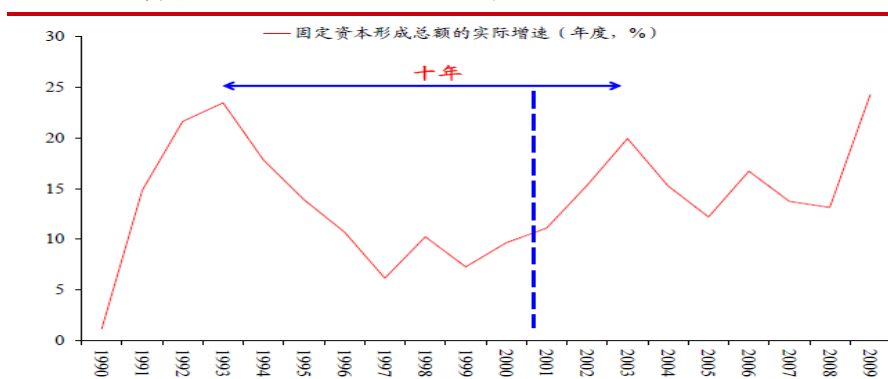
三、2012 年经济或将经历“先见底再复苏”

1、中周期分析经济处于资本支出下滑的末端

回顾过去 20 年中国经济的波动的历史, 从产能过剩的角度来看, 大致可以十年为跨度划分成为两个周期: 第一轮周期大约是从 1992 年开始, 一直持续到 2001 年; 第二轮周期大概从 2002 年开始, 在目前阶段, 经济产生贸易盈余的能力基本上已经消失, 传统行业产能过剩导致企业盈利能力也很难大幅提升, 新的产业群出现还需要一定的时间, 激

进的货币刺激目前也不太现实。所以，我们判断从中周期分析，目前经济正处在资本支出中周期的末端。

图 4：固定资本形成总额的实际增速（年度，%）



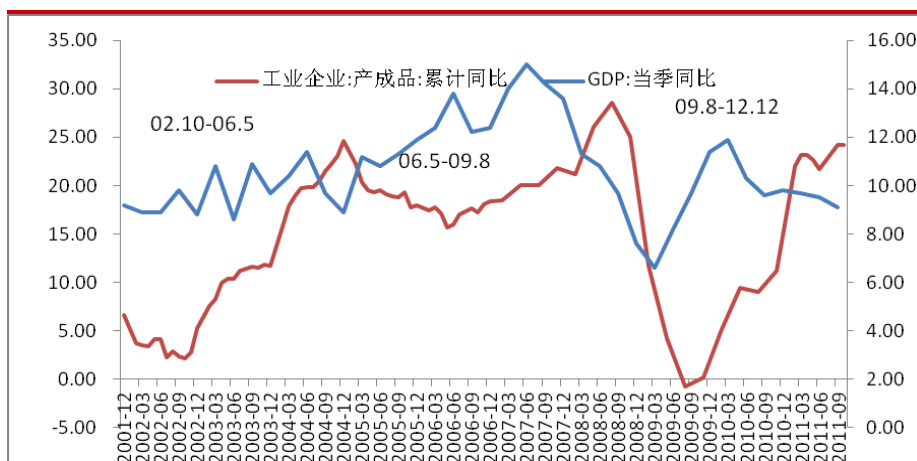
数据来源：Wind 金元证券

从本轮 2002 年开始的中周期来看，主要增长动力来自于入世等因素推动的出口大幅扩张、城市化推进的政府基建和房地产投资迅猛发展以及居民收入水平提高后的消费升级，由此也带来了这段时间我国以重工业产业链为代表的资产支出大扩张，而目前这些增长动力都于近年来逐渐减弱。第一、全球经济未来面临较长时间的去杠杆化将使得我国出口高增长期结束；第二、我国主要依靠规模扩张的城市化发展模式已经陷入多重困境，如资源浪费严重、经济效益低下、贫富分化严峻、社会矛盾突出等，这些都严重限制了传统重工业的发展空间和消费升级的延续，而明年正是传统增长动力减弱的末端，在这个时期，增长动力减弱后形成的经济社会风险也将会得到集中的释放，但我们不得经历这样一个痛苦的过程。只有通过风险的释放，旧有的传统经济才能更顺利的完成向新兴经济势力的转型，才能为新一轮中周期的新经济势力的崛起创造好的发展空间。

2、短周期分析经济处于第三轮去库存周期的末端

在 2002 年中周期启动后，企业已先后经历了两轮库存周期。从经济短周期来看，目前正处于第三轮库存调整的末期。

图 5：固定资本形成总额的实际增速（年度，%）



数据来源: Wind 金元证券

第一轮库存周期: 2002 年 10 月——2006 年 5 月

第一轮库存周期的促发因素来自于传统重工业的崛起。该周期启动的重要推动力来自于 2002 年后出口和投资部门的快速扩张, 以及部分中上等收入居民的消费升级。如:

1、出口增速从 2001 年四季度的 6.5% 上升至 2002 年一季度的 10%, 并呈现持续上升态势, 最高增速达到 03 年的 40.5%;

2、投资增速也从 01 年的 14.4% 开始启动, 并于 04 年 2 月达到顶峰, 增速高达 53%;

3、2002 年-2003 年, 我国汽车、通信类、建筑建材类商品消费增速在主要商品中名列前茅, 年均增速为 57%, 62%, 37%;

而这主要带动了我国重工业的崛起, 如我国重工业占工业增加值的比例快速从 2001 年的 60% 上升至 2005 年的 69.0%, 增速大大快于 90-99 年期间的水平, 但这也带来经济过热以及通胀的隐忧。政府也就从 03 年开始持续通过信贷和投资项目控制等多种方式抑制投资的过快增长, 由此也带来投资和 GDP 增速的下滑, 如 2004 年投资累积增速从年初的 53% 回落到年末的 28%, GDP 增速也从 04 年上半年的 11.4% 回落到年底的 8.9%, 而这也引发了本轮库存周期的调整, 产成品累积增速从 04 年 12 月的最高峰 24.65% 开始下降, 一直回落到 2006 年 5 月的最低点 15.6%。

第二轮库存周期: 2006 年 05 月——2009 年 08 月

第二轮库存周期的促发因素来自于传统重工业的繁荣。同时, 也是出口和投资部门的持续扩张。如:

1、2005 年以来, 出口的持续扩张带来我国贸易顺差急剧扩大, 2004 年贸易顺差 321 亿美元, 2005 年增加到 1020 亿美元, 2006 年进一步增加到 1775 亿美元, 由此使得净出口对于 GDP 增速的贡献分别为 2.6%、2%、2.5%;

2、投资增速在经历宏观调控后的调整之后依然保持着较快的增长,

由此也使得资本形成增速 2006 年后又企稳回升，从 2005 年的 14% 上升至 2006 年的 18.5%，而这也带来重工业产业链的进一步繁荣和深化，如传统的以钢铁、化工为代表的原材料繁荣开始向上游采矿业、原材料深加工工业以及下游装备业延伸，这些行业也获得了快速的扩张，它们的投资增速普遍在 2005-2007 年之间达到高峰。

但这样的繁荣却被国内外两个因素所打断，从国内来看，通胀的不断升温促使政府出台越来越严厉的宏观调控，投资增速也就逐渐下滑，国外来看，美国次贷危机引发的全球经济快速回落也使得我国出口增速较快回落，这促发了第二轮库存周期的调整，产成品累积增速从 08 年 8 月的最高峰 28.54% 开始下降。

第三轮库存周期：2009 年 08 月——至今

第三轮库存周期的促发因素来自于金融危机后我国政府出台的大规模投资计划的实施，使得我国投资增速在 2009 年出现了迅猛增长。

如：

1、全球经济被救助后的复苏助推了 2010 年我国出口的较高增长，而这些增长动力虽然也同样推动了重工业的发展，但是重工业的内部结构却发生了显著的变化。即传统重工业的发展在这轮经济复苏中虽然有所恢复，但增速已经不如金融危机前的水平，呈现出没落的态势。而以装备制造、电子信息为代表的精密重工业却仍保持较高增速，如 2010 年装备制造业工业增加值同比增长 21.1%，已经超过金融危机前几年的平均水平；今年 1-10 月，电子信息产业固定资产投资 7361 亿元，同比增长 60.1%，远超过 07 年 29% 的水平。

2、大规模的区域经济规划实施以及泛滥的流动性助推了我国房地产投资、销售增速都达到本轮中周期的高峰；2008 年后我国人均超过 3000 美元后所促发的消费升级的启动，由此使得这段时间以汽车、住房类为代表的商品消费增速再次崛起，如 2009-2010 年汽车、建筑建材年均增速为 33%，29%；

但这样的繁荣并没有延续多久就因多个增长动力的减弱而逐渐转弱。如：

1、海外经济在政策刺激消失后再现回落，也增大了我国出口压力；
2、政府在意识到刺激后遗症的严重后，加快了刺激政策退出和宏观调控的强化，由此导致了投资增速的下滑；

3、消费刺激政策的边际递减以及长年累积的居民收入分配的恶化，限制了居民消费升级广度和深度的延续；

在此情况下，诸多重工业部门尤其是深受政策调控的传统重工业部门也都受到较大冲击。我国经济增速在 2009 年快速复苏后，2010

年一季度后再次回落,企业也被迫与 2011 年四季度展开第三轮去库存。而 2012 年随着传统重工业为代表的经济部门回落的风险更加暴露,企业去库存的节奏还会更加剧烈。我们预计,根据经济短周期(基钦周期)一般运行 40 个月的规律,再结合当前经济下滑以及政策应对的情况来看,明年上半年经济仍将持续下行,这轮经济下滑很可能于明年中期结束,而库存下滑周期则要持续到明年底。

3、经济增速下滑短期仍将延续

表 4: 近三年国内经济增长及预测

指 标	2010 年实际		2011 年预测		2012 年预测	
	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速
	亿元	%	亿元	%	亿元	%
GDP	401202	10.4	471352	9.4	512349	8.7
一产	40534	4.3	47778	3.8	49498	3.6
二产	187581	12.4	222517	10.8	244102	9.7
三产	173087	9.6	201057	9.2	218749	8.8
规模以上工业增加值	-	15.7	-	13.8	-	12.5
轻工业	-	13.6	-	13.1	-	11.8
重工业	-	16.6	-	14.1	-	12.8
固定资产投资	241414.9	24.5	301285.8	24.8	361543	20.0
房地产投资	48267.0	33.2	63229.8	31.0	74611	18.0
社会消费品零售额	154553.7	18.4	180827.8	17.0	210664	16.5
出口(亿美元)	15779.3	31.3	19250.8	22.0	22330.9	16.0
进口(亿美元)	13948.3	38.7	17658.5	26.6	20925.4	18.5
外贸顺差(亿美元)	1831.0	-6.4	1592.2	-13.0	1405.5	-11.7
居民消费价格指数	103.3	3.3	105.5	5.5	104.0	4.0
工业生产者出厂价格指数	105.5	5.5	106.5	6.5	104.5	4.5

数据来源: 金元证券

(1) 出口: 面临外需疲软和国内经济平稳减速的双重考验

2011 年以来,我国出口增速呈现前高后低的走势,但总体上仍然保持了较快增长态势。但是,预计 2012 年世界主要发达国家经济增速继续下滑。因此,明年我国出口增速明显放缓在所难免。

图 6: 出口同比增速(%)



数据来源: Wind 金元证券

国际因素

1、明年 2-4 月是欧债五国债务到期的高峰，每月都有超过 600 亿欧元到期，其中 2 月意大利到期高峰为 538 亿欧元，这种债务冲击很可能在此期间演绎到十分危险近乎与欧元区解体的境地，而此时欧洲经济很可能已经陷入衰退。对于把欧洲作为第一大出口目的地的我国来说，出口增速也将会受到明显的负面影响。我们预计，明年初我国对欧盟的出口增速很可能陷入轻微的负增长。

2、金融危机以来，贸易保护主义重新在世界范围内抬头，中国已成为国际贸易保护主义的最大受害国和首要目标国。而随着世界经济的持续低迷，中国面临贸易保护主义的形势更加复杂。

第一、美国等发达国家除了继续在“双反调查”方面加大对华贸易保护力度外，新型贸易保护政策的使用将更加频繁，如涉及知识产权的“337 调查”。

第二、以印度、巴西为代表的新兴经济体对我国的贸易保护正在加强，巴西政府已从 2011 年 9 月开始提高 7 种制成品的进口关税，以及对一批进口产品实施反倾销制裁，其中 5 种进口源自我国。

第三、我国所面临的贸易摩擦已不仅局限于以劳动密集型产品为代表的传统优势产品，资本密集型产品等新兴产业同样将遭遇到其他国家的贸易调查。

第四、出于特定的政治和经济目的，美国政府屡屡对中国汇率政策施压，甚至于参议院通过有关人民币汇率的法案，意欲进一步迫使人民币加速升值，这将给我国对外贸易的稳定带来极为不利的影响。

国内因素

1、当前，中国经济正经历由政策刺激向自主增长的有序转变，经济增速保持平稳减速的态势。2011 年前三季度，我国国内生产总值 320692 亿元，同比增长 9.4%。根据当前国内外经济形势，2011 年全年

国内生产总值实际增速将达到 9.3%左右。2012 年，受各方面因素的影响，预计我国经济增长速度将略低于 2011 年水平，GDP 增速将达到 8.7%左右。

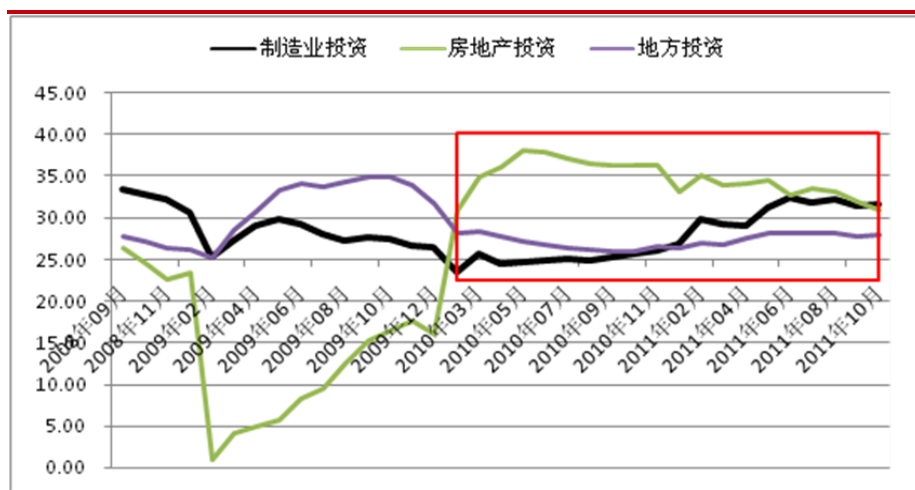
2、自人民币汇率改革重启以来，人民币对美元汇率稳步上升。截至 10 月 25 日，人民币兑美元汇率中间价为 6.3425，年内对美元升值幅度已达到 4.4%，部分出口企业已感受到人民币升值所带来的压力。2012 年，在美联储持续量化宽松货币政策的影响下，美元疲软的态势仍将持续，预计人民币兑美元汇率仍将保持稳步小幅上涨的态势。汇率上升将会继续影响我国外贸出口企业的产品竞争力，影响企业的经营收益，从而对我国对外贸易的稳定增长产生不利影响。

3、当前，出口企业面临的劳动力、原材料、资金等要素成本处于上升通道，对企业出口利润影响较大。从劳动力成本来看，受人口结构变化因素的推动，我国已进入劳动力成本快速上升的阶段。由于工资上涨特有的刚性和惯性，2012 年劳动力成本仍将处于上升阶段。从资源能源等要素成本来看，我国资源性产品价格正处于由管制价格向市场价格转变的阶段，相关成本不断升高。按照“十二五”规划纲要要求，未来五年内资源性产品价格改革将提速，并逐步建立健全能够灵活反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本的资源性产品价格形成机制。目前，资源税改革已在全国推广，完善成品油价格形成机制改革即将出台，天然气、电力价格改革正在稳步推进。从资金要素成本来看，目前较高的融资成本将持续一段时间。一方面，2012 年央行的货币政策预期不会转向，仍将会强调实质性稳健，贷款利率难以降低；另一方面，由于出口企业特别是中小型出口企业在国内信贷等金融资源可获性方面处于弱势，其资金来源更多的依靠民间借贷，在央行控制社会融资总量的背景下，民间借贷的利率仍将维持高位。

近期公布的 OECD 国家 9 月份商业信心指数（BCI）和消费者信心指数（CCI）出现明显下行，其中 OECD 国家的 BCI 降至 99.9，CCI 降至 96.2，考虑到 OECD 综合领先指数领先我国出口同比约 3 个月，这预示未来数月出口增速可能继续下滑。综合上述因素来看，预计 2012 年我国外贸出口增长 16%，进口增长 18.5%，贸易顺差（净出口）1400 亿美元左右，同比下降 11.6%。

（2）投资：增速较 2011 年有所放缓

图 7：地方投资、房地产投资、制造业投资增速同比（%）



数据来源: wind 金元证券

投资是中国经济最重要的力量,主要包括:地方投资、房地产投资和制造业投资。投资的绝大部分最终表现为国内的钢筋水泥、楼堂馆所和出口商品。过去两年地方政府的高速投资消化了大部分企业的过剩产能,企业的设备投资可能已经展开,这可以从2010年4月以来逐渐上升的制造业投资数据看出,在未来地方政府投资和房地产投资下行的情况下,企业再生产投资的开展有望缓和房地产投资和地方政府投资增速下降的影响。制造业投资占整个固定资产投资的比重为35%左右,而房地产投资占比20%左右,地方政府投资占比45%左右(地方政府投资数据统计局没有披露,仅按照新闻发言人说法地方政府投资占地方投资48%匡算),可以看出制造业投资增速的稳健上移,不能完全对冲房地产投资和地方政府投资下滑,但可以延缓投资增速下降的速度。按照投资周期理论,制造业投资周期也即企业再生产投资周期可持续2、3年而不是2、3个季度。在转型和经济增速逐渐下降的大背景下,预计2012年,地方投资、房地产、制造业等投资增速将会明显放慢,总体来看,固定资产投资增速将较2011年有所放缓。

推动投资增长的不利因素

- 1、“十二五”规划第二年进入投资项目集中建设阶段,将在一定程度上带动投资较快增长。
- 2、战略性新兴产业的相关规划陆续出台,拓宽了新的投资空间。
- 3、在区域协调发展和主体功能区战略的作用下,中西部不断承接东部产业转移,逐步成为带动投资增长新的驱动力。
- 4、加大对中小企业支持力度,出台“新非公36条”相关配套措施有助于民间投资实现稳步增长。
- 5、地方债试点对于缓解地方政府融资能力起到积极作用。

抑制投资增长的不利因素

- 1、货币政策滞后效应与外部需求放缓相叠加将可能导致投资需求

有所放缓。

本轮货币政策趋于收紧以来，12 次提高存款准备金率，5 次提高基准利率，使得资金面总体保持偏紧格局。截止到 9 月末，M2 增速同比回落至 13%，M1 更是已经回落至 8.9%。然而，货币政策发挥效果具有一定的时滞性，这将对未来投资增长形成一定制约。此外，外部环境不确定性不断加大，欧洲主权债务危机日益蔓延，将会逐步影响到我国外需。历史数据表明，我国投资与出口关系紧密。我国制造业投资占全部投资比重较高，而制造业投资中与出口关联的行业、领域也较多，尤其是近年来，诸多加工贸易企业投资主要是依托外部需求而形成的。因此，货币政策的滞后效应和外部的不确定性相叠加，将有可能使投资增速放缓。

2、严厉的房地产调控政策将使得房地产投资出现实质性放缓。

当前房地产调控导致的地产景气度下行趋势已经十分明显，如房地产新开工面积增速 10 月以来已大幅度回落，同比增速从上月的 8.9% 回落到 2.2%，这预示着一个季度左右房地产投资增速也将出现较快回落，而且回落的时间也会比上轮周期更长，投资高点和低点之间调整的幅度也很可能超过上轮，其原因包括：这轮地产调控更重视增加房地产供给，由此导致近年来房屋新开工面积的增速远大于前两次，如 2004 年-2006 年期间，房地产新开工面积同比增速只有 26%，且在 20%以上的高位持续时间短；2007-2009 年，房地产新开工面积同比增速只有 35%，且在 30%以上的高位时间很短，而本轮地产调控期间，新开工面积同比增速较高，如 2010 年 3-10 月增速都保持在 60%以上，这就决定了本轮房地产库存积压的程度很可能超过前几轮；本轮政府为降低房价而持续进行地产调控的决心较大，这也决定了至少明年上半年地产调控不会有明显的放松，房地产销售的回暖也就需要更长的时间，房屋去库存的速度将会比 2009 年更慢。

3、地方财政风险和土地交易趋冷对地方投资融资能力形成制约。

当前，我国地方政府财政风险尽管总体可控，但风险正在不断聚集，部分地区出现的“停止付息”进而引发地方债流标，表明其财政风险已经暴露出来，对地方政府融资平台的管理将进一步严格和规范。考虑到地方政府逾十万亿的债务集中在今、明两年到期，分别为 24.5%和 17.1%，且明年由于经济增速下滑导致的财政收入和土地出让金增速放缓，地方政府还会面临比今年更大的偿付压力。因此，明年依靠扩大地方政府债务杠杆来推动基建投资较高增速将难以实现。

此外，土地收入不容乐观，地方政府加大供地力度，然而受到房地产调控政策及资金链问题影响，土地市场交易趋冷。2011 年 9 月，12

个重点城市居住用地成交面积为 752 公顷，而供应面积为 1265 公顷，相差 513 公顷。根据国土资源部统计，2011 年第三季度，全国主要监测城市各种地价格环比、同比涨幅较二季度全面下降。从土地供应市场交易情况看，高价地块数量明显减少，溢价率和竞价轮次相对平稳。这就意味着作为地方政府主要收入来源之一的土地出让金将大幅减少，不利于地方投资增长。

4、节能减排的形势日益严峻对投资增长形成重要制约。

进入 2011 年后，高耗能行业增加值和投资增速呈现加快的态势，使得节能减排的形势日益严峻。2011 年 9 月 7 日，国务院发布了“十二五”节能减排综合性工作方案，方案明确要求主要能耗和排放指标均较“十一五”有显著下降。因此，短期内将会抑制重化工业、高耗能等行业的投资增长。

5、企业效益指标回落，反映自筹资金能力下降。

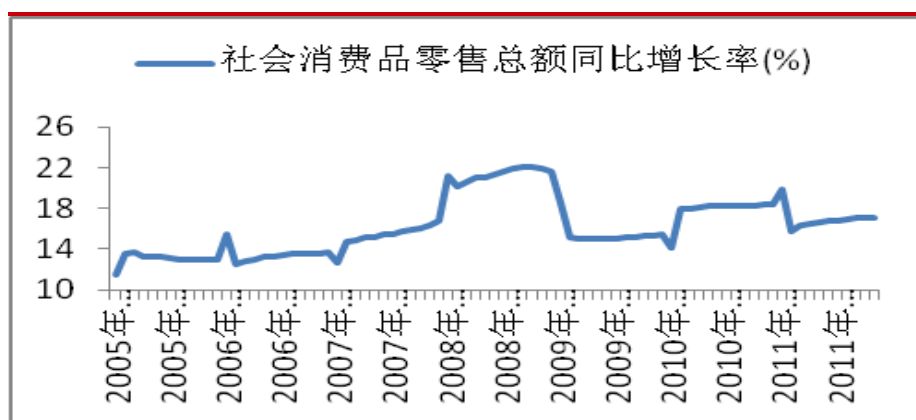
企业效益指标不断回落，表现为规模以上工业企业主营业务收入、利润增速连续放缓，1-8 月份，两个指标分别累计同比增长 29.9%和 28.2%，较上年同期下降 3.5 个百分点和 26.8 个百分点，前三季度则进一步放缓至 29.6%和 27%。企业效益增幅下滑将抑制企业自筹资金能力提高，2004-2010 年工业投资资金来源中自筹资金占比均值为 71.4%。因此，企业效益增幅减缓将对投资增速形成较大影响。

综合来看，2012 年固定资产投资增速将达到 20%左右，其中房地产投资将达到 18%左右。

(3) 消费：实际增速有所提高并成为稳定经济的主要因素

2011 年是“十二五”开局之年，前三季度消费品零售额增势虽然低于预期，但仍保持了 17%的较快增长，预计四季度消费需求将继续在上升通道运行。展望 2012 年，随着“十二五”扩大消费战略深入落实，消费实际增速将有所提高，成为稳定经济增长的主要因素。扩大消费的政策应聚焦在增加居民当期收入与财产性收入、提高社会保障水平，以提升居民即期消费能力和长久消费信心。

图 8：地方投资、房地产投资、制造业投资增速同比（%）



数据来源: wind 金元证券

利于消费增长的因素

1、世界经济前景暗淡，扩大内需要求更多依赖消费的拉动作用。

欧洲债务危机持续深化蔓延、美国主权信用评级被降低和世界金融市场进一步动荡等因素导致全球经济活力减弱，内外部失衡进一步加剧。2012 年发达国家有可能步入滞胀的泥潭，新兴经济体增速将继续放缓，世界经济将保持低速增长。国际经济环境严峻、人民币升值、贸易保护加剧以及我国出口品成本上升，2012 年出口增速将继续减慢。“十二五”限制高耗能产业和优化投资结构，也将在提高投资效益的基础上降低投资速度。在三大需求中，扩大消费需求顺应转方式、调结构的大趋势，也符合“十二五”规划预定目标，因此消费肩负着保持经济持续增长的重任。根据模型预测，在投资需求和出口需求增速回落的情况下，消费需求实际增速将比 2011 年有所提高，意味着消费需求势必成为支撑经济增长的重要因素。未来一个时期，我国经济将逐步向增速平稳、消费主导和质量效益提高的优化格局转换。

2、居民收入持续增长，居民消费能力有望进一步提高。

2011 年以来我国城乡居民收入不断增长，增速快于去年。前三季度城镇居民人均可支配收入 16301 元，实际增长 7.8%，比去年同期加快 0.3 个百分点；农村居民人均现金收入 5875 元，实际增长 13.6%，比去年同期加快 3.9 个百分点。粮食产量连续 8 年增产、各地提高最低工资标准 20% 左右、调高退休人员补助标准待遇、个税起征点提高以及就业形势良好均成为居民收入增长的源泉。截止 9 月末，全国城镇单位就业人员同比增加 555 万人，全国跨乡镇以外外出农民工的总量是 1.64 亿人，比去年同期增加了 606 万人。经济形势平稳、就业人员增加是中国经济好于西方经济的重要标志，也是扩大消费的资金物质基础。

3、城乡居民保障水平切实提高，抑制消费的后顾之忧减弱。

按照国务院部署，从 2011 年 7 月 1 日起，开展城镇居民养老保险试点工作，并扩大“新农保”试点覆盖面，全国新农保和城镇居民养老

保险试点县分别达到 1914 个和 1902 个，试点覆盖面达 60%。截止 2011 年 8 月底，两项试点参保人数达 1.71 亿人，其中领取待遇人数为 4518 万人。加上各地自行的试点，总参保人数达 2.12 亿人，领取待遇人数为 5925 万人。北京、天津、上海、重庆、辽宁、浙江、福建、江苏、海南、西藏、青海、宁夏 12 个省（市、区）实现了保障制度全覆盖。城乡居民社会保障水平切实提高，抑制消费的后顾之忧减弱，对于提升消费信心、增加持久消费具有积极作用。

4、保障房建设高效推进，将对相关住房消费有所带动。

1000 万套保障房全部开工是 2011 年房地产有保有压调控的重要体现，截至 9 月底，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已开工 986 万套，开工率 98%。北京、河北、山西、辽宁、吉林、江苏、浙江、福建、山东、广西、重庆、四川、陕西、甘肃、宁夏等 15 个省、区、市开工套数已超过全年目标任务数。“十一”前夕，国务院下发指导意见以“保障”保障房建设，在更为细化且全面的政策支持下，保障房建设后劲将更足，年底完全可以完成甚至可能超过预定目标。在保障房已经大规模开工建设的基础上，政府开始关注保障性安居工程使用、运营和管理机制，2012 随着部分保障房交付使用，将在一定程度上带动建材、家具和装饰装修等相关住房消费的增加。

5、文化产业发展在战略层面得到重视，文化消费增长机遇凸显。

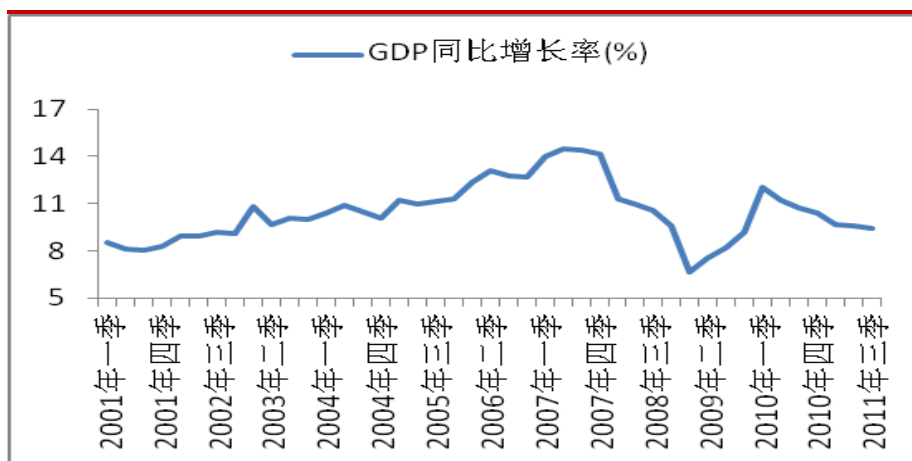
刚刚闭幕的十七届六中全会首次将“文化命题”作为中央全会的议题，文化产业在战略层面的意义凸显。“十二五”提出了“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”和“增强中华文化国际竞争力和影响力，提升国家软实力”的目标，此次会议审议的《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，对文化建设在精神导向、体制改革、政策措施等多个层面做出安排，注重培育主流文化，部署“文化兴国”战略。目前我国人均 GDP 已超过 4000 美元，文化、旅游等发展型和享受型消费增长正当其时，文化产业的大发展将促使民众的文化消费数量增加、质量提升、内容充实和形式多样。

制约消费增长因素

- 1、物价水平保持高位，对中低收入群体的消费具有负面影响。
 - 2、汽车和住房消费难以摆脱政策调控的影响，住行消费升级步伐放慢
 - 3、中高端商品进口关税不下调，影响高端商品消费的释放
 - 4、负利率和股票市场低迷，损害居民的实际利益和消费能力
- 实施扩大消费战略、确保居民收入增长的两个同步以及提高消费率是“十二五”规划的核心内容之一，随着经济内生性增长动力增强、收

入分配稳步推进、民生福利继续得到改善，消费需求有望继续保持平稳快速增长态势，预计 2012 年消费品零售额名义增长 16.5% 左右，较上年略有放缓，但扣除物价因素实际增长 12.6%，高于 2011 年 1.1 个百分点。分城乡看，城镇消费品零售额 182537 亿元，增长 16.6%，乡村消费品零售 28127 亿元，增长 15.9%。城乡消费差距维持在 0.7 个百分点的水平。

图 9：GDP 同比增长率（%）



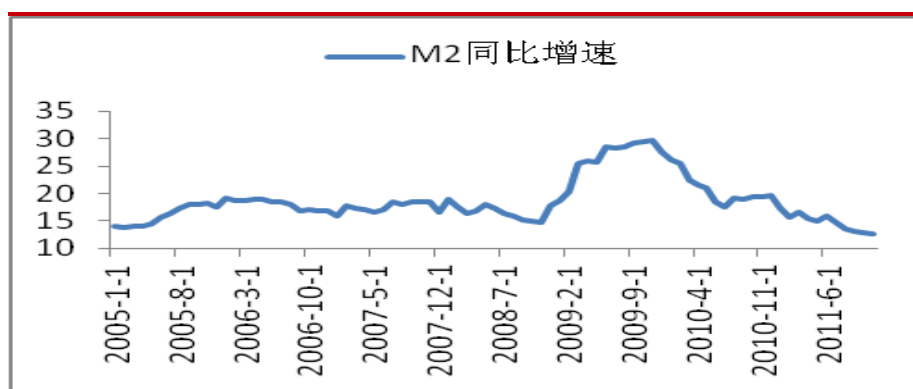
数据来源：wind 金元证券

受通胀和紧缩政策制约内需增长乏力、外需增长放缓影响，2011 年季度 GDP 走出逐季下行的态势，增速从一季度的回落到四季度的大约 8.7%，而且这种增速下行的趋势还很可能在 2012 年上半年延续，上半年 GDP 增速仍将继续下滑，并在二季度左右探出本轮经济调整的底部，但随后在多种经济力量的支撑下有望企稳回升，它们包括：通胀压力回落，市场内生的增长动能增强，积极的财政政策刺激，稳增长的措施逐渐见效等，当然我们也很难指望增速会像 09 年下半年一样经济增速出现快速反弹，毕竟两个阶段的内外部经济形势发生了很大改变，这决定了我国经济企稳后回升的力度仍偏弱，这也导致明年的经济增速相对于今年会继续下滑，增速可能只有 8.4% 左右。

四、政策从“控通胀”转向“稳增长”

我们的观点：由于货币超发带来大量的负面因素：房价的暴涨、CPI 的高企、土地财政的不可延续等等，导致宏观调控政策中的货币政策的调控将受到限制，而作为经济结构性的有效手段财政调控将走向前台。

图 10：M2 同比增速（%）



数据来源: wind 金元证券

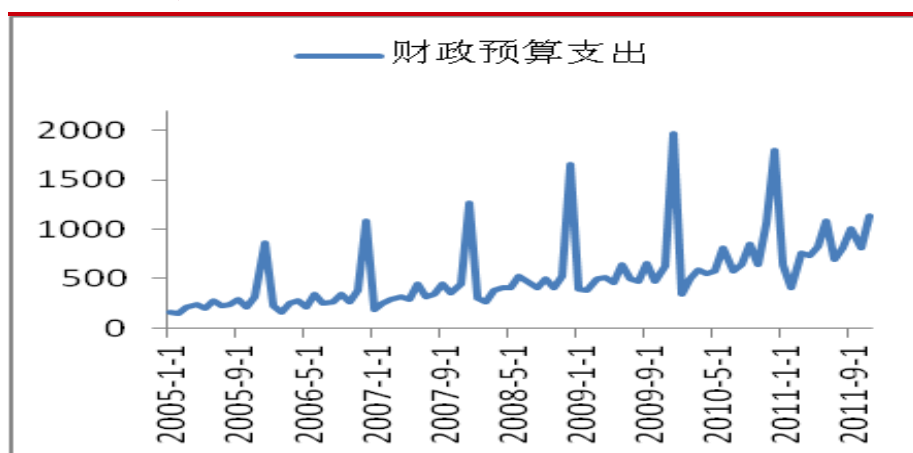
“政策转身”的关注点是财政政策在未来的投入将成为结构调整的主要手段。“制度转身”的必要性体现在税收结构的变化中央税收的过度集中将向地方平衡，资源税，房产税，消费税等补充地方财政的税源，地方债的发行。以及货币政策对流动性的再次分配，央行作为总量调控而银监会和各商业银行将会根据宏观调控的行政指导意见进行流动性再分配。

1、财政政策在“稳增长”方面将发挥更大的作用

2012 年，世界经济增速将继续放缓，通货膨胀压力居高不下，主要国家政府债务风险继续积聚，不同经济体宏观经济政策明显分化，贸易保护主义程度加深。国内经济受内外需回落的影响，下行势头将延续，通货膨胀压力依然较大，结构调整矛盾突出，潜在风险逐步暴露。因此，要坚持实施积极的财政政策，保持适度的支出增长，坚持有扶又控，大力保障和改善民生，在保持经济平稳运行的同时，着力推进经济结构调整和经济发展方式的转变，通过深化改革进一步激发自主增长活力，为我国经济进一步从政策刺激向自主增长有序转变创造条件。

(1) 财政支出有望保持适度增长

图 11: 2005 年以来财政支出情况 (10 亿元)



数据来源: wind 金元证券

1、继续实施积极财政政策，重大项目建设仍需大量投入。2012 年，为了保持经济平稳较快发展，国家将继续实施积极财政政策，中央预算内投资和各类中央建设基金、地方政府债券资金都要优先完成在建项目，有序启动“十二五”规划的重大项目。

2、增加“三农”投入，促进农业稳定发展。2012 年，国家要继续大幅度增加农田水利投入，加强以农田水利为重点的农业基础设施建设，完善良种补贴、农机购置补贴、农资综合补贴和粮食直补政策，推进农业综合开发和农村土地整治等。

3、继续加大投入，着力保障和改善民生。2012 年，国家将继续推进教育、医药卫生、收入分配和社会保障等重点领域的改革，加大教育、医疗卫生、社会保障和就业等方面的投入；将大力推进保障性安居工程建设，增加保障性安居住房的供应；适当提高新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险补助标准；继续提高企业退休人员基本养老金水平，实现新型农村社会养老保险和城镇居民养老保险制度全覆盖。

4、大力支持结构调整，促进经济发展方式转变。2012 年，国家将落实和完善财税扶持政策，加快培育和发展战略性新兴产业；落实和完善支持中小企业发展的财税政策体系，培育壮大服务业；落实推动区域协调发展的财税政策，推进西部大开发，加快新疆、西藏等民族地区发展；利用市场倒逼和政策支持，引导和支持企业兼并重组和技术改造，加快淘汰落后产能和抑制产能过剩。

综合考虑以上因素，初步预计 2012 年财政支出将增长 14.3%左右，达到 124400 亿元左右。

(2) 通过结构性税收调整，推动经济结构调整

为了促进自主增长动力的形成，实现经济结构调和发展方式的转变，加快推进“有增有减”的结构性税收调整。

1、完善增值税和营业税制度。为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，支持现代服务业发展，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将交通运输业、建筑安装业、邮电通信、房地产等目前征收营业税的行业列为增值税征收范围，相应调减营业税，从制度上解决货物与劳务税收政策不统一的问题。

2、加快消费税制改革。在增加和保持对一些过度消费会损害健康和环境的商品继续课以重税的同时，不再对部分已成为日常生活不可或缺的商品课征消费税，同时适度下调大多数商品的消费税率，通过调整消费税范围和税率结构，发挥消费税促进节能减排和引导合理消费的作用。

3、健全支持中小企业、节能减排、研发创新和战略性新兴产业发

展的税收政策。应进一步实施培育自主创新能力的税收政策,调整完善鼓励企业研发投入的税收优惠措施(如所得税抵扣),并制定支持新能源、节能环保、电动汽车、新材料、医药、生物育种和信息通信等七大战略性新兴产业的税收减免优惠措施,对政策重点支持的行业或领域实施优惠税率和扩大税前扣除范围。

4、全面推进资源税改革,逐步扩大资源税从价计征范围,适当提高税负水平。在尽快将资源税改革推广到全国的同时,应适时扩大征税范围,将煤炭等纳入资源税的征税范围,以进一步发挥促进资源合理利用的作用。

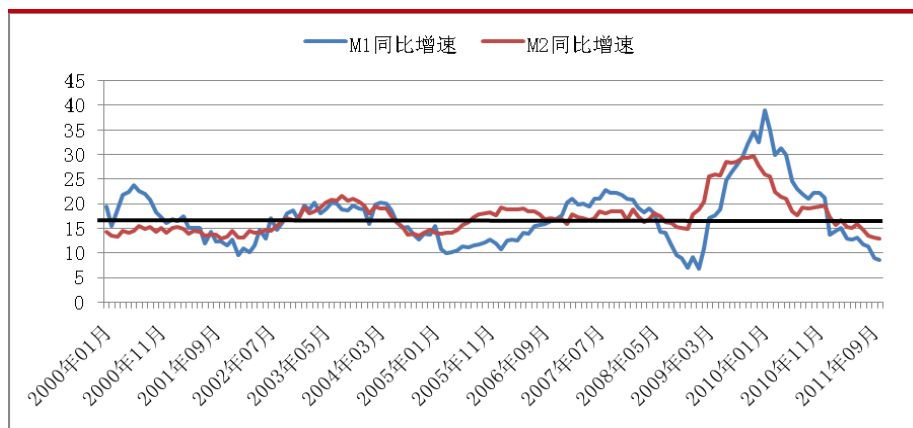
5、积极推进房地产税改革。房地产税改革在我国研究论证已久,并已进行了多年的“物业税”模拟评税空转试验,重庆、上海已进入试点的实际操作,目前推出房地产税改革时机基本成熟。征收房产税有利于政府在降低间接税比重的同时,强化主要针对富裕阶层的直接税,为地方政府提供稳定、大宗的地方税种,有利于房地产调控的有效推进。

2、货币政策 “稳”字当头

2011 年货币政策由“适度宽松”重回“稳健”,货币条件继续向常态回归,货币与信贷增速明显下降。2012 年国内和国际形势愈加复杂,金融调控需要应对多重任务、多重挑战。货币政策基调可定为“谨慎观察、灵活应对”,政策取向应做到“总量上中性偏紧,结构上定向宽松”。传统的货币政策工具运用空间有限,数量和价格型工具的运用要非常慎重。同时,应继续通过“疏堵结合”治理表外融资和民间借贷,从社会融资总量角度对“流动性闸门”加以控制。

(1) 货币将进行去杠杆化

图 12: M1、M2 同比增速(%)

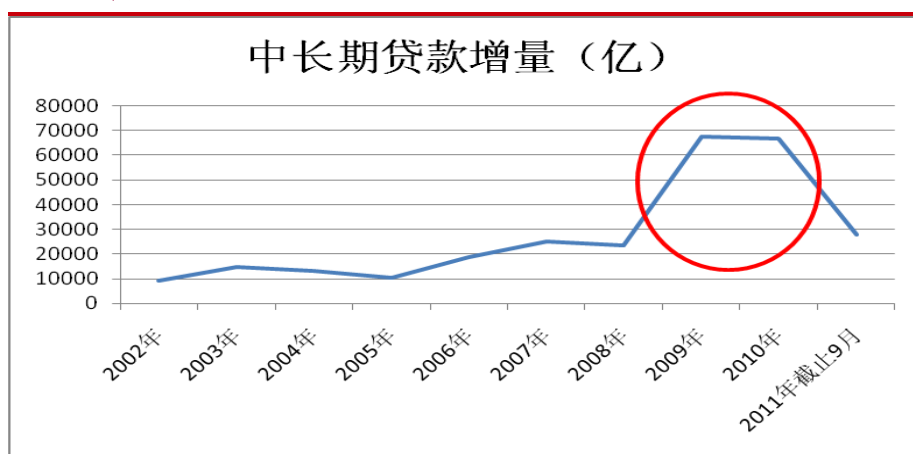


数据来源: wind 金元证券

08 年底到今年初这段时间的货币超发情况史无前例。不管从超发的时间上(长达 2 年多时间),还是从超发的数量上(与 M2 历史平均水平比较超发超过 7.3 万亿),都是 1990 年以来从来没有过的现象,这些超

过货币的消化，即使乐观假设每年消化 2 万亿（在 07 年之前，M2 年度增量最多的年份也只有 5 万多亿），也至少需要 3 年以上的时间。

图 13：中长期贷款增量（亿）



数据来源：wind 金元证券

08 年中长期贷款增量只有 2.3 万亿，09、10 年合计增加 13.4 万亿，从 08 年底以来，以高杠杆方式取得资金、大规模开展的地方政府投资和房地产投资，将在 2012 年底进入密集还本付息期，4 万亿投资的第二波负面冲击将爆发。

货币去杠杆化是还债和收缩的过程，将对经济产生深远的影响：

1、地方政府是去杠杆的核心。与房地产行业超过 100 万亿的规模比起来，股票市场不到 20 万亿的流通市值是个小市场，房地产行业正在进行的去杠杆化将导致地方政府今后的卖地收入锐减，由于卖地收入是地方政府最重要的资金来源，明年地方政府的基建投资将会明显下滑。鉴于地方投资在过去两年贡献了中国经济增长 60% 以上的比重，未来，经济增速向下是大概率事件，市场分歧只在于下降的斜率。

图 14：投资在 GDP 中占比（%）



数据来源：wind 金元证券

2、资金的挤出效应：中国政府的行为方式决定了优势主体在原来杠杆化的时候优先获得资金，而去杠杆的时候最后受损，这将表现为挤

出效应：大企业對中小企业资金的挤出；实体经济对虚拟经济的挤出。未来，为了还债，地方政府将会变间接融资为直接融资，地方资产证券化和减持地方国有股权将会是不得已而为之的选择。

(2) 从社会融资总量角度对“流动性闸门”加以控制

虽然 2011 年货币供应量增速明显放缓，但过高的货币存量水平仍成为潜在的通胀隐患。为此，2012 年的货币供应可能保持稳中适度偏紧，避免货币供应量在已有的高水平上继续过快增长，过度累积。现实中，高货币存量导致居民通胀预期强烈，“通货膨胀本质上是货币问题”的观念已深入人心，稳中偏紧的货币供应也有助于缓解高涨的通胀预期。2011 年前三季度 M2 增速明显放缓，预计四季度 M2 增速仍将保持较低水平，全年增速在 14% 左右。综合考虑上年同期基数较低、经济增速放缓、物价涨幅维持较高水平以及较高的通胀预期加快货币流通速度等因素，预计 2012 年 M2 余额将增长 15% 左右。

近两年我国金融创新明显加快，在银行信贷投放规模受到控制的同时，包括表外融资等直接融资规模快速膨胀，“社会融资总量”处于较高水平。因此，对社会流动性闸门的控制需要从“社会融资总量”的角度加以把握。2011 年下半年以来，随着监管层加强对银行理财和银行承兑汇票业务的清理和规范，表外信贷受到压缩，社会融资总量增势也有所减弱。预计 2011 年全年社会融资总量约 13 万亿元。目前，由于银行信贷投放仍受到控制，同时表外融资被限制、民间借贷资金短缺，社会整体流动性已经较为紧张，未来流动性调控不宜再进一步收紧，以防止金融风险集中暴露，经济出现大的波动。预计 2012 年社会融资总量将增长到 14 万亿元左右。

总之，在明年我国经济增长面临金融危机以来复苏后的二次探底情况下，明年宏观政策将有望更加注重稳增长，但这种稳增长的内涵将与 09 年有所区别，政府迫于财力、内外经济条件的约束都不会推出类似 4 万亿那样的大规模总量刺激计划，而是更加注重通过结构性减税、制度调整等方式来刺激市场内生力量的增长，增强它们转型动力，由此也可以促进经济平稳增长的同时，更好地为我国迎来下一轮以产业升级、消费升级为特征的经济繁荣到来创造条件。

五、投资策略：寻找“市场转身”后的做多机会

1、市场趋势分析

2007 年以来，沪深 300 指数在 3500 点以上形成了巨额套牢资金，其中大部分资金一直在苦苦等待解套离场机会。首先，在上一轮大牛市后半期的 2007 年下半年，持续大幅上涨的股票市场形成的巨大财富效应首次激发了我国全民股市投资热潮，形成了汹涌的储蓄搬家运动，在

沪深 300 指数 4000 点上方超过万亿的居民储蓄资金主要通过证券投资基金进入股票市场，这些储蓄资金中的大部分并未能在其后惨烈的熊市下跌前获利离场，而是集中形成了巨额的套牢盘。由于这些资金的性质，这些投资者并未有承受巨额损失的思想意识、准备和能力，其后的巨额损失让他们刻骨铭心，一旦指数有机会进入这一区域使他们能够成功解套离场，这些深受套牢之苦的资金将会如惊弓之鸟般地汹涌而出。其次，2009 年 7 月以后，沪深 300 指数 3500 点以上亦形成了相当的套牢盘，指数进入这一区域将面临相当压力。并且，值得注意的是，一旦有资金解救这部分套牢盘，上方立即面临 2007 年形成的套牢盘的空前压力，继续拓展空间所需的资金规模将更为庞大。第三，2010 年 10 月至 2011 年 7 月，长达 10 个月的时间内沪深 300 指数在 2900-3500 区间内震荡运行，随后破位下跌，在 2900-3500 区间内又形成了巨额套牢盘。因此，2007 年 11 月份以来，A 股市场运行中形成了层层巨额的套牢盘，A 股市场行情要向上拓展就将持续面临套牢盘解套离场所需的巨额资金压力。

整体来看，2012 年 A 股市场行情发展既面临有利的因素，也面临较大的压力。一方面，A 股市场整体估值水平经过大幅下降后已具备一定的安全空间，这将在一定程度上为市场行情发展提供有力支撑。另一方面，稳健的货币政策很可能继续贯彻实施，将难以带来大规模的资金供给刺激，通胀背景下的经济减速将使上市公司业绩增速进一步下降，四年间形成的巨额套牢盘、解禁限售股减持压力持续存在和市场融资压力巨大等都将形成巨大的资金需求压力，资金紧缺将始终是制约市场行情发展的主要不利因素。考虑到当前市场估值水平已具相当的安全空间，2012 年 A 股市场行情发展体现为底部震荡的可能性较大。但是，结构性风险也不容忽视，主要体现在中小板和创业板上市公司上。

A 股市场将在未来出现“结构性转身”，由于传统的周期性行业将在国民经济中的权重会动态下降，流动性将在财政投入的行业显现，指数在未来行情中不会出现特别明显的趋势行情。预计，2012 年股指的主要波动区间在 2200 点-2800 点之间，极端点位在 1800 点-3000 点。一季度可能会出现阶段性低点，随后由于全球救市流动性释放或将催生市场出现结构向上上涨；三、四季度实体经济景气上行，欧美债务对于市场的影响进一步弱化，市场有望进入主升浪。

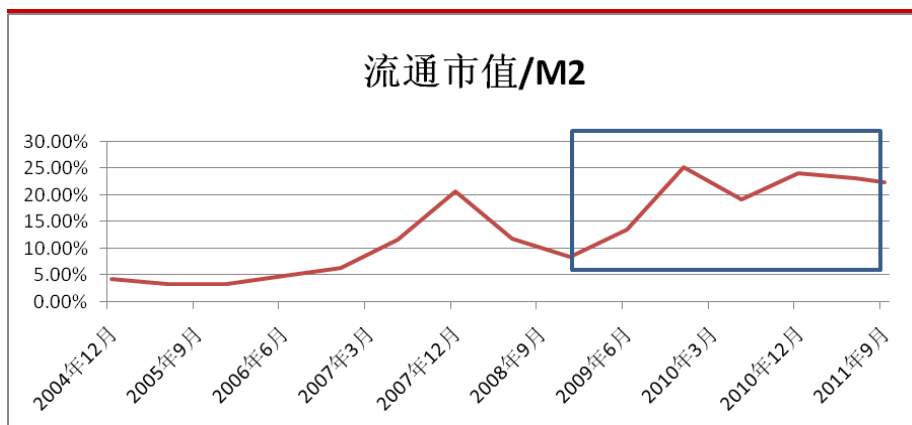
2、制定投资策略的主要依据

(1) 市场估值去杠杆化

从估值来看，很多股票处于历史底部区域，但如果横向与其他市场比较的话，目前 A 股的估值优势并不明显。A 股过去相对于其他市场高估值的一个重要原因是由于实际流通市值比例较小，过多的资金追逐较

少的股票。自 09 年以来，A 股的供需已经发生很大的变化，我们可以用流通总市值/M2 看出这种变化：相对于中国快速扩张的货币供给速度，流通市值的扩张速度更快，08 年底以来，货币供给扩张了 72%，流通市值扩展了 3.26 倍。

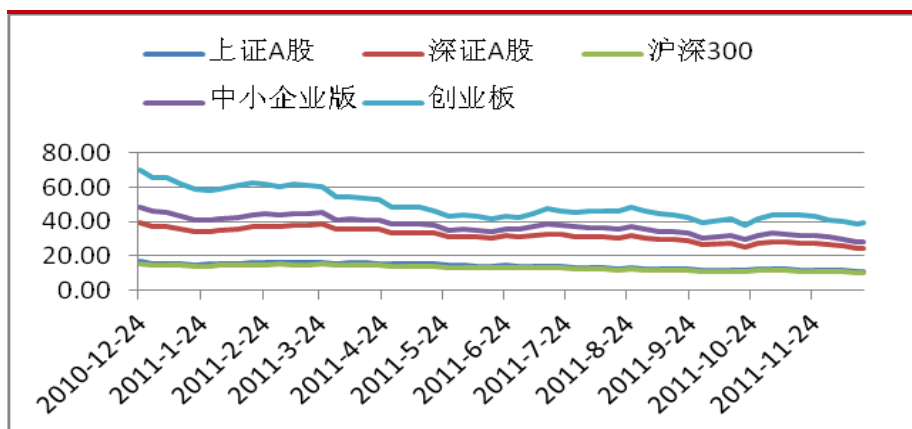
图 15：流通市值和 M2 的比值 (%)



数据来源：wind 金元证券

未来较长的时间内，在资本市场国际化、地方政府变间接融资为直接融资以及创业板造富运动的推动下，股票的潜在供给只会增多，不会减少，而货币供给速度也即股票潜在需求的增速则受能力提升和通胀硬约束没有进一步加速的可能，股票供求失衡决定估值并不具有大幅提升的基础。

图 16：A 股市场估值水平 (倍)



数据来源：wind 金元证券

目前 A 股市场估值 PE (TTM) 的中枢 15 倍左右，具备一定的修复空间。历史数据显示，利率周期和通胀周期是影响 A 股整体估值的两大因素。利率周期的角度看，我们认为中期内 A 股 TTMPE 波动区间在 13-17 倍，中枢位置 15 倍左右。而截至 2011 年 12 月 15 日的 A 股 PE (TTM) 为 11.14 倍，已经击穿区间下轨，未来具备向上修复的可能性。

我们通常以一年期存款利率和国债到期收益率作为大类资产比较的参考利率。但从 2011 年的市场表现看，尽管 A 股整体估值水平相对

国债收益率和存款利率的优势显著，但是估值水平依然处于下降通道；主要原因在于实体经济的流动性紧张和融资成本不断攀升抑制了 A 股市场的配置价值。从票据贴现利率看，长三角票据直贴利率水平由 2011 年年初的 5.35% 升至 2011 年 11 月 7.50%。其间，2011 年 10 月达到最高值 13%，与此同时，A 股的 PE (TTM) 估值跌至 13.8 倍的阶段低点。可见，反映实体经济资金供需状况的票据贴现利率也是确定估值趋势的重要参考。

同时，我们认为市场估值修复的节奏与通胀压力的缓解存在一定关系。为了降低银行、石油石化等权重行业利润波动带来的结构性影响，我们以剔除银行石油石化的 A 股 TTM 估值衡量市场的估值水平。从历史趋势来看，市场估值的修复通常滞后于 CPI 同比增速的回落，较为显著的 CPI 高点在 2001 年 5 月、2004 年 12 月、2008 年 3 月和 2011 年 8 月，而对应的滞后期基本在 6 个月。通胀下行带动估值上升的核心因素是利率或者货币环境，随着 2011 年 7 月通胀见顶，12 月央行下调存款准备金率，标志着货币环境显著改善，按照上述时间节奏看，我们预计明年一季度市场估值可能会有小幅提升。

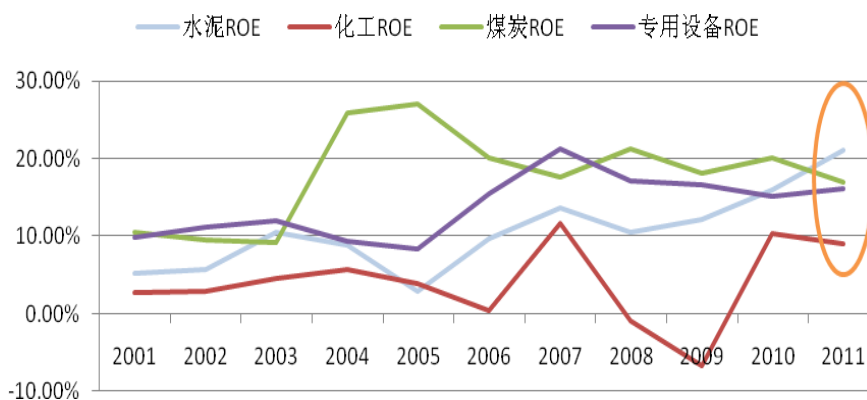
(2) 周期股可能出现脉冲式的机会

从较长时间来看，低市盈率的周期股与大盘股已经没有了机会。我们不可能指望政府在 4 万亿之后，再次放松政策来赚大钱、指望政府制造新泡沫来解决旧泡沫无异于等待“末日黄花”。

从客观条件看，目前全球的资源价格还在高位，价格相对于需求的弹性很高，如果中国的投资增长再次加速，在美联储没有趋势性地收缩货币的情况下，资源价格的上涨将很快恶化投资的价格环境，对投资形成实质性的制约。

周期股估值是否合理主要不是看市盈率而应看 ROE。不少周期性行业虽然经过下半年的调整，景气度有所回落，但依然处在过去 10 年的高位，例如没有多少供给壁垒的水泥行业，部分上市公司（如：海螺水泥）的年化 ROE 已超过了 30% 的水平。即使行业的供给短期还没上来，由于投资的去杠杆化是大趋势，投资驱动的需求难以再上台阶，高 ROE 的周期股依然处于“上升没空间、下降有空间”的局面。

图 17：周期股 ROE 情况 (%)



数据来源: wind 金元证券

周期性股长期没机会,短期脉冲式机会可能还会存在。在未来一段时间巨量存量资金重新配置和增量资金可能放松的背景下,低估值周期股的脉冲式机会值得期待,只是在时间上可能要更靠后一些,在经济增速由减速转为增速的时点是投机周期股的好时机,如果这次大家对明年的经济走势预测正确,周期股的投机时间在明年一季度。

(3) 投资成长股

去杠杆化的过程同时也是经济升级与转型的过程。新兴行业、消费服务业和制造业升级是推动中国经济转型可能的突破方向。正如纳斯达克市场的推出呈数倍地放大了美国经济的创新动力,中国创业板的推出同样具有战略意义。如果能保持每年三四百家新公司上市的规模,五年之后回过头看,创业板市场可能会成为中国经济转型与升级的加速器,一大批新兴企业将可能会成为推动创业板市场成长的中坚力量。

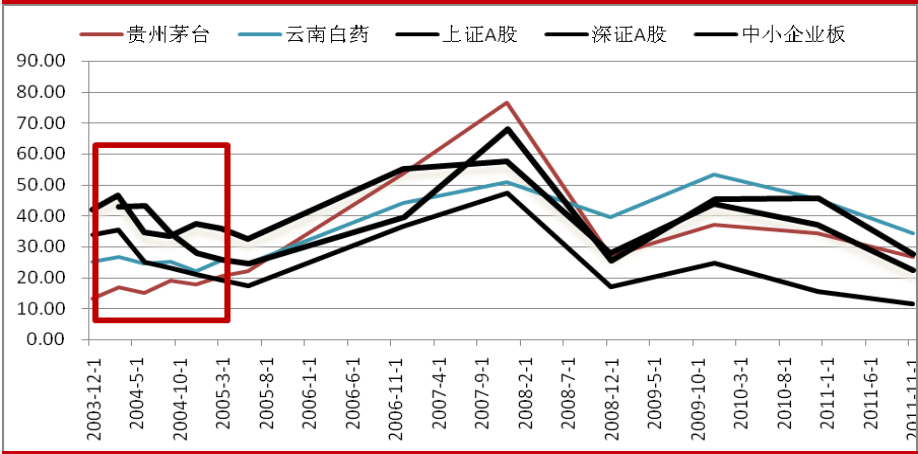
投资成长股不等于投资小股票,由于去杠杆化抑制,未来中小市值股票并没有估值整体抬升的机会,由于行业成长空间与公司竞争力的局限,相当部分创业板、中小板的股票未来一两年股票价格未必能见到新高。09年和10年那种只要是中小市值股票就一飞冲天的局面已经结束,未来一段时间,无论大股票还是小股票,只要不具备持续高成长的能力,市盈率都不具有提升的基础。

2011年8月底至10月底期间,自6月底走强的很多成长股跌幅巨大超出我们的预期,这让我们有必要对成长性股票投资一定的做反思:

1、04、05年是中国股票史上经典的成长投资时期。在市场整体走弱的情况下,当时的苏宁、茅台、海工、白药和张裕等少数持续高成长的股票获得持续正收益。目前市场逐渐趋于一致寻找成长股可能存在的陷阱在于:04年成长股启动时市盈率低于当时的市场整体估值(04年初茅台只有16倍PE、白药26倍PE,而上证PE是36倍、深成指46倍),而目前大家正在寻找或者已经找到的成长股PE远高于目前市场整体估值水平。

2、04、05 年的成长性股上涨依靠业绩驱动而非 PE 上升。整个 04、05 年期间，这些股票的 PE 基本平稳并落后于当时的市场整体水平，而市场整体 PE 则经历了逐步下降的过程并在 05 年中期与成长股 PE 接轨，牛市开启。

图 18：成长股和市场估值的比较



数据来源：wind 金元证券

由此推测，未来去杠杆和转型的背景下，市场长期缺乏系统性的机会，但对成长股的追逐将形成长期一致预期。一致预期就会导致泡沫。现阶段泡沫化的成长股不会像 04、05 年市场没有一致预期情况下走出持续行情，而是在泡沫化与去泡沫中不断波动，最终不断集中，走出少数牛股。

对历史上的成长股做简单测算，以上市首日市值低于 100 亿为基准并剔除重组因素，到目前为止，过去 20 年上涨超过 10 倍的比例为 6%，如果缩小范围，仅对 2000 年之后上市的公司比较，则该比例为 4.9%。由此来看，寻找成长股注定是困难的事情，对个股的认识需要经历“肯定---否定---再肯定”的多次循环。但从大的趋势上看，成长股无一不是出自代表过去 30 年中国发展方向的房地产、金融、制造、有色和消费类股票中，所以未来在不转型无路可走的条件下投资成长股，我们需要抓住代表未来发展方向的大趋势，同时摒弃一些行业（即使估值便宜）。乔布斯传中苹果第一大股东马库拉有句话让人印象深刻：为了做好我们决定做的事情，我们必须拒绝所有不重要的机会。

我们不妨借鉴一下美国股市的市值结构：

表 5：美国股市的市值结构

中美两国股市市值结构对比			
行业	美国（%）	中国（%）	空间倍数
健康护理	12.1	3.3	3.6
信息技术	18.8	6.64	2.8
必须消费品	11.5	5.8	2.0

公用事业	3.7	2.5	1.5
可选消费	10.1	8.1	1.2
能源	10.7	13.4	0.8
工业	10.3	15.4	0.7
金融地产	16.3	28.1	0.6
通信服务	3.0	5.3	0.6
原材料	3.4	11.4	0.3
备注：对信息技术行业市值添加了百度、腾讯和阿里巴巴；对通信服务行业市值添加了中移动			

数据来源：wind 金元证券

通过比较，可以看出：中国医疗保健行业空间最大，其次是信息技术，第三是必须消费品。其余行业，中国要么超前发展，要么与美国比例相当。当然由于国际分工的不同，这种比较可能有失偏颇，但长期来讲，医疗保健行业、信息技术行业和消费行业确实是最容易出牛股的行业。未来我们将着重精力在这些代表未来转型方向的行业深入挖掘成长股。

在目前时点，中国经济和股市的长期前景不容乐观，中国经济转型也充满了不确定性。在未来较长的时间内，不管宏观政策和经济走势如何演绎，真正的成长股将走出独立行情。持续上涨的股票将成为“稀缺资源”。我们长期投资业绩有多好，不是看你整体股票仓位有多少、也不是看你对时机选择的判断与操作水平如何，而是看你持有真正成长型股票的“有效仓位”有多少。

(4) 行业配置（自下而上）

下游行业：

房地产：房地产调控政策将继续保持从紧，未来房地产市场将步入量价下行阶段。长期来看，由于房地产行业发展的内在驱动依然存在，估值水平较低，因此具备较强的中长期投资价值；短期来看，预计受短期房地产市场量价将向下调整，明年上半年系统性机会不大，可关注超跌反弹机会；下半年有望随经济增速回升，同步出现趋势性机会。（中性）

汽车：从汽车及零部件上市公司业绩报的数据以及我们对部分上市公司的调研情况来看，形势远比协会的统计数据要严重，有近一半的企业净利润同比呈现负增长，而且还有继续下滑的趋势，明年较为看淡行业的投资机会。（看淡）

食品饮料：由于通胀见底回落，对于相关农产品价格关联度较高的公司比较看淡；此外，明年对于高档白酒行业可能会征收消费税，白酒子行业将淡出我们的配置；其他子行业仍会有较好的投资机会。（看好）

商业零售：从 2011 年各月零售额增速变动趋势来看，上半年在通

胀压力持续增大，市场前景跌宕起伏，消费者信心不断下降的影响下，百家零售企业零售额增速是逐步放缓的，而从 7 月份起，随着国家控制物价政策坚定不移的推动，物价上涨出现下滑拐点，消费者重拾信心，百家零售企业零售额稳步回升。（看好）

医药行业：看好具有持续创新能力、较强竞争壁垒和扩张能力强的化学药企业、具有承接全球医药产业转移能力的特色原料药公司、看好独家品种和具有成本传导能力的中药企业、高成长医疗器械类公司、以及商业龙头企业。（**强烈看好**）

农林牧渔：我们预期明年 CPI 会有较为明显的回落，农业整体将难以有靓丽的表现。但大板块下还是蕴含着个别子行业的较为明显的机会，我们看好种业，其次为海珍品。（中性）

纺织服装：从国外数据和纺织上市公司现存订单来看，2012 年一季度或将是一个历史的低点，待利空因素释放殆尽，市场估值进一步调整后，战略布局纺织行业优质公司。服装板块，选择以量为主要增长模式的子行业：休闲服饰行业与户外服饰行业等。（看好）

文化传媒：十七届六中全会决议将文化产业的重要性提升至空前高度，国家政策支持将成为行业发展的长期催化剂。历史上，越明确的政策带来的板块涨越显著。展望明年，我们关注政策的焦点仍在体制内国有媒体的改革和整合。对于广电系统，关注三网融合逐步推进，有线网络加快改造与整合。对于新闻出版系统，关注跨媒体跨区域并购。（**强烈看好**）

中游行业：

化工：基础化工由于国内需求方面仍然不振，出口方面欧洲经济面临不确定性，因此，我们预计明年上半年化工行业景气度仍然难以大幅度回升。基础化工行业特别是大宗品的价格难以有较为明显的涨幅。（中性）。

为了促进我国经济结构调整，实现国民经济的优化升级，同时促进化学工业的自身调整和增强产品竞争力，必须大力发展精细化工，特别是市场潜力较大的专用精细化学品。预计 2015 年我国精细化工的产值将超过 1 万亿元，跻身世界精细化工大国和强国之列。因此精细化工的市场前景广阔，有较多的投资机会，其中新领域精细化工和化工新材料将是投资的重点。

展望 2012 年，行业整体仍将承受成本上升和需求不振的双重压力，在这样的压力下，我们不得不将投资视线转移到具有盈利稳定性和成长确定性的子行业和标的上来。相对于大宗化学品的周期性而言，精细化工行业的稳定性无疑更为优秀。（**强烈看好**）

石油开采和冶炼：在全球上游油气投资快速增长的大环境下，我国

在油气产能缺口显著、三大油企“走出去”和煤层气、页岩气开发的推动下,也将实现油气勘探投资的稳定快速增长。BP 近日重获许可恢复墨西哥湾钻探作业,其在安哥拉和北海的钻探平台也将集中结束检修;2011 年之后半潜式平台投放将大幅下降、自升式平台也处于淘汰高峰期,因此我们认为行业景气有望明年加速提升。过去 10 年中,虽然经历了 08 年以来的金融危机,但全球在转钻机数量平均增速(5.96%)大约是油气产量增速(1.02%)的 6 倍之多,前者在 09 年和 10 年更是达到了 20%以上。这表明即使维持原油产量的缓慢增长,也需要新建大量的油气井。因此,再考虑到老油气井的稳产需要,我们认为油服行业的需求不容易受到经济动荡的冲击,有望在 2012 年实现行业稳中有快增长。(看好)

建筑建材:我们预计水泥行业处于供需弱平衡。虽然 2012 年需求增速(9%)有一定程度的下滑,但是在水泥投资也在下滑的情况下,需求增量仍然是略大于供给增量。在此格局之下,我们认为 2012 年政府对于我国宏观经济下滑的忍耐度是有限的,而投资是政府拉动经济最主要的措施。因此,我们预计一季度末非常有可能重启投资,水泥需求也将随之带动,2012 年的水泥行业或将“前低后高”。(看淡)

其他建材行业中管材业受益于建材相关固定资产投资增速唯一加速的水利投资;看好今后两年地铁通车高峰潮带来专业装饰材料需求爆发增长;以及与节能环保有关的新材料公司。(中性)

机械行业:比较典型的周期性行业,与房地产、铁路、公路、基础设施建设、汽车等相关度较高,受国内外宏观经济政策和经济波动影响很大。行业的景气度下滑,短期看,机械行业还不具备获得超额收益的外部条件。我们预计 2012 年,机械行业中主题和成长性两种机会是我们投资策略的重点和首要选项,这里主要包括:军工机械、核能设施基础件、水泵与农业机械、煤化工装备。(中性)

电力设备:国家电网的资产整合价值仍有待挖掘,从国家电网资产整合的步骤看,基本形成了国电南瑞为主导的二次设备,以置信电气和安泰科技为主导的配网变压器,以常州东芝为主的主干网变压器,以平高电气和山东鲁能恩翼帕瓦为主导的开关产品,以许继集团为主导的电力电子和二次设备等核心电力设备产品集群,后续价值仍值得挖掘。节能减排和高压变频是重点投资标的,余热目前已经进入平稳增长阶段,低压变频受制于宏观经济影响短期有压力。相对而言,高压变频的节能效应是其抗周期的重要原因,也存在持续的市场机会。关注景气行业的龙头品种的投资价值和细分行业成长性品种的投资价值。(强烈看好)

上游行业:(看淡)

金融服务业:

银行: 从 2011 年前三季度情况来看, 上市银行业绩总体表现较好, 利润增速仍保持较高水平, 但由于受到存款活期化率下降、存款重新定价以及贷款利率上行空间有限的影响, 我们预计银行 NIM 上升的速度会进一步放缓, 而生息资产的规模增长受到总体贷款规模增速的限制, 未来银行业利润增速或回归常态。目前, 融资平台问题受益于地方债发行政策的推行有所缓解, 而房地产市场调整将成为银行业资产质量的重要关注点, 以当前银行业较低的估值水平来看, 存在安全边际, 但建议投资者密切关注房地产市场变动趋势。(看好)

非银行金融:

证券行业: 市场短期内出现反转的概率有限, 因此我们更倾向于安全性高的券商; 另一方面, 中长期看证券公司的出路唯有依靠转型与创新, 具备上述潜质的券商将同样具备较高的成长性。目前寿险业正处于底部反转阶段, 而产险业则已接近承保盈利周期顶部。(中性)

保险行业: 寿险业底部反转将分为资产负债表修复和保费成长性回归两个阶段展开, 目前正处于资产负债表修复初期, 寿险公司类似于高杠杆的混合型偏债基金。而产险业承保盈利周期见顶, 但财务业绩能在高位维持。在商业车险费率市场化以及交强险对外资放开等负面政策传闻的打压下, 产险公司仅存在区间波动的交易性投资机会。(中性)

TMT 行业:

我国“十二五”宽带战略即将推出, 在政策支持的大背景之下, 互联网用户需求变化、云计算和物联网等创新业务带动对于带宽的需求, 将推动运营商资本支出中心向宽带接入网和传输网方面倾斜。未来几年, 国内宽带建设将迎来大规模发展机遇, 宽带网络设备投资将持续旺盛。FTTX 投资占比在宽带建设中逐渐增大, 产生对于系统设备、光纤光缆、配套设备的投资需求。重点看好其中光通信系统设备和配套设备厂商的投资机会, 并认为光纤光缆行业在 12 年可能迎来景气度上升。

(强烈看好)**节能环保:**

固废行业增速最快, 未来十年年复合增速达到 20%。在三种技术路线, 焚烧将优先发展, 焚烧是解决垃圾围城的最快途径, 综合处理前景广阔。污水行业投资治理体量最大, 未来五年仍将保持较快增速, 污水处理项目更多地朝三、四线城市及中西部地区转移, 我们看好受益于水质提高的膜处理产业。火电厂大气污染物排放标准出台, 前端低氮燃烧+后端 SCR 成为标配, 低氮改造市场容量在 15 亿, 市场空间有限, 关注由此带来的催化剂市场机会。关注生物质发电行业机会, 农村能源工作会议出台

生物质发电装机规划,未来5年翻一倍,目前生物质发电行业的各项政策已经到位,关注相关的投资机会。(强烈看好)

交通运输:

2011 年交通运输行业固定资产投资增速放缓,特别是铁路固定资产投资增速大幅下滑。客货运量保持稳定增长的态势,但是增速普遍有所放缓。由于世界经济的衰退,全球航运市场和航空货运市场呈现低迷态势,国际航空货运市场也处于下滑态势。岁末年初,航空客运市场传统进入旺季,不过在运力供应比较谨慎的情况下,行业仍有望保持相对较高的票价水平和客座率,航空公司国内客运业务仍将获得较好的盈利水平。(中性)

展望明年,股市面临的是通胀和经济双下行的收缩期,虽比今年二季度以来的滞胀期情况要好,但流动性改善的不确定性(政策小幅放松与经济活力下降和跨国资本流出之间的博弈)依然较大。因此除了继续看好受益于渐进的流动性改善和原材料成本下降、基本面较稳定的板块之外,大方向上我们建议遵循经典的美林投资时钟,以防守性增长型股票为主且从必需消费品逐渐切换到稳定增长类股票,从产业链价差演变角度出发我们判断这些股票主要集中在下游行业中受宏观经济波动影响小且受政策扶持的细分子行业。此外,换届年政策红利推动下的逆周期性质的板块有望提供进攻性。最后,我们建议继续回避上游行业、房地产链相关行业和外贸依存度大的行业,并对美元指数的上行风险保持关注。

表 6: 行业配置投资组合

行业	公司推荐
房地产	荣盛发展、滨江集团
食品饮料	伊利股份、黑牛食品、量子高科
医药行业	人福医药、莱美药业、
商业零售	海宁皮城、三江购物
农林牧渔	獐子岛、荃银高科
纺织服装	九牧王、探路者、罗莱家纺、七匹狼
文化传媒	奥飞动漫、乐视网、蓝色光标
化工	盐湖集团、雅化科技、金发科技、西陇股份
石油开采和冶炼	中海油服、海油工程、通源石油
建筑建材	江河幕墙、北京利尔
工程机械	中国重工、郑煤机
电力设备	国电南瑞、合康变频、阳光电源、泰豪科技
有色金属	东方锆业、格林美
银行	兴业银行、民生银行
非银行金融	中信证券、中国人寿

TMT	中兴通讯、卓翼科技、中国联通
节能环保	碧水源、桑德环境、三维丝
交通运输	大秦铁路、保税科技

(5) 主题型投资机会

近期中央政治局工作会议研究 2012 年经济工作，主要观点是积极培育和发展战略新兴产业并有序推进“十二五”规划确定的重大项目。

表 7：主题型投资组合

子行业	内容	细分类别	相关重点上市公司
农业科技及水利	明年对农政策将聚焦农业科技，政策的主要方向是推动农业科技机制创新，加强科技资源的集聚、成果转化和技术推广。其中，对农业科技的金融支持有望成为重要内容。	农业机械、种业、农药及化肥、农业水利等	壹桥苗业、登海种业、安琪酵母、海大集团、大禹节水、新界泵业
新能源和可再生能源	“十二五”期间我国将扩大可再生能源的比重，全面提升产业能力，而生物质能源可以代替多种能源品种，特别是在未来替代液体燃料方面，作用非常显著。	目前国内新能源及可再生能源主要是甲醇、乙醇、太阳能、风能及核能。	精工科技、三安光电、天龙光电、国电南自
新材料	现代高新技术和产业的基础和先导，国家推动新兴产业的发展和经济结构的转型，首先要解决材料问题，新材料最有可能优先受益。“十二五”期间新材料产业年均复合增长率可达 30%，行业具备投资潜力。	高性能纤维、稀有金属材料、稀土功能材料、高强轻型合金、碳纤维复合材料等	方大炭素、利源铝业、安泰科技、久立特材
节能环保	在“十二五”政策大力推动环保机制改革的背景下，我国环保行业有望迎来一轮跨越式的发展，历史经验表明，每当环保政策集中出台时期板块通常会迎来较好表现，目前我国环保产业盈利模式逐步成熟，市场认可度和覆盖面也大为提高，环保产业已初步具备了以市场机制更为高效的参与国家环保工作建设的能力。	余热余压利用装备、节能监测技术和装备、示范膜材料、高性能防渗材料、脱硝催化剂、污水、垃圾处理、废物综合利用	三维丝、碧水源、桑德环境

十二大金股：海康威视、蓝科高新、獐子岛、七匹狼、碧水源、机器人、大禹节水、神开股份、中顺洁柔、桑德环境、奥飞动漫、大华股份

注：以上行业及公司推荐理由整合自多家券商的研究报告

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王 睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊 文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，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、财务状况或需要。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。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。