

日期: 2012 年 01 月 05 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120014

调整大格局未变，技术上或有小反弹

——2012 年 1 月份 A 股市场投资策略

■ 主要观点:

2011 年 A 股市场是新兴市场下跌的缩影

放到国际市场看，A 股的熊无疑可视为新兴市场下跌的缩影，是在全球性危机持续以及货币化的危机治理过程中新兴市场资产价格和实体经济遭受双重冲击的缩影。

增长和通胀在回落趋势中，新的指示性意义不大

未来主要跟踪这两者的同比见底或环比转正。增长回落持续，PMI 因节日因素弱势小反弹，预计 12 月份 CPI 为 3.9 - 4.0% 左右。

关注政策动向和流动性季节性放缓的力度

政策总体上喊着稳中求进和适度微调，但进取性方面远低于市场预期。市场信心除了受制于经济基本面之外，市场层面本身积重难返，制度变革势在必行，建议关注金融工作会议上更高层面的政策精神。

人民币汇率创新高和美元强势对 A 股不利

人民币汇率已不断创出新高，对经济、股市的影响偏负面。美欧经济势头不一、欧债危机、伊朗问题以及美国对公民海外资产的查处等将持续推升美元，这将制约全球风险资产价格以及主导全球资金流向，新兴市场资产价格仍处漩涡中。

调整大格局未变，技术上或小反弹，参与性不强

大盘大调整的格局未变，预计本月上证指数仍有创出调整新低的可能。由于临近春节，经验操作或催化技术反弹，但我们认为静观市场制度变革层面的动向或是上策。

维持年度策略的配置节奏

1 月份可相对集中配置低估值端的防御性，如业绩增速下降但确定性强的银行、股价先跌并基本反映房价下跌预期未来受益政策松动的龙头房地产公司，业绩稳定的石油石化等，还可配置行业景气度上升的火电，回避原材料、中游制造业，注意防范部分热点题材及新技术新服务公司的年报业绩风险。

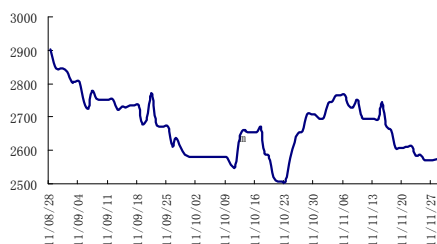
报告编号

ZXY12-M01

相关报告

报告首发日期: 2012 年 01 月 05 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目 录

目 录.....	1
图.....	1
表.....	2
一、去年市场回顾：新兴市场下跌的缩影.....	1
二、增长和通胀在回落趋势中，新意义不大.....	3
■ 增长回落持续，PMI 弱势小反弹.....	3
■ 预计 12 月份 CPI 为 3.9 - 4.0%左右.....	6
三、关注政策动向和流动性季节性放缓的力度.....	7
■ 总理喊话，央行基调坚定.....	7
■ 信贷季节性释放与外汇占款负增长.....	8
■ 汇率异动及美元强势影响负面.....	9
四、大调整格局未变，技术上或小反弹.....	10
■ 大势研判：调整大格局未变，技术上或小反弹参与性不强.....	10
■ 维持年度策略的配置节奏.....	11

图

图 1 全球重要股指年度表现 (%).....	1
图 2 主要成份指数年度表现(流通市值加权平均) (%).....	2
图 3 各一级行业年度表现(流通市值加权平均) (%).....	2
图 4 发电量增速 11 月份持续个位数 (%).....	4
图 5 随着 PPI 等下滑，重工业增加值回落幅度加快 (%).....	4
图 6 名义消费增速平稳 (%).....	4
图 7 房地产投资高位回落 (%).....	5
图 8 出口增速快速回落 (%).....	5
图 9 制造业 PMI 季节性回升 (%).....	6
图 10 从周频数据看，食品月环比涨幅可能为正 (%).....	6
图 11 CRB 综合现货指数跌 1.5% (%).....	7
图 12 新的信贷周期开始，1 月份新增人民币贷款将有较大的 跃升.....	8
图 13 M1 在 1 月份必然探底向上%.....	9
图 14 市场流动性缺口逐步收敛，但仍为负值 (%，点).....	9
图 15 人民币升值创新高 (%，点).....	10
图 16 多因素主导美元指数强势.....	10

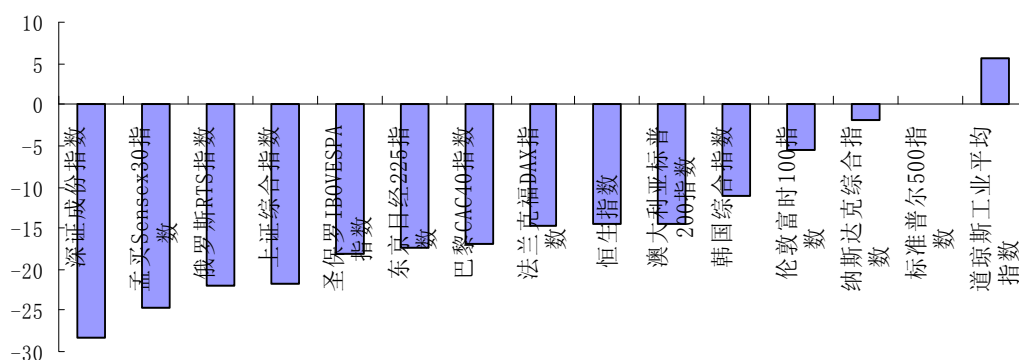
表

表 1 证券市场各类产品收益率普遍不佳	3
---------------------------	---

一、去年市场回顾：新兴市场下跌的缩影

2011 年 A 股市场不亚于“极度深寒”，上证指数年度跌幅 21.68%，屈居 A 股历史上第三大熊年，深证成指跌 28.4% 是第二大熊年。A 股的走熊具有通胀、转型等国内基本面的因素，也有政策面和市场面等纷繁的因素，但是如果放到国际市场看，A 股无疑可视为新兴市场下跌的缩影，是在全球性危机持续以及货币化的危机治理过程中新兴市场资产价格和实体经济遭受双重冲击的缩影。图 1，金砖四国去年股指跌幅位列全球重要股指跌幅前四位，美国三大股指表现强劲。

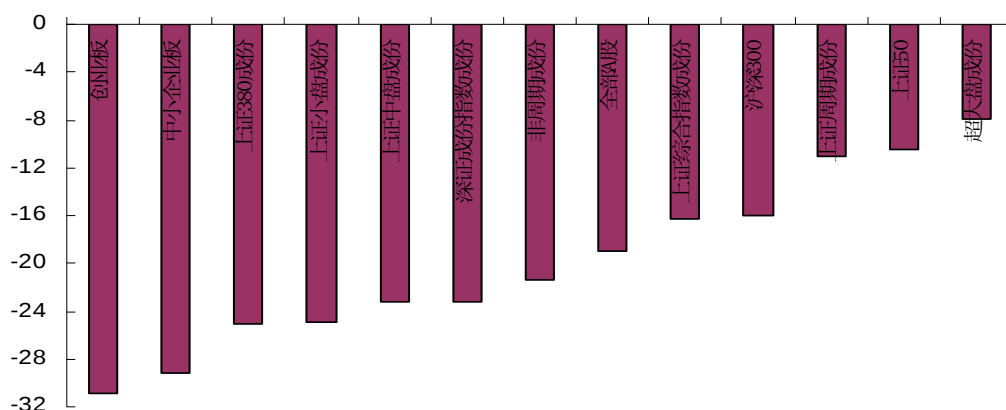
图 1 全球重要股指年度表现 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

A 股内部各成份指数来看，图 2，小市值特征全年跌幅较大，包括创业板、中小板、上证 380、上证小盘等跌幅都在 25% 以上，价值类的超大盘成份、上证 50、上证周期、沪深 300 跌幅较小有相对收益，这也是市场大熊而指数型基金却有不少品种相对市场有较好表现的原因，如有关沪深 300 指数的基金、上证 180 指数的基金、金融地产指数的基金等。

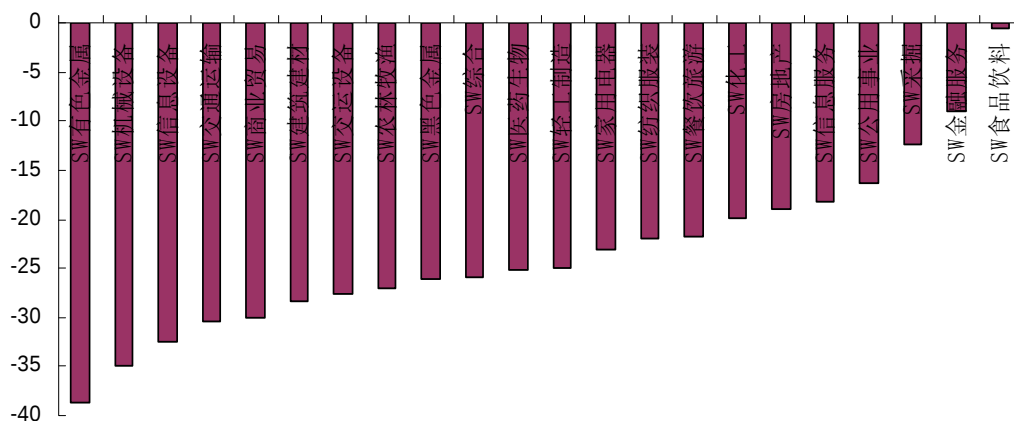
图 2 主要成份指数年度表现(流通市值加权平均) (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

分行业看,图3,强周期类的有色金属、机械设备、信息设备、交运跌幅超过30%,消费类的商业贸易也跌幅超30%,食品饮料、金融服务、采掘、公用事业表现相对较好,这四个行业具备通胀受益或低估值或行业景气上升等特征。全年来看,投资产业链上受紧缩政策冲击、医药、商业等大消费行业业绩低于预期、新兴产业成长性受困,防御性强的行业才最终胜出,包括银行、白酒、采掘、公用事业、房地产等。

图 3 各一级行业年度表现(流通市值加权平均) (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

整体环境不好,各投资主体业绩表现也很差。我们统计了阳光私募、券商集合理财、公募基金三者所有成立满一年以上产品的平均收益率,我们对公募基金各类型基金收益率也进行了统计。我们发现,私募、券商、基金三者都亏损严重,表1,亏损分别为14.71、14.91、15.98,其次,保本基金、债券基金都出现亏损,货币市场资金成为唯一正收益的类型,这或许可以说明2011年对许多投资人来说,是

伤不起的一年!

表 1 证券市场各类产品收益率普遍不佳

类型	成立满一年产品平均收益率%
阳光私募	-14.71
券商集合理财	-14.91
公募基金	-15.98
公募当中:	
普通股票型	-24.88
指数型	-22.22
混合型	-18.78
债券型	-0.95
保本型	-0.71
QDII 基金	-19.99
封闭式基金	-18.95
货币市场基金	3.57

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

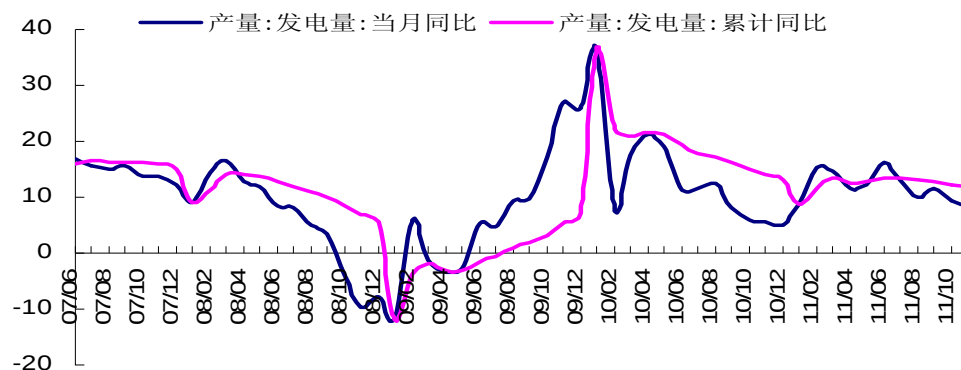
二、增长和通胀在回落趋势中，新意义不大

由于经济增长回落和通胀回落都已经走过拐点并经过前几个月的确认，后续的增长下滑、通胀回落的数据都是趋势中的，包括 11 月份的出口增速下滑、投资增速下滑、国企利润增长下滑都不会对市场有新的关注意义，未来主要跟踪这两者的同比见底或环比转正。

■ 增长回落持续，PMI 弱势小反弹

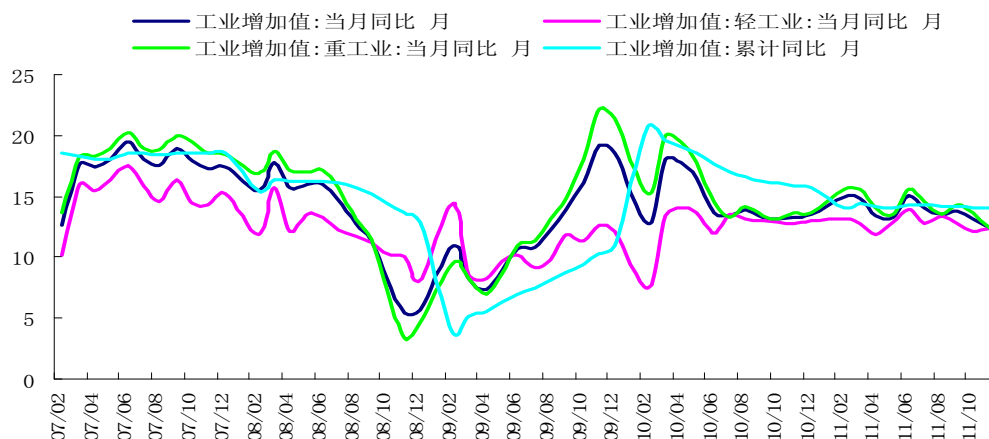
从 11 月份月度宏观数据来看，领先指标发电量 11 月份同比增速滑入个位数增长，图 4，重工业工业增加值增速 11 月出现明显的回落，由上个月的 13.7% 跌到 12.4%，从重工业的下滑来看，未来工业增加值的回落仍将持续，图 5。从增长动力来看，固定资产投资的增长速度 24.5%，房地产投资增速高位持续回落，图 7。出口增速回落加速，图 8。

图 4 发电量增速 11 月份持续个位数 (%)



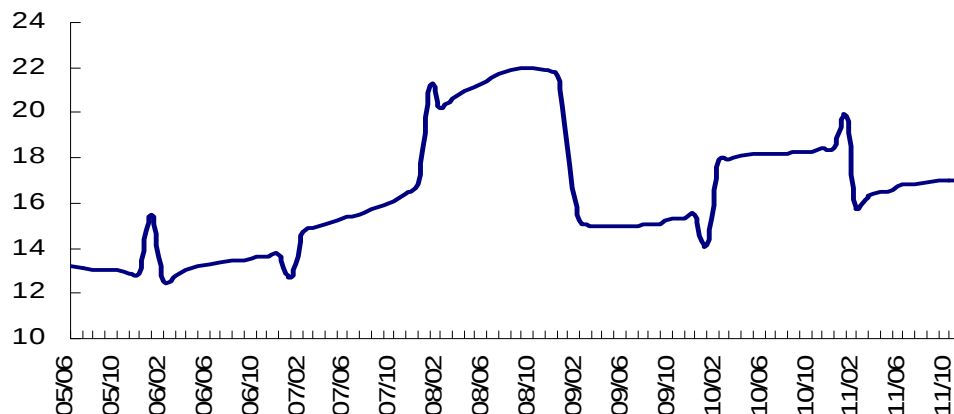
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 随着 PPI 等下滑, 重工业增加值回落幅度加快 (%)



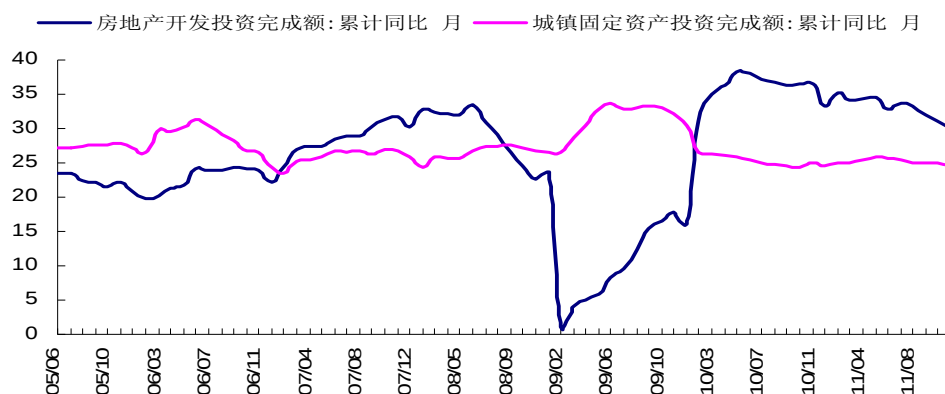
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 名义消费增速平稳 (%)



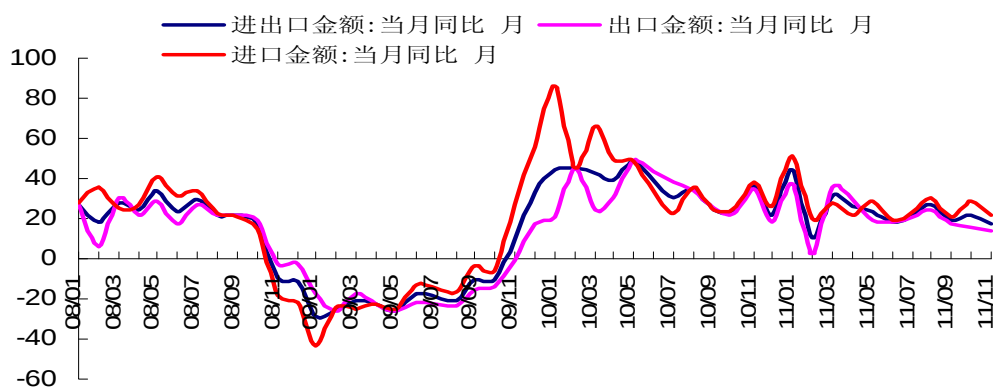
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 房地产投资高位回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

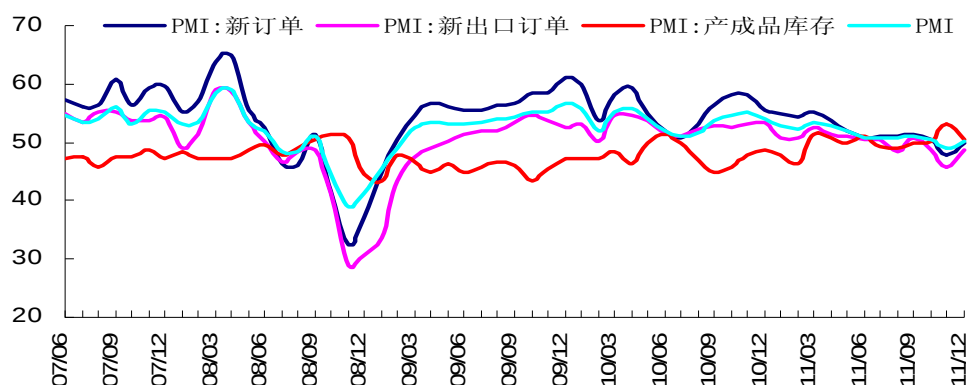
图 8 出口增速快速回落 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

受元旦和春节即将来临节日效应提前释放带动, 12 月份中国制造业 PMI 为 50.3%, 比 11 月上升 1.3 个百分点, 这个季节前的反弹有利于降低产成品库存, 但从各工业行业的需求及产品价格来看, 需求疲弱、成本压力增大的带来的经营困难很大, 前景不乐观。化解这些矛盾需要各自在产能方面进行调节, 需要时间, 而不是靠说几句预调微调政策就能化解的, 典型的行业如电解铝等。

图 9 制造业 PMI 季节性回升 (%)

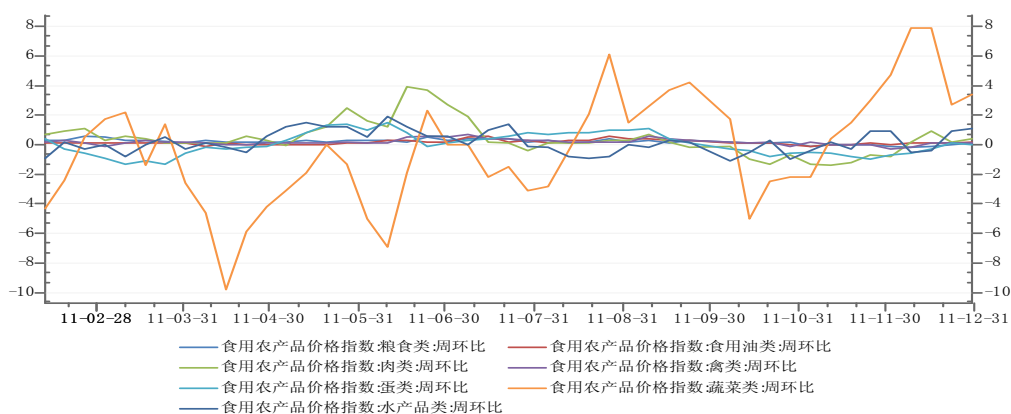


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 预计 12 月份 CPI 为 3.9 - 4.0% 左右

11 月 CPI 同比增长 4.2%，环比增速 -0.2%，同比数据大幅回落、同时环比也出现一定的回落。参考商务部公布的食用农产品价格周数据来看，本月肉类、蔬菜价格大幅反弹，食用油也持续上涨，水产品最后上周大涨，预计食品价格数据环比将正增长，这主要是元旦和春节临近的假期消费旺季导致，结合 CRB 现货指数微跌，综合判断 12 月 CPI 环比增速 0.1，则推算出 12 月通胀在 3.9% - 4.0% 左右。

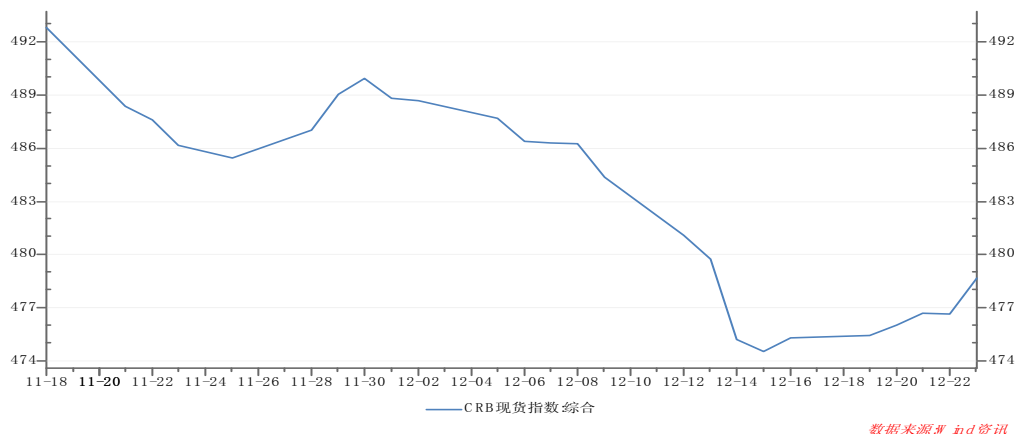
图 10 从周频数据看，食品月环比涨幅可能为正 (%)



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 CRB 综合现货指数跌 1.5% (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、关注政策动向和流动性季节性放缓的力度

■ 总理喊话，央行基调坚定

政策总体上喊着稳中求进和适度微调，但进取性方面远低于市场预期，这要么是市场理解出现偏差、要么是政策在转型大任面前只能做精神安抚。

元旦期间温总理到湖南省调研时讲话，有两点值得关注：一是中央已经明确实行稳健的货币政策，因时因势进行预调微调，要有紧有松，有保有压，钱要用对地方，支持实体经济，支持结构调整，要保国家重点项目，保在建续建项。**这就说明政策关注点主要在实体经济和结构调整上，流动性松或紧是对重点项目、在建项目、非产能过剩行业而言，股市、房产等短期期待政策放松注定落空。**二是强调，稳中求进的稳不是不动，而是要稳定增长，保持物价总水平基本稳定，促进社会和谐稳定，同时还要实现结构调整和经济发展方式转变的进步、技术改造的进步、管理和效益的进步、改革开放的新突破。这说明保增长也是政策重要目标，但增长方向将在扩大消费需求和非产能过剩行业的投资需求，如战略新兴产业投资、民生投资等。

央行再次强调稳健基调不变。在日前召开的央行 2011 年第四季度例会上指出，当前我国经济金融运行继续朝着宏观调控预期方向发展，经济增长和物价总体趋稳，国际收支趋向平衡；但受欧债危机等影响，世界经济增长乏力，不稳定性不确定性上升，宏观经济面临的国内外形势较为复杂。央行对通胀压力的担忧仍然较大，继续强调稳健的货币政策，根据形势变化适时适度进行预调微调，保持合理的货币信贷总量和社会融资总规模，加强系统性风险防范。**这也是中央经济工作**

会议召开以来，央行在一个月不到不到的时间内第四次强调稳健货币政策的基调，元旦期间降准预期落空说明微调节奏大大低于市场预期。事实上，我们从上一次央行应对外汇占款负增长而降存准之后就观察到央行在公开市场持续巨额净回笼资金，这种矛盾做法恰恰证实“稳健”基调不变，市场可能对预调微调期望过高了。

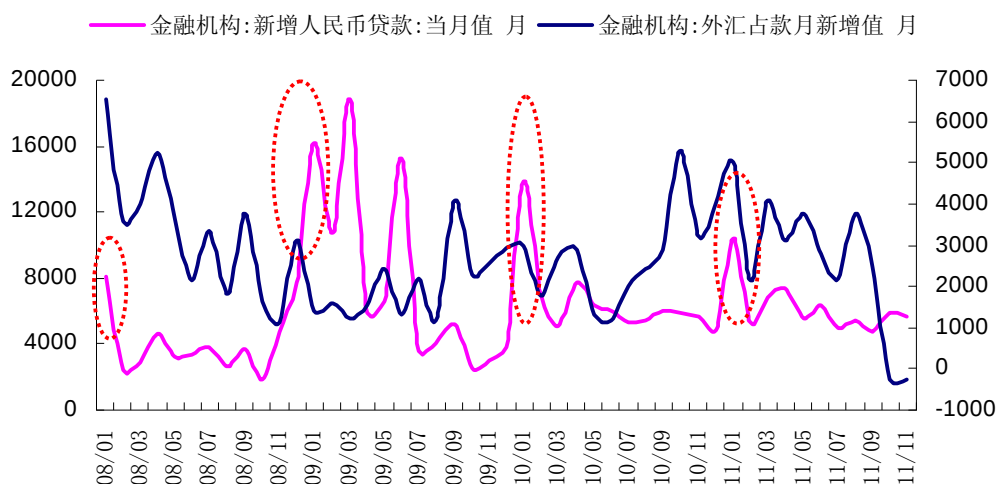
证监会层面，一方面力主新增资金入市，包括小 QFII 快速获批、QFII 集中获批，同时推动地方养老保险金和住房公积金入市，但这个过程漫长，短期利好有限，只能视为中国资本市场长期建设中的一个环节；另一方面，加大了市场基础设施建设，包括新股强制分红规划、创业板退市制度建设、打击内幕交易，短期难以扭转市场信心，尤其是不断披露的内幕交易案件，对不少灰色账户的交易形成威慑，短期形成一定的利空。而市场信心除了受制于经济基本面之外，市场层面本身积重难返，制度变革势在必行，而这单靠证监会层面也难以推进，建议关注金融工作会议上更高层面的政策精神。

■ 信贷季节性释放与外汇占款负增长

我们预计 2012 年新增信贷投放约在 8 万亿元左右，1 月份开启新的信贷周期，在银行和项目需求方的共同作用下，乐观预期单月新增信贷投放会在 9000 亿元以上，图 12。

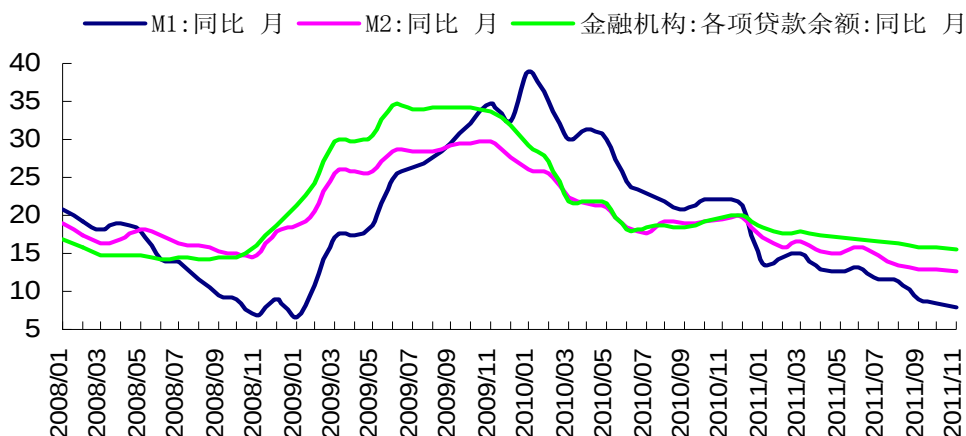
1 月份，M1、M2 增速的下滑势头必然得到遏制，货币增速 1 月开始将拐头向上，流动性获改善，图 13，但这种改善来自于季节性且可预期。另外从此前人民币即期汇率推断 12 月份外汇占款负增长仍可能持续，流动性放缓仅仅是适度 and 相对的，图 14。

图 12 新的信贷周期开始，1 月份新增人民币贷款将有较大的跃升



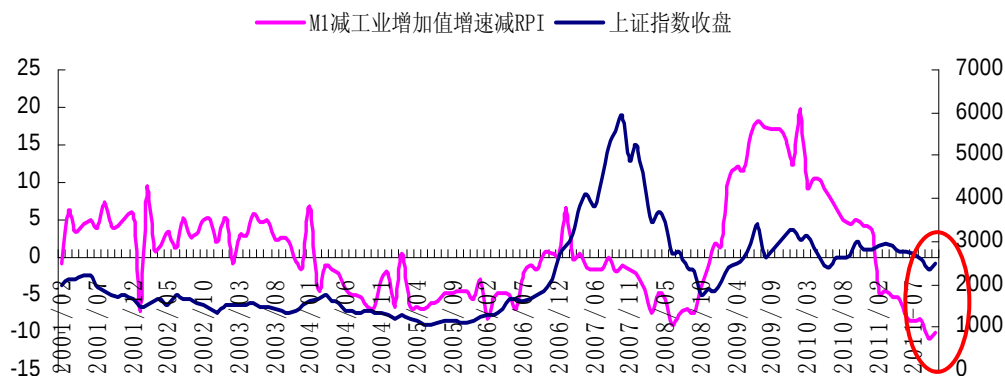
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 M1 在 1 月份必然探底向上%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 市场流动性缺口逐步收敛,但仍为负值(%,点)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 汇率异动及美元强势影响负面

就汇率而言,图 15,我们观察到的人民币即期汇率的贬值一定对应着部分资金的外逃,且持续多日,数量不菲,从逃跑的迫切性看可能会美国政府出台的查处其公民在海外隐匿资产的法案有关。年关一过,人民币汇率已不断创出新高,这对于目前 A 股市场无异于大利空,可参照日本近年升值对经济、股市的影响。

汇率方面,影响更大的是美元指数强势,图 16。欧债危机、美欧经济势头不一、伊朗问题以及美国对公民海外资产的查处等都是近期推升美元的重要原因,而这些因素短期仍将发挥作用。这将制约全球风险资产价格以及主导全球资金流向,新兴市场资产价格仍处漩涡中。

图 15 人民币升值创新高（%，点）



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 多因素主导美元指数强势



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、大调整格局未变，技术上或小反弹

■ 大势研判：调整大格局未变，技术上或小反弹参与性不强

市场判断上，大盘大调整的格局未变，预计本月上证指数仍有创出调整新低的可能。由于临近春节，国内政策面偏负的概率较低，经验操

作或催化技术反弹，但我们认为参与性不强，静观市场制度变革层面的动向或是上策。

■ 维持年度策略的配置节奏

上半年增长和通胀的双回落可保留固定收益类的配置，下半年关注增长通胀双回升的权益类配置时机。1 月份坚持上半年的配置原则。可相对集中配置低估值端的防御性，如业绩增速下降但确定性强的银行、股价先跌并基本反映房价下跌预期未来面临政策松动的龙头房地产公司，业绩稳定的石油石化等，景气度上升的公用事业可配置，回避原材料、中游制造业，注意防范部分热点题材及新技术新服务公司的年报业绩风险。

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。

