

2012 年 11 月策略：经济见底预期强化，周期防守兼顾

2012 年 10 月 25 日

• 证券研究报告

• 策略报告

• 金策略

• 月度报告

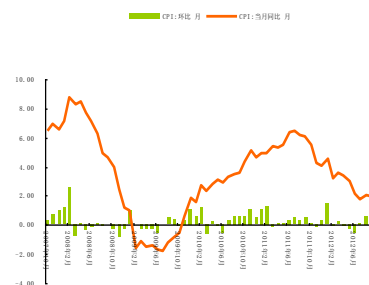
• 联系人：刘明亮

本报告关注点：

- 宏观经济见底迹象已得到多项经济数据确认，但在工业产能过剩压力下，预计经济回暖速度仍会较为缓慢。在此背景下，周期类行业基本面或将逐步改善，而与此同时，防御性行业的业绩稳定性仍显著高于周期性行业。因此，投资策略应兼顾周期行业反弹机会和防守行业业绩超预期个股。

报告要点：

- 宏观经济：经济显露见底迹象** 三季度宏观经济延续回落态势，GDP当季同比7.4%，创14个季度来新低，但增速降幅有所收窄。9月当月数据则相对乐观，9月PMI、M1和PPI等宏观经济数据均显示宏观经济显露企稳态势，预计四季度宏观经济景气度将保持缓慢回升态势。
- 宏观调控：货币政策空间受限** 我们认为，CPI同比回落至2以下是暂时的，预计10月份CPI将重回2以上，总体看四季度通胀预期仍不稳定。因此，货币政策加大放松力度仍存顾忌。我们认为，央行年内不再调降存准的概率增大，预计未来一段时间货币政策仍以公开市场逆回购为调节资金面主要工具。
- 外围市场：QE3效果明显，美国经济复苏加快** 美联储褐皮书显示美国经济保持温和扩张态势。房地产市场继续回暖，房价稳步攀升，多个地区库存下降。同时，美国消费支出也保持温和增长态势，汽车等耐用消费品销售情况良好。美国经济向好将降低对QE3规模的预期，黄金等大宗商品走势承压。同时，私人部门资产负债表修复进程加快或增加美国经济吸收能力，其对我国相关出口部门可能产生的带动作用也值得关注。
- 配置策略：经济见底预期强化，周期性板块反弹有望延续** 在宏观经济见底得到更多经济数据确认的背景下，可继续看好房地产、汽车、机械和建材等周期性板块的反弹机会。同时，继续关注医药和食品饮料等防御性板块中三季报业绩超预期个股。此外，美国经济复苏态势依旧是影响市场资金面预期以及有色等板块走势的重要因素，需提起高度关注。



数据来源：同花顺

制 图：恒泰证券研发中心

相关报告：

《2012 年四季度金策略：全球货币条件改善带来结构性机会》，2012 年 10 月 25 日

《2012 年 9 月金策略：经济继续寻底，市场维持弱势》，2012 年 8 月 23 日

《2012 年 8 月金策略：业绩预期主导市场，经济回暖地产先行》，2012 年 7 月 23 日

《2012 年下半年金策略：关注通货紧缩压力和稳增长政策调整》，2012 年 6 月 23 日

目录

1. 10 月市场回顾与 11 月行情展望	4
2. 宏观经济：经济显露见底迹象	6
2.1 需求因素：三驾马车增速回升，总需求稳步回暖	6
2.2 供给因素：工业景气小幅回升，盈利前景仍不乐观	8
2.3 货币因素：社会融资结构向直接融资渠道倾斜	9
3. 宏观调控：通胀预期仍不稳定，货币放松仍存顾忌	10
4. 外围市场：QE3 效果明显，美国经济复苏加快	12
5. 配置策略：经济见底预期强化，周期性板块反弹有望延续	15

图目录

图 1：10 月份 A 股分行业涨跌幅（%）	4
图 2：沪深 300 指数走势	4
图 3：创业板与中小板指数走势	4

图 4: 房地产板块走势.....	5
图 5: 有色板块走势.....	5
图 6: 机械板块走势.....	5
图 7: 建筑建材板块走势.....	5
图 8: 餐饮旅游板块走势.....	5
图 9: 医药生物指数走势.....	5
图 10: 当月社会消费品零售总额及同比 (亿元, %)	7
图 11: 固定资产投资完成额累计同比 (%)	7
图 12: 房地产投资下滑态势趋缓 (%)	7
图 13: 主要基建投资累计同比增速 (%)	7
图 14: 制造业投资增速放缓 (%)	7
图 15: 当月进出口及贸易差额 (亿美元)	7
图 16: 进出口总值累计同比 (%)	8
图 17: 进出口总值当月同比 (%)	8
图 18: 对欧美市场出口增速 (%)	8
图 19: 对主要新兴市场出口增速 (%)	8
图 20: PPI 持续下行 (%)	9
图 21: 工业增加值当月和累计同比 (%)	9
图 22: PMI 产成品库存及原材料库存指数 (%)	9
图 23: 规模以上工业企业利润总额累计同比 (%)	9
图 24: MI 和 M2 同比增速及剪刀差 (%)	10
图 25: 当月新增人民币贷款 (亿元)	10
图 26: 非金融企业短期、中长期贷款和票据融资 (亿元)	10
图 27: 当月非金融企业和住户新增贷款 (亿元)	10
图 28: CPI 暂时回落至 2 以下 (%)	11
图 29: CPI 食品分项走势 (%)	11
图 30: 香港人民币 NDF 市场短期和长期品种走势现分歧 (%)	12
图 31: 伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)	13
图 32: LME 铝 3 个月 (美元/吨)	13
图 33: LME 铜 3 个月 (美元/吨)	13
图 34: CRB 现货指数与我国 CPI 走势 (%)	13
图 35: 热钱流出压力有所缓解 (亿美元)	14
图 36: 美国核心 CPI 小幅攀升 (%)	14
图 37: 富国银行住房指数 (%)	14
图 38: 美国新建住房销售 (千套)	14
图 39: 美国工业部门和制造业产能利用率 (%)	15
图 40: 美国密歇根大学消费者信心指数 (%)	15
图 41: 非农就业数据显示美国就业市场改善缓慢 (千人)	15
图 42: 美国失业率继续降低 (%)	15

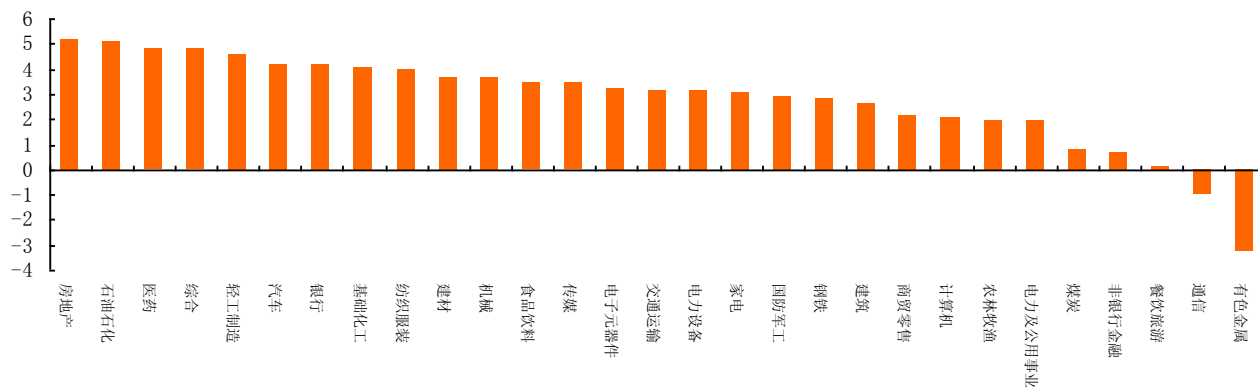
1. 10 月市场回顾与 11 月行情展望

国庆长假后，市场反弹得以延续。房地产板块涨幅居前，在销售数据温和回暖的同时，市场对调控加码的预期逐渐消除，行业基本面好转推动了板块走强。此外，石油石化、医药、综合、轻工制造和汽车等板块亦有较好表现。

有色板块在经历前期脉冲式上涨后，开始回调。由于美国就业市场和房地产市场改善明显，市场对 QE3 规模和持续时间的预期有所降低，这构成有色板块回调的重要诱因。

展望 11 月市场，我们认为，在宏观经济见底得到更多经济数据确认的背景下，可继续看好房地产、汽车、机械和建材等周期性板块的反弹机会。同时，继续关注医药和食品饮料等板块三季报业绩超预期个股。此外，美国经济复苏态势依旧是影响市场资金面预期以及有色等板块走势的重要因素，需提起高度关注。

图 1：10 月份 A 股分行业涨跌幅（%）



数据来源：根据 10 月 8 日至 10 月 22 日市场数据计算，同花顺，恒泰证券研发中心

图 2：沪深 300 指数走势

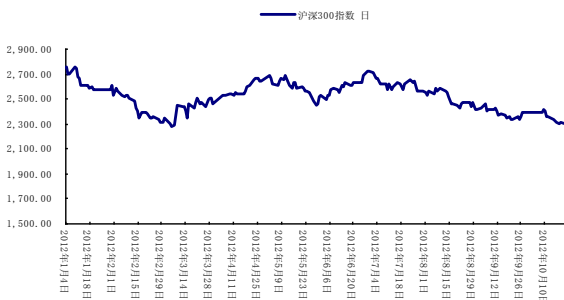
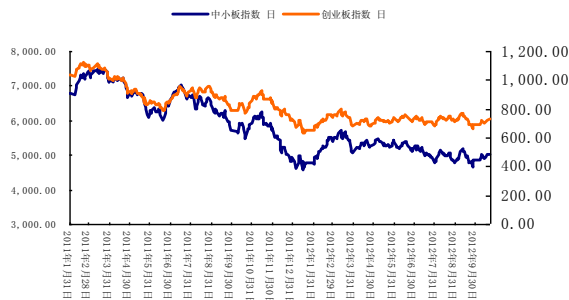
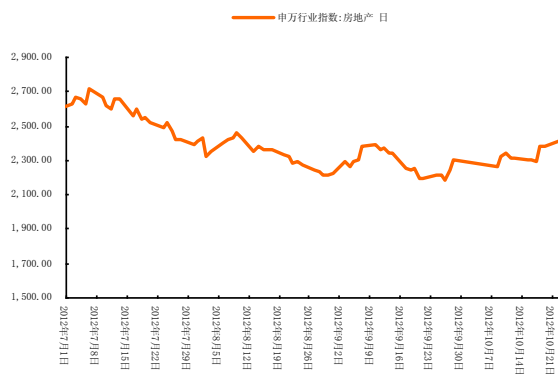


图 3：创业板与中小板指数走势



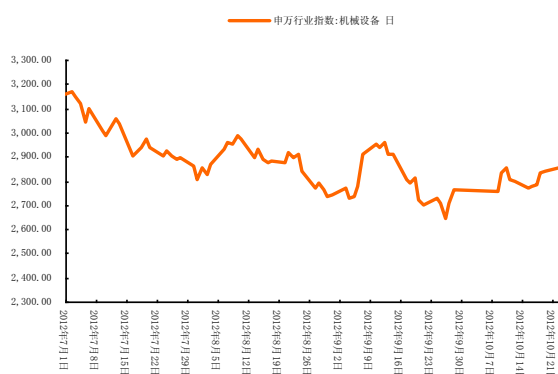
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 4：房地产板块走势



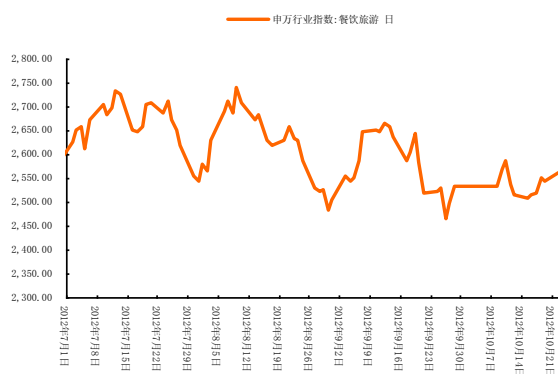
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 6：机械板块走势



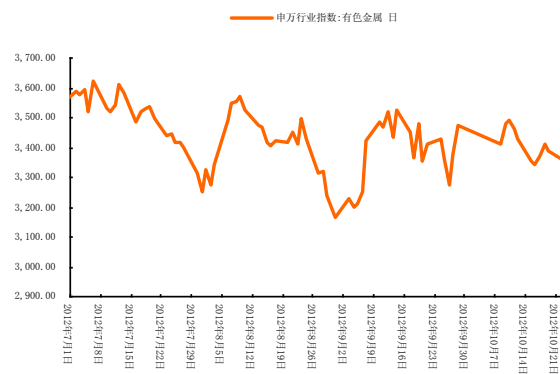
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 8：餐饮旅游板块走势



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 5：有色板块走势



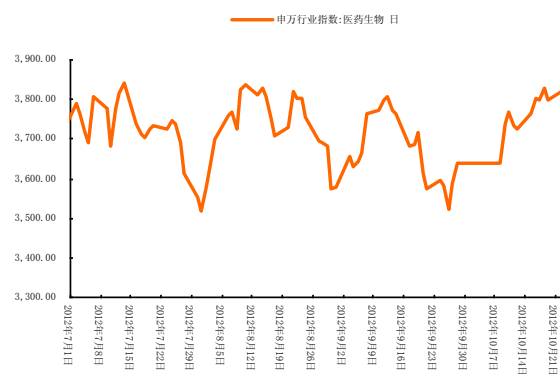
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 7：建筑建材板块走势



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 9：医药生物指数走势



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

2. 宏观经济：经济显露见底迹象

三季度宏观经济延续回落态势，GDP 当季同比 7.4%，创 14 个季度来新低，但增速降幅有所收窄。9 月当月数据则相对乐观，9 月 PMI、M1 和 PPI 等宏观经济数据均显示宏观经济显露企稳态势，预计四季度宏观经济景气度将保持缓慢回升态势。

2.1 需求因素：三驾马车增速回升，总需求稳步回暖

2012 年 9 月份，社会消费品零售总额 18227 亿元，同比名义增长 14.2%，扣除价格因素实际增长 13.2%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 8931 亿元，增长 14.7%。1-9 月份，社会消费品零售总额 149422 亿元，同比名义增长 14.1%，扣除价格因素实际增长 11.6%。从环比看，9 月份社会消费品零售总额增长 1.46%。

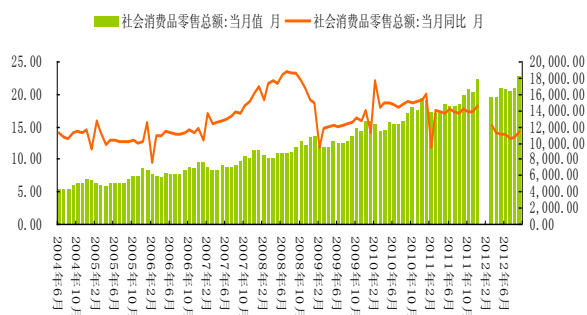
2012 年 1-9 月份，全国固定资产投资 256933 亿元，同比名义增长 20.5%，增速比 1-8 月份提高 0.3 个百分点。房地产投资增速小幅回落，9 月房地产投资增速累计同比 15.4%，较 8 月份回落 0.2 个百分点。制造业投资继续保持着较高增速，前三季度，基建投资方面，制造业投资 90116.38 亿元，增长 23.48%。基建投资方面，交通运输、仓储和邮政业同比增速 5.39%，增速回升 4.11 个百分点；水利、环境和公共设施管理业同比增速 16.51%，增速回升 1.51%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长 19.06%，增速回落 0.15%。

9 月份，我国进出口总值为 3450.3 亿美元，增长 6.3%。其中，出口 1863.5 亿美元，增长 9.9%，单月出口规模创历史新高；进口 1586.8 亿美元，增长 2.4%。前三季度，我国进出口总值 28424.7 亿美元，比去年同期增长 6.2%。其中，出口 14953.9 亿美元，增长 7.4%；进口 13470.8 亿美元，增长 4.8%。

9 月出口增长得益于对美国和部分新兴经济体出口回升，全球复苏不均衡推动了我出口地区结构的变化。其中，对欧盟出口同比回落 10.7%，对美国出口则同比增长 5.49%，而对巴西、南非和俄罗斯等新兴经济体出口同比增速则大幅回升 10—20%。

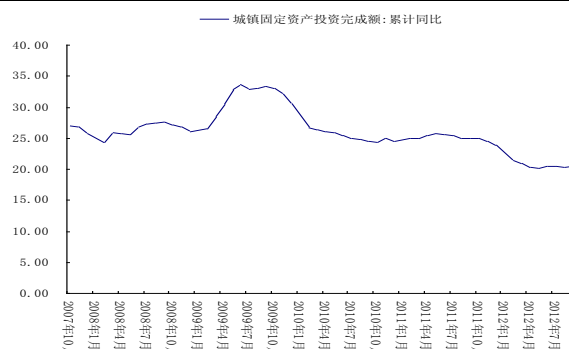
从消费、投资和进出口数据看，总需求呈温和扩张态势。但考虑到 9 月份数据包含了季节性因素，实际增速可能略低于数据显示的情况。

图 10: 当月社会消费品零售总额及同比 (亿元, %)



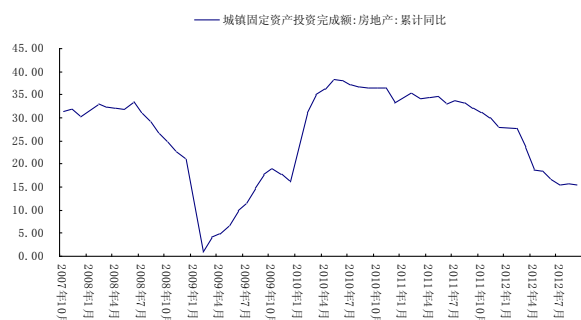
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 11: 固定资产投资完成额累计同比 (%)



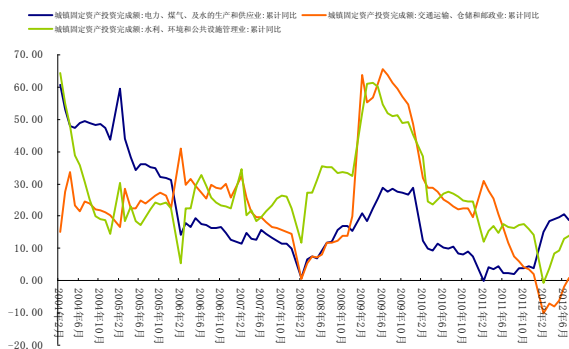
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 12: 房地产投资下滑态势趋缓 (%)



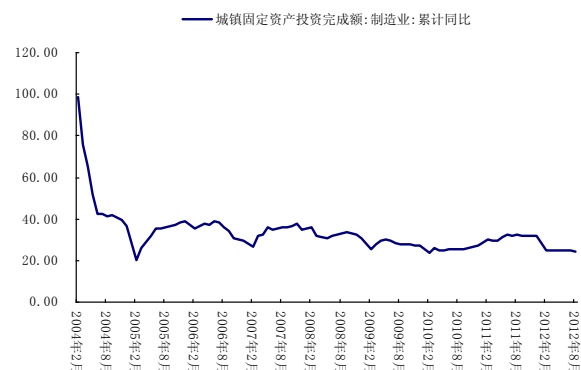
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 13: 主要基建投资累计同比增速 (%)



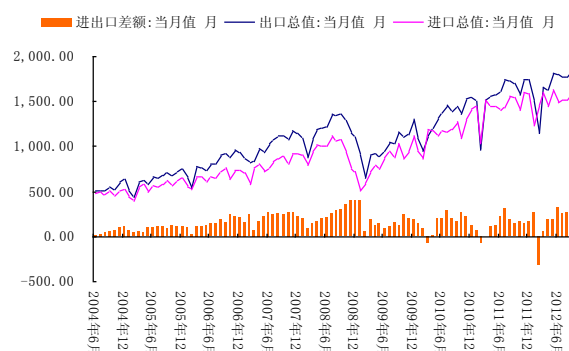
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 14: 制造业投资增速放缓 (%)



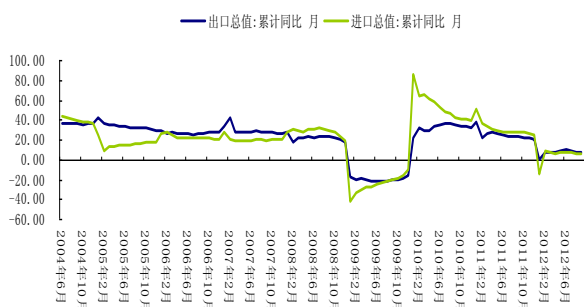
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 15: 当月进出口及贸易差额 (亿美元)



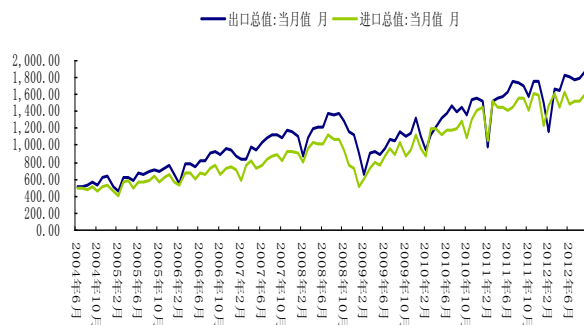
数据来源: 同花顺 iFinD, 恒泰证券研发中心

图 16：进出口总值累计同比（%）



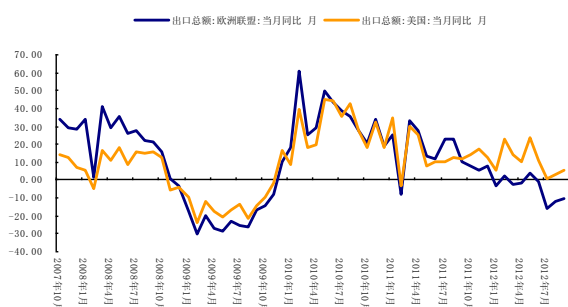
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 17：进出口总值当月同比（%）



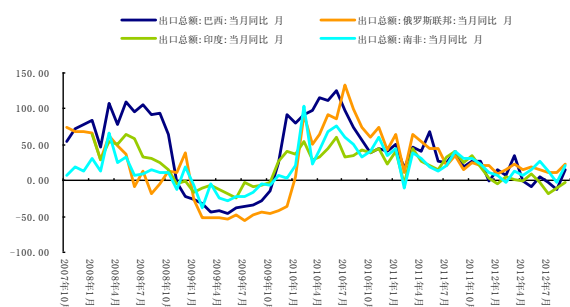
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 18：对欧美市场出口增速（%）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 19：对主要新兴市场出口增速（%）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

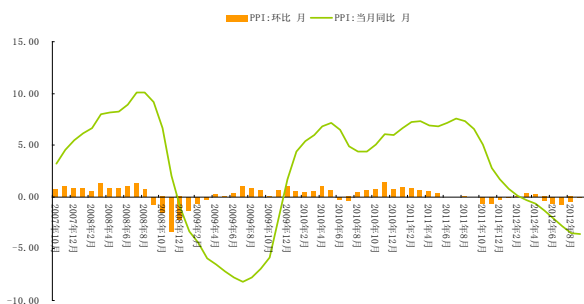
2.2 供给因素：工业景气小幅回升，盈利前景仍不乐观

从工业总体景气度看，9 月 PMI 回升至 49.8%，原材料库存指数 47%，仍处荣枯线以下，但降幅明显收窄，显示去库存压力有所缓解。行业层面看，下游消费品行业景气度相对较高，投资品行业仍保持低迷。

从价格因素看，2012 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格 PPI 同比下降 3.6%，环比下降 0.1%。工业生产者购进价格同比下降 4.1%，环比上涨 0.1%。在终端需求疲弱背景下成本压力仍在攀升，工业企业盈利预期仍不乐观。但同时也要看到，PPI 环比降幅收窄 0.4%，经济企稳态势逐步确认。

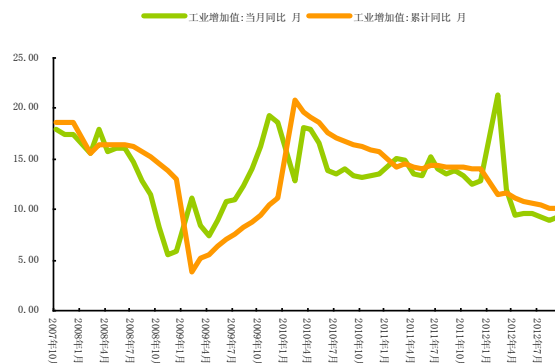
分行业层面看，工业生产者出厂价格中，生产资料出厂价格环比下降 0.1%，其中，采掘工业价格上涨 0.4%，原材料工业价格上涨 0.3%，加工工业价格下降 0.4%。生活资料价格上涨 0.2%，其中，食品价格上涨 0.4%，衣着和一般日用品价格均上涨 0.2%，耐用消费品价格下降 0.1%。生产资料价格回落显示投资品行业去库存去产能压力仍较大，而生活资料价格小幅上涨则显示消费品行业基本面稳定。

图 20: PPI 持续下行 (%)



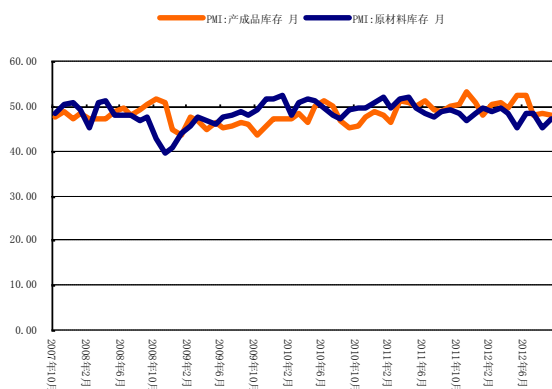
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 21: 工业增加值当月和累计同比 (%)



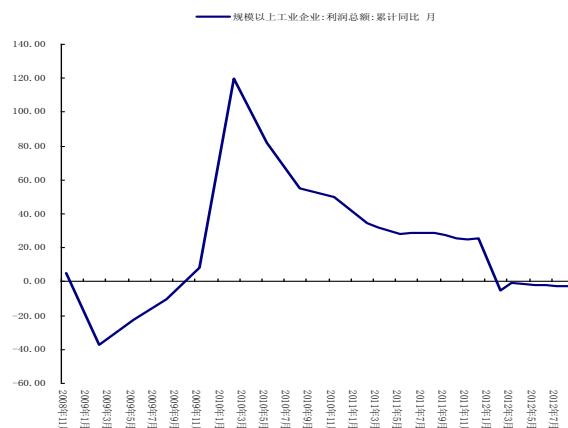
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 22: PMI 产成品库存及原材料库存指数 (%)



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 23: 规模以上工业企业利润总额累计同比 (%)



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

2.3 货币因素：社会融资结构向直接融资渠道倾斜

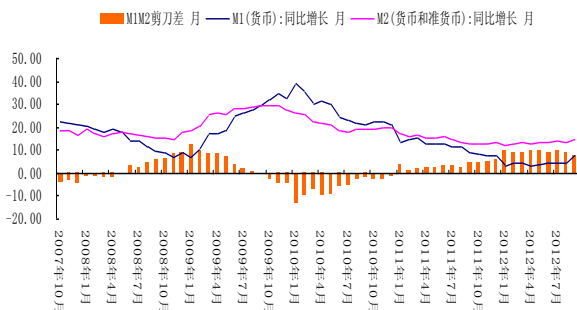
9 月末，广义货币(M2)余额 94.37 万亿元，同比增长 14.8%，分别比上月末和上年末高 1.3 个和 1.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 28.68 万亿元，同比增长 7.3%，比上月末高 2.8 个百分点，比上年末低 0.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.34 万亿元，同比增长 13.3%。前三季度净投放现金 2684 亿元。M1 增速回升显示经济显露企稳迹象，而 M2 增速回升则可能更多与季末因素有关。

2012 年 9 月份社会融资规模为 1.65 万亿元，分别比上月和上年同期多 4041 亿

元和 1.22 万亿元。其中，人民币贷款增加 6232 亿元，同比多增 1539 亿元；外币贷款折合人民币增加 1764 亿元，同比多增 739 亿元；委托贷款增加 1449 亿元，同比多增 441 亿元；信托贷款增加 2024 亿元，同比多增 2247 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 2163 亿元，同比多增 5524 亿元；企业债券净融资 2278 亿元，同比多 1758 亿元；非金融企业境内股票融资 158 亿元，同比少 78 亿元。

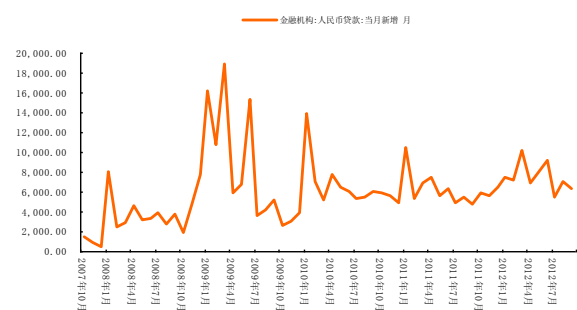
从社会融资数据看，当月人民币贷款较上月减少 807 亿元，同时债券融资和信托融资增长较快，发挥了一定补充作用。总体来看，社会融资结构向直接融资渠道倾斜的趋势更加明显。

图 24：M1 和 M2 同比增速及剪刀差（%）



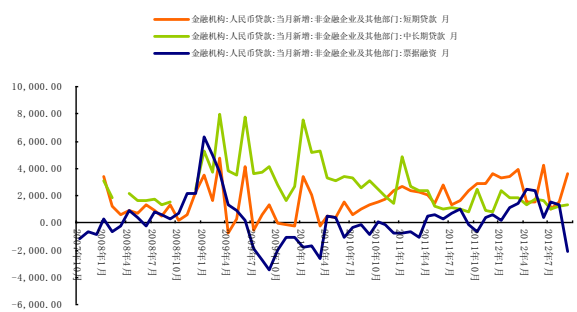
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 25：当月新增人民币贷款（亿元）



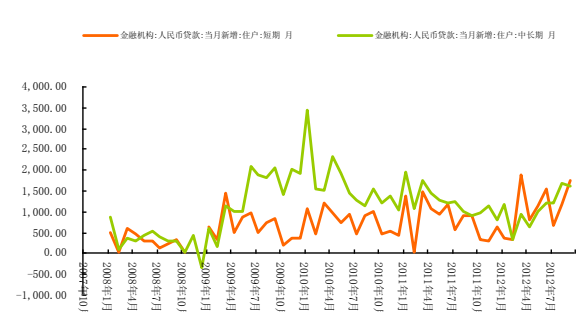
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 26：非金融企业短期、中长期贷款和票据融资（亿元）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 27：当月非金融企业和住户新增贷款（亿元）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

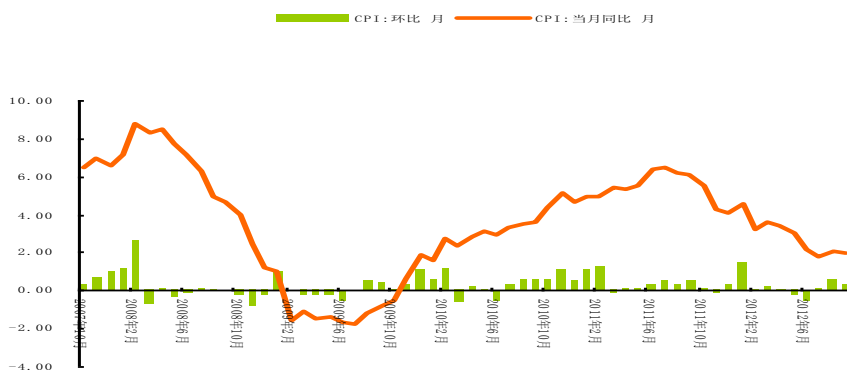
3. 宏观调控：通胀预期仍不稳定，货币放松仍存顾忌

CPI 同比暂时回落至 2 以下，翘尾因素显著回落是主因。9 月 CPI 翘尾因素回

落至 0.2%，较 8 月份回落 0.5%，是推动 CPI 同比回落的重要因素。食品价格保持了基本稳定，环比小幅上涨 0.2%，蔬菜和猪肉价格波动对 CPI 影响较大。其中，鲜菜价格回落 5.6%，影响居民消费价格总水平下降约 0.17 个百分点，猪肉价格上涨 2.3%，影响居民消费价格总水平上涨约 0.07 个百分点。

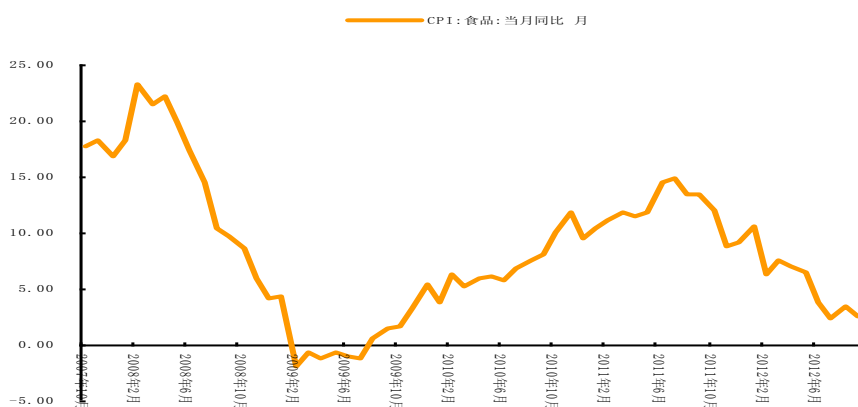
我们认为，CPI 同比回落至 2 以下是暂时的，预计 10 月份 CPI 将重回 2 以上，总体看四季度通胀预期仍不稳定。因此，货币政策加大放松力度仍存顾忌。我们认为，央行年内不再调降存准的概率增大，预计未来一段时间货币政策仍以公开市场逆回购为调节资金面主要工具。

图 28：CPI 暂时回落至 2 以下（%）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 29：CPI 食品分项走势（%）



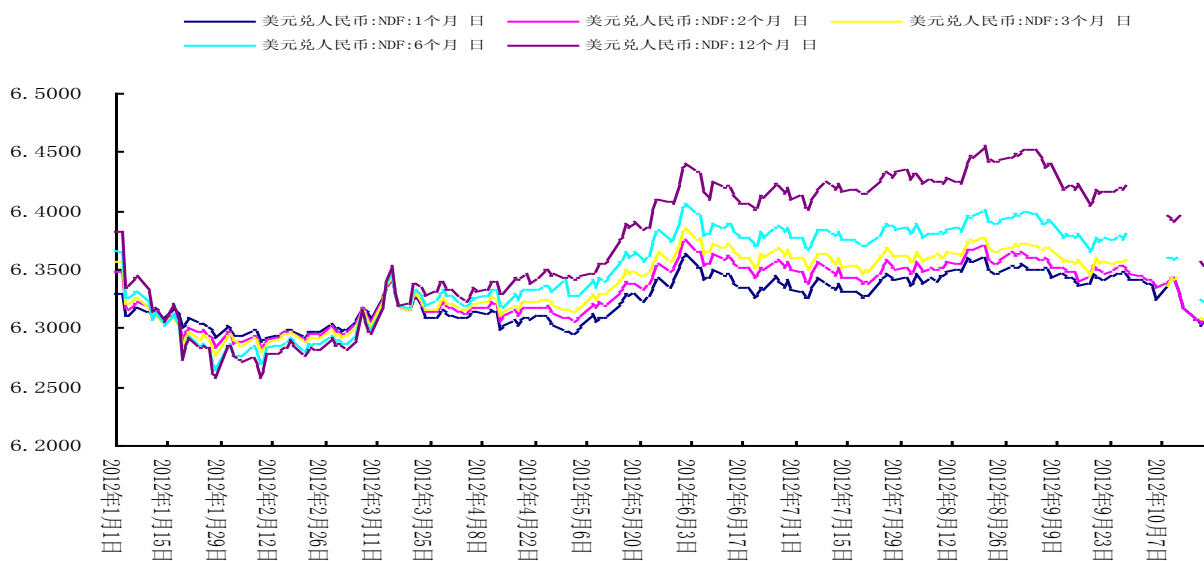
数据来源：同花顺 iFinD,恒泰证券研发中心

4. 外围市场：QE3 效果明显，美国经济复苏加快

QE3 对改善美国房地产和就业市场发挥了显著作用。每月购买 400 亿美元 MBS 使私人部门去杠杆化进程加快。美联储褐皮书显示美国经济保持温和扩张态势，房地产市场继续回暖，房价稳步攀升，多个地区库存下降。同时，美国消费支出也保持温和增长态势，汽车等耐用消费品销售情况良好。受此影响，零售和建筑业等部门就业增加较多。美国政府发布的 9 月非农就业报告显示，9 月就业增量(11.4 万)略超市场预期，失业率降至 7.8%，创下近 4 年新低。

美国就业市场好转在很大程度上得益于 QE3。而同时，美国就业市场改善超预期将降低市场对 QE3 持续时间的预期。这对 A 股市场资金面走势有重要影响。短期内我国热钱流出压力仍将缓解，但中期热钱流出压力再次加大的概率增加，近期香港人民币 NDF 市场短期和长期品种走势分歧加大侧面印证了这一点。同时，美国经济向好将降低对 QE3 规模的预期，黄金等大宗商品走势承压。此外，私人部门资产负债表修复进程加快或增加美国经济吸收能力，其对我国相关出口部门可能产生的带动作用也值得关注。

图 30：香港人民币 NDF 市场短期和长期品种走势现分歧（%）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 31: 伦敦现货黄金价格（美元/盎司）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 32: LME 铝 3 个月（美元/吨）



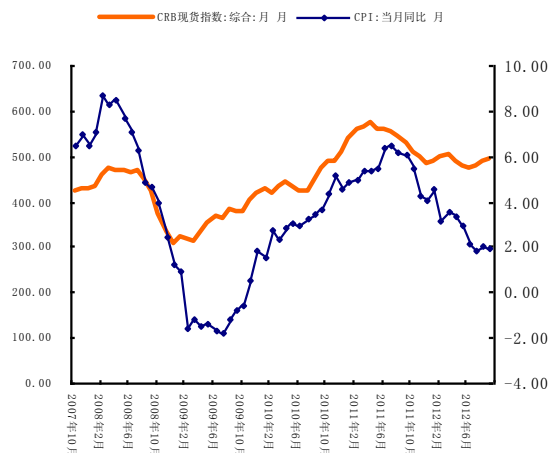
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 33: LME 铜 3 个月（美元/吨）



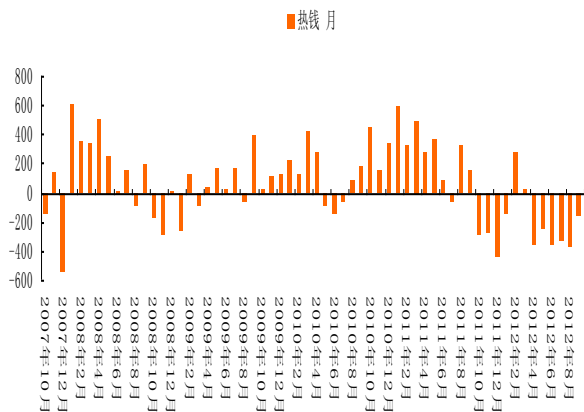
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 34: CRB 现货指数与我国 CPI 走势（%）



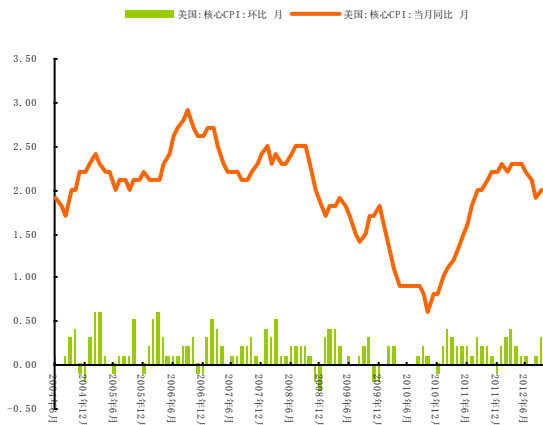
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 35: 热钱流出压力有所缓解 (亿美元)



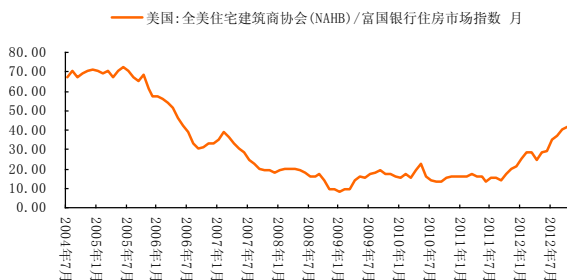
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 36: 美国核心 CPI 小幅攀升 (%)



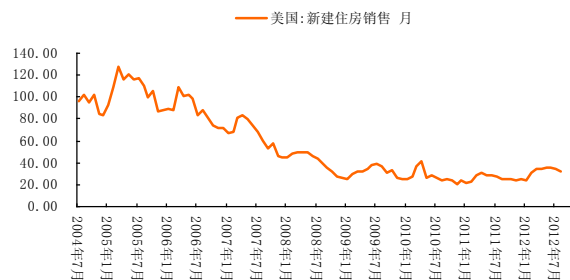
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 37: 富国银行住房指数 (%)



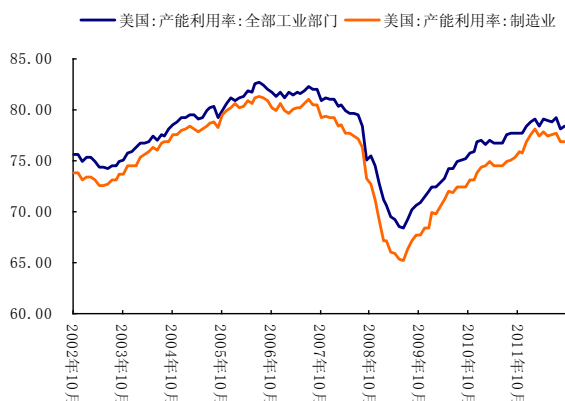
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 38: 美国新建住房销售 (千套)



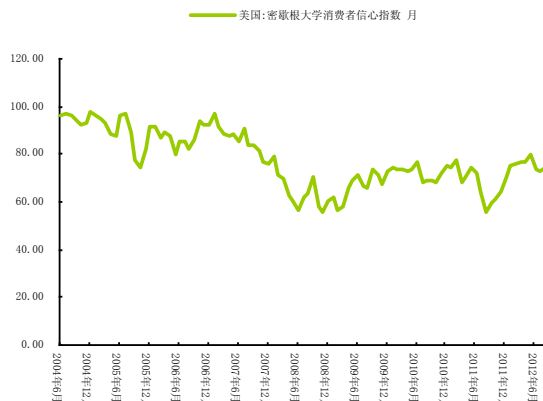
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 39： 美国工业部门和制造业产能利用率（%）



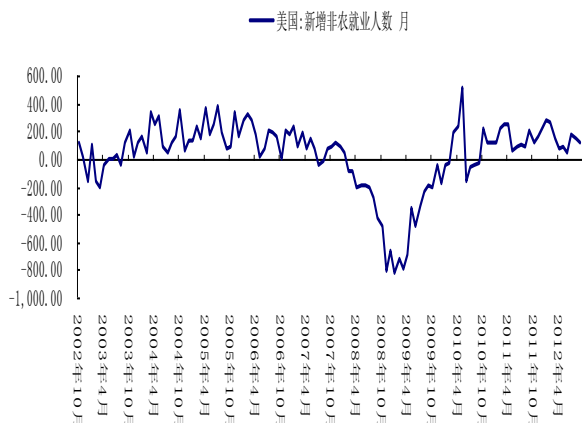
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 40： 美国密歇根大学消费者信心指数（%）



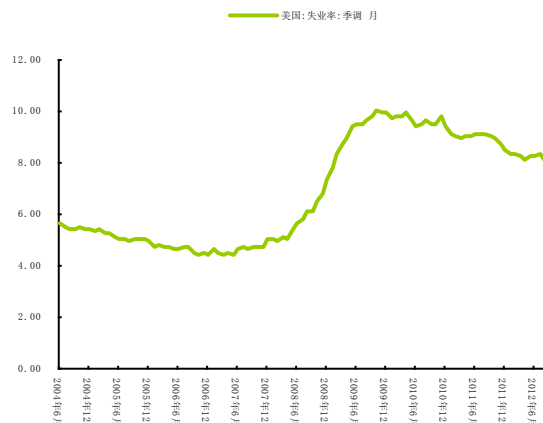
数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 41： 非农就业数据显示美国就业市场改善缓慢（千人）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

图 42： 美国失业率继续降低（%）



数据来源：同花顺 iFinD，恒泰证券研发中心

5. 配置策略：经济见底预期强化，周期性板块反弹有望延续

宏观经济见底迹象已得到多项经济数据确认，但在工业产能过剩压力下，预计经济回暖速度仍会较为缓慢。在此背景下，周期类行业基本面或将逐步改善，而与此同时，防御性行业的业绩稳定性仍显著高于周期性行业。因此，投资策略应兼顾周期行业反弹机会和防守行业业绩超预期个股。

我们认为，在宏观经济见底得到更多经济数据确认的背景下，可继续看好房地产、汽车、机械和建材等周期性板块的反弹机会。同时，继续关注医药和食品饮料等板块三季报业绩超预期个股。此外，美国经济复苏态势依旧是影响市场资金面预期以及有色等板块走势的重要因素，需提起高度关注。

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：刘明亮

联系电话：021-68405073

电子邮件：liumingliang@cnht.com.cn