

# 2012策略大戏渐入高潮 多空交锋趋于白热化

□本报记者 曹阳

“ 随着时间步入2011年年底,各大券商再次展开了对2012年A股运行态势的‘头脑风暴’。虽然2011年从3000点到2100点附近的下跌貌似给了2012年更大的弹升空间,不过A股近期的持续不给力也多少动摇了券商们对来年A股向好的信心。言语之间,多空交锋更趋白热化。看空者如安信证券直言2012年A股难跃2800点,多方如民生证券则视2900点为2012年A股估值中枢。在众券商的集智之中,2012年度策略大戏终于在圣诞节期间渐趋高潮。”

## 看不清的A股 道不明的经济

如果说2012年A股存在一个关键性的话,那么“看不清”几乎是所有券商的直观感受。这种“看不清”并非是众多研究机构的工作不力,而是由于2012年国内经济形势的复杂性与外部环境的多变性所带来的变量所致。

国内方面,一边是经济增速下滑趋势难以在短期内被遏制。“三驾马车”中,外需增长乏力,出口增速面临下降,消费增长相对平稳,但不足以补充外需对增长的拖累,而国内制造业产能相对过剩,库存水平依然较高,不足以支持新的投资周期启动,并且最大的支柱产业房地产业需求疲软、开工减慢、投资放缓,直接导致了投资的内生性动能呈现下行态势。另一边是决策层对经济降速的“默许”,毕竟在转弯期间,“慢踩刹车”是最合理也最安全的解决方式。这就意味着,“稳中求进”的政策基调不可能出现类似2008年底和2009年那样“积极财政+宽松货币”的政策力度,政策预调微调绝不仅限于口号而已。

在此背景下,投资者不得不面对近年来持续高速增长的中国经济在宏观层面主动减速的局面,而反映在微观层面则是上市公司盈利增速的下滑。

事实上,国内上市公司业绩增长水平相对于成熟市场已经可以说是超速行驶了,很少有成熟市场的上市公司业绩增速能够长期维持在20%以上的水平,但中国之前做到了。不过,下面的问题就是,已经习惯了“超速行驶”的国内投资者对未来上市公司“恢复正常”的业绩增速将会如何反应。

值得一提的是,此前包括申银万国、国泰君安、长江证券在内的多家券商均表示,经济将于2012年二季度见

底。申银万国预计全年经济增长8.6%,将呈现前低后高的态势,增长低点在二季度前后。长江证券则认为,在潜在经济增长力下平台的背景之下,需求疲弱期将被拉长,预计经济在新平台上稳定的时间点出现在2012年二季度。而国泰君安宏观经济分析师姜超同样认为经济底将于2012年二季度出现。他指出,鉴于2011年四季度地产销售的大幅下滑,预计地产投资增速也将显著下降,并对经济增长形成拖累,预计2012年GDP增速将降至8%,本轮GDP同比增速的底部或在2012年二季度,之后将企稳回升。不过,安信证券高善文的观点则与众不同,他在报告中提到,考虑到存货调整的特点,经济可能在2012年一季度技术性触底,但随后是否能够稳定下来,仍然存在一些未知因素。据此,安信证券认为,A股或将于一季度发起一波有力的反弹,相对看好2012年上半年A股市场的表现,而下半年市场或将继续下跌。这显然与之前研究机构先抑后扬的观点有着较大的出入。

当然,安信证券也并非是持有此观点的唯一券商。另外一家实力券商中信证券在其报告中也提到,2012年一季度,随着通胀与经济增速的继续回落,政策和流动性变化将成为焦点,预计存准率下调刺激信贷增速出现拐点将与积极财政政策共同推升国内市场,短期看好一季度反弹。不过,在2012年二至三季度则需关注实体经济的运行,经济转型困境、地产调控的复杂性、土地财政减少、地产信托到期、小市值股票解禁压力将压制市场走低;而到四季度,则是市场底部的奠定。

## 沪综指点位众说纷纭

每每涉及到券商年度策略,都不能免俗地谈到A股的运行区间,尽管大多数情况下,“唱多先生”总是给大家一个出乎意料的结局。例如2011年,能够预测上证综指跌至2100点区间的研究机构少之又少。当然,这与外部“黑天鹅”频飞以及投资者低估了通胀对政策的掣肘程度息息相关。显然,研究机构并非“孔明先生”,谁也无法精确地料敌在先。

不过,每家券商对点位的预测也并非简单地“拍脑袋”,无论看空或是看多,必然存在支持其观点的内在逻辑,而这些逻辑才是各家券商最大的看点。券商的逻辑对投资者所带来的启发才是其最大的价值所在。

安信证券之所以认为上证综指难以有效逾越2800点水平。其原因在于:首先,由于本轮CPI的低点要远远高于2004—2005年周期以及2008—2009年周期。

## 市场趋势变数犹存

在此,我们很难预判券商对点位预测的孰是孰非,但影响经济运行的几个变量确实尤其值得关注。首先,2012年国内经济通胀与增长组合的改变将对市场产生影响。招商证券指出,2012年经济周期的滞胀阶段将结束,流动性好转是确定事件,股市将好于2011年,单边下跌会结束。招商证券统计了从中国股市成立以来各年的收益率以及当年经济周期所处的阶段,比较发现,收益率最差的年份是滞胀阶段,即使在低增长低通胀或者经济萧条阶段,股市的收益率也比滞胀阶段要高。而国内经济的小周期将从2011年的滞胀阶段进入到2012年的低通胀低增长阶段,经济增长趋势前低后高,流动性状况将有所好转,市场单边下跌过程有望结束。

其次,微观层面上市企业ROE的变化将从业绩方面影响市场的估值变化趋势。广发证券认为,2012年上市公司盈利增速将温和下滑,预期在年中前后见底,下半年温和回升,预计全年增速略超10%。具体来说,A股将经历两个阶段:第一阶段,风险溢价高位回落,ROE下滑,市场震荡;第二阶段,风险溢价继续下降,ROE见底回升,市场温和上涨,转折点是政

策的实质性放松,ROE回升预期明确。中性预期下,货币政策实质性放松的时点在第二季度。

最后,房地产投资的变数。中信证券认为,2012年最可能超预期或低于预期的是房地产固定资产投资。从目前来看,影响房地产投资的因素有两个,一是保障房投资的规划,二是房地产调控的节奏。其中,投资者对房地产调控的节奏分歧较大,特别是是否放松以及放松的时间和方式是什么。房地产政策方面,目前最可能放松的时间点在2012年年中,方式以微调为主。目前房地产调控政策主要有两个,一是货币首付比率(开发商融资等),二是行政限购(限价)。两类政策中,限购政策为不可持续政策,面临着退出的需求。中信证券认为2012年中限购政策微调的可能性较大,但不可能出现2009年冰火两重天的情况,而是以微调为主,最有可能的微调政策着眼在自住需求,包括首套住房利率及首付比率,以及限购的套数等,而房地产企业再融资等政策放开,可能在2012年底。除此之外,中信证券还提到了政策的三个重要时点,除了已经结束的中央经济工作会议,还有2012年3月的两会和2012年7月的北戴河会议。

策的实质性放松,ROE回升预期明确。中性预期下,货币政策实质性放松的时点在第二季度。



CFP图片 合成/尹建

## 轻行业 重节奏

## 券商摒弃“抱团”转为结构“突围”

□本报记者 魏静

2011年注定是惨淡的一年,股指几无抵抗性地下跌,令投资者只能认赔出局。临近年关,券商2012年度策略即将收官,经历了这一年暴风雨的洗礼后,曾经钟爱“抱团”的券商机构们也一改往日作风,转而从节奏上“突围”。防御型的大消费概念及进攻性的品种,上榜频率依然极高,只是券商都保守地选择进行阶段性配置。

### 双下格局 2012难现系统性机会

2012年较为确定的宏观环境是通货膨胀下降与经济减速,双下格局之下,股指很难出现系统性行情。

中信建投指出,从周期的位置上看,2012年之后注定是大危与大机时代的开启,周期波动与经济中枢下移相互交织,在不同时间点成为影响经济和市场趋势的主要力量。

就周期运行来看,2008年底的大规模经济刺激已经明显地引发了地产泡沫和通胀高企,而纠正机制的被迫开启又使得刺激过后的经济运行面临反向循环机制,通胀的逆转背后是需求的萎缩,而地产泡沫被强力的政策调控抑制实质上影响了当前甚至潜在的需求水平。在这样的情境下,房地产周期则正运行在政府主导的调整关键期,销量触底或在年底,但后续的演化依然受到政策的巨大影响;库存周期面临量价齐跌的主动去库存过程,根据测算,2012年二季度前后可能是

### 库存周期的底部。

国信证券也表示,目前中国的经济状态介于类滞胀和衰退之间,或许用“类滞胀后”来形容比较合适。在通胀还处于高位回落的过程中,经济增速出现缓慢回落,还未出现类似于2008年那样的短期衰退。按照国信证券宏观组的判断,2012年一季度经济滑落至8%附近,经济低点将出现在上半年。

中信证券则指出,2012年最关键的经济变量在于经济底部,但市场2010年对房价拐点、2011年对通胀拐点的预测不断修正的经验表明,当前对2012年经济底部的判断也存在巨大的不确定性,究其原因或在于经济刺激的货币幻觉开始失灵。总体而言,当前市场对2012年经济形势预测可能有几个共识,包括经济增速的探底回升、通胀压力的减缓以及产业结构调整的实质性展开。

### 摒弃“扎堆” 券商寻求阶段“突围”

2012年的券商年度策略报告即将收官,其中一个显著的特征是,机构放弃了以往扎堆某些行业或概念的做法,转而采取阶段性配置,并意欲从节奏上寻求“突围”。

中信证券指出,2012年市场的时间概念将重于空间,时间长短决定投资腾挪余地。该券商判断,2012年一季度,通胀与经济增速将继续回落,焦点是政策和流动性变化,存准下调刺激信贷增速拐点将与积极财政共同推升市场;二至三季度则看实体经济的运行,经济转型困境、

地产调控的复杂性、土地财政减少、地产信托到期、小市值股票解禁压力以及中美博弈将压制市场走低;四季度,国内地方政府换届完成,“十八大”召开,美国总统选举进入最后阶段,经济发展模式确立,市场底部奠定。中信证券表示,未来相对确定的仍是公共投资领域的扩张,建议2012年关注公共投资扩张及其带动的相关产业链,如资源能源调节(油气开采设备与服务、电力与电力设施、天然气产业链),环境改善(矿产与水务、水利建设)和民生保障(政务开支、信息通讯、医疗卫生)等领域。

安信证券则明确提出,春节后到2012年3月份前,建议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;而在7月份前后,建议配置重新转向非周期类股票和成长类股票。安信证券看好的四类品种分别为: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;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;高成长、低估值的行业,但参考行业的成长性和估值分布,其认为几乎没有行业处于这一区间;低成长性、高估值的行业,而绝大部分行业都处于这一区间。安信证券建议2012年全年配置上述前两类行业,并在不同的政策时点进行交叉配置。

陈海峰认为,市场反转可能在明年一季度展开,经济在明年二季度见底,市场会提前反应,而一季度对于欧债也是个重要的偿债窗口。”在他看来,市场有望从明年一季度开始迎来一轮结构性机会。

部分私募认为:

## 2012年存结构性机会

□本报记者 陈光

悲观中应保持冷静。站在年尾展望2012年,不少投资专家认为,2012年市场依然具有很多结构性机会,尤其是经济从放缓底部回归、政策由紧缩转向正常的背景下,从周期股到成长股会存在一轮轮动机会。

### 长期增长活力仍存

经济增长的悲观预期何时改变,是目前制约市场上涨的主要因素。受紧缩货币政策影响,2011年下半年以来,经济增长环比增速逐步放缓,反映经济活力的PMI指数也逐渐下滑。最新公布的12月汇丰中国制造业指数PMI初值为49.0,虽然比上月47.7的终值略高,但仍低于50,说明经济形势依然处于收缩过程。

不少投资人认为,经济增长放缓趋势仍然会维持一段时间,但最坏的时刻就要到来,整个2012年经济会呈现先抑后扬格局。中国经济放缓是在一种可控的格局下进行,第一目标是收缩货币、防通胀、防经济过热,但基本活力依然强劲。”上海国富投资管理公司投资总监陈海峰认为:中国经济增长的低点可能在明年二季度出现,随后经济仍会保持快速增长。”

天治基金权益投资部总监龚炜认为,国内宏观经济运行仍处于管理层可控的状态,经济增长的下行空间不大但下行趋势在延续,预计四季度CPI将逐步下行,货币紧缩政策已经进入尾声阶段,结构型宽松预期逐渐加大。

2012年经济的另一变量是海外债务危机。陈海峰认为,中国股市目前的最大不确定因素就是欧债问题,这不是一个经济问题,而是一个政治问题,”陈海峰认为,明年一季度,欧洲多国又将迎来新一轮偿债时间窗口,坏消息则是届时市场很可能再一次动荡,好消息则是,欧债危机到那时可能有确定性变化。

不过龚炜则认为欧债问题影响可能没那么大,整体上来看,全球经济正在复苏的大背景是确定的,虽然过程颇为波折,存在反复。目前影响A股市场走势的主要因素还是来自于国内。

### 短期疑虑难消

过去的一个多月乃至一年,资本市场遭遇连续打击,股市阴雨连绵接连冲破数个整数关口,沪综指暂时停留在2200点附近震荡。虽然下跌趋势有所放缓,但不少私募投资人认为,现在最多算底部区域,但短期内不排除继续向下破位的可能。

上海三升投资总经理赵震认为,现在最大的问题是不确定,政策不确定,经济不确定,海外不确定,这些不确定性不消除,市场就难以很快有起色。现在肯定是个底部区间,对于大资金而言是建仓的好时机,”陈海峰认为,但是短期不排除市场继续向下砸个坑。”

龚炜认为,目前政策导向更多的会倾向于稳定,再结合经济结构调整的背景,管理层很难放松对地产等经济贡献大、恢复快的行业的监管和限制,再加上通胀隐性压力仍然存在,国内大幅放松流动性的可能性也不大,所以四季度市场宽幅震荡筑底的概率依然很大。但是,随着宏观政策微调的具体内容(减税等)、准备金率下调等政策的逐步出炉,市场已经在预期政策放松拐点的出现,如果后续政策能够逐渐兑现此前的乐观预期,市场反转也可能随时发生。

陈海峰认为,市场反转可能在明年一季度展开,经济在明年二季度见底,市场会提前反应,而一季度对于欧债也是个重要的偿债窗口。”在他看来,市场有望从明年一季度开始迎来一轮结构性机会。

龚炜则认为,宏观经济回归常态仍是今年乃至未来一段时期的主要看点,中度通胀、中度增长是2011年及以后若干年内经济运行格局的大概率事件,投资者应加强对明确受益经济复苏且盈利增长能够持续超越预期的行业的个股的研究,积极把握市场的投资机会。