

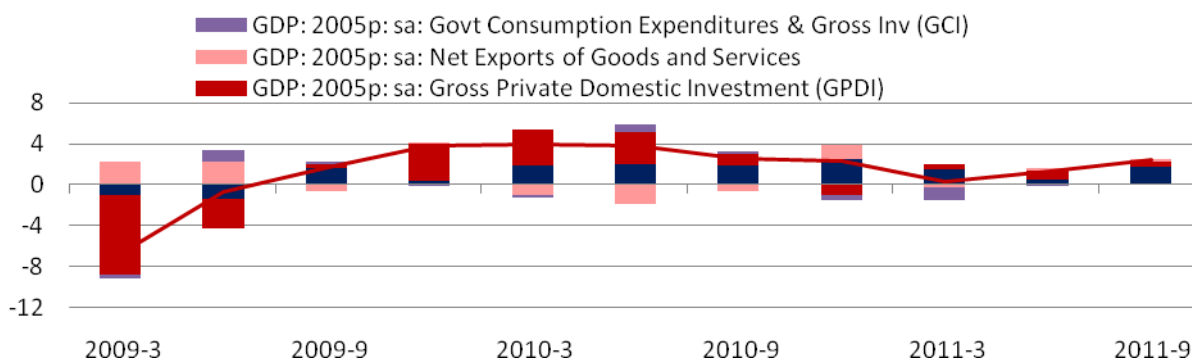
政策预调微调初现 市场延续反弹趋势

陈超¹ 王朔²

一、海外经济

美国经济：经济增速在第三季度出现较明显的回升，GDP 环比折年增速达 2.5%，创下 2011 年第三季度以来的最大升幅，其中私人投资和消费明显回升。我们认为这一快速回升反映论文制造业产能重建等意外冲击的影响，实际经济增速可能略低于目前水平。展望未来，我们认为美国经济面临的风险因素有四点：第一，制造业特别是汽车产业将逐渐回归供应链冲击前的平均增速；第二，居民收入增速尚没有明显增长，目前储蓄率下降带来的消费增速回升不可持续；第三，欧洲主权债务危机向欧洲经济危机演化可能导致出口进一步恶化；第四，进入 2012 财年，财政紧缩计划会逐步实施。因此，美国经济主要依赖于企业投资-就业增长-收入增长-消费增长的内生过程。未来美国经济复苏的趋势仍在，但将低于第三季度的水平。

图 1: 美国 GDP 增速未来可能略微走低



数据截至: 2011-9 月 数据来源: CEIC

¹ 首席经济学家, 电话: 010-66583196; 邮箱: chen.chao@icbccs.com.cn

² 助理研究员, 电话: 010-66583047; 邮箱: wang.shuo@icbccs.com.cn

欧债危机和欧洲经济：我们认为欧债危机相对大概率的情况是，希腊公投问题短期扰动市场，但最后依然倾向于在现有方案的基础上接受救助。意大利的问题目前还没有明确的解决方案，市场能够接受贝卢斯科尼政府的紧缩方案当然最好，如果不能，那么欧盟最后只能货币化其国债了，虽是迫不得已之举，但惟有如此方能彻底遏制本轮危机。对于欧洲经济，我们认为财政紧缩的条件下，加上银行有意紧缩信贷，降低风险资产规模，欧洲今年年底到明年上半年陷入衰退的可能性比较大。

图 2: EBA 测算的主要国家银行业需要补充的资本 (10 亿欧元)

国家	EBA 预测
希腊和塞浦路斯	-34
西班牙	-26
意大利	-15
德国	-5
法国	-9
葡萄牙	-8
其他	-10
总数	-107

数据来源：EBA, ICBCCS

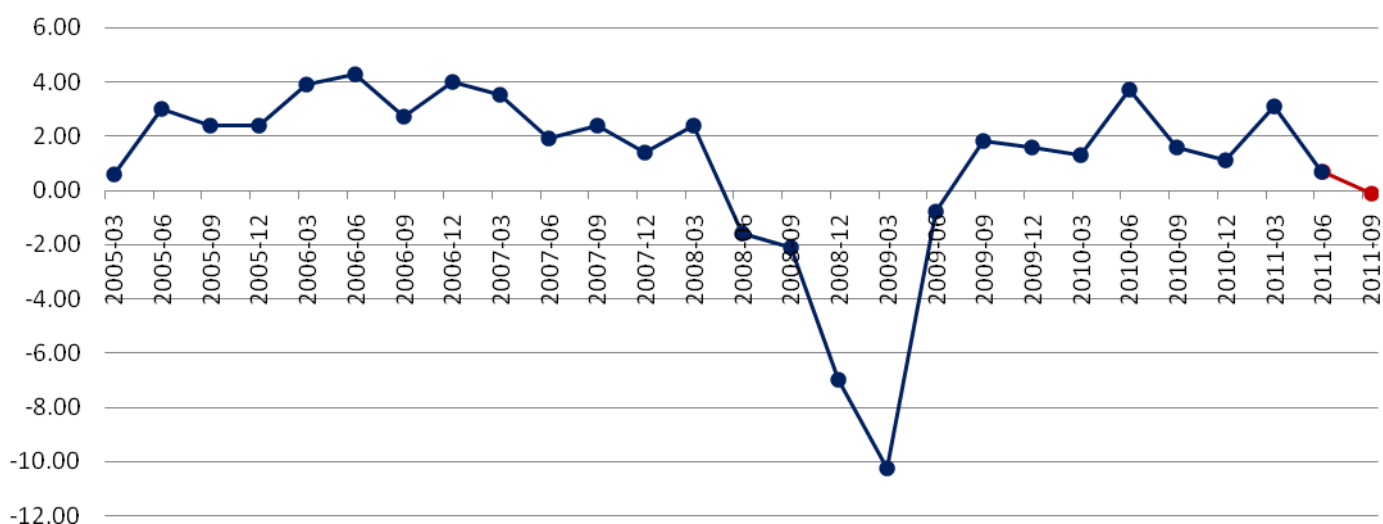
观察历史上各国主权债务危机（拉美、俄罗斯、阿根廷、冰岛和迪拜），我们都发现，大部分国家在一开始都制定了比较严格的紧缩方案来应对危机，但换来都是经济增速的进一步降低，最终不得被迫变卖资产和债务重组，并经历较长时期的衰退。我们认为欧债危机也很难逃过这一结局，不同只是经济衰退的程度和市场恐慌的时间。从各国债务危机的演变看，主权债务危机、银行危机、政治危机以及经济危机往往可能交织在一起，带来一国经济较长时期的衰退。

短期来看，欧盟峰会确实出台了刺激市场的政策动议，但救助方案的细节还没有给出，同时，欧盟能否在未来稳住意大利国债的收益率将是决定欧债危机走势最

为关键的因素，如果贝卢斯科尼政府无法给出更好的减赤方案并维持一定的经济增长，那么市场很有可能进一步做空其国债，那时危机就会真正开始扩散，我们会密切关注。

德法等主要国家均将进入选举年，关于欧洲债务问题的态度与处理方法不仅仅是考虑欧元区现实的问题，还必须要面对国内选举的压力，在这种大背景下更不应该对欧洲问题抱有过分的乐观态度。

图 3: 欧元区三季度可能会面临衰退，GDP 增速回落至负 0.1%



数据截至：2011-6，9 月份为预测值

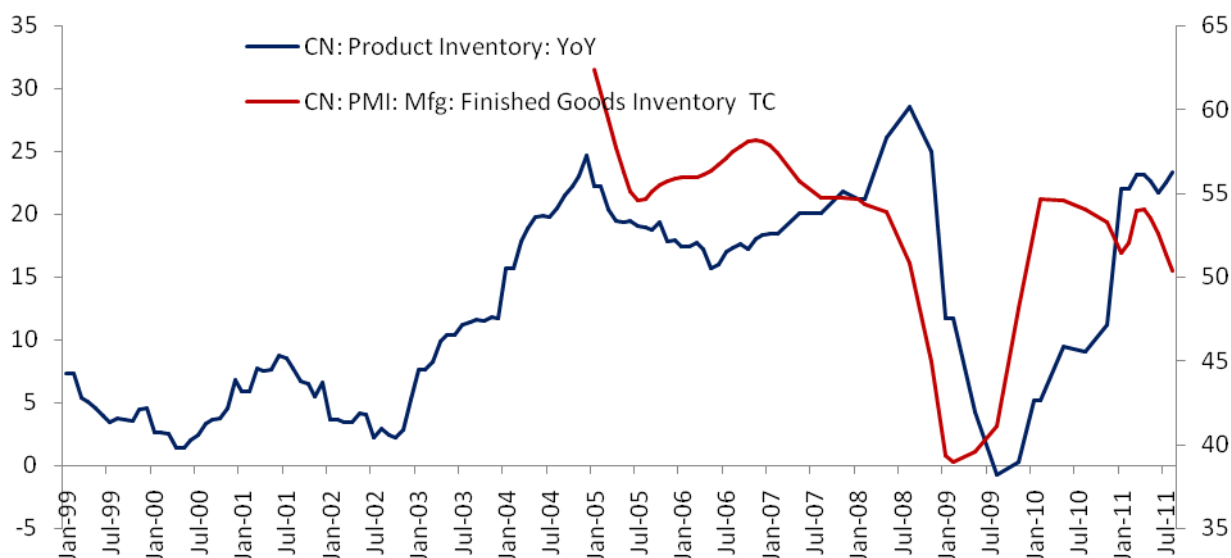
数据来源：CEIC，ICBCCS

二、中国经济

中国经济未来可能面临三种发展路径。路径一，欧债出现系统性风险，希腊恶性违约，全球市场恐慌，银行大幅惜贷，经济迅速下滑，中国政府可能会出台力度较大的刺激政策。路径二，欧债没有发生系统性风险，财政紧缩和银行信贷紧缩令欧洲经济出现一定程度衰退，中国政府会选择相对温和的刺激政策，对资本市场的利好有限，同时也不会改变经济下行的趋势，中期则利于通胀的回落。路径三，海外情景同路径二，中国政府选择相对强烈的刺激政策，在通胀没有充分回落的前提下，可能会改变经济下行趋势，短期有利于资本市场，但明年不利于遏制通胀。

三种路径之中，后两种的可能性相对较高，而我们倾向于认为第二种的可能性最大。在这种情况下，从基本面来看，经济会由类滞涨继续向小衰退转变。目前去库存的阶段还没有结束，原材料库存仍继续下滑，我们预期经济增速下行趋势将会至少持续到年底。通胀方面，下行趋势已经形成，在10月份可能下滑至5.5%左右的水平，并在11月和12月进一步回落，初步预计回落至5%以下。而从政策面和资金面来看，通胀下行加速，外部风险和地产投资大幅下滑的风险令高层转变政策基调。从流动性的角度来看，可能表现为货币信贷的结构性调整，但不存在大幅转向的可能，这将使得未来流动性不支持经济反转，但在一定程度降低经济失速的风险。

图 4: 去库存阶段-经济由类滞涨转向小衰退



数据截至：2011-10月 数据来源：CEIC

政策调整的力度：如果我们观察近期的一系列政策的着力点，就可以对政策力度有所把握。目前来看，10月份以来的政策预调微调主要体现在四个方面：一是微小企业的支持，包括信贷领域的扶持政策 and 税收方面的优惠政策；二是促进投资的政策措施，包括允许地方自行发债的试点、把铁道债券列为政府支持债券以及国家开发银行月末对铁路项目贷款的信贷支持等等；三是信贷局部放松的政策措施。10月份的新增信贷预计在5800亿元左右，已出现较明显放松迹象。11月初的第一周信贷增速明显提高。同时，根据央行差别准备金率的计算方法，市场传闻差别准备

金率有下调可能，进而提高商业银行信贷扩张能力；四是资本市场的制度变革预期。随着证监会人事调整，市场对于推出上市公司强制分红政策已出现不少传闻，同时，IPO 节奏也出现放缓迹象，更有传闻认为 IPO 可能会持续放缓。但就目前的政策力度来看，我们认为，首先，国务院常务工作会议和银监会对于微小企业扶持政策所释放的贷款相对于全部新增贷款规模来说微不足道（该口径下，微小企业贷款占比估计不足 5%）；其次，地方自行发债试点虽然显示的财税改革的方向，但也只是初步尝试，且额度依然纳入中央预算，没有形成新增量的刺激；存量平台贷款整改和扩大消费政策等其他政策对于短期的经济增长贡献也都不太明显；最后，新增贷款即使在四季度有所松动，但规模可能也不会很大（去年同期有 1.5 万亿左右，今年可能在 1.8 万亿）。因此，本轮政策放松是问题导向性的微调，幅度远不及 2008 年和去年年中，同时，中央在政策调整时不得不顾及对通胀和地产调控的影响，一旦二者出现反复，政府会认为得不偿失。因此，政策放松的力度较为温和。

政策调整的时间：如果我们认为本次的政策放松力度偏弱，是结构性和问题导向性的微调，那么其持续的时间可能比较长。如果海外在这一阶段不出现系统性的风险，同时通胀不出现反复的情况下，政策基调很可能由从紧向中性的政策转变。

图 5：近期主要宏观政策汇总

日期	政策范围	涉及部委	主要内容
2011-10-12	常务工作会议	国务院	国务院常务会议研究确定支持小型和微型企业金融财税政策
2011-10-20	产业结构	商务部等	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》
2011-10-20	地方财政	财政部	《2011 年地方政府自行发债试点办法》
2011-10-24	小微企业发展	银监会	关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知
2011-10-25	平台风险	银监会	四方面推进存量平台贷整改
2011-10-25	十七届六中全会	国务院	《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》
2011-10-25	天津调研	温家宝	对宏观经济政策适时适度进行微调
2011-10-25	促进消费	商务部等	《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》
2011-10-25	增加内需	西川、贵州	全力建设重点项目、筹集资金、保证项目完工
2011-10-26	常务工作会议	国务院	决定开展深化增值税制度改革试点。
2011-10-26	常务工作会议	国务院	坚定不移进行房地产调控
2011-10-31	小微企业减税	财政部	提高增值税、营业税起征点
2011-11-2	水利建设	国务院	大幅增加投入，大兴农田水利建设

数据来源：公开媒体，ICBCCS

三、市场展望与投资策略

(一) 股票市场

建议仓位保持中性，市场仍处于反弹而非反转。因此，随着指数上涨，可逐步减仓。行业配置上，继续偏向百货、消费、医疗服务、食品饮料等行业，在未来一个季度可逐步增持以上行业股票。为明年布局准备。同时，明年年初时应适当回避投资品行业。从主题投资角度看，应逐步布局与经济转型密切相关的板块，重视以下板块投资机会：需求结构调整带来的消费板块的投资机会；产业结构调整带来的装备制造板块、新兴产业的投资机会；要素结构调整带来的人工替代板块、节能板块的投资机会；区域结构调整带来的中西部的投资机会；城乡二元结构调整带来的二线、三线城市的固定资产投资、低端消费板块的投资机会。

分行业评级变化：本月我们调整有色、汽车和食品饮料的评级至中性，同时下调农业的评级至看淡，下调银行的评级至中性。有色行业的评级上调原因主要是政策面有所缓解。汽车被上调至中性，主要原因是新能源汽车规划和商用车节能补贴政策出台。食品饮料和农业分别被调升和调降，原因都是CPI分别影响二者的成本和价格。银行的评级被调降，主要是由于净息差到顶之后盈利能力可能有所下降。

图 6: 10 月份评级调整明细

行业（中信一级行业）	上月观点	11 月份观点	观点变化的原因（如果有变化）
有色	看淡	中性	关注欧债危机和货币政策变动，政策松动有利于悲观预期改变
汽车	看淡	中性	新能源汽车规划可能出台/商用车节能补贴政策可能出台
食品饮料	看淡	中性	成本下行
农业	看好	看淡	CPI 下行
银行	看好	中性	信贷规模有可能小幅上调、但息差已经见顶

数据截至：2011-11 月 数据来源：ICBCCS

（二）债券市场

利率产品：机会相对有限。目前在基准利率保持不动的情况下，1年央票可能降至3.3%，三年央票降至3.6%，基本上已经封杀了利率产品收益率的下降空间，特别是国债收益率下降空间有限，相比之下金融债有一定优势；2011年10年国债收益率的低点乐观估计大约是3.4%-3.6%，相比目前下降20-40BP，回到均值附近；金融债的下降幅度可能有50-80BP。

信用产品：信用利差分化将会深化。信用债在基本面获得转机后，行情可能会稍微向低评级蔓延，但不能过分乐观看待信用风险，展望明年，信用风险溢价可能是债券超额收益的主要来源；但是信用利差的行业分化、公司分化也将非常明显。

转债产品：在政策面转暖、股市政策底已现的大背景下，转债经历了10月份的估值修复行情，未来下行风险也比较有限。收益率在3.5%以上的高评级转债仍可积极参与，具备配置价值。

重要提示：

提示：本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

ICBC  工银瑞信

公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn