

## 2012年度宏观经济与资产配置展望

### 一、海外宏观经济展望

去杠杆化，再平衡和宽松的政策将是2012年的全球经济的三大主题。去杠杆化是每一轮危机后的必由之路。伴随着全球经济由衰退走向复苏，主要经济体都会经历3至5年的去杠杆化过程。2012年是去杠杆化过程的中前期，经济增速较2011年有所放缓。全球经济的再平衡亦是危机后全球主要经济体面临的长期挑战。发达经济体需要减少过度的消费，增加投资、出口，甚至再制造化。发展中经济体则需要扩大内需，增加消费，降低出口依存度。中国经济向内需为主的转型势必推进全球再平衡的进程。此外，为应对欧债危机恶化、经济增速放缓与通缩风险凸显的挑战，全球主要发达经济体有望继续维持宽松的政策基调，实行量化宽松的货币政策和被动紧缩的财政政策。展望全球主要经济体2012年度的经济增长形势，我们认为：

**美国经济：**2012年美国仍处于温和复苏之中，GDP增速预计在2%左右。其中，消费稳中略升，房屋销售逐步回暖，失业率缓步下降。“紧财政、宽货币”是2012年美国政策的主调。债务上限调整、量化宽松政策可能是2012年最受市场关注的两大政策。总统选举则是左右美国经济未来走势的重要不确定变量。

当前，美国企业现金流充足，产能利用率较高。经济复苏速度和弹性依然取决于消费信心和房地产市场的恢复程度。考虑到共和党和民主党的党派之争严重，财政刺激政策出台阻力较大，政策刺激的空间相对有限，加之欧债危机及欧洲银行业收缩在美资产，经济增速可能低于官方和市场预期（美国会预算办公室预测 2012 年 GDP 达 2.6%）。因此，我们预计在 2012 年度美国 GDP 增长在 2% 左右。

**欧洲经济：债务危机陷入“财政紧缩—经济衰退—银行收缩—债务上升”的恶性循环，预计 2012 年经济出现大幅衰退。**12 月 8 日举行的欧盟峰会没有形成实质性进展，市场悲观预期再次抬头，国债收益率出现反弹。为了抵御主权债务风险敞口，各银行被要求补充核心资本充足率至 9% 的水平。但由此带来的银行资产收缩将直接导致欧元区流动性紧张，不利于实体经济的复苏。从基本面来看，边缘国家的经济衰退已经扩散到了核心国家，使 2012 年德国出口受到拖累，经济增速回落，失业水平上升；同时，法国政府的债务情况也面临恶化、信用评级调整的压力较大，银行持有大量的风险资产，各领先指标持续下行，经济增速同样不容乐观。而欧盟峰会提出将财政赤字控制在 GDP 的 3% 以内的要求，将使欧元大部分国家财政紧缩政策力度加大，进一步抑制经济复苏的动能。

欧央行为应对愈演愈烈的债务危机，近期逐步扩大边缘国家的债务购买规模，并同步进行再融资操作和准备金率调整，释放流动性。但危机日益加剧可能导致财政紧缩和输血救助也无济于事，主权债务危机、银行危机和政治危机相互交织在一起。如果市场情绪进一步恶化，我们预期欧央行将不得不选择货币化边缘国家的债务为解决危机争取更多时间。

**日本经济：**日本已进入震后重建过渡期，GDP 增长可能保持 2% 以上的水平。

由于海外对于日本工业产品需求有一定刚性和粘性，第三季度的产能恢复使 GDP 增速迅速回升，预计震后复苏趋势有望延续至 2012 年。尽管日本债务占 GDP 比重高达 233%，但基于外国投资者占比极低，仅 5% 左右的海外持有者，因此市场并不担忧日本出现主权违约风险。

**新兴经济：**2012 年，新兴经济体总体 GDP 增速有望运行在 5-6% 的水平。2011 年，在大宗商品价格上行和美国第二轮量化宽松政策的冲击下，新兴经济体通胀大幅上行，而供给冲击和各国政府的主动紧缩政策造成 GDP 增速放缓。2012 年，尽管欧债危机导致欧洲经济大幅衰退，但美国经济相对平稳，中国更不会出现硬着陆，因此新兴经济体总体增速回落有限，与欧洲经济关联度高的东欧和中东地区经济增速回落较大，亚洲、拉美地区经济增速较为平稳。但鉴于 2012 年主要发达经济体维持政策宽松基调，新兴经济体的通胀形势依然不容乐观。总体 CPI 增速仍会达 5% 左右的水平，较 2011 年略有回落。

## 二、中国宏观经济与政策展望

### （一）中国经济增长的长期趋势

未来 10 年，中国长期经济增长率缓步下行，但仍有望保持较快水平。需求升级以及与之相伴的工业化、城镇化是未来中国长期经济增长的主要推动力。工业化是从农业、向基础工业、制造业再向高附加值工业服务业产业转变，城镇化则是劳动力由农村向城镇转移。中国经济的快速发展主要就是由富余劳动力和廉价要素价

格推动的一轮快速的城镇化和工业化过程。而一旦经济发展到一定阶段，刘易斯拐点的出现以及要素供给短缺则会反过来制约经济的快速增长，导致经济潜在增速的逐步下滑。据测算，未来 10 年中国经济的潜在增长率可能目前 9% 左右的水平降至 7% 左右。在这一过程中，需求升级带来的结构转型与个性化消费，将是未来的主导方向，从行业层面梳理，则更应该关注医疗服务、通讯服务、休闲娱乐、高端服务及住行相关的行业。

## （二）2012 年中国宏观经济走势

展望 2012 年中国宏观经济，我们认为，经济在上半年继续放缓，一季度见底可能性较大，下半年有望逐步回升，但回升幅度和节奏偏慢。全年 GDP 处于 8.3-8.8% 的运行区间，呈小“U”型走势。

从三大需求看，消费一方面受到人均可支配收入增速的回落的负面影响，另一方面通胀的下降和保障房建设释放的预防性储蓄将有助于对冲这种负面影响。因此总体看，明年消费增长率保持相对稳定，全年实际增速超过 14%。从汽车、石化制品和家电这三类主要消费品来看，都将出现回升或底部企稳。汽车销售量由于年底的销售旺季及 2012 年第 1 季度的周期性复苏，未来 2-3 个月的下行风险有限。家电销售虽然受到 2011 年上半年高基数影响，月度销售的负增长可能持续一段时间，但需求触底回暖可能会在 2012 年第 2 季度出现。而石化制品的消费增速也将随着油价涨幅的企稳而逐步回升。

投资方面，受房地产调控和全年信贷增速水平下降的影响，我们预计固定资产投资增速在 2012 年将下滑至 18-20% 附近。其中，房地产投资增速有望回落至

10%-15%左右。在限购情形之下，商品房销售增速持续下行，预计到明年上半年销售面积同比增速将会回落至 5%以内。明年基础设施建设投资增速会恢复到 15%左右，高于目前 10%左右的增速水平。基建投资是政府在非常时期拉动经济的重要手段，而且从政治周期来看，2013 年是新一轮政治周期基建投资的高峰期，2012 年也将逐步回升。我们预计制造业投资增速下滑至 28%。对于制造业投资影响较大的主要包括地产链相关行业投资、出口链相关行业投资和消费链相关行业投资。其中，受房地产调控影响，地产链相关行业，例如化工行业、黑色金属等相关制造业投资增速减缓显著。考虑美欧明年的经济同比增长趋势和今年的基数效应，2012 年出口链上纺织服装，鞋帽制造业，皮革，机电设备等相关行业固定资产投资也可能受到影响。

出口方面，增速与主要出口目的地国家经济增长高度相关。根据对主要国家的经济增长前景的预判，我们认为，2012 年出口增速呈“前低后高”走势，出口增速下滑至 14%左右，且由于进口回落速度较出口偏慢，预计 2012 年年贸易顺差进一步缩窄至 800 亿美元左右。

**通胀方面：**我们预计通胀水平在上半年逐级回落，下半年则有所回升，呈“U”型走势，总体处于 CPI 处于 3-4%的区间。2011 年粮食丰收情况较好，2012 年猪肉价格将进入下行周期，预计 2012 年食品价格增速平稳。但 2012 年下半年可能出台的成品油调定价机制和资源税改革措施，以及海外央行继续量化宽松政策，令下半年 CPI 环比增速回升，有拉高全年通胀增速的风险。

### （三）宏观调控政策展望



2011 年底的中央经济工作会议定调“稳中求进”，确立 2012 年宏观调控的目标是稳增长、控物价与调结构，政策上维持积极财政政策与稳健货币政策的组合。具体而言：

财政政策方面：由于企业利润和贸易额下滑，导致税收总额下滑，全年财政收入增速可能出现一定程度下滑。但中央政府可能通过中央财政预算稳定调节基金和发行更多国债来实施积极财政政策，财政政策的结构性变革，尤其是财政支出的投向、结构性减税的受益行业是值得关注的重点。

货币政策方面：在稳健基调下，政策将回到危机之前的中性水平。我们预期，2012 年上半年下调利率可能性不大。一是负利率水平没有明显好转，二是利率政策本身效果有限。但流动性管理依然是 2012 年的重点。预计 2012 年上半年将有 3 次左右的准备金调整空间，全年信贷总量可能控制在 8 万亿的水平。我们认为，随着通胀下行，保障房投资与基建投资的大规模施工，2012 年上半年信贷增速有望大幅回升。特别是考虑到年初外汇占款下滑较多，一季度货币投放力度应更大一些。下半年则受通胀上行影响，信贷增速可能再度回落。汇率方面，我们预期 2012 年人民币兑美元将继续升值至接近 6.1 的水平，幅度在 3% 左右。受外汇占款外流影响，近期人民币兑美元出现一定的贬值预期，未来央行将逐步引导人民币由单向升值转向双向波动。

从宏观调控政策的节奏看，依然延续“4-7-10”的决策周期，即每年 4 月份、7 月份和 10 月份都是对前期宏观经济形势回顾，可能适度调整政策取向的关键时点，这些时点往往也是资本市场的阶段性转折点。

### 三、资产配置与投资策略展望

目前，宏观经济处于小衰退周期，在大类资产配置上，应以债券和货币为主，股票资产保持低配；在行业配置上，超配金融、非周期消费、公用事业等行业，低配基础工业、资源、信息技术、工业、周期消费等行业。

#### （一）长期资产配置

2005年股权分置改革后，资本市场与宏观经济的相关度日益提高。长期来看，经济发展的大趋势决定了长期资产配置的方向，行业景气的轮动和主题投资的机会。经济发展的长期趋势主要是经济增长投入要素的结构变迁所主导。未来3-5年，经济转型成为中国经济发展的大趋势，经济转型的内涵可概括为六大领域的转型，即需求结构、要素结构、区域结构、产业结构、城乡结构和制度结构的转型。长期资产配置应以六大结构变革主导的资产类别展开。具体而言，需求结构转型体现在经济发展由出口导向向内需为主转型，资本市场的投资重心势必向大消费行业倾斜。要素结构的转型体现在人口老龄化，劳动力经过刘易斯拐点的背景下劳动力成本系统性上升，资源环境成本逐步上升，资本市场的关注点势必也落在节能产业、人工替代产业等等。区域结构的变迁则体现在中西部的崛起，资本市场的亮点也同样体现在中西部的基础设施建设受益行业和产业转移承接行业。产业结构的转型则体现在传统装备制造业的升级和新兴产业的发展壮大，资本市场围绕产业升级和新兴产业的主题则层出不穷。城乡结构的变迁则更多体现为城镇化，三线、四线城市的发

展，资本市场则体现为对三线四线中低端消费行业的投资亮点。制度转型更多体现为国有经济的改革和民营经济的发展。资本市场则体现为事件驱动的主题投资机会。

## （二）战略资产配置

### 1、经济周期视角的大类资产配置与行业配置

在战略资产配置层面，我们尝试从库存周期的角度<sup>1</sup>，通过增长和通胀两要素的趋势和与之的库存变化将经济周期划分为复苏、繁荣、类滞胀和衰退四个阶段。在此基础上，我们试图寻找大类资产与行业轮动的周期轮动的一般规律。

从大类资产配置角度看，经济周期的不同阶段，资产的收益表现各不相同。经济衰退和滞期，企业盈利持续下滑，股票资产收益较差，债券和货币类资产则相对有较好表现。经济复苏和繁荣期，企业盈利持续改善，股票资产表现则远远好于债券和货币类资产。鉴于经济处于从“类滞胀”走向“小衰退”，我们认为，2012 年第 1 季度的大类资产配置应以债券资产为主，谨慎控制股票资产仓位。

从行业配置角度看，经济周期的不同阶段行业景气程度各有不同。经济衰退期，非周期消费行业、公用事业等行业需求稳定，受经济下行影响小，盈利稳定，因此，偏防御或估值较低的食品饮料、医药生物、公用事业、交通运输和金融服务行业成为经济衰退期的超配行业，强周期的有色金属、电子、黑色金属、化工、综合、交运设备等行业则因需求大幅下滑，盈利大幅缩水而成为弱势行业。经济复苏期，周期行业，特别是上游、中游行业需求回升，盈利上行，有色金属、采掘、房地产、金融服务、餐饮旅游等行业指数随之大幅超越市场，而非周期类行业则相对

<sup>1</sup> 之所以选择库存周期作为我们的主要分析对象主要是考虑国内宏观指标的时间序列相对较短，因此选择中周期或更长的经济周期并不利于对中、长周期的主要指标做周期间的比较。



跑输大盘。经济繁荣期，中游行业开始逐步进入景气阶段，随着物价上行，农业受益于通胀，盈利改善，行业指数开始跑赢大盘。经济滞胀期，上游行业由于对需求下行较为滞后，成本传导能力强，表现依然相对较好，但中下游行业则盈利下滑，表现不佳。鉴于经济持续下行，通胀回落，我们认为，2012 年的第 1、2 季度应以防御类行业为主，超配金融、非周期消费、公用事业行业。

## 2、“流动性-盈利-通胀”周期视角的行业配置

一般而言，资本市场行业轮动的驱动力来自流动性、盈利增长水平和通胀水平。这三大驱动力同样存在周期波动的特征。流动性周期最为领先，其次是公司盈利周期，最后是通胀周期。流动性周期主要受利率水平的驱动，当中央银行实行扩张性货币政策以刺激经济时，流动性周期进入加速上升阶段。当中央银行开始实行紧缩性货币政策时，流动性周期达到高点并开始下行。根据历史统计，盈利周期通常滞后利率的变动 15 个月左右，在盈利周期开始上升之前，中央银行持续维持扩张性货币政策。通胀周期则通常滞后于流动性周期 30 个月左右。

我们把行业大致划分为八大类：金融、周期消费类、信息技术、工业、基础原材料和资源、非周期类消费和公用事业。八类行业在“流动性-盈利-通胀”周期下的一般轮动规律是：金融业在流动性周期上升期通常有超额收益，随着央行开始降息，收益率曲线逐渐陡峭化，金融业复苏。金融业复苏初期，公司盈利仍在快速下滑，但银行业贷款质量恶化程度逐步下降。当央行开始加息，收益率曲线逐步扁平化，金融业表现也开始变差。周期类消费行业在盈利周期底部到达前开始有超额收益。随着通胀从顶点回落，央行持续降息以刺激经济，市场已能预期到盈利周期

底部。随着通胀上行与央行加息，流动性周期下行，周期类消费行业表现开始变差。经济衰退时期，信息技术和工业公司削减大部分资本支出，当盈利周期从底部开始上行，公司对盈利预期逐步增强，逐步增加对信息设备以及设备的资本支出。因此，信息技术和工业表现滞后于盈利周期。当盈利周期达到顶点后，信息技术和工业表现逐步变差。原材料和资源品的需求在经济扩张初期逐步增长，但原材料和资源行业的表现在盈利周期上行与制造业去库存加速时，方有显著的超额收益。在盈利周期从高点回落，投资者对周期行业盈利预期下降，通胀加速，央行提高利率，非周期行业和公用事业行业开始具有显著超额收益，在盈利周期达到底部时表现开始变差。。

基于“流动性-盈利-通胀”周期视角的行业配置框架，我们认为，2012 年第 1 季度处于流动性止跌回升，盈利水平和通胀水平继续下行的周期，应超配金融行业、非周期消费行业和公用事业行业，低配基础工业、资源、信息技术、工业、周期消费行业。

### （三）基于五因素模型和资产配置记分卡的战术资产配置

对于短期(1-3 个月)的战术资产配置，我们建立了定性分析的五因素模型(基本面、政策面、资金面、估值面和技术面)和定量分析的资产配置记分卡。

从五因素分析看：基本面方面，经济仍处于衰退时期，估值面处于历史较低水平。资金面方面，外汇占款持续流出和节日期间的现金需求形成持续“抽血”，而年底的财政存款拨付和存准下调至多中性对冲，短期流动性中性偏负面。政策面方面，尽管短期偏正面，但可能仍难见实质性流动性改善。目前的利好政策主要集

中在政府高层表态和货币政策逐步转向，但这一政策利好主要影响心理层面，货币政策宽松也主要应对外部流动性减少，并无实质利好。技术面方面，无论日线、周线、月线，上证指数均低于 5 日、10 日、60 日均线，且动量指标显著低于 0，市场情绪依旧偏悲观。从资产配置记分卡看，近期主要宏观、资金面指标处在下行区间，评级仍为中性偏负面。

#### （四）固定收益类属资产配置

（1）利率产品：谨慎乐观，2012 年第 1 季度前有交易价值。考虑明年通胀水平回落至历史均值水平，货币政策中性，国债收益率也将回落至均值或略低的水平。10 年国债收益率的低点大约 3.2%-3.4%，5 年国债 2.6-3.0%，10 年金融债 3.6%-3.9%，5 年金融债 3.0%-3.4%，整体收益率的下降幅度约为 30-50BP。

（2）信用债：看好，信贷放松降低企业违约风险。从基本面上看，信贷放松导致整体经济流动性增加后，降低了企业间由于短期资金链断裂导致的违约风险。从供求关系来看，2012 年信贷有所放松，企业获得贷款可能性增加，不顾利率成本强行发债的可能性降低。此外，银行体系流动性趋于宽松，回购利率下降，有利于投资者提高杠杆水平。

从信用事件的影响来看，08 年底江铜信用事件冲击时出现过短暂的收益率下降而中低等级信用利差上升，今年信用事件冲击和流动性紧张导致信用利差达到历史高位，明年出现类似事件的概率在降低。

此外，利差向均值水平回归，高等级信用债利差缩小，中低等级信用债利差也将缩小，投资机会更好。AAA 债券利差下降 20-40BP，AA+ 债券利差下降 30-50BP，

AA 债券利差下降 50-100BP；悲观情形下，即使 AA 债相对于 AAA 的利差没有缩小反而扩大，只要扩大幅度在 50BP 内，持有 AA 债的回报率更高。

**(3) 可转债：下行风险较小，兼享股票反弹收益，具备配置价值。**在利率产品向风险资产转换过程中，可转债下行空间小，一旦市场转向还能享受股票反弹的好处，可优先配置可转债。高收益率低转股溢价率的转债机会较大。高到期收益率接近纯债券收益率，隐含了对于未来权益市场非常悲观的预期，正股低估值水平，正股上涨机会大；低转股溢价率，正股一旦上涨，转债的涨幅也将更可观。

#### 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](http://www.icbccs.com.cn)