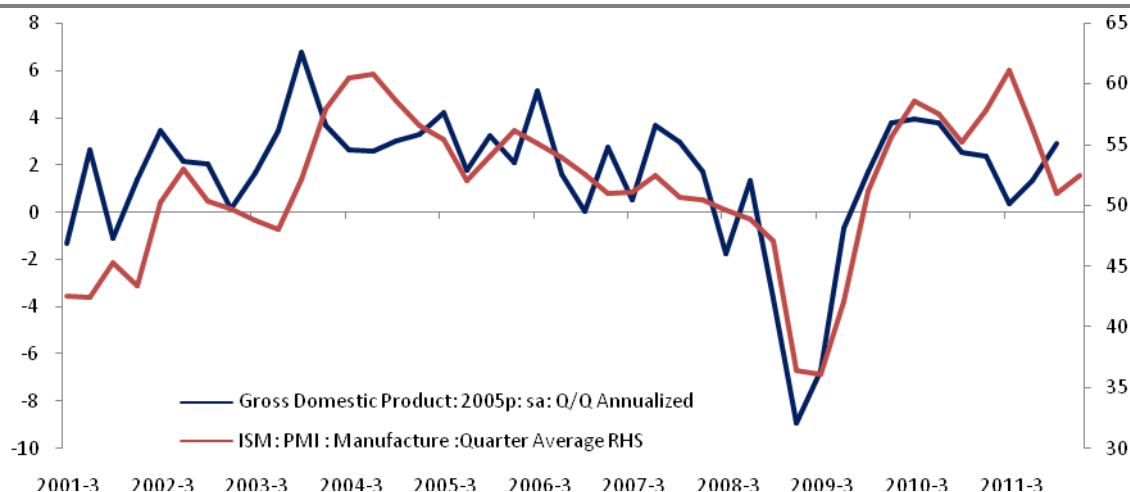


一、海外经济

美国经济：2011年第四季度主要经济先行指标，包括指数 PMI、信心和就业市场指标都向上超市场预期，但事实上季节因素起到重要作用，实际经济增长可能并不强劲。2012年，美国经济在欧洲经济衰退和国内财政政策退出下很难强力复苏，同时私人部门仍处在危机后去杠杆中前期，因此，不应该对2012年经济增长乐观。

图1：4季度美国GDP增速会高于3季度，但我们对2012年美国GDP增速并不十分乐观

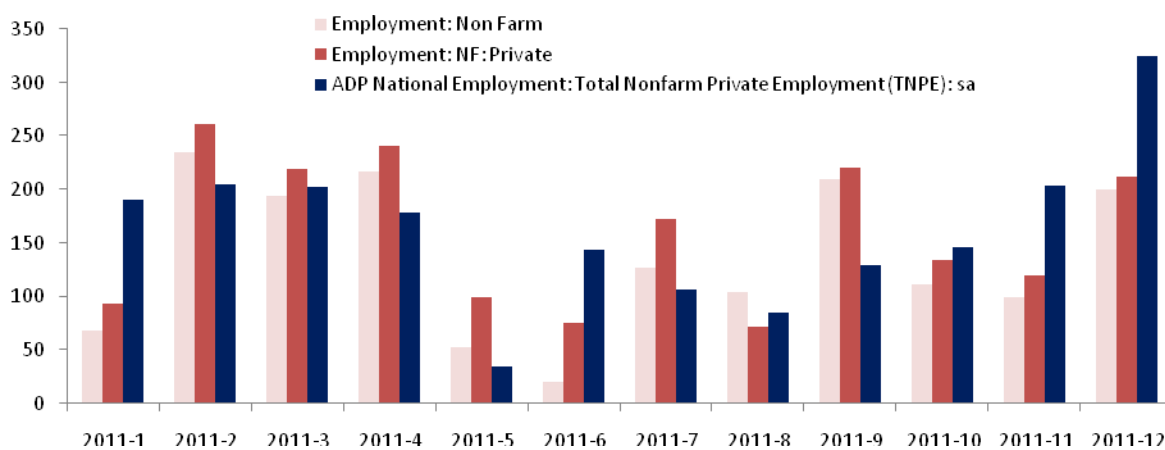


数据截止：PMI 截止 2011-12 月，GDP 截止 2011 年-9 月 数据来源：CEIC

生产及投资情况：近期制造业景气从底部回升，说明美国经济确实出现企稳迹象。但从投资和生产的指标看，较三季度出现一定程度放缓。投资方面，11月耐用品订单增速受到飞机订单影响出现 3.8% 环比高速增长，但将飞机订单影响剔除之后，增速只有 0.3%，核心的资本品订单增速在剔除了飞机后更是下滑 1.2%。生产方面，泰国洪灾对实际制造业生产特别是汽车生产造成一定负面冲击，令 11 月的工业生产环比出现回落，从目前的工业生产和投资增速来看，我们认为四季度 GDP 有望高于 3 季度，但增幅恐会低于市场增长 3% 以上的一致预期。

就业及消费指标：近期的就业和信心回升会为消费托底，但我们预期 2012 年上半年不会出现强劲的消费增长。2011 年 12 月，美国的非农就业水平明显超出了市场预期，其中有两个扰动因素可能令就业数据偏高。其一，邮政业的就业增加 4.2 万人明显高于往年月度变化，通常该部分新增一般不超过 1000 人，这可能与节日网络购物有一定关系。其二，今年的美国冬季温度偏高，也导致建筑业雇佣增速（1.7 万人）较快。但即使剔除两因素之后，就业的增长仍然较快。此外，月均工作小时数和月均工资都有一定程度上涨，显示了四季度以来美国经济出现了一定向好趋势。在近期的利好数据带动下，美国的两大消费者信心指数也出现了好转，12 月录得数据均大幅跳升，密歇根指数的上升幅度更是达到了 9 个点之多。

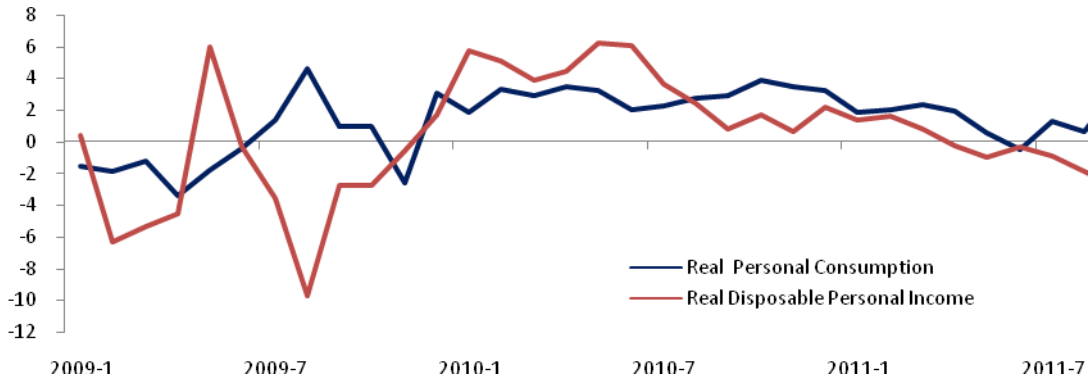
图 2：近期就业水平持续增长



数据截止：2011-12 月 数据来源：CEIC

如果就业回升和消费者信心复苏能够持续，确实会在未来保证消费的稳定，但其中存在较大的不确定性。首先，目前的消费增速一直较收入增速更快一些，这其中的一个主要原因是三季度至今的零售销售在汽车销售的带动下一直比较强劲。随着汽车等制造业产能逐渐恢复，消费需求在逐步回归平稳。其次，欧洲经济衰退和美国国内的政策刺激力度下降也将影响经济自我修复的速度从而降低居民的实际收入增速。

图 3: 近期消费增速快于居民收入增速



数据截止: 2011-12月 数据来源: CEIC

欧债危机和欧洲经济: 年前欧央行对商业银行体系释放大量流动性, 在此期间, 银行套利和期限匹配需求导致短端国债拍卖和交易利率均出现比较明显的下行。反观中长期收益率的下行幅度却一直比较有限, 反映了市场对于欧债危机解决信心不足。短期, 西班牙和意大利面临较大规模的债券到期, 因此, 一月份两国的债券拍卖情况对于市场来说非常重要。目前, 海外市场对希腊退出欧元区的担忧在逐步增加, 我们认为, 无论希腊退出与否, 欧洲经济都将面临衰退, 近期信心和 PMI 指标的正面表现不足以改变我们对明年欧洲经济陷入衰退的判断, 而西班牙近期的新一轮减赤方案虽然利好市场, 但却又加重了经济衰退的担忧。

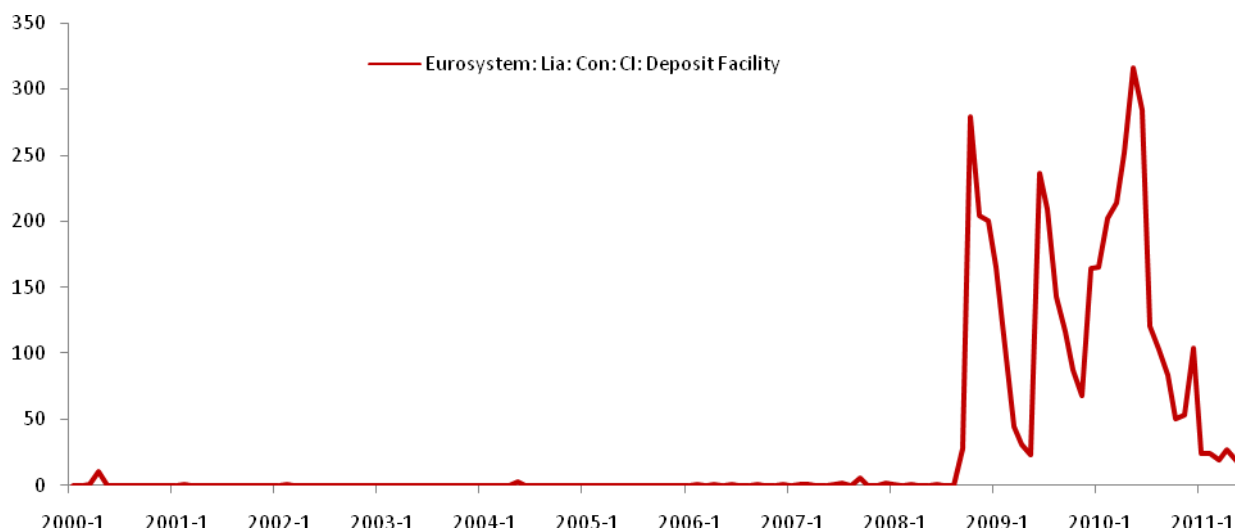
表 1: 1月意大利和西班牙将进行多轮国债拍卖以应对近期大量本国国债到期

| 时间 | 国家 | 事件 |
|-------|---------|--------------------------|
| 1月12日 | 意大利、西班牙 | 国债拍卖 |
| 1月13日 | 意大利 | 国债拍卖 |
| 1月16日 | 希腊 | IMF, 欧元区委员会和欧央行与希腊讨论救助方案 |
| 1月19日 | 西班牙 | 国债拍卖 |
| 1月24日 | 欧元区 | 欧元区财长峰会 |
| 1月26日 | 意大利 | 国债拍卖 |
| 1月30日 | 欧元区 | 欧元委员会 |
| 1月30日 | 意大利 | 国债拍卖 |

数据来源: Capital Economics, ICBCCS

欧央行的长期再融资操作：在12月8日的议息会议上，欧央行决定实施两次固定利率的长期再融资操作，期限长达36个月，同时银行还可在一年后提前还款，且利息只需在贷款到期后支付。换句话说，持有足够合格抵押品的银行，可以从欧央行借到长达3年的“无限量”资金，利率现在固定为1%。21日欧央行兑现这次承诺操作，向银行系统提供了总额达4892亿欧元的3年期抵押贷款，一定程度上缓解欧洲银行面临的流动性紧张局面，并间接减轻欧洲主权债务市场的压力。当天，意大利3月国债拍卖收益率大幅下降。然而次日长期国债发行收益率下降幅度有限的事实，则再次引发市场对欧债危机的担忧情绪。欧央行救助行动效果和表态不尽如人意，我们认为，为了避免欧债危机的进一步扩散，欧央行将不得不采取更加直接有效的行动，即对边缘区国家债务的货币化，如若不然，则将面临着边缘区国家退出欧元区的风险。

图4：很多银行由于担忧风险，将流动性转存在欧央行（十亿欧元）



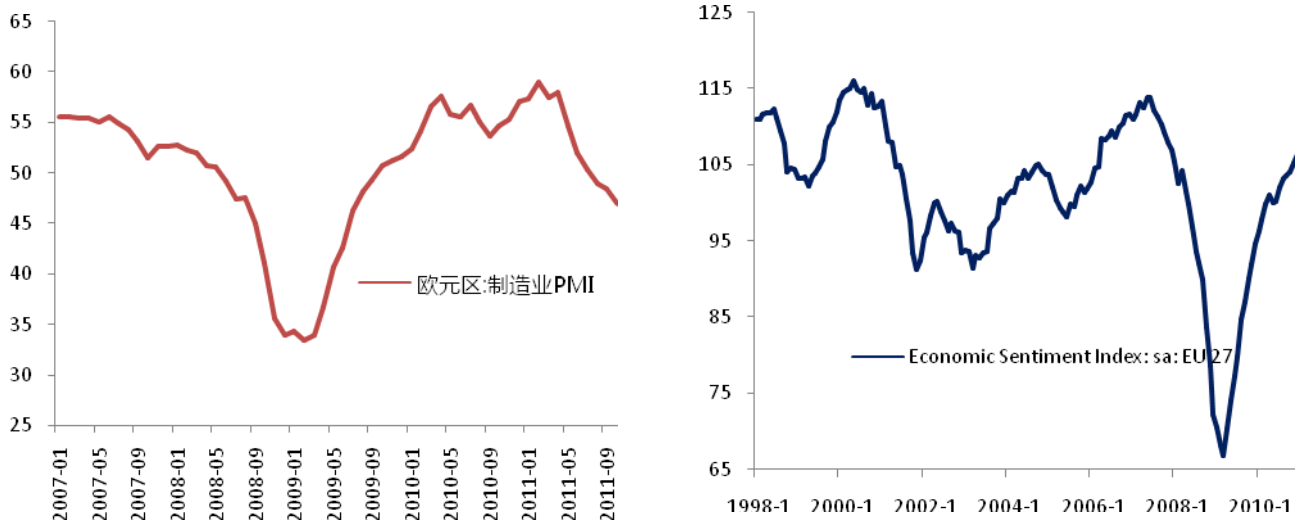
数据截止：2011-11月

数据来源：CEIC，ICBCCS

短期的宏观指标小幅反弹无法改变欧洲经济下滑的趋势：近期的欧洲基本面有一些利好消息传来，欧元区PMI连续两个月回升，德国失业率水平也小幅下滑，在一定程度上缓解了市场对于欧洲经济短期大幅减速的担忧。但从整个四季度来看，经济景气指数持续下行，PMI指标也仍然在50下方，德国工业订单在过去5个月中有

4个月在下行，工业生产也是亦步亦趋，按照以往的经验来看，目前的景气指标对应欧元区GDP四季度出现衰退的可能性较大。

图 5、6：景气调查对应 4 季度欧元区 GDP 增速可能为负



数据截止：2011-10月 数据来源：CEIC

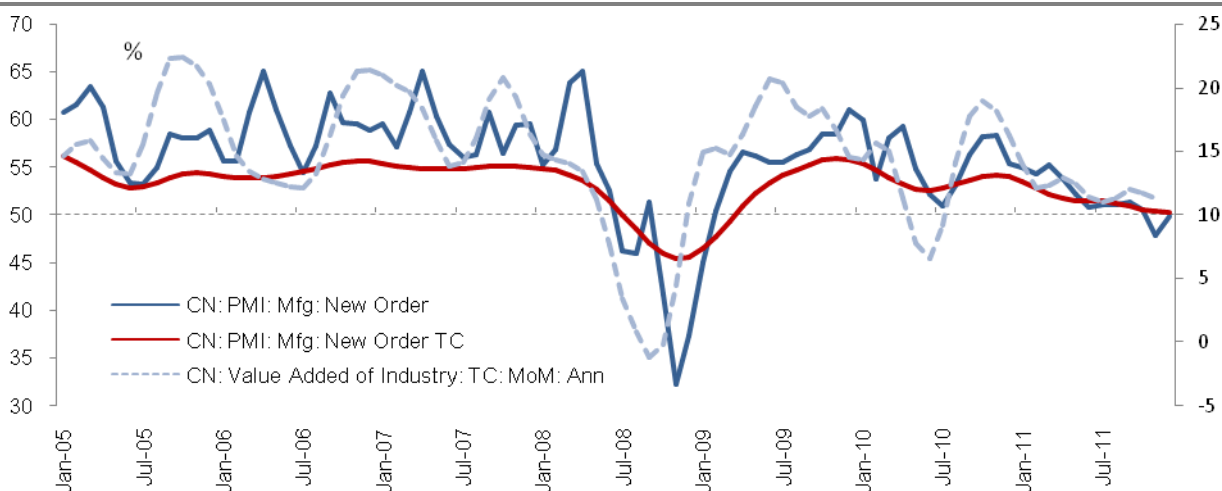
二、中国经济

经济基本面：近期经济环比改善迹象在货币、进口、PMI 等指标上均有一定程度反映，体现了总量层面政策放松的效果。我们预计 12 月份信贷数据将会出现进一步的改善，需要在未来一段时间持续观察环比的变化来预判基本面见底的时点。对于通胀，我们维持前期判断，认为在 12 月到 1 月的 CPI 降幅不会特别明显。

PMI 指标出现了比较积极的变化，产成品库存也有见顶迹象。PMI 指数在本月出现了小幅度回升，同时由于 12 月和 11 月之间的季节性不强，在季调后，指标也相应出现了上升态势。从分项来看，生产、订单、进口指标都有一定程度回升。从库存的角度来看，目前产成品库存有见顶的迹象（我们观察到的工业企业产成品库存同比和 12 月的 PMI 产成品库存都是如此），但是这一般都是以前期降低生产实现的，也说明需求还没有完全好转。当然，无论是去库存还是补库存，不可能一直进行下去。当主动去库存进行一段时间以后，虽然厂商不再减少开工，但库存还在减少，这样的过程被认为是被动去库存。因此，生产是否放慢，是区分被动去库存和主动

去库存的标志。目前来看，我们对生产的趋势性回升尚没有完全把握，但我们认为有向好的方向发展的迹象。

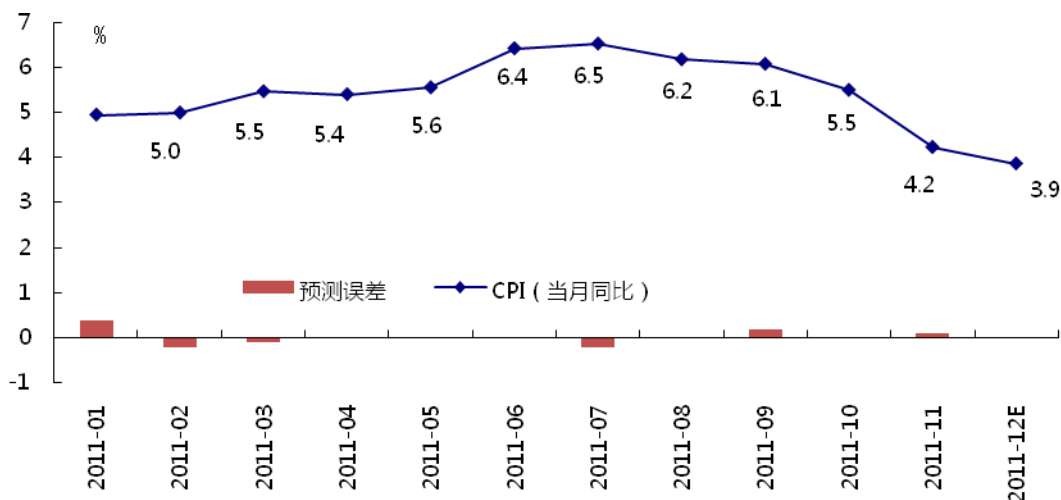
图7: PMI指标出现了比较积极的变化,产成品库存也有见顶迹象



数据截止: 2011-12月 数据来源: CEIC

通胀下行速度在12月、1月减缓。由于季节性因素,并叠加春节早于往年,CPI环比价格出现一定程度反弹。蔬菜价格反弹比较明显,肉类和水产品也已经企稳,蛋类还有小幅回落,但我们预期在12月下旬和2012年1月份会开始上行。由于环比价格开始体现季节性,因此近期CPI下行幅度相对有限,我们预测12月在3.9-4.0%的水平。在2012年1月份,预计CPI不会有太大波动,但在之后持续下行,目前预期低点在中,预计增速为2-2.5%。PPI方面,预计12月份由2.7%下行至2.3%,环比0.2-0.3%,比市场平均1.8%高一些。

图8: 通胀在去年12月和今年1月下行幅度并不明显(3.9-4.0%)



数据截止: 2011-11月、12月为预测值 数据来源: CEIC

政策面与资金面：政策调整速度趋缓，资金压力节前有所缓和。经济在2010和2011两年的回落是相对缓慢的过程，目前已经经历了7个季度的时间。随着控通胀后期政策底的出现，总量层面的放松逐步展开，但到目前为止还不显著。而从政府的表态来看，无论是经济会议“稳中求进”的定调，还是明年3月份两会可能将2012年增长目标调低至7.5%，都表明高层正在逐渐降低对经济增长的预期。因此，政策力度倾向于温和调整将使得国内经济由衰退到复苏的转变过程也将是缓慢而温和的。

资金面来看，近期央行虽然未如我们和市场预期的那样调节存准率，但1月6日公告的节前央票停发和相机逆回购也缓解了市场对节前资金面的担忧。从公开市场到期量来看，本周和下周资金面压力不大，但中下旬开始到期量逐渐减少，叠加节前现金备付和近期外汇占款减少的因素，资金面在1月中下旬将面临压力。此前，市场普遍预期在通胀预期明显减弱的情况下，央行会通过再次调节存准来缓解资金面压力，但现在看来央行对于通胀的担忧可能要高于市场。因此，此次的政策选择上也相对更有针对性一些。但不论怎样，停发央票和相机逆回购都是稳定市场资金面紧张预期的手段，也是相对确定性的利好。

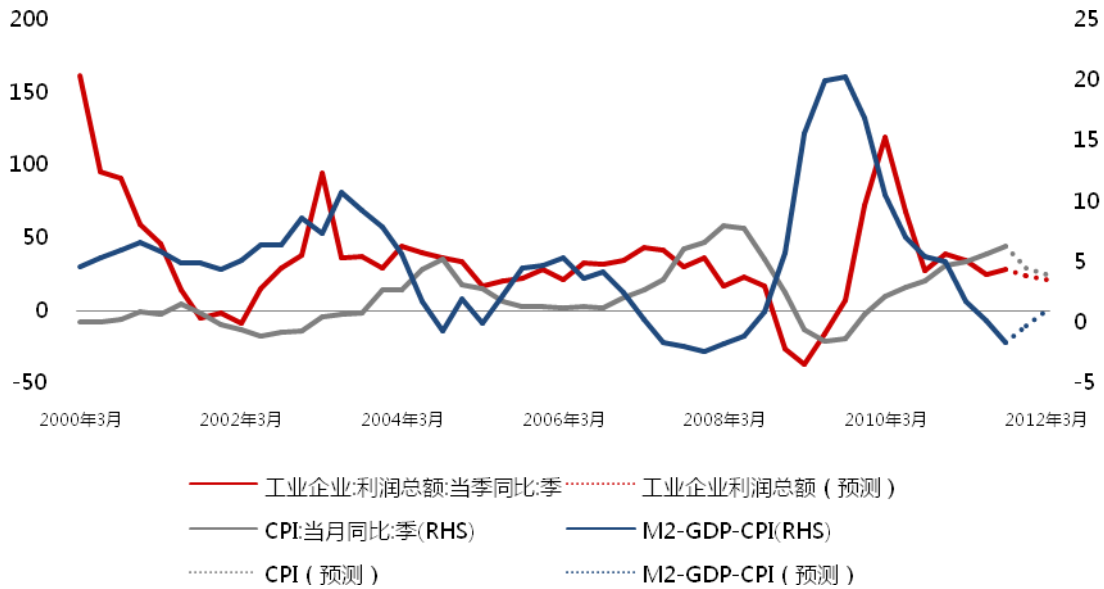
三、 市场展望与投资策略：

（一）股票市场：基本面和资金面改善令近期有反弹可能，但高度相对有限。

短期股票市场维持弱势震荡寻底的概率较大，但我们认为春节前后可能会迎来阶段性的机会，但持续时间较短。理由是近期的基本面有一定改善的迹象，虽然没有完全形成一致预期，但可能会缓解经济大幅下行的担忧。从资金面来看：宏观层面12月份的信贷超预期和一直较强的准备金调整预期也会阻止市场下行的空间，如果广义货币增速能够企稳，将会进一步抑制市场做空的情绪。

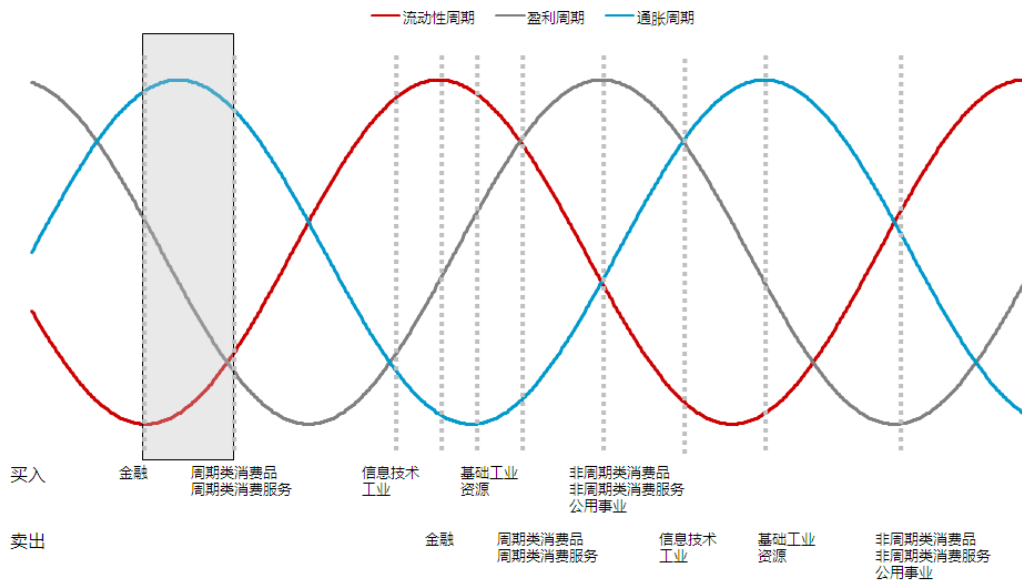
行业配置上，从流动性-盈利-通胀三周期轮动所处的阶段判断来看，一季度将是流动性改善而盈利和通胀周期继续下滑的时期，在这一时期我们建议超配金融和周期性消费，并持有非周期类消费和公用事业。

图 9: 1 季度将是流动性改善而盈利和通胀周期继续下滑的时期



数据截止: 2011-9月, 未来两个季度为预测 数据来源: ICBCCS

图 10: 在此条件下我们建议超配金融和周期性消费



数据来源: ICBCCS

(二) 债券市场:

利率产品：盈利空间已经相对有限。如果资金面进一步宽松，收益率仍有一定下行空间，但不能过于乐观；毕竟央行对于货币政策的力度明显低于预期。从结构来看，未来收益率曲线将陡峭化下行，我们认为目前已经处于利率牛市下半场；按照10年期国债和CPI关系，10年期国债应该能触及3%，但是在3.2%以下的风险收益比已经不合算。

信用产品：目前仍是中高等级的机会，中低等级供给压力持续。货币政策转向，基本面逐渐企稳的情况下，信用产品的牛市已经到来。但信贷控制在8-8.5万亿，股市直接融资压力大增的情况下，债市融资被各方寄予了厚望，意味着供给压力阶段性对于市场抑制存在，而在没有信贷井喷的情况下，中低等级债券相对价值不高。

转债产品：进入价值区域。近期值得重点关注的仍是大盘蓝筹以及低估值或绝对股价低的正股可能会带动低溢价率转债的上涨，但对于上行幅度不能过于乐观，毕竟转债供给压力将会大幅超预期。

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。



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