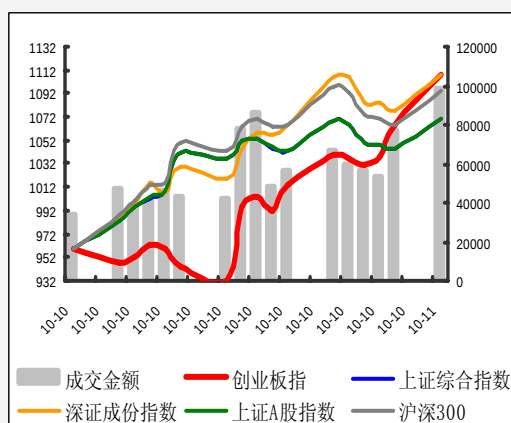




乱云飞渡自从容 无限风光在险峰

上证指数



主要数据

总市值(亿)	270133.587 亿元
流通市值(亿)	175984.858 亿元
上证指数 09PE	20.77 倍
上证指数 10PE	16.33 倍
沪深 300 指数 10PE	15.83 倍
研 究 员	温丽君
投资咨询证书号	S0620210030009
电 话	025-83367888-3106
邮 箱	ljwen@njzq.com.cn

● 内容提要

- 10月，在流动性泛滥、通胀预期，以及权重股超跌反弹等多种因素作用下，A股最终选择向上放量突破，沪指一度站上3000点之上。不过，由于20日央行意外加息打乱股指运行步伐，使得市场对于政策不确定预期升温，股指冲高回落，在3000点附近反复震荡。
- 宏观基本面上，由先行指标可以看到，经济形势依旧良性运转，而出口形势并不会出现较大幅度的逆转，贸易顺差可能继续有所反弹，但整体对经济依旧不会形成较大影响。与此同时，由于购进价格继续攀升，说明上游通胀压力有所增强，结合近期农产品价格的持续上扬，10月通胀或将可能继续迎来年内高点。
- 政策面上，由于房价依旧面临较大上涨压力，地产调控之弦继续紧绷，尽管我们并不认为央行将会频繁加息，但如果国内经济形势持续向好，房地产调控之下投资依然没有受到较大影响，尤其是如果出口形势也依旧平稳，并没有出现恶化情形的话，那么，这些无疑将加大央行加息底气，那么，如后续通胀继续恶化，央行再度加息的概率也将加大。
- 从国外市场环境上看，近期美国公布经济数据好于预期，那么此前市场预期强烈的定量宽松政策推出可能性或者规模可能大打折扣。而11月上旬，美国中期选举就将结束，短期的刺激因素有所衰减，与此同时，G20财长刚承诺不打汇率战。我们认为，美国再度启动大规模收购有毒资产的可能性较低，小规模收购的可能性更大，而这将低于此前预期，美元短线将面临反弹可能。
- 11月影响市场较大的关键性因素将是10月经济数据的公布、

国内地产调控新动向以及美元走势情况。

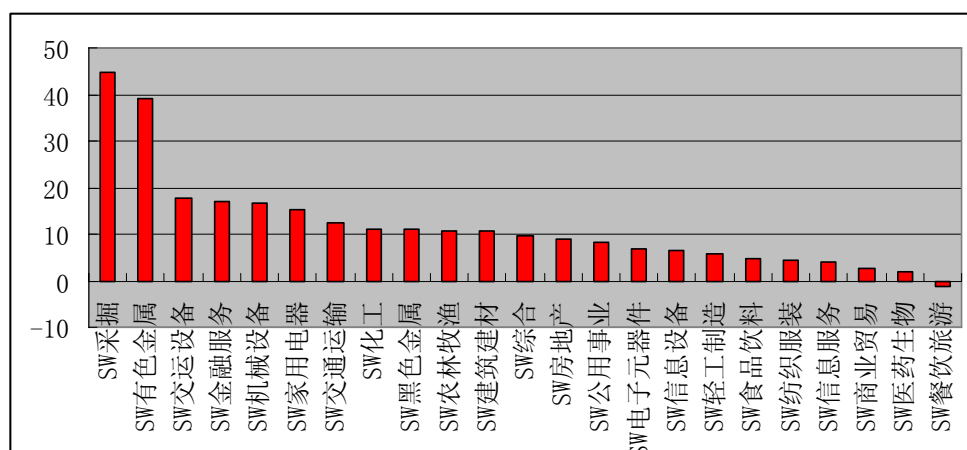
- 11月行情分析：资金面以及基本面的良好态势支持大盘继续向上拓展反弹空间，我们对股指的中期走势依旧持较为乐观观点。不过，美联储议息，国内房地产调控、高通胀局面加剧了短期政策面变动的风险，这对市场持股心态将产生影响。因此，大盘继续上行概率较大，初步反弹目标位依旧在3200点附近，但反弹进程趋于曲折，震荡幅度可能加剧。
- 对于11月市场机会，建议继续把握两条主线：首先，依旧把握受益于通胀预期品种机会。本轮行情主线基本上围绕不受宏观调控且受益于通胀预期品种展开。目前市场对于通胀预期依旧比较确定，而高通胀局面也在较长一段时间内延续，因此，受益于通胀预期的有色、煤炭以及食品饮料、农林牧渔等可以继续逢低关注。
- 其次，符合产业扶持政策导向的新兴产业个股机会。“十二五”规划已经拉开序幕，新兴产业毫无疑问会获得足够的成长空间与政策资源支持。加上市场流动性过剩带来的持续估值溢价，我们认为高成长的新兴产业如新能源、新材料将获得资金的持续关注。另外，基于主流热点的上涨，一些滞涨明显、估值较低、业绩增长较为确定的周期性品种也将可能获得补涨的交易性机会。

●10月市场新特征：权重蓝筹股启动，大盘放量突破

10月，在流动性泛滥、通胀预期，以及权重股超跌反弹等多种因素作用下，A股最终选择向上放量突破，沪指一度站上3000点之上。不过，由于20日央行意外加息打乱股指运行步伐，使得市场对于政策不确定预期升温，股指冲高回落，在3000点附近反复震荡。

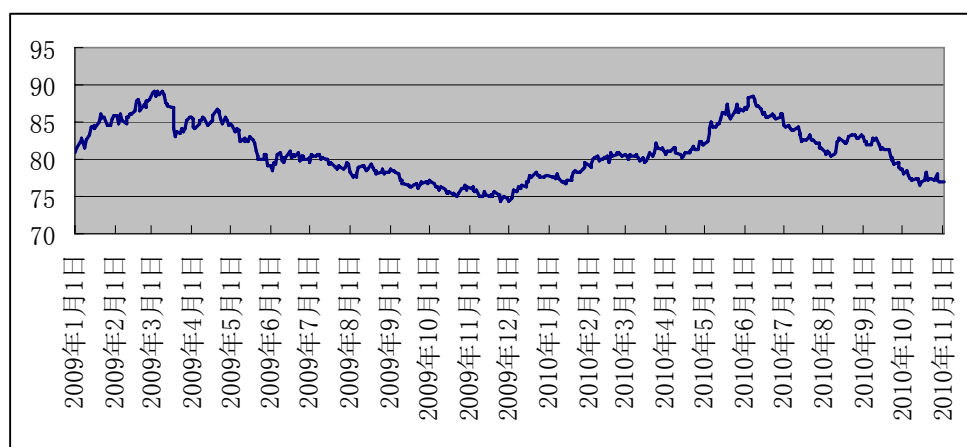
热点上看，在美元不断走跌，国际大宗商品不断上涨的背景下，有色金属、煤炭等资源股遭遇资金热捧，涨幅惊人，成为了推动本轮行情的主力军，在其带动下，金融、地产股止跌反弹，奠定股指上涨基础。权重蓝筹股的启动明显带动市场做多人气，二线蓝筹、受益于“十二五”规划的新兴产业、以及受益通胀预期等品种呈现板块轮动、轮番上涨的良性运行格局，热点的持续活跃也使得市场做多信心逐渐恢复，对于未来预期渐趋乐观。

图1：10月市场涨跌幅情况（%）



数据来源：wind 资讯，南京证券研究所

图2：美元指数不断下跌，美元持续贬值



● 11 月市场环境分析：

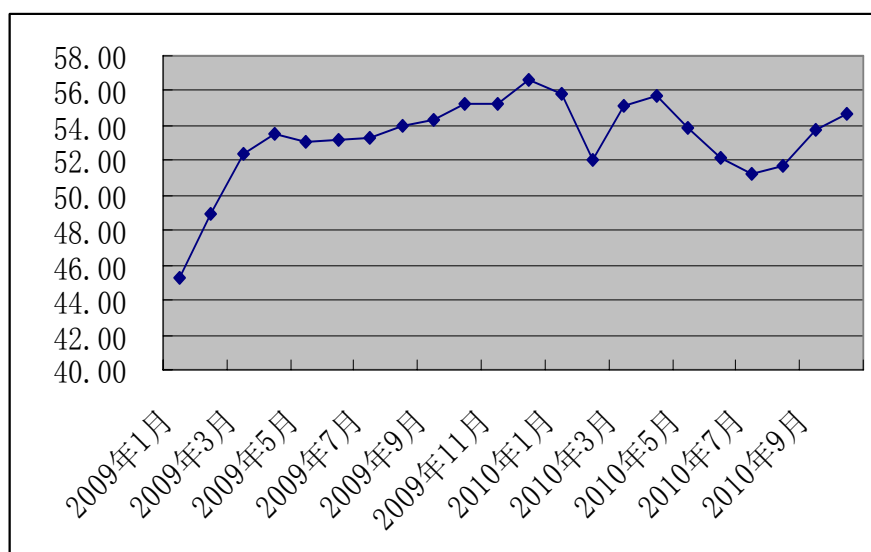
● 宏观基本面分析：经济实现软着陆，通胀预期依旧强烈

从最新公布的 PMI 指数来看，10 月 PMI 为 54.7%，比上月走高 0.9 个百分点，再度好于市场预期，在 8、9 月的持续反弹之后，10 月份 生产指数并没有受到当月工作日减少的影响，仍然继续走高，这表明经济二次探底的可能性已经基本排除，在刺激政策逐渐退出之后，经济逐渐实现软着陆。而从分项指数来看，10 月份订单指数为 58.2%，比上月上涨 1.9 个百分点，而产成品库存指数和原材料库存指数则双双上升，结束了此前的连续下滑态势，显示制造业消化库存的进程暂时告一段落，未来数月生产仍将畅旺。

与此同时，10 月份购进价格指数不改此前的连续上涨态势，比上月上升 4.6 个点，说明上游通胀压力仍然较大，预计 10 月份的 PPI 涨幅也将继续有所反弹。另外，10 月份进口指数小幅下滑 0.1 个百分点至 52.8%，出口订单下滑 0.2 个百分点至 52.6%，但二者下滑幅度均小于预期。我们预计 4 季度进出口增速也将是逐步放缓的态势，出现急剧恶化的可能性不大。

由先行指标可以看到，经济形势依旧良性运转，而出口形势并不会出现较大幅度的逆转，贸易顺差可能继续有所反弹，但整体对经济依旧不会形成较大影响。而与此同时，由于购进价格继续攀升，说明上游通胀压力有所增强，结合近期农产品价格的持续上扬，10 月通胀或将可能继续迎来年内高点。

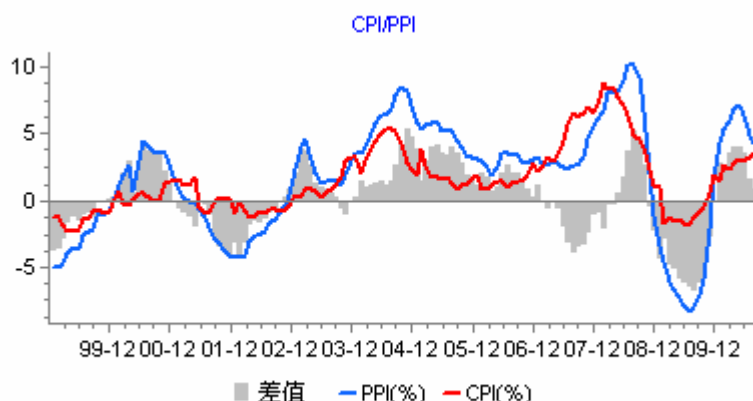
图 3：PMI 变动情况（%）



随着中国前三季度数据的公布，市场对于经济二次探底的担忧已经荡然无存，相反地，越来越多的数据验证中国正在走出探底深渊，经济增速或将在四季度触底反弹。从刚刚落下帷幕的上市公司三季报可以看出，可比样本上市公司三季度营业收入同比增长将近四成，而盈利能力同比增长超过 35%，超过市场预期，而按照此趋势，如果四季度经济没有出现极端情况，则全年业绩增长达到三成左右完全可以预期，而这大大超过此前市场预期。基本面的持续向好扫清市场顾虑，为市场的良性运行走势奠定坚实基础。

对于通胀形势，由于翘尾因素的逐渐消失，市场前期预期三季度 CPI 将到顶逐渐回落，不过，由于美元持续贬值，大宗商品价格持续攀升，输入通胀因素的加剧，加之近期农产品价格持续上涨等新涨价因素的叠加效应，后续面临通胀压力继续严峻。从农业部公布的数据可以看到，农产品批发价格指数由 10 月 8 日 171.7 再度上涨到 10 月底的 173.4，而购进指数 10 月也继续攀升，这将助推 10 月 CPI 或将再创年内新高，目前市场普遍预期 10 月 CPI 将可能达到 4%。

图 4：年内 CPI、PPI 走势图



数据来源：Wind 资讯

●国内政策面分析：地产调控不放松，通胀加剧政策不确定性

自 9 月 29 日房地产二次调控即“新国五条”出台以来，房地产调控之风再度刮遍全国，尤其一些房价涨幅较大的一线城市，纷纷出台调控细则，尤以“限购令”为特色，直接行政干预房价。除此之外，提高首付比例，抬高投资门槛也成为了管理层打压房地产购买需求的重要砝码。近期，全国各大银行更是接到银监会口头通知，将首套房贷款利率上调至最低 8.5 折，由于投资需求难以遏制，而为遏制住房价高企之势，政策甚至已经直接将矛盾转向抑制刚性需求，大有房价不跌，调控不止之势。

而自二次调控以来，成交量萎缩较为明显，从 10 月成交数据上看，京、沪、穗 3 城市房屋成交量环比降幅 2 至 4 成。二线城市中，除成都和重庆在国庆节后成交量出现持续上升外，其余城市都是交上了或持平或下降的业绩单，其中，天津、杭州成交量环比基本持平，武汉却遭遇了环比近四成的降幅。不过，房价却依旧没有松动迹象，从近期土地拍卖市场继续火爆，一些楼盘依旧热销等微观经济现象可以看到，地产调控之路仍将漫长，未来甚至很长一段时间内，地产调控之弦都将继续紧绷。

除此之外，由于通胀压力较大，处于抑制通胀预期目的，10 月 20 日央行意外加息，尽管采取长期贷款加息幅度小于存款的长期非对称加息方式，但其对市场预期依旧产生微妙影响。由于此前市场几乎已经一致预期年内央行不可能加息，而央行意外加息的举动背后其实透露了两个重要信息：其一，经济复苏形势良好，基本面向好预期不改；其二，通胀形势严峻，流动性压力较大。此前公布的三季度经济数据验证了我们之前的判断，而从目前形势上看，如无意外，四季度经济形势也将并不会十分悲观，而通胀将可能在较长的一段时间内将成为常态。

尽管我们目前并不认为就此央行将进入一个加息的周期，这主要基于目前外围货币政策持续宽松，持续加息将加剧热钱流入，使得流动性泛滥局面更加不可收拾，如 07 年的市场格局。央行应该会吸取相关教训，而不会如 07 年一般频繁加息。不过，国内经济形势的持续向好，房地产调控之下投资依然没有受到较大影响，尤其是如果出口形势也依旧平稳，并没有出现恶化情形的话，那么，这些无疑将加大央行加息底气，那么，如后续通胀继续恶化，央行再度加息的概率也将加大。

这是四季度乃至明年一季度国内政策面上都将面临的较大不确定性。不过，相比于其他的政策出台，加息无疑是把双刃剑，一方面遏制通胀，另一方面却在加剧热钱流入，进而使得国内流动性愈加充裕，短期而言，对于股市无疑更是利好。与此同时，我们注意到，由于流动性泛滥，近期农产品再度受到资金囤积热炒，苹果、棉花等价格一路扶摇直上，其已经受到政策面的严格关注。日前，国务院常务会议部署了四季度工作重点，其中，稳定物价成为了四季度重要任务，更是明确指出：要加强市场监管，大力整顿和规范市场秩序，从严惩处囤积居奇、串通涨价等各类违法违规行为，后续对于农产品炒作之风将形成抑制。

综上，而对于物价、房价，后续管理层依旧将持严控态度，从另一方面而言，

对于作为流动性的较大蓄水池的 A 股，其已经显示出了较大的资金吸引力。而与此同时，节能减排、经济结构性调整方兴未艾，股市的经济功能也使得其目前具有较大的政策优势。

●国外环境分析：关注美国经济数据，美元存在反弹可能

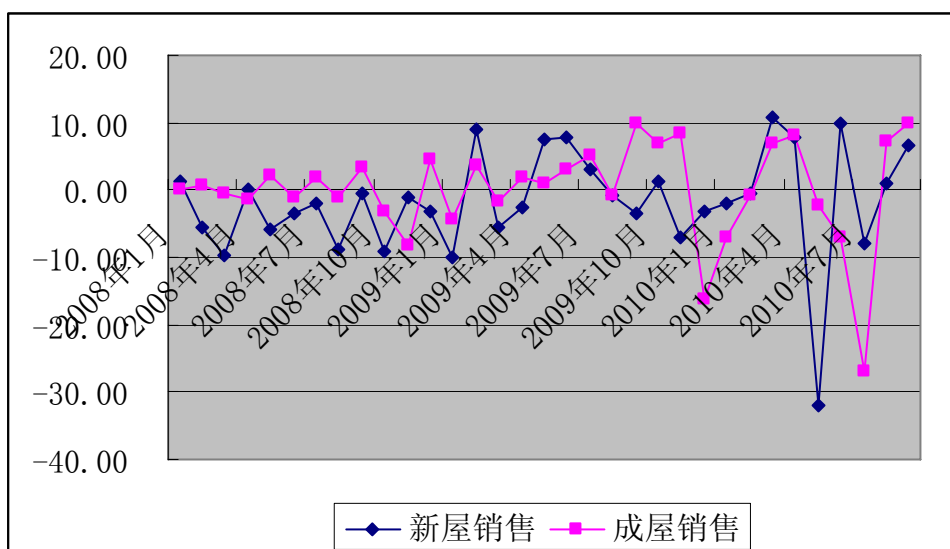
近期美国公布的消费数据好于市场预期，消费者信心指数也有所增强，从9月的49.9上升到10月的50.2。最新公布的PMI指数也止跌企稳，10月PMI为56.9%，环比上月增长了2.5个百分点，超过市场预期。与此同时，尽管房屋价格水平依然不见起色，但房屋销售量从7、8月份的低迷水平开始回升，说明消费者的购买力依然存在。美国10月NAHB房地产市场指数为16.0，高于市场预期中值14.0和9月的13.0，为近4个月来最高值。美国9月季调后新屋开工折年数61.0万套，高于市场预期中值58.0万套和8月修正值60.8万套，连续第3个月上升；环比0.3%，高于市场预期中值-3.0%，低于8月的10.5%，连续第3个月为正。

此外，首次申请失业救济数量也略好于市场预期，但下降的曲线逐渐趋缓，尤其是美国经济复苏已经进入第16个月，就业水平和历次后危机时代相比形势要好得多。

由于日本二次刺激政策的推出，市场前期都在预期美国二次定量宽松政策会如期而至，甚至预期其规模还将比较大。而本周内美联储将召开议息会议，对此的预期将逐渐趋于明朗，从目前的经济数据来看，如果形势并未恶化，那么定量宽松政策的实施可能性或者规模就将大打折扣。而与此同时，我们需要指出的是，近期美元的持续贬值，背后与美国的政治局面关系重大：上半年美元上涨，寄望于吸引非美元资金流入美国刺激经济，但效果不明显、失业率继续高企，随着中期选举临近，美国政府再度祭出定量宽松政策，人为推低美元，寄望据此推动美国出口复苏。

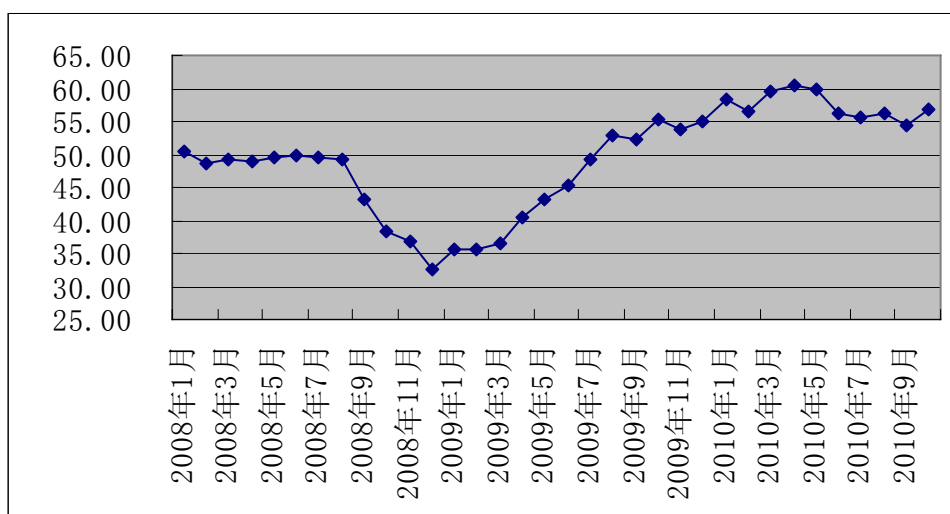
而11月上旬，美国中期选举就将结束，短期的刺激因素将有所衰减，与此同时，G20财长刚承诺不打汇率战，综合因素下，我们认为，美国再度启动大规模收购有毒资产的可能性较低，小规模收购的可能性更大，而这将低于此前预期，美元将面临反弹可能。尽管我们认为从中期而言，受制于美国经济复苏的缓慢局面，弱势美元将是美国在相当长一段时间内都将采取的策略，不过，短期因素刺激下并不排除由于短期的美元反弹可能对国内市场造成较大的波动。

图5：美国新屋及存屋销售环比数据



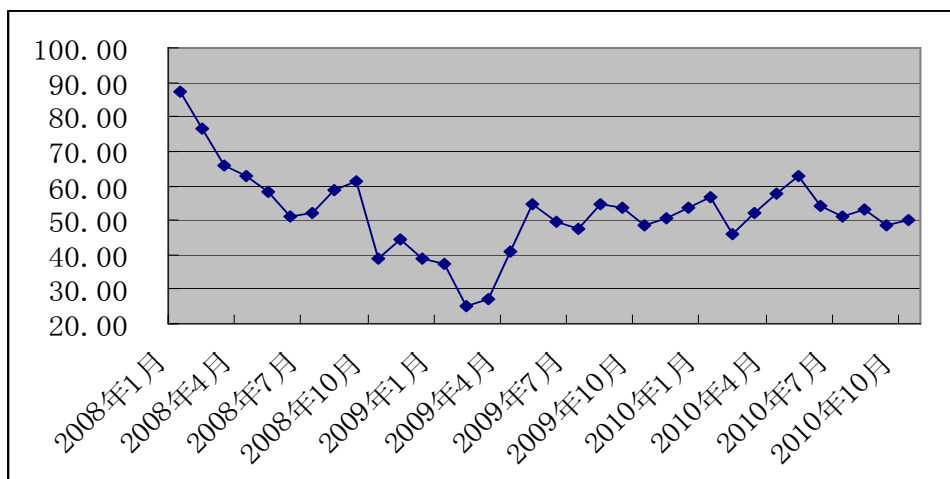
数据来源：wind资讯，南京证券研究所

图6:美国ISM-PMI情况:



数据来源：wind资讯，南京证券研究所

图7: 美国消费者信心指数



数据来源：wind资讯，南京证券研究所

● 11 月投资策略：乱云飞渡自从容，无限风光在险峰

对于 A 股而言，长期走势看基本面，中期看资金面，而短期则看政策面。从目前形势上看，由于连续三月 PMI 反弹，上市公司业绩今年业绩增长确定，对于未来经济基本面的预期目前不断改善，乐观预期渐浓。而央行的加息从另一方面也佐证了经济形势的向好趋势，这强化了目前市场有关经济复苏的一致预期。

而从从资金面上看，尽管加息打乱 A 股上涨步伐，不过货币政策的选择难以完全脱离国际环境，由于美国经济复苏的势头依旧缓慢，弱势美元在较长时间内仍将延续。鉴于此，流动性泛滥格局在一段时间内仍将充斥全球，在外围宽松预期不改的背景下，中国很难频繁加息。而短期的加息无法改变流动性预期，相反将可能加剧热钱流入，中国流动性充裕局面不改。与此同时，相较于目前房价、农产品价格的严控状态，A 股的政策优势明显，作为资金的主要蓄水池，A 股的吸引力正在逐渐攀升；

资金面以及基本面的良好态势支持大盘继续向上拓展反弹空间，我们对股指的中期走势依旧持较为乐观观点。不过，美联储议息，国内房地产调控、高通胀局面加剧了短期政策面变动的风险，这对市场持股心态将产生影响。综上，大盘继续上行概率较大，初步反弹目标位依旧在 3200 点附近，但反弹进程趋于曲折，震荡幅度可能加剧。

而在大盘震荡上行过程中，我们建议依旧围绕以下两条主线展开：

首先，依旧把握受益于通胀预期品种机会。本轮行情主线基本上围绕不受宏观调控且受益于通胀预期品种展开。由于地产股调控预期不改，在一段时间内其走势仍将受到抑制，不过提醒一点，目前对于房产税试点推出预期强烈，不过从目前的试点方案上看，其强度或小于此前市场预期，那么，其对房地产打压作用将比较有限，而利空的兑现可能对地产股而言是个机会。而目前市场对于通胀预期依旧比较确定，而高通胀局面也在较长一段时间内延续，因此，受益于通胀预期的有色、煤炭以及食品饮料、农林牧渔等可以继续逢低关注。

其次，符合产业扶持政策导向的新兴产业个股机会。“十二五”规划已经拉开序幕，新兴产业毫无疑问会获得足够的成长空间与政策资源支持。加上市场流动

性过剩带来的持续估值溢价，我们认为高成长的新兴产业如新能源、新材料将获得资金的持续关注。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预期未来 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预期未来 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预期未来 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 观望：六个月内预计涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。