

政策收紧压力推动市场震荡整固

基本结论

- **上周通胀以及紧缩主导市场走势。**前半周，通胀概念股快速上涨，但是周四下午开始，紧缩以及石化双雄的异动推动市场快速调整，全周上证综指大跌 4.6%，医药、白酒、零售、新能源涨幅居前，券商、工程机械、地产等周期股领跌。
- **物价和政策的正负反馈十分剧烈。**传统的货币、经济、物价、资产价格的周期可能会在几个季度甚至几年内演绎。但是目前，由于实体经济增长动能减弱，经济基本面动态变化缓慢，货币、物价、资产价格的变动似乎跳过了经济面这一环节，调整的频率以月衡量，市场波动更加频繁剧烈。在央行上调准备金率之后，国内期货市场快速下跌，现货的大小宗农产品价格也快速回调，甚至欧美股市、石油、黄金等大宗商品价格也应声下跌，通胀预期有所回落。
- **年内的政策偏向于收紧，削弱流动性环境。**市场 3 季度就倾向于认为信贷总量以及 CPI 超出年初目标可能难以避免，因此市场的上涨可能隐含了政策不会快速收紧的预期。但上周公布的 10 月份 4.4% 的 CPI 数据、5877 亿元的信贷快速扭转了投资者预期。10 月份以来央行连续差异化上调准备金率、加息、全面上调准备金率，收紧流动性的政策频繁，考虑到央行行长关于“池子”的提法和解释，央行依靠一揽子货币政策对冲热钱和流动性的思路已经明朗，这使得 10 月份以来市场快速上升的流动性基础受到了削弱。
- **市场震荡整固。**阶段性的，通胀高则政策紧，从而市场弱，反之亦然，通胀和市场阶段性（大约 1-2 个月）反向。在流动性收紧预期持续但是经济基本面缓慢向上的背景下，我们认为市场中期向上的趋势没有被打破，但短期内市场热点正受到政策压力带动市场整体进入一段调整整固期。从市场的内部结构而言，目前压通胀带来前期通胀概念股投资逻辑的反转和调整，相对而言内需消费、弱周期的防守型行业受到的压力较小；中期来看，沿着物价上涨和景气度提高的通胀股仍是投资的中长期脉络之一，未来的触发点可能是政策层对通胀容忍度的提高。

陶敬刚 分析师 SAC 执业编号：S1130210070002
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

紧缩重挫 A 股.....	3
CPI 成为近期股市焦点	3
物价和政策的正负反馈十分剧烈	3
年内的政策偏向于收紧，削弱流动性环境	5
市场震荡整固	5

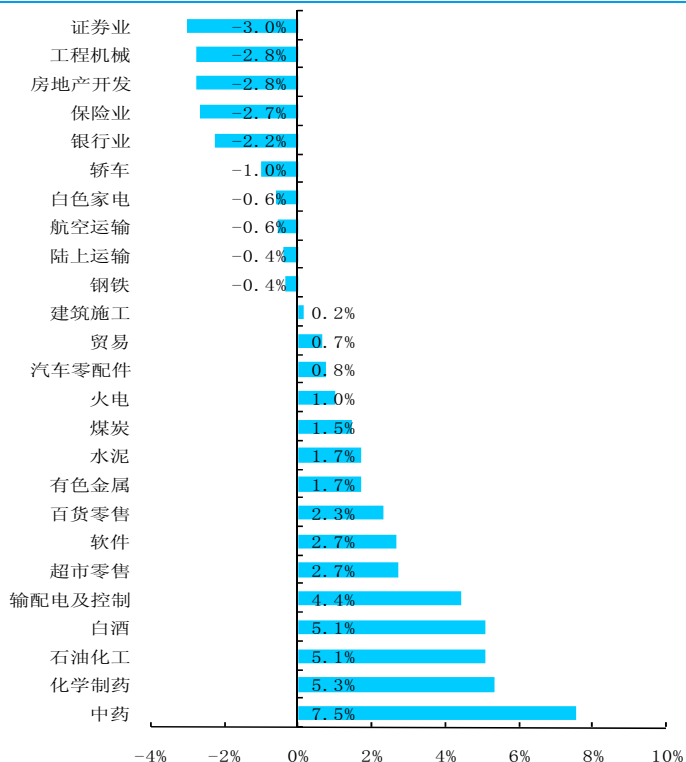
图表目录

图表 1: 上周 A 股行业（剔亏）涨跌幅	3
图表 2: 上周市场、产业涨跌幅	3
图表 3: 经济增长变化缓慢-工业增加值.....	4
图表 4: 经济增长变化缓慢-投资	4
图表 5: 经济增长变化缓慢-贸易进出口	4
图表 6: 经济增长变化缓慢-零售	4
图表 7: 期货市场对紧缩作出快速反应.....	4
图表 8: 10 月份 CPI 超预期快速攀升.....	5
图表 9: 10 月份信贷超规模，年内信贷紧缩压力加大	5

紧缩重挫 A 股

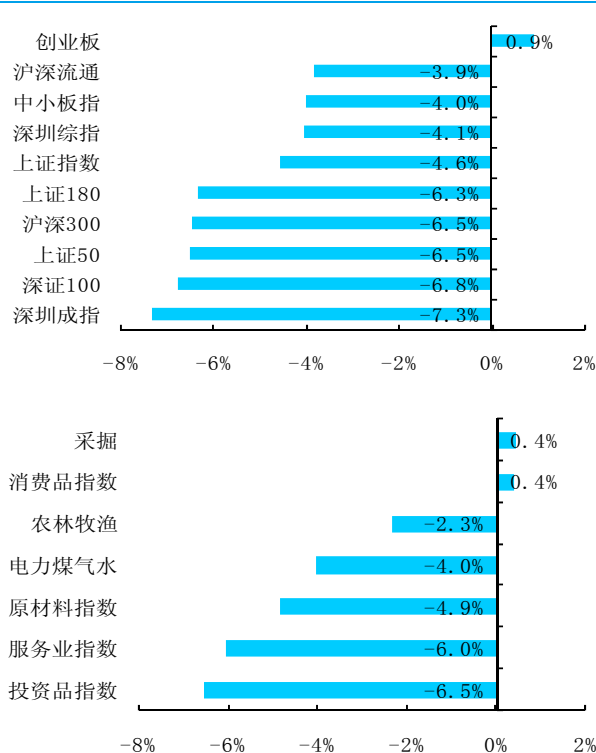
上周通胀以及紧缩主导市场走势。前半周，通胀概念股快速上涨，但是周四下午开始，紧缩以及石化双雄的异动推动市场快速调整，全周上证综指大跌 4.6%，医药、白酒、零售、新能源涨幅居前，券商、工程机械、地产等周期股领跌。

图表1：上周 A 股行业（剔亏）涨跌幅



来源：国金证券研究所

图表2：上周市场、产业涨跌幅



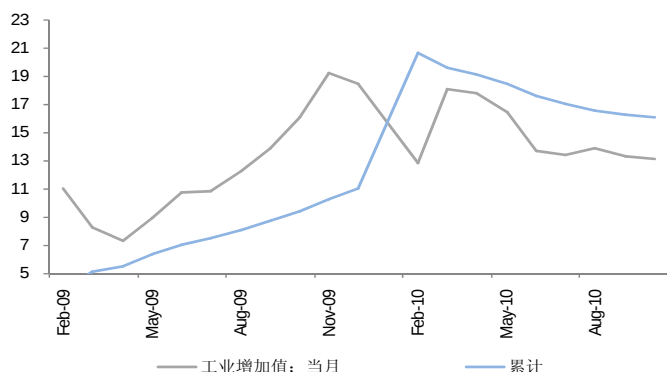
CPI 成为近期股市焦点

此前，物价的上涨是市场上涨的主线之一。国内期货市场上金属、农产品、化工品价格跟随国际大宗持续创出新高，相对应的，A 股有色金属、农林牧渔、化工化纤以及具有提价能力的白酒等走势强劲，上周前半周上述通胀概念股表现强劲，内需消费的商业、医药以及新兴产业表现也较强，符合我们的判断。但是在公布了 10 月份超预期的 CPI 和信贷后，市场的预期快速扭转，紧缩的担忧主导了市场，央行上调准备金率也强化了投资者对紧缩的预期，周四午后石化双雄的快速拉升也加大了市场的恐慌，股指快速下挫，调整态势超出我们预期。

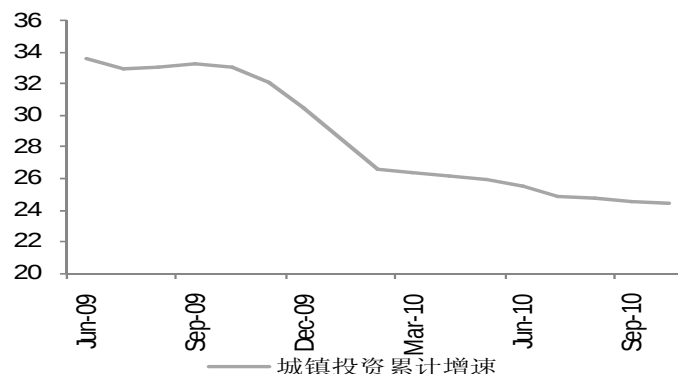
物价和政策的正负反馈十分剧烈

传统的货币、经济、物价、资产价格的周期可能会在几个季度甚至几年内演绎。但是目前，由于实体经济增长动能减弱，经济基本面动态变化缓慢，货币、物价、资产价格的变动似乎跳过了经济面这一环节，调整的频率以月衡量，市场波动更加频繁剧烈。在央行上调准备金率之后，国内期货市场快速下跌，现货的大小宗农产品价格也快速回调，甚至欧美股市、石油、黄金等大宗商品价格也应声下跌，通胀预期有所回落。

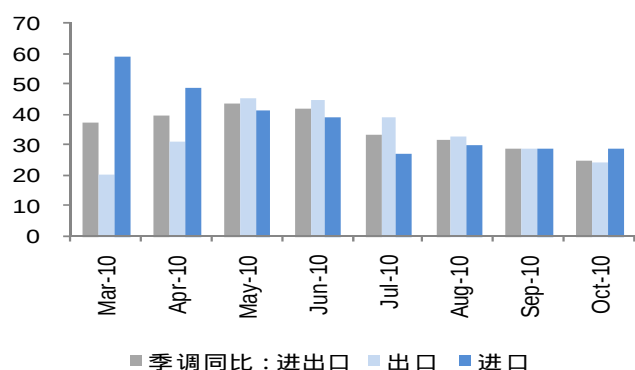
图表3: 经济增长变化缓慢-工业增加值



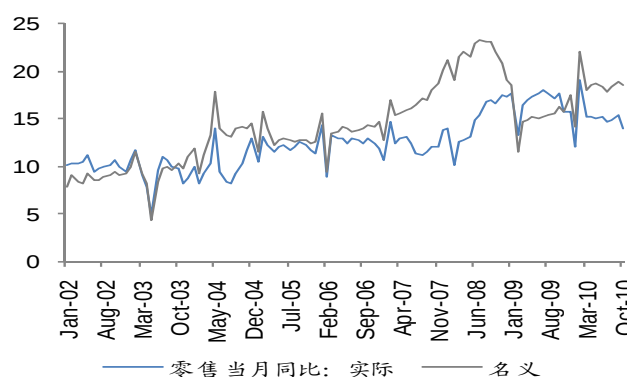
图表4: 经济增长变化缓慢-投资



图表5: 经济增长变化缓慢-贸易进出口



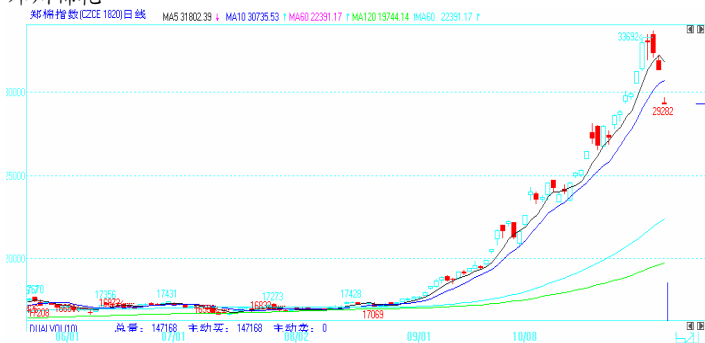
图表6: 经济增长变化缓慢-零售



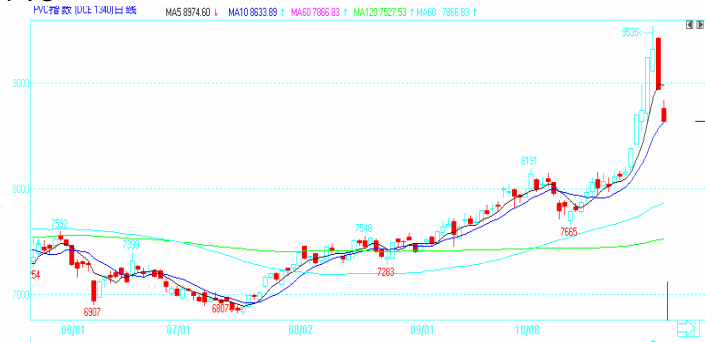
来源: 国金证券研究所

图表7: 期货市场对紧缩作出快速反应

郑州棉花



PVC



来源: 国金证券研究所

PTA



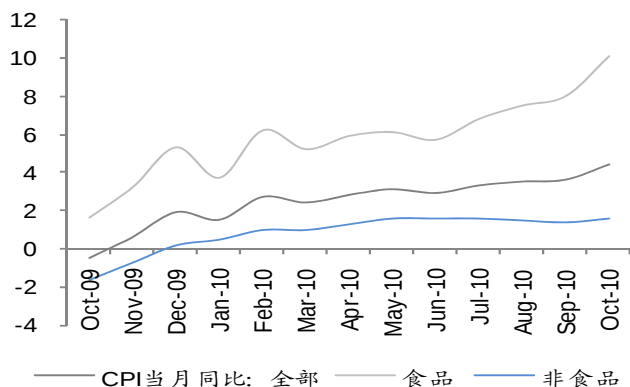
纽约 12 月原油



年内的政策偏向于收紧，削弱流动性环境

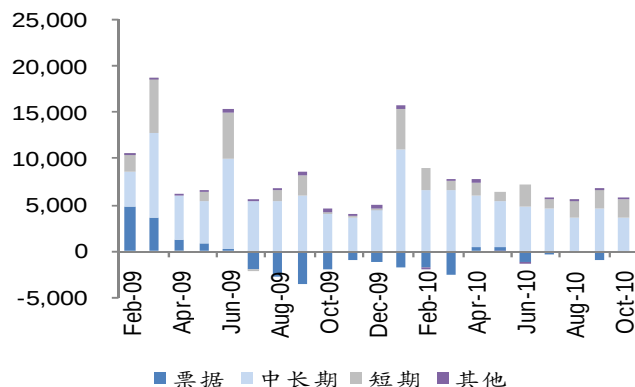
市场 3 季度就倾向于认为信贷总量以及 CPI 超出年初目标可能难以避免，因此市场的上涨可能隐含了政策不会快速收紧的预期。但上周公布的 10 月份 4.4% 的 CPI 数据、5877 亿元的信贷快速扭转了投资者预期。10 月份以来央行连续差异化上调准备金率、加息、全面上调准备金率，收紧流动性的政策频繁，考虑到央行行长关于“池子”的提法和解释，央行依靠一揽子货币政策对冲热钱和流动性的思路已经明朗，这使得 10 月份以来市场快速上升的流动性基础受到了削弱。

图表8：10 月份CPI超预期快速攀升



来源：国金证券研究所

图表9：10 月份信贷超规模，年内信贷紧缩压力加大



市场震荡整固

阶段性的，通胀高则政策紧，从而市场弱，反之亦然，通胀和市场阶段性（大约 1-2 个月）反向。在流动性收紧预期持续但是经济基本面缓慢向上的背景下，我们认为市场中中期向上的趋势没有被打破，但短期内市场热点正受到政策压力带动市场整体进入一段调整整固期。从市场的内部结构而言，目前压通胀带来前期通胀概念股投资逻辑的反转和调整，相对而言内需消费、弱周期的防守型行业受到的压力较小；中期来看，沿着物价上涨和景气度提高的通胀股仍是投资的中长期脉络之一，未来的触发点可能是政策层对通胀容忍度的提高。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室