

卖股票还是买股票？

基本结论

- 政策压力钝化，估值+经济支撑作用上升，市场下跌空间有限。
- 从当前到明年1季度，大的格局依旧是震荡，但是小波段上反弹在走近。体现为政策压力的环比减弱，市场系统性向上动力来源于政策利空阶段性释放，例如上调准备金率、加息等。
- 配置上，从当前到明年一季度，经济环境、政策环境、流动性环境无疑更加有利于消费股和新兴产业股；从估值角度以及市场本身运行来看，先行调整的周期股反弹要求更加强烈。对于大资金而言，撇开当前和一季度的纠结，二季度经济环境以及估值因素无疑意味着周期股具有更大的优势，因此，建议增加周期股的配置，地产、水泥、金融、机械。在周期股启动的初始阶段，新兴产业和消费可能有所调整，但是市场整体氛围的升温以及大的趋势决定其调整幅度将较为可控，在股价调整和机构仓位优化后将重新企稳上升。

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

一、市场当前的态势：调整

二、导致市场调整的原因

- 经济无惊喜
- 政策压力大：通胀、房价压力导致政策紧缩持续、资金价格上升。

三、市场最担忧的和市场的支撑点

- 市场最担忧的：物价、房价导致政策紧缩超预期，进而流动性、经济双杀。
- 市场的支撑点：第一，经济还在扩张中；第二，周期股估值较低；第三，流动性实际上还不错。

四、市场演绎的关键点在于

物价、房价上涨的程度，相应的，政策收紧的力度，进一步，经济以及流动性趋势。

五、物价、政策以及经济组合的分析

- 关于物价：物价上涨的趋势不会改变，但是对市场的负面冲击在钝化

从 PPI 来看，全球经济、美元扩张，大宗商品、PPI 上涨趋势不会改变，但考虑到大宗上涨动力将逐渐从流动性冲击让位于实体经济增长以及欧洲债务等问题的出现，美元以及大宗的波动加大，上升的速度放缓。

CPI 方面，11 月份 CPI 继续攀升，较高频的数据显示 11 月最后一周的物价企稳，未来反弹可能在于 1 月份春节以及 4 月份之后物价管制放松。12 月份应该是一个空档期。物价比较负面的是，季节性波动会造成货币政策的波动，造成不连续性和错觉，对处于僵持期的市场而言是利空；比较利好的一面是，市场对物价的上涨已经有较为充分的讨论和心理准备，因此通胀对市场的负面冲击将钝化。

- 关于实体经济：平稳向上，对政策压力减弱

最新的中国（以及欧美）PMI 数据显示中国实体经济正在并且将继续向上。国金宏观小组预测 11 年全年 9.5%，三驾马车动力均衡、可持续；节奏上，季度同比 1 季度见底后持续向上，环比明年 2 季度见顶，3 季度回稳。假设前提是，经济内生性增长较持续，政策不至于因为通胀压力而收紧到扭转经济下滑的态势。我们认为这是比较合理的，9.5%的 GDP 对经济系统的压力和政策的压力都较小，事实上对经济中长期构成威胁的房地产泡沫、信贷失控、融资平台、通胀压力等主要都在 2010 年得到控制。

- 政策：压力在减弱，如果如期紧缩，则利空兑现，如超预期紧缩，则压力提前释放

对通胀而言，目前 9%左右的经济环比增长意味着通过打压需求（经济）控制物价的代价过大，管制+管理预期是最佳手段；对房价而言，根本的措施在于大幅加息，但会损伤经济，因此拖字诀、压需求仍是主导，如果出台房产税试点，更使得地产行业运行趋势明朗化。

- 物价、经济、政策的组合

大的判断上，可以认为，目前到明年 2 季度，经济无论是同比还是环比上都在向上，同时，物价比较高，政策紧的动力持续存在，但是政策的紧，大致是对

冲过剩流动性，提高准备金率或者央票发行（两者区别在于对短期利率的影响，如果央行持续不愿提高央票发行利率和规模，可以预期准备金率会持续上升不断创历史记录）；对抗通胀，一方面是对冲流动性，另外主要是行政手段，最现实也最有效。对房价，拖、压仍是主要态度。

六、市场判断

第一，总体上，政策压力在钝化，经济向上+周期估值低对市场支撑作用在上升，市场继续下跌空间有限。如果出现如期的紧缩政策（我们预期 12 月份还将上调准备金率以对冲流动性，市场预期 12 月份加息），则利空释放；如果出现超预期的紧缩政策（12 月份加息 50BP 或更多，或者房产税出台），虽然可能意味着当日的激烈调整，但是将迎来更长的政策真空期，反而是利好。因此，政策紧缩的兑现将成为阶段性利好。

由于经济攀升力度不够强劲，政策压力虽然将减轻但是仍在，这使得我们对于市场的大格局判断还是震荡，这大概会持续到 1 季度（物价、房价从目前到明年 3 月份还是比较敏感）；小波段上反弹在走近，体现为政策压力环比减弱，先行调整的周期股企稳反弹在即，小盘股可能先调整然后跟随大盘再次活跃；市场系统性向上动力来源于政策利空阶段性释放，例如加息、上调准备金率。

第二，配置。从当前到明年一季度，经济环境、政策环境、流动性环境无疑更加有利于消费股和新兴产业股；从估值角度以及市场本身运行来看，伴随政策压力的环比减弱，先行调整的周期股反弹要求更加强烈。

对于大资金而言，撇开当前和一季度的纠结，可以从二季度趋势来理清当前的操作思路（正如康熙看中了乾隆所以挑选了雍正）：既然目前没有系统性杀跌的动力，而二季度经济向上、通胀适应度提高是大概率事件，那么现在无疑是布局 and 埋伏的好时节。而二季度经济环境以及估值因素无疑意味着周期股具有更大的优势，因此，建议增加周期股的配置，地产、水泥、金融、机械。在周期股启动的初始阶段，新兴产业和消费可能有所调整，但是市场整体氛围的升温以及大的趋势决定其调整幅度将较为可控，在股价调整和机构仓位优化后将重新企稳上升。

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