

投资快报

2011 年 1 月 6 日

布局 2011，均衡配置 ——远景、中景、近景看股市

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197
联系人：汤慧
tangh@htsec.com
021-23219733

主要观点：

(1) 远景：经济预期与政策预期双波动，股市振荡，之后政策向稳增长适度倾斜，股市上行。中景：“抑通胀目标优先于经济增长”，政策紧缩，股市承压。近景：政策紧缩背景下是否有“靴子落地”的反弹机会吗？目前很难。

(2) 贯穿远景、中景、近景看，我们判断市场距离底部不远矣。布局 2011 年，目前均衡配置，届时根据政策放松方向做品种调整。

远景：经济预期与政策预期双波动，股市振荡，之后政策向稳增长适度倾斜，股市上行。

我们在年会报告《审慎灵活政策舵》指出，2010 年底对经济和政策形势的判断是“抑通胀目标优先于经济增长，在稳增长前提下推进结构调整”，这个判断的核心前提在于经济增长无忧。然而这个前提在 2011 年将接受若干风险的检验，这些风险包括：1) 美国复苏可能不及预期，进而强化“贸易战汇率战”对外政策；2) 加息、房产税、限购、集中还贷可能导致房价“下降一个台阶”，使得房地产产业链受损；3) 制造业去库存使民间投资不及预期。

一旦风险变现，经济预期或实际经济数据将波动，增长无忧的判断前提将受动摇（所谓经济预期波动是指经济“假摔”但市场的预期变糟，实际经济数据波动是指“真摔”。无论真摔假摔，市场对于“经济增长无忧”的判断前提都会动摇）。进而上述的“抑通胀目标优先于经济增长，在稳增长前提下推进结构调整”的判断也将动摇，政策新逻辑将变成：在“抑通胀”与“稳增长”两个容忍度之间做权衡、在“短期稳增长”与“长期调结构”一对矛盾之间做权衡。政策在多重目标之间重新做权衡取舍，政策形式往往就是“相机抉择”，（也即“审慎灵活”），这种“相机抉择”的政策形式容易出现政策预期的不明朗、波动。

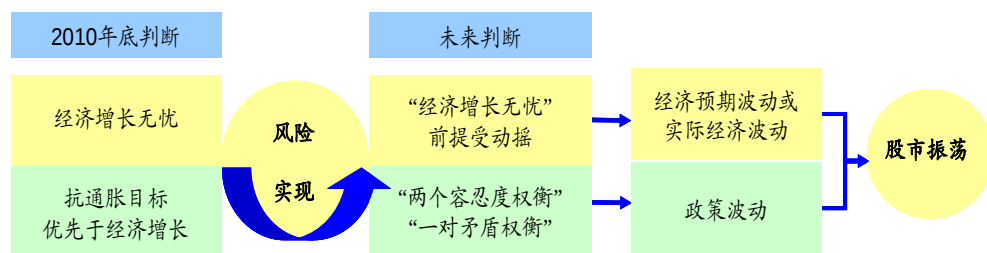
基于经济预期和政策预期双波动，我们预计上半年股市振荡的可能性较大。

振荡之后要看决策层在两个容忍度之间、一对矛盾之间，是否给出明确的政策取向。我们认为决策层对于经济波动的容忍度不像想象的那么高，政策会向“稳增长”目标适度倾斜，市场将迎来政策放松的上涨行情，时间可能出现在下半年（市场反应也可能会稍微提前点）。

至于上涨的持续性和高度则取决于具体政策形式：如果重归“宽松货币拉动投资”的传统周期政策，周期类有脉冲行情但市场不会走多远，因为市场对放松之后的再收缩会心有余悸。如果采用减税、收入分配改革、产业振兴之类的“调结构”式新型财政政策，市场将获得充足持续上涨动力，因为预示中国经济可能获得新的内生增长动力。但由于政策惠及行业占 A 股市值比重还不大，指数涨幅有限，此时个股机会多于系统机会。

远景发生的条件：1) 经济风险变现；2) 通胀压力开始减弱。目前市场逻辑还没走到这一步，市场逻辑还是在“中景”。

图 1 2011 年下半年政策演绎图



资料来源：海通证券研究所

中景：“抑通胀目标优先于经济增长”，政策紧缩，股市承压。

通胀的压力仍然很大的情况下，决策层以及市场关注的焦点仍然在“抑通胀”上，而对“稳增长”的关注偏弱，抑制通胀为当前最首要宏观目标，政策措施包括：行政价格管制、货币收紧、房产限购，等等。这些就是这一段时间以来主导市场的最主要因素，这些因素目前看还没有“拐头”的迹象，预计在 1 季度时间窗口内，市场呈中期偏弱格局。

近景：政策紧缩背景下是否有“靴子落地”的反弹机会吗？目前很难。

如果市场对紧缩政策预期“准确”的话，或许会有“靴子落地”的反弹机会。正如在去年 11 月底 - 12 月中，不少投资者就一直强烈预期加息，希望迎来加息的靴子落地后的反弹行情。但实际情况却是“越是市场预期强烈越不加息，反而在市场神经松懈时意外加息”。在“市场预期 VS 实际政策”博弈中，市场彻底处于被动，股市沉闷却无奈。

对于加息的问题，市场用“管理通胀”或“通胀预期管理”的老逻辑已难跟上新形势。政策强调“唯出其不意方有效”，使得市场对政策的预判难度加大，市场不知道下一个靴子何时落下。在此情况下，市场很难获得所谓“靴子落地”后的反弹收益。

现在市场已经不再热烈预判下一次何时加息，这似乎暗示市场已经放弃了政策研判行情，也无意参与所谓的“靴子落地”反弹行情。果真如此的话，市场距离底部还多远？

判断：市场距离底部不远矣。

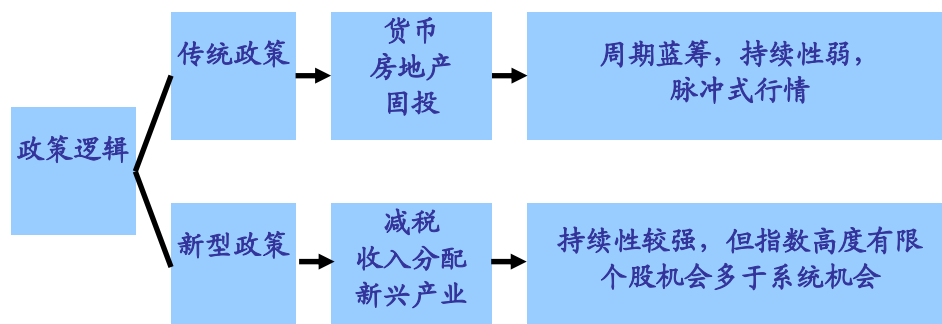
远景还没来到，中景令股市承压，近景是市场甚至都无意参与反弹行情。如果我们把远景、中景、近景贯穿看，目前的市场预期可以说是近乎最糟糕的情形了。我们认为市场离底部不远矣。

布局 2011 年，均衡配置。

现在开始布局，以获得政策放松的远景收益。

目前可考虑均衡配置：周期与新兴、蓝筹与小盘均衡配置。因为我们认为，未来政策放松有 2 种可能路径，既有可能是传统周期政策，也可能是新型财政政策。届时可根据具体政策信号再做品种调整。

图 2 2011 年下半年政策演绎图



资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。