

经济高点已现，市场见底难期

——四季度经济数据在市场策略上的应用



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2011-1-21 星期五

东方证券研究所策略团队

王明旭（执业证书编号：S0860209100201）

刘 俊（执业证书编号：S0860208110153）

王晓李（执业证书编号：S0860108081123）

杨 娜（执业证书编号：S0860108111177）

郑文琦（执业证书编号：S0860210030005）

联系人：樊 磊、王 鹏

事件：

1月20日，国家统计局公布了四季度中国宏观经济数据。四季度中国GDP同比增长9.8%，12月份CPI上涨4.6%。去年四季度中国经济增速为全年最高，我们预计未来经济增速将有所放缓，同时A股市场也将持续回落。

点评：

去年四季度经济增长2010年最强，库存与实际需求双重拉动。从季调环比的数据上看，四季度中国经济环比增速超过了10%，从二季度的底部8%左右出现了比较明显的回升，也在三季度的9.5%的基础上持续加速。从库存周期的分析框架上看，二季度受到地产调控的影响，经济增速下滑而被动库存出现，库存明显上升，三季度政府放松调控，需求重新回升而库存则逐步被消耗。四季度以后，经济形势的向好导致企业主动增加库存，即在实际需求旺盛的同时，库存也同时增加，所以四季度经济增长为全年最强。我们通过库存周期判断短期经济形势的分析框架已经为实际数据所验证。

图：中国经济季调环比

单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

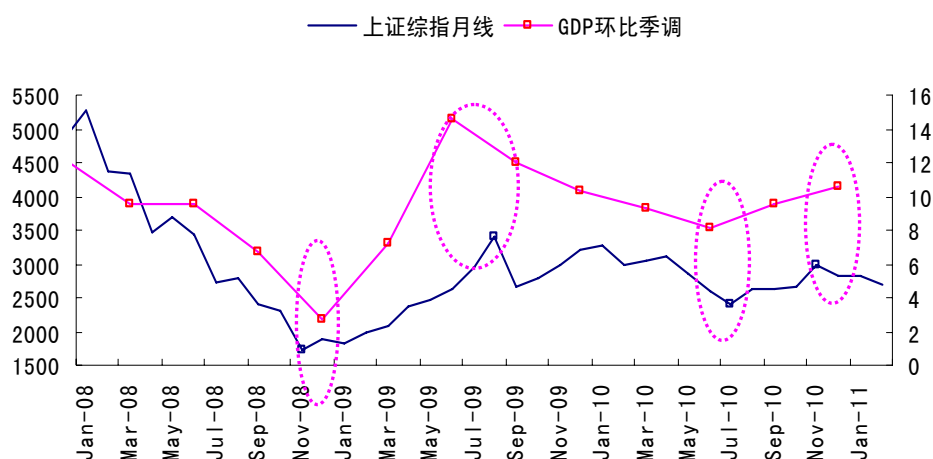
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

未来经济增速将有所回落。四季度中后期以来，由于通胀形势的不断恶化，政府已经采取一系列措施回收流动性，限制信贷和遏制国内需求。目前看来，在信贷开始调控货币政策开始紧缩之后，需求已经有一定回落的迹象，我们预计这一回落仍将继续。而目前的库存也处于一个中等偏高的水平，需求回落之际，企业可能通过被动库存平滑生产，但是这一过程并不能阻止经济的趋势向下。如果今年一季度调控措施进一步加强，企业家对未来经济前景转向谨慎，则可能会出现主动去库存的过程，经济增速下滑可能加快。我们预计一季度经济环比增速将有所回落，而一二季度之交和二季度的宏观经济增速的回落可能加速。

08年以来，A股市场属于典型的宏观驱动型市场。08年A股市场从大牛市中回落以来，A股市场的波动最主要的受到宏观经济波动的影响。几次A股市场的顶部与底部都与GDP环比的顶部与底部相重合。以最近的高点而论，经济增速在四季度达到顶峰，而上证指数也在11月见顶回落。德国投机大师安德烈·科斯托拉尼的名言“经济与股市的关系就像悠闲主人带着忙碌小狗散步”最近三年的A股市场上表现的尤其明显。

图：上证综指与GDP环比



资料来源：Wind、CEIC、东方证券研究所

经济增速下滑将从估值与盈利两个方面影响A股市场。企业盈利本身是GDP的同步指标而且其波动比GDP的波动更加剧烈。经济增速的放缓将以数倍的效应影响企业盈利的增速，而同时估值水平也与企业盈利的增速密切相关。未来经济增速的放缓将导致企业盈利增速的下降，并对市场的估值水平产生影响。在通胀形势并没有出现明显改善，政策紧缩可能不断加强，经济刚刚开始从高位向下滑落的时候，谈及A股市场见底还为时过早。

确定性的品种仍是首选。如果中国经济增速在未来放缓，市场对于企业盈利和估值水平的预期都将持续下调，我们认为A股市场仍有下跌空间。我们继续建议投资者增持现金和短期债券，减少股票类资产的配置。在股票类的资产中，我们认为盈利增长与宏观经济波动关联较小，并且目前估值水平已经具备安全边际的品种如医药开始具有中期配置价值；同时我们继续看好确定性受益于国家投资的水利主题的相关上市公司和可能受益于目前比较强劲外需的出口型的上市公司。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn