

政策变量将更加关键

□广发证券 陈杰

上周发布的11月经济数据较为疲弱，工业增加值、发电量、汽车销量、机械销量等数据均相比10月出现下滑，预计整个四季度的宏观数据将低于我们此前的预期（我们此前预期今年四季度的宏观数据将好于三季度，但最终很可能和三季度持平甚至略低）。而在疲弱的数据面前，各种利率却在近期出现上行（银行间回购利率、票据贴现利率、国债收益率等）。如果按照常规分析，这样的组合确实是不利于股市的，上周A股也从持续单边上涨转变为高位大幅震荡。因此接下来的行情演绎将取决于这样局面是否会被打破。

从基本面趋势来看，继续明显下行的风险不大，低位窄幅波动的概率更大。从11月分项数据来看，消费数据已经企稳，但是投资在进一步下滑，因此投资是宏观数据总体下滑的主要原因。而从投资的拆分来看，制造业投资是和10月持平的，而地产投资和基建投资均有所下滑。这样的组合让我们减少了一些担忧，因为制造业投资反映的是一种中长期的结构性问题，如果制造业投资增速能够企稳，那么对总投资的增长中枢将起到稳定左右；而地产投资和基建投资更多反映的是短期的周期性特征，从我们跟踪的中观数据来看，地产市场已经处于下行周期的尾声，这对明年上半年的地产投资能起到支撑作用，而在积极的财政政策环境下，“基础设施互联互通”将对基建投资形成支撑。因此，我们认为不必对未来半年的总投资增速以及宏观基本面环境持过于悲观的看法，未来更可能的趋势是低位企稳、窄幅波动，基本面对市场的影响偏中性。

更为关键的变量还是政策，我们认为仍有进一步放的空间，进而打破短期的负面格局，A股市场仍有进一步上行空间。在一个窄幅波动的基本面环境下，对股市影响更大的将是政策变量，尤其是政策对利率方向的引导。而本周召开的中央经济工作会议，将“保持经济稳定增长”放回到了首要工作任务之中，这是一个很重要的变化——因为在2009年到2012年，每一年经济工作会议都会把经济增长放在首要工作任务里去，而是强调“控风险、调结构”。2013年的两次“钱荒”也让投资者一度认为政府愿意忍受经济增速的大幅下滑来实现经济结构的调整（因此需要通过高利率倒逼企业去杠杆）。而本次中央经济工作会议再次将“稳定经济增长”放到了首要工作任务之中，这意味着监管层放弃了“刺破泡沫调结构”的思路，而是强调在“稳增长”的基础上“调结构”。因此，高利率不再是监管层所希望看到的局面，“千方百计降低小微企业融资利率”仍将是未来政策导向的重要出发点。另一方面，在较低的通胀水平和疲弱的房价环境下，也为进一步的政策放松打开了空间。综上，我们认为在未来半年仍是确定性的政策放松窗口期，财政赤字有望继续扩大、货币政策也有望看到“量”（准备金率）和“价”（基准利率）的进一步宽松。在一个基本面中性、政策面宽松的环境下，仍属于“教科书式”的股市看多期，因此A股仍有进一步上行空间。

居民资产配置向股市转移的趋势刚开始出现明显加速，这会带来“成长股联盟”的短期瓦解，风格上我们建议春节之前配置大盘蓝筹，春节之后再重新配置成长股。我们跟踪的数据显示，虽然上周市场陷入震荡，但融资融券余额继续环比上升了6%，且12月第一周的新增股票账户数更是出现了井喷（12月第一周新增开户数60万，而今年三季度的周度新增开户数一般只有15~25万户）。虽然从历史经验来看，新增开户数的井喷往往出现在行情的中后期，但往往这个阶段也是市场最疯狂的阶段，其最直接的影响是改变了市场的参与者结构和风格偏好——从统计数据上来看，目前公募基金的持仓总市值规模约1.6万亿元，即使每个月全部换手一次，日均交易额也只有800亿元，而目前全市场的日均成交额在6000亿元以上，这说明非机构投资者反而成为了市场的主导力量。而在非机构投资者“大水漫灌”的增量资金驱动下，市场成交量放大了三倍，但大家却并没有感受到成长股的流动性得到改善，只有大盘蓝筹股的流动性在改善，估值也随之提升。我们担心这个“痛苦的比较”过程将使很多机构投资者也会开始考虑短期承受较大的冲击成本换仓大盘蓝筹股，并在明年再择机加仓成长股，从而使“成长股联盟”在短期出现瓦解。因此，从风格配置上，我们建议春节之前配置大盘蓝筹，春节之后再重新配置成长股。

汤森路透行业盈利预测和估值对比

行业	平均为每家上市公司提供盈利预测的个数	2014年每股盈利预测加权平均值		动态市盈率	下一财年盈利预测增长率%
		平均值(元)	内变动幅度%		
基础化工业	3	0.37	0.98	25.08	30.14
黄金采掘业	12	0.22	1	28.52	4.2
钢铁业	5	0.19	1	28.21	-1.44
有色金属业	3	0.04	0.97	15.97	43.02
建筑材料业	5	0.67	0.97	15.64	20.77
电子及电气业	3	0.43	0.98	29.36	28.07
机械工程业	4	0.14	0.98	27.52	13.6
汽车行业	5	1.14	1	12.99	20
饮料及烟草业	8	2.26	1	14.59	-9.07
食品及家用用品业	5	0.42	0.98	28.26	14.69
纺织品及服装业	4	0.45	1	22.06	37.52
旅游及休闲服务业	6	0.53	1	17.5	26.25
商业零售业	5	0.32	1.02	25.01	6.58
能源业	8	0.42	0.96	14.05	-3.43
银行业	19	0.85	1	5.92	9.09
保险业	19	1.37	1	18.33	29.71
房地产业	5	0.72	1	8.65	15.76
医疗保健业	4	0.55	0.99	31.09	25.09
公用设施服务业	6	0.46	1.01	13.37	12.04
航空运输业	11	0.38	1	17.95	-3.1
铁路运输业	6	0.7	1	11.88	18.78
水上运输业	5	0.22	1	26.87	NA

牛市小颠簸不改运行逻辑

□本报记者 王威

上周沪深两市大盘的强势逼空上涨过程被按下了“暂停键”，周二上证综指和深证成指在刷新了3091.32点和11050.85点的本轮新高后快速跳水，当日分别暴跌5.43%和4.15%，两市成交也达1.27万亿元，天量天价再现。从历史上看，2007年2月27日沪综指也曾在连续上涨后暴跌8.84%，收出一根大阴线，牛市暴跌“插曲”再度上演。可喜的是，暴跌后市场主题、个股的活跃度明显提升，前期“赚指数不赚钱”的现象有了明显好转。接受中国证券报记者的采访的市场人士指出，当前A股的运行逻辑并未发生改变，未来仍有上行空间。虽然短期来看，题材股仍将活跃，但蓝筹股依然具备牛市基础，一旦调整结束，资金大概率仍将回流。

逼空被按暂停 牛市亦有“插曲”

11月21日以来沪深两市大盘开启了强势逼空上涨过程，但这一逼空式上涨的“步伐”在上周被按下了“暂停键”。在周一续涨2.81%后，周二上证综指在创下了2010年11月15日以来的新高3091.32点后，出现了快速跳水，最低下探幅度逾25点；最终报收于2865.27点，跌幅达5.43%，刷新了2009年8月31日以来的最大单日跌幅记录。伴随着股指的巨幅震荡，沪深两市当日报的成交额达1.27万亿元，为A股历史上首次单日成交突破万亿元关口。

此后的几个交易日，上证综指开始围绕5日均线展开强势震荡。由此，上证综指本周微涨0.02%，在周K线上收出一根高位十字星；深证成指表现略强，周涨幅为3.92%，周K线也收出一根长上影线。

对于上周二市场的“突然”暴跌，市场人士认为是由多方面因素共同影响所致。万联证券研究所所长傅子恒表示，三方面因素共振导致了上周二的暴跌：首先，热门行业与股票，尤其是以券商为代表的金融板块涨幅巨大，在经过快速上涨之后，而未经历有效的调整，引发了资金获利回吐；其次，考虑到股市的平稳运行更符合改革以及A股长期发展需要，近期监管层的表态也对市场信心造成了一定压力；最

后，目前沪深两市的融资融券余额总量较大，而这些资金的风险偏好也较大，具有很强的追涨杀跌特性，从而加大了市场的波动性。

此外，西南证券首席策略分析师张刚还指出，上周A股迎来经济数据的密集亮相，在周一进出口数据低于预期的情况下，周二经济数据的“冷空气”已提前在市场蔓延，这也引发了部分崇尚价值投资理念的机构投资者获利了结。同时，境外资金率先撤离、证券市场开始去杠杆化、天价天量的出现使得市场对于顶部引发担忧情绪以及国际股市重挫也均对当日的A股造成了拖累。

牛市过程中的暴跌“插曲”历史已有先例。如2007年2月27日沪综指也曾在连续上涨后暴跌了8.84%，日K线上收出一根大阴线，但随后股指在震荡后再度上攻，最高上行至6124.04点。

上周二市场的暴跌与2007年2月27日的暴跌都处在牛市的大氛围之中，且在暴跌之前，蓝筹股都经历了一波大幅的上涨，都有技术调整的需要。”傅子恒说，“但上周的暴跌与前者相比在两个方面存在差异：一是本轮市场的上涨非常强势，券商板块更是以连续多次涨停的形势逼空，而2007年的涨幅较为平缓；二是2007年我国的经济景气周期处于上升期，而目前经济增速处在下滑趋势之中，本轮行情上涨更多受到政策及改革红利驱动。”

张刚也表示：“这两次沪指的暴跌都是在盘中越过3000点后出现的调整。不过2007年市场环境处于股改阶段，但目前市场面临着较大限售股解禁的压力，短线风险要大于2007年。”

牛市背景不改 主题登台唱戏

在无风险利率下行趋势明确，改革红利尚未释放完毕的情况下，股指虽然上攻的脚步出现了放慢，但当前A股面临的牛市背景及逻辑并未发生变化，后市仍有上行空间。傅子恒表示，本轮A股走牛是由改革和政策的双轮驱动。目前改革和政策的运行逻辑没有发生变化，未来市场仍可能继续上行。此外，蓝筹股的价值重估在人气充分被激发之后，产生盈利示范效应，也不会很快偃旗息鼓。

此外，尽管本周市场陷入震荡，但题材股活跃度较前期逼空式上涨出现了明显的提升。由此，虽然指数涨幅不大，但个股表现不俗，日均涨停股数量均在50只以上，此前投资者普遍反映的“赚指数不赚钱”的现象上周出现了明显的好转。

“前期涨幅较大的金融板块近来持续调整，而题材股开始活跃，使得市场完成了‘一九切换’。存量资金从金融股流出，而流入了题材股，导致了题材股的活跃。”傅子恒说，“我们认为，只要金融板块处在震荡阶段，市场资金将会继续青睐于题材类个股。短期来看，权重股搭台，题材股唱戏的格局将会继续。一旦金融板块整理结束，资金很可能会再次回流金融板块，题材股的活跃度也将会上升。”

■券商点评中央经济工作会议

中信证券：首先，中央经济工作会议提出积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度，这是政策全面宽松的变样表述。预计2015年财政赤字率将上升至2.6%，货币政策将降息50个基点，降准100个基点。其次，作为2015年经济工作五大主要任务之一，区域发展包括“一带一路”、京津冀、长江经济带的建设明年料将全面启动并推进。再次，明年的改革要重点关注价格改革、垄断行业改革和国有企业改革，其中重点关注水、电的定价机制改革。此外，对生态文明建设的重视程度增强。政策宽松奠定了市场上行基础，A股市场有望“调速不减速”，总体仍维持中期偏乐观的判断。配置上继续推荐“一带一路”、京津冀、长江经济带等区域，以及生态文明推动的“环保”主题。展望2015年，建议继续布局新蓝筹和新成长性行业，以及国企改革主题。

广发证券：本次会议再次将“保持经济稳定增长”放回到了首要工作任务之中，并且强调要继续维持积极的财政政策和稳健的货币政策，这意味着不必再担心会以牺牲经济增长来“调结构”，明年的政策仍有进一步宽松的空间，财政政策方面预计财政赤字率会有明显提升，货币政策方面预计仍有进一

步的降息降准空间。另一方面会议再次强调了投资的关键作用，并且提到了落的方式：一是通过“基础设施互联互通”来扶持传统行业投资，二是大力扶持新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资。短期内还是建议从三个维度加仓大盘蓝筹股：一是绝对股价低于上一次高点且机构配置比例低的资源属性行业（煤炭、有色），二是资金容纳空间大、绝对估值低的大金融行业（券商、保险、地产、银行），三是广发主题推荐的一带一路、京津冀、长江经济带等投资标的。

光大证券：本次会议行文结构跟以往历次会议的重大不同之处在于，宏观调控实际被置于所有问题的根本基础地位。整个文件里面有关于推行改革的表述较为隐晦，但属于不能忽视的积极信号。中长期而言，市场会进入到改革驱动的第三阶段，即随着改革措施的进一步落实，市场整体估值可能会出现修复。因此我们目前的判断是，随着改革向纵深推进，市场还会存在结构性行情为主的投资机会。还有些表述明确延续了十八届三中全会《决定》的投资信号，比如“推进丝绸之路经济带建设，建设21世纪海上丝绸之路”，尤其是能源领域的建设，市场上可能也会存在结构性机会。

强势整固为蓄势

丰将公布中国12月份制造业PMI预览值，宏观数据所显示的通缩势头加大迹象，对于市场情绪仍会产生一定的扰动作用。

另一方面，资金面情况始终牵动做多情绪的变化，公开市场方面，上周央行连续第五次暂停公开市场操作，上周公开市场操作净投放50亿元，随后未来数周并无到期资金。临近年末的资金常规趋紧，上周五央行公布的数据显示，11月M2余额120.86万亿元，同比增长12.3%，增速分别比上月和去年同期增加了0.3和1.9个百分点，央行年底加大货币投放力度，意在支撑稳增长。因而，宏观经济数据公布实情，及资金面宽松背景预期的变化，是对当前投资者信心能够产生波动的主要不定因素。

结合市场走势观察，指数保持强势整固势头，这对沪指前蓄势较为有利。首先，市场结束高位大涨大跌的惊心动魄，从上周后半周即开启缩量整固，但两市日均量能9220.09亿元，仍属于阶段性高位，说明当期市场仍处于高度活跃阶段。指数强势整理的过程中，量能维系始

终是行情延续的关键，这也是本轮资金驱动型反弹的扎实基础。其次，上周两市股指略有差异，沪指弱强的市场格局，中小板综指收出下引线较长的周线小阳线，源于中小市值品种的止跌回稳，以成长股为代表的中小市值品种再度活跃，有望化解盘中做空情绪的集结，也会相应

缓解权重股分化所致的获利回吐压力。再次，沪指自上月下旬反弹至今，累积涨幅已达19.88%，只攻不调的市场上行只会堆积较大的系统性风险，合理适度的技术调整要求此时显得尤为迫切。

进入本周，市场无法回避新股密集发行的再度干扰，需要引起注意的还有，本周末是12月份股指期货的交收日，后半周行情的震荡整理不可避免，技术层面的调整一旦触动，指数的高位整理的有效性即被考验。不过结合历史走势来看，中期反弹过程中，指数下调范围在3%以内均属强势范畴，因而沪指2850点上方的合理调整，更利于推动市场下一阶段上行空间的拓展。

热点不断活跃 关注主题概念

我们判断当前市场并无明显做空迹象的另一信号，在于热点的有序轮动仍在近期盘面反覆展现。

虽然前期强势的金融股冲高回落迹象明显，保险类个股调整压力有所增大，银行、券商指数五日均线下行也预示短期调整仍未完结，但是这两类指数仍处十日均线上方进行调整，只要个股不出现持续放量的破位迹象，就能够完成合理的高位整理。此外，房地产、煤炭石油和有色金属指数保持缩量反弹，蓝筹股的结构

性分化仍在延续，目前相对稳定的整体表现无碍行情延续。

近期消息面对主题类题材暖风频吹，这是值得短线投资者予以关注的。一类是全国自贸区扩容，粤津沪三地获批建设，三地自贸区方案中可有20%-30%内容体现地方特色，尤其关注承接京津冀战略的天津自贸区。另外，12月12日，中国证监会正式批准上海期货交易所在其国际能源交易中心开展原油期货交易，这对于上海自贸区概念的再一轮活跃较为有利。二是央企分类改革方案初定，112家按功能分为公益保障类、特定功能类和商业竞争类，不同类型央企未来的改革方向各有重点，随后方案讨论修改、细化推进的过程，央企改革投资机会值得深挖，这其中更关注军工和竞争型国企的近期机会。

综合而言，本周市场尚处于权重股分化调整，中小市值品种恢复性反弹的关键时期，此时短线资金较为青睐主题类品种的波段机会，投资者适时择股也需贴近基本面进行选择。本周初市场面临一定的技术修正要求，中期反弹趋势的有效稳固，则依赖于量能高效维持下热点的延续性表现，沪指止步3000下方调整，更利于技术层面的蓄势待发。这一阶段，投资策略方面需要灵活掌握，不妨将整体仓位水平控制于半仓比例，这更利于后期行情的布局。

综合而言，本周市场尚处于权重股分化调整，中小市值品种恢复性反弹的关键时期，此时短线资金较为青睐主题类品种的波段机会，投资者适时择股也需贴近基本面进行选择。本周初市场面临一定的技术修正要求，中期反弹趋势的有效稳固，则依赖于量能高效维持下热点的延续性表现，沪指止步3000下方调整，更利于技术层面的蓄势待发。这一阶段，投资策略方面需要灵活掌握，不妨将整体仓位水平控制于半仓比例，这更利于后期行情的布局。

在操作方面建议重配金融，尤其是券商，部分配置成长股。券商股短期涨幅偏大，震荡后仍有机会，券商是牛市行情的最大受益者。降息、降准也为银行、保险股的上涨提供了机会。主题投资方面，“一带一路”短期涨幅偏高，但是仍有机会；军工短期会有重挫，暴跌之后可以逐步介入，信息安全、环保等也可以中线关注。

短期上行节奏放缓

上周大盘上演惊魂一幕，上证综指在创出本轮反弹新高3091点之后大幅暴跌163点，跌幅高达5.43%，很多投资者市值浮动当天超过10%，震荡幅度惊人。由于以券商、银行为代表的蓝筹股连续的逼空行情导致上证综指连续大

涨600点，巨大的获利盘导致短期上行压力加大，上证综指未来上行节奏放缓，疯牛变慢牛。与此同时，蓝筹股的调整也为成长股提供了表现的机会，预计未来蓝筹与成长交替上涨，市场热点较为均衡。年底将至，大盘如何收官变数较多，具体分析如下：

第二，金融要为实体经济发展提供有力支持，货币宽松政策提升蓝筹股投资价值。中央经济工作会议指出，2015年货币政策要更加注重松紧适度，隐含的意思仍然是货币政策将会继续适度宽松，有消息称央行要求全年新增信贷控制在10万亿元人民币以内，最近已大幅调整合意贷款规模，各家银行也已开始行动，加大放款力度。央行此前数据显示，1~10月，人民币贷款增加8.23万亿元；去年全年人民币贷款则增加8.89万亿元。这意味着原本为信贷投放淡季的年末两月，今年剩余信贷额度将达1.77万亿，

也将远超去年11~12月银行新增人民币贷款总计仅为约1.1万亿元。由于以原油为代表的大宗商品价格大幅下跌，物价水平持续走低，为货币宽松提供了较好的外部环境，降息之后降准的概率也在加大。降息、降准等为银行、保险股的上涨提供了机会。主题投资方面，“一带一路”短期涨幅偏高，但是仍有机会；军工短期会有重挫，暴跌之后可以逐步介入，信息安全、环保等也可以中线关注。