



2010.12.27

策略一周——让通胀飞一会儿

**钟华**

021-38674602

zhonghua008457@gtjas.com

S0490209010197

本报告导读：

摘要：

- 策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而下的策略逻辑。
- 尽管每周末政策真空能够形成星期初的反弹，但是明眼人都知道政策的落地只是选择时间点的问题，以现在的经济状况来说，政策预期之内的出台对于股市向上的反弹推动力反而大于政策真空期，当圣诞夜迎来中国年内第二次的 25 个基点加息时，短期的市场我们可以偏乐观一些了。
- 对于中期也即明年上半年的行情来说，市场指数的空间目前来看是狭小而充满艰险的，经济数据上行、通胀压力显现的背景下，资源品类股票存在一定的机会，但是我自身更想把它定义为一种阶段性的投机，大家对于通胀压力上行最终必然会压垮经济的潜意识不仅存在于股票市场，而且存在于实体经济的生产者（如钢铁生产企业对于高价铁矿石的采购），因此，资源类的大宗期货价格表现会优于考虑增长持续性的股票。
- 2010 年我们还可以看到政策在通胀与经济增长以及经济转型之间艰难的矛盾缓和，但是当通胀真的飞起来之后，2011 年缓和的困难度已经升高，而缰绳的绷紧到最后被迫的经济转型意义正在变得更为现实，我们现在的的确看见通胀在飞，但是相信通胀也将磨灭经济增长与经济转型之间的缰绳，市场在下半年真正的突破点机会应该源于此。
- 关注经济指标/主题：
本周市场中唯一取的正向收益的仅有房地产和钢铁，房地产的低估值以及可能房产税利空出台是主要原因，但鉴于其板块本身已经跑赢指数较多，而且虽然我们认可 2011 年房地产的投资机会，但是短期的配置我们维持保险、机械、电子、煤炭的大小均衡配置不变。关注主题是正在研究中国的天然气市场和电子垃圾处理市场。

相关报告

《火电：何时轮到我？》

2010.11.05

《策略快评——风格分化的分化》

2010.10.20

《策略快评——一年的策略总结和感悟》

2010.10.18

《策略快评——反弹已接近尾声》

2010.08.12

《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》

2010.07.21

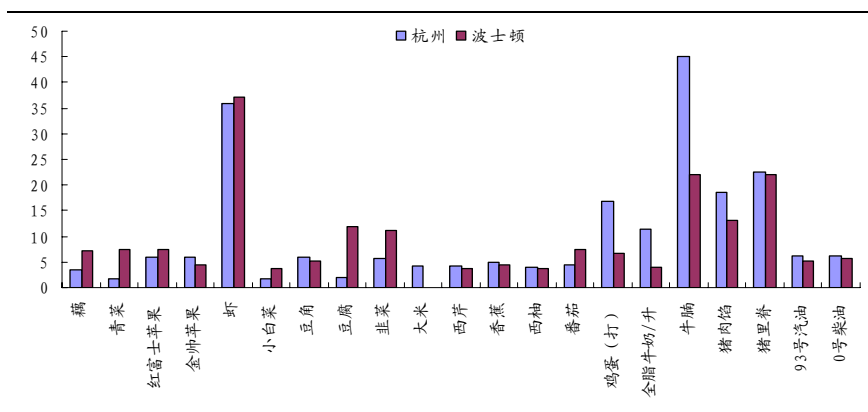
引子：让通胀飞一会儿

一般情况下，很少会在我的报告中描述市场的技术性指标，但是这两周我在 WIND 里瞄了一眼却发现上证的 K 线图出奇的好玩，两周的 K 线都是四根阴线、一根阳线，而且基本都是周三开始下跌，周一周二形成指数在本周的阶段性高点，而到了周五指数差不多回落到前半周形成的低点。成交量的低迷一方面反映了众多机构投资者在年底基本都是在花心思放在明年的布局上，另一方面就是大家都在等待政策的靴子落地。因此，尽管每周末政策真空能够形成星期初的反弹，但是明眼人都知道政策的落地只是选择时间点的问题，以现在的经济状况来说，政策预期之内的出台对于股市向上的反弹推动力反而大于政策真空期，当圣诞夜迎来中国年内第二次的 25 个基点加息时，短期的市场我们可以偏乐观一些了。

对于中期也即明年上半年的行情来说，市场指数的空间目前来看是狭小而充满艰险的，经济数据上行、通胀压力显现的背景下，资源品类股票存在一定的机会，但是我自身更想把它定义为一种阶段性的投机，大家对于通胀压力上行最终必然会压垮经济的潜意识不仅存在于股票市场，而且存在于实体经济的生产者中（如钢铁生产企业对于高价铁矿石的采购），因此，资源类的大宗期货价格表现会优于考虑增长持续性的股票。至于本周跌幅较深的创业板等小股票，我们觉得是受到送配管制政策的干扰以及年底机构资金布局的需要，以现在的时间点来看，尚未到估值直接合理回归的背景，2011 年初如果信贷紧缩力度低于预期，部分小盘股仍然存在阶段性的机会，只不过考虑到其流动性问题，已经愈来愈不适合主流资金的配置机遇。

明年的市场命题其实已经明朗化，相信卖方几乎一致的觉得明年上半年市场风险大于下半年，趋势判断的核心就是在于通胀的判断，以现在的认知来说，我很做出通胀何时出现拐点的预判，只是愈发感觉市场要投机通胀上升与政策严厉收紧之间的时间差会越来越困难，毕竟我们大多数人都已经在 2008 年初、2009 年四季度时吃了不少亏。

图 1：网友调查的中美日常生活用品价格比较



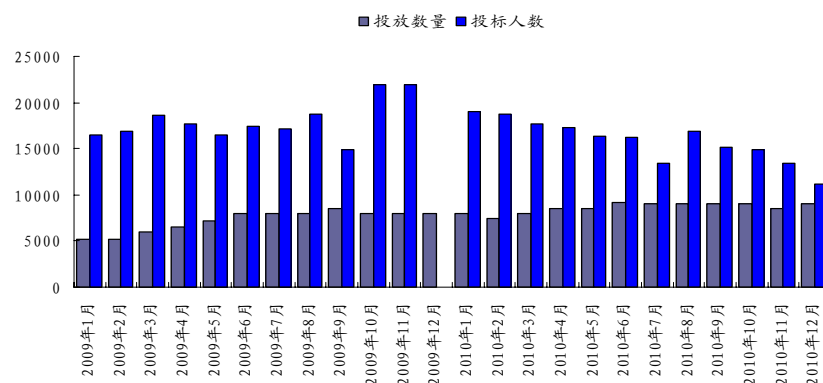
数据来源：国泰君安证券销售交易部

关于通胀我最近在自己的微博上发现了一条有关杭州与波士顿日常生活价格比较的评论：从杭州与波士顿一些主要的生活用品来看，大部分

商品价格还是低于波士顿，但是像金帅苹果、猪肉馅、汽油等已经超过对方，虽然存在着两国之间供给、需求上面的偏差，但是考虑到波士顿的平均工资差不多是杭州的 5 倍左右（网友给的数据），我们还能相信国内的价格便宜于国外吗。

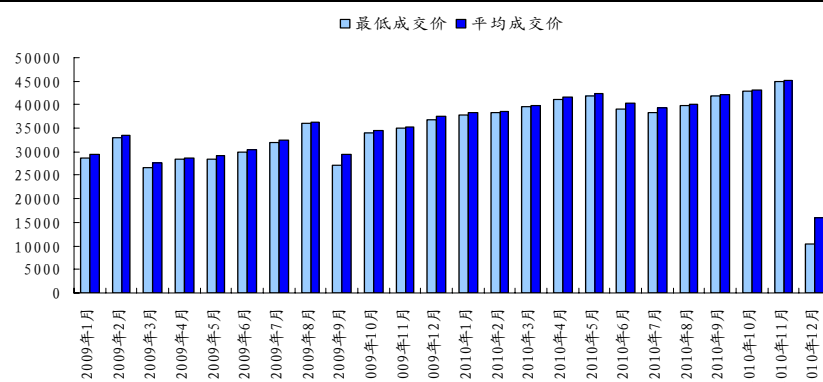
关于实体经济中有趣的价格现象，我想再举一个最近关注度比较高的数字，就是上海这个月的牌照拍卖数据：上海 12 月私车牌照拍卖平均中标价为 15970 元，比上月的 45291 元下降了 29321 元，据数据比较，这一均价为 7 年来最低。此外，最低中标价为 10400 元，更是比上月的 44900 元大幅下降了 34500 元，是自 2003 年以来第二低的价格，仅高于 2008 年 1 月的最低中标价格 8100 元。我比较了下这两年以来的汽车销量数据，但是感觉车牌与汽车销量之间的关联性较弱，车牌拍卖价格的降低更多应该由于拍卖价格不断创出新高之后，投标人数不断下降所引致的阶段性超低点。

图 2：上海车牌投放数量及投标人数



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 3：上海车牌拍卖最低成交价与平均成交价对比



数据来源：国泰君安证券销售交易部

从车牌拍卖价格突然的降低我想把通胀对于经济的意义衍生得放大一点，我不知道有多少人已经看过《让子弹飞》这部潜藏很多生活意义的电影，片头的子弹飞出去到最终马的缰绳难以拖动沉重的火车，这个过程就是寓意中子弹飞行的时间，这何尝又不是我们理解 2008 年之后信贷放松之于经济转型的意义，2010 年我们还可以看到政策在通胀与经济增长以及经济转型之间艰难的矛盾缓和，但是当通胀真的飞起来之后，

2011 年缓和的困难度已经升高，而缰绳的绷紧到最后被迫的经济转型意义正在变得更为现实，我们现在的确看见通胀在飞，但是相信通胀也将磨灭经济增长与经济转型之间的缰绳，市场真正的突破点机会应该源于此。

一、策略所见：十年之后的 2020 年

这周路透专门刊出一个世界未来十年的展望特辑，其中最丰富的内容却是有关中国经济的多个话题：

表：十年之后中国的 2020 年

标准	具体内容	评论
2020 年中国将成全球头号创新国家	根据调查，2020 年中国将超过美国与日本，成为全球最为重要的创新中心	在成为头号之前应该先完善专利制度
2020 年过半家庭迈过中产门槛	到 2020 年，中国中产阶级及富裕消费者群体将新增约 2.7 亿消费者，其中约 70% 来自小城市。届时中产阶级及富裕家庭数量将占到城市人口的 51%，且小城市消费者的消费意愿大大高于大城市的消费者	这是我们对中国经济即使悲观也不能否认的事实
2020 年前后建成载人空间站	2016 年前将研制并发射空间实验室，开展一定规模的空间应用。2020 年前后，研制并发射核心舱和实验舱，在轨组装成载人空间站。中国还计划在 2012 年发射月球软着陆器，2017 年前实现月球的采样返回	中国的航天技术空间真是广阔
十年内信用卡数量将为世界之冠	万事达信用卡称，到 2020 年时，中国的银行发放的信用卡数量可能会从目前的 2 亿张增加到 8 亿到 9 亿张。从 2005 年到 2025 年，中国的银行卡交易额将以每年 11% 的速度增长，银行卡数量将以每年 13.9% 的速度增长。	中国的消费增长是一个大的背景，但是有很多细小的消费增长变化例如电子购物之类的却是需要关注的
人民币料 5-10 年内实现有管理的自由兑换	已在全球范围内推开的人民币跨境贸易结算业务，正成为倒逼中国开放资本项目的最新动力。在人民币国际化理想的召唤下，人民币正提速奔向可自由兑换，专家预计 5-10 年内可望实现这一目标	逐渐将人民币与中国国情相符
液化天然气进口需求在 2020 年达到峰值	据咨询机构 Wood Mackenzie 称，中国液化天然气进口将在十年内增加，但随着国内天然气产量的提高，2020 年之后进口需求可能会弱化。未来几年，中国的液化天然气进口将迅速增长，但随着中国开始开发页岩气和煤层气，这种增长趋势将不会延续很久。因为有了新技术的发展，页岩气和煤层气的开发最近开始显现出经济吸引力	在中国推广清洁能源的趋势下，天然气能源需求将在 2020 年前出现最为强劲的增长势头，个人喜欢的主题之一
中国电子垃圾十年后将增长 4 倍	美国是电子垃圾的最大制造者，每年产生大约 300 万吨电子垃圾。据 EMPA，紧随其后的是中国，中国国内每年产生约 230 万吨电子垃圾，也是众多发达国家电子垃圾的接收地	截至 2020 年，在中国和南亚，由电脑产生的电子垃圾将比 2007 年高四倍。这是我个人喜欢的主题之二，最近在看上市公司中的格林美

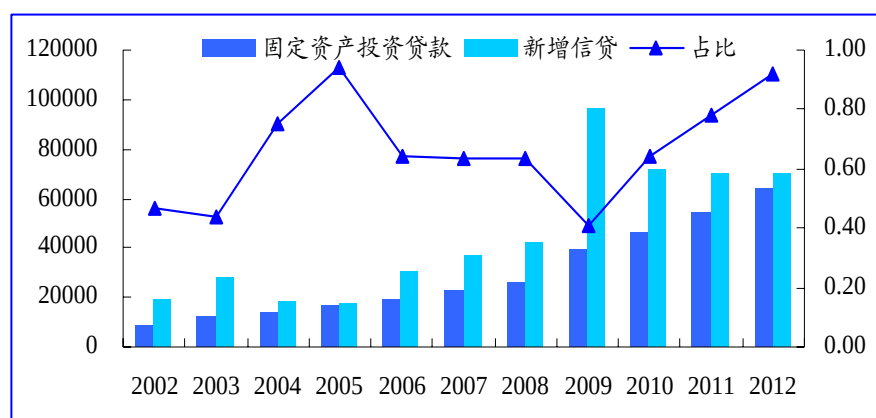
数据来源：国泰君安证券销售交易部

二、策略所闻：捉摸不定的央行加息

在投资界流传着这样一句话，中国的央行和政策是最难捉摸的，我相信大家对于加息的预判已经提前了有起码一个月，但是无论是央票利率倒挂还是国库定存上升，都没有导致当周央行加息的出台，而英明的央行却选在了一个老外的圣诞节日加息，真可谓忍辱负重了。

从加息的目的来说，应该最直接的还在于调节物价、控制通胀预期，当然还要针对最近蠢蠢欲动的房价，我们倒不是觉得央行不应该加息，而是觉得从制度经济学的角度，既然国外的发达经济体可以选择提前确定利率议定时间，为什么中国的制度选择要如此高高在上呢，是为了调整大家预期从而进一步完善政策有效性吗，不得而知，或许在简单的 25 个基点以及目的明确的加息背后，我们所看到的经济问题乃至未来的经济转型方向并没有简单的一个通胀如此简单。

图 4：加息与否，明年信贷相对于经济增长整体偏紧



数据来源：国泰君安证券销售交易部

三、策略所思：策略的一致预期

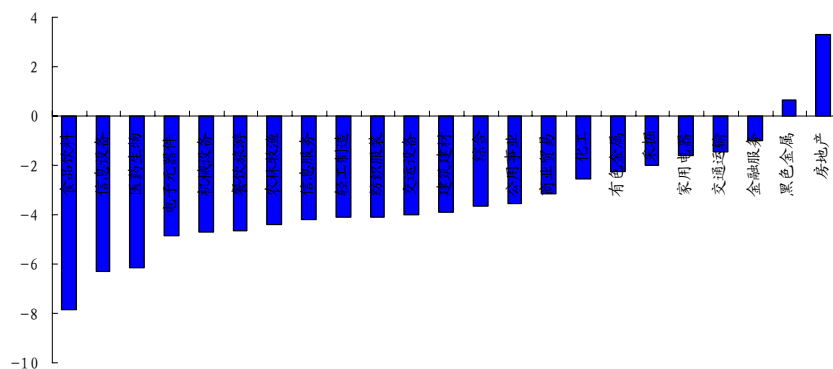
本周市场中唯一取的正向收益的仅有房地产和钢铁，房地产的低估值以及可能房产税利空出台是主要原因，但鉴于其板块本身已经跑赢指数较多，而且虽然我们认可 2011 年房地产的投资机会，但是短期的配置我们维持保险、机械、电子、煤炭的大小均衡配置不变。

表：关注数据及主题

关注指标/主题	公布日期/市场特征	策略评论
美国商业企业原油库存	12 月 30 日	已经连续三周实际值低于预测值，原油期货价格也企稳位于 90 美元以上，后续的库存变化将成为其进一步上升的推动力量
美国的圣诞节销售数据	根据全美零售商联合会(NRF)的预测，今年美国假期购物支出将会达到 4515 亿美元，比去年同期增长 3.3%，这一增幅将创下自 2006 年以来的最高水平，支出总额则略低于 2007 年创下的 4528 亿美元的历史最高记录	美国的就业状况虽然恢复缓慢，但是目前来看已经呈现阶段性的底部，这从大的方向来说，意味着明年的美元流动性释放增量方面如无大的意外已无必要。而且从刺激剂有效性方面来说，单纯靠砸钱的边际效应正在减弱。

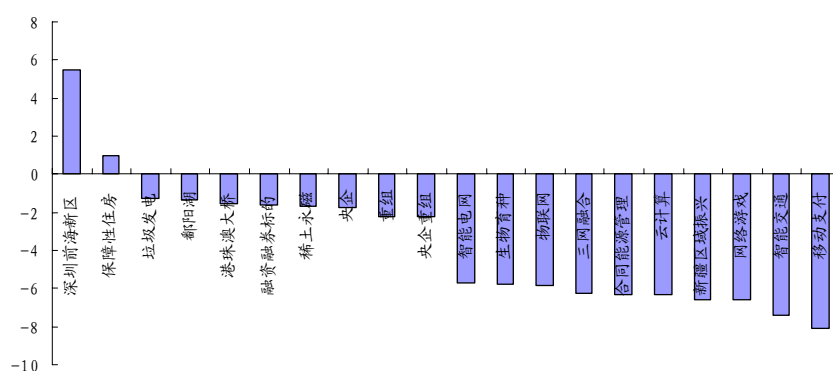
数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 5：板块表现中，房地产、黑色金属、金融服务领先



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 6：主题投资中，表现前十与表现后十



数据来源：国泰君安证券销售交易部

作者简介:**钟华:**

浙江大学国民经济学硕士，2006-2009 年长江证券研究部策略分析师，2010 年至今国泰君安销售交易部负责行业配置

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		