

关注国际油价 市场维持震荡

2月市场回顾与总结

在流动性紧张和政策收缩担忧情绪缓解、经济基本面保持向好三大驱动因素的推动下，2月沪指结束了连续2个月下跌的局面，全月上漲2.8%，呈现强势上攻特征，但前期密集成交区和3000点关口仍对市场构成一定压力。

从行业表现来看，由于是多因素驱动，板块上涨较为均衡。有色、化工和农业板块涨幅较大，成为市场上行的主要力量。前期跌幅较大的信息设备、家电等板块出现反弹。而银监会将实施新的审慎监管框架，以及近期各地密集出台落实地产调控政策，继续对银行地产构成制约，成为拖累市场的主要力量。

分歧在通胀预期，焦点在国际油价

我们将驱动市场的因素逐级分解可以看出：**第一**，在美国经济持续复苏，国内出口屡超预期预期的情况下，市场对经济基本面的预期继续好转，这也是沪指底部从去年3季度的2600-2700抬升至今年一季度的2800-2900的根本推动力，未来在这一力量的作用下，市场中期趋势仍有望保持向上；**第二**，市场对流动性的预期开始趋于一致，虽然多数机构预期资金面仍以偏紧为主，但在公开市场到期资金量巨大的情况下，即使央行再上调一次存款准备金率，对市场流动性的影响可能也不会比预期坏；**第三**，市场分歧比较大的是通胀预期的变化，这也是影响市场节奏的关键因素。我们进一步细分影响通胀的因素发现，国内已经出现农产品价格回落、旱情缓解等有利于通胀的因素，最终的影响通胀预期以及市场节奏的焦点在国际油价上。

沪指围绕2900点震荡概率大

3月份，流动性继续恶化的概率不大，但是通胀预期的变化仍对市场构成冲击，市场冲击前期成交密集区以及3000点关口未果后，这一区域也会给市场心理造成压力，而市场向下又有基本面的支撑，底部将继续随着经济基本面的好转而抬升。总体上看，3月沪指围绕2900点震荡整理的概率较大，如果油价出现稳定，市场有望继续震荡向上。

投资建议

坚持低估值中的均衡配置，挖掘行业、公司成长性，特别是动态市盈率偏低品种的选择。行业配置：建议关注全球经济复苏、石油价格推动的有色金属、煤炭、矿业、基础化工等；受益于民生工程投资的建筑建材、建筑机械、家用电器等；受益于行业景气回升的券商等。主题投资：关注高端装备制造、节能环保、新能源、信息技术。

分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030002

电话：010-58568009

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

分析师：肖波

执业证书号：S1490208020001

电话：010-58568163

邮箱：xiaobo@hrsec.com.cn

分析师：范贵龙

执业证书号：S1490109091324

电话：010-58568061

邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

目录

一、回顾与总结.....	4
二、分歧在通胀预期，焦点在国际油价.....	5
1、经济基本面好转抬升市场底部.....	6
2、国内出现有利于通胀的迹象，最大的变数在国际油价.....	8
三、3 月份投资策略.....	10
1、市场维持震荡.....	10
2、投资策略.....	11

图表目录

图表 1: 2 月份行业涨跌幅	4
图表 2: 2 月份市场风格和市场表征涨跌幅	5
图表 2: 市场驱动因素分解——国际油价是最大的扰动变量	6
图表 3: 投资小幅回落	7
图表 4: 出口去年同期基数较低	7
图表 5: 消费保持平稳	7
图表 6: 农业部农产品批发价格指数回落	9
图表 7: 蔬菜价格环比快速下降	9
图表 8: 全国 2 月 7 日早情	9
图表 9: 全国 2 月 25 日早情	9
图表 10: 旱区将有较明显降水	10

一、回顾与总结

在流动性紧张和政策收缩担忧情绪缓解、经济基本面保持向好三大驱动因素的推动下，2 月沪指结束了连续 2 个月下跌的局面，全月上涨 2.8%，呈现强势上攻特征，但前期密集成交区和 3000 点关口仍对市场构成一定压力。

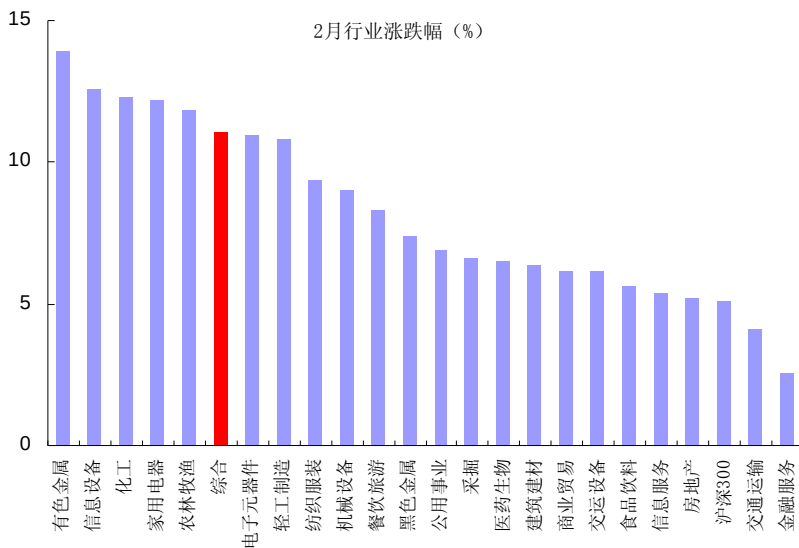
节后首个交易日，市场受加息影响没有实现开门红，但随后大盘强劲反弹，沪指连续攻破 2800 点关口，并站在了年线、半年线和 60 日均线之上，趋势上并没有受到加息的影响，而是延续了节前强势。随后继续放量上升，一鼓作气站上 2900 点关口，并向上冲击前期区间震荡的上轨，前三周分别上涨 1.68%、1%和 2.56%，呈持续放量上涨的强势特征。最后一周，央行宣布上调存款准备金率，同时，由于中东和北非局势紧张导致国际油价暴涨，加重了市场对通胀的担忧，使市场对资金面和政策的预期发生变化，但在经济基本面依然向好的情况下，市场并未出现恐慌性抛售，随后三个交易日继续保持小幅上涨态势。

从行业表现来看，流动性紧张局面出现了一定程度的缓解，有色、化工和农业板块涨幅较大，成为市场上行的主要力量。其中，有色板块涨幅最大，全月上涨 14%，化工板块上涨 12.3%，农林牧渔板块上涨近 12%。前期跌幅较大的信息设备、家电等板块出现反弹，信息设备涨 12.6%，家电上涨 12.2%。而银监会将实施新的审慎监管框架，以及近期地方政府密集出台落实地产调控政策，继续对银行地产构成制约，金融板块仅上涨 2.58%，成为拖累市场的主要力量。

从风格上看，高市盈率、高市净率、高价股涨幅偏大，这三类风格指数平均上涨 9.2%，远大于沪指 2.8%涨幅，而低市盈率、低市净率、低价格板块仅收涨 3.7%。从市场表征来看，小盘股、中小板和创业板涨幅明显偏大，小盘股上涨 10.8%，中小板上涨 9.1%，创业板上涨 7.3%，均大于市场整体涨幅。

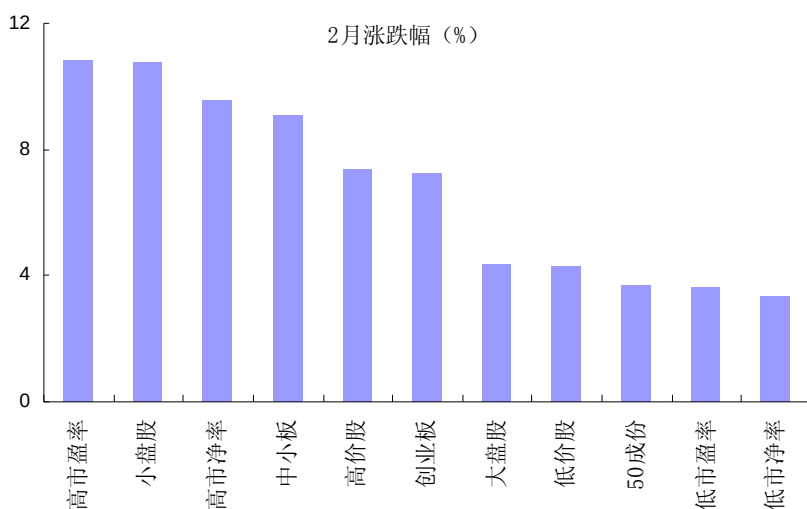
总体来看，2 月份行情更多的是前期超跌的修正。由于驱动本轮行情的是资金面、政策面和基本面的同时配合，板块上涨较为均衡。

图表 1：2 月份行业涨跌幅



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：2 月份市场风格和市场表征涨跌幅



数据来源：Wind、华融证券

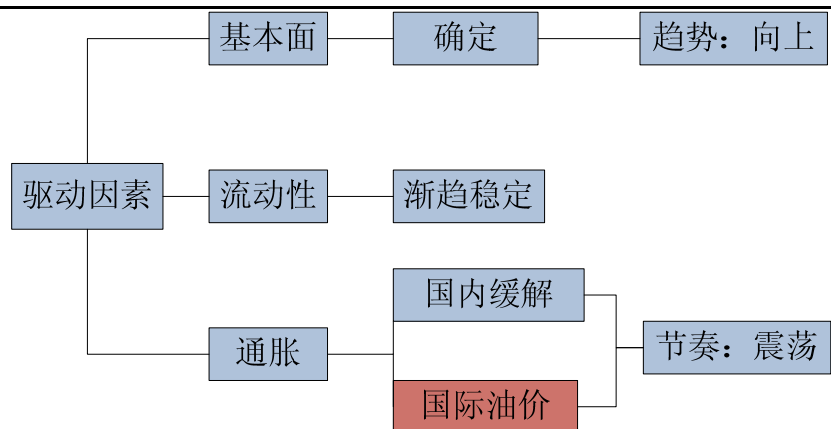
二、分歧在通胀预期，焦点在国际油价

在美国经济持续复苏，国内出口屡超预期的情况下，市场对经济基本面的预期持续好转，尤其是今年以来，越来越多的机构开始与我们“经济 2010 年四季度环比触底”的判断趋于一致，这也是我们坚持 2600 点是底部的重要原因，但是在通胀预期成为国民经济主要矛盾的情况下，经济基本面的改善没有在市场上得到充分体现。

从目前来看，市场对流动性的预期开始趋于一致，虽然多数机构预期资金面仍以偏紧为主，但在公开市场到期资金量巨大的情况下，即使央行再上调一次存款准

备金率，对市场流动性的影响可能也不会比预期坏。经济基本面方面，我们认为，国内外经济保持向好的概率较大，尤其是出口可能继续保持高速增长，在积极财政政策引导下，投资增速仍有望保持高位，消费保持平稳。由于国内旱灾、国际油价大幅波动等原因，未来市场能否继续上行的焦点仍在于通胀预期，而国内已经出现了有利于通胀预期的因素，最终影响通胀预期的主要因素聚焦在国际油价的变化上。

图表 3：市场驱动因素分解——国际油价是最大的扰动变量



数据来源：Wind、华融证券

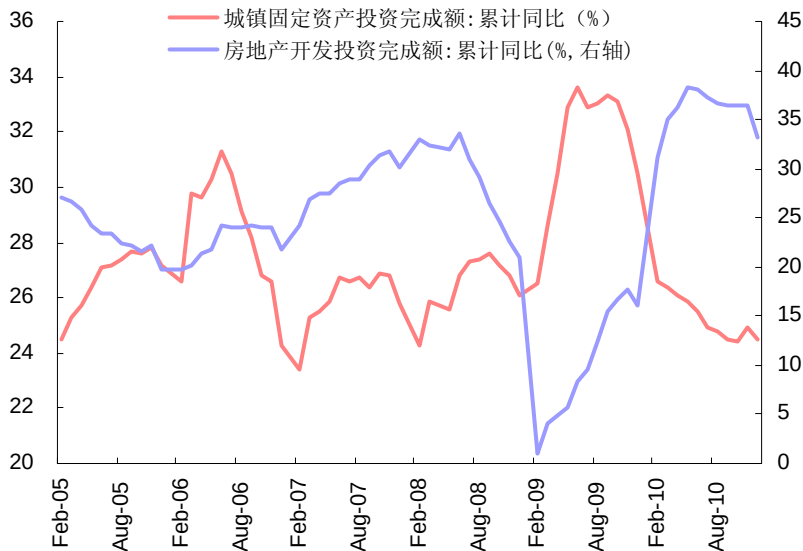
1、经济基本面好转抬升市场底部

去年四季度以来，在第二轮量化宽松、延长减税计划等一系列刺激政策作用下，美国经济持续复苏的迹象愈加明显。最新公布的数据显示，美国失业率也开始企稳向下，商业投资、出口以及消费者开支开始转好。美国 2 月份密歇根大学消费者信心指数从 2 月份初值 75.1 升至三年来的最高水平 77.5，好于经济学家此前预期的 75.1，显示美国消费者对经济走势更加乐观。美国联邦公开市场委员会在最新一期议息会议上，把美国今年的 GDP 增长目标，由去年 11 月的 3-3.6% 调升为 3.4-3.9%。对于近期原油价格的大涨，美国政府表示，这不会阻碍美国的经济复苏。欧盟和日本虽然面临一些金融问题，但实体经济改善的基础日益稳固。

国内方面，消费在政策支持下有望保持稳定增长，投资虽然存在全年基数较高、国家防止盲目投资等不利因素，但我们看到，地方政府追求高 GDP 增长的目标没有改变，已公布 2011 年 GDP 目标的 31 个省市中，有 24 个省市超过 10%，作为“十二五”规划的开局之年，投资仍有望保持高位。从公开披露的信息来看，2011 年，保障房建设投资 1.3 万亿、电力投资 7500 亿、铁路投资 8500 亿、“三农”投资 9000 亿元等等，这一系列针对基础设施的大规模投资充分体现了今年积极财政政策的基调，这也是政府为防止货币政策超调导致经济出现失控的政策手段。可以认为，2011 年政策组合是“货币政策收缩控制通胀，财政政策在基础设施上加大投资防止经济下滑”。

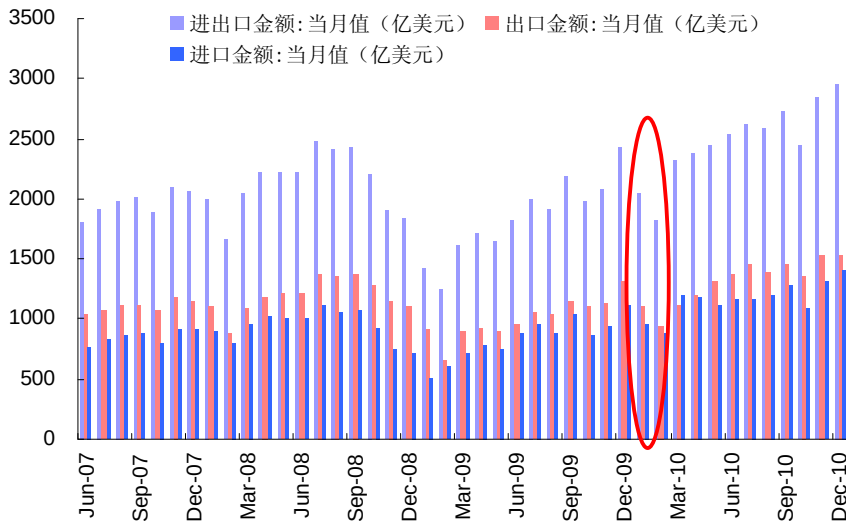
我们有理由相信，货币政策不会造成经济的超预期下滑，维持全年经济逐级上行的趋势的判断。考虑到基期因素、春节因素，预计 2 月份出口增长 43-48%，投资增长 21-23%，消费增长 19-19.4%。经济基本面的好转将抬升市场底部。

图表 4：投资小幅回落



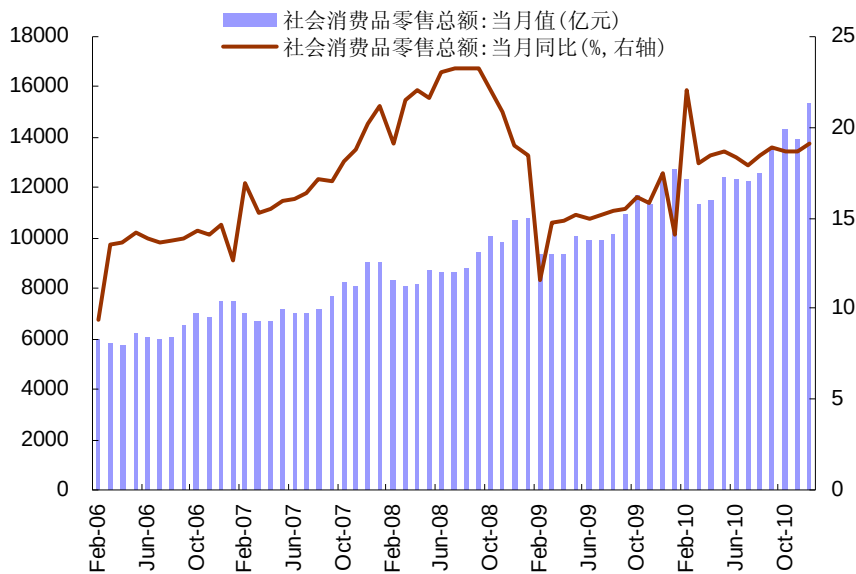
数据来源：Wind、华融证券

图表 5：出口去年同期基数较低



数据来源：Wind、华融证券

图表 6：消费保持平稳



数据来源：Wind、华融证券

2、国内出现有利于通胀的迹象，最大的变数在国际油价

如上所述，未来市场能否继续上行的焦点仍在于通胀预期。从国内外影响通胀的因素来看，国内已经出现有利于通胀缓解的因素，如蔬菜价格以及农产品价格指数节后出现持续回落，在降水和人工浇水的共同作用下，河北、山西等 8 省冬小麦受旱面积呈减少迹象，全国作物受旱面积由 2 月 7 日的 1.61 亿亩下降到 2 月 23 日的 8736 万亩。随着降雨、人工增雨以及人工浇水的展开，未来全国旱灾有望得到持续缓解。

对通胀预期构成不利影响，且对市场上涨形成制约的主要因素是国际油价继续大幅上涨。而从历次中东地区突发事件对原油价格影响的规律来看，每次冲突爆发前原油价格都会率先上涨，一旦战事平息，油价便会提前回落，我们认为，中东和北非局势及油价走势需要投资者密切关注。

从地缘政治的角度看，由于利比亚局势恶化，美国有可能介入干预，导致石油价格走势判断的不确定性增大。因此，我们从三种假设角度予以分析。

假设一：利比亚局势走埃及路径，军队接管政府，国家局势趋于稳定，生产恢复，加剧石油价格上涨的因素得以缓解。国际市场石油价格将出现较大幅度的回落。

假设二：在联合国主导下，通过国际社会的共同努力，利比亚乃至中东北非局势趋于稳定，则国际市场石油价格也将出现较大幅度的回落。

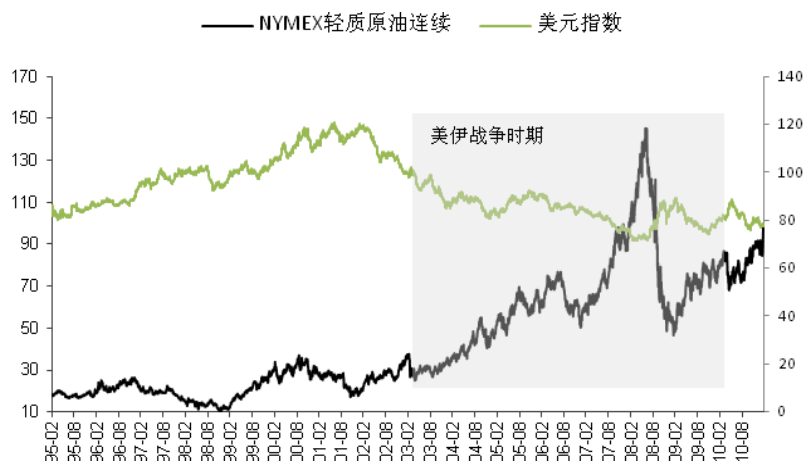
假设三：利比亚局势进一步恶化，反对派与忠于卡扎菲的军队展开军事对峙，可能引发国际干预，美国可能出面干预，这将使得利比亚局势复杂化，或将加剧石油价格的上涨。

从全球政治经济稳定的角度出发，我们希望前两种假设能够解决问题最好，但

基于美欧及全球经济恢复的角度考虑，石油价格即使回落，也将保持较高水平。但基于全球通胀压力上升的影响，无论发达国家还是发展中国家都不希望石油价格继续上涨。

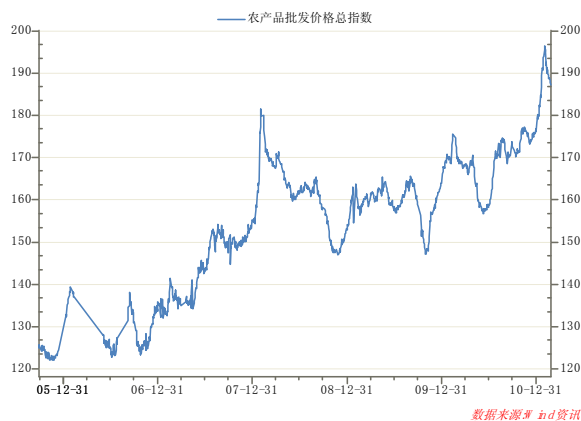
在国内旱情缓解、蔬菜价格回落的情况下，一旦油价出现回落，国内通胀预期将得到明显缓解，市场向上的压力有望得以解除。预计 2 月 CPI 在 4.6-5% 之间，3 月份 CPI 中新增因素可能出现回落。

图表 7：近 15 年来美国主导石油价格特征明显



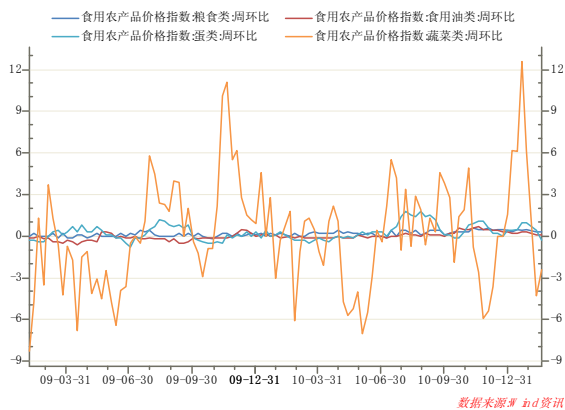
数据来源：Wind、华融证券

图表 8：农业部农产品批发价格指数回落



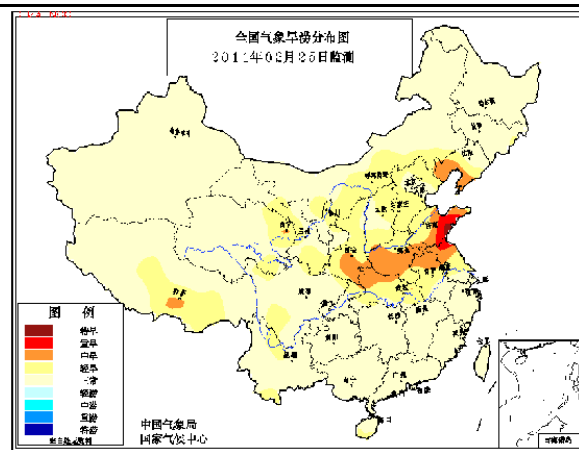
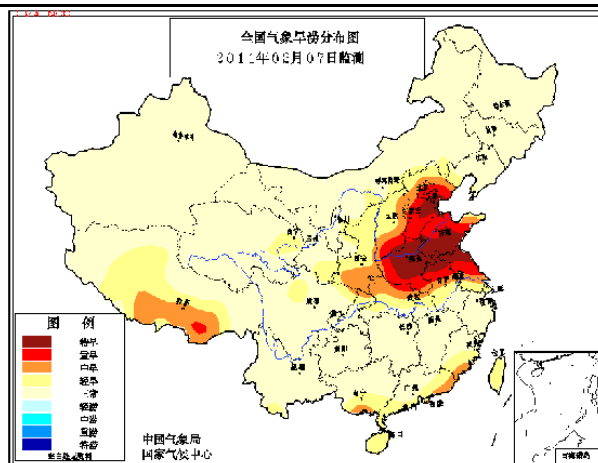
数据来源：Wind、华融证券

图表 9：蔬菜价格环比快速下降



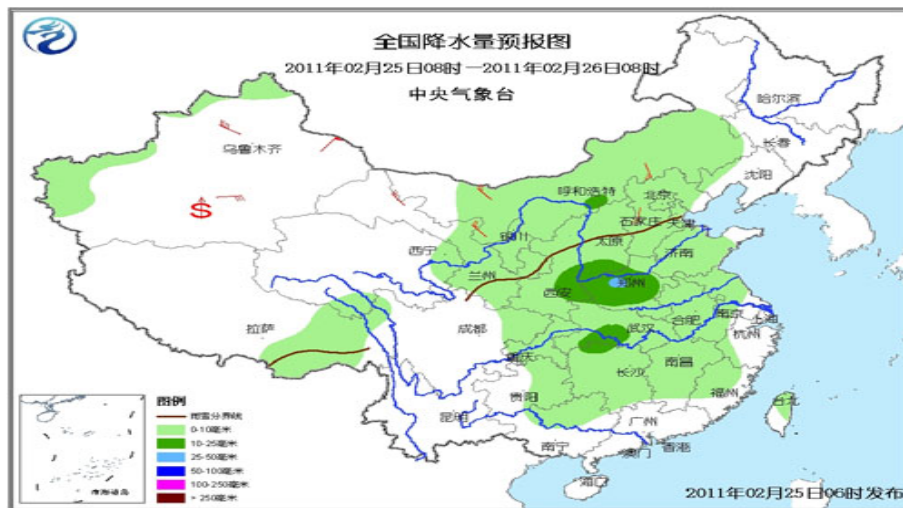
图表 10：全国 2 月 7 日旱情

图表 11：全国 2 月 25 日旱情



数据来源：国家气候中心、华融证券

图表 12：旱区将有较明显降水



数据来源：中央气象局、华融证券

三、3 月份投资策略

1、市场维持震荡

对市场趋势的判断，延续前期给出的“以经济增长和通货膨胀为基础，以政策反应为支点，与行业判断相互印证”的分析框架，并结合市场的表现特征、流动性、估值、市场情绪等因素。

我们认为，国内外经济基本面的好转将沪指底部从去年3季度的2600-2700抬升至今今年一季度的2800-2900。3月份，流动性继续恶化的概率不大，但是通胀预期的变化仍对市场构成冲击，市场冲击前期成交密集区以及3000点关口未果后，这一区域也会给市场心理造成压力。

从影响通胀的因素来看，国内已经出现有利于通胀预期缓解的因素。对通胀预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期构成不利影响的主要是国际油价的大幅波动，如果国际局势出现稳定迹象，原油价格出现回落，通胀预期将得到缓解，市场选择向上也将是大概率事件，反之，则市场维持震荡格局。那么，目前市场在 2900 点附近的震荡可能是上升行情的换挡。总体上，3 月沪指可能围绕 2900 点震荡整理，从而为二季度行情的展开打下基础。

从市场表征来看，如上所述，2 月份行情更多是对通胀预期过度悲观的修正，是高估值、小盘股的超跌反弹，与经济周期密切相关的大盘股表现差强人意。随着市场对经济基本面好转的重视，这些大盘股存在一定上涨空间，这决定市场整体仍存在向上动力。

2、投资策略

基于前述政治、经济分析，即将召开的两会，除经济转型、“十二五”规划、“三农”问题等前期焦点外，“两会”可能会更多关注民生，改善居住、提高收入、增加就业等可能成为市场关注的政策重点。

3 月上旬将召开两会，从历史情况来看，在此期间政策面较为平稳，市场保持窄幅震荡的概率较大。3 月中旬将公布宏观经济数据，虽然 2 月份工作日有所减少，但经济总体上仍有望保持良好势头，通胀预期可能小幅回落。

从市场层面看，短期市场对于石油价格的上涨有过度反应之嫌，2677 点以来上涨的核心支撑力量是国内外宏观经济基本面的支持，同时，市场均线系统已呈现多头排列，特别是，半年线、年线两长期均线的支持较为有力，因此，受石油价格扰动市场会震荡，但不会改变中长期趋势，如果国际局势出现稳定、油价回落，市场再次向上冲击 3000 点也将是大概率事件。

投资策略上，坚持低估值中的均衡配置，谨慎看待货币政策不确定性带来的风险，积极看待财政政策带来的机会。总体上坚持 2011 年度策略中给出的“一季度均衡配置”思路，这种均衡更多的是在低估值中进行筛选，要更多关注行业、公司成长性，特别是动态市盈率偏低品种的选择。

行业配置上，建议关注受益于全球经济复苏需求回升支持，同时又受到石油价格推动的资源行业，其中，有色金属、煤炭、矿业、基础化工等；受益于民生工程投资拉动的相关行业，其中，建筑建材、建筑机械、家用电器等建议关注；受益于行业景气度提升的券商建议关注。

主题投资上，重点关注“十二五”规划拉动的高端装备制造、节能环保、新能源、信息技术。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn