

紧缩政策低于预期，市场有望先抑后扬

➤ 央行周末宣布，从2011年3月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是今年第三次上调存款准备金率，也是去年以来的第九次上调。在本次调整之后，大型金融机构的存款准备金率再创新高达到20%，中小金融机构为16.5%。关于央行的紧缩货币政策，在2月份CPI数据公布后市场就一直存在较为强烈的预期，主要原因包括：CPI数据（4.9%）未出现市场预想的小幅回落，同比涨幅超市场普遍预期；PPI数据（7.2%）同样不乐观，上游生产资料出厂价格涨幅迅猛，国际大宗商品高位徘徊带来的输入型通胀明显，存在向下传导的压力。再加上随后央票发行的利率上调：一年期央票利率上行20.2个BP达到3.1992%，超出目前的1年期定存利率19.92BP。而3月期央票发行利率也上升16BP，改变了自去年11月以来央票收益率在一、二级市场倒挂的局面。央票发行利率的上调不仅有利于恢复央票对冲流动性的能力并在未来推动央行加大公开市场回笼流动性的操作；另一方面，央行引导市场利率上行让市场对加息存在较高预期。但此次央行仅仅采取了上调存款准备金率的措施，紧缩力度应该来说是低于市场对加息的预期。具体原因可能包括以下几点：1）2月份出现贸易逆差（73亿美元），虽然还不能判定是否春节因素影响程度而产生的个别现象，但外汇占款压力已经大幅减轻是无疑的；2）货币供应增速M2跌至15.7%，这一增速低于此前管理层提出的今年M2增长16%的目标，也是国际金融危机发生后两年以来M2增速首次低于16%；3）日本大地震对我国经济存在一定的负面冲击，央行短期内采取了更加审慎的紧缩措施。从后续的货币政策走向来看，我们认为上半年仍有一到两次加息的机会，但总体空间已经不大。单就通胀压力来看，1月份和6月份为压力峰值，上半年呈“v”型走势，一季度末和二季度初为紧缩政策相对的缓和期。而从货币回笼压力来看，截至4月30日，大约有7380亿央票到期以及2280亿正回购到期，央行仍将面临较大的流动性对冲压力，央行在4月份仍将继续上调存款准备金率，而加息则将集中在5—7月之间。短期来看，市场有望对低于预期的紧缩政策给予正面响应，低开高走是大概率事件。但我们目前仍然无法完全排除加息警报，特别是在3月份CPI数据超预期的情况下，加息将是必然选择。此外，日本地震对全球经济带来的后续冲击仍将持续，初步可以判断：1）日元套息货币将回流本土参与重建，推升日元升值并压低新兴市场国家资产价格，中国重要的外来投资（日本）将出现下滑，不利经济增长；2）日本重建带来的宽松货币政策和物质需求将推动国际大宗商品价格维持高位，导致中国输入型通胀压力火上浇油。综合判断，中短期的不利因素将增多，市场面临的调整幅度和时间长度都将延长。本周市场的上行幅度有限，在缺乏利好和成交量支撑的情况下，难以挑战并站稳3000点关口。投资者应逢高减仓，控制风险。

➤ 2011 年中国的 A 股市场更多地受政策面和资金面的影响，对宏观经济基本面的反应有限。从政策面来说，国家对资本市场的扶持态度鲜明，做多 A 股在中短期内符合政府的政治经济利益函数。理由如下：

1. 中国的资产证券化将进一步提高，央企整体上市和银行股再融资都刚刚拉开序幕，这都需要良好的资本市场环境和氛围；2. 经济转型期间需要资本市场引导全社会资金流向十大新兴产业，发挥主导性的资源配置功能；3. 股市作为重要的流动性蓄水池能很好地吸纳社会上的过剩资金，消化投机热钱，且政府易于调控；4. 能拓宽国内居民投资渠道，通过财富效应提升内需。从资金面来说，流动性作为很好的市场先行指标也格外值得关注，我们认为上半年 A 股市场的资金面将明显较下半年更为宽松，理由如下：

1. 尽管紧缩性货币政策集中在上半年，但信贷投放的高峰仍然集中在一、二季度；2. 人民币升值的主要阶段集中在 2011 年上半年，海外热钱流入带来的流动性也集中在这一时间段。随着美国经济复苏进程的加快和通胀逐步传导至美国国内，2012 上半年美国可能开启加息进程。资本市场提前半年到三个季度反应，2011 年下半年热钱可能更多地趋向于流出。美国由于失业率的意外好转（下降 0.4 个百分点至 9%），市场对联储在年底前加息的期望已升至 2/3；3. 通胀压力集中在上半年，将加速推动居民存款转移；4. A 股作为政策性流动性蓄水池的功能也集中体现在 2011 年上半年，随着新一轮经济周期在 2012 换届之年启动，房地产市场有望在 2012 年再度启动并承担流动性蓄洪的作用；5. 中国正处于产业资本过剩的阶段，在资本海外输出受阻（资本项目管制），房地产投资受政策限制的情况下，产业资本将加速溢出流向金融领域，为 A 股市场带来新增流动性。从中期的角度来看，政策面和资金面对 A 股市场的影响仍然偏于正面。尽管紧缩政策的鞋子未来仍将持续落地，但市场对此将有相当的心理准备，而央行在 3 月份较大的通胀压力下仍然拒绝大幅加息事实上表明了中央对通胀容忍度的提高，有利于市场预期面的改善。

➤ 从板块的表现来看，上周市场受日本地震和日经指数暴跌的影响，总体呈现探底企稳的走势。市场热点围绕着地震题材展开。周一，二是医药（0.26%）和抗辐射概念股票的兴起，周三、四是家用电器（0.15%）、水电（1.46%）和钢铁（2.53%），周五则是核能的替代品新能源板块。而核能、旅游（-2.67%）和航空（-4.58%）则由于受地震以及福岛核电站泄漏的影响而成为下跌重灾区。在目前阶段，市场仍以狭窄区间的旗型整理为主，应主动降低仓位控制风险，等待大盘方向性的选择。我们建议持仓配置应兼顾两头：大盘蓝筹配置低估值的金融（证券类）地产（商业地产、旅游地产和园区类上市公司）；小盘股则配置新能源、医药、食品饮料和商业零售类。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 60%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	标配
2	B 采掘业	超配
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	超配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	回避
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	标配
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	标配
7	G 信息技术业	轻仓
8	H 批发和零售贸易	超配
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	重仓
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	回避
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。