

李俊

021-50588666-8109

2010年2月28日

步入阶段性震荡，中期底部正在形成

---2010年3月份A股市场投资策略

策略报告（中证研20100301号）

相关报告：

《对政策与资金的反思》

---2010年2月5日

《缩量十字星，反弹信号还是下跌中继？》

---2010年1月21日

《政策调控顾虑制约市场做多热情》

---2010年1月14日

《翘尾行情有望延续》

---2009年12月31日

《一半火焰，一半海水》

---2010年年度A股市场投资策略

投资要点：

- **国内经济增长势头极其强劲：**从全社会用电量、出口、假期消费、民工荒等数据或现象中，我们发现国内经济增长的势头极其强劲。值得一提的是，经济的增长是在货币政策已经收紧、国内地产销售不旺的情况下取得的，意义更是非同寻常。这表明国内经济的复苏状况已得到巩固，甚至开始显现经济过热的苗头。
- **政策担忧的一致预期正在转变：**前期市场对货币政策转向的解读较为悲观。而在当前国内经济复苏良好、物价相对稳定之际，我们相信市场的看法有望逐渐向积极的方向转变。虽然我们预计政府在未来1-2个月内将采取进一步的紧缩措施，但对市场的负面影响正在减弱。
- **市场流动性有望得到缓解：**1) 市场对信贷收紧、新股IPO发行、银行股融资以及大小非解禁所带来的恐慌情绪正在消退之中。2) 存款的活期化趋势有望持续、人民币升值预期的形成，将成为A股市场流动性的有效补充。3) 基金发行仍处于正常水平。4) 催化因素值得期待。比如高仓位的机构投资者在减仓、调仓后，由于大小盘估值的极度悬殊，导致重新回补蓝筹股；融资融券以及股指期货的推动。
- **三月份市场运行判断：**我们预计3月份上证综指仍将维持3000点上下震荡，高点可看到3200点附近。在步入阶段性整理之后，年线附近应有强支撑。从中期来看，在市场对后期政策的解读开始趋于一致、经济基本面指标向好以及类似于存款活期化、人民币升值预期等积极因素的出现，A股出现一轮中期行情的可能性较大。我们认为当前的A股市场正在形成中线投资的底部区域，建议投资者可以更积极一些。

- **风险提示：**超预期的政策调控、欧元区形势的进一步恶化。

联系人：马钦琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122

目录

1	政策的担忧告一段落	3
1.1	经济维持强劲增长	3
1.2	物价走势相对平稳	4
1.3	政策担忧的一致预期有望转变	4
2	流动性相对紧张的局面正在缓解	5
3	历史上的三月	6
4	三月份A股市场的投资机会	7

图表目录

图 1:	1 月份用电量同比增速超 40%	3
图 2:	春节黄金周消费预示 2010 年年度消费的强劲	3
图 3:	出口大幅回升, 1 月同比增长 20.99%	3
图 4:	PMI 新出口订单数值连续九个月高于 50	3
图 5:	CPI 翘尾在 2010 年年中达到高峰	4
图 6:	低通胀过程中的股市表现不错	4
图 7:	预计 3 月准备金率上调 0.5 个百分点	5
图 8:	3 月期央票利率继续上升的可能性较大	5
图 9:	活期化趋势明显	6
图 10:	NDF 走势预示人民币小幅升值	6
图 11:	股票型与混合型基金月度募资金额 (亿元)	6
图 12:	上证综指自 08 年来的成本点位在 2961 点	6
表 1:	在涨跌幅不大的年份中, 3 月份上涨概率为 60%	7

1 政策的担忧告一段落

1.1 经济维持强劲增长

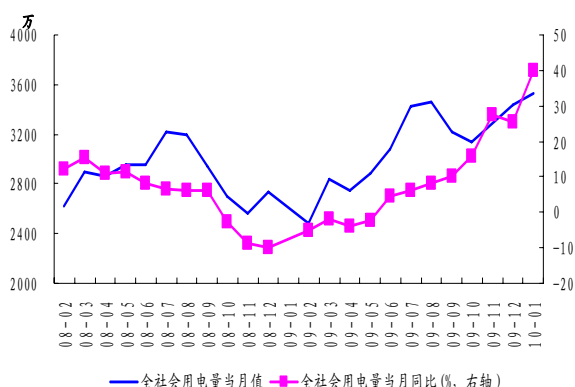
从基本面来看，经济表现仍较强劲。从国内的经济数据来看，全社会用电量在1月份同比增长高达40%，剔除干扰因素后，用电量的同比增速仍接近30%，远高于历史平均水平。

而今年春节假日期间全国实现消费品零售额人民币 3400 亿元，较 2009 年春节黄金周增长 17.2%，预计今年前两个月零售额增速将远高于上年 15.2% 的同比增速。

此外，在外围经济环境回暖、出口订单增加的背景下，近期珠三角地区出现新一轮民工荒。这一现象不仅反映出中国人口结构已经发生的深刻变化，也从侧面表明市场对今年出口数据或有所低估。

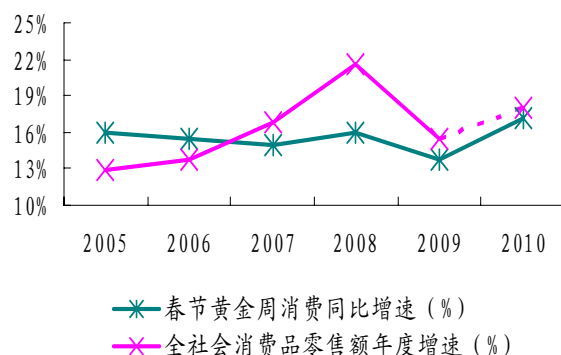
辅以 1 月份 PMI 数据印证，我们认为国内经济增长势头极其强劲。值得一提的是，经济的增长是在货币政策已经收紧、国内地产销售不旺的情况下取得的，更具有代表性。这表明国内经济的复苏状况已得到巩固，甚至开始显现经济过热的苗头。

图 1：1 月份用电量同比增速超 40%



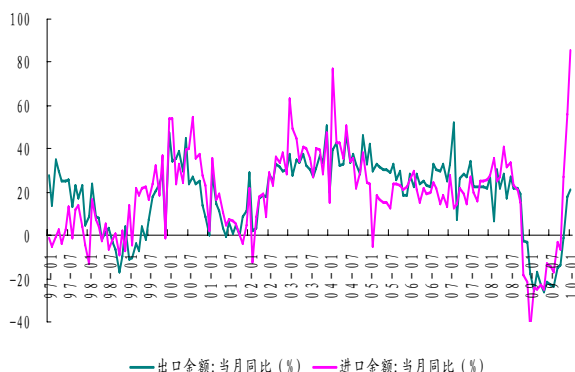
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 2：春节黄金周消费预示 2010 年度消费的强劲



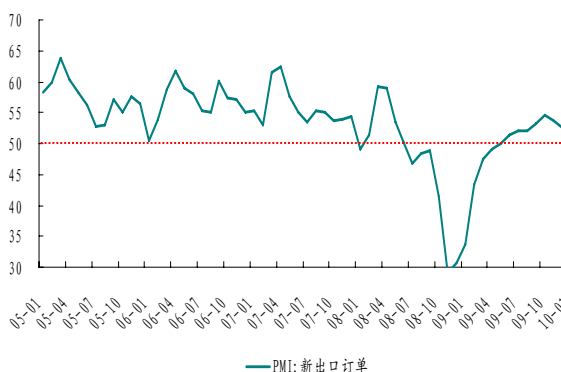
数据来源：中原证券研究所 商务部

图 3：出口大幅回升，1 月同比增长 20.99%



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 4：PMI 新出口订单数值连续九个月高于 50



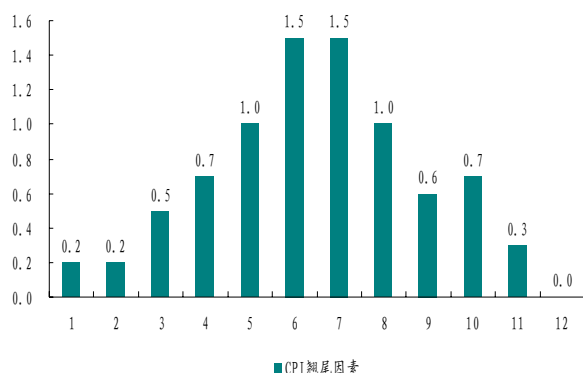
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.2 物价走势相对平稳

2010 年 1 月份的 CPI 同比增速低于市场预期。而对于未来一段时间，CPI 大幅上涨的可能性仍然不大。一方面来源于 CPI 翘尾因素。该数据在年中将达到其峰值，而对于后面的 2、3 个月来说，压力难以完全显现；另一方面来自于食品价格的平稳。据商务部春节期间的价格监测，粮食、食用油价格基本平稳，肉类、蔬菜价格有所上扬，禽、蛋价格小幅下跌。由于 2 月份春节所导致的基数效应，我们预计 2 月份 CPI 同比增速会有所上升，但市场反应可能会趋于正常。

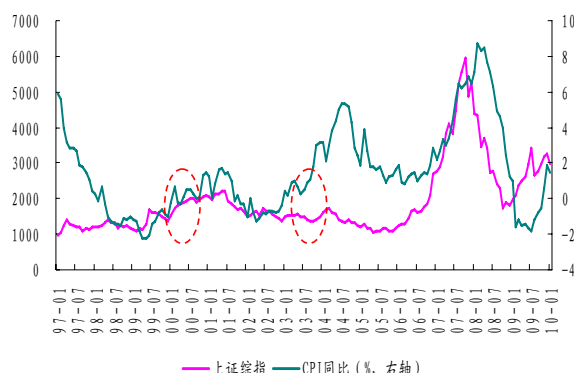
从历史经验来看，在 CPI 走出通缩、步入低通胀的过程中，A 股市场的表现均不错。比如，在 1999-2000 年，亚洲金融危机之后，国内 CPI 结束长达近两年的负增长之后转正，上证综指也从此开始反弹，时间长达六个月，幅度达 30%；在 2002-2003 年，网络股泡沫之后，国内 CPI 经历了一年又四个月的负增长，而在转正之后，上证综指也结束了近半年的调整，反弹的幅度达到 20%。

图 5: CPI 翘尾在 2010 年年中达到高峰



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 6: 低通胀过程中的股市表现不错



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

1.3 政策担忧的一致预期有望转变

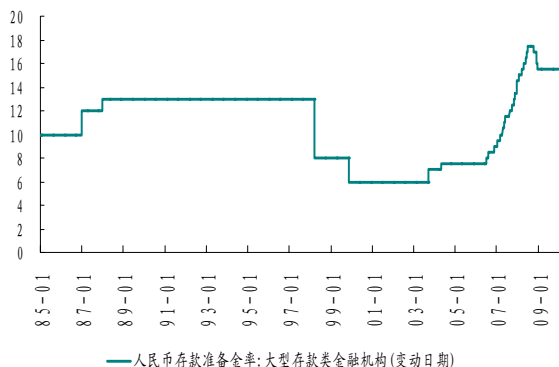
出于对经济增长的担忧，前期市场对货币政策转向的解读较为悲观。而在当前国内经济的复苏状况已得到巩固，甚至开始显现过热的苗头时，我们相信市场的看法可能逐渐向积极的方向转变。

我们的理由有以下两点：1) 在 1 月份 CPI 指数低于市场预期的情况下，政策出现进一步调整，也反映出管理层开始提高对经济过热的警惕。而在强劲的经济数据支持下，投资者的预期可能将趋于一致，即政策调整具有前瞻性，更有利于国内经济增长的可持续性。2) 政策调整所带来的负面影响边际递减。在第二次国内准备金率上调之后，市场所受到的扰动并不如前期强烈，对利空消息的消化也显得更为迅速。

我们预计政府在未来 1-2 个月内将采取进一步的紧缩措施。从 2007 年至 2008 年 6 月份的调控经验来看，年内存款准备金率有望调整至 17.5% 的高点，预计 3 月份会上调 0.5 个百分点。

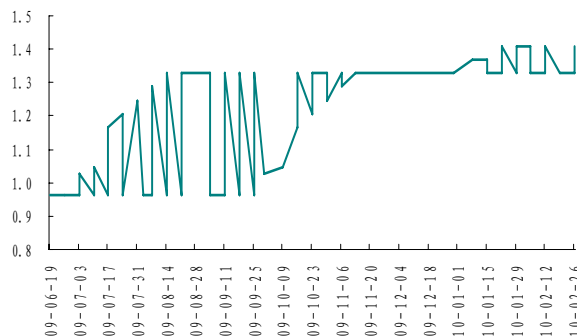
此外，我们坚持认为，上半年国内加息的可能性不大。但预计3月期、一年期的央票利率在3月份将出现一定幅度的上升，这可能对短期的市场走势带来一定的干扰，但总体来看影响甚微。

图 7：预计 3 月准备金率上调 0.5 个百分点



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 8：3 月期央票利率继续上升的可能性较大



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

2 流动性相对紧张的局面正在缓解

春节之后，银监会贷款新规的“三个办法一个指引”，将流动贷款、个人贷款、固定资产贷款以及项目融资统统套上了紧箍咒，对股市有一定的负面影响；中国平安占总股本 11.7% 的低成本筹码解禁，将给市场带来一定的波动；新股 IPO 与部分银行股的融资进程仍在持续，导致市场对资金需求的上升。此外，强劲的实体经济增长也吸引了部分场内资金的分流。

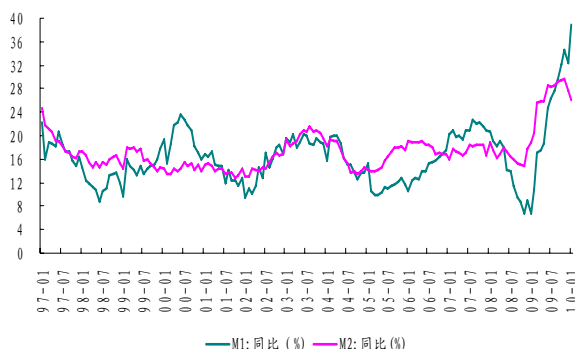
但我们认为，流动性相对紧张的局面正在出现缓解：1）市场对信贷收紧、新股 IPO 发行、银行股融资以及大小非解禁带来的恐慌情绪正在消除之中。这从中国平安、交通银行消息公布前后的股价表现中可以看出，也可以从一度破发的大盘股如一重、二重的走势中看出。此外，大盘股发行如华泰证券的上市对市场的负面影响也正在逐渐变小。

2）一些更为积极的因素正在产生。在即将出现的负利率时代，居民存款的活期化趋势有望持续。我们发现相对于 M2 来说，M1 的同比增速更是强劲；虽然我们认为年内人民币升值的幅度不大，升值的步伐也可能较慢，但人民币升值的预期正在形成。

3）基金发行仍处于正常水平。1 月份股票型与混合型基金共募集资金 198 亿元，略高于 2008 年以来的月度平均水平。而通过每日成交金额与点位，我们测算上证综指自 2008 年来的市场平均成本大概在 2961 点左右。我们认为在当前这一合理的点位上，如果保持一定资金的正常流入（如基金发行），市场短期略显紧张的流动性会出现缓解。

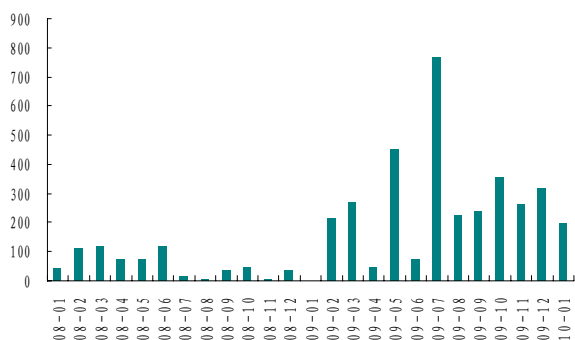
4）期待一些催化因素的出现。与 2009 年初不同，高仓位的机构投资者无力在 2010 年初迅猛地加仓推动股指，更有可能是逐渐减仓-调仓中小盘-重新回补蓝筹股的过程。我们期待一些催化因素如三月份可能推出的融资融券业务以及后期股指期货的对蓝筹股的推动。

图 9：活期化趋势明显



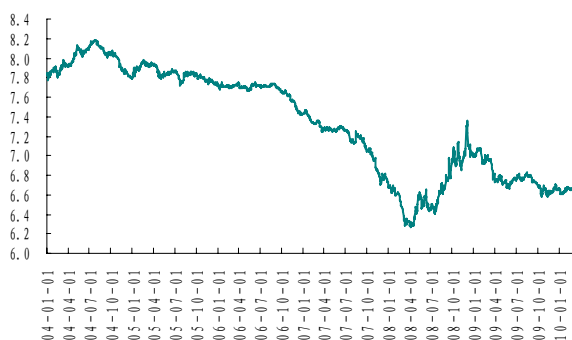
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 11：股票型与混合型基金月度募资金额（亿元）



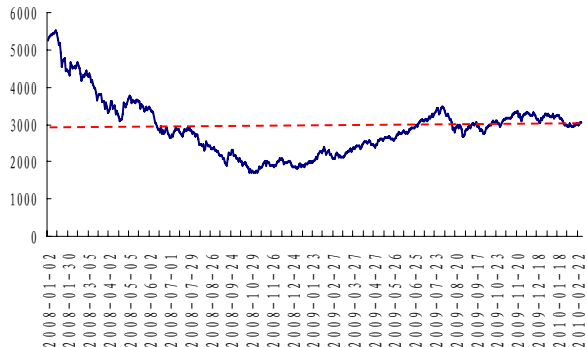
数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 10：NDF 走势预示人民币可能将小幅升值



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

图 12：上证综指自 08 年来的成本点位在 2961 点



数据来源：中原证券研究所 Wind 资讯

3 历史上的三月

从历史上来看，3 月份的 A 股市场由于受益于两会的召开、上市公司年报的逐渐披露，表现相对较好。来自 Wind 的数据，自 1991 年至 2009 年这 19 年来，3 月份的上证综指上涨了 12 次，概率达到 63.16%。从 3 月份的收益率来看，19 年来的平均收益率也达到 9.65%。

考虑到 2008 年的大跌以及 2009 年的大涨，如果将 2010 年定义为震荡年，那么，A 股市场的波动区间将会收窄。从统计上来看，我们发现这 19 年中有 10 年的股市涨跌幅不大，年度涨跌幅低于 30%。从这个角度来看，3 月份的上证综指在该 10 年中上涨了 6 次，概率为 60%。从 3 月份的收益率来看，这 10 年的平均收益率为 -0.5%，变化并不大。

表 1: 在涨跌幅不大的年份中, 3 月份上涨概率为 60%

截止日期	3月开盘点位	3月最高点位	3月最低点位	3月收盘点位	3月涨跌幅(%)	年度涨跌幅(%)
1991	132.53	132.53	120.11	120.19	-9.64	129.41
1992	365.15	382.06	364.66	381.24	4.55	166.57
1993	1328.22	1339.1	913.74	925.91	-30.9	6.84
1994	771.52	807.52	694.03	704.46	-8.63	-22.3
1995	548.91	648.04	545.72	646.92	17.78	-14.29
1996	583.38	606.51	549.72	556.39	0.62	65.14
1997	1044.61	1234.96	1043.93	1234.62	18.68	30.22
1998	1196.74	1252.24	1175.55	1243.02	3.02	-3.97
1999	1092.15	1179.65	1084.16	1158.05	6.24	19.18
2000	1720.6	1811.06	1596.07	1800.23	5	51.73
2001	1959.01	2112.88	1953.72	2112.78	7.84	-20.62
2002	1521.53	1693.87	1494.83	1603.91	5.19	-17.52
2003	1511.59	1529.75	1447.01	1510.58	-0.09	10.27
2004	1676.22	1760.08	1634.71	1741.62	3.97	-15.4
2005	1305.25	1326.08	1162.03	1181.24	-9.55	-8.33
2006	1299.15	1313.13	1238.16	1298.3	-0.06	130.43
2007	2877.2	3273.73	2723.07	3183.98	10.51	96.66
2008	4323.7	4472.15	3357.23	3472.71	-20.14	-65.39
2009	2066.23	2392.77	2037.02	2373.21	13.94	79.98

数据来源: 中原证券研究所 Wind 资讯

4 三月份 A 股市场的投资机会

从目前来看, 国内经济基本面表现强劲, 投资者对货币政策的解读也将趋于正面, A 股市场的运行环境出现明显改善。不过, 在市场内生变量如 IPO 发行、银行融资以及大小非解禁的压力下, 短期资金面仍未见有明显好转。而从外围来看, 欧元区经济是否进一步恶化, 市场仍需要谨慎观察。综合而言, 我们预计 3 月份上证综指仍将维持 3000 点上下震荡, 高点可看到 3200 点附近。在步入阶段性整理之后, 年线附近应有强支撑。

从中期来看, 在市场对后期政策的解读开始趋于一致、经济基本面指标向好以及类似于存款活期化、人民币升值预期等积极因素的出现, A 股出现一轮中期行情的可能性较大。我们认为 A 股市场正在形成中线投资的底部区域, 建议投资者可以更积极一些。

从 3 月份的投资品种来看, 在市场增量资金略显不足、股价的催化因素需要等待之际, 虽然估值优势仍在, 但大盘蓝筹股的短期投资机会并不明显。我们预计大盘蓝筹股在 3 月份将呈现反复震荡走势, 但从中线的角度来看, 市场的震荡将为投资者提供更好的建仓机会, 建议投资者逢低买入银行、地产、钢铁等低估值品种。

我们预计中小盘题材股仍是 3 月份市场的热点。一方面是中小盘题材股赚钱效应已经显现, 这将吸引部分资金开始挖掘并流入一些新的题材。另一方面是由于今年国内经济处在“调结构”过程之中, 区域经济、新兴产业以及消费升级等概念层出不穷, 这也为市场的炒作带来众多丰富的题材。

在下一阶段, 建议投资者可以从以下三条主线选股: 首先, 关注事件驱动所带来的投资机会, 比如即将召开的两会。我们预计区域经济调整、新兴产业发展、农民增收以及社保改革将是今年“两会”重要议题。从历史经验来看, 资本市场对于两会所涉及的相关题材一般都给予正面回应, 建议投资者关注如农业、建材、新兴产业以及区域板块中的投资机会。

其次, 关注城镇化过程中的投资机会。建议投资者关注与汽车、高铁、

城市轨道交通等相关的交运类相关个股;与通信、网络、电子以及娱乐传媒等相关的新兴消费板块;此外,在就地城镇化过程中,受益于农村消费增长的区域性个股值得投资者重点挖掘。

此外,年报高送转的上市公司也值得投资者关注。建议投资者综合市盈率、每股公积金以及盈利增长来考虑,从中寻找年报高送转预期概念,并尽可能在年报公布之前潜伏其中。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。