

日期: 2010 年 10 月 29 日



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@sigchina.com

执业证书编号: S0870210060001

货币博弈继续 A 股强势依然

——2010 年 11 月份 A 股市场投资策略

主要观点:

- ◆ 国内宏观面及政策层相对平静, 外围的量化宽松预期催化了并主导了 A 股 10 月份走势。行情脉络是: 人民币升值预期、全球放水预期、通胀预期叠加助推资产资源股“有色和煤炭”, 再扩展到“券商”“保险”“银行”、以及低估值的“家电”、“汽车”、“机械”和升值受益的“航空”等。和上半年行情的资金属性或思路截然不同。
- ◆ 宏观经济源于调控打压或自发性的回落等因素的小周期调整结束, 经济同比增速放缓、环比增速已现拐点, 产成品去库存行为面临结束, GDP、工业生产等季度数据都较为符合投资者理想中的“拐点向上”态势。
- ◆ 未来一段时期内经济增长、物价上涨, 逆周期的宏观调控手段走上前台。这将强化这次“眉飞色舞”引致的行情逻辑, 即: 从政策层面确认经济小周期回落后续向好, 利差因素增加热钱吸引力和加大人民币升值压力, 以及对地产投资的进一步利空 (尤其是限购令的实施) 会增加股市在社会资产 (财富) 重配中的吸引力。
- ◆ 2011 年各主要成份指数的预测 PE, 与 2008 年危机时期最低点 1664 点时的预测 PE 相比相差不多, 较低的估值使得修复行情仍具有空间。
- ◆ 11 月份将是上升过程中的强势震荡格局, 以时间化解 3100-3300 压力层。指数窄幅运行、而市场热度不减, 机会不断, 核心波动区间将在 2900-3100 点。
- ◆ 配置方面, 一是传统低估值行业仍有估值修复基础, 如金融、房地产、采掘、水泥、化工、机械等; 二是通胀及升值受益主题; 三是受益于十二五规划和经济转型的大消费类和新兴产业方向的技术类股; 四是其它主题, 如参股券商、军工重组等。
- ◆ 个股组合推荐: 潞安环能、西部材料、长江证券、中天城投、创兴置业、中天科技、新北洋、银江股份、万好万家、澄星股份
- ◆ 风险因素, 一是美元的量化宽松实施及进展弱于市场预期; 二是 G20 峰会对全球货币汇率博弈的讨论及安排有圆满方案; 三是中国对资产泡沫风险的防范出更严厉政策。

报告编号

ZXY10-M05

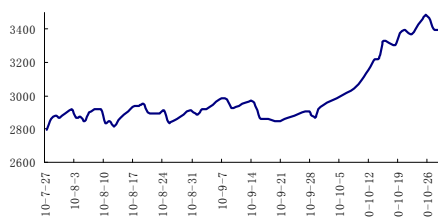
相关报告

《上海证券 20101020 央行加息点评及临时策略: 信号意义大于实际, 不改市场运行逻辑和趋势》

《10 月份主题策略: 资产性行业迎来重大估值催化因素——新一轮全球量化宽松背景下的选股逻辑》

报告首发日期: 2010 年 10 月 29 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

一、行情回顾：流动性预期助推.....	1
■ 10 月份行情回顾：全球流动性预期助推资产性行业	1
二、经济小周期调整结束重回确定性增长.....	3
■ 宏观经济回归确定性增长	3
■ 多因素叠加，通胀预期转为现实的价格压力	8
三、逆周期调控政策强化市场中中期运行逻辑.....	9
■ 本轮行情上涨的逻辑	9
■ 重启加息、逆周期调控政策走上前台强化市场中中期逻辑	10
■ 货币博弈：中国以内为主 防通胀和资产泡沫风险	10
■ 房地产二次调控：限购及税收可能促使社会资产重配	10
四、估值有空间.....	11
■ 主要成份指数估值都较低	11
■ 二级行业业绩增速较快	12
■ 深成指 B 股指数显示外国资金对中国资产矢志不渝的追捧	13
五、市场研判：上升过程中的强势震荡 区间 2900-3100.....	15
■ 基金三季度仍是低配金融、采掘、交运、有色、地产等 对这些行业有补仓位需求	15
■ 净融资额加速增长	17
■ 11 月强势震荡 以化解 3100-3300 点的压力层	17
五、配置策略.....	18
■ 配置策略	18
■ 重点个股	19
风险因素.....	20

图表

图表 1 市场主要指数成份月涨幅(流通市值加权平均)%	1
图表 2 全球主要指数 10 月录得正收益	2
图表 3 各一级行业月涨幅(流通市值加权平均)及预测 PE	2
图表 4 活跃股、绩优股、价值发现、低 PE 及大盘各指数成份月涨幅居前(流通市值加权平均)%	3
图表 5 GDP 同比增速继续回落 环比企稳 (%)	4
图表 6 房地产投资增速保持高位 固定资产投资仍是经济增长的主动力 (%)	4
图表 7 社会消费品零售总额累计同比增速稳定 (%)	5
图表 8 进出口增速同比将延续回落 (%)	5

图表 9	升值及贸易保护主义盛行制约顺差规模（亿元，%）	5
图表 10	货币仍在紧缩过程中 四季度信贷控制压力大（%）	6
图表 11	通胀预期转为现实的价格压力	6
图表 12	PPI 环比续升、生活资料 and 轻工业分项数据续升（%）	6
图表 13	食品与非食品 CPI 环比增速（%）	7
图表 14	新订单续升、产成品库存回到低位显示小周期库存调整可能结束	7
图表 15	限电等因素导致发电量同比增速加速回落（%）	7
图表 16	工业增加值增速逐步回落，环比已企稳（%）	8
图表 17	国企利润高位趋稳（%）	8
图表 18	全球流动性释放机制	9
图表 19	市场主要指数，是估值修复的基础	12
图表 20	AH 溢价指数在 100 上下徘徊	12
图表 21	深成指 B 股指数是做多 A 股的旗帜	14
图表 22	月新增外汇占款上升	14
图表 23	全年货币净投放	15
图表 24	美量化宽松进展最终取决于失业率数据改善	15
图表 25	全部基金平均仓位持续升至超 8 成	16
图表 26	基金三季报仍低配金融、采掘、交运、金属、房地产等，与中报相比变化不大（上图是中报、下图是三季报） (%)	16
图表 27	净融资额 10 月份以来接近翻倍（万元）	17
图表 28	一种乐观的浪形划分	18

表格

表格 1	市场对 10 月份重要宏观指标的预测均值	8
表格 2	二级行业预测 P E 比较	12
表格 3	10 月份行业资金流向排名	18

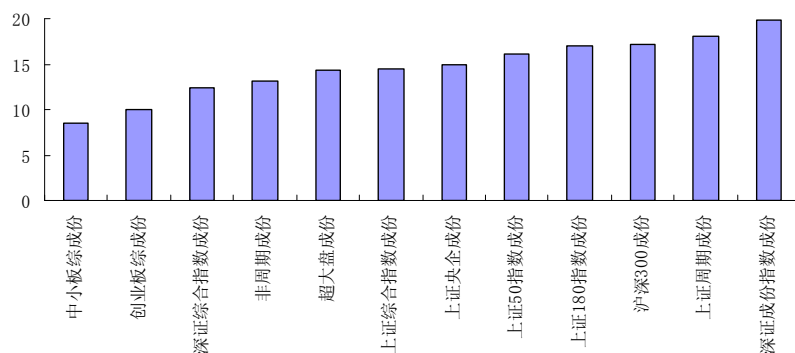
一、行情回顾：流动性预期助推

■ 10 月份行情回顾：全球流动性预期助推资产性行业

在国内宏观面及政策层相对平静时，外围的量化宽松预期瞬间催化了国内的流动性因素并主导了 A 股 10 月份走势。全球性的“注水”预期助推了此前一直被挤压的有色、煤炭及金融等资产资源性行业，并引领市场走出迅速的修复性行情。

全市场主要指数成份月涨幅录得 8%-20% 不等的涨幅（图 1）。分指数看，中小板综指、创业板综指、深综指、非周期成份指数涨幅落后，介于 8.45%-13.12% 之间，而深成指、上证周期成份、沪深 300 成份、上证 180 成份涨幅居前，介于 19.83%-17% 之间。普涨中呈现周期类、价值类、沪深 300 领涨，且涨幅为落后指数涨幅的约两倍。

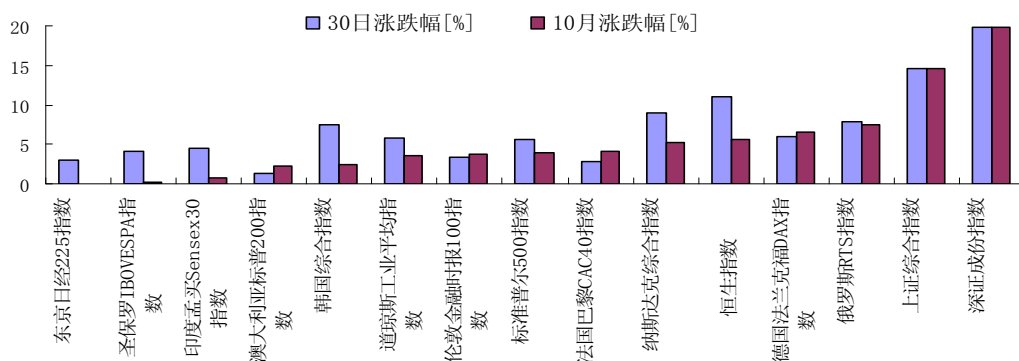
图表 1 市场主要指数成份月涨幅(流通市值加权平均)%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所 (统计数据收盘日为 10 月 26 日, 非特别说明以下的收盘数据都截至 10 月 26 日)

10 月全球主要股票指数也都录得正收益，图 2。因为日元持续的升值和经济预期较差，东京日经 225 指数近乎零涨幅，是成熟市场表现最差的。美国、法国、德国等普遍受益于第二轮量化宽松带来的低利率和资金推动，录得 3%-6% 不等收益。沪深两市月度较大的涨幅填补了和其它指数全年的表现差距，此前 A 股全年表现排名靠后。

图表 2 全球主要指数 10 月录得正收益

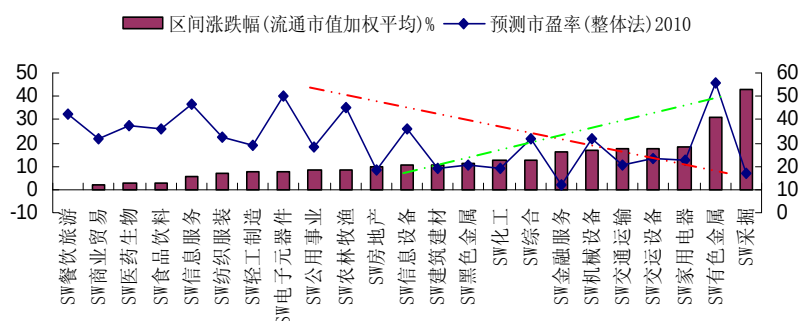


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

10 月份的行情从最初的煤炭和有色等资产属性向低估值行业延伸、蔓延,从估值修复演绎为全面开花,大有当年牛市重现的情景,“似曾相识牛归来”的氛围浓厚。从行业涨幅来看,图 3,采掘、有色、家电、交运设备(汽车)、交运(航空)、机械和金融等涨幅超过 16%,有色和采掘板块涨幅为 30%和 42%,表现最为突出,“眉飞色舞”。而从估值角度来看,涨幅居前的行业都是估值较低的,如家电、汽车、航空、机械、金融等,这也规避了前期涨幅较大、估值相对较高的商业零售、食品饮料、生物医药行业和部分新兴产业、中小盘股。

总体上看,行情脉络是:人民币升值预期、全球放水预期、通胀预期叠加助推资产资源股“有色和煤炭”,再扩展到“券商”“保险”“银行”、以及低估值的“家电”、“汽车”、“机械”和升值受益的“航空”等。逻辑上与上半年经济转型下的新兴小盘股受宠截然不同,这一方面是资金属性或思路不同(外围热钱? 房市热钱?),另一方面是现行国际货币体系下各国汇率博弈的必然结果(人民币资产的吸引力大增)。

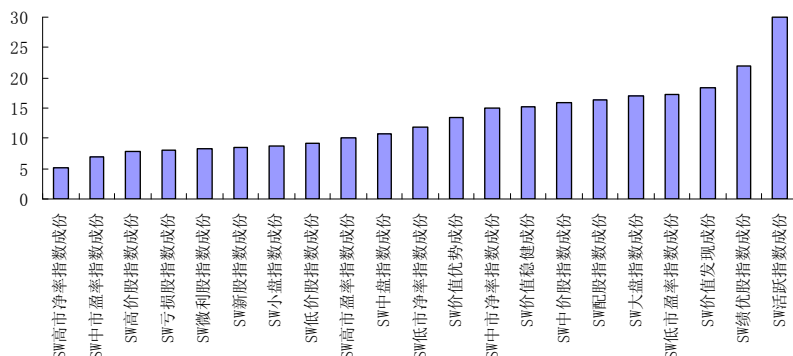
图表 3 各一级行业月涨幅(流通市值加权平均)及预测 PE



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

估值修复必然促成具有估值优势的行业表现突出，活跃股、绩优股、价值发现、低 PE 及大盘各指数成份在所有风格特征指数（图 4）中表现居前，自然，高市净率、中市盈率、高价股、亏损股、微利股、新股、小盘和低价股等指数成份表现相对落后，涨幅在 10% 以内。

图表 4 活跃股、绩优股、价值发现、低 PE 及大盘各指数成份月涨幅居前(流通市值加权平均)%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、经济小周期调整结束重回确定性增长

■ 宏观经济回归确定性增长

今年三季度 GDP 同比增长 9.6%，增速比上季低 0.7 个百分点，与去年同期持平。前三季度 GDP 累计增长 10.6%，增速比去年同期高 2.5 个百分点。季节调整后，三季度 GDP 环比折年率略高于上季。

三季度,规模以上工业增加值同比增长 13.5%，增幅比上年同期高 1.2 个百分点，比上季低 2.4 个百分点。剔除季节因素后，工业增加值季环比增速比上季略有回升。前三季度累计，规模以上工业增加值同比增长 16.3%，增幅较上年同期高 7.6 个百分点。

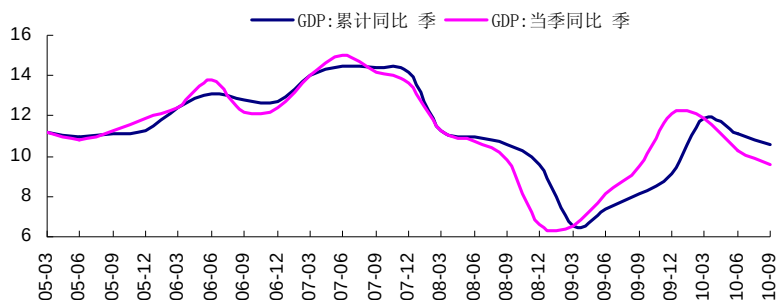
二季度经济增速放缓引起的二次探底担忧基本消除，三季度市场重回增长。原先市场非常担心的两大风险点——地方融资平台泡沫和楼市泡沫，市场的担忧开始有所下降，认为地方融资平台泡沫和楼市泡沫的风险短期内爆发的可能性不大，风险大小也在可控范围之内，随着中国经济结构调整和经济增长，中国经济应能顺利度过地方融资平台泡沫。

应当看到，今年二季度以来的经济增长放缓是需求约束、政策调整等多重因素作用的结果、是抑制房价过快上涨、约束地方债务膨胀、强化节能减排的导致的。在经过短期调整后，经济增长趋于稳定和可

持续。

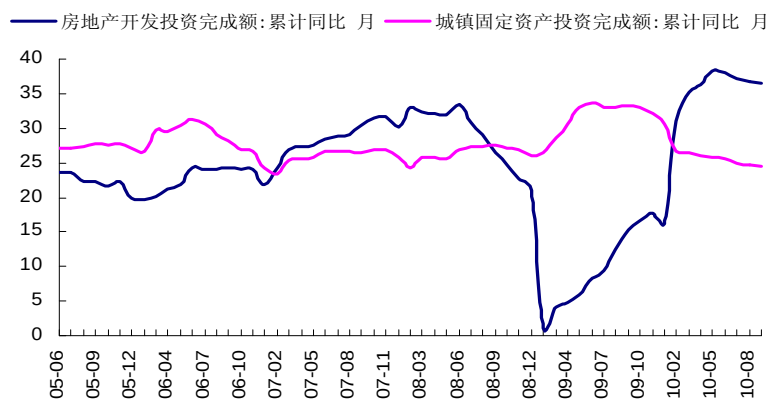
宏观经济源于调控打压或自发性的回落等因素的小周期调整结束，经济同比增速放缓、环比增速已现拐点，产成品去库存行为面临结束，从季度数据上，GDP、工业生产等都较为符合投资者理想中的“拐点向上”态势。

图表 5 GDP 同比增速继续回落 环比企稳 (%)



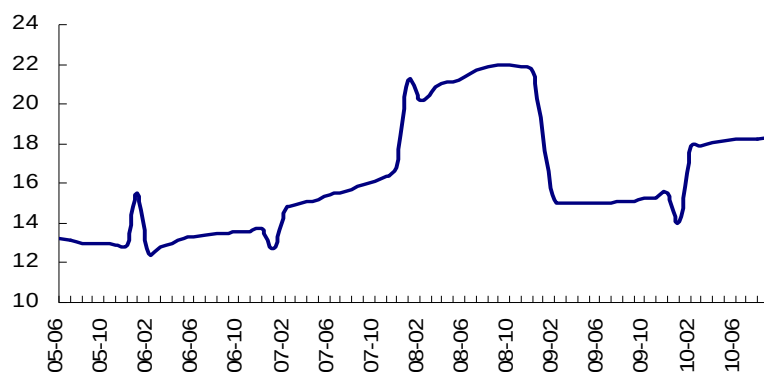
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 6 房地产投资增速保持高位 固定资产投资仍是经济增长的主力 (%)



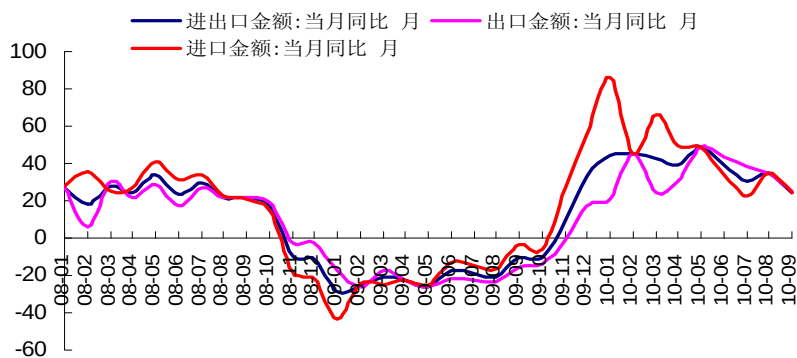
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 7 社会消费品零售总额累计同比增速稳定 (%)



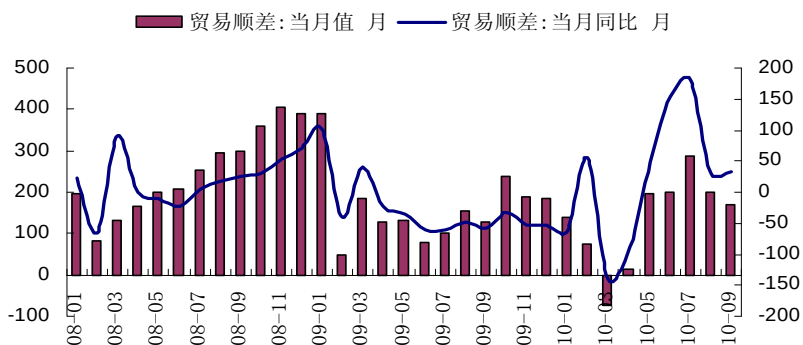
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 8 进出口增速同比将延续回落 (%)



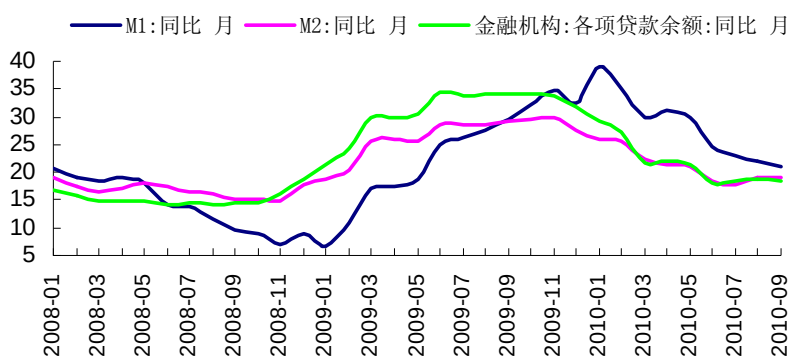
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 9 升值及贸易保护主义盛行制约顺差规模 (亿元, %)



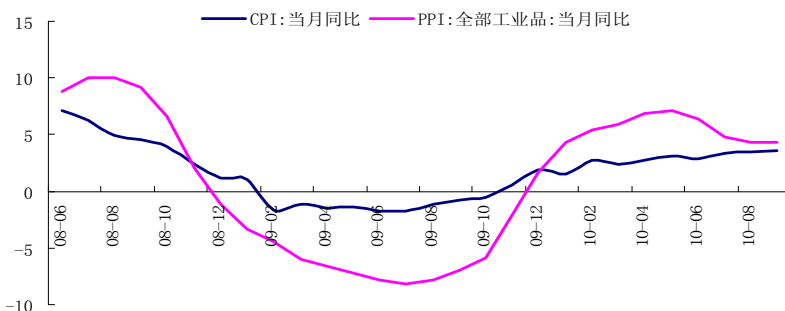
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 10 货币仍在紧缩过程中 四季度信贷控制压力大 (%)



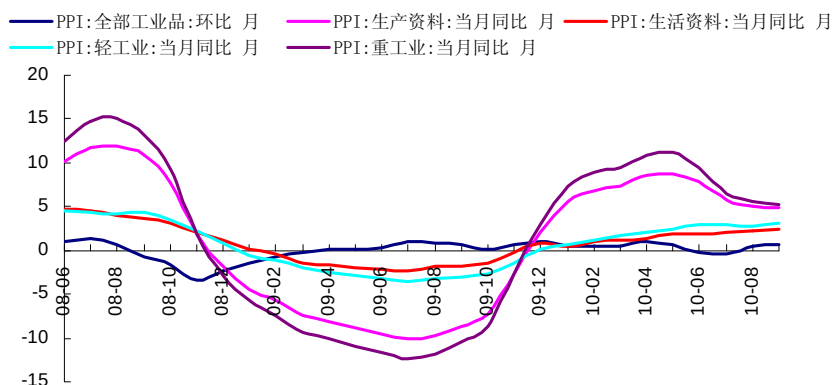
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 11 通胀预期转为现实的价格压力



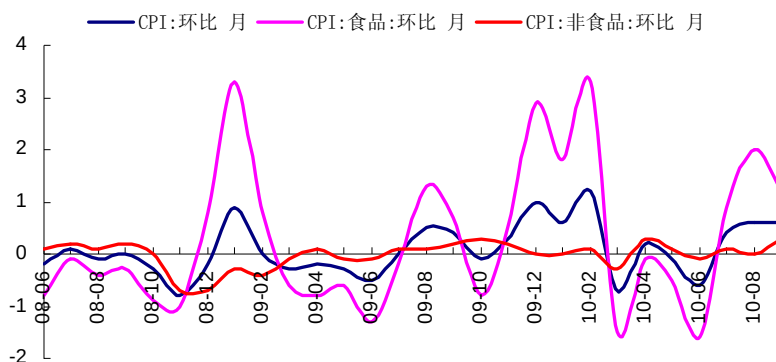
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 12 PPI 环比续升、生活资料 and 轻工业分项数据续升 (%)



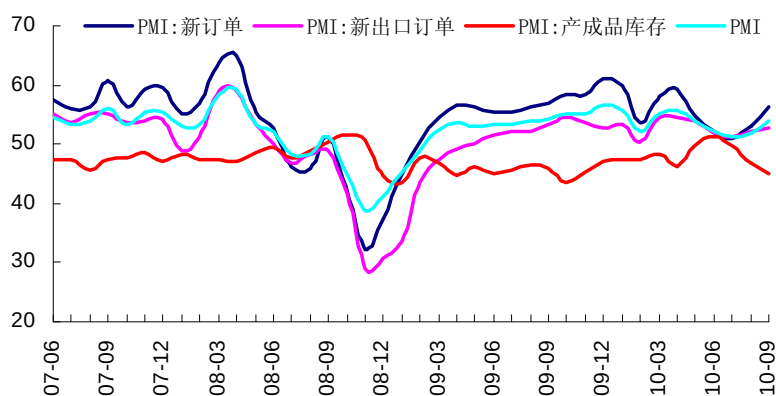
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 13 食品与非食品 CPI 环比增速 (%)



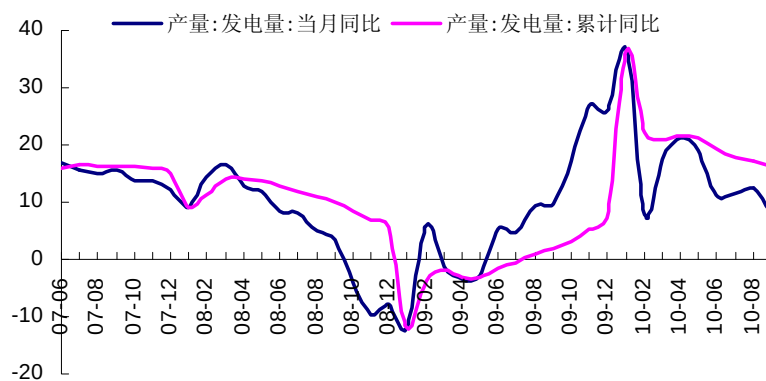
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 14 新订单续升、产成品库存回到低位显示小周期库存调整可能结束



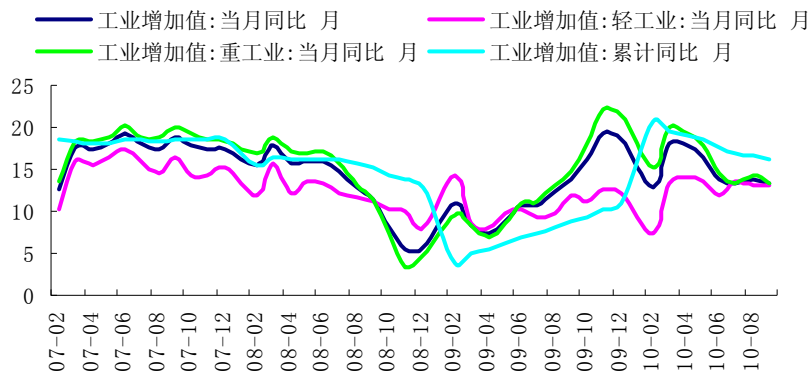
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 15 限电等因素导致发电量同比增速加速回落 (%)



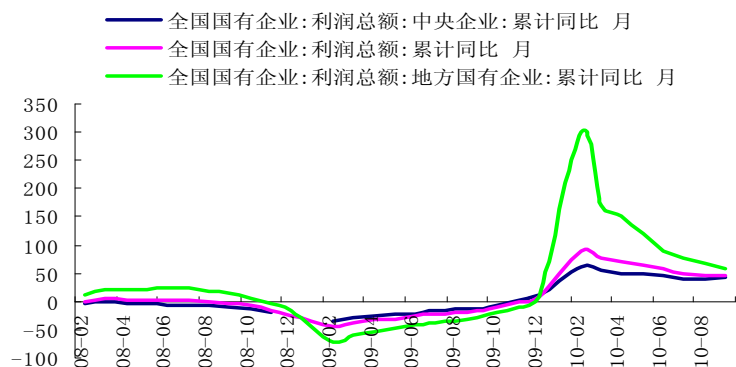
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 16 工业增加值增速逐步回落, 环比已企稳 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 17 国企利润高位趋稳 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表格 1 市场对 10 月份重要宏观指标的预测均值

指标(%)	CPI	PPI	社会消费 品零售	工业增 加值	出 口	进 口	贸易顺差 (亿美元)	固定资产 投资:累计	M2	人民币 贷款	人民币贷款: 新增(亿元)
201010F	3.8	4.6	19	13.5	23.8	32.2	211.5	24.5	19.3	18.8	4500
201009	3.6	4.3	18.8	13.3	25.1	24.1	168.7	24.5	19	18.5	5955

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 多因素叠加, 通胀预期转为现实的价格压力

从季节性因素看, 四季度是我国传统消费旺季, 因此物价上涨压力依然较大。10 月的 CPI 预计再创新高。长期看, “十二五” 期间国内收入分配制度改革, 资源价格改革等与食品价格、天气、国际大

大宗商品价格波动等因素叠加,都将加剧通胀。引用央行对中国未来通胀风险的解析:

其一,主要经济体将进一步实施定量宽松货币政策,近期国际大宗商品价格快速回升,目前国际大宗商品价格 CRB 现货价格指数已超过危机前最高水平。

其二,当前国内货币信贷环境仍较宽松。2009 年 9 月至 2010 年 5 月 M1 增速已连续 9 个月接近或超过 30%,前期货币信贷高增长的时滞效应还将持续;近期货币信贷增长逐渐回归正常,M2 增速高位回落,但仍明显高于 2000 年至 2008 年 16.3%的平均水平。

其三,明年粮价上涨压力较大。虽今年粮食丰收在望,但种粮成本提高,工业用粮需求增加,再加上国际粮价上涨对国内预期影响导致的惜售现象,粮食价格仍可能继续上涨。

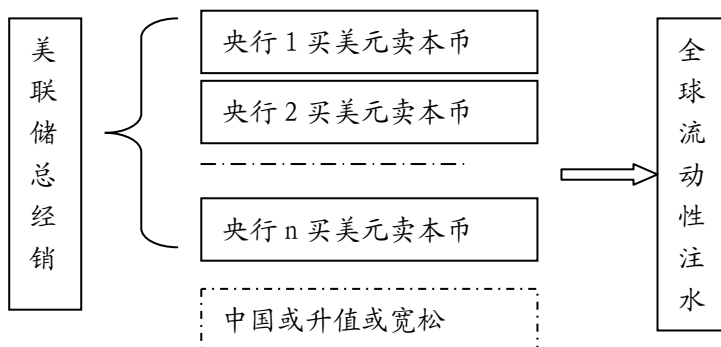
其四,收入分配及资源价格改革可能推高明年的物价。

三、逆周期调控政策强化市场中期运行逻辑

■ 本轮行情上涨的逻辑

节后暴发的行情,我们在 10 月份的主题策略报告《资产性行业迎来重大估值催化因素——新一轮全球量化宽松背景下的选股逻辑》里对其上涨逻辑作了论述,主要是三点:一是经济基本面小周期的库存调整结束向上,重回强劲增长轨道,二是美、日等国二次量化宽松引爆全球流动性,强化人民币升值压力,三是国庆前的房地产二次调控政策兑现,一方面未有太多新意而不及预期,另一方面各地纷纷出台限购令提升市场对股市的资产配置需求预期。正是在此逻辑下,煤飞色舞,银行、券商等资产性行业以及其它低位价值股表现抢眼,市场情绪全面活跃。

图表 18 全球流动性释放机制



数据来源：上海证券研究所

■ 重启加息、逆周期调控政策走上前台强化市场中期逻辑

经济增长、物价上涨，将成为未来一段时期内经济运行的一个典型特征。宏观经济运行的这种“菲利普”特征，将促使宏观调控回归凯恩斯传统，即运用逆周期的调控手段，调控经济运行。央行 10 月 20 日重启加息这个调控的价格工具，以及之前对六家商业银行定向提升存款准备金率都属这一范畴。

在全球二次量化宽松大背景下来看，中国在渐进升值（实质是钉住汇率）、资本项目管制和央行独立货币政策之间是较难三方面兼顾的，加息是个勇敢的决定。在我们的针对加息的临时策略里也提到，这次结构性加息主要为了防止通胀压力和楼市资产泡沫风险。但也释放经济进入确定性增长态势的信号，政策层消除了加息制约保增长任务和增加地方融资平台财务压力的顾虑，表明在经济增长、物价增长的正常轨道上，“逆周期”调控将开始走上前台。这将强化这次“眉飞色舞”引致的行情逻辑，即：从政策层面确认经济小周期回落后继续向好，利差因素增加热钱吸引力和加大人民币升值压力，以及对地产投资的进一步利空（尤其是限购令的实施）会增加股市对社会资产（财富）重新配置需求的预期。

■ 货币博弈：中国以内为主 防通胀和资产泡沫风险

在全球性的货币博弈过程，中国在升值压力和通胀压力之间艰难平衡，从当前政策来看主要以国内目标为首，以防通胀和资产泡沫风险为主，数量和价格收紧手段共用。四季度货币回收的力度将加快，7.5 万亿美元的信贷规模不会有太大的突破，信贷控制压力增大，货币信贷的增速将下降。货币政策总体将偏紧，并根据通胀和资产泡沫的程度，采取公开市场操作和提高存款准备金率为主的数量化手段。如果 CPI 环比持续几个月大幅增长，不排除再次加息的可能。

在新一轮全球性的量化宽松背景下来看，中国扛住升值压力，一方面顶住升值的外交压力，一方面加紧对热钱的堵和查，在通胀和升值之间政策将寻求阶段性平衡。而这一轮全球汇率博弈的本质是国际货币体系的制度痼疾导致，其结束最终将取决于中美两国的经济基本面的相互认可和政治上的妥协，在此之前升值的主题投资机会将继续，具体可关注美元指数及日元走势。

■ 房地产二次调控：限购及税收可能促使社会资产重配

房地产二次调控，政策没有新意但是执行更紧，更细，更严，调控手段更具体化、多样化，房产税未出弱于市场预期，但各地纷纷推

出限购令，明显是直接冷冻市场。

限购令，一方面对投资、投机性需求形成直接压制，另一方面部分自住需求、刚性需求或改善性需求因对价格的观望都会押后，导致房地产交易成交缩量。再加上央行重启加息，综合来看限购、加息、以及未出的税收等其它调控措施，我们认为政策层对房地产的消费品而不是投资品属性的定位逐步清晰，整个房价在长周期内的平稳或逐步回落是主基调（退一步讲上涨空间受制约）。

过去十年，我国一线城市房地产价格涨幅或达 10 倍。同期，国际黄金期货价格涨幅 390%，铜期价涨幅为 370%，两者涨幅接近，但也不到房价涨幅一半。可以想像以储蓄存款的收益比较，货币“毛”的过程是如何的快了。截止 9 月，我国居民储蓄存款总量接近 30 万亿元，而在对房价进入长周期平稳或逐步回落的判断基础上，过去 5-6 年社会资产对房地产的配置需求的高潮将逐步过去，社会资产的重配需求（目前房地产占全社会总财富的 6 成左右）的方向除了具有较高门槛的艺术收藏品等外，对普通老百姓来说股市是一个不错的方向。

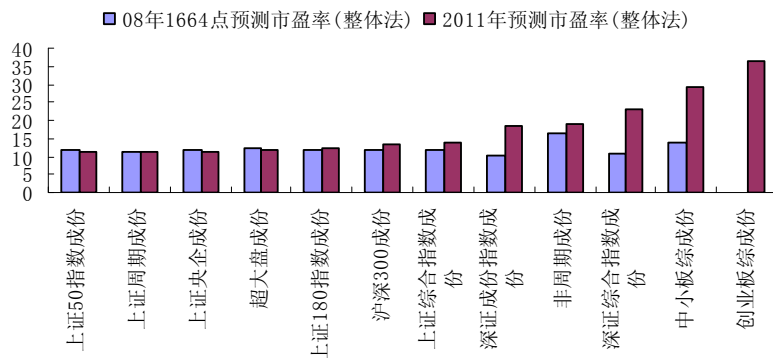
艺术品、文物 和“蒜你狠”“豆你玩”“姜你军”“苹什么”等都是具有可炒性的小品种，实质都是投机资金重新配置引起。中国股市将直接受益于资产重配需求，未来收益率空间比其它类别资产将更大，这可以从周围原来投资地产为主的朋友其投资逐步转向看出。

四、估值有空间

■ 主要成份指数估值都较低

我们选择了 2011 年各主要成份指数的预测 P/E，与 2008 年危机时期最低点 1664 点时的预测 P/E 进行比较，发现除了中小板指数、深综指和深成指这三者存在一定差距，其它各指数相差不多，尤其是大盘、周期指数更是接近，都在 13 倍以内。这意味着，就估值而言，目前的水平和 1664 点是相差不多的，尤其是再过两个月，大家估值将自然转为 2011 年，因此，选择 2011 年预测 P/E 进行比较，具有现实性。较低的估值使得修复行情仍具有空间。

图表 19 市场主要指数，是估值修复的基础



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 20 AH 溢价指数在 100 上下徘徊



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 二级行业业绩增速较快

主要二级行业 2011 年 P/E 相当于 2010 年的 P/E 水平在 0.5-0.8 之间，主要可以反应明年的业绩增速情况。医疗服务、林业、金属新材料、塑料、通信运营和半导体增速较快，而橡胶、酒店、铁路运输、食品加工和港口、机场增速相对较弱。

表格 2 二级行业预测 P/E 比较

板块名称	预测市盈率(整体法)2010	预测市盈率(整体法)2011	PE 之比	板块名称	预测市盈率(整体法)2010	预测市盈率(整体法)2011	PE 之比
SW 医疗服务 II	75.84	37.85	0.50	SW 生物制品 II	38.58	29.64	0.77
SW 林业 II	83.04	44.61	0.54	SW 造纸 II	24	18.49	0.77
SW 金属新材料 II	86.19	51.41	0.60	SW 建筑材料	23.37	18.13	0.78
SW 塑料 II	39.19	23.46	0.60	SW 普通机械	35.07	27.4	0.78

SW 通信运营 II	47.77	29.65	0.62	SW 建筑装饰	17.75	13.95	0.79
SW 半导体	57.62	36.3	0.63	SW 园区开发 II	24.11	18.98	0.79
SW 显示器件 II	68.1	42.99	0.63	SW 非汽车交运设备	35.84	28.3	0.79
SW 信托 II	84.34	54.72	0.65	SW 饮料制造	36.33	28.76	0.79
SW 农产品加工	51.03	33.65	0.66	SW 医药商业 II	34.98	27.75	0.79
SW 化学纤维	34.94	23.17	0.66	SW 电力	26.22	20.91	0.80
SW 化学制品	40.82	27.42	0.67	SW 服装 II	30.62	24.54	0.80
SW 化工新材料 II	36.89	24.87	0.67	SW 物流 II	33.98	27.45	0.81
SW 网络服务	49.29	33.27	0.67	SW 专用设备	25	20.2	0.81
SW 汽车服务	66.73	45.06	0.68	SW 煤炭开采 II	20.14	16.31	0.81
SW 其他轻工制造 II	41.26	28.07	0.68	SW 纺织	35.34	28.63	0.81
SW 有色金属冶炼 II	54.55	37.7	0.69	SW 白色家电	21.34	17.39	0.81
SW 钢铁	20.4	14.44	0.71	SW 环保 II	33.77	27.53	0.82
SW 房地产开发 II	17.66	12.58	0.71	SW 水务 II	34.83	28.74	0.83
SW 其他电子器件 II	45.81	32.74	0.71	SW 燃气 II	41.57	34.34	0.83
SW 化学原料	39.87	28.68	0.72	SW 旅游综合 II	40.28	33.36	0.83
SW 综合 II	31.63	22.88	0.72	SW 银行 II	9.96	8.29	0.83
SW 元件 II	42.33	30.74	0.73	SW 贸易 II	25.86	21.68	0.84
SW 计算机应用	44.88	32.64	0.73	SW 保险 II	24.88	20.94	0.84
SW 医疗器械 II	49.38	36.02	0.73	SW 食品制造	40.55	34.24	0.84
SW 金属制品 II	25.7	18.87	0.73	SW 传媒	50.04	42.26	0.84
SW 其他采掘 II	46.42	34.12	0.74	SW 包装印刷 II	22.99	19.43	0.85
SW 电气设备	38.2	28.11	0.74	SW 公交 II	34.75	29.52	0.85
SW 农业综合 II	35.1	25.92	0.74	SW 证券 II	29.6	25.15	0.85
SW 渔业	46.74	34.59	0.74	SW 航空运输 II	22.43	19.08	0.85
SW 零售	33.48	24.8	0.74	SW 汽车整车	17.39	14.81	0.85
SW 种植业	60.77	45.06	0.74	SW 石油开采 II	15.41	13.24	0.86
SW 景点	47.27	35.13	0.74	SW 高速公路 II	15.9	13.88	0.87
SW 饲料 II	42.19	31.48	0.75	SW 汽车零部件 II	21.1	18.59	0.88
SW 通信设备	34.9	26.13	0.75	SW 石油化工	13.14	11.65	0.89
SW 计算机设备 II	38.29	28.69	0.75	SW 机场 II	19.87	17.62	0.89
SW 化学制药	33.39	25.16	0.75	SW 港口 II	21.41	19.07	0.89
SW 航运 II	24.05	18.17	0.76	SW 食品加工	29.47	26.38	0.90
SW 视听器材	28.62	21.69	0.76	SW 铁路运输 II	14.94	13.55	0.91
SW 仪器仪表 II	46.98	35.77	0.76	SW 酒店 II	41.39	40	0.97
SW 中药 II	40.91	31.37	0.77	SW 橡胶	24.83	28.31	1.14
SW 餐饮 II	46.58	35.78	0.77				

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 深成指 B 股指数显示外围资金对中国资产矢志不渝的追捧

深成指 B 即将挑战 07 年新高, 除了基本面基本确定和估值优势

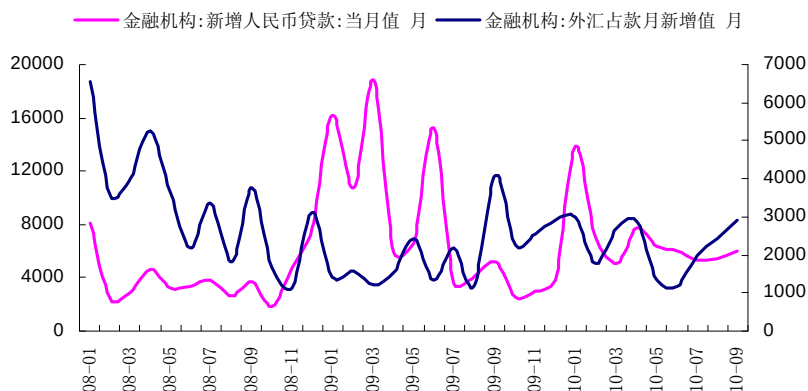
明显外，国内自身的货币充裕性也是重要因素。外汇占款近期上升未必反应实质热钱流入，但对热钱流入的预期被激发。美元的量化宽松规模、持续时间最终取决于经济复苏信号好转，否则全球性的低利率和流动性释放对于 A 股来说都是比较好的资金环境。

图表 21 深成指 B 股指数是做多 A 股的旗帜



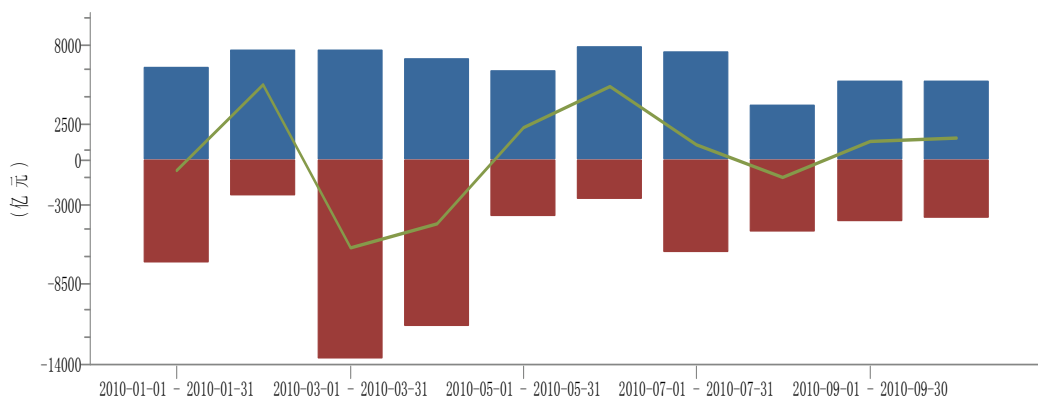
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 22 月新增外汇占款上升



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

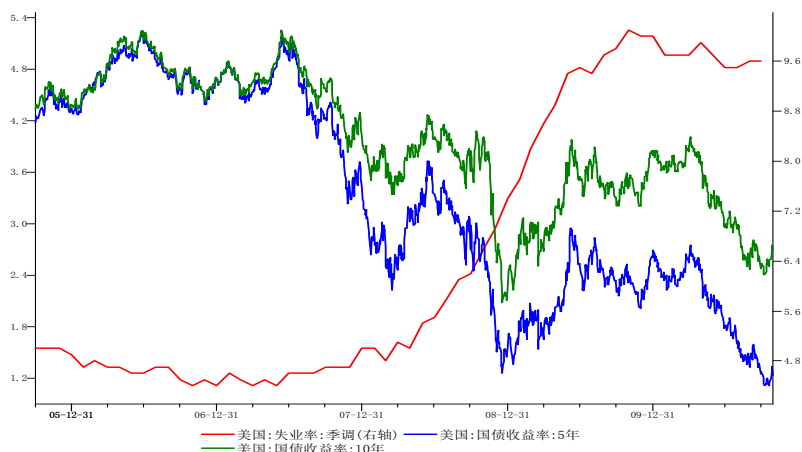
图表 23 全年货币净投放



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 24 美量化宽松进展最终取决于失业率数据改善



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

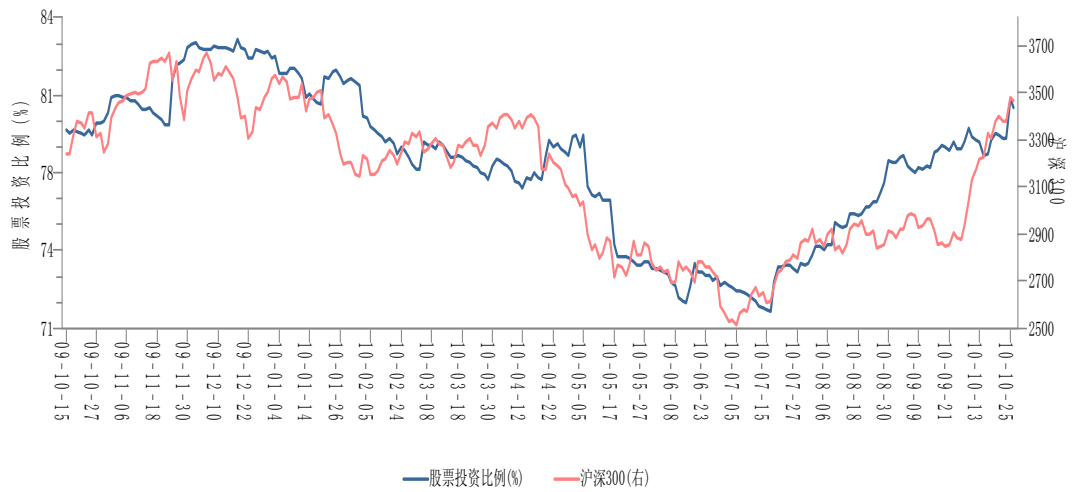
五、市场研判：上升过程中的强势震荡 区间 2900-3100

■ 基金三季度仍是低配金融、采掘、交运、有色、地产等 对这些行业有补仓位需求

基金持续加仓，目前全部基金平均仓位超过 80%，回到年内高点水平。从已公布三季报的基金来看，三季度基金行业配置方面和中报披露数据相差不大，金融、采掘、交运、金属非金属、房地产等仍是低配，而制造业、生物医药、食品饮料、商业零售及机械设备等是超配，具体数据来看，基金在第三季度行业配置上没有大的动作。节后的煤炭、有色行情基本是踏空或后续追进的，未来这些低配的行业仍

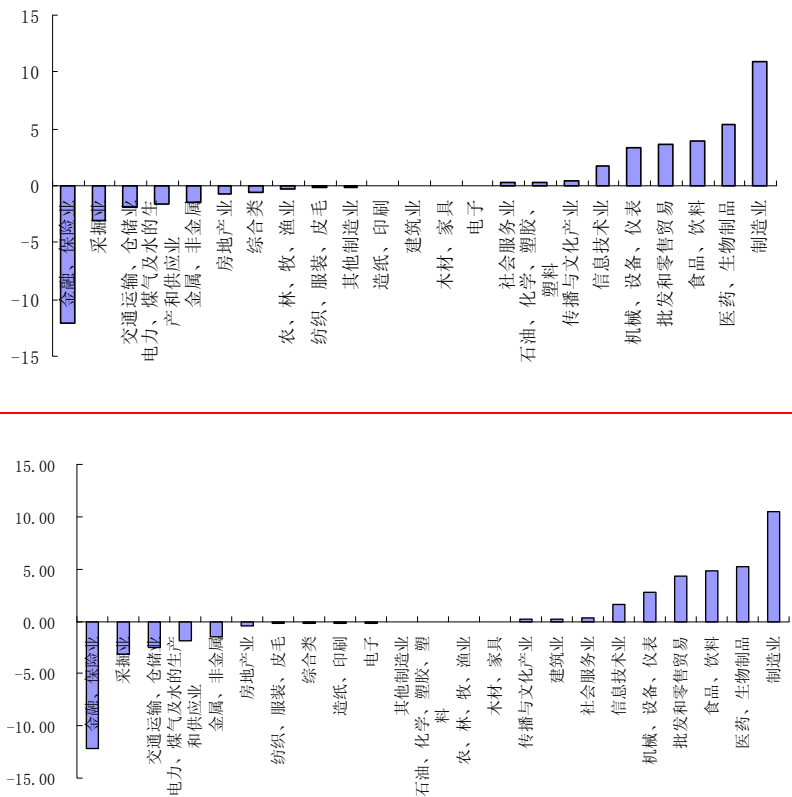
有较强的补货需求。

图表 25 全部基金平均仓位持续升至超 8 成



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图表 26 基金三季报仍低配金融、采掘、交运、金属、房地产等，与中报相比变化不大（上图是中报、下图是三季报）(%)

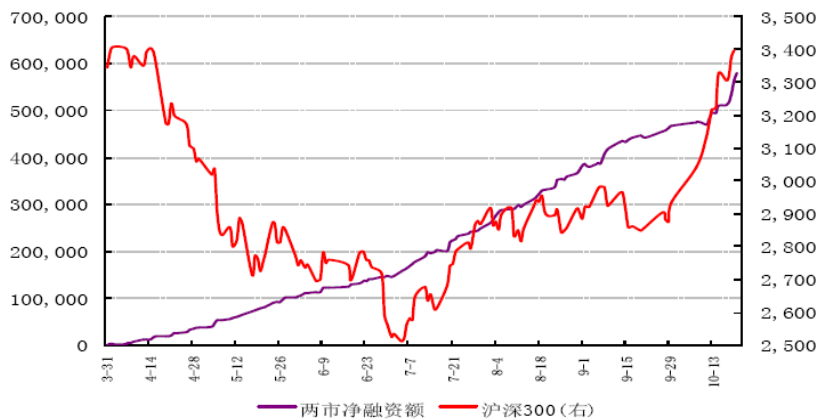


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 净融资额加速增长

国庆后，融资融券净额达近 60 亿元，其中 10 月份增长净一倍，市场的赚钱效应是融资额急剧增长的重要原因。

图表 27 净融资额 10 月份以来接近翻倍（万元）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

■ 11 月强势震荡 以化解 3100-3300 点的压力层

结合基本面、包括经济、政策及国际大背景看，按波浪理论的浪形划分来看（一种较乐观的划分，需不断验证与修正），如图。即 998-6124 的上涨，已被 6124-1664 的下跌浪修正完，新的上升浪从 1664 点开始至今，目前是运行在这一大浪中的第三浪，即和 1664-3478 点相对应的，若然，则 2319 点开始的这一波其理论高点不可小视（理论目标过 4638 点，第一目标过 3478 点）。那必然对应着外围经济向好、中国在全球经济地位显性提升、中国经济转型初见成效，汇改及资本项目等有明显进展等，这种走形似乎预示着未来的一年充满期待。

图表 28 一种乐观的浪形划分



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

就 11 月份来说,目前指数已攻击到上半年地产调控政策出台前的平台 3100-3300 区间的重大压力位,20100104-20100416 的 69 个交易日,堆积了 8.6 万亿元的成交金额,解套压力巨大。分类别看,石油石化、证券银行、次新大盘股等目前均是处于当时形成的平台下方,未来指数要越过 3100-3300 区间的深水区难度可想而知,一是需要时间、二是需要保持足够的换手慢慢“消化”,三是行情的催化因素持续存在。我们认为,11 月份将是上升过程中的强势震荡格局,可以预期指数向上面压力区的尝试总是浅尝辄止并主动撤退。指数窄幅运行、而市场热度不减,机会不断,核心波动区间将在 2900 - 3100 点。

五、配置策略

■ 配置策略

1、低估值行业

一是传统行业仍有估值修复基础,如金融、房地产、采掘、水泥、化工、机械等(10 月份新增资金流向也是这些行业)。

表格 3 10 月份行业资金流向排名

名称	板块涨幅(%)	流入/流出	名称	板块涨幅(%)	流入/流出
证券	46.88	1.209	化工	15.64	1.031
煤炭	43.63	1.189	农业	9.59	1.026
保险	26.27	1.173	家电	15.9	1.021
民航业	32.37	1.151	铁路运输	9.19	1.011

有色	32.63	1.142	造纸包装	9.59	1.004
银行	16.66	1.095	纺织服装	8.99	1.002
贸易	22.27	1.087	软件及服务	7.6	0.989
房地产开发	13.76	1.071	生物制品	8.21	0.987
钢铁	14.32	1.065	电气设备	12.65	0.985
汽车及配件	20.46	1.061	城市交通仓储	5.63	0.983
航运业	13.17	1.059	日用品	-0.63	0.982
综合	11.82	1.057	通信	10.17	0.962
化纤	15.45	1.049	食品	2.85	0.958
石油	15.1	1.043	化学原料药	7.01	0.956
机械	17.28	1.043	建材	8.07	0.955
建筑业	13.33	1.041	中药	3.94	0.952
石化	13.49	1.041	医疗器械	8.21	0.952
公路	10.03	1.039	化学药	3.59	0.95
元器件	10.46	1.038	传媒	5.88	0.929
计算机硬件	11.2	1.037	酒店旅游	-0.07	0.916
园区土地开发	10.5	1.035	商业	-0.13	0.916
供水供气	12.16	1.034	医药流通	-1.72	0.885
电力	10.16	1.033			

数据来源: 天相08系统 上海证券研究所

2、升值和通胀主题

稀土话题将引领具有涨价题材的行业和公司股价表现,包括棉花及棉花替代品、部分化工产品(绒毛、硫酸等)、部分农产品,通胀初期上市公司普遍受益。

3、受益于十二五规划和经济转型的大消费和新兴产业方向的技术类股

经济结构转型及战略新兴行业将催生小公司中的大牛股。可自下而上精选,新能源、电动汽车、新材料、生物技术、信息网络等行业中具备了技术实力和业绩释放能力的成长性公司,可以结合创业板解禁挑选有竞争力、高成长性的公司布局,同时关注年底可能的高送转能力。

4、其它主题。从券商股来业绩表现看,未来参股券商这种影子股具有较大的补涨机会主义。军工股重组,剩下未重组的公司不多,比较好选择。

■ 重点个股

个股组合推荐: 长江证券、潞安环能、西部材料、中天城投、创兴置业、中天科技、新北洋、银江股份、万好万家、澄星股份

风险因素

- 1、美元的量化宽松实施及进展弱于市场预期。
- 2、G20 峰会对全球货币汇率博弈的讨论及安排有圆满方案。
- 3、中国对资产泡沫风险的防范出更严厉政策。

分析师承诺

分析师 曾小勇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。

