

震荡攀升

报告日期: 2010 年 11 月 1 日



市场数据: 2010 年 10 月 29 日

报告类型: 市场策略

上证指数: 2978.84

深圳成指: 13367.24

研究员: 王志宏

证书编号: S0770209080044

电话: (0351) 7219920

E mail: wangzh@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·长治路111号

山西世贸中心A座F12

邮编: 030012

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

政策紧缩难改市场中期趋势

2010 年 11 月 A 股投资策略

投资要点:

- 2010 年以来我国先后四次上调存款准备金率，一次上调利率，事实上早已进入紧缩期。我们认为在此轮紧缩周期中政策调整持续的周期较长，幅度较小，加息次数也较少，央行暂时也不会再次加息。但需要注意的是，通胀的演化将是影响政策执行尺度和速度的最重要因素，如果明年上半年通胀加剧，则央行加息速度也会加快。一旦进入快速的加息周期，对市场的长期影响将是深远的。
- 自 A 股股改以来，A 股市场估值水平不断向成熟市场靠拢，近年来股指波动幅度开始缩小，逐步趋于理性。而且随着流通市值的爆发性增长及投资者不断趋于理性，股指很难再次恢复以往的非理性波动，股市回报率将逐步向产业资本回报率靠拢。
- 从基本面来说，十月前两周市场的大幅上涨已经反映了世界流动性所促发的市场估值水平提升，目前 A 股估值已接近港股，资本品价值重估行情主升浪将告一段落。随着通胀压力的逐步提升，投资者对政策紧缩的担心将逐步加剧，这也将限制 A 股未来上涨空间。我们预计大盘 11 月将继续保持震荡攀升态势，但市场震荡幅度将加大。
- 本月的投资方向应集中于以下几方面：1) 调结构主线，建议关注受益于“十二五”规划的品种；2) 通胀主线，首先要关注拥有资源的上市公司，其次是抗通胀能力较强的品种，如白酒、葡萄酒。

目录

中国政策已经进入紧缩周期.....	3
本次加息的目的及影响.....	4
直接目的在于缓解流动性过剩，控制通胀预期.....	4
此次加息对 A 股市场影响较小.....	5
未来政策展望.....	6
经济状况与发达国家不同，决定了我国政策的独立性.....	6
政策选择陷入两难，房地产调控仍是核心.....	6
存款准备金率上调空间较小，对抑制通胀作用有限.....	7
价格工具将可能成为货币政策主要工具，但短期内不会连续加息.....	7
十一月投资策略.....	8
前期市场表现及板块轮动状况.....	8
A 股估值趋于合理.....	9
11 月限售股解禁额度创历史记录，但实际解禁压力并不大.....	10
11 月 A 股投资机会.....	11

图表目录

图表 1 人民币存款准备金率.....	3
图表 2 中国人民银行基准利率-存贷款利差.....	4
图表 3 中国实际利率.....	4
图表 4 中美利差继续扩大.....	6
图表 5 十月主要指数涨跌幅.....	8
图表 6 各行业涨跌幅趋势.....	9
图表 7 AH 股溢价水平.....	9
图表 8 AH 股价对比.....	10
图表 9 2009-2010 年限售流通市值月度分布.....	11
图表 10 11 月重要限售股明细.....	11
图表 11 A 股分类指数市盈率.....	12
图表 12 小盘股与大盘股对比.....	12

中国政策已经进入紧缩周期

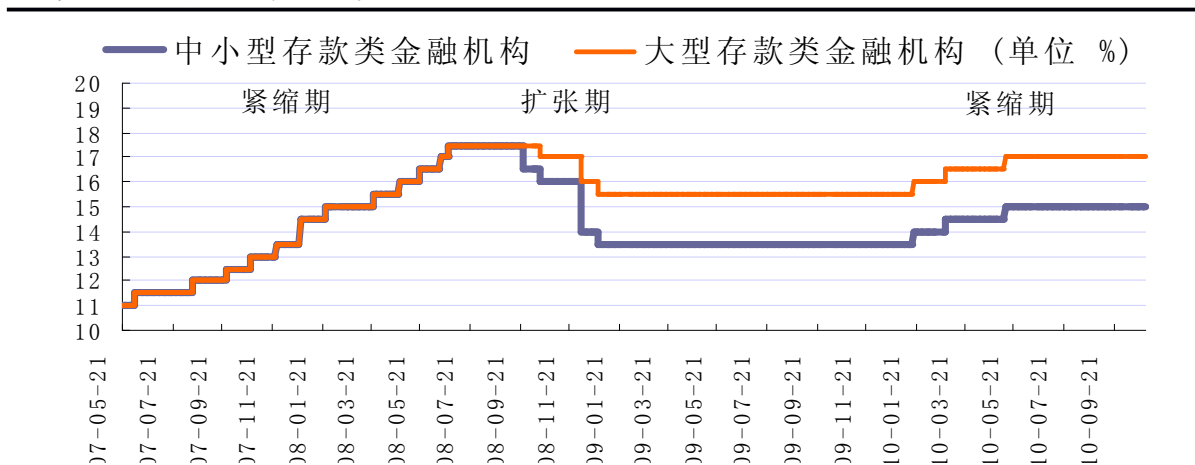
10月11日央行临时上调中国工商银行、中国农业银行等6家银行法定存款准备金率，10月19日晚央行再次宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率，这是我国时隔3年后的首度加息。此前，在美国、日本为首的发达国家再次实施宽松货币政策的背景下，市场开始预期我国也将继续实施宽松货币政策，但央行却连续上调存款准备金率和基准利率，出乎投资者意外。

从央行历次操作来看，每次政策的调整都是基于当时国内宏观经济问题。2007年为应对不断严重的通货膨胀问题和流动性过剩央行曾先后6次上调存贷款基准利率，10次上调存款准备金率。2009年9月起，为应对国际金融危机，央行又开启了降息空间，5次下调贷款利率，4次下调存款利率。

结合经济周期来看，在经济复苏中后期和经济繁荣后期政策往往会进入紧缩周期。但由于基本面不同，两个阶段的紧缩周期会有很大的不同：繁荣后期往往伴随极为严重的通货膨胀，由于基本面极好，政策也就非常激进，经常表现为连续快速加息；复苏期也存在通胀预期，但政策调整持续的周期较长，幅度较小，加息次数也较少。

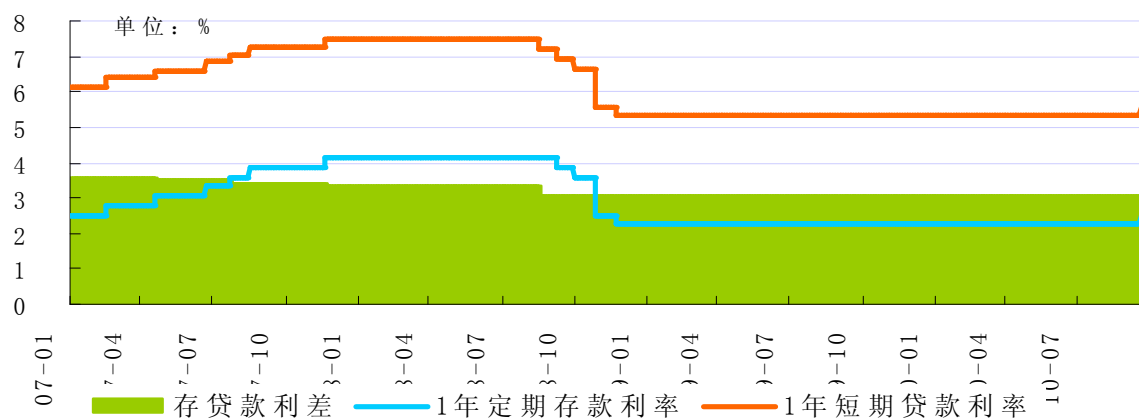
2010年以来我国先后四次上调存款准备金率，一次上调利率。结合存款准备金率和利率变动情况，其实我国早已进入紧缩期。由于此次政策调整是在复苏期发生的，因此其表现也就与2007年有很大不同。

图表 1 人民币存款准备金率



数据来源：中国人民银行

图表 2 中国人民银行基准利率-存贷款利差



数据来源：中国人民银行

本次加息的目的及影响

直接目的在于缓解流动性过剩，控制通胀预期

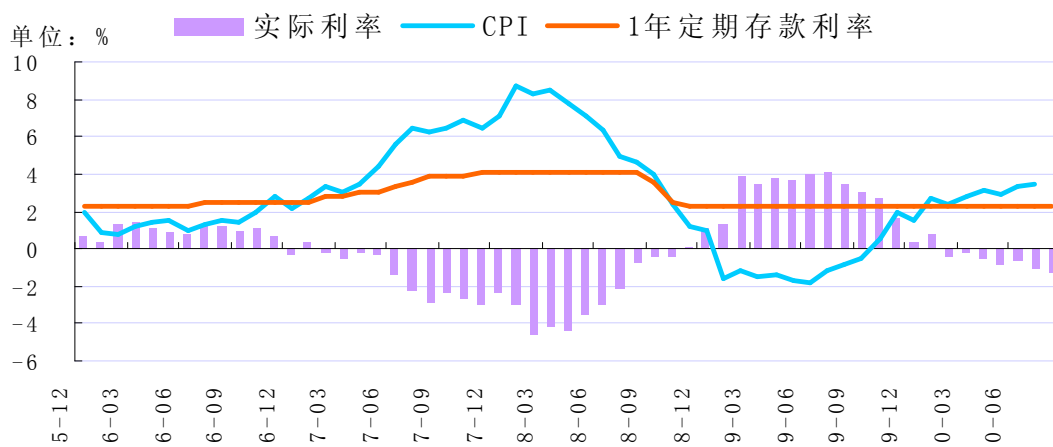
结合我国当前实际，我们认为此时出台加息政策主要源于以下原因，但最主要的目的是控制通胀预期而非防止经济过热。

(1) 控制通胀预期

9月份CPI同比上涨3.6%，环比上涨0.6%。从构成因素来看，7月翘尾因素2.11%，8月1.61%，9月翘尾因素仅为1.2%，翘尾效应贡献逐步减少。但需注意的是，9月新涨价因素的贡献是2.4%，最近几个月有加速上行的态势。此外近期全球资产价格快速上行也给我带来了巨大的压力。

在这种背景下，加息有助于缓解通胀压力，控制不断提升资产价格速度。

图表 3 中国实际利率



数据来源：Wind，大同证券研究部

（2）加息是对数月以来负利率的修正

近期实际利率为负的现状加速了储蓄存款活期化趋势，助涨了通胀恶化和流动性过剩等问题。此次利率调整，活期存款利率不变而长端存款利率大幅上调，可以锁定更多的资金，有效缓解储蓄活化趋势。同时还可以抑制资产泡沫，但是一次加息很难把负利率完全修正过来。

（3）调节信贷投放

9月当月新增人民币贷款5955亿元，高于此前市场预计的5000亿~5500亿元的水平，信贷投放偏强。此次利率调整，短期贷款利率上升较为明显，而长端利率上升幅度较小，结合央行临时上调9月房贷较多的6家银行的政策，说明央行主要在于控制当前短贷的数量，在于调节信贷结构和信贷投放总量，这也说明此次加息并非为了防止经济过热。

（4）对房地产市场进行调控

近期主要城市房价开始恢复上涨。9月29日央行和银监会发布《完善差别化的住房信贷政策，调节和引导住房需求政策细则》，本次加息同时也是为了配合房地产的调控。

此次加息对A股市场影响较小

总体而言，此次加息短期内会对资本市场主要是债市股市产生一定冲击，但对A股市场影响较小。此外市场存在反应调整的时间，央行连续操作会改变部分投资者的预期，这将在较长一段时间内表现出来。对资本市场的长期影响仍取决于是否进入加息周期，加息速度会否加快。一旦进入快速的加息周期，对市场的长期影响将是深远的。

二季度市场深幅调整就是在货币政策将要紧缩的预期下发生的，市场对当前政策紧缩已提前做过反映。本次加息的幅度要小于市场此前预期，有利空出尽的感觉，此外对银行和地产两大板块的影响有利有弊，所以市场对此反响不大。

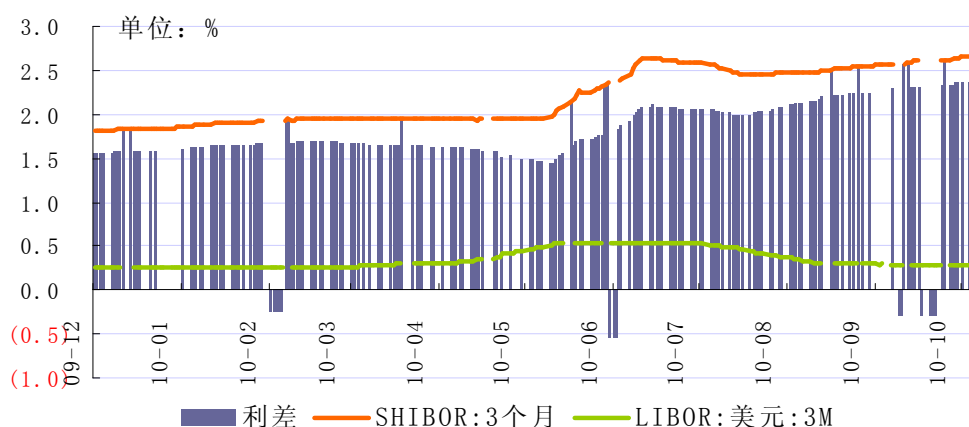
本次加息对房产的影响较小。由于中长期存款利率提高幅度要高于贷款利率提高幅度。中长期贷款加息幅度不大，对行业整体影响有限。加息后实际每月增加月供金额不到原月供水平的2%，对购房者压力有限。

未来政策展望

经济状况与发达国家不同，决定了我国政策的独立性

在全球货币再次实施宽松货币政策的背景下，我国却连续上调存款准备金率和基准利率，这种政策的独立性是基于宏观基本面的不同之上而做出的选择。

图表 4 中美利差继续扩大



数据来源：Wind，大同证券研究部

由于中国和美国的经济周期并不一致，在美日继续采取宽松政策后，中国如果也跟随欧美发达国家调整政策，那只会让中国现阶段的经济问题更加严重。由于货币控制权的不同，中国如果采取宽松政策，只会让释放出增量流动性继续滞留于国内，非但不会解决中国的深层次问题，还会引发更为严重的通胀压力。这种宏观经济形势的不同也就决定了中国和其他国家政策的不同步性。

中美利差的扩大虽然会带来一定程度的热钱流入，但在我国目前的金融政策环境下这种规模是可控的。相比再次大量发放货币，热钱对我国的资本市场造成影响较为有限。

政策选择陷入两难，房地产调控仍是核心

从宏观经济角度出发，为控制经济增速减缓政府应再次采取刺激措施。但目前通货膨胀的严峻形势及房地产价格的回升却需要紧缩政策来加以控制，这就使得政策选择陷入两难。

目前农产品为主的生活用品步入上涨周期，近期资产价格的快速膨胀更使得全社会通胀预期不断走高，需要我国继续紧缩性政策来加以控制。但是，如果再次紧缩货币政策，政策的叠

加效应可能又会导致房地产市场的暴跌，从而导致新一轮的经济回落。因此，在治理通胀及房价上取得平衡将是政策选择关键的一步。

存款准备金率上调空间较小，对抑制通胀作用有限

央行于5月2日宣布上调商业银行的存款准备金率0.5个百分点，此次调整后，商业银行的存款准备金率达到17%，离历史最高点17.5%仅一步之遥。由于中小银行的资本金较少，在法定存款准备金率较高背景下，连续上调法定存款准备金率会影响中小银行的日常经营，因此，10月11日央行仅对放贷能力较强的中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、招商银行、民生银行6家银行实行差别存款准备金率，将上述6家银行的存款准备金率上调50个基点，期限为2个月。

存款准备金率上调在解决流动性方面具备见效快、成本低的优势，但目前存款准备金率上调空间较小，在解决当前较为严重通货膨胀方面不具备明显优势，因此央行被迫采取价格型工具。

价格工具将可能成为货币政策主要工具，但短期内不会连续加息

去年以来我国投入了太多的货币，目前市场存量流动性仍然过剩。在房地产市场陷入僵局的背景下，大量热钱的流向将对我国经济产生深远的影响，预计在明年中期之前小幅度上调存款准备金率的可能性还是比较大，且会有更多的差别化控制。未来价格工具将成为货币政策主要工具。

由于农产品价格上涨趋势在明年秋粮上市前难有明显改观，输入型通货膨胀将会长期继续，加之资产泡沫深化倒逼城市用工薪酬加速上涨，使得明年特别是上半年CPI涨幅很可能进一步走高。明年二季度前存在进一步加息的可能性。

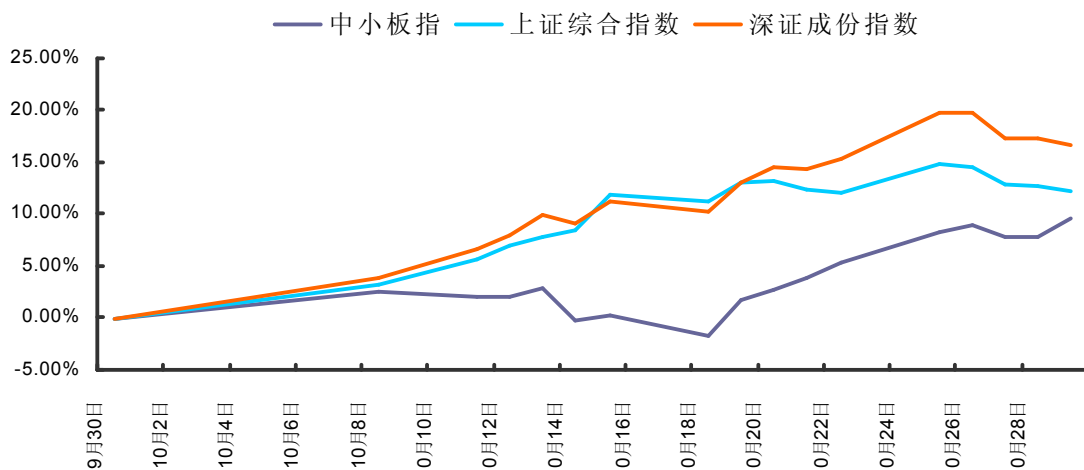
但是，进入紧缩周期并不意味着短期内会连续迅速加息。由于我国当前经济形势依旧艰难，特别是大量中小规模企业都存在微利经营的现状，同时这种政策的叠加到底会对处于僵局的房地产市场产生多大的叠加影响也需要央行进行进一步观测。因此我们认为在此轮紧缩周期中，加息周期将是缓慢的，次数不会很多，央行暂时也不会再次加息。

十一月投资策略

前期市场表现及板块轮动状况

2010年10月A股市场大幅上涨,涨幅创今年来新高。截止10月29日,上证指数上涨12.17%,深成指上涨16.56%,中小板指数上涨9.63%。大盘指数(申万)、中盘指数(申万)和小盘指数(申万)分别上涨15.75%、12.37%和10.74%。前两周大盘蓝筹强势上涨,中小盘调整。后两周中小盘股补涨,市场风格轮动特征明显。

图表 5 十月主要指数涨跌幅

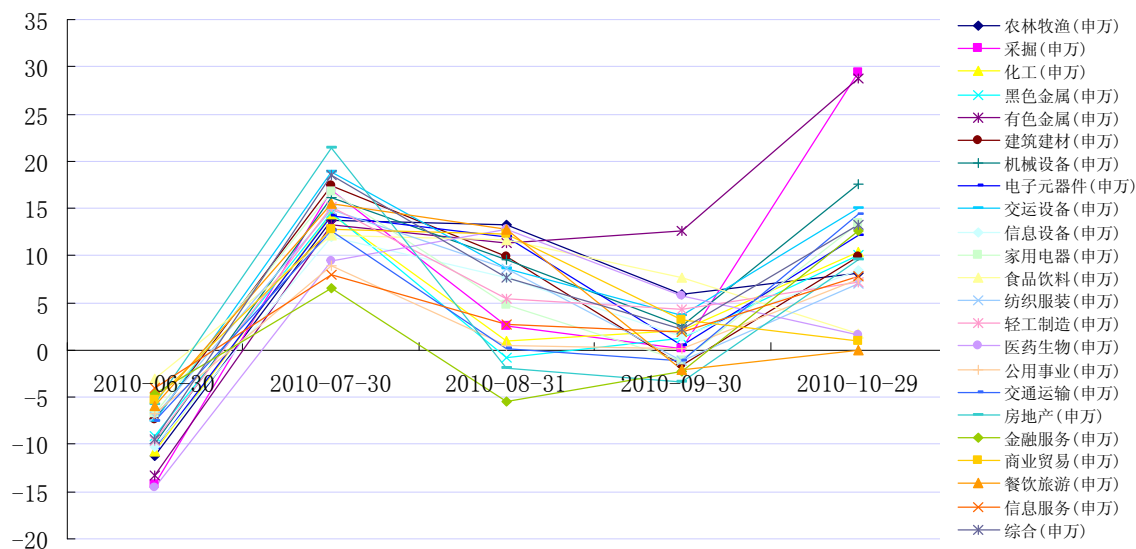


资料来源: Wind 大同证券研究部

分板块来看: 7月A股超跌反弹,所有行业指数全线上涨。8月市场出现分歧,金融、房地产、黑色金属和交通运输四个蓝筹周期型行业出现调整,其它行业则继续上涨。特别是消费类行业表现突出,农林牧渔、医药生物、餐饮旅游、商业贸易和食品饮料涨幅皆超过10%,成长型行业中的电子元器件以及受实际利好支撑的有色金属涨幅也超过10%。9月市场震荡盘整,板块整体涨幅都缩小,分化程度不太明显。除有色金属大幅上涨12.64%外,食品饮料、农林牧渔医药生物等板块表现也较好;单以房地产、金融为首的板块继续调整。

10月市场再次呈现两极分化,和8月正好相反,大盘蓝筹股大幅上涨。采掘、有色金属分别涨29.34%和28.71%;其他蓝筹股也有较好涨幅,但前期走强的餐饮旅游、商业贸易、医药生物和食品饮料平盘整理,表现远弱于同期大盘。

图表 6 各行业涨跌幅趋势



资料来源: Wind 大同证券研究部

A 股估值趋于合理

随着 10 月以来 A 股市场蓝筹股的大幅上涨, A 股相对于 H 股已由原先的折价转为溢价。目前溢价水平为 1.66%, 即 A 股股价平均较 H 股股价高出 1.66%。AH 溢价率由负转正表明蓝筹股估值水平开始与成熟市场接轨。前期受政策紧缩及房地产调控导致的悲观预期得以缓和, 蓝筹股股指修复行情或将告一段落。

图表 7 AH 股溢价水平



资料来源: Wind 大同证券研究部

从个股来看，较 H 股折价的 A 股目前仅有 17 支，且大多集中于金融行业。银行股折价率多为 20% 左右，其中，招行折价幅度最大，高达 23%。

AH 股投资者类型不同，市场流动性也不同，所以就导致了概念股溢价过高、而金融股折价较多的现象。从这个角度来看，银行股仍有估值优势，具备较高的长期投资价值。

图表 8 AH 股价对比

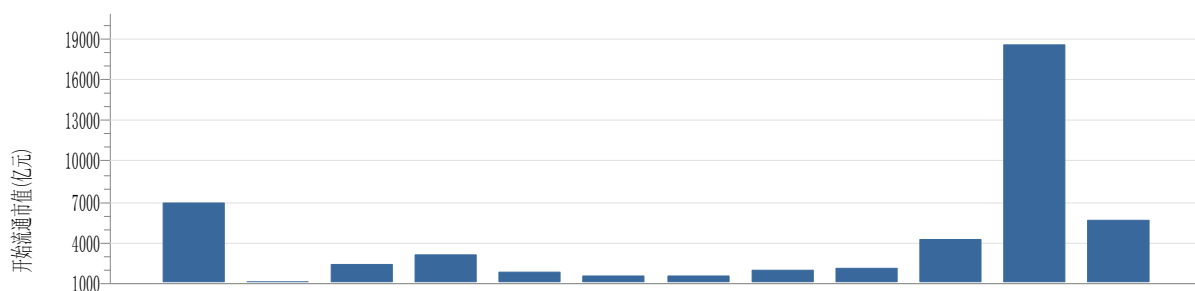
名称	A 股代码	最新	H 股代码	最新	A 股/H 股	H 股/A 股
招商银行	600036.SH	14.57	3968.HK	22	0.77	1.3
农业银行	601288.SH	2.76	1288.HK	4.09	0.78	1.28
建设银行	601939.SH	5.04	0939.HK	7.39	0.79	1.26
工商银行	601398.SH	4.36	1398.HK	6.24	0.81	1.23
中国平安	601318.SH	59.92	2318.HK	83.45	0.83	1.2
交通银行	601328.SH	6.17	3328.HK	8.47	0.84	1.18
中国人寿	601628.SH	25.35	2628.HK	33.95	0.87	1.16
鞍钢股份	000898.SZ	9.29	0347.HK	12.18	0.88	1.13
民生银行	600016.SH	5.46	1988.HK	7.21	0.88	1.14
中国中铁	601390.SH	4.77	0390.HK	6.25	0.88	1.13
中国南车	601766.SH	5.98	1766.HK	7.89	0.88	1.14
中国银行	601988.SH	3.55	3988.HK	4.64	0.89	1.13
中国铁建	601186.SH	7.54	1186.HK	9.69	0.9	1.11

资料来源：Wind 大同证券研究部

11 月限售股解禁额度创历史记录，但实际解禁压力并不大

2010 年 11 月沪深两市共有 115 家上市公司的 1734.80 亿股限售股陆续上市。以 10 月 29 日收盘价计算，11 月限售股解禁总市值约 20331.12 亿元，创历史新高。按照可流通时间来分析，11 月限售股解禁的高峰集中在第一周，届时将有 1629.23 亿股上市，占总数的 93.9%。

图表 9 2009-2010 年限售流通市值月度分布



数据来源:Wind资讯

尽管 11 月面临解禁洪峰,但实际解禁压力并不大。其中,中国石油一家公司的解禁数量就高达 1579.22 亿股,占 11 月解禁数量的绝大部分。且都属于首发原股东限售股份,不会面临大量的套现压力,对市场也不会产生太大影响。

图表 10 11 月重要限售股明细

序号	股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
1	601857.SH	中国石油	2010-11-05	15792207.8	16192208	0	
2	000728.SZ	国元证券	2010-11-02	117897.985	196410	0	股权分置限售股份
3	600782.SH	新钢股份	2010-11-02	107318.882	139343.1	0	定向增发机构配售股份 股权分置限售股份
4	000401.SZ	冀东水泥	2010-11-01	54.3304	121224.6	52.46	股权分置限售股份
5	600759.SH	正和股份	2010-11-05	94055.4167	120620.8	1391	股权分置限售股份
6	600780.SH	通宝能源	2010-11-01	22329.4474	87294.1	0	股权分置限售股份
7	000601.SZ	韶能股份	2010-11-01	877.25	83903.92	8651	股权分置限售股份
8	600372.SH	ST 昌河	2010-11-02	21478.7957	41000	7463	股权分置限售股份
9	600396.SH	金山股份	2010-11-01	5760.8533	34060	0	股权分置限售股份
10	000150.SZ	宜华地产	2010-11-02	15703.5616	32400	0	股权分置限售股份

资料来源:Wind 大同证券研究部

11月A股投资机会

市场判断

2010年以来我国先后四次上调存款准备金率，一次上调利率，事实上早已进入紧缩期。我们认为在此轮紧缩周期中政策调整持续的周期较长，幅度较小，加息次数也较少，央行暂时也不会再次加息。但需要注意的是，通胀的演化将是影响政策执行尺度和速度的最重要因素，如果明年上半年通胀加剧，则央行加息速度也会加快。一旦进入快速的加息周期，对市场的长期影响将是深远的。

自A股股改以来，A股市场估值水平不断向成熟市场靠拢，近年来股指波动幅度开始缩小，逐步趋于理性。而且随着流通市值的爆发性增长及投资者不断趋于理性，股指很难再次恢复以往的非理性波动，股市回报率将逐步向产业资本回报率靠拢。

从基本面来说，十月前两周市场的大幅上涨已经反映了世界流动性所促发的市场估值水平提升，目前A股估值已接近港股，资本品价值重估行情主升浪将告一段落。随着通胀压力的逐步提升，投资者对政策紧缩的担心将逐步加剧，这也将限制A股未来上涨空间。我们预计大盘11月将继续维持震荡调整，市场震荡幅度将加大。

投资建议

从经济周期来看，我国正处于经济周期中复苏期中后端，经济基本面开始好转，但物价呈现加速上涨态势、通货膨胀是当前经济中最为显著标志，同时我国即将进入“十二五”开局之年，政策重心的调整也将对未来的中观行业产生深远的影响。与此相应，我国短期政策目标是防通胀，长期目标在于调结构。

从上述基本面出发，我们认为本月的投资方向应集中于以下几方面：

1) 调结构主线

在这条主线中建议关注受益于“十二五”规划的品种。特别是新兴战略产业中的新能源新材料类和高端装备类。

2) 通胀主线

在这条主线中建议关注产品价格上涨或转嫁能力较强的品种。首先要关注拥有资源的上市公司，资源为王的时代已经来临，资源股永远是投资的热点。其次是抗通胀能力较强的品种，如白酒、葡萄酒。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、 此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、 此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、 本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、 大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

股市有风险 入市需谨慎