

独轮马车的偏簸

——2010 年 11 月资产配置报告

报告要点

■ 弱化的经济数据

在刚刚进入主动去库存的 3 季度，工业增加值不可能走出持续的上升。8 月工业增加值的回升更对的是依赖于季节性因素的影响。这不仅在工业增加值本身数据上可以得到反映，也可以在 PMI 数据的运行上得到反映。整个四季度都将面临一个经济数据弱化的阶段。

■ 调控背景下的资金面面临变数

2010 年，货币市场利率出现明显上升的有两个阶段，6 月和 9 月。而这两个月份沪深 300 指数均出现了不小的跌幅；国债市场的表现则略显不同，这与银行的资产配置密切相关。如果 11 月份央行的短期资金调控仍以回收为主的话，货币市场利率可能会出现一定程度的上升，A 股市场指数的表现可能面临较大的震荡。

■ GDP 政策目标意义的可能下滑

我们以 GDP 增速为纵轴，城镇登记失业率为横轴拟合中国的菲利普斯曲线，我们可以明显的发现，这条曲线整体更靠近原点了。这也就意味着，维持同样的失业率水平所需要的 GDP 增速已经大大降低了。事实上，在以维稳为国策背景的情况下，就业的实际意义要高于 GDP 增长的实际意义；而在就业容量增加的情况下，对于 GDP 增速本身的关注可能会有所下滑。

■ 投资策略及配置建议

10 月市场的上涨更多的是基于货币因素的影响，并没有有得到基本面和政策面的支持。这就相当于独轮马车，其偏簸在所难免。在短期，从市场运行本身角度来讲，在前期涨幅过大的情况下，新的催生预期并没有出现，短缺乏进一步上升的动力；在内外因素的影响下，指数可能会出现较大的波动。

市场配置的核心思路依然是寻找确定性。我们认为低估值的周期品种以及确定的库存周期导致的行业基本面见底，依然是配置重点。重点超配汽车、家电、化工、建材。主题配置上，我们依然看好航天军工类股票。季节配置上看好航空、煤炭、酒类。

相关研究

《专题投资策略：从成长防御转向周期配置》，李冒余、邓二勇，2010 年 10 月 12 日

分析师：

邓二勇、李冒余

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
1 经济周期跟踪：弱化的经济数据	5
1.1 主动去库存阶段的产业链表现	5
1.2 宏观经济模型更新	13
2 流动性与资本市场供需	14
2.1 货币市场资金	14
2.2 股票市场供需情况	16
2.3 市场板块资金流动	18
3 是意外还是布局—关于政策走向的探讨	20
3.1 GDP 政策目标意义的可能下滑	21
3.2 短期政策调控	22
4 十一月策略及资产配置建议	24
4.1 上月组合收益情况	24
4.2 十一月投资策略及配置建议	25

图表目录

图 1: 8、9 月份工业增加值同比存在季节性上升（2008，2009 情况特殊）	5
图 2: PMI 指数存在明显的季节性效应	Error!

Bookmark not defined.

图 3: 主动去库存行为在三季度展开	6
图 4: 库存占比前五大行业库存同比变动	6
图 5: 前五大行业工业增加值再次下滑	6
图 6: 前五大行业产成品库存指数变动	6
图 7: 彩电行业可能面临趋势扭转	7
图 8: 乘用车产销两旺	7
图 9: 房地产新开工继续下滑	8
图 10: 房地产销售出现小幅回升	8
图 11: 钢材产量继续下滑	8
图 12: 钢材库存继续下滑	8
图 13: PVC 价格大幅上涨	9
图 14: 纯碱价格回落	9
图 15: PTA 价格缓慢上行	9
图 16: 涤纶价格快速上升	9
图 17: BDO 价格再次反弹	10
图 18: 有机硅快速反弹	10
图 19: 尿素价格出现快速上涨	10
图 20: 磷肥价格继续走高	10
图 21: 水泥开工持续走低	10
图 22: 普通工业机械开工下滑明显	10
图 23: 大型设备开工处在波动中	11
图 24: 石油、煤炭产量增速低迷	11
图 25: 水电上升，火电继续走低	11
图 26: 国内铜价出现上涨	12
图 27: 铝价上涨幅度小于铜价	12
图 28: 有色金属产量总体下行	12
图 29: 小金属价格上涨	12
图 30: 四季度货币供给数据预测	Error!

Bookmark not defined.

图 31: SHIBOR 短期利率走势	14
图 32: 央行公开市场净投放量在 10 月后半月转向	15
图 33: 沪深 300 与上证国债指数走势	16
图 34: 10 月债券发行情况大幅回落	16
图 35: 11 月限售股解禁压力巨大	17
图 36: 近 20 个交易日资金净流入情况	18
图 37: 上周资金净流入情况	19
图 38: 10 月资金净流入前 20	20
图 39: 10 月资金净流出前 20	20

图 40: 中国菲利普斯曲线拟合 (2003-2009)	21
图 41: 房价上涨与实际利率有关	22
图 42: 房地产销售面积与销售额变化	23
图 43: 房地产板块 PE 走势 (TTM)	24
图 44: 10 月各行业流通市值变化	24
表 1: 前十月股票发行情况	17
表 2: 11 月解禁情况表	17
表 3: 11 月解禁数量前十个股情况	18
表 4: 加息后一周主要区域城市成交变化	22
表 5: 下半年能源消费与 GDP 增速情景分析 (%)	24
表 6: 十一月行业配置建议表	26

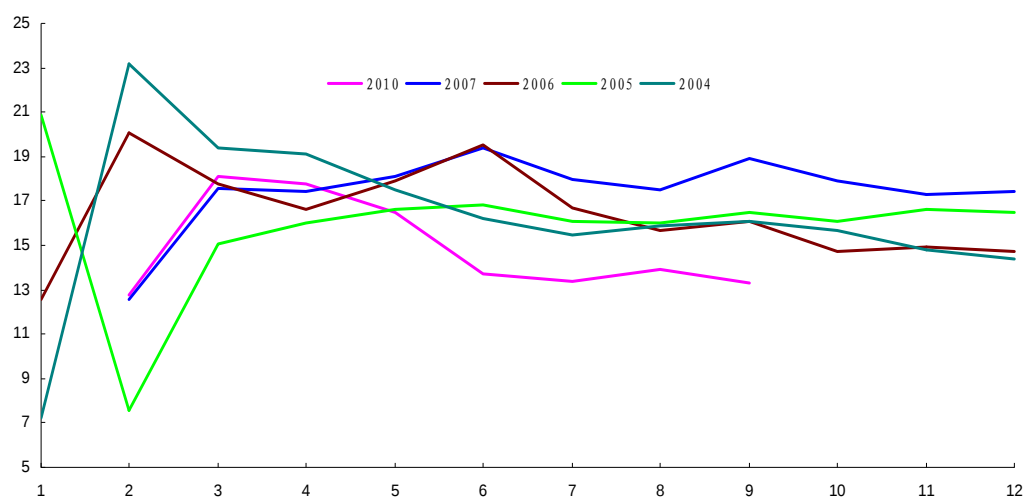
前言

对于 10 月的行情用波澜壮阔来形容一点都不为过。随着指数的节节上攀，对于“空军”力量而言则真正形成了“十月围城”。我们反复在思考，这波行情上演的本质是什么？有人认为是经济基本面发生了变化、有人认为政策面的容忍度提高，有人则认为是流动性宽松的持续推升。然而，这些影响股市运行的基本因素在短短的 7 天假期里面都发生了 180 度的逆转吗？本人刚刚参加了一个资本市场季度研讨会，与会者也是一致的看多，或者至少是个震荡向上。理由无非也就是以上几点。其实在我看来，当股指运行到这个位置的时候，看多看空意义其实都已经不大。更具实质意义的应该是对于这波行情的实质推动力的理解，以及对于当前影响资本市场运行的基本因素有一个全面而客观的评价。本月策略报告将沿着这个思路对当前影响 A 股市场的内外因素做一个评价，并提出一些中期内的问题。对于更为深入的中期问题的探讨，我们将在年度策略报告中进行。

1 经济周期跟踪：弱化的经济数据

8 月工业增加值曾出现了一定的反弹，于是对于经济是否见底的问题也被提了出来。而在 9 月工业增加值再次回落的时候，迷惑由此而生。事实上，在刚刚进入主动去库存的 3 季度，工业增加值不可能走出持续的上升。8 月工业增加值的回升更对的是依赖于季节性因素的影响。这不仅在工业增加值本身数据上可以得到反映，也可以在 PMI 数据的运行上得到反映。

图 1：8、9 月份工业增加值同比存在季节性上升（2008，2009 情况特殊）



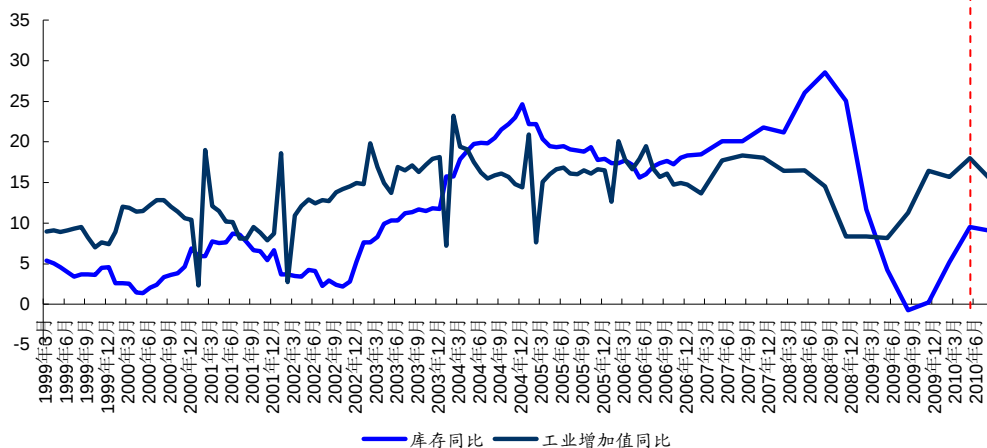
资料来源：长江证券研究部

如果说工业增加值的季节性效应还不是那么的明显的话，PMI 的变化则更可以显示这种季节性因素了。因此，经济数据 8、9 月份的上升也是一个正常的情况，并不能说明实体经济有多么的好转。对于 11 月份而言，经济数据会依然显现出弱势。

1.1 主动去库存阶段的产业链表现

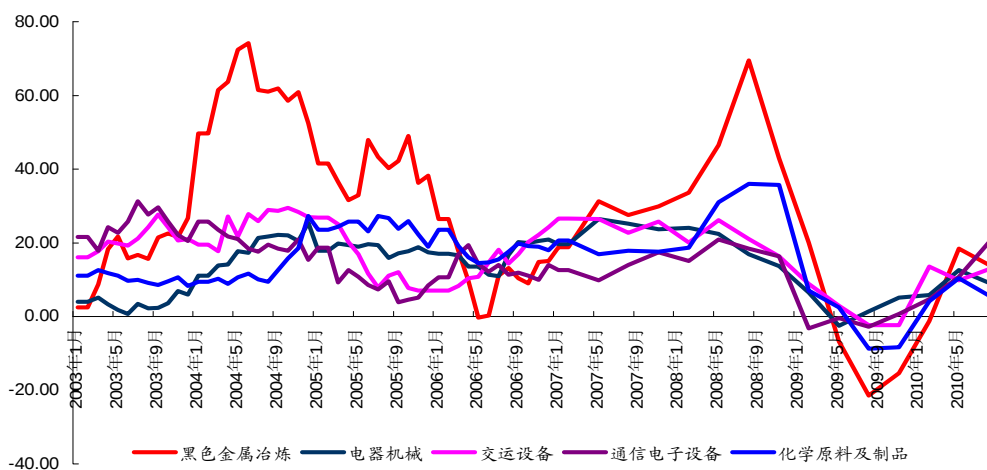
从季度数据上来看，三季度是主动去库存的阶段。然而在行业表现上却出现了一定的差异。工业库存前五大行业中的四个行业均出现了同比下滑，仅有通信电子设备行业出现了库存同比的持续上升。

图 2：主动去库存行为在三季度展开



资料来源：长江证券研究部

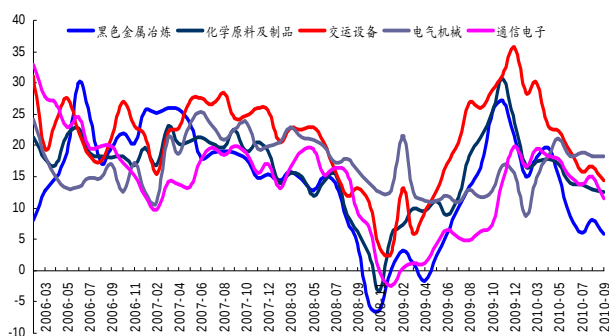
图 3：库存占比前五大行业库存同比变动



资料来源：长江证券研究部

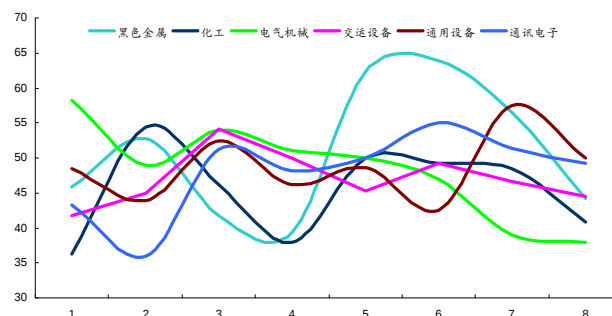
由于库存月度数据的不可得，我们仅能从 PMI 和工业增加值数据的变动去拟合实际的库存周期变动。

图 4: 前五大行业工业增加值再次下滑



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 5: 前五大行业产成品库存指数变动



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

9 月的 PMI 数据与工业增加值数据出现了一定的背离，其原因则在于 PMI 作为一种扩散指数，其季节性和波动性更强。但从分行业的数据来看，工业增加值与 PMI 产成品库存指数的呼应则支撑了主动去库存的周期阶段。

由于整个工业行业已经进入到了主动去库存阶段，资本市场对于实体盈利最悲观的预期也将逐步显现，这是从实体经济运行角度支撑资本市场找到底部的根基。然而，在政策与流动性等因素的影响下，底部的提前性也可能显现。在这个阶段，工业生产的运行就是一个低位徘徊的状态，出现进一步急剧恶化的可能性也比较低。

沿袭以往的惯例，我们依然对整个主产业链的基本面情况进行一个概览。

1.1.1 可选消费品行业

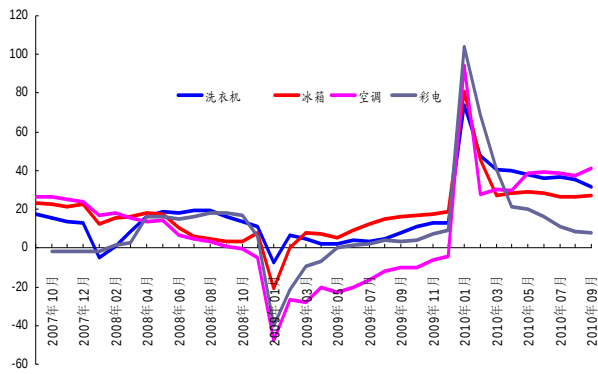
家电行业中，彩电开工降幅趋缓，并出现走稳迹象。从我们的实体观察上看，彩电行业的高价库存在前三季度已经消化的差不多了，四季度彩电行业出现二次复苏的概率较大。空调开工出现上升，但这更多还是基于基数效应影响下的短期波动。洗衣机出现下滑，冰箱则保持平稳。四个子行业当中可能出现趋势性扭转的是彩电行业。

乘用车行业现在的状况是产销两旺，9 月的情况表现出的情况是乘用车企业加大了开工。因此产量增速快于销量增速。行情总体景气度较高。

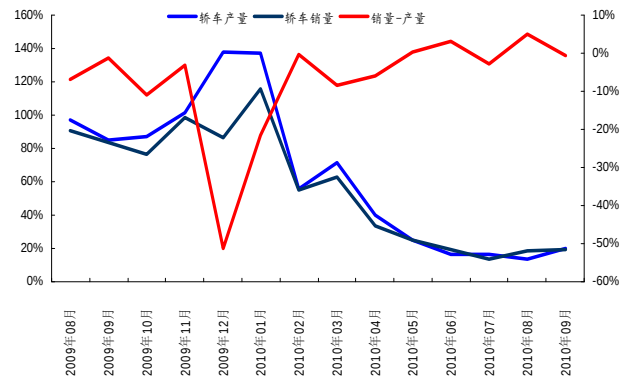
房地产行业新开工面积、施工面积和竣工面积持续下滑，但销售情况有所好转。鉴于持续的地产调控，这个行业未来的情况依然存在着不确定性，估值难以提升。

图 6: 彩电行业可能面临趋势扭转

图 7: 乘用车产销两旺

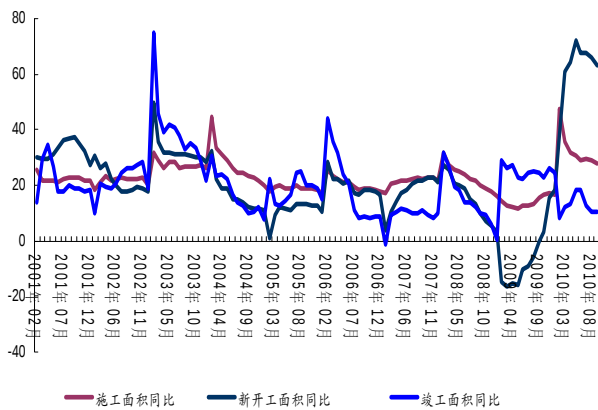


资料来源：长江证券研究所



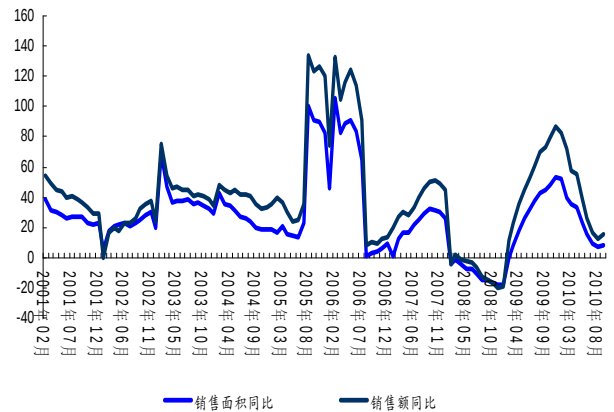
资料来源：长江证券研究所

图 8: 房地产新开工继续下滑



资料来源：长江证券研究所

图 9: 房地产销售出现小幅回升



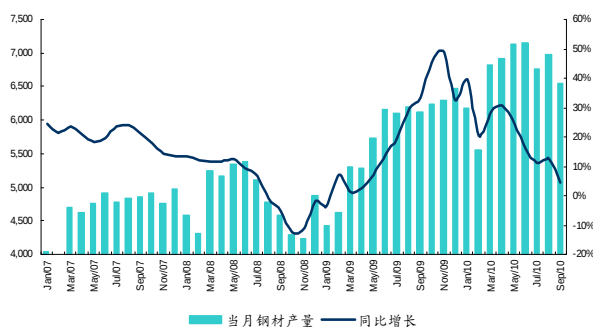
资料来源：长江证券研究所

1.1.2 中游制造业

中游制造业中，钢铁行业主动去库存行为继续展开，企业盈利面临较大的调整压力。虽然近期钢材价格跟随大宗商品出现了一定的上涨，但涨幅有限。在主动去库存阶段，价格的上涨没有支撑。化工行业是去库存较早的行业，细分行业产品涨价比较多。化工行业在周期调整中可能已经见底。

图 10: 钢材产量继续下滑

图 11: 钢材库存继续下滑

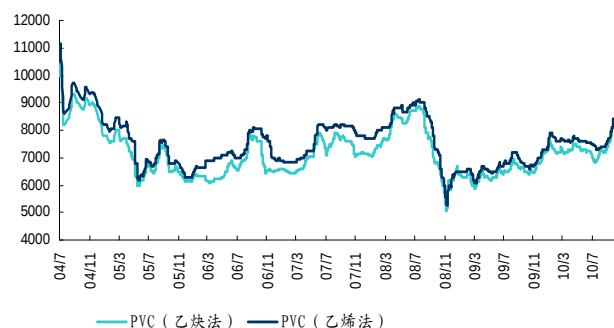


资料来源：长江证券研究所



资料来源：长江证券研究所

图 12: PVC 价格大幅上涨



资料来源：长江证券研究所

图 13: 纯碱价格回落



资料来源：长江证券研究所

图 14: PTA 价格缓慢上行



资料来源：长江证券研究所

图 15: 涤纶价格快速上升



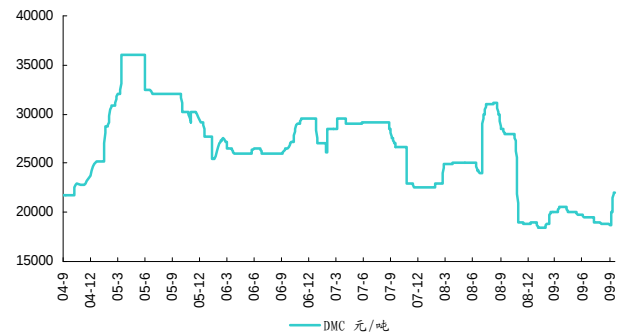
资料来源：长江证券研究所

图 16: BDO 价格再次反弹



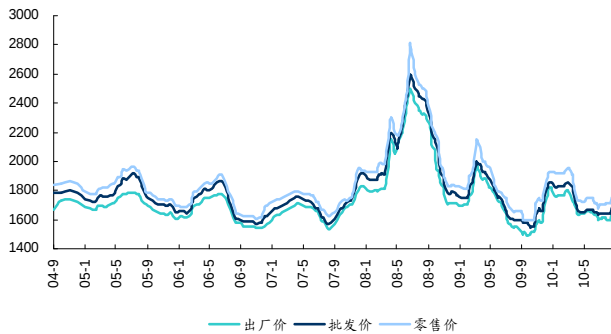
资料来源: 长江证券研究所

图 17: 有机硅快速反弹



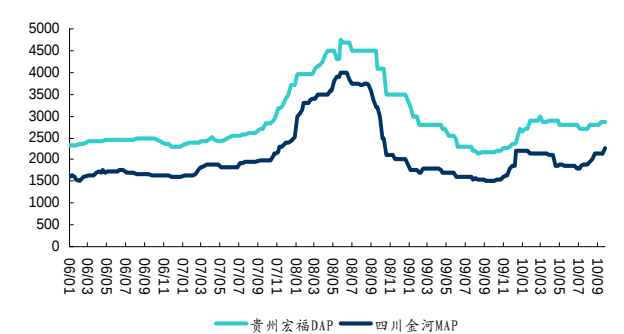
资料来源: 长江证券研究所

图 18: 尿素价格出现快速上涨



资料来源: 长江证券研究所

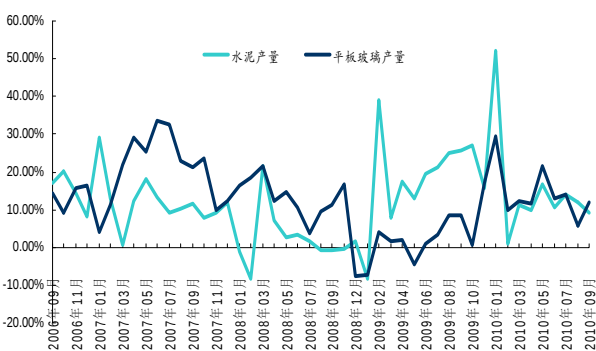
图 19: 磷肥价格继续走高



资料来源: 长江证券研究所

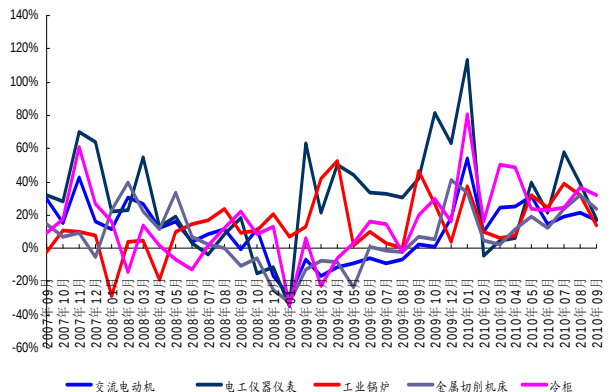
建材行业中, 平板玻璃生产出现一定回复, 但趋势性的确立尚需时日; 水泥开工则出现了持续的下滑。工业机械在 9 月份出现明显的景气度下滑, 这也反映了整体宏观经济下滑对于相对弱周期行业的传导影响。

图 20: 水泥开工持续走低



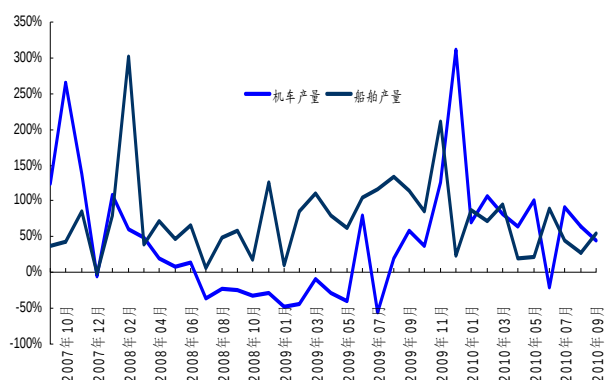
资料来源: 长江证券研究所

图 21: 普通工业机械开工下滑明显



资料来源: 长江证券研究所

图 22: 大型设备开工处在波动中

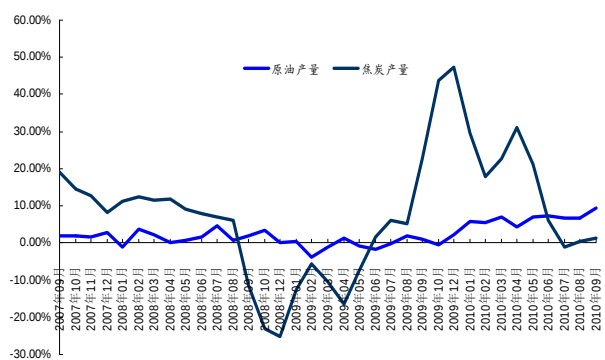


资料来源：长江证券研究所

1.1.3 上游能源原料类

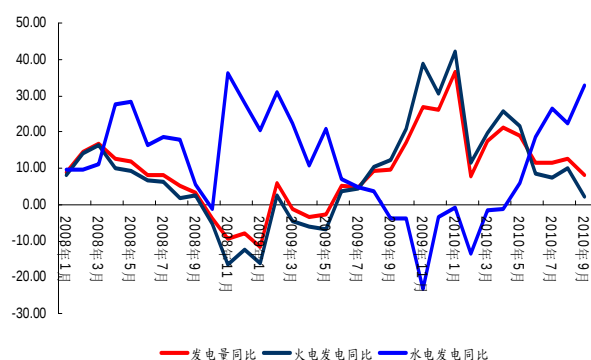
在能源生产上，随着季节性需求的支撑，原油和焦炭的开工出现上升。发电量的下降与整体宏观经济的下滑吻合，水电发电量的持续再次走强则是水电企业的机会之所在。

图 23: 石油、煤炭产量增速低迷



资料来源：长江证券研究所

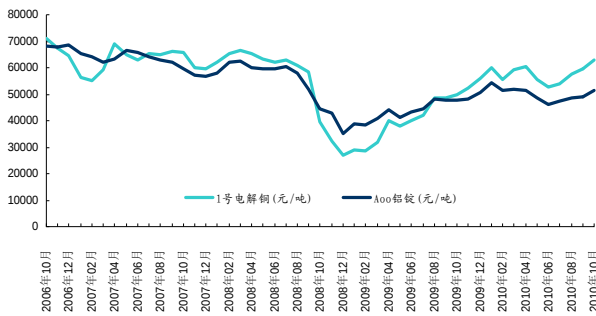
图 24: 水电上升，火电继续走低



资料来源：长江证券研究所

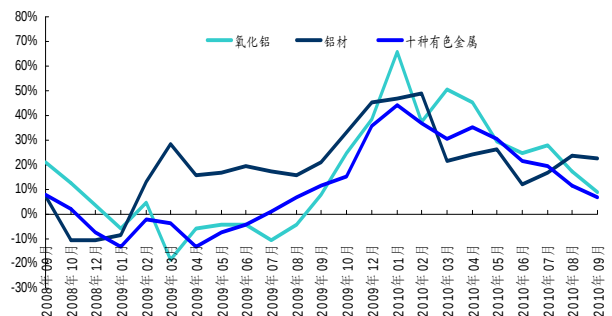
有色金属虽然在近期出现了较大的价格上涨，但基本面状况没有发生实质性的变动。这种价格变动更多还是体现出了基本金属的金融属性。从库存上看，国际库存情况要好于国内情况，铜、镍和锡去库存相对较快。在工业金属更需要基本面支撑的情况，库存较小的金属在价格上的表现可能更具优势。

图 25: 金属价格表现强劲



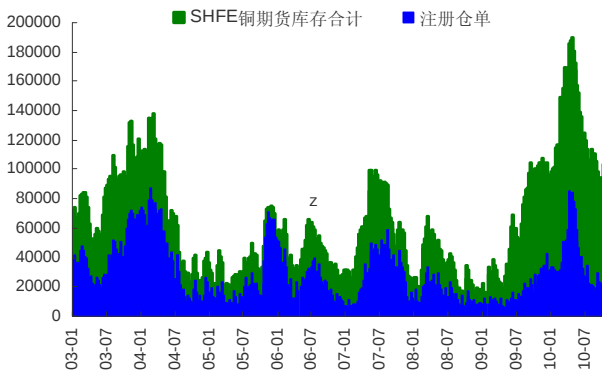
资料来源: 长江证券研究所

图 26: 金属产量持续下滑



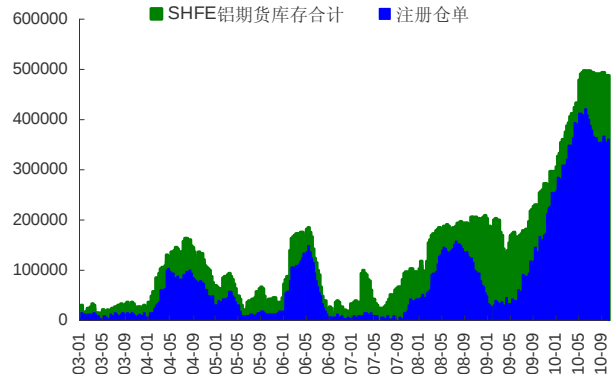
资料来源: 长江证券研究所

图 27: 铜库存依然高企



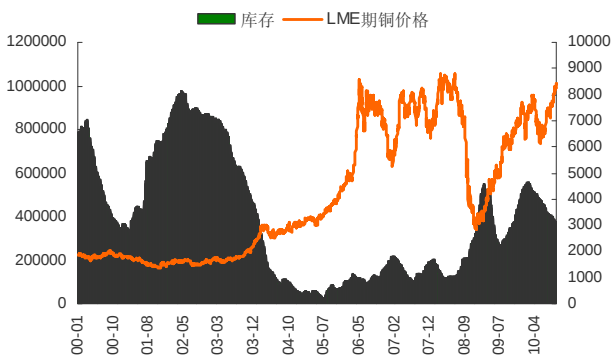
资料来源: 长江证券研究所

图 28: 铝库存同样高企



资料来源: 长江证券研究所

图 29: 国际铜库存下滑明显



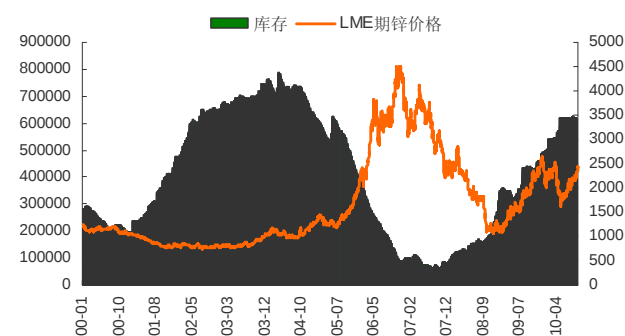
资料来源: 长江证券研究所

图 30: 国际铝库存维持高位



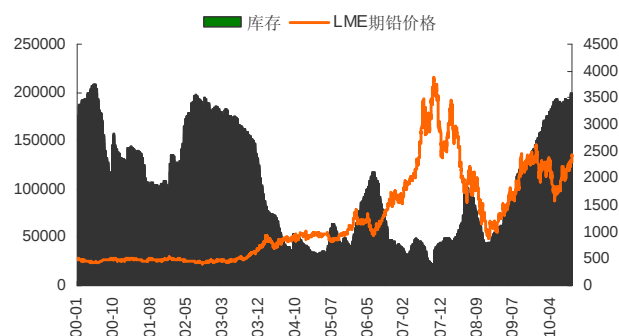
资料来源: 长江证券研究所

图 31: 锌库存持续攀升



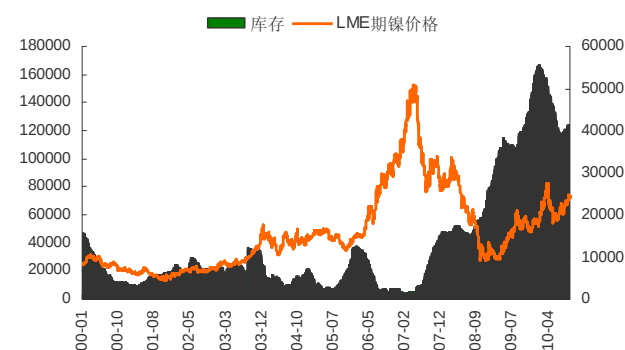
资料来源：长江证券研究所

图 32: 铅库存持续攀升



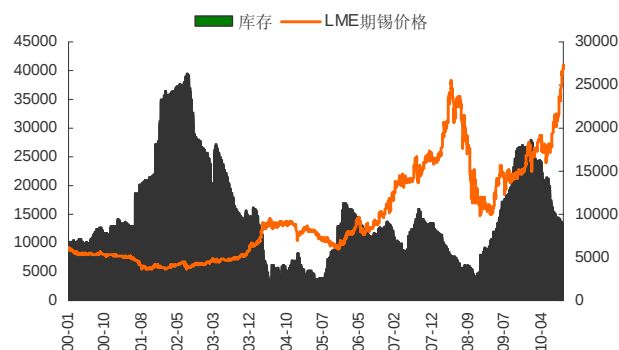
资料来源：长江证券研究所

图 33: 镍库存相对较好



资料来源：长江证券研究所

图 34: 锡库存下滑明显

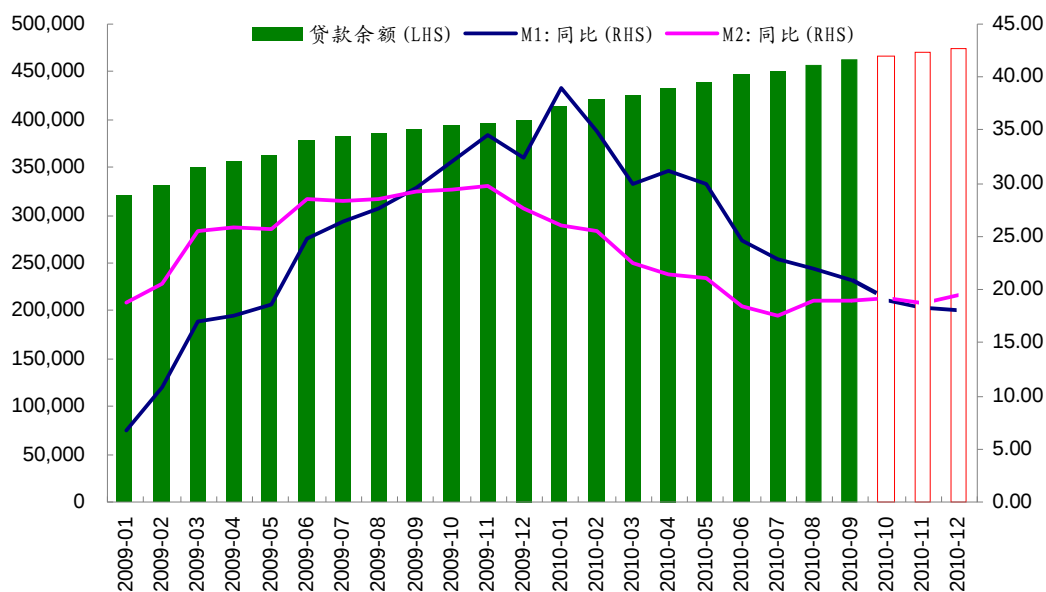


资料来源：长江证券研究所

1.2 宏观经济模型更新

由于通胀的扰动，作为宏观经济小周期中的滞涨期被拉长。CPI 创下 9 月新高之后，其在 10 月仍有再次创高的可能。工业增加值在四季度的弱势也决定了其仍将是一个低位徘徊的状态，在季节性因素的影响下，低于 9 月 13.3% 的同比增速也成为了大概率事件。对于当前关注度比较高的流动性而言，M2 的见底已经成为了事实，在整个四季度企业是一种相对稳定的态势。M1 依然没有走出下降势头，其在 10 月份会继续下滑，并可能首次低于 M2 增速。但其在 11、12 月的降速会明显趋缓。

图 35: 四季度货币供给数据预测



资料来源：长江证券研究部

对于 10 月份的经济数据我们预测如下：

- 工业增加值同比增速为 13.2% 左右，略低于上月；
- 狭义货币供给 M1 同比增速为 19% 左右；
- CPI 同比增速 3.7%。

在实体经济并未走出低迷的情况下，其对资本市场的支撑作用可能不会明显。

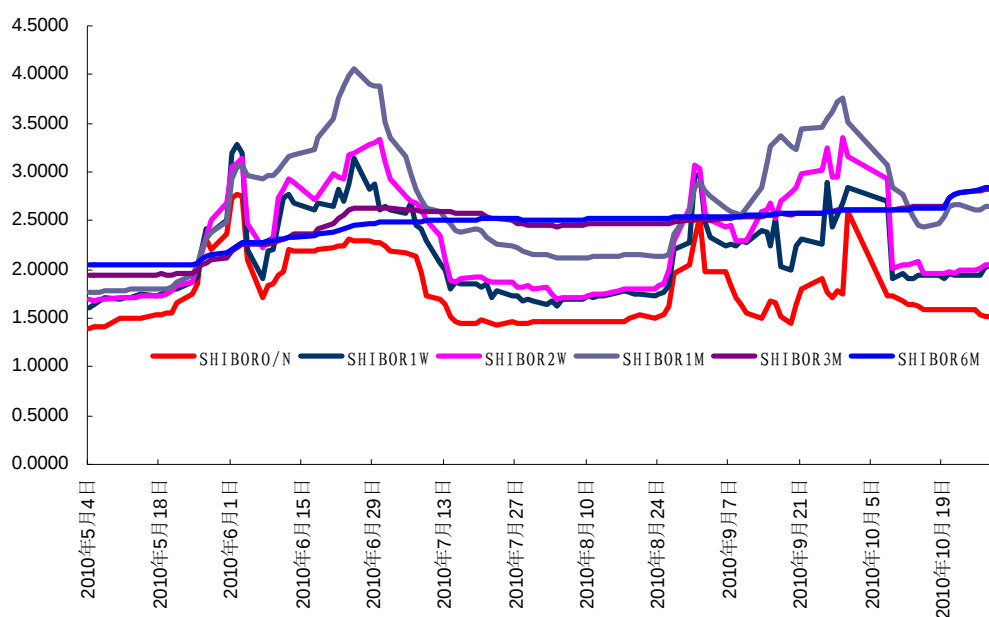
2 流动性与资本市场供需

2.1 货币市场资金

10 月市场的运行在资金面上得到了支撑，货币市场利率的下行是主要的表现。为应对节假日期间对货币需求的影响以及节后公开市场到期资金的大量释放，央行公开市场操作主要表现为净投放，这很大程度的导致了货币市场利率的走低。SHIBOR 隔夜利率、一周及两周利率均出现了大幅下滑。

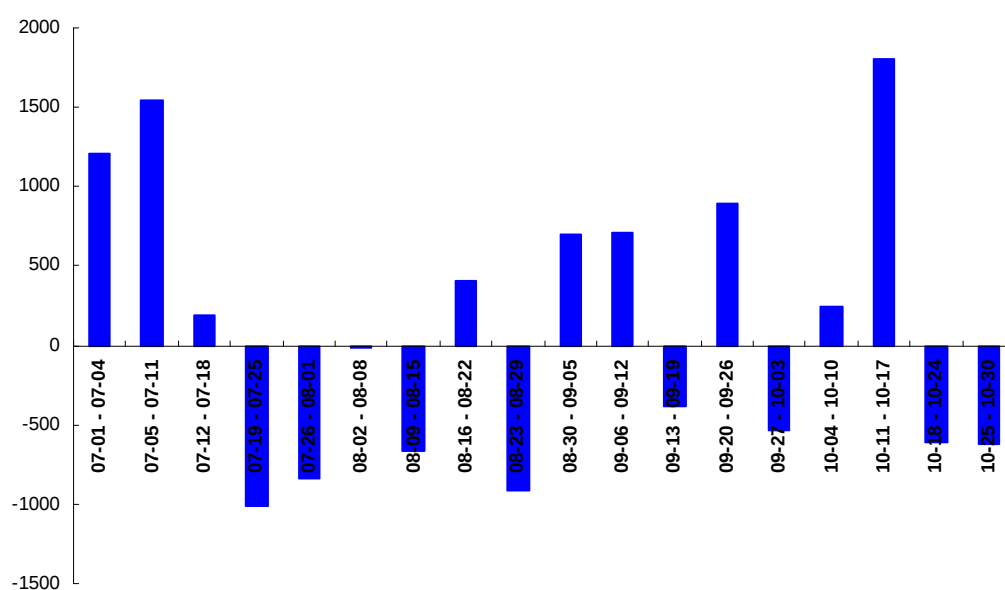
然而，需要注意的是，央行在 10 月后面两周开始了净回笼，共计净回笼 1230 亿。在通胀压力持续攀升、房地产价格上涨明显的背景下，央行的后续操作可能仍将以回笼为主。货币市场利率在低位平坦化之后可能再次走强。SHIBOR 隔夜利率已经出现上升，其随后的走势仍要看央行调控的节奏。

图 36: SHIBOR 短期利率走势



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

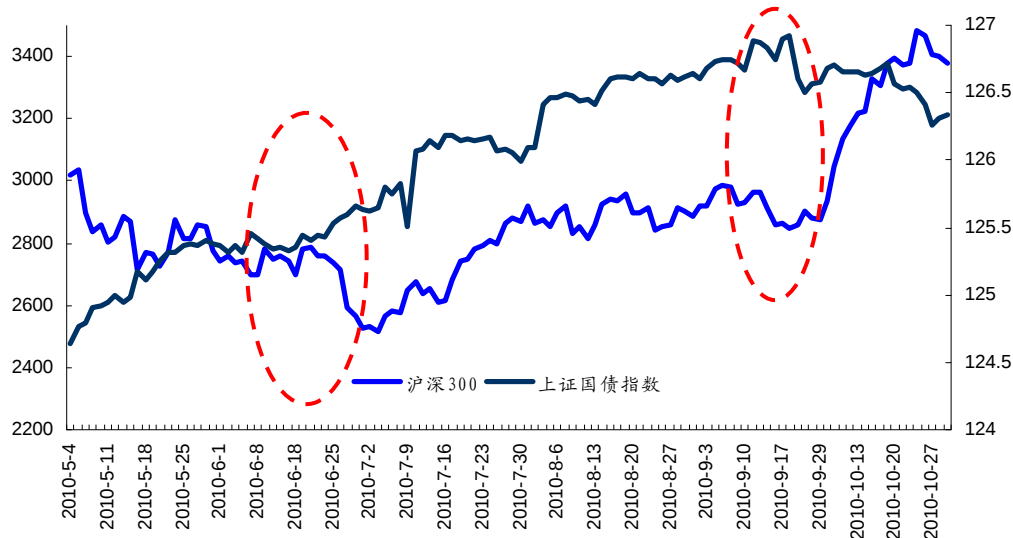
图 37：央行公开市场净投放量在 10 月后半月转向



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

货币市场资金供求的变动对于证券市场会有什么样的影响呢？在 2010 年，货币市场利率出现明显上升的有两个阶段，6 月和 9 月。而这两个月份沪深 300 指数均出现了不小的跌幅；国债市场的表现则略显不同，这与银行的资产配置密切相关，其中复杂性这里不再深入。如果 11 月份央行的短期资金调控仍以回收为主的话，货币市场利率可能会出现一定程度的上升，A 股市场指数的表现可能面临较大的震荡。

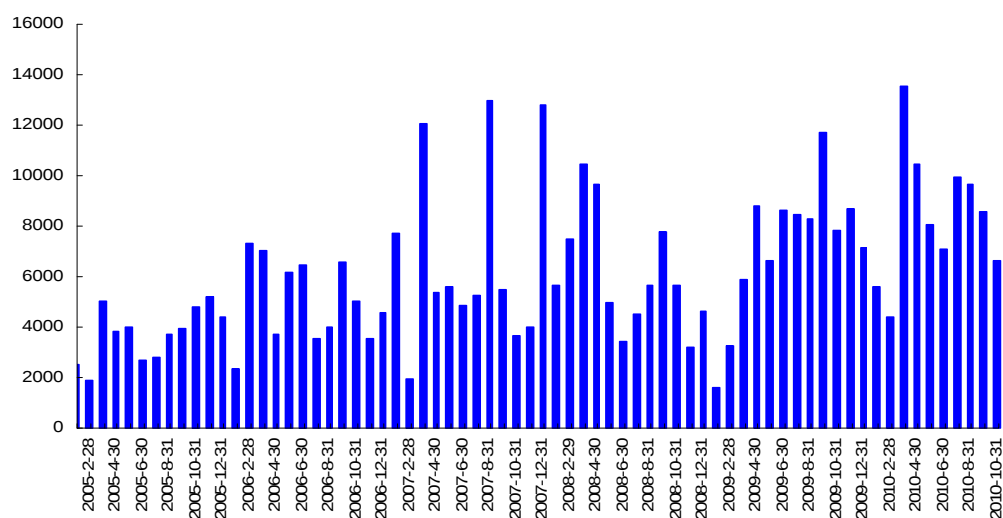
图 38: 沪深 300 与上证国债指数走势



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

10 月货币市场资金宽松的另外一个原因在于债券一级市场发行量的大幅减少。这是债券发行量连续三个月减少。而从历史上看, 债券发行量在 05 年以来都没有出现过连续四个月减少的情况。因此, 11 月债券发行量的上升是一个大概率事件, 特别是在货币政策趋紧力度较大的当前。

图 39: 10 月债券发行情况大幅回落



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

2.2 股票市场供需情况

随着 10 月市场的走高, 股票市场融资也创下了今年的新高。这与 7 月份的情况类似, 在指

数表现较好的时候，融资金额较高，这可能也凸显出了管理层的意图。

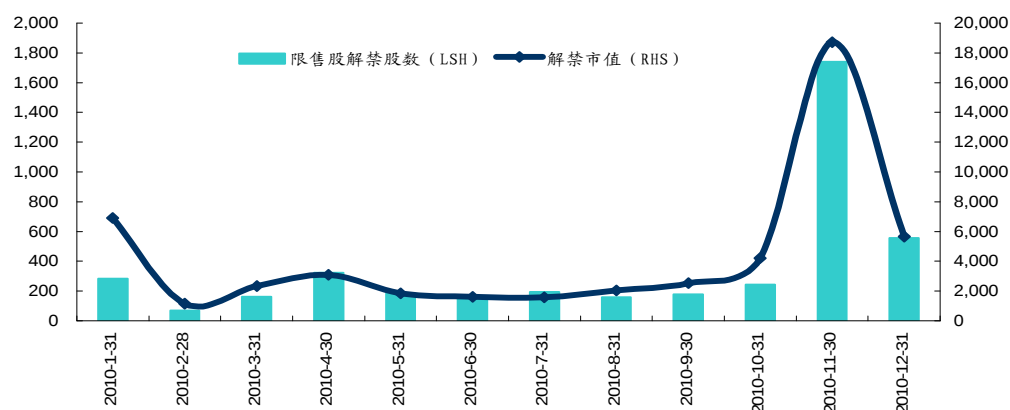
表 1:前十月股票发行情况

日期	募集金额(亿)	首发家数(家)	增发家数(家)	配股家数(家)
2010-10	1007.11	24	14	1
2010-09	542.97	27	13	2
2010-08	672.48	32	7	0
2010-07	985.99	23	12	3
2010-06	795.17	23	18	2
2010-05	548.44	36	14	0
2010-04	445.88	28	10	0
2010-03	836.06	36	13	2
2010-02	755.61	20	8	2
2010-01	684.35	35	8	0

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

与首发融资或再融资相比, 11 月解禁应当更受关注。11 月是历史解禁股数第一, 解禁市值第二段的月份。那么这种解禁压力会对市场形成重重的压制吗? 从解禁结构上来看, 主要的解禁地源自上证主板, 无论是数量还是市值上的占比都超过了 90%。因此, 上证主板个股解禁之后的走势决定了解禁对整个市场的走势。而之前备受关注的创业板、中小板解禁市值总计不超过 1000 亿, 其对整体市场的冲击较小。再反观主板的解禁, 主板解禁个股均为大盘蓝筹股, 具备较高的流动性, 虽说首发原股东可能并不一定抛售股票, 但定向增发机构配售股份可能成为不稳定因素。而在前期涨幅较大的情况, 不排除机构在预期变坏的情况下大笔减持。而对于中小市值公司而言, 具有一定的个股风险, 尤其是那些涨幅过大的个股。

图 40: 11 月限售股解禁压力巨大



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

表 2:11 月解禁情况表

板块	解禁家数	解禁股份(亿股)	10 月 30 日平均股价	拟合市值(亿元)
深证主板	10	19.614	13.54	265.569
上证主板	27	1685.914	8.27	13942.508
中小板	35	22.350	25.15	562.112

创业板 43 8.938 38.63 345.274

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

表 3：11 月解禁数量前十个股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	流通 A 股	占比 (%)
601857.SH	中国石油	2010-11-5	15792207.78	18302097.78	400000.00	2.19
600837.SH	海通证券	2010-11-8	346195.85	822782.12	476586.27	57.92
601818.SH	光大银行	2010-11-18	155000.00	4043479.00	245000.00	6.06
600999.SH	招商证券	2010-11-16	153035.33	358546.14	35854.61	10.00
000728.SZ	国元证券	2010-11-2	117897.99	196410.00	78512.01	39.97
600782.SH	新钢股份	2010-11-2	107318.88	139343.06	32024.18	22.98
600759.SH	正和股份	2010-11-5	95036.86	122011.75	26565.39	21.77
601718.SH	际华集团	2010-11-16	57850.00	385700.00	57850.00	15.00
002183.SZ	怡亚通	2010-11-15	31870.00	55608.42	23738.41	42.69
002304.SZ	洋河股份	2010-11-8	24863.70	45000.00	4499.93	10.00

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

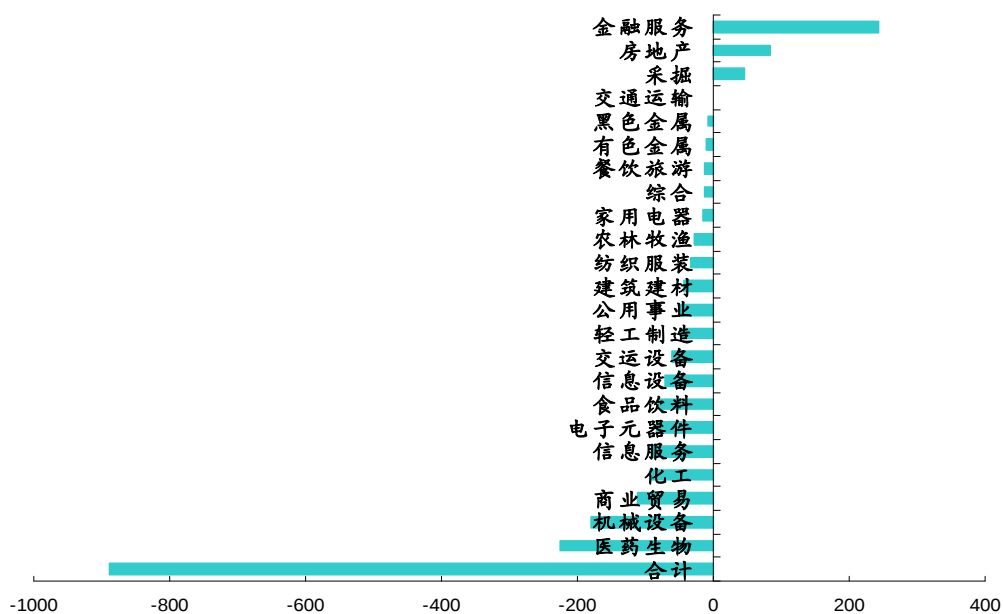
限售股解禁的现实压力用解禁数量或解禁市值来表示可能并不适宜，在具备减持能力的情况下，预期的调整就更为重要了。由于蓝筹股的高流动性，加之前期涨幅过大，其可能形成真正的市场压力。而对于中小板和创业板而言，整体对市场的影响比较有限，涨幅过大而盈利前景不明朗的公司风险较高。

2.3 市场板块资金流动

从板块资金的流向来看，与 10 月份的大幅上涨形成鲜明对比的是资金的大幅净流出。从前 20 个交易日与前 5 个交易日的数据来看，资金的大幅净流出发生在最后的五个交易日；但之前同样存在着明显的净流出。

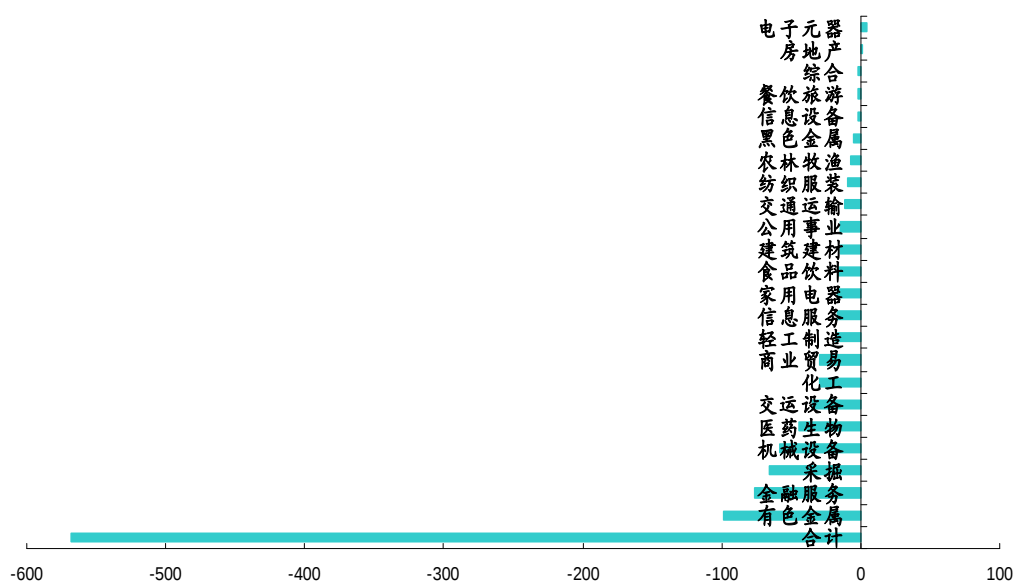
从行业格局角度看，上半月涨幅巨大的采掘、有色、金融成为了后半月集中减持的对像。虽然像金融、采掘、有色这类周期性品种在整个 10 月份仍然表现为净流入，但后面几个交易日的流向则为其在 11 月份的走势增添了一丝不乐观。低估值的房地产、钢铁是周期品种中在后半月受资金追捧的对像；景气度仍然较高的电子行业资金流入较大；餐饮旅游、信息设备等逆周期行业表现比较平稳。

图 41：近 20 个交易日资金净流入情况



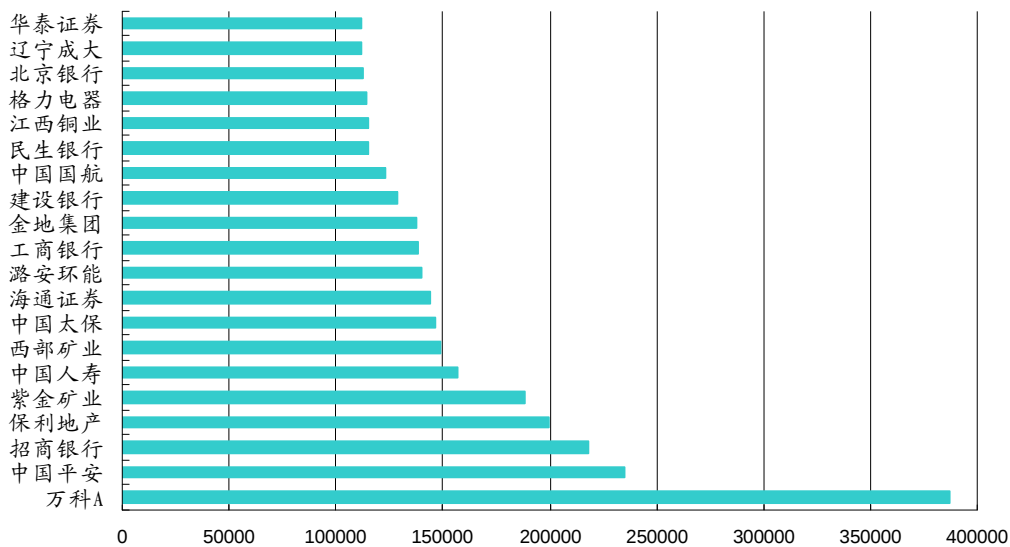
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 42: 上周资金净流入情况



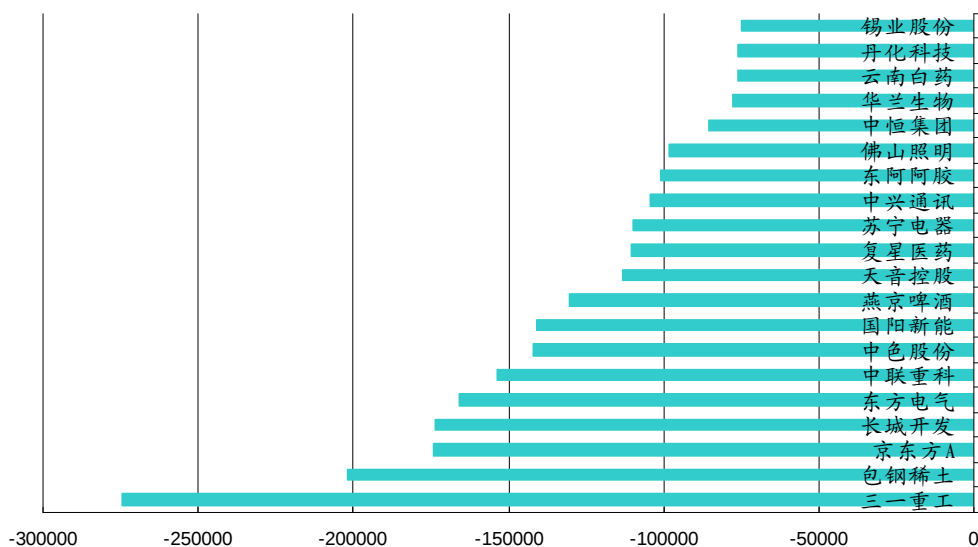
资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 43: 10 月资金净流入前 20



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

图 44: 10 月资金净流出前 20



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

3 是意外还是布局——关于政策走向的探讨

虽然加息之后, 市场依然表现出了较大的强劲, 但市场短期内情绪主导的背景并不能决定其在稍长时间内的走势。这里我们对于加息的背景做出再次的解读, 并对当前制约宏观政策的主要因素再次进行评估并对未来的政策进行一定的展望。

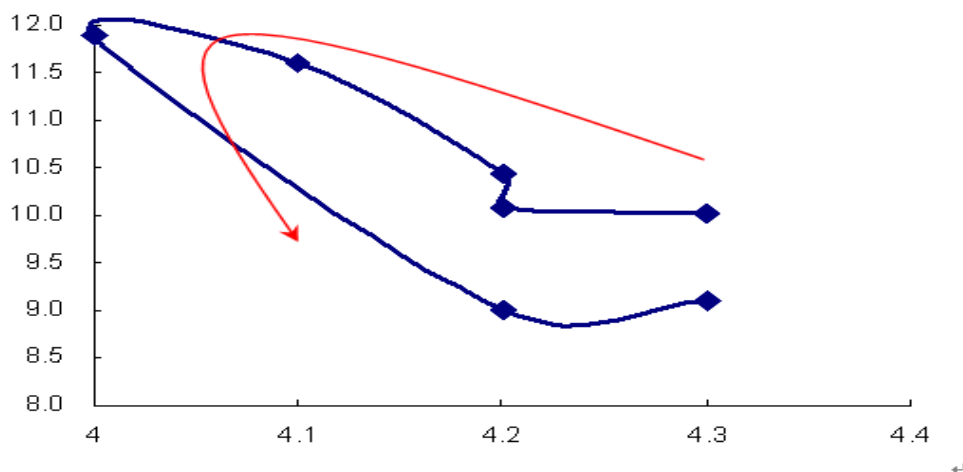
3.1 GDP 政策目标意义的可能下滑

当加息被解读为实体经济运行强劲之后，似乎市场的上涨理所当然。然而，事实是这样吗？在上面的分析中，我们得出的基本结论就是实体经济的运行在这个阶段依然弱势，并且这种弱势正在有向后周期行业蔓延的势头。在这样的背景下，加息又意欲何为呢？显然，对于通胀和资产价格上行的担忧成为了主要政策目标。那么又如何对增长定位呢？是否存在着增长在经济目标意义上的弱化？这里我们需要指出一个可能的事实，那就是 GDP 增速目标有可能会弱化。

虽然工业生产在 9 月份出现了意外的下滑，但我们认为三季度的就业数据为加息带来了最大的底气。按人保部公布的数据，今年前三个季度，城镇新增就业人口为 931 万，已经提前完成了全年 900 万的目标。在以“稳定”为一大执政思路的背景下，我们认为决策层对于就业的关注要比对 GDP 的关注更为直接。当就业问题不大的情况下，对于价格的调控则更有空间了。

经济学上有一条菲利普斯曲线，也即在失业率与经济增长之间存在着一种相互替代的关系。我们以 GDP 增速为纵轴，城镇登记失业率为横轴拟合中国的菲利普斯曲线，我们可以明显的发现，这条曲线整体更靠近原点了。这也就意味着，维持同样的失业率水平所需要的 GDP 增速已经大大降低了。在经济结构本身的持续调整过程中，第三产业比重的增长所带来的结果就是 GDP 增速的就业容量增长。事实上，在以维稳为国策背景的情况下，就业的实际意义要高于 GDP 增长的实际意义，而在就业容量增加的情况下，对于 GDP 增速本身的关注可能会有所下滑。

图 45：中国菲利普斯曲线拟合（2003-2009）



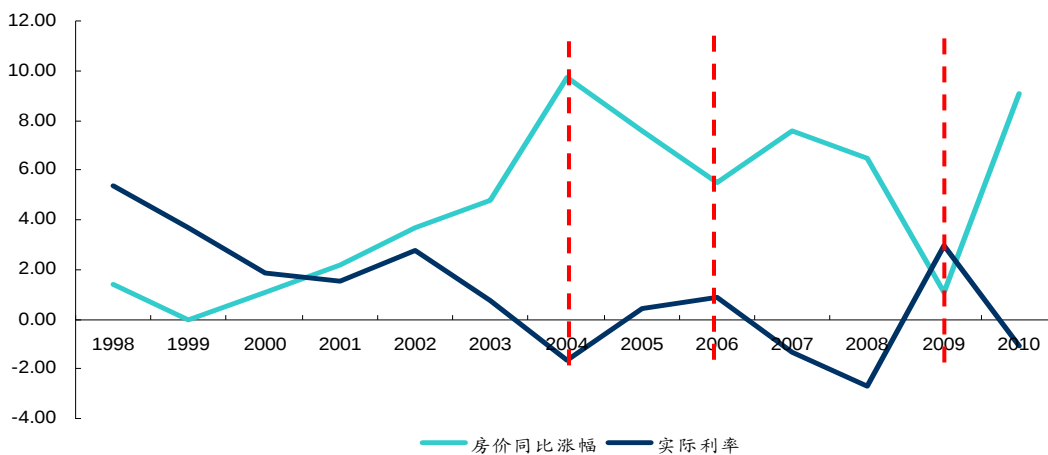
资料来源：长江证券研究部

从政治周期的角度来看，这次加息很可能体现了新一届政府的执政思路。在全球经济面临新一轮增长不确定性，在新的经济增长点尚未形成的情况下，吹起新一轮的泡沫可能是让经济再次增长的唯一手段。在全球资本泛滥的年代，任何增长点都有可能成为全球资本追捧的目标。因此，对于中国而言，由于其内在增长动力依然很强，其也会成为国际资本尤为青睐的地方。国际资本的流入会给中国经济的发展带来重大的影响。与泡沫的斗争很可能是下一届

政府所面临的主要问题。本届政府上任之前的周期，中国存在的是通缩；而在下届政府上任之前的周期，中国存在着通胀。02 年的降息代表了一种反周期调控的政策思路，而本次加息很可能树立了新一任政府的调控思路。

加息与热钱流入之间的关系是另外一个必须要考虑的问题。但加息对于资产价格的抑制更加有效于对热钱的吸引。因为人民币并不是国际性货币，利差变动所导致的套利性资金流动并不大。因此，加息所引入的套息资金可能并不大。事实上，国际资本入主中国的主要原因一方面是人民币的升值趋势，另一方面则是国内的高额投资回报率。而投资回报率则可以划分为实体经济回报率和虚拟经济回报率。人民币的升值问题完全可以以一种可控的方式得以实现，在短期升值较大的情况下，进一步的升值有可能引起国际资本的外逃。于是最大的影响因素则在于投资回报率上了，实体的投资回报率影响的是实体经济的增长，这个不应当也不会成为调控目标。最大的调控对象则是资产市场了。资产市场价格的快速上行，典型的如房地产价格的快速上涨不仅是国际资本的一大流入地，更集聚了重大的系统性风险。房价的上涨是与实际利率密切相关的，这在图 5 中有很好的体现。于是上调名义利率也就理所当然了。

图 46：房价上涨与实际利率有关



资料来源：长江证券研究部

3.2 短期政策调控

在短期政策调控上，房地产调控和节能减排目标的达成与否是关键。房地产价格的调控依然是短期内的重要政策目标。限购与提高银行利率明显影响到了近期的成交。在加息后一周全国主要区域的主要城市大都出现了成交的大幅萎缩，这种成交的萎缩在 10 月的最后一周依然在加剧。中国指数研究院监控数据显示，上周监测的 35 个城市中，20 个城市成交量环比下跌，其中 15 个城市跌幅超过 10%。

表 4：加息后一周主要区域城市成交变化

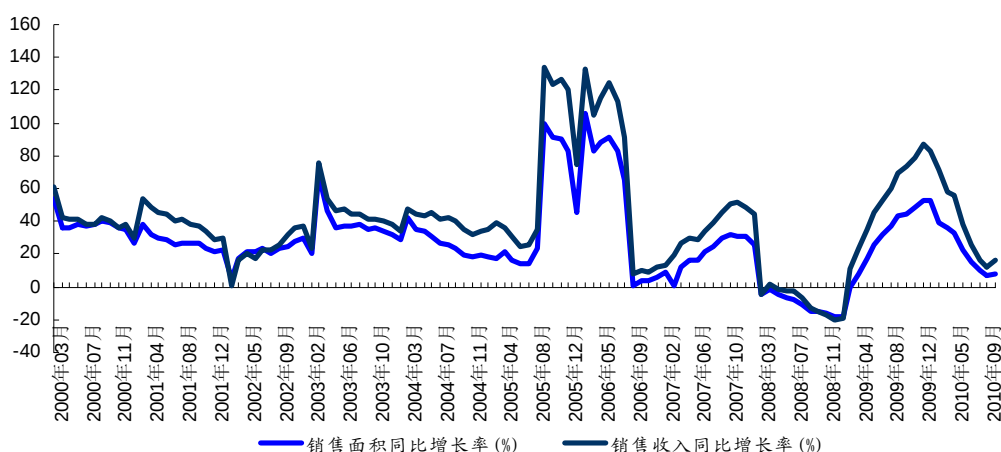
区域	城市	本周成交	本周成交环比	2009 年周均成交	2010 年周均成交	周均成交同比	消化时间 (周)	消化时间环比	备注
环渤海	北京	19.34	-34.54%	39.20	21.79	-44.41%	42	3.51%	商品住宅
	天津	27.11	-3.70%	25.62	17.22	-32.80%	-----	-----	商品住宅

长三角	上海	43.87	-24.98%	49.90	27.90	-44.08%	13	-3.67%	商品住宅
	南京	19.93	-32.68%	20.56	9.48	-53.88%	25	-4.92%	商品住宅
	杭州	15.47	-31.31%	20.31	11.20	-44.83%	32	1.11%	商品房
珠三角	深圳	7.50	35.73%	12.43	5.90	-52.55%	27	1.58%	商品房
	广州	25.36	-72.72%	21.41	17.66	-17.53%	16	-6.60%	商品住宅
	东莞	10.45	-29.45%	9.09	6.92	-23.88%	----	----	商品住宅
其他地区	重庆	94.86	8.18%	44.32	42.37	-4.40%	----	----	商品房
	昆明	13.42	20.32%	14.13	9.84	-30.39%	----	----	商品房
	成都	33.81	21.38%	26.38	13.55	-48.64%	----	----	商品住宅
	长沙	39.71	-14.07%	35.30	28.50	-19.26%	----	----	商品房
	福州	5.44	-62.04%	9.17	4.08	-55.51%	----	----	商品住宅
	厦门	2.76	-49.25%	7.84	4.17	-46.79%	42	2.83%	商品住宅
	海口	3.82	-55.56%	5.21	6.24	19.72%	----	----	缺一日数据
	长春	18.03	-1.97%	15.83	11.44	-27.74%	27	-0.81%	商品住宅
	武汉	24.33	-39.48%	27.15	25.75	-5.16%	----	----	商品房

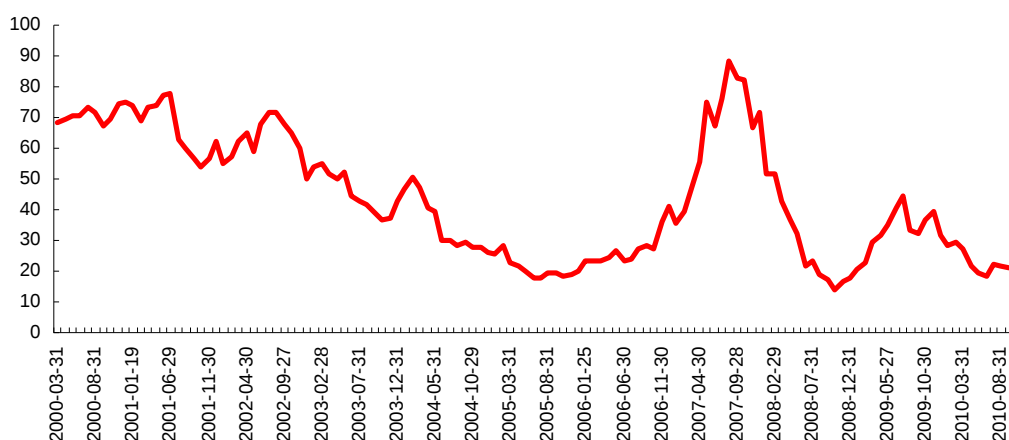
资料来源：长江证券研究部

在房地产成交与房地产价格的对比上，成交对于预期的影响更大。从历史上看，房地产股票的估值也与房地产成交变化趋势保持了较高的一致性。因此，在房地产成交再次面临萎缩的情况下，地产板块的估值不容乐观。

图 47：房地产销售面积与销售额变化



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 48: 房地产板块 PE 走势 (TTM)


资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

节能减排的影响在四季度已经逐渐弱化了。我们在之前曾做过测试, 要实现预定的单位 GDP 能耗降低 20% 的指标, 下半年能源消费至少应当是负增长。而目前这种情况还没有出现。那么究竟这个目标还会否实现呢? 我们认为对于这个目标可能会采取一种“无限接近”的策略了。

表 5: 下半年能源消费与 GDP 增速情景分析 (%)

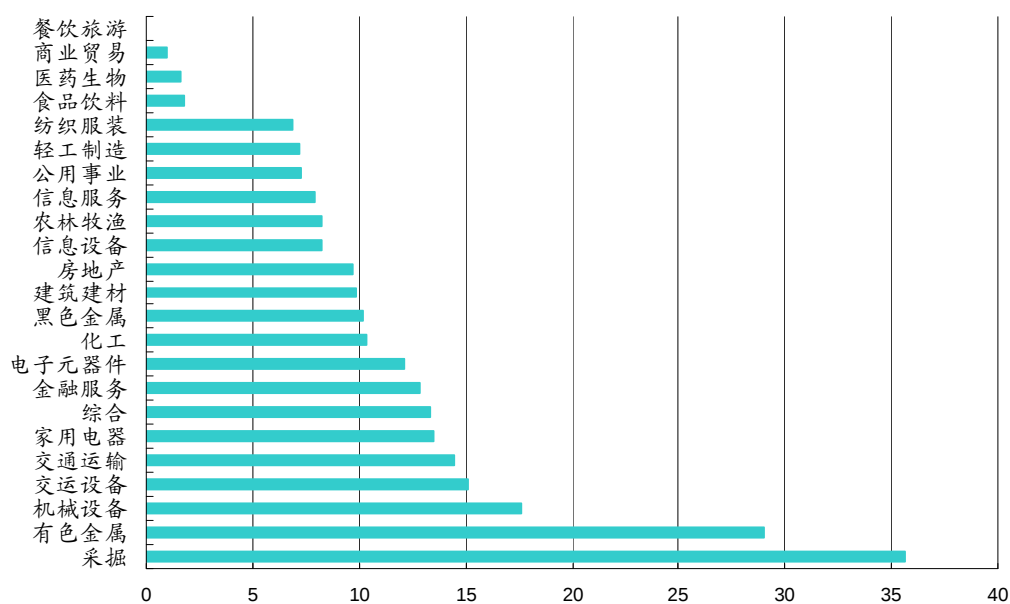
下半年能源消费	0.00	-1.00	-2.00	-3.00	-4.00	-5.00	-6.00
全年能源消费	5.15	4.61	4.07	3.53	2.99	2.45	1.91
下半年 GDP 增长	10.90	10.37	9.80	9.23	8.66	8.09	7.52
全年 GDP 增长	11.00	10.68	10.35	10.02	9.67	9.36	9.03

资料来源: 长江证券研究部

4 十一月策略及资产配置建议

4.1 上月组合收益情况

图 49: 10 月各行业流通市值变化



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

不考虑 10 月第二个交易日翻多加配置有色、煤炭、化工和金融这四大行业，我们 9 月做的 10 月配置重点超配了三个行业：交运设备的汽车、家电和化工（化纤）以及一个大比例配置的行业金融及服务，在 82 个申万二级子行业中，排名均排名前 15%；行业指数收益率均超过 10%；

但是之前一直持续较好的纺织服装和首次超配的公用事业排名中游；

同时我们低配的高估值防御型行业基本上商贸、医药、旅游等基本上都在 82 个行业跌幅前 10，这可能和市场方向有一定关系。

10 月市场的热点集中在：煤炭、有色、化工和金融，这个和我们 10 月最初的周期性品种配置基本一致，我们并不主导中游机械及钢铁、建筑建材以及海运等在这个初期的超额配置，行业基本面的调整仍然处于开始阶段。

4.2 十一月投资策略及配置建议

美联储定量宽松政策进入到预期验证期。美元走势除了要看联储货币政策之外，同样依赖于对实体经济增长的预期。对于 11 月而言，我们很难从经济数据上寻找到支撑美元走强的理由。但鉴于主权货币之间的博弈，美元再次大幅走低的概率也不大，11 月美元的走势将是一个总体偏弱并波动加剧的阶段，下行空间不大。对于商品而言，货币性金属仍有走高可能；工业性金属面临分化，在对货币价值进行反应之后，更需要基本面的支撑，而库存水平相对较低的金属如铜、锡等机会相对较好。

整个四季度是一个经济数据弱化的阶段，十一月当然如此。十一月公布的十月经济数据可能会率先对市场预期形成一定的冲击，尤其是在指数依然处于高位的情况下，多方资金的博弈所带来的可能结果是一个较大幅度的波动。

在宏观政策上，对于通胀的调控、对于房地产市场的调控依然在持续进行中。虽然之前的政策效应在减弱、调控效果不明显，但这也很难说明其未来的走势。在国际资本日益泛滥的阶

段，加强对国内泡沫的调控是一个战略性选择。加息所要解决的不仅仅是短期内的的问题，其所反映的政策方向可能是下一届政府的重要方向。

10 月市场的上涨更多的是基于货币的因素，并没有有得到基本面和政策面的支持。相反工业增加值的再次下滑和央行的加息举动似乎已经与市场运行的方向背道而驰。难道市场真的可以就货币推升而不断上涨吗？从中期的角度看，我们很难得出这样的结论。在短期，从市场运行本身角度来讲，在前期涨幅过大的情况下，新的催生预期并没有出现，短期缺乏进一步上升的动力，休整必不可免。如上面分析的那样，短期流动性面临一定的变动，中期流动性本身也面临一定的变动。流动性方面：央行传闻明年的理想目标是 5 万亿，但是各方最终的结果应该在 6-7 万亿之间，这将是一个合理的数据，如果考虑表外因素影响，这会是一个 11 月份大家核心关注的政策定调数据之一。

对于整个 11 月份，我们认为指数会面临较大的波动。市场配置的核心思路依然是寻找确定性。我们认为低估值的周期品种以及确定的库存周期导致的行业基本面见底，依然是配置重点。重点超配的行业包括：整体行业数据调整充分的汽车及其延伸产业零配件行业；同时具有季节性因素和行业见底支撑的化工行业(集中于化纤和基础化工)；基本面持续改善的家电（考虑到市场涨幅，由于对高库存的消化逐步到位，彩电及相关行业可能会进一步超预期）；低估值的金融及服务依然是我们大比例配置的行业；建材由于周期轮动及估值较低的原因，本月我们将其提高至超配。

对于十二五规划的详细讨论和定调，继续维持对主题板块中：军工及航天的配置，尤其是之前涨幅滞后的行业。

11 月份，依然是季节性很明显的行业：航空市场是有明显季节性的，之前市场对于后世博航空的担忧在逐步消化，本月超配该行业；同时秦皇岛煤炭价格以及预期的涨幅可能超预期，本阶段对于煤炭依然维持之前 10 月初的观点，继续持有；资源品中，由于美元可能触底导致的对金属分化在加大，基于行业库存角度的资源品才是下一个关注的基本面见底的核心，有色不确定性在增强；另外 11 月份，是基金核心股表现有明显超额收益率的月份，其背后逻辑是排名压力，值得关注；同时考虑到酒的估值及其在 11,12 月份明显的季节性，我们将这一行业提高到超配。

其它行业，维持低配。

表 6：十一月行业配置建议表

行业	流通市值占比	配置建议	建议比重	与上期相比	理由
采掘	6.30%	标配	6.30%	提高	低估值与季节性需求的支撑，节能减排步入尾期
餐饮旅游	0.45%	低配	0.20%	维持	估值过高，催化因素已过
电子元器件	2.08%	低配	2.00%	维持	估值过高，中小市值公司面临解禁压力
房地产	4.72%	低配	3.00%	维持	面临持续调控压力，成交量萎缩加剧前景不确定性
纺织服装	1.15%	标配	1.15%	降低	估值一般，季节性需求已过，缺乏催化剂
公用事业	3.10%	超配	5.00%	维持	电价、燃气价格等调整的催化，行业最坏期已过
黑色金属	2.31%	标配	2.31%	降低	市值占比缩小，行业去库存领先，但不具备进攻性
化工	8.37%	超配	12.00%	维持	去库存行为已经展开，悲观预期很大程度反映；季节性和行业周期支撑
机械设备	6.21%	低配	2.00%	维持	库存调整滞后，估值过高，工程机械行业跟随房地产波动；工业机械周期性相对较弱，有业绩支撑的基础上有一定配置价值

家用电器	1.39%	超配	5.00%	维持	估值合理，去库存领先，季节性旺季到来
建筑建材	3.62%	超配	5.00%	提高	估值合理，周期股轮动的机会
交通运输	4.88%	标配	4.88%	维持	估值相对合理，建议超配航空股
交运设备	4.74%	超配	10.00%	维持	去库存领先，行业估值有优势，主要配置乘用车行业及其零部件
金融服务	25.69%	标配	25.69%	降低	市值占比缩小，低估值支撑
农林牧渔	1.57%	低配	0.50%	维持	估值过高，通胀下行带来配置意义弱化
轻工制造	0.99%	标配	0.99%	降低	估值大体合理，行业景气仍可维持，市值占比缩小
商业贸易	3.17%	低配	1.00%	维持	估值不具备吸引力，淡季无催化剂
食品饮料	3.79%	超配	5.00%	降低	估值无吸引力，建议配置有估值优势的白酒
信息服务	2.77%	低配	1.00%	降低	中小市值公司面临解禁压力
信息设备	1.89%	标配	1.89%	降低	市值占比缩小
医药生物	4.78%	低配	2.00%	维持	估值过高
有色金属	5.16%	低配	2.23%	维持	美元波动面临不确定性，货币性金属机会较大；工业性金属注重库存变化
综合	0.86%	标配	0.86%	维持	市值占比变动较小

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为战略及战术资产配置、数量投资、上市公司价格行为特征分析等。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。