

QE2 效果持续发酵，A 股将高位震荡

宏观策略定期报告

2010 年 11 月 8 日

2010 年第 39 期

A 股策略周报

信息采集期：2010.11.1-2010.11.7

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

李斌

电话：0510-82833517

E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

一周市场回顾：

上周 A 股市场上涨 5.1%，重要指数均在周内创新高，上证指数冲过 3100 点。从各指数成分股表现来看，沪市表现强于深圳。周中美联储会议的市场反馈超出此前的预期。尽管 6000 亿规模只是基本符合市场预期，但流动性泛滥条件不会有改变还是刺激了各国投资者，A 股、美股、恒生指数等均创阶段新高。

上周农业板块一枝独秀，涨幅远超其他板块。在全球流动性泛滥，资源类行情大幅领先的情况下，资金开始关注农业资源。大类板块中，金融和采掘的上涨带动了指数，经过前期调整的金融银行板块再度上涨值得关注，其延续性将决定本轮行情究竟还能走多远。

本周市场观点：

从美国经济本质上看，量化宽松对美国经济并无实质帮助作用。从美国应对经济危机的历史上看，则美国最终回归紧缩货币与指向明确的财政政策组合更为合理。因此美联储推行 QE 另有目的。最终美国经济政策转变与否可能演变为一场“泡沫赛跑”。如果新兴市场未能有效控制本国资产价格的快速上升，则美国将可能持续保持货币宽松、贬值美元向新兴市场“泄洪”。

本周市场最初两个交易日相当关键。我们仍然认为市场对联储会议的反馈会持续体现，并且这种反应并不稳定，从而在周中造成一定的跳水风险。但是由于股指运行强势依然，短期内来看，可能不会出现过大的调整。投资者仍应警惕市场对下周经济数据的冲击反应。指数高位震荡的可能性较高。

目 录

一周市场回顾	3
A股周线收阳，强势依然明显	3
金融农业引领大盘	3
本周市场观点	7
联储量化宽松的真实意图	7
一周市场判断	10
本周A股解禁	10
海内外市场纵览	12

一周市场回顾

A股周线收阳，强势依然明显

市场正面反应美联储决议

上周 A 股市场上涨 5.1%，重要指数均在周内创新高，上证指数冲过 3100 点。从各指数成分股表现来看，沪市表现强于深圳，50、180 指数均上涨超过 5%，而中小板涨幅偏弱，创业板仅微涨 0.23%。继前一周中小盘股表现之后，上周市场主线再度回归大盘股。上证各主要指数成分股成交量释放亦相当明显，但深圳指数则出现了成交量的下降。我们认为这反映了市场受外部因素影响而产生的结构性现象。

周中美联储会议的市场反馈超出此前的预期。尽管 6000 亿规模只是基本符合市场预期，但流动性泛滥条件不会有改变还是刺激了各国投资者，美股、恒生指数等均创阶段新高。A 股受外围带动，上证指数在周五大幅高开，一举冲过 3100 点关口，及 4.16 下跌留下的缺口，市场强势特征依然异常明显。

图表 1：上周市场表现

	一周涨跌	市盈率 PPM	10年市盈率	市净率	总市值 (亿元)	总市值 一周变化	流通市值 (亿元)	流通市值 一周变化	一周日均 成交额 (亿元)	成交变化
上证综指成分	5.10%	17.59	16.52	2.73	237774.86	5.10%	131942.93	4.75%	2584.826	15.90%
上证50成分	5.03%	13.85	13.4	2.31	146128.02	4.90%	72257.53	4.26%	588.66	9.87%
上证180成分	5.05%	15.4	14.82	2.49	183190.12	5.06%	96325.32	4.53%	1235.93	11.86%
深圳成指成分	2.95%	23.67	22.47	3.85	19931.2	2.92%	14394.29	3.89%	319.644	-1.15%
中小板指成分	2.86%	36.05	33.27	6.32	11399.47	3.15%	7809.59	2.92%	228.366	-0.30%
创业板指成分	0.23%	65.94	56.54	5.2	6231.85	1.96%	1646.31	19.79%	99.06	-0.11%
沪深300成分	4.79%	16.65	16	2.66	223102.05	4.79%	122795	4.30%	1921.69	9.47%
全部A股	4.72%	20.48	18.94	3.08	325703.96	5.00%	182509.71	4.89%	4457.8	13.16%

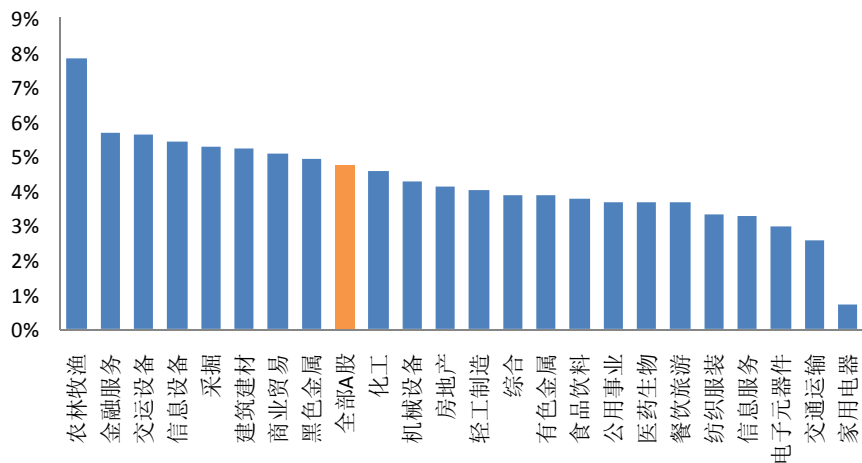
数据来源：国联证券研究所 Wind

金融农业引领大盘

上周农业板块一枝独秀，涨幅远超其他板块。在全球流动性泛滥，资源类行情大幅领先的情况下，资金开始关注农业资源，农化等涨幅较大，但前期引领大盘的有色金属板块涨幅则低于市场。大类板块中，金融和采掘的上涨带动了指数，经过前期调整的金融银行板块再度上涨值得关

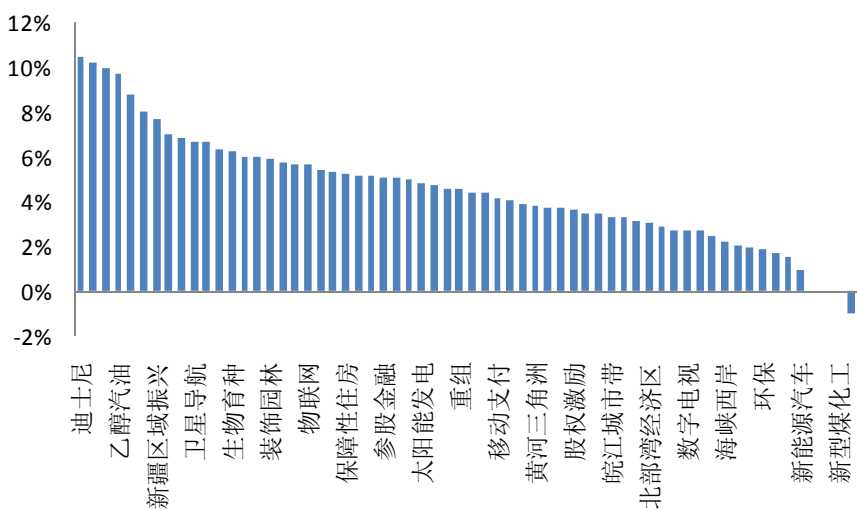
注，其延续性将决定本轮行情究竟还能走多远。

图表 2：一周大类行业表现



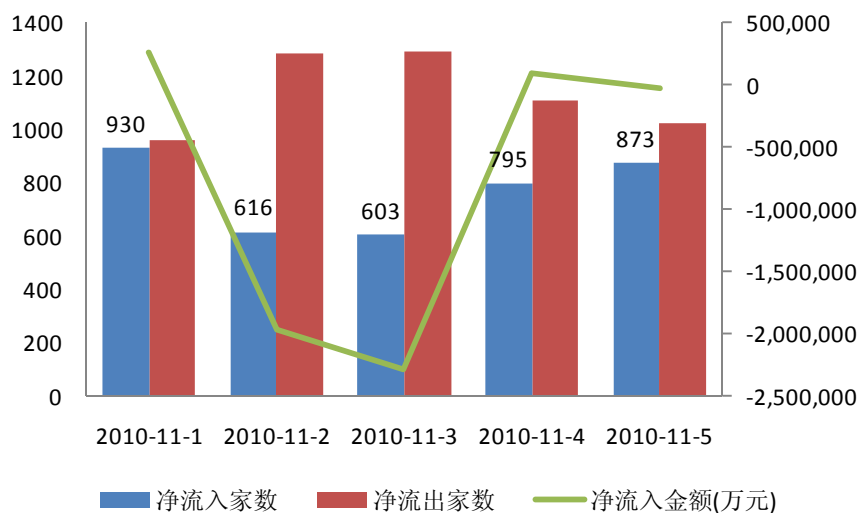
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 3：一周主题板块表现



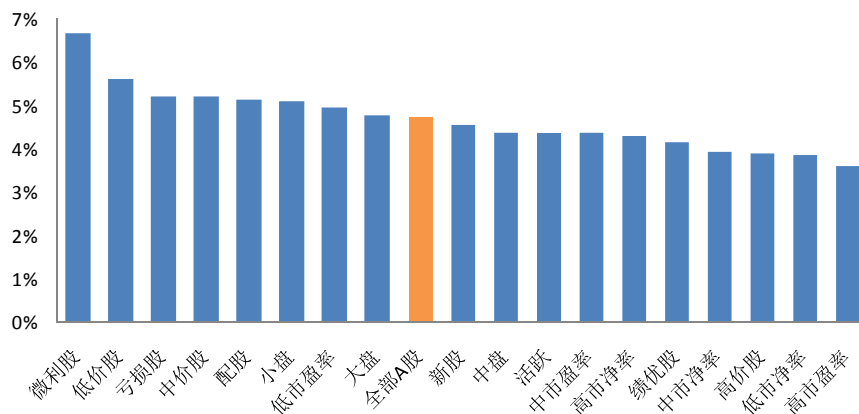
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 4: 一周市场资金流向



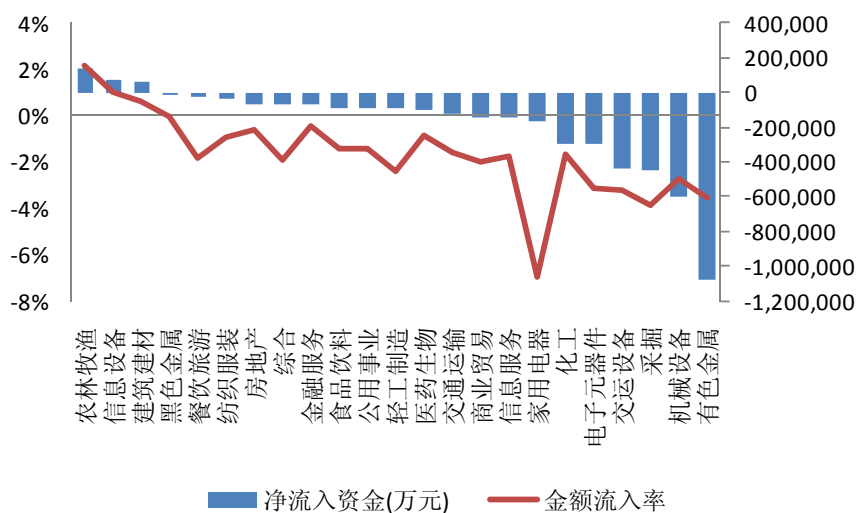
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 5: 一周风格指数表现



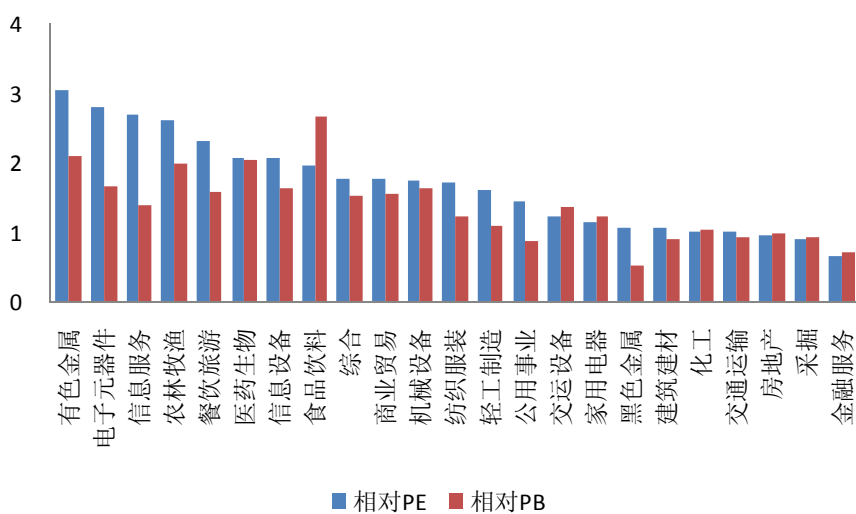
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 6: 一周行业资金流向



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 7: 一周大类行业相对估值



数据来源: 国联证券研究所, Wind

本周市场观点

联储量化宽松的真实意图

从8月开始美国二次量化宽松政策主导了市场流动性预期，日本央行的降息则强化了这一点：全球救市政策退出让位于全球货币泛滥。而上周联储继续推出QE2使得未来美国继续宽松几乎成为确定的事。但我们认为仍要从美国经济的战略诉求出发来看待美国的量化宽松，如果美国并非出于经济增长的原因而采取该政策，则我们须警惕其真实目的。

从美国经济本质上看，量化宽松对美国经济并无实质帮助作用。首先从经济结构来说，量化宽松对于美国出口的改善是有限的。美国作为一个后工业化国家，汇率的变动并不能为其出口竞争力加多少分。一个明显的证据是，美元指数自1990年至今经历了上升和下降两个不同时代，但美国货物贸易逆差扩大的趋势却是从90年代开始就没有改变过。从实际情况来看，我们也看到美国与沙特600亿美元的军火出口并非来自美元贬值的結果。

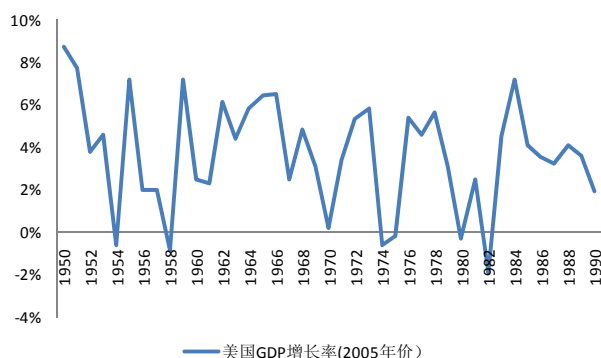
那么，如果美国的宽松政策将是效果微弱的，美国又将发生怎样的政策转变？我们认为可以从历史中寻找答案。从表面上看，罗斯福政府在1937年的收缩政策导致了美国经济再次陷入萧条，而由于政府和美联储在1938年的“潜然醒悟”，重新放松财政和货币，美国经济才得以恢复增长，但实际上我们对此存疑。

30年代宽松新政成功的原因是“对路”，符合经济规律。罗斯福初期新政的重要部分：美元贬值和美联储降低贴息率的举措取得明显成效的原因在于，它们触及了这次危机爆发的根源之一。30年代经济危机之所以不断扩大的重要原因在于，坚守金本位制度的美国在其他货币贬值的同时采取了紧缩政策以维系金本位，这造成了以农产品等价格下跌为主要表现的通货紧缩。而有针对性的美元贬值及降息措施扭转了通缩的趋势，农产品等价格重新上涨，企业解困。因此与其说美国采取了宽松政策来拯救经济，不如说是美国摆脱了金本位思维对国内外经济政策的桎梏，并取得了相当的成果。最好的证据就是1933年时，除少数金本位顽固派外，大部分国家实现了货币贬值。

但是，即使在30年代的危机中，凯恩斯式的干预政策也并不完全奏效。从1933年到1937年，美国GNP增长了1/3，但失业率始终未能有下降到一个合理的水平，《剑桥美国经济史》称其为没有活力的复苏是有道理

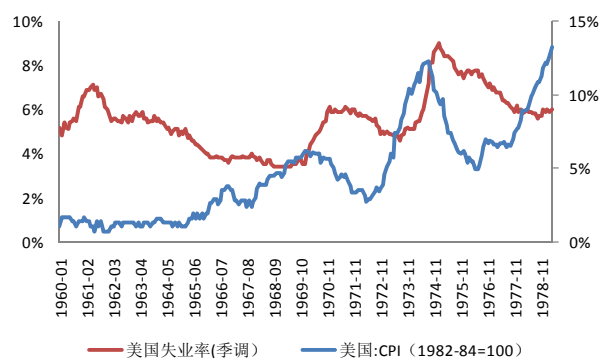
的。故此，我们认为，宽松政策的目的在于降低实际利率，从而激励居民和企业的消费、投资行为，但经过 1933-1937 年整整 4 年的政策推动，却因 1937 年一次调整就几乎击垮，本身说明这样的政策能力是有限的。我们同时注意到，1936 年美联储上调法定准备金率的原因在于银行系统的超额准备金数量过高，这也说明了大量货币并未能进入实体经济，《剑桥美国经济史》因此结论，货币政策并未发挥应有作用，我们亦赞同。

图表 8：美国 GDP 增长（1950-1989）



数据来源：国联证券研究所，WIND

图表 9：美国失业率与 CPI（1960-1979）



数据来源：国联证券研究所，WIND

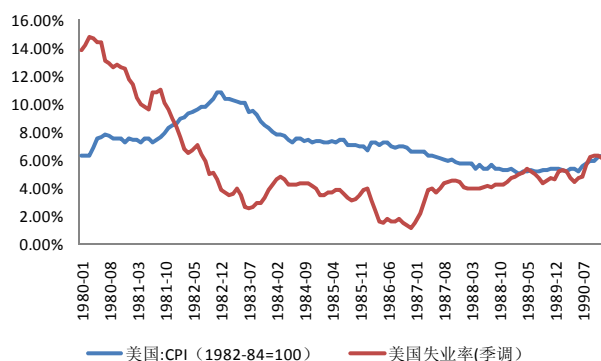
70 年代美国应对经济危机的经验更有参考价值，重要的原因在于越南战争（1964-1973）不会对我们考察经济增长变化产生干扰，我们可以更清楚认识危机应对策略的合理与否。

70 年代危机的应对环境已经和 30 年代有很大不同，但是都和美元贬值有关。73 年美国正式放弃布雷顿森林体系，尼克松政府宣布美元贬值 10%，美元泛滥，M2 在此一阶段明显较之前增长更快。但不同于 30 年代，美国此时并无通缩需要治理，反而是长期经济增长和越战带来的通胀压力日益明显。因此货币作用推动的商品上涨不再对经济产生正的作用，却产生了负的效果。从股市的反应来看，则是在 70 年和 75 年相继出现较大的调整，几乎抵消美国 60 年代的整体涨幅。

从产业的角度来看，70 年代的危机是与美国经济结构的调整有关的。80 年代之前的美国几大重要工业都面临很大的调整压力。正因为所面临的货币环境，产业环境均发生了极大地变化，才使得反周期的凯恩斯政策在 70 年代危机面前显得没有作用，而里根和保罗沃克的政策起效也是因为对当时的经济环境有针对性，就这一点来说，罗斯福新政和里根新经济的根本出发点是一致的。沃尔克坚定地推行旨在降低通胀的货币政

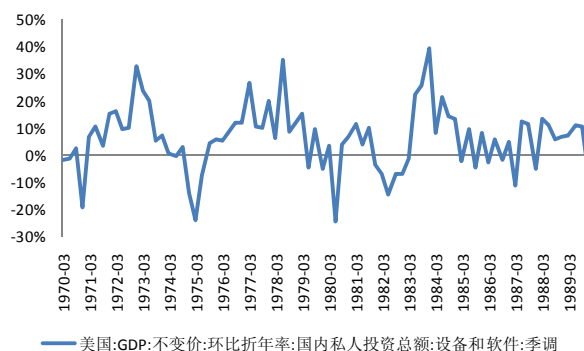
策，这使得 1980 年代初美国利率急剧上升，美元拆借利率平均从 1979 年的 11.2% 提高到 1981 年的 20%。但我们看到的实际情况则是，美国不仅较好地控制了通胀，同时还因为激励了国内新兴产业投资，失业率明显出现了下降。

图表 10: 美国失业率与 CPI (1980-1990)



数据来源：国联证券研究所，

图表 11: 美国设备投资的增长率 (1960-1989)



数据来源：国联证券研究所

因此我们可以理解美国目前量化宽松政策实施的目的并不像我们所知的那么简单。联储持续推出量化宽松政策必然还有其他目的。

考虑当前美国实际的通缩表现，美联储是希望通过货币环境的宽松降低实际利率，刺激消费和投资的，但是，联储不太容易在唤起通胀之后，并在恶性通胀之前平滑自己的货币政策。鉴于美联储不会轻易放弃其花费 30 年时间建立起来的反通胀信誉，我们倾向于认为如果美国在未来几个月内出现通胀见底回升的苗头，联储就会做出政策修正。

美元周期的问题则与我们关系更为密切。美联储应是默认美元大量流往新兴市场国家获取资本收益，IMF 数据显示，美国在海外的投资高达 20 万亿，国内 GDP 则是 14 万亿，海外资产增值对美国实际的利益更大，这也可以解释为什么美联储似乎并不担心投放货币并未到达实体经济。这里引发的另一问题就是，如果新兴市场国家对美国宽松政策的目的不引起警惕，对本国资产价格过快上涨不引起警惕的话，那么我们将面临的结果可能会是非常危险的。

最终美国经济政策转变与否可能演变为一场“泡沫赛跑”。因为量化宽松的政策不仅冲击新兴市场，亦会影响美国本国市场。美国股市本身也有泡沫成分在内。2011 年量化宽松能起的效果更为有限，10 年底到期的大规模减税计划是否延期也因美国两党之争而增添变数。如果美国经济

开始显现疲软，则联储将首先应对美国国内的泡沫，从而修正政策；而如果新兴市场未能有效控制本国资产价格的快速上升，则美国将可能持续保持货币宽松、贬值美元向新兴市场“泄洪”。

一周市场判断

本周市场最初两个交易日相当关键。上周联储会议过后，各国股市均明显做出正面反应，并且美元快速创出新低。但我们同时也可以看到这种反应并不稳定，美元在上周最后的交易日中出现了较大的反弹。我们仍然认为市场对联储会议的反馈会持续体现，从而在周中造成一定的跳水风险。

但是由于股指运行强势依然，成交量变化方面并未出现不利表现，期指尽管支持力度减弱，但尚未形成空头反击的力量，因此就短期内来看，可能不会出现过大的调整。但下周是经济数据公布时点，由于近期内货币政策冲击较多，投资者仍应警惕市场的冲击反应。指数高位震荡的可能性较高。

本周A股解禁

图表 12: 本周 A 股解禁

解禁日	代码	名称	流通数量 (万股)	占总股本比例	行业
2010-11-8	300100.SZ	双林股份	470	5.03%	交运设备
2010-11-8	300101.SZ	国腾电子	350	5.04%	交运设备
2010-11-8	300024.SZ	机器人	110.132	0.81%	机械设备
2010-11-8	601857.SH	中国石油	15752207.78	86.07%	采掘
2010-11-8	600393.SH	东华实业	29.2203	0.10%	房地产
2010-11-8	600966.SH	博汇纸业	11259.229	22.31%	轻工制造
2010-11-8	601717.SH	郑煤机	2800	4.00%	机械设备
2010-11-8	600837.SH	海通证券	346195.851	42.08%	金融服务
2010-11-8	600875.SH	东方电气	47355.6492	23.63%	机械设备
2010-11-8	002049.SZ	晶源电子	1390.1362	10.30%	电子元器件
2010-11-8	300099.SZ	尤洛卡	200	4.84%	机械设备
2010-11-8	002305.SZ	南国置业	6590.0952	13.73%	房地产
2010-11-8	002304.SZ	洋河股份	15558.2027	34.57%	食品饮料
2010-11-9	600988.SH	*ST 宝龙	876.558	8.80%	交运设备
2010-11-9	000627.SZ	天茂集团	20000	14.78%	医药生物
2010-11-9	000926.SZ	福星股份	18035.9071	25.40%	房地产
2010-11-9	000026.SZ	飞亚达 A	11141.5501	44.69%	轻工制造
2010-11-10	002028.SZ	思源电气	13944.172	31.71%	机械设备
2010-11-10	600496.SH	精工钢构	4200	10.85%	建筑建材

2010-11-10	002458.SZ	益生股份	540	5.00%	农林牧渔
2010-11-10	002460.SZ	赣锋锂业	500	5.00%	有色金属
2010-11-10	002459.SZ	天业通联	860	5.03%	机械设备
2010-11-11	002306.SZ	湘鄂情	3956	19.78%	餐饮旅游
2010-11-11	002039.SZ	黔源电力	1684.5024	12.01%	公用事业
2010-11-11	002307.SZ	北新路桥	3059.67	16.15%	建筑建材
2010-11-12	300103.SZ	达刚路机	327	5.00%	机械设备
2010-11-12	300102.SZ	乾照光电	590	5.00%	电子元器件
2010-11-12	300104.SZ	乐视网	500	5.00%	信息服务
2010-11-12	600822.SH	上海物贸	7434.5187	14.99%	商业贸易

数据来源：国联证券研究所，Wind

海内外市场纵览

图表 13: 海外市场纵览

指数名称	全球股票市场		
	最新收盘	一周涨跌	年初至今
上证综合指数	3129.497	5.06%	-4.51%
深圳成分指数	13733.36	2.74%	0.24%
沪深 300 指数	3520.798	4.17%	-1.53%
中小板综合指数	7628.875	3.61%	31.19%
创业板指数	1072.219	0.72%	10.17%
香港恒生指数	24876.82	7.71%	13.74%
标普 500 指数	1225.85	3.60%	9.93%
道琼斯工业指数	11444.08	2.93%	9.74%
NASDAQ 综合指数	2578.98	2.85%	13.65%
英国富时 100 指数	5875.35	3.53%	8.54%
法国 CAC40 指数	3916.73	2.17%	-0.50%
德国 DAX30 指数	6754.2	2.32%	13.37%
日经 225 指数	9625.99	4.60%	-8.73%

数据来源：国联证券研究所，Wind

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。