

策略研究报告

第一创业研究所

于海涛 S1080200010003

联系人: 刘刃

电话: 0755-82481511

邮件: liuren@fcsc.cn

全球货币博弈深化 A股面临机遇挑战

—市场周策略

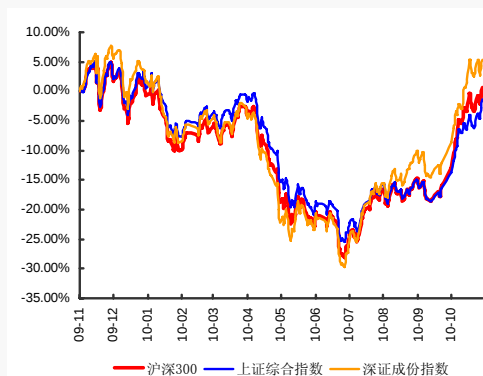
沪深300交易数据

年初涨跌幅: -1.53%
日最大涨幅: 3.78% (5/24)
日最大跌幅: -5.36% (4/19)

A股基本数据

A股流通市值(亿元): 182509.71
总市值(亿元): 326984.06
市场平均PE(09): 25.57
市场平均PE(10): 20.32

市场指数今年表现



要点:

- **经济平稳增长, 向好预期增强** 10月份PMI指数超季节规律上升, 表明我国制造业经济总体继续保持平稳增长, 向好预期增强。综合数据可以判断, 4季度出口回落速度可能低于我们之前预期, 在宏观经济环境方面, 内需强劲增长, 外需维持稳定的概率较大, 经济向好有一定支撑。不过, 原材料购进价格指数的大幅攀高增加了通胀上行压力。
- **美联储QE2启动, 主要经济体政策各异** 美联储公开市场操作例会(FOMC)11月3日宣布维持0-0.25%的基金利率不变, 同时宣布2次量化宽松的的方式是在2010年11月至2011年6月之间购买总规模为6000亿美元的长期国债。在此之后, 英日欧皆宣布维持宽松的货币政策。而处于另一端的新兴市场国家为了防范热钱冲击, 抑制通胀、资产泡沫, 不得不实行紧缩政策(印、澳上周宣布加息)。从目前来看, 由于各国复苏程度不一, 全球主要经济体政策同步的时期已经过去, 各国之间的博弈正在深化。
- **央行引导货币条件向常态回归** 央行在三季度货币政策执行报告中明确指出“要引导货币条件逐步从反危机状态向常态水平回归”。我们认为, 受海外热钱持续流入, 流动性充裕等因素影响, 国内通胀预期、资产价格泡沫正逐渐上行, 压力进一步增大。而经济基本面良好的复苏态势, 也赋予了央行更加灵活的货币调控空间。从趋势上看, 我们认为, 未来货币政策由“适度宽松”转向“稳健”, 甚至“从紧”将成为大概率事件。
- **对市场的判断** 外围市场的不确定性正在逐步降低, 由于联储资产购买规模接近预测下限, 我们判断未来美元在低位维持震荡概率较大, 甚至短期不排除阶段性反弹可能, 资本市场关注的重点将从流动性助推向经济基本面分析切换。从我国自身情况来看, 在经济复苏势头良好的前提下, 央行针对通胀、资产泡沫水平进行适度调控将成为未来工作的重点。市场对于政策紧缩的预期也将制约短线运行空间。我们判断本周在3000-3100点震荡整固概率偏大, 但在基本面因素不发生大的转变的情形下, 我们判断中长期仍将保持震荡上行。

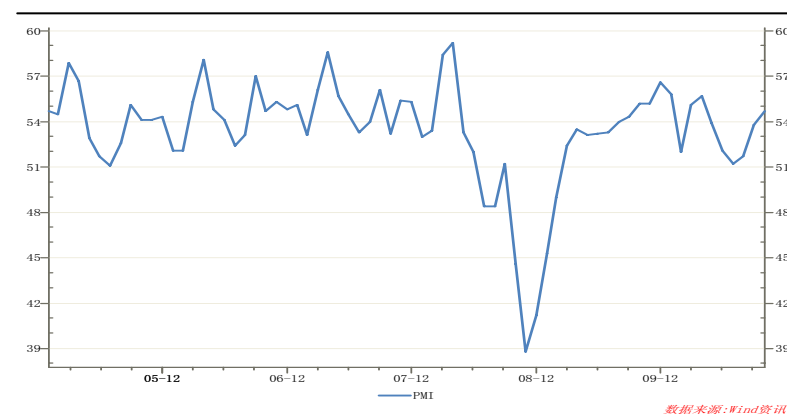


一、经济平稳增长，向好态势确立

国家统计局 11 月 1 日公布，2010 年 10 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 54.7%，高出上月 0.9 个百分点，超出市场预期。自 2009 年 3 月以来，该指数已连续二十个月位于临界点 50% 以上的扩张区间，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、主要原材料库存指数均有不同程度的提升，从业人员指数、供应商配送时间指数有所回落，但幅度都在 1% 以内。

10 月 PMI 总指数超季节规律上升，自 8 月份已连续三个月回升。结合较早前公布的三季度宏观经济数据，我们基本判定实体经济已稳步回升，向好预期增强。

图一、PMI 指数统计

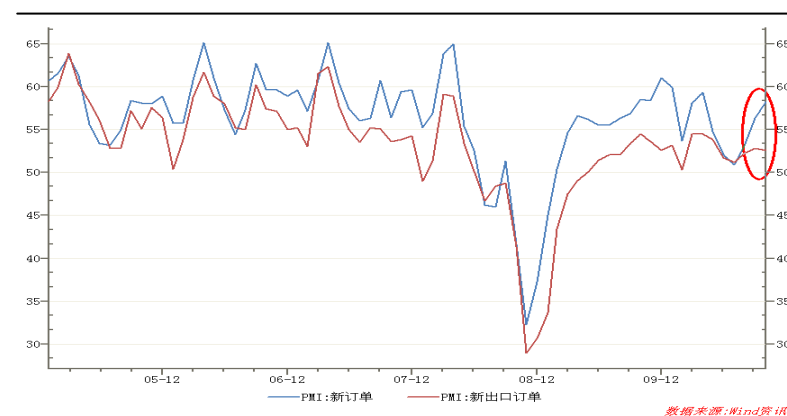


数据来源：第一创业证券 WIND

从分项数据来看，PMI 新出口订单指数维持平稳，而新订单指数则三个月持续上升。这表明，过去三个月中新订单指数的上升主要由内需订单所拉动，内需增长强劲。

从 11 月 4 日闭幕的广交会传来的初步数据显示，共有近 20 万名境外采购商到会，比上一届减少 2.32%，但比去年同期增加了 5.9%，成交额虽然仍未恢复至危机前水平，但比上届略有增长。我们判断，4 季度出口增速回落可能低于我们之前预期，在宏观经济环境方面，内需强劲增长，外需维持稳定的概率较大，经济向好有一定支撑。

图二、PMI 新订单、新出口订单统计



数据来源：第一创业证券 WIND



不过在 10 月份的 PMI 构成指数中，主要原材料购进价格指数攀高至 69.9%，比上月大幅提高 4.6 个百分点，为下半年以来的最高点。由于全球宽松的货币环境，导致流动性泛滥，大宗商品价格持续上涨，制造业企业生产成本压力显著加大，企业利润空间压缩；同时部分原材料供应紧张，给企业正常生产带来影响。通过该指数，我们判断 PPI 上行的压力加大，CPI、PPI 未来可能同时在高位运行，通胀将进一步加剧。

二、 美联储 QE2 启动，主要经济体政策各异

美联储公开市场操作例会（FOMC）11 月 3 日宣布维持 0-0.25% 的基金利率不变，同时宣布 2 次量化宽松的具体方式是在 2010 年 11 月至 2011 年 6 月之间购买总规模为 6000 亿美元的长期国债（平均期限是 5-6 年），速度约为每月 750 亿美元。此外维持已有的对 MBS 市场的再投资计划。按照这样的估计，二轮量化宽松的规模是 8500-9000 亿美元，平均每月购买量为 1100 亿美元。

美联储推出 QE2，意在进一步压低长期市场利率，降低政府、企业融资成本；同时支持资产价格，刺激通胀预期，以提升消费、投资。此次决议的规模基本符合市场之前的预期（5000-20000 亿），但接近于预测边界的下限。由于外汇市场及大宗商品市场已提前消化该预期，因此市场影响有限。

在此之后，英国央行货币政策委员会宣布维持 0.5% 的现行基准利率不变，同时维持量化宽松政策的资产购买规模于 2000 亿英镑不变。日本央行政策委员会决定将央行无担保隔夜贷款利率区间维持在 0.0%-0.1% 不变，并最终确定相关计划，根据新推出的 5 万亿日元资产购买方案购买信托基金。

欧洲央行宣布将基准利率维持在 1% 不变，同时将隔夜存款利率和隔夜贷款利率分别维持在 0.25% 与 1.75% 不变，但未就其非标准政策措施发表任何声明。

而处在另一端的新兴市场国家则在为“流动性泛滥”而烦恼，同样是在上周，印度和澳大利亚突然宣布加息，超出市场的预期。

综合以上，不难看出，由于各国经济复苏程度、通胀水平等不同，导致所面临的主要经济矛盾也截然不同，全球各经济体在货币政策取向上差异巨大。以美英日等为代表的发达经济体复苏缓慢，为进一步刺激经济，正通过宽松手段向市场源源不断地注入流动性。而新兴市场国家由于较好的经济基本面以及较大的货币升值空间，成为了全球资本的蓄水池，导致汇率压力加大，通胀高企。为了应对，当局不得不实行政策紧缩。从目前来看，全球主要经济体政策同步的时期已经过去，各国之间的博弈正在深化。

三、 央行引导货币条件向常态回归

根据央行上周发布的《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》，其指出“随着原有刺激措施逐步到期，发达经济体开始推出新的经济刺激措施，全球流动性和货币条件仍将宽松，主要经济体将持续放松货币政策刺激经济的预期强烈，大量资金可能向增长较快的新兴经济体流入。在流动性充裕和通胀预期较强的大背景下，富余资金必然寻找各种途径和出口，潜在的通胀压力须高度关注”，同时指出“要引导货币条件逐步从反危机状态向常态水平回归”。



从报告中我们可以解读出以下几点:

- (一) 由于发达经济体新的刺激手段推出,全球流动性充裕的局面短期难以改变,热钱对于新兴市场国家的冲击将进一步加大,输入型通胀压力将显著增强。
- (二) 国际间贸易的不平衡,以及人民币挂钩美元走势,使得人民币升值面临的外部压力巨大。人民币在中长期仍将保持稳步升值态势,热钱未来将加速涌入我国。
- (三) 由于之前宽松货币政策以及热钱流入等因素的影响,国内CPI已处于高位运行,10月份的CPI更可能创出年内新高,实际负利率水平仍在加剧,通胀预期强烈。
- (四) 经济基本面复苏稳健,向好预期增强,为央行制定货币政策提供了更加灵活的操作空间。

综上所述,我们认为,未来货币政策由“适度宽松”转向“稳健”,甚至“从紧”将成为大概率事件。而在具体工具选择上,央行将根据经济增长与通胀水平权衡考虑,政策空间仍较大。

四、 对市场的判断

随着美联储2轮量化宽松政策定案,各主要经济体货币政策相继敲定,国际环境的不确定性正在逐步降低。整体来看,发达经济体仍复苏迟缓,为了进一步刺激经济,纷纷重新采取量化宽松政策向市场注入流动性,全球货币充裕的局面将继续维持。

但由于在此之前,市场已形成充分预期,且联储资产购买量靠近预期边界的下限,因此对于市场短期并未形成较大规模的冲击。从美元指数的走势上我们可以看到,自从量化宽松预期形成以来,美元节节走低,而在政策正式宣布后,虽美元下探到75.63的年内新低,但第二日即出现反弹。我们认为美元指数未来可能维持在低位震荡,甚至出现阶段性反弹,资本市场关注的重点将从流动性助推向经济基本面分析切换。

反观国内环境,目前的不确定性更多地集中在政策层面。如之前所述,由于国内流动性充裕,热钱大量涌入,使得通胀预期不断加强,加之国内较为稳定的经济基本面,央行出于控制通胀预期和资产泡沫考虑,有可能也有必要采取一定程度的紧缩。本周即将公布的10月经济数据,CPI可能创出年内新高,并突破加息临界点,如此一来,市场对于央行的紧缩预期将更为强烈。

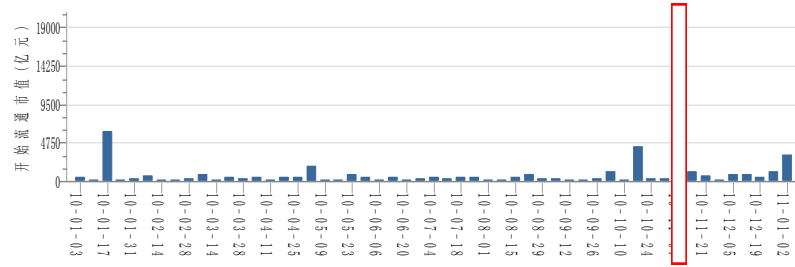
结合上周市场走势我们也可以发现,量化宽松给A股带来的并不是资源类股票的暴涨,反而出现了不少获利了结情形,反映出市场短期的分歧在加大。我们认为,在市场强势上攻后,由于外围并未出现超预期的因素,以及出于对我国货币政策收紧的担忧,市场短期内将围绕3000-3100点震荡整固,但在基本面因素不发生大的转变的情形下,我们判断中长期仍将保持震荡上行。

五、 限售股: 本周共有20026亿市值解禁

本周限售股解禁压力比上周急剧加大,共有1627.22亿股解禁,解禁市值为20026亿元,解禁股市值超过10亿元的有9家,其中中国石油解禁市值18886.90亿,海通证券解禁市值为426.86亿,洋河股份解禁市值354.42亿,本周限售股解禁对市场压力非常巨大。



图六、2010 周 A 股流通市值对比



数据来源: Wind资讯

数据来源: 第一创业证券 WIND

表 1、限售股解禁情况一览

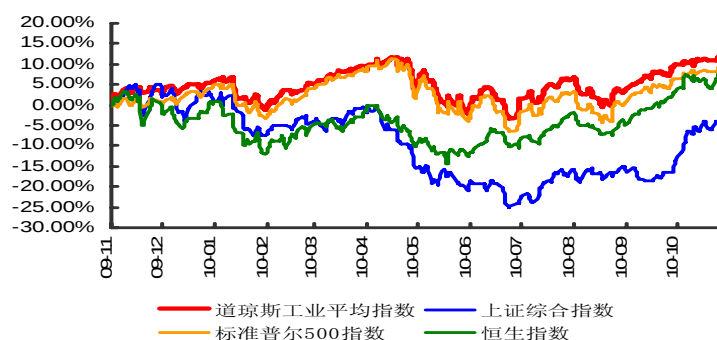
股票代码	股票简称	可流通时间	本期流通数(万股)	价格	市值(万元)	待流通数量(万股)	流通股份类型
002305.SZ	南国置业	2010-11-8	6,590	13.80	90,943	36,610	首发原股东限售股份
002304.SZ	洋河股份	2010-11-8	15,558	227.80	3,544,159	24,482	首发原股东限售股份
002049.SZ	晶源电子	2010-11-8	1,390	13.96	19,406	3,722	股权分置限售股份
300024.SZ	机器人	2010-11-8	110	37.88	4,172	5,920	首发原股东限售股份
300100.SZ	双林股份	2010-11-8	470	37.85	17,790	7,000	首发机构配售股份
300099.SZ	尤洛卡	2010-11-8	200	91.80	18,360	3,100	首发机构配售股份
601717.SH	郑煤机	2010-11-8	2,800	35.40	99,120	56,000	首发机构配售股份
300101.SZ	国腾电子	2010-11-8	350	85.59	29,957	5,200	首发机构配售股份
600966.SH	博汇纸业	2010-11-8	11,259	9.53	107,300	0	股权分置限售股份
601857.SH	中国石油	2010-11-8	15,752,208	11.99	188,868,971	40,000	首发原股东限售股份
600875.SH	东方电气	2010-11-8	47,356	38.14	1,806,144	23,986	定向增发机构配售股份
600393.SH	东华实业	2010-11-8	29	7.19	210	1,053	股权分置限售股份
600837.SH	海通证券	2010-11-8	346,196	12.33	4,268,595	0	股权分置限售股份
000627.SZ	天茂集团	2010-11-9	20,000	6.47	129,400	8,200	股权分置限售股份
000926.SZ	福星股份	2010-11-9	18,036	10.99	198,215	579	股权分置限售股份
000026.SZ	飞亚达 A	2010-11-9	11,142	15.66	174,477	4	股权分置限售股份
600988.SH	*ST 宝龙	2010-11-9	877	11.33	9,931	2,888	股权分置限售股份
002458.SZ	益生股份	2010-11-10	540	31.68	17,107	8,100	首发机构配售股份
600496.SH	精工钢构	2010-11-10	4,200	13.77	57,834	0	定向增发机构配售股份
002460.SZ	赣锋锂业	2010-11-10	500	59.76	29,880	7,500	首发机构配售股份
002028.SZ	思源电气	2010-11-10	13,944	26.50	369,521	322	股权分置限售股份
002459.SZ	天业通联	2010-11-10	860	28.75	24,725	12,800	首发机构配售股份
002306.SZ	湘鄂情	2010-11-11	3,956	24.35	96,329	11,044	首发原股东限售股份
002039.SZ	黔源电力	2010-11-11	1,685	21.63	36,436	2	追加承诺限售股份
002307.SZ	北新路桥	2010-11-11	3,060	25.80	78,939	11,135	首发原股东限售股份
600822.SH	上海物贸	2010-11-12	7,435	10.73	79,772	4,255	定向增发机构配售股份
300102.SZ	乾照光电	2010-11-12	590	84.13	49,637	8,850	首发机构配售股份
300103.SZ	达刚路机	2010-11-12	327	41.38	13,531	4,900	首发机构配售股份
300104.SZ	乐视网	2010-11-12	500	38.38	19,190	7,500	首发机构配售股份



六、 海外市场——复苏之路漫长而艰难

美国劳工部上周五公布的数据显示，今年 10 月份美国非农业部门失业率与上月持平，依旧保持在 9.6% 的高位。美国 9 月份成屋签约销售三个月来首次下滑，因为抵押贷款文件造假导致止赎业务暂停，拖累了住房市场的销售。美国全国地产经纪商协会上周五称，9 月份成屋签约销售指数下滑 1.8%，至 80.9，较上年同期的 107.8 下降 24.9%。总体来看，欧美经济虽然出现了部分“绿芽”，但复苏步伐仍相当迟缓，复苏之路漫长而艰难。鉴于美国经济目前缓慢的复苏态势，今年美国的失业率将继续维持在高位。而二轮量化宽松政策究竟对经济增长、失业有多大帮助，我们拭目以待。

图七、道琼斯工业指数、标普 500 与恒生及上证近一年走势叠加



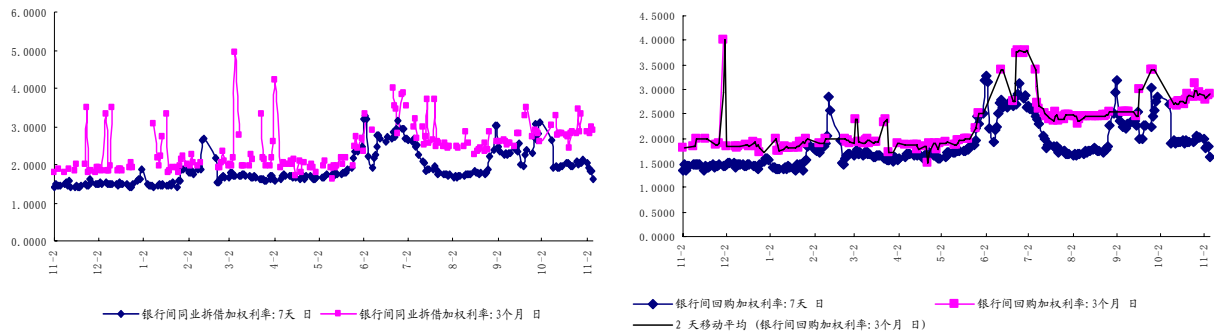
数据来源：第一创业证券 WIND

表 2、全球指数上周涨幅

日期	收盘价	一周涨跌%	年初以来涨跌%
恒生指数	24876.82	7.71	15.72
恒生中国企业指数	14107.29	7.13	12.58
上证综合指数	3129.50	5.06	-4.08
印孟买 Sensex30 指数	21004.96	4.86	21.11
东京日经 225 指数	9625.99	4.60	-8.73
沪深 300	3520.80	4.17	-1.07
标准普尔 500 指数	1225.85	3.60	8.83
伦敦金融时报 100 指数	5875.35	3.53	8.85
韩国综合指数	1938.96	2.97	15.22
道琼斯工业平均指数	11444.08	2.93	8.49
深证成份指数	13733.36	2.74	0.65
德国法兰克福 DAX 指数	6754.20	2.32	13.37

七、 主要关注数据

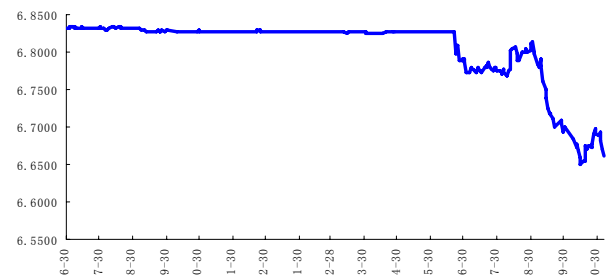
利率、汇率：



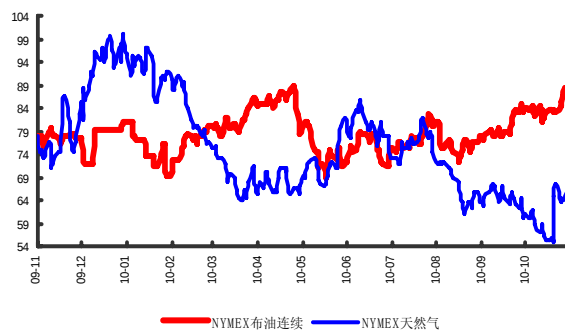
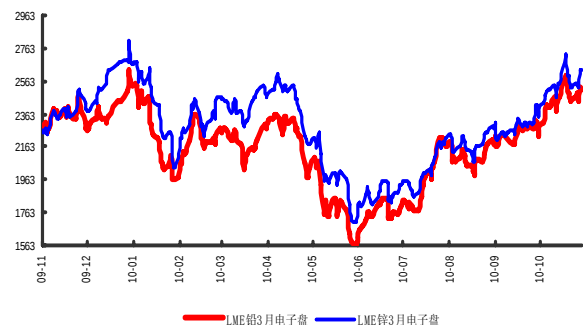
美元指数 日



美元兑人民币: 中间价 日



大宗商品:

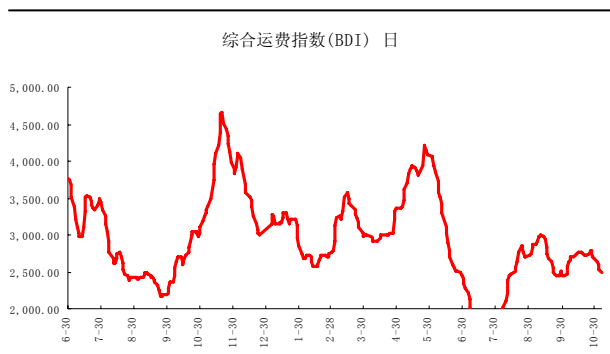


国际现货黄金





运价指数:



市场估值:

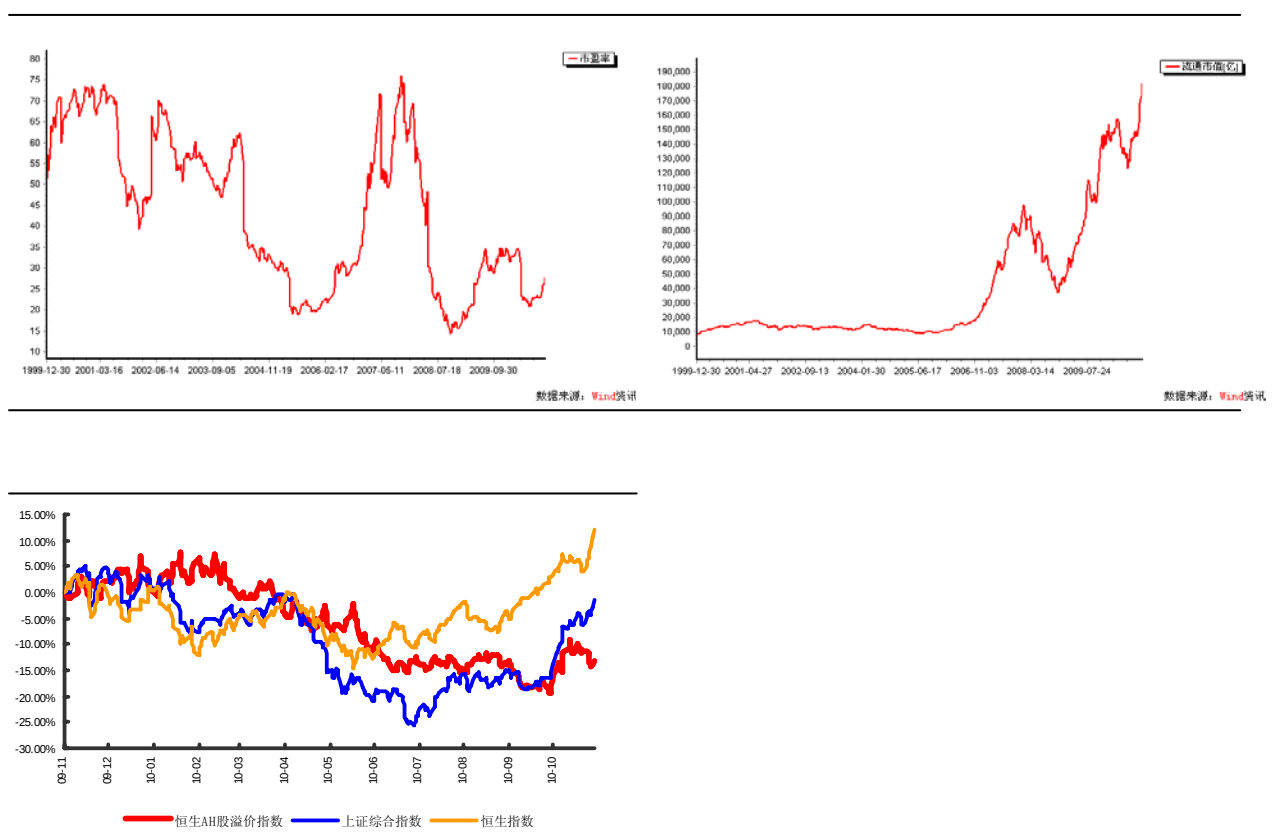


表 3、AH 详细比价一览

名称	A 股代码	最新	H 股代码	最新	A 股/H 股	H 股/A 股
建设银行	601939.SH	5.34	0939.HK	8.30	0.64	1.55
农业银行	601288.SH	2.89	1288.HK	4.40	0.66	1.52
招商银行	600036.SH	15.44	3968.HK	23.35	0.66	1.51
中国平安	601318.SH	62.49	2318.HK	88.90	0.70	1.42
交通银行	601328.SH	6.36	3328.HK	8.98	0.71	1.41
工商银行	601398.SH	4.82	1398.HK	6.74	0.72	1.40
中国南车	601766.SH	7.03	1766.HK	9.66	0.73	1.37



鞍钢股份	000898.SZ	9.49	0347.HK	12.92	0.73	1.36
中国银行	601988.SH	3.60	3988.HK	4.85	0.74	1.35
中国人寿	601628.SH	26.84	2628.HK	35.40	0.76	1.32
中国铁建	601186.SH	7.61	1186.HK	9.94	0.77	1.31
民生银行	600016.SH	5.68	1988.HK	7.39	0.77	1.30
海螺水泥	600585.SH	26.01	0914.HK	33.30	0.78	1.28
中国神华	601088.SH	29.34	1088.HK	37.05	0.79	1.26
中国中铁	601390.SH	4.98	0390.HK	6.19	0.80	1.24
宁沪高速	600377.SH	7.67	0177.HK	9.41	0.82	1.23
中国太保	601601.SH	26.59	2601.HK	32.20	0.83	1.21
马钢股份	600808.SH	4.00	0323.HK	4.73	0.85	1.18
青岛啤酒	600600.SH	36.71	0168.HK	43.40	0.85	1.18
中煤能源	601898.SH	12.88	1898.HK	14.28	0.90	1.11
东方电气	600875.SH	38.14	1072.HK	42.20	0.90	1.11
皖通高速	600012.SH	6.68	0995.HK	7.26	0.92	1.09
中兴通讯	000063.SZ	28.80	0763.HK	30.70	0.94	1.07
中信银行	601998.SH	5.96	0998.HK	6.22	0.96	1.04
中海发展	600026.SH	12.64	1138.HK	12.78	0.99	1.01
潍柴动力	000338.SZ	123.50	2338.HK	107.30	1.15	0.87
中国石油	601857.SH	11.99	0857.HK	10.24	1.17	0.85
广深铁路	601333.SH	3.95	0525.HK	3.36	1.18	0.85
中国石化	600028.SH	9.22	0386.HK	7.83	1.18	0.85
深高速	600548.SH	5.63	0548.HK	4.72	1.19	0.84
中国中冶	601618.SH	4.76	1618.HK	3.85	1.24	0.81
中国远洋	601919.SH	11.87	1919.HK	9.56	1.24	0.81
四川成渝	601107.SH	7.51	0107.HK	6.00	1.25	0.80
兖州煤业	600188.SH	30.85	1171.HK	24.60	1.25	0.80
晨鸣纸业	000488.SZ	8.75	1812.HK	6.86	1.28	0.78
金风科技	002202.SZ	24.93	2208.HK	19.26	1.29	0.77
紫金矿业	601899.SH	10.31	2899.HK	7.93	1.30	0.77
中海油服	601808.SH	19.63	2883.HK	14.60	1.34	0.74
中海集运	601866.SH	4.72	2866.HK	3.48	1.36	0.74
中国国航	601111.SH	15.04	0753.HK	10.70	1.41	0.71
华能国际	600011.SH	6.43	0902.HK	4.42	1.45	0.69
广船国际	600685.SH	27.88	0317.HK	17.42	1.60	0.62
中国铝业	601600.SH	12.60	2600.HK	7.84	1.61	0.62
广州药业	600332.SH	14.56	0874.HK	8.50	1.71	0.58
上海电气	601727.SH	9.99	2727.HK	5.60	1.78	0.56
江西铜业	600362.SH	45.32	0358.HK	25.10	1.81	0.55
ST 科龙	000921.SZ	7.52	0921.HK	4.10	1.83	0.55
东方航空	600115.SH	8.91	0670.HK	4.78	1.86	0.54
北辰实业	601588.SH	4.21	0588.HK	2.24	1.88	0.53
重庆钢铁	601005.SH	4.44	1053.HK	2.30	1.93	0.52



南方航空	600029.SH	11.64	1055.HK	5.48	2.12	0.47
山东墨龙	002490.SZ	20.88	0568.HK	9.65	2.16	0.46
昆明机床	600806.SH	11.93	0300.HK	5.48	2.18	0.46
华电国际	600027.SH	4.12	1071.HK	1.85	2.23	0.45
大唐发电	601991.SH	7.36	0991.HK	3.18	2.31	0.43
S 上石化	600688.SH	8.71	0338.HK	3.72	2.34	0.43
新华制药	000756.SZ	8.55	0719.HK	3.47	2.46	0.41
创业环保	600874.SH	7.30	1065.HK	2.82	2.59	0.39
*ST 北人	600860.SH	7.33	0187.HK	2.72	2.69	0.37
S 仪化	600871.SH	10.05	1033.HK	3.45	2.91	0.34
经纬纺机	000666.SZ	9.76	0350.HK	3.33	2.93	0.34
东北电气	000585.SZ	5.17	0042.HK	1.65	3.13	0.32
ST 洛玻	600876.SH	7.90	1108.HK	2.23	3.54	0.28
南京熊猫	600775.SH	9.29	0553.HK	2.25	4.13	0.24

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120