

通胀红利与紧缩忧虑之间的投资选择

主要观点：

始于 2319 点的中级反弹没有结束，短期趋势维持探底企稳、区域震荡。

★ 紧缩忧虑未改流动性充裕现状

G20 各国领导人在《首尔宣言》中承诺降低了市场对“货币战争”的预期，并对美元持续贬值形成一定的舆论压力。短期市场影响中性。

欧元区危机的抬头提升了市场对美元的避险性需求。因此近期美元反弹更多是因为阶段性避险需求上升，而非定量宽松预期下降，全球流动性充裕的局面未改。美元反弹对全球商品市场与股市的负面影响力度将较为有限。

★ 行政干预是控通胀的后续“忧虑点”

货币政策紧缩对流动性的影响需要时间积累。目前我们更忧虑发改委介入严控通胀，出现类似于 2008 年年初的行政性价格管制，其对市场的冲击大于需要时间积累的货币政策紧缩。此“忧虑点”尚未在上周五的暴跌中完全释放，因此，短期内大盘趋势依然存在惯性下探震荡反复的过程。

★ “储蓄逃亡”支撑流动性

10 月居民户新增存款为-7003 亿元，创单月存款增加额的历史新低。这一数据显示在抗通胀背景下，居民资产配置方向正在偏离银行存款。我们认为“储蓄逃亡”将提供股市流动性支持，大盘持续下跌空间有限。

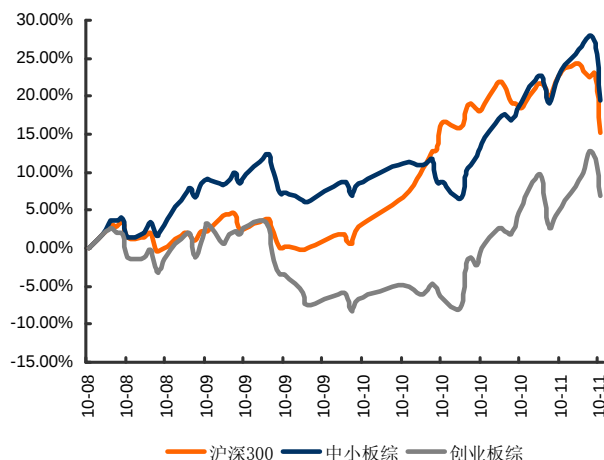
★ 需要关注股市对通胀的“先扬后抑”效应

通胀初期物价上涨推动盈利、充裕流动性抬升估值；而通胀不断走高，企业成本增加、货币收缩将导致大盘回落。CPI 上升导致大盘“先扬后抑”的临界点在 4% 与 6%。因此，虽然短期流动性依然对股市构成支撑，但需密切关注通胀发展态势，中期谨防 CPI 持续上升可能对大盘带来的“先扬后抑”效应。

投资策略：沿通胀主线决定行业取舍

- ★ 我们认为本周在大盘震荡中应避免情绪化的操作。策略建议的原则是适当控制仓位，沿通胀主线调整持仓结构。
- ★ 在通胀红利与紧缩忧虑的震荡期，市场的风格很可能会再次由周期品转回到消费品。
- ★ 中游行业面临成本快速上升的压力，短期难以快速通过提高价格等措施来传导成本压力。另外，缺乏定价能力或者是价格受国家政策限制的企业短期盈利能力面临考验。
- ★ 有色金属、煤炭、农业等上游资源品最先受益通货膨胀。在 CPI 上行的初期和中期，实际利率的下降将增强消费者的支出意愿，商业零售、食品饮料等行业的利润能够得以改善，医药行业定价能力提高有利于行业成长性的延续。
- ★ 选股策略方面，我们建议重点关注食品饮料、医药、商业零售等受益于通胀、稳定增长型行业内强势个股的波段操作机会。同时上游煤炭、有色金属行业内估值合理、存在资产注入预期的个股也是本周逢低吸纳的优选投资标的。建议规避电子元器件、汽车、电力、石化等中游制造或受国家价格管制行业内个股。注意回避前期暴涨题材股回落的结构性风险。

图 1：最近 3 个月沪深 300 指数、中小板综指、创业板综指表现

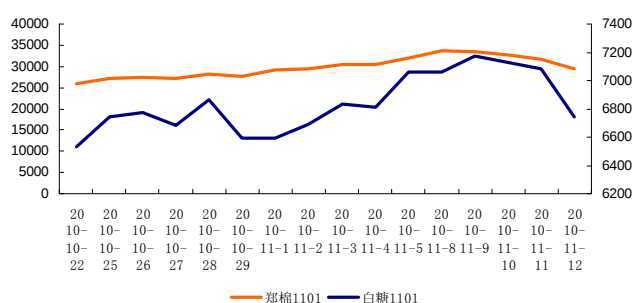


上周沪深 300 指数上涨-6.20%；中小板综指上涨-3.44%；创业板综指上涨 1.27%。上周市场先扬后抑，周五走出暴跌行情。主要原因是由于 10 月份 CPI 超预期之后，市场忧虑货币紧缩政策加码。在上周的策略周刊中，我们曾经明确的提示市场：“历史实证分析显示，货币活化 M1-M2 峰值提前大盘阶段高位 2 个月，据此推算，11 月中下旬大盘可能面临较大的调整压力”。帮助投资者回避了上周市场的急跌风险。

数据来源：Wind 资讯

一、数据领航：商品主力合约领跌、消费板块抗跌

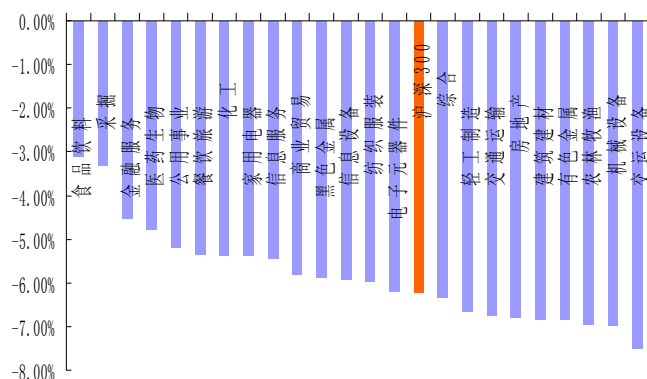
图 1：郑棉 1101、白糖 1101 等商品主力合约开盘跌停



国内农产品 11 月 12 日全线下跌，白糖、棉花跌停，豆类、谷物也均大幅探低。目前国内主要农产品价格均升至历史高位，而为了稳定粮食价格国内出台各项调控措施，国储部门加紧对谷物、糖类的抛储，对棉花价格的持续攀升也不断发出警示性信息。商品期货合约的开盘跌停，成为 A 股市场暴跌的导火索。

数据来源：Wind 资讯

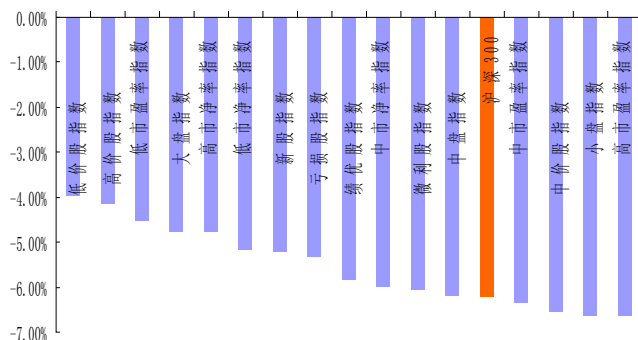
图 2：上周五食品饮料、医药生物等消费板块相对抗跌



上周五各行业板块全线下跌，交运设备、机械设备、农林牧渔、有色金属跌幅大于沪深 300 指数。但是食品饮料、医药生物、餐饮旅游等消费板块明显抗跌。采掘行业由于估值支撑也相对抗跌。

数据来源：Wind 资讯

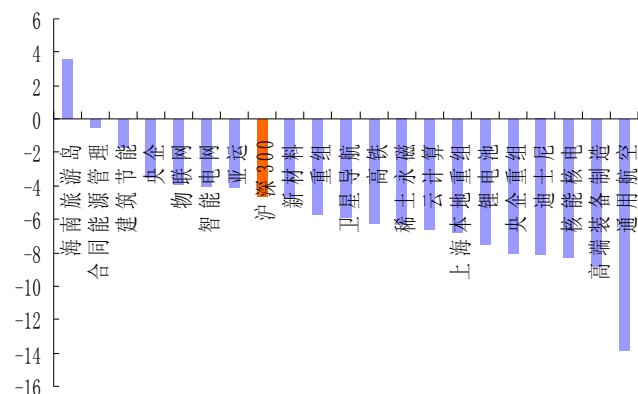
图 3：上周五高市盈率小盘股跌幅居前



上周五高市盈率、小盘股跌幅居前，而低价、低市盈率、大盘股相对抗跌。显示在市场出现系统性风险之时，大盘低市盈率板块相对安全边际对资金呈现了一定吸引力，但小盘高市盈率板块震荡幅度明显加大。

数据来源：Wind 资讯

图 4： 上周概念板块整体跌幅基本大于沪深 300 指数



上周市场普跌对各概念板块形成严峻考验，海南旅游岛板块由于启动时间较晚，全周仍保持上涨，工业节能板块相对抗跌，其余概念板块全军覆没。其中洪都航空在资产注入澄清公告后连续跌停对通用航空及重组板块打击较大。

数据来源：Wind 资讯

二、趋势判断：探底企稳、区域震荡

1、宏观环境：紧缩忧虑未改流动性充裕现状

- ★ 美元反弹是避险需求上升，而非定量宽松预期下降

G20 各国领导人在《首尔宣言》中承诺：采取更多由市场决定的反映经济基本面的汇率政策，避免采取竞争性贬值措施。发达经济体、特别是主要储备货币发行经济体应该对过度流动性风险和汇率无序波动保持警惕。这降低了市场对“货币战争”的预期，并对美元持续贬值形成一定的舆论压力。短期市场影响中性。

深陷债务危机的爱尔兰日益显现“病入膏肓”的特征，欧元区经济今年第三季度环比增长 0.4%，复苏步伐较前一季度明显放慢。欧元区危机的抬头提升了市场对美元的避险性需求。因此近期美元反弹更多是因为阶段性避险需求上升，而非定量宽松预期下降，全球流动性充裕的局面未改。美元反弹对全球商品市场与股市的负面影响力度将较为有限。

★ 行政干预是控通胀的后续“忧虑点”

10 月份超预期的 CPI、前三季度超量投放的信贷规模、存款准备金率的上调、一年期央票发行利率的上升，使得市场产生紧缩政策加码的预期乃情理之中。对此我们前期已经反复强调。而货币政策紧缩对流动性的影响需要时间积累。目前我们更忧虑发改委介入严控通胀，出现类似于 2008 年初的行政性价格管制，其对市场的冲击大于需要时间积累的货币政策紧缩。此“忧虑点”尚未在周五的暴跌中完全释放，因此，短期内大盘趋势依然存在惯性下探震荡反复的过程。

图 5 CPI、PPI

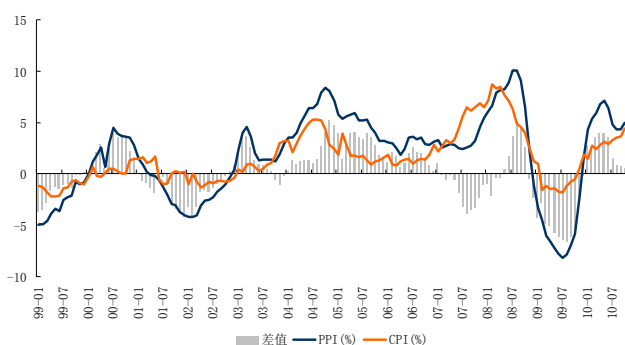
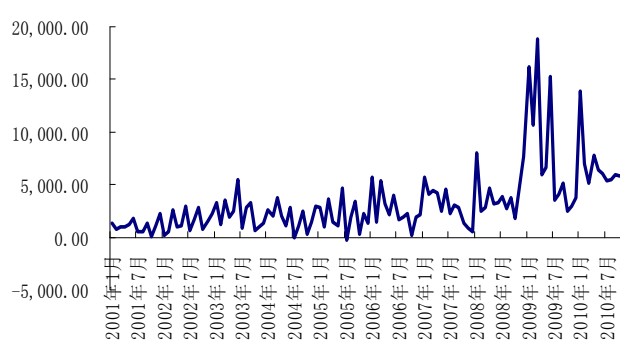


图 6 人民币月度新增贷款（亿元）



数据来源：Wind 资讯

图 7：一年期央票发行利率 (%)

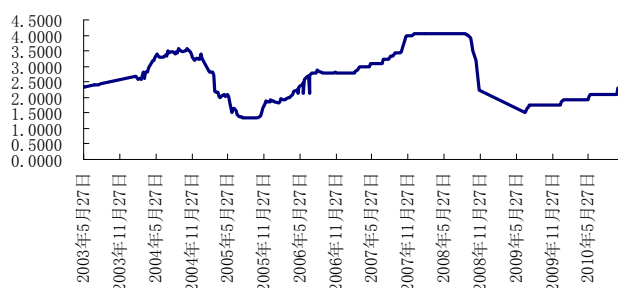
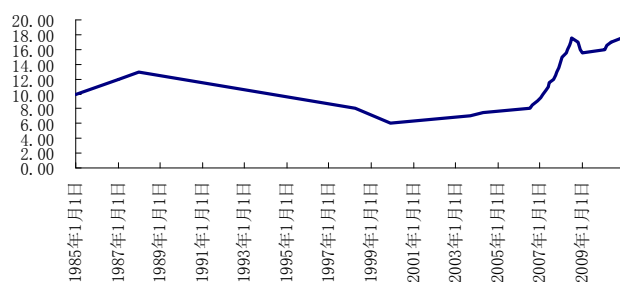


图 8 存款准备金率 (%)



数据来源：Wind 资讯

2、市场分析：抗通胀，股票投资需求仍将释放

★ “储蓄逃亡” 支撑流动性

我们上周指出：货币活化 M1-M2 峰值提前大盘阶段高位 2 个月，据此推算，11 月中下旬大盘可能面临较大的调整压力。这一判断目前已经被市场验证。不过央行 11 日发布的数据显示，10 月份，新增人民币存款 1769 亿元，明显低于 9 月 1.45 万亿元和去年同期 2897 亿元，环比更大幅下降 88%。当月居民户新增存款为-7003 亿元，创单月存款增加额的历史新低。这一数据显示在抗通胀背景下，居民资产配置方向正在偏离银行存款。我们认为“储蓄逃亡”将提供股市流动性支持，大盘持续下跌空间有限。

图 9：居民存款当月增加值（万元）

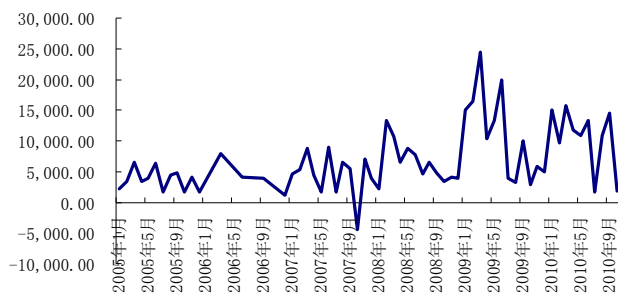
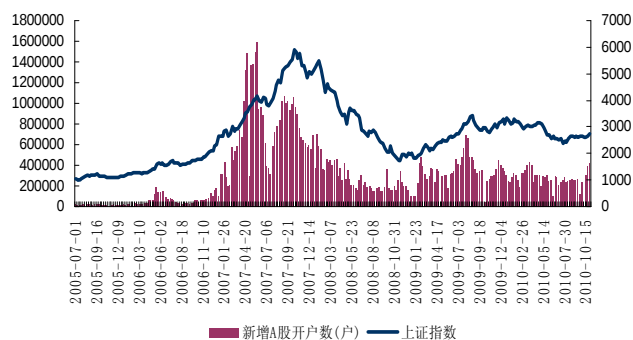


图 10 新增 A 股开户数与 5.30 峰值仍有距离



数据来源：Wind 资讯

★ 需要关注股市对通胀的“先扬后抑”效应

通过观察 2002-2004 年、2006-2007 年两个通胀周期内 CPI 与大盘的关系我们发现：相对于 CPI 上升，上证综指均“先扬后抑”特征明显。通胀初期物价上涨推动盈利、充裕流动性抬升估值；而通胀不断走高，企业成本增加、货币收缩将导致大盘回落。而 CPI 上升导致大盘“先扬后抑”的临界点在 4% 与 6%。因此，虽然短期流动性依然对股市构成支撑，但需密切关注通胀发展态势，谨防 CPI 持续上升可能对大盘带来的“先扬后抑”效应。

图 11: CPI 与上证指数

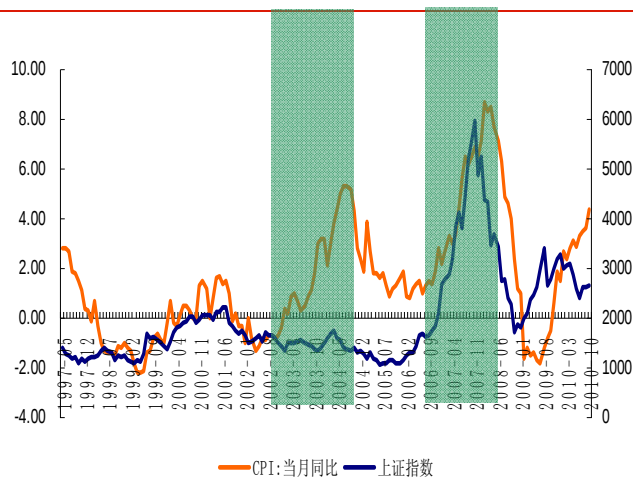
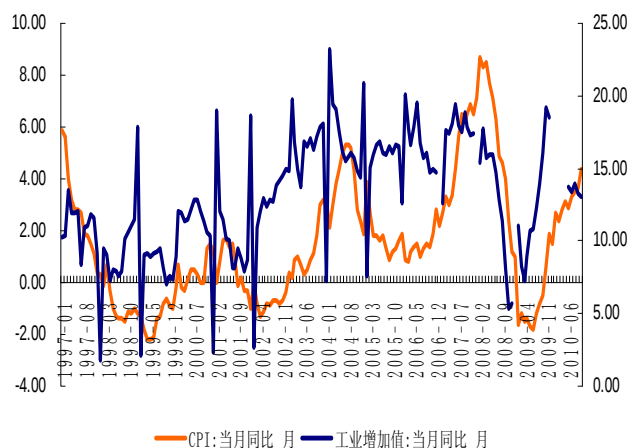


图 12: CPI 与工业增加值



数据来源: Wind 资讯

三、 主题投资研究: 通胀期的行业投资选择

- ★ 我们认为, 食品作为 CPI 重要构成是本轮通胀的最主要推动力。而美元的贬值、美联储的第二轮量化宽松货币政策以及气候异常导致的粮食减产对国内食品、CPI 的传导仍在进行中。
- ★ 美元汇率走低、流动性二次泛滥、新兴经济体恢复高增长对基础能源和原材料的需求增长, 导致原油、有色金属等后续的价格上涨压力依然存在。
- ★ 在高通胀背景下, 行业盈利将出现明显分化。一方面, 中游行业面临成本快速上升的压力, 短期难以快速通过提高价格等措施来传导成本压力。另外, 缺乏定价能力或者是价格受国家政策限制的企业短期盈利能力面临考验。整体看, 通胀期需要回避电子元器件、汽车、电力、石化等行业。
- ★ 在通胀红利与紧缩忧虑的震荡期, 市场的风格很可能会再次由周期品转回到消费品。
- ★ 有色金属、煤炭、农业等上游资源品最先受益通货膨胀。在 CPI 上行的初期和中期, 实际利率的下降将增强消费者的支出意愿, 商业零售、食品饮料等行业的利润能够得以改善, 医药行业定价能力提高有利于行业成长性的延续。

四、投资策略：沿通胀主线决定行业取舍

- ★ 基于本周市场“探底企稳，区间震荡”的短期趋势判断。我们认为本周在大盘震荡中应避免情绪化的操作。策略建议的原则是适当控制仓位，沿通胀主线调整持仓结构。
- ★ 选股策略方面，我们建议重点关注食品饮料、医药、商业零售等受益于通胀、稳定增长型行业内强势个股的波段操作机会。同时上游煤炭、有色金属行业内估值合理、存在资产注入预期的个股也是本周逢低吸纳的优选投资标的。建议规避电子元器件、汽车、电力、石化等中游制造或受国家价格管制行业内个股。注意回避前期暴涨题材股回落的结构性风险。

表 1：上证策略周刊投资组合

（单位：元）

证券代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS	关注理由
600650	美罗药业	生物医药	0.77	0.23	0.43	看好仿制药走向国际的发展道路，公司已经形成符合自身特点的外向型发展模式。未来国内特色品种增长以及仿制药的国际化是公司业绩增长的两大推动力。
002124	天邦股份	农林牧渔	0.76	0.69	1.01	公司前期对生物制品业务投入较多，此项业务尚处于培育发展阶段，预计2011年开始实质性提升公司业绩。未来发展空间巨大，建议中线关注。
002398	建研集团	建筑材料	0.72	0.86	1.30	我国海峡西岸经济区建设综合技术服务的龙头企业，减水剂业务未来将成为推动业绩增长的主要动力。考虑到公司在第三代减水剂领域具有较强的技术优势，目前股价存在低估。
000861	海印股份	商业地产	0.29	0.53	0.77	公司商业物业经营板块最近维持了较快的扩张速度。未来业绩弹性可能在于公司储备项目扩张速度与中华广场回报的超预期。目前公司股价存在较明显的低估。
600517	置信电气	节能材料	0.41	0.59	0.74	新一轮农网改造为非晶合

						金变压器替代硅钢变压器提供了机遇；各省合资公司订单稳步增长；未来风电变压器市场空间巨大。按 2010 年 30 倍 PE 估值，股价具有 20%左右的上升空间。
000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56	经销商目前的库存低显示产品畅销。有可能在今年中秋节前后推出永福酱酒且预计零售价接近茅台酒。在行业内部的估值提升空间居前。

数据来源：上海证券

图 13：上证投资策略周刊组合表现回顾

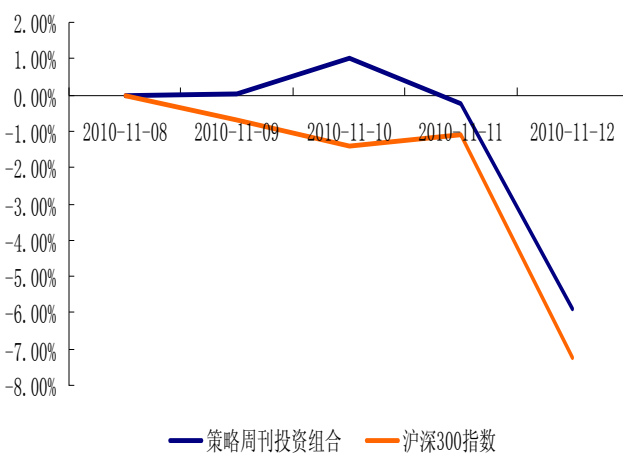
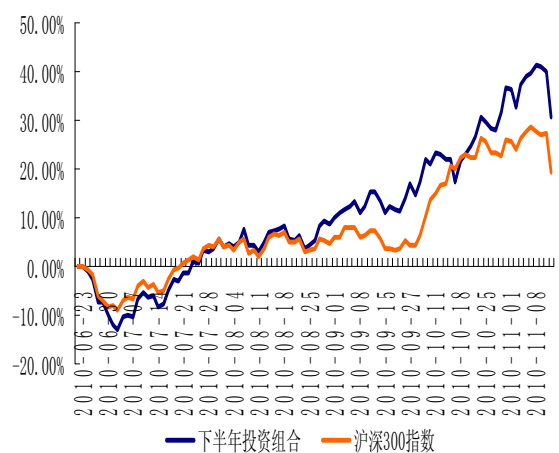


图 14：中期策略投资组合表现回顾



数据来源：Wind 资讯

表 2：上证 2010 年中期策略投资组合

（单位：元）

代码	证券名称	所属行业	09EPS	10EPS	11EPS	期间表现 (6.23-最新)(%)	期间表现 (6.30-最新)(%)	关注理由
000425	徐工机械	工程机械	2.01	2.55	3.09	56.85	63.01	汽车起重机、压路机、摊铺机和泵车等产品销售火爆，基建领域需求对业绩也形成支撑，未来公司竞争力提升的重要看点是治理结构改革，合理定位在 48-52 元。

000858	五粮液	食品饮料	0.86	1.25	1.56	42.75	51.85	经销商目前的库存水平低显示产品畅销。有可能在今年中秋节前后推出永福酱酒且预计零售价接近茅台酒。在行业内部的估值提升空间居前。
000861	海印股份	商业地产	0.29	0.53	0.77	64.67	72.61	公司商业物业经营板块最近维持了较快的扩张速度。未来业绩弹性可能在于公司储备项目扩张速度与中华广场回报的超预期。目前公司股价存在较明显的低估。
000983	西山煤电	采掘	0.92	1.42	1.83	18.67	41.09	上半年公司业绩0.54元，公司业绩低于预期主要是由于兴县斜沟矿的产量低于预测。下半年斜沟矿的洗精煤、洗混煤产量有望逐渐增加，年盈利有望好于上半年，估值优势依然存在。
002089	新海宜	通信设备	0.38	0.63	0.86	23.04	31.78	公司业绩未来面临接配主业、软件外包、视频监控等多点驱动。多元化战略将带来业绩爆发力。目前动态PE低于行业均值。
002124	天邦股份	农林牧渔	0.39	0.34	0.45	18.47	30.60	公司前期对生物制品业务投入较多，此项业务尚处于培育发展阶段，预计2011年开始实质性提升公司业绩。未来发展空间巨大，建议中线关注。
002398	建研集团	建筑材料	0.76	0.69	1.01	-7.74	-7.57	我国海峡西岸经济区建设综合技术服务的龙头企业，减水剂业务未来将成为推动业绩增长的主要动力。考虑到公司在第三代减水剂领域具有较强的技术优势，目前股价存在低估。
600118	中国卫星	航天军工	0.56	0.35	0.43	46.59	66.40	北斗导航即将进入产业化快速成长阶段，而公司产品涉及北斗设备制造产业链的大部分环节。长期增长性十分确定，资产整合预期存在，合理定位在24-26元。

600489	中金黄金	有色金属	0.66	1.14	1.5	36.25	50.32	预计公司2007-2011年的矿产金产量的复合增长率38%。后续收购进程仍将持续，未来公司资源储量的大幅提升值得期待。采用DCF 估值方法，合理股价为45元。
600517	置信电气	节能材料	0.41	0.59	0.74	3.45	12.17	新一轮农网改造为非晶合金变压器替代硅钢变压器提供了机遇；各省合资公司订单稳步增长；未来风电变压器市场空间巨大。按2010年30倍PE估值，股价具有20%左右的上升空间。

数据来源：上海证券

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免责条款具有修改权和最终解释权。