

紧缩政策低于预期，技术反弹仍将延续

➤ A股市场上周延续前期下跌走势再度以周阴线报收，但跌幅缩窄且成交量大幅萎缩。沪市综指一周跌幅为3.24%，深证成分指数跌幅为3.38%，跌幅均前一周大幅缩窄；两市成交量同时急剧萎缩，分别较前一周缩小35.3%（沪市）和31.5%（深市）。我们判断A股的第一波回调已经基本告一段落，本周将展开技术反弹，理由有以下几点。从基本面来看：随着爱尔兰债务危机的缓和，美元初步见底后的急速反弹在60日均线受阻回落，全球大宗商品价格面临的短期巨大调整压力得到部分缓解，未来有望逐步走稳，对A股强周期板块（有色金属、煤炭等）的构成短期利好支撑。从政策面来看，尽管面临巨大的通胀压力，但中国央行对价格型调整工具（加息）的运用仍然非常谨慎。由于外贸增速趋缓态势明显，地方债务平台压力巨大，再加上海外套利热钱的虎视眈眈，央行对加息顾虑重重，更倾向于使用央行的资产负债表来作为吸纳热钱的“池子”。即通过调整银行体系的杠杆来将部分流动性引入央行的蓄水库存放，周末再次上调存款准备金就是最好的体现（而并不是像韩国央行那样采取加息举措）。通胀压力将更多地通过行政化的市场临时干预举措来缓解，货币政策目前仅处于辅助手段地位。尽管本次存款准备金率上调后将缩减银行体系流动性约3500亿（以存款余额70万亿计算），但这一紧缩政策仍然低于市场普遍的加息预期，对市场构成政策面支撑。从技术面来看，本轮回调短期跌幅巨大，回调幅度接近7月初见底以来的0.382分位，并在重大的均线支撑体系下（60日均线和年线）初步企稳。各项短线技术指标严重超卖并处于底背离形态，技术反弹要求强烈。随着前期空头能量的持续释放和成交量的持续萎缩，以及股指期货空方获利头寸的平仓及多头仓位的回补，大盘未来有望展开一轮技术性反弹，短期高度应在2950——3000点一线。

➤ 尽管本轮调整幅度超出预期，但我们认为市场的牛市格局没有改变，市场处于对利空的过度反应和宣泄之中，调整将提供难得的中线建仓机会。从基本面来看，尽管先行经济指标显示中国经济短期过热，CPI持续攀升带来通胀压力的增大，货币政策从过度宽松向常规化迁移都将带来市场流动性短期的紧张；但从中期来看，市场流动性过剩的局面没有实质性的改变。一方面美国的EQ2仍在进行之中，中国面临外汇占款增加而流动性被动投放的压力；另一方面国内物价高涨带来的存款搬家正在如火如荼的进行之中，10月份居民存款下降7000亿就是这一现象最好的注脚。尽管在各方面压力之下（特别是防通胀），货币政策会出现短期的紧缩，但这一紧缩动作不会走得太远。特别是在美国、日本等主要经济体仍在定量宽松的国际大背景下，加息必须考虑到实体经济的承受能力，热钱的涌入套利及人民币升值压力等副

作用。因此即使货币政策紧缩，其目的仍主要是对冲热钱流入，通过存款准备金及央票等数量工具来调放杠杆来设立所谓的“池子”，以此来管理热钱进出流动。国际方面，美元的见地反弹不会是一蹴而就的：美元持续下跌超过 5 个月，跌幅高达 15%，其底部的构造应反复夯实。在 EQ2 的大背景下，美元指数仍存在二次甚至多次探底的可能，大宗商品价格不会在短期内就出现趋势性的反转，高位反复震荡应是常态。从估值的角度来看，按沪深 300 估值水平恢复至 20 至 25 倍计算，则本轮反弹的中长期头部应在 3500—4000 点一线，目前就大盘整体估值水平而言处于低估状态，未能反映中国经济高达 9.5% 增长的基本面。最后，对技术面而言，尽管短期技术形态已经走坏，但市场在重要的均线支撑系统（60 日均线 and 年线）获得支撑，初步企稳。周线系统的技术指标仍然基本保持多头形态，中线技术形态让然良好。

➤ 短期来看，市场目前已经走完调整的 A 浪下跌，B 浪反弹正在展开：反弹的幅度和力度值得密切关注。尽管中期仍然坚持看多（从估值的角度来看，按沪深 300 估值水平恢复至 20 至 25 倍计算，则本轮反弹的中长期头部应在 3500—4000 点一线）但短期市场获利筹码松动程度，市场心态、货币政策短期紧缩力度以及年底资金流出等等各方面情况难以全面综合预计，我们仍然需要通过政策面前瞻和技术分析手段来尽力规避短线回调的风险。尽管月内我们可以基本排除加息的威胁，但从目前各项价格监测指标来看（如菜篮子指数等），基本生活用品（特别是食品类）价格年前仍将惯性走高，11 月 CPI 指数继续攀升是大概率事件。因此即使本月的紧缩政策低于预期，但 12 月上旬 CPI 等数据公布前后，市场对加息的一致预期仍将对股指产生巨大压力，推动股指再度探底。此外，年末资金清算及流出的传统在目前市场大跌后将显得格外突出，技术反弹后各机构选择降低仓位仍是大概率事件。从技术指标来看，日线的均线系统已经走还，呈空头排列，重新修复仍需要一段时间。短线技术指标如 KDJ 等高位回落后出现底背离，表明市场短线超卖后有技术性反弹的要求，但这仅仅是技术性反弹而已。中期指标显示大盘突破年线及 120 周均线后存在回调确认突破的要求，中线的调整尚未结束，大盘技术性反弹后仍有再度回落修复中期技术指标的要求：极端情况是大盘再度回试 120 周均线（2665 点）。

➤ 从板块的表现来看，市场投资风格迅速转向四季度业绩超预期的 TMT 板块和内需防御板块：上周表现最好的板块包括电子元器件（5.23%）和信息设备（3.13%）；医药生物（1.89%）和食品饮料（0.13%）、餐饮旅游（0.74%）等内需防御板块仍维持前一周的强势。而强周期板块继续成为减仓的重灾区：采掘、黑色金属和有色金属等板块跌幅居前，金融（-0.65%）和地产（-1.81%）则跌幅趋缓，逐步企稳。总体来看，板块热点转移符合我们前期策略的判断，即兼具防守特性的食品饮料、商业零售以及医药板块将得到市场的青睐，应提高相关板块的配置比例。此外，四季度业绩超预期的 TMT 板块和农林牧渔板块也值得积极关注。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 50%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	重仓
2	B 采掘业	轻仓
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	重仓
	C1 纺织、服装、皮毛	标配
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	标配
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	标配
	C5 电子	超配
	C6 金属、非金属	轻仓
	C7 机械、设备、仪表	标配
	C8 医药、生物制品	重仓
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	标配
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	超配
7	G 信息技术业	超配
8	H 批发和零售贸易	重仓
9	I 金融、保险业	轻仓
10	J 房地产业	轻仓
11	K 社会服务业	标配
12	L 传播与文化产业	标配
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。