

震荡接近尾声, 有望重拾升势

➤ A 股市场上周的走势仍然符合我们前期维持震荡格局的预判, 股指在年线下方和 2800 点的强力支撑位上方窄幅波动, 成交量进一步萎缩, 表明市场震荡格局已经接近尾声, 即将面临方向选择。沪市上周收盘 2841.04 点, 下跌 1.39 点 (-0.05%), 收于 5、10 日均线之间。周成交量 5469.9 亿元, 较上周再度缩小 16.95%, 已连续四周缩量。反应出目前市场在窄幅区间震荡, 方向未能明朗之前, 场外资金偏于谨慎, 缺乏入市热情。但从经济基本面仍然向好, 流动性总体仍然宽裕, 再加上政策面的抚慰 (人民日报评论员数度发文口头维稳) 和抗通胀资产保值增值下的存款搬家等因素共同作用下, 市场杀跌的意愿也并不强烈。市场维持在窄幅区间内盘整, 一方面在等待周末中央经济工作会议上能释放更加明确的政策信号; 另一方面在等待外贸、CPI 等 11 月份经济数据出炉以及随后的政策反应。此前我们认为, 大盘将在窄幅区间内维持旗型整理的格局, 并等待中央经济工作会议 (本周末) 释放明确的政策面信号后选择方向突破: 目前来看, 上述向上突破的时机已经临近成熟, 大盘震荡格局已经接近尾声, 并有望在近期重拾升势。从政策面来看, 中央经济工作会议上并没有超出预期的政策紧缩信号, 对房产税也没有特殊表示, 尽管抗通胀成为重要的政策目标, 但可用的政策手段并不多。从 11 月 CPI 高达 5.1% 而央行仅仅采用再度提高存款准备金率的方式应对来看, 加息存在诸多负面效果 (打击实体经济活力, 增加地方偿债负担, 吸引热钱流入提高人民币升值压力等等) 而难以成为政策的主要工具。总体来看, 由于政策面释放更多的偏利多因素, 紧缩政策低于市场预期, 大盘有望在上述利好推动下逐步走出区间震荡格局, 重拾升势。此外值得注意的是, 11 月份的出口数据好于预期, 出口增长突然提速 (34.9%, 较上月提升 12 个百分点), 贸易顺差高达 228.9 亿美元。由于一般贸易项下可以通过高报出口金额而低报进口金额的方式, 成为热钱流入的管道, 结合近期的外汇占款激增的数据, 我们怀疑热钱仍然在持续流入中国国内, A 股市场的流动性并非如市场此前预期的那样匮乏。

➤ 尽管调整幅度超出预期, 但我们认为市场的牛市格局没有改变, 市场正处于对利空的过度反应和宣泄之中, 此次调整提供了难得的建仓机会。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 (10 月最新数据显示, 新增外汇占款高达 5190.47 亿元, 环比大增 79.27%, 创 30 个月来新高); 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（日本政府约 5.09 万亿日元，约 4190 亿元的新经济刺激计划上个月 26 日获得最终通过），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。在 CPI 高达 5.1% 的背景下，央行仍然选择了提高存款准备金率的紧缩方式，就是对这一“两难”最好的注解。我们目前可以基本确定股市和央行的资产负债表将是未来流动性泄洪的“池子”，长期利好 A 股证券市场。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。最后，对技术面而言，尽管短期大跌击破了多条均线支撑并直接考验年线支撑（沪市已经击穿，但深市仍然在年线上方），但年线附近的支撑目前仍然有效。目前股指仍处于 1664—2319 的长期趋势通道线的上方，以及 2319—2573 中期通道趋势线的上方。而 2800 点已经成为市场顽强坚守的底线，在政策面利空的巨大压力背景下仍多次对市场形成有效支撑，我们判断市场未来选择向上突破的概率远大于向下突破。由于政策面释放的政策信号偏于利好，市场在持续 4 周的旗型整理后已经步入整理末端，未来有望在政策面利多信号释放扶持下，重新形成向上的走势格局。

➤ 从板块的表现来看，市场热点向再度出现“二八轮换”特点：前期持续下跌，调整幅度巨大的蓝筹板块由于估值相对较低，成为弱势整理市场环境中资金青睐的板块。近二周来，采掘（3.94%）和有色金属（6.74%）由于美元反弹见顶回落，再度走强。建筑建材和黑色金属（钢铁）也开始有所表现，二周涨幅分别为 5.11% 和 1.25%，位于板块前列。而金融（0.21%）和地产（-0.91%）尽管面临货币政策紧缩利空和加息传闻困扰，但却因处于估值历史底部（金融 PE11.2，地产 PE 21.4）而跌无可跌，并出现一定逆市上涨，表明大盘已接近中期底部并可能再度临近 10 月份“二八”风格转换的时间节点。相反，前期基金重仓的内需防御板块开始杀跌，表明在目前的点位基金入市意愿不强，仍以反弹减仓为主：近 2 周内医药生物（-5.59）和食品饮料（-5.5%）跌幅居前。从目前的市场情况来看，进攻性的强周期板块表现明显更加活跃，防御型板块遭到抛售，市场风险偏好大幅增强，符合我们市场向上突破预判下的板块轮动次序。我们建议持仓配置应兼顾两头：大盘蓝筹配置低估值的有色、煤炭、金融和地产；而在高估值板块配置存在政策利好预期、与 12 五规划相关的新兴行业。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 70%

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。