

货币政策的犹豫，通胀与复苏制衡

报告要点

■ 一周市场回顾

上周大盘维持震荡格局，在中央经济工作会议召开为明年定调之前，市场观望情绪浓厚。从板块涨跌来看，复苏前周期的建筑建材板块涨幅最高；跌幅居前的为农林牧渔、房地产以及轻工制造板块。从行业资金净流入角度来看，有色金属和机械板块有明显的资金注入，而其它各个板块的资金净流入或净流出量均相对平稳。

■ 一周政策回顾

上周五，中国人民银行宣布，自12月20日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此次主要调控目的在收缩短期流动性，以及对银行信贷的调控。“十二五”期间，中央将积极推进财政收入体制改革，其改革可能涉及减轻中低收入者的税负。这将减弱明年通胀高位对中低收入者实际收入的损害。高端装备“十二五”规划正在积极制定中，航空、航天、高速铁路、海洋工程、智能装备五大细分领域将受益。

■ 货币政策的犹豫，通胀与复苏制衡

央行上周五再次提高存款准备金率。11月数据显示通胀的上升在持续，但工业生产的下行却出现了扭转，工业增长值在13%左右的企稳可能性比较大。工业增加值在经过与PMI数据连续两个月的背离之后，终于趋于一致。工业生产的企稳回升显示了内生经济的需求面向好，未来不确定性主要来自通胀。

■ 行业配置建议

在短期内，随着预期中的央行紧缩政策的出台以及11月经济数据的公布，此前基于各种不确定因素下的市场紧绷情绪或将得到一定缓解。加之，央行再次提高存款准备金后至少短期将进入政策真空阶段，低估值下市场下行空间不大。但是政策走出通胀与复苏的两难阶段尚需一定时日。在通胀与复苏尚未显现明显的胜负阶段，我们维持市场短期震荡的判断。在配置上，确定性及明年市场中中期看好的行业是配置重点：制造业中的设备类及材料类投资，尤其是工业机械行业及建筑建材等行业可持续配置；同时，基于库存及PMI周期的汽车、家电、化工依然是我们近期持续配置的品种。

相关研究

《2011年度投资策略之二：重回中周期起点之动力篇》，2010年12月6日，李冒余，

邓二勇

《专题投资策略：通胀视角下的A股估值运行》，2010年11月21日，李冒余，邓二勇

分析师：

李冒余、邓二勇

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

一周市场回顾	5
资金流向与板块涨跌	5
两市涨跌幅居前个股情况	6
一周重要政策及信息回顾	6
央行再次上调存款准备金率 0.5 个百分点	6
“十二五”：积极推进财政税收体制改革	7
高端装备“十二五”规划即将出台	7
一周策略观点及配置建议	8
犹豫的货币政策，复苏与通胀的制衡	8
美元指数走向、估值变动与报告索引	11

图目录

图 1: 上周行业涨跌幅 (%)	5
图 2: 上周各行业资金净流入情况.....	5
图 3: 概念板块资金流入前十五和后十五.....	6
图 4: 制造业生产量 PMI 与工业增加值同比	9
图 5: 制造业购进价格指数与 PPI	9
图 6: 固定资产投资在 06 年 3 季度出现快速攀升	9
图 7: M1-M2 增速差变化.....	10
图 8: 长江美元趋势走势图	11
图 9: 大小盘风格估值变动	12

表目录

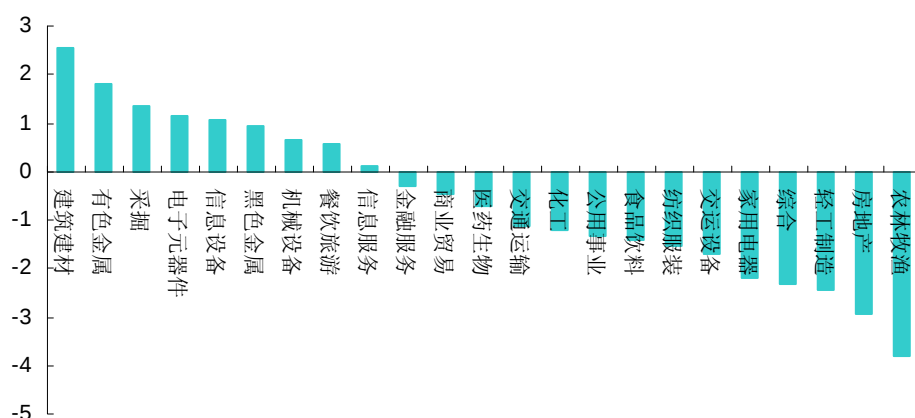
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评.....	6
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评.....	6
表 3: 年初以来央行提高存款准备金比率回顾	7
表 4: 行业估值比较	11
表 5: 长江证券宏观策略近期报告索引	12

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌

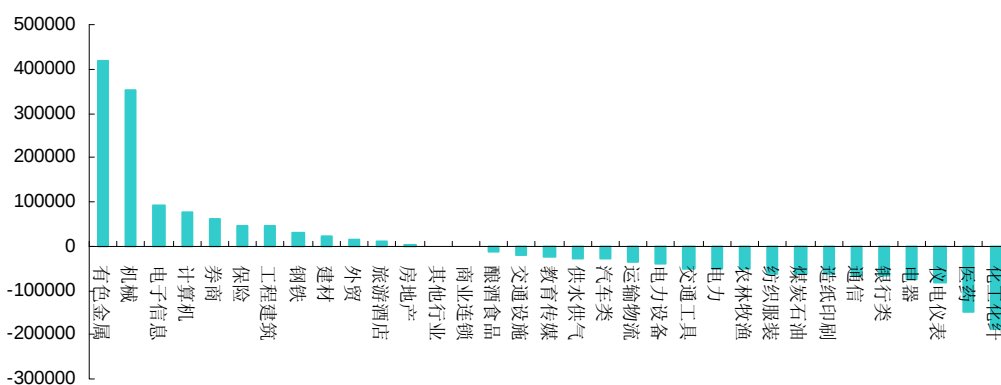
上周，上证综指收报 2841.04 点，下跌 0.05%；深证成指收报 12460.46 点，上涨 0.14%。沪深 300 指数收报 3161.98 点，上涨 0.12%。上周大盘维持震荡格局，在中央经济工作会议召开为明年定调之前，市场观望情绪浓厚。从板块涨跌来看，复苏前周期的建筑建材板块涨幅最高，其次为有色金属与采掘；跌幅居前的为农林牧渔、房地产以及轻工制造板块。

图 1：上周行业涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

图 2：上周各行业资金净流入情况



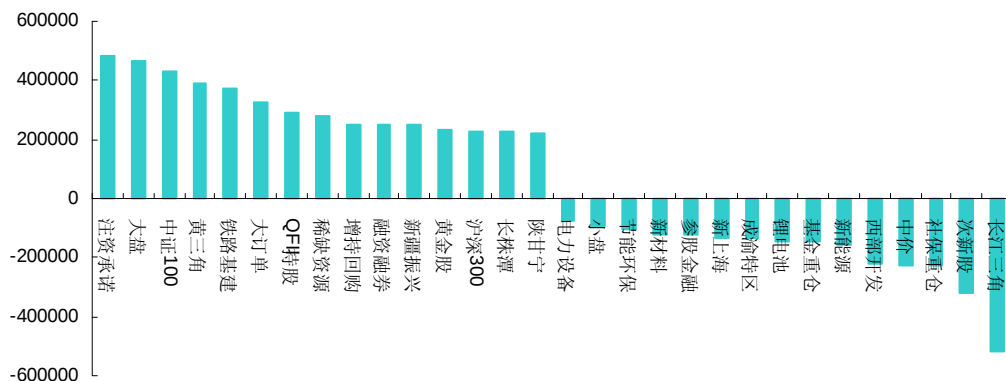
资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

从行业资金净流入角度来看，有色金属和机械板块有明显的资金注入，而其它各个板块的资金净流入或净流出量均相对较小。这也反映了等待周末公布 11 月经济数据以及中央经济会议落幕定调前市场的谨慎。资金净流出相对较多的为化工化纤、医药和仪电仪表。

在概念板块上，资金流入居前的为注资承诺、大盘、中证 100。资金对大盘与指数概念的青睐可能预示着市场风格的转换。资金流出居前的为长江三角、次新股、社保重仓。与上周一致的是，社保重仓概念继续有较多资金净流出。行至年末，社保及基金面临为明年布局的换

仓问题，其重仓股对投资者的吸引力下降。随着市场谨慎情绪的延续，次新股的吸引力也明显下降。

图 3：概念板块资金流入前五和后十五



资料来源：长江证券研究部

两市涨跌幅居前个股情况

表 1：上周两市涨幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
杰瑞股份（002353）	15.38%	海洋工程概念爆发
双汇发展（002135）	14.85%	食品业航母起航
七星电子（002371）	13.01%	国内领先集成电路设备制造商
国腾电子（300101）	11.10%	“北斗”概念，导航系统机会显现
莱宝高科（002106）	9.04%	预计明年触摸屏产能进一步释放

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

表 2：上周两市跌幅前五个股点评

股票名称	涨幅	点评
重庆啤酒（600132）	-13.58	频发疫苗公告遭质疑，资金大幅出逃
洋河股份（002304）	-13.5%	消费概念面临多空分歧
金字火腿（002515）	-13.01%	金字火腿，受困数据门
宝馨科技（002514）	-10.90%	价值中枢不明朗
蓝丰生化（002513）	-10.64	次新股本周遭资金抛售

资料来源：长江证券研究部

一周重要政策及信息回顾

央行再次上调存款准备金率 0.5 个百分点

上周五，中国人民银行宣布，从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

点评：

此次提高存款准备金率为 30 天内的第三次，本年度第六次。实施以后，大型金融机构存款准备金率将达到 18.5% 的高点。此次上调存款准备金率市场早有预期，从大宗商品及汇市的走势上来看，反映平静。此次主要调控目的在收缩短期流动性，以及对银行信贷的抑制。而关于通胀方面的考虑，基于此前公布的数据，全国主要大中城市的蔬菜价格有所加落，加之年底平身物价上涨就存在季节较应，官方的说法似乎隐含着对控制通胀的信心。

表 3：年初以来央行提高存款准备金比率回顾

调整后	大型金融机构	中小金融机构
2010 年 1 月 18 日	15.50%	13.50%
2010 年 2 月 25 日	16.50%	13.50%
2010 年 5 月 10 日	17.00%	13.50%
2010 年 11 月 16 日	17.50%	14.50%
2010 年 11 月 29 日	18.00%	14.50%
2010 年 12 月 20 日	18.50%	15.00%

资料来源：长江证券研究所

此前市场对加息的预期更为强烈，央行在权衡加息的利弊时显的犹豫不决。10 月外汇占款 5190 亿，加息可能带来的热钱流入自然会对通胀起到推波助澜的作用，这是央行加息的成本之一。同时，考虑到实体经济的复苏时间和路径尚存在不确定性，直接调控信贷并结合管制的方式来抑制通胀对实体经济的损害相对更弱些。未来加息的可能性将更多地取决于通货膨胀的走势。

“十二五”：积极推进财政税收体制改革

在 12 月 3 号召开的中央政治局会议上公布的“十二五”期间主要工作内容中包括“积极推进、财税、金融、投资体制改革”。据悉，“十二五”期间，我国将进行新中国成立以来第二次大的税制体系改革，初步设想是将 17 个税种压缩到 10 个左右，最终形成三大税制体系，即货物劳务税体系、所得税和社保税体系，以及财产行为税体系。

点评：

在中央经济工作会议召开之际，有关明年的财政税收体系改革的讨论热烈展开。在当年的高通胀下，11 月份 CPI 达到了 5.1%，财政税收体系作为收入再分配的重要方式引起了关注。尤其是在上周的中央政治局会议为明年的宏观调控定下“实行稳健的货币政策，积极的财政政策”基调的背景下，市场对减税的预期加强。从目前了解到的情况来看，比较确定的是中央将减轻中低收入者的税负。一方面，这将减弱明年通胀高位对中低收入者实际收入的损害；另一方面，在一定程度上，也对我国目前的收入差距扩大问题产生积极作用。

尽管各项财政税收改革的具体方案尚未推出，可以预期的是它将对经济资源的疏导产生重要的影响。上面，我们对税收改革可能对居民个人的影响进行了分析。在企业层面，税收改革也将对企业的经营利润产生影响，值的持续关注。

高端装备“十二五”规划即将出台

高端装备制造业是七大新兴战略产业之一，是“十二五”期间重点发展且具有巨大潜力的行业。目前，高端装备“十二五”规划正在积极制定中，有望在 2011 年一季度出台。

点评:

据悉, 高端装备“十二五”规划主要可能将分为五个部分: 航空、航天、高速铁路、海洋工程、智能装备。而在高端装备制造这一分支产业中, 航空装备产业被列为首位, 其次分别是高速铁路、海洋工程、智能装备。上周 A 股中涨幅最高的股票为杰瑞股份, 其经营项目即包括海洋工程方面的内容。

随着我国经济结构转型阶段的到来, 装备制造业尤其是高端装备制造业在“十二五”期间有着明显的发展优势。预计到 2020 年, 我国高端装备制造业销售产值将占装备制造业销售产值的 30% 以上, 国内市场满足率超过 25%。高端装备的五大细分领域, 行业市场容量均较可观, 发展潜力巨大。以高铁为例, 预计在我国铁路建设在 2010 到 2012 年, 总投资将至少维持在 8000 亿元的水平。而在航空装备产业方面, 由于有大飞机项目、发展支线飞机、低空开放等机会, 同样具有广阔的发展前景。

在十二五期间大力发展新兴战略产业的背景下, 高端装备制造业融合了技术优势所带来的长期投资价格以及中国制造业本身具有的成本优势, 将取得较大的发展。其五大细分领域具有较好的投资价值, 值得在未来长期关注。

一周策略观点及配置建议

犹豫的货币政策, 复苏与通胀的制衡

上周五, 市场期许已久的中央经济工作会议终于拉开帷幕。就在会议召开期间, 央行宣布再次上调存款准备金率 0.5 个百分点, 已为近一个月以来的第三次上调。此次上调准备金率有三方面的原因:

首先, 11 月 5640 亿的信贷投放已经使得预定 7.5 万亿的投放额度使用殆尽, 在通胀持续上行的时间内, 加强对信贷投放的控制应当说是抑制通胀的根本性措施。先不论这种效力如何, 但政策也仅能选择如此方向。12 月的信贷投放预计会有所下滑, 全年投放大约在 7.8 万亿左右。12 月信贷数据的意义可能不会太强, 对于明年的预期以及 1 季度的预期将成为关键。

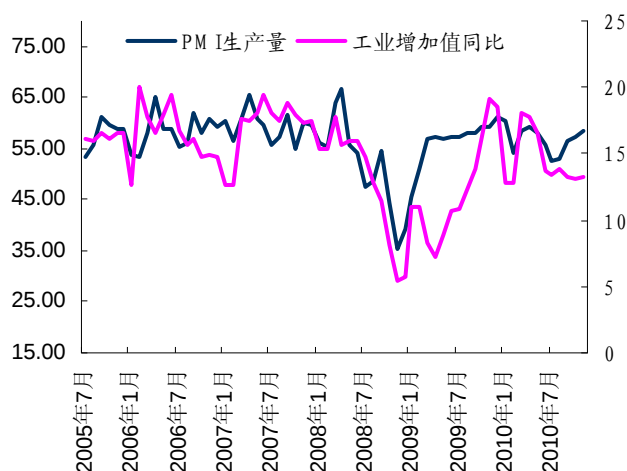
其次, 本次上调准备金率的另外一个原因则是对冲 10 月份差别准备金率到期所带来的资金释放, 这也就是说, 这次上调更多的是将锁在央行系统的流动性继续锁住, 而对于当前市场本身的存量流动性影响不会太大。

第三, 面对 5.1% 的 CPI 数据, 加之全国上上下下的通胀保卫战, 央行无论如何也必须有点行动。而其行动最直接方式就是上调存款准备金率了。

因此, 这次上调存准并不会对短期内的流动性带来多大的冲击; 于是, 其对市场走势的影响并不具备根本性。

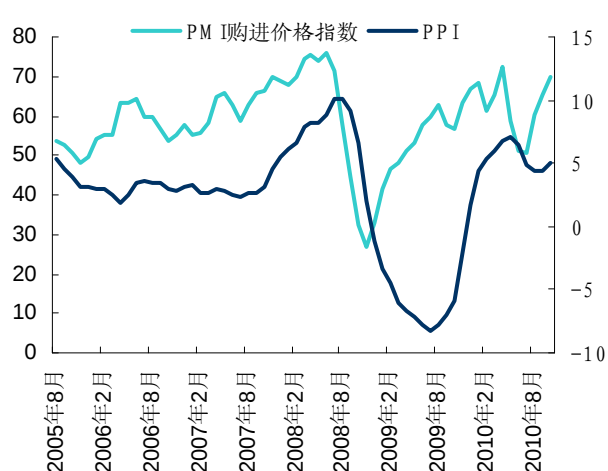
通胀的上升在持续, 但工业生产的下行却出现了扭转, 工业增长值在 13% 左右的企稳可能性比较大。工业增加值在经过与 PMI 数据连续两个月的背离之后, 终于趋于一致。工业生产的企稳回升显示了内生经济的需求面还是比较不错的, 这事实上会对市场形成一定的支撑。

图 4: 制造业生产量 PMI 与工业增加值同比



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 5: 制造业购进价格指数与 PPI

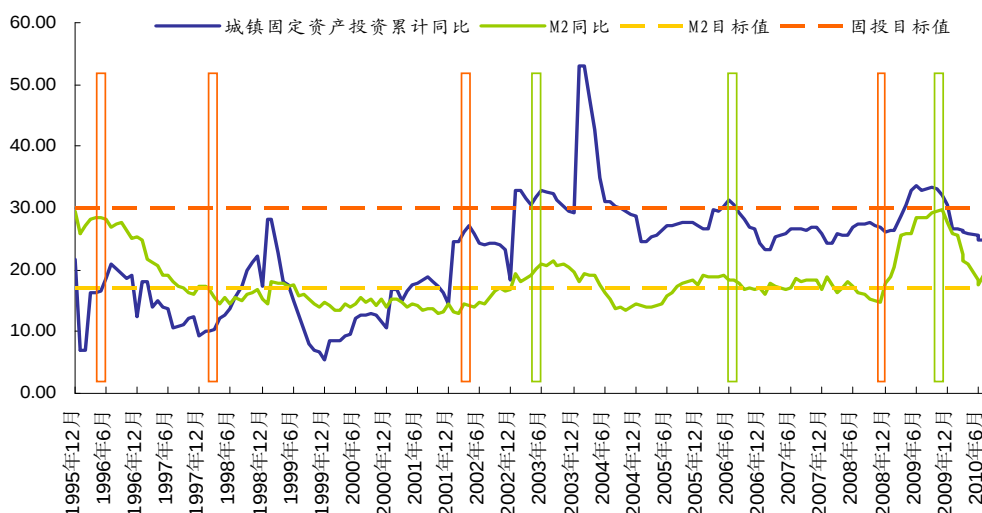


资料来源: CEIC, 长江证券研究所

对于未来我们可以这样预期，工业生产见底回升的可能性比较大（基于自身增长与翘尾因素）；不确定的是通胀的变动。如果通胀继续上行并最终演变为恶性通胀，毫无疑问中国经济和资本市场将会面临较大变数；如果通胀在 5.1% 这个位置之后下行，即使是一个 3%、4% 左右的水平，在增长向上的情况下，资本市场是大有机会的。这种情况类似于 2007 年年初的情形。

虽然 CPI 在 2006 年 3 季度仍然处于低位，但由于固定资产投资和信贷的快速增长，宏观调控紧缩方向显现。央行在 8 月份采用了加息和提高存款准备金率的方式进行调控。货币供给 M2 和固定资产投资随后出现了持续的下跌，这种局面一直持续到 2007 年初。

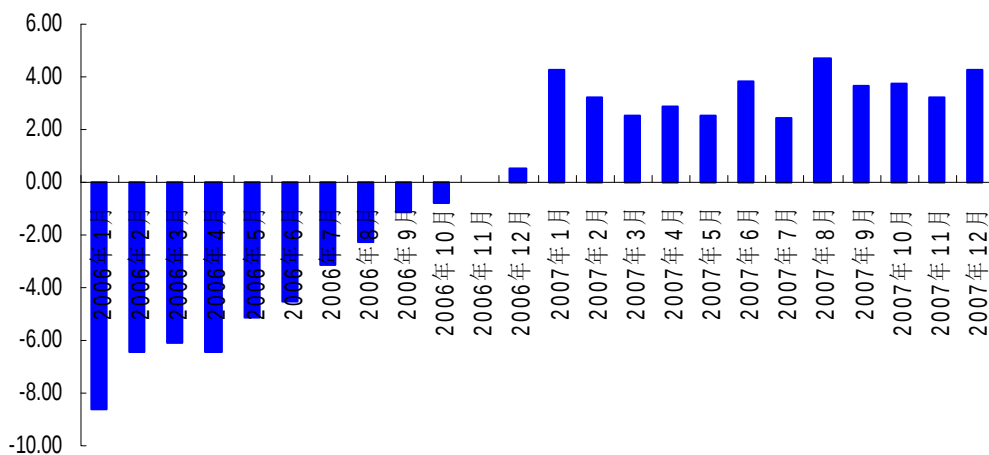
图 2: 固定资产投资在 06 年 3 季度出现快速攀升



资料来源：长江证券研究部

但是在整个的 2006 年下半年，资本市场的运行并没有受到宏观调控以及投资下行的影响。出现这种情况的原因在哪里呢？最大的原因还是在于储蓄搬家。在 06、07 年两年，储蓄搬家都是一个非常明显的现象。M1-M2 增速差持续走高并在高位维持了相当长的时间，这是市场运行的最大支撑。

图 3：M1-M2 增速差变化



资料来源：长江证券研究部

2007 年初的宏观环境是通胀达到调控警戒线、固定资产投资持续下滑、信贷投放持续下滑、工业生产持续下滑。A 股在这个阶段也面临了较大的震荡，但是在震荡之后却再次走出强势的上升。通胀水平上升所带来的调控压力在持续进行，然而 2007 年投资和工业生产的触底回升则真正带来的繁荣的景象。置调控于不顾的行情到来。市场估值也从一个相对合理的状况走向了泡沫的累积过程。

因此，如果实体经济回升，而通胀维持一个不算恶性的高位，那么负利率背景下自主经济个体配置高弹性资产的动力将会更足。而目前资本市场本身的估值并不贵，其也存在很大的提升空间。

在短期内，随着预期中的央行紧缩政策的出台以及 11 月经济数据的公布，此前基于各种不确定因素下的市场紧绷情绪或将得到一定缓解。加之，央行再次提高存款准备金后至少短期将进入政策真空阶段，低估值下市场下行空间不大。但是政策走出通胀与复苏的两难阶段尚需一定时日。在通胀与复苏尚未显现明显的胜负阶段，我们维持市场短期震荡的判断。在配置上，确定性及明年市场中中期看好的行业是配置重点：制造业中的设备类及材料类投资，尤其是工业机械行业及建筑建材等行业可持续配置；同时，基于库存及 PMI 周期的汽车、家电、化工依然是我们近期持续配置的品种。

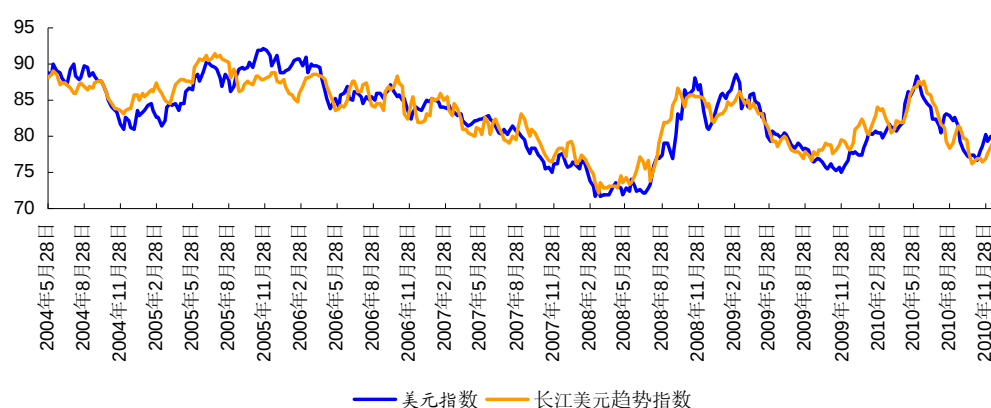
美元指数走向、估值变动与报告索引

美元指数走向

长江美元趋势指数为长江证券研究所编制的跟踪美元趋势的指数；该指数参考了基本面、资金流向（向新兴市场、向发达市场）以及当前市场情绪投资情绪四方面因素；并基于部分代表性指标编制而成，对于美元短期走势有一定的前瞻性。

从CFTC美元非商业头寸净空头持仓数来看，本周空头持仓数自11月12日当周以来继续回落；美国与主要发达国家的LIBOR利差本周也继续收窄；从实体经济角度来看，美国最新的制造业PMI数据好于预期，当然，日本与欧洲的制造业PMI所反映的实体经济复苏相对更加强劲。在全球经济复苏前景趋好的背景下，美国复苏的踟蹰使得美元有向下的可能性。但是综合各种因素，美元的震荡走势概率较大。

图 8：长江美元趋势走势图



资料来源：长江证券研究部

行业及风格估值比较

表 4：行业估值比较

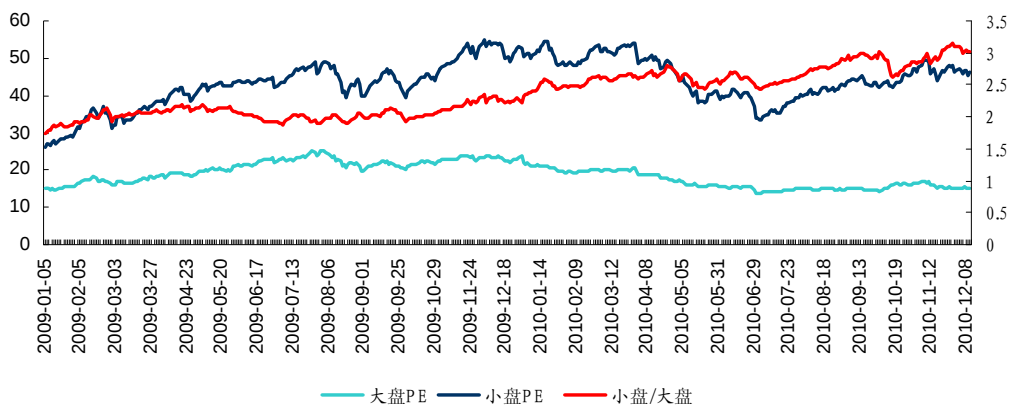
行业	PE(TTM)	PE2010E	PB
采掘	17.57	15.7	2.64
餐饮旅游	51.4	46.18	5.04
电子元器件	60.56	55.47	5.34
房地产	20.84	15.73	2.63
纺织服装	38.34	32.16	3.74
公用事业	26.1	25.7	2.57
黑色金属	18.17	17.97	1.45
化工	20.14	17.77	2.93
机械设备	37.18	32.8	4.99
家用电器	21.9	20.53	3.6

建筑建材	23.7	19.71	2.76
交通运输	18.41	16.59	2.53
交运设备	22.93	20.59	3.76
金融服务	11.16	10.91	2
农林牧渔	61.69	45.48	5.48
轻工制造	32.95	29.55	3.27
商业贸易	37.14	30.06	4.47
食品饮料	43.27	38.96	8.57
信息服务	62.04	50.5	4.21
信息设备	43.43	40.54	5.09
医药生物	44.62	41.12	6.51
有色金属	52.16	48.93	5.5
综合	42.51	28.8	4.28

资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

在风格上, 本周大小盘估值震荡小幅回落。

图 9: 大小盘风格估值变动



资料来源: wind 资讯, 长江证券研究部

长江证券宏观策略一周报告索引

表 5: 长江证券宏观策略近期报告索引

分 类	主 题	日 期
投资策略	长江证券主题性投资周报, 2010 年 12 月 11 日, 第二十五期	2010/12/11
海外市场观察	11 月份外贸数据点评--出口增速超预期上升	2010/12/10
宏观经济	宏观数据库 20101209	2010/12/9

宏观经济	宏观数据库 20101208	2010/12/8
宏观经济	宏观数据库 20101207	2010/12/7
海外市场观察	2011 年年度投资策略：美元视角看待联储政策演绎	2010/12/7
投资策略	2011 年度投资策略之二：重回中周期起点之动力篇	2010/12/6
投资策略	基于 PMI 的经济预测与行业配置----经济周期与资产配置系列之四	2010/12/6
海外市场观察	美国就业市场表现低于预期	2010/12/6
宏观经济	宏观数据库	2010/12/6
投资策略	每周投资策略 101206：拨云见日，云层还有多厚？	2010/12/6
即时投资策略	“稳健”基调的真正内涵	2010/12/6
海外市场观察	美国 11 月就业市场点评：失业率出现一定程度回升	2010/12/5
海外市场观察	美国经济指标数据库 20101204	2010/12/5
投资策略	长江证券主题性投资周报，2010 年 12 月 04 日，第二十四期	2010/12/5
投资策略	长江证券策略数据周报：宏观经济与资本市场概览，2010 年 12 月 4 日，第 113 期	2010/12/5

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。