



财富玖功

一月份策略

一月 A 股或将继续阴跌

雷鸣 S0120209070057

研究所 首席策略师

leiming@tebon.com.cn

高秀燕

联系人

gaoxy@tebon.com.cn

地址: 上海浦东新区福山路 500
号 (200122)

本报告的独到之处

提出一月市场依然弱势
建议配置高端装备等股票

重要相关报告:

下半年策略:

《政策松动推动市场进入 V 型右侧》

2011 年度策略:

《国际再平衡加剧宏观风险和股市波动》

8 月策略:

《中级行情中重仓持有是上策》

9 月策略:

《金九月将货真价实》

10 月策略:

《十月上涨仍可期》

11 月策略:

《剧烈波动应对复杂形势》

12 月策略:

《年关之前暂无大跌之忧》

核心观点

十二月股市走势基本符合我们预期。在十二月的大部分时间里,大盘基本在 2750 至 2950 区间震荡。就在市场认为月底之前无加息可能之时,12 月 25 日央行突然宣布调高基准利率 0.25%。而之前调高存款准备金率、机构年终结算等使得市场资金面异常紧张,上海银行间拆借利率和七天回购利率叠创新高。在这种背景下,市场最终弯下腰来,月末出现破位走势。

我们认为一月大盘或重现“墨菲定律”。所谓“墨菲定律”就是任何事情都没有表面看起来那么简单;所有的事都会比你预计的时间长;会出错的事总会出错;如果你担心某种情况发生,那么它就更有可能发生。

目前市场上主流观点认为,根据往常银行放贷习惯,1 季度将是放贷高峰,因此资金面将发生较大改善。但我们却认为,这是多头的一厢情愿。年初即便是放贷高峰,但近几年却未见 1、2 两个月企业存款出现增量,相反企业存款却出现 2000 多亿的减量,说明年初也是用资高峰,信贷高峰并不能带来实体流动性溢出。

在 12 月 27 日央行召开的第四季度货币政策委员会例会上,提到“为了保持社会融资总量的合理规模,要在把握流动性总闸门的同时增加直接融资规模”。对于央行提到的“流动性总闸门”,我们的理解就是货币和信贷增量。如果央行要控制流动性总闸门的规模,那么势必会采取信贷窗口指导或者继续提高存款准备金率等措施来限制商业银行年初出现的大规模信贷。央行两年以来首次上调再贷款利率,我们认为其是紧缩流动性的又一利器,2011 年将是一个特别紧缩的年份。

对经济政策的悲观预期预期将持续施压大盘。住建部在全国住房城乡建设工作会议上表示 2011 年将加大房地产市场调控。第三轮房地产调控政策呼之欲出。而前期大家都认为 12 月 CPI 会出现显著的下降,但从上一周的农业部价格指数看,周环比止跌反弹 0.7%。随着近期寒流再袭,通胀担忧情绪将重新逐渐升温。对房地产市场的调控以及通胀的死灰复燃必将导致市场对未来经济增速预期产生混乱。这类似于 2010 年 2 季度,并不是因为经济不好,而是因为经济政策预期季度悲观,市场出现大幅度下调。

因此,我们认为 1 月“墨菲定律”或将重现,担心的事情终将会发生,市场很难有所表现,A 股将继续阴跌。资产配置上,在市场的下跌过程中如果医药出现大幅度下跌,则估值风险将得到释放,可逢低买入。此外,高端装备制造值得长期关注。

2010 年 12 月 31 日

十二月策略回顾与市场表现

在十二月月策略中，我们认为，中央经济工作会议将定调下一年度宏观政策，在目前形势下定调，明年宏观政策将以“防通胀、调结构”为基调，紧货币而松财政，政策总体偏向紧缩。政策定调将对股市预期产生负面影响。并且12月可能还有一次加息（事实上12月26日加息，超出大多数机构预料）和一两次提高银行准备金率，因此月内不具备推动市场大幅上涨的环境。不过，市场在年关前找到短暂平衡点之后，也都希望维护一年投资成果，共同维持一个相对稳定的局面。

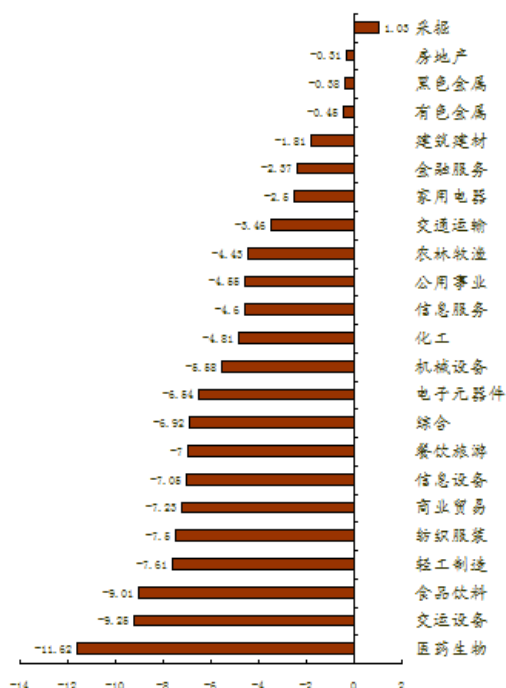
在12月过渡期，各类资金将有差别化选择，公募和私募等机构投资者要准备年末分红，将择机降低仓位，对大盘股构成压力；民间资金将继续推高小盘股，维持这一年高收益的成果，以达到吸引更多资金的目的；游资则可能审时度势，资金都为自有资金，该出手时就出手，若市场出现继续恶化，可能降低仓位，若维持盘局，则可能选择观望和试探性推高持股。因此，我们认为12月的市场机会仍在小盘股和消费类股票之中。小盘股在年底前充斥着高送配的预期，也容易被机构运作，在市场缺乏整体牛市情况下，局部牛市吸引资金的能力很强，可能造成小盘股估值奇高。

实际情况是，12月中旬公布的CPI高达5.1%，通胀压力巨大，管理层为抑制通胀连续出台调控政策，央行先是提高了银行准备金率（年内的第六次上调银行存款准备金率），在随后的一周内又宣布加息，这也是年内的第二次加息，这与我们的12月策略对宏观政策的预期几乎完全一致。

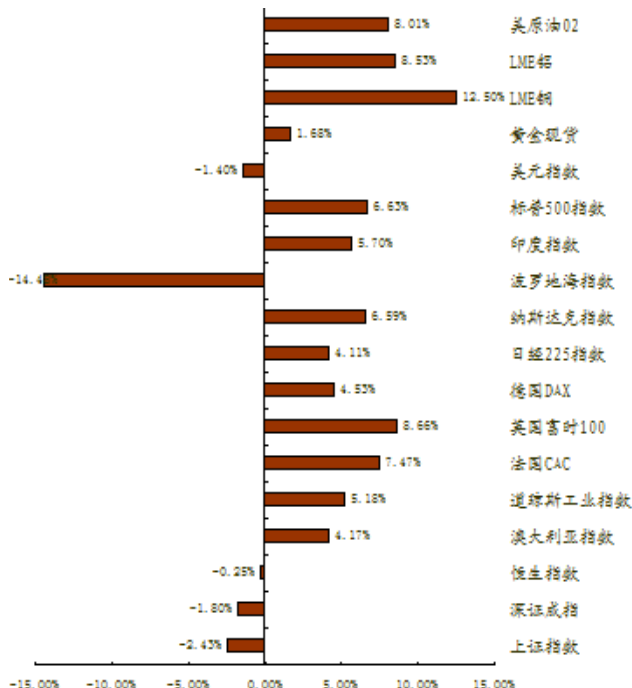
12月利率再次上调，彰显管理层通过货币政策抑制过热需求、回笼货币控制物价上涨的决心。市场流动性持续大幅趋紧，导致大盘不断走弱，12月下旬A股市场在加息后跌破了前期平台。

12月市场缺乏整体性机会，虽然金融地产估值处于底部、股价具有相对安全边际，但前期涨幅较大的、估值较高的个股成为重灾区，医药、食品饮料、交运设备等行业跌幅居首，而煤炭、银行、地产等低估值的大盘股相对抗跌，表现好于大盘。

十二月各行业板块表现



十二月全球股市与商品价格指数表现



资料来源：WIND，数据截止12月29日

一月市场环境综述

国际环境

世界经济：美国经济复苏有望持续，宽松政策或将收敛。

国际市场：国际资本市场和商品市场继续高位震荡。

国内经济

经济增长：经济环比增速将继续向上；

物价指数：12月CPI仍然保持在高位；

企业效益：拉闸限电导致的企业效益的高增速将逐渐下滑。

宏观政策

货币政策：防通胀依然是首要任务，紧缩政策不变；

财政政策：松财政可期；

其他政策：十二五规划具体内容或将公布。

资本市场

资金供给：前期募集基金陆续进场，但信贷或低于预期；

证券供给：新股发行提速，配股增发不断；

市场监管：重拳打击操纵市场和内幕交易，规范压力加大。

一月国际经济环境

美国经济复苏有望持续

美国对第三季度GDP的第二次修正值，三季度的年化增长率由公布的第一次修正值2.5%小幅上调为2.6%。这个数据的调整略低于市场平均预期的2.8%，公布的初值为2.0%。三季度季调后的GDP年化增长率为2.5%。第一季度和第二季度的GDP增长率终值分别为3.7%和1.7%。

从各个分项来看，私人部门库存投资和政府开支以及净出口的贡献度最大。导致三季度较二季度大幅提高的一个重要原因是私人投资部门的实际企业库存大幅增加。美国自经济危机以来实际企业库存一直为负值，且在09年第二季度达到近十年的最低值-1618亿美元，但后有所反弹，至今年一季度，实际企业库存为转为正值，近几个月来企业补库存增速加强。

11月耐用品订单环比下降1.3%，超出市场预期，这主要与运输设备订单的大幅下滑有关；若不计运输设备，11月的耐用品订单环比上涨2.4%，核心耐用品订单（不计国防用品及飞机的资本设备订单）环比增长2.6%。11月成屋销售环比增长5.6%，同比下降27.69%，新屋销售同比下降21.2%，新屋库存下滑至19.7万户，这一库存需8.2个月才能耗尽，远高于6的正常水平。

消费者信心逐渐建立，目前制约美国经济的最重要因素仍为房地产市场。此次经济危机由房地产市场引起，投资者对房地产市场信心的建立尚需时日。但是从三季度公布的数据令市场对于美国第四季度经济的强劲增长的观点得到巩固。

美国标普发布的10月份CS20个大城市经季调的房价指数环比下降1.00%，市场平均预期为下降0.60%，9月份数值也由下降0.80%调整为下降0.96%。但是，之前公布的11月份未经季节调整的新房销售中间价为26.87万美元，较10月份上升8.0%，11月未经季节调整的二手房销售中间价也录得17.06万美元，较上月增加0.1%，预计11月份SP/CS住宅价格指数或将停止下滑。

海外市场分析与展望:

美股: 面临新高警惕风险

美国道琼斯指数 12 月走势强劲, 涨幅超过 5%。美国道琼斯指数在 12 月 1 日大涨 2.26% 后, 全月走势稳步上升, 不断创出 27 个月以来的新高。9 月初道指从 10000 点附近启动, 展开强势上攻, 累计涨幅已达到 17%。此轮美股上涨的主要动力是美联储重启定量宽松政策, 造成美元指数大跌, 大量避险资金涌入股市。美国中期选举又是带来经济政策微调的主要因素。流动性充裕推动股市上涨, 这轮行情和去年行情一脉相承, 本质上并无二至, 我们也将依据这个逻辑探寻未来美股可能的轨迹。

12 月美国金融股表现较好, 保险股涨势强劲, 保险巨头 AIG 表现抢眼, 从 41 美元最高涨至 61 美元, 最大涨幅超过 50%。银行股花旗集团走势也较强, 涨幅超过 10%, 高盛涨幅 7% 以上, 最高也涨至 170 美元以上。金融类股整体表现较好。但从长期来看, 美国银行股的基本面仍未显著改变, 金融危机阴影仍在, 作为大板块的金融股难以摆脱徘徊局面, 美股也难有大的突破。

制造业股 10 月总体走势良好, GE 股价大涨 15%, 涨至 18 美元以上, 福特汽车实现连续 4 个月大涨, 4 个月累计涨幅接近 50%, 股价也涨至 16 美元以上, 已经临近今年 4 月的历史新高, 仍是知名制造业中最牛的股票。制造业股或维持了中期上涨态势。

美元: 难以出现强势

总结 2010 年美元走势来看, 可分为先扬、后抑、又小幅上扬的三个阶段, 首尾基本持平。1 月至 6 月初, 美元上涨 5.5%。4 月评级机构陆续降低希腊主权信用评级、葡萄牙主权信用评级以及西班牙主权信用评级, 带给欧元下行的压力, 同时投资者对美元的避险偏好增加。6 月至 10 月, 先是欧盟批准的 7500 亿欧元希腊援助计划, 美元作为安全岛的角色减弱, 以及对 QE2 的预期, 使美元贬值 9%。11 月至今, 美元升值 4%, 符合市场预期。美联储 QE2、近期好于预期的美国经济数据以及最近爱尔兰等国债务和银行危机浮现支持美元升值。最近欧元区周边国家危机的缓和使美元名义有效汇率在 84 附近徘徊。

展望明年, 美元难以出现强势走势。主要基于如下预期: (1) 宽松货币政策条件下的低利率环境将持续存在; 明年美国财政赤字将不会有大的改善, 美国朝野在财政整顿政策上将难以达成共识, 市场对可持续性财政赤字的担忧, 对财政紧缩的预期会对美元产生下行的压力。(2) 美元在 QE2 预期以来的跌幅还未充分反映 11 月 3 日美联储 6000 亿美元资产购买规模。(3) 美国经常账户赤字将继续扩大, 带来美元下行的压力。(4) 由于美国和世界经济将持续恢复、危机时美国国债特有的吸引力会减弱及美国国债市场明年再融资的压力, 为了避免国债抛售的风险, 不排除美联储扩大其资产购买规模。(5) 欧元区周边国家债务/银行危机继续存在, 但演变成类似 2010 年 5 月份时的欧元区严重危机的可能性小; 虽然欧元区核心国家和周边国家增长的分化将继续存在, 但核心国家良好表现将继续带动周边国家的经济恢复。

商品: 维持高位震荡

12 月美元指数疲软继续推动商品价格上涨, 铜价涨幅居首, 大涨超过 11%, 锌铅价格也大涨 9% 左右, 铝和锡的涨幅超过 4%。涨势最强的是大品种铜, 由于美元指数短期难以走强, 后期大宗商品价格或将在高位震荡。

受全球流动性泛滥、通胀高涨预期推动, 12 月黄金价格再次创出新高, 最高见 1432.5 美元每盎司, 并两度站上 1400 美元。基本面上金价仍然有众多利好因素支撑, 包括全球主要央行的宽松货币政策、经济前景的不确定性和主要货币信用危机等。短期来看, 由于新年假期临近, 资金观望气氛浓重, 这种情况下可能少量的资金入市都会引发价格的剧烈波动。

一月国内宏观环境

十二月份经济数据前瞻

投资方面，预计全年城镇固定资产投资同比增长 25%，继续企稳：基建投资增速在政府加快项目审批和财政拨款节奏下将保持稳定，保障性住房建设将给房地产投资带来支撑（2011 年计划建设保障性住房 1000 万套，相比 2010 年的 580 万套增长 72.4%），同时领先指标亦显示投资将稳定增长（1-11 月新开工和在建项目计划总投资增速回升至 25.9% 和 26.8%）。

消费方面，预计 12 月社会消费品零售总额增长 19.3%，增幅较 11 月的 18.7% 扩大，主要受到节日性消费需求旺盛的推动，同时也有通胀高企助长名义增速的作用。同时随着中低收入阶层工资的增加，中低端消费品如餐饮、粮油食品、文化娱乐等将保持增速。

外贸方面，预计 12 月出口放缓至 25.1%，主要受欧美圣诞订单旺季提前、人民币升值及原材料成本涨价的影响。受高基数效应影响，12 月进口同比增速可能回落至 27.8%（11 月份 37.7%）。进口增速高于出口增速，使得 12 月贸易顺差缩窄至 200 亿美元（11 月 228.9 亿美元）。

通胀方面，预计 12 月 CPI 同比增速继续保持 5% 左右，翘尾因素及食用农产品价格回落让通胀上行短期止步；环比小幅上升 0.5%；预计 12 月 PPI 同比增速从 11 月的 6.1% 回落至 5.2%（环比上涨 0.1%），主要由于 12 月翘尾因素降低 1 个百分点，而前期“节能减排”对工业品价格的暂时性推升作用已见消退。

工业生产方面，预计基数效应使得 12 月份工业增加值同比增速略微回落至 13.2%（11 月份 13.3%），但经季调后环比增长 1.4%，显示经济继续企稳反弹。12 月份制造业 PMI 可能继续上扬至 55.4%（11 月份 55.2%），与工业生产环比正增长趋势一致，并反映季节性因素的正贡献：过去 5 年中，剔除经济危机爆发的 2008 年，其余 4 年 12 月份 PMI 平均值为 55.25%，比 11 月份环比上升了 0.25 个百分点。

货币信贷方面，年底严控信贷规模超额幅度，同时受央行加强公开市场操作回收流动性的影响，预计 12 月份新增贷款回落至 4000 亿左右，M2 增速继续回落至 18.9%（11 月份 19.5%）。

股市资金面

资金面改善或低于预期

据研究机构监测，截止 12 月 28 日，248 只股票型基金（已剔除指数基金）平均仓位 86.66%，较 11 月 29 日的平均仓位 87% 小幅下跌。考虑到沪深 300 期间跌 2.40%。我们认为基金整体仓位变化不大。基金操作以谨慎为主，整体仓位维持在高位，如果行情继续恶化，基金可能减仓杀跌，行情不容乐观。

2010 年 11 月和 12 月，共成立新基金 43 只（已剔除货币基金），其中 32 只募集已在 12 月 29 日之前结束，募资总额 646.97 亿份，平均每只新基金募资 20.87 亿份。而 2009 年同期成立新基金是 21 只，其中 14 只基金总计募集 581.9 亿份，平均每只新基金募资 27.71 亿份。不难发现，最近两个月新基金募集情况良好，明显超过去年同期水平，将为后市不断输送增量资金。

连续五周出现公司高管净减持超亿的现象，中小板及创业板公司仍为减持主力。同时近两周新股超密集发行，元旦之后又有 10 余只新股发行，打新资金的冻结仍会影响到资金面的改善。

此外财政存款数量应该会低于预期，财政存款转换成银行存款也会有一个过程，因此也将制约资金面改善的速度。市场保证金创一个月来新低，以及基金仓位依然维持历史高位，市场下跌带来资金净流出等因素都将使得资金面改善低于大多数人预期。

一月国内市场展望与投资策略

“墨菲定律”重现 A 股或持续阴跌

我们认为一月大盘或重现“墨菲定律”。所谓“墨菲定律”就是任何事都没有表面看起来那么简单；所有的事都会比你预计的时间长；会出错的事总会出错；如果你担心某种情况发生，那么它就更有可能会发生。

目前市场上主流观点认为，根据往常银行放贷习惯，1 季度将是放贷高峰，因此资金面将发生较大改善。但我们却认为，这是多头的一厢情愿。年初即便是放贷高峰，但近几年却未见 1、2 两个月企业存款出现增量，相反企业存款却出现 2000 多亿的减量，说明年初也是用资高峰，信贷高峰并不能带来实体流动性溢出。

在 12 月 27 日央行召开的第四季度货币政策委员会例会上，提到“为了保持社会融资总量的合理规模，要在把握流动性总闸门的同时增加直接融资规模”。对于央行提到的“流动性总闸门”，我们的理解就是控制货币和信贷增量。如果央行要控制流动性总闸门的规模，那么势必会采取信贷窗口指导或者继续提高存款准备金率等措施，来限制商业银行年初出现的大规模信贷。央行两年以来首次上调再贷款利率，我们认为其是紧缩流动性的又一利器，2011 年将是一个特别紧缩的年份。。

住建部在全国住房城乡建设工作会议上表示 2011 年将继续加大房地产市场调控，第三轮房地产调控政策呼之欲出。前期大家普遍认为 12 月 CPI 可能出现显著下降，但从月底的农业部价格指数看，周环比止跌反弹 0.7%。通胀担忧情绪重新升温。房地产市场调控预期和通胀忧虑的持续升高，必将导致市场对未来政策前景越来越悲观。这类似于 2010 年 2 季度，并不是因为经济不好，而是因为政策预期过于悲观，市场出现大幅度下调。

因此，我们认为 1 月“墨菲定律”将重现，担心的事情终将会发生，市场不但很难有所表现，而且一旦出现任何的风吹草动，A 股将持续阴跌。资产配置上，在市场的下跌过程中如果医药出现大幅度下跌，则估值风险将得到释放，在逢低买入。此外，高端机械制造值得长期跟踪。

免责条款：

在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系，本机构、本人分析文章仅供参考，不作为投资决策的依据。本公司、本人不承担任何投资行为产生的相应后果。本文部分数据信息来自资讯合作伙伴“启明星信息评测系统”、“WIND 资讯系统”。