

人民币升值加速，节后开门红可期

➤ 在央行圣诞节期间突然加息以及年底流动性季节性趋紧的共同作用下，A 股市场年末出现了一定幅度的调整：目前来看，上述调整已经接近尾声，市场未来将在流动性再度宽裕的背景下重拾上升趋势。

一方面，一月份历来为新增信贷的高峰，银行体系本着早放贷早受益的原则将在一季度集中投放信贷（全年新增信贷额度投放总量的 30% 左右），资金面紧张的局面将在一月份有效得到缓解。而最新公布的 PMI 数据出现下滑：产成品和原料库存指数开始攀升，而新订单指数特别是购进价格指数则出现了下滑，反应经济基本面在前期持续紧缩信贷政策下开始降温，物价开始较为明显的回落。预计 12 月份 CPI 将由于物价环比回落和翘尾因素的消除而出现小幅回落，1 月份继续出台紧缩调控政策的可能性大大降低。另一方面，人民币汇率在国家主席胡锦涛访美前夕升值加速，创下汇改以来兑美元新高（元旦期间已突破 6.6 关口）并打开上升通道。年底汇率政策方面也频繁做出调整。自 2006 年初次汇改引入做市商制度以来，2011 年 1 月 3 日国家外汇管理局分别核准银行间外汇市场 26 家即期做市商和 18 家远期掉期做市商资格，并各有 7 家和 12 家商业银行获得即期尝试做市资格和远期掉期尝试做市资格。此外，国家外汇管理局还在年底发布《关于实施出口收入存放境外管理的通知》，决定在 6 月份试点基础上，自 2011 年 1 月 1 日开始在全国范围内推广实施《货物贸易出口收入存放境外管理暂行办法》及其操作规程，大规模扩大出口企业外汇境外留存，对冲热钱流入。上述汇率政策的调整反映出外汇管理当局也在积极应对人民币加速升值带来的挑战。海外热钱将在此期间持续进入中国，为 A 股市场提供重要的流动性补充，节后第一日港股市场大涨 1.71% 已为此做了最好的注脚。我们判断节后市场将再度走出 10 月长假后的走势，A 股市场将在金融地产等大盘蓝筹板块的带动下挑战前期 3186 的高点；而中小板和创业板在年末持续杀跌后也面临超跌反弹的要求，市场有望出现普涨格局。但总体而言，1 月份大盘蓝筹股的市场机会更大，建议关注金融、地产、航空等人民币升值受益板块。

➤ 尽管市场在加息利空突袭下突破箱体整理格局，出现大幅回调，但我们在策略报告中一直强调市场的牛市格局没有改变，市场处于对政策面利空的持续反应和消化之中，调整将提供难得的建仓机会。随着通胀压力在一季度的缓解和紧缩调控政策暂时的空窗期，再加上一季度的流动性释放和人民币加速升值的政治背景：1 月份市场将再度迎来内外向好的格局而重拾升势。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：在通胀压力下，储蓄存款搬家效应有望对资本市场形成中长期推动。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。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，美元的见底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，高位将反复震荡甚至可能再创新高。就一季度而言，年底美元阶段性回流后都将再度流出到新兴市场国家获取较高的资本收益，美元在一季度将面临更多的贬值压力，有利于大宗商品价格及相关 A 股的权重板块。最后，对技术面而言，大盘突破箱体整理的 B 浪反弹，进行 C 浪回调并完全回补 10 月初 2738 的跳空缺口，解决技术派人士“逢缺必补”的多空分歧，有利于后市多头行情的进一步发展。

➤ 从板块的表现来看，强周期板块出现持续走强，有色金属（4.04%）和建筑建材（1.42%）涨幅居前，

这与美元反弹见顶回落，国际大宗商品价格再度走强而呼应。房地产(-5.91%)由于政策面利空：包括央行圣诞节期间加息以及住建部启动第三轮房地产调控等而跌幅居前；交运设备（-3.05%）则由于油价高企、治理拥堵的限行政策以及取消购车补贴等多重利空而表现不佳。目前大盘蓝筹处于估值历史底部(金融 PE11.2，地产 PE 21.4)，面对紧缩利空已跌无可跌，市场再度面临“二八”转换的时间节点。我们建议持仓配置应兼顾两头：大盘蓝筹配置，特别是受益于人民币升值且估值处于历史低位的金融、地产以及航空等板块；中小盘股则应关注存在政策利好预期及业绩预增可能的个股。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 80%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	超配
2	B 采掘业	重仓
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	超配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	回避
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	超配

	C7 机械、设备、仪表	超配
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
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	轻仓
8	H 批发和零售贸易	超配
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	重仓
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	回避
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，我公司就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。