

“二八”转换震荡攀升，金融地产引领大盘

➤ 大盘上周走势跌宕起伏，尽管在节日期间人民币升值，信贷重新开闸预期以及外盘市场走好等多重利好刺激下，大盘如愿取得开门红的走势，但升势随后戛然而止。这其中海外市场的波动，特别是美元连续走强是短期主要的利空影响因素：在经济数据利好（除非农就业以外的工厂订单、ADP就业、ISM指数以及失业率等指标都大幅好于市场预期）的支持下，美元上周大幅走强（4连阳），国际大宗商品价格承受了较大的压力并出现高位回落，带动强周期板块中的有色及采掘都出现了明显的回调。而人民币在节日前期的升值进程也随着美元走强而暂时告一段落，连续数日走弱：市场此前预期的国家主席胡锦涛1月19日访美前后在汇率问题上的松动也出现分歧。最后，海外股指也出现了见顶迹象，外盘走势短期不容乐观。国内方面投资者仍然对流动性及基本面存在较大的分歧：12月份PMI指数的回落可以被看成中国经济出现阶段性下滑的先兆，也可以被解读成紧缩性政策对价格上升的有效遏制，未来通胀压力降低有利于政策面压力的减轻。此外，房产税出台以及中国平安再度天量融资的传闻也严重影响了市场做多的信心，在前期巨大套牢筹码的平台上无力向上突破。我们对基本面的判断为：美元持续反弹后面临重要的阻力关口，经济数据转好的持续性有待观察，美元在中短期内的升势有望缓和甚至逆向转跌；而国内一季度是信贷投放高峰，再加上胡锦涛访美前后绕不掉的人民币升值并由此引来的热钱流入：都会带来国内流动性阶段性的改善。针对PMI数据，我们判断购进价格指数下滑是导致PMI下滑的重要推力，这表明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一定回落，1月份继续出台紧缩调控政策的可能性大大降低。目前大盘蓝筹的估值水平纵向比处于历史低位（银行股的估值水平处于历史低位，接近上证998点的水平；而地产股的估值水平处于上证1664附近）；横向比也低于全球主要金融市场以及新兴国家市场：这一全球市场的价值洼地必将受到国内外投资者和资金的关注。事实上，市场进行“二八”风格转换已经持续了三周

(我们前期的策略报告也反复提及), 在加上加息对银行和保险等金融类板块事实上偏于利好, 权重的金融地产蓝筹板块有望成为大盘向上震荡攀升的主要动力。尽管周末继续传出房产税的利空, 但地产板块对此的解读和消化已经持续了一年, 对板块负面冲击有限。总体来看, 未来市场仍将继续“二八”风格转换, 1 季度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。尽管短期经济数据向好, 但持续性仍然有待观察: 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，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。采掘（0.44%）和有色金属（-0.04%）由于美元反弹见顶回落，再度走强。这与我们前期对美元指数存在二次甚至多次探底方能夯实底部的判断一致。而金融（-0.235）和地产（0.15%）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：医药生物（-4.62%）和餐饮旅游（-3.53%）跌幅居前。在目前阶段，市场仍以狭窄区间的旗型整理为主，应主动降低仓位控制风险，等待大盘方向性的选择。我们建议持仓配置应兼顾两头：大盘蓝筹配置低估值的金融地产。

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	标配
2	B 采掘业	超配

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	标配
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	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	标配
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。