

紧缩持续而非落地, 市场弱势格局难改

A股周策略报告

2011年1月16日

主要观点:

- 上周市场总体来说呈现震荡盘整格局。**风格方面**, 大盘股、低市盈率股和低市净率股表现优于中小盘股、中高市盈率股、中高市净率股。**行业方面**, 房地产、交通运输等低估值板块表现相对抗跌, 而有色金属、电子元器件、等估值较高的板块跌幅居前。**从市场风格和行业表现可以看出, 市场相对偏好低估值、有安全边际的板块。**
- 本周经济数据公布, 无论结果如何, 都难以产生乐观预期。随着 PMI 数据的回落, 经济回升势头出现放缓, 若经济数据验证这一点, 将进一步加剧目前市场对密集调控政策对经济矫枉过正的担心; 若数据超出市场预期较好, 反过来却坚定政府调控通胀的决心, 从而加大政策紧缩预期。
- 政策面上, 存款准备金率的上调, 是代表政策紧缩持续的信号, 而非从紧政策告一段落, 未来将有更严厉调控措施出台。首先, 农产品价格再次进入上升通道带来的通胀压力决定货币政策从紧仍将持续。其次, 根据我们宏观组的判断, 准备金率调整主要目的是对冲 12 月外汇占款和财政“放水”, 但 12 月流动性注入大于回收, 这种温和调整决定了未来必将迎来更加频繁和严厉的政策出台。调控加码压力来自于四方面压力: 人民币升值预期下热钱流入或持续; 1 月份物价快速上涨, 通胀预期管理有待加强; 1 月份信贷规模仍可能偏大; 节后存量货币回收任务重”。
- 资金面上, 在紧缩格局仍将持续的背景下, 也难以发生超预期变化。一方面, 市场的弱势及通胀压力未退使得场外资金变得谨慎, 再加上春节因素, 使得短期市场资金面上总体虽较 12 月有所改观, 但仍难以超预期乐观。另一方面, 从 Shibor 利率来看, 尽管隔夜及 1 周 shibor 利率已大幅降低, 但 6 个月及 1 年 shibor 仍继续攀升, 反映了短期资金面紧张虽有所缓解, 但中长期资金供给偏紧局面仍并未发生明显变化。
- 因此, 对于本周市场, 我们认为, 在经济数据难以产生乐观预期、政策紧缩持续而非落地、资金面格局难以发生超预期变化等因素影响下, 市场总体弱势格局难改, 全周难有系统性机会, 若有反弹, 也仅是技术面上持续调整带来的弱势反弹。
- 投资策略方面, 基于市场弱势格局难改, 全周难有系统性机会的判断, 我们仍维持前期观点, 即“市场将回归业绩, 相对偏好有业绩支撑、低估值有安全边际的板块”。因此, 投资策略上, 首先建议偏防御投资策略, 控制仓位; 板块方面, 一方面, 配置低估值、有业绩支撑的板块, 可攻可守, 如交通运输、家电、银行、地产等。另一方面, 关注食品饮料、医药生物等板块中前期调整幅度较大、有业绩支撑的个股, 因为这些板块不仅增长稳定, 具有防御性特征, 在目前市场格局相对更受青睐。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550210070009

联系人: 董高峰

TEL: (021) 63367000-315

FAX: (021) 63373209

Email: donggf@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

周策略报告

1、一周市场概述：市场进入震荡盘整格局

上周市场总体来说呈现震荡盘整格局。周一市场受重庆对高档房征收房产税、美元指数持续走强及黄金期货大幅下挫的影响下震荡走低，随后在国务院进一步鼓励软件和集成电路产业、新年首周放贷直逼5000亿、海外市场持续创新高等利好消息下出现反弹，但周五在政策进一步紧缩预期下大幅走低。全周上证综指、沪深300、深圳成指、中小板和创业板分别下跌1.67%、2.22%、2.36%、5.09%、5.59%。

风格方面，大盘股表现优于中小盘股，相对抗跌；低市盈率股表现远优于中高市盈率股，低市净率股优于中高市净率股。**行业方面**，房地产、交通运输、黑色金属、金融服务等低估值板块表现相对抗跌，而有色金属、电子元器件、信息设备等估值较高的板块跌幅居前。从市场风格和行业表现可以看出，在目前的弱势市场格局下，市场相对偏好低估值、有安全边际的板块。

图 1. 一周市场风格表现

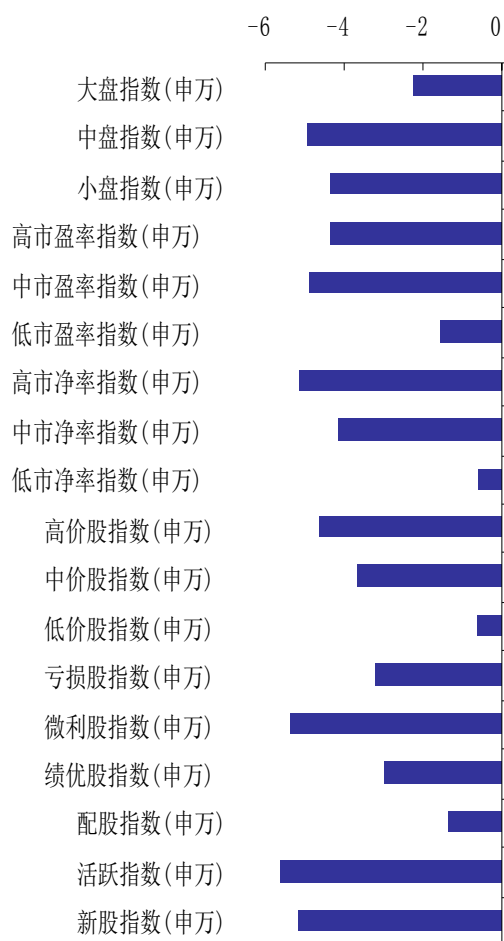
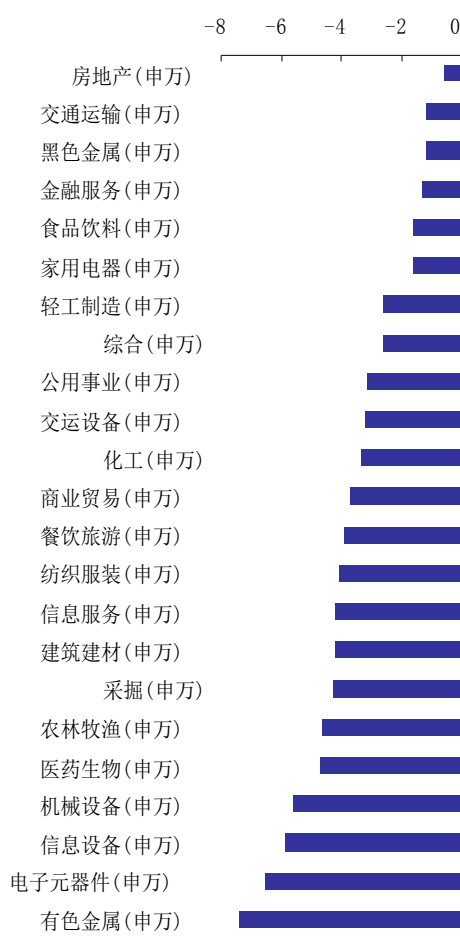


图 2. 一周行业表现



资料来源：WIND 资讯 东北证券

2、本周市场运行分析：紧缩持续而非落地，市场弱势格局难改

对于本周市场，我们认为，经济数据难以产生乐观预期、政策紧缩持续而非落地、资金面格局难以发生超预期变化等因素，决定了市场总体弱势格局难改。

本周经济数据公布，市场关注的焦点主要在两点，一是增长，二是通胀。我们认为，无论结果如何，都难以产生乐观预期。随着 PMI 数据的回落，经济回升势头出现放缓，12 月进出口增速的回落印证了这一点，因此，若其他数据再次验证这一点，将进一步加剧目前市场对密集调控政策对经济矫枉过正的担心；若其他数据超出市场预期较好，反过来却坚定政府调控通胀的决心，从而加大政策紧缩预期。

图 3. PMI 指数回落

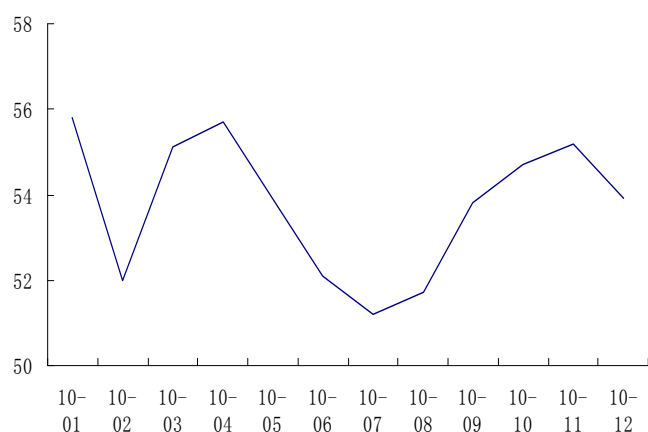
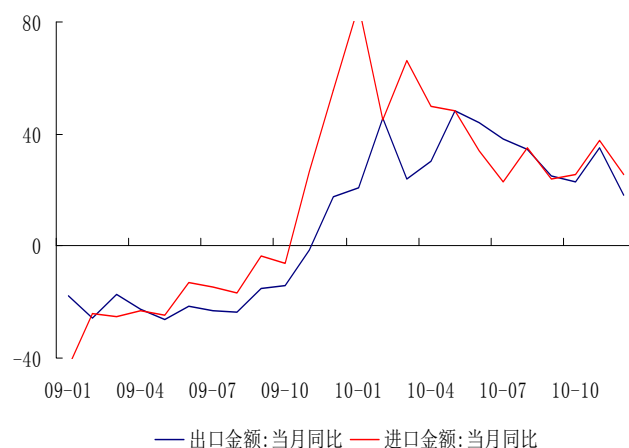


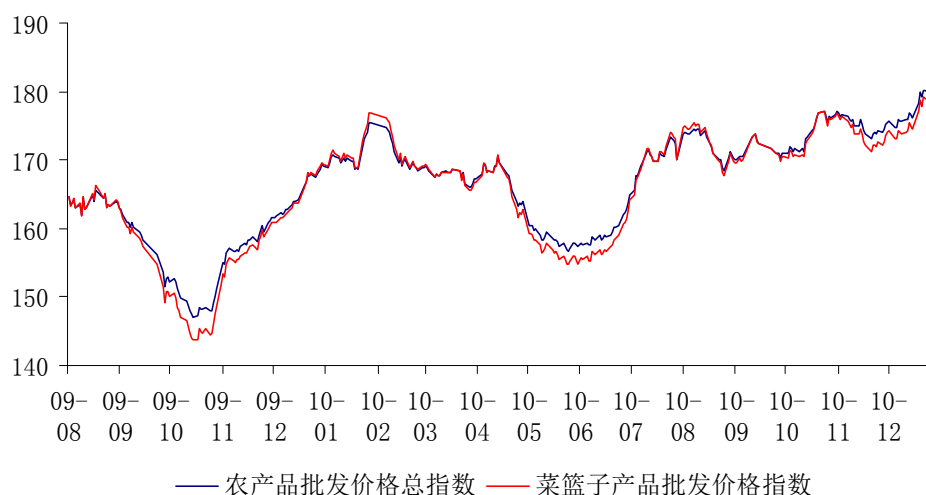
图 4. 12 月进出口同比增速回落



资料来源：WIND 资讯 东北证券

事实上，随着 1 月农产品价格的再次进入上升通道，通胀压力显著加大，政策紧缩必将持续。存款准备金率的上调，是代表政策紧缩持续的信号，而非从紧政策告一段落，未来将有更严厉调控措施出台。

图 5. 12 月中旬农产品价格再次进入上升通道



资料来源：WIND 资讯 东北证券

首先，农产品价格再次进入上升通道带来的通胀压力决定货币政策从紧仍将持续。目前，全球极端天气使得大宗商品价格飞涨，而国内农产品价格尽管在11月中旬出现回落，但在12月中旬左右再次进入上升通道，1月14日农产品批发价格指数和菜篮子产品批发价格指数相比12月14日分别上涨4.7%、5.4%，通胀压力的再次加大决定了目前货币政策从紧进程仍将持续，而非已告一段落。

其次，准备金率调整主要目的是对冲12月外汇占款和财政“放水”，但12月流动性注入大于回收，这种温和调整决定了未来必将迎来更加频繁和严厉的政策出台。根据我们宏观组的判断，“12月外款占款当月增加4033亿元，财政支出减少9328亿元，加上12月份公开市场业务的净投放2130亿元，而提高0.5个百分点仅是回收3600亿元，相当于市场流动性注入1.2万亿元，因此，此次调控力度相当温和，甚至偏松。一方面，提高准备金率的同时没有提高利率说明政策回归稳健的渐进性，同时是兼顾春节假期的流动性需要，但另一方面，这种偏松和渐进的调控必将导致更加频繁、力度加码的调控政策出台。调控加码压力来自于四方面压力：人民币升值预期下热钱流入或持续；1月份物价快速上涨，通胀预期管理有待加强；1月份信贷规模仍可能偏大；节后存量货币回收任务重”。

因此，在未来通胀压力加大的背景下，本次存款准备金率的上调，仅仅是密集调控政策中的一项，而非从紧政策告一段落，未来必将有更严厉措施出台，如利率、差别准备金率等。随着春节对流动性需求效应的结束，央行再次加息概率较大。

在这种政策紧缩格局仍将持续的背景下，市场资金面也难以发生超预期变化。一方面，市场的弱势及通胀压力未退使得场外资金变得谨慎，再加上春节因素，使得短期市场资金面上总体虽较12月有所改观，但仍难以超预期乐观。另一方面，从Shibor利率来看，尽管隔夜及1周shibor利率已大幅降低，但6个月及1年shibor仍继续攀升，反映了短期资金面紧张虽有所缓解，但中长期资金供给偏紧局面仍并未发生明显变化。

图 6. 短期 Shibor 利率已大幅降低

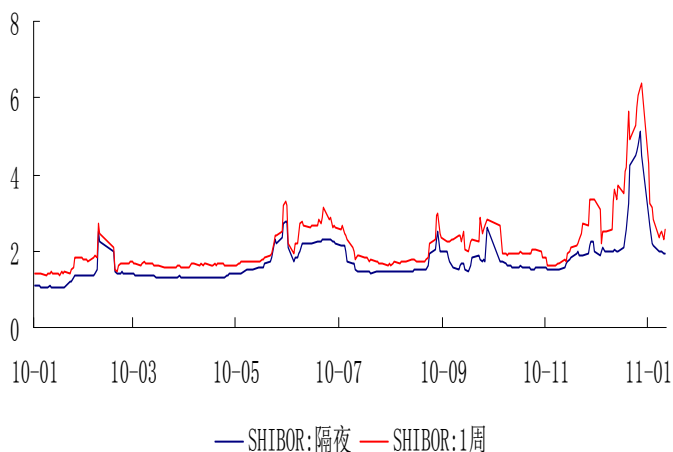
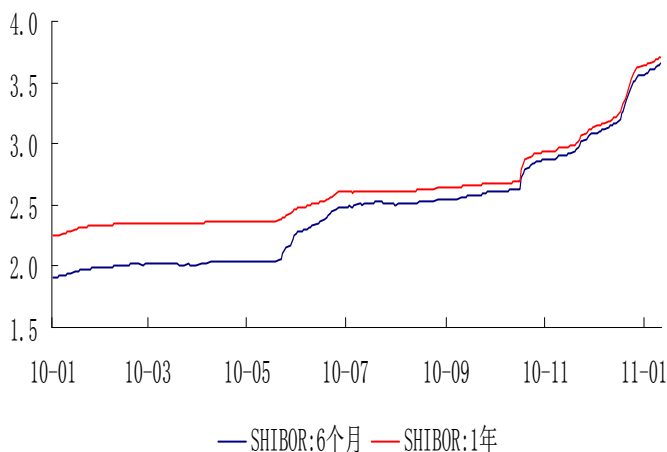


图 7. 中长期 Shibor 利率持续攀升



资料来源：WIND 资讯 东北证券

此外，本周胡锦涛主席访美，可能继续对人民币升值带来影响。近期人民币中间价持续创新高，中长期来看，对于抑制输入性通胀、人民币国际化、改善贸易争端等多方面都有着积极的作用，但短期对市场的影响，根据我们在1月13日发布的点评报告《交易性机会而非趋势性机会——人民币再创新高点评》，我们认为，仅仅是交易性机会，而非趋势性机会，人民币升值难以改变目前市场的弱势格局。

首先，人民币升值难以从根本上改变市场资金面趋紧的局面。通常市场理解人民币升值的利好逻辑为，“人民币升值——热钱流入——流动性改善”，但我们认为，这难以从根本上改变目前市场资金面趋紧的局面。一方面，在资本管制的背景下，升值带来的热钱流入，难以对国内的整体流动性状况产生主导性影响；另一方面，在政策紧缩持续及节前效应影响下，市场资金面难以发生超预期变化。

其次，本币升值并不一定带来股票市场的上涨。这可以从08年上半年A股的表现和73年日本股市的表现可以看出，08年上半年人民币兑美元中间价升值5.86%，而上证综指下跌51.98%；日本1973年日元兑美元升值7.28%，而TOPIX指数却下跌23.71%，这两种在本币升值而股市却出现下跌具有类似的背景，就是面临着通胀的高企和货币政策从紧。这点与目前的市场所面临的问题非常类似。

再次，根据日本转型过渡期的经验，即“在转型过渡期间，尽管本币中长期升值方向未变，但由于出口速度回落较快，日元兑美元总体波动幅度不大，在1972-1976年波动幅度都在8%以内，升值节奏放缓，甚至在部分年份，如1974和1975年间出现了贬值”（详细研究请参见我们于1月10日发布的专题报告《转型期的市场方向及行业配置——日本战后产业结构调整的经验与启示》），因此，我们认为，在经济转型还未见效的背景下，人民币快速大幅升值概率较小，近期的快速升值主要还是受胡锦涛即将于1月18日至21日对美国进行国事访问的影响。

图 8. 转型过渡期日元升值方向未变但总体波动幅度不大

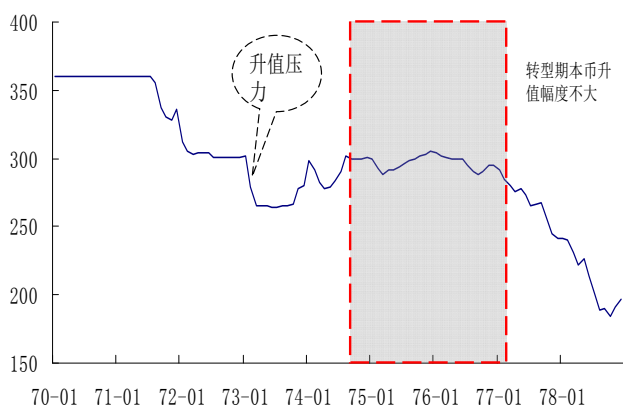
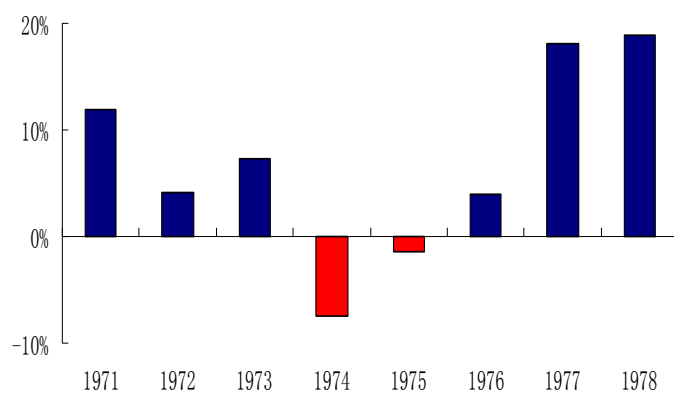


图 9. 转型过渡期间日元升值节奏放缓且在 74 和 75 年出现贬值



资料来源：WIND 资讯 东北证券

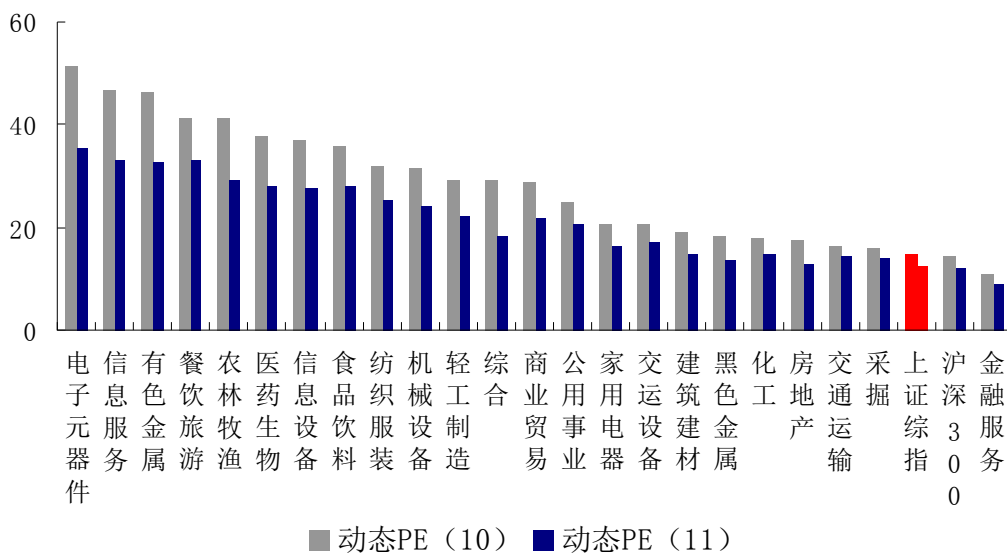
综上所述，在经济数据难以带来乐观预期、政策面紧缩持续而非落地、资金面难以发生超预期变化的背景下，市场弱势格局难改，全周难有系统性机会，若有反弹，也仅是技术面上持续调整带来的弱势反弹。

3、本周市场投资策略

投资策略方面，基于市场弱势格局难改，全周难有系统性机会的判断，我们仍维持前期观点，即“市场将回归业绩，相对偏好有业绩支撑、低估值有安全边际的板块”。因此，投资策略上，首先建议**偏防御投资策略，控制仓位**；板块方面，一方面，配置低估值、有业绩支撑的板块，可攻可守，如交通运输、家电、银行、地产等。另一方面，关注食品饮料、医药生物等板块中前期调整幅度较大、有业绩支撑的个股，因为这些板块不仅增长稳定，具有防御性特征，在目前市场格局相对更受青睐。

此外，应特别指出的是，根据我们《转型期市场方向及行业配置——战后日本产业结构调整的经验与启示》专题报告的研究，我们认为，市场调整或将持续到通胀见顶回落的时刻。此外，对于新兴行业板块，长期跑赢大盘概率非常大，而且幅度也相对可观，因此，对于属于新兴行业的中小盘股，此轮大幅下挫或许为长期战略布局提供最佳机会，因此，建议在下跌过程中择机关注。

图 10. 申万一级行业估值



数据来源：Wind，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。