

张忆东 吴峰
李彦霖

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

证券研究报告

阶段底部有望形成

2011年1月23日

相关报告

20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”——A股市场1月投资策略报告》

20101225《莫恐慌,积极布局吃饭行情》

20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时,星星之火何处寻》

20101031《休整只为再启程,转型是主线——11月策略》

20101019《震荡后,均衡配置:周期股分化 转型经济淘金》

20101011《新牛市在4季度的演绎一波三折》

20101007《价值复苏,新兴休整》

20100907《转型经济新牛市》

20100824《小复苏行情,掘金中国优势》

20100721《决胜三季度一走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓,继续看好三季度!》

20100702《平淡中惊喜,决胜三季度》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲,伏击成长》

20100128《反弹!! 凭什么? 靠什么?》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★回顾: 逢低布局春季攻势。行情正如我们11月下旬以来的判断,12月底到1月都是布局阶段,1月中旬之前政策紧缩预期会制约市场;12月初以来我们在行业配置上首推地产,现已获得相对收益。

★展望: 坚持春季攻势,剧烈震荡孕育底部

——我们仍然看多春季行情,准备金率上调引发市场剧烈波动,剧烈震荡反映市场已经从准备金上调的后的恐慌转变为分歧加大,多方正在尝试性地展开反攻。随着预期的逐步改善,阶段底部有望形成。

——市场对政策“反应过度”。自去年末的连续加息和准备金率上调以来,市场对于政策面恐慌和担忧日益加剧,放大了政策产生的短期扰动,如担心1月信贷只有8000亿元,对信贷的集中投放解读为差额准备金率调控的风险等。而忽视了政策早调带来的过热风险的下降将有助于缓解政策连续紧缩的预期,以及经济回归平稳增长轨道更有利于资本市场演绎,如去年12月的工业、投资、消费等环比出现回归长期趋势迹象,从环比看,预计最早春节后两会前就可看到通胀回落。这是行为金融学中典型的“反应过度”。

——春节后的信贷额度较1月中下旬改善,一季度信贷将延续中国经济自身特性而呈现“多发”;春节引发的资金价格扰动结束;经济软着陆迹象有助于缓解政策加码的预期,吸引增量资金介入。A股交易账户占比8.17%处于低风险区域;产业资本的减持意愿急剧衰退,增持意愿上升。

——重申三大行情催化剂。节后物价回落,经济出现软着陆迹象;两会后房地产调控政策阶段性尘埃落定;各地在“调结构”、落实“积极财政政策”的旗号下发展的势头依然很强,对于原材料的需求真实体现出来;欧猪五国CDS明显回落,欧债危机缓解,美元指数已现颓势,有助于资源品的反弹。

★投资策略: 继续增持周期,地产、煤炭主攻

——首先,立足实体经济的需求,随着春季投资的临近,焦煤、建材、螺纹钢等供给偏紧的周期行业价格将保持坚挺;房地产、金融、航空等为代表的估值较低、弹性较好的板块,可以视为具有“看涨期权的现金等价物”。其中最看好: 房地产具备“新兴产业的增长,钢铁股的估值”和煤炭“需求恢复”+“涨价预期”+“澳洲洪灾”。

——第二,消费品行业龙头在调整中逐步具备防御性。

——第三,新兴产业题材股处于去泡沫、去伪存真的分化调整过程,逢利多仍建议调仓。

目 录

回顾：逢低布局春季攻势	- 3 -
展望：坚持春季攻势，剧烈震荡孕育底部	- 4 -
继续坚持春季攻势，剧烈争夺正是底部信号	- 4 -
经济过热风险降低	- 4 -
多因素引发资金面紧张，边际改善仍可期待	- 5 -
博弈投资者情绪：交易账户占比维持低风险区域，产业资本行为积极	- 6 -
重申春季的三大催化剂	- 7 -
投资策略：继续增持周期，地产、煤炭主攻	- 7 -
图 1：上周行业涨跌幅(%)	- 3 -
图 2：CPI 环比回落，PPI 环比上升	- 4 -
图 3：工业增加值环比回落	- 4 -
图 4：2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率	- 5 -
图 5：2010 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率	- 5 -
图 6：6 个月票据转贴利率	- 5 -
图 7：珠三角票据直贴利率	- 5 -
图 8：交易账户占比继续回落	- 6 -
图 9：产业资本净减持金额	- 6 -
图 10：欧猪五国 CDS 回落	- 7 -
图 11：国内焦煤价格	- 8 -
图 12：澳大利亚煤价	- 8 -
图 13：水泥出厂价	- 8 -
图 14：国内钢价	- 8 -
表 1：兴业策略近期观点回顾	- 3 -

回顾：逢低布局春季攻势

行情正如我们 11 月下旬以来的判断，12 月底到 1 月都是布局阶段，本轮春季攻势不会简单重复 10 月份暴涨暴跌的秋收起义，而是更加犹犹豫豫、也更加长久。1 月中旬之前，政策紧缩预期会制约市场，给大家低吸的机会。

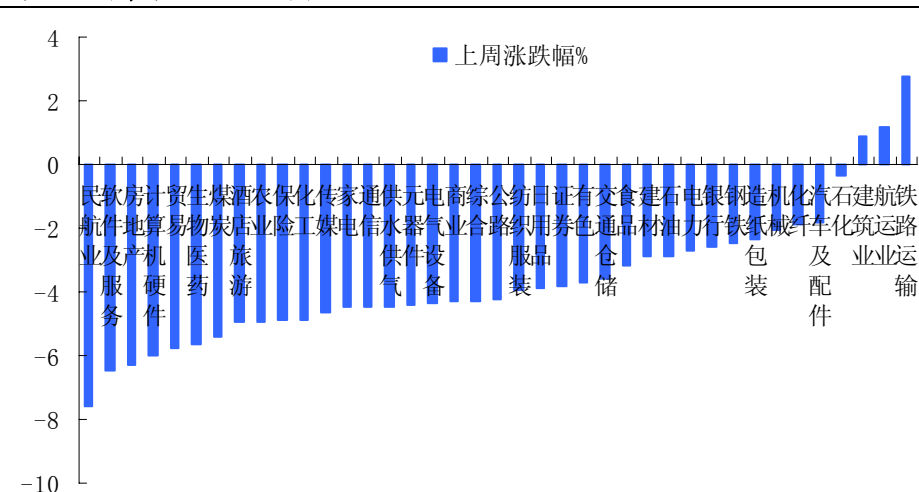
12 月初以来我们在行业配置上首推地产，现在已获得相对收益。

表 1：兴业策略近期观点回顾

- 四季度策略《新牛市的在 4 季度的演绎》中，我们用中国革命史三个阶段来揭示了 4 季度行情演绎的三步曲，周期股“秋收起义”——三湾整编——星星之火再燎原，目前已进入第三阶段。
- 10 月初看好价值股：20101007《价值复苏，新兴休整》20101010《资金转战场，价值股秋收》
- 11 月初至今，反复提示休整风险：20101031《休整只为再启程,转型是主线——11 月策略》、20101107《CPI 超预期引发震荡，珍惜低吸良机》、20101114《休整之后，等待星火再燎原》、20101116《三湾整编进行时，星火何处寻》
- 12 月月度策略《星星之火可以燎原》建议——反向操作，利用岁末资金紧张、市场担心政策利空的时机，逢低买入、增加周期股配置。
- 1 月月度策略《迎新春 反“围剿” 吃“兔头”》，犹犹豫豫中春季行情可期，行情比去年 10 月份更平缓、更长久，增持周期股布局歼灭战，自下而上寻找高送转机会。

资料来源：兴业证券研究所

图 1：上周行业涨跌幅(%)



资料来源：兴业证券研究所

展望：坚持春季攻势，剧烈震荡孕育底部

继续坚持春季攻势，剧烈争夺正是底部信号

我们仍然看多春季行情（2、3月），准备金率上调引发市场剧烈波动，剧烈震荡反映市场已经从准备金上调的后的极度恐慌转变为分歧加大，多方正在尝试性地展开反攻，随着预期的逐步改善，阶段底部有望形成。

自去年末的连续加息和准备金率上调以来，市场对于政策面恐慌和担忧日益加剧，放大了政策产生的短期扰动，比如担心1月信贷只有8000亿元，对房地产需求坚挺解读为引发调控的风险，对信贷的集中投放解读为差额准备金率调控的风险等。而忽视了政策早调带来的过热风险的下降，比如12月CPI、工业环比的回落。这是行为金融学中典型的“反应过度”。

我们维持前期判断，即1月下旬特别是春节之后，政策敏感期过去之后，一旦通胀改善，市场将逐步将注意力转向基本面和流动性改善的因素上，届时行情将震荡向上。

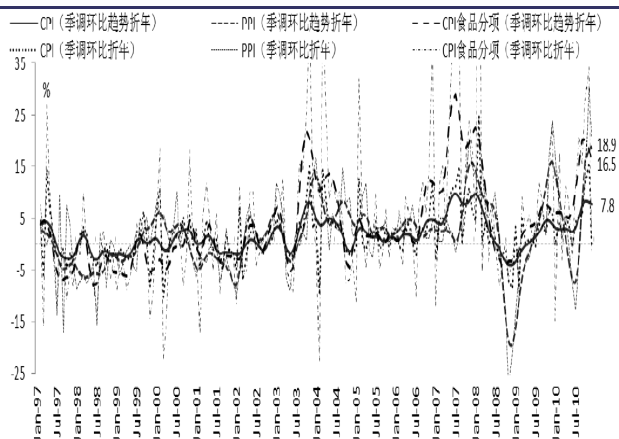
经济过热风险降低

去年12月CPI环比回落，PPI环比上升，软着陆显示迹象、尚需确认。12月CPI、PPI同比分别为4.6%和5.9%，季调环比趋势折年分别为7.8%和18.9%，而季调环比折年回落至-0.5%和21.0%。工业增加值12月同比增长13.5%，季调后环比趋势折年回落至18.3%，季调环比折年升至20.0%。

工业、投资、消费等环比出现回归长期趋势迹象。调控效果将逐步显现，从环比看，预计最早春节后两会前就可看到通胀回落，偏热经济放缓。

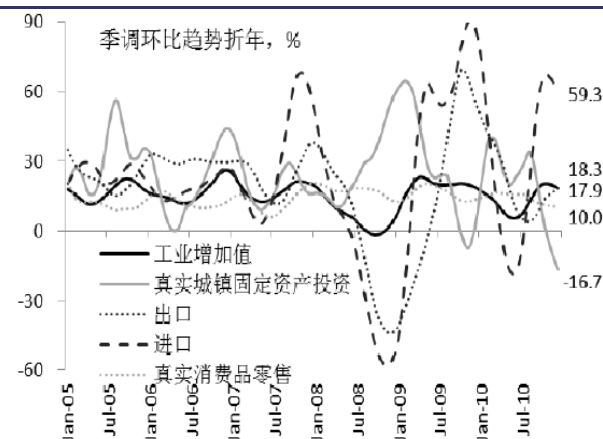
经济过热风险的降低将有助于缓解政策连续大幅紧缩的预期，与此同时，经济回归平稳增长轨道更有利于资本市场演绎。

图2：CPI 环比回落，PPI 环比上升



资料来源：兴业证券研究所宏观团队

图3：工业增加值环比回落



资料来源：兴业证券研究所宏观团队

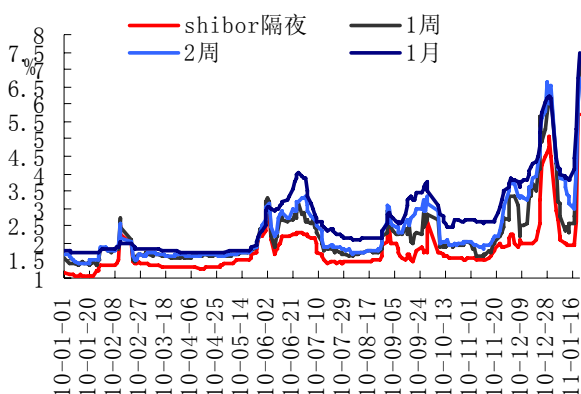
多因素引发资金面紧张，边际改善仍可期待

我们认为准备金率的再度上调会对资金价格产生扰动，但上周的升幅超过我们的预期。对此，我们认为受以下因素的叠加所致：

- 一是今年信贷额度偏紧。预计1月新增人民币信贷1万亿，而前两周就放了约8000亿，导致后两周信贷额度非常紧，部分银行已用完1月份额度。
- 二是货币市场资金供给回落。中国银行为代表的国有大行历来是资金的主要融出方，受准备率上调等因素影响，资金融出额明显下降甚至转变为净融入。
- 三是春节期间存在大量的资金交易性需求，每年春节前的1-2周货币市场利率呈现快速的上升。
- 四是投机因素加剧了资金价格的波动。在与一些机构的交流中，我们发现去年以来通过放大杠杆博取利差的交易策略盛行，由此放大了货币政策调控对货币市场资金价格的影响。

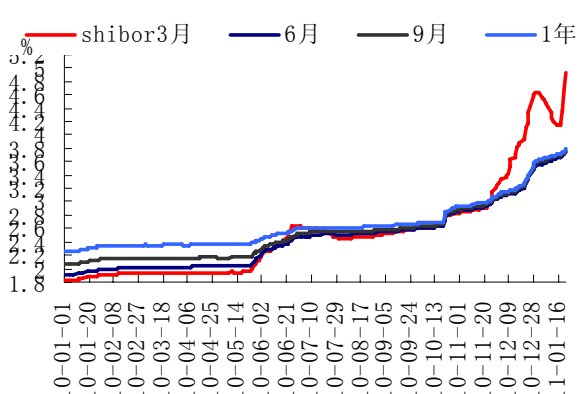
预计春季过后，信贷额度较1月中下旬改善，一季度信贷将延续中国经济自身特性而呈现“多发”；春节引发的资金价格扰动结束；经济软着陆迹象有助于缓解政策加码的预期，吸引增量资金介入，上述因素对资金面影响均偏正面。

图 4：2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率



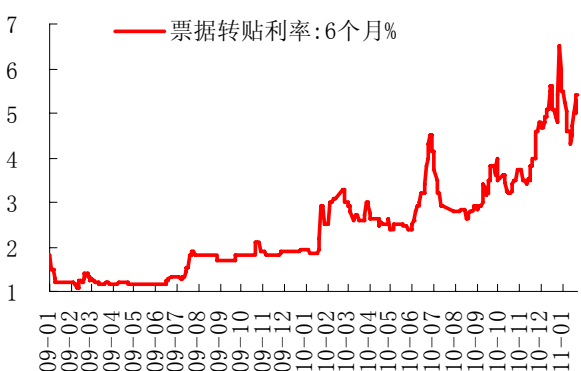
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 5：2010 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率



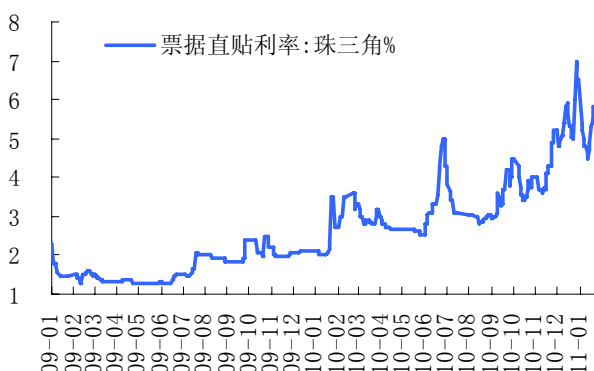
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 6：6 个月票据转贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 7：珠三角票据直贴利率

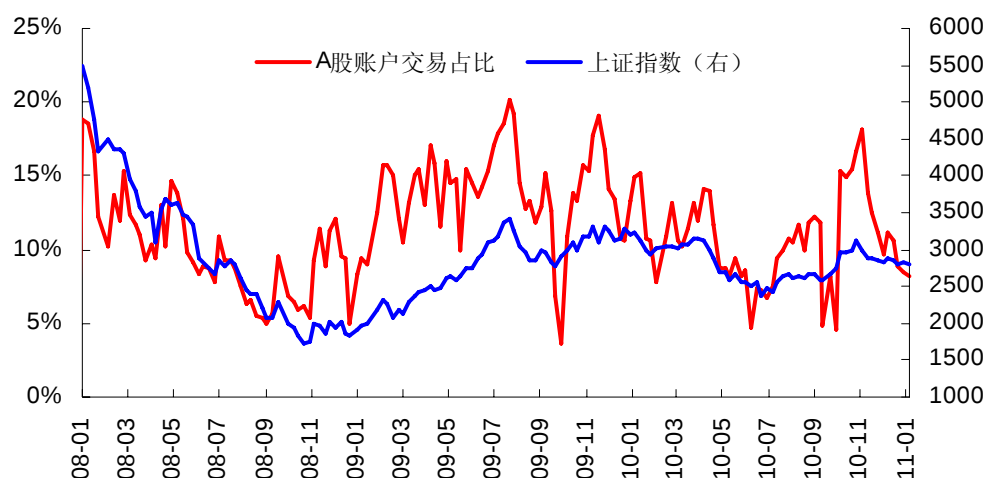


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

博弈投资者情绪：交易账户占比维持低风险区域，产业资本行为积极

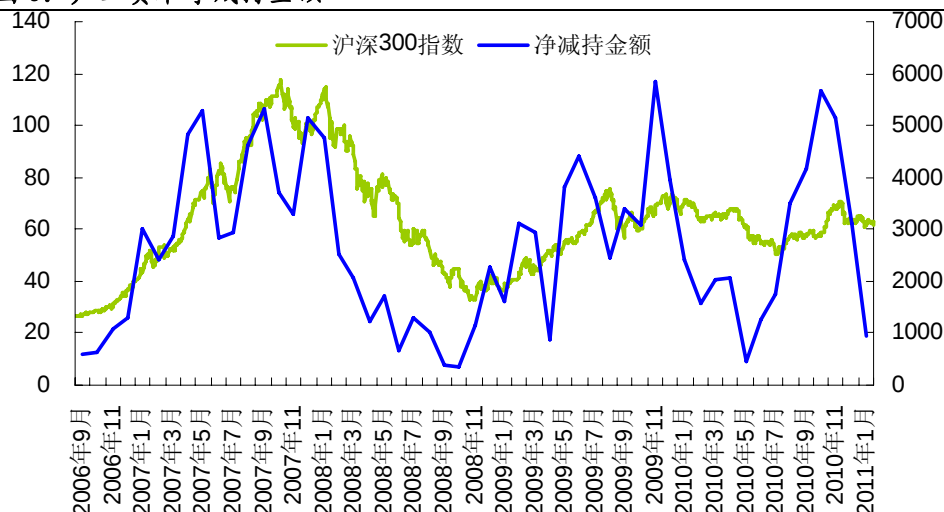
- 年初至今的调整，已经为春季攻势积蓄较充足的能量。A 股交易账户占比连续五周回落至低风险区域，截止 2011 年 1 月 14 日该指标数值为 8.17%。
- 产业资本行为显示积极信号。随着 1 月份以来股市的不断走低，减持金额和公司家数均下降至历史低位，且增持公司数连续处于较好水平，这表明在目前的下跌行情中产业资本的减持意愿急剧衰退，并开始对股市的长期投资价值趋于乐观，是积极信号。结构方面，沪深主板市场的减持金额已缩减至历史同期极低水平，显示主板市场的下滑风险已经有限。

图 8：交易账户占比继续回落



资料来源：兴业证券研究所

图 9：产业资本净减持金额



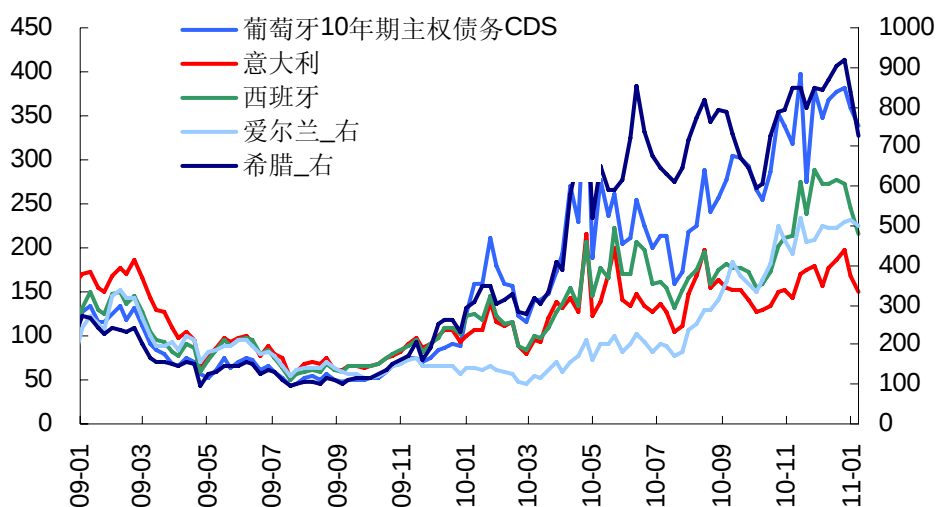
资料来源：兴业证券研究所

重申春季的三大催化剂

1 月下旬特别是春节之后，政策敏感期过去之后，只要没有超预期的调控出现，市场将逐步将注意力转向基本面和流动性改善的因素上，届时行情将震荡向上。

- 节后物价回落，政策环境边际改善。根据兴业宏观判断，1 月通胀由于春节因素反弹，但 2 月同样由于春节因素回落，偏热经济放缓。
- 两会后，房地产调控政策阶段性尘埃落定；各地在“调结构”、落实“积极财政政策”的旗号下发展的势头依然很强，对于原材料的需求真实体现出来；
- 欧债危机缓解，美元指数已现颓势，有助于资源品的反弹。

图 10：欧猪五国 CDS 回落



资料来源：兴业证券研究所

投资策略：继续增持周期，地产、煤炭主攻

首先，立足实体经济的需求，随着春季投资的临近，焦煤、建材、螺纹钢等供给偏紧的周期行业价格将保持坚挺；房地产、金融、航空等为代表的估值较低、弹性较好的板块，可以视为具有“看涨期权的现金等价物”。

——房地产具备“新兴产业的增长，钢铁股的估值”：长期来看，城镇化规律和人口统计学数据显示，中国房地产需求没有问题；从当前政策来看，大搞保障房会挤压商品房供给，商品房反而更加供不应求；短期来看，房地产股估值低、受益于销量好于预期、机构配置低。

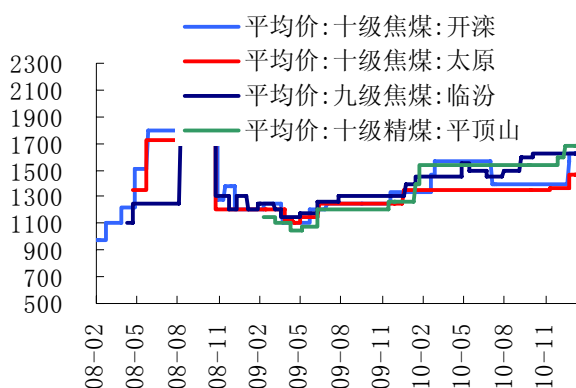
——煤炭“需求恢复”+“涨价预期”+“澳洲洪灾”。钢材价格上调后，炼焦煤提价预期强烈；“限电限产”影响过去，原有产能开工加上十二五投资启动拉动煤炭需求；澳大利亚洪灾引发的供给短缺，冲击国际焦煤贸易供需平衡，2011 年国际焦

煤价格大涨是大概率事件，由于我国对炼焦煤进口有依赖，国内焦煤价格必将随国际煤价上行。

第二，消费品行业龙头在调整中逐步具备防御性。食品饮料、生物医药、商贸零售中 2011 年 PE 低于 20 倍的龙头企业可以作为防御品种；

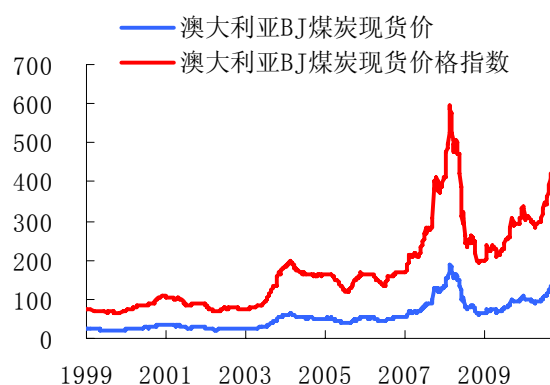
第三，新兴产业题材股处于去泡沫、去伪存真的分化调整过程，逢高送转等利多仍建议调仓。

图 11: 国内焦煤价格



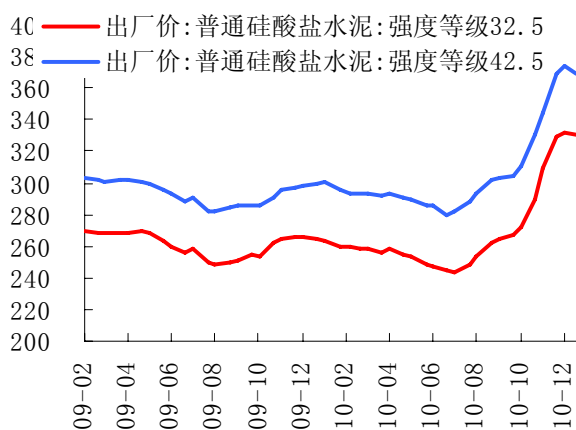
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 12: 澳大利亚煤价



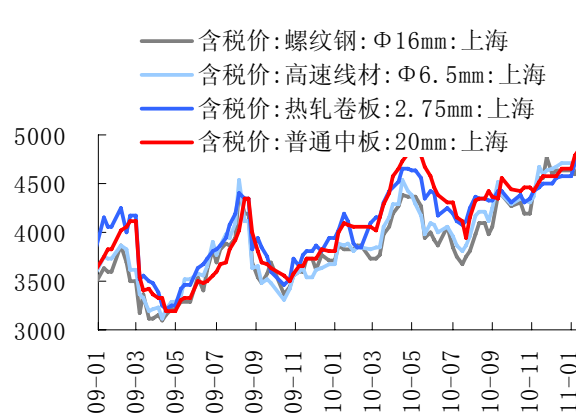
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 13: 水泥出厂价



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 14: 国内钢价



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。