

## 投资策略

日信证券策略小组

联系电话: 010-88086830-719

chenyb@rxzq.com.cn

## 【本周策略】 诸多不利因素继续升温

## 上周市场回顾:

上周市场在 10 月 8 日的跳空缺口附近出现了剧烈的震荡。5 个交易日, 沪指累积下跌 2.72%, 深指累积下跌 5.32%, 中小板指累积下跌 5.19%, 创业板指累积下跌 4.02%。在上调存款准备金率的利空打击下, 上周沪指向下突破了半年线, 并部分回补了 10 月 8 日在 2656-2678 点间留下的跳空缺口。但该跳空缺口并没有完全补回, 给后市走势留下了悬念。

行业方面, 信息设备、电子元器件、医药、农业等非周期性行业跌幅居前, 中小板、创业板出现了大面积下跌, 尤其是新股的破发导致次新股连续大幅跳水。在部分回补缺口后, 周期股尤其是权重股开始强势上冲。高铁、海洋工程、核电等高端装备制造业表现强势, 成为弱势市场中难得的热点。

## 后市趋势展望:

市场面临着非常不利的环境, 诸多负面因素在向着不利于市场的方向发展。银行体系内的流动性出现了空前的紧张局面。1 月 20 日是银行上缴法定存款准备金的时点, 银行间同业拆借利率出现了大幅飙升, 隔夜、1 周、1 月拆借利率飙升幅度均在 300 个 BP 以上。在上缴存款准备金的时点出现拆借利率大幅飙升的情况在以前从未出现过。这说明银行已经几乎没有超额准备金率了, 银行体系内的流动性近于干涸。“一月两动”的货币政策调整频度已经对银行体系内的流动性产生了实质性冲击。在通胀尚未得到控制的情况下, 货币政策的紧缩仍会继续。那么商业银行体系内流动性将在相当长的一段时间内处于偏紧状态, 这种环境下对股市的影响将是很不利的。

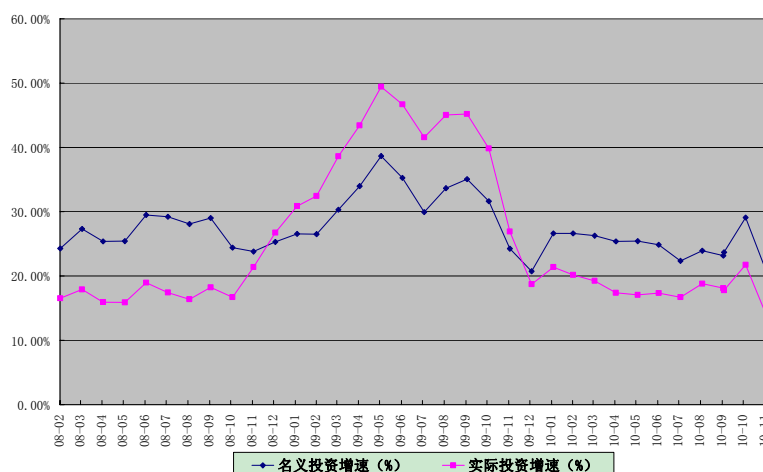
尽管 12 月份CPI同比增速回落至 4.6% (我们之前的预测是 4.7%，市场平均预测是 4.4%)，但这并不意味着通胀压力的缓和。12 月份CPI同比增幅中的翘尾因素已经消除，而 11 月份的翘尾因素为 1 个百分点。剔除翘尾因素后，12 月份CPI的新涨价因素较 11 月份上升 0.5 个百分点。12 月份的食品价格同比增幅有所放缓，但非食品价格的同比增速在继续加快。从商务部 1 月份第一周和第二周的食用农产品价格走势看，食品价格的同比和环比涨幅都有再度加速的迹象，1 月份CPI同比增速将再度回到 5.0%以上。目前还看不到通胀压力缓和的迹象。

**经济增速回落之忧得到验证。**12 月份经济数据显示了一个重要信号，即 12 月份名义和实际固定资产投资增速都出现了显著的回落，这与 12 月份制造业PMI指数的回落是一致的。我们认为，这是 11 月份以来政策紧缩的结果。如果 1、2 月份的经济数据继续这一趋势，则**经济增速回落将与通胀压力不断上升共存，形成一个非常不利于市场的组合**。

我们之前强调的“预期差”可能会在不久后浮出水面。市场之前普遍预期 2011 年一季度在节能减排政策放松后经济增速将见底回升，而目前经济数据的走向并不支持这一预期的实现。出现“预期差”的主要原因在于 11 月份开始的针对通胀的紧缩政策对实体经济增长产生了负面影响，紧缩政策对实体经济增长的负面冲击超出了预期。这也是之前我们最为担忧的，即紧缩政策对通胀的抑制需要几个月的滞后，而对经济增长的负面冲击比较直接，这就会出现一个“经济向下、通胀向上”的时间段。

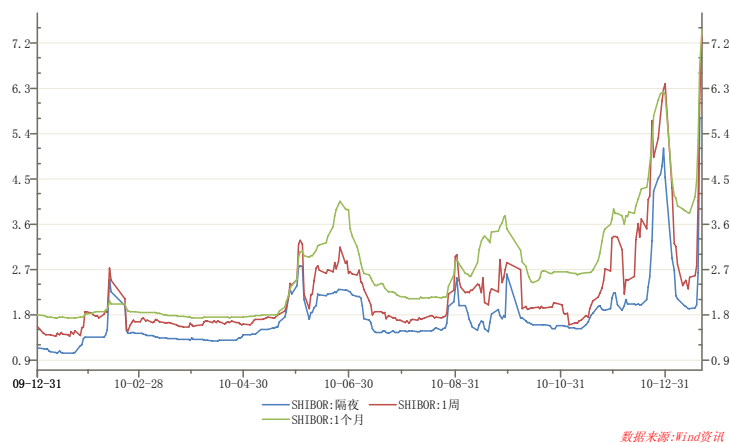
综合以上分析，诸多不利因素在继续升温，并且经济增长速度的回落可能成为坏于市场预期的一个潜在风险因素，**市场的中期趋势仍面临较大的风险。维持目前处于下跌过程的判断，建议投资者短期内切勿“抄底”**。低估值的银行、地产、钢铁将具有较好的防御性，而高估值的中小板、创业板将是主要的风险地带。

图 1: 名义和实际投资增速大幅回落



数据来源: WIND 资讯、日信证券

图 2：首次在上缴准备金的时点出现拆借利率飙升



数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND 资讯、日信证券

## 探讨一些逻辑问题

竟快过年了！可能是两千年农业社会的传承，中国人都习惯以春节为时点算计收成。一年来，在 A 股的复杂行情中搏杀了一年的投资者，不知收成几何。临近春节，我们不妨暂时抛开市场短期的涨跌起伏，而去探讨一下分析市场趋势背后的逻辑。毕竟，只有厘清了分析市场的方法，才能透过市场百家争鸣的观点，看清驱动市场涨跌背后的力量。

## 解剖两个观点

**观点之一：**2010 年 11 月-12 月份时，多数研究机构的年度策略一致认为 2011 年市场的走势将是“耐克式”，一季度（或上半年）跌，二季度（或下半年）以后涨；前半段下跌的动力在于周期股，而投资机会在于新经济、大消费；后半段的投资机会在周期股上。配置策略是先  $\alpha$  后  $\beta$ 。这几乎成为了年度策略的标准观点。

**市场表现：**从 12 月中旬至今，市场是在不断下挫，但下跌的动力并不来自于周期股，而来自于新兴产业和消费品行业。周期股在下跌过程中表现出了相对的防御性和抗跌性。

**理性思考：**在经历了一年多的结构性牛市后，机构投资者普遍超配新兴产业和大消费，低配周期股。显然在市场下跌的过程中，周期股低估值、低配置，不会成为主要的下跌力量。而新经济、大消费处于高估值、高配置的风险地带，如果市场下行，必然成为主要的下跌力量。另一方面，本属于稳定增长的消费品行业在 2010 年获取超额收益的背后，是不断的被上调盈利预测，或者看 2012 年的业绩算目标价。显然，

这些行业 2011 年的涨幅被透支了，只会有跌出来的机会，而不是继续推高。

**观点之二：**看多一季度/一月份，在春节前后有吃饭行情。两条依据：一是元旦后市场流动性将环比改善，年初信贷投放高于实体经济需要，有望为资本市场补充流动性；二是经济将见底回升，企业盈利和基本面向好。12 月底时，一些机构看到市场预期高度一致，就以一致预期为反向指标，看多一季度/一月份。

**理性思考：**市场表现往往不同于一致预期，但并非是完全相反，“非黑未必就是白”。这种以一致预期为反向指标的观点多少带有投机成分。显然这种观点的两条逻辑依据是经不起推敲的。其一，年初信贷投放高于实体经济需要是正常现象，以外年份也是如此，如果这个逻辑成立，那么每年的一月份/一季度都应该涨，显然这个逻辑是站不住脚的。我们认为，年初信贷投放高于实体经济需要可以为强势市场“火上浇油”，但不会为弱势市场“雪中送炭”。因为短期暂时未使用的信贷资金怎么可能会接下跌的刀子。而且一月份信贷投放过猛必然带来管理层的加力调控，政策对市场的影响更为直接。其二，如果经济增速上行，必然带来通胀压力的继续攀升，政策面会更加紧。而且如果经济向好的话，管理层可以全力对付通胀，而不用“投鼠忌器”，政策紧缩的力度会更大。从逻辑上讲，经济增速回升并不必然带来市场的走强。只有在通胀、政策两个变量不成为主要矛盾时，经济增速上升带来企业盈利增速上升，才会带来市场的上涨。但现在无论是宏观经济还是股市涨跌，核心矛盾都在于通胀、政策以及流动性。

最后，借用一句经典名言，“人的思维是线性的，而事物的发展往往是非线性的”。市场的投资机会在于人的线性思维与事物的非线性演化之间，也就是市场预期与现实情况之间的“预期差”。2011 年，我们将遵循这条逻辑去研究市场，力争前瞻性地为投资者发现大的机会，回避大的风险。

## 【重要新闻】

### 本周道指收高 0.7% 纳指下挫 2.4%

美东时间 1 月 21 日 16:00 (北京时间 1 月 22 日 05:00)，道琼斯工业平均指数上涨 49.11 点，收于 11,871.91 点，涨幅 0.42%；纳斯达克综合指数下跌 14.75 点，收于 2,689.54 点，跌幅 0.55%；标准普尔 500 指数上涨 3.09 点，收于 1,283.35 点，涨幅 0.24%。

### 单周 14 只新股齐发创一年新高

兔年新春长假前的最后一个完整交易周(1 月 24 日-1 月 28 日)，一级市场上将密集发行 14 只新股，堪称“史上罕见”，一周发行家数也创下了一年来的新高。这其中包括 10 只创业板、2 只中小板和 2 只沪市主板。

### 本周解禁规模 320 亿 17 只小鬼当家

春节长假前 A 股解禁规模维持较低水平。近期大盘震荡回落，股指滑落至去年 10 月份反弹前的水平，货

币紧缩预期和市场交投低迷对大盘形成压制。不过春节长假前的这段时间，A 股解禁规模持续保持在较低水平，本周测算解禁市值仅为 320 亿元，市场减持压力减弱或助沪深大盘逐步企稳回升。

### 证据推定 监管层严打内幕交易

监管层在查处内幕交易案中扮演的角色正越来越像福尔摩斯。证券时报记者获悉，在“证据推定”原则下，监管层正在利用各种手段和途径全面稽查内幕交易罪的痕迹，只要所有调查证据均指向嫌疑人涉罪，则内幕交易罪成立。

### 证监会官员：IPO 节奏不会因破发而变化

新股上市不断破发，监管层会否选择暂停发行？1 月 20 日下午，记者就此询问证监会一位官员，他透露，今年的 IPO 节奏不会因为近来破发而发生变化，“就像 2010 年初也出现了破发潮，而 IPO 并未停步而是加快了。”

### 基金去年底全面加仓

基金四季报今日披露完毕。统计数据显示，全部偏股基金的股票仓位在 2010 年末一度上升到 84.46%，比三季度上升 2.5 个百分点。在经历了 2010 年全年的跌宕起伏后，股票基金最终以历史上的高仓位进入新的一年。

### “两高一资”产品出口退税或再降

财政部、发改委、商务部等部门正在研究进一步加强对资源性产品的出口限制，酝酿再次降低和取消部分产品的出口退税。据消息人士透露，正在研究中的降低出口退税率的种类仍以高耗能、高污染、资源性“两高一资”产品为主，尤其是将重点放在“一资”上面，而且很可能会涉及到去年没有调整过的新种类的产品。

### 中央施压地方楼市调控：不限购就约谈

近日，住建部已经要求 2010 年年末房价上涨幅度较大的一些城市出台限购令细则，部分开发商已提前获悉这一消息。据透露，一位副部级官员在 1 月中旬的内部会议上明确表示将向地方官员施压，“不限购，就约谈”。

### 中国石化利润破千亿元 中国石油报喜 30%

中国石化(8.70, 0.27, 3.20%)和中国石油(11.12, 0.10, 0.91%)这“两桶油”一声吼，大盘都要跟着抖。作为超级大蓝筹，他们地位特殊——扮演着 A 股风向标的角色，不管是反向还是正向。2010 年的大部分时间里，只要“两桶油”发力，整个大盘反而掉头下挫，俨然成了股市毒药。

### 工行拟 1.4 亿美元收购美国东亚银行 80%股权

中国工商银行(4.22, 0.07, 1.69%)股份有限公司 23 日与东亚银行有限公司联合宣布，双方已就美国东亚银行股权交易达成协议，工行将向东亚银行支付约 1.4 亿美元对价，收购美国东亚银行 80%股权。

### 中铁建母公司逾 20 亿接手沙特项目后续建设

早前在沙特麦加轻轨项目录得巨额亏损的中国铁建(7.17, 0.00, 0.00%) (601186)近日发布公告宣布，公司与控股股东中国铁道建筑总公司签署协议，为此中铁建总公司将向中国铁建支付 20.77 亿元，承担中国铁建在该项目自 2010 年 10 月 31 日后所发生的除索赔收入外所有亏损或盈利。

## 【新股日历】

| 证券代码   | 申购代码   | 证券简称 | 上网发行日期    | 上市日期 | 发行数量(万股) | 上网发行数量(万股) | 发行价格(元) | 市盈率   |
|--------|--------|------|-----------|------|----------|------------|---------|-------|
| 300175 | 300175 | 朗源股份 | 2011-1-27 | -    | *2700    | *2160      | -       | -     |
| 300177 | 300177 | 中海达  | 2011-1-27 | -    | *1250    | *1000      | -       | -     |
| 300179 | 300179 | 四方达  | 2011-1-27 | -    | *2000    | *1600      | -       | -     |
| 300176 | 300176 | 鸿特精密 | 2011-1-27 | -    | *2240    | *1800      | -       | -     |
| 300178 | 300178 | 腾邦国际 | 2011-1-27 | -    | *3000    | *2400      | -       | -     |
| 2546   | 2546   | 新联电子 | 2011-1-25 | -    | *2100    | *1680      | -       | -     |
| 2545   | 2545   | 东方铁塔 | 2011-1-25 | -    | *4350    | *3480      | -       | -     |
| 601799 | 780799 | 星宇股份 | 2011-1-25 | -    | *6000    | *4800      | -       | -     |
| 601616 | 780616 | 广电电气 | 2011-1-25 | -    | *10500   | *8400      | -       | -     |
| 300172 | 300172 | 中电环保 | 2011-1-24 | -    | 2500     | 2000       | 25.16   | 66.21 |
| 300174 | 300174 | 元力股份 | 2011-1-24 | -    | 1700     | 1370       | 24      | 88.89 |
| 300171 | 300171 | 东富龙  | 2011-1-24 | -    | 2000     | 1600       | 86      | 96.63 |
| 300173 | 300173 | 松德股份 | 2011-1-24 | -    | 1700     | 1360       | 22.39   | 49.6  |
| 300170 | 300170 | 汉得信息 | 2011-1-24 | -    | 3000     | 2415       | 25.32   | 72.4  |
| 601519 | 780519 | 大智慧  | 2011-1-20 | -    | 11000    | 8800       | *23.20  | 0     |
| 601137 | 780137 | 博威合金 | 2011-1-19 | -    | 5500     | 4400       | 27      | 71.05 |
| 2542   | 2542   | 中化岩土 | 2011-1-19 | -    | 1680     | 1344       | 37      | 77.08 |
| 2544   | 2544   | 杰赛科技 | 2011-1-19 | -    | 2200     | 1760       | 28      | 68.29 |
| 2543   | 2543   | 万和电气 | 2011-1-19 | -    | 5000     | 4000       | 30      | 49.18 |
| 300168 | 300168 | 万达信息 | 2011-1-14 | -    | 3000     | 2400       | 28      | 87.5  |
| 300165 | 300165 | 天瑞仪器 | 2011-1-14 | -    | 1850     | 1480       | 65      | 72.63 |

## 【本周限售股解禁日历】

| 代码        | 简称   | 解禁日期       | 解禁数量(万股)   | 流通A股     | 占比(%)    |
|-----------|------|------------|------------|----------|----------|
| 002340.SZ | 格林美  | 2011-01-24 | 6329.596   | 9362.496 | 77.17445 |
| 600825.SH | 新华传媒 | 2011-01-24 | 33579.1624 | 104488.8 | 100      |
| 002205.SZ | 国统股份 | 2011-01-24 | 5505       | 9638.909 | 82.98529 |
| 000677.SZ | 山东海龙 | 2011-01-24 | 5991.5556  | 86396.54 | 99.99855 |
| 600721.SH | ST百花 | 2011-01-24 | 693.2788   | 9407.011 | 34.98956 |
| 002341.SZ | 新纶科技 | 2011-01-24 | 932.5      | 2832.5   | 38.69536 |
| 002339.SZ | 积成电子 | 2011-01-24 | 2656.2125  | 4856.213 | 56.46759 |
| 600227.SH | 赤天化  | 2011-01-24 | 6116.2268  | 87017.53 | 91.55957 |
| 000975.SZ | 科学城  | 2011-01-24 | 23654.7296 | 62292.57 | 100      |
| 600259.SH | 广晟有色 | 2011-01-24 | 1067       | 12192.81 | 48.88856 |

|           |      |            |           |          |          |
|-----------|------|------------|-----------|----------|----------|
| 600523.SH | 贵航股份 | 2011-01-24 | 4480.68   | 19602.28 | 67.87638 |
| 002206.SZ | 海利得  | 2011-01-24 | 2775.75   | 16456.75 | 65.827   |
| 600547.SH | 山东黄金 | 2011-01-25 | 7155.2408 | 76347.24 | 53.64958 |
| 300132.SZ | 青松股份 | 2011-01-26 | 340       | 1700     | 25.37313 |
| 300134.SZ | 大富科技 | 2011-01-26 | 800       | 4000     | 25       |
| 300133.SZ | 华策影视 | 2011-01-26 | 282.4     | 1412     | 25       |
| 002344.SZ | 海宁皮城 | 2011-01-26 | 756.57    | 7756.57  | 27.70204 |
| 002343.SZ | 禾欣股份 | 2011-01-26 | 1457.05   | 3957.05  | 39.94599 |
| 300135.SZ | 宝利沥青 | 2011-01-26 | 400       | 2000     | 25       |
| 002342.SZ | 巨力索具 | 2011-01-26 | 4800      | 10800    | 22.5     |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 2011-01-26 | 39500     | 53470    | 100      |
| 600553.SH | 太行水泥 | 2011-01-27 | 30        | 37734    | 99.3     |
| 002207.SZ | 准油股份 | 2011-01-28 | 7445.8689 | 9945.869 | 100      |
| 000982.SZ | 中银绒业 | 2011-01-28 | 12000     | 24900    | 100      |
| 002208.SZ | 合肥城建 | 2011-01-28 | 19260     | 31518.92 | 98.46587 |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 2011-01-28 | 7158.924  | 11658.92 | 64.7718  |
| 601098.SH | 中南传媒 | 2011-01-28 | 7960      | 39800    | 22.16036 |
| 601179.SH | 中国西电 | 2011-01-28 | 16000     | 146700   | 33.66996 |
| 002347.SZ | 泰尔重工 | 2011-01-28 | 899       | 3499     | 33.64423 |

## 【市场回顾与分析】

表 1: 核心指数一周涨跌幅 (01.17-01.21)

|           | 收盘价      | 涨跌幅 (%) | 成交额(亿元) |
|-----------|----------|---------|---------|
| 上证综合指数    | 2715.29  | -2.92   | 958.50  |
| 深证成份指数    | 11639.96 | -4.14   | 125.28  |
| 沪深 300    | 2983.46  | -3.29   | 764.40  |
| 中证 100    | 2742.01  | -3.17   | 389.58  |
| 上证 50 指数  | 1925.84  | -2.99   | 229.61  |
| 上证 180 指数 | 6281.07  | -3.21   | 473.35  |
| 深证 100R   | 4208.22  | -3.80   | 235.76  |
| 深证综合指数    | 1178.16  | -3.40   | 698.00  |
| 中小板指      | 6716.50  | -3.49   | 273.51  |

表 2: 行业板块一周市场表现 (01.17-01.21)

|          | 涨跌幅 (%) |
|----------|---------|
| 公用事业(申万) | -2.26   |
| 黑色金属(申万) | -2.39   |
| 建筑建材(申万) | -2.80   |
| 食品饮料(申万) | -2.80   |
| 金融服务(申万) | -2.83   |

|           |       |
|-----------|-------|
| 交运设备(申万)  | -2.85 |
| 交通运输(申万)  | -2.99 |
| 农林牧渔(申万)  | -3.01 |
| 纺织服装(申万)  | -3.08 |
| 轻工制造(申万)  | -3.11 |
| 家用电器(申万)  | -3.27 |
| 机械设备(申万)  | -3.32 |
| 医药生物(申万)  | -3.34 |
| 商业贸易(申万)  | -3.35 |
| 信息服务(申万)  | -3.46 |
| 化工(申万)    | -3.52 |
| 房地产(申万)   | -3.57 |
| 综合(申万)    | -3.68 |
| 餐饮旅游(申万)  | -4.03 |
| 电子元器件(申万) | -4.05 |
| 信息设备(申万)  | -4.48 |
| 有色金属(申万)  | -4.54 |
| 采掘(申万)    | -4.83 |

表 3 风格板块一周市场表现 (01.17-01.21)

|            | 涨跌幅 (%) |
|------------|---------|
| 中市净率指数(申万) | -2.17   |
| 高市净率指数(申万) | -2.52   |
| 活跃指数(申万)   | -2.74   |
| 低市盈率指数(申万) | -2.75   |
| 低价股指数(申万)  | -2.82   |
| 低市净率指数(申万) | -2.92   |
| 高市盈率指数(申万) | -3.07   |
| 中市盈率指数(申万) | -3.15   |
| 绩优股指数(申万)  | -3.29   |
| 中盘指数(申万)   | -3.34   |
| 高价股指数(申万)  | -3.34   |
| 亏损股指数(申万)  | -3.39   |
| 新股指数(申万)   | -3.42   |
| 配股指数(申万)   | -3.45   |
| 大盘指数(申万)   | -3.61   |
| 微利股指数(申万)  | -3.61   |
| 小盘指数(申万)   | -3.74   |
| 中价股指数(申万)  | -3.98   |

## 【资金供求状况】

图 1 M1 增速与上证指数

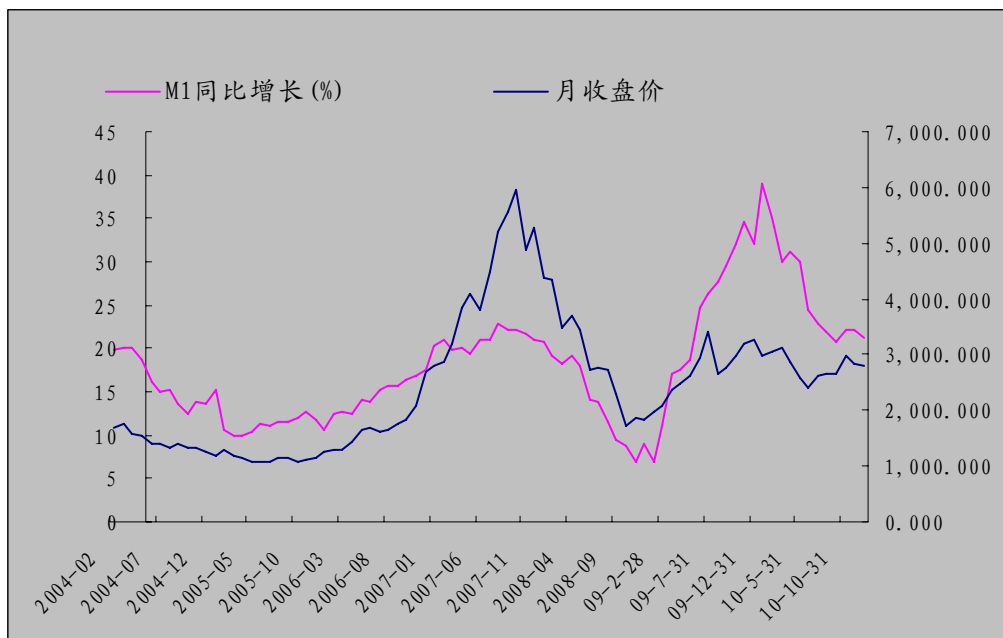


图 2 开户数信息

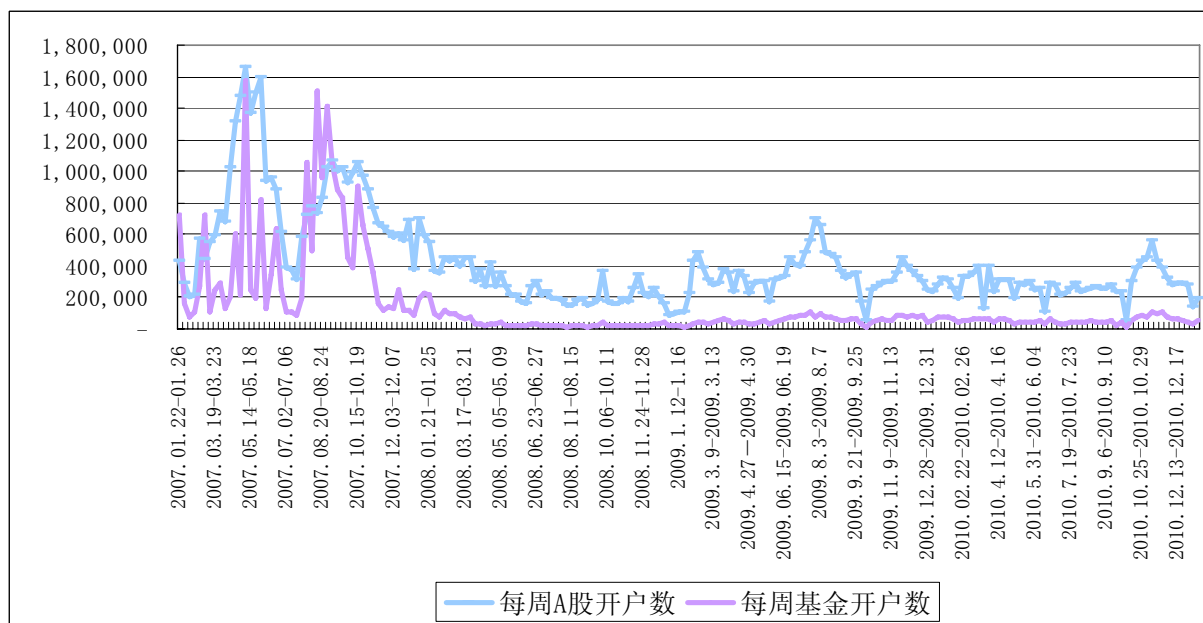


图 3 基金发行情况

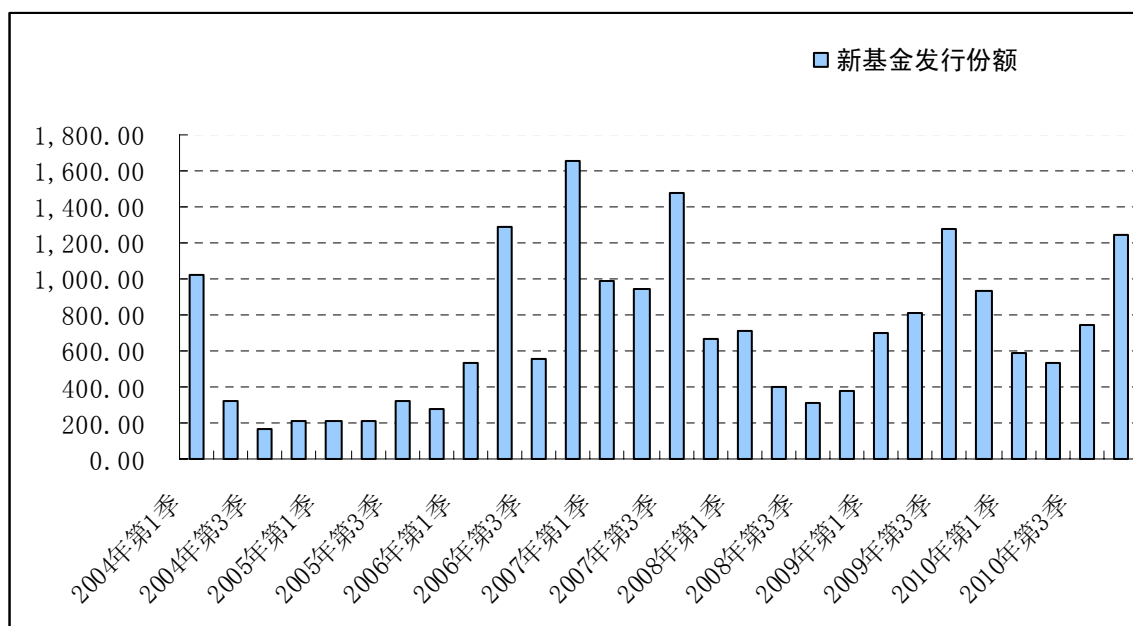


图 4 基金整体仓位统计

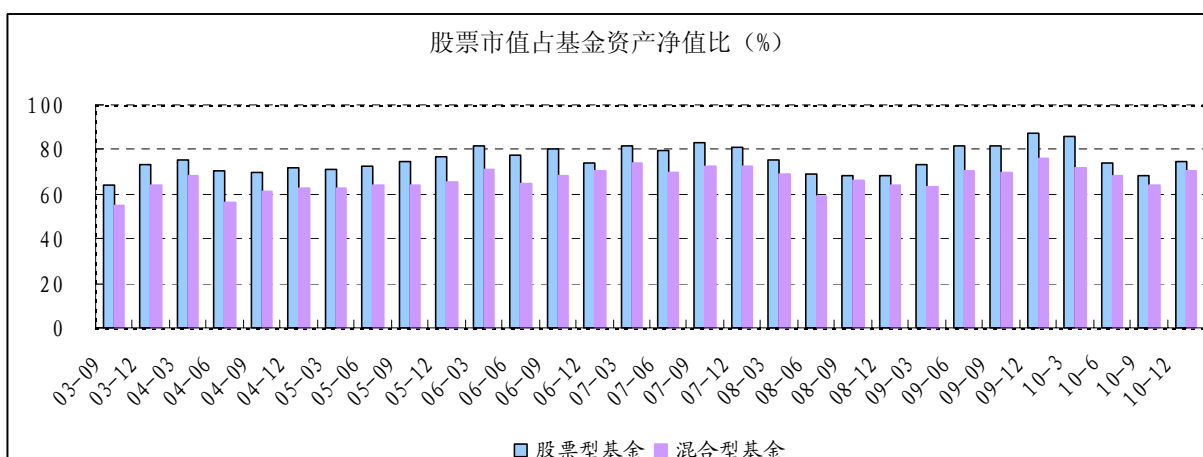


图 5 限售流通股解禁月度数据

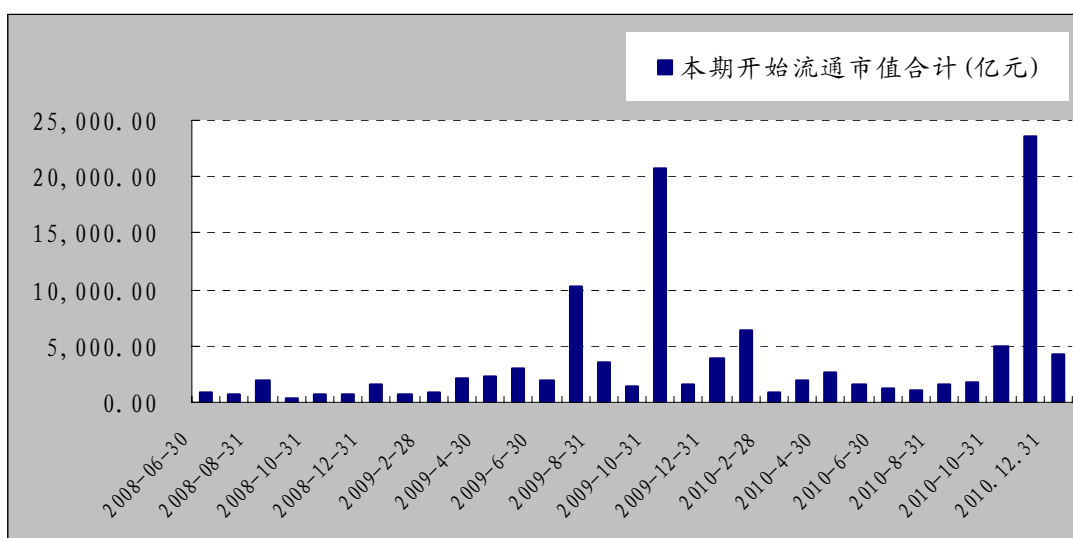


图 6 每周新增限售股可流通市值

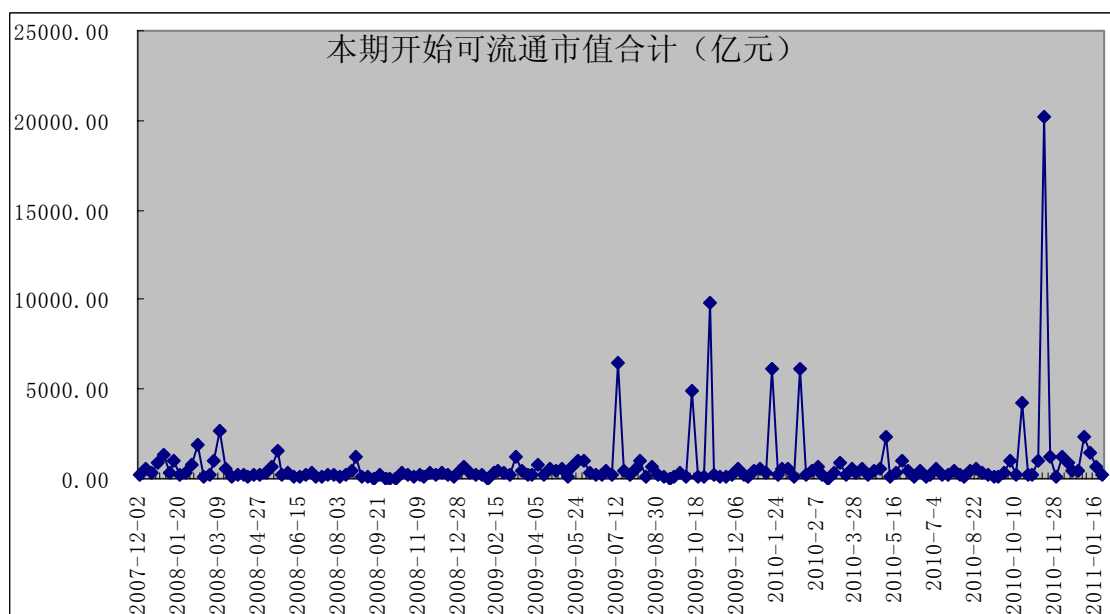
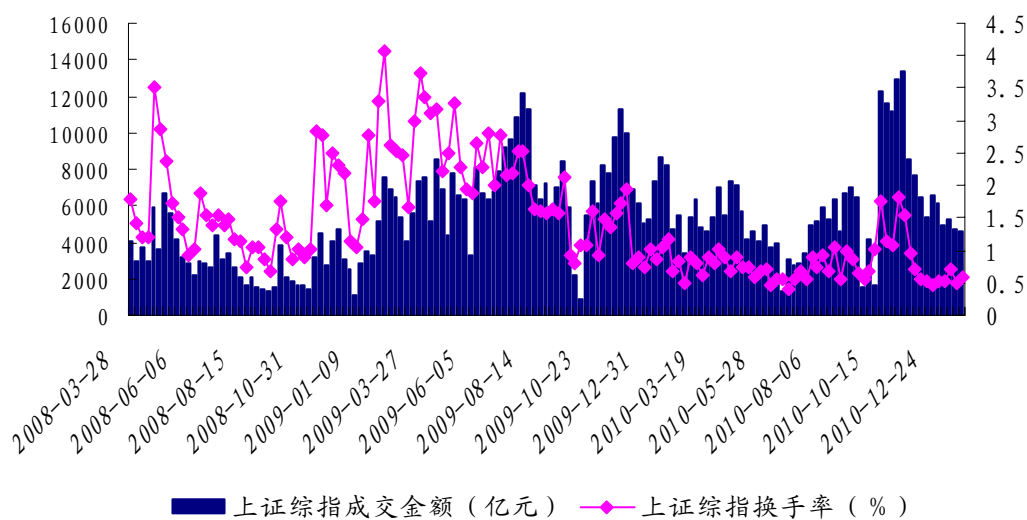


图 7 每周成交金额及换手率



## 【估值】

图 8 上证综合指数成份 PE/PB

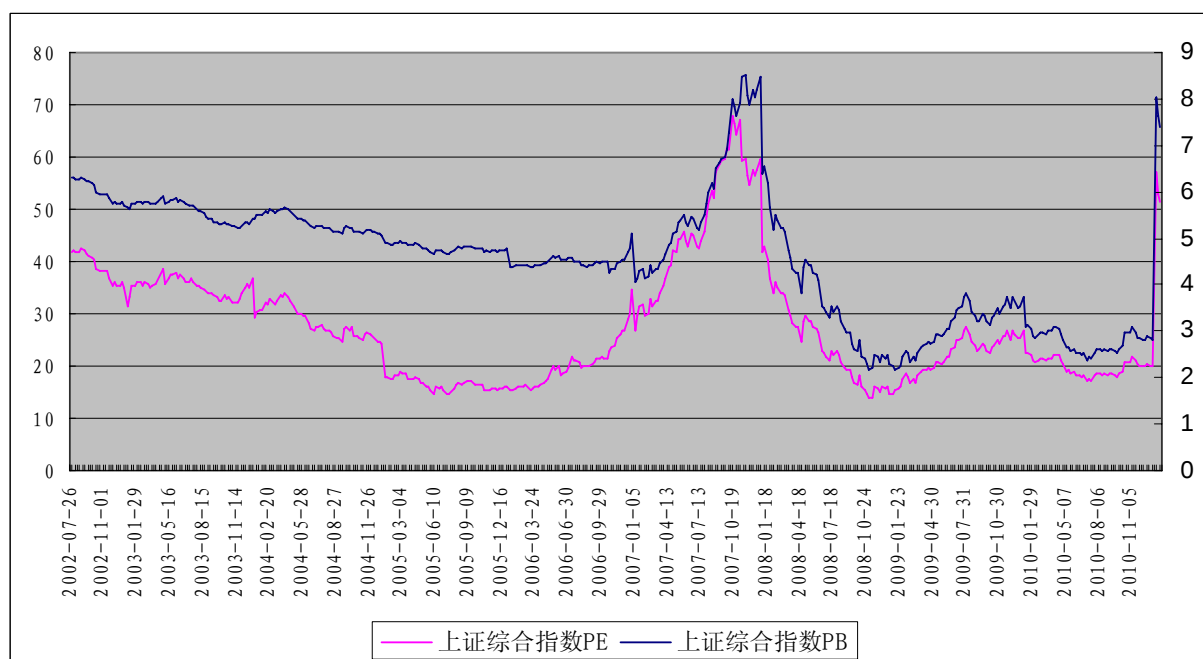
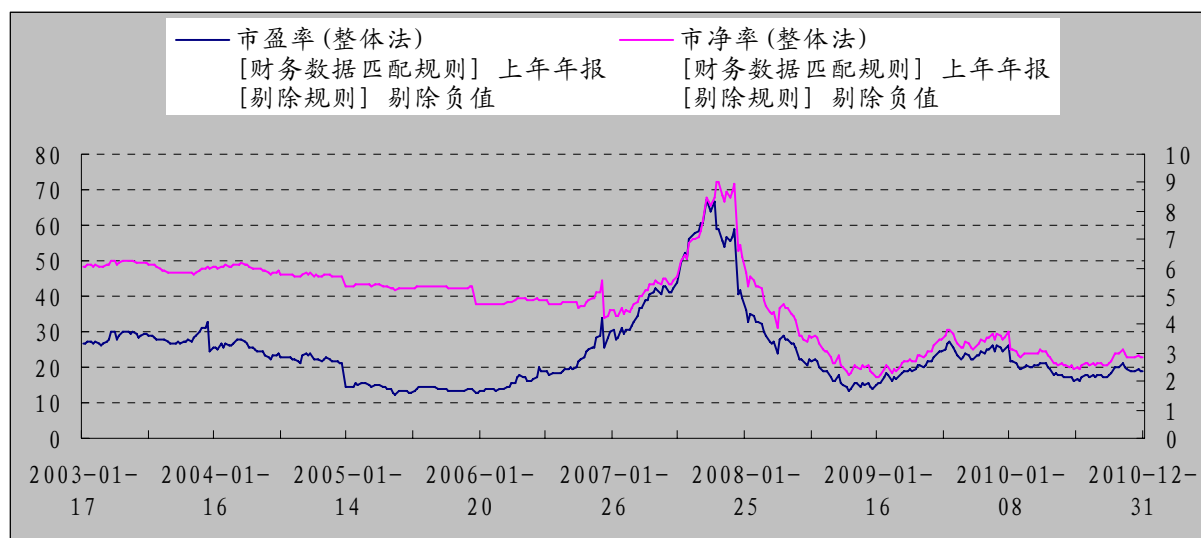


图9 沪深300成份PE/PB



## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。