

投资策略报告

2011 年 1 月 25 日

重防御 看利率 搏地产

● 对于近期下跌，我们分析主要原因在于：1) 市场利率上升诱导资金从风险市场撤出转投安全性高的银行理财产品或回购。2) 技术面指数跌破半年线，短线资金减仓进行中。3) 紧信贷、扩大直接融资等政策利空。而市场对于宏观经济数据的习惯性悲观解读，放大了下跌效应。

● 基于上述短观原因，我们认为短期市场下跌的可能性较大。后市企稳的条件在于资金面改善，即市场利率的回落。同时认为，低估值使得下跌途中或有反弹，市场可能呈现“下跌-反弹-下跌”的格局。建议总体降低仓位，品种上选择那些“估值低、基金仓位普遍偏低、市值规模合理、弹性大”的行业，既用低估值防御，又可能获取反弹的超额收益。典型代表如地产。

● 长期而言，我们仍旧坚持远景机会在于“经济波动风险出现+通胀压力下降”，导致政策放松行情。虽然大家普遍认为，目前考虑“经济增长可能的风险”为时尚早。但 12 月份的月度经济数据提醒我们，应该逐步注意未来可能出现的经济风险。

相关研究

《投资快报-布局 2011，均衡配置——远景、中景、近景看股市》 2011.1

《审慎灵活政策舵—2011 年度 A 股投资策略》 2010.12

策略高级分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：

S0850209080673

电 话：(021) 23219197

Email: chenrm@htsec.com

联系人：

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

对于近期下跌，我们分析主要原因在于：1) 市场利率上升诱导资金从风险市场撤出转投安全性高的银行理财产品或回购。2) 技术面指数跌破半年线，短线资金减仓进行中。3) 紧信贷、扩大直接融资等政策利空。而市场对于宏观经济数据的习惯性悲观解读，放大了下跌效应。

基于上述短观原因，我们认为短期市场下跌的可能性较大。后市企稳的条件在于资金面改善，即市场利率的回落。同时认为，低估值使得下跌途中或有反弹，市场可能呈现“下跌-反弹-下跌”的格局。建议总体降低仓位，品种上选择那些“估值低、基金仓位普遍偏低、市值规模合理、弹性大”的行业，既用低估值防御，又可能获取反弹的超额收益。典型代表如 地产。

长期而言，我们仍旧坚持远景机会在于“经济波动风险出现+通胀压力下降”，导致政策放松行情。虽然大家普遍认为，目前考虑“经济增长可能的风险”为时尚早。但 12 月份的月度经济数据提醒我们，应该逐步注意未来可能出现的经济风险。

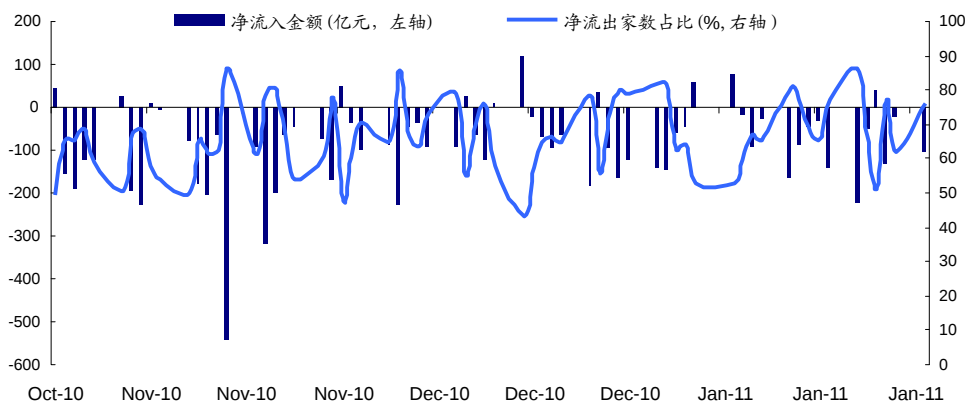
市场利率飙升，资金面趋紧。上周银行间拆借和回购利率大幅飙升，我们的交流中，不只一名银行间交易员表示，现在市场资金非常紧张，许多机构拆借不到资金。这种情况不是 1 月 20 日上缴完存款准备金之后就可以缓解的，他们预测由于资金需求缺口大，到春节前银行间市场利率仍将维持高位，很难回归到 2%-3% 的常态水平（7 天回购和 7 天 shibor）。银行间利率飙升，对股市资金面有何影响？高利率催生银行大量发行理财产品，最近的产品预期年化收益率都在 4%、5%、6% 甚至以上，显著高于此前水平。这诱导资金从股市风险市场撤出，转投安全性高的银行理财产品。我们了解到这几天，散户、保险、基金都增加了资金拆出行为（对散户而言，就是卖出股票申购理财产品；对保险、基金而言，就是降低仓位，参与回购交易）。这些行为就是“流动性紧张的边际反应”：虽然我们一直强调存量流动性充裕，市场不会深跌，但短观时间窗口，流动性的边际冲击占主导地位。

图 1 银行间利率水平飙升，节前难回常态水平



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

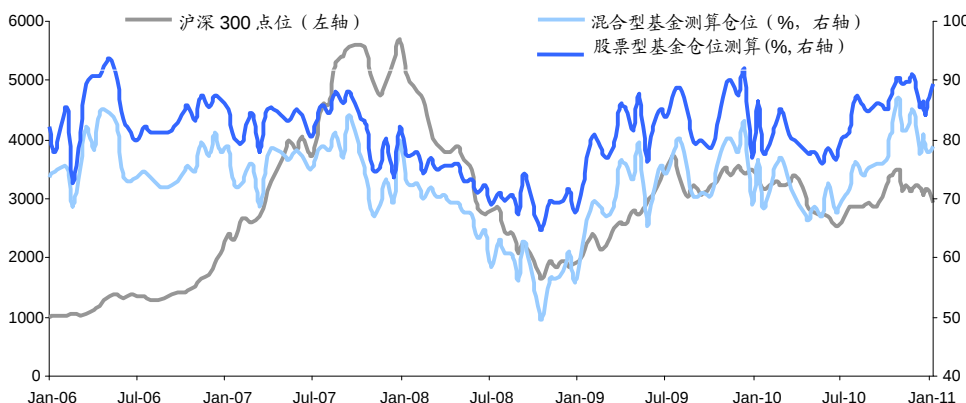
图 2 资金近几日持续从股市撤出



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

跌破半年线，短线资金减仓进行中。在交流中发现，“跌破半年线，市场转熊”的观点很有市场，对于追求短期收益、相对收益的资金而言，顺势而为减仓是理性反应。在与机构交流中，我们体会，大家的想法主要还是集中在：短期规避风险、中长期寻找确定性行业。对于何时迎来反弹契机，不敢轻言。海通金融工程小组测算，至 1 月 20 日，全市场股票型基金仓位 89.34%，混合型基金仓位 79.03%。减仓仍在途中。

图 3 基金减仓仍在途中



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

注：数据由海通证券金融工程部提供。联系人：吴先兴（021-23219449）

政策利空来袭。这一点市场讨论的很多，我们认为比较实质的利空是：1）一月上旬银行新增信贷超万亿，突破此前传言的一月份信贷目标（一月份占全年新增信贷的 12% 即 8400 亿），并传言部分银行接到“停贷”通知。2）管理层采用“社会融资总量”替代“信贷规模”指标，2010 年的表外信贷在 2011 年逐季转入表内（2010 年大约有 2 万亿银信合作信贷业务），引发今年实际新增信贷将进一步压缩的猜想。3）证监会一月中旬提到的“扩大直接融资”的工作部署，引发股市加大融资的猜想。

心理因素：市场悲观性解读，放大了下跌效应。自去年 11 月以来，但凡下跌，市场就拿“经济热 - 通胀压力大 - 加息预期”来说事。这固然没错，但我们认为，这个逻辑市场已经反应非常充分了。这几天的下跌继续拿这来说事，似乎有点牵强。就 1 月 20 日公布的数据而言，其实通胀形势并没有变得更恶劣（12 月 CPI 数据符合预期）；经济也没有想象的那么“热”（4 季度 GDP 在 10、11 月增长的前提下的 9.8% 增长，但 12 月份诸多

指标已显示疲态)；加息预期也谈不上更强烈(自去年 12.26 央行“出其不意”加息后，市场揣测加息的声音已经很少了，因为无法猜透)。在此数据背景下，仍拿“经济热-通胀压力大-加息预期强烈”逻辑来说事，其实只是市场的习惯性、选择性的悲观解读。而这种悲观情绪放大的市场下跌效应，忽视了基本面可能正在起的微妙变化。

表 1 12 月份经济数据：通胀并未大幅超出预期，部分月度指标已显疲态

日期	2010-12	2010-11	2010-10
GDP:当季同比%		9.80	
GDP 累计同比%		10.30	
工业增加值同比%	5.11	5.59	5.90
CPI 同比%	4.60	5.10	4.40
PPI 同比%	5.93	6.10	5.00
固定资产投资累计同比%	20.44	29.11	23.69
社会消费品零售总额同比%	19.10	18.70	18.60
出口金额同比%	17.90	34.90	22.90
进口金额同比%	21.40	36.20	24.00
贸易顺差 (亿美元)	130.80	227.39	270.58
M2:同比%	19.72	19.50	19.30
新增人民币贷款 (千亿)	4807.00	5640.00	5877.00

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

基于上述短观原因，我们认为短期市场下跌的可能性较大。后市企稳的条件在于资金面改善，即市场利率的回落，但在节前的大部分时间里这种可能性不大，春节前、后 1-2 天有可能利率回落(过去数年的规律)。我们同时认为，由于低估值对绝对收益资金的吸引力，下跌途中或有反弹，市场可能呈现“下跌-反弹-下跌”的格局。建议总体降低仓位，品种上选择那些“估值低、基金仓位普遍偏低、市值规模合理、弹性大”的行业，既用低估值防御，又可能获取反弹的超额收益。典型代表如地产。

表 2 行业配置上选择估值相对较低但是弹性较大的品种，典型如房地产行业

板块名称	2012 年 PE (最新交易日)	PE (至 2011-1-21)	PE 估值分位	PB(2011-1-21)	PB 估值分位
农林牧渔	21.33	28.97	33.71%	5.32	95.29%
煤炭	11.49	13.38	31.80%	3.45	72.15%
石油化工	11.03	12.38	11.49%	2.2	40.78%
基础化工	17.98	22.26	43.29%	4.19	88.23%
钢铁	9.65	12.13	36.78%	1.29	40.39%
有色金属	24.2	31.12	58.62%	5.53	84.70%
电力设备(含新能源设备)	19.87	24.75	14.17%	4.9	89.80%
机械	16.77	20.6	28.73%	4.38	92.54%
汽车及零部件	11.73	14.35	18.00%	3.66	97.64%
信息设备	17.99	23.6	16.09%	4.35	95.68%
电子元器件	22.8	33.7	35.63%	5.38	98.82%
家电	12.15	14.8	9.19%	3.64	97.25%
纺织服装	15.08	19.33	37.16%	4.02	91.37%
造纸印刷	13.83	18.02	36.39%	2.55	78.43%
建筑材料	12.55	15.74	6.51%	3.94	99.60%
建筑工程	10.25	13.21	0.38%	2.33	65.88%
电力水务等公共事业	16.66	19.48	21.45%	2.46	61.17%
交通运输	13.03	13.8	9.96%	2.54	55.29%
房地产	8.55	11.62	3.83%	2.75	64.31%
银行	6.61	7.65	0.00%	1.81	42.74%
非银行金融	14.58	16.95	0.00%	2.94	45.09%
食品饮料	20.45	25.77	16.09%	8.56	95.29%
医药生物	20.59	26.03	32.95%	6.35	97.25%
商贸零售	15.93	20.19	15.70%	4.66	92.94%
社会服务	24.52	30.54	24.90%	4.88	86.66%
TMT	23.21	32.59	42.52%	3.74	87.84%

资料来源：WIND 资讯、海通证券研究所

注：图中提到的 PE 分位点是指一种相对估值方法，它借用统计学分位点概念将行业自 2006 年 1 月 6 日起的 PE 估值从高到底排序，最高 PE 用分点 1 (100%) 表示，最低 PE 用分点 0 (0%) 表示。分位点 10% 就表明 A 股目前估值在自 2006 年起的所有估值水平中处于 10% 的地位。

长期而言，我们仍旧坚持 2011 年 1 月 6 日的《远景、中景、近景看股市》观点，即：远景机会在于经济波动风险（经济增长不像现在想象的那么无忧）、通胀压力下降，导致政策可能向增长适度倾向，市场有望迎来政策放松行情（应该是经济风险显现先砸个坑，然后再政策放松上涨），这个时间点大约在下半年，乐观情形下，市场预期有可能提前到 2 季度。中景是“抑通胀目标优先于经济增长”，政策紧缩，股市中期弱势，这个时间大约贯穿这个 1 季度。目前来看，市场远没有走到“远景”，正如上文所说，市场关注点仍然在“通胀-紧缩”逻辑，在与机构交流中，大家普遍认为，目前考虑“经济增长可能的风险”为时尚早。我们也赞同这个思维。但 12 月份的经济数据也提醒我们，应该逐步注意未来可能出现的经济风险。虽然 4 季度 9.8% 的 GDP 增速超预期，但其贡献来自 10、11 月份的表现，就 12 月份而言，进出口、固定资产投资、房地产销售、房地产投资、发电量、PMI 等同比数据都出现或显著或轻微的下滑，显示惯性增长之后，疲态初显。2010 年经历“固投-房地产-汽车、家电”的全线主动紧缩，它的负面效应在目前还没有系统体现出来，而这可能在未来数月的数据中逐渐显现出来。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。