

央行紧缩再度发力，短线调整先抑后扬

➤ 央行周五再度公布上调存款准备金率 0.5 个百分点，大型银行存款准备金率上调至 19.5%（部分被实施差别准备金率的银行更是达到 20%）。A 股市场也一改前期的高歌猛进，自周四开始出现高位回调：市场对此次存款准备金率上调已有充分预期，消息公布后对市场冲击集中在短期心理层面，对目前市场的中级上升趋势行情不构成任何威胁。主要理由有 3 点：1）由于近期央票到期数量庞大，央行虽然加大 3 月期央票发行对冲，但总体仍然呈现资金净投放。上周公开市场到期资金量为 1060 亿元，央行在 15 日、17 日分别回笼 210 亿元和 300 亿元，全周实现净投放 550 亿元：成为公开市场连续净投放的第 14 周。统计显示，未来 6 周平均每周到期资金量为 1450 亿元，3 月 7 日当周到期量更是超过 2000 亿元，整个 3 月份到期资金量达 7000 亿元。以目前的回笼力度来看，仅靠央票发行难以对冲流动性增量，公开市场未来保持净投放仍是大概率事件。因此非常有必要通过存款准备率的再次上调来回收部分流动性，但这并不包含任何货币政策加剧紧缩的动向。2）在央票扩大发行出现困难的情况下，央行没有提升央票发行利率：3 月期央票发行利率企稳释放了央行稳定货币市场利率的积极信号，这也大幅降低了近期再度加息的忧虑。3）1 月 M2 同比增速已由去年 12 月份的 19.7% 降至 17.2%，再次上调存款准备金率后，如果后期新增信贷规模又持续低于预期，那么 M2 增速就将快速逼近 16% 的目标水平。这显示未来紧缩的空间将较为有限。总体来看，周末央行公布的最新的紧缩政策基本在市场预期之内，不对目前的市场产生较大的利空冲击，市场短线将出现回调，但幅度有限，本周有望走出先抑后扬的走势。其余数据来看，1 月份 CPI 由于权重变化（食品比重降低而居住类提高）而仅仅只有 4.9%，低于市场普遍预期。由于统计口径变化，数据不再具有连续性和可比性。但需要指出的是，2 月份 CPI 将较 1 月份小幅回落：随着翘尾因素的回落，节日效应的消失及天气的好转，CPI 将温和回落但仍将维持在 4.5% 以上的高位。预计 3 月份仍将有提高存款准备金率的紧缩政策，但短期内加息已暂时告一段落。单就通胀压力来看，1 月份和 6 月份为压力峰值，上半年呈“v”型走势，一季度末和二季度初为紧缩政策相对的缓和期，大盘有望持续上行。最后，从 PMI 领先指标来看，1 月份 PMI 继续下降 1 个百分点至 52.9，PMI 自去年 11 月份以来已经连续下降：这反映中国实体经济已经开始出现明显的下滑迹象，这也制约了未来的紧缩性货币政策的继续操作空间。从市场流动性的角度来看，节后资金面已经较节前大为宽裕，银行间的隔夜拆借利率（SHIBOR）已经由节前的 7.98% 大幅回落至 2.59%。从信贷方面来看，一季度历来为新增信贷的高峰，银行体系本着早放贷早受益的原则将在一季度集中投放信贷（全年新增信贷额度投放总量的 30% 左右），市场资金面紧张的局面将在一季度有效得到缓解。中短期最重要的不利因素可能出现在美元汇率走强对强周期品种的冲击上：

随着美国经济数据的持续走好，复苏势头的持续增强，再加上国际地缘政治的持续动荡，美元可能在未来将逐步走出底部，全球资本有望回流美国本土。尽管道指纳指走强有利于 A 股，但大宗商品价格受到负面冲击后将拖累 A 股的权重板块。中期应关注美元汇率持续走强带来的负面冲击，一旦人民币升值预期反转，A 股市场可能重新落入大级别的空头市场。总体来看，中期的内外格局仍然偏多，但短线大盘在连续上扬后面临较大的超买技术压力，随着股指进入前期箱体顶部区间后压力开始逐步加大，市场开始进入多空分歧阶段，即使经过上周的短线调整后前期套牢筹码的抛售尚未完全消化，市场短期将回调并再次确认上升趋势。

➤ 2011 年中国的 A 股市场更多地受政策面和资金面的影响，对宏观经济基本面的反应有限。从政策面来说，国家对资本市场的扶持态度鲜明，做多 A 股在中短期内符合政府的政治经济利益函数。理由如下：

1. 中国的资产证券化将进一步提高，央企整体上市和银行股再融资都刚刚拉开序幕，这都需要良好的资本市场环境和氛围；2. 经济转型期间需要资本市场引导全社会资金流向十大新兴产业，发挥主导性的资源配置功能；3. 股市作为重要的流动性蓄水池能很好地吸纳社会上的过剩资金，消化投机热钱，且政府易于调控；4. 能拓宽国内居民投资渠道，通过财富效应提升内需。从资金面来说，流动性作为很好的市场先行指标也格外值得关注，我们认为上半年 A 股市场的资金面将明显较下半年更为宽松，理由如下：

1. 尽管紧缩性货币政策集中在上半年，但信贷投放的高峰仍然集中在一、二季度；2. 人民币升值的主要阶段集中在 2011 年上半年，海外热钱流入带来的流动性也集中在这一时间段。随着美国经济复苏进程的加快和通胀逐步传导至美国国内，2012 上半年美国可能开启加息进程。资本市场提前半年到三个季度反应，2011 年下半年热钱可能更多地趋向于流出。由于美国失业率的意外好转（下降 0.4 个百分点至 9%），市场对联储在年底前加息的期望已升至 2/3；3. 通胀压力集中在上半年，将加速推动居民存款转移；4. A 股作为政策性流动性蓄水池的功能也集中体现在 2011 年上半年，随着新一轮经济周期在 2012 换届之年启动，房地产市场有望在 2012 年再度启动并承担流动性蓄洪的作用；5. 中国正处于产业资本过剩的阶段，在资本海外输出受阻（资本项目管制），房地产投资受政策限制的情况下，产业资本将加速溢出流向金融领域，为 A 股市场带来新增流动性。从中期的角度来看，政策面和资金面对 A 股市场的影响仍然偏于正面。尽管紧缩政策的鞋子未来仍将持续落地，但市场对此将有相当的心理准备，而央行在 1 月份较大的通胀压力下仍然拒绝大幅加息事实上表明了中央对通胀容忍度的提高，有利于市场预期面的改善。

➤ 从板块的表现来看，市场热点快速轮换，上上周涨幅较高的高速公路（-2.17%）、农林牧渔（-1.54%）等板块上周跌幅居前，节后启动的金融股也出现明显的回调，其中保险（-2.84%）跌幅最多。上周涨幅居前的多为强周期资本品行业，如建筑建材（3.43%）、有色金属冶炼（3.49%）及机械行业（3.63%），表

明目前市场的风险偏好情绪有一定上升，在一季度投资高峰期上游资本品行业更受青睐。本周市场短期受存款准备金率上调影响仍将维持调整格局，但调整幅度不会很大，我们仍建议保持目前的持仓比例，配置上应兼顾两头：大盘蓝筹配置低估值的金融地产；小盘股配置具有产业扶持及区域振兴概念的板块。

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。