

财富玖功

三月份策略

政策打压显失效 股市见底或提前

2011年2月28日

核心观点

二月市场顶住巨大政策压力，在货币持续紧缩和海外政局动荡的双重压力下，仍出现小幅上涨，唯一可信的解释是：市场估值已经接近极点，政策打压已经失效。意味着市场已经接近底部，进入安全的投资区间，只要市场环境改善，大盘可能出现较大的向上弹性。

接下来需要寻找的是政策拐点，政策拐点出现，甚或共同预期出现，市场可能也就将出现重要拐点。政策拐点取决于通胀压力和就业压力孰轻孰重，只有当就业压力重于通胀压力之时，政策才可能从持续紧缩转向相对宽松。

我们仍悲观预测三月的政策环境。我们预计通胀压力3月仍可能处于高位，CPI可能仍接近5%，抗通胀仍是政策的主要取向。虽然在2月加息之后，月内没有再次加息的压力，但是提高银行准备金率的压力依然存在，并且在接近20%的银行存款准备金后，政策叠加效应将发力。

就业压力预期出现的主要衡量指标，是季度GDP的增长幅度，若出现季度增幅低于8%则势必出现就业压力。月度公布的工业增加值是季度公布GDP增幅的先行指标，出现11%以下工业增加值月度增幅，则可能意味着经济过冷，就业存在较大的压力。目前1-2月工业增加值数据尚未披露，是否低于警戒线值得密切关注。目前信息来看，一季度GDP增速预期比较乐观，经济学家预测均值在10%左右，尚没有就业压力显著增大的信号。

从推动政策走向的非常规因素来看，还有中东和北非政局动荡给国内政策的启示。政局动荡有传染性，对于面临同样困难的社会而已，是巨大的挑战。因此，从突尼斯到埃及、再到也门、利比亚，蔓延的速度之快令人咂舌。通胀高企和就业困难是造成政局动荡的根本原因。不处理好这两个问题，就可能被声势浩大的动荡和不安所传染。

通胀高企和就业困难是国内政策两个极端的必然结果，目前却出现并存的复杂局面。处理起来就如走钢丝绳，抗通胀就必然损就业，保就业就难以避免高通胀。政府必须在两个困难之间寻找平衡，做出阶段性选择。高通胀无疑是目前面临的最大挑战，是最突出的不安定因素，受触动后，可能采取极端的措施来控通胀。这是当前面临的新情况。

就业困难也是极端敏感的问题，并且更容易引发年轻人的不安。一旦就业困难出现苗头，解决就业政策可能迅速推出，宏观政策可能迅猛转向。并且4、5月是极其敏感时期。

基于这样非常不确定的政策判断，只能从估值角度寻找投资安全边际。从2月政策打压对市场的实际效果来看，2800点附近已经进入非常安全投资区间，任何政策打压造成短期重挫，都是较好的买入良机。虽然我们仍认为3月仍不具备趋势逆转的条件，政策转向的拐点和预期都还难以在月内形成，但是3月市场出现下跌、迎来买点的可能性很大。我们建议从3月底开始逐步提高仓位，继续重点推荐高端装备和工程设备行业。

雷鸣

研究所 首席策略师
执业证书编号：
S0120209070057
Email：
leiming@tebon.com.cn

本报告的独到之处

提出二月市场可能延续弱势下寻支撑

建议低仓位配置白酒、高端装备、工程机械等股票

重要相关报告

年度策略：

《国际再平衡加剧宏观风险和股市波动》

1月策略：

《一月A股或将继续阴跌》

《通胀制约 春季无牛市》

上月月策略回顾与市场表现

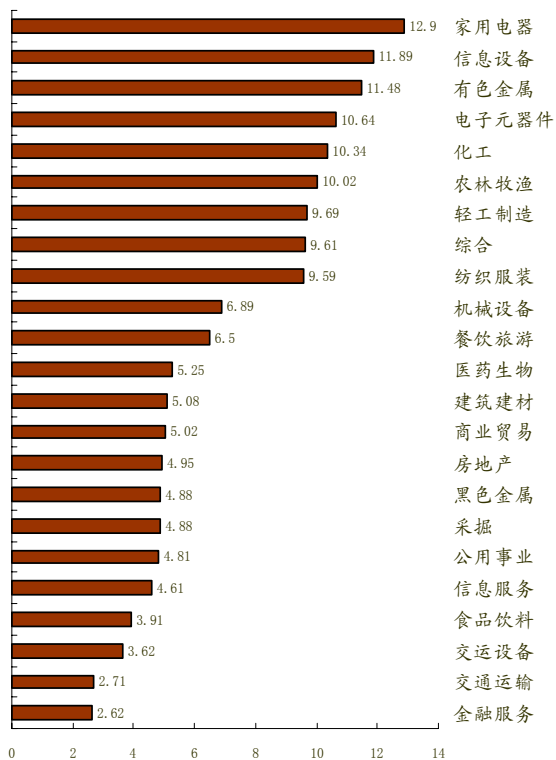
在二月策略报告中，我们认为在广义通胀形势十分严峻的大背景下，股市没有牛市的可能。2月仍可能继续徘徊不前，甚至下寻支撑。上证指数一旦跌破2650点，下方将没有技术支撑，市场将重现去年4月破位后的恐慌局面，并且这种局面最可能出现在2月份，出现在长期徘徊后的破位初期。

广义的通胀包括物价和房价，目前高层控制物价和房价的决心非常坚定，在这么一个大背景之下，股市在三个月内没有牛市可能。春季是控制通胀的敏感时期。物价上涨压力丝毫没有缓解，1月检测数据显示仍有大举反弹动力，预计1月份CPI同比重回5%以上。对于这轮通胀，我们认为农产品价格长期偏低是根本原因，货币泛滥、收入增长是催生条件。农产品涨价压力长期存在，通胀压力也将长期存在。政府必须采取一切措施拉长涨价周期，缓解社会压力。可以预见的是，更多的紧缩货币政策将出台，包括加息等，将在2月再度祭出；更多的价格管制将出台，尤其是对基础产品、农产品的价格管制。

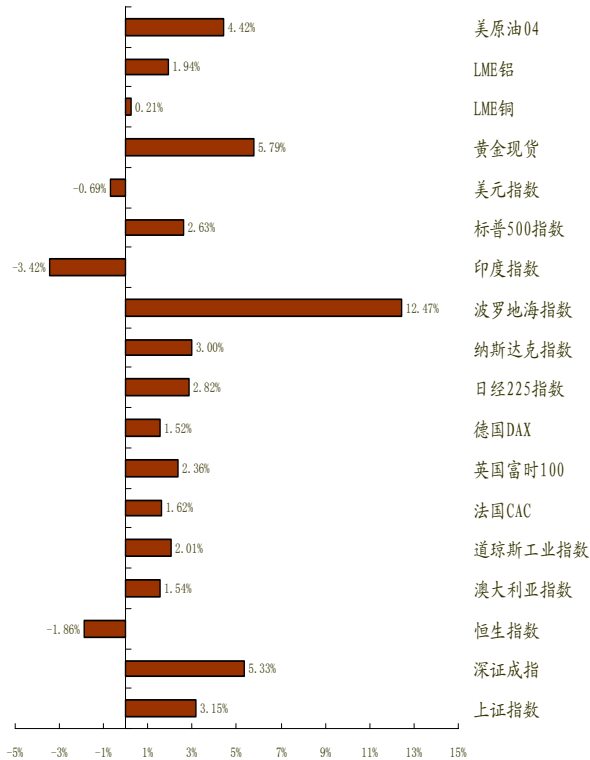
二月份货币调控政策频出，符合我们对政策的判断。央行在2月8日宣布从2月9日起提高基准利率0.25%；在2月18日宣布提高存款准备金率0.5%至19.5%，个别银行存款准备金率达到20%。在10天内密集使用货币调控政策足以显现出央行控制通胀、缓解通胀的决心。

然而我们没有想到的是在15日国家统计局公布1月份CPI之际，由于将CPI中的食品权重下调，居住类权重上调，1月份的CPI仅为4.9%，远远低于市场预期。也正是由于权重的调整，使得全年的CPI指数都将出现系统性的下降。这突如其来的变化激发了市场压抑多时的热情，股市出现了上涨，我们的判断出现了误差。虽然在央行调高存款准备金率之后，资本市场在一片喧闹后终于出现大幅回落，但最终截止到2月25日，沪指上涨87.88点，涨幅3.15%，收于2878.57点。

二月各行业板块表现



二月全球股市与商品价格指数表现



本月市场环境综述

国际环境

世界经济：美国经济超越增长，投资和消费拉动进入加速期；

国际市场：国际资本市场和商品市场超预期的强势，继续上行。

国内经济

经济增长：经济增速继续回落，行业利润继续分化；

物价指数：CPI 继续维持在 5%附近的高位，管理层对通胀继续保持高压态度；

企业效益：去年全年企业利润增长超预期，但对未来增长率的预期下降。

宏观政策

货币政策：防通胀任务依据紧迫，货币政策必将持续收紧；

财政政策：松财政仍不明显，税收调节收入分配趋势明显；

其他政策：节能减排政策松动，部分行业复苏。

资本市场

资金供给：1 月信贷同比大幅缩减，预期流动性继续趋紧；

证券供给：确定国际板新年度破题，创业板解禁压力继续增大；

市场监管：继续加大打击操纵市场和内幕交易力度。

本月国际经济环境

美国经济数据显示复苏有望加速

美联储上调美国 2011 年增长预测至 3.9%，美国的经济周期处于自危机以来的复苏期，且周期波动的底部逐步抬高，美国经济于 2010 年 2 季度二次去库存后，于 4 季度进入补库存周期，美国经济再度扩张，主要受企业设备投资周期以及就业改善带动消费需求向上的拉动。虽整体经济仍处于加速前的过渡阶段，复苏力度仍不足以令美国就业形势显著改善，而且核心通胀也趋于下跌，故此美联储货币委员会依然维持联邦基金利率在较长的时间内在特别低的水平，2011 年 2 季度末购买 6000 亿长期国债，并清楚的表明对去年 11 月以来量化宽松政策的持续性。

一月份美国 PMI60.8，12 月份为 58.5，回升 2.3 个百分点，高于市场预期的 58。PMI 指数高于 50 临界值，且回升动力转强，意味着经济处于扩张期。表明美国经济进入 2011 年后增长动力明显转强。从最近一期美联储货币会议声明，对 2011 年美国经济增长率（经通胀修正后）的预期从去年 11 月份的 3.0% 到 3.6% 上调至 3.4% 到 3.9%。下半年，考虑到下半年房地产市场好转，消费会加速，这些因素会共同推动美国经济在 2011 年从上半年的“温和复苏”走向下半年的“加速复苏”。

美国 2 月份消费信心指数大幅上升至 70.4，高于 1 月份修正后的 64.8。为 2008 年 2 月以来的最高水平，该指数在 90 以上才说明经济处于健康增长状态，自 2007 底美国金融危机后，该指数始终没有回升到 90 以上，在美国个人消费占经济总量的 70%，是美国经济增长的主要动力。消费者信心的不断恢复，对经济复苏态势面临有利的形势。

房地产市场 1 月份新屋开工数 59.6 万户（12 月份为 52 万户），环比增长 14.6%，远超过此前市场普遍预期的 54 万，表明新屋开工在政府优惠政策结束后再次企稳，未来筑底回升概率更大。1 月份新屋销售年化 28.4 万户（12 月份为 32.5 万户），月率下滑 12.6%，低于市场预期的 31.00 万户。二手房销量环比增长 2.7%，经季调并年化的销售总量增至 536 万幢（12 月为 522 万幢）。而原来市场预期为 524 万幢，环比增长 2.7%，1 月的二手房销量环

比意外上涨超出市场预期。从这些数来看，美国房地产税收优惠政策退出后对于房屋销售的冲击已经过去，地产市场的再度复苏近在眼前。

1月消费者价格指数(CPI)报告显示，1月的CPI环比增长0.4%（12月为0.2），超出市场预期的0.3%水平，比去年末增加了0.2个百分点，核心CPI环比增0.2%（12月为-0.1），超出市场预期的0.1水平，比去年末增加了0.3个百分点，整体CPI和核心CPI增幅创下了一年多以来新高，均超出市场平均预期。CPI在0.4的增幅中，食品和能源价格做出了三分之二的贡献，更为重要的是，核心CPI的增速加快可能表明核心通胀率的逐步放缓势头已经终结。报告同时显示，1月核心PPI（生产者价格指数）同比增幅1.6%（12月为1.4%），增加了0.2个百分点，环比增幅0.5（12月为0.2），增加了0.3个百分点，创下两年多以来的新高，这也引起投资者的忧虑，担心美国的通胀压力可能提升。虽然1月的CPI略高于市场预期，美国的通胀率依然较低，CPI增长率的绝对值不是很高，这表明美国的通胀压力并无明显增长。目前通胀水平仍支持美联储继续维持较低利率以巩固经济增长。

就业市场美国劳工部发布的数据显示，1月份未经季节性调整的美国失业人口总数比上月则增加了近100万，为1493.7万，显示出美国就业市场状况依旧紧张。而失业率从去年12月的9.4%下降至9%，下降了0.4个百分点，去年11月，美国失业率一度达到9.8%，这是美国失业率连续第二个月下降，显示美国就业市场有改善迹象。最新截至2月19日一周首次申请失业救济人数下降了2.2万人，至39.1万人，此前一周为41.3万人。超出市场预期的40.5万人。此数据反映出在美国经济加速复苏的同时，就业市场继续转暖。首次申请失业救济人数在本月已有两周下降至40万人之下。40万人通常被视为是就业市场转好的一个拐点。我们对于美国就业增长以及经济持续向好抱有信心，仍然维持美国就业市场持续改善的判断。

海外市场分析与展望

美股：高位震荡不改中期上行

美股2月延续了1月的上升势头，继续创出新高，月末受北非中东局势动荡而有所回落，但道指2月较去年1月末仍然上涨2.01%，道指自去年7月阶段性见底上涨以来，已经连续8个月上涨，整体最高涨幅达到24.11%，创出两年多来的新高。

2月美国金融股涨跌互现。花旗银行下跌2.49%，美国银行上涨3.42%，保险巨头AIG下跌4.49%。制造业1月总体表现较好，GE股价延续上月的强势继续上攻，涨幅3.38%；卡特彼勒连续6个月收阳，股价从67美元涨至最新的102美元，涨幅达52%；福特汽车上月因公司第四财季盈利低于市场预期而冲高回落，2月股价继续下跌，全月跌幅11.64%。能源股受原油价格上涨推动大幅上涨，特索罗石油上涨25.56%，埃尔帕索能源上涨16.44%，切萨皮克能源上涨19.78%，诺布尔钻井上涨15.53%，雪佛龙上涨7.55%。中东局势紧张导致北海布伦特原油期货合约升至两年新高，能源板块因此普遍攀升，创出此轮行情新高，推动美股持续走高。

美国市场流动性充裕和上市公司乐观的业绩预期，提升市场估值水平，维持美股中期看涨的观点。

首先，美联储上调2011年经济增长预期至3.4%-3.9%，但量化宽松的决心不改，虽然市场担心新增的三位反对宽松政策的美联储成员并未投反对票，而大部分成员依然缺乏信心，最新公布的美国通胀水平依然比较低，不足以改变目前宽松的货币政策，认为改变计划仍然不合适，美联储货币委员会依然重申了联邦基金利率在较长的时间内维持在特别低的水平，2011年2季度末购买6000亿长期国债，并清楚的表明对去年11月以来量化宽松政策的持续性，为美股持续走强提供充沛的流动性。

其次，微观层面，美国整体经济复苏下，上市公司的业绩总体表现良好，其中，科技与能源公司等都有超预期，苹果和GOOGLE的每股盈利分别达到6.43与8.75，同比增长75%和29%，能源公司Schlumberger的每股盈利达到0.85，年同比增长27%。标普500指数所涵盖公司的每股盈利自08年底以来逐步提升，美国标普500企业四季度EPS较三季度高，同比增长33.1%，展望2011年标普500企业的盈利将实现15%的增长，美国企业业绩增长良好支撑美股2011年继续走高。

美元：趋势依然偏弱，维持低位震荡

美元指数承接1月的跌势，继续回落，跌至77点一带，再次回探前低点水平，美元指数截止到月底累计下跌0.68%。进入3月份，我们对于美元的走势依然偏于谨慎。

影响美元长远走势的因素主要是（相对）经济增速、（相对）利率水平、资本流向、货币财政政策。我们比较美国与主要发达国家和新兴国家的经济形势认为，美元趋势依然偏弱，中期维持底部弱势震荡。

首先，美国相对新兴国家较低的经济增长率，按IMF日前发布的世界经济展望报告显示，2011年新兴国家继续保持强劲增长，GDP增速有望保持在6.5%的水平，其将导致美元相对主要新兴市场货币面临持续贬值压力；

其次，相对较低的利率和投资回报率带来投资资金流出降低了美元的吸引力。美联储长期维持0-0.25的低利率水平和二次量化宽松的政策，使得美国的中长期利率维持在较低水平，虽然美国经济持续复苏，但房地产依然低迷，失业率处于较高水平，通胀率依然较低，今年美联储加息的可能性不大，这将限制短中期市场利率上扬。而欧元区和英国已经抬高的通胀水平大大限制了其未来宽松政策的条件，欧元区1月CPI达到2.4%（12月为2.2%），连续两个月高于2%调控水平，英国方面CPI已经上升到3.7%的高位，核心CPI也上升到2.9%，市场已经开始预期英国央行将在2季度进入加息周期，偏高的通胀水平使得欧元区和英国将领先于美国进入加息周期。欧美利差因素将支撑欧元走高，从而压制美元继续走弱。

美元指数最近5年基本处于上限88点，下限75点的大箱体作宽幅震荡，形态呈现收敛状，我们认为美元指数从中期角度看，基本维持在这个波动区间震荡。展望下半年，随着美国经济的加速，美国量化宽松政策退出升温后，美元指数也将进入回升阶段。

商品：高位上行 压力逐渐加大

2月美元指数下跌而商品价格则呈现反向上涨，两者呈现出负相关。铜价月内最高10190美元，最低9311美元的区间作震荡整理，全月微涨0.21%；铝价月中从2516美元涨至2569美元，全月上涨1.94%；铅价上涨0.82%，锌价上涨3.4%。基本金属各品种涨跌互现，小品种涨幅较高，大品种铜波动较大，表明基本金属处于高位，继续上行压力正在加大。

黄金价格月中从1331美元盎司上涨至1408美元，上涨77.15美元，至月末累计涨幅达5.79%；原油价格月中从94.28美元上涨到98.11美元，月中最低曾探至最低87.09美元后回升，至月末累计涨幅达4.42%。原油和黄金上月双双大幅上涨，主要受中东政局动荡和北非利比亚事件推动所至。

本月国内宏观环境

通胀是主要矛盾

2月份CPI预计为4.8%，其中食品价格和非食品价格预计分别上涨9.5%和2.8%。春节过后，以蔬菜为代表的农产品价格小幅回落，加之去年2月中旬为春节，食品价格的同比涨幅比上月回落0.8个百分点。受国外油价及大宗商品价格上涨的带动，国内PPI再创新高，预计2月份PPI为6.7%，国内非食品价格涨幅也继续扩大，连续5个月维持升势。维持全年CPI上涨4.5%，前高后低的判断，建议密切关注春旱对夏粮的影响，以及国际局势变化对大宗商品价格的影响。

2月份M1增速预计为15.5%，比上月提升1.9个百分点，M2增速继续回落，预计为16.6%。影响1月份M1大幅减少一个重要原因是春节期间发放奖金等需求增加，导致企业活期存款减少，春节效应在该月的影响消失，M1增速有望回升。M2增速回落的原因有二：第一，春节结束后，居民储蓄增量预计将放缓；第二，2月预计投放贷款7000亿，贷款增速继续回落。出口和进口增速预计分别回落至25.9%和32.8%，贸易顺差相应收窄至36.5亿美元。春节结束后，突击进出口因素消失是导致进出口增速回落的主要原因。

1-2月份投资增速预计为23%，比去年回落1.5个百分点。1-2月份，保障性住房投资效应减弱，十二五期间的项目又尚未全面开工，导致这两个月的投资增速回落，进一步带动

工业生产增速回落。预计 1-2 月份工业增加值累计增速为 13%，比去年回落 2.7 个百分点。鉴于通胀仍然是主要矛盾，维持三率齐升控通胀的观点不变，年内还要加息两次，准备金率将提升到 20% 以上，人民币升值 5% 左右。

股市资金面

3 月或继续上调存款准备金率

受严厉的信贷紧缩政策影响，1 月份新增人民币贷款规模低于市场预期，1 月份商业银行人民币贷款新增 1.04 万亿，1 月末贷款余额同比增速降至 18.5% 附近。企业存款下降 1.27 万亿，企业存款余额同比增速加速下滑，显示企业流动性已经显著转向紧张。

根据一季度国债发行日期表，3 月份将发行 1、3、7 和 10 年期国债各 1 期，预计发行规模约 1200 亿元。2 月份金融债特别是国开债发行量明显增加，预计 3 月份国开债发行量在 1000 亿左右，金融债总发行规模达 1300-1500 亿元。由于加息预期强烈，1、2 月份信用债的发行速度也有所加快，预计 3 月份其发行量在 500-700 亿元之间。由于目前央票一二级市场利差倒挂仍较为严重，3 月份央票的发行量仍将难以放大，预计其发行规模维持在 100-200 亿元。综合来看，3 月份总的债券供给量达 3100-3600 亿元，而到期量为 9057 亿元（包括央票到期 6670 亿元），债券到期量高于发行量约 5500-6000 亿元。

由于 3 月份公开市场操作到期量达 6870 亿元，加上新增外汇占款约 3500 亿元左右，以及去年 10 月份对部分银行实施差别准备金率到期，3 月份银行可用资金将比较充裕。即使央行继续上调存款准备金率 50bp，预计 3 月末银行超储率仍可达到 2.3%-2.5% 左右。

进入三月份之后，由于石化转债锁定的资金解冻以及月末影响的消失，更放松 3 月份银行系统的资金面。需要注意的是目前央票一二级市场利差倒挂仍很严重，央票无法放量发行，为回笼流动性，央行可能继续选择上调存款准备金率。由于 3 月末银行将迎来比较严格的季末考核，市场资金面将又一次面临严峻考验。从目前静态的角度看，我们预计 3 月份资金面呈前松后紧的态势，7 天回购利率均值在 2.8-3.2% 左右。

据研究机构监测，截止 2 月 25 日，255 只股票型基金（已剔除指数基金）平均仓位 84.52%，较 1 月 28 日的平均仓位 84.74% 小幅下跌。考虑到沪深 300 期间跌 0.03%，我们认为基金整体仓位变化不大。基金整体仓位维持在高位，难以大幅加仓形成趋势性行情。

2011 年 1 月和 2 月，共成立新基金 40 只（已剔除货币基金），其中 20 只募集已在 2011 年 2 月 25 日之前结束，募资总额 257 亿份，平均每只新基金募资 12.85 亿份。而 2010 年同期成立新基金是 17 只，其中 11 只基金总计募集 198 亿份，平均每只新基金募资 17.98 亿份。最近两个月新基金募集情况良好，为市场输入增量资金，稍稍缓解资金紧张的局面。

本月国内市场展望与投资策略

政策打压显失效 股市见底或提前

二月市场顶住巨大政策压力，在货币紧缩和海外动荡的双重压力下，仍出现小幅上涨，唯一可信的解释是：市场估值已经接近极点，政策打压已经失效。意味着市场已经接近底部，进入安全的投资区间，只要市场环境改善，大盘可能出现较大的向上弹性。

接下来需要寻找的是政策拐点，政策拐点出现，或者共同预期出现，市场可能也就出现重要拐点。政策拐点取决于通胀压力和就业压力孰轻孰重，只有当就业压力重于通胀压力之时，政策才可能从持续紧缩转向相对宽松。

我们仍悲观预测三月的政策环境。我们预计通胀压力 3 月仍可能处于高位，CPI 可能仍接近 5%，抗通胀仍是政策的主要取向。虽然在 2 月加息之后，月内没有再次加息的压力，但是提高银行准备金率的压力依然存在，并且在接近 20% 的银行存款准备金后，政策叠加效应

将发力，对银行流动性形成巨大的压力。

就业压力预期出现，主要衡量指标是季度 GDP 的增长幅度，若出现季度增幅低于 8% 则势必出现就业压力。月度公布的工业增加值是季度公布 GDP 增幅的先行指标，出现 11% 以下工业增加值月度增幅，则可能意味着经济过冷，就业存在较大的压力。目前 1-2 月工业增加值数据尚未披露，是否低于警戒线值得密切关注。目前信息来看，一季度 GDP 增速预期比较乐观，经济学家预测均值在 10% 左右，尚没有就业压力显著增大的信号。

从推动政策走向的非常规因素来看，还有中东和北非政局动荡给国内政策的启示。政局动荡有传染性，对于面临同样困难的社会而已，是巨大的挑战。因此，从突尼斯到埃及、再到也门、利比亚，蔓延的速度之快令人极为担心。通胀高企和就业困难是造成政局动荡的根本原因。不处理好这两个问题，就可能难以避免被声势迅猛的动荡和不安所传染。

从中国目前的状况而言，通胀高企和就业困难是两个政策极端的必然结果，处理起来就如走钢丝绳，抗通胀就必然损就业，保就业就难以避免高通胀。政府必须在两个极端之间寻找平衡，做出阶段性选择。高通胀无疑是目前面临的最大挑战，是最突出的不安定因素，受海外因素触动，可能采取极端的措施来控通胀。这是当前面临的新情况。

就业困难也是极端敏感的问题，并且更容易引发年轻人的烦恼。一旦就业困难出现苗头，解决就业政策可能迅速推出，宏观政策可能迅猛转向。因此，4、5 月是极其敏感时期，也是政府和政策面临最大不确定因素时期。

基于这样非常不确定的政策判断，只能从估值角度寻找安全投资边际。从 2 月政策打压对市场的实际效果来看，2800 点附近已经进入非常安全投资区间，任何政策打压造成短期重挫，都是较好的买入良机。我们认为 3 月仍不具备趋势逆转的条件，政策转向的拐点和预期都还难以在月内形成，3 月市场出现下跌、迎来买点的可能性很大。我们建议从 3 月月底开始逐步提高仓位，继续重点推荐高端装备和工程设备行业。

免责声明

在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系，本机构、本人分析文章仅供参考，不作为投资决策的依据。本公司、本人不承担任何投资行为产生的相应后果。本文部分数据信息来自资讯合作伙伴“启明星信息评测系统”、“万德资讯系统”。