

投资策略

日信证券策略小组

联系电话: 020-88086830-723

chenyb@rxzq.com.cn

【本周策略】 “上下两难”的货币逻辑

上周市场回顾:

上周市场在2950点关口前出现了剧烈的震荡。上周5个交易日,沪指累计下跌0.73%,深指累计上涨0.16%,中小板指累计上涨1.46%,创业板指累计下跌0.49%。其中,周二以长阴线暴跌76点结束了春节后的小阳春行情。

行业方面,水泥、家电、信息设备、电子等板块表现较为突出,在上周5个交易日中累计涨幅居前。而交运、钢铁、金融、汽车等板块小幅下跌。水泥股受1000万套保障房建设计划成为“硬任务”消息的刺激,在上周市场中表现最为突出。在经历了一年多的落后产能淘汰和限制新产能上马后,水泥行业的供给过剩状况得到了根本性的改变。水泥行业从之前产能过剩最为严重的行业变为基本供需平衡的行业,基本面发生了重大变化。水泥行业脱离产能过剩阶段的最不景气泥潭后,业绩会出现一个大幅提升的过程。在市场整体估值水平难有提升的环境下,高业绩弹性无疑成为选择行业配置的关键指标。

后市趋势展望:

上周二的大跌结束了春节后的小阳春行情。从春节前的一致谨慎,到超出预期的反弹行情,再到2950点关口的震荡调整。市场在2650-2950点间形成了一个区间震荡的箱体。我们判断,未来一个月左右的时间内市场仍然将在这一箱体内维持震荡格局,上下两难。

“上下两难”的逻辑依据在于持续的货币政策紧缩和偏紧的市场资金供求不支持市场超越去年四季度的高点,而目前主板、中小板和创业板指数都距离去年四季度的高点仅10%左右,上行压

力显著。而由于本轮央行货币政策紧缩的实际效果有限，没有出现 08 年上半年那种流动性过度收缩并对市场存量资金产生“虹吸效应”的局面。市场对政策和流动性变化的“预期调整”是春节前两个多月下跌行情的原因。而深度下跌行情需要流动性显著收缩的“现实冲击”才能够实现，而未来 1-2 月内尚难以具备这种条件。

3100 点是存量资金博弈的天花板

回顾一年来的市场，股票型基金平均仓位 88% 确实是个魔咒。2010 年 3-4 月份，市场在 3100-3200 点形成阶段高点，当时股票型基金的平均仓位就是 88% 左右；11 月中旬形成的阶段高点 3100-3200 点，股票型基金的平均仓位也是 88%。这绝不是偶然，而是 200 多只股票型基金做多极限的一个统计规律。在市场增量资金不出现大幅改善的前提下，3100 点代表着市场存量资金博弈下所能够到达的天花板。目前，股票型基金的平均仓位再度回到 88% 左右，主板、中小板、创业板指数都距离去年四季度高点代表的天花板仅 10%，上行压力十分显著。

央行“一脚刹车、一脚油门”，货币紧缩的实际效果有限

一手上调存款准备金率，一手通过公开市场操作净投放货币，央行近一个月的行为让人确实费解。去年 12 月份以来，央行始终面临央票发行困境，对冲基础货币投放的两只手被捆住了一只。元旦以来，两次上调存款准备金率共冻结基础货币约 7200 亿元，而逆回购、到期央票等公开市场操作累计净投放基础货币 7110 亿元，基本持平。1 月份外汇占款余额增加约 3000 亿元。也就是说，央行自元旦以来的货币政策操作是把钱从左口袋换到了右口袋，不仅没有起到实际的紧缩效果，甚至还没有对冲掉增加的外汇占款。

与之形成鲜明对比，2008 年上半年 6 次上调准备金率，大约冻结基础货币 1.2 万亿；同期公开市场操作净回笼货币 2900 亿元；同期外汇占款余额增加 9500 亿元。也即是说，央行在 2008 年上半年净回笼基础货币 5400 亿元。近十年来，仅有 08 年上半年处于基础货币的净回笼状态，这也解释了为什么房价和股价代表的资产价格仅在 08 年出现了共同下跌，而 2010 年房价在严厉的调控中却依然坚挺。说一个题外话，要使房价真正回归合理水平，仅靠微观调控是不够的。

以冲销比作为衡量央行货币政策操作“松紧度”的指标，回顾 2005 年以来央行净回笼基础货币的力度。冲销比大部分时间都在 0.8-1.0 之间，属于均衡状态。冲销比低于 0.6 的时间段为 2008 年 9 月至 2009 年 4 月，属于极度宽松货币政策；冲销比在 0.6-0.8 的时间段为 2010 年 7-9 月份，属于适度宽松的货币政策；冲销比高于 1.0 的时间段为 2008 年 1 至 5 月份，属于过度紧缩状态。与之对应，冲销比在 0.8-1.0 之间的均衡状态时，货币政策对股市没有直接的影响，更多的是取决于市场存量资金的博弈行情和不同领域内资金再配置的行情。但冲销比低于 0.8 尤其是低于 0.6 时，过度宽松/适度宽松的货币政策能够为市场带来大

量的增量资金，也就是 09 年上半年的系统性牛市和 10 年三季度的机构性牛市背后的货币基础。冲销比高于 1.0 尤其是高于 1.2 时，过度紧缩的货币政策对总体流动性水平产生“虹吸效应”，导致 08 年上半年的熊市。

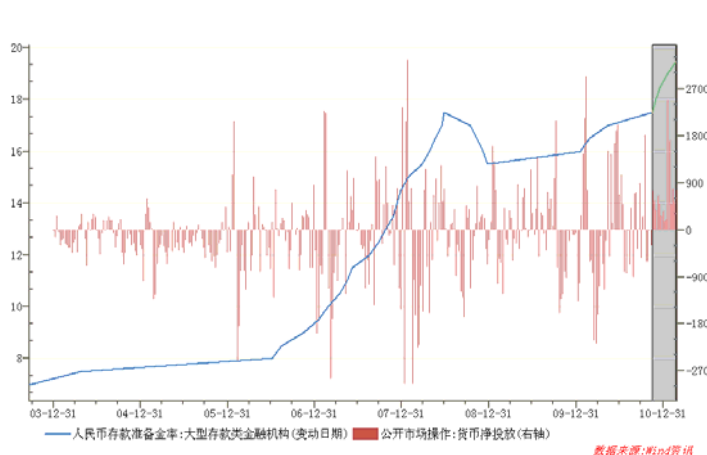
而目前冲销比仅为 0.8，属于均衡状态，难以出现流动性过度紧张的局面，不具备产生市场深度下跌的货币基础。除非未来一段时间内，央行改变存款准备金率与公开市场操作两项政策“一脚刹车、一脚油门”的矛盾状态，大幅紧缩货币，否则市场难以出现深度下跌。

货币政策看央票

1 月底银行间同业拆借利率的大幅飙升对应着 2650 点的阶段低点。从央行货币政策操作的节奏看，1 月底是最紧的时点，这也是 1 月中下旬小盘股暴跌的时段。未来如果央行不通过发行央票等公开市场操作手段大幅回笼货币，仅依靠存款准备金率一只手难以起到真正的紧缩效果。与之相对，市场也难以出现跌破 2650 点进入第二浪下跌的阶段。

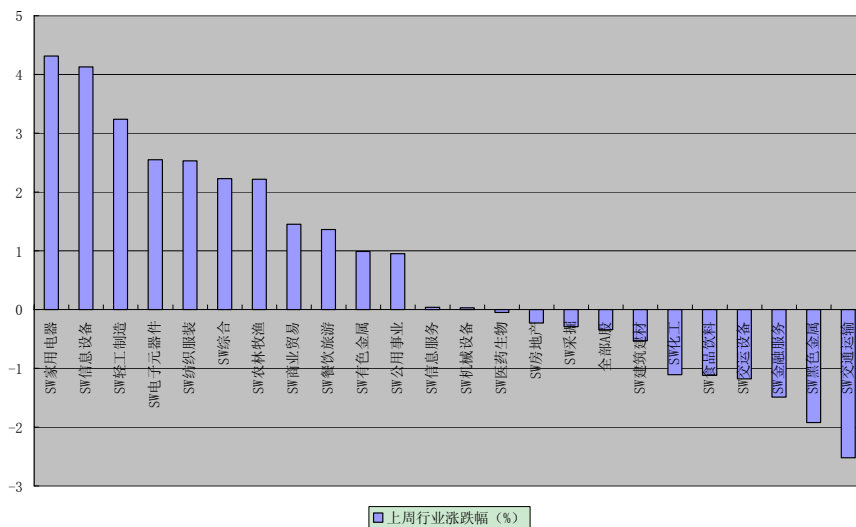
市场对于上调存款准备金率已经“审美疲劳”，调存对心理层面的冲击渐趋平淡。而要使这只手发生“现实冲击”，需要另一只手的切实配合。未来一段时间内，调存次数超预期的可能性并不大，而真正需要盯住的是央票的发行节奏。除非央票进一步大幅紧缩货币，否则 2650 点具有较强的支撑力。

图 1：央行“一脚刹车、一脚油门”



数据来源: WIND 资讯、日信证券

图 2：上周行业涨跌幅



数据来源：WIND 资讯、日信证券

【重要新闻】

周末影响市场重要资讯回顾

上周末(2月25日-2月27日)影响市场的重要资讯包括：温家宝：我国将加快推进房产税改革试点并逐步扩至全国；将采取有力措施遏制物价上涨势头；央行副行长称贸易顺差过大系通胀之源；谢旭人：2011年继续实施积极财政政策；新三板方案有望两会后出炉 年中首批挂牌；3月份解禁压力微升 5公司解禁市值过百亿等。

十二五规划确定经济发展速度为 7%

国务院总理温家宝 27 日上午来到中国政府网和新华网，与网友在线交流。温家宝表示，我们已经开过多次会议，向地方政府讲明，我们“十二五”的主题和主线就是要贯彻科学发展和转变发展方式。“十二五”规划中，我们确定的经济发展速度是 7%。

资产重组获税收政策支持

记者 27 日独家获悉，国家税务总局日前下发公告明确，企业在资产重组过程中转让实物资产及相关债权等的，可免征增值税，这一新规将自 3 月 1 日起实行。《公告》彻底颠覆了国家税务总局 2009 年下发的《关于纳税人资产重组有关增值税政策问题的批复》，后者规定，纳税人在资产重组过程中将所属资产、负债及相关权利和义务转让给控股公司，但保留上市公司资格的行为，整体转让企业产权行为，对其资产重组过程中涉及的应税货物转让等行为，应照章征收增值税。

我国将进一步放宽机构资金入市比例

记者日前从权威人士处获悉,“十二五”期间中国资本市场有望实现大扩容。其中,到“十二五”末期,创业板上市公司要争取突破 1000 家。与此同时,为促进市场平稳健康发展,未来五年,监管层还将进一步放开相关机构资金入市的比例。

上周获利回吐抛压显现 主力资金净流出 166 亿元

国际局势动荡成为影响上周 A 股走势最主要的因素,加上春节来市场积累了较多的获利盘,上周初股指一度大跌,下半周则呈缩量反弹。数据显示,上周两市资金大幅净流出 166 亿元,其中周二大跌当日资金净流出 118 亿元。

券商佣金费率三年下滑 42%

中国证券业协会加强券商佣金自律管理以来,券商佣金费率止住了过快下滑势头,但佣金战仍在继续,佣金费率还在继续下降。统计显示,2007 年底,证券全行业佣金费率平均为 1.9%。2010 年底下降到 1.1%。三年时间降幅达 42%。

粮价上涨压力大增 四大粮企被禁止进入市场收粮

近日中国四大粮食央企——中粮、中储粮、中纺集团以及华粮接到政府指示,不能进入市场收粮,以免造成粮价上涨。为了调控粮价,国家也正在计划出台有效政策。记者独家获悉,如果粮价再次快速上涨,国家有可能降低粮食进口关税。为了让粮食危机不在国内重演,政府和央企正严阵以待。

深交所将推动创业板直接退市尽快推出

深交所发布了《2010 年度自律监管工作报告》。报告称,2011 年是“十二五规划”开局之年,多层次资本市场建设面临进一步发展的重要战略机遇。要加大创业板基础性制度建设,推动尽快推出创业板直接退市实施办法,探索健全退市责任追究机制。

上市银行再现 2000 亿融资潮 圈钱迅猛分红吝啬

经过去年一年密集的再融资,上市银行的资本金逐渐充实起来。然而,就在部分商业银行“暂无融资计划”的承诺还令市场记忆犹新时,新一轮的上市银行融资潮却再次掀起。2011 年刚刚过去不到两个月,就有 8 家银行推出了共超过 2000 亿元的再融资计划。

新三板扩容呼声渐高 或两会后公布方案

在融资融券、股指期货推出后,下一步我国资本市场建设的重点可能将向“新三板”市场等场外市场转移。专家认为,两会后公布扩容方案的概率大;8、9 月份可接受公司上市材料;其次,“新三板”扩容后,对主板市场,尤其对中小板与创业板等市场必然造成一定冲击,导致资金分流等,但从长远来看,“新三板”是我国建立多层次资本市场的需要。

本周仅 3 只新股发行 扩容压力骤减

新股发行步伐本周有所减弱。本周市场仅有 3 只中小板新股进行网上发行,较上周 12 只新股扎堆发行而言,扩容压力大大缓解。不过,由于参与上周四和上周五新股申购的资金都可以参与本周三的 3 只新股申购,所以中签率将会有所下降。中银万国分析师林谨预计,3 只新股的合计融资规模约在 65 亿元。

苏宁电器 2010 年净利突破 40 亿 同比增 38.8%

苏宁电器(13.76, 0.08, 0.58%)周日晚间发布业绩快报,公司 2010 年实现净利润 40.11 亿元,同比增长

38.80%。2010 年公司实现营业收入 755.05 亿元，同比增长 29.51%，每股收益 0.57 元，同比增长 32.56%。

国际油价一周飙升 13% 美股周线终结三连阳

纽约油价上周轻松破百，而 13.55% 的周涨幅着实吓退美股。尽管 25 日最后一个交易日出现反弹，但美股周线依然三连阳转阴，其中标准普尔 500 指数创下自去年 11 月以来最大单周跌幅。标普 500 指数上周累计下跌 1.7%，跌幅为三个月最大；道指上周累计下跌 2.1%；纳斯达克指数则下跌 1.9%。

【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
300190	300190	维尔利	2011-3-7	-	*1330	*1070	-	-
300189	300189	神农大丰	2011-3-7	-	*4000	*3200	-	-
300191	300191	潜能恒信	2011-3-7	-	*2000	*1600	-	-
300188	300188	美亚柏科	2011-3-7	-	*1350	*1080	-	-
2562	2562	兄弟科技	2011-3-2	-	*2670	*2140	-	-
2564	2564	张化机	2011-3-2	-	*4800	*3840	-	-
2563	2563	森马服饰	2011-3-2	-	*7000	*5600	-	-
300185	300185	通裕重工	2011-2-25	-	9000	7200	25	53.42
300187	300187	永清环保	2011-2-25	-	1670	1340	40	81.63
300186	300186	大华农	2011-2-25	-	6700	5380	22	51.16
601011	780011	宝泰隆	2011-2-24	-	9700	7760	18	39.08
2559	2559	亚威股份	2011-2-23	-	2200	1760	40	57.14
2561	2561	徐家汇	2011-2-23	-	7000	5600	16	34.78
2560	2560	通达股份	2011-2-23	-	2000	1600	28.8	42.35
2557	2557	洽洽食品	2011-2-21	-	5000	4000	40	54.14
2556	2556	辉隆股份	2011-2-21	-	3750	3000	37.5	55.97
601116	780116	三江购物	2011-2-21	-	6000	4800	11.8	56.19
2555	2555	顺荣股份	2011-2-21	-	1700	1360	35	49.95
2558	2558	世纪游轮	2011-2-21	-	1500	1200	30	81.08
2554	2554	惠博普	2011-2-16	2011-2-25	3500	2800	26	67.01
2551	2551	尚荣医疗	2011-2-16	2011-2-25	2050	1650	46	95.83
2553	2553	南方轴承	2011-2-16	2011-2-25	2200	1760	17	60.71
2552	2552	宝鼎重工	2011-2-16	2011-2-25	2500	2000	20	31.75
300183	300183	东软载波	2011-2-10	2011-2-22	2500	2000	41.45	59.23
601216	780216	内蒙君正	2011-2-10	2011-2-22	12000	9600	25	35.21
300184	300184	力源信息	2011-2-10	2011-2-22	1670	1340	20	68.97

【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 (%)
601801.SH	皖新传媒	2011-02-28	4160	15160	16.65934
600892.SH	ST 宝诚	2011-02-28	315.625	4897.064	77.57724
300058.SZ	蓝色光标	2011-02-28	2979.6503	5979.65	49.83042
600219.SH	南山铝业	2011-02-28	12200	95071.45	49.15401
601688.SH	华泰证券	2011-02-28	98696.3946	177152.5	31.63438
002218.SZ	拓日新能	2011-02-28	21600	28800	100
300056.SZ	三维丝	2011-02-28	1142.729	2442.729	46.97556
300057.SZ	万顺股份	2011-02-28	3620	8920	42.27488
002065.SZ	东华软件	2011-03-01	3792	37103.21	87.09978
600760.SH	东安黑豹	2011-03-02	2758.4841	27300	79.1441
002220.SZ	天宝股份	2011-03-02	12206.6658	18985.75	96.86607
600009.SH	上海机场	2011-03-02	83348.2051	192695.8	100
002515.SZ	金字火腿	2011-03-03	370	1850	25.17007
002362.SZ	汉王科技	2011-03-03	4044.8129	6744.813	63.00537
002512.SZ	达华智能	2011-03-03	600	3000	25.42502
002514.SZ	宝馨科技	2011-03-03	339	1700	25
002513.SZ	蓝丰生化	2011-03-03	378	1900	25.67568
002360.SZ	同德化工	2011-03-03	2994	4494	74.9
002361.SZ	神剑股份	2011-03-03	3180	5180	64.75
600800.SH	ST 磁卡	2011-03-04	3222.2928	48474.5	79.30116
600858.SH	银座股份	2011-03-04	2974.2451	26342.69	91.17455

【市场回顾与分析】

表 1: 核心指数一周涨跌幅 (02.21-02.25)

	收盘价	涨跌幅 (%)	成交额(亿元)
上证综合指数	2878.57	0.56	1373.22
深证成份指数	12633.88	0.69	141.79
沪深 300	3197.62	0.51	949.08
中证 100	2888.77	0.42	453.94
上证 50 指数	2006.66	0.36	289.01
上证 180 指数	6657.21	0.57	596.24
深证 100R	4640.10	0.64	306.77
深证综合指数	1280.30	0.45	1053.08
中小板指	7313.63	0.63	396.20

表 2: 行业板块一周市场表现 (02.21-02.25)

涨跌幅 (%)

轻工制造(申万)	1.49
采掘(申万)	1.40
商业贸易(申万)	1.17
纺织服装(申万)	0.98
化工(申万)	0.96
房地产(申万)	0.80
交运设备(申万)	0.78
建筑建材(申万)	0.73
交通运输(申万)	0.73
金融服务(申万)	0.71
综合(申万)	0.65
信息服务(申万)	0.60
有色金属(申万)	0.47
公用事业(申万)	0.43
机械设备(申万)	0.40
医药生物(申万)	0.33
家用电器(申万)	0.31
餐饮旅游(申万)	0.20
食品饮料(申万)	0.17
电子元器件(申万)	0.09
黑色金属(申万)	0.04
农林牧渔(申万)	-0.11
信息设备(申万)	-0.64

表 3 风格板块一周市场表现 (02.21-02.25)

	涨跌幅 (%)
亏损股指数(申万)	1.06
小盘指数(申万)	1.06
新股指数(申万)	0.85
低价股指数(申万)	0.82
低市盈率指数(申万)	0.73
活跃指数(申万)	0.67
中市净率指数(申万)	0.66
高价股指数(申万)	0.53
中盘指数(申万)	0.50
低市净率指数(申万)	0.49
大盘指数(申万)	0.41
高市盈率指数(申万)	0.34
微利股指数(申万)	0.30
绩优股指数(申万)	0.14
高市净率指数(申万)	0.12

中价股指数(申万)	0.11
配股指数(申万)	0.00
中市盈率指数(申万)	-0.20

【资金供求状况】

图 1 M1 增速与上证指数

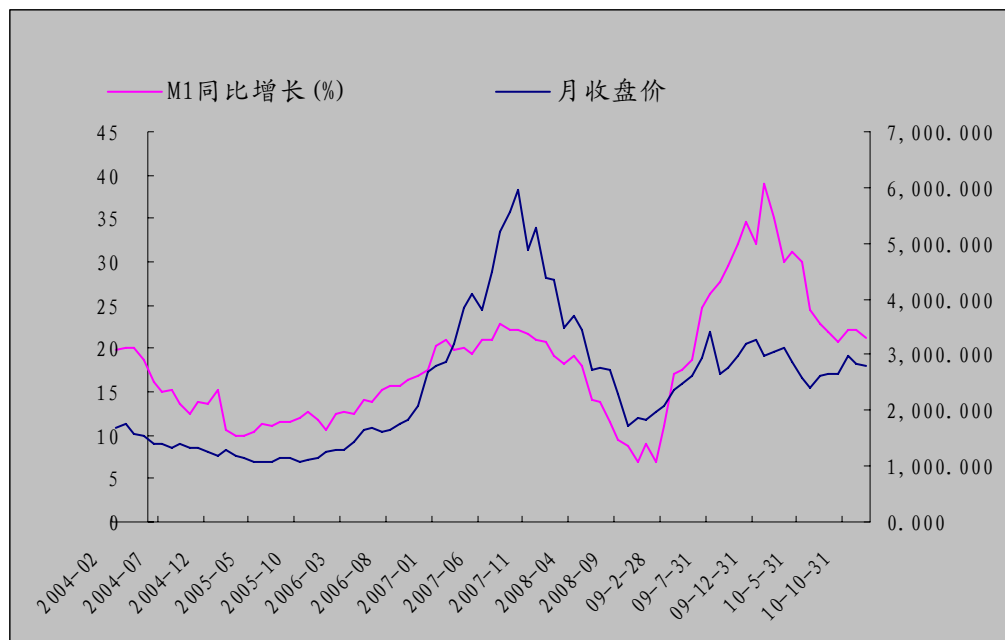


图 2 开户数信息

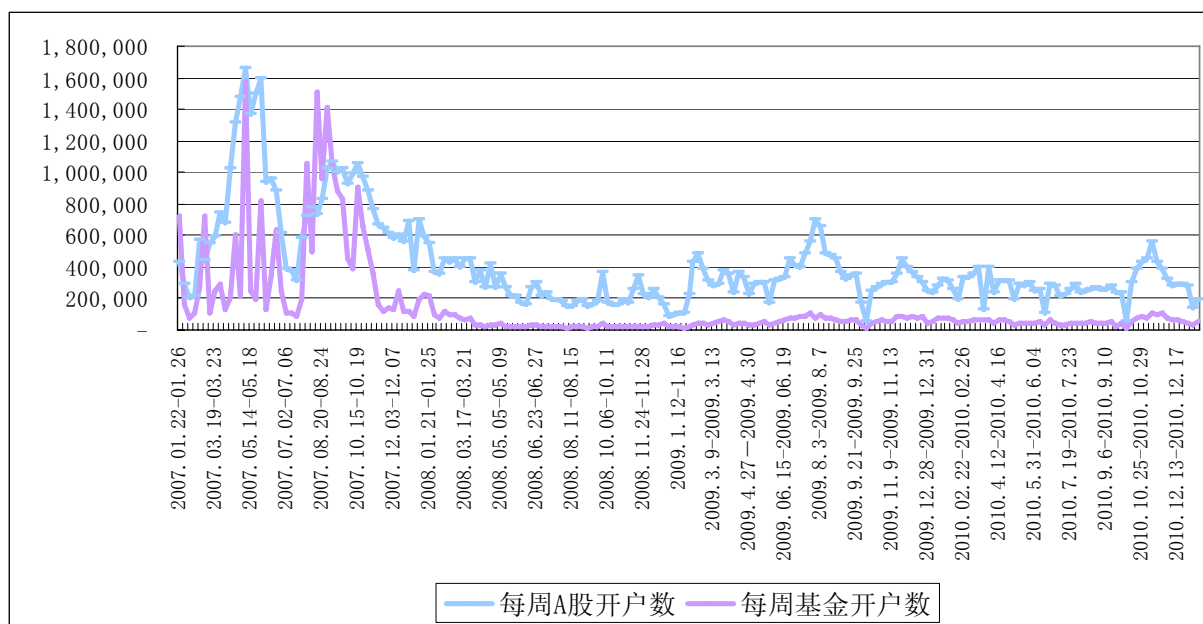


图 3 基金发行情况

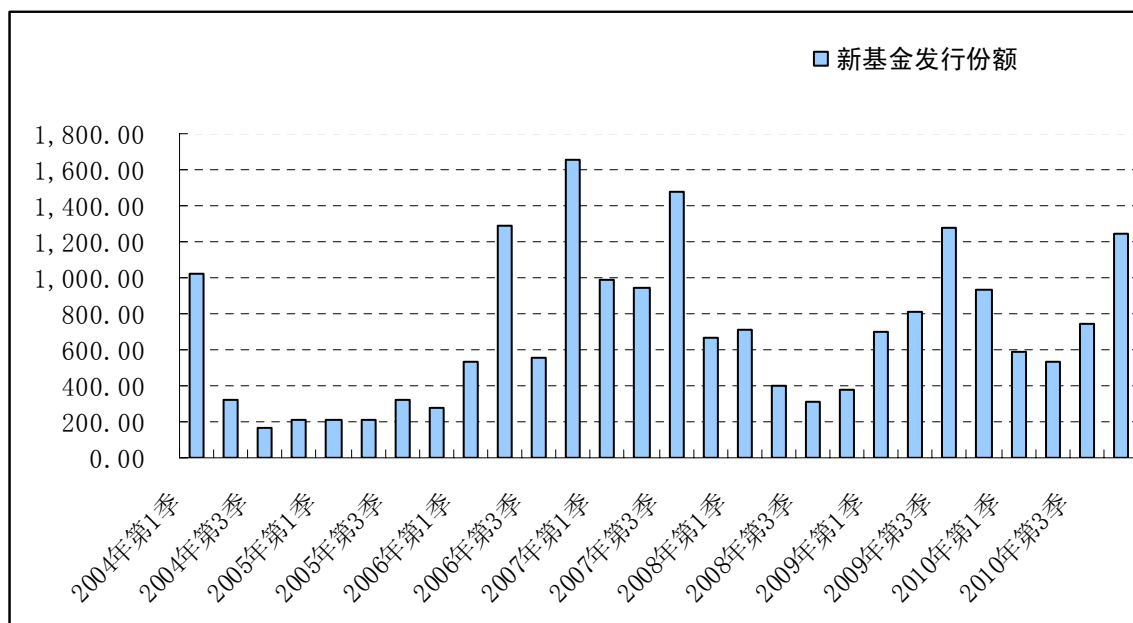


图 4 基金整体仓位统计

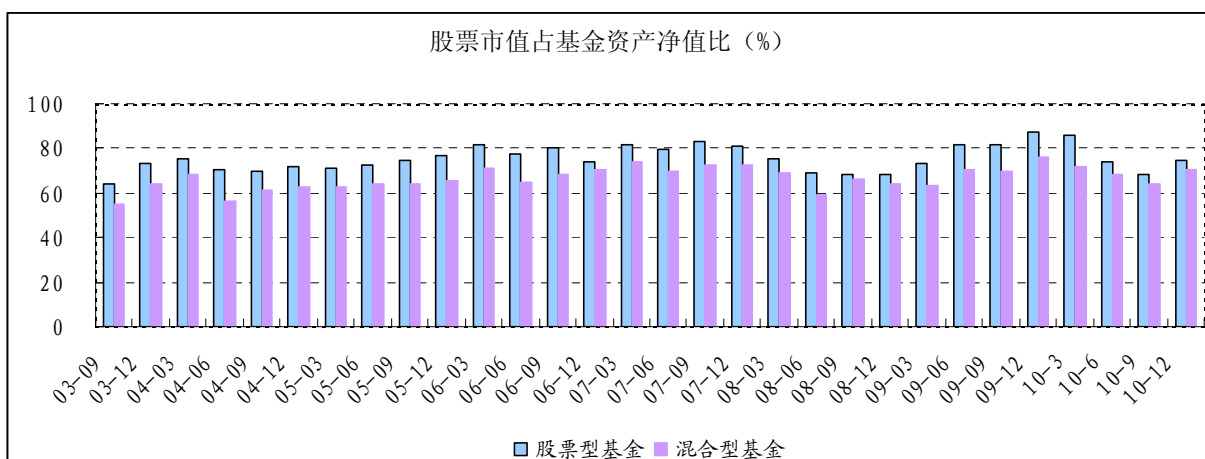


图 5 限售流通股解禁月度数据

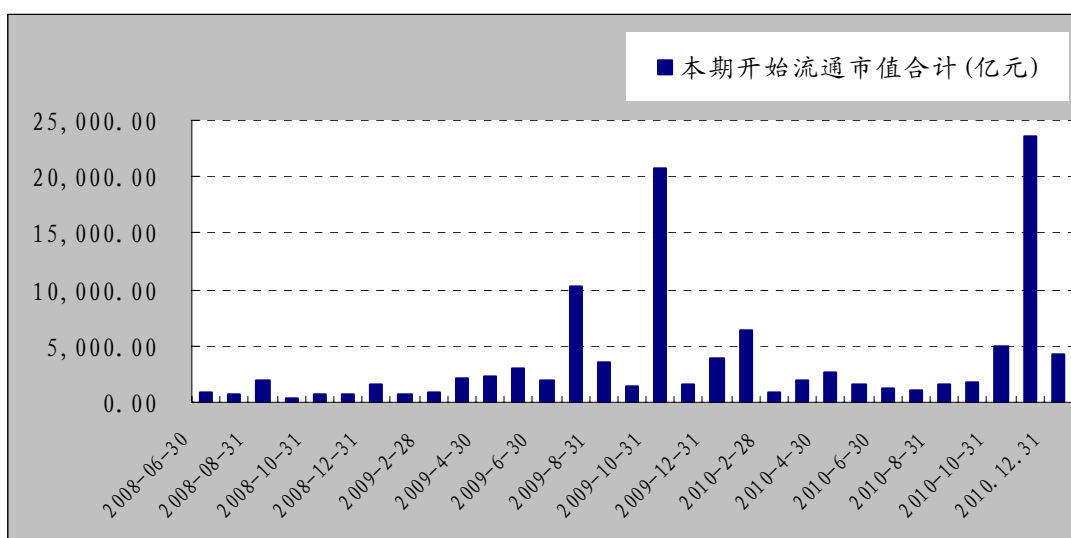


图 6 每周新增限售股可流通市值

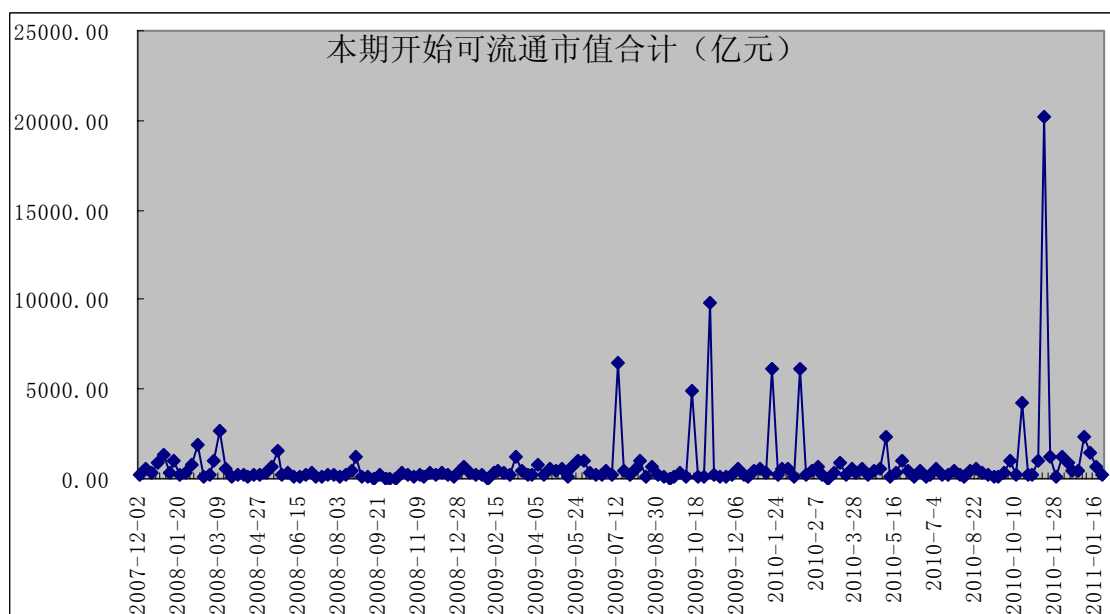
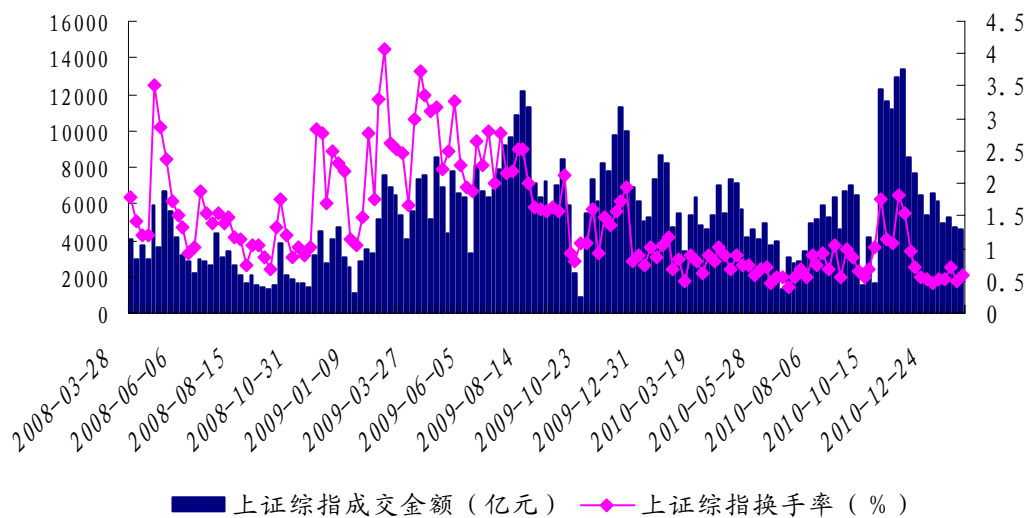


图 7 每周成交金额及换手率



【估值】

图 8 上证综合指数成份 PE/PB

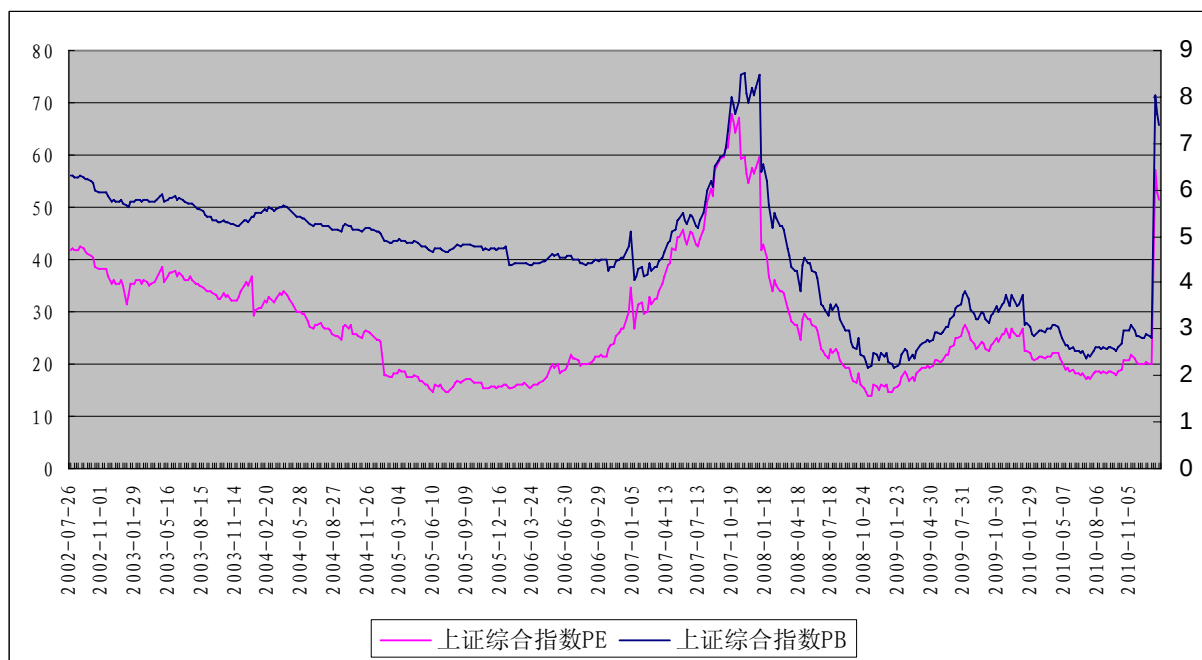
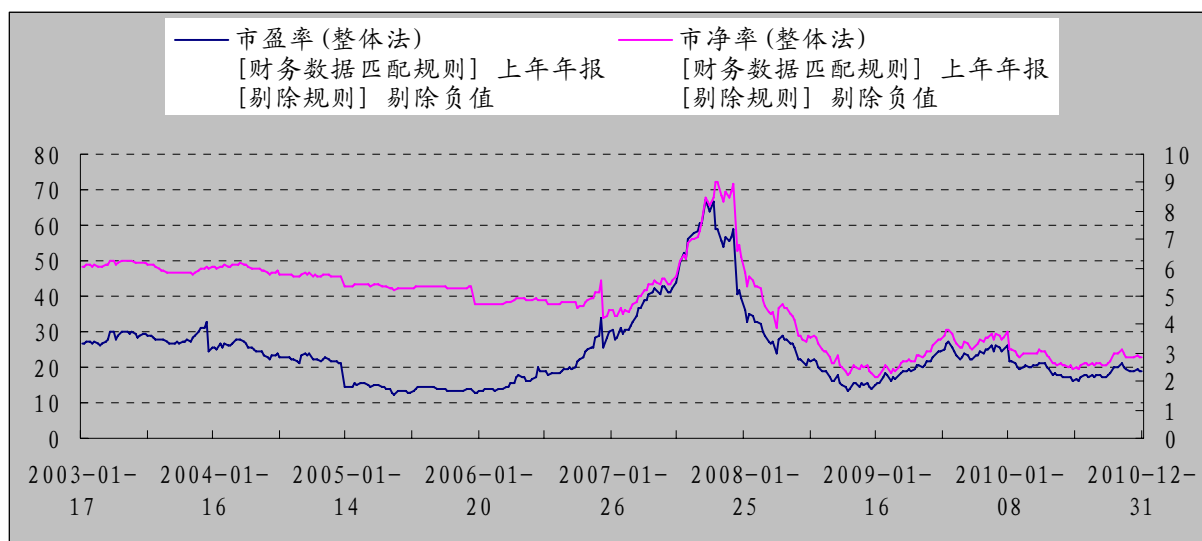


图 9 沪深 300 成份 PE/PB



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。