

投资策略月报 (2011.03.01- 2011.03.31)

宏观策略组

李桓

SAC 执业证书编号: S1410210030024

021-58766929-8043

lihuan@jhzqrs.com

投资策略：忧虑之墙阻碍重重，市场面临分化

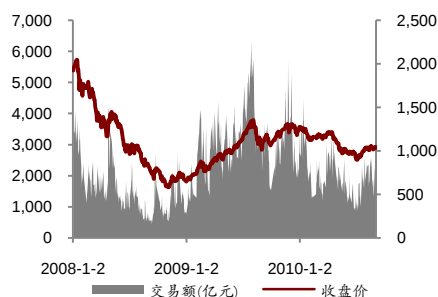
密集紧缩政策暂告一段落：去年四季度以来，央行三次加息、五次上调准备金率，货币政策基调逐步由适度宽松回归稳健，实施稳健的货币政策旨在极其复杂的经济形势下，处理好稳增长、调结构和防通胀三者之间的关系，最近一次存款准备金率上调后，中国大型金融机构的存款准备金率水平已经达到了 19.5%，我们认为，经过过去 5 个月来密集推出各种收紧措施后，紧缩政策可能暂告一段落。决策层进一步采取紧缩措施前，应该会先评估此前一系列紧缩政策对实体经济所产生的影响。而纵观历史经验，两会期间出台严厉的紧缩政策的可能性也不高，市场对于紧缩的担忧将会有所缓解。

但前期紧缩政策已造成银行间资金成本的提高：当前存准率已达历史新高，加上存款利率不断上调，对于金融机构来说，其资金成本上升的压力也异常明显。对于银行间市场的人民币市场利率来讲，持续的货币紧缩已反映人民币拆借成本的上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）水涨船高，三个月的 SHIBOR 利率一直维持在 5% 左右的水平。

此外，紧缩政策也导致民间的借贷成本攀升和经济的下行：近段时间以来，不断有报道称，民间的借贷成本开始出现攀升的趋势。一般而言，民间借贷主要用于短期融资，其融资可能用于各种房地产项目以及各类短期投资，由于很多民营企业不具有银行授信资格，同时，其项目的波动性也很强，因此只能借助于民间资金获得融资。从 PMI 指数来看，中国的中小制造业企业以及民营企业的活动正在放缓。汇丰 PMI 指数的显著下滑可能意味着工业增加值的增速有放缓的可能。在宏观政策收紧的背景下，企业面临需求放缓、成本上升双重压力，盈利收窄不可避免。

策略上，我们认为 3 月份股市将面临一定回调压力，但存在丰富的结构性机会，建议重点把握政策性确定利好的板块：对 3 月份的市场，我们整体保持谨慎观点。结构性看好消费和部分新兴产业板块，消费建议重点关注医药、旅游酒店、汽车配件、食品饮料、家电等板块。新兴产业重点建议关注电气设备和新能源板块。在主题投资上，结合“十二五”规划与两会的主要议题，我们建议关注两会期间现代种业、农业机械化、先进装备制造和海洋产业、物联网、城市智能管理网络以及合同能源管理、环保监测与治理领域的主题投资机会。此外，我们预计在 3 月份新三板和创投概念股也将保持活跃，可适当关注。

沪深 300 走势图



相关研究报告

- 1、2010.12.27 《策略周报：加息靴子落地，关注权重股结构性行情》
- 2、2010.12.20 《策略周报：指数行情进行中》
- 3、2010.12.13 《策略周报：调整为再启航，冬播时机已到》
- 4、2010.12.05 《策略周报：政策担忧趋缓，风格转换可期》

投资策略：忧虑之墙阻碍重重，市场面临分化

1 政策紧缩压力尚待缓解，中东局势开启忧虑之墙

密集紧缩政策暂告一段落：去年四季度以来，央行三次加息、五次上调准备金率，货币政策基调逐步由适度宽松回归稳健，实施稳健的货币政策旨在极其复杂的经济形势下，处理好稳增长、调结构和防通胀三者之间的关系，最近一次存款准备金率上调后，中国大型金融机构的存款准备金率水平已经达到了 19.5%，我们认为，经过过去 5 个月来密集推出各种收紧措施后，紧缩政策可能暂告一段落。决策层进一步采取紧缩措施前，应该会先评估此前一系列紧缩政策对实体经济所产生的影响。而纵观历史经验，两会期间出台严厉的紧缩政策的可能性也不高，市场对于紧缩的担忧将会有所缓解。

但前期紧缩政策已造成银行间资金成本的提高：当前存准率已达历史新高，加上存款利率不断上调，对于金融机构来说，其资金成本上升的压力也异常明显。这是因为银行从客户手中取得存款，要相应付以利息，同时，每一笔存款还需要上缴 19.5% 的资金以存款准备金的形式进入央行体系，尽管央行会对存款准备金支付一定的利息，但其利息水平较低，同时银行将无法循环利用这笔资金。因此，对于银行来说，存款准备金的连续上调，意味着其资金成本的提高。对于银行间市场的人民币市场利率来讲，持续的货币紧缩已反映人民币拆借成本的上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）水涨船高，三个月的 SHIBOR 利率一直维持在 5% 左右的水平。

此外，紧缩政策也导致民间的借贷成本攀升和经济的下行：近段时间以来，不断有报道称，民间的借贷成本开始出现攀升的趋势。一般而言，民间借贷主要用于短期融资，其融资可能用于各种房地产项目以及各类短期投资，由于很多民营企业不具有银行授信资格，同时，其项目的波动性也很强，因此只能借助于民间资金获得融资。

中国物流与采购联合会(CFLP)2月1日公布的数据显示，2011年1月中国制造业采购经理指数(PMI)为 52.9%，比上月回落 1.0 个百分点，连续两个月出现回落。最新公布的 2 月份汇丰中国制造业采购经理人指数 PMI 预览指数较前一月下跌了 3%，显示出较大的跌幅，并且跌至近 7 个月以来的低点，全面超出市场预期。汇丰 PMI 与中采 PMI 相比，其采样样本更多的包括了中小企业而非大中型企业和国有企业，也很有可能意味着中国的中小制造业企业以及民营企业的活动正在放缓。汇丰 PMI 指数的显著下滑可能意味着工业

增加值的增速有放缓的可能。在宏观政策收紧的背景下,企业面临需求放缓、成本上升双重压力,盈利收窄不可避免。

国际上,原油价格飙升开启忧虑之墙:中东紧张局势愈演愈烈,推升国际油价飙上2年来高点,截至21日收盘,Nymex 4月原油期货价格收复95.00美元关口,大涨5.69美元,涨幅6.34%。欧佩克的石油储量约占世界总储量的三分之二,原油产量占全球产量的36%,出口量占全球的80%。原油价格近期连日飙升,除了市场看好全球经济复苏前景外,也有出于对地缘政治局势持续紧张的担忧。如果动荡局势无法缓和或进一步加剧,将引发市场对未来石油供应的担忧。

考察百年的石油危机史,因政治引发的第一场石油全球危机是1957年的苏伊士运河危机,随后是1973年的“石油禁运”并催生出OPEC组织、1979年的伊朗革命让油价飙升到前所未有的水平。1980-1981年发生两伊战争,尽管石油产能下降,但却是高油价崩盘的起点,这意味着如果全球整体经济乏力,处于下降周期,那么看似对石油利好的“战争引发产能削减”,反而会变成1985年油价大崩溃的起因。1991年的海湾战争对油价看似利好,伊拉克和科威特的产能都遭到毁灭性打击,但油价短暂爆发一下又疲软无比,1997年亚洲金融危机让油价彻底崩溃,最低只有每桶12美元。2001年中国入世是一个新起点,“中国因素”开始奔腾,油价在新兴市场国家增量需求带动下,飙升到140美元以上,次贷危机让油价崩盘,但全球联手的经济大刺激又让油价在2011年重返100美元。

从历史经验上看,石油产油国因政治冲击发生的产能变动,其实并不是决定油价的核心力量,在石油问题上,真正的主宰力是需求,是那些对原油有着旺盛需求的国家的经济周期变动。目前的油价上涨其实更多受到了新兴经济体旺盛的需求的带动,但是由于目前经济的基本面仍然处于弱势复苏的态势,高企的油价会抑制全球的经济复苏,如果原油在目前位置再上涨10美元,将拖累未来全球两年经济增速下滑0.5个百分点。

美国就业情况温和好转,房地产复苏仍然堪忧:美国1月CPI环比增长0.4%,增幅创下一年多以来新高,超出市场平均预期。但是,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。上周美国周初请失业金人数41万平预期,表明就业状况延续好转。但美国政府发布的1月新屋销售报告显示,1月份独户新屋的销量环比重跌12.6%,降幅明显超出市场预期,这主要与美国西部地区的销售活动大幅下滑有关。与2010年1月相比,今年1月的新屋销量下跌了18.6%,市场的止赎房屋过剩给新屋的

销售带来了很大压力，迫使许多建筑商大幅缩减自己的建筑项目，我们预计美国的新屋销售在未来一段时间中仍将低迷不振。

短期外围市场调整也为 A 股市场带来一定压力：亚太市场及欧美市场连日来表现欠佳、大幅下跌，尽管这几个交易日没有非常显著地波及到 A 股，但随着这一紧张情绪的进一步升温、A 股的独善其身恐怕会被打破，心理波动会影响到 A 股市场投资者。市场将呈现出一定幅度的调整。

2 投资策略：紧缩压力下，注重把握结构性机会

“两会”将对资本市场走势及相关投资领域产生深远影响。第十一届全国人民代表大会第四次会议和政协第十一届全国委员会第四次会议，将分别于 2011 年 3 月 5 日和 3 月 3 日在北京开幕。作为“十二五”规划的奠基之年及转型的关键之年，面临错综复杂的国内外环境，即将召开的两会将奠定下一阶段的基本政策走向，并就“十二五”规划的各项议题和方针政策进行进一步的明确。历史上来看，两会期间涨幅前 20 的细分行业与两会的议题和决议有着直接的关系，从长期投资的角度来看，两会的重要政策决议会对部分产业及投资主题产生深远影响。

策略上，我们认为 3 月份股市将面临一定回调压力，但存在丰富的结构性机会，建议重点把握政策性确定利好的板块：对 3 月份的市场，我们整体保持谨慎观点。在原油大涨的背景下我们难以看到全球经济强劲复苏，国内政策紧缩压力并没有合理缓解，A 股市场整体估值水平也未出现整体低估的背景下，我们认为大盘难以呈现大级别的上涨行情。结构性看好消费和部分新兴产业板块，消费建议重点关注医药、旅游酒店、汽车配件、食品饮料、家电等板块。新兴产业重点建议关注电气设备和新能源板块。在主题投资上，结合“十二五”规划与两会的主要议题，我们建议关注两会期间现代种业、农业机械化、先进装备制造和海洋产业、物联网、城市智能管理网络以及合同能源管理、环保监测与治理领域的主题投资机会。此外，我们预计在 3 月份新三板和创投概念股也将保持活跃，可适当关注。

3. 二月市场回顾

3.1 全球主要股指二月表现：美指依旧笑春风

美国：道琼斯工业股票平均价格指数过去12周中有11周上涨；标准普尔500指数在709个交易日内较2009年3月份的盘中低点上涨一倍，所用时间为1936年以来最短。2月的消费者预期指数增至95.1点，创下2006年12月以来之最，同时明显高于1月的87.3点。基本面支撑美国股市走高。消费者对未来12个月通胀的预期指数由1月的5.5%增至5.6%，后者是2009年6月以来最高的。2月的消费者现状指数为33.4点，亦高于1月的31.1点。其它数据喜忧参半，美国投资者受到首次申请失业救济人数数据的鼓舞。截至2月19日当周首次申请失业救济人数减少22,000人，至391,000人，而此前经济学家的预期为减少5,000人，至405,000人。美国1月份耐用品订单增长2.7%，结束了此前连续三个月的下滑局面，且增幅超出此前预期，但当月表现主要受飞机需求大幅上升所推动。1月份不包括飞机的非国防资本品新订单下降6.9%。最新公布的美国公司业绩大多表现不俗，也鼓舞了投资者士气。

欧洲：在过去近两年时间里，欧洲央行一直都将其基准利率维持在1%的历史低点不变。目前，欧洲央行对能源和粮食价格大幅上涨将推升工资水平和加速通胀率上升的担忧情绪正在增强。与此同时，如果欧洲央行过快地上调基准利率，就有可能导致欧元区的主权债务危机更加恶化，原因是希腊和爱尔兰等国家的银行体系将因此面临更大压力。加息不仅会加剧主权债务违约风险，而且还会令社会不安定局面扩散。由于市场担心横扫中东和北非的动荡局面导致石油生产中断，原油价格一路飙升。在此情形下，滞胀问题开始显得突出。欧洲面临的北非天然气供应中断的风险，以及这可能对欧洲各国上网电价的影响，尤其是意大利、西班牙、葡萄牙和英国的上网电价。

亚洲股市周二大幅下跌，主要是受新西兰地震消息影响，加上穆迪已经下调日本的评级前景并警告可能下调日本评级。日本的债务问题突出，已经超过了其它发达国家，经济数据方面，上周公布的日本第四季度GDP季环比下降了0.3%，低于市场预期，而第三季度GDP季环比也从下降1.1%调整为下降0.8%。日本的经济总量被中国超过。当季占日本GDP近60%的消费支出环比下降0.7%，前一季度修正后为增长0.9%。当季国内需求拖累GDP下降0.2个百分点，外部需求拖累GDP下降0.1个百分点。新兴市场的颓势则与美国的大好形势形成鲜明对比，尽管经济增速更快，但新兴国家央行的货币政策却不利好股市。长期的高通胀和加息周期使印度工业增速出现回落，这将拖累印度GDP增速。韩国1月失业率再次走高，其经济可能再度面临不确定性。韩国统计局本周公布的数据显示韩国1月份季调后失业率上升至3.8%，比前一个月上升0.3%，这已经是连续2个月上升。韩国经济面临更大的不确定性，出现下行的风险加大。投资者已连续第四周将资金撤离新兴市场股票基金，撤离的资金规模已达到去年投入新兴市场资金总规模950亿美元的五分之一。

图 1、世界主要股票指数表现

指数名称	本月涨跌幅	上月涨跌幅	2011/2/24
道琼斯工业平均数	1.48%	2.72%	12,068.50
标准普尔 500 指数	1.55%	2.26%	1,306.10
纳斯达克指数	1.40%	1.78%	2,737.90
伦敦金融时报 100 指数	0.97%	-0.63%	5,919.98
法国 CAC 指数	0.10%	5.28%	4,009.64
德国 DAX 指数	0.75%	2.36%	7,130.50
东京日经 225 指数	2.10%	0.09%	10,452.71
香港恒生指数	-3.61%	1.79%	22,601.04
印度孟买 sensex30 指数	-3.79%	-10.64%	17,632.41
俄罗斯 RTS 指数	1.65%	5.65%	1,901.14
巴西圣保罗交易所指数	0.56%	-3.94%	66,948.99
标普/澳证 200 指数	1.17%	0.18%	4,809.30
台湾证交所加权股价指数	-6.60%	1.93%	8,541.64
韩国 KOSPI 指数	-5.79%	0.91%	1,949.88
新加坡海峡时报指数	-6.50%	-0.32%	2,973.08
上证综指	3.15%	-0.62%	2,878.60
深证成指	4.87%	-3.72%	12,578.43
沪深 300 指数	3.72%	-1.65%	3,190.94

数据来源：WIND，江海证券研发部

3.2 国内市场表现：多空胶着市场分歧加大，或重新演绎结构性行情

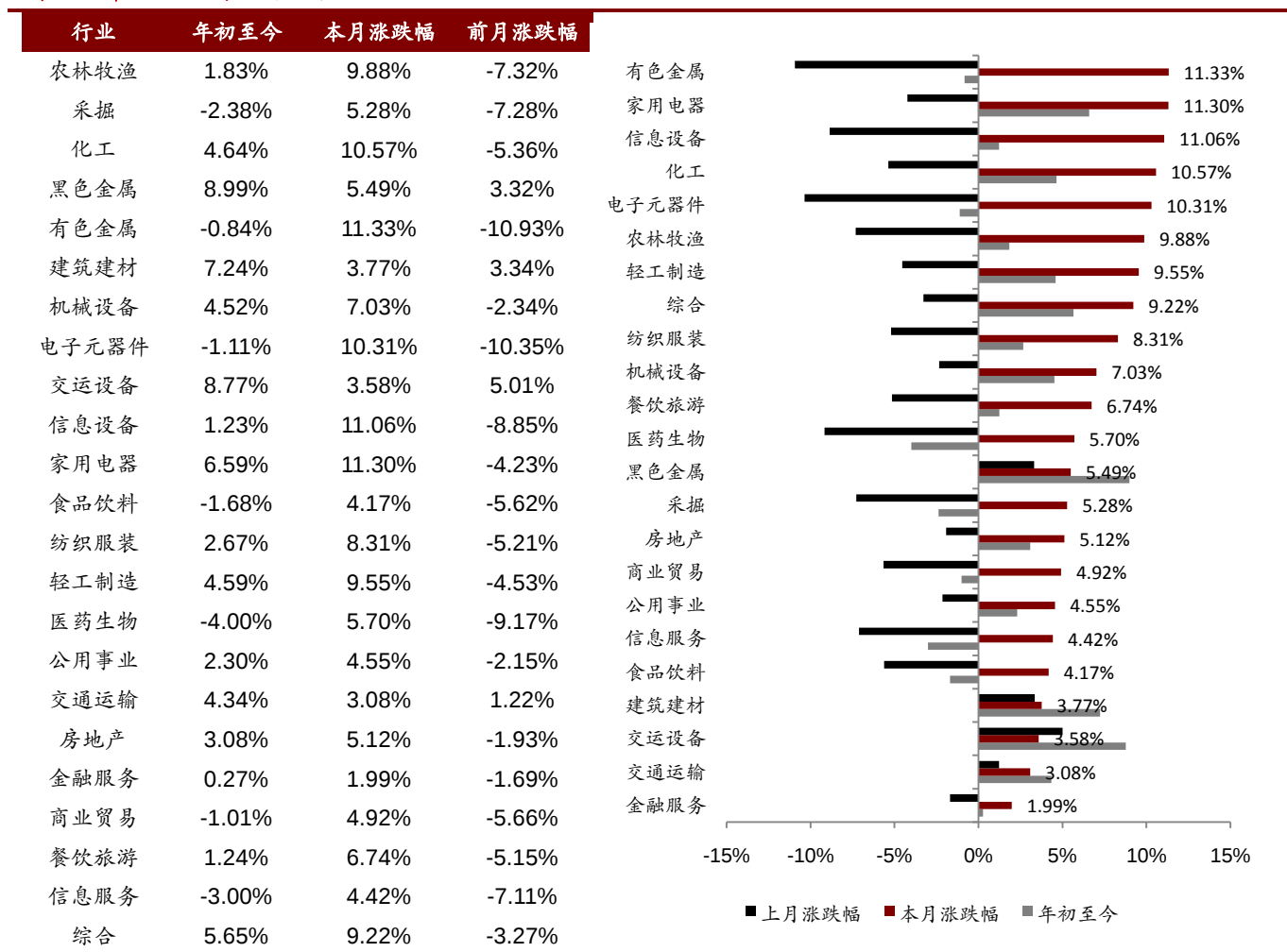
本月A股市场表现可谓一波三折多空胶着，在银根收紧和地产调控这些旧调外，外围市场的动荡也参与其中。2月截至至24日，上证指上涨3.15%报2878.60点，深成指上涨4.87%报12578.43点，沪深300上涨3.72%报3190.94点。

月初在第三轮楼市调控接近尾声以及货币收紧预期的边际影响力减弱的情况下金融、地产板块企稳以及煤炭、有色板块表现活跃两市逐步打开上行通道，沪市一度摸上2900点上方，市场逐渐达成共识向多头靠拢。不遂人愿，2月下旬埃及爆发的政治危机扩散，随后突尼斯爆发“茉莉花”革命，“蝴蝶效应”迅速蔓延至北非和中东地区。上述地区属石油输出国，总产量占世界原油产量的1/3，该地区股指迅速下挫，恐慌效应冲击着国际股市、汇市、期市。表现最为突出的是在避险情绪推升下黄金价格突破1400美金/盎司创下历史新高，原油连续两日跳空高开突破100美元/每桶创下两年来阶段性高点。能源价格上涨以及地缘政治危机使饱受通胀困扰的全球经济又蒙上一层灰雾，据我们跟踪欧元区主要经济体的通胀主要来自于食品和能源，在投资者欧洲、美国、亚太地区主要股指应声而下。对国内市场的影响也不仅仅停留在心理层面，1月国内CPI4.9%大大超出市场破5%的预期通胀压力有所缓解，本月央行又一次上调了存准率，原油暴涨带来的输出型通胀再次加大了管理层的调控难度，货币政策已经捉襟见肘，货币收缩的滞后效应已经显现如果进一步调控势必对实体经济产生负面影响。时至“两会”期间各行政策出台以及年报业绩利好频出，另外定向增发和高送配预期，使A股市场并不乏热点。综上所述，市场中利好和利空

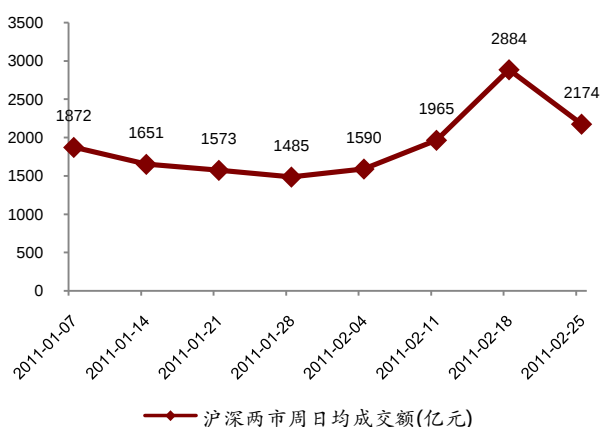
正处于胶着状态加大了市场分歧，后期股指处于震荡属大概率事件，结构性行情或重新演绎。

A股市场表现方面，板块整体呈现上涨，其中有色金属、家用电器、信息设备位列涨幅三甲涨幅分别为11.33%、11.30%和11.06%，金融服务表现明显弱于其他板块涨幅1.99%。本月成交额较上月有明显的改善，尤其是2月第三周日成交额达到2884亿元，不过最后一周有所下滑，两市资金流向明显逊于上月整体处于净流出。热点概念中，前期涨幅较大的水利水电和高铁涨幅趋缓，稀土永磁概念重新杀回整体上涨近20%。市场资金供求方面，2月市场扩容压力明显收窄IPO和增发规模和公司数量小于1月，3月解禁压力与2月相当不会对市场产生较大影响。

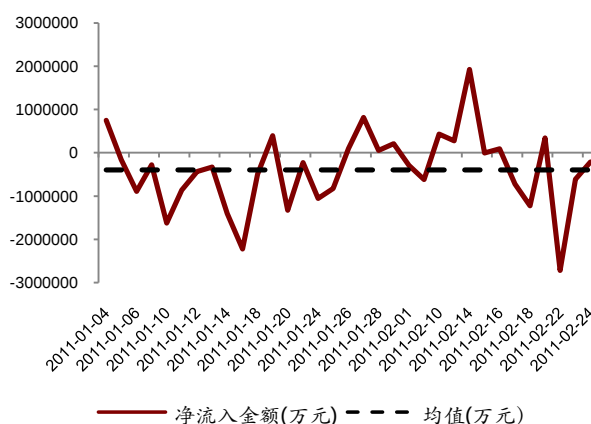
图 2、申万一级行业涨跌幅



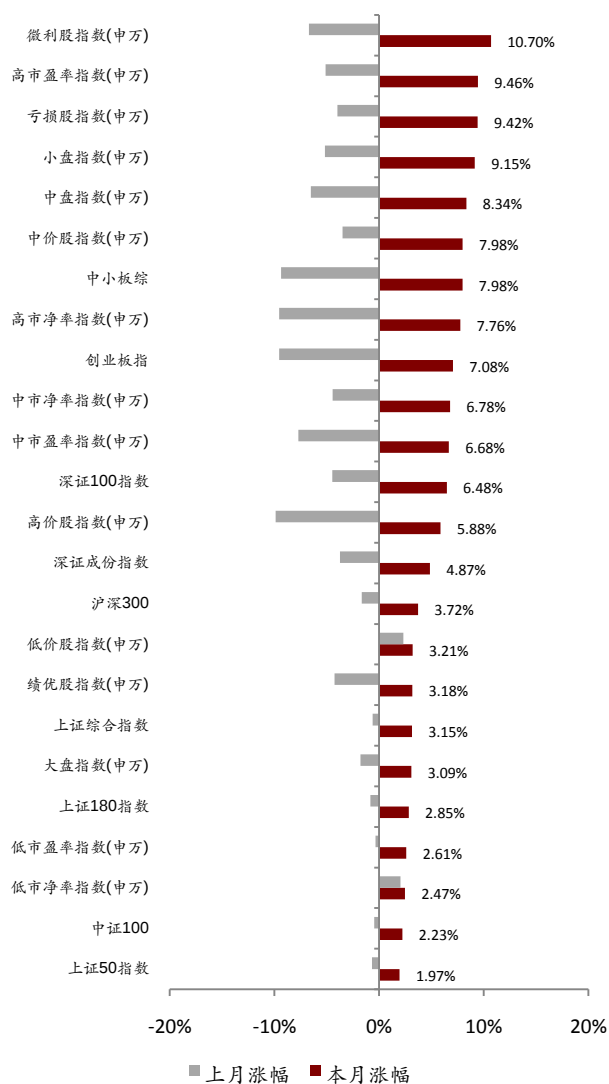
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 3、两市各周日均成交金额


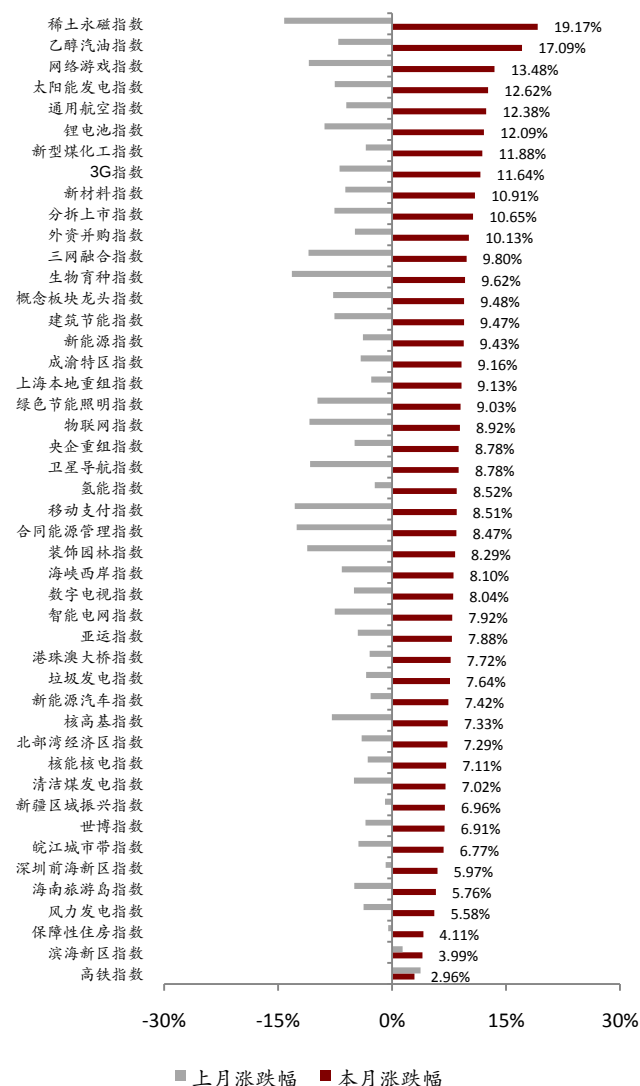
数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 4、月资金流向


数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 5、风格指数涨跌幅


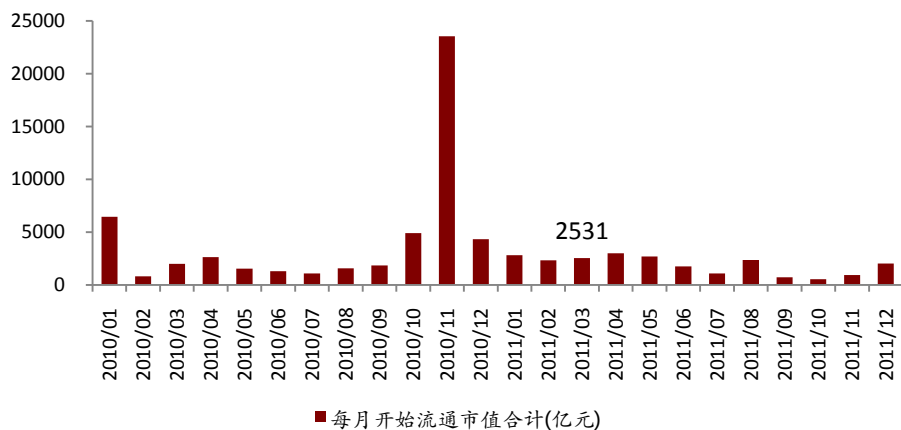
数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 6、概念指数涨跌幅


数据来源: WIND, 江海证券研发部

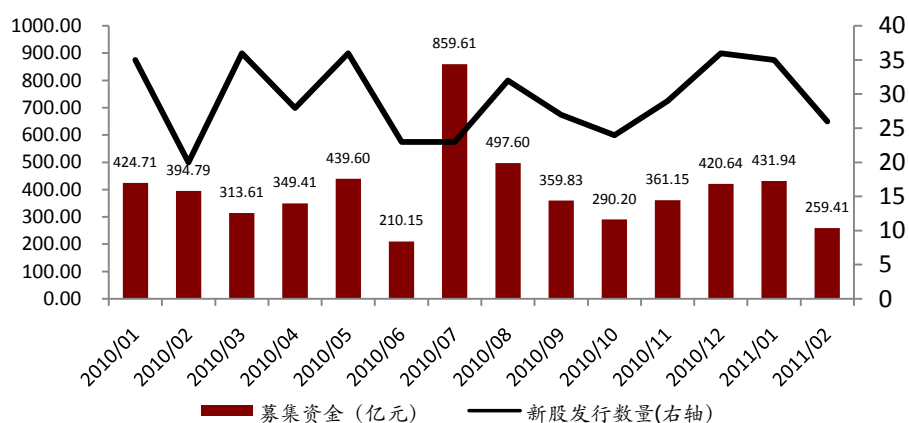
1 市场资金供求:

图 7、2010-2011 解禁流通市值情况



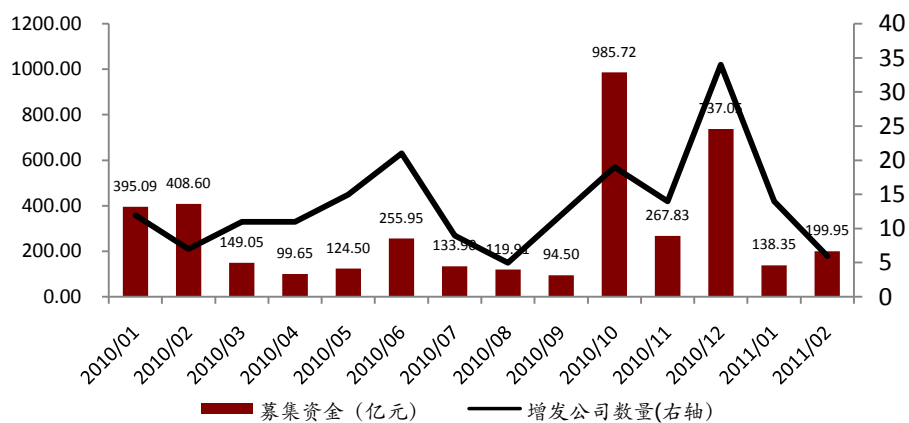
数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 8、2010-2011 新股 IPO 发行情况



数据来源: WIND, 江海证券研发部

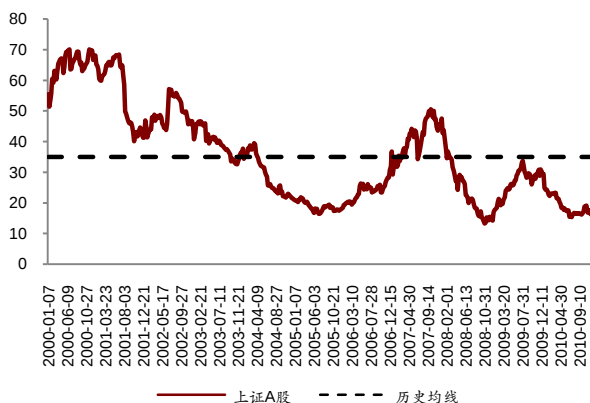
图 9、2010-2011 公司增发情况



数据来源: WIND, 江海证券研发部

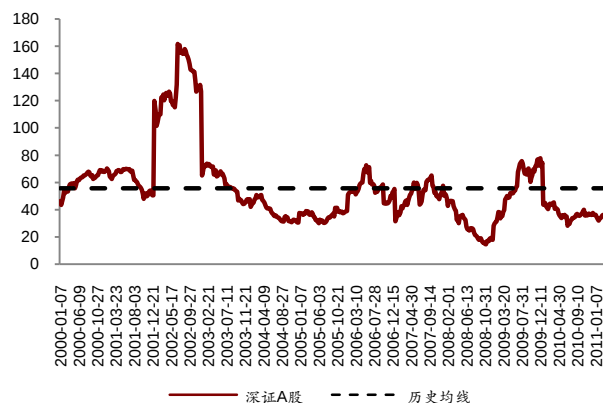
5 估值情况

图 10、上证 A 股市盈率 (TTM)



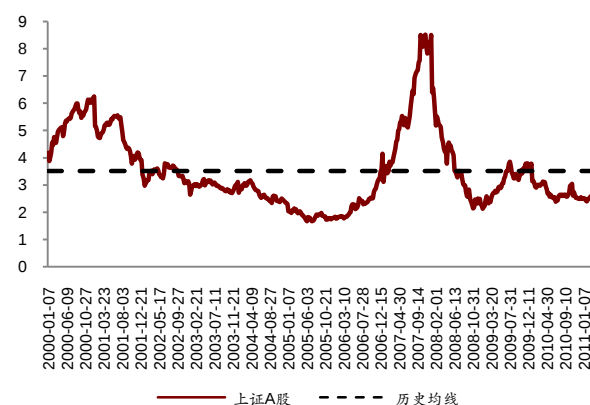
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 11、深证 A 股市盈率 (TTM)



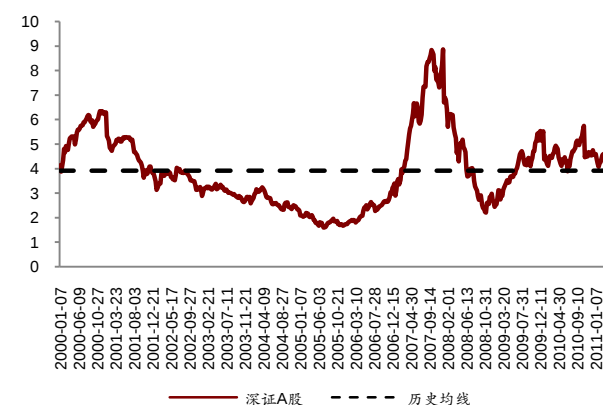
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 12、上证 A 股市净率



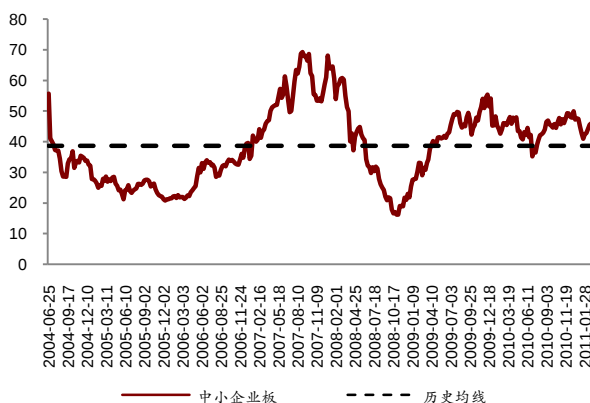
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 13、深证 A 股市净率



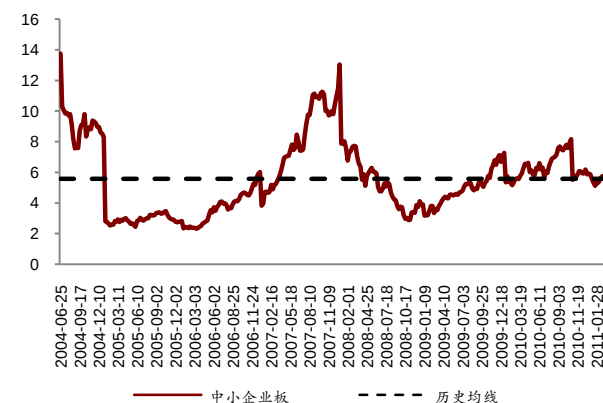
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 14、中小板企业 A 股市盈率 (TTM)

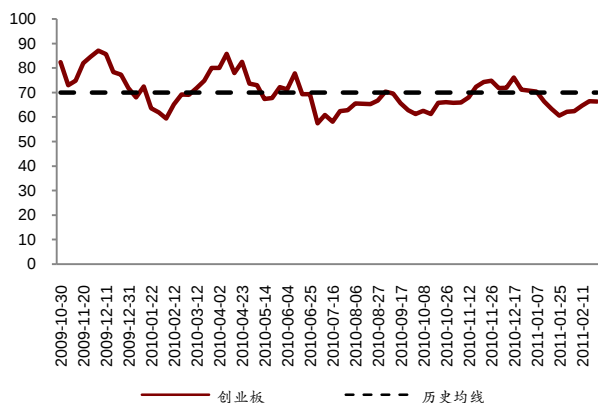


数据来源：WIND，江海证券研发部

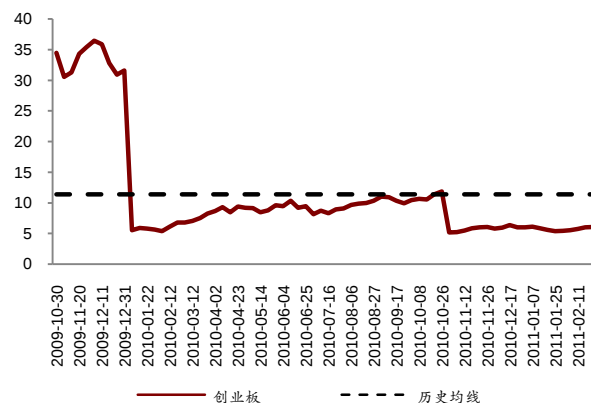
图 15、中小板企业 A 股市净率



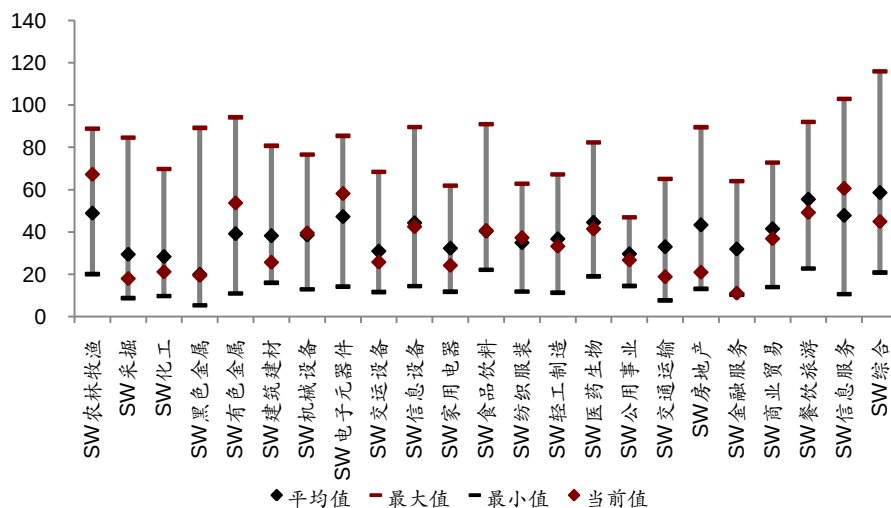
数据来源：WIND，江海证券研发部

图 16、创业板企业 A 股市盈率 (TTM)


数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 17、创业板企业 A 股市净率


数据来源: WIND, 江海证券研发部

图 18、2000 至今申万一级行业市盈率 (TTM)


数据来源: WIND, 江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

李桓

江海证券研究发展部总经理

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明及风险提示

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研究发展部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研究发展部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。