



研究报告:

市场“心动”!

投资策略

策略月度跟踪报告

分析师

桑俊
SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangj@ghzq.com.cn

邹璐
SAC 执业证书编号: S0350210090008
(0755)83707473
zoulu01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资策略观点:

今年以来的市场情绪一直在“**预期与超预期**”之间波动。1月份紧缩政策密集出台,市场快速下跌反应投资者过度悲观的预期;2月份以CPI调整后数据低于预期为代表,市场乐观预期再度高涨,中小市值股票涨幅居前。对于市场3月份的走势,我们认为当前的宏观经济尚未摆脱“**通胀上行、经济下行**”的基本格局。**通胀未动、政策未动、市场心动!**考虑到可能存在的利空尚未被市场充分预期,我们认为**3月份市场总体维持2600-3000点的箱体**内,趋势为震荡下行,建议投资者保持谨慎,我们的主要观点如下:

1. “**通胀上行、经济下行**”的最差组合阶段尚未结束,市场缺乏上行的动力。按照宏观策略小组的测算,上半年CPI将维持高位,3月份有可能创年内新高,尽管市场当前对于CPI超预期上涨的预期开始趋于缓和,但是国际油价和国际粮价是否继续上扬仍然存在不确定性,市场短期内通胀压力存在再度上行的可能。此外,四季度以来持续的紧缩政策带来的经济下行预期将会初步体现,PMI将面临下行,工业增加值也将趋于回落。

2. 此前市场过度悲观的预期在2月份显著修复,并且已经部分反应了3月份的利好因素,如“两会”召开、通胀压力阶段性缓解等,但是**市场并未充分预期可能存在的利空**,如提前加息的可能、中东局势的恶化以及紧缩政策累积下的经济下滑。

宏观经济数据分析: 尚未摆脱“通胀上行、经济下行”格局

国海宏观策略小组对2月份经济数据进行预测,经济运行的总体格局是“物价高位徘徊、经济同比趋缓”,当前宏观经济尚未摆脱“通胀上行、经济下行”的大框架。

1. **CPI 维持高位:** 由于春节逐渐结束,食品价格逐步回落。根据我们观测的2月份农产品批发价格指数,至2月25日的数据,相比1月31日的数据已回落4.55%。这一定程度上减轻了食品价格上涨对CPI的推动。不过继食品价格快速上涨后,非食品价格正成为推动CPI上涨的主力,由于油价上调以及房租上涨,我们认为2月份的非食品价格预计上涨较多。总体看,预计2月份CPI环比仍有望达到1.0%,而同比增速预计为4.7%,相比1月份将有所回落。虽然2月份数据根据我们预期将继续回落,但是3月份CPI数据或将成为一个新的小高点,市场普遍预期4月份是加息的重要时间窗口,但是我们认为不排除央行会提前加息以改善当前公开市场操作的困境。

- 货币供应量增速 (M1、M2) 继续回落:** 预计 2 月份新增信贷将达 7000 亿, 外汇占款新增 3000 亿左右, 再考虑到 2 月份上调一次存款准备金率, 一定程度上降低货币乘数。预计 2 月份 M2 同比增长 17.0%, 相比 1 月份仍将略有下滑, 继续向着 16.0% 的中央调控目标趋近。M1 则由于节后资金回流, 预计同比增长 14.2%, 略有反弹。
- 工业增加值低位徘徊:** 由于政策持续紧缩, 对工业产出将产生一定影响, 预计工业增加值仍维持低位, 考虑到 2010 年的低基数, 预计工业增加值同比增速 14%, 相比去年底略有回升。
- 对外贸易 (进口、出口增速) 有所回落:** 由于 2 月春节效应导致部分 2 月份进口及出口的产品推前到 1 月份, 预计 2 月份进口和出口增速都将有所下滑。鉴于目前政策对于进口的鼓励和支持, 以及国内经济相比国际更快的增长, 进口增速预计仍将快于出口。预计 2 月份进口同比 32.0%, 出口同比增长 27%, 贸易顺差 50 亿美元。

图表 1 2011 年 2 月宏观经济数据预测

指标名称 (单位, %)	2010-03	2010-06	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02E
工业增加值:当月同比增长	18.1	13.7	13.3	13.1	13.3	13.5	/	14.0
城镇固定资产投资完成额:累计同比增长	26.4	25.5	24.5	24.4	24.9	24.5	/	23.6
社会消费品零售总额:当月同比增长	18.0	18.3	18.8	18.6	18.7	19.1	/	18.2
进口商品总额:当月同比增长	66.3	34.0	24.1	25.4	38.0	25.7	51.0	32.0
出口商品总额:当月同比增长	24.2	43.9	25.1	22.9	34.9	17.9	37.7	27.0
CPI:当月同比增长	2.4	2.9	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.7
PPI:全部工业品:当月同比增长	5.9	6.4	4.3	5.0	6.1	5.9	6.6	6.2
人民币新增信贷: 当月值 (亿)	5107.0	6034.0	5955.0	5877.0	5640.0	4807.0	10400.0	7000.0
人民币贷款余额: 当月同比增长	21.8	18.2	18.5	19.3	19.8	19.9	18.5	16.6
M2: 当月同比增长	22.5	18.5	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	17.0
M1: 当月同比增长	29.9	24.6	20.9	22.1	22.1	21.2	13.6	14.2

资料来源: 国海证券研究所

市场领先指标: 3 月份未见向上拐点

根据宏观策略小组《证券市场先行指标体系》的分析, 我们认为一些宏观经济指标对于证券市场具备一定的领先性。历史经验证实, M1-M2 增速、CPI-PPI 增速、七年期与一年期国债收益率差、宏观经济景气先行指数等对于证券市场存在一定程度的领先, 具备一定的参考性。(具体请参考《一季度投资策略报告: 从“新兴”到“成长”》)

综合市场领先指标来看, 3 月份仍然缺乏上行动力。其中, 经济景气先行指数尚未企稳, 国债利率有所企稳但未来仍有下行空间, M1-M2 和 CPI-PPI 增速都显示 3 月份市场缺乏上行动力。总体来看, 指数体系表明市场 3 月份尚不具备趋势性上升行情的基础。

截止 2011 年 1 月份最新数据, 在选取的市场先行指标中:

- M1、M2 增速差:** 反映流动性的 M1-M2 增速自 2010 年 11 月逐步回落, 受春节影响, 2011 年 1 月更是大幅回落, 由于节后资金回流, 最新测算的 M1、M2 增速差在 2 月份会有所反弹, 4 月份再度下行, 达到低点。按照历史上的相关性, 3 月份未见市场向上的拐点。
- CPI、PPI 增速差:** 反映企业盈利预期的 CPI-PPI 增速在 1 月份开始见底回升。按照历史上的相关性, 3

月份未见市场向上的拐点。

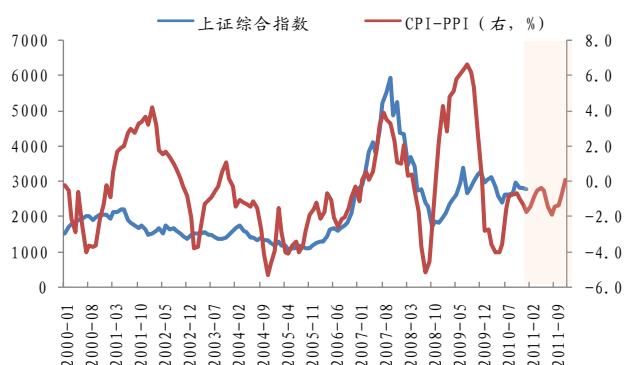
3. 宏观经济景气先行指数：反映经济预期的宏观经济景气先行指数仍处于持续回落中，2010年12月该指数回落至100.8，尚未企稳。
4. 国债利差（7Y-1Y）：反映资金充裕程度的国债利差（7Y-1Y）指标止跌回升，但考虑到对通胀的担忧以及对再一次加息的预期，预计回升幅度有限，且未来资金面仍将面临压力。

图表2 重要指标数据跟踪

指标	2010.06	2010.07	2010.08	2010.09	2010.10	2010.11	2010.12	2011.01
CPI-PPI 增速	-3.51	-1.54	-0.82	-0.73	-0.64	-0.96	-1.33	-1.74
宏观经济景气先行指数	102.60	102.10	101.60	101.60	101.40	101.20	100.80	
M1 增速	24.56	22.90	21.90	20.87	22.10	22.10	21.19	13.60
M1-M2 增速	6.10	5.30	2.70	1.91	2.80	2.60	1.47	-3.60
国债利差（7Y-1Y）	0.79	0.98	0.96	1.07	1.44	1.09	0.43	0.68

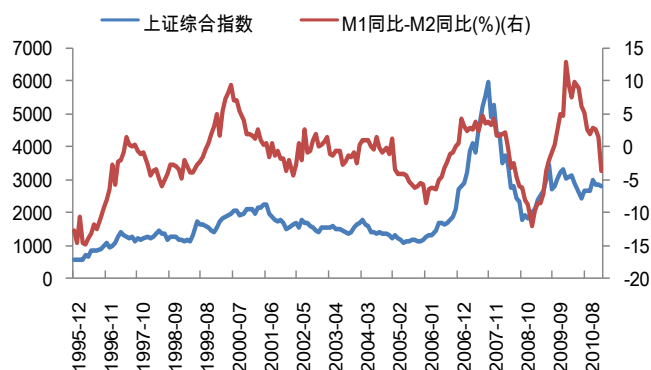
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表3 上证综指与 CPI-PPI 增速



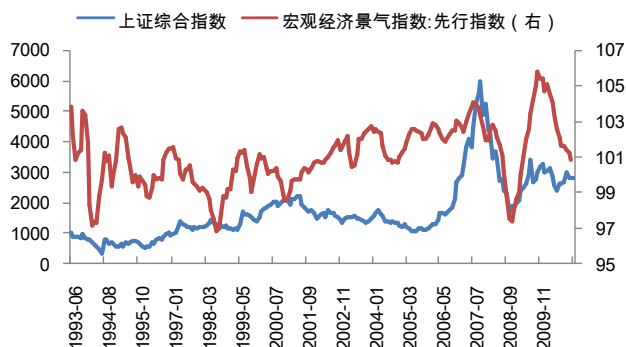
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表4 上证综指与 M1-M2 增速



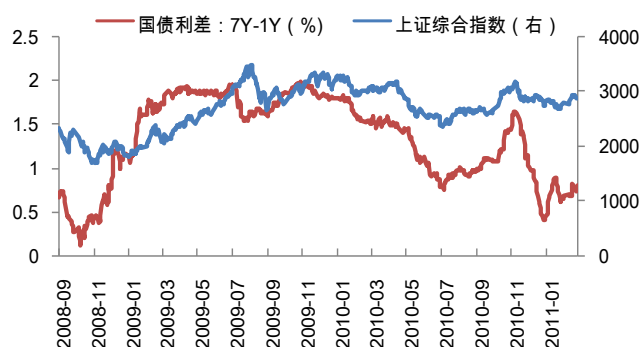
资料来源：WIND、国海证券研究所

图表5 上证综指与宏观经济景气先行指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

图表6 上证综指与 GDP 季调环比折年率



资料来源：WIND、国海证券研究所

金融工程组量化指标市场研判：3月须谨慎

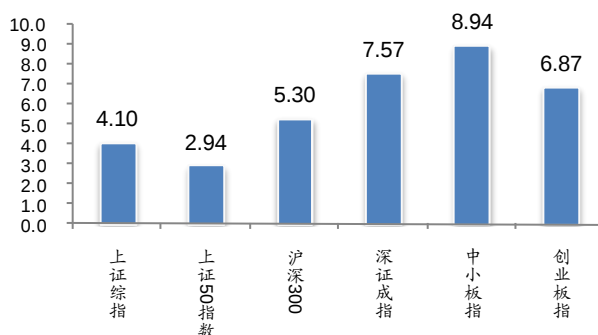
市场 HURST 指数表明，上证综合指数依然未能走出下跌通道，反转尚言之过早；风格轮动分析上，风格指针 0.67，介于大盘风格值与小盘风格值之间，即无风格区域，但指针离小盘风格值较近。

费波拉契时间周期方面，3月1日为最近的一次时间窗口。需投资者谨慎，若此时间窗口打开，3月行情应保持足够的谨慎。

3月份市场展望：利好因素以被市场反应

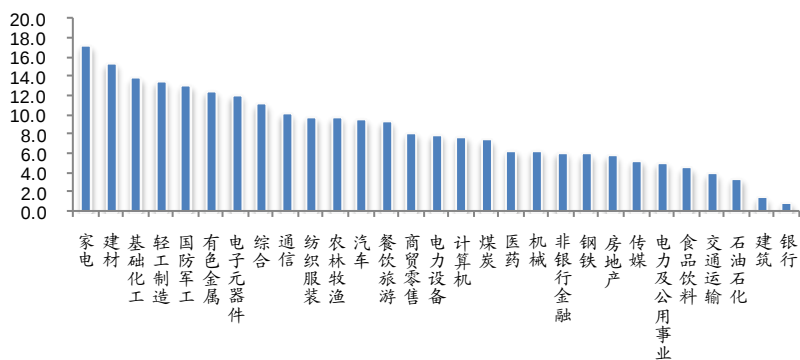
1. **1月份过度悲观预期已经修复。**从当前市场格局来看，前期跌幅居前的中小市值股票显著反弹，新三板、稀土永磁、触摸屏等概念板块再次成为市场的热点。1月份以来的过度悲观预期已经被修复。

图表7 2月份指数涨跌幅



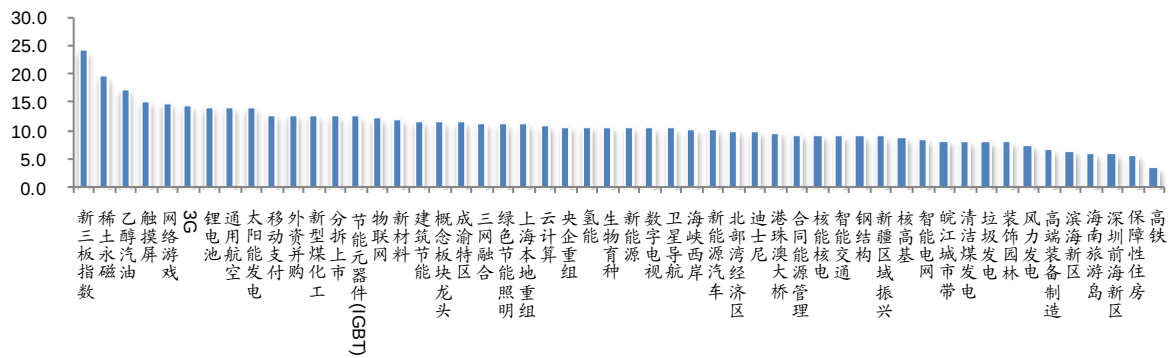
资料来源：国海证券研究所

图表8 2月份行业涨跌幅



资料来源：国海证券研究所

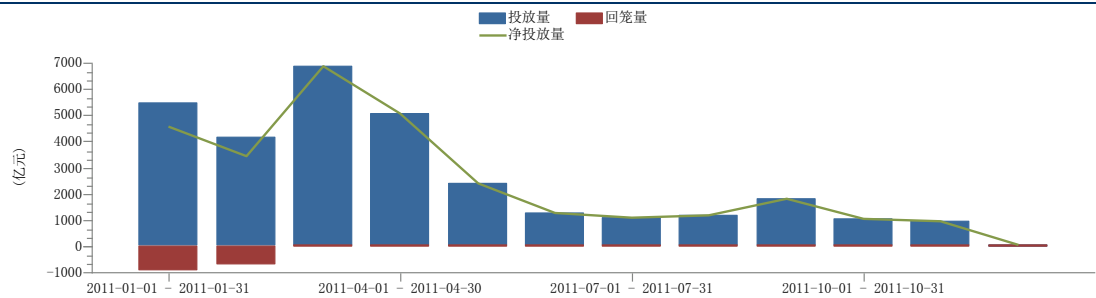
图表 9 2 月份概念板块涨跌幅



资料来源：国海证券研究所

2. 3 月份政策仍将继续从紧。考虑到 3 月份大规模的央票到期，存款准备金将会继续上调，同时不排除央行提前加息同时恢复公开市场操作的可能。

图表 10 2011 年公开市场到期规模



资料来源：国海证券研究所

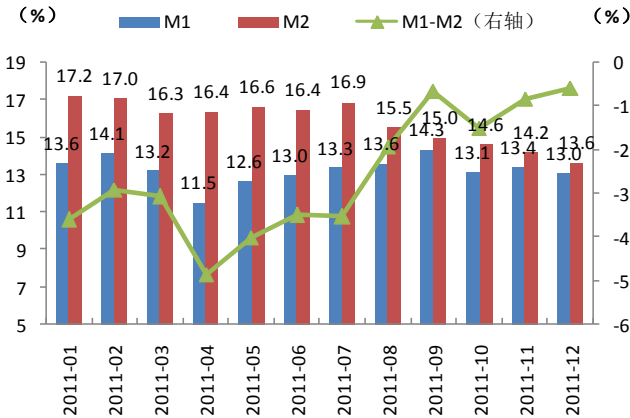
图表 11 货币政策趋紧的“最后一只靴子”尚未落下

政策基调 转变时间	基调	基准利率	存款准备金	汇率	信贷政策	其他
2010年底	趋紧	10年10月20日加息25bp	10年11月16日上调50bp	10年7月以来 累计升值3%	差额准备金动态管 理控制信贷投放	10年12月26日上调再贷 款利率48bp，再贴现 75bp
		10年12月26日加息25bp	10年11月29日上调50bp			
			10年12月20日上调50bp			
		11年2月9日加息25bp	11年1月20日上调50bp			
			11年2月24日上调50bp			
		继续上调？	继续上调？	继续升值？		

资料来源：国海证券研究所

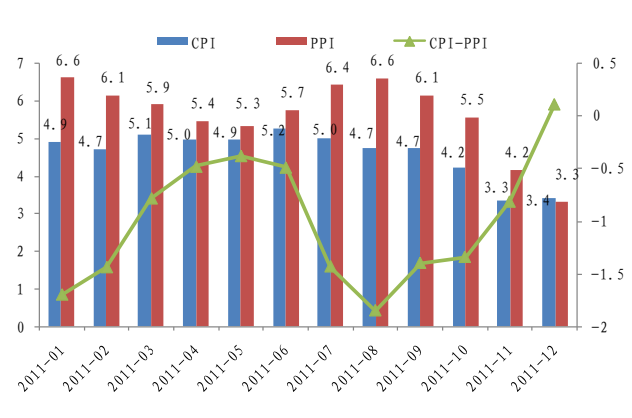
3. 货币政策目标尚未达到。按照宏观策略小组最新的测算，M2 增速将在 4 月份达到低点，CPI 二季度仍将在高位运行。

图表 12 2011 年货币供应量增速预测



资料来源：国海证券研究所

图表 13 2011 年 CPI 和 PPI 预测



资料来源：国海证券研究所

4. 市场的主要影响因素中性偏负面。绝大部分利好因素已经被市场反应，可能存在的负面影响市场尚未达成共识。

图表 14 政策紧缩周期与证券市场趋势

时间点	因素	初步判断	市场影响
3月上旬	宏观经济数据	CPI同比增速放缓	中性偏乐观
3月3-5	两会	降低经济增速、结构调整、培育新的经济增长点、收入结构调整	中性
3月	存款准备金上调	公开市场操作效果不显著，存款准备金继续上调	偏负面
3月	基准利率上调	公开市场操作不作为，基准利率会或将再次上调	偏负面
3-4月	上市公司2010年及2011年1季度业绩公告	2010年盈利基本符合预期，2011年或存在下调动力	中性
3-6月	中东地区问题	中东问题严峻，尽管市场预期美国会从中干预，但是仍然存在超预期恶化的可能	偏负面
3-6月	房地产调控	房地产进入调控的第一阶段：量跌价稳；第二阶段来临：量跌价跌	偏负面

资料来源：WIND、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。