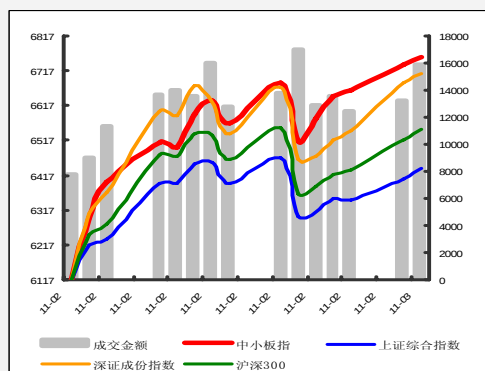




短期预期改善 中线紧缩不改

上证指数



主要数据

总市值(亿)	276857.721 亿元
流通市值(亿)	204864.733 亿元
上证指数 10PE	16.84 倍
上证指数 11PE	12.85 倍
沪深 300 指数 10PE	15.83 倍

研 究	温丽君
投资咨询证书号	S0620210030009
电 话	025-83367888-3106
邮	ljwen@njzq.com.cn

● 内容提要

- 宏观基本面上，通胀形势无疑是目前最值得进行前瞻判断的关键经济因素。目前市场对于2月CPI预期分歧较大，不过最为主流的想法是2月CPI将低于1月份，大约为4.6-4.8%左右。而由于近期原油价格持续飙升，输入性通胀压力仍然较大，国内CPI高点则仍未到来，考虑到PPI传导至CPI或有3个月左右的滞后期，则CPI高点或仍未到来，2011年上半年CPI或走出V型走势。
- “新国八条”地方细则正在持续不断的出台，限购令已不断延伸至二三线城市，短时间之内，限购令有效地遏制了市场的投机需求，而信贷的紧缩在一定程度上也已经打压了刚性市场需求，则目前新一轮调控立竿见影，北京、广州、上海等一线城市1月份房地产成交环比大幅下降，房地产投资环境的恶化，将对房地产投资产生较大负面影响，这其中不仅包括了房地产开发投资，也包括了社会资金在进行资产配置时的一直对于房地产资产配置的偏好。
- 政策面上，目前经济政策的围绕重心仍在于回收流动性，抑制通胀，如果CPI远未见顶，则政策松动的概率就将较低，尤其市场乃至决策者预期到通胀问题的反复性之后，对于后续政策的实施上就将可能矫枉过正：即在房地产开发投资随时有较大下降风险的背景下，经济政策又迟迟不能将重心放在调结构、促增长之上，反而要继续不断地收缩信贷、降低货币活性，以抑制通胀。而考虑到3月份仍将有较大的对冲流动性需求，3月份再度提高存款准备金率的可能性较大。
- 中东政局的不稳对于国内政策的实施可能将产生较大影响，自去年底的这波政治风波，观之经济原因，高通胀、高失业率无不是关键因素，这将使得民生问题将再度上升到一个较高的

箱

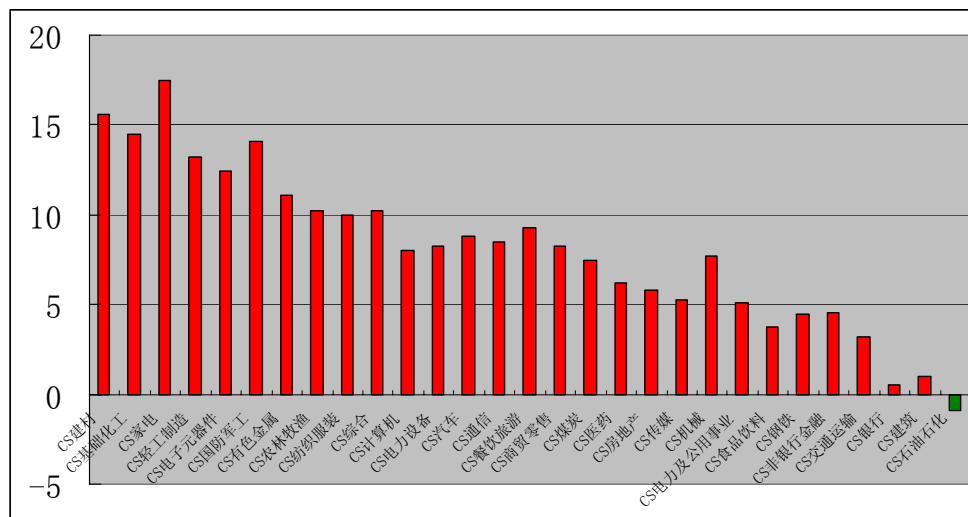
度，收入分配制度改革等减缓社会矛盾的措施或将加快出台，而这将对A股产生较为深远的影响。

- 3月影响市场较大的关键性因素将是2月经济数据的公布、政策再度紧缩的密度及强度以及国际政治局势的稳定性。
- 3月行情分析：基于2月CPI将继续走低，政策紧缩力度将稍缓的判断，短期市场仍有进一步反弹的空间，但由于CPI远未见顶，紧缩预期尤其是加息预期仍将有增无减，这将继续抑制股指的反弹空间，3000点之上股指将面临较大压力，预计总体仍将围绕2800至3000点区间展开进一步震荡，市场的机会仍将存在于结构性市场热点之中。
- 在经过2月份的结构性市场行情之后，3月份结构性市场特征仍然有望延续，但个股后续分化程度将可能加剧。建议仍应把握以下两条主线：首先，继续以两会为契机，抓住政策利好出台而引发的市场交易性机会。如“十二五”规划细则有望出台下的新能源、节能环保等新兴产业机会；受益于收入分配制度改革下的消费类品种的机会，如医药、食品饮料、旅游等。
- 其次，具有较大涨价预期且有较强成本转嫁能力的个股机会。通胀无疑是目前无法回避的经济现实，回收流动性也是目前政策的实施重点，这就是“通胀无牛市”的内在逻辑，在此背景下，要寻求系统性机会自然难上加难。不过在成本不断推升企业利润受到较大侵蚀的同时，具备较强成本转嫁能力有较大议价能力的企业就将值得中期关注，也是通胀形势下选股的根本思路。

●2月市场特征：紧缩负面效应弱化 结构性特征明显

2月股指在政策继续密集调控背景下，股指不跌反涨，月K线上股指以一小阳线结束了三连阴的弱势格局。股指逆势走强，一方面在于1月CPI大幅低于市场预期，使得市场对于后续紧缩政策的力度及密度预期有一定的放缓；另一方面，央行在公开市场上持续净投放，节后市场流动性紧张格局得到明显缓解。此外，房地产调控下市场预期资金将加大股票资产配置，进而改善股市的流动性。紧缩政策压制下尽管权重股依旧表现不佳，但资金面改善下市场借助于各项经济转型利好政策预期，不断掀起做多热潮，“石墨烯”概念、“新能源汽车”以及旅游、家电股都一度风生水起，市场结构性特征明显。

图1：2月市场涨跌幅情况（%）



数据来源：wind 资讯，南京证券研究所

●3月市场环境分析：

●宏观基本面分析：短期通胀回落，地产调控加大经济下滑隐忧

通胀形势无疑是目前最值得进行前瞻判断的关键经济因素。由于1月CPI远低于市场预期，姑且不论1月CPI意外下行是由于权重调整的原因还是食品价格并未如预期般上涨的因素所致，这直接导致的结果是目前市场对于2月CPI预期分歧较大，不过最为主流的看法是2月CPI将低于1月份，大约为4.6%-4.8%左右。

而从3月1日中国物流与采购联合会(CFLP)发布的2月PMI数据来看，2月PMI为52.2%，环比回落0.7个百分点，回落幅度较上月有所减缓。从公布的PMI

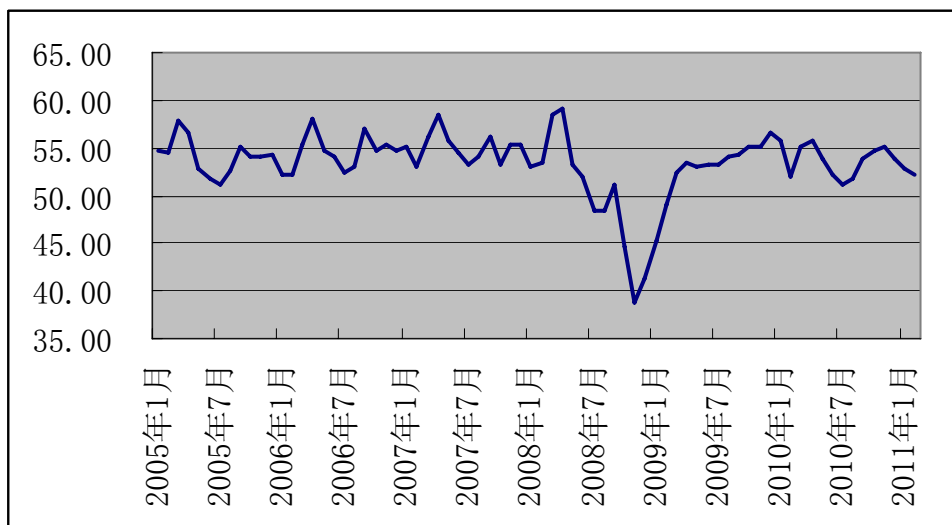
各大分项指数上看，各大指数有升有降，经济依旧处于平稳扩张状态。而其中最受关注的购进价格指数，却依然居高不下，上行至 70.1%，比上月上升 0.8 个百分点。而结合近期的原油及大宗商品价格的持续上行，后续面临输入性通胀压力仍将较大。

那么，可以预见，国内 CPI 高点则仍未到来，考虑到 PPI 传导至 CPI 有 3 个月左右的滞后期，则 CPI 高点将在 6 月份左右，2011 年上半年 CPI 或走出 V 型走势。

而如果预判 CPI 高点仍在二季度，那么可以预见，抑制通胀的政策或仍将保持稳定，而与此同时，各地地产调控正如火如荼进行。“新国八条”地方细则正在持续不断的出台，限购令已不断延伸至二三线城市，短时间之内，限购令有效地遏制了市场的投机需求，而信贷的紧缩在一定程度上也已经打压了刚性市场需求。目前新一轮调控立竿见影，北京、广州、上海等一线城市 1 月份房地产成交环比大幅下降，房地产投资环境的恶化，将对房地产投资产生较大负面影响，这其中不仅包括了房地产开发投资，也包括了社会资金在进行资产配置时的一直对于房地产资产配置的偏好。

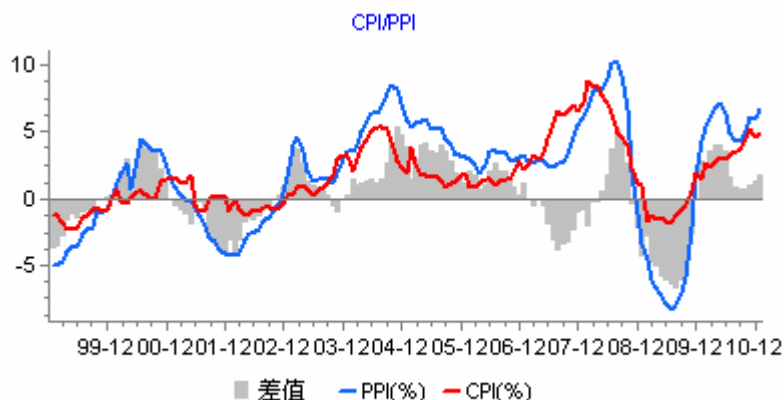
在房地产开发投资随时有较大下降风险的背景下，经济政策又迟迟不能将重心放在调结构、促增长之上，而是要继续不断地收缩信贷、降低货币活性，以抑制通胀。那么，最终的结果必然是经济增速的下滑以及企业盈利能力的下降，那么，最终将影响到上市公司的基本面，但目前 A 股并未反映这个悲观预期。

图 2：PMI 变动情况（%）



数据来源：wind资讯，南京证券研究所

图 3：CPI、PPI 走势图



数据来源：Wind资讯

●国内政策面分析：反通胀仍是首要任务，收入分配制度改革或将提速

目前经济政策的围绕重心仍在于回收流动性，抑制通胀。我们知道，如果通胀在一季度之后逐步回落，而一季度工业增长将可能有所恢复（节能减排工作在2011年将大幅削弱），那么，市场参与者将会与其2季度经济局面将仍然是高增长、通胀平稳这样的局面，投资者对于货币紧缩的预期就将趋于平淡，再加上一批针对新兴产业的产业政策集中出台，则宏观政策面对于市场就将较为有利。

但目前的种种迹象表明，国内CPI远未见顶，且在二季度将达到峰值的概率正在逐渐加大，如果是这种情况的话，那么，在此之前，政策松动的概率就将较低，而尤其是市场乃至决策者预期到通胀问题的反复性之后，对于后续政策的实施上就将可能矫枉过正，即如2007年一般，即使后续推动通胀因素已经呈弱化趋势，但由于CPI仍然居高不下，则政策就持续紧缩，进而后续对实体经济造成了较大的负面影响。

对于逆周期政策的实施，其很难调得恰如其分，过犹不及的可能性仍然较大，而这对未来实体经济以及企业的盈利能力将产生较大影响，而目前市场对于政策调控对于实体经济及企业盈利层面的影响仍然趋于乐观，市场仍未反映出未来对于经济基本面的悲观预期。此外，考虑到3月份仍将有较大的对冲流动性需求，3月份再度提高存款准备金率的可能性较大。

而近期，国际形势面临颇多纷争，这对于国际政治经济形势造成了较为微妙且深远的影响，国际国内资金的避险需求明显增加，原油、黄金价格持续高企。

而我们认为，这波政治纷争不仅对国内经济形势将造成一定的负面影响，对于国内宏观政策的实施可能也将产生较大影响。分析国外的这次政治风波，观之经济原因，高通胀、高失业率无不是关键因素。而由于本届政府始终强调民生及和谐问题，面对国外的经验教训，无疑，国内的民生问题将再度上升到一个影响到国家长治久安的高度，收入分配制度改革等减缓社会矛盾的措施或将加快出台。

而近年来，关于个税起征点的提高争论不断，3月2日国务院已经就提高个税起征点问题展开讨论，目前市场普遍预期将从2000元提高至3000元，力度仍然较大，而这将让工薪阶层明显受益。目前我国个税所占国家税收收入占比一直处在较低位置，原因在于高收入群体避税能力较强，存在征收较难问题，纳税的主体在于工薪阶层一族，而后续个税改革或不仅在工薪所得减除标准的上调上，也将在综合改革上迈出实质性步伐。其总体改革思路应该是向高收入者、灰色和隐形收入者实行有效征税，而向低收入家庭退税。而这才是个税作为一项缩小贫富差距政策实施目的、收入再分配改革的核心所在。

●资金面分析：短期资金面预期良好，但总体仍处中性偏紧

从近期统计数据上看，央行公开市场3月央票和正回购到期量合计达6870亿元，较2月的4150亿元环比大增66%。这意味着如果央行不再大举回收流动性，则公开市场上的资金面总体仍处较为宽松的状态。

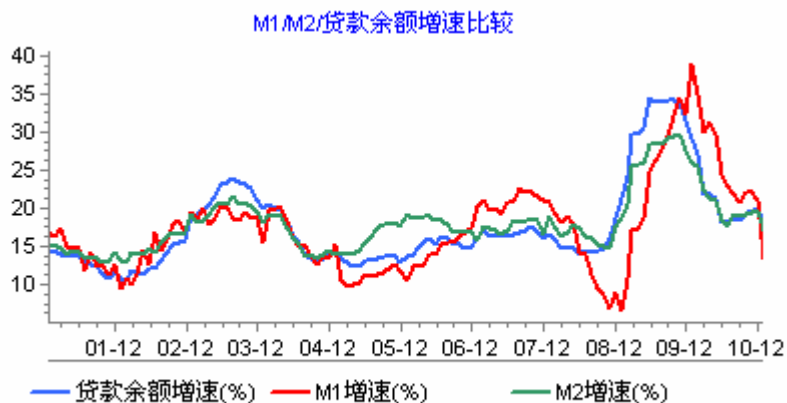
但从股市供给情况上看，近期新股发行仍处在较快发行节奏之上，且尽管新股发行市盈率近期得到了一定程度的遏制，但总体筹集资金仍然处在一个较高位置上。除了新增供给，存量供给增加上看，据统计数据显示，3月份股改限售股的解禁市值为653.55亿元，比2月份增加了322.60亿元，增加幅度为97.48%。首发、增发配售、定向增发等部分的解禁市值为2060.80亿元，比2月份减少56.12亿元。3月份合计限售股解禁市值为2658.23亿元，比2月份增加了266.48亿元，增加幅度为11.14%。3月份解禁市值环比小幅增加，在2011年年内为第三高的水平。

这意味着股市对于资金的需求仍处在一个较高的位置上，而尽管目前市场在地产调控持续严厉的背景下对于楼市资金回流股市具有较为良好的预期，我们也认为，在短期房地产投资环境恶化背景下，其的确也存在这种回流可能，但必须指出的是，由于目前股市赚钱效应依旧不足，且目前收藏品市场持续活跃，资金流回股市的比例以及量能很难得到准确估算。但单从近期两市成交量上看，两市量能并未显著放大，近期沪市平均成交量仍然不足1200亿元，这与去年三季度初基于人民币升值预期下的资金回流股市下日均成交量1800亿元左右不可同日而

语。

而从广义货币上看，1月M2持续回落至17.2%，同比下降33.8%，环比也回落了12.78%，此外，M1也呈现出大幅回落迹象，1月M1仅增长了13.6%，其中M1/M2也呈现出大幅回落特征，表明货币活化度大为下降，市场总体流动性正处于中性偏紧状态。而这对于股市资金面无疑构成较大的压制。

图4：M1、M2情况



数据来源：Wind资讯

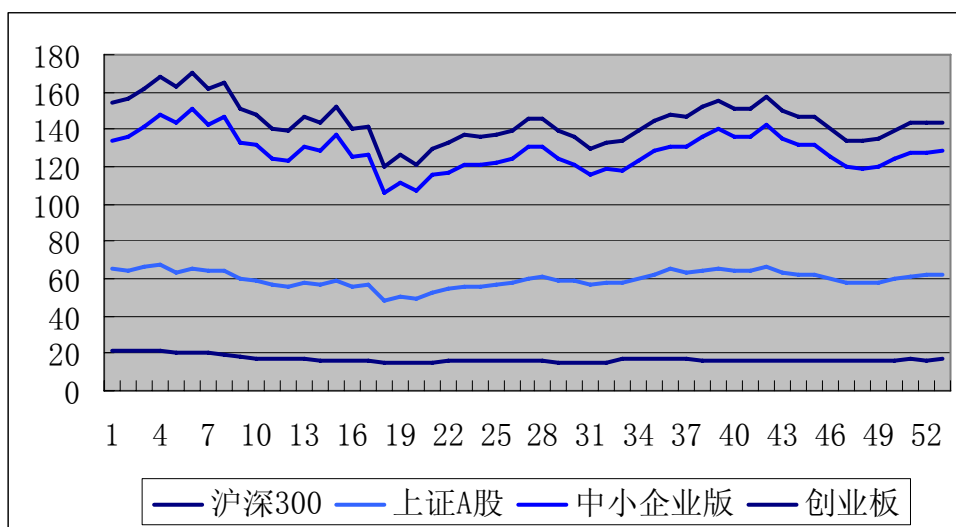
● 3月投资策略：短期预期改善，关注个股机会

综上所述，基于2月CPI将继续走低，政策紧缩力度将稍缓的判断，短期市场仍有进一步反弹的空间，但由于CPI远未见顶，紧缩预期尤其是加息预期仍将有增无减，这将继续抑制股指的反弹空间，3000点之上股指将面临较大压力。而结合目前A股仍然较低的估值情况，股指也并没有太大的下跌空间，因此，预计总体仍将围绕2800至3000点区间展开进一步震荡，市场的机会仍将存在于结构性市场热点之中。

在2月份的结构性市场行情已经演绎得风生水起之后，3月份结构性市场特征仍然有望延续，但个股后续分化程度将可能加剧。建议仍应把握以下两条主线：首先，以两会为契机，抓住政策利好出台而引发的市场交易性机会。如“十二五”规划细则有望出台下的新能源、节能环保等新兴产业机会；受益于收入分配制度改革下的消费类品种的机会，如医药、食品饮料、旅游等。

其次，具有较大涨价预期且有较强成本转嫁能力的个股机会。通胀无疑是目前无法回避的经济现实，在通胀无牛市的认知下，要寻求系统性机会自然难上加难，在成本不断推升企业利润受到较大侵蚀的同时，具备较强成本转嫁能力有较大议价能力的企业就将值得中期关注。

图 5：A 股估值情况



数据来源：wind资讯，南京证券研究所

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预期未来 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预期未来 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预期未来 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 观望：六个月内预计涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。