

★★★

2011/03/01

3 月市场策略研究

◆ 宏观层面

1. 国际：通胀困扰全球经济
2. 国内：政策左右国内市场

◆ 市场因素：

- 1、“紧缩”改变预期
- 2、沪深指数超跌
- 3、市场资金面吃紧
- 4、“两会”行情值得期待

◆ 投资策略：

政策平静期已被打破，资金环境可能变得更为严峻，这就意味着短期支撑市场的力量只剩下估值，股市能否承受住考验尚不确定。但我们应该意识到，随着 A 股市场与外围市场差距的进一步拉大，最终将加大 A 股市场中期补涨的概率。

对 3 月份的市场表现我们谨慎看多：首先，房地产调控的挤出效应以及加息带来的实体产业资金的转移，使股市存在后备资金支持的可能。第二，A 股市场目前估值水平已经偏低，已接近 2008 年 3 季度的水平，其投资安全边际正在显著增强。第三，“两会”即将通过“十二五”规划，对未来经济增长点的预期，又将带来热点涌动。



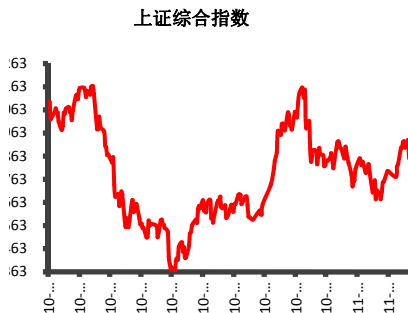
✉：罗晓明 赵 铭

SAC：S1200207090022

☎：0871-3577003

✉：zhaoming@hongtastock.com

股价表现：（12 个月）



相关报告：

◆ 《2011 年 1 月市场策略研究》

◆ 《2011 年 2 月市场策略研究》

一、宏观层面

1、通胀困扰全球经济

随着粮食类农产品、石油和黄金价格的大幅飙升，对通货膨胀压力将持续加重的预期正在不断升温，可以说这是世界经济步入“后危机”时代的必然，人们对通胀加剧的担忧，已成为困扰世界经济复苏的主要因素。

联合国粮农组织最新发布的《粮食展望报告》指出：全球食品价格指数连续 7 个月上涨，今年 1 月全球食品价格指数达 231 点，创历史新高。如果主要粮食作物产量没有大幅增加，国际粮价很可能还将走高。现在的小麦价格几乎是去年 6 月的 2 倍，糖价达到近 30 年的最高点，猪肉价格相比 2010 年初上涨了 25%，油菜籽和奶制品等也都出现上涨。

世界银行公布的《世界粮食价格监测报告》显示，1 月份的全球粮食价格总体指数同比增长了 29%，粮食价格的上涨已经逼近 2008 年 6 月份的创纪录高水准。世界银行发布的《2011 年全球经济展望》报告中也指出，发展中经济体目前面临食品价格攀升的危险，过去几个月主要农产品价格呈两位数上涨，给贫困国家居民造成压力，如果全球食品价格随其他主要大宗商品价格进一步上涨，就难以排除 2008 年粮食危机的情景重演。世界银行行长佐利克声称，全球食品价格已触及“危险水准”，不排除高昂的粮食价格将会成为某些国家或地区政治不稳定的主导因素。

继埃及之后，政局动荡又波及利比亚等国。作为欧佩克成员国，非洲第三大产油国，局势动荡已经影响了利比亚 6% 的原油出口量，每日最高减产量达 10 万桶。据悉，英荷皇家壳牌、意大利 ENI 能源集团等石油公司准备将部分员工撤出利比亚。英国石油公司已暂停在利比亚西部的油气开采准备工作。这些动荡地区是多国的能源进口渠道，持续局势不稳，尤其是利比亚政治危机尚未消除，投资者担心成员国政治危机令能源产量下跌，引起油价快速飙升。

2 月 24 日，由于市场担心世界原油供应未来可能会出现大规模中断，纽约市场原油价格盘中一度超过了 100 美元/桶。这是 2008 年 10 月以来美国原油价格首次达到 100 美元。伦敦布伦特油价更是一举突破每桶 110 美元。中东政局的动荡曾经造成了三次“石油危机”，也给世界经济带来了极大的负面影响。持续三年的第一次石油危机给发达国家经济造成了严重的冲击，所有发达国家经济增长明显放缓，统计数

据显示，其中美国的工业生产下降了 14%，日本工业生产则猛降了 20%以上；第二次危机则成为上世纪 70 年代末发达国家经济全面衰退的主要原因之一；第三次危机也令发达国家，尤其是英国和美国加速陷入衰退，全球经济增速在 1991 年跌破 2%。纵观前三次石油危机，由短期政局动荡所引起的石油价格飙升，各国政府在经济上几乎无能为力，唯有寄希望于从外交上早日解决中东问题。

原油价格大幅上涨将导致全球经济复苏进程偏离轨道的市场担忧情绪正在增长。德意志银行预测，如果原油价格维持在 100 美元上方，那么美国经济的增长速度将在未来两年时间里减少 0.5 个百分点，全球股票市场将继续大幅下跌，原因是投资者担心能源价格的上涨将导致经济增长速度放缓。

全球经济刚开始复苏，通胀隐忧就已提前来临，未来全球通胀趋势持续升温是大概率事件，负利率可能成为全球性现象。率先走出金融危机阴影的新兴经济体，最先感受到了通胀“潮汹涌”，多个新兴经济体已现通胀“高烧不退”。从今年的天灾人祸情况来看，发达国家也躲不掉通胀怪兽，进入升息周期的时间点已越来越接近。显著提升的通胀预期，加大了各经济体政策调控的难度，全球经济复苏或将变得更加步履蹒跚。

印度自去年以来已经 7 次调高利率，但仍难遏制通胀高涨之势，官方预计今年 3 月之前，通胀水平难以回落到政府所制定 7% 的目标；巴西通胀水平达到 5 年来最高，消费者价格指数累计增幅达到 5.25%，大幅越过巴西央行 4.5% 的调控目标；新加坡去年国内生产总值(GDP)创建国 45 年来最快增速，目前面临的主要风险是通胀率可能在未来几个月内上升至难以控制的高位，官方预计在 2011 年前几个月内，消费者物价指数(CPI)可能上涨 5% 至 6%。该国已将 2011 年通胀预期由 2% 至 3% 上调为 3% 至 4%；澳大利亚 2011 财年短期通胀率预期已由此前的 2.5% 上调至 3%，未来一段时间内，澳大利亚国内消费者支出将会减少，消费下降拖累经济下滑约在 1%；俄罗斯遭遇罕见的高温干旱天气，农产品大幅减产，通胀率达到 8.8%，目前正在着手设立规模 50 亿卢布(合 1.71 亿美元)的国家食品干预基金，以遏制土豆等主要食品的价格；瑞典为确保把通胀率稳定在 2% 以下和避免经济过热，将基准利率从 1.25% 上调至 1.5%，这是瑞典央行自去年 7 月以来第五次上调基准利率，

欧元区 1 月份通胀率按年率计算为 2.4%，大幅突破欧洲央行为维持物价稳定设

定的“接近但低于 2 %”的目标值。欧洲央行执行理事会理事洛伦佐·比尼·斯马吉表示，在通胀率超出欧洲央行 2% 目标水平和该行继续将其基准利率维持在 1% 历史低点的形势下，对由此带来的流动性状况是否仍旧合适的问题作出权衡，欧洲央行必须做好准备采取合适行动来保护物价稳定。

日本央行日前发表了 1 月份国内企业物价指数 (2005=100, 速报值) 为 103.9, 同比上升 1.9%, 连续 4 个月上涨, 为 2 年 2 个月最大涨幅。原油和金属等资源价格上涨推高了相关产品涨价。由于原材料等上游产品价格上涨成为挤压企业收益的重要因素。日本央行认为, 随着资源价格高涨所带来的企业物价上升将导致企业经营环境恶化, 其影响值得关注。

英国 1 月份消费者物价指数 CPI 年率上升 4%, 比去年 12 月的 3.7% 猛升了 0.3 个百分点, 创下近 26 个月以来的最快增速, 远超英国央行的控制范围, 已连续数月超过英国央行设定的目标 2%, 并在 1 月份首次达到目标水平 (2.0%) 的两倍。英国财政大臣奥斯本认为, 不断加速的通胀压力是一个“巨大挑战”, 受粮食和能源价格上涨影响, 未来数月内, 英国通胀率可能将高达 4% 至 5% 之间。在同日公布的季度通货膨胀报告中, 英国央行再次上调了 2011 年的通货膨胀预期, 央行行长金恩表示, 如果 CPI 指数升幅继续加快, 英国央行将在必要时出手控制。

美国劳工部公布的最新数据显示, 受能源、药物等价格大幅上涨的影响, 经季节性因素调整后, 1 月份美国核心 CPI 环比上升 0.2%, 为 2009 年 10 月以来最大涨幅, 核心 CPI 的增幅超过了市场普遍预期 0.1% 的水平。1 月份美国生产者物价指数 PPI 环比上升 0.8%, 略低于去年 12 月的环比增幅 0.9%, 但高于市场预期值 0.7%。该数据同比增幅达到 3.6%, 至此, 美国 PPI 已连续七个月实现上涨。核心 PPI 环比上升 0.5%, 明显高于去年 12 月的上升 0.2%, 增幅创 2008 年 10 月以来新高。1 月份美国的核心 CPI 和 PPI 数据均出现了至少 15 个月以来的最快增速, 尽管总体上看, 美国在可预见的未来一段时间仍无通胀之虞, 但我们认为, 最新数据已经表明, 美国通胀缓慢上升的漫长时期已经过去, 换句话说, 通胀可能已经见底, 下一步或将加速上行……。

2、政策左右国内市场

尽管 1 月份国内的居民消费价格指数 CPI 经过调整后涨幅为 4.9%, 工业品出厂

价格 PPI 涨幅为 6.6%均低于预期。但由于春节因素的作用，预计 2 月份居民消费价格指数 CPI 将同比上涨 5.2%，工业品出厂价格 PPI 涨幅扩大至 7.0%。当下的通胀压力和居民对通胀的预期仍高，短期看，天灾人祸导致的农产品价格上行、避险资金助推大宗商品价格走高等，都将继续推动 CPI 的上涨。中长期看，随着经济复苏、经济活跃度的提高，货币流通速度的提高也将带来更大的通胀压力。

大宗商品价格看涨不是由中国决定，而是由国际市场决定。现在世界经济总体来说处于缓慢复苏恢复过程中，必然加大对大宗商品需求，造成大宗商品价格上涨还有一个因素，就是美国搞 QE2，QE2 的政策目标指向是提高价格，制造“美国的通胀”。以美元计价的国际市场上大宗商品价格上涨，必然导致我们国内这些商品价格同时上涨。多数经济学家预测，今年大宗商品价格存在上涨趋势，农产品和能源类的价格上行压力尤为明显。

2011 年，为防止物价涨幅过快，同时兼顾经济平稳增长和促进经济结构调整，国内货币政策已成稳中偏紧态势。从操作层面上看，在金融体系总体流动性依然较为充裕、信贷需求较为旺盛以及资本流入压力较大的背景下，准备金率仍有继续上调空间，预计 2011 年存款准备金率统一上调和差别上调将会同时进行，其合并影响程度至少相当于准备金率统一上调 4 次、每次 0.5 个百分点左右。

央行行长周小川在出席 G20 财长和央行行长会议期间接受采访时表示，抗通胀要运用所有货币政策工具，一个工具的运用并不排斥其它工具。就在周小川发表上述言论之前，央行 2 月 18 日宣布，于 2 月 24 日上调存款准备金率 0.5 个百分点，至此，大商业银行的存款准备金率已上调至 19.5%，中小银行的存款准备金率已上调至 17.5%-19%。这是央行 2011 年度第二次上调存款准备金率，也是去年以来的第八次上调。

央行开年第二次上调存款准备金率，意在收紧春节后有所宽松的流动性，同时也是在央票发行困难情况下的必然选择。随着央行多次加息，央票利率也在不断上行。目前，1 年期央票利率与同期定期存款利率非常接近，央票发行难度很大，而且发行的成本较高。所以，央行不得不更多依赖提高存款准备金率来调控流动性。

我们预计，随着新一轮大规模票据和回购到期，3 月份还会有一到两次存款准备金率的调整。目前央行已经开始运用差别存款准备金率，对个别放贷过快的中小银

行进行贷款控制，“两会”之后，利率有可能再调整一次，用以巩固数量型工具紧缩的效果，进一步改善通胀预期，提高资金成本，从而影响存贷行为。考虑到美国很可能继续实行低利率政策，我国利率连续、大幅上调也会受到中美利差扩大可能导致资本加快流入等因素的制约，预计 2011 年底之前，存贷款基准利率还可能会上调 2-3 次，每次 0.25 个百分点。总体来看，通胀压力和经济过热风险还是主要集中在上半年，所以紧缩也会在上半年更密集一些。我们预计年底前还总共会有三次加息，而存款准备金率可能会达到 22-23 左右。

我们认为，全球性流动性宽松至少持续到今年三季度，欧美经济走出低谷的时间将延后，经济刺激计划上半年还会继续，热钱的流动难以阻挡，上游商品的价格会较长期处于高位，这将带来持续的物价上涨动力，在全球经济一体化的大格局下，控制通胀的任务十分艰巨。或许只有等到美元进入升值通道，资金大规模流向美国的时候，全球性的通胀问题才能逐步解决。

二、市场因素

1、“紧缩”改变预期

尽管当前我国宏观经济依然稳定向好，但去年以来我国经济增长回归常规和通胀压力重新显现，引发了宏观政策面的较大调整，尤其是货币政策逐渐转向紧缩，彻底改变了趋势投资者的市场预期，进一步加剧了 A 股走势与宏观经济面的背离程度。A 股市场的“冷”与宏观数据显示的经济“热”之间显得如此不协调。当前的 A 股市场根本就没有反映我国宏观经济面变化，而是较充分地反映了宏观政策面的预期变化与调整结果。值得注意的还有，随着国际原油等大宗商品的疯涨，国内货币紧缩政策的不断推出，中国经济减速已成必然。

2、沪深指数超跌

2 月份，道指和恒指再次挑战 13000 点和 23000 点关口，分别相当于 2007 年沪指 4500 点和 5000 点的水准，而 A 股沪指还在 2900 点下方徘徊，2 月末，两市 A 股总市值 27.5 万亿元，整体估值仅 16.5 倍市盈率，与由尖子公司组成的道指和恒指估值接轨，但我国作为经济年增速在 8% 以上的新兴经济体，A 股整体估值已较美股和港股整体估值低廉。

再以上市公司净利润总额估值来衡量，2007 年沪指创出 6124 高点时，A 股上市公司的净利润总额还不到 1 万亿元，而 2010 年 A 股上市公司净利润总额已经达到 1.6 万亿元的历史新高。我们认为，沪深指数已严重超跌……。

3、市场资金面吃紧

当前市场的资金面开始吃紧，国内银根不断紧缩，而扩容压力仍在不断加大，国际热钱在美元反弹乏力、中东局势动荡加剧的压力下，开始从亚洲等新兴市场向美国等发达经济体回流、或流向黄金、白银、原油、农产品等大宗商品市场避险，“热钱”并没有如期进入 A 股市场。

在货币政策紧缩不断加码的猛烈冲击下，各路游资也不敢贸然入市。“新国八条”出台后，虽然楼价没有调整下来，但随着各地“限购令”的不断推出，多数城市二手房成交量开始巨幅萎缩，不少投机资金已被“封冻”在楼市里，可以预期，未来楼市出现下跌是大概率事件。被房地产调控政策从楼市挤压出来的资金下，也没有大举进入股市。

我们仍然坚信，在负利率环境下，“热钱”进入股市才是最合适的选择，只有股市才能容纳庞大的“热钱”。从当前的政策环境看，“热钱”只有进入股市这个“池子”，才能在今后一段时间使国家、企业、投资者三方都满意。目前，“热钱”只是在寻找一个进入的契机。

人社部、银监会、证监会、保监会联合公布了新修订的《企业年金基金管理办法》，5 月 1 日正式实施。投资股市比例放宽至 30%（此前的比例为 20%）。统计显示，此次企业年金投资股市比例提高至 30%，有望给市场带来千亿资金。我们认为，这些资金很难在短期入场，该信息以前也酝酿了较长时间，更多的是心理层面会给市场带来一定的信心支持。

4、“两会”行情值得期待

从统计结果来看，1995 年-2010 年共 16 届“两会”期间，大盘上涨了 11 次，下跌了 5 次，上涨概率为 68.75%。就热点表现看，“两会”关注的热点行业更容易获取短期超额收益。但值得注意的是，在“两会”召开之前涨幅偏大的个股与行业，在“两会”之后会出现比较明显的短期调整。我们认为，“两会”是一个短期的事件性影响因素，

并不会改变 A 股市场自身的运行规律。不过今年的“两会”将敲定未来五年的发展蓝图，为市场投资者提供了更大的想像空间，这或许也是前期市场出现反弹的动因之一。

三、投资策略

政策平静期已被打破、资金环境可能变得更为严峻，这就意味着短期支撑市场的力量只剩下估值，股市能否承受住考验尚不确定。目前可以确定的是，估值难以成为驱动市场上涨的动力。但我们应该意识到，随着 A 股市场与外围市场差距的进一步拉大，最终将加大 A 股市场中中期补涨的概率。

人民币对美元汇率中间价已突破 6.6 关口，再度创下汇改以来新高，各大机构对人民币的汇率走势作出了继续升值的集体趋势性判断，在本币升值以及 A 股市场相对被低估的双重因素吸引下，热钱总体净流入的意愿将进一步增强，这有利于 A 股市场的中期趋势。

我们依然认为，接下来市场上涨的触发因素来自两方面：一是因为套利资金会在不同资产间流动，如果股票的估值被严重低估，就会导致实业投资的回报低于二级市场股权投资的预期回报，那么产业资本就可能会大量购入，从而推动股指上涨，这样的情况正在发生，但影响相对缓慢。二是资本市场资金入市的预期正在发生改变，如果通胀数据低于预期，就会导致政策调控的力度低于预期，在估值水平较低的状态下，资金就会进入，市场还会继续修复性上涨。

3 月份，中央政府回收流动性、控制通胀的力度正在加大，A 股市场近期还将面临较为沉重的压力，但大盘整体下跌空间不会太大，即便大盘继续宽幅震荡，极端情况下，也很难回调到 2800 点下方。走势上看，大盘在春节节后走出稳健的上升行情，在 2950 这样的重要阻力位，遭遇回调也属于正常的技术性调整，预计大盘短期将展开横盘震荡走势，3 月末以前市场总体偏强。

综上所述，对 3 月份的市场表现我们继续谨慎看多：首先，房地产调控的挤出效应以及加息带来的实体产业资金的转移，使 A 股市场存在后备资金支持的可能。第二，沪深两市目前估值水平已经偏低，接近 2008 年 3 季度的水平，其投资安全边际正在显著增强。第三，“两会”即将通过“十二五”规划，对未来经济增长点的预期，又将带来市场热点涌动。

新兴产业中，最为看好新能源和高端装备制造行业，包括发电设备、机械类个股。继续重点推荐特高压及智能电网：中国西电、国电南自；核电及重型装备：中国一重、二重重装；高铁板块：中国北车、中国南车。水利板块中的三峡水利、钱江水利、重庆水务、安徽水利、葛洲坝可继续关注。另外，二线蓝筹中的煤炭、有色、水泥等个股，待大盘回稳后，依然还会有新的表现机会。

2011-03-01

红塔证券投资评级:

以报告日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准:

类 别	级 别	定 义
股票投资评级	买 入	相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上
	持 有	相对沪深 300 指数涨幅在 5%--15%之间
	减 持	相对沪深 300 指数涨幅在-5%--5%之间
	回 避	相对沪深 300 指数涨幅在-5%以下
行业投资评级	增 持	行业相对表现优于市场
	中 性	行业相对表现与市场持平
	减 持	行业相对表现弱于市场

免责声明: 本报告版权仅为红塔证券股份有限公司所有，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、刊发，需注明出处为"红塔证券股份有限公司研究发展中心"，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为红塔证券股份有限公司的商标、服务标记及标记。

本报告的信息均来源于公开资料，但红塔证券股份有限公司不能担保其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与红塔证券股份有限公司和作者无关。

红塔证券股份有限公司在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，或为其提供相关的金融服务。红塔证券股份有限公司于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

本报告旨在派发给红塔证券股份有限公司的投资管理部门及市场部门。如接收人非红塔证券股份有限公司的投资管理部门及市场部门，应在基于此报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合私人个别情况。

红塔证券股份有限公司 2011 版权所有