

张忆东 李彦霖
吴峰

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

证券研究报告

敦刻尔克大撤退 ——A股市场投资策略报告

2011年3月18日

相关报告

20110227《“维稳”春风驱寒意》

20110128《参与或者不参与，春季攻势就在那里》

20110123《阶段底部有望形成》

20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”——A股市场1月投资策略报告》

20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时，星星之火何处寻》

20101031《休整只为再启程，转型是主线——11月策略》

20101019《震荡后，均衡配置：周期股分化 转型经济淘金》

20101011《新牛市在4季度的演绎一波三折》

20101007《价值复苏，新兴休整》

20100907《转型经济新牛市》

20100824《小复苏行情，掘金中国优势》

20100721《决胜三季度——走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓，继续看好三季度！》

20100702《平淡中惊喜，决胜三季度》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300绝地大反弹》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100128《反弹！！凭什么？靠什么？》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★展望（1）：短期，看多逻辑被削弱，春季攻势进入“撤退”阶段。

我们一直提示：继续上调准备金率是春季攻势的风险点，如此，则政策观望期甚至改善期的条件将不再成立，而民间利率和官方利率将进一步偏离，存量财富再配置的方向逆转，市场向上动能不足，调整风险增加。

——上调存款准备金率的累积效应，对流动性的收缩更猛烈。存款准备金率已是历史新高，进一步上调，不只是对冲到期央票，对货币乘数的影响也非常大。2010年12月底货币乘数已降至3.92，是2001年以来的次低点。2月M1、M2季调环比趋势折年已分别回落至5.6%、5.2%，历史较低水平。

——准备金进一步上调，将导致存量财富再配置的方向逆转。1月下旬已反映了，过度依赖行政化、数量型调控，导致利率双轨化，“民间利率”畸高，滋生资金的寻租、“囤钱”和各种形式的“高利贷”行为，最终压制股市。

——此次准备金上调时点，不利于股市反弹的时间窗口延长。1）临近季度末，银行本身面临存贷比考核的压力，从3月25日起上调存款准备金率是雪上加霜；2）后续，实体经济进入开工旺季，叠加紧缩政策的累积效应，货币剩余将下降；3）日本地震导致政策观望期延长的预期，已不成立。

★展望（2）：中期，政策预期和经济预期仍紊乱，避险等待货币政策改善

——中期看，经济面临滞胀的风险，最终以“着陆”来解决。1）中东北非危机、日本灾后重建，引发国际粮价、油价的上涨压力；国内3、4月份季节性投资高潮，劳动力成本上涨呈刚性，年中通胀基期翘尾较高；2）紧缩政策的累积效应，特别是房地产持续调控和信贷偏紧，将引发经济增速回落。——投资者预期的波动幅度注定远高于经济波动。此轮调控“压通胀、促转型”，经济“着陆”后，货币政策改善、大力推进转型，其实并非坏事。但投资者对于“04或08年重现”的担忧，中短期难以证伪，引发市场震荡。

★投资策略：战略退却，仓位转向保守，守株待兔

——撤退的时刻到来：保留实力，以待光复。短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可以利用此时机，从容撤退，降低仓位，转向积极防御，耐心选股，等待下一个进攻时机。

——配置：1）离地平线越近，跌的空间越少，如银行、地产、交通运输等股价和估值都在底部的行业；2）精选确定性成长行业的白马，如优势制造业、医药、通信、食品饮料等；3）轻仓参与政策确定性的主题，保障房、区域建设、军工、资产证券化、大农业等。

目 录

引言：战略退却的全部作用在于保存力量、以待反攻.....	3 -
短期，看多逻辑被削弱，春季攻势进入“撤退”阶段.....	3 -
超预期上调准备金率是春季攻势的风险点.....	3 -
上调存款准备金率的累积效应，对流动性的收缩更猛烈.....	4 -
上调存款准备金率的累积效应，将导致存量财富再配置进程受阻.....	5 -
此次准备金上调时点，不利于股市反弹的时间窗口延长.....	5 -
中期，政策预期和经济预期仍紊乱，避险等待货币政策改善.....	6 -
中期看，经济面临类“滞胀”的风险，最终可能以“着陆”来解决.....	6 -
投资者预期的波动幅度注定远高于经济波动.....	7 -
投资策略：战略退却，仓位转向保守，守株待兔.....	7 -
撤退的时刻到来——保留实力，以待光复.....	7 -
配置——白马防御+轻仓参与主题.....	8 -
图 1：货币乘数持续回落.....	4 -
图 2：资金成本上升幅度高于基准利率上调幅度.....	5 -
图 3：工业增加值、发电量季调环比及环比趋势.....	6 -
图 4：固定资产投资、房地产开发投资季调环比及环比趋势.....	6 -
图 5：商品房新开工及销售面积.....	7 -
图 6：年中 CPI 翘尾因素高.....	7 -
图 7：PE 的 K 线图.....	8 -
图 8：PE 的 K 线图 2.....	8 -
图 9：PB 的 K 线图.....	9 -
图 10：PB 的 K 线图 2.....	9 -
表 1：兴业策略去年底以来持续推荐 2、3 月份春季攻势.....	3 -
表 2：上证指数敏感性分析表.....	8 -

引言：战略退却的全部作用在于保存力量、以待反攻

战略退却的军事经典很多，近代史上有长征、敦刻尔克大撤退、延安保卫战等。

二战中，1940年5月，英法联军防线在德国机械化部队快速攻势下崩溃之后，在敦刻尔克进行当时历史上最大规模的军事撤退行动。这次大规模的撤退行动成功的挽救大量的人。许多军事评论家认为，“德国的失败和欧洲的光复均始于此”，并称这次战略退却为“战争史上的一大奇迹”。——敦刻尔克大撤退

战略退却，是劣势军队处在优势军队进攻面前，不能迅速击破其进攻，为了保持军力，待机破敌，而采取的一个有计划战略步骤。……战略退却的全部作用，在于转入反攻，战略退却仅是战略防御的第一阶段。——毛泽东《战略防御》

短期，看多逻辑被削弱，春季攻势进入“撤退”阶段

超预期上调准备金率是春季攻势的风险点

去年12月初发布2011年度策略《积极防御》报告，判断，全年震荡市，春季有攻势。2011年A股市场面临着通胀复杂性、政策复杂性、海外复杂性的环境，需要积极防御，立足长期、耐心布局未来；但是，2、3月份具备反弹黄金时间差。

去年年底以来，我们持续看多2、3月份的春季攻势、“兔头行情”，主要逻辑就是——货币政策边际改善，存量财富再配置，具体而言就是，经过去年四季度以来的宏观调控，到今年2、3月份，经济环比有望回落、通胀环比平稳，再考虑到海外局势复杂，所以，宏观调控将进入观望期，流动性也将边际改善，而房地产限购，那么，股市将成为存量财富再配置的主要渠道。

根据此逻辑，我们在1月27日房地产调控的“国八条”公布后，明确提出“今天就是底部”。2月19日中东乱局以来，我们进一步提出，政策环境进入维稳期，宏观调控有望改善。3月15日针对日本核污染风险，我们发布《春季攻势有望延续》，认为，宏观调控政策观察期有望延续。

但是，我们也反复指出行情的风险点，即如果上调准备金率超预期，就撤。因为，真如此，那么，政策观望期甚至改善期的条件将不再成立，则民间利率和官方利率进一步偏离，存量财富再配置的方向逆转，市场向上动能不足，甚至具有风险。

表1：兴业策略去年底以来持续推荐2、3月份春季攻势

- 12月初发布2011年度策略《积极防御》报告中，全年震荡市，春季有攻势。

2011 年 A 股市场面临着通胀复杂性、政策复杂性、海外复杂性的环境，需要积极防御，立足长期、耐心布局未来。但是，2、3 月份具备反弹黄金时间差。

- 1 月 23 日《阶段底部有望形成》——看多春季行情，市场对政策“反应过度”，随着预期的逐步改善，阶段底部有望形成。
- 1 月 27 日——房地产国八条出台后，我们强烈提醒，“当前就是底部”，“近期的紧缩信贷、房地产新政，反而使得春节后 A 股流动性改善、通胀阶段性回落的概率大大增强，春季反弹行情可为”。
- 3 月《“维稳”春风引领春季攻势》理解下阶段市场的关键是政治经济学，博弈准备金率上调频率的预期差；风险点是上调存款准备金率超预期。

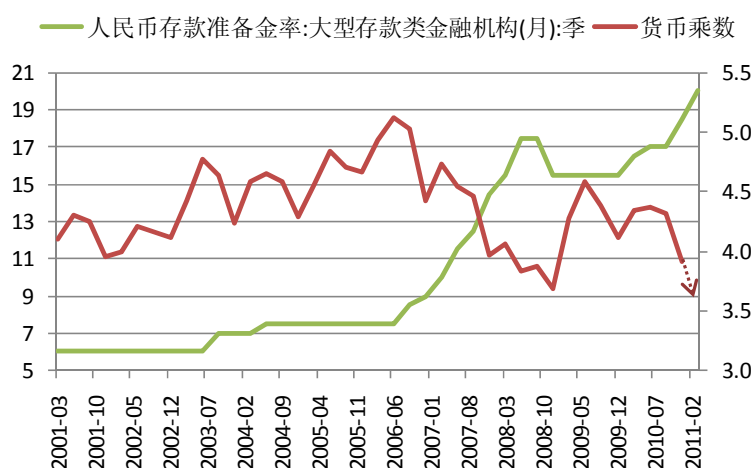
资料来源：兴业证券研究所

上调存款准备金率的累积效应，对流动性的收缩更猛烈

当前存款准备金率已是历史新高，进一步上调，不只是对冲到期央票，对货币乘数的影响也非常大。

- 虽然此次存款准备金率上调回笼资金约 3600 亿元，小于 3、4 月高达 6870、7260 亿元的公开市场到期量，但是不可忽视存款准备金率高位上调，进一步削弱银行的存款派生能力、滋生产业资本“囤钱”，对货币乘数带来的持续负面影响。
- 10 年 12 月底货币乘数已经降至 3.92，是 2001 年以来的次低点，仅略高于 08 年 6 月至 08 年 12 月的水平。
- 2 月 M1、M2 季调环比趋势折年已经分别回落至 5.6%、5.2%，处于历史较低水平。

图 1：货币乘数持续回落



资料来源：WIND，兴业证券研究所

提准猛于加息。年初以来，我们一直说，“加息是兔年行情的胡萝卜”，潜台词是，当前，高位继续猛调准备金，对流动性、对经济的紧缩力度，被加息等市场化措施更猛烈，因为，在中国，行政化、数量化的手段，传导的有效性更强。本轮调控总体资金成本的上升幅度显著大于基准利率的提高幅度，自 10 年以来 1 年期贷

款利率仅上调 75 个基点，但贷款加权利率上升了 94 个基点，票据直贴利率上升了 338 个基点。

图 2：资金成本上升幅度高于基准利率上调幅度



资料来源：WIND，兴业证券研究所

上调存款准备金的累积效应，将导致存量财富再配置进程受阻

准备金进一步上调，将导致“民间利率”和官方利率进一步偏离，存量财富再配置的方向将逆转。

- 今年 1 月下旬的情况已经反映了，持续倚重存款准备金率调整的单条腿调控，滋生资金的寻租、“囤钱”和各种形式的“高利贷”行为，导致利率双轨制，民间利率畸高，而最终压制股市。
- 特别是当前即将进入投资开工旺季，“贷款难”令产业资本“囤钱”动力更强，进而减持上市公司股票，从而使得存量财富再配置的方向扭转。
- 如果准备金率进一步上调，冲击最大的将是民营经济和中小企业，他们也多是中小板、创业板等次新股的“大小非”股东，因此，减持的概率较大。08 年上半年以及今年 1 月底，我们草根调研都发现，“小非”股东为了保证主业的现金流，而减持股票。

此次准备金上调时点，不利于股市反弹的时间窗口延长。

- 临近季度末，银行本身面临存贷比考核的压力，从 3 月 25 日起上调存款准备金率是雪上加霜；
- 二季度，实体经济进入开工期，叠加紧缩政策的累积效应，货币剩余（M2-GDP-CPI）将下降；
- 我们原本预期，日本地震、核污染将导致政策观望期延长。但是，此次上调

准备金，反映出政策导向依然以“消除通胀的货币条件”为主导，海外的短期因素并未特别考虑，这也成为政策观望期结束的信号。

中期，政策预期和经济预期仍紊乱，避险等待货币政策改善

中期看，经济面临类“滞胀”的风险，最终可能以“着陆”来解决

今年年中，中国经济面临类“滞胀”的风险，我们认为，最终，以经济降速解决“滞胀”问题的概率较大，不论是“硬着陆”还是“软着陆”。

从“胀”的压力看，中东北非危机、日本灾后重建，引发国际粮价、油价的上涨压力；国内劳动力成本上涨的刚性，年中通胀基期翘尾较高。

——联合国安理会日通过决议，决定在利比亚设立禁飞区；巴林危机升级，沙特和阿联酋出兵巴林；中东乱局短期难以好转，令油价高位波动。

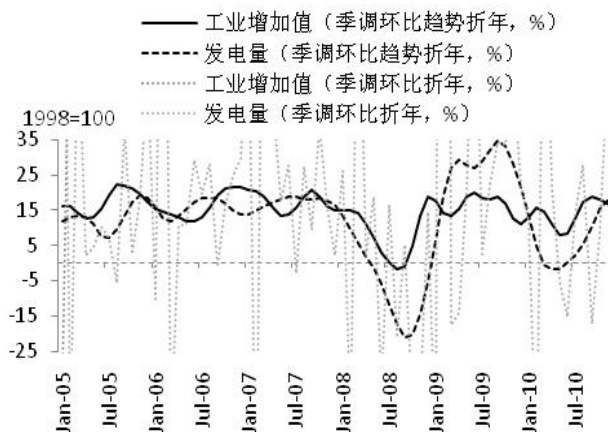
——日本能源供应结构变化或在灾后重建开始后推升油价。日本核能发电站其国内能源消费需求约 10%，85%的能源需求依赖进口。短期日本生产活动受冲击抑制油价，但是，核危机若使得日本能源供应结构发生变化，核电比重下降，灾后重建开始将进一步推升油价。

——年中通胀基期翘尾较高，6、7 月份 CPI 翘尾因素再次上升到 3.55、3.24 的高位。

从“滞”的压力看，考虑到，压物价、压房价已经上升到社会和谐的政治高度和道德高度，后续，面对 3、4 月份季节性投资小高潮，上调准备金、加息等紧缩政策有望继续加码。一旦紧缩政策的累积效应充分释放，特别是房地产持续行政化调控和信贷偏紧，将导致地方政府财力受限，对保障房、水利等民生工程的投资能力和意愿下降，从而引发经济“滞”的风险。

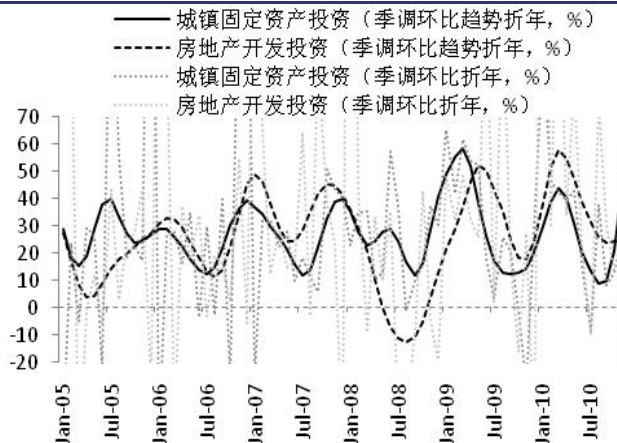
——2 月商品房开工面积季调环比趋势自去年 4 季度以来已经持续下滑，商品房销售面积季调环比趋势转负。

图 3：工业增加值、发电量季调环比及环比趋势

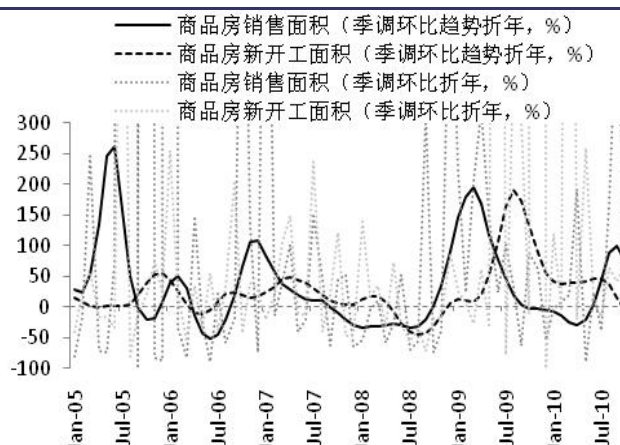


资料来源：兴业证券研究所宏观研究员

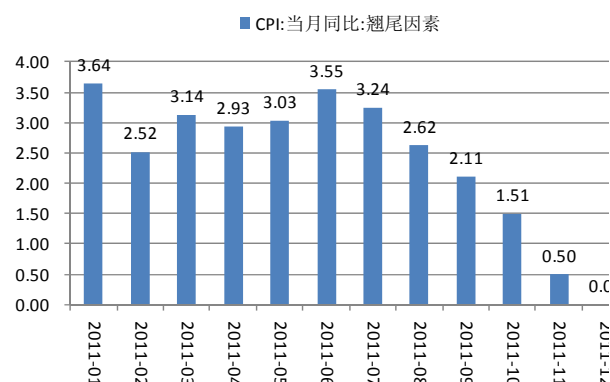
图 4：固定资产投资、房地产开发投资季调环比及环比趋势



资料来源：兴业证券研究所宏观研究员

图 5：商品房新开工及销售面积


资料来源：兴业证券研究所宏观研究员

图 6：年中 CPI 翘尾因素高


资料来源：WIND，兴业证券研究所

投资者预期的波动幅度注定远高于经济波动

中国此轮宏观经济调控立足于“压通胀、促转型”，后续，一旦通胀回落而经济“软着陆”，则政策环境改善将是大概率事件，包括，房地产调控的优化（上帝的归上帝，凯撒的归凯撒；政府全力做好保障房，将商品房交由市场经济调节），毫无疑问，将大力推进经济转型，推进包括高端制造业在内的新兴产业、现代服务业等。总之，2011 年中国经济发展轨迹有波折，这是经济转型的阵痛，并非坏事。

但从历史上看，投资者预期的波动，往往领先于经济的实际波动，且幅度远高于经济实际的波动幅度。后续经济调控继续加力，投资者对于“04 或 08 年调控引发熊市重现”的担忧将加剧，而且中短期难以证伪，从而引发市场震荡。

因此，趋势投资者可以等待经济增速回落、货币政策改善之时。而价值投资者可以保持仓位，等待产业资本受困于现金流而减持成长股股票之时，在更合理甚至是低估的价位买到未来的大牛股。

投资策略：战略退却，仓位转向保守，守株待兔

撤退的时刻到来——保留实力，以待光复

短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可以利用此时机，从容撤退，降低仓位，转向积极防御，耐心选股，等待下一个进攻时机。

当前形势并非 08 年那样的熊市，结构性机会仍有可为。但是，与其逆势而为，不如退而结网。恰如二战中“敦刻尔克大撤退”，“战略退却……是为了保持军力，

待机破敌，而采取的一个有计划战略步骤”。

表 2: 上证指数敏感性分析表

对应上证指数		2011 年净利润增长率					
		0%	10%	15%	18%	20%	25%
市盈率	13	2161.78	2377.95	2486.04	2550.90	2594.13	2702.22
	14	2328.07	2560.87	2677.28	2747.12	2793.68	2910.08
	15	2494.36	2743.79	2868.51	2943.34	2993.23	3117.95
	16	2660.65	2926.71	3059.75	3139.56	3192.78	3325.81
	17	2826.94	3109.63	3250.98	3335.79	3392.33	3533.67
	18	2993.23	3292.55	3442.21	3532.01	3591.88	3741.54

资料来源：兴业证券研究所

配置——白马防御+轻仓参与主题

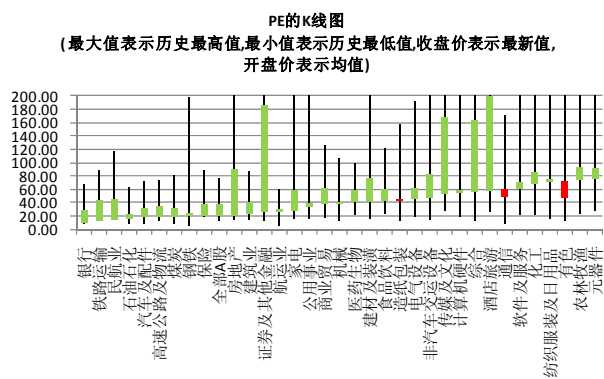
- 首先，离地平线越近，跌的空间越少。低估值、确定性、机构投资者低仓位的板块，至少有相对收益，如银行、地产、交通运输等股价和估值都在底部的行业。
- 第二，精选估值合理、成长性确定行业的白马，如优势制造业、通信、食品饮料、医药等；
- 第三，轻仓参与政策确定性的主题，保障房、区域建设、军工、资产证券化、大农业等。

——从保民生、和谐社会、对冲经济下滑的角度，看好保障房建设主题、区域建设主题，特别关注陕甘宁边区以及新疆、西藏、内蒙古等少数民族地区等。

——从国家安全战略、能源战略、资产证券化等角度关注军工。

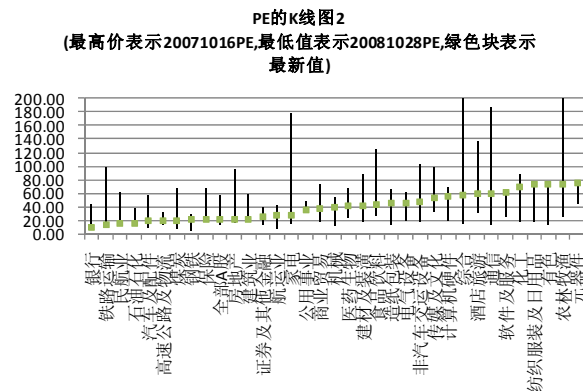
——压通胀，从政策扶持、增强农业生产的角度，看好大农业相关。

图 7: PE 的 K 线图



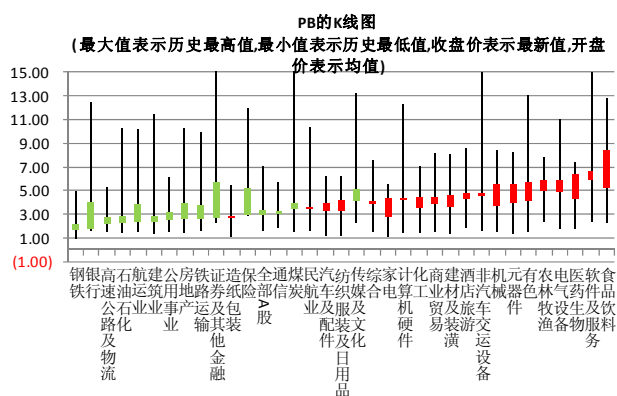
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 8: PE 的 K 线图 2



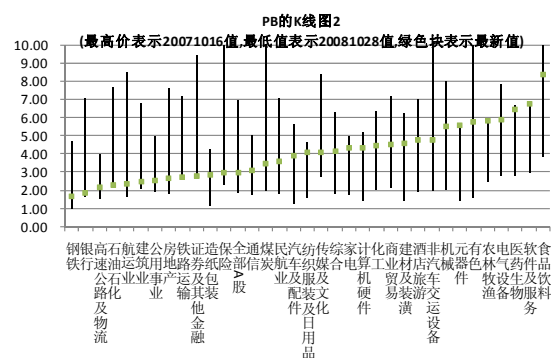
资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 9: PB 的 K 线图



资料来源: 天软, 兴业证券研发中心

图 10: PB 的 K 线图 2



资料来源: 天软, 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。