

2011年3月16日

策略专题报告

徐海洋 首席策略分析师

021-61735961

xuhy@rxzq.com.cn

执业证号: S0070510120002

陈一博 策略分析师

010-88086830-715

chenyb@rxzq.com.cn

执业证号: S0070110090008

反弹行情或进入收官阶段

观点提要

未来市场能否延续春节后的反弹行情,需要经历三道关口的考验。第一,3月下旬市场将再度面临由于季末银行考核时点引发的资金价格抬升、短期流动性偏紧所产生的“季末效应”冲击。第二,4月中上旬市场的关注点将再度回到对通胀的担忧上。我们预测3月份CPI同比增速将升至5.7%的高位,而对通胀再度攀升的忧虑将会成为制约市场的关键因素。第三,在4月份中下旬市场或将面临一个政策窗口期。按照惯例,4月中旬经济数据出炉后,管理层将全面评估经济形势并着手部署二季度经济工作,“政策面是否放松或微调”的争论将尘埃落定,市场的多空分歧将重归一致。届时将有脱离窄幅震荡格局的可能。

我们的观点是,鉴于目前物价上涨的压力仍然较大,政策调控就此“放松”的可能性不大,未来市场的中期趋势难以乐观。“通胀担忧减轻”、“政策紧缩过半程”等支撑春节后反弹行情的逻辑或将被动摇,反弹行情已进入收官阶段。

我们继续维持年度策略报告中的观点。由于货币周期总体处于下行过程中,2011年缺乏系统性的上涨机会,市场超越2009年和2010年高点的可能性较小。中证流通指数核心波动区间(3300,4200)点,对应上证综指核心波动区间大约为(2600,3500)点。目前处于上半年的相对高位,如继续上行则建议逐步减仓。

近期策略报告:

《通胀还将超预期 反弹行情近尾声》策略周报 03.14

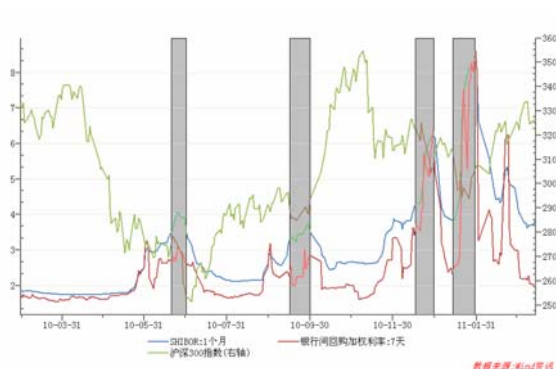
一、警惕“季末效应”的冲击

3月下旬需警惕“季末效应”的冲击。自从2010年二季度银行监管指标趋严后，季度末、半年末、年末资金价格都有明显的阶段性抬升。相应地，市场在2010年6月下旬、9月下旬、12月下旬都有不同程度的回调，形成特有的“季末效应”。“季末效应”是银行体系内短期流动性紧张对股市的冲击。尽管这一现象背后的复杂作用机制难于揭示，但拆借利率大幅飙升的阶段往往对应着股市的阶段性回落。

目前，再度临近一季度末银行考核时点，银行间市场的资金价格抬升恐再所难免。此外，处于对冲操作的需要，3月份应该上调一次存款准备金率。调存的时间点或由于上半月的维稳需要而推迟至下半月。调存对流动性的冲击可能与季度末考核时点的冲击相叠加，进而对银行间拆借利率产生较大的影响。这一逻辑类似于今年春节前调存与提取备付金叠加后，拆借利率出现的大幅飙升。

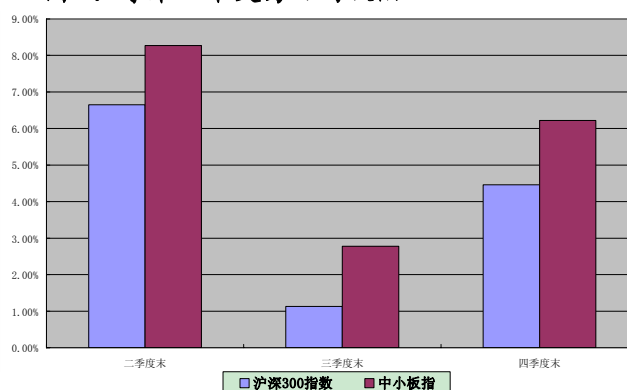
回顾2010年二季度以来的历次“季末效应”冲击。尽管这种冲击不改变市场的中期运行趋势，但在拆借利率抬升的阶段，市场都有明显的回调。可以判断，3月下旬市场将受制于“季末效应”，维持偏弱的运行格局。

图1：“季末效应”的冲击



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图2：季末7个交易日的跌幅



数据来源：WIND 资讯、日信证券

二、通胀前景并不乐观

“季末效应”的冲击只是短期因素。更长期在于通胀的前景并不乐观。4月中上旬市场的关注点可能会再度回到通胀上，毕竟3月份通胀数据再创新高是市场共识，而所令人担忧的是创出新高的CPI可能并非仅仅是翘尾因素，而是反季节的环比上涨。在CPI同比涨幅创出新高的前提下，市场恐难有良好表现。

春节后反弹行情能够得以延续的关键逻辑之一是“通胀可控”，我们也认同“通胀可控”

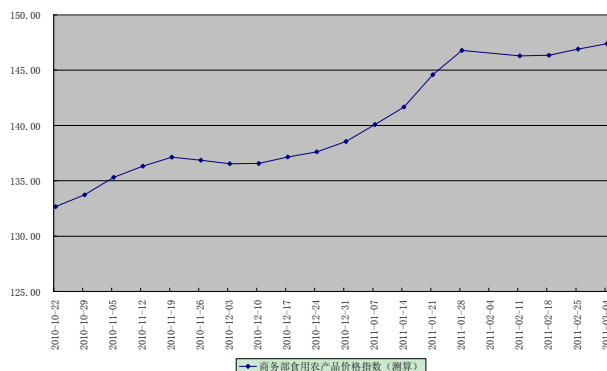
的观点，但逻辑前提是政策面继续有力的调控（这意味着流动性的切实收紧）。而在 CPI 同比涨幅上冲至 5.5%-6.0% 这一高位区间后，支撑反弹行情的逻辑恐被动摇，而担忧通胀的情绪或将再度升温。

春节后农产品价格并未出现应有的季节性回落

农产品价格并未在春节过后的一个月出现应有的季节性回落，“通胀压力放缓”的结论暂时还不能下。目前，商务部使用农产品价格指数与农业部的农产品批发价格总指数出现了一定的背离。鉴于商务部数据与 CPI 食品价格之间存在的相关关系远优于农业部数据，我们更相信商务部周频数据对 CPI 食品价格同比涨幅的预测能力。2010 年 10 月第三周之后的商务部农产品价格指数只能用回归模型测算，我们测算的结果如图 3 所示。可以看出，春节后该价格指数仍然维持高位运行，并没有出现应有的季节性回落。这与微观层面草根调研的结论在方向上是一致的。

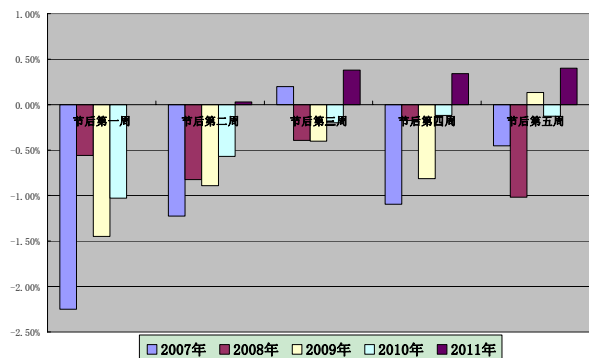
图 4 显示了 2007 年-2011 年商务部食用农产品价格春节后第 1-5 周的环比涨跌幅。可以看出，春节后各周农产品价格会出现 0.5%-1.0% 左右的环比下跌，这属于正常的季节性现象。而仅有 2011 年春节后各周农产品价格还小幅环比上涨，我们担心这种情况在 3 月份仍得以延续。**我们保守预测，3 月份 CPI 同比增幅将达到 5.7%。**而市场对通胀的担忧情绪或将在 4 月份中上旬集中体现。

图 2：商务部食用农产品价格指数（测算）



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 3：春节后农产品价格并未季节性回落



数据来源：WIND 资讯、日信证券

三、政策面的认知分歧将逐步重归一致

在春节后连续四周的反弹行情中，市场都仅在每周一上冲，而周二至周五维持震荡。做多心态较为纠结和谨慎，具有典型的政策博弈市特征。我们认为，主要原因是市场对于政策面是否“微调”或“放松”存在认知分歧，政策面尚未完全明朗。2 月 21 日政治局会议公报

指出“防止经济出现大的波动”，该公报被解读为政策基调微调的信号。但随后温家宝总理在政府工作报告中指出“控制物价是今年的首要任务”，并把“控制流动性和物价上涨的货币因素”作为五大措施之首。“政策紧缩是否过了最紧的时间段”目前还不明朗。

4月份中下旬将是一个重要的时间窗口。1-2月份的宏观经济数据在判断经济增长方面缺乏解释力，而4月15日发布的3月份数据和一季度加总数据将成为管理层判断经济形势的重要依据。根据惯例，4月份中下旬管理层将部署二季度经济工作，届时政策面将趋向明朗化。关于政策面是否会“放松”的争论将尘埃落定，市场的多空分歧将重归一致，届时将有脱离窄幅震荡格局的可能。

此外，政策“微调”或“放松”的标志应该是在“该动手时不动手”。3月前半个月由于“两会”维稳需要，对冲操作相对温和。而3月份对冲到期资金和增量外汇占款的时间将集中在后半个月中进行。未来一个月内应该上调一次存款准备金率，并保持公开市场操作的净回笼，使冲销比保持在0.8以上。并且3、4月份应该有一次上调利率，并保持信贷投放节奏的相对克制。所有这些关于政策面是否“放松”的信号也是能用“该动手时不动手”这个标准在未来一个月内看清的。

我们的观点是，在通胀得到有效控制前，政策面仍然以控制物价为首要任务，并且把“控制物价上涨的货币因素”作为指导货币政策操作的方针。我们对于政策面会“微调”或“放松”持谨慎的态度。不确定的因素在于日本地震后，管理层或许会出于担忧出口下降而暂缓货币紧缩的节奏。

回顾：2010年三大拐点背后的政策窗口

2010年4月19日，市场形成反转向下的拐点。政策背景是“国十条”房地产调控、融资平台清理，以及货币政策严格的对冲操作。从2010年初开始，关于经济刺激政策何时退出的讨论就开始升温，市场在一季度整体维持方向不明的窄幅震荡格局。原因在于统计原因导致1-2月份经济数据在判断经济增长方面缺乏解释力，政策面在一季度总体维持观望。在3月份和一季度加总经济数据出炉后，管理层才明确地以房地产调控和融资平台清理开始了政策退出的步伐。相应地，市场在政策面明朗后结束了不明方向的震荡，开始确立向下的趋势。

2010年7月19日，市场形成反转向上的拐点。政策背景是国内经济“二次探底”之忧和欧债危机叠加，在6月份和二季度经济数据在7月中旬出炉后，政策面进行了一次局部放松。除投资项目审批的加快、西部地区基建项目的启动之外，货币政策方面在三季度显著放松了对冲操作（冲销比仅为0.6左右），在普遍预期的加息时点并未动手。使得货币条件在三季度重回适度宽松。当市场解读出政策适度放松的信号后，开始确立了向上的趋势。

2010年11月12日，市场形成反转向下的拐点。政策背景是10月份的通胀超预期增长后，

管理层再度收紧货币政策，市场的流动性环境发生转折。其实政策面转向的信号在 10 月 20 日的加息和 10 月 25 日的国务院常务会议公报中已经可以捕捉到。只是市场在乐观情绪中继续上冲，直到 CPI 突破 4.0% 和上调准备金率后，才开始将政策面转向的这一变化反映进来，而后才形成了反转向下的拐点。

维持年初的策略观点

我们继续维持年度策略报告中的观点。由于货币周期总体处于下行过程中，2011 年缺乏系统性的上涨机会，市场超越 2009 年和 2010 年高点的可能性较小。中证流通指数核心波动区间（3300，4200）点，对应上证综指核心波动区间大约为（2600，3500）点。目前处于上半年的相对高位。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究所撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为日信证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。