

张忆东 吴峰
李彦霖

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

证券研究报告

撤退或是进攻？都向白马靠 ——A股市场投资策略报告

2011年3月27日

相关报告

20110320《敦刻尔克大撤退》
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》
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

★路演过程中，发现很多投资者对我们近期报告《敦刻尔克大撤退》（简称《撤》）有诸多误解，因此，我们进行一些澄清：

——首先，我们并不认为股市会立刻下跌，而是进行前瞻性提醒，在4月中旬之前是春季攻势的撤退阶段，边走边撤，可以从容撤退。《撤》文中明确提出“短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可利用此时机，从容撤退。”

——其次，我们并没有提出熊市论，而依然维持年度策略《积极防御》中的基调——震荡市，2、3月份有行情、春季攻势，对4月初仍相对乐观，对二季度中后期谨慎。

★我们的逻辑和当前市场多数策略观点不同的地方：

——我们从年初以来推动春季攻势，主要的逻辑是存量财富再配置，因此，很关注民间利率、资金价格对财富再配置方向的影响，很关注数量型货币政策调控措施的累积效应。如果二季度调控继续加力，则引发调整压力。

——在以下问题上，我们有不同的看法：通胀是否仍是主要矛盾？经济是冷还是热？紧缩政策是否已经到顶，是否很快将放松来保增长？

——我们认为，1）通胀虽阶段性可控，但中期仍有较强不确定性，通胀预期仍很强，政策不会重蹈调控房价的覆辙，而会继续消除物价上涨的货币基础以进行巩固。2）当前经济环比平稳，考虑到春季的季节性投资旺季，经济下行风险尚不足虑。3）二季度货币政策难松，反而可能继续加力，特别关注日均申报存贷比以及4月中旬之后数量型调控的冲击。4）我们重申短期资金面尚未恶化，行情尚能磨！但趋势上，上半年资金面的蜜月期已过。

★投资策略：不论进攻还是撤退，都优选金融、地产等低估值白马

——我们的逻辑假设和推论，都要时间来验证，如果4月中旬的确经济偏冷、通胀回落、货币政策放松，那时候再进攻也来得及；如那时符合我们的预期是偏热、通胀反弹，则4月中旬之前，边走、边撤就是更好的选择了。

——配置：1）离地平线越近的，攻守兼备，首选金融、地产、交通运输等股价和估值都在底部的行业；2）精选各个行业中估值合理、成长性确定的龙头公司，在经济的波动中有望实现赢家通吃；3）估值较贵的可以边走边撤，包括部分强周期类股以及受压于大小非减持的中小盘次新股、题材股。

目 录

引言：关于《敦刻尔克大撤退》的一些澄清	- 3 -
我们的逻辑有别于其他卖方的认识	- 4 -
我们的逻辑——存量财富再配置	- 4 -
通胀的复杂性	- 4 -
经济预期混乱，有人认为已偏冷，其实还是偏热	- 5 -
指望政策短期内放松是幻觉？还是现实？	- 7 -
当前的流动性环境仅支持“磨”	- 8 -
投资策略：不论进攻还是撤退，都优选金融、地产等低估值白马	- 9 -
图 1：季调后通胀预期创新高	- 4 -
图 2：3、4 月份供需缺口大概率向上	- 4 -
图 3：输入型因素值得重视	- 5 -
图 4：年中 CPI 翘尾因素高	- 5 -
图 5：消费者信心受高通胀压制！	- 5 -
图 6：PMI 季调后平稳，哪来的冷？！	- 5 -
图 7：发电量、工业增加值季调环比趋势处于高位	- 6 -
图 8：投资季调环比趋势还在高位	- 6 -
图 9：进出口的季调环比趋势也不低	- 6 -
图 10：煤炭洗选业增加值季调趋势处于高位	- 6 -
图 11：建材增加值季调趋势处于高位	- 6 -
图 12：粗钢产量季调趋势处于高位	- 6 -
图 13：混凝土机械产量季调趋势向上	- 7 -
图 14：焦煤价格坚挺	- 7 -
图 15：水泥价格淡季不跌甚至反涨	- 7 -
图 16：钢价淡季仍坚挺	- 7 -
图 17：短债与股市	- 9 -
图 18：产业资本净减持数量有所上升	- 9 -
图 19：产业资本净减持家数有所上升	- 9 -
表 1：兴业策略去年底以来的主要观点	- 3 -

引言：关于《敦刻尔克大撤退》的一些澄清

近期路演过程中，发现很多投资者对我们近期报告《敦刻尔克大撤退》（简称《撤》）有诸多误解，不少人只看到题目的撤退，而不知道敦刻尔克啥意思，甚至没有看正文的逻辑或者是摘要，因此，我们进行一些澄清：

- 首先，我们并不认为股市会立刻下跌，而是进行前瞻性提醒。我们认为，在4月中旬之前是春季攻势的撤退阶段，边走边撤，可以从容撤退。《撤》文中明确提出“短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可利用此时机，从容撤退。”

敦刻尔克大撤退意在从容的撤退，保留资金，等待下一个更确定的进攻时机。1940年5月19到6月4日发电机计划从备船到最后一批撤离共计20余天，使英法联军在德国闪电战下，在敦刻尔克进行史上最大规模的军事撤退行动，挽救了40万军人中的34万人，“德国的失败和欧洲的光复均始于此”。

- 其次，我们并没有提出熊市论，而依然维持年度策略《积极防御》中的基调——震荡市，2、3月份有行情、春季攻势，对4月初仍相对乐观，对二季度中后期谨慎。

表1：兴业策略去年底以来的主要观点

- 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。
- 3月18日《敦刻尔克大撤退》春季攻势进入撤退阶段，短期市场还有期待、抄底资金仍会不断组织反击，因此，可利用此时机，从容撤退。

资料来源：兴业证券研究所

我们的逻辑有别于其他卖方的认识

我们的逻辑——存量财富再配置

我们从年初以来推动春季攻势，主要的逻辑是存量财富再配置。今年 A 股市场是在 CPI 和货币政策的夹缝中震荡，考虑到通胀的复杂性，货币政策整体趋紧，因此，我们很难指望类似 09 年宽松的增量流动性刺激，反而，更加关注存量财富再配置对股市的影响。

由于行情的变数，来自于产业资本、居民财富向股市再配置的强度和方向，因此，我们很关注民间利率、资金价格对财富再配置方向的影响，很关注数量型货币政策调控措施的累积效应。

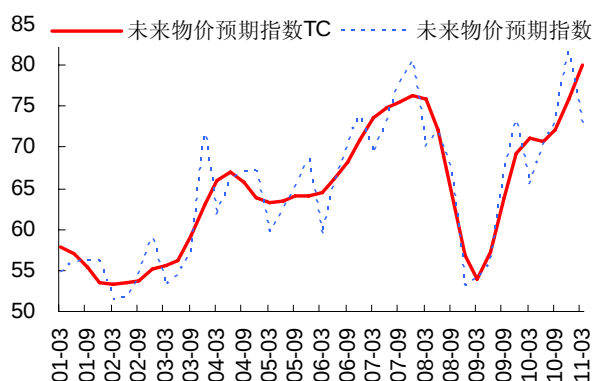
根据这个逻辑，如果二季度调控继续加力，特别是 4 月中旬以后，如果数量型调控手段再加力的话，将引发 A 股的调整风险。

我们将在以下几个问题上，阐述我们和当期市场不同的看法，进而推论二季度货币政策难松。首先，通胀是否仍是主要矛盾？其次，经济是冷还是热？第三，紧缩政策是否已经到顶，是否很快将放松来保增长？

通胀的复杂性

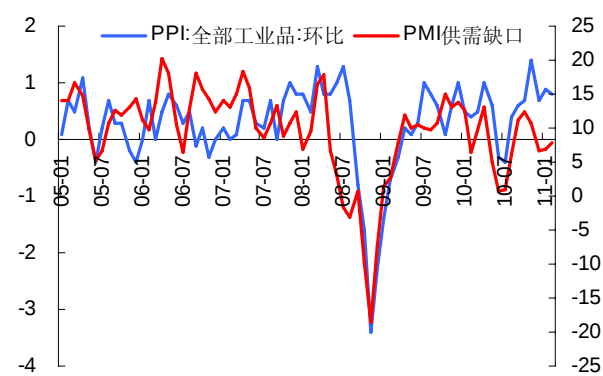
我们认为，通胀虽然阶段性可控，但是，中期仍有较强不确定性，政策不会重蹈前些年调控房价的覆辙，会进行巩固，从而降低通胀预期。

图 1：季调后通胀预期创新高



资料来源：兴业证券研究所

图 2：3、4 月份供需缺口大概率向上



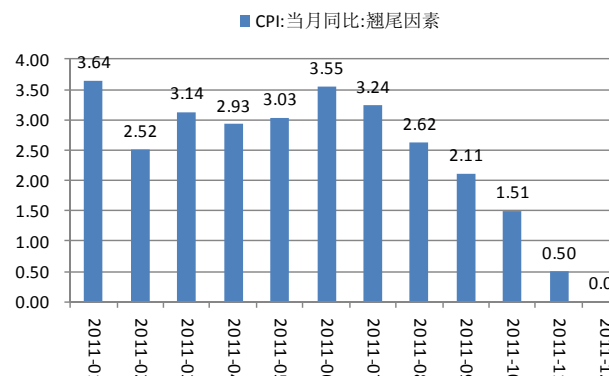
资料来源：兴业证券研究所

- 人民银行调研显示，居民通胀预期在季调后仍然处于上升通道中，且绝对水平已创下 2001 年以来的历史新高。2007-2008 年通胀周期中这一数据的高点出现在 2007 年 3 季度，与 CPI 环比增速的高点一致，但通胀同比增速则在 2008 年 1 季度才见顶。
- 两会之后，国内 3、4 月份季节性投资高潮，对投资品价格产生拉动。

- 投资偏热，强化劳动力成本上涨呈刚性；年中通胀基期翘尾较高。
- 输入性通胀的压力：全球货币政策再度宽松益加推升中期通胀风险，中东局势再度紧张也将继续对油价产生推动。

图 3：输入型因素值得重视


资料来源：兴业证券研究所宏观研究员

图 4：年中 CPI 翘尾因素高


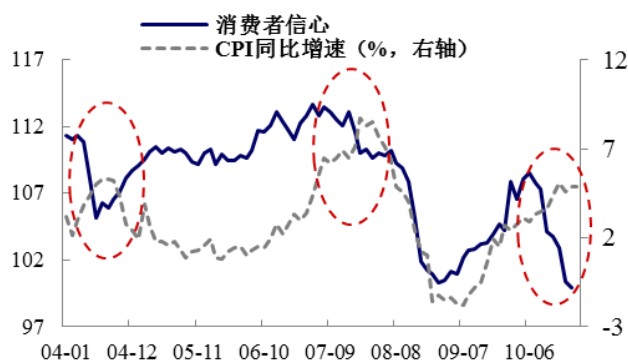
资料来源：WIND，兴业证券研究所

经济预期混乱，有人认为已偏冷，其实还是偏热

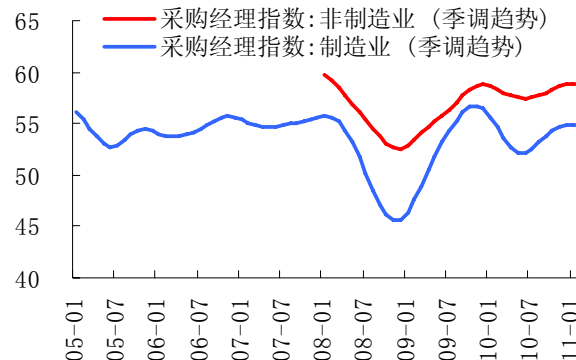
经济冷还是热？短期分歧大！认为经济已偏冷的，主要依据消费指标。但是，消费趋冷和高通胀有很大关系，并不代表经济已冷，从历史数据看，CPI4%以上，抑制实际消费的增长。

但是，其余经济指标均显示经济仍有偏热风险，特别是，3、4 月份季节性投资旺季，仍有经济上行风险。

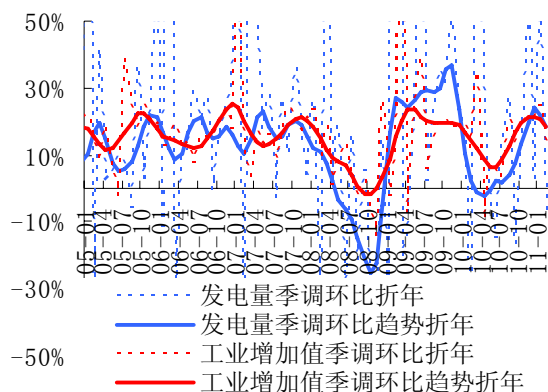
- PMI 领先指标季调后平稳且仍处于高位，哪来的冷？
- 投资、进出口数据季调后均处于较高位置！3、4 月份季节性投资旺季！
- 煤炭、建材、粗钢、混凝土机械产量季调趋势均处于高位，焦煤、水泥、钢铁价格淡季不跌！

图 5：消费者信心受高通胀压制！


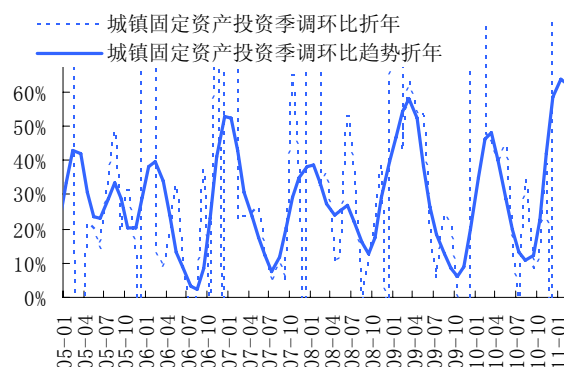
资料来源：兴业证券研究所宏观研究员

图 6：PMI 季调后平稳，哪来的冷？！


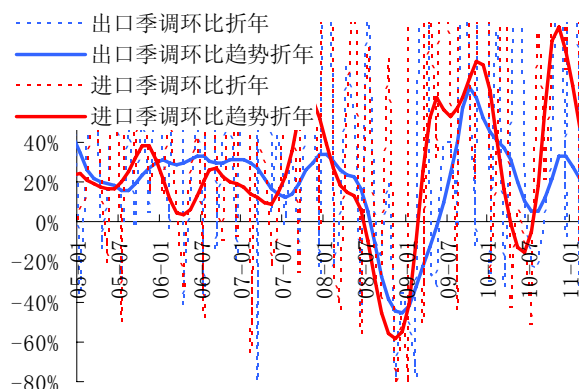
资料来源：兴业证券研究所

图 7：发电量、工业增加值季调环比趋势处于高位


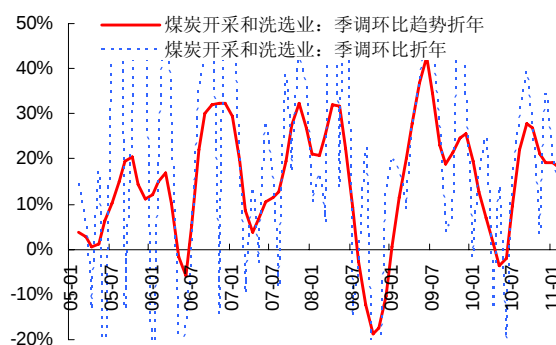
资料来源：兴业证券研究所

图 8：投资季调环比趋势还在高位


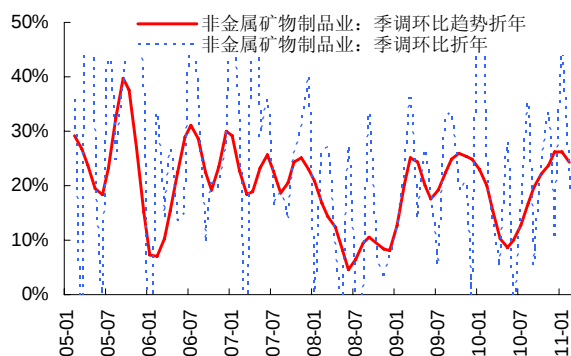
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 9：进出口的季调环比趋势也不低


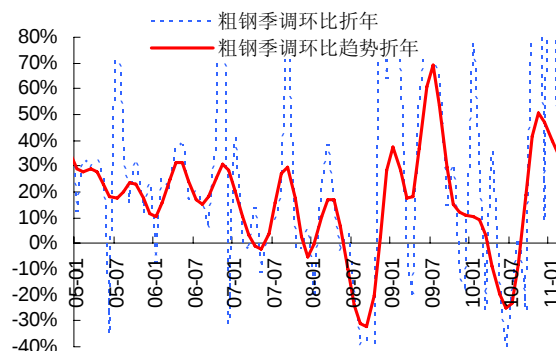
资料来源：兴业证券研究所

图 10：煤炭洗选业增加值季调趋势处于高位


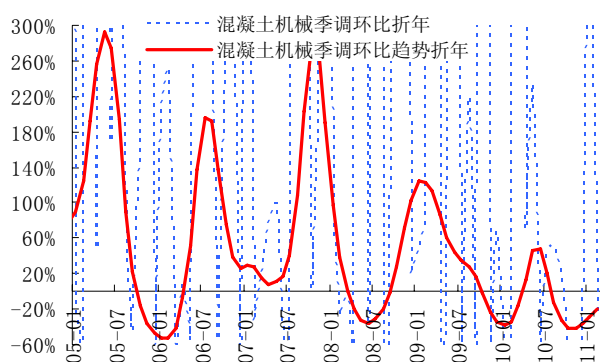
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 11：建材增加值季调趋势处于高位


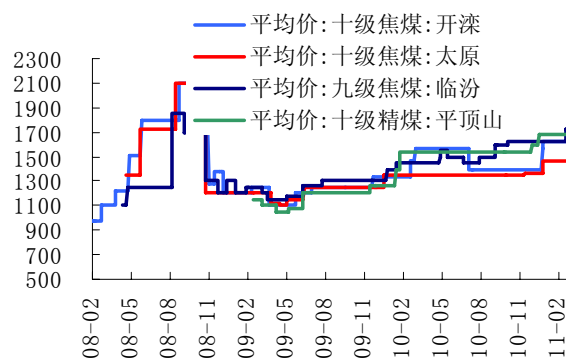
资料来源：兴业证券研究所

图 12：粗钢产量季调趋势处于高位


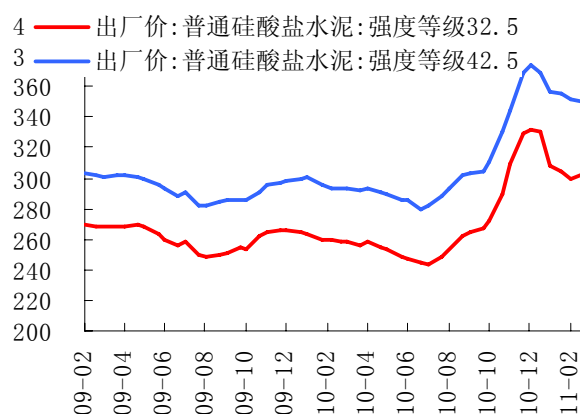
资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 13: 混凝土机械产量季调趋势向上


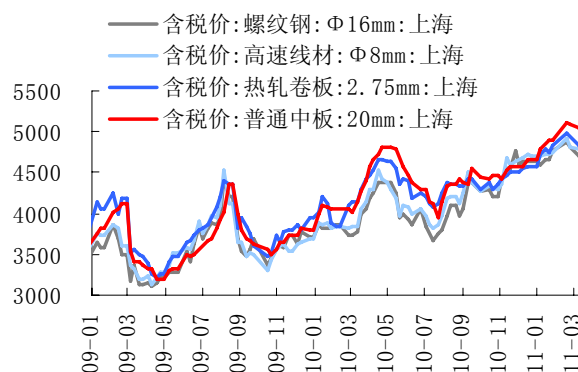
资料来源：兴业证券研究所

图 14: 焦煤价格坚挺


资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 15: 水泥价格淡季不跌甚至反涨


资料来源：兴业证券研究所

图 16: 钢价淡季仍坚挺


资料来源：WIND，兴业证券研究所

指望政策短期内放松是幻觉？还是现实？

基于对数据的解读，我们认为，当前经济环比平稳，还不到放松政策来保增长的地步，指望政策紧缩已经到顶，多少有些一厢情愿！

考虑到消费受高通胀的制约，经济更依赖投资，而现有投资模式又激化通胀预期、劳动力成本上涨，因此，压通胀的复杂性仍强，我们倾向于认为，4月中旬披露的3月份宏观数据将进一步验证偏热的判断，调控预期不但不会减弱反而可能增强，后续我们预计准备金率上提空间1-2次，加息空间1-2次。

前瞻性地判断，在紧缩政策不提前放松的前提下，大概年中左右的时点，主要经济环比才有可能回到相对较低的位置上。

- 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。
- 一二线城市房地产缩量持续一个季度以上，将引发对经济增长的悲观预期，

这个时间点大概也在年中前后。而三四线城市房价飞涨引发调控预期的增强，短期内完全对冲一二线城市的增量难度较大。

- 更关键的是，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。后续一旦经济调控继续加力，投资者的担忧将重新加剧，从而引发市场调整压力。

因此，趋势投资者可以等待经济增速回落、价格环比降至低位、货币政策改善之时，再进行更积极、更猛烈地进攻。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。

当前的流动性环境仅支持“磨”

我们重申短期资金面尚未恶化，行情尚能磨！但趋势上，考虑到公开市场操作对冲力度加大、通胀预期反复、投资旺季名义需求的上升，因此，上半年，资金面的蜜月期已过。从短债与股市之间的配置关系上理解，流动性对股市的驱动力减弱，且后续需要特别警惕以下两点：

1) 数量型紧缩政策的负面累积效应

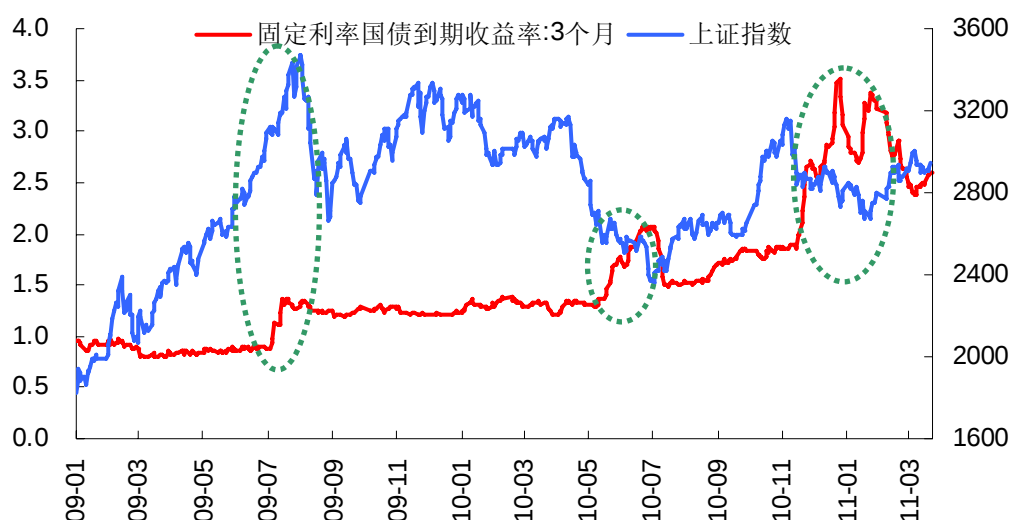
特别是引发“民间”利率和“官方”利率双轨制，进而引发产业资本、居民财富配置方向的变化。

2) 监管趋严不容忽视

——根据兴业银行研究员最新了解的情况，存贷比考核力度在4月份开始将更严。去年仅要求在季末符合75%的监管要求，今年一季度则是按月度频率申报存贷比，二季度开始将进一步细化到以月为考核周期申报日均存贷比。其“从严”主要表现为，此前仅要求期末值低于75%即可，而后续要求一个月的日均值低于75%。根据银行研究员测算，该政策对大行基本没有影响，而中小银行新增贷款规模将下滑5%左右。

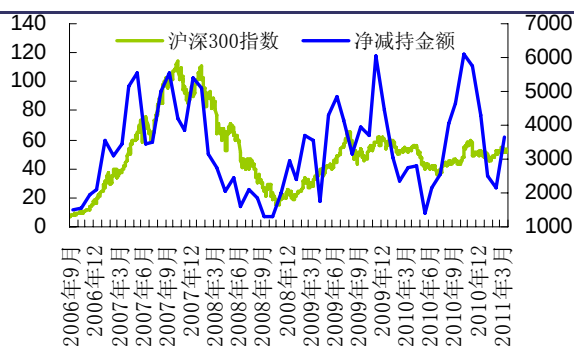
——我们认为若该政策的执行对股市影响可能体现在：第一，日均申报存贷比将减少中小银行信贷投放的规模，将减少新增信贷的总量，导致民间“囤钱”意愿的进一步上升，存量财富再配置进程受阻；第二，结构上，中小银行新增信贷的缩减对民营经济和中小企业影响较大，他们也多是中小板、创业板等次新股的“大小非”股东，因此，减持的意愿将有所上升。

图 17: 短债与股市



资料来源：兴业证券研究所

图 18: 产业资本净减持数量有所上升



资料来源：兴业证券研究所

图 19: 产业资本净减持家数有所上升



资料来源：WIND，兴业证券研究所

投资策略： 不论进攻还是撤退，都优选金融、地产等低估值白马

上述与众不同的逻辑假设和推论，都要时间来验证，如果4月中旬的确经济偏冷、通胀回落、政策放松，那时候再进攻也来得及；如那时符合我们的预期是偏热、通胀反弹，则4月中旬之前，边走、边撤就是更好的选择了。

配置上：

- 离地平线越近的，攻守兼备，首选金融、地产、交通运输等股价和估值都在底部的行业；
- 精选各个行业中估值合理、成长性确定的龙头公司，在经济的波动中有望实现赢家通吃；
- 估值较贵的可以边走边撤，包括部分强周期类股以及受压于大小非减持的中小盘次新股、题材股。

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。