

权重板块全面发力，3000 关口仍需反复

➤ 上周末央行调整存款准备金的紧缩措施低于市场预期，且央行副行长易纲向市场释放出货币当局对当前利率水平感到很“舒服”的政策信号，市场对后续紧缩政策的担忧大幅降低，投资者的风险偏好快速增强，资金大量涌入强周期权重板块，导致市场出现我们预期中的先抑后扬走势。除了货币政策之外，另外一项重要的宏观调控政策房地产政策在 3 月底临近后，各地方政府先后出台的房价控制指标无一例外是涨幅限制，房地产市场平稳着路温和向上的主基调已经逐步得到了市场各方的认同。再加上近期的市场一线销售数据反馈结果显示，一线城市房价出现了 3%左右的向下浮动的议价空间，表明政府对房地产的严厉打压政策初步显露了效果，各方利益在此背景下能得到较好的平衡：再度出台严厉房地产调控政策（如上调存量房贷利率等）的可能性大幅降低，地产板块从底部区域全面启动。总体来看，权重蓝筹板块（金融地产）的整体底部区域启动标志着中期行情将逐步进入高潮阶段，未来将演绎以“二”为主的蓝筹行情。但就短期来看，本周临近一季度末银行充存款的时间，市场资金面难以宽裕，再加上短期上调存款准备金率对市场流动性紧缩效果的显现，市场难以形成快速突破。我们倾向于认为 3000 点关口仍然存在短期反复，市场对这一阻力关口可能形成“围而不攻”的局面。等待资金面出现相对好转，则在大盘蓝筹的带领下形成迅速突破上行的逼空行情。对后续资金面和政策面的研判上，我们更倾向于 4 月份货币紧缩政策落地之后，市场启动向上的行情。具体来看，目前 2 月份 CPI 数据超出市场普遍预期，后续的通胀压力仍在持续加大。美元 3 月中下旬继续下跌后，国际大宗商品高位徘徊带来的输入型通胀明显，存在向下传导的巨大压力。央票发行利率上调之后：一年期央票利率上行 20.2 个 BP 达到 3.1992%，超出目前的 1 年期定存利率 19.92BP，为未来的加息打开了通道。就通胀压力来看，1 月份和 6 月份为压力峰值，上半年呈“v”型走势，一季度末和二季度初为紧缩政策相对的缓和期。而从货币回笼压力来看，截至 4 月 30 日，大约有 7380 亿央票到期以及 2280 亿正回购到期，央行仍将面临较大的流动性对冲压力，央行在 4 月份仍将继续上调存款准备金率，而加息则将集中在 5—7 月之间。短期来看，市场 3 月份对低于预期的紧缩政策给予正面响应，但我们目前仍然无法完全排除 4 月份加息警报，特别是在 3 月份 CPI 数据超预期的情况下，加息将是必然选择。此外，日本地震对全球经济带来的后续冲击仍将持续，初步可以判断：1) 日元套息货币将回流本土参与重建，推升日元升值并压低新兴市场国家资产价格，中国重要的外来投资（日本）将出现下滑，不利经济增长；2) 日本重建带来的宽松货币政策和物质需求将推动国际大宗商品价格维持高位，导致中国输入型通胀压力火上浇油。综合判断，4 月上旬存在紧缩政策面的压力，市场在 3000 点关口仍将反复，等待资金面和政策面压力的缓解。我们倾向于认为，4 月份紧缩政

策落地之后，市场将开启中期上升行情。投资者在 3000 点附近仍然存在较好的回调建仓机会，建议关注金融、地产、有色、煤炭、化工等强周期板块。

➤ 2011 年中国的 A 股市场更多地受政策面和资金面的影响，对宏观经济基本面的反应有限。从政策面来说，国家对资本市场的扶持态度鲜明，做多 A 股在中短期内符合政府的政治经济利益函数。理由如下：

1. 中国的资产证券化将进一步提高，央企整体上市和银行股再融资都刚刚拉开序幕，这都需要良好的资本市场环境和氛围；2. 经济转型期间需要资本市场引导全社会资金流向十大新兴产业，发挥主导性的资源配置功能；3. 股市作为重要的流动性蓄水池能很好地吸纳社会上的过剩资金，消化投机热钱，且政府易于调控；4. 能拓宽国内居民投资渠道，通过财富效应提升内需。从资金面来说，流动性作为很好的市场先行指标也格外值得关注，我们认为上半年 A 股市场的资金面将明显较下半年更为宽松，理由如下：

1. 尽管紧缩性货币政策集中在上半年，但信贷投放的高峰仍然集中在一、二季度；2. 人民币升值的主要阶段集中在 2011 年上半年，海外热钱流入带来的流动性也集中在这一时间段。随着美国经济复苏进程的加快和通胀逐步传导至美国国内，2012 上半年美国可能开启加息进程。资本市场提前半年到三个季度反应，2011 年下半年热钱可能更多地趋向于流出。美国由于失业率的意外好转（下降 0.4 个百分点至 9%），市场对联储在年底前加息的期望已升至 2/3；3. 通胀压力集中在上半年，将加速推动居民存款转移；4. A 股作为政策性流动性蓄水池的功能也集中体现在 2011 年上半年，随着新一轮经济周期在 2012 换届之年启动，房地产市场有望在 2012 年再度启动并承担流动性蓄洪的作用；5. 中国正处于产业资本过剩的阶段，在资本海外输出受阻（资本项目管制），房地产投资受政策限制的情况下，产业资本将加速溢出流向金融领域，为 A 股市场带来新增流动性。从中期的角度来看，政策面和资金面对 A 股市场的影响仍然偏于正面。尽管紧缩政策的鞋子未来仍将持续落地，但市场对此将有相当的心理准备，而央行在 3 月份较大的通胀压力下仍然拒绝大幅加息事实上表明了中央对通胀容忍度的提高，有利于市场预期面的改善。上半年市场的行情更多地基于通胀前期企业效益的改善和国内紧缩政策低于预期；但下半年随着通胀局势可能失控以及国际经济形势的变化，行情的变化将更加复杂和曲折。我们判断市场将呈现前高后低的

➤ 从板块的表现来看，市场的风险偏好情绪大幅增强，强周期板块得到了市场资金的青睐。我们前期建议关注的金融地产均有较好的表现。具体来看，房地产（5.1%），家用电器（5%），有色金属（4.76%），金融（3.87%）涨幅居前；内需的防御板块食品饮料（-0.03%）跌幅第一，商业贸易（1.15%）和医药（1.5%）也涨幅落后大盘。对于后续的配置，我们建议持仓配置应偏重大盘蓝筹配置低估值的金融（证券类）、地产（商业地产、旅游地产和园区类上市公司）、煤炭和化工；小盘股则可适当配置新能源、医药、食品饮料和商业零售类个股。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 70%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	标配
2	B 采掘业	超配
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	超配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	回避
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	标配
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	标配
7	G 信息技术业	轻仓
8	H 批发和零售贸易	超配
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	重仓
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	回避
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。