

万事俱备只欠加息，利空落地大盘总攻

➤ 央行选择在大型节日期间出台货币政策似乎开始形成习惯，从2010年圣诞节的加息到本次清明节的年内第二次加息。尽管从央票发行利率的上调，特别是上月发行的一年期央票利率上行20.2个BP达到3.1992%（已超出当时的1年期定存利率19.92BP），已经让市场对即将到来的加息有了充分的心理准备，但靴子落得如此的早还是略微超出市场预料的。市场在3000点下方的犹豫不决，也正是由于存在很强的加息预期但只在3月25日落下了提高存款准备金率0.5个百分点至新高20%（中小金融机构为16.5%），现在加息的另外一只靴子落地，已经让市场发动总攻行情再无政策面的后顾之忧。对于目前通胀形势的判断显然不容乐观，但央行的货币紧缩政策只是扬汤止沸而已，对于输入性通胀的熊熊烈火无能为力。美联储的二次量化宽松将维持到二季度末，中东的政治乱局和局部战争以及日本震后重建必然引发的宽松货币政策（日本政府债务负担沉重，几无财政政策空间），都带来了国际大宗商品价格高烧不退，输入性通胀愈演愈烈。而应对输入性通胀，本币升值是关键，但囿于出口部门所承受的压力，升值幅度短期有限，因此管理层只能选择提升通胀容忍度，并降低经济增长预期。对于后续的紧缩政策，其空间已经十分有限，主要原因包括：1）2月份出现贸易逆差（73亿美元），虽然还不能判定是否春节因素影响程度而产生的个别现象，但外汇占款压力已经大幅减轻是无疑的，货币超发的重要源头已经得到了控制；2）货币供应增速M2跌至15.7%，这一增速低于此前管理层提出的今年M2增长16%的目标，也是国际金融危机发生后两年以来M2增速首次低于16%；3）加息对通胀控制作用有限但副作用很大，对地方债务及实体经济负面冲击不容小视，未来的空间已经十分有限；4）下半年美联储如果能退出量化宽松甚至进入加息周期，将对全球性的通胀起到釜底抽薪的决定性作用，届时我国输入性通胀压力将大大减轻，紧缩政策将趋向于放松；5）央票发行利率提升后，一二级市场价格倒挂得以消除，利用数量型工具回收流动性将在未来成为调控的主要方式；6）单就通胀压力来看，1月份和6月份为压力峰值，上半年呈“v”型走势，下半年将自然回落，货币紧缩政策作为有提前量的政策工具，继续运用的时间也不多了。7）最后，股市提前6个月反应市场对于后续资金和政策面的预期，稳步攀升的股指已经预示着市场对于后续紧缩政策放松和资金面的乐观预期。我们强烈看好金融（银行、证券、保险）、地产和采掘等低估值大盘蓝筹板块。上述板块的低估值、相对稀缺性（创业板的高发行以及三板即将到来的大规模供应）和对政策面的高相关和敏感性，决定了上述板块将在未来的主升行情中扮演决定性的角色。强烈建议增加上述板块的配置比例，并增加总体仓位比例至重仓。

➤ 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 股市场的影响正逐渐趋向于正面。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，随着紧缩政策空间的日益缩窄，市场对政策面和资金面也在快速的改善当中。

➤ 从板块的表现来看，上周呈现较为明显的“二八”分化现象。金融股，特别是银行股上周涨幅第一，幅度高达 6.71%；地产紧随其后，周涨幅也达到了 6.53%：以金融地产为主的蓝筹板块已经开始启动，本周将继续引领大盘向上攻击并站稳 3000 点关口。中小盘股上周表现较差，其中农林牧渔板块跌幅第一，高达-8.55%；医药板块跌幅也高达-7.38%，成为行政价格管制控制通胀下最大的两个受伤板块。在目前阶段，大盘已经步入狭窄区间旗型整理的末端，即将选择方向：我们的判断是借着加息利空出尽，选择向上突破 3000 点并创下 2010 年以来的新高。我们建议持仓配置应以大盘蓝筹为主，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）和采掘类（煤炭等）；小部分仓位配置小盘股，则以新能源、食品饮料和商业零售类为主。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 85%

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。