

经济数据喜忧参半，紧缩政策无碍升势

➤ 上周集中公布一季度经济数据，市场在对 CPI 高企和紧缩政策仍将持续的忧虑中进行高位强势整理，守稳 3000 点重要关口，市场强势格局依旧。尽管 3 月份 CPI 涨幅达到了 5.4%，创下 32 个月来的新高，但是值得注意的是其环比下降 0.2%，表明目前通胀走高更多的是受翘尾因素推动。而翘尾因素在未来 3 个月内仍将持续拉动 CPI 上行，在二季度末 CPI 将创下年内新高并在下半年稳步下行。尽管 CPI 的数据并不理想，但环比下降已经基本排除了央行通过加息这样激烈的紧缩政策手段来控制通胀：周末央行再度上调存款准备金率 0.5 个百分点。由于广义货币供应量 M2 增速在 2 月份大幅放缓并降至政府预定计划 16% 以下之后，3 月份再度走高到 16.6%，央行此举有防止货币供应再度过快增长的意味。由于国际大宗商品价格上升以及 PPI 的向下传导效应，输入性通胀压力在加大，我们更倾向于清明节的加息已经进入货币紧缩政策的尾声，接下来人民币汇率变动将承担更多的抑制输入性通胀的任务（人民币汇率近期再度创下汇改以来的新高）。其余数据则基本好于市场预期，给予市场正面引导。特别要指出的是国内消费数据，社会消费品零售总额在 2 月份表现不理想后，3 月份出现了明显反弹，月度增速恢复至 17.4%，较 2 月份提升 1.6 个百分点。随着近期个税改革的推进，内需市场有望继续转暖。PMI 数据也在回落后出现同步反弹。总体来看，一季度经济增速稳中有降，小幅回落，下行的动力主要来自出口方面。投资增速在一季度未能表现出以往的强劲态势，可能在二季度表现出房地产紧缩政策及银行信贷紧缩政策叠加的滞后效应而出现下滑，值得警惕。我们对政策面的基本判断如下：1）紧缩性货币政策接近尾声（二季度通胀峰值过后将停止），房地产打压政策随着一线城市房价松动也进入尾声；2）人民币汇率加速升值利多 A 股市场；3）经济滞涨的压力增大，实体产业资金加速虚拟化，民间储蓄加速流入资本市场。在这样的背景下，A 股市场将在二季度进入加速赶顶的阶段。随着欧洲央行加息 25 个基点进入加息周期，美联储退出量化宽松的脚步也将越来越近。如果下半年美联储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，并同时大幅冲击新兴市场国家的资产价格，A 股市场运行的国际环境将急剧恶化。我们不看好三季度以后的 A 股市场行情，目前大盘将进入加速赶顶的阶段，由大盘蓝筹的估值回归为主和题材股、小盘股底部反弹为辅共同推动形成。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。

➤ 从技术面来看，目前大盘正处于 2010 年 7 月份见底以来的第五浪上涨中，预计将在今年 7 月前后见顶。由于本轮上升的驱动力主要来自大盘蓝筹（和 07 年 5.30 之后走势类似），因此成交量上未必出现放量格局。相反，一旦出现上海单日 2500 亿以上的成交量，则大盘可能进入顶部区域。从板块的表现来看，上周仍继续表现较为明显的“二八”分化现象。金融股继续领涨，保险（4.58%）、银行（2.85%）和证券（2.57%）皆涨幅居前，交通运输（3.67%）蓝筹板块也表现较好，强周期行业热点转移到了化工材料（5.28%）。以金融地产为主的蓝筹板块本周仍将继续表现，但银行股受提高存款准备金利空的冲击可能出现短暂回调。前一周表现抢眼的强周期行业，如有色金属（-3.2%）、煤炭（-2.26%）出现显著回调，在高盛唱空大宗商品价格的大背景下，在股价已经接近前期高点的情况下，上述板块需要谨慎对待。大盘在突破 3000 点之后进行了强势整理，上升形态保持完好，未来仍将继续震荡攀升。我们建议持仓配置应以大盘蓝筹为主，配置低估值的金融（银行、证券、保险类）地产（商业地产、旅游地产和园区类上市公司）和交通运输类；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，我公司就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。