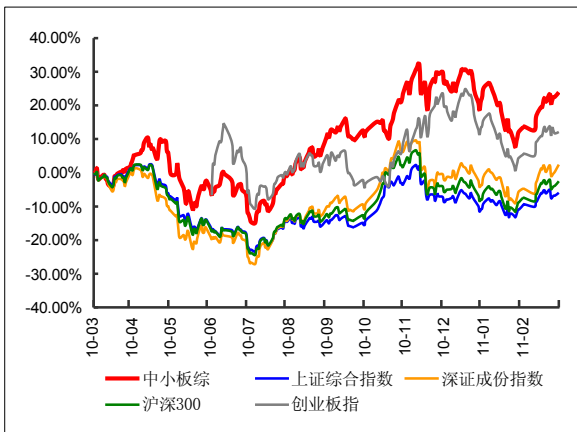


区间震荡

报告日期: 2010年3月1日

需求曲线发生异变的房地产市场

2011年3月A股投资策略



市场数据: 2010年2月28日

报告类型: 市场策略

上证指数: 2905.20

深圳成指: 12902.43

研究员: 王志宏

证书编号: S0770209080044

电话: (0351) 7219920

E mail: wangzh@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·长治路111号

山西世贸中心A座F12

邮编: 030012

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点:

- 我国目前的房地产需求曲线并非经典经济学理论中斜率为负的曲线。在价格上涨“预期”影响下反而演变成为向右上方倾斜的曲线。这意味着价格越高，市场对房地产的需求越大。此外，中国房地产市场供给曲线的斜率小于需求曲线的斜率，实际上属于一种特殊的发散性蛛网，在这样的系统中，市场不可能达到均衡状态，而是距均衡点越来越远，最终导致市场的大幅波动。房地产本身的这种特征决定了光靠市场机制的自我调节作用是不能解决问题的，国家必须全面介入才能避免房地产走向严重的泡沫阶段。
- 通过对三次调控政策的梳理，可以发现政府调控的目的是要把房价过快上涨的势头控制住，使房价能够保持在一个合理的水平，政府首要目标是想通过一系列政策的管制逐步改变人们对房地产的预期，从而使房地产需求曲线恢复正常化。在各种政策的叠加效果下近期房地产成交量大幅下滑，说明政策效果有所显现。但从房地产价格数据来看，投资者预期虽然有所改变，但仍未使得当前房地产成为正常的商品，我国在房地产治理上仍有很长的路要走。
- 在第三轮调控政策集中出台后房地产市场将迎来执行效果观测期，CPI 环比下降也缓解了市场对紧缩政策的预期；三四月到期资金量的大幅增加为资金市场的充裕奠定了一定基础；A股市场融资规模大幅降低，这些都为3月的A股市场造成了良好的环境，有利于市场短期估值的提升。但从中长期来看，源于房地产市场和通货膨胀的不确定性仍然对市场形成较大制约，大盘股趋势性投资机会仍需等待。综合以上分析，我们认为2011年3月份大盘可能是区间震荡格局。上证指数的核心波动区间为2800-3000点，局部行情依然较活跃。

目录

我国房地产的性质.....	3
社会需求决定房地产行业仍是我国主导产业.....	3
房地产的投资属性被无限放大.....	4
房地产市场的特征.....	6
预期在房价上涨过程中起到非常重要的作用.....	7
预期的不断强化导致我国房地产需求曲线产生异变.....	7
我国房地产市场是一种发散型蛛网系统，不可能达到均衡状态.....	8
房价存在明显泡沫，价格下跌可能会引发次贷式危机.....	8
房地产治理思路.....	8
2010 年以来房地产治理思路.....	10
3 月行情总体估计.....	13
市场环境分析.....	13
市场基本运行格局.....	16

图表目录

图表 1 经济发展阶段特征.....	3
图表 2 财产性收入严重偏低.....	4
图表 3 财产性收入占比严重偏低.....	5
图表 4 人民币存款仍是居民主要投资品种.....	5
图表 5 房地产需求曲线出现异变.....	7
图表 6 商品房销售额增速.....	8
图表 7 房地产开发投资增长趋势.....	9
图表 8 第一轮调控措施.....	10
图表 9 第二轮调控措施.....	11
图表 10 第三轮调控措施.....	12
图表 11 新兴国家通胀率高企.....	14
图表 12 央行公开市场操作.....	15
图表 13 商品房销售额增速.....	15

消费需求的特征决定了房地产仍然是我国当前的主导产业，其走势不仅对宏观经济产生决定性的作用，而且也会对股市产生深远的影响。为了整治房地产行业使其健康发展，国家在 1 月底又开始了新一轮房地产调控，房地产因此再次成为了市场上最大的不确定性因素。本报告从宏观经济发展的角度出发探讨当前房地产存在的根本问题。

我国房地产的性质

经济发展阶段决定了房地产行业在未来相当长时期内仍是我国的主导产业。房地产兼具实体经济和虚拟经济的特征，不仅可以自住也可投资。商业银行介入后使得房地产市场快速发展成为可能，同时也使房地产具备了金融属性。

社会需求决定房地产行业仍是我国主导产业

在 2010 年 5 月的策略报告和 11 年度策略报告中，我们曾强调过，房地产是我国上一轮周期的主导产业，也是未来五年最重要的主导产业。这个判断是我们深入分析全社会产业结构升级的规律后所得出的。现将观点简述如下：

1) 在市场经济中消费决定生产，一切生产的目的在于满足消费者。受财富积累制约，人们消费观念及层次逐级提高。农产品需求、轻纺产品需求、住行需求和服务需求依次成为社会主导消费需求，这样一个升级规律决定了社会经济发展必须依次经历农业、轻纺工业、重化学工业、服务 4 个发展阶段。主导消费需求的变化决定了产业结构的升级。

图表 1 经济发展阶段特征

	主导消费需求	产业结构升级	先导产业
传统（农业）社会阶段	食	产业结构由以农业为主	农产品
工业化初期（轻纺工业阶段）	衣	产业结构由以农业为主逐步向现代工业为主转变。工业中则以初级产品的生产为主。	衣服等轻纺工业和低档电器成为主导产业
工业化中期（重化工业初期）	住行	制造业内部由轻型工业的迅速增长转向重型工业的迅速增长，第三产业开始迅速发展，处于重化工业阶段。	房地产、交通工具开始进入高速成长期，成为先导产业； 健康食品、非实物消费（旅游）步入成长期
工业化后期（重化工业后期）	住行为主，服务	第一、第二产业协调发展，重化工业为主导产业，第三产业开始由平	房地产、交通工具进入稳定期，仍是重要支柱产业；

	配套	稳增长转入持续的高速增长，成为区域经济增长的主要力量。	新型服务业（金融等）将进入高速增长期。
后工业社会阶段 （服务社会初期）	服务	制造业内部结构由资本密集型产业为主导向技术密集型产业为主导转换，同时生活方式现代化，消费品耐用化。	第三产业
现代化社会 （服务社会后期）	服务	第三产业开始分化，智能密集型和知识密集型产业开始从服务业中分离出来，并占主导地位；消费多样化、个性化。	第三产业

数据来源：大同证券

2) 战略新兴产业产品事实上也属于重化工产品，是重化工产品的升级产品。作为旧有石化产品的替代品，将在未来几年快速成长。

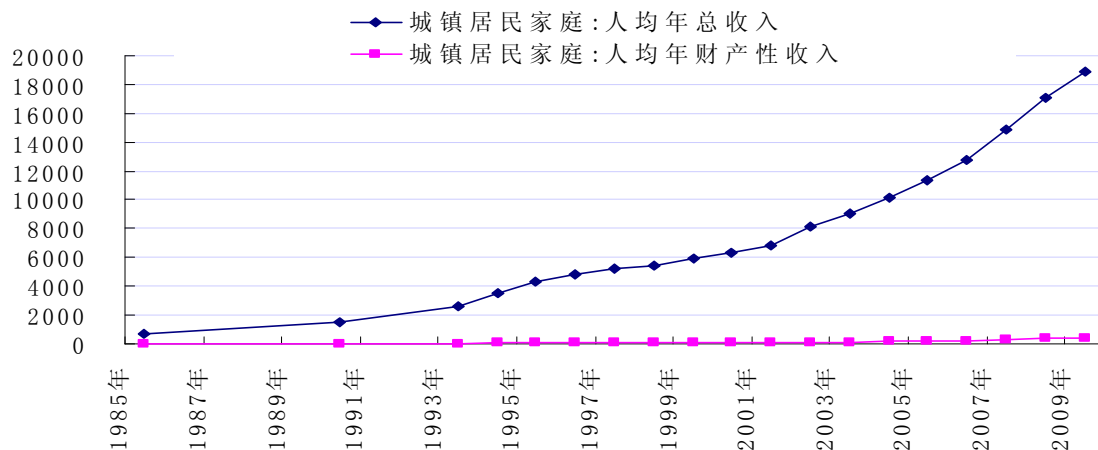
3) 房地产成为我国的主导产业，是经济发展中必然发生的。我国在上轮周期中充分借“势”，才使得经济保持了长时期的快速增长。未来房地产仍是我国的主导产业，只是商品房投资在房地产行业总投资中的地位会有所下降，保障房将成为房地产市场的重要组成部分。

房地产的投资属性被无限放大

财产性收入占比严重偏低，表明我国投资渠道狭窄

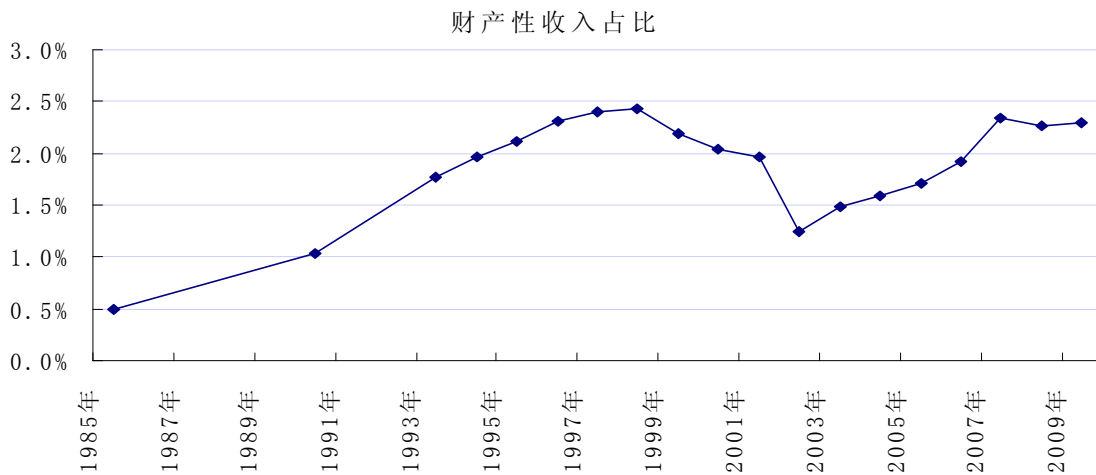
“人均可支配收入”，由四部分构成，按照占比大小分别是：工资性收入、转移性收入、经营性收入和财产性收入。其中以“工资性收入”为主，大约占到70%左右。近十多年来，我国财产性收入占比一直偏小，占比大约在2%左右。

图表 2 财产性收入严重偏低



数据来源：大同证券

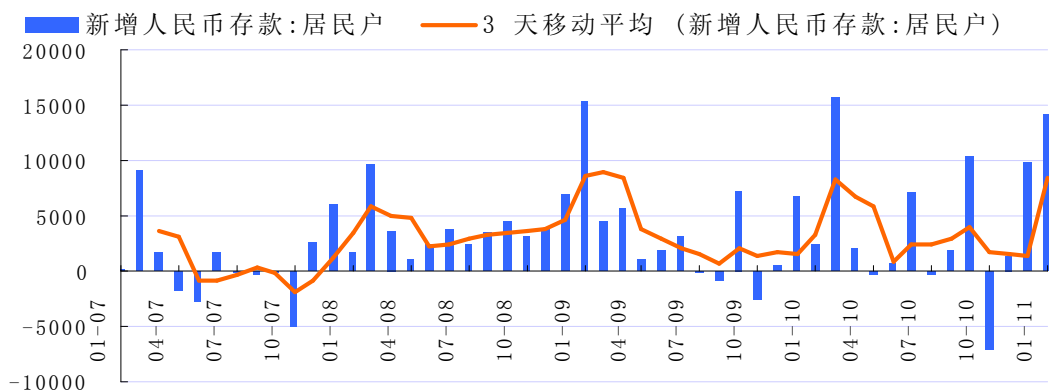
图表 3 财产性收入占比严重偏低



数据来源：大同证券

从总量来看，近十多年我国人均收入大幅增长，但财产性收入却一直在低位徘徊，到目前为止仍在 500 元之下，在人均可支配收入中的占比也长期维持在 2% 左右。这些数据从侧面证明了我国投资渠道的狭窄。虽然我国当前居民的理财渠道呈现了多元化态势，股票、基金、债券、黄金、外汇、信托、收藏、房地产开始不断活跃。但鉴于各种原因，目前只有储蓄、房地产、股票和基金是普通居民所普遍接受的投资品种。

图表 4 人民币存款仍是居民主要投资品种



数据来源：大同证券

从我国实际情况来看，炒房和炒股的资金的重叠比例相当低。近十多年房价的不断攀升造成了投资者对房价会永远会上涨的预期，与之相反 08 年股市的暴跌却使得风险观念深入人心。风险偏好低的投资者于是把房地产当成了低风险投资品种，使其成为了继储蓄之外的首选投资品种。在这种“永远上涨”预期影响下，房地产投资功能被无限放大。

房地产投资属性被扭曲

前一部分从收入角度对我国投资渠道做了判断，接下来我们换个角度分析。

从家庭财富角度来看，曾经有媒体做过调查，中国城镇家庭的房地产市值占家庭总财富的比例为 64%，定期存款为 10%。而股票、基金、养老金账户余额的这一比例则分别只有 2.74%、1%和 0.3%。

房地产价值在家庭总财富中占比居绝对地位，充分证明了我们之前需求演变的规律。受财富积累影响，目前我国的主导需求只能是以房地产为代表的住行需求。劳动者不断从农村迁向城市及原有居民改善性需求都使得房地产需求处于快速发展阶段。

此外，房地产价格上涨直接带动居民财富的快速增长，在财富效应下“投资房地产可以挣钱”的预期不断被强化。事实上，当前我国大多数城的房租回报率都严重偏低，远低于其他类型投资渠道，但大量资金仍不断涌入房地产市场这样一个被预期扭曲了的投资品种。

房地产市场的特征

预期在房价上涨过程中起到非常重要的作用

预期是经济学中非常重要的一个概念，在股票市场冲浪的投资者对预期的认识应该是非常深刻的。当前人们对房地产的认识就是属于一种“适应性预期”。

适应性预期 (Adaptive expectations)，在经济学中是指人们在对未来会发生的预期是基于过去（历史）的。在估计或判断未来的经济走势时，利用过去预期与过去实际间的差距来矫正对未来的预期。例如，如果过去的通货膨胀是高的，那么人们就会预期它在将来仍然会高。在通货膨胀理论中，需求推动的通货膨胀和成本推动的通货膨胀一般认为是短期的冲击。但是，一系列的冲击会引导人们认为通货膨胀是经济中的持久性的特征，特别在冲击较大的时候。这样，他们就会给予他们对于将来的高通货膨胀率的预期修正他们的经济行为。譬如，他们会开始寻求更大的对（名义）支出的提升。这本身还可以视为成本推动，导致企业推高他们的价格，特别在企业自身也有类似的对于通货膨胀的预期。这会激起另一轮的支付提升。这与“物价与工资螺旋”一起对一个经济直接的制造通货膨胀。“物价与工资螺旋”与适应性预期的结合反映

了引起经济中的内置通货膨胀的近期经验。

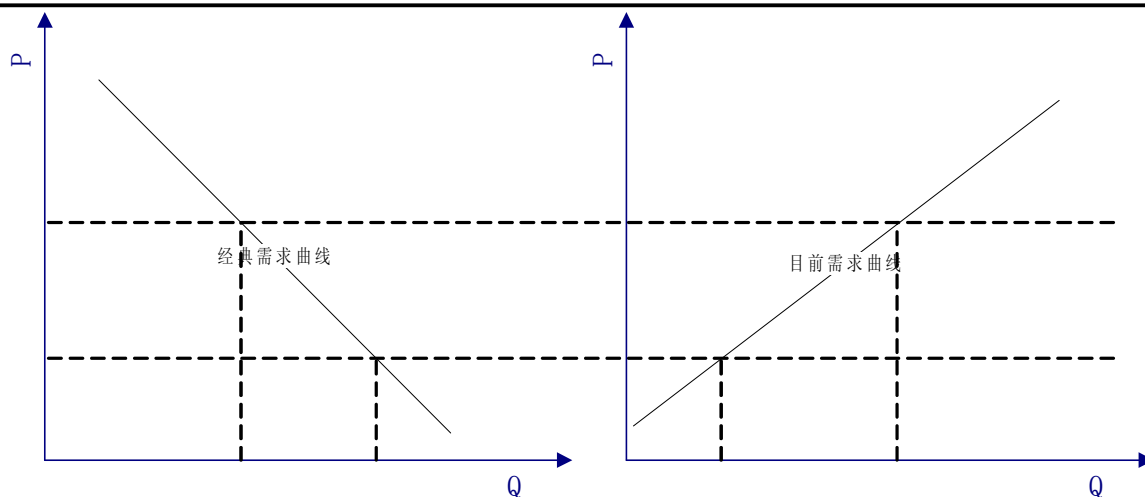
通过前文分析，我们可以清楚发现中国房地产市场十多年的发展具有非常突出“适应性预期”特征。房地产价格不断上涨加重了投资者对房价上涨的预期，更多的投资者介入市场反过来又加大了房价的涨幅。

预期的不断强化导致我国房地产需求曲线产生异变

我们选用房地产销售面积作为房地产市场的需求数据，选择房屋销售价格指数作为商品房的价格的替代数据，通过回归分析得到房地产市场需求曲线。最终结果证明，我国目前房地产需求曲线并非经典经济学理论中斜率为负的曲线。在价格上涨“预期”影响下，我国房地产价格的需求曲线最终演变成为向右上方倾斜的曲线。（本文是投资报告，学术性内容不是重点，故此不再展开描述具体计算方法及结果，如有需要请联系笔者。）

这意味着价格越高，市场对房地产的需求越大，结果就造成我国房地产不断上涨的恶性局面。

图表 5 房地产需求曲线出现异变



数据来源：大同证券

我国房地产市场是一种发散型蛛网系统，不可能达到均衡状态

房地产投资周期较长，这种滞后性决定了房地产市场供给和需求之间的均衡基本上是一个动态的过程。我们在研究中发现，供给曲线的斜率小于需求曲线的斜率，中国房地产市场实际上属于一种特殊的发散性蛛网，在这样的系统中，市场不可能达到均衡状态，而是距均衡点越来越远，最终导致市场的大幅波动。

房价存在明显泡沫，价格下跌可能会引发次贷式危机

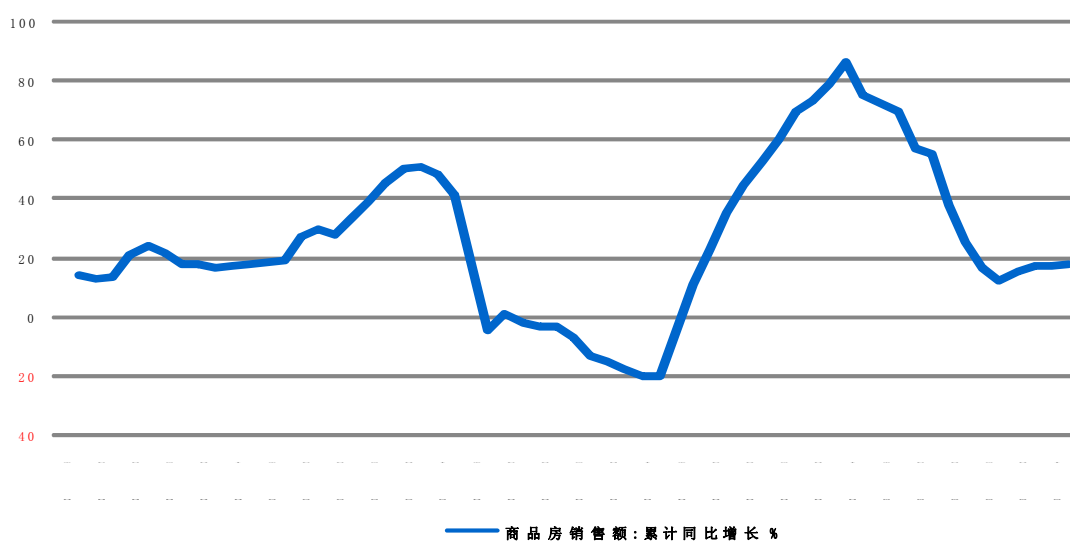
这种环境下，我国房地产市场投机成风，房价存在明显泡沫（在此后报告中，我们将对此做详细分析）。世界金融史表明，以往大多数金融危机的爆发都和房地产泡沫有关，2007年源于美国的次贷危机和日本失去的十年都是房地产泡沫破灭引发的。由于我国房地产市场存在较为严重的泡沫，国家在政策选择的必须使得市场处于一种均衡状态，故此在政策的度上就较难把握，这对执政者来说是极大地考验。

房地产治理思路

通过上文的分析，我们知道房地产本身的这种特征决定了光靠市场机制的自我调节作用是不能解决问题的，国家必须全面介入才能避免房地产走向严重的泡沫阶段。

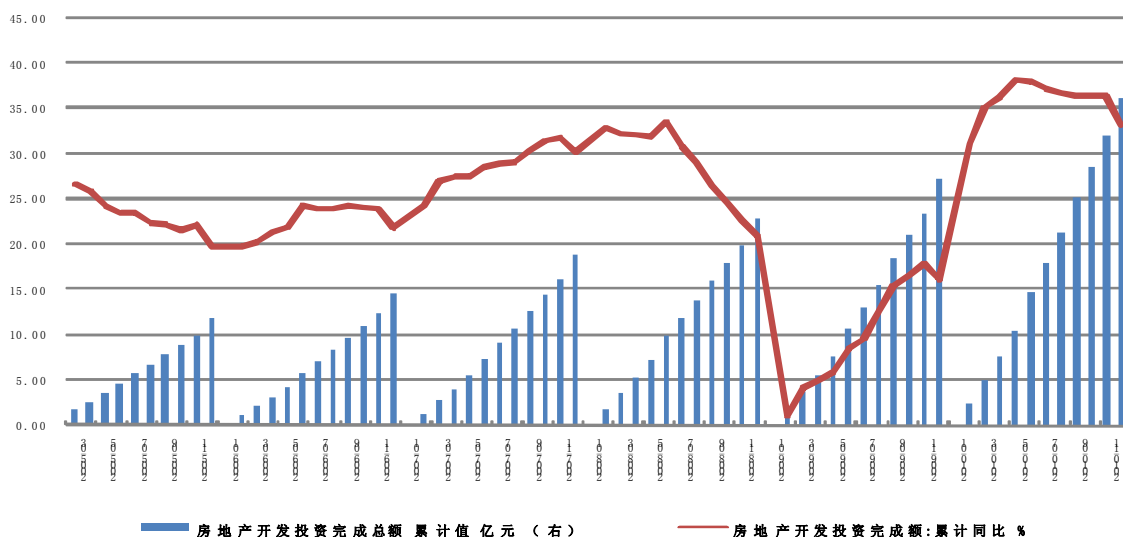
中国房地产市场最大的问题出现在需求端。解决问题的根本就是将需求曲线调整到正常状态，只有当曲线成为经典的向右下方倾斜的曲线时，通过传统的常规治理工具治理房市才成为可能。这也就意味着，在我国大部分居民对房地产市场的预期没有得到改变的情况下，针对房地产所出的任何政策都不会起到预期的效果。如下图所示，受2008年国际金融危机我国房地产市场受到了一定冲击，但在经济刚开始恢复正常后房地产市场就立刻出现了报复性反弹。而且我国此前对房地产虽然进行了多次调控，但一直没有效果，事实上都是基于这样一个原因。

图表 6 商品房销售额增速



数据来源：大同证券

图表 7 房地产开发投资增长趋势



数据来源：大同证券

目前我国房地产需求异常旺盛，其实除了部分自住需求，其他类型需求都是基于不断上涨的预期。一旦市场认为房价将企稳，或下跌，所有的投机需求和投资需求以及恐慌性购买需求都将消失，房地产需求曲线因此也就会回归正常；与此同时房地产商也就会减少囤积，加大供应量，供给曲线向右下方移动也会带动均衡价格下移。

其次，房地产是我国主导产业，应该稳定发展，但我国房地产却成为了大部分居民的首选投资品种。预期的扭曲使这个市场不可能达到一个供给均衡状态。针对发散型蛛网的这种特征，从理论上讲最直接的办法就是改变如今的房地产价格蛛网模型，降低供给曲线的弹性，或者同时提高需求曲线的弹性，使得蛛网成为收敛型。在特殊时期，政府可采取的极端办法就是严格控制价格，使需求价格弹性无穷大，或者使供给曲线的价格弹性变为零。

2010 年以来房地产调整政策思路

从去年到今年，先后出台了三次调控措施。但是每次效果都不是很明显，当市场对调控政策消化后，很快又出现上涨苗头。相比而言，三次调控措施总体上来讲力度越来越大，针对性也越来越强。

第一轮调控：政策由支持转向抑制投机，通过改变购房者预期，使需求曲线正常化。同时，

通过管理开发商加大商品房供给力度。

需求方面：通过界定投机需求，有选择的提高对房产投机成本，针对性治理投机需求。

供给方面：增加土地供给，压缩开发商囤积时间，加大流通速度。

图表 8 第一轮调控措施

2010年4月14日	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施	对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平。
2010年4月15日	国土资源部	国土资源部公布 2010 年住房供地计划，今年拟计划供应住房用地总量同比增长逾 130%，其中中小套型商品房将占四成多，超过去年全国实际住房用地总量。
2010年4月17日	国务院《关于遏制房价过快上涨的通知》（国十条）	实行更为严格的差别化住房信贷政策。对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭(包括借款人、配偶及未成年子女，下同)，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高，具体由商业银行根据风险管理原则自主确定。 商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010年4月30日	北京市《贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知》	商业银行根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民，暂停发放购买住房贷款。自本通知发布之日起（2010 年 5 月 1 日起），暂定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。
2010年5月26日	住建部、央行、银监会《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》	商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定 贷款人应对借款人执行第二套（及以上）差别化住房信贷政策

第二轮调控：在第一轮效果减弱后，政策力度加大。由原先有针对性抑制投机需求开始转向全面需求管理。开始以信贷控制投机为主，同时通过税收加大流通环节的成本，后期以加息等金融手段为主。

图表 9 第二轮调控措施

2010年9月29日	国家有关部委	国家有关部委要求在房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。完善差别化的住房信贷政策，对贷款购买商品住房，首付款比例调整到30%及以上；各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款，要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房；切实增加住房有效供给。
2010年9月29日	财政部、国税局、住建部《关于调整房地产交易环节契税 个人所得税优惠政策的通知》	对个人购买普通住房，且该住房属于家庭（成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同）唯一住房的，减半征收契税。对个人购买90平方米及以下普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减按1%税率征收契税。个人购买的普通住房，凡不符合上述规定的，不得享受上述优惠政策。 对出售自有住房并在1年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。
2010年10月19日	中国人民银行	中国人民银行宣布，自20日起，金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。
2010年11月3日	住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行、银监会	住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行、银监会联合印发《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》。公积金新政强调，第二套住房公积金个人住房贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的1.1倍，首付款比例不得低于50%，严禁使用住房公积金个人住房贷款进行投机性购房，并停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。
2010年11月15日	住房和城乡建设部和国家外汇管理局	住房和城乡建设部和国家外汇管理局发布通知，进一步规范境外机构和个人购房管理，要求境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房。
2010年12月25日	住房和城乡建设部宣布	住房和城乡建设部宣布，于26日起，五年期以下（含五年）及五年期以上个人住房公积金贷款利率均上调0.25个百分点。
2010年12月26日	中国人民银行	中国人民银行决定，自2010年12月26日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率

相应调整。

2011年1月14日 中国人民银行决定 中国人民银行决定，从2011年1月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

第三轮调控以行政手段为主。具体以限购为首要手段，并将限购范围进一步扩大至二三线城市；同时，继续通过加息增加购房成本，并加大对流转环节的成本，但房产税试点低于预期。

图表 10 第三轮调控措施

2011年1月26日	国务院办公厅	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作的有关问题的通知》，要求将第二套房房的房贷首付从原来的不低于50%改为不低于60%。同时要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。
2011年1月27日	财政部	财政部公布了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买不足5年的住房对外销售的，将全部征收营业税。
2011年1月28日	深圳	上海和重庆正式实施房产税，深圳宣布成为第三个房产税试点城市。
2011年2月8日	中国人民银行	中国人民银行决定，自2011年2月9日起上调金融机构人民币存贷款基准利率0.25个百分点。
2011年2月9日	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部发布《关于调整住房公积金存款利率的通知》，要求从2011年2月9日起，上调个人住房公积金贷款利率。五年期以上个人住房公积金贷款利率上调0.20个百分点。五年期以下（含五年）个人住房公积金贷款利率上调0.25个百分点。
2011年2月18日	中国人民银行	中国人民银行宣布，将于24日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

通过对三次调控政策的梳理，可以发现政府调控的目的是要把房价过快上涨的势头控制住，使房价能够保持在一个合理的水平，而不是个别人想得那样要将房地产价格打压下去。这从首套房贷利率的折扣措施直到最近仍没有完全取消便可看出端倪。政府第一目标是想通过政策的管理逐步改变人们对房地产的预期，从而使房地产需求曲线恢复正常化。在各种政策的叠加效果下近期房地产成交量大幅下滑，说明政策效果有所显现。但从房地产价格数据来看，近期房地产又出现了上涨苗头，说明投资者预期虽然有所改变，但仍未使得当前房地产成为正常的商品，我国在房地产治理上仍有很长的路要走。

前文我们提到，鉴于房地产市场的发散型蛛网特征，在极端情况下政府必须采取应激性措施控制房地产的价格，从而使市场恢复短期均衡。前两次调控失效后，第三轮政策以限购为主就是出于这样一种考虑。此外，从稳健角度来说，在连续加息之后，目前也应观察政策叠加的实施效果，实在不易再启加息利器。从行政角度来对房地产进行限购不失为一个比较安全的应急性措施，虽然这种政策是严重违背市场原则的。

3 月行情总体估计

市场发展环境分析

房地产市场处于观测期，政策管制暂时放缓

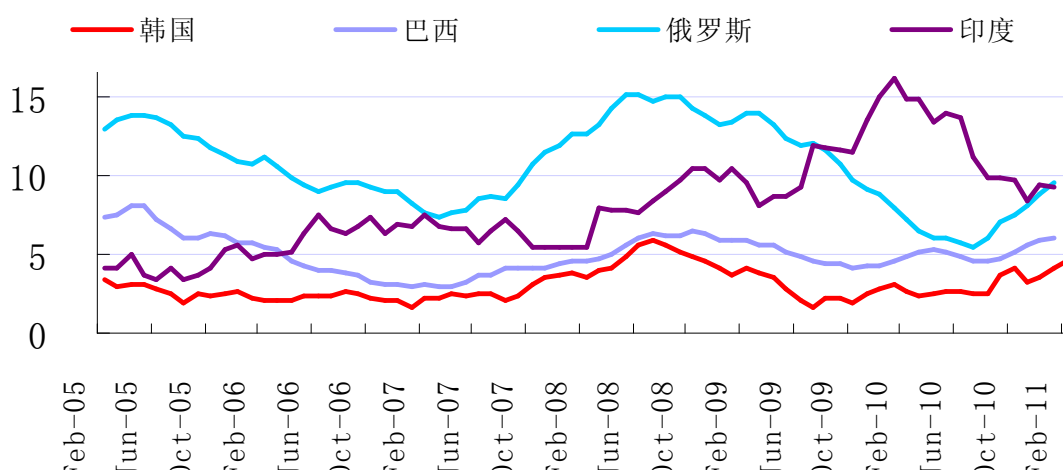
前文我们分析了房地产市场面临的问题，房地产是我国的主导产业，政府当前对房价的直接管制是想为房地产健康发展保驾护航。试图限制房价上涨但又不能治理的太狠，从而使市场的预期彻底改变最后又导致房地产泡沫的破裂。政策尺度其实很难把握，政府的调控行为无异于刀尖上起舞，这对执政者是极其严峻的考验。近期通货膨胀形势严峻，政府在治理时所使用的政策对房地产的影响其实是非常大的。房地产本身属于实体经济，有异于其它商品的特殊性使的调控政策存在明显的滞后性。因此，政策累加的效果仍需观察。

从长期来看，如果不发生特殊事件房地产仍将稳健发展。未来政策将集中于以下几方面：一是长时间执行严格的限购令，加大对投机需求的管制降低人们的预期。此后政府在加息政策的应用上将更加谨慎；二是开拓普通居民的投资渠道，进行资金分流。近两年来新股发行速度加快、新三板扩容及国际板的即将开通就是国家在拓宽投资渠道方面进行的努力；三是继续加大保障房供给力度。

国际通胀倒逼美国政策将转向，我国通胀压力稍低

当前世界各国呈现极端的两极分化，新兴国家 CPI 持续高涨，美国欧盟 CPI 暂时仍未受通胀困扰。近期中东国家的局势混乱造成了国际原油和黄金价格的走高，通过产业链的传导又将加大全球通胀的压力。我们认为通胀的进一步恶化终将导致美国货币政策的改变，事实上投资者已经提前做出了反应，这从反映美国通胀预期的 TIPS 债券的走势的上涨可得到验证。预计近期对财政收紧后，美国在下半年也将对货币政策作出调整。

当前以原油、铁矿石为代表的大宗商品继续上涨，给我国造成了输入型通货膨胀，对我国经济造成了不利影响，货币政策因此必须维持一种偏紧的状态。但从中长期来看，我国面临的通胀压力其实要低于市场此前预期。表现到 A 股市场，1 月通货膨胀数据略低于预期，加之 2 月 CPI 将出现小幅下滑，都使得市场紧张情绪得到缓解。

图表 11 新兴国家通胀率高企


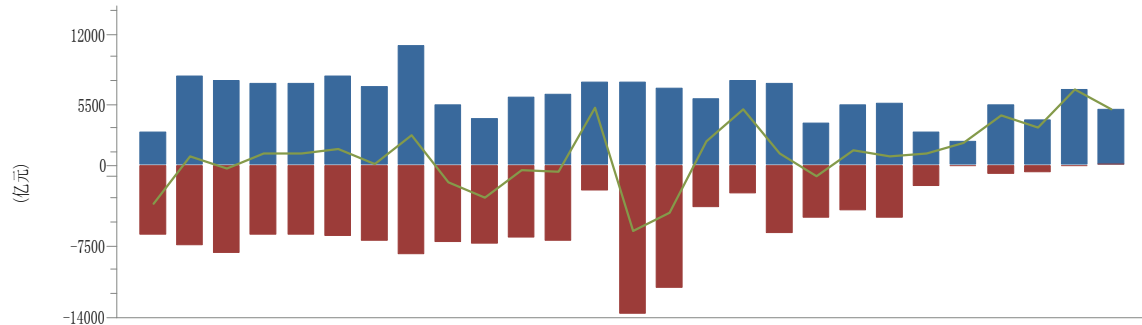
数据来源：Wind 大同证券

3月公开市场到期资金大增，存准率提高概率加大

为缓解货币市场资金面紧张状况，央行在 1、2 月分别向公开市场净投放资金 4540 和 3410 亿，累计高达 7950 亿元，净投放规模创近期新高，货币市场利率因此再次回归常态。但需要注意的是，3 月 4 月将迎来资金解禁高峰，届时分别有 6860 亿和 5060 亿资金到期。由于公开市场央票一、二级市场利差较大，发行量受到制约，其固有的资金回笼功能受限。为对冲过量的资金 3 月仍存在上调存准率的可能。因为这只是央行常规操作，预计对市场影响有限。



图表 12 央行公开市场操作

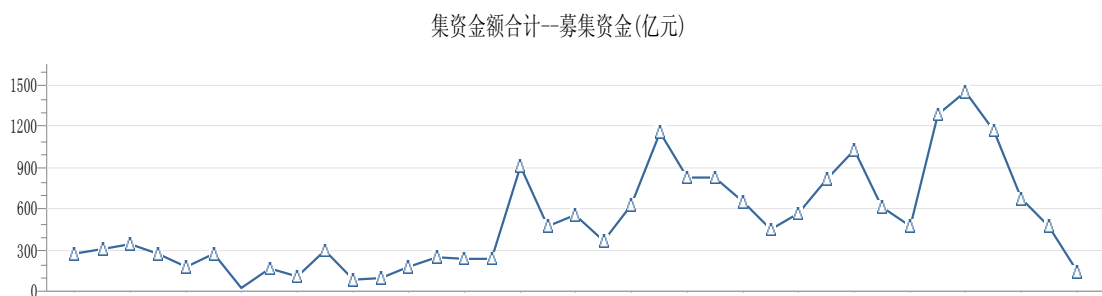


数据来源: Wind 大同证券

市场融资速度减缓

2006年至2010年两市募集资金金额分别为2696、8043、3469、5149和10131亿元,2010年市场实际募集资金再创历史记录,其中四季度月平均融资额度高达1300亿元。进入2011年,在大量新股集中上市后新股发行速度明显减缓,融资额度连续下滑。预计全年融资规模与09年相当。

图表 13 商品房销售额增速



数据来源: Wind 大同证券

市场基本运行格局

在第三轮调控政策集中出台后，房地产市场将迎来执行效果观测期，CPI 环比下降也充分缓解了市场对紧缩政策的预期；近期国内市场流动性得到有效缓解，三四月到期资金量的大幅增加也为 3 月资金市场的充裕奠定了一定基础；与此同时 A 股市场融资规模大幅降低，这些都为 A 股市场造成了良好的环境，有利于市场短期估值的提升。但从中长期来看，源于房地产市场和通货膨胀的不确定性仍然对市场形成较大制约，大盘股难以启动也使得整体趋势性机会难以很快到来。综合以上分析，我们认为 2011 年 3 月份大盘可能是区间震荡格局。上证指数的核心波动区间为 2800-3000 点，局部行情依然较活跃。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。