

研发部

程毅敏

SAC 执业证书编号: S1340511010001

联系人: 策略研究小组

联系电话: 010-68858130

Email: chengyimin@cnpsc.com

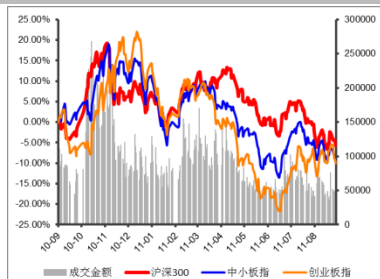
固定仓位情况

50%

交易仓位情况

20%

主要股指走势图



经济软着陆条件逐步增多

——流动性继续改善

摘要:

● 预计本周沪指先抑后扬, 运行区域位于 2450-2550 点。投资者的关注重心继上周后本周还将落于国内, 进出口数据、通胀数据及工业增加值数据的公布或成市场风险溢价分界点。在外围降息面扩大背景下, 国内流动性改善由预期转向实质。

● 风险敞口上升结束连续反弹。上周美国公布非农数据显示, 10 月份美国非农就业人数温和增加, 同时前两个月的数据被向上修正, 但因欧洲主权债务风险敞口上升对冲美国非农就业数据的利好从而基本上没有对市场造成大的影响。汇率方面, 美元指数继续回落, 截至周末报收至 76.91 美元, 全周上涨 2.42%。波罗的海指数周报收 1784 点, 全周下跌 11.6%。BDI 指数大幅回落, 年末需求不均衡导致。由于内外煤价倒挂导致沿海散货价格下行, 而铁矿石的真实需求缺乏更是拖累干散货指数。欧洲进入淡季, 美国货量下降, 集运市场延续疲态。

● 领先数据差异暗示经济内部不均。首先, 国内 PMI 意外下滑与汇丰 PMI 意外上升形成差异, 大小企业经济活动冷热不均。其次, 大型企业在融资渠道畅通背景下, 经济活动显著放缓, 除暗示需求回落较快外不排除有增大净资产做大分母主动调降之嫌。最后, 大小企业差异更加凸显小企业对流动性的敏感, 估值修复预期增强。因此展望 10 月通胀数据显著回落的同时财政政策将向保增长倾斜, 故本周调高固定仓位至 50% 的判断。

● 流动性改善由预期转向实质。1、银行存贷比考核使得揽存动力重新加大, 同时累计财政存款增加的因素导致实际投放货币量增加。2、财政收入继续保持增长, 如按年初预算, 年末将显著投放增大。3、在年内通胀未及年初目标下利率及准存率重置预期落于明年, 年内央行更倾向于通过公开市场投放货币来支持经济增长。

● 估值修复动力逐步累积, 市场更倾向政策导向。1、季度业绩修正传导估值修复, 但考虑到通胀与经济增速的正相关性, 年内行业估值仍有压力。2、三、四季度的政策微调更多体现在流动性层面, 增量的介入推高风险溢价。3、微观行业政策的调整短期催化估值预期变动。因此提高交易型资金的比例为 20% 的判断。

● 经济领先数据回落暗示货币紧缩效果显现并开始波及大型企业, 在此前提下系统性估值提升属小概率事件, 更多的是本周重要经济数据公布后的结构性估值修复机会。配置建议在安全边际高的前提下数据提振的相关行业, 板块如: 保险、煤炭、机械, 黑色金属。

目 录

一、风险敞口上升结束连续反弹	4
二、领先数据差异暗示经济内部不均	7
三、流动性改善由预期转向实质	8
四、估值修复动力逐步累积，市场更倾向政策导向	10
五、投资策略	11

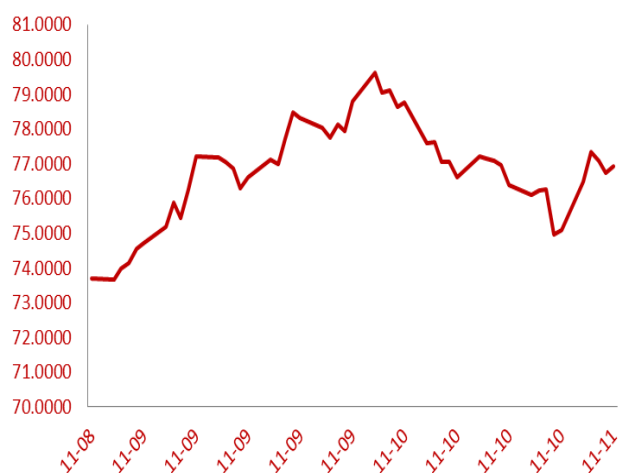
图表目录

图表 1: 美元汇率走势.....	4
图表 2: 波罗地海指数 (BDI)	4
图表 3: CRB 指数.....	5
图表 4: 能源市场: 布伦特原油	5
图表 5: LEM 铜	6
图表 6: LEM 铝	6
图表 7: 采购经理人指数 PMI	7
图表 8: 汇丰 PMI	7
图表 9: 财政预算支出	8
图表 10: 公开市场操作	8
图表 11: 本周申购新股列表	8
图表 12: 隔夜拆借利率	9
图表 13: M1	9
图表 14: 沪深 300 成交量	10
图表 15: 沪深 300 资金净流入额	10
图表 16: 上涨家数与上海指数	10

一、风险敞口上升结束连续反弹

上周美国公布非农数据显示，10 月份美国非农就业人数温和增加，同时前两个月的数据被向上修正，但因欧洲主权债务风险敞口上升对冲美国非农就业数据的利好从而基本上没有对市场造成大的影响。汇率方面，美元指数继续回落，截至周末报收至 76.91 美元，全周上涨 2.42%。

图表 1：美元汇率走势



数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 2：波罗地海指数 (BDI)



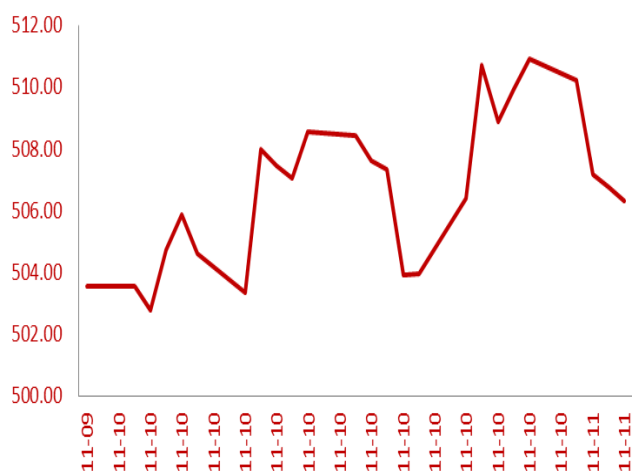
数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

波罗的海指数周报收 1784 点，全周下跌 11.6%。BDI 指数大幅回落，年末需求不均导致。由于内外煤价倒挂导致沿海散货价格下行，而铁矿石的真实需求缺乏更是拖累干散货指数。欧洲进入淡季，美国货量下降，集运市场延续疲态。

世界主要市场：多数出现反弹。美国劳工部上周公布，经季节性因素调整后，当周的首次申请失业救济人数减少 9,000 人，至 397,000 人。这是 9 月 24 日当周以来首次申请失业救济人数首次跌破 400,000 人。多数经济学家都认为，首次申请失业救济人数只有跌破这一水平，就业增长才可能超过失业增加的速度。但这一利好消息被欧债问题对冲未能对市场产生足够的拉动作用。道琼斯工业股票平均价格指数收盘至 11983 点，全周下跌 2.03%。纳斯达克综合指数收盘至 2686 点，全周下跌 1.86%。标准普尔 500 指数收盘至 1253 点，全周下跌 2.48%。

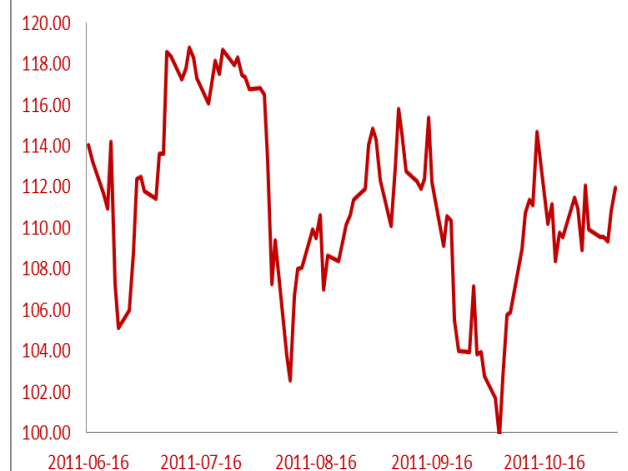
能源市场：国际原油维持小幅震荡。国内外市场近期走势不确定因素较多，经济氛围的强弱转换速度加快，欧洲主权债务问题的反复令市场走势震荡，外围市场的震荡反复必将带动国内市场的波动，债务问题不确定因素依然较多。而对石油化工类来说，成本因素跟随原油涨势出现些许好转，而下游需求依旧清淡，仍以原油和市场氛围为主导，或将震荡偏强，保持震荡偏多思路。

图表 3：CRB 指数



数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4：能源市场：布伦特原油



数据来源：wind, 公司公告, 中邮证券研发部

有色金属方面：LME 铜震荡下跌。首先全球铜需求依然看中国线缆行业，由于政策推动线持续高速、平稳增长因此全球铜的消费现状是同比下降环回升总体水平没有预期中的差。其次，投资者对于欧元区风险已经逐步看淡。第三，中国短期货币政策有回暖的预，流动性逐 中国短期货币政策有回暖的预期，流动性逐渐放松，市场信心收复，增添了铜价反弹的动力。LME 铝维持震荡偏空。对沪铝来说，若不能确定国内货币政策的调整，那仅是个短期反弹行情，大涨很难，逢高做空仍是较好的策略。但如果货币政策出现调整，那么资金宽松下游需求将会转好，沪铝有望走高。欧债危机处理过程中利空出现的机率远大于利多。短期，欧洲降息，希腊或不举行公投引发外盘反弹，但欧债问题是长期的反弹只是短暂的，坚持逢高做空思维。

图表 5: LEM 铜



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 6: LEM 铝



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

农产品方面: CBOT 大豆短期震荡形成。美元疲软、原油高企及股市上涨支撑盘初大豆期价走高。有市场称, 中国在过去几天内采购了数船美国大豆, 这也提供盘面一定支撑。不过, 新利多消息匮乏及持续担忧国际需求放缓, 促使交易商了结盘初获利。大豆期价收盘接近持平, 摆脱玉米下跌影响。另外, 南美大豆播种顺利, 巴西已完成 35%, 明显高于去年及五年均值, 阿根廷播种也较为顺利, 短期南美无天气影响。

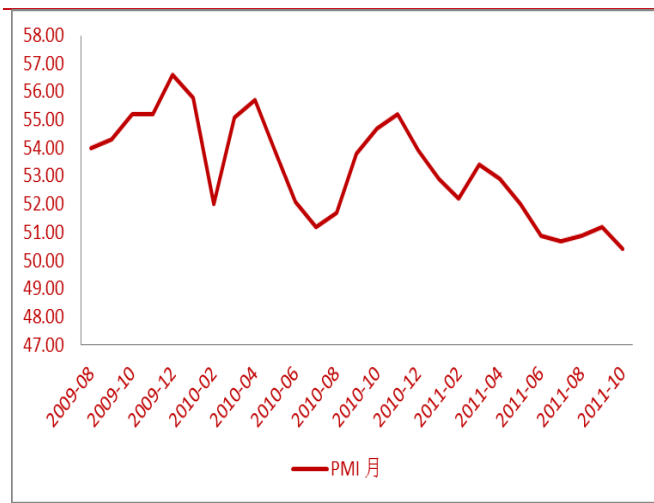
棉花继续维持震荡。在国内市场皮棉销售清淡的情况下, 外棉现货价格连续下滑, 相比国内棉花价格更加便宜, 无疑给国内棉花市场带来压力。近期某国际大棉商对国内贸易商 2011/2012 年度印度棉的买进价格下调至 18200 元/吨, 但保税棉现货降价并没有带来销售的上升, 这反映了国内下游纺织企业的观望情绪浓, 采购不积极。受欧美债务危机影响, 欧美市场纺织服装订单需求下降两成, 市场签订订单 8 成以上以短单为主, 不少中小纺织服装企业面临着停工倒闭的危险, 行业严峻形势堪比 2008 年金融危机的时候, 今年棉花消费需求很难提升, 棉企继续走交储, 棉市延续交储行情。

橡胶市场继续走弱。目前宏观环境充满不稳定性, 而商品基本面又存在对于冬季市场需求预期; 市场处于一种矛盾情绪当中, 商品市场没有进入任何趋势性。欧洲央行意外下调了利率, 对于支撑经济的度量取代了保守的防通胀政策。不过, 欧洲经济的低迷和中国政府抑制物价波动的趋向仍未改变。外围形势对橡胶市场的压力减小。近期泰国洪水影响了泰国产量, 而且马来西亚的降雨也在增加, 但产胶国自己的研究数据表明, 橡胶供应的水平继续上升, 全年大幅增长的趋势不会改变。中国橡胶库存继续处在高位, 抑制中国的橡胶进口, 而且全球汽车产量的增长弱于预期。供需宽松的局面难以改观, 橡胶价格仍不排除有一波下跌之势。

二、领先数据差异暗示经济内部不均

首先,国内 PMI 意外下滑与汇丰 PMI 意外上升形成差异,大小企业经济活动冷热不均。其次,大型企业在融资通道畅通背景下,经济活动显著放缓,除暗示需求回落较快外不排除有增大净资产做大分母主动调降之嫌。最后,大小企业差异更加凸显小企业流动性的敏感,估值修复预期增强。

图表 7: 采购经理人指数 PMI



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 8: 汇丰 PMI



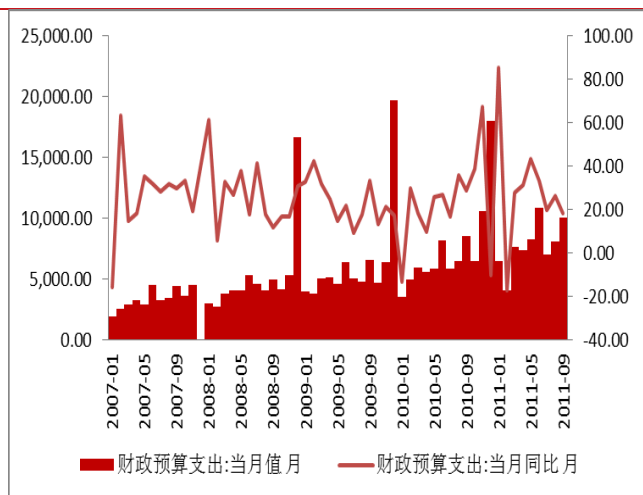
数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

因此展望 10 月通胀数据显著回落的同时财政政策将向保增长倾斜, 故本周调高固定仓位至 50%的判断。

三、流动性改善由预期转向实质

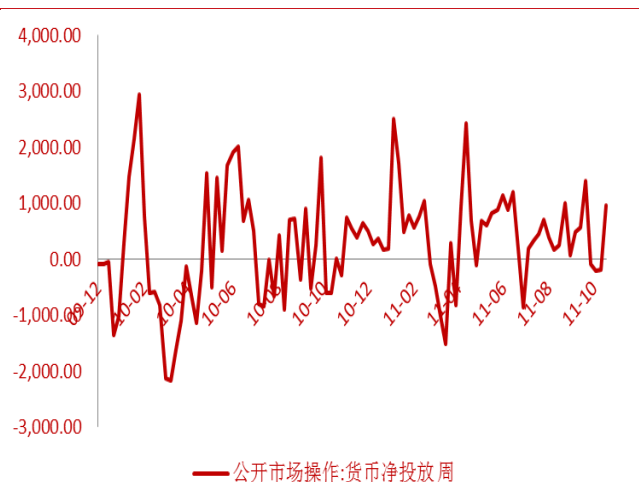
- 1、银行存贷比考核使得揽存动力重新加大，同时累计财政存款增加的因素导致实际投放货币量增加。
- 2、财政收入继续保持增长，如按年初预算，年末将显著投放增大。
- 3、在年内通胀未及年初目标下利率及准存率重置预期落于明年，年内央行更倾向于通过公开市场投放货币来支持经济增长。

图表 9：财政预算支出



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

图表 10：公开市场操作



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

新股方面：本周 A 股市场发行节奏大幅放缓，全周仅安排了 2 只新股进行网上发行，全部为中小企板公司。周二：道明光学（002632）。周五：申科股份（002633）。

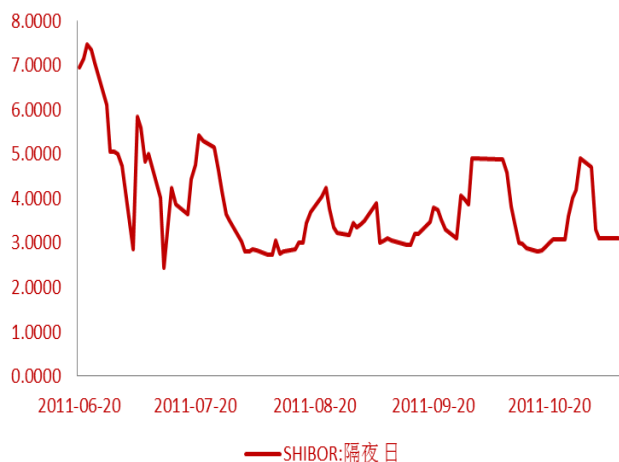
图表 11：本周申购新股列表

代码	名称	申购代码	招股日期	发行价格	上市板	PE(发行后)	PE(发行前)	总计	网下配售数量	网上发行数量	询价申购上限(万股)
002633.SZ	申科股份	002633	2011-11-02		中小企板			2,500.00	500.00	2,000.00	500.00
002632.SZ	道明光学	002632	2011-10-28	23.00	中小企板	67.65	50.00	2,667.00	532.00	2,135.00	532.00

数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

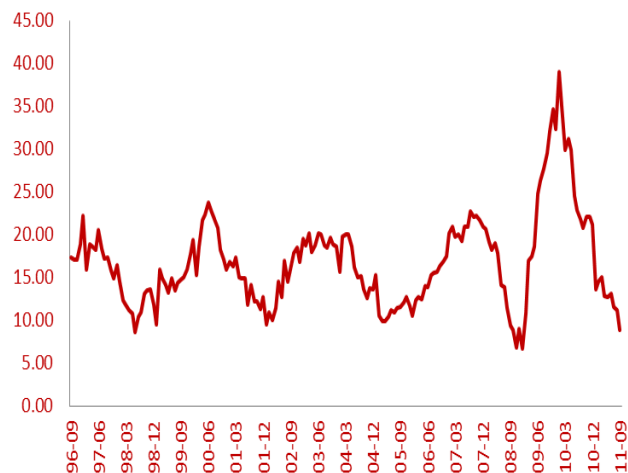
债券方面：稳健持有信用债。已公告将在本周发行的债券共 27 只，其中 11 月 9 日发行第 23 期付息国债，期限 50 年，计划发行数量 280 亿元，11 月 10 日发行 11 农发 18，期限 3 年，计划发行 150 亿元。另外还有 10 期中票、13 期短融、1 期企业债和 1 期公司债。目前海外如巴西、印尼、澳大利亚和欧洲央行等多国央行均进行了降息，表明全球货币政策正转向宽松。从国内来看，上周央行公开市场操作也暂停正回购操作，结束了此前净回笼操作，维持市场流动性相对宽松，同时，月末信贷快速增长，政策转向迹象趋于明确。投资者目前需要密切关注 11、12 月的信贷投放状况，若按照年初预期 7.5 万亿规模，则 11、12 月新增信贷或将达到 7000 亿，则年底信贷将出现同比多增，而根据 08 年和 10 年的经验看，若信贷多增的局面持续，则经济环比见底回升的时间或将提前，从而将提升市场风险偏好，使得大类资产配置将从利率产品等避险资产逐渐转向风险资产，导致利率产品收益率进一步下行的空间受限。因此，尽管 11 月资金面的好转有利于整体债市的表现，但我们认为在信贷放量、经济见底时间或将提前的预期下，目前对低风险的利率产品的配置应当有所放缓，并逐步增加风险较高的中低等级信用债和可转债的配置。

图表 12：隔夜拆借利率



数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

图表 13：M1

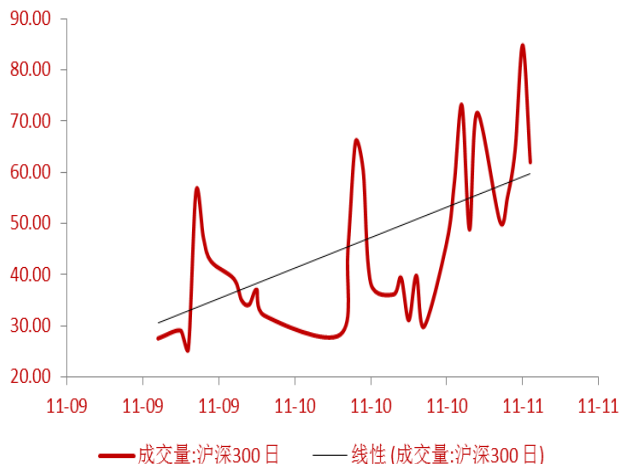


数据来源：wind, 公司公告，中邮证券研发部

四、估值修复动力逐步累积，市场更倾向政策导向

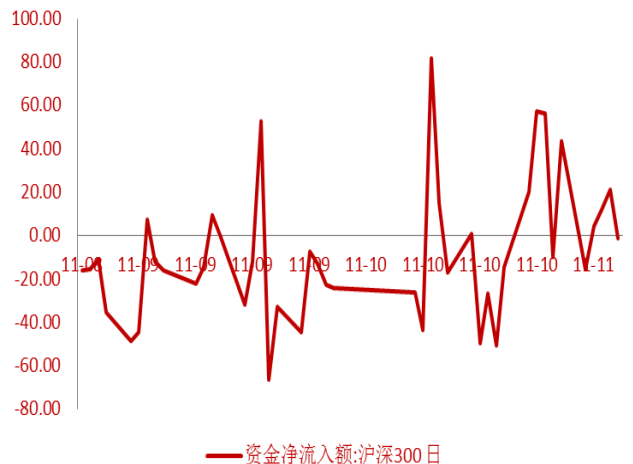
1、季度业绩修正传导估值修复，但考虑到通胀与经济增速的正相关性，年内行业估值仍有压力。2、三、四季度的政策微调更多体现在流动性层面，增量的介入推高风险溢价。3、微观行业政策的调整短期催化估值预期变动。

图表 14：沪深 300 成交量



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 15：沪深 300 资金净流入额

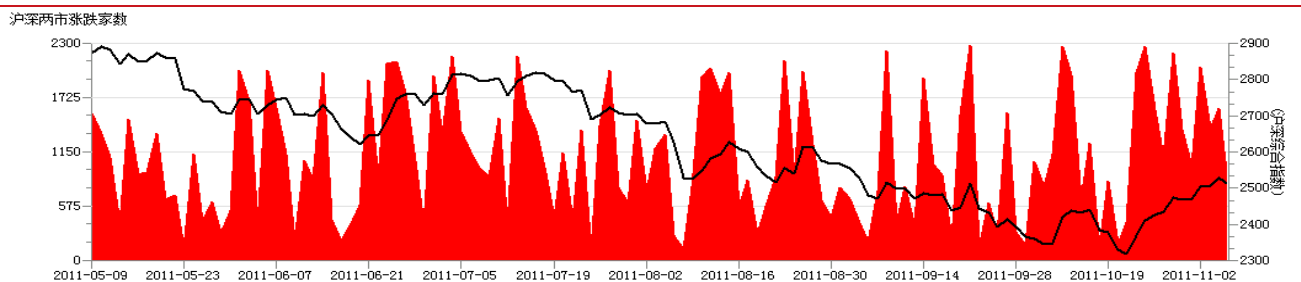


数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

因此提高交易型资金的比例为 20%的判断。

流动性由预期转向实质从而提高市场整体弹性而月度重要经济数据即将公布使得市场较为谨慎。外围市场的降息范围扩大，使得国内持续的公开市场净投放操作预期更为强烈。同样从银行这个视角来看，月末的存贷比考核将显著叠加财政收入增收的有利因素，基础货币投放将增大。另外，年初的信贷规模总量剩余使得年前流动性增强预期再度提高。由此判断，在流动性改善高于此前市场预期下，证券市场将因增量资金介入而使得弹性增强，但考虑到宏观紧缩及微观改善，所以超额收益率更多的体现在结构行情中，建议主题投资少量参与。

图表 16：上涨家数与上证指数



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

五、投资策略

经济领先数据回落暗示货币紧缩效果显现并开始波及大型企业，在此前提下系统性估值提升属小概率事件，更多的是本周重要经济数据公布后的结构性估值修复机会。配置建议在安全边际高的前提下数据提振的相关行业，板块如：保险、煤炭、机械，黑色金属。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。