

流动性依然充裕，板块风险不一

东北证券金融与产业研究所策略组：

冯志远、郭峰、沈正阳、曾小勇

联系电话：(8621) 63367000*287

邮箱：fengzy@nesc.cn

2009年2月16日

投资策略周报

【一周环球数据一览】:

海外市场指数

名称	收盘点	涨跌幅%	1日	5日	1月
道琼斯	7850.41		-1.0381	-5.19504	-5.20225
标普	826.84		-0.99977	-4.80774	-2.73844
纳指	1534.36		-0.47674	-3.60304	0.328902
英国	4189.59		-0.30103	-2.38311	1.025546
日经	7732.68		-0.60056	-4.25846	-6.04448
俄罗斯	624.21		2.086843	19.83068	10.13462
巴西	41673.62		2.89582	-2.53039	5.92778
印度	9634.74		1.784418	3.589776	3.337234

国内市场指数

名称	收盘点	涨跌幅%	1日	5日	1月
上证	2320.792		3.233899	6.397878	18.74472
沪深	2399.065		3.481883	7.231326	20.54307
深圳	8628.755		3.725896	11.02507	24.73842
香港	13554.67		2.46721	-0.73504	2.256873
中国H	7568.73		2.730483	-1.68782	5.89576
AH溢	155.01		0.983713	6.8445	
上证	120.033		-0.01583	0.003333	-0.56167
上证	3110.217		3.149899	3.034058	12.62565
上证	2436.351		3.235299	6.390037	18.73125

大宗商品市场

名称	收盘点	涨跌幅%	1日	5日	1月
BDI 指	1908		-4.0724	16.19976	116.5721
CRB 指	213.14		-0.65256	-5.00089	-3.59582
原油	44.91		-0.06676	-7.7634	-4.48745
煤炭	54.25		-2.23464	-6.59435	-11.0656
黄金	944.3		0.010591	5.555556	12.02989
伦敦	1146		-0.19595	-2.86078	-12.0322
伦敦	11570		2.707501	2.890173	-1.11111
伦敦	3419.25		0.425876	-3.24018	1.725549
伦敦	10303		0.340865	-10.3541	-8.41778

汇率与利率

名称	收盘点	涨跌幅%	1日	5日	1月
美元指	86.501		0.534629	2.01552	2.71814
欧元汇	1.2792		-0.80645	-1.16627	-3.55123
日元汇	91.465		-0.04917	-0.05464	0.899062
英镑汇	1.4234		-2.03379	-4.23521	-4.68027
澳洲汇	0.65275		-1.33767	-2.87902	-3.56061
印度汇	48.6675		0	0.159498	-0.24085
俄罗斯	34.724		0.800	-3.75	6.751
巴西汇	2.2555		-2.31279	0.523677	-4.22505
人民币	6.835		-0.06	0.014	-0.03
人民币	6.9255		0	-0.05	-1.69
美国1	0.6		-0.82		

目录及摘要

【本周A股投资策略】

流动性依然充裕，板块风险不一

【本周选股思路】

行业冷暖不一，关注补涨类行业

【投资组合】

关注银行、电力和石化的补涨可能：

【一周宏观经济点评】

数据来看略有好转，但宏观经济尚不具备真正好转的条件，经济的低迷走势还将持续一段时间。

【一周行业公司点评】

【一周股市运行回顾】

牛年市场显“牛”气—A股技术分析

【权证投资策略及组合】

【债券投资策略及组合】

债市调整到位，收益率趋于稳定

【附录】

A股市场行业指数运行简报

【本周 A 股投资策略】：流动性依然充裕，板块风险不一

1、市场运行逻辑

本轮反弹行情的启动是基于两个因素：一是基于基本面预期，市场基本认为去年 11 月份的 1664 点已经初步反映宏观经济的底部，在随后的 2 个月，随着部分指标如 PMI 指数和原材料价格等出现复苏迹象，强化了投资者对于宏观经济已经探明底部的预期。二是来自流动性的支持，从贷款规模和结构看，金融市场流动性明显充裕。

我们认为，行情运行到目前阶段，流动性的支持效应体现得更为充分。受政府不断出台鼓励金融机构放贷的相关政策刺激影响，近两个月的新增贷款不断增多，并在今年 1 月份再次创下历史新高。数据显示，今年 1 月份，金融机构新增人民币贷款 1.62 万亿元，比去年 12 月份多增加 0.85 万亿元；其中新增短期贷款及票据 1.026 万亿元，新增中长期贷款 0.582 万亿元。上述数据显示，当前金融市场的流动性较为充裕。

流动性复苏如果完全进入实体经济，那对未来宏观经济的复苏是非常有利的。但从企业自发的投资贷款需求和贷款增速的持续性看，对宏观经济还未到可以完全乐观的阶段。M1 增速下滑，表明市场中的交易性货币需求处于萎缩状态，1 月份该指标创出历史新低水平，意味着目前这种交易性货币需求的萎缩程度非常严重。同时由于信贷前高后低的特点，1 月极有可能是年内单月信贷增量的最高峰。我们判断，09 年 1 季度社会流动性相对充足，贷款增速规模将达到 3 万亿左右，即 09 年全年的 50% 左右。而 09 年第二季度之后，金融机构新增贷款将会出现下降趋势。

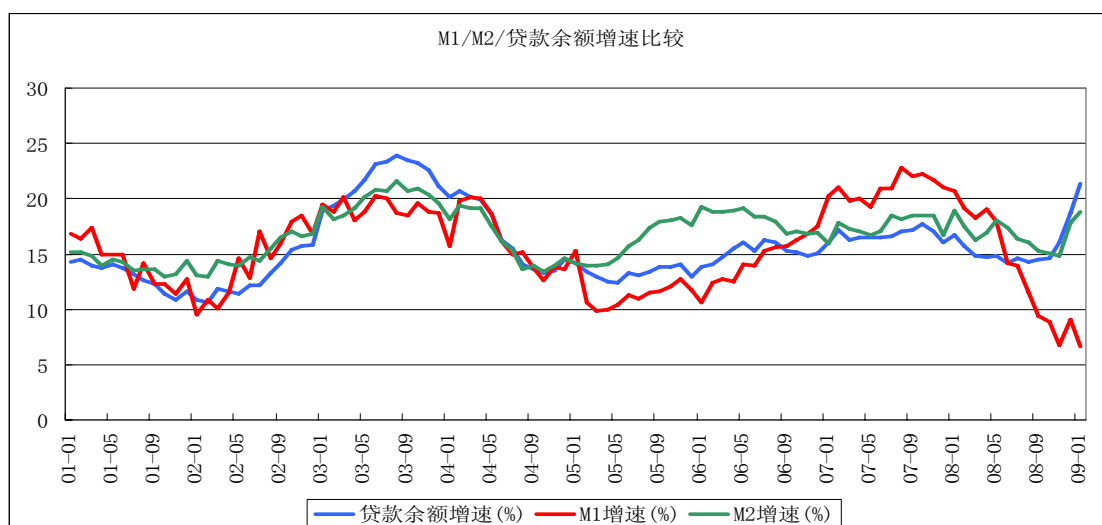


图 1: M1、M2 及贷款余额增速

数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

2、本周策略观点

市场受从众心理的影响往往会出现偏离价值中枢的走势, 指数在利好氛围和投资者情绪加速器的助推下仍可能惯性冲高, 但整体的安全边际已有所下降。我们将重点关注流动性变化对投资预期的影响。

2.1 流通市值超过 6 万亿, 已近“530”前夜

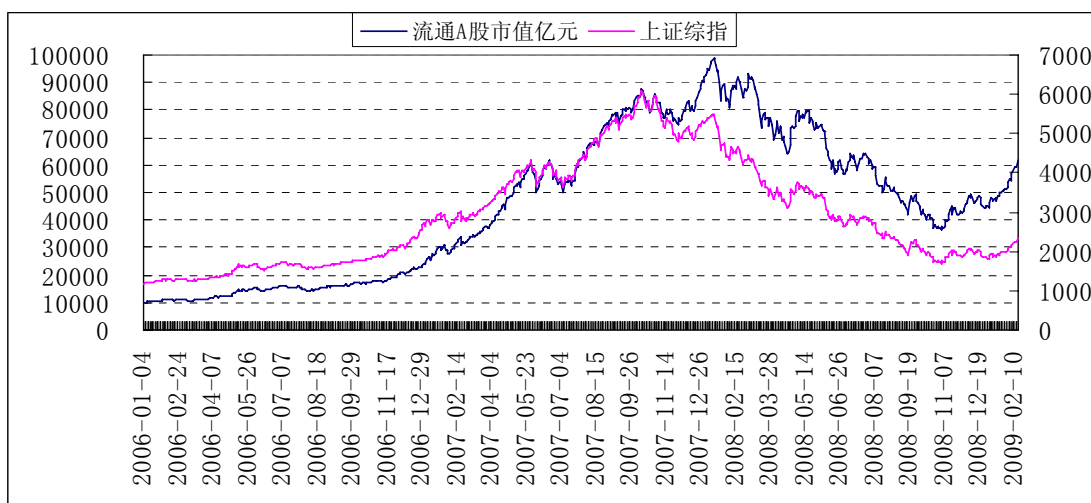


图 2: 流通市值规模已近“530”前夜, 市场已处于亢奋阶段

数据源自 WIND, 东北证券金融与产业研究所

目前 A 股有类似“5.30”前夜的状态。从流通市值来看, 2007 年 5 月 29 日的流通市值为 61794 亿, 而周五(20090213)的流通市值已经达到 61633 亿, 距离“5.30”时流通市值的高点只有一步之遥, 投资者需要一份冷静, 不宜再大幅的加仓。

根据流通市值规模推演出“不宜再大幅的加仓”的逻辑:

理由 1: 本轮行情起于 11 月初的“四万亿”政策概念、加速于信贷规模激增的流动性概念, 但是不利的条件是经济基本面未见根本性好转、上市公司业绩预警频频, 全球股市在底部徘徊、A 股市盈率与市净率水平再次处于全球主要股市的首位(上证 A 股静态市盈率 18 倍、市净率 2.6 倍, 境外多数市场市净率在 1 倍左右), 限售股 2000 点下方减持动机不强但是进入 2 月以来减持冲动明显增强, 以及未来 IPO、再融资的放开。

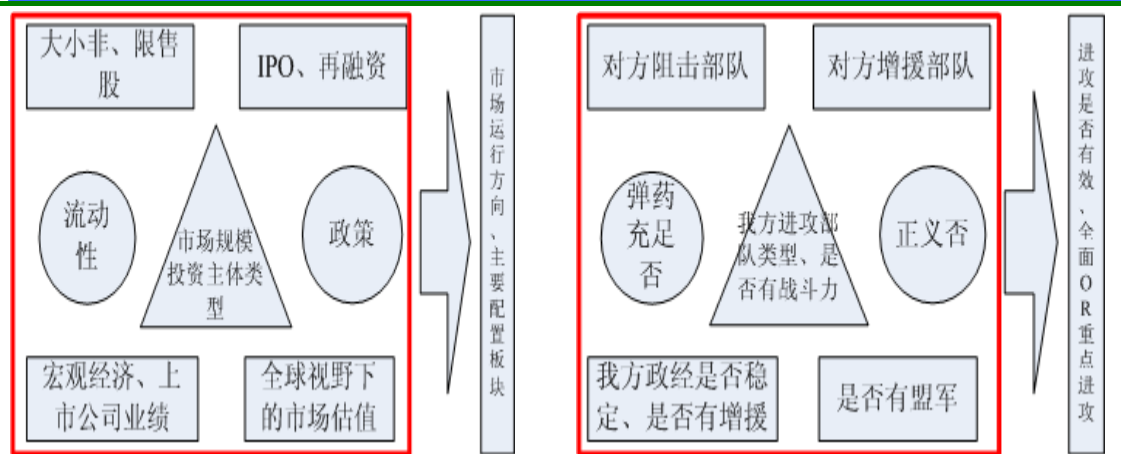


图 3: A 股运行逻辑图的“军事战役学”解读
东北证券金融与产业研究所

如果从“军事战役学”的角度思考，那么目前 A 股的情势，就如同进行攻坚战的进攻方，前有对方阻击部队(限售股)、还有未来加入阻击部队的对方增援部队(未来 A 股市场的 IPO\再融资等市场供给)；后面又有进攻方自身大后方政经未必稳定导致己方增援部队不济的困难（恰如目前全球经济衰退、中国经济面临重大困难的 2009 年宏观经济背景，以及总体不容乐观的上市公司业绩），同时，外围盟军处于“泥菩萨过河——自身难保”的处境(各国股市暴跌、估值远低于 A 股)。另外弹药有衰减的可能(比如可能的严控银行资金入市)、战争正义性历来由胜利者定义(新股发行等政策面因素)。

此情此景，进攻方如要攻城拔寨、其策略是：破釜沉舟、一鼓作气，否则再而衰、三而竭，同时战役目标达到后快速撤离战场，以免跟对方的增援部队交火。极其相似，目前 A 股的走势演绎着一鼓作气、强者恒强的逼空行情，“以快打慢”，预期未来可能走势呈现倒“V”型。因此，投资者在早期可以适度加仓(我们年度策略中提示投资者在操作策略上可以在 2000 点下方进行加仓、截止 2 月 10 日的研究晨报中依然提示投资者可以增加股票配置)。但是站在 2300 点，行情虽未到强弩之末，但是随着限售股减持力度的加强、以及政策利好的逐渐释放，风险将逐步增加；尤其是面临未来可能的倒“V”型走势，因此，建议投资者将控制风险提升到获取收益之前，不宜再大幅度增加仓位。

理由 2：近期市场演绎的主题驱动力在于流动性的充裕。但是随着行情的持续，未来市场的关注主题将有可能从流动性的充裕、政策利好，重新转换到大小非、基本面、估值等方面。市场的大部分驱动因素的切换周期总体而言是比较短的，数周或数月、数季；但是市场流通市值的总规模、资产证券化率的程度、虚拟经济与实体经济的配比，是一个较稳定的变量，其稳定程度要高于市盈率、市净率的估值指标。因此，在股价上涨和限售股解禁双重作用下的 A 股流通市值在上涨行情中

是一个倍增的过程，投资者需要密切关注流通市值的变化，其有效性要胜于指数本身的变化。因此，站在接近与“530”前夜的流通市值规模、面临着未来股票的大量供给，短期策略适宜从“增加股票仓位”调整为“不再增加股票仓位”。

【本周选股思路】：板块风险不一，关注补涨类行业

1、中小板指数涨幅超预期

从指数层面看，以去年10月28日上证综指见底1664.93点为起点，截至2月12日，A股总体上独立于外围市场，在政策推动和资金推动中走出一波超出市场预期的行情。分指数来看，中小板以70.82%的上涨率排第一位，其次是深成指45.06%，上证综指受累于上证50的疲弱表现仅涨30.45%。沪深300的涨幅40.11%更能反应指数层面上的上涨幅度。从换手率角度看，上证50指数换手率81.2%显示交投不活跃，中小板266.46%的换手率显示资金轮炒力度较大。

表1：各指数表现一览(除指数点位外，单位为%)

指数名称	最新点位	5日涨跌幅	10日涨跌幅	30日涨跌幅	区间涨跌幅	区间换手率	平均点位
上证50指数	1699.35	4.29	9.81	17.05	30.15	81.20	1489.28
上证综合指数	2248.09	7.15	12.13	18.49	30.45	145.99	1942.07
上证180指数	5132.51	6.49	12.04	20.91	38.51	106.94	4323.90
沪深300	2318.34	7.78	13.39	20.81	40.11	115.63	1936.89
深证成份指数	8318.80	12.21	17.98	19.64	45.06	140.98	6824.50
中小板综	3413.09	10.79	14.76	24.18	70.82	266.46	2653.76

数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

2、行业冷暖不一，补涨风格显现

基于流动性充裕推动的特征，本轮行情运行到上周为止，仍然表现出明显的资金推动和主题投资的特征，这轮涨幅居前的行业如有色金属、信息设备、交运设备、电子元器件等仍然在近期表现出强者恒强的特征。但随着市场成交量的逐步活跃，市场风格逐级转向补涨板块。商业零售、食品饮料和交通运输等行业上周均出现10%以上的涨幅。本周若流动性短期内不发生逆转，基于不增加股票仓位的前提下，投资者可适度关注具有相对估值优势和补涨要求的品种。

随着市场的持续走高及“530”的阴影，市场对高估值的担忧始终存在。因此，相对的估值洼地以及前期涨幅偏低的品种更有可能受到新入场资金的关注，如公用事业、银行、化工等。特别需要指出的是，银行、化工板块的权重较大，对指数会有较大推动作用，在指数冲关的过程中，我们要

提醒投资者谨防其他板块是否会出现阶段性调整风险。

表 2：行业涨跌幅排名

指数名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	30 日涨跌幅	区间涨跌幅	涨幅居前个股
有色金属(申万)	19.81	29.54	46.69	92.15	ST 张铜、紫金矿业、贵研铂业、罗平锌电、科力远
信息设备(申万)	14.42	19.06	27.69	87.52	新海宜、华夏建通、泰豪科技、亨通光电、中创信测
交运设备(申万)	14.94	23.07	41.49	74.89	中兵光电、凌云股份、中路股份、福田汽车、四创电子
电子元器件(申万)	13.13	23.57	34.47	71.72	中航光电、福日电子、大立科技、康强电子、力合股份
机械设备(申万)	8.98	13.06	29.45	69.32	华仪电气、许继电气、宝光股份、利欧股份、华东数控
综合(申万)	15	22.14	33.7	68.76	鲁信高新、时代出版、创兴置业、中科英华、中体产业
餐饮旅游(申万)	14.68	23.54	30.07	65.58	首旅股份、大连圣亚、东方宾馆、西藏旅游、三特索道
轻工制造(申万)	11.08	21.05	30.05	62.5	乐凯胶片、合兴包装、东方金钰、升达林业、梅花伞
建筑建材(申万)	8.38	13.28	23.24	62.5	北方国际、金晶科技、东方雨虹、太行水泥、塔牌集团
家用电器(申万)	17.02	25.1	24.48	58.97	小天鹅、同洲电子、四川湖山、广州冷机、合肥三洋
房地产(申万)	16.15	22.23	29.56	58.75	光华控股、珠江控股、首开股份、ST 高新 阳光发展
农林牧渔(申万)	6.38	17.36	22.15	57.73	荣华实业、三安光电、敦煌种业、ST 深泰、ST 中农
医药生物(申万)	10.42	12.04	21.52	56.67	长春高新、万东医疗、中恒集团、世荣兆业、健康元
纺织服装(申万)	11.39	17.72	27.71	54.87	杉杉股份、华孚色纺、黑牡丹、孚日股份、龙头股份
信息服务(申万)	12.89	19.53	23.22	54.79	川大智胜、中卫国脉、鹏博士、生意宝、北纬通信
商业贸易(申万)	13.13	20.04	21.4	54.46	江苏国泰、西单商场、深国商、银泰股份、三联商社
采掘(申万)	5.07	9.04	24.31	45.21	西藏矿业、美锦能源、露天煤业、安源股份、金岭矿业
食品饮料(申万)	14.24	20.22	16.2	41.16	ST 新天、维维股份、啤酒花、酒鬼酒、华资实业
公用事业(申万)	7.56	12.62	16.95	39.68	大众公用、黔源电力、金山

万)					股份、鲁能泰山、哈投股份
金融服务(申万)	3.23	9.03	22.89	39.21	S 前锋、吉林敖东、辽宁成大、香溢融通、兴业银行
化工(申万)	8.91	14.65	20.57	35.89	江南化工、岳阳兴长、南岭民爆、雷鸣科化、活尔核材
交通运输(申万)	10.98	17.52	25.27	30.51	中远航运、飞马国际、锦州港、怡亚通、国能集团
黑色金属(申万)	3.09	10.16	17.92	30.5	八一钢铁、广钢股份、抚顺特钢、大冶特钢、鄂尔多斯

数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

【投资组合】：关注银行、电力和石化的补涨可能

基于目前大盘的上涨缺乏足够的估值安全边际，而趋势又在流动性推动下还有惯性冲高可能，本周除了部分主题型投资如预期产业振兴规划中受益类股票还有短线上涨机会外，我们从防御性角度出发建议投资者在不增加现有股票仓位的前提下，采取积极的换股操作策略，适度减持中小板股票，配置一些具有相对估值优势和补涨要求的品种。

本周策略组合：浦发银行、兴业银行、文山电力、国电电力、中国石化、S 上石化、新世界、50ETF。

【一周宏观经济点评】：复苏还需时日

分析师：吴娜

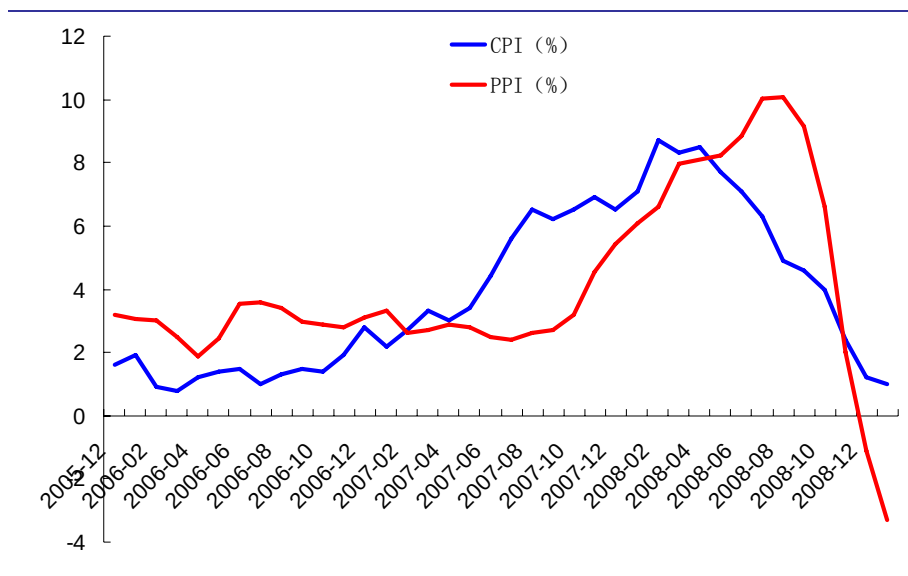
上周是春节过后的第一个工作周，上个月的各项宏观经济数据也随之开始陆续发布。从上周所发布的数据来看，尽管略有好转，但目前的宏观经济尚不具备真正好转的条件，经济的低迷走势还将持续一段时间。

1. CPI 数据略好于预期，而 PPI 数据则超预期紧缩。

统计局数据显示，今年 1 月份，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.0%，工业品出厂价格指数（PPI）同比下降 3.3%，这两项重要的价格指数的 1 月份表现再次反应了当前较大的通货紧缩风险。我们从数据上来看，1 月份 CPI 上涨幅度比去年 12 月份回落了 0.2 个百分点，并且已经连续 9 个月出现回落，且是 2006 年 8 月份以来的最低涨幅；1 月份 CPI 上涨幅度略高于普遍之前低于 1% 的预期，而且仅比去年 12 月份回落 0.2 个百分点，很主要的一个原因是春节长假活跃了消费品市场，对整个消费品需求起到了较好的提振效果。另外，1 月份 PPI 下降 3.3%，下降幅度将去年 12 月份扩大 2.2 个百分点，连续第二个月出现负增长，是 2002 年 4 月份以来的最大下降幅度。原材料、燃

料、动力购进价格下降 5.3%，下降幅度比去年 12 月份扩大 4.3 个百分点，且连续第二个月出现负增长，是 1999 年 5 月份以来的最大下降幅度。两类指数再创新低，加大了对央行实施降息的预期。

图 4：CPI、PPI 继续回落

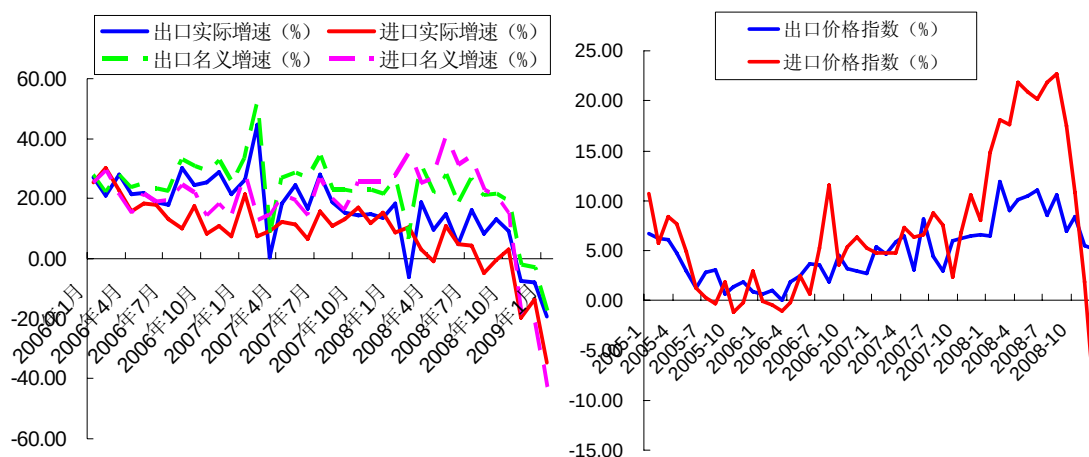


数据来源：国家统计局网，WIND, 东北证券金融与产业研究所。

2. 价格成为 1 月份进、出口大幅下滑的主要原因。

海关总署数据显示，1 月份，我国出口商品总额 904.54 亿美元，同比下降 17.5%，下降幅度比去年 12 月份扩大 14.7 个百分点，且已经连续第 3 个月出现同比下降，也是 2006 年 4 月份以来的最大下降幅度；进口商品总额 513.44 亿美元，同比下降 43.1%，下降幅度比去年 12 月份扩大 21.8 个百分点，且已经连续第 3 个月出现同比下降，也是 1995 年以来的最大下降幅度。1 月份贸易顺差 391.09 亿美元，比去年同期同比增长 100.87%，比去年 12 月份绝对增加 1.29 亿美元。从数据外表来看，1 月份外贸形势显现为极具恶化，但是实际情况并没有这么差，这里主要有一个价格的因素；国际大宗商品的大幅下降，使得我国原材料等进口成本也随之快速下降，这成为我国 1 月份进口大幅下降的主要原因，同时，出口价格也相应走低；那么，扣除这个因素后的，我国 1 月份的进、出口实际下降幅度分别约为 25%左右和 10%左右。除受价格走低影响外，还受到了 1 月份的春节长假影响；那么，扣除这个因素以后，我国 1 月份的进、出口表现会好一些。

图 5：价格因素成进、出口加速下滑主因



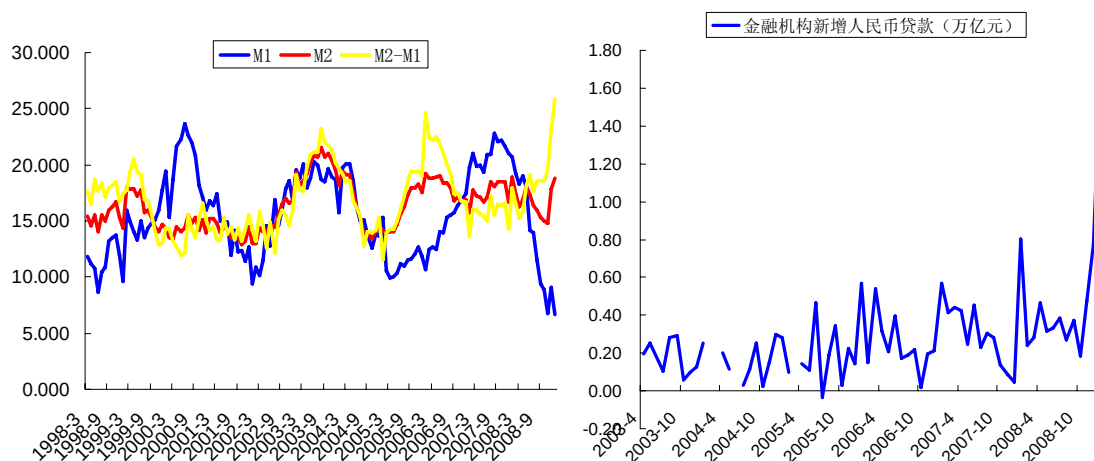
数据来源：海关总署，WIND, 东北证券金融与产业研究所。

3. M2 和信贷增长再创新高，而 M1 则创下历史新低。

央行数据显示，1 月份，M1 同比增长 6.68%，增速较去年 12 月回落 2.38 个百分点，低于去年 11 月份 6.8% 的增长速度，并再次创下历史新低。M2 同比增长 18.79%，增速较去年 12 月份加快 0.97 个百分点，是去年 2 月份以来的最高水平。两大货币供应余额的在 1 月份的增长情况，说明了当前的非交易用存款增加较快，而交易性货币需求在处于快速萎缩状态。

1 月份，金融机构新增人民币贷款 1.62 万亿元，比去年 12 月份多增加 0.85 万亿元，创下历史新高。我们知道，银行一般会集中在年初放贷，这种情况也是 1 月份新增贷款较多的一个原因。从新增加的贷款期限结构上来看，1 月份新增贷款中主要是短期贷款及票据部分，这是由于票据融资利率相对较低，使之成为较受欢迎的融资方式。而这种结构的形成还有一个原因，就是银行的谨慎放贷心理，使其相对倾向对短期贷款的发放。贷款规模的不断快速增大，也表明了政府千方百计向实体经济加大注资力度的效果在不断得到体现，但由于当前企业的亏损范围还在不断扩大，而且未来盈利能力的恢复还需要一段时间，这将加大金融机构放贷的风险，过快地放贷可能会造成未来的不良贷款余额增多和不良贷款率的攀升。那么，综合以上来看，目前这种新增贷款大幅增加的现象并不是可持续的，后期有可能出现下降趋势。

图 6：非交易用存款和新增贷款创历史新高



数据来源：CEIC，东北证券金融与产业研究所。

【一周股市运行回顾】：牛年市场显“牛”气

分析师：赵立强

牛年伊始，市场像是沾了“牛”气，在周边市场还是“风声鹤唳”的背景下，走出了自己独立上升行情。本周沪指更是跳空向上，放量突破 2300 关位，报收 2320 高点。如何看待当前市场的行情，A 股市场未来趋势如何？我们的观点是：A 股市场已出现重大趋势性转折（反转），1664 点底部显现；09 年市场有望攻击 3000 点上方。在此，我们从技术分析的角度来予以阐述。

1. 月线 1664 点底部信号显现

上证指数自 07 年 10 月见顶 6124 点以来，指数持续下跌，时间长达一年之久。13 个月股指累计下跌 4460 点，跌幅达 72.8%，创出股市规模化（95 年）以来跌幅之最。08 年股指的急剧暴跌，为日后（09 年）股指变盘反弹积聚了相当能量，一旦时机成熟，终将释放出来。这种能量的积聚（股指下跌）和爆发（股指上涨）可以从一些常用技术指标中率先解读出来。

在上证月线图表中，KD（9，3，3）指标在 10 以下，历史上仅出现过 3 次。最近的一次就是 08 年 10 月对应的 1664 低点；前两次分别为 05 年 6 月的 998 点及 94 年 7 月的 333 点。其中前两次低点都已被随后的事实证明为历史性大底。根据“历史会重演”的规律，我们有理由相信，月线 KD 在 10 以下对应的低点一旦出现底部信号后，有望演变成历史性大底，从而支撑起未来数年的牛市行情。上周末（2 月 13 日），上证指数在向上突破 2300 关位后，月线 KD 在低位出现“金叉”信号，月线 1664 点底部信号出现。

2. 日线趋势性转折确认

市场是沿趋势发展的，因此趋势的转折和确认至关重要。在判断重大趋势的转折上，我们可用

经典的江恩和道氏经典来衡量。虽然用这些经典方法判断市场是否转势，存有相当的“滞后”性，但因其可靠性高而被沿用至今成为经典。

江恩理论认为：在一个上升（或下跌）趋势中，若市场的调整（或反弹）时间，第一次超越之前的调整（或反弹），表示市势已出现逆转；同时，若市场价位下跌（或反弹）的幅度，超越之前的调整（或反弹）幅度，表示市场已经入转势阶段，转势已经出现。

上证指数自去年 10 月 1664 点以来的反弹，至本周末（2 月 13 日）空间高度已达 2320 点，反弹高度 656 点，反弹幅度 39.4%，反弹时间 14 周。本次反弹幅度和持续的时间显然已超越之前（6124—1664 下跌趋势）的任何一次反弹幅度和持续时间。根据江恩理论，转势信号已经出现。

而根据道氏理论，沪指在反弹超越 2100 点时，新上升趋势形成；若上证指数进一步反弹向上、超越上一级反弹高点 2333 点，且成交量也配合放大予以确认，则反转态势确立。由于沪指本周末已放量突破 2300 关位，后市超越去年 9 月反弹高点 2333 点已无大的悬念。可以认为，沪指以 1664 点为底部的道氏反转形态基本确立。

3. 09 年市场：反弹整固市，高度有望超 3000

确认 1664 点为底部的反转技术形态，主要是为了强调始自 07 年 10 月 6124 点的熊市下跌趋势，已在去年 10 月 1664 点宣告结束。牛年市场并不存在再创新低的可能性，但同样不具备向上创出新高条件。08 年长阴 K 线需要市场反复消化。

在上证指数以往历史中，波段跌幅超过 70% 且月线 KD 在 10 以下的，只有 94 年 7 月的 333 点。剖析 333 点以后的股指反转历程（节奏），对我们把握 1664 点后的市场机会（节奏），具有重要意义（因为历史会重演）。

94 年 7 月，沪指在经历了 1559—333 熊市下跌波段（跌幅 79%）后，开始反转向上的，在经历了反弹（333—1047）、整固（1047—512）后，于 96 年 1 月正式启动牛市行情，而上证指数创出新高，更是在 5 年后的 99 年 7 月才实现。

1664 点后的股指反转历程，预期也将经历类似的反弹、整固、牛市正式启动和股指创新高四个阶段。09 年市场预期主要经历反弹和整固两个阶段。至于牛市的正式启动还有赖基本面的配合，而指数创新高（突破 6124 点），至少也是 3 到 5 年后的事了，这里暂不讨论。

从反弹修复角度看，09 年市场高点将受到以往的市场形态（K 线）、比率（黄金分割位）、趋势线和时间周期等多种因素制约。

A. 比率分析：6124—1664 下跌波段，累计下跌空间 4460 点。一般反弹修复位在 0.382-0.5 区

域。其中 0.382 对应位在 3368 点；0.5 对应位在 3894 点。

以 1664 低点为起点的反弹上升黄金分割位：反弹 0.382 对应位 2300 点；反弹 0.5 对应位 2496 点；反弹 0.618 对应位 2692 点；反弹 1 倍对应位 3328 点。

B. 形态分析：在 6124—1664 下跌过程中形成的重要低点和反弹高点、未补的跳空缺口等，都会成为日后股指反弹的障碍。在上述比率分析的空间范围内主要有：3786 点（去年 5 月高点）、3312-3215（去年“6.7”跳空缺口）、2990 点（去年 4 月低点）、2707 点（08 年平均指数位）、2566 点（去年 7 月低点）。

C. 趋势线分析：在 6124—1664 下跌波段中，目前还在日线上方的、最重要的空头压力线为 6124（07 年 10 月高点）和 5522（08 年 1 月高点）连线所形成的中期下降压力线（见图 7）。该线目前（09 年 2 月）在 2913 点，3 月份 2713 点，4 月份 2513 点。

图 7：上证指数周线



其中，趋势压力线和 K 线形态点位是市场实实在在的“阻力”，比率分析中的点位是市场无形中的“压力”，属于技术性压力。若技术性压力（无形压力）与市场实际压力相重合的话，其重要性无疑将倍增。由此，我们可得出以下三个 09 年市场重要阻力区：2496-2566，2692-2713，3215-3368。即 09 年大盘高点有望超越 3000。具体大盘在哪个区域遇阻，还需与时间周期相结合。

D. 时间周期：股市的时间周期主要以费氏级数（3,5,8,13,21,34……）为主。另外，江恩的循环周期与我国 24 节气不谋而合。因此，我国 24 节气及股票市场本身运行节奏（需根据不同时期分辨）均构成市场的敏感时间周期（或称时间窗口）。若市场在敏感时间周期上，与上述重要空间阻力位相

重合，股指往往会因“时空”共振，产生变盘，引发趋势转折，需特别关注。今年市场下一个重要时间周期产生在 1664 点转折的第 21 周上，恰与我国的清明节气重合，届时值得高度关注。

4. 小结

从技术面出发，我们认为上证指数在上周企稳 2300 关口后，已出现重大趋势性转折（反转），1664 点有望成为历史性底部。牛年市场不会再创新低，但也不存在创新高机会。09 年市场处在反弹整固阶段，高点有望超越 3000，牛市启动有赖基本面的配合。

【权证投资策略及组合】

【债券投资策略】：债市调整到位，收益率趋于稳定 分析师：韩健

背景 1：上周公布 09 年 1 月份 CPI (1.0%)、PPI (-3.3%) 数据，下降幅度比市场预期略小，使进一步降息、降低准备金率的兑现时间可能延后，兑现幅度上也可能打折扣，因此债市在进入 09 年以来处于持续的调整状态既是对基本面的客观反映；

背景 2：一月份进出口数据（进口-43.1%，出口-17.5%）同比继续大幅度下滑，剔除春节假期因素和国际大宗商品价格因素，环比数据恢复月度增长，这对于宏观经济是稳定的信号，对债市则偏空。

敏感因素：股市走势强劲，以基金为主的交易型投资人从债市转至股市。

上周债市已经全面走稳回升，但继续上升的幅度不宜太乐观，国债指数、企债指数的短期、中期运行空间将维持在相对狭窄区域。债市的支撑来自三点：1、货币政策继续趋于宽松，利率、准备金率下行的时间、空间保持延续；2、二级市场债券的收益率水平经过五周的调整后有了一定程度的提高，配置价值提升；3、我们认为交易型投资人的退出过程基本完成，抛压减轻。上行的压力则来自于降息的空间目前看已经不大，目前的债市行情仍有一定程度的透支，央行的货币政策也是“走一步，看一步”，结合国际债市的回落态势，市场的想象空间正在被压缩。

上周企债的率先反弹，反应了市场在经济大环境和企业生产经营状况趋稳的情势下，对信用债券的信心增强。

预计本周的走势将继续维持缓慢攀升态势。建议交易型投资人选择反弹时机逐步退出，以捕捉其他投资机会，配置型投资人可以坚定持有，因为市场更可能维持现有收益率水平或小幅度下行的走势。

【附录】

AB 股票池

公司评级一览表

全球重要股指估值水平比较

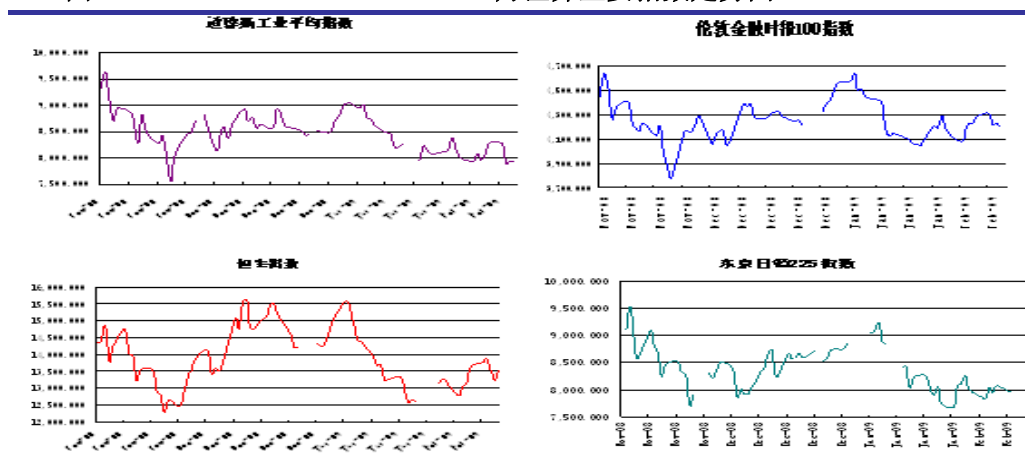
A 股市场行业指数运行简报

分析师：罗旷怡

1、市场信心有所恢复，上证指数持续上行

自去年 11 月份以来，世界各主要指数的波动都比较剧烈，A 股市场也不例外，在一波三折的走势下，上证指数终究告别了最坏的时刻，在政策的阻击下迈开止跌回调的步伐。随着美国次贷危机洪水的泛滥，世界性的提振经济举措于去年四季度起进入了白热化阶段。澳央行于 11 月初降息 75 个基点，欧洲随后再掀降息狂潮，然而宏观经济的持续不景气，使得投资者的信心很难恢复，以美国为首的世界经济的低迷已昭然可见。在金融危机恶化的情况下，美国政府采取了很多措施以挽救经济，大幅降息以及对金融集团的救助、注资等政策纷纷出台，特别是去年 11 月以后，奥巴马所准备的一系列经济救助计划及挽救经济的决心也得到市场的关注，但计划的实施远没有想象的那么简单，奥巴马的激情难免频频受到阻挠，且美国实体经济已经受到了严重的打击，很难在短时间恢复，美国的就业数据和经济增长数据依然悲观。

图： 11-2 月世界主要指数走势图



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

从国内来看，我国的外向型经济使得我国在本轮经济危机中受到了太多伤害，“扩内需、保出口、促增长”已成当务之急。在世界经济下行的背景下，我国政府从市场监管和经济转型等方面入手，积极应对金融危机。市场争论已久的增值税、燃油税改革终于在危难时刻出台，房地产、纺织等行业的产业振兴计划也接踵而至，“九大金融政策措施”、“金融 30 条”等一系列方案涵盖了中国经济的方方面面，同时，在世界携手降息过程中，我国政府也同样体现出了罕见的力度。在货币、财政双拳出击下，我国宏观经济各项数据终于有了触底回暖的迹象，投资者的信心也有所恢复，A 股市场在震荡中顽强上行。

2、小盘股保持优势，建材指数涨幅翻番

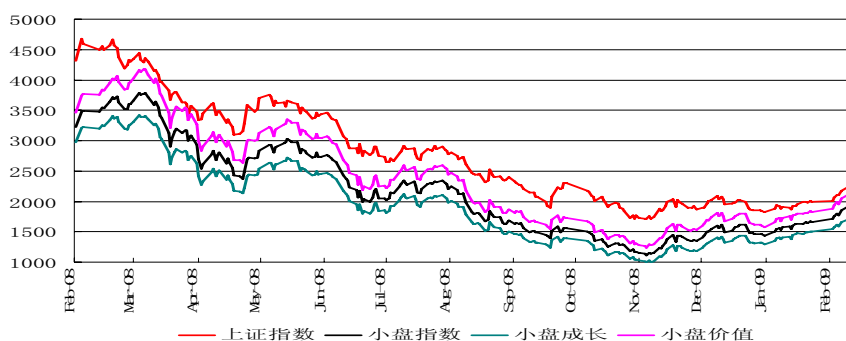
截至本期，各指数依然保持着反弹的趋势，且从阶段来看，所有股票指数在本次反弹中都有较大幅度的上涨。以天相风格指数为例，自去年 11 月至今，涨幅排名靠前的小盘价值、小盘指数和小盘成长的累计涨幅均超过了 75%，分别达到 80.17%、79.48%和 78.61%，即便涨幅最小的小型基金的上涨幅度也达到了 18.39%。可以看出，在此轮反弹行情下，小盘股有较为突出的表现，中小盘指数受益于盘子小，需要的资金量少，得到了市场的持续追捧，同时造就了其较大的振幅。在去年弱势中稳居抗跌首位具有低 beta 值的小型基金指数在大盘反弹中受益较小，这一点在之前几波反弹中也有所体现。另外，本期多数指数的 alpha 值为正，仅大市值、A 含 H 指数、大盘指数、大盘价值和小型基金的 alpha 值为负。

表： 11 月至 2 月天相风格指数累计收益情况

名称	代码	序号	涨幅	振幅	beta	alpha
小盘价值	998058	1	80.17	0.61468	1.07540	0.00638
小盘指数	998052	2	79.48	0.61223	1.27370	0.00931
小盘成长	998057	3	78.61	0.60909	0.85656	0.00191
小 市 值	998064	4	73.5	0.57996	1.06252	0.00539
中盘成长	998055	5	60.2	0.51366	1.08974	0.00550
A 含 B 指数	998061	6	60.15	0.52303	1.06375	0.00482
成长指数	998066	7	56.32	0.47949	1.08307	0.00510
中盘指数	998051	8	56.14	0.47450	1.05872	0.00473
价值指数	998065	9	52.81	0.44858	1.06082	0.00492
中盘价值	998056	10	52.16	0.44235	0.95619	0.00262
大盘成长	998053	11	41.42	0.38177	1.18171	0.00376
大 市 值	998063	12	39.02	0.35672	0.87528	-0.00237
A 含 H 指数	998062	13	38.24	0.34198	0.98269	-0.00052
大型基金	998059	14	35.32	0.31110	1.11949	0.00125
大盘指数	998050	15	33.64	0.32302	1.00929	-0.00065
大盘价值	998054	16	28.15	0.28750	0.91365	-0.00235
小型基金	998060	17	18.39	0.30429	0.59273	-0.00808

数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

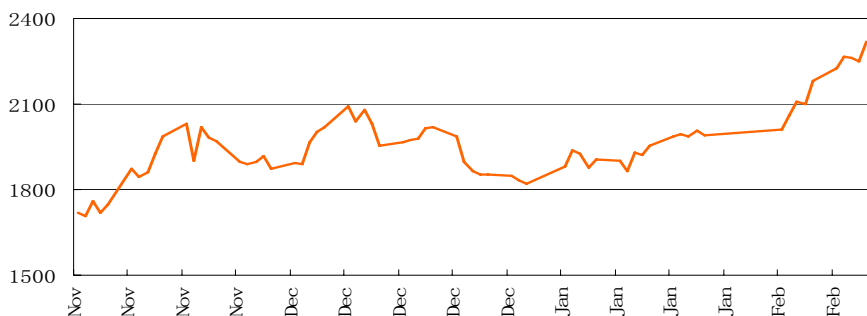
图： 天相风格指数走势图



数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

上证指数在经历了 2008 歇斯底里的下跌后，终于守住了于去年 10 月 28 日创下的低点，踏上了反弹之路，并于本期末站稳 2300 点，至此，本期的反弹幅度已超过 30%，仅 2009 年的涨幅也达到了 27.46%。在此行情下，各行业指数呈现了普涨的态势，有超过三分之二的行业指数涨幅超过了 50%。

图：11-2 月上证指数走势图



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

以天相系统内置行业分类考虑，建材、有色和电气设备三行业指数继续位居 11 至 2 月累计升幅的三甲，它们的阶段涨幅分别高达 101.53%、97.04%和 92.44%，其它行业指数涨幅在前 10 名的依次为：综合、元器件、汽车及配件、机械、酒店旅游、贸易和化学原料药，而上期排名靠前的计算机硬件农业则分别小幅下滑至第 11 和 15 位。本期 TOP10 中，建材行业指数的振幅最大，尤其是去年的 11、12 两月，表现差距极大，进入 09 年后，受到国家产业振兴计划的持续刺激，该行业保持了较大幅度的稳定增长。总体看来，本期 TOP10 的行业指数多数有政策预期的支持，且具有较高的振幅和高 beta 值。另一方面，铁路运输行业指数以 7.86%的涨幅继续在涨幅榜中垫底，而石油、石化、银行等大盘股的表现也相对弱势。同时，在市场普涨的环境下，本期 TOP10 指数均拥有正的 alpha 值。

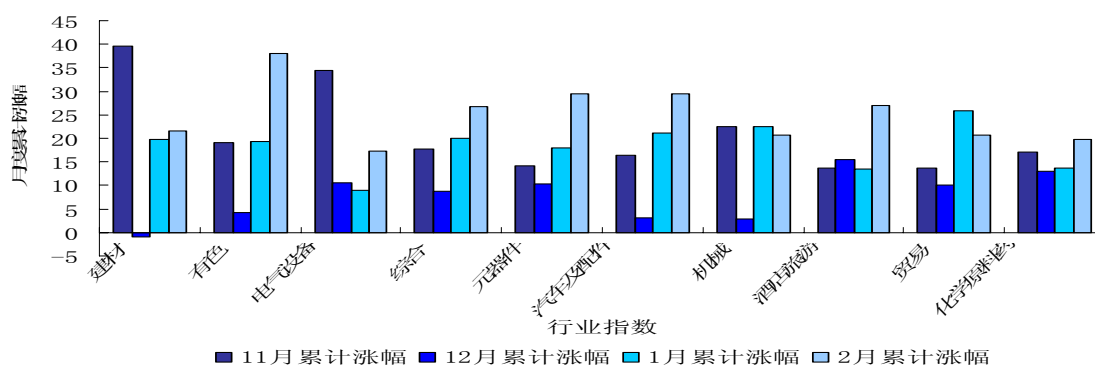
表：11 月至 2 月天相行业指数累计收益 TOP10 及 BOTTOM10 的情况

名称	代码	序号	涨幅	振幅	beta	alpha
建材	998320	1	101.53	0.71601	1.07540	0.00638
有色	998315	2	97.04	0.69189	1.27370	0.00931
电气设备	998322	3	92.44	0.67181	0.85656	0.00191
综合	998349	4	89.07	0.67479	1.06252	0.00539
元器件	998327	5	87.9	0.64676	1.08974	0.00550
汽车及配件	998302	6	84.46	0.63388	1.06375	0.00482
机械	998319	7	84.06	0.63077	1.08307	0.00510
酒店旅游	998305	8	81.95	0.62686	1.05872	0.00473
贸易	998323	9	79.97	0.65555	1.06082	0.00492
化学原料药	998393	10	78.74	0.61216	0.95619	0.00262
证券	998398	40	41.45	0.47223	1.18171	0.00376
钢铁	998314	41	40.18	0.39069	0.87528	-0.00237

交通运输	998335	42	39.87	0.37799	0.98269	-0.00052
金融	998348	43	37.86	0.36202	1.11949	0.00125
石化	998313	44	35.54	0.33852	1.00929	-0.00065
公路	998338	45	33.94	0.33708	0.91365	-0.00235
电力	998341	46	33.77	0.30367	0.59273	-0.00808
银行	998399	47	32.54	0.31673	1.08652	-0.00006
石油	998331	48	20.24	0.22848	0.81390	-0.00584
铁路运输	998339	49	7.86	0.27297	0.76480	-0.00751

数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

图：11 月至 2 月行业指数收益 TOP10 的月度表现



数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

3、月度指数全线收涨，有色指数涨幅居前

进入 2 月，牛年伊始，市场大有“牛气冲天”的味道，以天相系统内置行业分类考虑，位于涨幅榜前三名的有色、家电和元器件的本月累计涨幅分别达到了 37.94%、31.87%和 29.47%。同期，其它累计涨幅进入前 10 的行业指数分别为汽车及配件、房地产开发、房地产、园区开发、酒店旅游、综合和造纸包装，其中家电、房地产开发和房地产行业为后起之秀，在本月中保持了稳定的上涨，而上期排名靠前的保险、商业和农业则分别下滑至第 30、11 和 25 位。另一方面，本期 BOTTOM10 中，依然有不少医药题材的指数，而石油、石化、银行、钢铁等权重股仍未启动，涨幅相对较小。

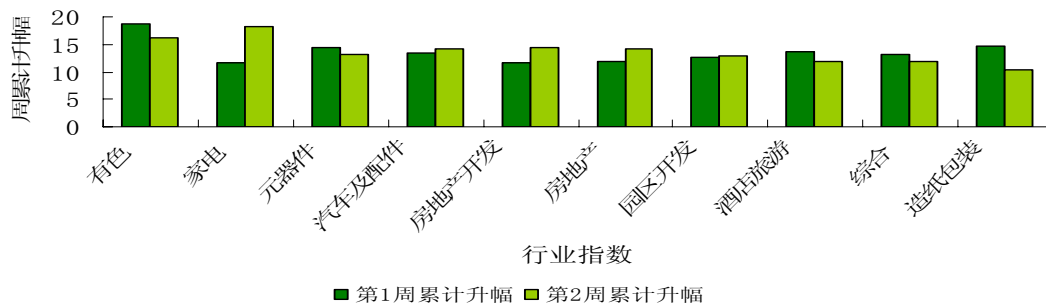
表：本月天相行业指数累计收益 TOP10 及 BOTTOM10 的情况

名称	代码	序号	涨幅	振幅
有色	998315	1	37.94	0.31305
家电	998303	2	31.87	0.27150
元器件	998327	3	29.47	0.25265
汽车及配件	998302	4	29.45	0.25819
房地产开发	998346	5	27.7	0.25207
房地产	998345	6	27.64	0.24764
园区开发	998347	7	27.39	0.24081
酒店旅游	998305	8	27.07	0.24100

综合	998349	9	26.66	0.23447
造纸包装	998317	10	26.65	0.23208
化学药	998391	40	14.02	0.13303
医药流通	998396	41	13.79	0.13348
医疗器械	998395	42	13.77	0.14649
煤炭	998332	43	13.61	0.16422
石化	998313	44	13.5	0.16265
生物制品	998394	45	13.49	0.13482
金融	998348	46	13.36	0.14770
石油	998331	47	12.44	0.14546
钢铁	998314	48	12.07	0.13951
银行	998399	49	9.14	0.12273

数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

图：本月行业指数收益 TOP10 的周表现



数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

4、上周家电指数夺冠，地产指数回暖

上周，家电、有色、房地产开发三行业指数位列涨幅榜三甲，三者的累计涨幅分别为 18.14%、16.26%和 14.42%，同期进入 TOP10 的行业指数为：汽车及配件、房地产、交通仓储、化学原料药、元器件、传媒和园区开发。而上周排名靠前的保险、造纸包装、商业、旅游酒店、综合和农业则分别下挫至第 46、20、23、15、14 和 40 位，其中保险和农业行业指数甚至出现在了 BOTTOM10 的榜单之上。从周指数来看，板块轮动比较明显，各指数轮流上涨。在“家电下乡”的政策刺激下，家电行业指数本周终于发力，一举摘得头筹，而受益于新增贷款的增加，中国的工业车轮有望再次启动的市场预期，有色行业近来的表现也比较突出，房地产方面虽然暂无实质性利好消息出现，但房地产股的价值已经得到市场的认可，本周超跌反弹。

表：本周天相行业指数累计收益 TOP10 及 BOTTOM10 的情况

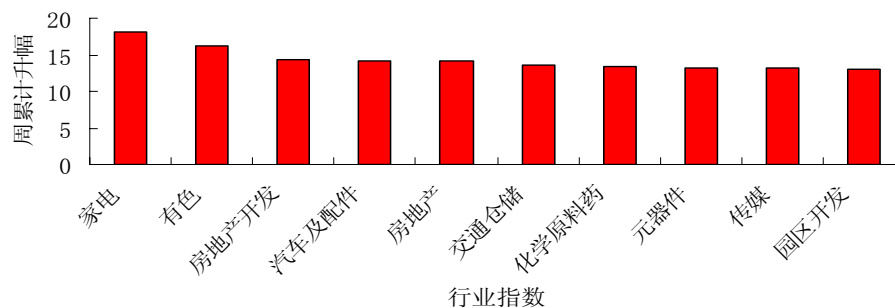
名称	代码	序号	涨幅	振幅
家电	998303	1	18.14	0.15234
有色	998315	2	16.26	0.13096

房地产开发	998346	3	14.42	0.13732
汽车及配件	998302	4	14.13	0.13672
房地产	998345	5	14.13	0.13069
交通仓储	998334	6	13.57	0.12766
化学原料药	998393	7	13.34	0.13372
元器件	998327	8	13.21	0.12740
传媒	998306	9	13.2	0.14720
园区开发	998347	10	12.96	0.10859
农业	998308	40	6.91	0.07965
电力	998341	41	6.82	0.06666
铁路运输	998339	42	5.42	0.06385
石化	998313	43	5.26	0.07024
煤炭	998332	44	4.26	0.09227
石油	998331	45	4.15	0.05970
保险	998397	46	3.55	0.07395
钢铁	998314	47	3.25	0.07080
金融	998348	48	2.9	0.06719
银行	998399	49	0.39	0.16001

数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

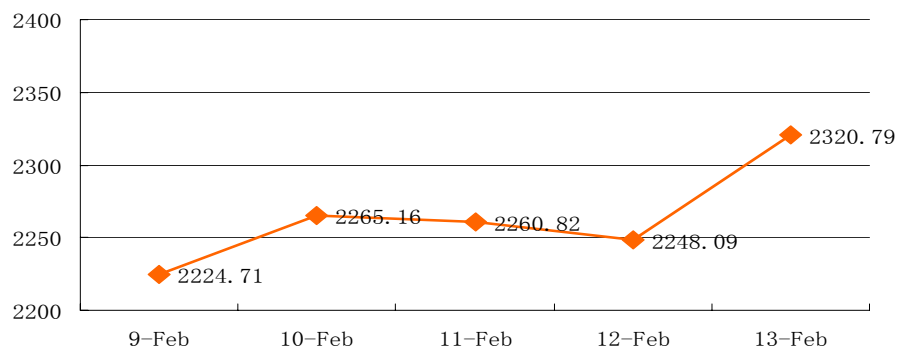
图：本周天相行业指数收益 TOP10 的表现

本周升幅前十位的行业



数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

图：本周上证指数收盘点位



数据来源：天相，东北证券金融与产业研究所

上周市场继续了上涨的走势，除星期四盘中调整破位 2200 点外，上证指数始终在 2200 点之上运行，并于本周末大幅拉升至 2300 点之上。股市的吸引力已有明显的回升，成交量持续放大，同时，二月“大小非”日均减持规模也创 1 年来新高，但在市场人气旺盛，资金量充沛的形势下，“大小非”的减持并为对市场造成太多的负面影响。从本周出台的经济运行数据来看，通货紧缩正逐步显现，CPI 涨幅已连续第 9 个月回落，PPI 呈现连续第 2 个月负增长，而且是连续 5 个月出现回落，而 M1 增速的下滑也显示了交易型货币需求的萎缩，同时，我国 1 月进出口跌幅创下 10 余年来的纪录，出口大幅下滑，进口下滑更多，国际经济形势依旧黯淡，而国内的需求也需要强劲的刺激。在此情况下，我国的产业振兴计划正在逐步出台，消费券也在个别城市悄然兴起，从市场的反应来看，产业振兴计划所涉及的行业得到了市场的普遍关注，而在市场信心得到一定恢复的形势下，一些虽无实质性利好，但估值合理的板块也日渐回暖，当今市场的反弹幅度已经超过了很多人的预期，调整的可能性也逐渐显现，建议投资者避免追高风险。

重要声明:

本报告是专门提供给东北证券各业务部门内部使用的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本研究所联系，否则后果自负。

对本报告的评价请反馈到

——东北证券金融与产业研究所机构策略部

TEL: (8621) 6336 7000*287

FAX: (8621) 6337 3107

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层

(邮编 200002)