

经济增长由低转高，指数面临年线压力

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、张新铜

联系电话：(8621) 63367000*287

邮箱：fengzy@nesc.cn

2009年4月6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	涨跌幅%		
	点	1日	5日	1月
道琼斯	7975.	-0.52	6.0333	20.354
标普	835.4	-0.83	6.0886	22.257
纳指	1606.	-0.93	6.9856	24.180
英国	3993.	-0.89	6.1290	13.108
法国	2929.	-0.97	7.7375	15.597
日经	8857.	1.235	7.5503	23.488
俄罗斯	748.6	0.347	9.6220	29.880
巴西	44167	-0.50	8.6441	19.032
印度	10534	1.797	4.8403	25.008

国内市场指数

名称	收盘	涨跌幅%			
	点	5日	10日	1月	
上证指数	2419.	-0.2	1.909	10.340	
沪深300	2570.	-0.2	2.864	12.417	
深圳成指	9244.	-0.6	2.785	12.057	
中小板	3868.	0.00	1.370	12.589	
香港恒生	14998	3.10	11.45	25.806	
中国H股	8804.	2.67	11.44	29.754	
AH溢价	136.7	-2.5	-7.35		
上证国债	120.9	-0.0	-0.11	0.1266	
上证基金	3271.	0.26	2.680	11.321	
上证B股	2539.	-0.2	1.911	10.329	

大宗商品市场

名称	收盘	涨跌幅%		
	点	5日	10日	1月
BDI 指	1486	-1.32	-9.720	-33.21
CRB 指	224.53	-1.92	4.3500	7.1282
原油期货	55.73	0.595	5.4493	14.271
煤炭期	47.38	-0.08	1.8924	0.4239
黄金期	875	0.068	-5.578	-7.593
伦敦锌	1354	-0.86	3.1619	10.170
伦敦锡	10890	-2.11	5.4721	-3.883
伦敦铜	4267.5	-0.75	9.2549	14.771
伦敦镍	10727	-1.71	12.183	9.0363

汇率与利率

名称	收盘	涨跌幅%		
	点	5日	10日	1月
美元指数	84.975	0.477	-0.53	-3.99
欧元汇率	1.3323	-1.49	-0.06	5.759
日元汇率	100.43	-0.76	2.070	1.482
英镑汇率	1.4644	-1.78	2.125	5.458
澳洲汇率	0.7068	-1.31	1.906	11.33
印度汇率	50.05	-0.16	-1.28	-3.52
俄罗斯汇率	33.482	1.018	-1.01	-6.15
	5	406	256	115
巴西汇率	2.2235	0.610	-4.46	-6.84
		86	831	96
人民币汇率	6.832	-0.04	-0.06	-0.11
		974	727	696
人民币1年NDF	6.7442	0.034	-0.67	-3.09
	5	857	378	986
美国1年国债收益率	0.56	0	4.089	219

目录及摘要

【本周A股投资策略】

经济增长由低转高，指数面临年线压力

【本周选股思路】

防御性为主，重点关注农业、医药行业

【投资组合】

本周投资组合：广东甘化、景谷林业、敦煌种业、新中基、上实医药、三精制药、工商银行。

【一周宏观经济点评】

PMI 连续四个月回升，宏观经济开始企稳

【一周股市运行回顾】

技术初现“顶背离” 下周操作宜谨慎

【权证投资策略及组合】

成交大幅萎缩，杠杆性减弱

【债券投资策略及组合】

弱势格局延续

【附录】

主要市场指数一周表现及估值

全球股市一周交易情况

【本周 A 股投资策略】：经济增长由低转高，指数面临年线压力**市场运行逻辑：G20 推动外围转暖，国内经济触底反弹**

G20 峰会达成了出乎意料成果，全球 20 个国家的领导人作出承诺，将向 IMF 和世界银行等国际金融机构提供 1.1 万亿美元的注资。受此影响，全球股市在上周末都出现转暖迹象，其中美国股市更是出现连续 4 周的反弹行情。外围股市的走强进一步推动了 A 股的反弹，我们一直强调上证指数突破 2200 点后的走势与外围市场的联动性明显加强。

中国物流与采购联合会联合发布数据显示，今年 3 月份，我国制造业采购经理指数（PMI）为 52.4%，比上月回升 3.4 个百分点，连续四个月出现回升，且是自去年 6 月份以来的最高点。代表经济先行指标的 PMI 超过 50%，回到景气区间，预示着我国制造业经历了过去几个月的萎缩后，已经开始显现复苏，宏观经济也开始显现企稳。

我们在《09 年 2 季度策略报告》中已经强调从季度环比看，中国经济有望逐季走高，呈现触底反弹趋势。但对于 1 季度的经济增速，仅看 PMI 指标显然不能代表全部，我们注意到 2 月份工业增加值的增幅仍低于预期，发电量仍在下降，商品零售额仍然较低。总体上看，不能因 PMI 回升而判断经济已止跌回升。作为反映经济形势的先行指标，发电量和用电量被认为是未来能否转暖的风向标。4 月 3 日，接近国家电网和南方电网调度中心的人士表示，3 月份各个电网调度中心的数据仍为负增长。因此，我们认为对于 1 季度的经济增速判断不能过于乐观。

本周策略观点：A 股反弹面临业绩考验，年线压力仍然存在

目前看，市场最担心的，就是 4 月也是更多的糟糕的年报和大量不好的季报公布之时，市场普遍对业绩浪行情能否产生有重要质疑。截至 4 月 3 日沪深两市共 855 家上市公司披露年报，其中 792 家公司去年实现盈利，占比 92.63%，411 家公司去年归属于母公司所有者的净利润实现增长，占比 48.07%。已披露年报公司去年盈利合计 6771.62 亿元，较上年同期下降 5.67%。我们预计 08 年全年业绩同比可能下降 5% 左右，考虑到银行业业绩增速有可能进一步下降，09 年全年业绩可能较 08 年下降 9%-10%，以上周末收盘点位预测，目前静态 PE 为 22 倍，09 年预测 PE 为 28 倍，估值上略有压力。

另一个值得担忧的仍然是大小非减持规模，3 月大小非的实际解禁压力并不及 2 月，但减持量却创出历史新高。截至 3 月 31 日，3 月份共有 80 家上市公司发布股东减持公告，大小非股东累计减持 10.67 亿股，环比增长 52.23%。可见大小非并未因经济景气的初步回升而放慢减持的步伐。

我们认为，虽然上证指数有挑战年线的可能，但历次熊市反弹年线总是显得压力重重，特别是第一次逼近时，必然有较大震荡压力。

【本周选股思路】：防御性为主，重点关注农业、医药行业

上周A股市场虽然呈现价量齐升并创出本轮反弹以来的新高，但是在指数繁荣的背后，板块的分化格局透出了些许隐忧。上周五权重最大的银行股放量上涨，其原因是市场预期有非对称降息可能，但指数却在高位收出阴线。我们认为不管是市场上涨的时间还是空间，中级反弹的进程都已经较为充分的演绎。（详见《一周股市运行回顾》）

基于中级反弹接近尾声，同时面临4月业绩冲击，我们认为本周宜从防御性角度进行行业投资。在一轮通胀预期下的资源品行业的普涨之后，农业板块将在农产品上涨的预期下产生一定的交易性机会。同样在通胀压力下具有较好防御特征的医药板块也因今年以来的反弹幅度明显小于大盘指数，未来具有一定的补涨机会。

【投资组合】

基于对年线附近压力仍然存在的判断，本周我们还是强调控制合理仓位的前提下适度关注农业、医药和银行的投资机会。在一轮价量齐升后的交易性机会之后，市场将重新回归基本面，重现关注1季度业绩增长具有确定性的行业。

本周投资组合：广东甘化、景谷林业、敦煌种业、新中基、上实医药、三精制药、工商银行。

表 1：上周投资组合表现

股票名称	上周涨幅%
长江通信	10.67
中国国航	6.83
振华港机	5.22
宜华木业	4.02
美克股份	2.19
生益科技	-0.59
中国远洋	-1.74
联创光电	-4.18
上证指数	1.91

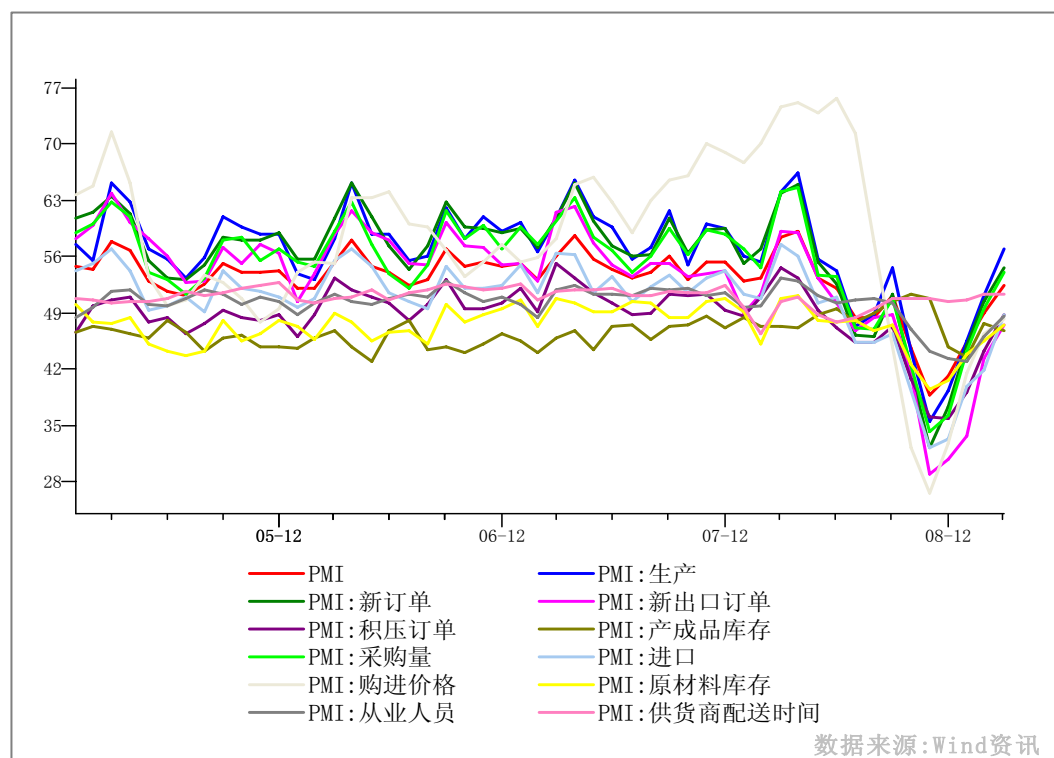
【一周宏观经济点评】：PMI 连续四个月回升，宏观经济开始企稳

吴娜

国家统计局和中国物流与采购联合会联合发布数据显示，今年3月份，我国制造业采购经理指数（PMI）为52.4%，比上月回升3.4个百分点，连续四个月出现回升，且是自去年6月份以来的最高点。代表经济先行指标的PMI超过50%，回到景气区间，预示着我国制造业经历了过去几个月的萎缩后，已经开始显现复苏，宏观经济也开始显现企稳。进一步来看，今年3月份，PMI指标体系

所包括的 11 个指数均有好转，其中，生产指数和新订单指数分别回升至 56.9% 和 54.6%，均已连续两个月超过 50%，采购量指数也达到了 54%，是去年 5 月份以来的最高点。这些重要指数超出 50% 的表现，都属于目前制造业复苏和经济企稳回暖的信号。

图 1: PMI 走势



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

【一周股市运行回顾】: 技术初现“顶背离” 下周操作宜谨慎 赵立强

本周大盘三升两跌，金融、地产和煤炭等蓝筹股的崛起，再度推高大盘，沪深股指双双创下此轮反弹的新高。与此同时，由于大盘逼近 2500 点关口以及年线，市场压力开始显现，部分投资者开始抛售前期获利盘，周五盘面出现明显的“二八”现象，两市个股涨跌比达到 1:3。与此同时，日线技术指标和周线量价关系也出现了令人担忧的“背离”现象，显示反弹第三波已步入尾声阶段，下周大盘见反弹波段高点（2473-2600）概率显大。

“背离”现象的产生，是反弹趋于尾声的重要信号

本周大盘在金融、煤炭两大绩优蓝筹板块股的推动下，股指成功向上超越 2402 前高点，这使 1664 点以来的中级反弹上升行情，出现了清晰的 5 浪上升形态。根据波浪理论，显然以 1664 点为转折点的中级反弹上升行情，今年有望走的更远。对今年沪综指反弹高度，笔者预期有望超 3000（详见 2 月 16 日市场分析报告）。不过就反弹第三波而言，伴随本周股指超越 2402 点、创出 2456 点新

高，市场涨升动力并未因此进一步激活趋强，反而在技术面上出现了令人担忧的“背离”现象：一是价量关系的背离，从周线图上，我们可以清晰看到，本周股指（最高指数和收盘指数）均创出了今年新高，但周成交量却止步不前，与 2320 高点（收盘指数）时的峰值相比，呈现典型的“顶背离”态势；日线方面也是如此，在冲击 2402 前高点过程中，沪市日成交峰值在 1800 亿元以上，而目前最高量能在 1750 亿元，相对周线呈现轻微的背离。其次是技术指标的背离，这在日线 MACD 指标中表现的最为明显。最后是个股涨跌比背离，上周四和周五，沪指虽然连创新高，但个股却是涨少跌多，周五更是出现典型的“二八”效应。背离现象的产生，显示行情涨升动力已不足，是反弹趋于尾声的重要信号。若下周上述三方面背离现象不能得到扭转的话，操作上宜继续采取积极防御性策略，逢高主动择机减仓控制仓位，谨防股指高位调整。

反弹波段高点仍指向 2473-2600 区域（中间值 2536 点）

关于反弹第三波高点的预测，我们在之前的分析报告中已反复提及，随着反弹时空进入敏感周期，这里再重复如下：

首先，反弹第一波（1664-2100）上涨了 436 点，反弹第二波（1814-2402）上涨了 588 点，反弹第三波高度一般介于两着之间，范围 2473—2625；

其次，反弹第三波走势可细分为 1 浪（2037-2241）上涨 204 点，3 浪（2086-2369）上涨 283 点，起自 2274 点的第 5 浪，至少也应在二百点以上，高度也指向 2274 点上方；

第三，反弹第三波高点将受到 1664 点以来波段反弹行情上轨位制约。连接 2050（去年 11 月 18 日高点）和 2402（今年 2 月 17 日高点），可以看到前两波反弹高点（2100 点和 2402 点）均在该线下方，反弹第三波高点，也将受到该线制约，该线 4 月上旬大致位于 2600 点。

综上，反弹第三波在 4 月上旬可能的高点为 2473-2600 区域，中间值 2536 点。考虑到目前 250 日均线位在 2485 点及 08 年 8 月 20 日反弹高点 2523 点，可以认为 2485-2536 技术阻力显大。

结论，反弹第三波本周出现“顶背离”现象，行情有步入尾声阶段之嫌，若下周背离现象不能得到有效扭转，股指见反弹波段高点（2473—2600）概率增大。操作上宜继续采取积极防御性策略，逢高主动择机减仓控制仓位，谨防股指高位调整。

【权证投资策略及组合】成交大幅萎缩，杠杆性减弱

赵旭

上周权证市场周成交金额 1228.694 亿，比前周 1653.894 亿有所减少，日平均成交金额 245.7388 亿，比前周的 330.779 亿元有所减少。权证表现不及正股，并没有表现出杠杆性。上周权证下跌而正股上涨，权证平均下跌-3.074%，而正股平均上涨了 2.928%，如果不考虑武钢 CWB1，则权证平

均下跌-0.16276%。对权证溢价率、价内外程度、杠杆系数以及隐含波动率的分析，大部分权证是价外权证，无内在价值，只是靠时间价值来支撑市场价格。权证溢价率平均值为 100.43%，相对于前周 106.61%有所减少。尽管权证整体估值偏高，但随着正股的上涨，部分权证价外程度降低，转为价内，内在价值提升，权证市场向合理估值接近，权证市场的 Delta 值的平均值从前周的 0.386 逐步上升到上周的 0.403，权证到期行权的可能性在大幅度增加。其中江铜 CWB1 权证 4 月 3 日理论价格为 2.90 元，但市场交易价格为 2.342 元，出现倒挂现象，值得投资者关注。对于价外权证，只有交易性机会和脉冲式投机机会，普通投资者要注意其中的风险，特别是要防止追高风险。价内权证估值相对比较合理，其价格与正股的走势密切相关，如阿胶 EJC1、江铜 CWB1。而价外权证是靠资金推动，如果不能转化为价内，风险比较大。风险偏好投资者可根据正股走势，参与期限比较长、估值相对合理的价内权证交易性机会，波段操作，如江铜 CWB1、康美 CWB1 等。

风险提示：

关注即将到期的武钢CWB1权证的风险，武钢CWB1最后交易日为2009年4月9日，只有3个交易日，截止4月3日，武钢CWB1收盘价格为1.297元，价外，溢价率为26.04%，理论价格为0.186元，正股短期内要上涨11.01%才能达到9.58元的行权价。可见，武钢CWB1权证面临着很大的回调空间，投资者要注意控制风险。近几个交易日，武钢CWB1权证持续下跌，向其内在价值回归。在剩余3个交易日和5个行权日，正股武钢股份上涨到行权价是可能的。这时权证成为价内，但目前的1元多的价格高估，大幅度下跌在所难免。如果权证是价内，投资者可结合武钢CWB1权证9.58元的行权价格和武钢股份价格，以及自身持有权证的成本，决策是在4月9日前卖出权证还是持有权证行权，普通投资者最好不要参与。

【债券投资策略及组合】：弱势格局延续

韩健

1、一周债市：

上证国债指数收报 120.93 点，一周跌幅 0.08%，成交 43.7 亿元，比前周略有增加；上证企债指数收报 134.25 点，一周涨幅 0.28%，成交 30.3 亿元，较前周大幅度缩减。由于股市震荡上行增加了对债市资金的吸引力，以及人民币降息的预期空间逐步收缩，同时降息兑现的时间更加模糊，尽管我们看到了企债指数的上涨，但我们也看到成交量在大幅度收缩，而国债指数的下跌更能说明目前的市场呈弱势特征。从交易所国债、企债指数走势观察，整体上多空仍然处于比较僵持状态，宏观经济的转暖促成国债信用债利差的收窄。

图 2 上证国债指数周 K 线（21 周）

图 3 上证企债指数周 K 线（21 周）



表 2 交易所活跃品种国债收盘收益率情况表 20090403

名称	代码	现价（元）	票面利率（%）	剩余期限	YTM（%，本周增减）
04 国债(3)	10403	100.21	4.42	17 天	-0.334
02 国债(00)	10210	100.63	2.39	135 天	0.656 (-0.211)
99 国债(8)	9908	101.22	3.3	173 天	0.688 (0.04)
03 国债(1)	10301	101.36	2.66	322 天	1.092
21 国债(12)	10112	103.09	3.05	2 年 210 天	1.805 (0.053)
21 国债(10)	10110	102.71	2.95	2 年 175 天	1.816 (0.068)
02 国债(3)	10203	101.59	2.54	3 年 15 天	1.993 (0.141)
03 国债(8)	10308	101.8	3.02	4 年 167 天	2.583 (0.045)
21 国债(7)	10107	105.82	4.26	12 年 119 天	3.668 (0.057)
03 国债(3)	10303	96.8	3.4	14 年 14 天	3.693 (0.013)

表 3 交易所活跃品种企债公司债收盘收益率情况表 20090403

名称	代码	现价（元）	票面利率（%）	剩余期限	YTM（%，本周增减）
06 马钢债	126001	96.55	1.4	2 年 224 天	2.783
07 武钢债	126005	95.07	1.2	2 年 357 天	2.952
08 国电债	126014	85.68	1	5 年 34 天	4.179
08 万科 G2	112006	108.01	7	4 年 155 天	4.926
08 江铜债	126018	73	1	7 年 172 天	5.503 (-0.071)
09 长城开	122982	102.87	6.08	6 年 340 天	5.565
09 六城投	122984	106.48	7.1	6 年 333 天	5.924 (-0.226)
09 渝隆债	122988	106.04	7.08	6 年 286 天	5.962
09 怀化债	111051	109.19	8.1	9 年 320 天	6.786 (-0.39)
08 新湖债	122009	109.43	9	7 年 90 天	7.265 (-0.234)

资料来源：天相资讯 东北证券金融与产业研究所整理

2、相关市场信息：

本周银行间市场发行 3 年期新疆、安徽地方债券 30 亿元和 40 亿元，中标利率分别为 1.61%、1.60%，与投标时的二级市场利率相当。本周全市场（沪、深、银行间）发行 5 年期（09 四期记帐）

国债 260 亿元，中标利率 2.29%。

本周 NYMEX 原油价格颇为震荡，收报 52.51 美元/桶，较上周收盘微涨；LME 铜继续强劲攀升至 4301 美元/吨，周涨幅 6.2%；人民币兑美元汇率收报 6.832 元兑 1 美元，与上周持平；央行本周在公开市场净投放货币 230 亿元。

本周四公布的 3 月份制造业 PMI 指数为 52.4，比上月上升 3.4 个百分点，连续保持回升势头，政策已经并正在明显见效，而且意味着中国经济可能已企稳回暖。

3、后市展望：

鉴于中国及其他主要经济体的回暖征兆渐显、持续通缩忧虑缓和，我国货币政策虽将继续保持适度宽松，但手段上将由价格工具转向数量工具，因此，债券市场不大可能出现大起大落的走势，将主要表现为上有交易型投资的抛压，下有配制型资金的承接，从而呈现震荡格局。建议投资者择机降低持仓量、缩短持仓久期，寻求商品、股权的投资机会。

【附录】

附表 1：主要市场指数一周表现及估值

指数名称	最新点位	5 日涨跌幅[%]	市盈率	市净率
上证综合指数	2419.778	1.91	17.71	2.66
上证 B 股指数	159.36	1.52	13.19	1.56
上证 180 指数	5713.804	3.1	16.63	2.62
上证 50 指数	1892.727	3.68	16.04	2.54
沪深 300	2570.503	2.86	17.17	2.66
中小板综	3778.938	4.74	30.27	4.12
深证综合指数	801.063	2.89	24.14	2.97
恒生指数	14545.69	3.02	—	—
恒生 AH 股溢价指数	140.24	0.78	—	—
上证国债指数	120.926	-0.09	—	—

附表 2：全球股市一周交易情况

指数名称	最新点位	5 日涨跌幅[%]	10 日涨跌幅[%]	30 日涨跌幅[%]
上证综合指数	2419.778	1.91	6.08	7
沪深 300	2570.503	2.86	8.01	9.65
恒生指数	14545.69	3.02	13.34	14.54
东京日经 225 指数	8749.84	1.42	10.12	15.77
新加坡海峡指数	1816.56	4.06	13.75	13.9
韩国综合指数	1283.75	3.74	9.63	20.43
印度孟买 Sensex30 指数	10348.83	3.46	14.96	11.21
澳大利亚普通股指数	3674	1.62	7.9	9.57
印尼雅加达综合指数	1500.36	2.57	11.83	12.76
马来西亚吉隆坡指数	907.01	2.44	5.86	0.82
菲律宾马尼拉综合指数	2028.59	-0.57	10.62	7.82
伦敦金融时报 100 指数	4125	5.09	8.07	2.65
德国法兰克福 DAX 指数	4381.92	2.88	8.37	3.95
法国巴黎 CAC40 指数	2992.06	3.46	7.74	4.16
俄罗斯 RTS 指数	733.93	-2.48	5.65	32.95
瑞士苏黎士市场指数	5178.5	4.26	8.01	3.77
道琼斯工业平均指数	7978.08	0.68	7.8	6.86
纳斯达克综合指数	1602.63	0.98	8.03	11.08
标准普尔 500 指数	834.38	0.18	6.42	7.12

数据来源：Wind 资讯，东北证券金融与产业研究所

注：数据截止日期 2009-04-3

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)