

中期调整压力显现

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4月26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	8076.	1.498	-0.676	3.8593
标普	866.2	1.679	-0.387	6.1634
纳指	1694.	2.546	1.2683	9.6485
英国	4155.	3.428	1.5439	6.5952
法国	3102.	3.132	0.3522	9.2314
日经	8725.	0.201	-2.231	1.1429
俄罗斯	831.4	1.304	-0.381	15.287
巴西	46771	2.119	1.6230	11.607
印度	11329	1.742	2.7756	12.743

国内市场指数

名称	收盘	涨跌幅%		
	点	1日	5日	1月
上证指数	2448.	-0.6	-2.21	3.1231
沪深300	2572.	-0.7	-2.93	2.9595
深圳成指	9315.	-0.4	-2.76	3.5696
中小板	4039.	0.00	-3.75	8.7950
香港恒生	15258	0.29	-2.19	8.0693
中国H股	8979.	0.44	-0.80	5.8713
AH溢价	133.9	-0.9	-1.92	#VALUE
上证国债	120.9	0.01	0.098	-0.047
上证基金	3258.	-0.5	-1.31	2.2725
上证B股	2570.	-0.6	-2.21	3.1242

大宗商品市场

名称	收盘	涨跌幅%		
	点	1日	5日	1月
BDI 指	1873	-1.26	11.355	6.5415
CRB 指	222.86	1.512	-1.323	0.2699
原油期货	53.45	-1.20	5.2787	-3.658
煤炭期	45	-0.28	-3.288	-9.638
黄金期	918.9	0.338	3.3517	-0.884
伦敦锌	1418.7	0.194	-8.908	11.383
伦敦锡	12640	1.200	3.0154	25.896
伦敦铜	4478	3.049	-6.863	12.710
伦敦镍	11546	1.762	-9.972	18.493

汇率与利率

名称	收盘	涨跌幅%		
	点	1日	5日	1月
美元指数	84.853	0.164	-2.05	-0.30
欧元汇率	1.3211	-0.25	1.924	-1.40
日元汇率	96.87	-0.09	-1.79	-1.18
英镑汇率	1.4624	0.057	0.359	2.430
澳洲汇率	0.7170	-0.12	1.450	3.194
印度汇率	49.895	-0.35	0.075	-1.56
俄罗斯汇率	33.202	-0.38	-1.63	-1.02
巴西汇率	2.1832	-1.02	-0.45	-2.39
人民币汇率	6.826	-0.02	-0.11	-0.10
人民币1年NDF	6.7624	-0.24	-0.04	-0.40
中国银行间隔夜回购利率				
美国1年国债收益率	0.465	-1.06	-8.46	

目录及摘要

【本周A股投资策略】

中期调整压力显现, 本周股指运行区间 2350--2500

【本周选股思路】

防御选消费, 主题投资上海本地股

【投资组合】

本周组合: 泸州老窖、天利高新、中国石化、交运股份、海博股份、锦江股份、国旅联合。

【一周宏观经济点评】

中国经济下行周期即将结束

【一周股市运行回顾】

2300 趋势支撑显强

【权证投资策略及组合】

本周权证不是最佳选择

【债券投资策略及组合】

平衡格局, 观望等待

【附录】

主要市场指数一周表现及估值

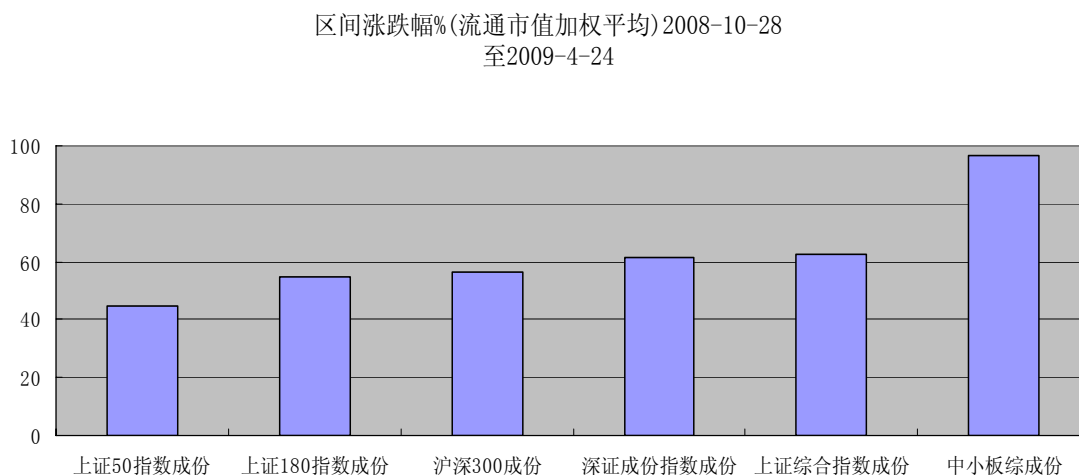
全球股市一周交易情况

【本周 A 股投资策略】：中期调整压力显现

市场运行逻辑：反弹幅度已反映复苏预期，中期调整压力开始显现

本轮反弹已经持续 6 个月，其中中小板指数涨幅翻番，沪深 300 指数涨幅也已超过 50%（图 1）。熊市中获得这样幅度的涨幅已经较为充分的反映了未来经济复苏的预期，随着上周出现的振荡走势，我们认为短期市场调整压力逐渐显现。

图 1：主要指数本轮反弹涨幅



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

市场中中期调整压力主要来自以下几个方面：

1、估值压力重新显现。沪深股市 08 年市盈率已经达 24 倍，中小板更是接近 35 倍，在经济尚未全面反转之前，估值进一步上升的空间有限。

2、宏观热，微观冷，上市公司业绩回暖尚需时日。截止上周末，1300 家上市公司 08 年业绩同比下降 16%。从先行指标触底到实体经济真正见底需要一个过程，而延伸到上市公司业绩回暖，时间则要更长一些。

3、随着时间的推移，流动性预期也在逐级消退。1 季度信贷增速达 4.58 万亿，未来信贷规模肯定有回落压力，而股票供给可能逐级增大，2500 点上方，大小非坚持迹象逐级增多，未来创业板和主板 IPO 的脚步越走越近，靠资金推动特征的反弹行情将难以为继。

4、中国经济将出现 W 型筑底而非 V 型反转。虽然中国经济已有复苏迹象，但仍不能盲目乐观。我国出口形势并不乐观，出口企业仍然面临诸多困难，短期内还无法从根本上扭转目前的被动局面。如果股市过度乐观反映经济预期，则结构性泡沫将重现显现。

本周策略观点：本周股指运行区间 2350—2500

2500 点上方冲高回落后，市场局部性的风险开始快速释放，中小市值个股经过了持续上涨之后，过高的估值压力需要一个修复的过程。在股指震荡幅度加大的过程中，我们需要关注引发调整的因素以及风险传导的过程。从上周的放量下跌到缩量反弹，我们认为本周 2500 点附近仍然会对大盘形成压力，未来市场有向下回补缺口的可能。因此，本周我们认为上证指数将在 2350 点—2500 点区

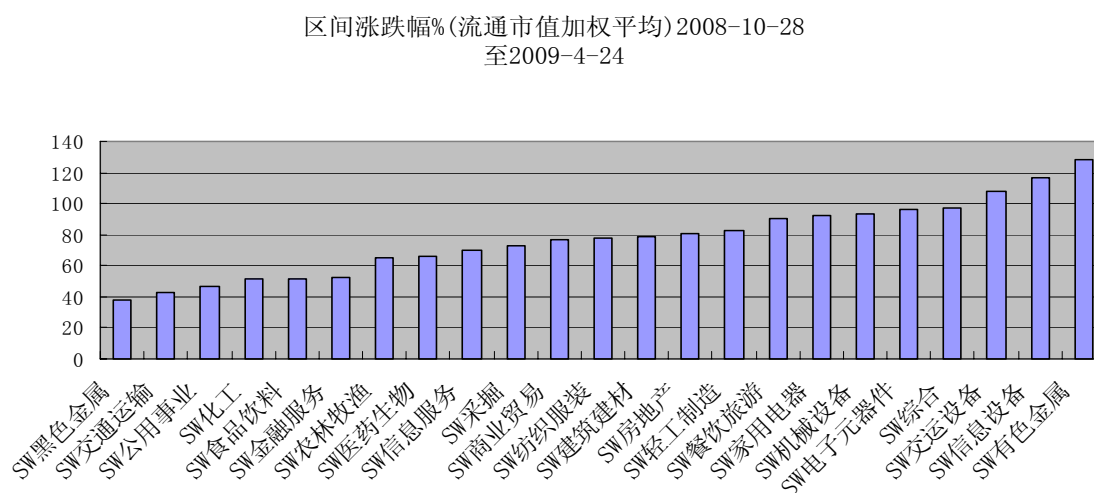
间运行。

【本周选股思路】：防御选消费，主题投资上海本地股

本轮行情自 1664 点以来多数行业上涨超过 50%，有色金属、信息设备和交运设备这三个行业涨幅均超过 100%，银行、食品饮料、化工、交运、电力、钢铁等行业涨幅落后大盘（图 2）。结合 1 季报业绩，我们认为未来食品饮料、石化以及公用事业类股具有较大抗风险能力。

“五一”即将来临，上海“世博”将进入倒计时 1 周年宣传活动，上海“双中心”规划也将落实，上海本地股有望成为弱市中的主题投资对象。

图 2：各行业本轮反弹涨幅比较



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

【投资组合】

结合本周的防御和主题投资特征，本周我们重点关注：泸州老窖、天利高新、中国石化、交运股份、海博股份、锦江股份、国旅联合。

表 1：上周组合回顾：

股票名称	上周涨幅 %
光明乳业	13.62
泸州老窖	2.11
大亚科技	7.20
美克股份	-4.57
民生银行	-4.17
北大荒	-6.30
长江证券	-10.65
上证指数	-2.21

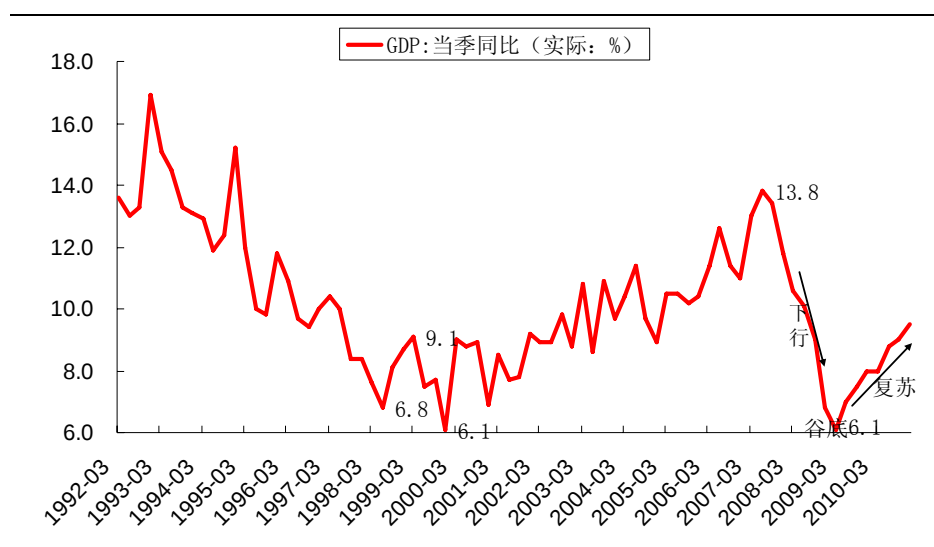
【一周宏观经济点评】：中国经济下行周期即将结束

吴娜

IMF 今年 4 月期报告，2009 年全年全球经济增长将下降 1.3%，2010 年将逐步恢复至 1.9%。其中，IMF 所预测的 2009 年的全球经济增长又一次做了向下修正，低于 3 月份的预测区间的最小值-1%，且 2010 年也是只有 1.9%的缓慢增长。其中提到，全球经济衰退过程之中，中国经济将是一个“亮点”。我们在对今年 1 季度的经济数据分析报告也提到，中国经济将先于其他主要经济体率先走向复苏。

2008 年以来，处于持续演变之中的全球金融危机对中国实体经济的冲击不断深化，中国经济逐季恶化，特别是到了去年的第四季度，更是出现了“失速”，单季度经济增长速度下滑至 6.8%，是 2000 年以后的新低。尽管如此，中国经济仍继续探底，并在今年第一季度再创新低，至 6.1%的经济增长速度。但是，今年 1 季度的 6.1%并不值得担忧，这一点我们可以通过其他各项经济指标的走势看出，这将是本轮经济调整的低谷，中国经济在随后将会出现企稳复苏，历时一年左右的中国经济下行周期结束。随着政府各项刺激经济的政策效果逐步显现，以及后续还可能会有进一步的刺激政策出台，我们认为，2 季度开始，中国经济将开始逐步走稳，并有望在中期前后走向缓慢复苏；初步预计到 2010 年，中国经济将恢复至 8%-9%的增长水平。

图 3：中国经济本轮下行周期结束



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】：2300 趋势支撑显强

赵立强

上周大盘先扬后抑，周三大盘在向上创出 2579 点年内新高后，受 6124-5525 熊市趋势线反压，

股指回落调整，周末收盘 2248 点。周 K 线为上影 79 点、下影 26 点、实体 52 点的倒锤小阴，周跌幅 2.20%，周线五连阳上升之势受阻，短线调整压力显现。

从日线看，2037 点（3 月 3 日）开始的反弹第三波，至本周三 2579 高点，共持续 35 个交易日，基本达到或超出我们之前预期的时空周期上限（参见 3 月 9 日的“反弹第三波时空分析”），大盘在此出现短线调整并不为过。

从趋势压力线看，目前沪指大盘运行在两条重要趋势线间。一条是 6124-5525 连线所形成的熊市下压趋势线。本周三沪指上攻 2579 点遇阻，正是触及该下压趋势线的结果，显示该熊市趋势下压线对目前大盘制约有效。另一条是 1814-2037 连线所形成的中期上升趋势线，该线今年以来经受了所有调整低点的考验，如 1 月 13 日的 1861 点，3 月 3 日的 2037 点以及 3 月 12 日的 2086 点等。目前 6124-5525 熊市下压趋势线以每周约 46 点速率下移，下周位于 2512 点，在大盘没能有效向上跨越该下压趋势线前，股指蓄势调整将延续；而由 1814-2037 连线所形成的今年中期上升趋势线，以每日 6 点、每周 30 点的速率上移，下周末该上升趋势将上移至 2290，只要该线对大盘支撑有效，则今年以来的中期上升趋势仍将维持。从动态趋势看，5 月份该线将进一步上移至 2320 上方，与去年“9.18”反弹高点 2333 点颈线位相重合，可见，未来两周下方 2300 区域构成今年重要趋势支撑。结合均线系统中的 60 日线目前在 2284 点，可以认为，未来两周股指调整只要在 60 日线上方获得有效支撑，则大盘中期向上趋势不变。事实上，目前均线系统在日线下方，构筑起两道有效支撑。一是 250 日年线（2431）至 30 日均线（2387）；其次才是 60 日线。而股指向上摆脱熊市压力线制约可看成调整结束的信号。

综上所述，目前大盘在两条重要趋势线间蓄势整理，下方 1814-2037 连线所形成的今年中期上升趋势线，未来两周有望在 2300 区域对大盘构成重要趋势支撑，沪指大盘只要在该线上方运行，则今年以来的大盘中期上升趋势不变；上方 6124-5525 连线所形成的熊市趋势压力线，下周位于 2512 点，5 月初继续下移至 2466 点，向上突破或摆脱该熊市压力线制约，可看成是调整结束的信号。

【权证投资策略及组合】本周权证不是最佳选择

赵旭

上周权证全线大幅度下跌，权证平均下跌了-4.757%，而正股平均只下跌了-2.895%，权证下跌远远大于正股，其中康美 CWB1、江铜 CWB1 跌幅最多，分别为-9.84%、-7.40%。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，只有阿胶 EJC1 有 11.67 元内在价值、葛洲 CWB1 有 0.645 元内在价值、江铜 CWB1 有 1.995 元内在价值，而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，投资风险比较大。可见，权证价值整体高估，溢价率高达 106.76%，

投资权证机会有限。整体而言，如果正股下跌，权证价外程度有可能增加，像康美 CWB1 由价内转为价外，理论价格只有 0.003 元，即将到期，风险比较大，投资者要注意。价内权证估值相对比较合理甚至低估，其价格与正股的走势密切相关，如阿胶 EJC1、江铜 CWB1，可阶段性投资。而价外权证价值整体偏高，靠资金推动，风险比较大。目前市场调整可能性比较大，投资权证不是一个最佳选择，投资者要注意控制风险。

【债券投资策略及组合】：平衡格局，观望等待

韩健

一周债市：

上证国债指数收报 120.97 点，一周微涨 0.10%，成交 30.8 亿元，比前周略增；上证企债指数收报 133.85 点，一周微涨 0.02%，成交 23.3 亿元，较前周缩减 13%。整体看继续呈现缩量横盘特征，交投意愿淡泊。

图 4 上证国债指数周 K 线（21 周）

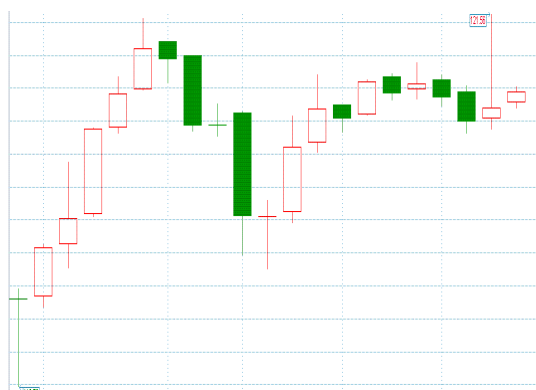
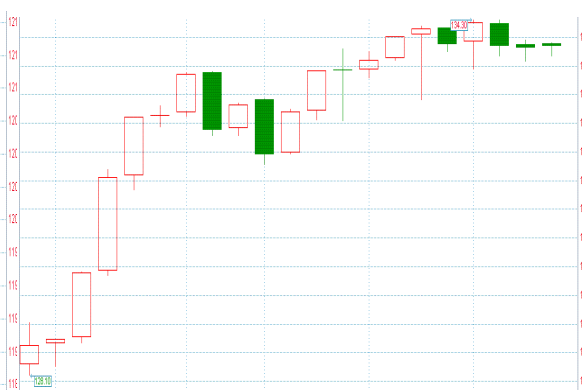


图 5 上证企债指数周 K 线（21 周）



相关市场信息：

- 1、本周无新国债、企债发行上市，基本处于真空状态，因此交投清淡；
- 2、一季度 GDP 增速 6.1%，虽然还在减速，但减速幅度明显降低；3 月份 CPI 同比下降-1.2%，降幅缩小，PPI 同比下降 6.0%，降幅继续扩大；
- 3、本周 NYMEX 原油价格收报 51.55 美元/桶，较上周涨 2.42%，最低价格下探 43.83 美元，振幅达到了 15.74%；LME 铜大跌至 4470 美元/吨，周跌幅 6.97%；美元兑人民币汇率收报 1 美元兑 6.8265 元人民币，人民币小幅升值；
- 4、央行本周在公开市场净回笼货币 260 亿元，本月累计净回笼资金 810 亿元。

影响债市的几个因素：

- 1、本周股市在相对高位震荡收阴，舆论倾向于看淡后市，利于债市稳定；
- 2、一季度 GDP 同比增速降幅比 08 年三、四季度显著收窄，CPI 环比“转正”，宏观经济企稳

转暖的获得数据支持，因此进一步大幅度降息的预期弱化；

3、本周债市供给真空，利于债市稳定；

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	2448.595	-2.21	18.85	2.66
上证 B 股指数	161.496	-1.5	13.2	1.61
上证 180 指数	5704.602	-2.92	17.69	2.6
上证 50 指数	1860.748	-3.1	16.9	2.51
沪深 300	2572.888	-2.94	18.37	2.65
中小板综	3969.036	-1.53	33.66	4.28
深证综合指数	821.172	-2.91	27.55	3.05
恒生指数	15214.46	-2.36	—	—
恒生 AH 股溢价指数	135.32	-1.26	—	—
上证国债指数	120.972	0.1	—	—

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	2448.595	-2.21	0.18	14.75
沪深 300	2572.888	-2.94	-0.87	16.12
恒生指数	15214.46	-2.36	1.91	30.1
东京日经 225 指数	8707.99	-2.24	-2.86	20.97
新加坡海峡指数	1850.55	-2.43	1.21	23.9
韩国综合指数	1354.1	1.89	1.35	20.25
印度孟买 Sensex30 指数	11134.99	1.71	5.7	31.83
澳大利亚普通股指数	3668.2	-1.61	2.82	14.66
印尼雅加达综合指数	1592.7	-1.99	6.83	23.78
马来西亚吉隆坡指数	978.64	1.81	6.62	16.73
菲律宾马尼拉综合指数	2103.63	0.45	1.49	12.3

伦敦金融时报 100 指数	4018.2	-0.86	2.23	8.16
德国法兰克福 DAX 指数	4538.21	-1.55	4.99	16.75
法国巴黎 CAC40 指数	3008.62	-0.97	3.66	12.95
俄罗斯 RTS 指数	820.7	0.14	1.21	32.6
瑞士苏黎士市场指数	5023.9	-2.71	1	11.33
道琼斯工业平均指数	7957.06	-2.07	1.53	14.81
纳斯达克综合指数	1652.21	-1.09	3.87	20.46
标准普尔 500 指数	851.92	-1.55	3.24	18.1

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 2009-04-26

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)