

调整虽未结束，但建议开始逐步加仓

——第 34 周策略周报

戴爽(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com**穆启国**(021) 5010 6020
mugg@lhqz.com**朱俊春**(021) 5010 6022
zhuic@lhqz.com

市场大幅调整的原因

上周公布的 7 月货币信贷、固定资产投资和工业生产增速均低于市场普遍预期，这难免让人怀疑中国 GDP 的环比增速是否出现了拐点，乐观预期受到打击，我们认为这是上周 A 股市场出现大幅调整的最根本原因。

除了宏观数据低于预期的因素以外，政策面微调的预期进一步加强也是刺激市场下跌的重要原因：周末财政部发布的《我国上市公司 2008 年执行企业会计准则情况分析报告》中明确指出：实施适度宽松的货币政策，应当关注货币资金投向，防范信贷资金进入股市和房地产市场，助长泡沫和引发通货膨胀。

尽管央行一再澄清货币政策“动态微调”的目的不是要紧缩信贷，而是保证信贷可持续增长，“适度”基础上的“宽松”不会发生改变，但这与市场此前预期的货币政策“极度”宽松的情景相比显然还是有相当大的差距。

调整虽未结束，但建议开始逐步加仓

在 09 年中期策略报告《主攻蓝筹周期，围猎机械建材》中我们曾经在悲观（09 和 10 年盈利增长 4%）、中性（联合证券盈利预测）和乐观情景（朝阳永续一致预期盈利预测）三种假设情形下作出测算，上证指数的合理水平分别为 2923 点、3428 点和 3795 点。尽管市场在我们预测的中性水平（3400 点附近）出现了大幅调整，且调整的幅度和速度出乎我们的意料，但是在悲观情景假设条件下（09 年、10 年上市公司盈利增速仅为 4%）对应的 2923 点理应成为下调的合理下限。虽然在悲观情绪推动下，市场短期内仍将面临进一步的调整，但向下的风险已经越来越小，我们建议机构投资者应当开始逐步增加仓位，因为对于机构而言做左边交易和右边交易区别不大。

我们认为市场对于政策和流动性的调整预期反应会过度，但建议机构投资者应当开始加仓，其主要的逻辑依据在于：内生性增长虽低但已经启动，经济不会二次探底；估值又重新回到了历史均值的下方，市场估值风险已经得到一定释放；我们对经济复苏的趋势依旧看好，上市公司基本面在 3、4 季度还有环比改善的空间；政策调整但不会完全退出，流动性环比虽然有所下降，但同比增长依然强劲。

行业配置追寻房地产投资主线

上周的策略周报中，我们基于对市场资金供求关系和主要投资者仓位的分析，认为短期风险增加，因此策略周报提出要开始注重防御，但在市场超预期的迅速地大幅下跌之后，一些曾经显得贵的进攻性行业又重新变得便宜起来，我们认为接下来应当开始重新寻找可能在未来上涨中具有超额收益的行业。不过，中报公布后市场会将注意力更多地放在盈利更加确定性的行业上。市场目前已经回到了我们中期策略报告的点位，我们认为今年接下来的时间的投资主线同中期策略一样，依然是围绕固定资产投资特别是房地产投资展开，出口和消费更多的是锦上添花。房地产行业是本次市场调整中率先调整的，很可能也成为下次上涨中的领头羊。房地产行业销量下滑的状况，会因开发商推盘量的增加，使得供应紧张的状况缓解，销量恢复会使得预期改善，进而带动其他周期性板块上升。当前我们推荐超配的行业是：工程机械、汽车、化工、金融、地产。

目 录

市场大幅调整的原因	3
建议开始逐步加仓.....	5
经济不会二次探底.....	5
上市公司基本面仍有环比改善的空间	5
流动性同比增长依然强劲	8
估值重新回到历史均值下方	9
行业配置追寻房地产投资主线.....	10
一周宏观策略、行业数据、政策及点评	11
市场回顾与数据监测	13
A股市场、行业指数表现回顾	13
全球主要市场及行业指数表现回顾.....	19
全球重要经济指标跟踪	20

市场大幅调整的原因

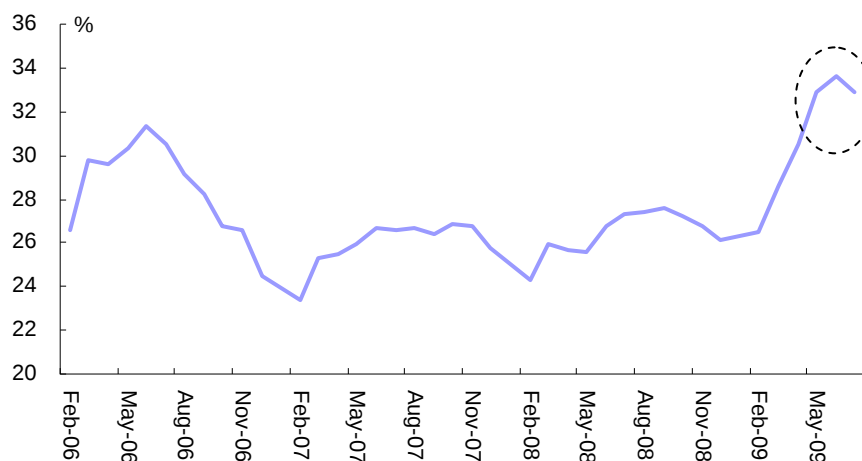
上周公布的 7 月货币信贷、固定资产投资和工业生产增速均低于市场普遍预期：固定资产投资增速从 6 月的 35% 回落到了 26%，受基数和政府项目推动的影响，同比增速虽仍处于高位，但是环比增速已经明显回落。货币信贷增长从 6 月的 34.4% 回落到 33.9%，M2 增速从 6 月的 28.5% 回落到 28.4%，我们宏观分析师也认为 M2 可能已经见顶。这难免让人怀疑中国 GDP 的环比增速是否出现了拐点，我们认为这是上周 A 股市场出现大幅调整的最根本原因。因为，从 3 月份到 6 月份，经济连续快速反弹，使我们已经习惯了经济数据和信贷数据超预期，当超预期变成一种常态，正常的的数据都可能成为市场情绪变化的催化剂。

表 1、宏观经济指标实际值与市场预测值比对

	09 年 6 月	09 年 7 月	市场预测值
CPI	-1.7	-1.8	-1.8
PPI	-7.8	-8.2	-8.3
社会消费品零售 (%)	15.0	15.2	15.0
工业增加值 (%)	10.7	10.8	11.7
出口 (%)	-21.4	-23.0	-24.4
进口 (%)	-13.2	-14.9	-15.2
固定资产投资 (%)	33.6	32.9	33.9
M2 (%)	28.5	28.4	28.5
新增人民币贷款 (%)	34.4	33.9	34.2

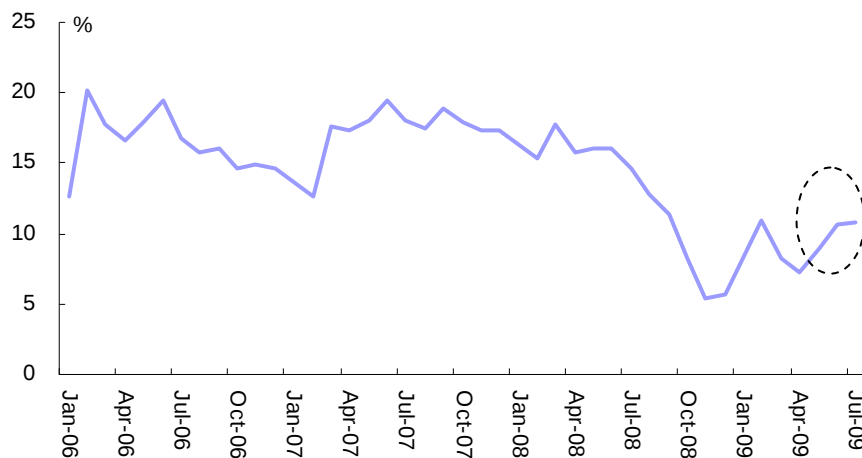
数据来源：Wind 资讯，联合证券研究所整理

图 1、城镇固定资产投资（累计，同比%）



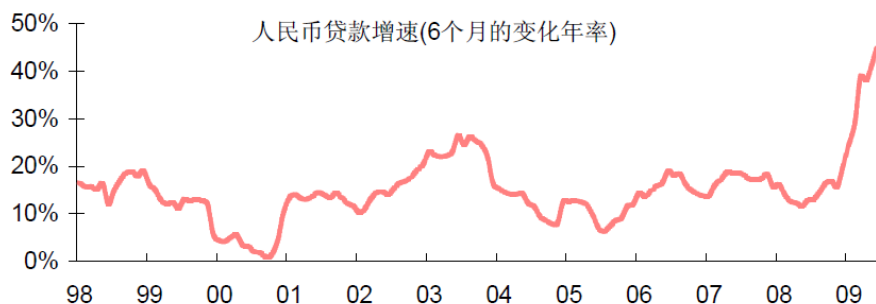
数据来源：Wind 资讯，联合证券研究所整理

图 2、工业增加值（当月，同比%）



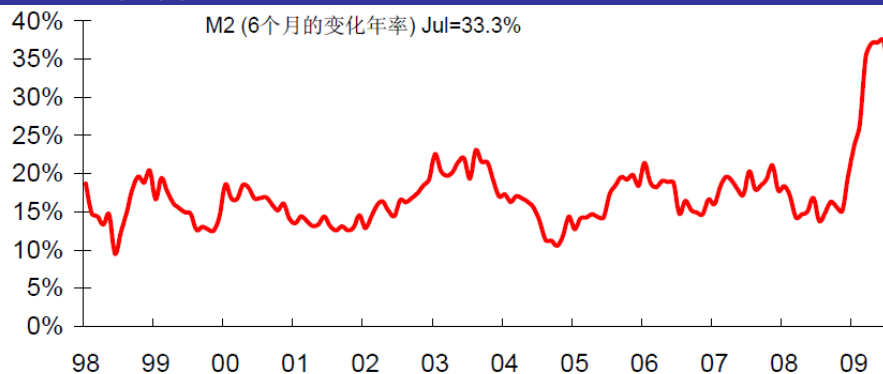
数据来源: Wind 资讯, 联合证券研究所整理

图 3、人民币贷款增速



数据来源: 联合证券研究所整理

图 4、广义货币供应量 M2 增速



数据来源: 联合证券研究所整理

除了 7 月份宏观数据低于预期以外, 政策面微调的预期进一步加强也是刺激市场下跌的重要原因:

第一, 央行一方面不断通过正回购、发行央票甚至定向央票, 力图通过公开市场操作, 把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏; 另一方面, 银监会上周陆续发文规范信贷流向, 严防挪用; 还有消息称, 监管部门正在研究限制银行

发行次级债和提高资本充足率等政策。

第二，周末财政部发布的《我国上市公司 2008 年执行企业会计准则情况分析报告》中更是明确指出：实施适度宽松的货币政策，应当关注货币资金投向，防范信贷资金进入股市和房地产市场，助长泡沫和引发通货膨胀。

尽管央行一再澄清货币政策“动态微调”的目的不是要紧缩信贷，而是保证信贷可持续增长，“适度”基础上的“宽松”不会发生改变，但这与市场此前预期的货币政策“极度”宽松的情景相比显然还是有相当大的差距。我们虽然在上周的策略周报中提出开始注重攻防结合，但市场的下跌仍然超过我们预期。我们认为，在情绪推动下，市场短期内仍将面临进一步的调整。而从我们监控的市场风险指标——动荡指数来看，市场动荡也尚未结束，股票资产的收益率会继续下降，市场可能仍然会继续下跌（见《黄金眼看市场第八期》）。

建议开始逐步加仓

在 09 年中期策略报告《主攻蓝筹周期，围猎机械建材》中我们曾经在悲观、中性和乐观情景三种假设情形下作出预测，上证指数的合理水平分别为 2923 点、3428 点和 3795 点。市场也在我们预测的中性水平（3400 点附近）出现了大幅调整，尽管调整的幅度和速度出乎我们的意料，但是在悲观情景假设条件下（09 年、10 年上市公司盈利增速仅为 4%）对应的 2923 点理应成为下调的合理下限。

虽然市场仍然可能会继续下跌，但考虑到目前 2870 点已经低于我们此前的悲观预测，我们认为本轮调整已经接近尾声，对于机构而言做左边交易和右边交易区别不大，我们建议机构投资者逐步进行加仓。主要逻辑依据有三点：

经济不会二次探底

我们认为“二次探底”出现的条件是：导致经济强劲回升的刺激政策力度快速减弱甚至因“心有余而力不足”而退出，同时内生性的增长力量没有明显起色，而目前这两个条件都不成立。第一、新开工项目规模巨大，地方政府的投资热情不减，虽然实际投资增速不会超过 40% 的“天花板”，但固定资产投资仍然会在今年维持在高位；第二、国内的消费依然稳定增长，出口的恢复也是大概率事件，虽然难以超预期，但不可否认其已经开始向好的方向发展，内生性增长力量将在 3、4 季度进一步强化，弥补投资增长的高位减速。

总的来看，我们认为宏观经济今年“保八”目标可以实现，第四季度的 GDP 增长在 10% 左右。

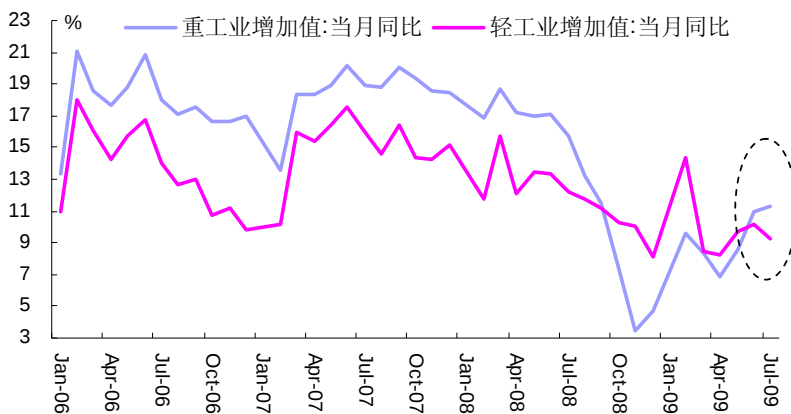
上市公司基本面仍有环比改善的空间

我们从工业增加值、房地产和出口三个角度来分析：

虽然 7 月工业增加值上升幅度低于预期，但投资驱动的重工业增加值增速依然维持上升的势头，而轻工业生产受外需拖累同比则有所下降。我们看终端需求包括了同比增长 15% 的国内消费和同比下降 10% 的国外消费（劳动密集型等轻工业产品出口同比降幅显著小于总出口降幅），不能消化增速为 10% 的轻工业产出。这表明，在政策刺激之外，自发性的需求仍然难以超预期的增长，经济快速回升

是对政策的依赖性仍然未消失。因此我们判断, 政策的“微调”二字可能由最近一段时间的侧重于“调”字, 在接下来的时间里转向“微”字。

图 5、轻&重工业工业增加值当月同比



数据来源: 联合证券研究所整理

其次, 就固定资产投资而言, 1~7 月份新开工项目计划总投资规模同比增长超过 80%, 具有巨大的惯性力量, 虽然新的开工项目可能会有所收紧, 但已开工的项目必须继续投入至竣工完成。

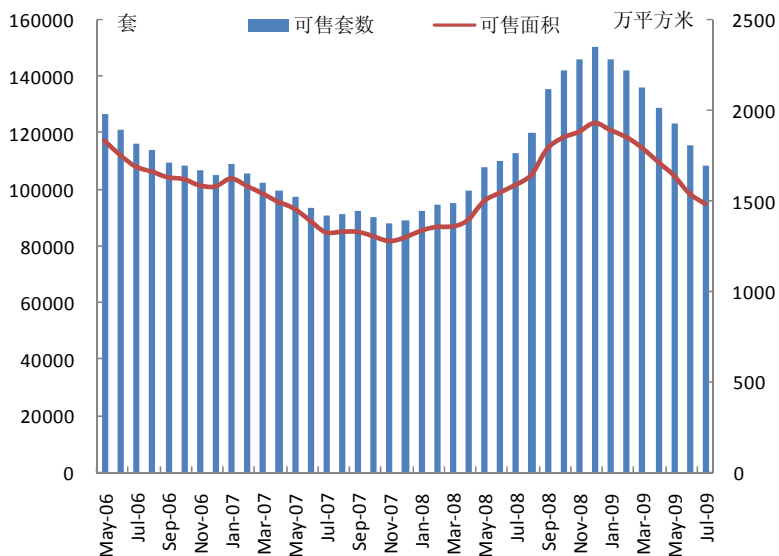
图 6 新开工项目投资规模巨大



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

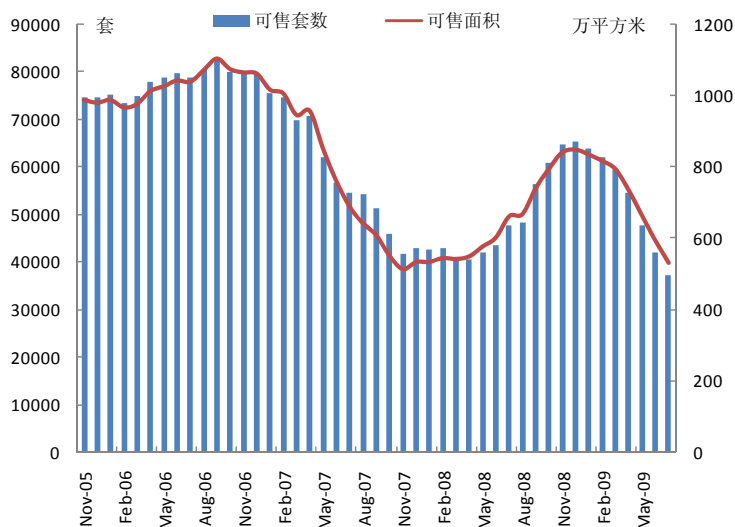
第三, 从房地产市场来看, 在目前大部分城市新增开盘量低于同期销售量的情况下, 各地商品房可售面积正在不断下降 (以北京、上海为例, 见下图), 随着未来房地产推盘量的增加, 我们认为成交量将会重新出现大幅上升, 未来房地产投资增速回升是大概率事件。

图 6、北京市商品住宅可售情况



数据来源：联合证券研究所整理

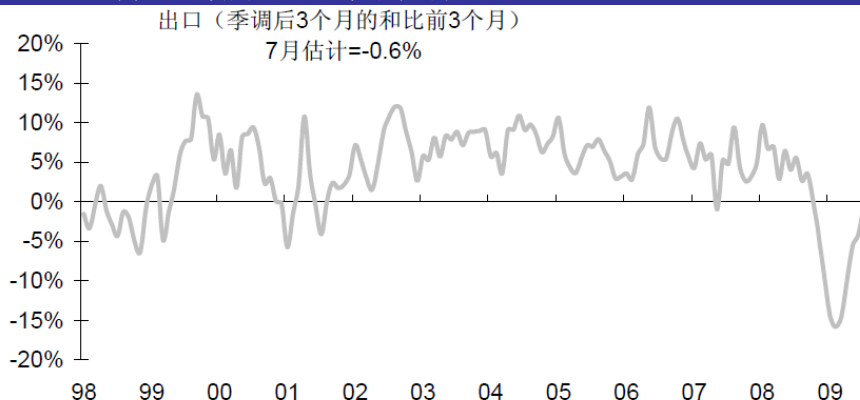
图 7、上海市商品住宅可售情况



数据来源：联合证券研究所整理

第四、美欧经济触底反弹，资源国经济改善，出口逐步企稳回升。国际机构近期纷纷上调了对美国下半年 GDP 的预期，ISI 将美国三四季度的 GDP 增长预期提高到了 4%；再加上许多依赖资源出口的国家们的财政状况有所好转，我国对其出口的商品、劳务和建筑工程项目也有望逐步恢复。

图 8、出口商品总额同比（经季节性调整）

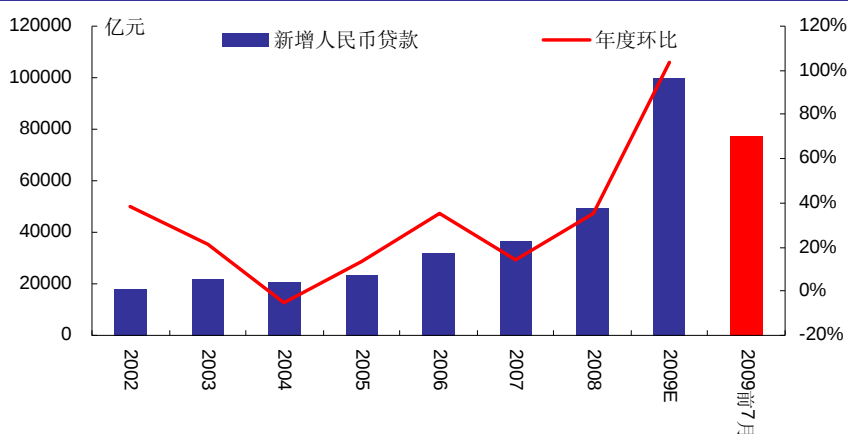


数据来源：联合证券研究所整理

流动性同比增长依然强劲

从信贷总量上看：按照商业银行全年信贷目标推算，全年新增信贷将超过 10 万亿，总量达到了市场预期的上限，三季度信贷增速勿须过分担忧。

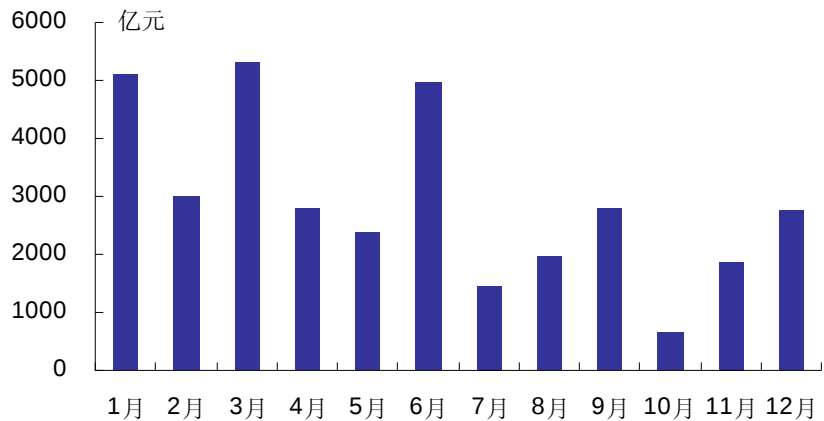
图 9、2002~2009 年新增人民币贷款年度数据



数据来源：联合证券研究所整理

从时间结构上看：历年 7 月都处于新增贷款的低位，而且新增中长期贷款仍然高达 5396 亿，仍然保持着上半年月平均 5000 亿元左右的水平，只是票据融资和短期贷款出现了减少。而 2001-2008 年间，7 月份平均的新增贷款仅为 1455 亿元，仅为今年 7 月份的三分之一左右。

图 10、2001~2008 年月度新增贷款平均值

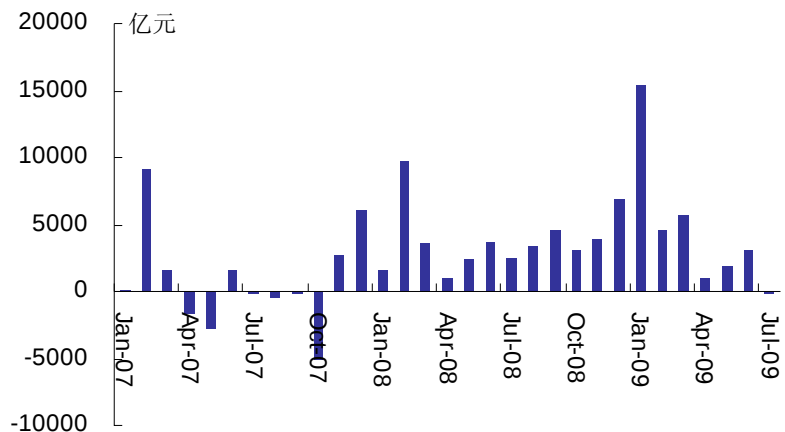


数据来源：联合证券研究所整理

从信贷结构上看，房地产投资的信贷逐步增加。从国家统计局公布的房地产开发企业资金来源情况看，1-6 月房地产开发企业利用国内贷款 5381 亿元，同比增长 32.6%，而 1-7 月利用国内贷款达到了 6524 亿元，同比增长达到了 42.7%，增加了 10 个百分点。

储蓄存款活期化从中性向正向因素转变：7 月份居民人民币存款自 2007 年 11 月以来首现负增长，减少 192 亿元；同时企业存款亦减少 450 亿元。预计在居民和企业存款搬家中有相当部分是定期存款，存款活期化趋势将进一步显现。

图 11、2007~2009 年月度新增居民存款数据



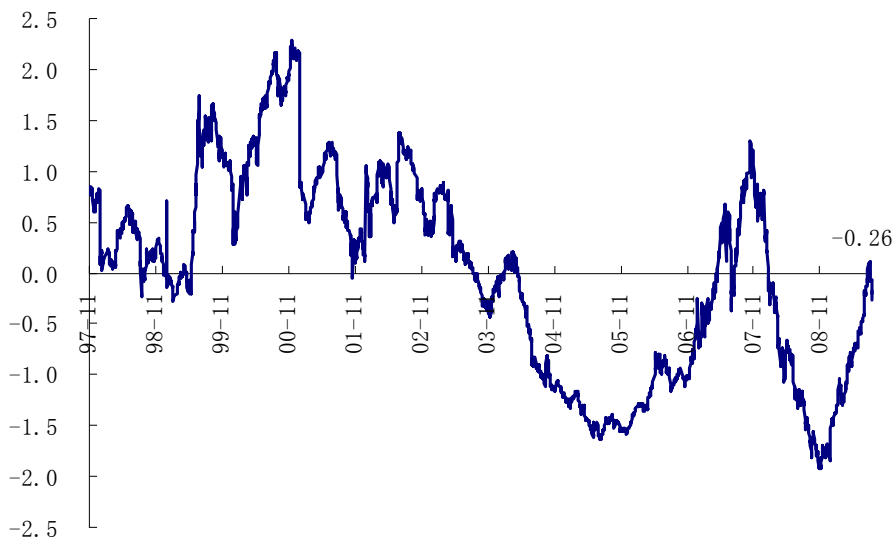
数据来源：联合证券研究所整理

估值重新回到历史均值下方

A 股市场目前整体的静态市盈率水平为 32.91 倍，下行并低于过去 12 年的历史均值水平 36.04 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那

么当前的估值水平低于历史均值 0.26 倍标准差。

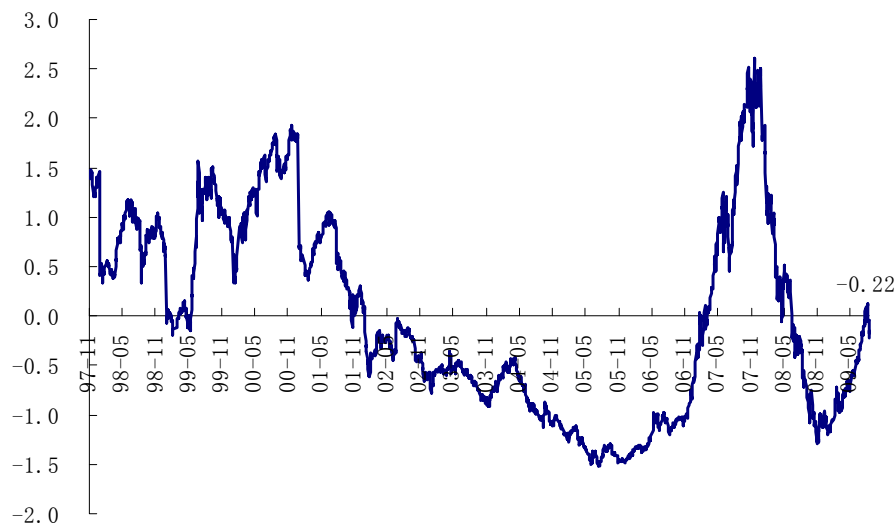
图 12、A 股市场历史市盈率偏离度



数据来源：联合证券研究所整理

A 股市场目前整体的市净率水平为 3.35 倍，下行并低于过去 12 年的历史均值水平 3.64 倍，如果按照 $(\text{当前值}-\text{历史均值})/\text{标准差}$ 来计算偏离度，那么当前的估值水平低于历史均值 0.22 倍标准差。

图 13、A 股市场历史市净率偏离度



数据来源：联合证券研究所整理

行业配置追寻房地产投资主线

上周的策略周报中，我们基于对市场资金供求关系和主要投资者仓位分析，认为市场短期风险增加，因此策略周报提出要开始注重防御，但在市场超预期的迅速地大幅下跌之后，一些曾经显得贵的进攻性行业又重新变得便宜起来，我们认为接下来应当开始重新寻找可能在未来上涨中具有超额收益的行业。不过，中报公布后市场会将注意力更多地放在盈利更加确定性的行业上。

值得注意的是，中报公布后市场会将注意力更多地放在盈利更加确定性的行业上，更加注重今年盈利是否有确定性的增长。在当前市场环境下，市场已经回到了我们中期策略报告的点位，我们认为今年仍然可以围绕房地产投资这条主线增加行业配置，但我们也看到了政策所能容忍的固定资产投资增速的天花板，明年更多的注意力应当转向内需和出口是否会超预期。由于我们判断今年出口和消费性行业超预期的可能性不大，目前的跌幅也比其他周期性行业要小，因此建议主要观察盈利预期孰高以及估值孰低，在这些行业中精选个股买入。而从行业配置上来看，我们目前推荐在市场下跌过程中超配的行业包括：**工程机械、汽车、化工、金融、地产**。

一周宏观策略、行业数据、政策及点评

增长依然可期，“双松”政策不会逆转

【陆磊】

我们对经济的基本判断是：价格处于低位，经济增长可维持，经济增长当中的依赖投资拉动的这样一个做法仍然将维持，而且我们认为宽松的“双松”的财政政策和货币政策仍然将维持，中国的经济增长不仅仅有赖于政策，还要看真正的撤出政策之后的经济基本面，这取决于国内真正的消费需求和国外市场的复苏。

对于具体的数据和政策，我们的看法是：

价格方面，通货紧缩依然较为严重我们对经济的基本判断是：价格处于低位，经济增长可维持，经济增长当中的依赖投资拉动的这样一个做法仍然将维持，而且我们认为宽松的“双松”的财政政策和货币政策仍然将维持，中国的经济增长

不仅仅有赖于政策，还要看真正的撤出政策之后的经济基本面，这取决于国内真正的消费需求和国外市场的复苏。但我们预期物价的下跌在未来几个月能够真正持稳，全年仍将保持-0.5%—1%的CPI的水平。通胀形势也许会滞后于普遍的市场预期，得出的一个结论就是货币政策的转向或者是大力度的微调也会推迟发生，这就为流动性的保持充裕提供政策上的支撑。

工业生产方面，虽然规模以上工业增加值同比增长10.8%，但是我们发现重工业增长和轻工业增长差距拉大。这说明，最终的消费需求尤其是国内和国外这两个叠加起来的并不会像我们想象那样反转非常快。未来投资拉动重工业增长，从而成为工业生产回升的主要力量。投资方面，未来若干个月我们预期投资增长仍然会保持在比较快的位置，原因是地方政府的投资积极性仍然存在，新开工项目规模依然巨大，抑制信贷而不是直接抑制投资，不会对投资增长构成显著影响。

消费将保持平稳增长。因为：第一，居民的消费行为是相对比较稳定的，第二，经济处于低迷期，就业并没有实质性的好转。这样，可支配收入也保持相对稳定的增长，反映到社会消费品零售总额、反映到消费对于GDP的拉动上，也将会保持比较稳定。

货币信贷方面，全年的信贷投放也就是在10万亿左右的水平。流动性过剩的局面将不如上半年，不能说从流动性过剩转向流动性紧缺，而只是说流动性超级过剩的局面将有所改变。

关于未来经济数据的预期：3季度预计GDP增长会超过8%，而到4季度因为考虑到基期因素GDP同比增长可能超过10%，而全年在8.3%左右。全年物价涨幅在-0.5到-1%之间。在投资方面，投资的高速增长仍然继续保持，而消费将稳定在16%左右，信贷的增幅全年大约10万亿，M2的增长率可能见顶，全年的M2的增长率在25%左右的水平甚至更高。

对于政策预期，当前微调的逻辑不是基于CPI，而是基于金融稳定。我们注意到，在“有保有压”的调控政策来临之前，资产市场价格的泡沫化的速率已经有所降低，因此未来政策放松的基调应该是主流。

七月宏观经济数据点评

【张晶】

上一轮通缩教训惨痛，我们有理由相信，本轮通缩将在全球空前的货币投放背景下更快地走出阴影。近几个月，居住类物价的下降对CPI的贡献率最为显著。我们认为，前期表现最突出的燃料价格同比降幅将逐渐收窄；此外，随着猪肉价格逐步回升，以及蔬菜生产秋淡季的来临，蔬菜价格也将逐渐回升，我们判断CPI在8月份将停止下滑趋势。而鉴于CRB指数已止跌回稳，我们有理由期待国内PPI在年底止跌并出现转向。

预计年内的消费数据仍将维持稳定，今年社会消费品零售总额的全年增速将在16%。从反映城镇批发零售业情况的“限额以上批发和零售业零售额”数据来看，7月数据结束了前期连续4个月上涨的趋势：“吃的”、“穿的”两部分7月数据较前期有小幅回落，“用的”则稍有上升。主要类别的商品也大多呈现小幅下滑态势，而汽车类消费增速则明显成为亮点。我们认为，尽管其他经济数据显示前期高歌猛进的形势或将告一段落，但短期内，消费数据显然还难担经济增长的大纲，经济要复苏仍需依赖投资增长与外需的逐步恢复。

七月货币信贷数据点评

【张晶】

从影响M2的两个主要因素来看，本轮M2增速或已见顶。具体数据而言，7

月份中长期贷款占比迅猛上升。但由于信贷量的降低以及放贷银行的结构问题，该数据无法代表未来趋势。7月新增存款几乎尽为财政存款，而财政存款则主要是国债与地方债的发行募集得来。此外，从超储率数据来看，当前金融机构流动性可谓已出现紧张状况，不过，随着前期票据融资的逐渐到期收回，商业银行的流动性又将逐渐缓和。

我们认为：1、贷款增幅下降符合我们此前预期，原因主要包括当局释放的调控意图和金融机构的资本约束两方面；2、上半年票据融资利率与存贷款利率倒挂形成套利空间，致使存贷款均有一定程度的虚增；而目前金融机构大幅压缩票据融资，是导致企业和居民户存款减少的一个原因；3、尽管信贷投放趋缓，但市场流动性不致大幅收紧，原因在于三方面：1）金融机构用一般性贷款置换票据融资，可释放部分流动性；2）外汇占款导致的基础货币投放；3）金融机构可通过理财产品将贷款由表内转至表外（这在2008年下半年已表现过）。

转债投资还看新债

【徐莹莹】

1、伴随着上周A股市场的回调，仅有大荒、唐钢转债双周收益为正。前期涨势较好的恒源转债、锡业转债和南山转债跌幅最大，分别达11.03%，5.01%和4.02%。成交量方面，上两周南山、唐钢、新钢转债居前。转换价值前三位的转债为恒源、巨轮和南山。转换价值依次为255.43元、176.12元和164.85元。巨轮、恒源和澄星纯债价值居前三位。

2、上周末，债性较强的转债品种有唐钢、澄星，股性较强的转债为恒源、巨轮、南山和大荒转债。上周末止，各转债价格均高于理论价格。Delta值最大的三只转债为唐钢转债、巨轮转债、南山转债。

3、巨轮、大荒、恒源转债均已触发提前赎回条款，其中大荒、恒源转债已放弃赎回，而巨轮转债已两次发布提前赎回的提示性公告，转债价格应声大幅下跌。南山转债也已连续20个交易日（截至8月10日）股价高于转股价格130%。

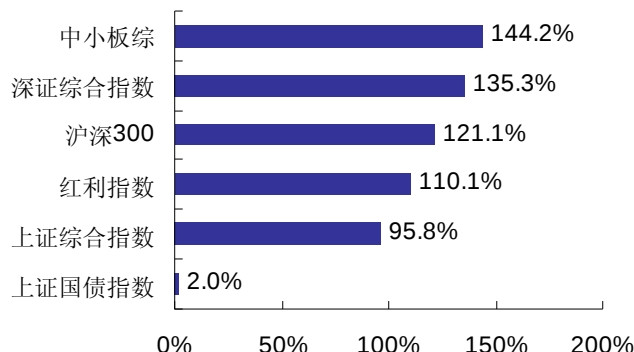
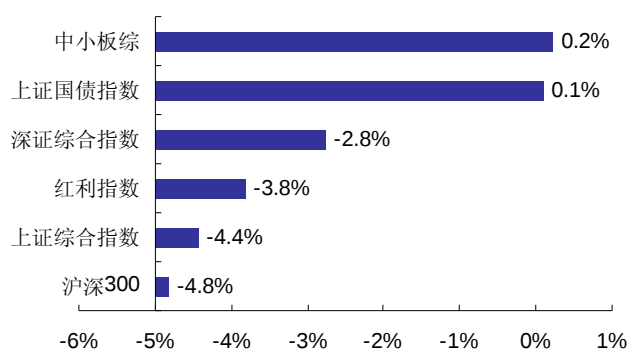
4、转债市场近期的走势印证了我们之前的判断，即在A股市场回调的情况下，转债跌幅大于正股。加之现存转债相继触发赎回条款，市场容量逐步缩小，下阶段转债市场的机会将更多来自于一级市场。

市场回顾与数据监测

A股市场、行业指数表现回顾

图 14：一周 A 股市场指数表现

图 25：1664 以来的市场表现



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 36: 一周行业涨幅

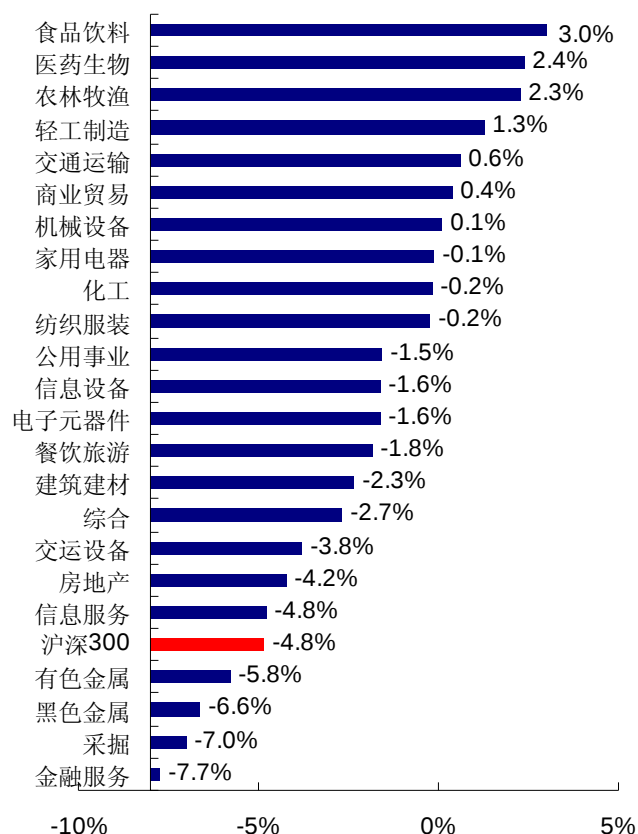
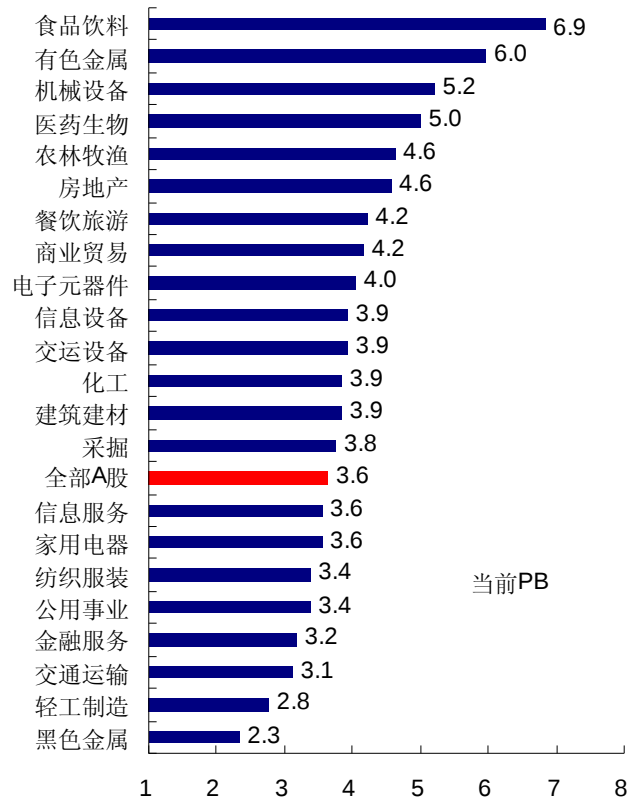
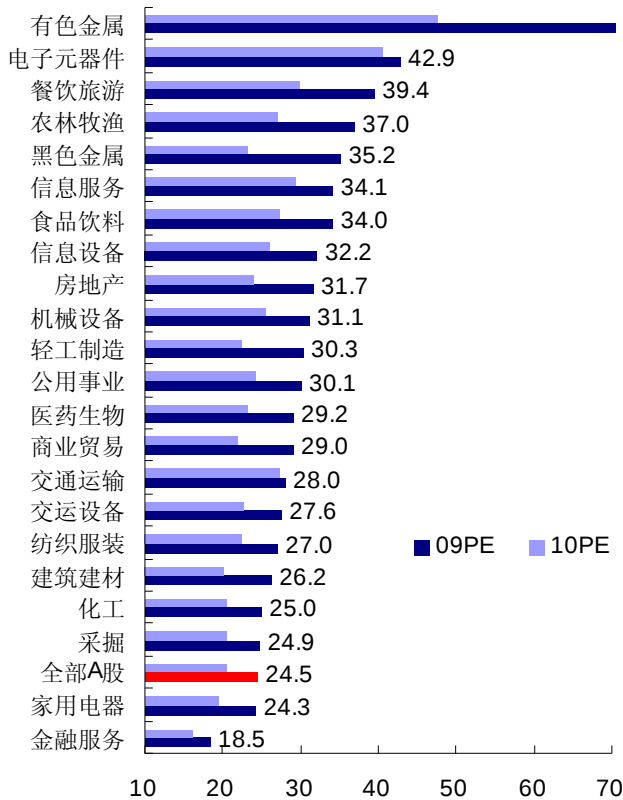


图 47: 1664 点以来行业涨幅



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 58: 各行业的估值分布



资料来源：Wind，联合证券研究所

图 19：今年以来的个股市盈率分布变化

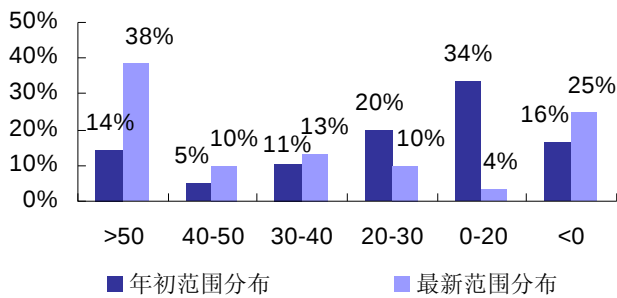
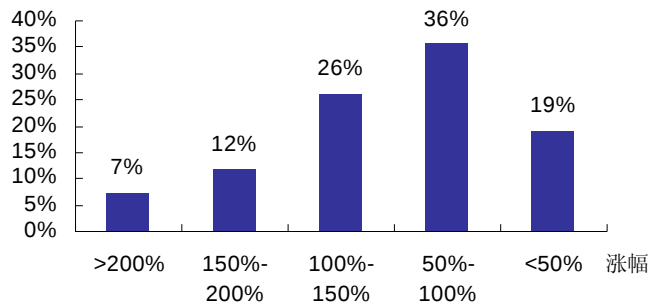
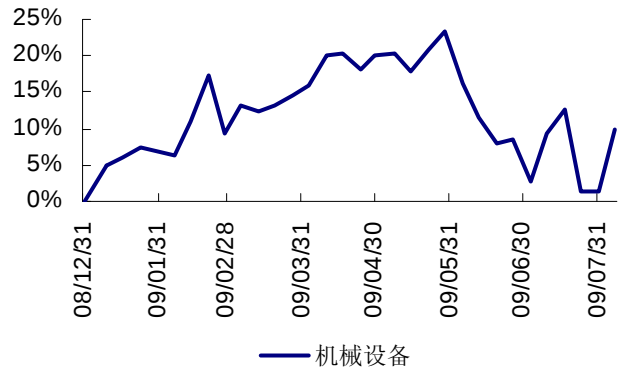
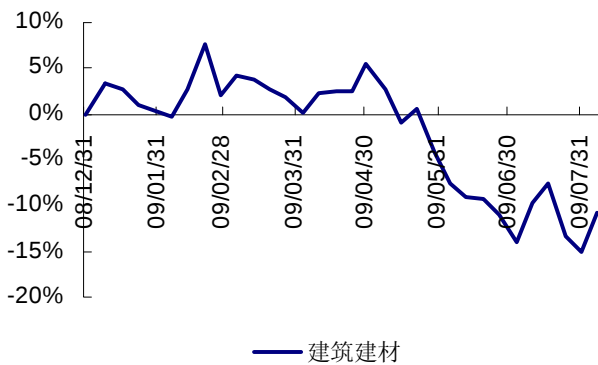
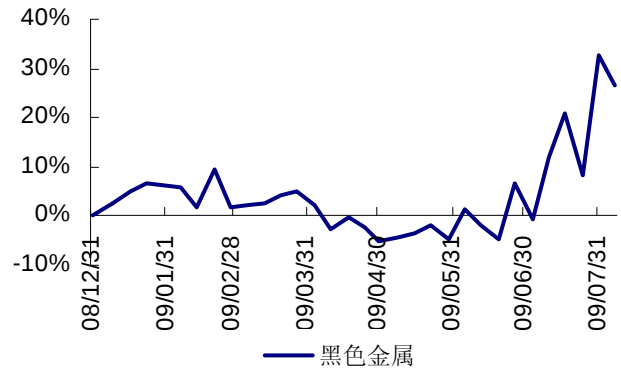
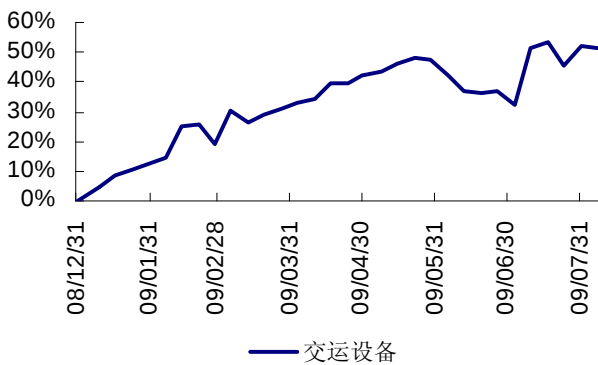
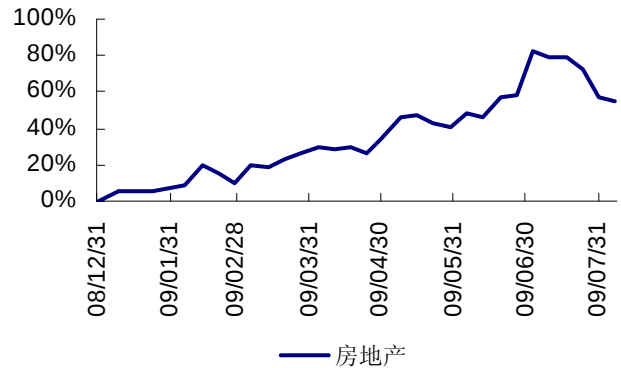
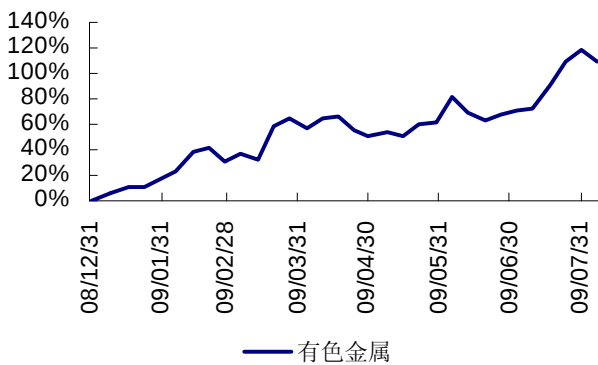
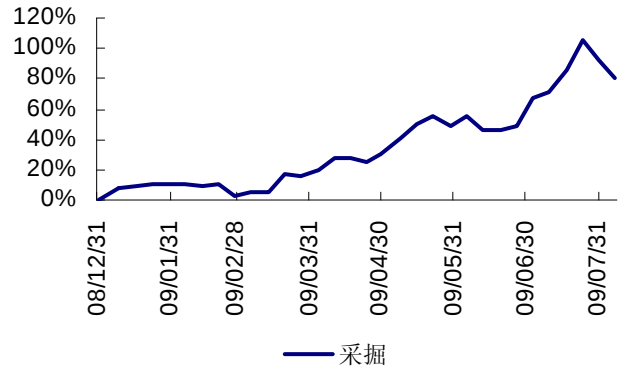
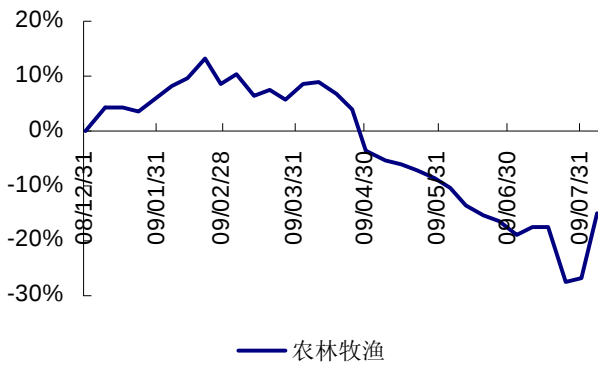


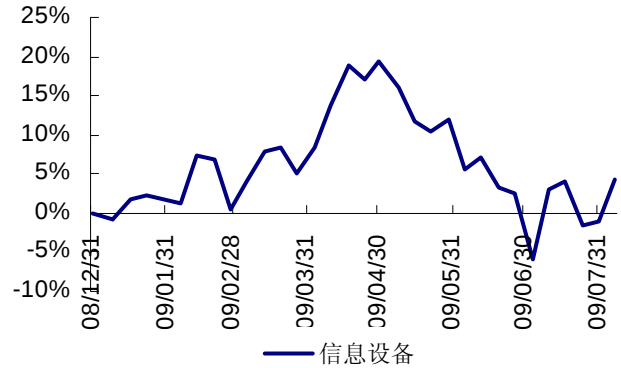
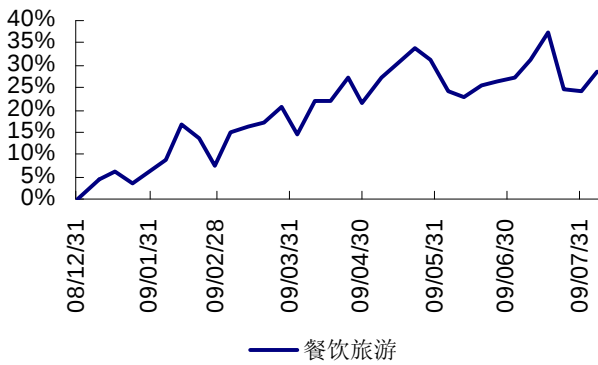
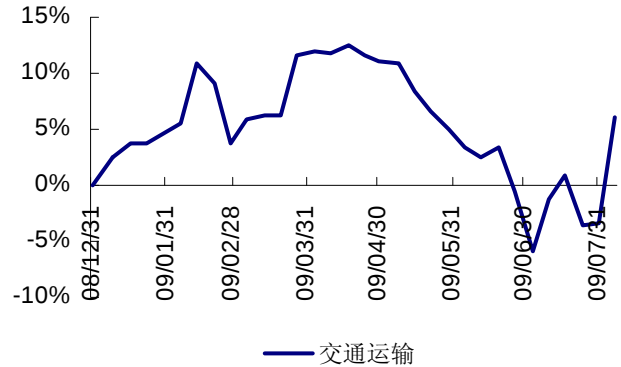
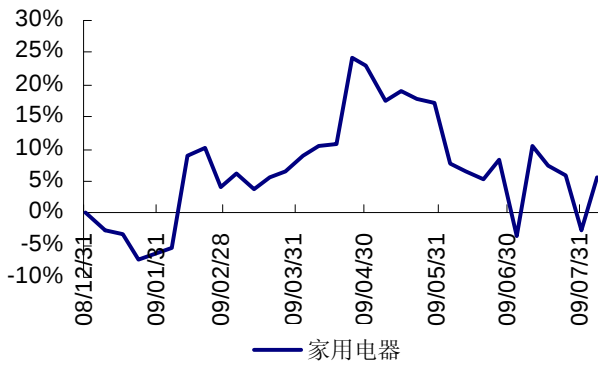
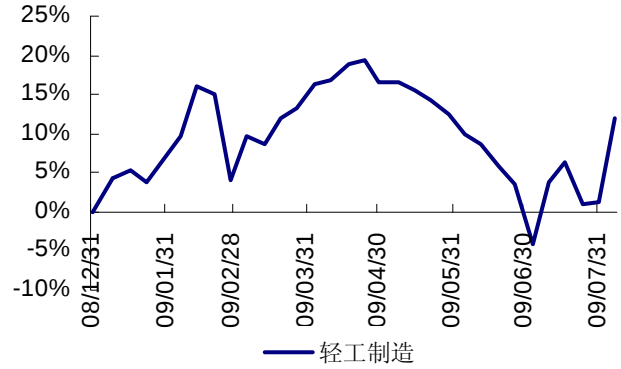
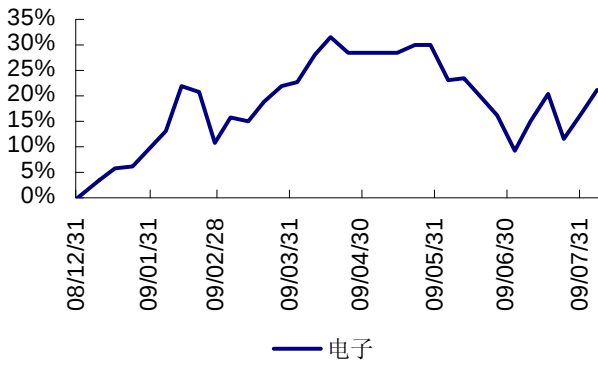
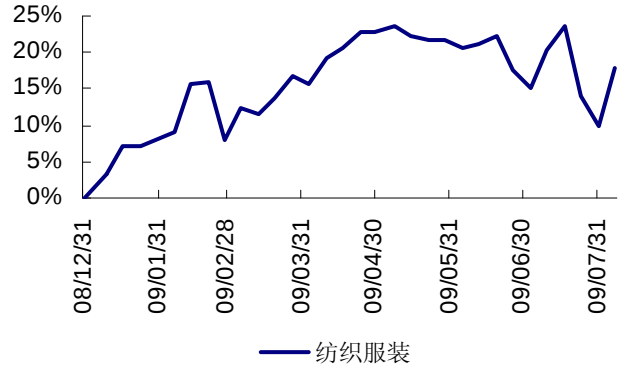
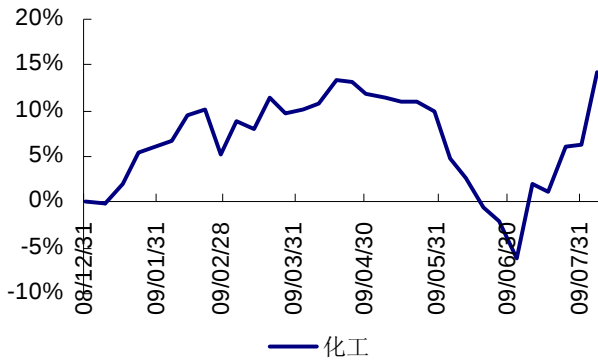
图 20：今年以来的个股涨幅分布

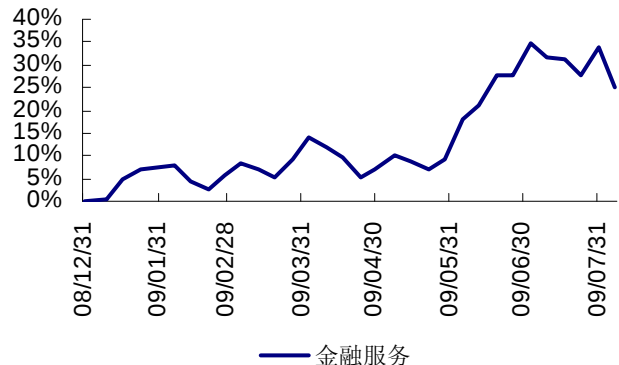
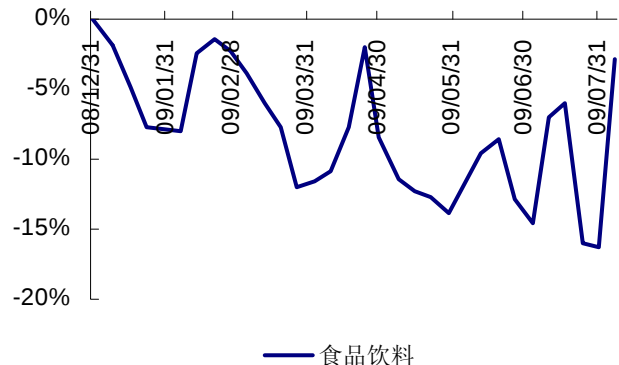
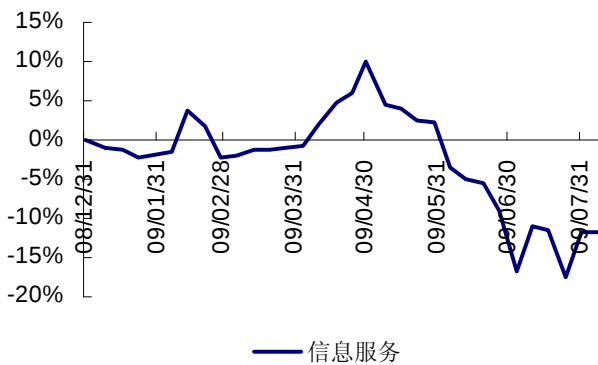
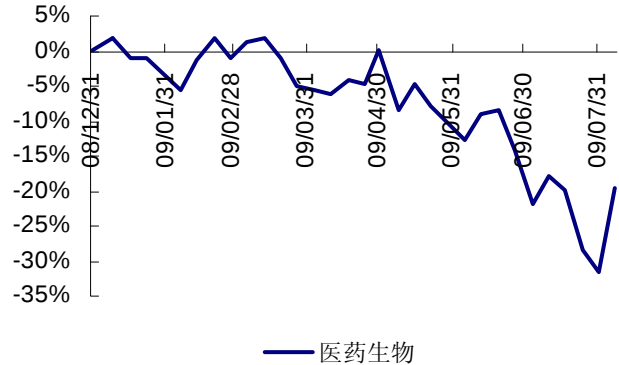
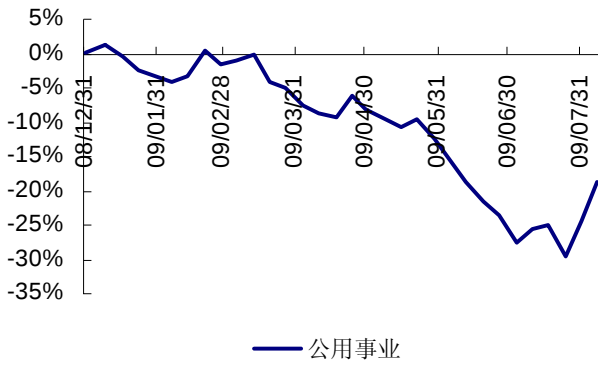


资料来源：Wind，联合证券研究所

图 21：各行业相对大盘的累计超额收益率







资料来源：Wind，联合证券研究所

全球主要市场及行业指数表现回顾

图 22：全球主要股市

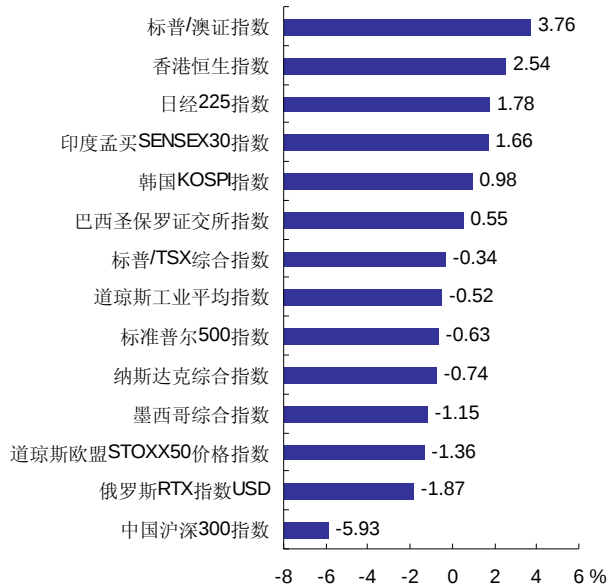
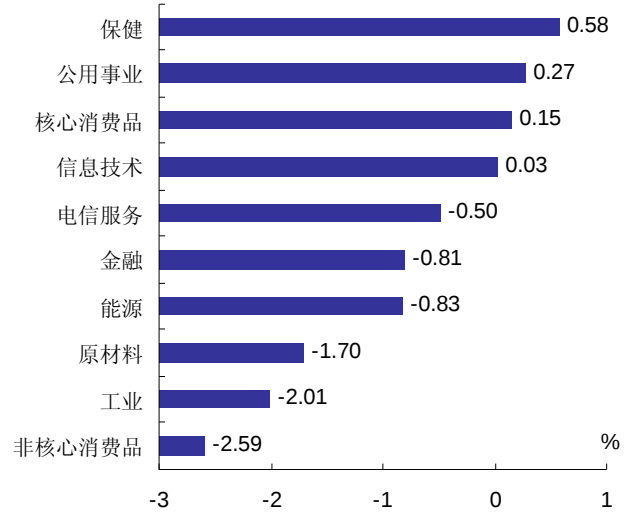
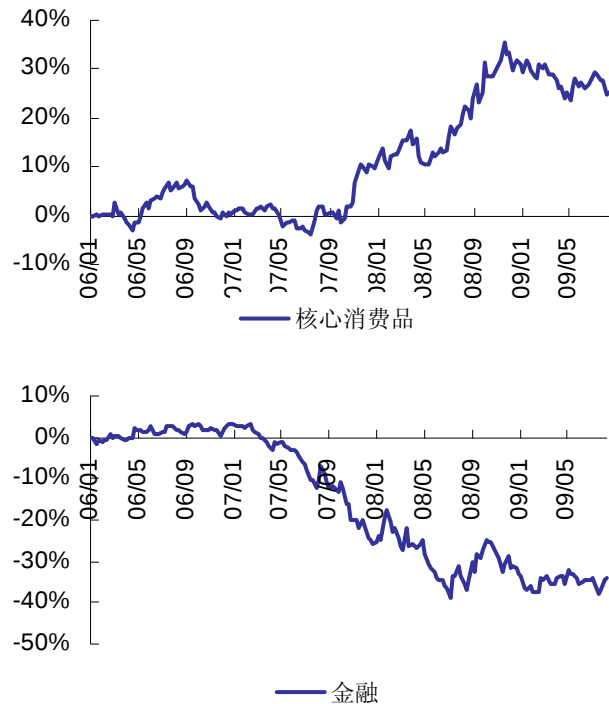
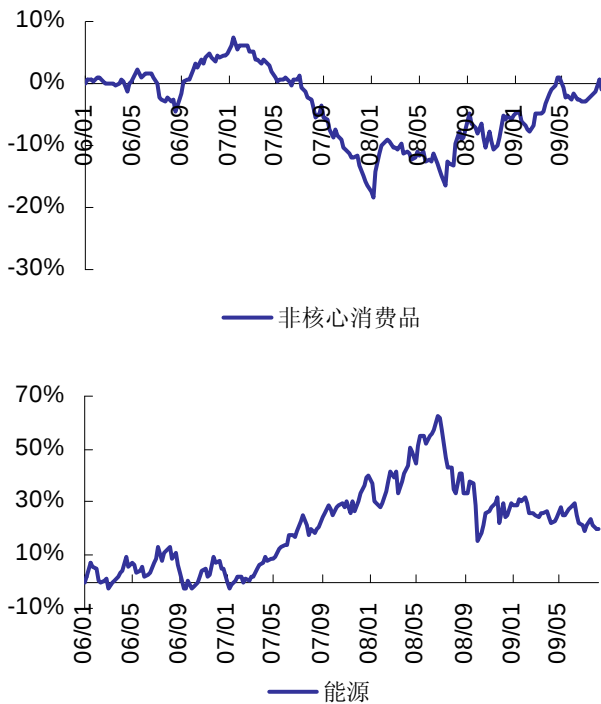


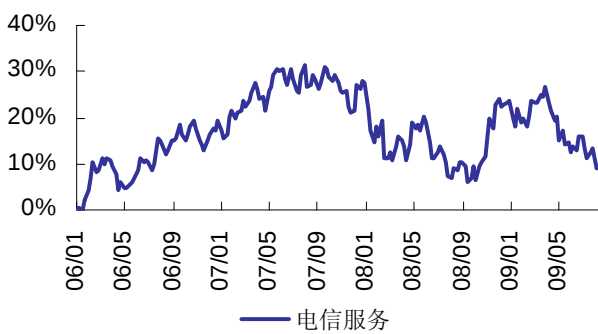
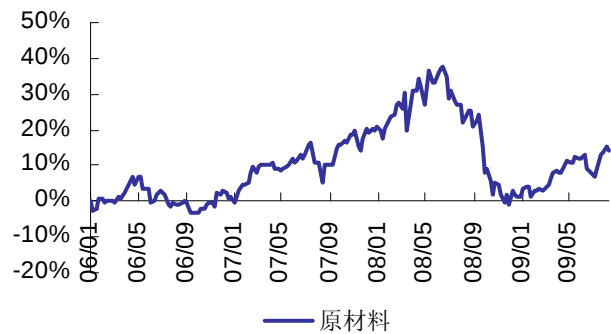
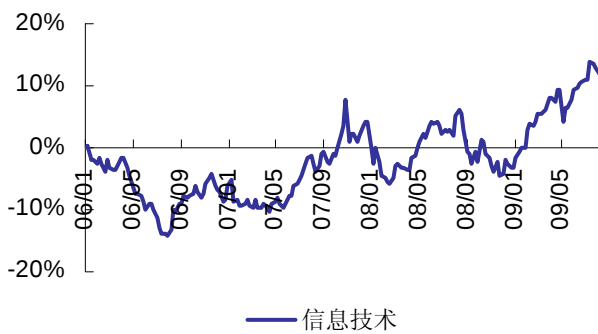
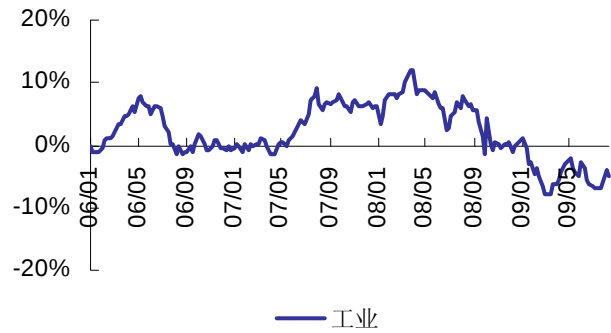
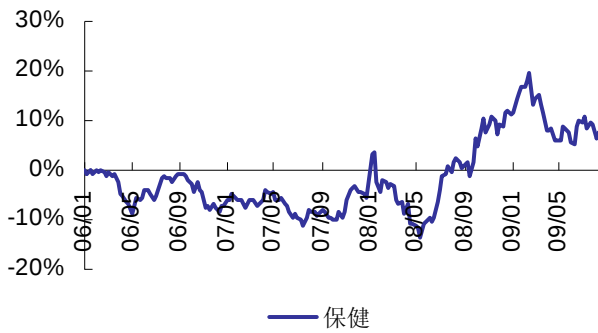
图 23：美股行业一周表现



资料来源：联合证券研究所

图 24：美股各行业相对大盘的累计超额收益率变化





资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

全球重要经济指标跟踪

图 25：本周美国 Tips 利差有所回调

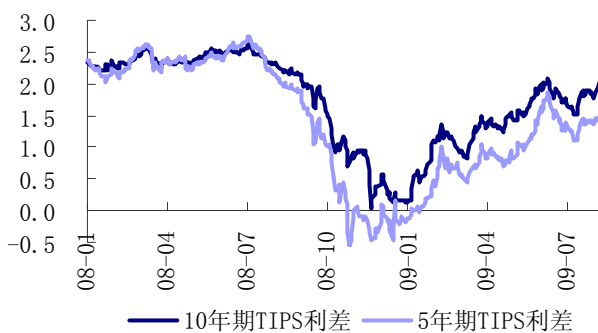
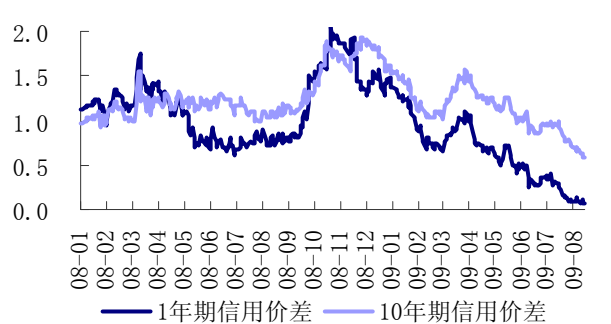


图 26：美国信用价差持续下降反映信用状况良好



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 27：CRB 商品指数有所下滑

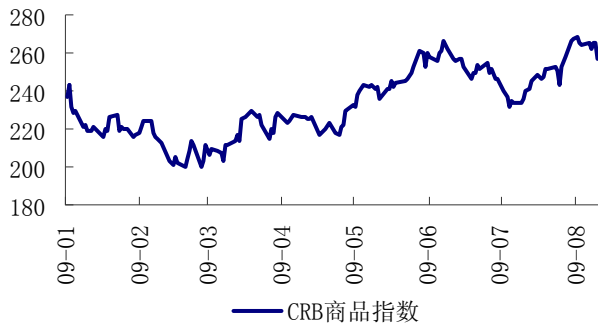


图 28：原油价格重新回到 70 美元/桶下方



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 29：金属价格指数

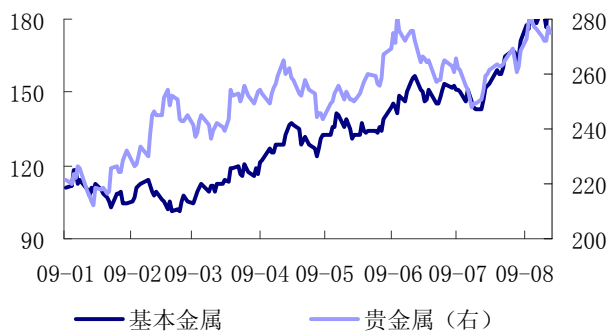
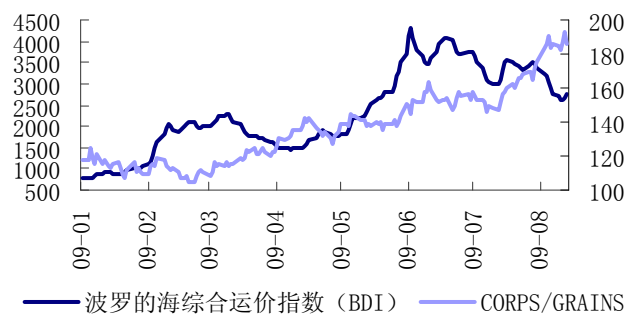


图 30：运价指数止跌，谷物指数高位整理

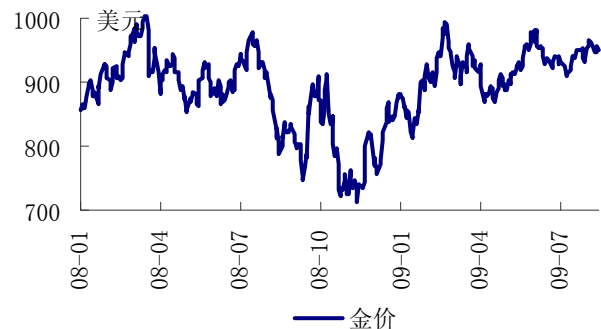


资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 31：铜价继续上升



图 32：金价



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 33：美国短期国债利率

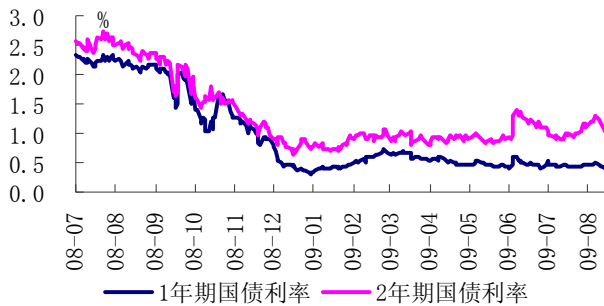


图 34：Libor 美元利率（3 个月）



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 35：汇率

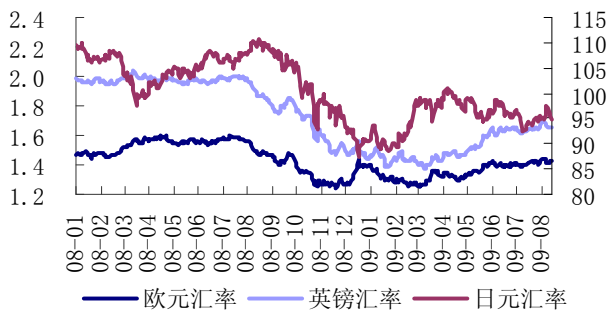


图 36：美元指数



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 37：美国首次申请失业救济金人数

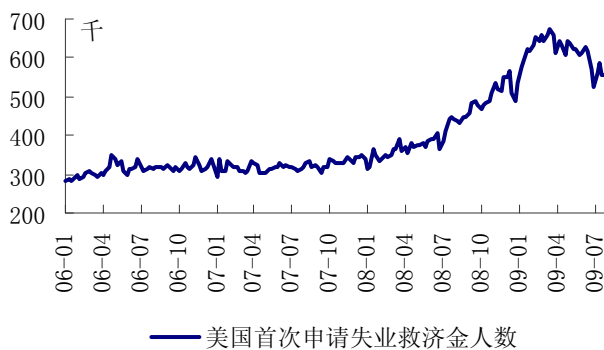
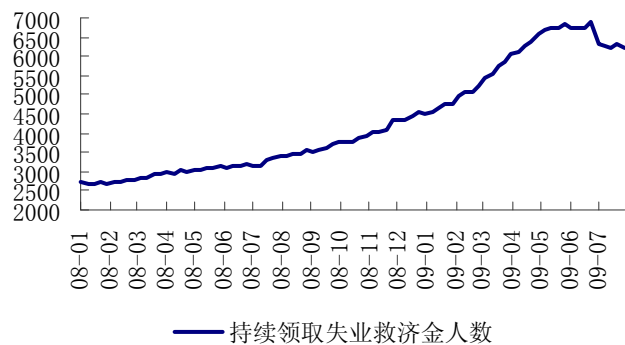


图 38：持续申请救济金人数



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 39: 美国 ABC 消费者信心指数

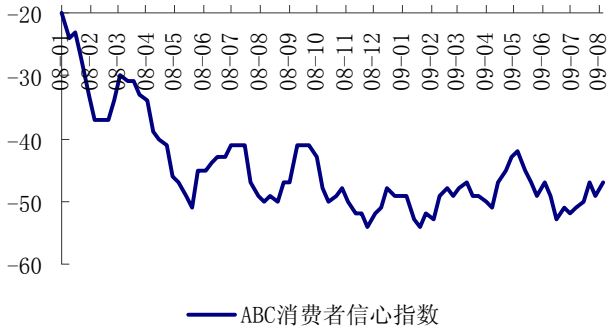
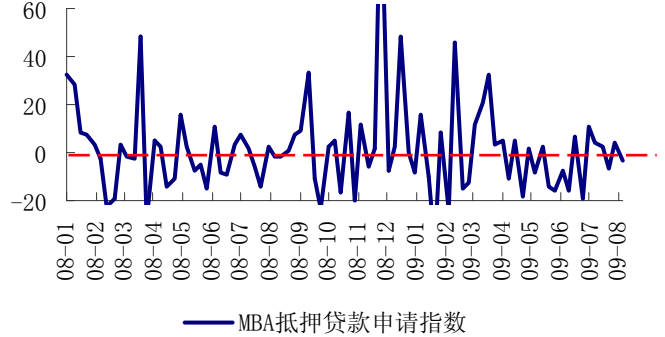


图 40: MBA 抵押贷款申请指数继续反复



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 41: 产能利用率

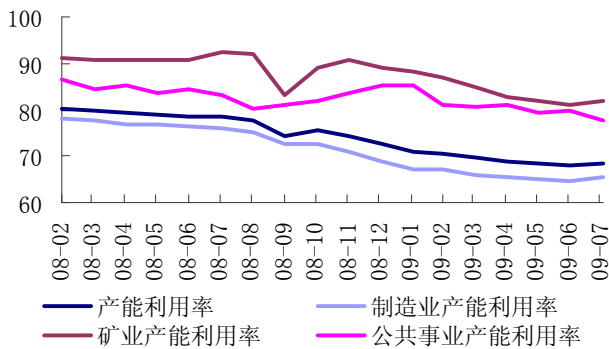
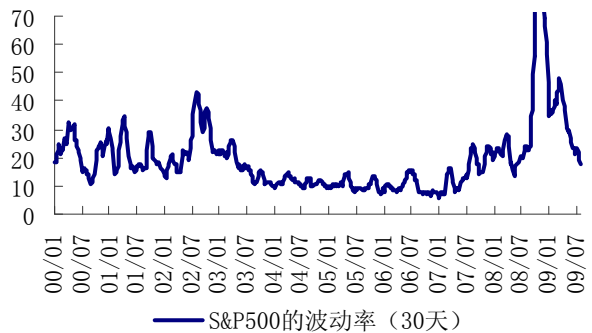


图 42: 标普 500 波动率



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 43: 主要海外股市指数走势: 本周美股小幅震荡

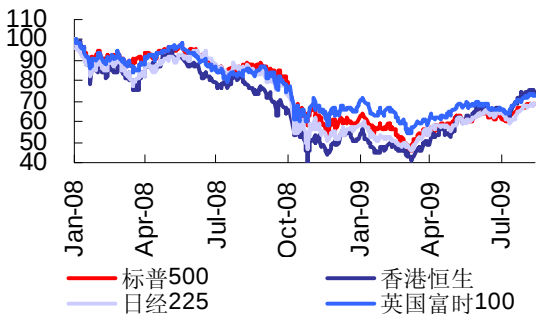
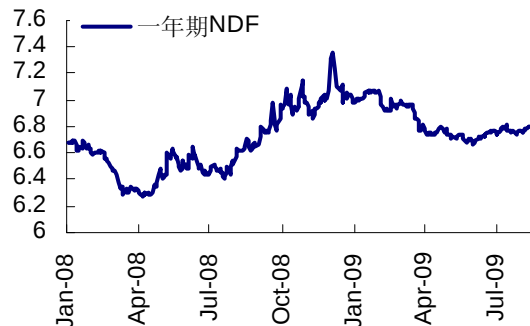


图 44: 一年期 NDF



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 45：美国 10 年期国债收益率有所回落

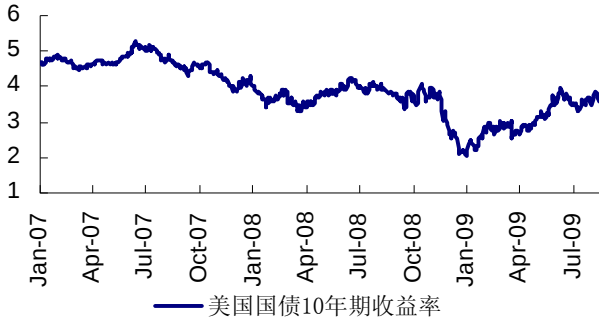
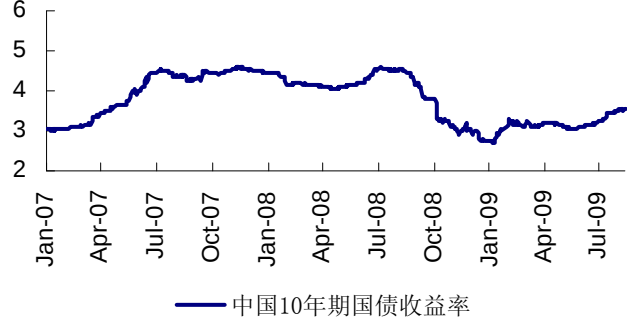


图 46：中国 10 年期国债收益率

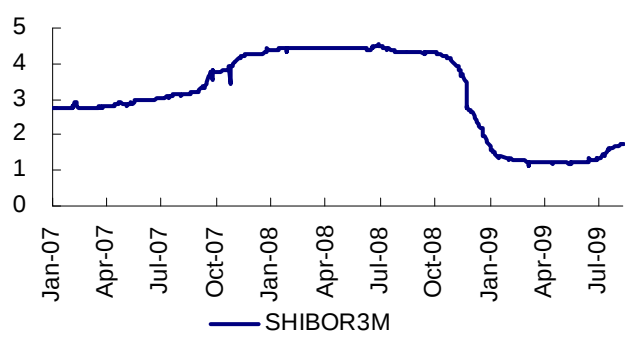


资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 47：美元 Libor3 月利率



图 48：Shibor3 月利率



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 49：TED 利差



图 50：美国房地美 30 年房贷固定利率走势



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 51: AH 溢价指数仍维持在较高水平



图 52: 本周美元指数稍有回落



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 53: 沪深 300PE 在 32 倍左右

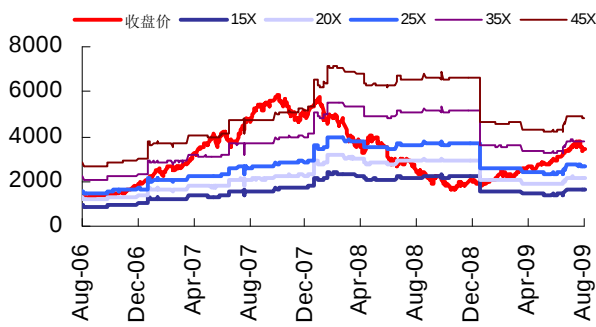
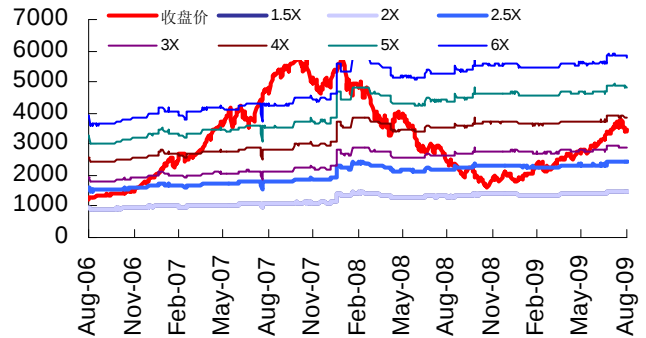


图 54: 沪深 300PB 在 3.5 倍左右



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 55: 钢价继续走强

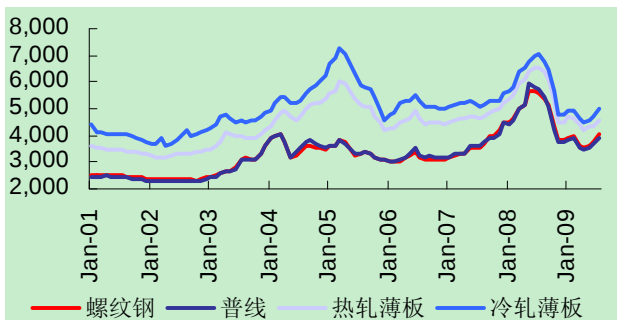
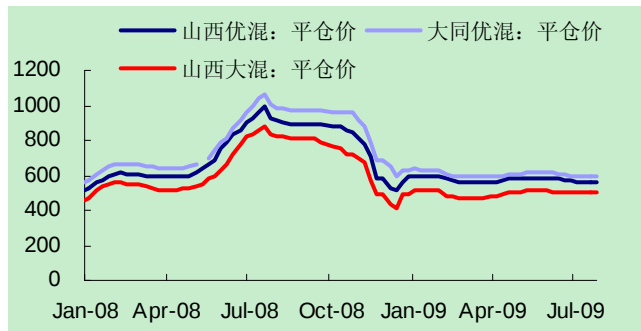


图 56: 煤炭价格保持稳定



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 57: 煤炭库存情况

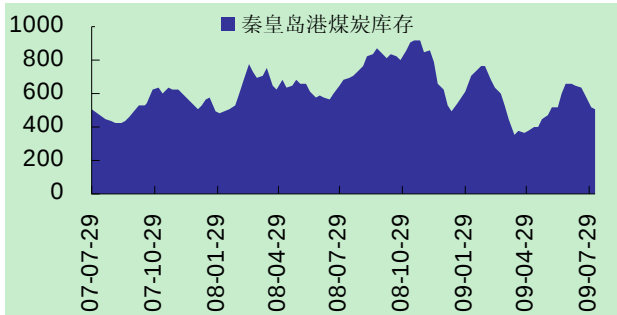
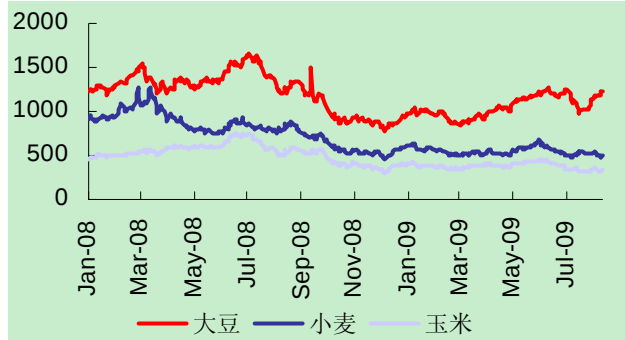


图 58: 主要农产品期货价格略有反弹



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 59: 市场风格指数一周表现

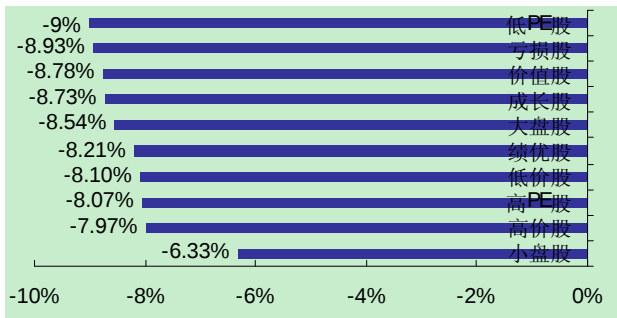
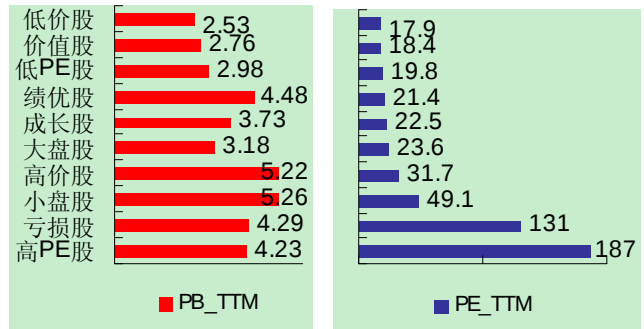


图 60: 市场风格指数估值指标



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 61: 市场风格

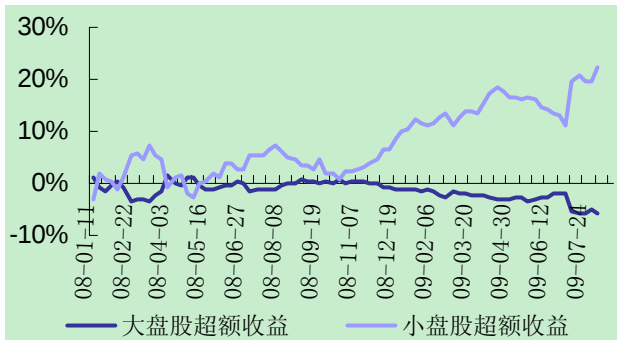
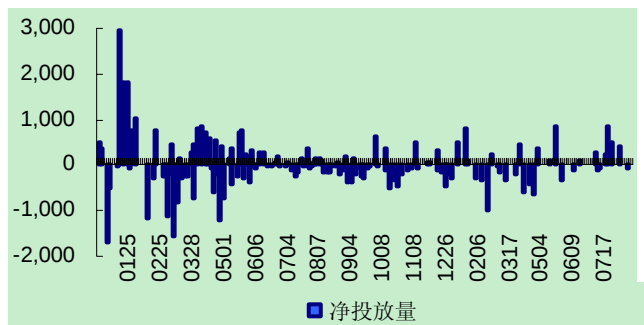


图 62: 2008 年以来货币净投放(回笼)资金量



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 63：央票利率继续走高

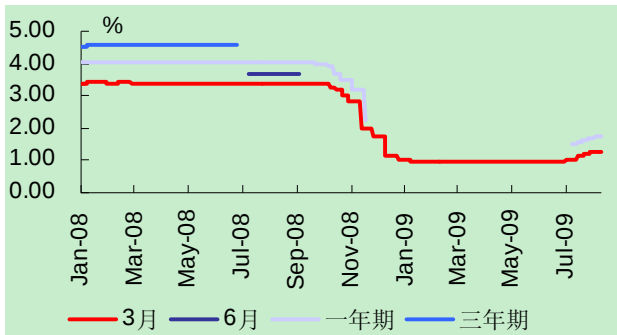
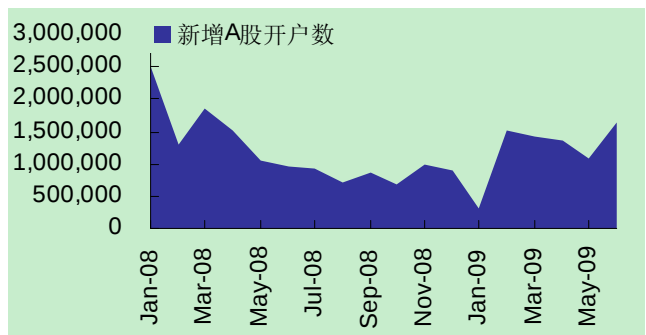


图 64：A 股新增开户数继续走高



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 65：A 股市场换手率有所下降

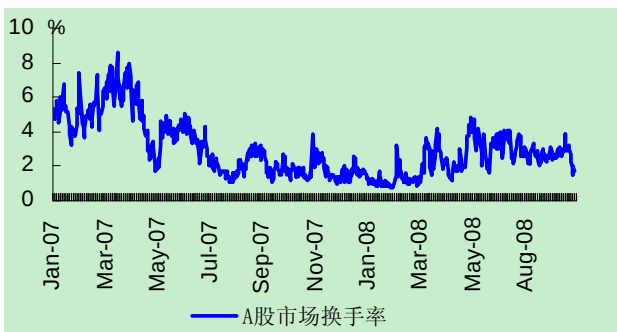
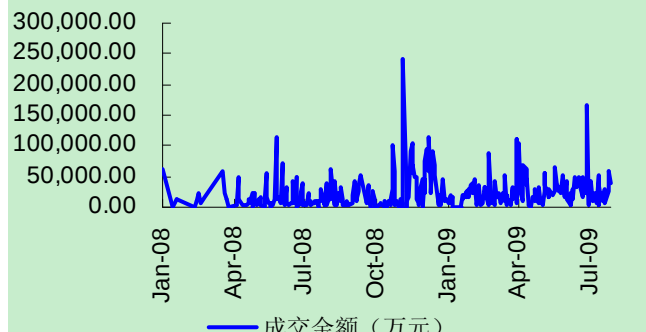


图 66：A 股市场大宗交易规模上升



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。