

分析师：徐一钉 韩浩
执业证书编号：S0050209070130
Tel: 010-59355913
Email: hanh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《把握政策脉搏 寻找结构性机会——
2010 年二季度市场策略报告》2010 年 4
月
《在政策观察期寻找结构性机会——2010
年 6 月月度市场策略报告》2010 年 05
月

研究小组

徐一钉
010-59355608
xuyd@chinans.com.cn
韩浩
010-59355913
hanh@chinans.com.cn

在政策观察期寻找结构性机会

A 股市场 2010 年 6 月市场策略报告

投资要点

- 1、5 月份央行年内第三次上调存款准备金率，上调 0.5 个百分点。在银行、地产等权重板块拖累下，股指继 4 月之后再次出现深幅调整。
- 2、经过前期的一系列严厉的宏观调控，6 月份可能会成为政策的传导和观察期。近期相关领导人接连表态要防范多项政策叠加的负面影响，各国应该继续坚持刺激经济举措，也表明政府对于经济下滑的担忧。
- 3、由于信贷受控，银行加大债权投资力度，而目前长债收益率普遍较高，于是出现了“以短养长”的盈利模式，即以拆借的短期资金，循环持有长期债券，以博取较高的收益率，因而造成了短期资金结构性趋紧的状况。
- 4、随着大量上游产品变得可以比较容易的投机（例如期货品种的丰富和开发），以及信息和资金流动变得更为通畅和便利，特别是许多物资从国家控制到转为市场控制，我们可以越来越多的看到价格压力先从上游开始的情况，而不是从下游传导到上游的传统模式。因此，仅仅躺在产能过剩上而忽视通胀压力是比较危险的观念。
- 5、2481 点反弹以来，全部 A 股、沪深 300、中小板、创业板的日均换手率依次为：1%、0.51%、2.89%、7.84%。全部 A 股、沪深 300 交投低迷，意味着 A 股向上反弹空间很有限。预测未来一个月上证指数的主要运行区间在 2300 至 2700 点之间。
- 6、从投资策略的角度讲，目前市场处在一轮大的调整周期中的一个平台整理阶段。6 月投资者可在市场震荡过程中谨慎参与反弹。中国农业银行 IPO 已进入倒计时，为保证中国农业银行 IPO 顺利发行上市，预计其发行前 A 股市场将出现一段政策真空期，这也为投资者参与反弹提供了较好的政策背景。
- 7、我们的观点：在这轮调整反弹中，继续呈现“蓝筹股止跌，题材股唱戏”，小市值股票表现将强于大市值股票，以新疆和西藏为代表的区域规划、战略新兴产业是反弹中的两条主线。一旦战略新兴产业、新疆和西藏等区域规划板块走弱，A 股市场将再次考验 2481 点的支撑。

正文目录

一、5 月市场回顾	错误！未定义书签。
二、6 月份行情预测	3
（一）紧缩政策或进入真空期	4
（二）短期资金仍机构性趋紧	4
（三）通胀隐忧渐显	4
（四）基金仓位处在牛熊分界线上.....	5
（五）6 月份指数主要运行区间.....	5
三、6 月份的投资策略	6
（一）战略新兴产业相关行业的投资机会	6
（二）区域经济振兴政策带动相关板块表现.....	7

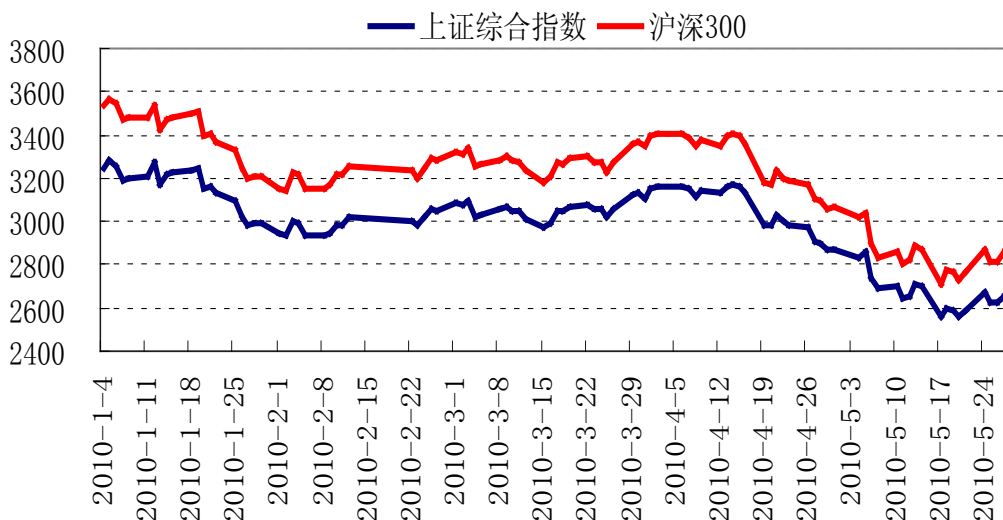
图表目录

图 1：5 月份各指数日涨跌幅情况 1.....	3
图 2：数 5 月份各指数日涨跌幅情况 2.....	3
图 3：上证指数与基金仓位走势图.....	5

一、5 月份市场回顾

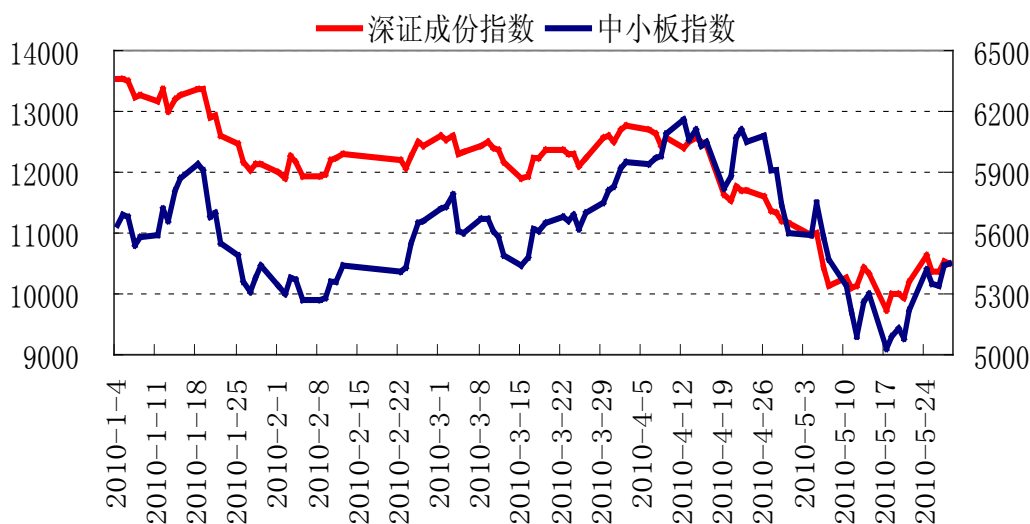
5 月份央行年内第三次上调存款准备金率，上调 0.5 个百分点。在银行、地产等权重板块拖累下，股指继 4 月之后再次出现深幅调整。截止 5 月 30 日，上证综指跌幅为-7.41%，沪深 300 跌幅为-6.85%，深成指跌幅为-6.26%，中小板指数涨幅为-4.75%。

图 1：5 月份各指数日涨跌幅情况 1



数据来源：wind，民族证券

图 2 数 5 月份各指数日涨跌幅情况 2



数据来源：wind，民族证券

从指数的表现不难看出，整个市场进入了下跌趋势当中。我们在之前策略报告中重点看好的战略新兴产业、区域经济（尤其是新疆和西藏）以及人民币升值利好的相关板块和个股均有不俗表现。

二、6 月份行情的预测

（一）紧缩政策或进入真空期

经过前期的一系列严厉的宏观调控，6 月份可能会成为政策的传导和观察期。近期相关领导人接连表态要防范多项政策叠加的负面影响，各国应该继续坚持刺激经济举措，也表明政府对于经济下滑的担忧。

然而，通胀隐忧的依然存在，使得政府仍不敢掉以轻心，在刺激经济方面，货币政策施展空间受到制约；而改善民生、调结构改变经济增长方式的决心，也决定了政府不会放松对房地产的调控以及对传统产业落后产能的淘汰，寻找新的经济增长点将是防范经济二次探底的惟一途径。预计未来政府将从改善企业微观环境着手，通过税收政策、产业政策、地域倾斜等在调结构中保证经济平稳过渡。

（二）短期资金仍结构性趋紧

央行近期公开市场操作回笼力度略减，主要是缓解近期资金面的趋紧状况。同时由于地产的调控以及国外经济形势较为严峻，市场普遍对未来国内外经济形势存在担忧，央行也有意通过公开市场操作释放积极信号。自 5 月准备金率上调后，宽松的货币市场资金供给日渐趋紧，资金价格也连续两周持续大幅度上涨，但目前银行体系所浮现出的流动性紧张仍属结构性而非全局。随着下月到期资金量的增加，如果货币市场资金面紧张状况有所改善，同时外汇占款没有发生趋势性转变，预计央行公开市场净回笼仍是主要方向。

上周银行间信贷市场，Shibor 隔夜利率和银行间隔夜拆借利率均呈现大幅上涨，显示银行间资金面的趋紧状况。上周 shibor 隔夜和一个月拆借利率出现暴涨，其他期限 shibor 也出现了不同程度的上涨，总体呈现拆借利率短期涨幅大于长期之势。近期 shibor 的异常表现，凸显了市场对于短期资金的迫切需求，这不仅与月末效应有关，还与银行近期债券投资存在密切联系。由于信贷受控，银行加大债权投资力度，而目前长债收益率普遍较高，于是出现了“以短养长”的盈利模式，即以拆借的短期资金，循环持有长期债券，以博取较高的收益率，因而造成了短期资金结构性趋紧的状况。

（三）通胀隐忧渐显

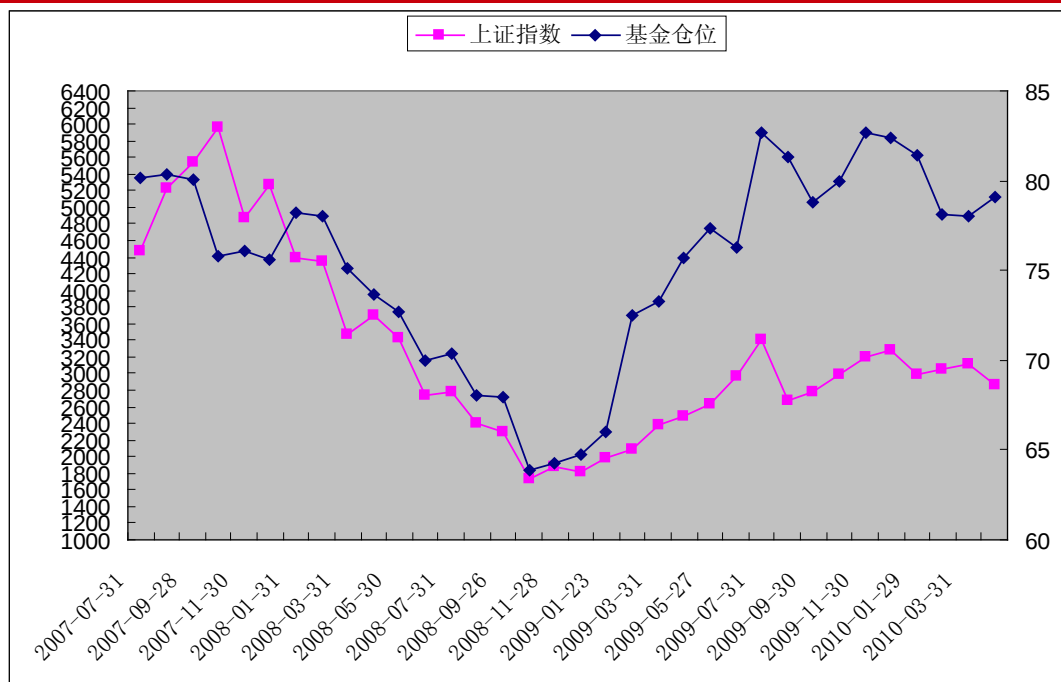
农产品的上涨，尽管是小部分品种，仍显示了微观上的通胀压力，其实从初级产品推动价格上涨已经成为近些年来的通胀新模式，许多传统理论捍卫者不太接受成本推动的通胀，坚持认为通胀需要在最终产品端出现供不应求才能够发生，因此国内产能过剩就成为不惧怕通胀的一个有力理由。不过，随着大量上游产品变得可以比较容易的投机（例如期货品种的丰富和开发），以及信息和资金流动变得更为通畅和便利，特别是许多物资从国家控制到转为市场控制，我们可以越来越多的看到价格压力先从上游开始的情况，而不是从下游传导到上游的传统模式。因此，仅仅躺在产能过剩上而忽视通胀压力是比较危险的观点。

5 月根据市场估计 CPI 将首次突破 3%，我们认为将是考验市场的一关，目前逐步有研究机构进一步的提高了下面数月的 CPI 预测数据，我们将密切关注本月的 CPI 数据和其他数据

的公布，一般而言，如果公布的数据相对偏低，则说明管理部门倾向于不在短期内采取进一步紧缩政策，一个偏低的 CPI 数据将是短期市场继续保持强势的有力保障。反之，我们则需要明白通胀形势已经十分严峻，且管理部门倾向于立即采取行动而不是将其先掩埋起来，这将是足以破坏当前的多空平衡趋势。

（四）基金仓位处在牛熊分界线上

图 3：上证指数与基金仓位走势图



数据来源：wind，民族证券

基金作为市场中具有影响力的机构投资者，从过去的历史分析，很难在单边持续下跌的市场环境中迅速减仓，往往是单边下跌结束后的震荡行情中，配合市场企稳后逐步提高的买方承接力而逐步减仓。如果将 07、08、09 三个自然年分别简单地划分为牛市、熊市和牛市的话，以具有代表性的股票型基金为例，其三年中的平均仓位分别是 81.6%、70.1% 和 80.6%，即牛市中股票型基金平均仓位在 81% 左右，而熊市中则在 70% 左右。

而目前股票型基金 75.4% 的仓位水平介乎于牛市和熊市标准的分界线上，若宏观经济不能完成结构调整并出现显著通胀的话，基金很可能继续减仓步入熊市，反之通过结构调整、控制住通胀，则经济会步入新的持续增长轨道，基金会提高仓位配置市场也随之步入牛市阶段。当然如此简单的二分法仅能说明概念，远不能触及现实的复杂性，但在目前敏感的时间点，也不失为我们正确看待基金仓位变动的一个独特角度。

（五）6 月份指数主要运行区间

目前，按照市场一直预期的盈利预测，沪深 300 的 2010 年整体动态 PE 水平（整体法，剔除负值）已接近 13.5 倍左右的历史估值底线，2009 年的静态估值也已经接近 17 倍。即便

考虑到未来盈利预测的下调风险，以 2010 年盈利增长 15% 的悲观情形测算，目前沪深 300 的动态 PE 也已经接近 15 倍的水平，而从历史上看，市场的动态 PE 通常处于 15~20 倍的区间。而从权重板块银行板块来看，目前的 PB 水平为 2 倍左右，已经接近 2008 年金融危机时的 1.8 倍的底线。而从成熟市场来看，银行股的 PB 估值区间在 2~3 倍左右。而另一权重板块地产板块在经历连续下挫后，已经基本反映了市场的悲观预期，在 6 月份继续大幅调整的空间不大。

因此，我们判断在估值底线的支撑下以及政策紧缩暂告一段落的情形下，6 月市场有望维持震荡。市场自 2009 年 11 月的 3361 点进入“台阶式”下跌，3181 点至 2890 点是这轮调整的第一个台阶。2481 点有望成为第二个台阶的起点，持续时间至少有 4 个交易周。2481 点反弹以来，全部 A 股、沪深 300、中小板、创业板的日均换手率依次为：1%、0.51%、2.89%、7.84%。全部 A 股、沪深 300 交投低迷，意味着 A 股向上反弹空间很有限。预测未来一个月上证指数的主要运行区间在 2300 至 2700 点之间。

三、6 月份的投资策略

从投资策略的角度讲，目前市场处在一轮大的调整周期中的一个平台整理阶段。6 月投资者可在市场震荡过程中谨慎参与反弹。中国农业银行 IPO 已进入倒计时，为保证中国农业银行 IPO 顺利发行上市，预计其发行前 A 股市场将出现一段政策真空期，这也为投资者参与反弹提供了较好的政策背景。

在政府调结构转变经济增长方式的决心异常坚定背景下，我们认为应把握以下几条投资主线：

1、从传统产业转向新兴产业仍是未来很长一段时期的投资主线。回避传统产业和产能过剩行业，新兴产业政策将层出不穷；

2、新疆、西藏板块仍是区域投资机会中的亮点，各种税费优惠将实质性地利好区域内上市公司。

（一）战略新兴产业相关行业的投资机会

从目前国家的经济结构来看，依靠房地产拉动经济增长的方式将无法持续，调结构措施会进一步深化，新兴产业振兴被寄予厚望。另外，2009 年中国已经成为煤炭净进口国，主要能源石油、煤炭都受制国外，重化工产业继续大发展将越累越受限，这也倒逼国家加快产业结构的调整。据此，我们认为各个新兴产业可以重点关注：

1、低碳环保

泛“新能源”。目前市场更多的是关注存量市场改造的工业节能和预期更加明确的新型动力汽车。除了能量的节约之外，对物质的循环利用也处于相当的重要战略地位。污水处理、垃圾利用等环保类公司获得市场追捧。而传统的“新能源”光伏、风电、核电等经过几年的价值发现，个股挖掘较为充分，久盼所谓“新兴能源产业规划”而未果，也影响了板块表现。

2、海洋工程和航空航天工程

我国国海岸线 18400 公里，海洋工程对我国具有重大的战略价值，而发展海洋工程装备是国家海洋开发战略的首要任务和重点，如果辅之以政策、资金支持，将会促使我国在主流海洋工程装备市场尽快进入国际市场第一梯队，未来有望成就具有千亿产值规模的新兴产业。

而航空航天产业不仅仅是新的经济增长点，更是关系到国家安全的战略性产业。我国航天科技工业已经走过了 50 年的发展历程，航天技术已跨进世界先进行列，这为航天科技及其产业化发展奠定了基础，这方面看好整合可能带来的投资机会。

3、生物医药

生物医药振兴将纳入到“十二五”规划中，成为核心战略支持新兴产业之一。有关专家透露，方案现在还是在讨论阶段，初稿还没有完全形成。生物产业规划的重点可能会在：一是升级，包括产业升级、产品升级和保障体系升级；二是占领制高点包括在基因药物、遗传工程药物、酶工程药物等方面。

4、电子信息

在电子信息领域，LED、手机支付、物联网、云计算和三网融合等主题投资趋势未尽。从产业进程来看，目前我们认为 LED、手机支付和三网融合领域值得重点关注。

5、新材料

新材料是高科技的基础和先导，同生物技术、海洋及航空航天工程等一起是未来最重要和最有潜力的领域，尤其是在调结构的背景下，新材料有望继续保持高速增长。

6、新能源汽车

新能源汽车不再是概念炒作而已，而是即将走入大家的日常生活中。许多厂商高调宣布了它们今后几年的新能源汽车规划以及新能源车型的量产计划。除此还有一点值得关注的是，许多国内车企也积极展出自己研发，即将量产的新能源汽车，大有与国外厂商一争高低之势。在传统内燃机驱动方面，国内厂商与国外厂商约有十年的差距，而在新能源汽车方面，大家站在了同一起跑线上，若能把握好机会就能大大缩短与国外厂商的差距。因此，如何打赢这场新的战争是国内厂商关注的重中之重。我们认为，今后的新能源汽车的竞争将会逐渐激烈，大型车企拥有巨额的资金和技术积累，优势会越来越明显。

（二）区域振兴政策带动相关板块表现

中共中央、国务院于 5 月 17 日至 19 日在北京召开新疆工作座谈会。胡锦涛总书记提出新疆工作的目标任务是到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平；到 2020 年促进新疆区域确保实现全面建设小康社会。

对于本次会议，我们认为意义十分重大：

首先，这是中央首次召开新疆工作会议。从 1980 年至今，中央已召开过 5 届西藏工作会议，但从未专门召开过新疆工作会议。这次会议的召开，是将新疆的发展提升到国家战略的层次。

其次，振兴新疆的战略目标是通过经济发展来达到社会和谐、政治稳定和民族团结。中央提出要保持新疆的长治久安，必须搞好新疆的经济，提高各人民的生活水平。

第三，一系列优惠政策措施将陆续出台。中央决定，在新疆率先进行资源税费改革，将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征；对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多；鼓励多类银行机构在偏远地区设立服务网点，鼓励股份制商业银行和外资银行到新疆设立分支机构；适当增加建设用地规模和新增建设用地占用未利用地指标；适当放宽在新疆具备资源优势、在本地区和周边地区有市场需求行业的准入限制；逐步放宽天然气利用政策，增加当地利用天然气规模等。

第四，许多重大建设项目将会在新疆展开。从本次会议透露的内容来看，中央将给予新

疆发展以前所未有的支持。据测算，按照会议要求，“十二五”期间新疆固定资产投资将超过 2 万亿的规模。在会议后，许多基础设施建设如交通、煤炭、电力等将优先建设。

我们判断，本次会议后西藏经济发展很有可能再次提速，预计将于近期出台的西藏区域发展“十二五”规划将成为西藏经济腾飞的催化剂。

鉴于跨越式发展主基调，结合西藏经济发展战略，未来受益于上市公司资源整合预期，整体看好矿业、旅游、藏药等西藏特色产业的发展前景。就个股而言，推荐符合产业发展规划、主营业务清晰、受益政策扶植能够做大作强的公司。

对于新疆、西藏等地区的振兴规划来说，更多偏向基础设施建设、资源开采，农产品等优势产业。因此基础设施建设领域、能源和农业领域的相关个股会成为关注焦点。

A 股即将进入全流通市场，A 股的估值也将向海外全流通市场“看齐”。对于这些变化，如果不及时适应投资者恐怕要吃亏。中国农业银行 IPO 已进入倒计时，为保证中国农业银行 IPO 顺利发行上市，预计其发行前 A 股市场将出现一段政策真空期。延续此前的观点：在这轮调整反弹中，继续呈现“蓝筹股止跌，题材股唱戏”，小市值股票表现将强于大市值股票，以新疆和西藏为代表的区域规划、战略新兴产业是反弹中的两条主线。一旦战略新兴产业、新疆和西藏等区域规划板块走弱，A 股市场将再次考验 2481 点的支撑。

以上我们的投资策略仅供大家参考，重点在于把握“政策真空期”下，阶段性的交易性机会。

分析师简介

曾就读于中国人民大学财政金融学院。2006年11月进入中国民族证券有限责任公司，供职于研究发展中心，现从事市场策略研究工作，主要负责市场动态跟踪及市场趋势的分析。注重从上市公司基本面去挖掘各类投资机会，在对资本市场的研究方法上有自己的独到见解和体会。定期在中央2台《证券时间》、央视数字频道《交易时间》、BTV财经频道《天下财经》等财经栏目做节目嘉宾。是《中国证券报》、《证券市场红周刊》、《信息早报》、《金融投资报》、和新浪网、和讯网等媒体的主要撰稿人或节目嘉宾。研究特长：强调对市场认知的独立性以及风险认识的重要性，强调基本面分析要注意“跨度和深度”，熟悉各类投资者的投资行为以及机构资金的运作规范，并善于挖掘各类投资机会，对诸如新股上市初期的运作和新股上市首日预测有较强的把握，能够根据基金持股情况动态推论出不同类型的投资组合。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn

曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn