

欧债危机及宏观调控下市场筑底震荡

6月A股投资策略报告

2010年6月3日

主要观点:

- 在欧洲债务危机愈演愈烈且未见好转迹象之际,美国复苏迹象持续的背景下,全球资金避险情绪再次陡升,美元、黄金等表现较好。A股市场的驱动因素,直接动因来自调控政策的扰动或者说调控政策的力度、斜率;间接动因来自欧洲债务危机以及房地产市场的量价表现。
- 基于欧元存续、未来欧元区整体赤字比例收缩回归至3%的假定,紧缩赤字再考虑财政乘数,将对全球GDP产生1%以上的影响。欧债危机将挥之难去,全球经济“二次探底”的阴影短期内也将难以褪去。
- 宏观经济当下处于复苏轨迹,但是以M2为代表的指标,先导性的预示着资金推动型投资领域面临降温。M1的异常上行,表明,通胀预期下货币活化将是必然的
- 基于金融危机阶段银行股的估值水平为参照系,我们认为银行股估值水平整体已经没有下调空间了;但是,如果农行以1.6倍市净率发行,则将对已经建立起来的金融危机估值参照系产生冲击,短空利多;反之亦然。
- 结构转型是大背景,政策调控短期内将不会转向,但调控的力度将会随着境内外经济情势而有所波动。
- 基于政策、股市行为考量,未来市场将依然存在阶段性筑底回升机会,而非一步到位式的快速探出市场底。6月市场以筑底震荡为主,核心区间可能在2500-2700,但需要关注农行定价对银行板块的阶段性冲击;在板块选择上,投资者需要把握节奏,即把握房地产等周期板块超跌反弹概念股、医药食品等防御类个股以及新能源、新材料、节能环保(比如高效电机)等结构转型概念股的节奏——往往是先超跌反弹概念股紧接着防御类及结构转型概念股的轮动。
- 投资主线:超跌反弹概念——以房地产、煤炭等周期性板块,且随着资源税、房产税的明朗,该类个股具有反弹要求;结构转型概念股——战略新兴产业为代表,主要可立足于节能设备(例如高效电机)、信息化工(例如电解液)等板块。
- 重点个股如正文。

策略组: 沈正阳

执业证书编号: S0550107121005

TEL: (021)63367000-269

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、全球资产价格 5 月行情回顾	2
二、欧洲债务危机挥之难去	4
三、投资趋缓，活化货币冲击	6
活化货币传导机制分析:	7
四、农行定价将影响银行板块在农行上市前后的运行态势	9
五、政策分析	10
六、投资策略及个股	12
插话：股市周期与经济周期	12
六月市场运行分析	12
表 1、境内外主要资产 5 月跌多涨少，美元黄金表现较好	3
表 2、A 股各板块不同时段的表现显示避险防御与超跌反弹为行情主题	3
表 3、欧元区赤字及债务率多超过“3%、60%”的公约规定	4
图 1、欧元区赤字及债务率金融危机后恶化	5
表 4、欧元区多国长债信用评级遭受下调	5
表 5、欧洲主要国家产能利用率恢复参差、均尚未恢复至 80%	6
表 6、先行指标有走缓趋势、货币活化影响价格	7
图 2、外汇储备增量趋缓、但热钱和外储总量依然增长	8
图 3、小品种农产品(绿豆、红小豆)价格飙涨	8
表 7、房地产 5 月成交量环比陡降 50%、但价格未有显著调整，此情景并不乐观	8
表 8、银行股当前及 IPO 估值均将高于农行	9
表 9、全部 A 股的估值与 2005、2008 年底部的估值比较	10
图 4、央票利率再次出现上行，1 年期央票回升至 2.01%	11
表 10、5 月公开市场投放资金 2240 亿，且伴有央票利率上升	11
表 11、主要国家物价水平多有不同水平的上涨	11
表 12、5 月重点个股评级表	13

一、全球资产价格 5 月行情回顾

全球主要资产价格表现来看，除 BDI 主要由于季节因素出现上涨——最近三年 BDI5 月环比均 20%以上增长外(近三年 5 月 BDI 环比分别为 22.3%、95.63%、21.59%)，仅有美元、黄金上涨，以及部分小金属、玉米等农产品相对抗跌。

可以解读为，在欧洲债务危机愈演愈烈且未见好转迹象之际，美国房地产汽车销售数据表现较好、美国复苏迹象持续的背景下，全球资金避险情绪再次陡升，美元、黄金等表现较好。

中国 A 股市场则在欧债危机和国内宏观调控的双重作用下，年初以来领跌全球主要股指。

审视 A 股各主要板块 5 月的表现，仅医药板块录得正收益，其余板块以采掘、钢铁、化工、房地产等周期性板块表现持续落后于大盘。资金偏向于防御、规避受宏观调控影响的周期性行业，成了 5 月较长一段时间的資金偏好。

时间阶段看，5 月 1-20 日，在欧债危机以及以房地产为代表的宏观调控作用下，市场单边下挫，医药食品以及估值较低的金融板块跌幅相对较小，而受调控影响的房地产等相关板块表现较差；而后 5 月 21-24 日，在政策缓和以及房产税传闻的扰动下，市场如期出现了 200 点左右的 V 型、快速且短暂的反弹，反弹以超跌股为代表；最后在政策辟谣后，以政策扰动为催化剂的快速反弹结束，市场再探 2500 点。

我们认为，目前 A 股市场的驱动因素，直接动因来自调控政策的扰动或者说调控政策的力度、斜率；

间接动因来自欧洲债务危机以及房地产市场的量价表现。因此，本文对欧债危机、房地产市场以及政策取向做探讨。

表 1、境内外主要资产 5 月跌多涨少，美元黄金表现较好

名称	最新价	最近 1 月涨跌幅%	名称	最新价	最近 1 月涨跌幅%
标普 500	1089	-8.20	伦敦锌期货	1909.50	-15.48
纳指	2257	-8.29	伦敦锡期货	17854.00	-1.85
英国富时 100	5188	-6.57	伦敦铜期货	6917	-6.58
法国 CAC40 指数	3508	-8.11	伦敦镍期货	21291	-18.90
日经 225	9721	-12.08	螺纹钢	4026	-5.80
上证指数	2592	-9.70	线钢	4069	-4.17
香港恒生	19765	-6.36	美元指数	86.682	5.88
中国 H 股	11494	-5.64	欧元汇率	1	-7.09
BDI 指数现货	4078	21.59	CBOT 玉米	359.50	-1.84
CRB 指数	255	-8.25	CBOT 小麦	458.500	-6.76
WTI 原油期货	75	-13.21	CBOT 大豆	942.250	-4.78
NYMEX 煤炭期货	59	-4.93	NYBOT 棉花	80.050	-3.27
COMEX 黄金期货	1217	3.04	NYBOT 糖	14.19	-5.71
			伦敦铝期货	2017.000	-9.59

数据来源：彭博，时间取 2010 年 5 月 31 日，东北证券金融与产业研究所

表 2、A 股各板块不同时段的表现显示避险防御与超跌反弹为行情主题

	区间涨跌幅%_5 月	区间涨跌幅%_1-20 日	区间涨跌幅%_21-24 日	区间涨跌幅%_25-31 日
餐饮旅游	-10.97	-15.54	5.71	-0.28
交运设备	-9.10	-11.78	6.31	-3.08
家用电器	-5.99	-10.13	7.43	-2.62
纺织服装	-7.14	-11.55	6.20	-1.14
医药生物	0.06	-7.68	5.00	3.23
轻工制造	-11.36	-14.87	6.02	-1.79
农林牧渔	-5.47	-10.19	6.01	-0.72
商业贸易	-7.03	-10.30	5.86	-2.09
公用事业	-9.98	-11.55	4.09	-2.22
交通运输	-12.02	-13.82	5.00	-2.77
房地产	-10.42	-12.96	9.55	-6.05
信息设备	-8.58	-13.04	5.77	-0.60
建筑建材	-8.70	-11.36	5.39	-2.27
机械设备	-6.90	-10.26	6.85	-2.91
电子元器件	-5.43	-10.50	7.10	-1.35
黑色金属	-11.71	-11.99	5.71	-5.10
有色金属	-6.64	-10.89	5.89	-1.06

化工	-11.64	-13.55	5.16	-2.81
信息服务	-11.49	-14.40	5.19	-1.70
金融服务	-7.79	-8.64	3.89	-2.86
采掘	-11.77	-13.48	6.65	-4.38
食品饮料	-3.44	-6.15	5.23	-2.22
中小板综	-4.54	-9.57	6.84	-1.19
深证成指	-8.59	-10.90	6.78	-3.92
上证综指	-9.70	-10.96	4.60	-3.04

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

二、欧洲债务危机挥之难去

欧元存在的根基是 1993 年生效的《马斯特里赫特条约》(简称《马约》)和 1997 年生效的《稳定与增长公约》(又称《阿姆斯特丹条约》,简称《公约》),两约为成员国财政政策确立了赤字标准和债务标准,并对过度赤字程序做出了相关规定。规定预算赤字不能超过国内生产总值的 3%、负债率低于国内生产总值的 60%;两个指标虽为成员国妥协的结果,赤字率指标对成员国具有强制约束力,债务率指标只对成员国具有参考意义,但有利于约束过度财政赤字,有利于各成员国在遵守赤字和债务规定的前提下有权自主制定和实施本国的财政政策,有利于欧元稳定。

但是,金融危机冲击下,欧元区赤字率由 2008 年的 2%上升至 2009 年底的 6.3%;除了卢森堡、芬兰等国外,多数国家赤字率高于 3%,西班牙、希腊、爱尔兰等国赤字率更是高达两位数,而且较多成员国的公共债务余额占 GDP 比率也超过 60%。欧元区多数国家当下的赤字、债务率均超过了公约的规定。

因此,以国际评级机构不断地调低部分成员国信用评级为导火索,欧元一泻千里,由去年底的 1.51 大幅下挫至 1.21,幅度达到 20%以上。

欧猪五国(PIIGS),希腊被穆迪、标普、惠誉、日本 R&I 四大评级机构均下调至垃圾级别。目前欧元区国家信用评级依然为标普 AAA 评级的仅有奥地利、芬兰、法国、德国、卢森堡、荷兰等 6 国,其他各国包括马耳他、塞浦路斯等新加入的成员国,其长债评级均非 AAA 级,欧元区不均衡的财政赤字率及债务率导致了不均衡的信用评级,再加上各国经济复苏进程的非同步性(希腊等国的产能利用率尚未恢复至 70%、离正常态的 80%相去甚远),最终使得危机之下,铁索连环的欧元面临了极大的挑战。

欧元区,占全球 GDP 的 20%,占中国出口市场的 20%;欧元大幅度贬值 20%,德国等财政良好的成员国可能更多的收益于欧元的贬值,而希腊等国则将更多的饱受被动的压缩财政赤字,支出紧缩,欧元区内的不均衡状态难以改观。

因此,基于欧元存续、未来欧元区整体赤字比例收缩回归至 3%的假定,赤字紧缩将直接影响约 3500 亿美元的财政支出,约占全球 GDP 的 0.6%,若以 2 倍的财政乘数,将对全球 GDP 产生 1%以上的影响。因此,欧债危机的影响,以及潜在的多米诺骨牌效应,将会对 10%左右的高失业率水平欧元区复苏乃至全球复苏产生巨大影响;欧债危机将挥之难去,全球经济“二次探底”的阴影短期内也将难以褪去。

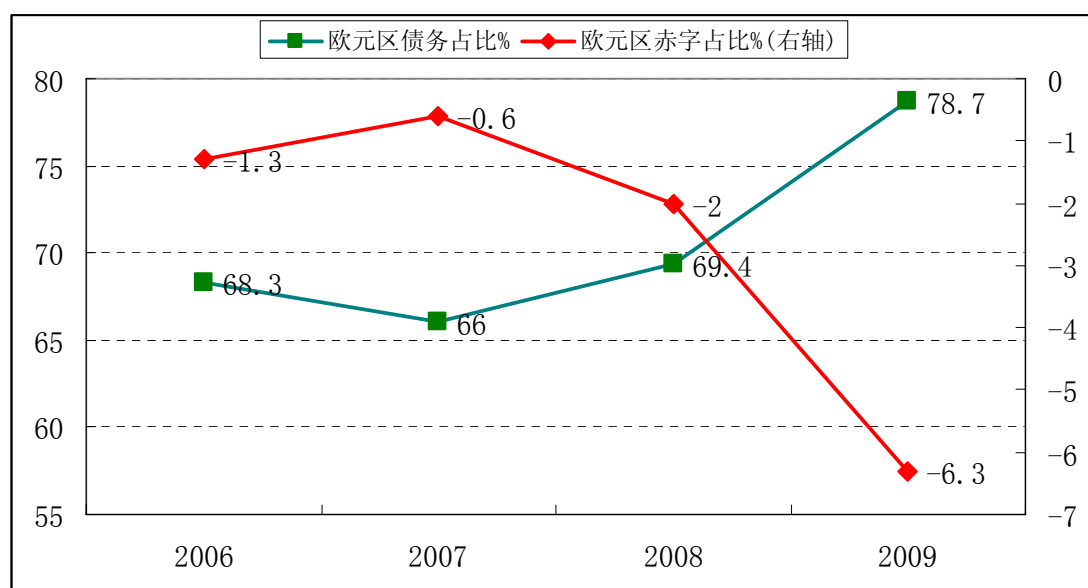
表 3、欧元区赤字及债务率多超过“3%、60%”的公约规定

	GDP(百万欧元)	GDP 占比	赤字占比%	债务余额占比%
欧元区 16 国	8977933	100.00%	-6.3	78.7
德国	2407200	26.81%	-3.3	73.2
法国	1919316	21.38%	-7.5	77.6

意大利	1520870	16.94%	-5.3	115.8
西班牙	1051151	11.71%	-11.2	53.2
荷兰	570208	6.35%	-5.3	60.9
比利时	337758	3.76%	-6	96.7
奥地利	276892	3.08%	-3.4	66.5
希腊	237494	2.65%	-13.6	115.1
芬兰	170971	1.90%	-2.2	44
葡萄牙	163891	1.83%	-9.4	76.8
爱尔兰	163543	1.82%	-14.3	64
斯洛伐克	63332	0.71%	-6.8	35.7
卢森堡	37755	0.42%	-0.7	14.5
斯洛文尼亚	34894	0.39%	-5.5	35.9
塞浦路斯	16947	0.19%	-6.1	56.2
马耳他	5712	0.06%	-3.8	69.1

数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

图 1、欧元区赤字及债务率金融危机后恶化



数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

表 4、欧元区多国长债信用评级遭受下调

国家	穆迪	标普	惠誉	R&I
奥地利	Aaa	AAA	AAA	NR
比利时	Aa1	AA+	AA+	AA+
塞浦路斯	Aa3	A+	AA-	NR
芬兰	Aaa	AAA	AAA	NR
法国	Aaa	AAA	AAA	AAA
德国	Aaa	AAA	AAA	AAA

希腊	A3 *-	BB+	BBB-	BBB-
爱尔兰	Aa1	AA	AA-	AA
意大利	Aa2	A+	AA-	AA
卢森堡	Aaa	AAA	AAA	AAA
马耳他	A1	A	A+	NR
荷兰	Aaa	AAA	AAA	AAA
葡萄牙	Aa2 *-	A-	AA-	NR
斯洛伐克	A1	A+	A+	NR
斯洛文尼亚	Aa2	AA	AA	NR
西班牙	Aaa	AA	AA+	NR

数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

表 5、欧洲主要国家产能利用率恢复参差、均尚未恢复至 80%

国家或地区	产能利用率 2010H1	产能利用率 2010Q11
欧元区	75.5	72.3
比利时	76.9	73.7
丹麦	75.2	73.5
德国	79.8	73.9
希腊	69.7	69
西班牙	70.9	68.9
法国	76.4	74.6
意大利	68.6	66.7
卢森堡	79.3	77.5
荷兰	78.8	77.3
奥地利	79.4	75.8
葡萄牙	75.7	75.1
芬兰	74.6	74.6
瑞典	78.9	76.1
英国	75.9	75.9

数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

三、投资趋缓，活化货币冲击

5 月份公布的主要宏观经济指标看，工业增加值、城镇固定资产投资增速均比上月的增速有小幅度的下行；物价层面，CPI2.8%、PPI6.8%，均有所上升且比之前市场的一致预期要高；货币供应量 M2 增速延续下行至 21.5%、M1 则再次上翘至 31.3%。

宏观数据总体表明，宏观经济当下处于复苏轨迹，但是以 M2 为代表的指标，先导性的预示着资金推动型的投资领域面临降温。因为，信贷、货币供应量以及投资之间的传导作用，在宏观调控的背景下，将会延续趋势，从而使得 M2、投资增速等关键指标未来将继续延续缓慢下行的趋势，回归常态。相反，M1 的异常上行，表明，通胀预期下货币活化将是必然的，货币活化的必然性再借助自然灾害等催化剂，发酵，最终对部分农产品价格产生冲击，绿豆、红小豆等价格倍增。

活化货币传导机制分析：

巨额的货币投放(当下 65 亿的 M2、23 万亿的 M1)本身就创造着通胀预期，而通胀预期又促使货币活化，在外汇储备总量增长的背景下，活化货币在国内市场的流动将是必然的，而催化剂存在将使得货币传到机制得以形成。这种货币运行机制，首先冲击了包括蔬菜在内的农产品尤其是储存要求相对较低的农产品比如大蒜、绿豆等。同时，房地产调控政策使得楼市、房市的成交量乃至价格受到冲击，原因即在于活化货币没有寻找到提升资产价格的催化剂以及传到机制中某些环节的弱化。

外汇储备依然缓慢增长、超额货币没有流出国内，通胀预期下货币乘数将难以下行；各类资产、商品必然是活化中货币追逐的潜在目标，只是活化货币的冲击是通过传导机制来完成的，催化剂以及便利的通道将是必要条件。于是，以自然灾害为催化剂的部分农产品价格飙升、零和博弈即不需要方向性催化剂的股指期货高换手异常活跃乃至火爆的艺术品市场，均可以解读为活化货币的释放。相反，调控政策冲击了房地产的投机、销量大幅下降，并且殃及股市，使得股市暴跌、房地成交量暴跌。

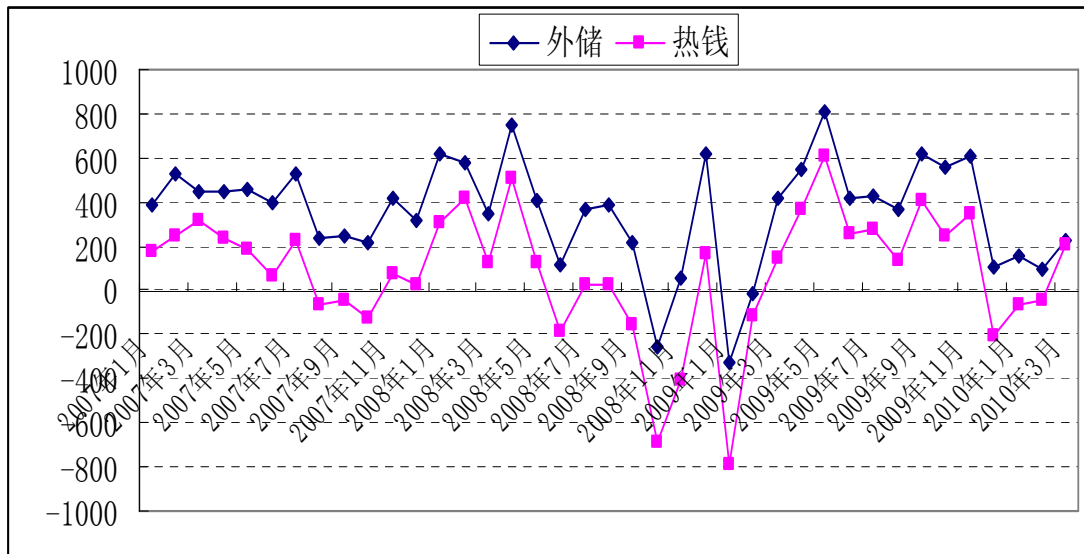
由此可见，调控政策在当下是股票市场的主要关注点也是直接因素。

表 6、先行指标有走缓趋势、货币活化影响价格

公告日	指标	本期预测	本期	上期
05/01/2010	PMI 制造业	55.9	55.7	55.1
05/04/2010	汇丰银行制造业 PMI	- -	55.4	57
05/10/2010	贸易余额(美元)	-\$0.55B	\$1.68B	-\$7.24B
05/10/2010	出口 同比%	28.90%	30.50%	24.30%
05/10/2010	进口 同比%	51.50%	49.70%	66.00%
05/11/2010	中国国家发改委住宅价格	11.6	12.8	11.7
05/11/2010	工业品出厂价格指数(同比)	6.50%	6.80%	5.90%
05/11/2010	购进价格指数(同比)	12.10%	12.00%	11.50%
05/11/2010	消费价格指数(同比)	2.70%	2.80%	2.40%
05/11/2010	零售销售额 (同比)	18.20%	18.50%	18.00%
05/11/2010	零售销售 年迄今 同比	18.00%	18.10%	17.90%
05/11/2010	工业产值 (同比)	18.50%	17.80%	18.10%
05/11/2010	城镇固定资产投资 年迄今 同比	26.00%	26.10%	26.40%
05/11/2010	货币供应 - M1(同比)	28.70%	31.30%	29.90%
05/11/2010	货币供应 - M2(同比)	22.00%	21.50%	22.50%
05/11/2010	New Yuan Loans	585.0B	774.0B	510.7B
05/25/2010	领先指数	- -	104.36	104.98
06/01/2010	PMI 制造业	54.5	53.9	55.7

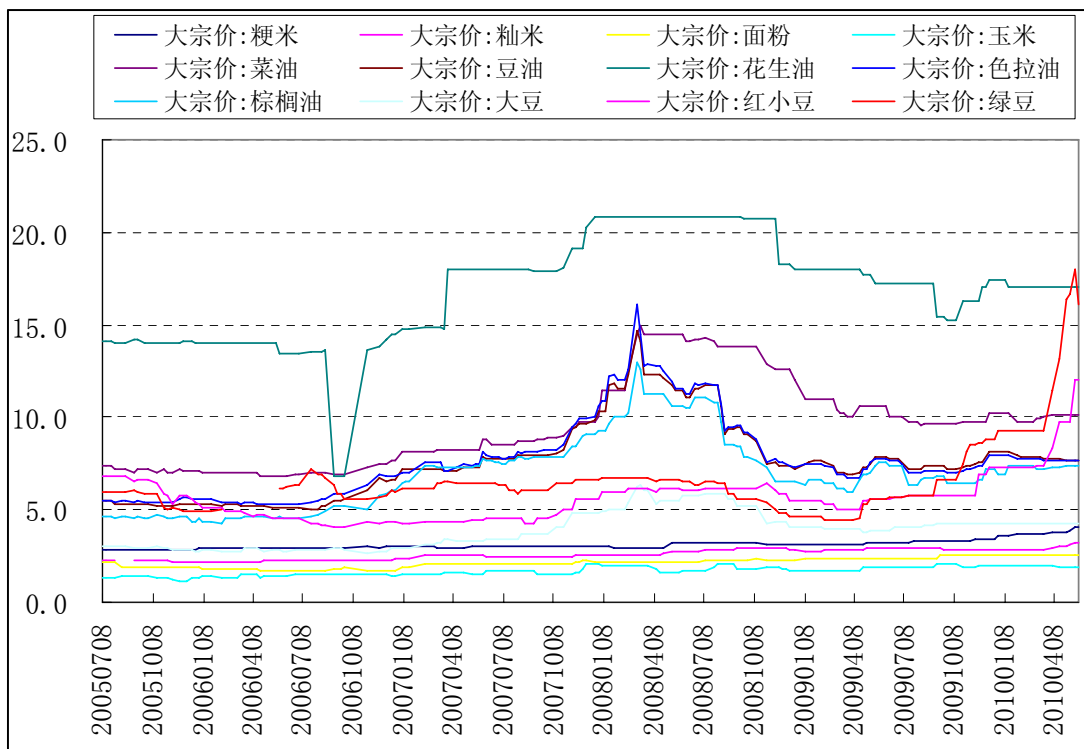
数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

图 2、外汇储备增量趋缓、但热钱和外储总量依然增长



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 3、小品种农产品(绿豆、红小豆)价格飙涨



数据来源：Wind，北京锦绣大地玉泉路粮油批发市场价

表 7、房地产 5 月成交量环比陡降 50%、但价格未有显著调整，此情景并不乐观

月份	2010-4	2010-5	4 月环比	5 月环比
上海:商品房预售套数	17288	11095	13.61%	-35.82%

北京:期房网签约套数	14752	6564	22.21%	-55.50%
北京:期房住宅签约套数	10209	5646	18.13%	-44.70%
深圳:一手房成交套数	3167	1386	5.50%	-56.24%
深圳:二手房成交套数	13760	12264	32.26%	-10.87%
武汉:商品房销售套数	15711	10952	34.80%	-30.29%
重庆:商品房成交套数	27931	13195	34.24%	-52.76%
天津:商品房成交套数	11920	7270	18.48%	-39.01%
天津:二手住宅成交套数	8797	4981	20.84%	-43.38%
杭州:商品房成交套数	8661	1980	158.54%	-77.14%
杭州:二手房成交套数	4064	1203	-3.05%	-70.40%
南京:住宅成交套数	5945	1838	71.82%	-69.08%
苏州:住宅成交套数	6313	1456	24.27%	-76.94%
长沙:商品住宅成交套数	9398	6741	13.63%	-28.27%
昆明:商品房成交套数	5304	3454	-0.80%	-34.88%
济南:商品房销售套数:住宅	1859	1679	-3.23%	-9.68%
哈尔滨:商品房销售套数	4636	1562	31.56%	-66.31%

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

四、农行定价将影响银行板块在农行上市前后的运行态势

农行拟以 A+H 发行 500 亿股, 其发行市净率可能在 1.6-2 倍, 以 1.6 倍估值计算, 发行价越在 2.5 元左右, 融资额可能在 200 亿美元左右, 可能低于初期希望的 300 亿美元左右的筹资规模。

农行发行定价在当下低迷市场具有较强的影响力。当前银行股 PB 估值在 1.9 倍左右, 已经与 2008 年金融危机阶段趋于一致。因此, 在当前经济总体复苏的背景下, 选取 2008 年金融危机阶段银行股的估值水平已经是较为悲观的参照系了, 基于这个参照系, 我们认为银行股估值水平整体已经没有下调空间了; 但是, 如果农行以 1.6 倍发行, 则将对已经建立起来的金融危机估值参照系产生冲击, 显出银行股整体依然有一定的估值调控空间, 尽管银行能力存在差异。

农行发行估值影响较大, 我们认为, 如果农行 IPO 以 1.6 倍左右市净率发行, 则在农行正式询价发行前, 银行股将可能整体以筑底的态势运行; 而在农行正式上市后则银行股整体有望修正低估的估值水平。如果农行以更高的市净率水平, 比如以当下银行股平均水平发行, 则在农行发行阶段, 银行股有望以稳中有升的态势运行; 而在农行正式上市后则将可能制约银行股整体估值水平的持续向上修正。

表 8、银行股当前及 IPO 估值均将高于农行

证券简称	收盘价 2010-5-31	市净率 (PB)	市盈率 (PE, TTM)	A 股 市值	首发市盈 率(摊薄)	首发 价格	首发数 量	首发上市日期
工商银行	4.26	1.98	10.54	10691	27.34	3.12	149.50	2006-10-27
中国银行	4.09	1.92	11.73	7273	24.23	3.08	64.94	2006-07-05
交通银行	6.57	1.84	9.88	1704	31.28	7.90	31.90	2007-05-15
兴业银行	28.06	2.27	9.73	1403	32.50	15.98	10.01	2007-02-05
中信银行	5.20	1.89	13.18	1385	59.62	5.80	23.02	2007-04-27
北京银行	13.00	2.03	13.01	810	36.38	12.50	12.00	2007-09-19
建设银行	4.96	1.96	10.02	446	32.91	6.45	90.00	2007-09-25
宁波银行	11.11	2.71	17.34	278	36.39	9.20	4.50	2007-07-19
南京银行	13.23	1.91	14.15	243	34.45	11.00	6.30	2007-07-19
民生银行	6.54	1.57	10.49	1231		11.80	3.50	2000-12-19

深发展 A	17.51	2.46	9.91	544				1991-04-03
华夏银行	10.54	1.67	12.05	526				2003-09-12
招商银行	13.23	2.41	14.32	2337				2002-04-09
浦发银行	18.54	2.27	11.40	1637				1999-11-10

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

表 9、全部 A 股的估值与 2005、2008 年底部的估值比较

全部 A 股	市盈率上年年报	市盈率 (TTM)	市净率上年年报	市净率当年年报
2005-07-01	19.76	19.44	5.4	3.78
2005-07-08	19.01	18.7	5.36	3.74
2005-07-15	19.12	18.82	5.36	3.75
2005-07-22	19.5	19.19	5.39	3.76
2008-10-31	14.46	13.44	2.37	2.16
2008-11-07	14.66	13.62	2.4	2.19
2010-05-17	22.17	19.74	2.79	

数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

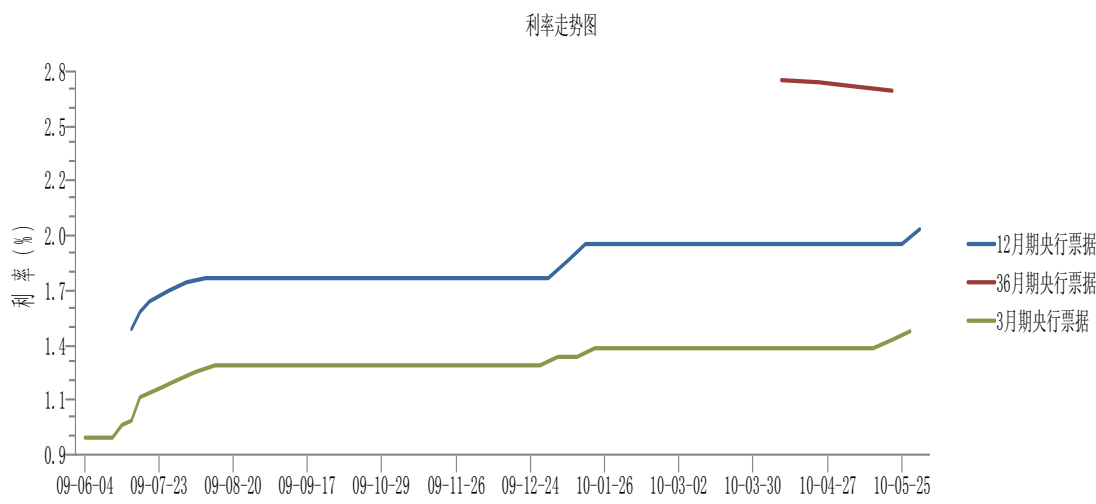
五、政策分析

对于未来政策导向，我们维持定期策略报告以及 5 月 19 日发布的《市场暴跌后的宏观策略思考》中的观点。即“考虑到复苏的不确定性、避免发生过度严厉政策下经济‘硬着陆’风险以及规避可能“硬着陆”后的政策再次转向的风险，未来我们预期房地产调控的方向在房价回落之前不会有显著的转折但是调控的力度将可能会有所减弱。”

但是，必须深刻理解宏观调控、加快转变经济发展方式在“我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期”、“动手越早、损失越小，动手越晚、代价越大”的大背景下的重要性，这也是我们认为调控转向的概率极低，以《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》有关 2010 年底前淘汰小火电机组 5000 万千瓦以上的要求可知，国家对经济结构转型、淘汰落后产能的力度，因为 5000 万千瓦的发电机组相当于 5-6% 的全国发电装机容量，力度较大。因此，政策调控短期内将不会转向，但是鉴于欧债危机、“应作好二次探底的准备，加强政策对经济的支持力度”，即调控的力度将会随着境内外经济情势而有所波动。

在活化货币冲击、通胀预期上升，全球主要经济体近月 CPI 同比、环比多有上扬的背景下；鉴于先行指标——央票利率的波动来看，加息在三季度发生的概率将比较大；因为笔者更愿意将央票利率上升解读为通胀预期下资金保值需求增强、倒逼了央票利率，这也将倒逼加息，就如同加拿大等国加息的逻辑。

图 4、央票利率再次出现上行，1 年期央票回升至 2.01%



数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

表 10、5 月公开市场投放资金 2240 亿，且伴有央票利率上升

	投放量		回笼量		净投放量
	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购	
2009 年 5 月	2,520	4,900	3,100	3,300	1,020
2009 年 6 月	3,330	4,100	3,100	3,300	1,030
2009 年 7 月	3,555	4,600	2,800	3,850	1,505
2009 年 8 月	4,800	2,350	4,380	2,650	120
2009 年 9 月	7,770	3,250	6,030	2,200	2,790
2009 年 10 月	3,200	2,400	3,810	3,350	-1,560
2009 年 11 月	3,200	1,050	3,090	4,150	-2,990
2009 年 12 月	2,450	3,800	4,080	2,660	-490
2010 年 1 月	2,830	3,610	3,160	3,930	-650
2010 年 2 月	3,100	4,550	2,130	300	5,220
2010 年 3 月	6,860	800	8,980	4,700	-6,020
2010 年 4 月	3,650	3,360	5,860	5,520	-4,370
2010 年 5 月	3,130	3,000	3,590	300	2,240

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

表 11、主要国家物价水平多有不同水平的上涨

国家	日期	CPI 同比%	CPI 环比%
加拿大	4 月	1.8	0.3
法国	4 月	1.9	0.3
德国	5 月	1.2	0.1

意大利	5 月	1.4	0.1
日本	4 月	-1.2	0
英国	4 月	3.7	0.6
美国	4 月	2.2	-0.1
中国	4 月	2.8	0.2

数据来源：彭博，东北证券金融与产业研究所

六、投资策略及个股

插话：股市周期与经济周期

本轮市场演绎逻辑更多的来自政策周期而非经济周期，毕竟股市周期与经济周期吻合度只有 60% 左右，两者在时间周期即频率乃至周期对应上均存在扰动，这种扰动，在 A 股更多的就体现为政策周期的扰动。

在 1946 年至 1991 年之间，曾经出现了 13 个股票周期(美国)、9 个经济周期性的衰退。在 9 个衰退周期中有 8 个周期其股票市场与一般的经济条件是一致的，也就是说有 62% 的时间股票市场与经济总体走势一致。以至于波尔·斯普林克尔认为：“股票价格趋势特别难以预测，因为它看上去与一般的经济周期和利润模式之间没有密切的和简单的关系。经济活动与股票价格之间大约有三分之二的时间其走势方向是一致的，这是事实，但另外三分之一的时间恰恰是最有趣和最能获利的”。

——《金融与经济周期预测》(美国，尼米诺、克莱因)

六月市场运行分析

首先，我们维持临时策略中的观点，基于经济不会出现二次探底的宏观推断，并且考虑市场本身的估值、行为特征，我们认为，未来市场将存在阶段性筑底回升机会，而非一步到位式的快速探出市场底。

同时，考虑到市场已经在 5 月 21 日由于政策趋缓动向以及“房产税三年不开征传闻”从 2500 点附近快速反弹至 2700 点附近，并且反弹板块也由超跌地产-高技术产业及食品医药渐次反弹。其次，后续由于房产税加快推进政策，政策波动，市场在 5 月末又再次下行至 2500 点附近。可以说，大体完成了预期中的反弹路径及空间，也由于政策再次扰动导致反弹回落。

那么，6 月可以预见的市场演绎逻辑及路径如何呢？如前所述，我们认为，首先，当下市场出现快速反转的概率不大，原因在于虽然活化货币冲击、但是股市大幅反弹的催化剂在政策层面并不支撑；其次，考虑到欧债危机等不确定性，以及政策又不会短期转向，这也反证市场不适应“一步到位式的快速探出市场底”，因为经验表明，快速探出市场底，则往往预示市场底后再过 1-2 个月左右盘整就会 V 型大反转，这与政策导向不吻合。

因此，我们认为，6 月的演绎的主要逻辑在于农行的发行以及政策的波动，如前对农行发行以及政策分析，6 月市场以筑底震荡为主，核心区间可能在 2500-2700，但需要关注农行定价对银行板块的冲击；在板块选择上，投资者需要把握节奏，即把握房地产等周期性行业的超跌反弹概念股、医药食品等防御类个股以及新能源、新材料、节能环保(比如高效电机)等结构转型概念股的节奏——往往是先超跌反弹概念股紧接着防御类及结构转型概念股的轮动。

即投资主线可以立足于两条。

1、超跌反弹概念——以房地产、煤炭等周期性板块，且随着资源税、房产税的明朗，该类个股具有反弹要求；2、结构转型概念股——战略新兴产业为代表，主要可立足于节能设备(例如高效电机等)、信息化工(例如电解液等)等板块。

重点个股如下表。

表 12、5 月重点个股评级表

代码	名称	研究员	总市值 (亿元)	股价 (元)	2010PE	2009PB	评级	评级 变动	最新报告时间
000998	隆平高科	钟大举	61	21.87	104.52	6.4	谨慎推荐	首次	2010-5-31
600707	彩虹股份	吴娜	69	16.45	128.29	9.65	推荐	维持	2010-5-31
000501	鄂武商 A	罗旷怡	77	15.25	26.05	5.48	推荐	首次	2010-5-27
000861	海印股份	罗旷怡	56	11.33	21.2	6.78	谨慎推荐	维持	2010-5-25
002187	广百股份	罗旷怡	46	27.01	24.52	3.89	谨慎推荐	维持	2010-5-24
600697	欧亚集团	罗旷怡	39	24.6	32.08	4.91	谨慎推荐	维持	2010-5-24
601872	招商轮船	许祥	160	4.65	21.15	1.69	推荐	首次	2010-5-22
002048	宁波华翔	刘立喜	71	12.52	17.98	4.99	谨慎推荐	首次	2010-5-19
000758	中色股份	诸利达	79	12.44	47.31	4.42	推荐	维持	2010-5-12
600022	济南钢铁	潘喜峰	122	3.92	22.16	1.73	中性	首次	2010-5-11
000651	格力电器	吴娜	415	22.1	12.34	4.16	推荐	调升	2010-5-11
600102	莱钢股份	潘喜峰	75	8.18	24.9	1.28	中性	维持	2010-5-7
600015	华夏银行	唐亚韞	558	11.18	13.47	1.85	推荐	调升	2010-5-6
601899	紫金矿业	诸利达	1076	7.4	20	5.92	谨慎推荐	首次	2010-5-5
000417	合肥百货	罗旷怡	74	15.39	25.11	7.2	谨慎推荐	首次	2010-5-5

东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。