

流动性宽松现实与收紧预期下股指将高位震荡

A 股周策略报告

2010 年 11 月 7 日

主要观点:

- **宏观经济环境:** 中美 PMI 指数向好、国内上市公司三季度业绩增长平稳。
 - 中国 10 月 PMI 指数环比上升 0.9 个百分点至 54.7%，预示经济企稳迹象。企业库存回补动能强、但企业成本压力加大。美国 PMI 指数为 56.9% 环比上升 2.5%，表明美国经济持续复苏的迹象仍较为明显。
 - 上市公司前三季度营业收入同比增长 38.94%、三季度环比下降 2.23%，上市公司四季度业绩环比与同比均出现大幅下降的可能性较大，这在一定程度上也将对股指长期走势形成不利影响。
 - **市场运行环境:** 流动性泛滥的矛盾情节。
 - 一方面，以美国为首的发达国家继续向市场释放入流动性；另一方面，部分新兴市场国家紧缩政策步伐加快。
 - 国内 CPI 已连续三个月超过 3%，市场普遍预期十月份将达到 4%，而且由于翘尾因素影响较弱，CPI 高企更多源于新涨价因素，由全球流动性过剩所推动的大宗商品价格上涨进一步强化了输入性通胀预期。国内通胀压力迫使国内流动性紧缩预期升温、但短期难以改变流动性宽裕的现实。
 - 受到量化宽松政策的影响，美元弱势；但随着量化宽松预期的兑现，美元指数短期继续回落的空间不大、且短期有反弹需要。
 - **市场策略:** 下周四将公布 10 月宏观经济数据，预计 10 月 CPI 将达到 4%，而 11、12 月 CPI 仍将保持高位，下降空间有限，在流动性过剩与货币政策收紧预期的纠结中，预计短期内股指将保持高位震荡，此外，美元指数下跌空间有限，短期面临反弹，这也将会抑制大宗商品价格的上涨，并对国内股指形成牵制。
 - **紧缩政策将迟滞而非逆转当前市场流动性充裕的现状，因此短期市场将保持活跃度；策略上可以选择涨幅小、业绩稳定、符合通胀环境的板块和个股，中长期继续关注“十二五”规划中战略性新兴产业相关个股。**
- 本周重点关注：家用电器、食品饮料、农林牧渔、新能源等板块。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

目录

一、 本周市场运行分析及投资机会	3
1、市场回顾：流动性刺激因素刺激下大幅上涨	3
2、宏观经济环境：中美 PMI 指数环比上升、国内上市公司三季度业绩增长平稳	3
3、市场运行环境：流动性泛滥的矛盾情节	4
4、市场策略：高位震荡、注意货币政策取向	6
5、技术解盘：缺口短期面临回补、关注补涨个股	7
二、 市场回顾：流动性因素刺激下全球股市大幅上涨	7
1、国内市场：普涨行情明显下创业板受压	7
2、海外市场：各主要股指大幅上涨	9
三、 国内外重要经济数据观察	10
1、 国外经济数据：美国非农就业大幅超出预期、欧元区消费下降	10
2、 国内宏观经济：食品价格高位震荡、流动性面临收紧	10
 图 1、中国与美国 10 月 PMI 指数	3
图 2、美国资产负债扩张与美元指数走势	5
图 3、11 月 5 日人民币 NDF 随美元指数的反弹而回升	6
表 2：本周重点关注个股	7
图 4、各版块连续两周涨跌幅	8
图 5、市场风格指数一周表现	8
表 3、各概念指数涨跌幅	9
表 4、全球主要股指涨幅	9
表 5、全球重要经济体经济数据	10
图 6、蔬菜以及菜篮子产品批发价格指数（至 2010.11.5）	10
图 7、国内猪肉价格走势（至 2010.10.29）	10
图 8、央行公开市场操作货币净投放量	11
图 9、上海银行间同业拆放利率（Shibor）走势（2010.11.5）	11

一、 本周市场运行分析及投资机会

1、市场回顾：流动性刺激因素刺激下大幅上涨

上周股指大幅上涨，上证综指周五最高上冲 3142 点，周五收在 3129.5 点，周涨幅达 5.06%，而中小板及创业板表现稍弱，分别上涨 3.13%与 0.72%。板块中电子元器件、信息服务、有色金属、机械设备、农林牧渔等板块继续保持强势，连续两周上涨。从板块成交金额与市场总成交金额的比值来看，市场热点逐步转向金融等大盘股。美联储量化宽松政策，进一步刺激市场热情，市场成交量持续保持在 4000 亿元以上，前期涨幅小的银行等大盘股也受到资金青睐。

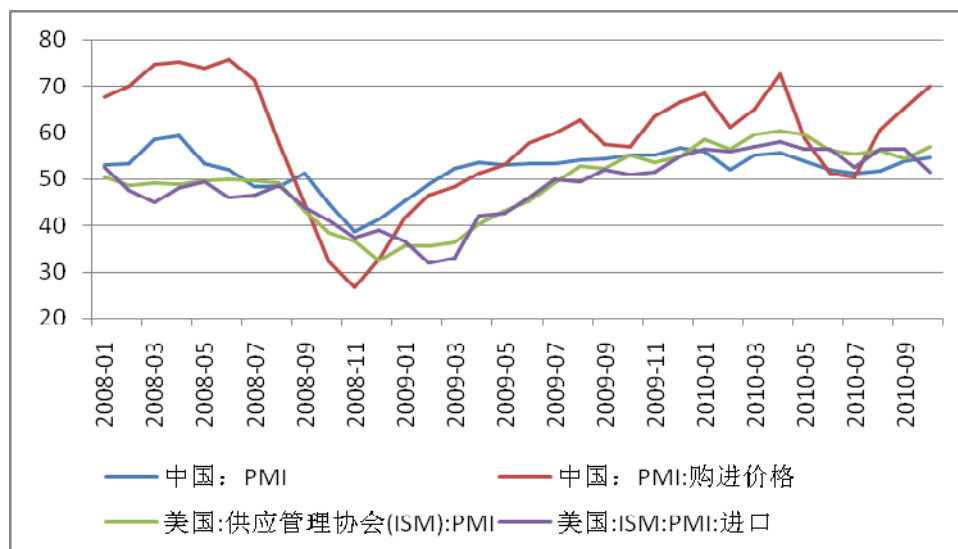
2、宏观经济环境：中美 PMI 指数环比上升、国内上市公司三季度业绩增长平稳

2.1、国内企业库存回补动能强、但企业成本压力加大

11 月 1 日中国物流与采购经理人协会披露，中国 10 月官方制造业 PMI 较上月升 0.9 个百分点至 54.7%，预示中国经济高位企稳迹象。数据显示，同上月相比，新订单指数、生产指数、采购量指数、原材料库存、产成品库存和购进价格呈现上升。新出口订单环比下降 0.2 个百分点。PMI 指数环比大幅增长主要受到产成品库存指数止跌回升带动，表明库存回补动能较强。但另一方面，购进价格指数环比上涨 4.6%，该指数已连续三个月呈现升势，并均超过 60%，意味着企业成本压力持续增加。未来将逐步显现在产品价格上，并推动物价上涨。

同日，美国也公布了 10 月份 PMI 指数，美国 PMI 指数为 56.9%环比上升 2.5%，表明美国经济持续复苏的迹象仍较为明显。其中，新订单上升 7.8%、新出口订单上升 6%、进口订单下降 5%、物价上涨 0.5%，表明美国出口将出现快速增长而进口将出现下降，也与中国的新出口订单下降相吻合。

图 1、中国与美国 10 月 PMI 指数



数据来源：WIND,东北证券

2.2、上市公司前三季度营业收入同比增长 38.94%、三季度较二季度环比下降 2.23%

截止 10 月 31 日，全部上市公司三季报已披露完毕。数据显示前三季度全部 A 股上市公司营业收入同比增长 38.94%，净利润同比增长 39.06%。但是，第三季度较第二季度营业收入环比出现下降，下降幅度为 2.23%，表明企业盈利能力随经济增速下降也出现下降。根据分析师对上市公司业绩总体预测，以及前三季度上市公司业绩情况，推算上市公司营业收入四季度较三季度将环比下降 22.14%、同比下降 14.8%。目前，全部 A 股的前三季度营业收入已经实现盈利预测营业收入的 78.65%，意味着企业四季度将实现全年营业收入的 22.35%，虽然四季度企业营业收入具有一定的季节性因素，但在经济企稳阶段完成这一目标仍有可能。但总体上，上市公司四季度业绩环比与同比均出现大幅下降的可能性较大，这在一定程度上也将对股指长期走势形成不利影响。

3、市场运行环境：流动性泛滥的矛盾情节

3.1、发达国家与新兴市场国家货币政策背道而驰

一方面，以美国为首的发达国家继续向市场释放入流动性。

11 月 3 日（周三）美联储宣布将在未来 8 个月买进 6000 亿美元的美国长期国债，并宣布维持 0-0.25% 的基准利率区间不变。

周四，欧洲央行在其月度管理委员会会议中宣布，维持其所有官方利率不变。欧央行连续第 18 个月将基准利率（再融资利率）维持在 1% 不变，并同时将隔夜存款利率与隔夜贷款利率分别维持在 0.25% 与 1.75% 不变。

周四，英国央行英格兰银行宣布，维持 0.5% 的现行基准利率不变。

周五，日本央行公布利率决议，宣布维持隔夜指标利率在 0-0.1% 不变，维持资产购买规模在 5 万亿不变，推迟放松货币政策。

另一方面，部分新兴市场国家紧缩政策步伐加快。

11 月 2 日（周二）澳大利亚央行意外宣布加息 25 个基点至 4.75%，印度央行也宣布将回购和反向回购利率各提高 25 个基点，分别至 6.25% 和 5.25%。

11 月 5 日（周五）越南央行将越南盾贷款基准利率从 8% 上调至 9%，再贴现年利率从 6% 上调到 7%。

表 1、金融危机以来部分国家利率调整情况

国家	时间	利率调整
越南	2010.11.5	越南央行将越南盾贷款基准利率从 8% 上调至 9%
澳大利亚	2010.11.2	隔夜现金利率提高 25 个基点至 4.75%
印度	2010.11.2	基准借款（回购利率）和贷款利率（反向回购利率）分别上调 25 个基点至 6.25% 和 5.25%（印度央行今年年初以来已经进行了六次加息）
瑞典	2010.10.26	基准利率上调 25 个基点，从 0.75% 上调至 1%（经历三次加息）
中国	2010.10.20	一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%
以色列	2010.9.28	上调基准利率 25 个基点至 2%
加拿大	2010.9.8	基准利率上调 25 个基点至 1.25%（今年已经进行了三次加息）
新西兰	2010.7.29	上调基准利率 25 个基点至 3%

韩国	2010. 7. 9	基准利率上调 0.25 个百分点至 2.25%
马来西亚	2010. 7. 9	基准利率提高 25 个基点至 2.75%（经历三次加息）
巴西	2010. 4. 29	上调基准利率 75 个基点至 9.5%

数据来源：政府网站，东北证券

3.2、通胀压力迫使国内流动性紧缩预期升温、但短期难以改变流动性宽裕的现实

目前国内 CPI 已经连续三个月超过 3%，而市场普遍预期十月份 CPI 将达到 4%，而且由于翘尾因素影响较弱，CPI 高企更多源于新涨价因素，而且国内已经开始进入冬季，物价受天气因素影响较大，因此未来（11-12 月）物价下降空间有限，从近日农产品价格走势看，猪肉以及农产品仍具有较强的上涨动能。

此外，输入性通胀压力也将逐步显现，在工业品出厂价格指数中对物价影响较大的为生活资料价格指数，并且历史数据表明流动性过剩推动的 PPI 快速上涨通常在 6-12 个月之后开始传导至 CPI。目前，PPI 自 09 年 7 月低点至今已经连续上涨 1 年多时间，生产端的价格上涨已经开始显现在流通环节。而由全球流动性过剩所推动的大宗商品价格上涨进一步强化了输入性通胀压力。

因此在通胀压力下，国内流动性紧缩预期将逐步升温，但短期难以改变流动性宽裕的现实。一方面，发达国家流动性释放，货币贬值，加大了新兴市场国家货币升值压力，以及内外利差扩大，吸引热钱流入。另一方面，随着物价的上升，国内负利率状况仍将延续，居民存款活期化的动力较强。

3.3、弱势美元面临反弹、人民币不会快速升值

美国在经济危机后长期面临着高企的失业率以及较低的物价，这些因素为美国再次实施量化宽松政策奠定基础，因此美国政府企图通过以通胀换就业的方式解决高失业率问题，并争取刺激经济增长。在量化宽松政策预期下，美元指数持续下跌，目前已经接近前期低点 74.18。但是根据美国政府历次资产负债表扩张结果看，美元通常在政策实施前就已经开始出现下跌，在政府实施后美元反而出现上涨。此次面临同样的情况，美元指数在此之前的下跌已经较为充分的反映了市场预期，因此，新一轮量化宽松政策对美元走势将是短期冲击的可能性较大，美元难以持续走低。而实际上，美元指数在周四、周五已经出现企稳迹象，但受到量化宽松政策以及流动性泛滥的影响，弱势美元仍将持续。

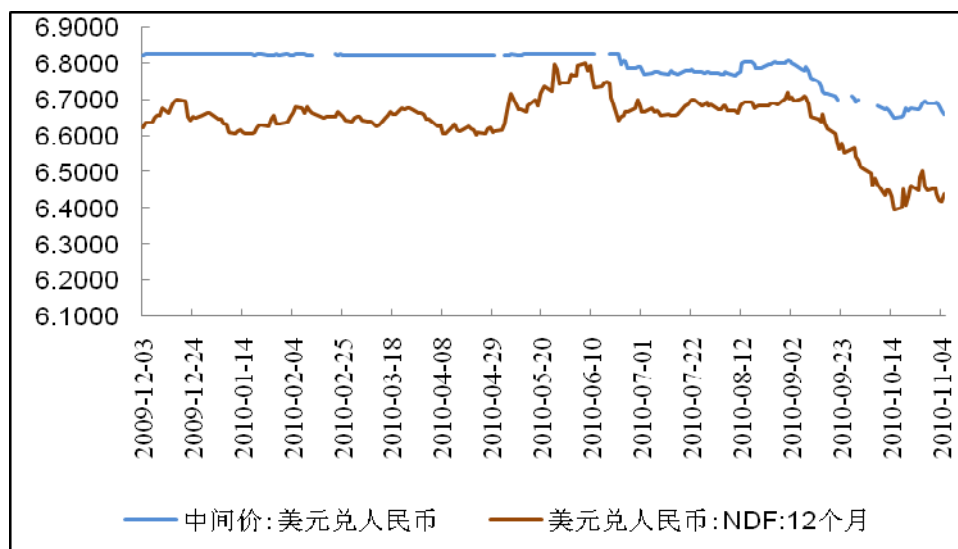
图 2、美国资产负债扩张与美元指数走势



数据来源：WIND, 东北证券

由于目前美元指数已经处于历史低位，而在政策预期兑现之后美元进一步大幅下跌动能有限，冲击也只是短期行为，这将在一定程度上缓解人民币升值压力，虽然人民币升值对于缓解国内通胀具有一定作用，但综合人民币升值对企业的影响以及国际热钱的吸引，在有效加强对热钱流入的监管下，人民币并不具备快速升值的基础。此外，目前人民币仍坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，人民币弹性虽然增加，但在总体上一篮子货币仍会保持相对稳定，人民币短期内大幅升值的可能性较小。

图 3、11 月 5 日人民币 NDF 随美元指数的反弹而回升



数据来源：WIND, 东北证券

4、市场策略：高位震荡、注意货币政策取向

在美国量化宽松货币政策作用下，全球流动性将继续增强，短期内股指仍将受到流动性宽裕的现实支撑。但是，在流动性宽裕作用下，国内物价上涨势头强劲、原材料价格上涨导致输入性通胀压力不断上升，目前国内通胀压力不断增加，因此在流动性宽裕的背后仍面临着政策收紧的预期，同时我们也看到，即使货币政策收紧，短期难以改变全球流动性过剩的现实。下周四，国家统计局将公布 10 月份宏观经济数据，我们预计 10 月 CPI 将达到 4%，而 11、12 月 CPI 仍将保持高位，下降空间有限，在流动性过剩与货币政策收紧预期的纠结中，预计短期内股指将保持高位震荡，此外，美元指数下跌空间有限，短期面临反弹，这也将会抑制大宗商品价格的上涨，并对国内股指形成牵制。

在美元走势以及国内货币政策不确定性的背景下，短期我们更倾向于选择前期涨幅小、业绩稳定、符合目前通胀环境的板块和个股，中长期仍建议关注“十二五”规划中战略性新兴产业相关个股。**本周重点关注：家用电器、食品饮料、商业贸易、农林牧渔、生物医药、新能源、新材料等板块。**

表 2：本周重点关注个股

代码	名称	收盘价 (2010.11.4)	市值(亿元)	市净率	市盈率 TTM	市盈率 2010	市盈率 2011
600199.sh	金种子酒	16.630	86.72	11.27	62.61	52.89	32.79
600060.sh	海信电器	14.190	122.98	2.32	19.02	18.79	15.28
600707.sh	彩虹股份	17.350	127.83	3.02	-24.35	350.15	23.52
000028.sz	一致药业	36.920	106.38	10.88	46.16	42.47	31.84
600366.sh	宁波韵升	28.670	113.47	6.57	24.29	52.61	39.40
600778.sh	友好集团	15.590	48.56	4.79	50.23	41.84	32.73
600467.sh	好当家	14.980	94.91	7.17	118.50	71.26	44.56
601601.sh	中国太保	26.590	2,286.74	2.91	27.89	29.29	22.85

数据来源：WIND，东北证券；动态估值为 WIND 一致预期。

5、技术复盘：缺口短期面临回补、关注补涨个股

上周受美联储量化宽松政策预期以及政策结果公布影响，股指大幅上涨并突破前期高位 3000 点附近形成的箱体。周美股上涨带动，上周五两市跳空高开，上证综指形成 19 点的缺口并未回补，股指需要如前期缺口处一样连续收出大阳线，否则回补可能性较大，但从基本面看股指短期仍不具备持续强势上涨动能。而且，上周五跳空高开后，成交量并未显著放大，与前几日基本相当，因此，此缺口短期面临回补。

由于美元指数走势存在不确定性，股指震荡整理可能性较大，下方 3000 点处具有强支撑，而上方在 3180 点处有一定技术性压力。除外围市场不确定性因素外，下周一中国石油解禁，解禁数量占总股本的 86.1%，按周五收盘价计算解禁市值为 1.89 万亿元，占流通 A 股市值的 10.35%。虽然中石油大股东减持的可能性较小，但对投资者心理或将造成影响。

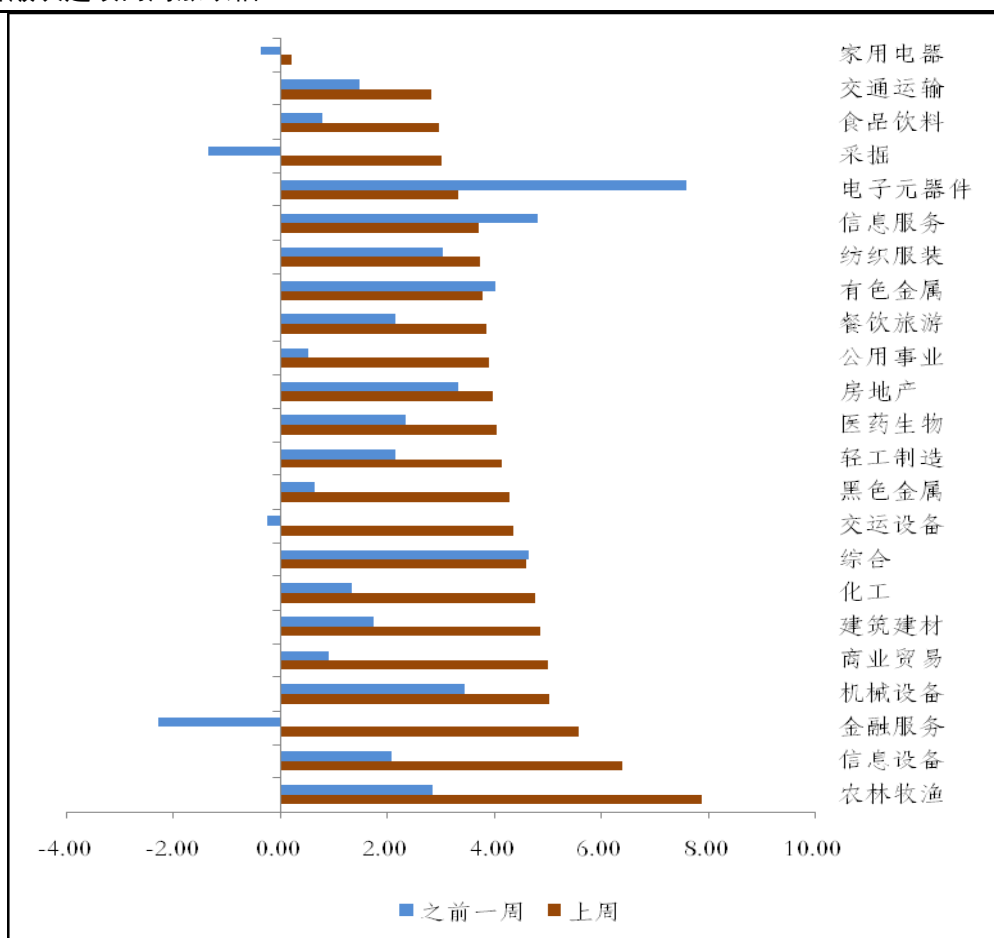
从目前市场走势看，上证综指已经突破并有效站稳年线，但仍有部分个股仍在年线以下，因此，此类股票短期具有补涨的内在需求。从市场热点角度看，流动性宽裕以及投资者在通胀环境中对资源品的偏好导致有色煤炭等资源类板块大幅上涨，而上周前期涨幅较小的银行板块集体发力，大盘蓝筹股也出现了明显的轮动，表明资金对涨幅较小板块的关注。而近期通胀压力下，农产品价格上涨势头强劲，导致农林牧渔板块受到投资者追捧。在通胀压力以及流动性仍然充裕的背景下，板块轮动仍将延续，涨幅较小个股也存在补涨需求，而短期通胀概念仍将是市场热点。

二、市场回顾：流动性因素刺激下全球股市大幅上涨

1、国内市场：普涨行情明显下创业板受压

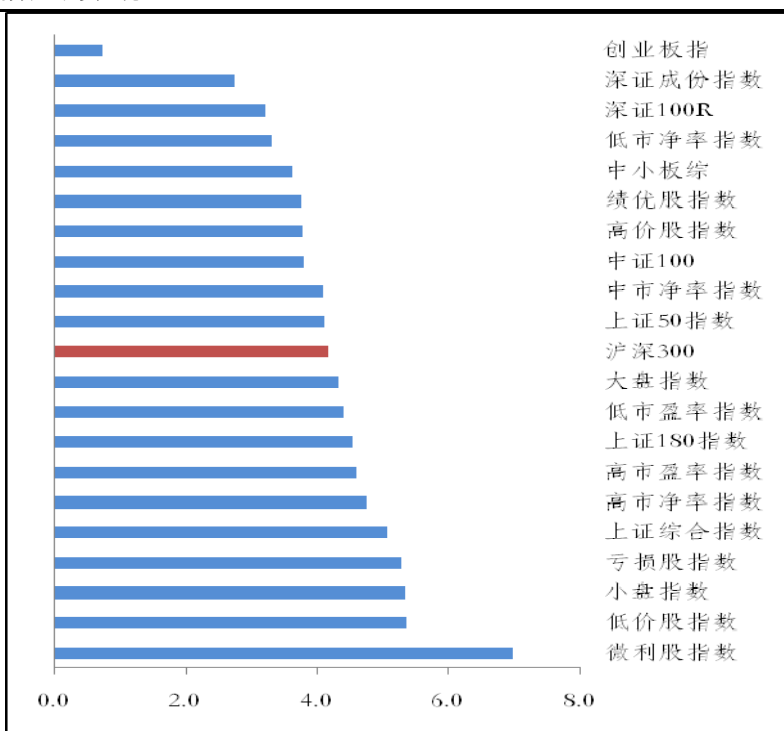
上周各版块均出现明显上涨，农林牧渔、信息设备、金融、机械设备等板块涨幅居前，上周仅有家用电器板块涨幅最小为 0.17%，而交通运输、食品饮料、采掘等板块涨幅相对较小。此外，电子元器件、信息服务、有色金属、机械设备、农林牧渔等板块已连续两周大幅上涨。从概念指数看，除创业板上周受大规模解禁影响涨幅较小外，市场呈现普涨格局，上证综指涨幅达 5.06%。稀土永磁、锂电等热点板块涨幅较小，上海本地概念大幅上涨。

图 4、各版块连续两周涨跌幅



数据来源: Wind, 东北证券

图 5、市场风格指数一周表现



数据来源: Wind, 东北证券

表 3、各概念指数涨跌幅

概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅
稀土永磁	-0.28	海峡西岸	3.88	北部湾经济区	4.77	滨海新区	6.19
氢能	1.40	高铁	3.94	三网融合	4.92	网络游戏	6.43
核高基	2.13	概念板块龙头	4.01	海南旅游岛	4.96	乙醇汽油	6.66
新能源汽车	2.35	建筑节能	4.08	成渝特区	5.08	生物育种	6.88
锂电池	2.77	新材料	4.17	卫星导航	5.36	央企重组	7.30
数字电视	3.24	智能电网	4.21	3G	5.37	通用航空	7.36
皖江城市带	3.31	新疆区域振兴	4.23	新能源	5.63	新型煤化工	8.02
外资并购	3.31	移动支付	4.37	分拆上市	5.74	清洁煤发电	8.08
绿色节能照明	3.36	物联网	4.58	装饰园林	5.77	核能核电	8.26
港珠澳大桥	3.38	太阳能发电	4.59	保障性住房	6.09	上海本地重组	8.69
风力发电	3.52	垃圾发电	4.67	亚运	6.10	世博	9.95

数据来源：Wind，东北证券

2、海外市场：各主要股指大幅上涨

受全球流动性泛滥以及美国量化宽松政策刺激，全球股指均出现上涨。

表 4、全球主要股指涨幅

国家及地区	指数	前一周涨幅(%)	一周涨幅(%)	收盘价
美国	道琼斯工业平均数	-0.13	2.93	11,444.080
	标准普尔 500 指数	0.02	3.60	1,225.850
	纳斯达克指数	1.13	2.85	2,578.980
欧洲	伦敦金融时报 100 指数	-1.15	3.53	5,875.350
	法国 CAC 指数	-0.91	2.17	3,916.730
	德国 DAX 指数	-0.07	2.32	6,754.200
亚太	东京日经 225 指数	-2.38	4.60	9,625.990
	标普/澳证 200 指数	0.29	2.98	4,800.600
	韩国 KOSPI 指数	-0.76	2.97	1,938.960
	新加坡海峡时报指数	-0.98	3.11	3,240.310
新兴市场	俄罗斯 RTS 指数	-1.34	0.97	1,602.530
	巴西圣保罗交易所指数	1.64	2.74	72,607.000
	印度孟买 sensex30 指数	-0.66	4.86	21,004.960
大中华	香港恒生指数	-1.79	7.71	24,876.820
	台湾证交所加权股价指数	1.46	1.96	8,449.340
	上证综指	0.13	5.06	3,129.497
	深证综指	3.30	3.70	1,352.116
	沪深 300 指数	0.04	4.17	3,520.798

数据来源：Bloomberg，东北证券

三、 国内外重要经济数据观察

1、 国外经济数据：美国非农就业大幅超出预期、欧元区消费下降

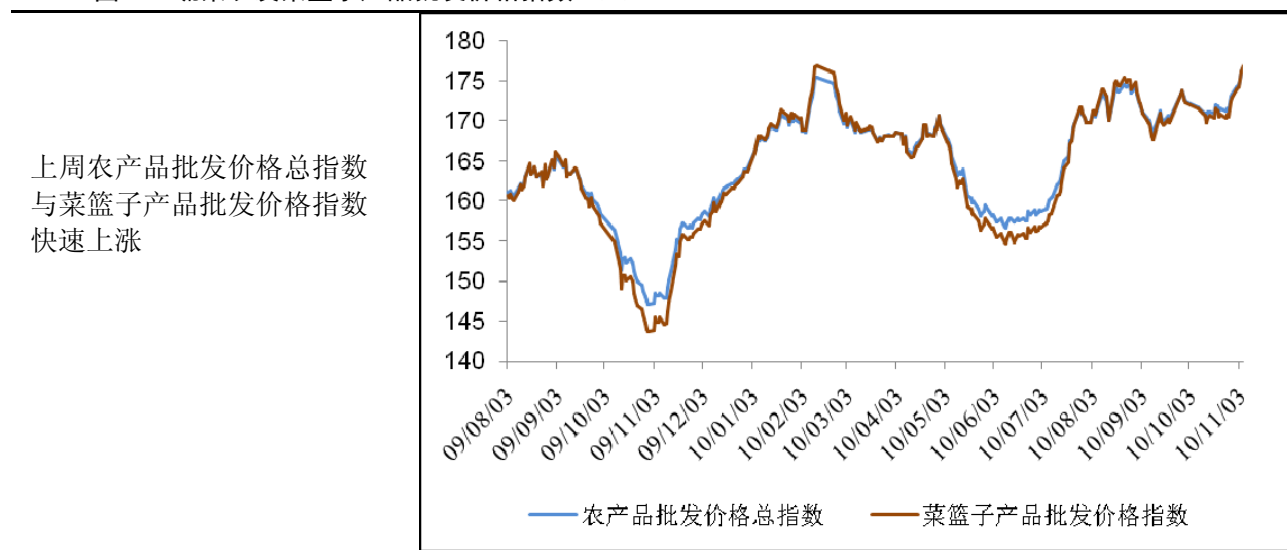
表 5、全球重要经济体经济数据

时间	国家	经济指标	前值	预测值	公布值
11 月 1 日	韩国	10 月消费者物价指数(月率)	+3.6%	+3.4%	+4.1%
	英国	10 月 CIPS/RBS 制造业采购经理人指数	53.4	53.00	54.9
	美国	10 月 ISM 制造业采购经理人指数	54.4	54.0	56.9
11 月 2 日	澳大利亚	澳洲联储召开议息会议 公布利率决议	4.50%	4.50%	4.75%
	德国	10 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数终值	56.1	56.1	56.6
	欧元区	Markit10 月制造业采购经理人指数终值	54.1	54.1	54.6
11 月 3 日	英国	10 月服务业采购经理人指数	52.8	52.5	53.2
	美国	10 月 ISM 非制造业指数	53.2	53.5	54.3
		9 月工厂订单(月率)	持平	+1.6%	+2.1%
11 月 4 日	美国	上周初请失业金人数(至 1030)	43.4 万	44.3 万	45.7 万
	德国	10 月 Ivey 采购经理人指数	70.3	65.0	56.7
11 月 5 日	欧元区	9 月零售销售(月率)	-0.4%	+0.1%	-0.2%
	德国	9 月季调后制造业订单(月率)	+3.4%	+0.5%	-4.0%
	美国	10 月季调后非农就业人口变动(万人)	-9.5 万	+6.0 万	+15.1 万
		10 月失业率	9.6%	9.6%	9.6%

数据来源：Bloomberg，东北证券

2、 国内宏观经济：食品价格高位震荡、流动性面临收紧

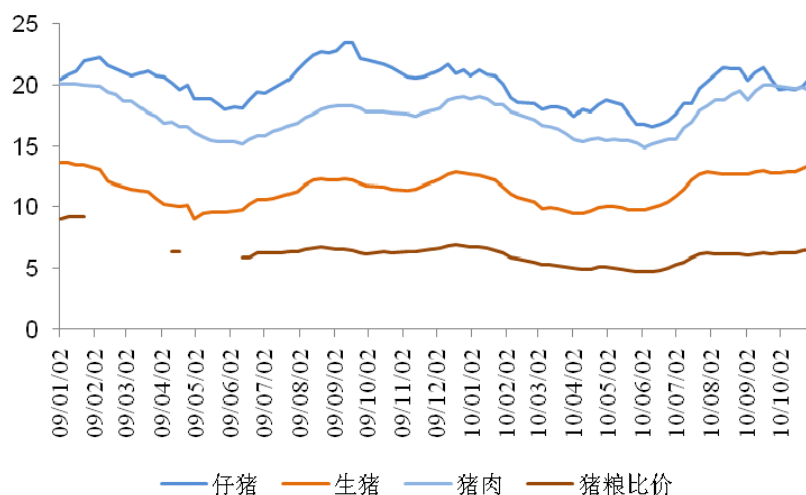
图 6、蔬菜以及菜篮子产品批发价格指数（至 2010.11.5）



数据来源：Wind，东北证券

图 7、国内猪肉价格走势（至 2010.10.29）

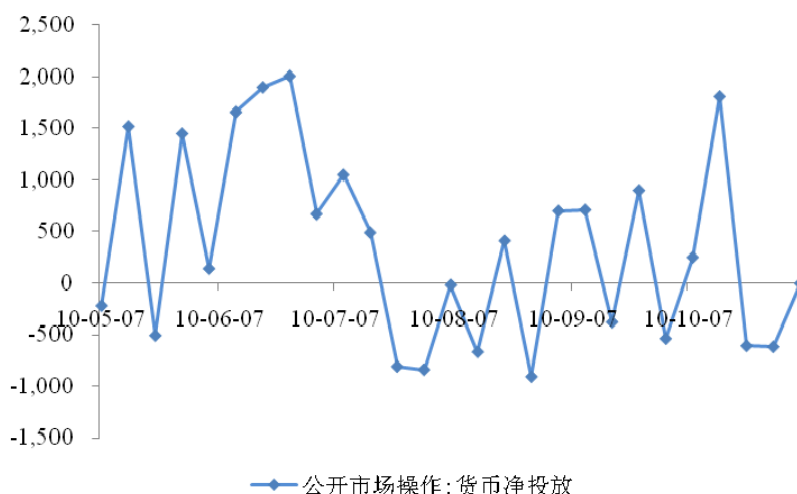
猪肉价格高位向上,猪粮比以及仔猪、生猪价格均呈上涨态势。



数据来源: Wind, 东北证券

图 8、央行公开市场操作货币净投放量

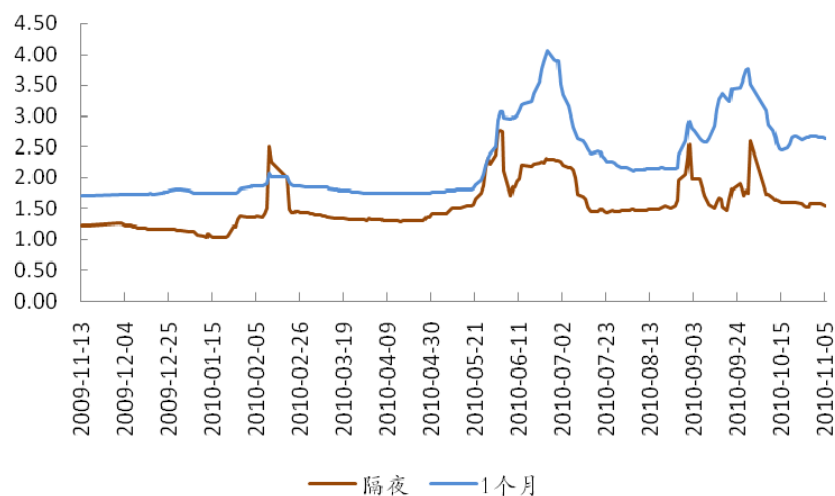
上周(11月5日)央行在公开市场操作中净回笼资金5亿元,公开市场操作连续三周净回笼。



数据来源: Wind, 东北证券

图 9、上海银行间同业拆放利率(Shibor)走势(2010.11.5)

上海银行间同业隔夜拆放利率低位持平,银行资金面相对宽松



数据来源: Wind, 东北证券

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。