

利空冲击之后市场将以震荡为主

A股周策略报告

2010年11月22日

主要观点:

- **宏观经济环境：准备金率再次上调、物价稳定措施出台。**
- 存款准备金率再次上调0.5个百分点、创历史高点。央行的一系列密集的货币调控政策，充分显示了管理层对收紧流动性、控制通胀压力的决心和态度，也表明央行对于未来通胀形势的判断并不乐观。
- 应对流动性过剩以及控制通胀预期应该包括一系列政策组合，而存款准备金率只是其中的一项，不排除再度上调存款准备金率以及加息等政策；短期看，虽然部分农产品价格出现了一定程度回落，但是由于复杂的国际环境和流动性仍然充裕的现实，国内通胀压力依然较大，导致了未来政策的紧缩力度并不会显著放松。
- 因此，年内再次上调准备金率的概率较小，但是基于通胀压力的现实、本次准备金率上调并非政策紧缩的结束。
- **短期市场运行及操作分析：利空因素消化后，区间震荡可能性较大**
- 由于股指前期出现了暴跌，对紧缩有所预期。因此，此次存款准备金率的调整对市场的冲击可能是短暂的，但是紧缩政策的频繁出台以及累积效应将影响投资者的参与热情，紧缩政策预期也压制了股指的反弹高度。我们认为，利空之下市场可能先跌后走区间震荡的可能性较大，但趋势性投资机会依然还没有到来。
- 在紧缩政策作用下，以银行为代表的权重股虽然估值已经具备一定的优势，但是也难以吸引更多资金进入，超跌反弹的走势可能更为常见，但难有持续性的上涨动能。同时，小股票不仅估值水平创出新高而且与大股票的估值差也再次达到历史高点，小股票的风险也在累积。因此，当前市场难有系统性机会。
- **市场策略：准备金率上调短期将冲击股市，市场或有超跌反弹、但适宜定义为反抽，利空未出尽。市场调整有望进入第二阶段（即下跌、反抽、小跌的震荡盘整期），因此，投资者依然以逢高控制仓位为主。投资者可以逢大跌适当参与银行等板块、获取相对收益。短期总体仍以防御为主，可适当关注弱周期性板块，操作上以业绩较好的白马股为主，如医药生物、电子元器件、节能环保等板块，规避缺乏业绩支撑的概念性炒作。**

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	2
1、一周市场概述：流动性紧缩作用下股指分化明显	2
2、宏观经济环境：存款准备金率再次上调、物价稳定措施出台	2
3、短期市场运行及操作分析：利空因素消化后，区间震荡可能性较大	4
4、技术解盘：年线压力较大、区间震荡更为合理	5
二、市场回顾：全球股市涨跌互现	6
1、国内市场：主板与中小板、创业板分化明显	6
2、海外市场：美股收平、日经指数涨幅较大	8
三、国内外重要经济数据观察	8
1、国外经济数据：美国零售逐步恢复、各国物价指数均出现小幅上涨	8
2、国内宏观经济：农产品价格指数高位震荡、银行资金面偏紧	9
 图 1、06 年来我国金融机构存款准备金率变动情况	3
表 1、各概念指数涨跌幅	6
图 2、市场风格指数一周表现	6
图 3、各版块连续两周涨跌幅	7
表 2、全球主要股指涨幅	8
表 3、全球重要经济体经济数据	8
图 4、蔬菜以及菜篮子产品批发价格指数（至 2010.11.19）	9
图 5、国内猪肉价格走势（至 2010.11.12）	9
图 6、央行公开市场操作货币净投放量	10
图 7、上海银行间同业拆放利率（Shibor）走势（2010.11.19）	10
图 8、美元对人民币汇率与 NDF 走势	10

一、本周市场运行分析及投资机会

1、一周市场概述：流动性紧缩作用下股指分化明显

上周股指继续下跌，上证综指周五最低下探至 2806 点，周五收在 2888.57 点，周跌幅达 3.24%，而中小板及创业板表现相对强势，分别上涨 0.39% 与 6.55%，市场走势出现明显分化。板块中电子元器件、信息设备、医药生物等弱周期性板块涨幅居前。而采掘、有色、化工、钢铁等强周期性板块跌幅较大。尤其是煤炭、有色板块跌幅均超过 9%，成为股指下跌的主要动力。

2、宏观经济环境：存款准备金率再次上调、物价稳定措施出台

2.1、存款准备金率再次上调，紧缩力度加大

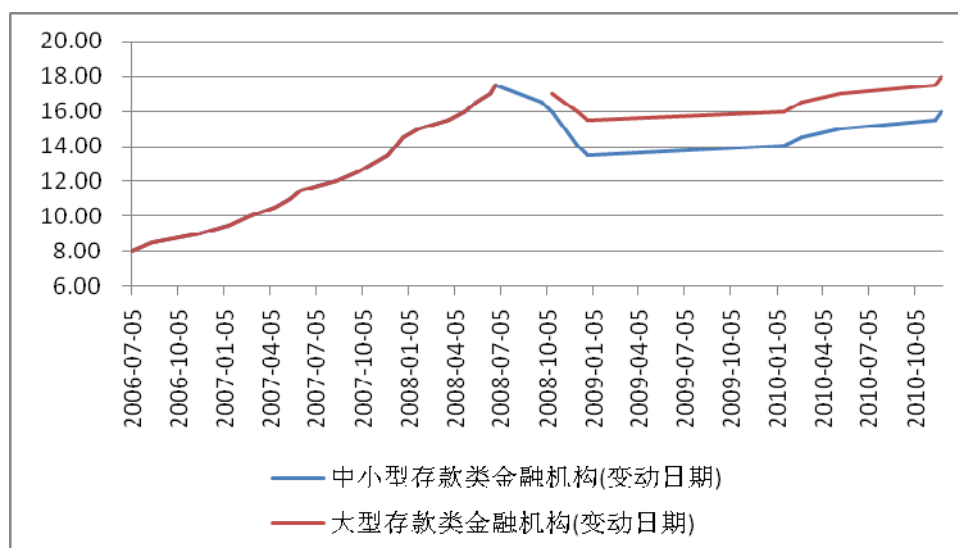
上周五，央行网站发布：“为加强流动性管理，适度调控货币信贷投放，中国人民银行决定，从 2010

年 11 月 29 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。”

今年以来，我国分别于 1 月 18 日、2 月 25 日和 5 月 10 日分别三次上调存款类金融机构存款准备金率，10 月 12 日央行对六家银行（工行、农行、中行、建行、招商、民生）进行了差别化上调存款准备金率，11 月 10 日中国人民银行宣布，自 2010 年 11 月 16 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

此次是我国今年对主要商业银行准备金率的第六次上调，距离上次调整仅有 9 天时间。此次上调后，一般金融机构的存款准备金率将达到 18%，而此前被实施差别存款准备金率的 6 家银行则提高至 18.5%（11 月 29 日-12 月 12 日）。而 18% 的存款准备金率已经超过了历史最高点。。从政策实施的直接效果看，截止今年 10 月，我国金融机构银行存款为 70.28 万亿元，预计此次存款准备金率上调之后再次将直接冻结资金规模为 3500 亿元左右。

图 1、06 年来我国金融机构存款准备金率变动情况



数据来源：WIND，东北证券

此次存款准备金率的上调目的已经很明确“加强流动性管理，适度调控货币信贷投放”。自 10 月份以来，在日本调低利率以及美国二次量化宽松政策刺激作用下，国际大宗商品价格快速上涨，国内物价在货币资金充足的冲击下出现快速上涨，通胀压力迅速增加。也导致了央行在 10 月 12 日针对 6 家银行调高了存款准备金率，并于 10 月 20 日突然加息，随后在 10 月经济数据公布前夜（11 月 10 日），央行集体调高了存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点，9 天后央行再次调高存款准备金率 0.5 个百分点。

从政策影响效果看，加息作为价格型工具对实体经济影响较大，增加企业负担，偿债压力较大，无疑也将增加政府的债务压力，此外，在人民币升值的背景下，加息可能会增加套利空间，吸引热钱的进一步流入。而存款准备金率作为数量型调控工具，具有“立竿见影”的效果，能够直接冻结银行资金，减少流动性，对实体经济尤其是一般企业并不构成直接影响，但是对于吸引资金进入银行等存款机构作用不大，难以解决目前的负利率状况。

央行的一系列密集的货币调控政策，已经充分显示了央行对于收紧流动性、控制通胀压力的决心和态

度，也表明央行对于未来通胀形势的判断并不乐观。我们相信，存款准备金率作为周小川行长所提到的“池子”中的一项重要组成部分，根据央行副行长对“池子”的解释：池子是指系列政策组合，既包括对流入资本的外汇管理（前不久外汇局刚发布对流入资本的管制政策），也包括存款准备金等一系列政策措施。可见应对流动性过剩以及控制通胀预期应该包括一系列政策组合，而存款准备金率只是其中的一项，也就意味着，如果通胀压力延续，流动性紧缩政策还将进一步出台，但政策的表现形式或有所不同，除公开市场操作外，不排除再度上调存款准备金率以及加息等政策。

2.2、国务院会议部署稳定消费价格措施

17日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前价格形势，研究部署稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的政策措施。会议确定了稳定市场价格的四项政策措施：确保市场供应，促进价格稳定、完善补贴制度，安排好困难群众生活、增强调控针对性，改善价格环境、加强监管，维护市场秩序。

同时会议指出“将采用包括进行临时价格管制、打击投机等措施来抑制物价上涨。”

此次会议充分表明了政府对于部分物价上涨的关心和重视程度，并表示将采取临时价格管制等非市场化手段，强烈的政策信号已经表明政府的态度。这将有助于促使部分农产品价格回归理性，降低通胀预期的上升。此轮物价的上涨与07-08年的物价上涨原因存在较大差异，07年前后的通胀主要因为：一方面国内流动性过剩导致国内总需求增加，经济快速增长，另一方面我国保持了巨额的贸易顺差，导致外汇占款迅速增加，二者共同导致国内供给严重不足，推动物价上涨；此次，物价上涨主要因为经济危机时期全球经济刺激政策导致流动性宽裕进一步强化市场预期导致，当然也存在劳动力成本上升等客观因素，而不是由于需求旺盛导致供给不足，进而推动物价上涨。

因此，在政策的有效干预下，物价上涨能够得到抑制。同时我们也看到，此次上涨的多为生活必需品，并未出现普遍的价格上涨，而且国内生活必需品，包括各种农产品供应充足，部分工业产品仍处于供过于求的局面，因此，价格稳定措施并不会对实体经济产生重大影响，反而对于稳定物价、改变市场参与者预期具有重要作用。

从近期国内外大宗商品期货价格走势看，一方面，国际大宗商品期货在美元反弹后出现明显下跌，输入性通胀压力得到缓解，另一方面，以棉花为旗帜的国内农产品期货近期也出现了快速下跌，而且新闻报道也显示，流通环节中以绿豆、大蒜等为标志的农产品价格也出现了50%的跌幅。

从短期看，虽然部分农产品价格出现了一定程度回落，但是由于复杂的国际环境和流动性仍然充裕的现实，国内通胀压力依然较大，也导致了未来政策的紧缩力度并不会显著放松。

3、短期市场运行及操作分析：利空因素消化后，区间震荡可能性较大

3.1、紧缩政策兑现，但并未结束

目前我国面临的物价上涨形势较为复杂，在美国量化宽松政策实施前，国际大宗商品期货价格就已经开始上涨，在政策公布后，仍在高位震荡，虽然缺乏全球经济全面转好所导致需求增加的支撑，但是在流动性泛滥的作用下，仍保持了历史相对高位，这对于以制造业为主的中国等新兴市场国家来说，输入性通胀压力仍将持续。在新兴市场国家回收流动性的过程中，所采取的加息等政策手段，进一步吸引国际热钱的流入，促进资产价格泡沫的产生。因此，政策的选择和实施力度面临着诸多不确定性影响因素。

虽然在国庆后，我国已经开始果断采取包括加息在内的货币紧缩政策，但是近年来累计产生的货币供

应以及外汇占款的增加都意味着短期内国内流动性过剩的局面难以迅速改变。在物价上涨的压力下，紧缩性调控政策力度并不会减弱。因此，我们认为流动性紧缩政策仍将延续，由于政策的频率和力度存在较大不确定性，这将直接牵制股指的上行。从短期看，由于在此次上调存款准备金率之前，股指已经出现较大跌幅，市场已经有所预期，因此，此次存款准备金率的调整对市场的冲击将是短暂的，但是，由于政策的频繁出台，政策的累积效应将长期影响投资者的参与热情，同时对未来仍将出台的紧缩政策预期也压制了股指的反弹高度。我们认为，短期内股指在消化利空因素后，平台整理、区间震荡的可能性较大。

对存款准备金率上调最为敏感的当属银行板块，影响也是最为直接的，导致银行可贷资金将减少，但是银行的贷款利率上浮幅度和范围可能扩大，通过“以价补量”的方式，缓解准备金率上调所造成的不利影响。此外，由于本年度银行的利润已经基本锁定，此次调整对今年业绩影响也并不显著。目前，银行板块在经过持续下跌后，股价已经接近前期低点，再次深幅下跌空间不大。

此外，货币政策收紧将对资产负债率较高的一些传统周期性行业和个股会产生不利影响。因此，在紧缩政策作用下，仍以防御为主，可适当关注弱周期性并且具有业绩支撑的板块和个股，操作上以业绩较好的白马股为主，如医药生物、食品饮料、电子元器件、节能环保等板块，规避缺乏业绩支撑的概念性炒作。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。

3.2、主板与中小板、创业板的分化

上周主板与中小板以及创业板之间呈现完全不同的走势，上证综指跌幅达 3.24%，而创业板指上涨 6.56%、中小板指涨 0.39%。从市场走势的分化原因看，由于美元指数的反弹以及紧缩政策的预期导致了有色、煤炭等资源股同时也是权重股的大幅下跌，拖累上证综指的大幅下跌。同时，大盘股的上涨需要大量资金的推动，在紧缩政策作用下，规模资金缺乏集体进入大盘股的内在动力，也导致了主板市场的下跌。而创业板、中小板具有较好成长性，同时具有结构转型和产业升级的政策支撑，以及年末高送转的预期，因此受到资金的关注。短期内，在紧缩政策作用下，以银行为代表的权重股虽然估值已经具备一定的优势，但是也难以吸引更多资金进入，超跌反弹的走势可能更为常见，但难有持续性的上涨动能。因此，当前市场风格仍带有较强的结构性行情特征，难有系统性机会。

4、技术解盘：年线压力较大、区间震荡更为合理

上周股指跌破多条均线支撑，其中后三个交易日均收在年线下方，而且成交量也出现迅速减少，已经恢复到国庆节前的成交水平。虽然周五股指探底至 60 日均线处反弹，但是仍未能突破年线压制，而且缺乏成交量的支撑，表明在反弹过程中并未吸引更多的资金跟风入场，显现出市场的弱势格局，表明目前年线处的 2890 点压力较大，而短期看 60 日均线具有较强支撑，点位在 2820 点附近。如果股指继续下挫，那么从均线系统走势看，500 日均线与 120 日均线已经粘合在一起，点位在 2700 点附近，支撑力度较大。

从趋势线角度看，目前股指再次跌破 3478 点以来的下跌趋势线，这一趋势线目前的点位为 2930 点附近，成为又一重要压力位。而连续三天的缩量整理，表明做空动能的衰竭，在利空政策下，股指可能跌破 60 日均线后，快速收复，表明市场相对强势和下跌空间有限。因此股指在年线下方，60 日均线处震荡整理可能性较大。

此轮下跌与年初4月至6月的下跌（3100跌倒2600点附近）有所相似，上一轮下跌是由于对房地产调控、国内经济增速放缓的预期导致，股指跌幅达20%，而且后期还出现了恐慌性下跌，股指在下跌过程中一般经历由急跌到缓跌的两个阶段。此次，是由于紧缩预期导致了股指下跌，目前上证综指跌幅已经达到12%左右。在流动性充裕的现实下，股指很难再出现深幅下跌，短期仍有反复，V型反转可能性不大。

由于下方存在两个缺口，分别在2750点与2650点上方，从长期看，2750点缺口回补可能性较大，而且距离目前点位幅度较大，因此在下跌趋势中，在形式仍不明朗之时，控制仓位、快进快出是较好的操作选择。

从市场热点看，近期创业板、中小板表现相对突出，电子元器件、医药生物、信息设备等弱周期性板块受到资金追捧，在紧缩政策仍将延续的背景下，市场缺乏系统性投资机会，在流动性充裕的环境下，小盘股仍会反复活跃，但仍需谨慎，不宜追高，回避缺乏业绩支撑的题材股。

二、市场回顾：全球股市涨跌互现

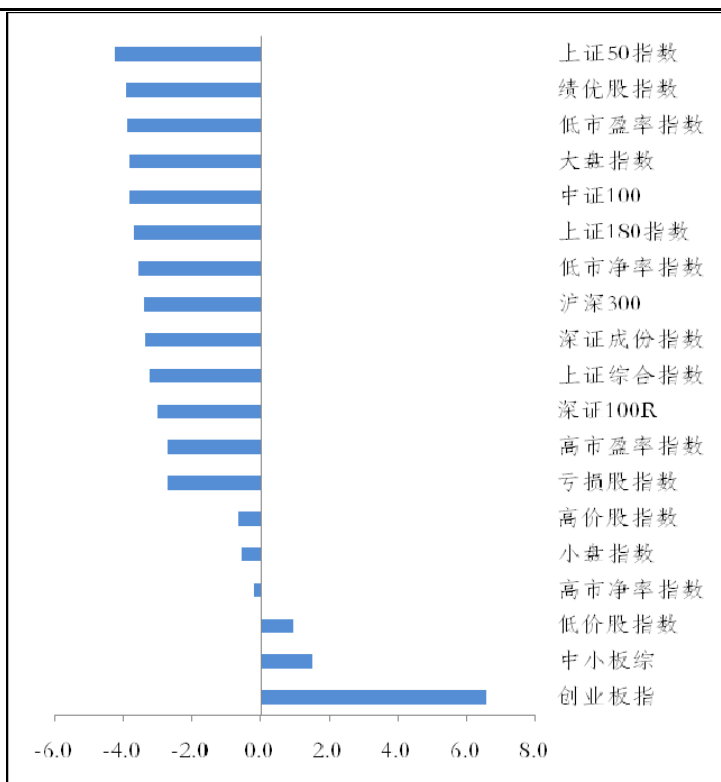
1、国内市场：主板与中小板、创业板分化明显

表 1、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
移动支付	6.24	北部湾经济区	1.36	外资并购	0.18	分拆上市	-1.04
3G	5.59	绿色节能照明	1.15	上海本地重组	0.16	新型煤化工	-1.08
物联网	5.15	太阳能发电	1.07	风力发电	0.05	保障性住房	-1.32
卫星导航	4.93	清洁煤发电	1.05	锂电池	-0.04	成渝特区	-1.40
高铁	3.99	新材料	0.84	垃圾发电	-0.14	新疆区域振兴	-2.08
三网融合	3.89	数字电视	0.77	世博	-0.18	海南旅游岛	-2.28
网络游戏	3.77	央企重组	0.53	新能源汽车	-0.39	生物育种	-2.50
智能电网	2.90	新能源	0.39	海峡西岸	-0.49	滨海新区	-2.59
核高基	2.49	亚运	0.33	港珠澳大桥	-0.54	氢能	-2.88
建筑节能	2.29	皖江城市带	0.33	核能核电	-0.54	通用航空	-2.99
装饰园林	2.18	概念板块龙头	0.18	乙醇汽油	-0.64	稀土永磁	-6.49

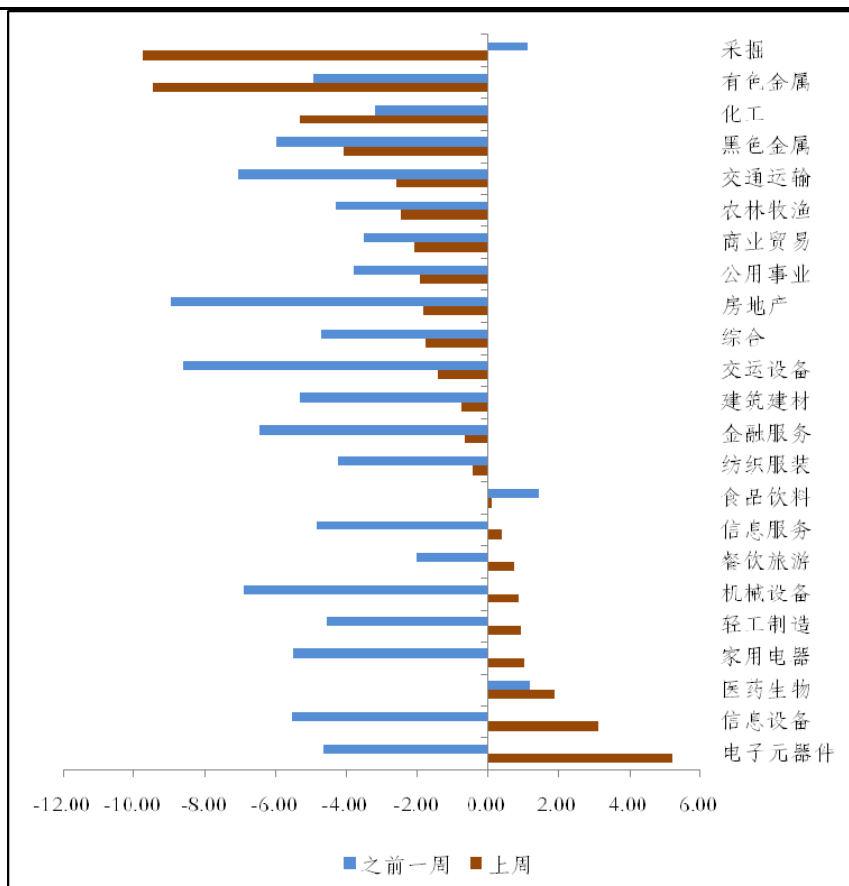
数据来源：Wind，东北证券

图 2、市场风格指数一周表现



数据来源: Wind, 东北证券

图 3、各版块连续两周涨跌幅



数据来源: Wind, 东北证券

2、海外市场：美股收平、日经指数涨幅较大

表 2、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	-2.20	0.10	11,203.55
	标准普尔 500 指数	-2.17	0.04	1,199.73
	纳斯达克指数	-2.36	0.00	2,518.12
欧洲	伦敦金融时报 100 指数	-1.34	-1.10	5,732.83
	法国 CAC 指数	-2.19	0.76	3,860.16
	德国 DAX 指数	-0.29	1.62	6,843.55
亚太	东京日经 225 指数	1.03	3.06	10,022.39
	标普/澳证 200 指数	-2.25	-1.35	4,629.20
	韩国 KOSPI 指数	-1.33	1.46	1,940.96
	新加坡海峡时报指数	0.36	-1.68	3,197.37
新兴市场	俄罗斯 RTS 指数	0.53	-0.62	1,600.98
	巴西圣保罗交易所指数	-3.08	0.75	70,897.90
	印度孟买 sensex30 指数	-4.04	-2.99	19,554.53
大中华	香港恒生指数	-2.63	-2.55	23,605.71
	台湾证交所加权股价指数	-1.58	-0.12	8,306.12
	上证综指	-4.60	-3.24	2,888.57
	深证综指	-4.08	0.04	1,297.48
	沪深 300 指数	-6.50	-3.43	3,178.85

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：美国零售逐步恢复、各国物价指数均出现小幅上涨

表 3、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 15 日	美国	10 月零售销售(月率)	+0.7%	+0.6%	+1.2%
		11 月纽约联储制造业指数	15.73	15.0	-11.14
		9 月商业库存(月率)	+0.6%	+0.6%	+0.9%
11 月 16 日	韩国	央行货币政策委员会举行会议	2.25%	2.50%	2.50%
	英国	10 月核心零售物价指数(月率)	--	+0.2%	+0.2%
		10 月消费者物价指数(月率)	持平	+0.2%	+0.3%
	欧元区	10 月消费者物价指数终值(月率)	+0.2%	+0.3%	+0.4%
	德国	11 月 ZEW 经济景气指数	-7.2	-7.0	+1.8
11 月 17 日	美国	10 月生产者物价指数(月率)	+0.4%	+0.8%	+0.4%
	英国	10 月失业率	4.5%		4.5%
	美国	10 月消费者物价指数(月率)	+0.1%	+0.3%	+0.2%
		10 月营建许可总数(万户)	53.9	56.0	55.0

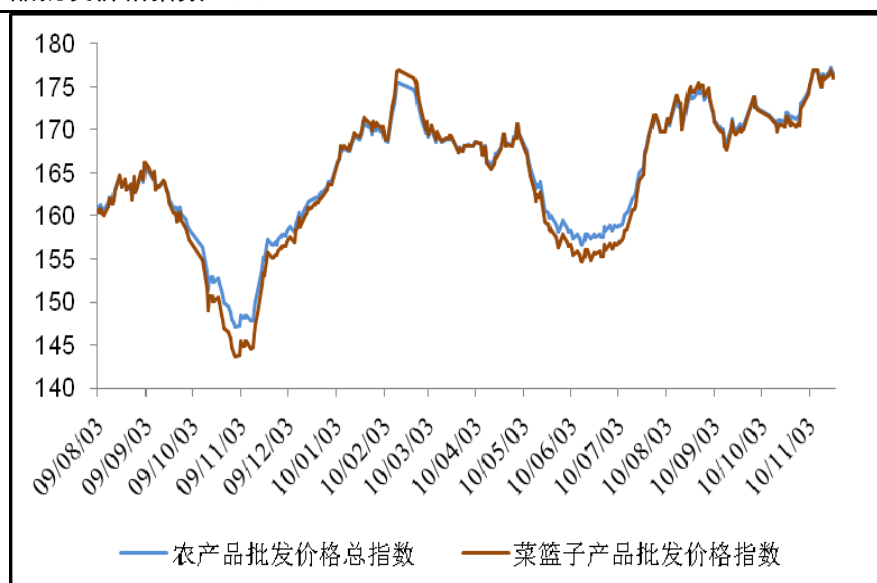
11月18日	英国	10月季调后零售销售(月率)	-0.2%	+0.4%	+0.5%
	美国	上周初请失业金人数(至1113)	43.7万	44.0万	43.9万
		11月费城联储制造业指数	+1.0	+5.0	+22.5
11月19日	德国	10月生产者物价指数(月率)	+0.3%	+0.2%	+0.4%
	意大利	9月季调后工业订单(月率)	+7.3%		-1.2%

数据来源: Bloomberg, 东北证券

2、国内宏观经济：农产品价格指数高位震荡、银行资金面偏紧

图 4、蔬菜以及菜篮子产品批发价格指数（至 2010. 11. 19）

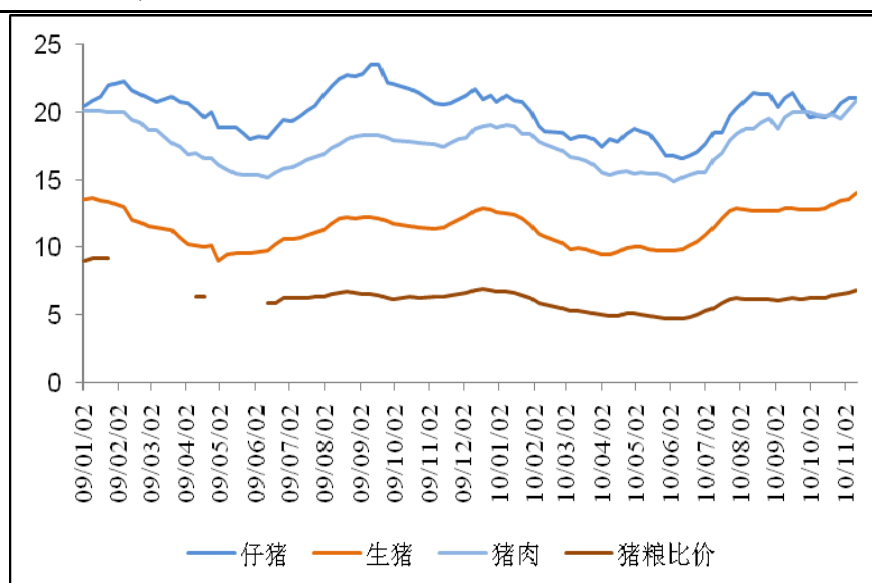
上周农产品批发价格总指数与菜篮子产品批发价格指数高位震荡



数据来源: Wind, 东北证券

图 5、国内猪肉价格走势（至 2010. 11. 12）

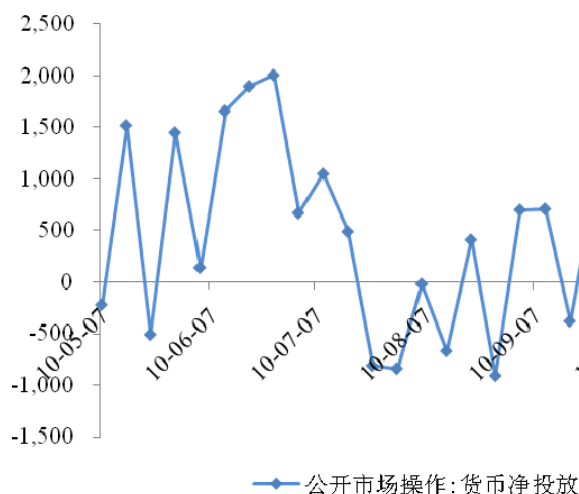
猪肉价格高位向上，猪粮比以及仔猪、生猪价格均呈上涨态势。



数据来源: Wind, 东北证券

图 6、央行公开市场操作货币净投放量

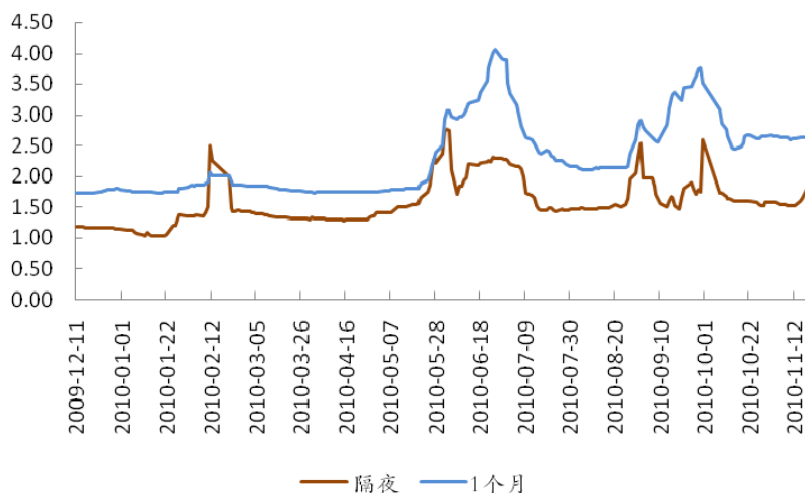
上周(11月19日)央行在公开市场操作中净投放资金 740 亿元。



数据来源: Wind, 东北证券

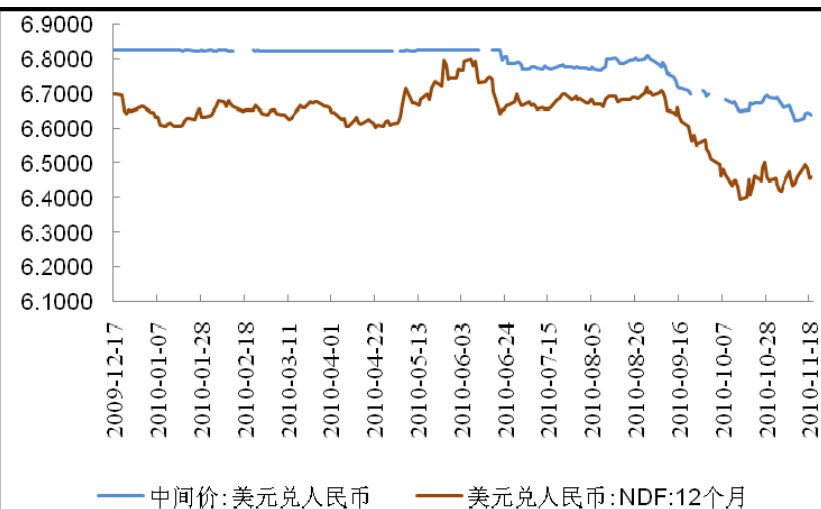
图 7、上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 走势 (2010. 11. 19)

上海银行间同业隔夜拆放利率低出现小幅上升, 银行资金面在紧缩政策下并不宽裕



数据来源: Wind, 东北证券

图 8、美元对人民币汇率与 NDF 走势



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。