

暴跌之后探寻“夹层行情”下轨支撑

周一(17 日)市场低开低走, 上证指数报收于 2706 点、单日暴跌 84 点, 盘中一度跌破 2700 点至 2698 点。对应的中小板、创业板跌幅更大些。板块来看, 有色钢铁跌幅较小, 而前期相对活跃的地产股领跌。

市场破位下行, 由中小盘股高估值压力下的结构性风险演化为整体普跌形式的系统性风险。我们认为, 周一市场暴跌的催化剂在于准备金率的上调, 是流动性趋紧预期强化下多重因素共振的结果。

理由如下:

1、当前市场运行的大背景是通胀压力下政策的趋紧。政策的变动, 直接影响着市场的流动性以及市场的信心。

在通胀趋势未见好转的情况下, 渐进式的紧缩政策, 多被视为“紧缩的持续而非靴子落地”, 即难以形成利空出尽的市场预期。而市场的机会, 也在于紧缩预期趋缓。1 月初期市场以整体窄幅波动, 权重股微涨、中小盘股下跌的组合形式来演绎, 便是该逻辑。

但是, 上周五宣布准备金率上调, 回笼 3600 亿左右资金, 这几乎全部对冲了 2010 年 12 月 4000 亿的外汇占款增量。表明, 管理层对于对冲输入型流动性的坚决决心。同时, 全球通胀形势的不乐观, 国内央票的到期等, 强化了进一步加息、上调准备金率的紧缩预期, 因而市场呈现弱势。

2、多层次资本市场建设, 促使了高估值中小盘股的回归。

我们跟踪的当前中小板相对上证 180 指数的市盈率 TTM 的估值比在 3.25 倍左右; 在流动性趋紧、业绩低于市场估值内涵增长的预期下, 中小盘股的估值压力依然未能完全释放; 而前期地产银行的上涨, 我们定义为“负反馈式”的波动, 在政策没有缓和、地产销量等趋势变量未有持续表现的情况下, 它们的上涨恰恰为指数的下行提供了空间。因此, 紧缩政策下地产银行的回落、“新三板”扩容等预期下创业板估值回落等构成了市场普跌的微观因素。

因此, 周一的市场暴跌, 是对政策紧缩、流动性现实趋紧的反应。我们认为, 市场短期内将难改弱势格局, 寻求“夹层行情”下轨即 2650 点附近的支撑。

理由如下:

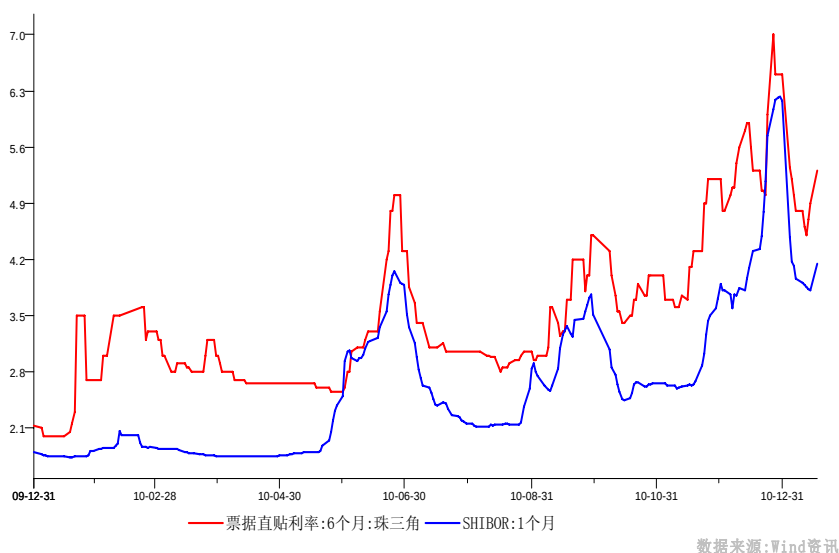
1、市场资金面趋紧的压力依旧

分析师: 沈正阳
执业证书号码: S0550210070009
TEL: (8621)6336 7000-314
Email: shenzy@nesc.cn
FAX: (8621)6337 3209
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

通胀压力下政策趋紧，导致市场资金面再度紧张。票据直贴利率在1月初从6.5%回落至4.5%、但是最近一周又攀升至5.3%；与此同时，SHIBOR等利率也在近期呈现上升趋势，利率的上升，影响着市场的资金面。

需要注意的是，我们提示投资者从资金面的角度密切关注未来储蓄活化的变动，我们在1月策略中曾指出伴随着12月底的加息、3月期定存与活期储蓄利差的扩大，将可能会改变储蓄活化的程度(恰如2007年末以扩大3月期定存与活期储蓄利差的加息)。未来储蓄活化的回落虽然长期有利于通胀的回落但是由于短期通胀更受结构性及输入性影响而依然高位，这将构成通胀依然高位、储蓄活化却下降的组合，对市场的运行产生不良影响。

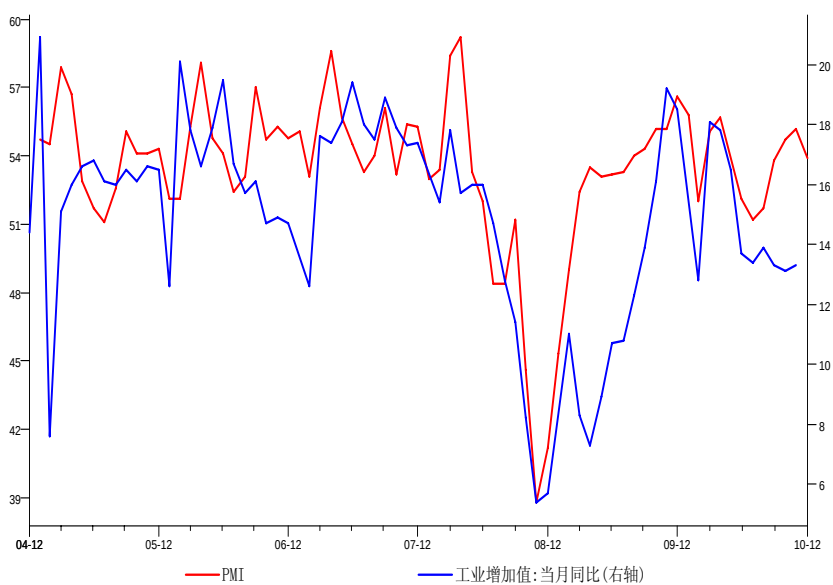
图1：市场利率在经历1月上旬的回落后近期再次出现上涨



2、持续紧缩下经济增速、业绩增速将遭受考验

持续紧缩的政策，显示了管理层对管控通胀的强烈欲望，经济增长的重要性相对滞后。尤其在12月PMI环比降幅大于历史记录的背景下，管理层依然选择了持续的政策紧缩，这使得未来经济增速回落、企业业绩增速回落将可能得到验证，彼时如果政策未见缓和、动态估值将会调整，目前正反映着上述预期。

图2：PMI回落将伴随工业增加值的低增长



对于企业业绩增速，我们提示投资者关注年初以来全球股市的分化。年初以来，欧美股市持续上涨，“金砖四国”分化：资源股为主的俄罗斯、巴西股市上涨快速，而中印股市则表现出弱勢的格局。这显示了制造业大国的中国在享受全球经济复苏的过程中将更多的受到大宗商品上涨的压力，这将侵蚀企业的业绩。

因此，中国经济当下转型是必由之路，从这种角度上看，对于投资热点，除了资源股以外更看好转型背景下的新兴产业，尽管它们的机会也多是跌出来的机会。因此，当市场回落至“夹层行情”下轨时，我们将更看好新兴产业的超跌反弹机会。

基于政策紧缩引发的流动性以及经济增速、业绩增速的担忧，市场短期将维持弱勢格局、寻求“夹层行情”下轨即 2650 点附近的支撑。即，在新的紧缩政策出台之前、来自经济增长以及业绩增速方面的悲观预期验证之前，市场整体估值继续快速回落的空间不大，市场短期内适宜以“夹层行情”的方式演绎。

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。