

未到判断阶段性低点之时

宏观策略定期报告

2011年5月23日

2011年第18期

A股策略周报

信息采集期: 2010.5.16-2010.5.20

报告作者:

一周市场回顾:

国联证券研究所宏观策略组

组长: 张鹏

执业编号: S0590208070087

联系人:

李斌

电话: 0510-82833517

E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

上周A股继续窄幅震荡, 但再度创出调整新低2821。从外部环境看, 上周并无决定性宏观和事件性因素对A股产生重大影响。唯存款准备金上调缴款前银行拆借利率一度飙升引发流动性恐慌情绪, 周中美元及国际大宗商品亦因事件性因素有所波动, 但对A股影响也已明显减弱, 短期看外力不足以打破市场弱平衡态势。

上周市场板块表现此起彼伏。交通运输、建筑建材、钢铁等一季度较强板块已多周走弱, 公用事业板块则结束了4月以来的强势上涨, 上周录的最大单周跌幅。我们之前提出市场轮动特征显示强势板块依次回落的态势不可忽视, 上周板块表现则延续了此一规律。

本周市场观点:

本周重点关注货币政策调整可能。从长远计, 我们始终强调经济增长方式进入转变时代是目前经济状况最大的时局; 而通胀, 从经济史上看, 是结构转型的一种外在表现特征。就短期而言, 我们认为当前货币政策调整对消化09年超宽松政策的任务也未必完成。货币政策收紧的基调不会改变, 只是在手段上有所变化, 逐步减低对存款准备金率的依赖, 转而以提高利率、管控银行存贷比指标等方式, 实现流动性投放的方向性指导。

从板块的表现来看, 钢铁、公用事业的下跌意味着针对1~4月行情的调整可能并未结束, 强势个股的表现也能说明此点。因此, 我们判断行情还未到确认低点反弹的时刻。短期市场仍在2800点上下寻找支撑的过程中, 投资操作以控制仓位和小波段运作为原则, 不可忽略股指出现新的破位下行的可能。投资方向的选择上, 市场仍缺乏趋同的板块机会, 个股操作空间大于板块配置效应。

目 录

一周市场回顾	3
预期混乱，股指难上亦难下	3
强势板块轮番回落	3
本周市场观点	7
货币政策影响仍会持续	7
短期市场反弹的操作空间有限	11
本周A股解禁	12

一周市场回顾

预期混乱，股指难上亦难下

窄幅震荡暂无方向

上周 A 股继续窄幅震荡，但再度创出调整新低 2821。从外部环境看，上周并无决定性宏观和事件性因素对 A 股产生重大影响。唯存款准备金上调缴款前银行拆借利率一度飙升引发流动性恐慌情绪，股指因此再探新低。但之后拆借利率又大幅回落，负面影响亦局限于短期。周中美元及国际大宗商品亦因事件性因素有所波动，但对 A 股影响也已明显减弱，短期看外力不足以打破市场弱平衡态势。

各指数板块情况看，分化严重，看不到明显的风格倾向，亦显示目前市场预期混乱的特征。A 股一周下跌 0.48%，上证成分股对跌幅贡献较大，但 50、180、300 成分股跌幅较小，显示权重股仍起到支撑市场的作用，但“二”股的范围在缩小。创业板再度出现破位下跌态势，但中小板并未跟随调整，小市值板块下跌压力集中于创业板亦表明目前市场并无明确的方向选择。

这一点与成交量相匹配。上周市场略微缩量，但 1600 亿日均成交额仍属于弱平衡市场可以支撑的范围。从盘面特征看前期强势股补跌时有发生，在指数未有大动作之时，个股结构性风险仍然较大。

图表 1：上周市场表现

	一周涨跌	市盈率 PPM	11 年市盈率	市净率	总市值 (亿元)	总市值 一周变化	流通市值 (亿元)	流通市值 一周变化	一周日均 成交额 (亿元)	成交变化
上证综指成分	-0.40%	14.75	12.25	2.29	225774.12	-0.36%	150836.18	-0.10%	927.25	-9.73%
上证 50 成分	0.03%	11.47	10.05	1.94	137968.28	0.02%	90136.21	0.05%	168.15	-2.91%
上证 180 成分	-0.17%	12.69	10.98	2.07	171494.34	-0.10%	112635.6	-0.04%	344.86	-6.00%
深圳成指成分	-0.01%	20.12	15.67	3.12	18641.93	-0.06%	14489.11	0.72%	87.86	-7.93%
中小板指成分	0.26%	29.5	22.47	4.85	12127.97	0.17%	8200.01	0.72%	65.25	-4.16%
创业板指成分	-3.71%	47	30.64	3.98	4414.02	-3.82%	1550.11	-3.13%	18.54	-9.82%
沪深 300 成分	-0.19%	13.74	11.78	2.22	209768.68	-0.15%	140542.7	0.11%	541.26	-7.06%
全部 A 股	-0.48%	17.14	13.87	2.56	311261.46	-0.36%	203847.35	0.02%	1605.75	-6.09%

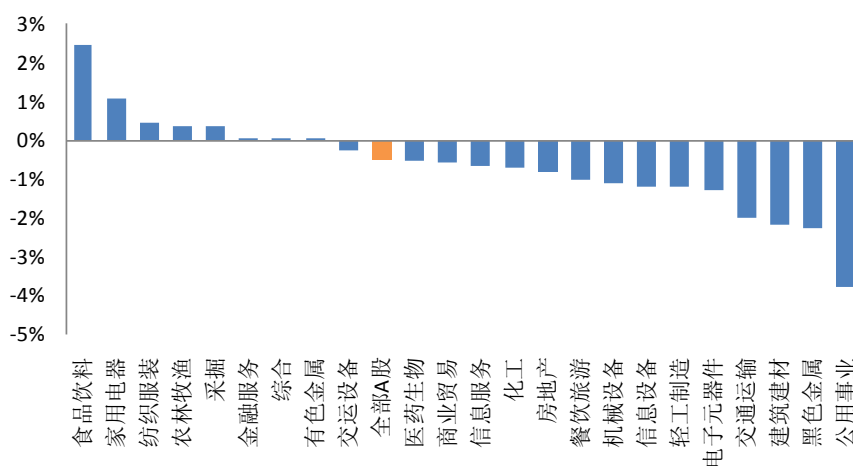
数据来源：国联证券研究所 Wind

强势板块轮番回落

上周市场板块表现此起彼落。交通运输、建筑建材、钢铁等一季度较强

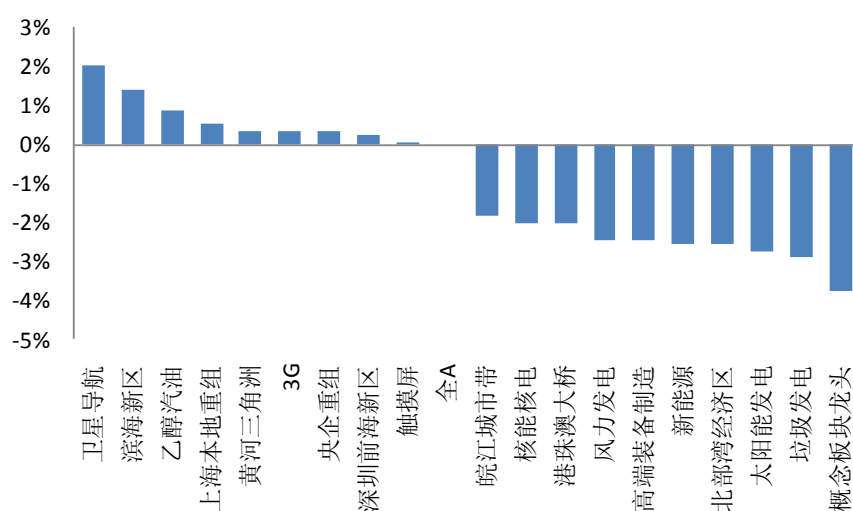
板块已多周走弱，公用事业板块则结束了4月以来的强势上涨，上周录的最大单周跌幅。我们之前提出市场轮动特征显示强势板块依次回落的态势不可忽视，上周板块表现则延续了此一规律。食品饮料、家用电器、纺织服装、农业等主要消费类板块涨幅靠前，符合我们消费类股机会提前显现的判断，亦反映出市场针对一季度行情的调整态势并未随着股指企稳而结束。

图表 2：一周大类行业表现



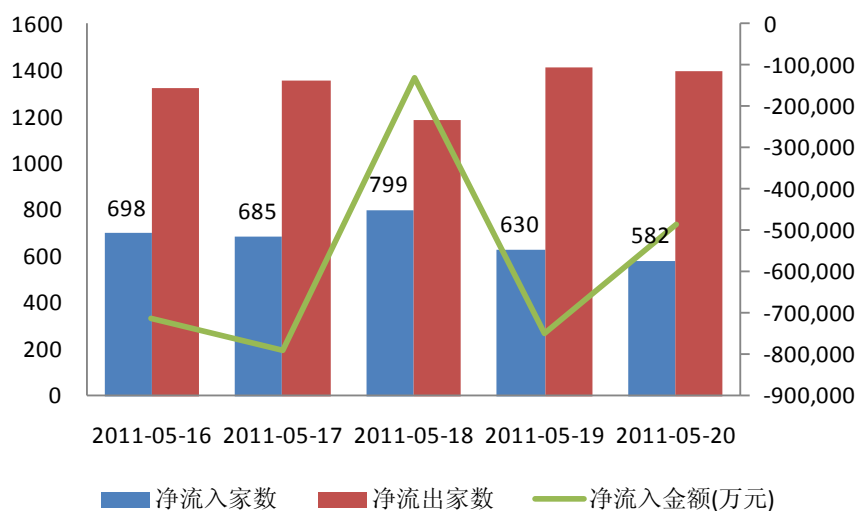
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 3：一周主题板块表现



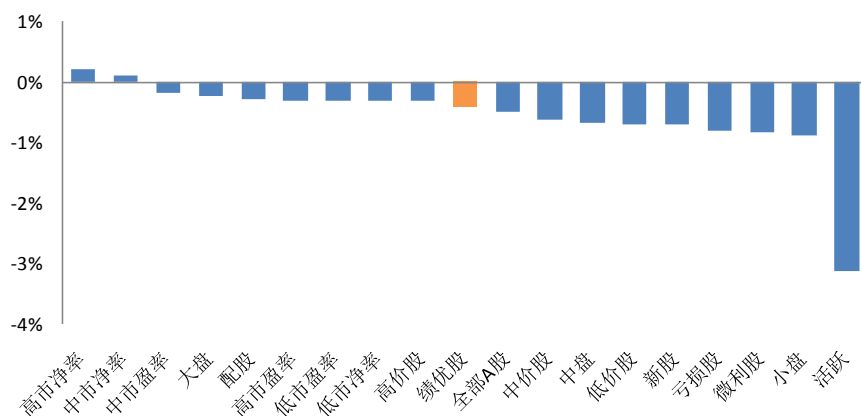
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 4: 一周市场资金流向



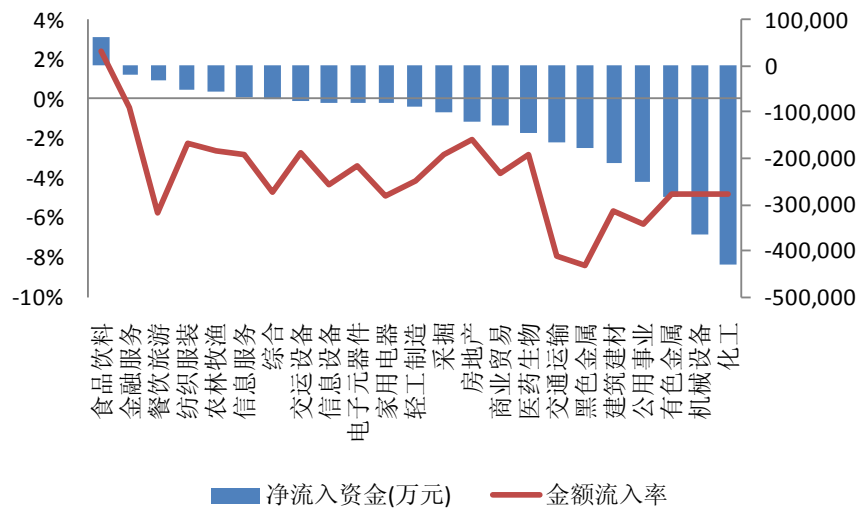
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 5: 一周风格指数表现



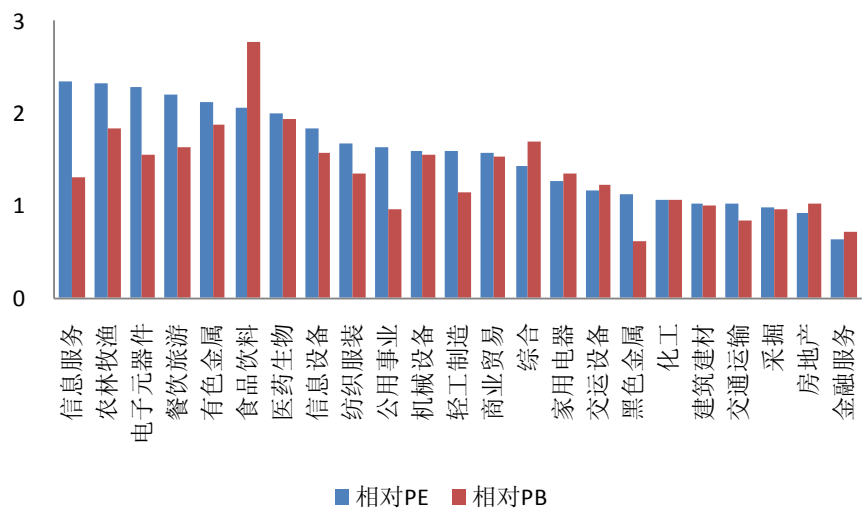
数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 6: 一周行业资金流向



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 7: 一周大类行业相对估值



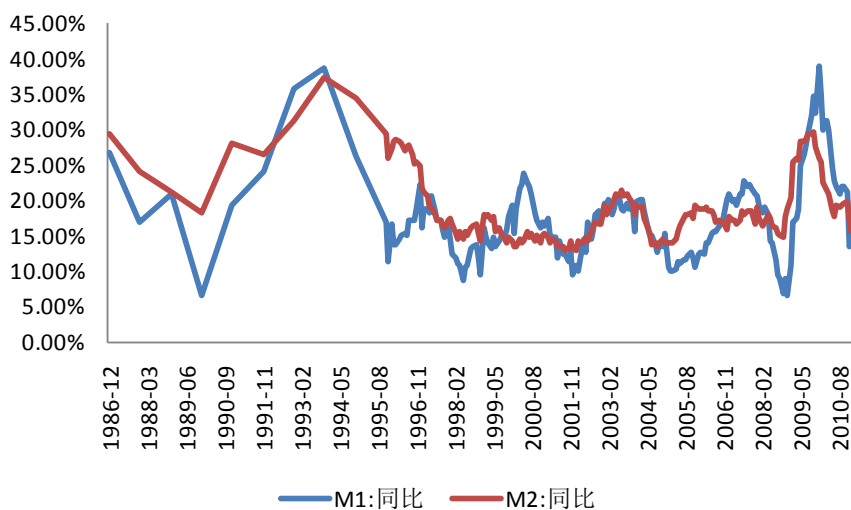
数据来源: 国联证券研究所, Wind

本周市场观点

货币政策影响仍会持续

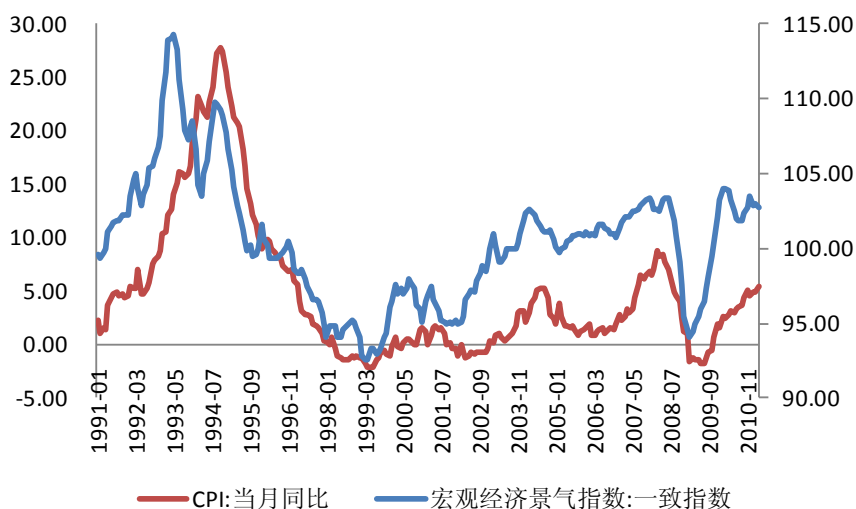
近期对于货币政策松紧之预期再度升温，左右市场情绪和股指表现。一方面来看，M1、M2 同比增长已经回落到过去 10 年以来相对底部的区域；另一方面则体现为主要经济增长指标回落，市场预期在经济回落的预期下，通胀压力也将逐步缓解。总之，市场预期最迟今年下半年将看到货币政策由紧转松，在缓解流动性压力的同时，也带来经济增长的拐点。

图表 8: M1、M2 同比



数据来源：国联证券研究所，Wind

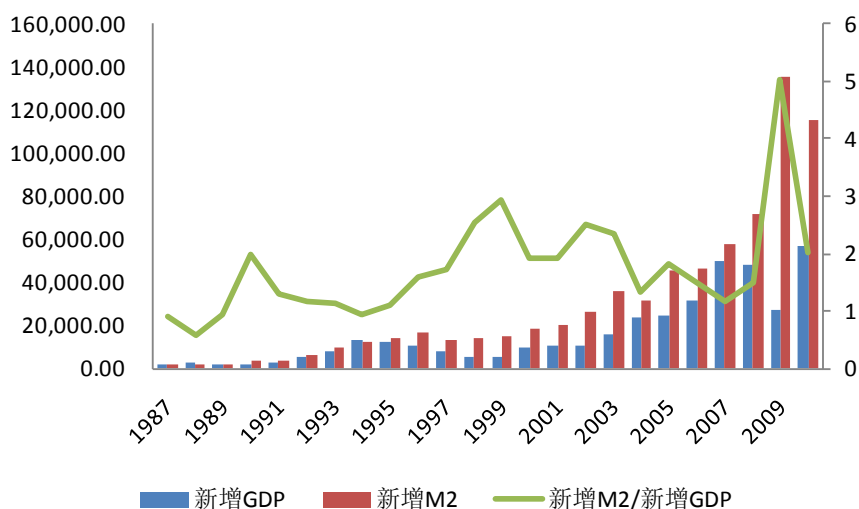
图表 9: 宏观景气与 CPI



数据来源：国联证券研究所，Wind

我们则认为，此时做此预期仍为时尚早。从长远计，我们始终强调经济增长方式进入转变时代是目前经济状况最大的时局；而通胀，从经济史上看，是结构转型的一种外在表现特征，其核心是长期推动增长的货币投放效率降低而至无以为继，流动性增长不再实际推动经济，而在推动物价和资产价格。如要纠正这种低效的增长模式，则货币政策在相当长时间内保持从紧仍然是有必要的，否则经济体并无向提高劳动生产率方向转变的动力。我们曾多次论述美国 70 年代转型之初困难基本就是源于此理，中国当避免犯同样错误。

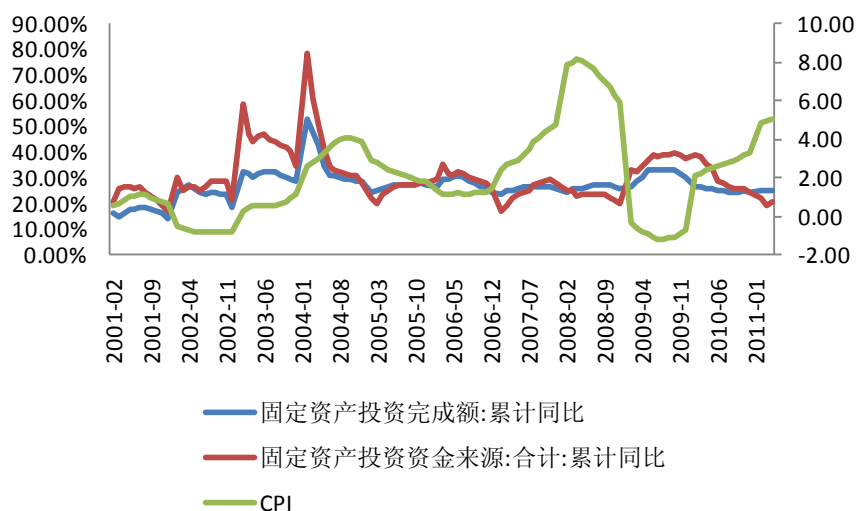
图表 10: 新增 M2/新增 GDP



数据来源：国联证券研究所，Wind

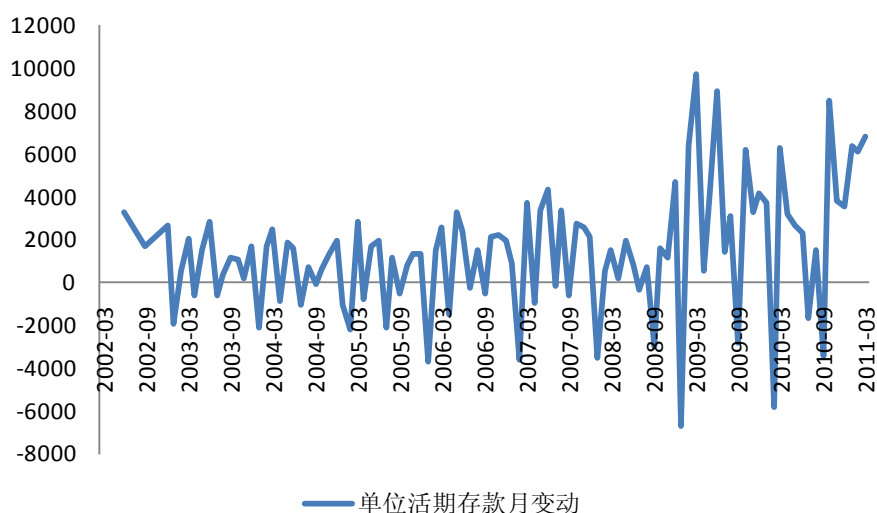
即使就短期而言,我们认为当前货币政策调整对消化 09 年超宽松政策的任务也未必完成。我们认为 09 年 4 万亿投资及 9.5 万亿贷款,包括 10 年的 7.9 万亿贷款需要更长时间的消化。原因在于急促的货币投放对应并不热烈的需求导致大量以贷款名义释放的货币实际上又回到银行体系,作为存款再度成为放贷的资金来源。我们看到国内企业活期存款变动幅度在 09 年后超出历史水平,结合近两年企业经营性现金流下降的情况,09 年宽松放贷与银行货币创造的结合便是货币超发、通胀上升的主要原因。

图表 11: 固定资产投资与 CPI



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 12: 固定投资与 CPI



数据来源: 国联证券研究所, Wind

基于这样的认识, 我们认为, 一方面货币政策收紧的基调不会改变, 只是在手段上有所变化, 逐步减低对存款准备金率的依赖, 转而以提高利率、管控银行存贷比指标等方式, 实现流动性投放的方向性指导。目前我们看到了民间利率上升并非全局性的流动性紧张, 一个明显的证明就是银行间市场拆借利率依然平稳。结构性的流动性困局指向的是社会资本分配效率的低下, 而这应当由更具弹性的利率政策来改变。如果预期

全局性的货币政策放松，则一来未必能解决相关问题，二来根据我们之前的分析，加剧通胀可能会是必然结果。

综上所述，我们再次强调二季度策略报告中的观点：国内的宏观调控至今也是行至半程，正在进入加息为代表的升级版。对存量货币的调控强调“疏、堵”结合，存款准备金率通过强制手段将货币留于银行系统，但仍需“疏导型”的政策配合。即管理层会推出超预期的加息政策。加息超预期可能导致上市公司盈利增长的预期在半年度时根本性转变，估值水平和盈利水平共同下降造成的负面影响对市场将是一个重大的冲击。

短期市场反弹的操作空间有限

市场连续对 2319-2661 连线的冲击，表面看来似乎并未造成恐慌。上证指数在连续创出调整新低之时，仍然维持 2800-2900 点低位盘整格局。一方面是成交额不足以做出方向性选择，另一方面则是大权重板块仍然较为稳定，保证了股指不出现大的破位下行。

但从板块的表现来看，钢铁、公用事业的下跌意味着针对 1~4 月行情的调整可能并未结束，强势个股的表现也能说明此点。因此，我们判断行情还未到确认低点反弹的时刻。我们始终强调的是，5 月行情往往受负面宏观信号影响而出现较大调整，目前我们已经看到上调准备金率，如加息预期、提高银行资本金要求、存贷比每日考核等信息进一步引起市场心理向负面表现趋同，则股指实际上存在进一步破位寻底的可能。

我们认为，短期市场仍在 2800 点上下寻找支撑的过程中，投资操作以控制仓位和小波段运作为原则。即使出现短暂反弹，反而是对已经紧张的资金面的进一步消耗，弱势反弹与快速下跌的组合模式已经在过去一个月中多次看到，我们认为应谨防此规律的继续表现。

我们维一直以来的判断，指数反弹遇 2900 将可能出现新的调整，投资者仍应借反弹机会控制投资仓位。投资方向的选择上，我们认为目前市场并无明显的风格偏好，缺乏趋同的板块机会，个股操作空间大于板块配置效应。投资可在食品饮料、传媒、商业、个人休闲消费品、化工等年报、季报情况较优行业中寻找个股投资机会；同时，从股息率角度出发，相对安全的金融、交通运输、公用事业等板块可能具备相对收益保障。

本周 A 股解禁

图表 13: 本周 A 股解禁

解禁日	代码	名称	流通数量 (万股)	占总股本比例	行业
2011-05-23	600110.SH	中科英华	13400.00	11.65%	机械设备
2011-05-23	300184.SZ	力源信息	330.00	4.95%	电子元器件
2011-05-23	002241.SZ	歌尔声学	27000.00	71.85%	电子元器件
2011-05-23	600300.SH	维维股份	6600.00	3.95%	食品饮料
2011-05-23	300181.SZ	佐力药业	400.00	5.00%	医药生物
2011-05-23	300014.SZ	亿纬锂能	60.87	0.46%	电子元器件
2011-05-23	300183.SZ	东软载波	500.00	5.00%	电子元器件
2011-05-23	300182.SZ	捷成股份	560.00	5.00%	信息服务
2011-05-23	000877.SZ	天山股份	2693.65	6.93%	建筑建材
2011-05-23	600539.SH	狮头股份	1679.66	7.30%	建筑建材
2011-05-23	601216.SH	内蒙君正	2400.00	3.75%	化工
2011-05-23	000807.SZ	云铝股份	11839.79	10.00%	有色金属
2011-05-23	002239.SZ	金飞达	14550.00	72.39%	纺织服装
2011-05-23	002240.SZ	威华股份	9979.61	20.34%	轻工制造
2011-05-23	600436.SH	片仔癀	7636.80	54.55%	医药生物
2011-05-23	600323.SH	南海发展	7654.39	28.24%	公用事业
2011-05-24	300180.SZ	华峰超纤	800.00	5.06%	化工
2011-05-24	000006.SZ	深振业 A	446.35	0.59%	房地产
2011-05-25	002411.SZ	九九久	3356.40	26.02%	化工
2011-05-25	002551.SZ	尚荣医疗	400.00	4.88%	医药生物
2011-05-25	000888.SZ	峨眉山 A	6965.48	29.62%	餐饮旅游
2011-05-25	600389.SH	江山股份	9194.40	46.44%	化工
2011-05-25	600367.SH	红星发展	13725.42	47.13%	化工
2011-05-25	002552.SZ	宝鼎重工	500.00	5.00%	机械设备
2011-05-25	600987.SH	航民股份	12849.20	30.34%	纺织服装
2011-05-25	002409.SZ	雅克科技	288.00	2.60%	化工
2011-05-25	002554.SZ	惠博普	700.00	5.19%	机械设备
2011-05-25	002553.SZ	南方轴承	440.00	5.06%	交运设备
2011-05-26	600880.SH	博瑞传播	348.55	0.56%	信息服务
2011-05-26	300086.SZ	康芝药业	2068.97	10.34%	医药生物
2011-05-26	000948.SZ	南天信息	1750.00	8.31%	信息设备
2011-05-26	300085.SZ	银之杰	513.00	8.55%	信息服务
2011-05-26	300088.SZ	长信科技	3485.00	27.77%	电子元器件
2011-05-26	300087.SZ	荃银高科	2147.76	20.34%	农林牧渔
2011-05-26	002238.SZ	天威视讯	16400.00	61.42%	信息服务
2011-05-27	600310.SH	桂东电力	4080.00	14.79%	公用事业

数据来源: 国联证券研究所, Wind

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。