

筑底过程仍需要时间消化经济层面不利因素、重在布局

A 股周策略报告

2011 年 6 月 13 日

主要观点：

➤ 市场运行背景：紧缩政策预期下的敏感走势

- 由于通胀是目前政策调控的核心因素，而 5 月份 CPI 数据本周即将公布，物价再创新高的市场预期较为强烈，目前距离上次加息已有两个月时间，而对于物价数据公布前的这一周末也成为政策调控的重要敏感期，而市场在通胀、政策紧缩预期、经济增速回落的影响下也出现了大幅波动。

➤ 紧缩政策落空，体现宏观调控的两难性

- 周末市场普遍预期的加息并未如期兑现，体现了当前宏观调控的两难性。虽然目前物价作为宏观调控的核心因素，但在持续的紧缩政策后也导致了实体经济层面的不良反应，控制通货膨胀与经济增长之间的矛盾逐步显现。
- 在经济层面，实体经济中信贷紧张，资金借贷成本快速攀升，而外围经济体经济增长的波动，也导致需求下降，国内出口增速下降，在内需和外需疲软，以及借贷成本上升等因素共同作用下，经济增长动力略显不足。
- 市场预期 6 月 CPI 达到峰值之后会呈现逐步回落态势，因此，在物价拐点即将出现之时继续以牺牲经济增长为代价并不利于经济长期走势以及宏观政策调控的稳健性，并导致未来政策调控余地的减小。因此，我们更倾向加息政策在七月份使用更为合适，维持紧缩货币政策调控已进入尾声的判断。

➤ 本周市场运行及投资策略：筑底过程仍需要时间消化经济层面不利因素

- 由于目前对于经济转好预期并未出现，而经济最坏时刻也并未到来，因此，股指虽具有领先经济指标的作用，但短期在不利经济数据制约下，仍有反复。从投资策略角度看，目前上证综指在 2700 点附近，更应注重未来布局，而非恐慌性杀跌。
- 从投资主线看，一方面关注未来能够对经济增长起到推动作用的行业，或具有经济增长动力的因素，主要集中在强经济周期的机械设备、电力设备、水利建设领域，以及保障房建设相关概念；另一方面，关注经济增长带动下，具有较大业绩弹性的部分中小盘个股，尤其是目前低价发行以及前期大幅破发的优质、成长性小盘股也可逢低逐步介入。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、一周市场概述：冲高后探底、股指大幅波动

上周（2011.6.7-2011.6.10日）受端午节假期影响，共有四个交易日，期间股指大幅波动，周二股指震荡上涨，周三市场受紧缩政策预期影响出现探底回升，小幅上涨，周四A股市场受B股大跌拖累，同样出现大幅下跌，周五市场一度延续之前弱势格局，震荡走低、逐步下探，上证综指最低跌至2672.32点，并创出此轮下跌新低，但在午后两点左右股指快速反弹，并出现小幅上涨。截止周五上证综指收于2705.14点，全周小幅下跌0.84%，深成指下跌0.42%，创业板指跌幅较大，跌幅为2.78%。

从盘面上看，市场跌多涨少，交运设备、有色金属以及纺织服装出现连续上涨，金融服务出现连续两周下跌，建筑建材、采掘、农林牧渔以及金融等板块跌幅较大。从市场风格看，创业板跌幅明显，而中小板虽出现下跌，但跌幅明显小于创业板，表明投资者对于创业板参与热情依然较低，相对而言微利股及其高市盈率个股出现上涨，主要表现为重组概念等部分个股的上涨。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

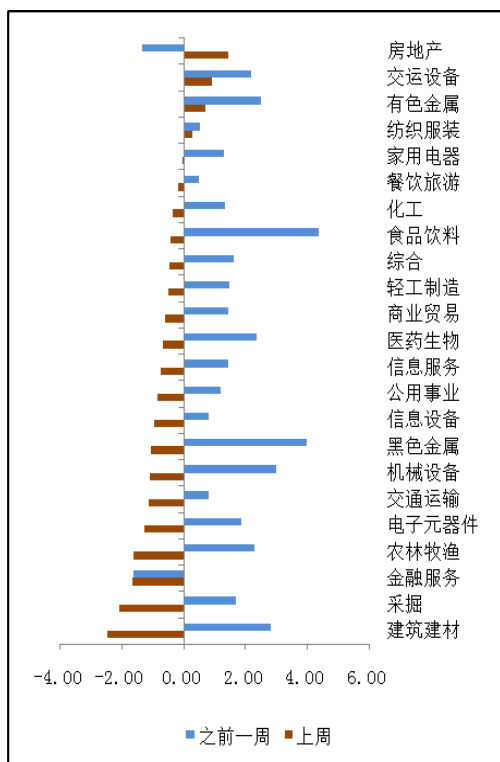
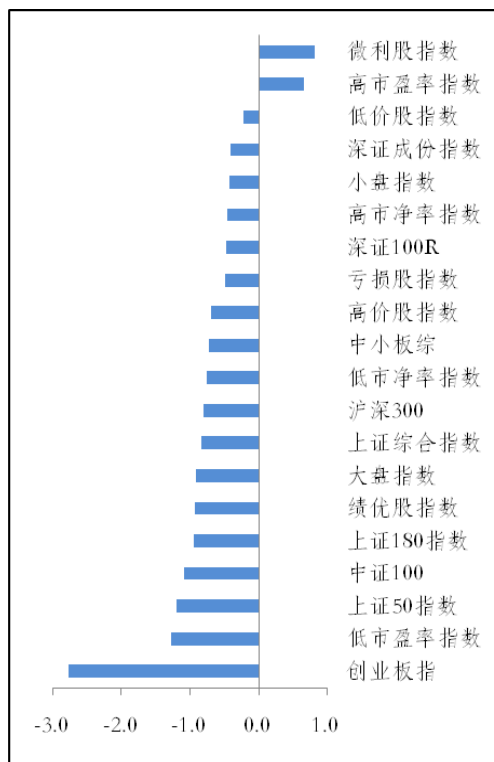


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

2、市场运行背景：紧缩政策预期下的敏感走势

由于通胀是目前政策调控的核心因素，而5月份CPI数据本周即将公布，物价再创新高的市场预期较为强烈，在此背景下，物价何时见顶成为市场关注的重要因素，而在当前物价形势下，紧缩性政策调控是否继续加码，以及在持续紧缩政策面前，经济增速以及上市公司业绩下滑的幅度又如何，政策调控能否导致经济硬着陆，因此，目前物价、政策紧缩、流动性、经济增速回落成为影响市场的主导因素。从市场预期看，由于经济危机以来的政策调控节奏看，央行保持了每两个月加息一次以及每个月上调存款准备金率的调控节奏，因此，当前距离上次加息已有两个月时间，而对于物价数据公布前的这一周末也成为政策调控的重要敏感期，而市场在通胀、政策紧缩预期、经济增速回落的影响下也出现了大幅波动。

3、紧缩政策落空，体现宏观调控的两难性

周末市场普遍预期的加息并未如期兑现，体现了当前宏观调控的两难性。虽然目前物价作为宏观调控的核心因素，但在持续的紧缩政策后也导致了实体经济层面的不良反应，控制通货膨胀与经济增长之间的矛盾逐步显现。

在经济层面，受持续紧缩政策影响，货币供应增速快速回落，二季度经济增速下降已成事实。同时，在信贷受到严格控制以及银行存款准备金率的历史高位，导致了实体经济层面的信贷紧张，资金借贷成本快速攀升，同时，信贷增速下降后导致的需求下降，促使制造业面临去库存压力加大，而外围经济体经济增长的波动，也导致需求下降，国内出口增速下降，在内需和外需疲软，以及借贷成本上升等因素共同作用下，经济增长动力略显不足。

图 3、货币供应增速与 GDP 走势



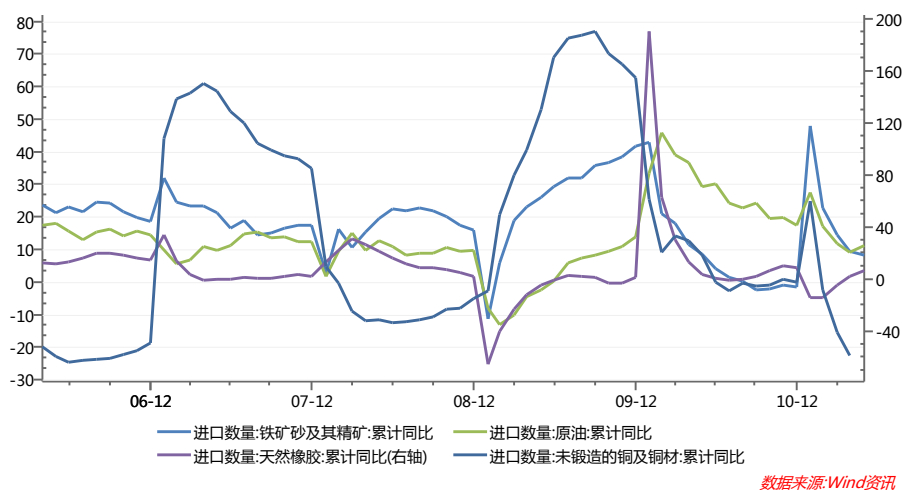
数据来源: WIND, 东北证券

图 4、投资增速下滑伴随工业增加值下降



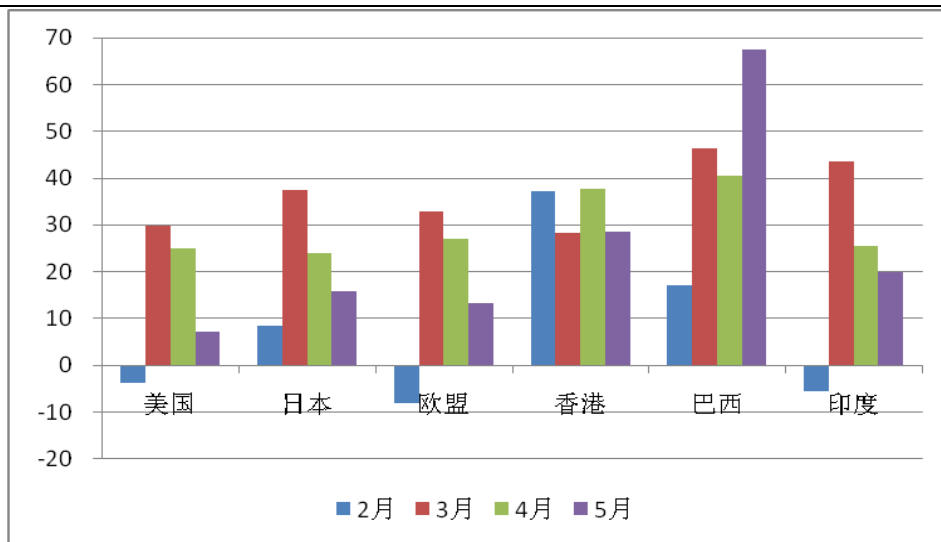
数据来源: WIND, 东北证券

图 5、需求不振导致上游原材料进口累积同比增速回归平稳甚至下降



数据来源: WIND, 东北证券

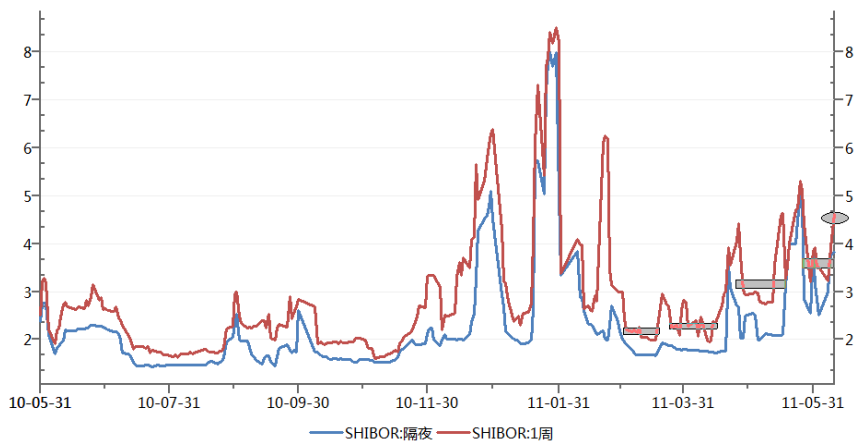
图 6、各月主要地区出口增速回落, 外围需求下降, 制约政策调控力度



数据来源: WIND, 东北证券

从我国货币政策调控的历史上看, 我国密集采取加息措施主要有三次, 分别是 93 年 5 月与 7 月连续两个月各加息一次, 而当月即为物价高点, 在 07 年 3 月至 12 月, 我国共采取 5 次加息措施, 最后一次加息后一年期存款利率为 3.33%, 同期 CPI 为 6.9%, 而物价在最后一次加息之后的四个月才见顶。从加息幅度看, 07 年从 1.71% 经过 5 此加息后至 3.33%, 而当年最后一次加息时的负利率为 3.57%, 从此轮加息幅度看, 基准利率已由 1.71% 上调至 2.85%, 但目前负利率为 2.45%, 明显小于当时的通胀压力, 而目前即使 5 月份 CPI 再次上升也不会导致负利率高于 3% 的水平。虽然目前仍处于负利率阶段, 但是, 从市场预期看, 在 6 月 CPI 达到峰值之后会呈现逐步回落态势, 因此, 在物价拐点即将出现之时继续以牺牲经济增长为代价并不利于经济长期走势以及宏观政策调控的稳健性, 并导致未来政策调控余地的减小。因此, 我们更倾向资金价格调控工具在七月份使用更为合适, 以及紧缩货币政策调控已进入尾声的判断。

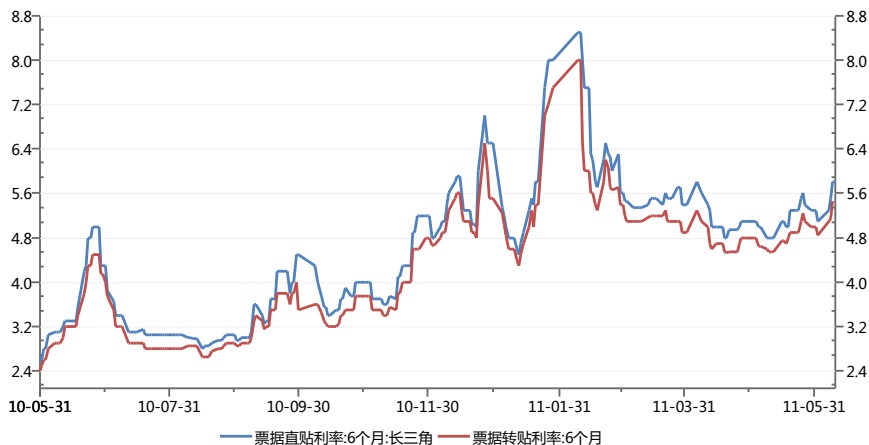
图 7、银行间市场资金面持续偏紧，流动性回收倾向公开市场操作



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 8、资金成本上升，企业信贷压力加大



数据来源:Wind资讯

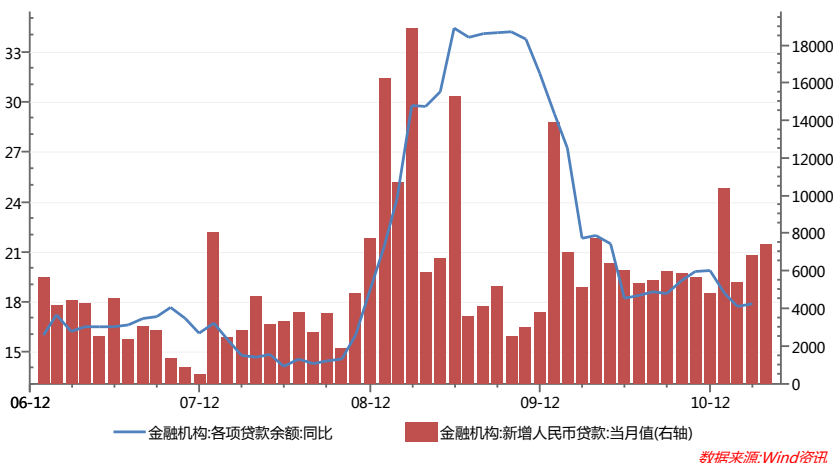
数据来源: WIND, 东北证券

4、经济阶段性回落后仍有上涨动力

在信贷投放受到显著抑制之后，新增人民币贷款余额同比快速回落，从今年年初的信贷投放量以及投放节奏看，前五个月货币投放得到较好控制，甚至低于即期目标，在经济增速放缓之时，未来信贷政策走向对于经济走向具有一定的影响作用。此外，在投资方面，目前的保障房建设受地方政府资金来源问题出现明显的开工不足的局面，作为今年一项重要的民生工程，在国家部委的直接干预下，下半年也有望得到较好落实。而从经济中长期发展趋势看，在经济转型的大背景下，受劳动力成本上升的推动以及技术升级改造的内在需求，设备投资面临巨大需求，而经济转型下的企业发展模式变更本身也意味着设备的更新与升级。从上市公司数据看，今年来资本支出明显偏低，并出现历史欠账的局面，未来有望在需求逐步恢复以及库存压力下降后，设备类资本支出大幅增长。

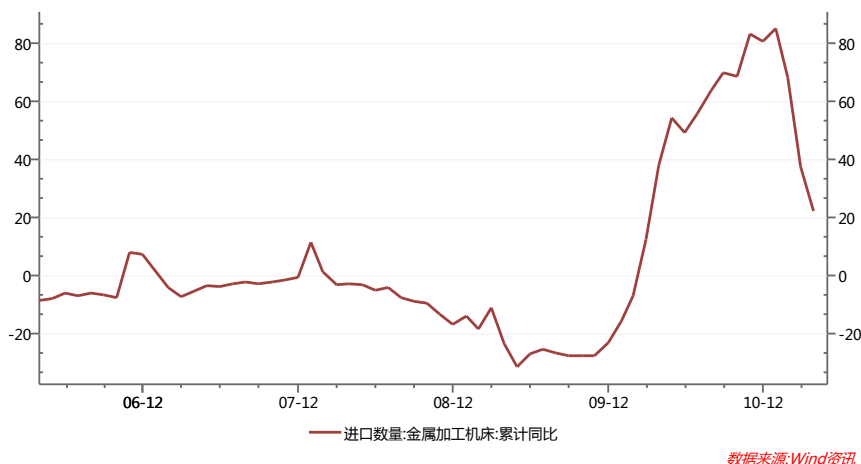
此外，从今年电荒情况看，一方面表明我国在电力方面投入相对欠缺，同时也表明经济增长对电力的需求。除电力建设外，我国在农业基础设施以及水利建设、区域经济发展等方面都需要迫切的投入。而在新兴产业方面，我国也会在优势领域进行重点突破。因此，从中长期看，我国经济增长仍具有上涨动力。

图 9、信贷增速下降制约经济增长



数据来源: WIND, 东北证券

图 10、设备需求仍保持较高增速



数据来源: WIND, 东北证券

5、本周市场运行及投资策略：筑底过程仍需要时间消化经济层面不利因素、重在布局

由于经济仍处于回落过程中，且 5 月份经济数据本周即将公布，物价数据或将再创新高，影响投资者参与热情，但从中长期看，经济增长虽然面临着物价等不利因素，但政府主动性调控经济能力提升，政策调控余地较大，从目前物价走势看，6 月 CPI 有望见顶，之后将呈现逐步回落态势，而在物价见顶后，政策调控有望逐步转向经济增长领域，因此，对于当前主动调控下的经济有序回落不宜过度悲观，而目前市场的估值状况也意味着市场继续下跌的非理性行为。由于目前对于经济转好预期并未出现，而经济最坏时刻也并未到来，因此，股指虽具有领先经济指标的作用，但短期在不利经济数据制约下，仍有反复。从投资策略角度看，目前上证综指在 2700 点附近，更应注重未来布局，而非恐慌性杀跌。从投资主线看，一方面关注未来能够对经济增长起到推动作用的行业，或具有经济增长动力的因素，主要集中在强经济周期的机械设备、电力设备、水利建设领域，以及保障房建设相关概念；另一方面，关注经济增长带动下，具有较大业绩弹性的部分中小盘个股，尤其是目前低价发行以及前期大幅破发的优质、成长性小盘股。

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。