

筑底过程更需坚守价值投资理念

A 股周策略报告

2011 年 6 月 20 日

主要观点：

➤ **市场运行逻辑：流动性压力与经济悲观预期下的无奈**

- 流动性与经济基础作为证券市场运行的两大重要推动力，受持续通胀压力下的一系列紧缩政策作用影响，两大核心因素对市场的支撑力度在不断弱化。

➤ **资金面压力或已至最坏阶段**

- 5 月 M1 增速回落至 12.7%，这一增速的持续下降必然导致经济增速的快速回落，随着财政政策作用下投资需求的上升，这一增速明显不能满足经济增长需求，货币供应增速应该已经处于底部区域。
- 5 月新增人民币贷款 5516 亿元，较 4 月份快速回落，前五个月累积新增贷款 3.55 万亿，低于正常投放节奏，在经济稳定增长需求作用推动下，信贷规模仍有提升空间。
- 5 月企业短期贷款规模超过中长期贷款，固定资产投资意愿降低。这一方面是受到银行信贷规模的影响，另一方面，也是受到资金成本大幅上升导致的巨大信贷压力所致。
- 从实体经济承受能力以及对于信贷需求的角度看，当前紧缩政策的调控节奏难以长期维持下去，或许当前我们正面临着最坏的资金面阶段。

➤ **经济平稳增长下的政策面看点渐多**

- 目前，市场普遍关注保障房建设进程，地方政府受资金层面压力，导致保障房开工率显著低于市场预期。从近期财政部发行的地方债看，未来保障房资金来源问题有望逐步得到解决，同时也意味着下半年保障房建设可能出现大规模建设的局面。

➤ **本周市场运行及投资策略：价值投资理念的坚守与忍耐**

- 短期看，市场仍将受到流动性以及经济层面的悲观因素所困扰，从市场运行环境看，目前市场已经处于价值底部，而且已经处于流动性底部阶段，但在经济底尚不明确甚至经济走势也难有明确预期之时，市场仍难以出现趋势性反转，因此，市场在筑底过程中等待经济走势或经济预期的明确。
- 短期操作策略上，一方面在仓位选择上，尚不适合满仓操作，保持仓位灵活为主，另一方面，价值投资理念下，注重个股的选择，逢低介入并持有，关注政策调控导向以及市场对于经济预期的变化。

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

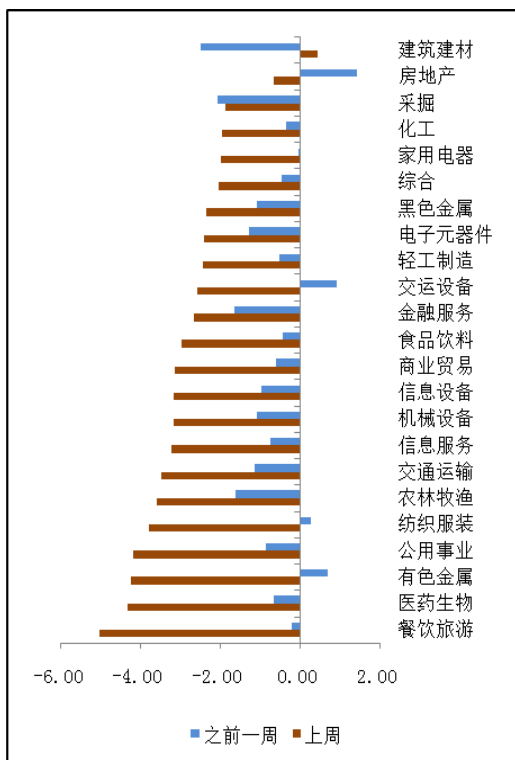
邮编：200002

1、一周市场概述：震荡下挫、再创此轮下跌新低

上周（2011.6.13-2011.6.17 日）股指震荡下跌，接连创下此轮下跌新低，上周末市场普遍预期的紧缩性货币政策并未出现，周一、周二股指也出现小幅反弹态势，但是在通胀压力下，央行还是在经济数据公布之后便宣布上调存款准备金率 0.5%，在此政策作用下，原本紧张的市场资金面越发紧张，而投资者对于紧缩政策下的经济走势则更为担忧，也导致股指持续下挫，并连续创出此轮下跌新低。

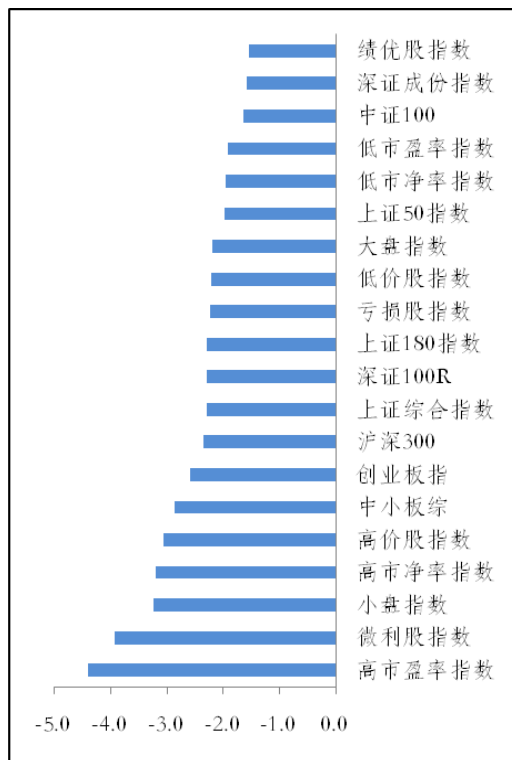
截止周五上证综指收于 2642.82 点，全周下跌 2.3%，深成指下跌 1.59%，创业板指跌幅较大，跌幅为 2.6%。从盘面上看，市场出现普跌格局，全周仅有建筑建材板块相对较强，在之前大幅下跌后出现反弹，此外，房地产跌幅相对较小，此外其他各行业跌幅均超过 1.8%，其中，餐饮旅游、医药生物、有色等板块跌幅居前。传统医药以及食品饮料等消费类防御品种也出现下跌，市场恐慌气氛略显浓厚。从市场风格倾向看，投资者对于高估值个股尤其是创业板指，仍然是以回避为主，并出现大幅下跌，而绩优股、中证 100 等权重股跌幅相对较小。

图 1、各版块连续两周涨跌幅



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

2、市场运行逻辑：流动性压力与经济悲观预期下的应激反应

流动性与经济基础作为证券市场运行的两大重要推动力，受持续通胀压力下的一系列紧缩政策作用影响，两大核心因素对市场的支撑力度在不断弱化。

在统计局公布 5 月经济数据当晚，央行随即公布上调存款准备金率 0.5%，从物价数据看，5 月 CPI 达到 5.5%，并再创此轮物价上涨新高，而 PPI 为 6.8%也略超市场预期，在物价压力下，央行再次上调存款准备金率也符合市场预期。而持续紧缩的货币政策也直接导致了市场资金面的持续紧张，从历次存款准备金率的调整过程看，在缴款日前后的影响更为明显，从统计结果看，SHIBOR14 天利率变化更为明显，自 2 月

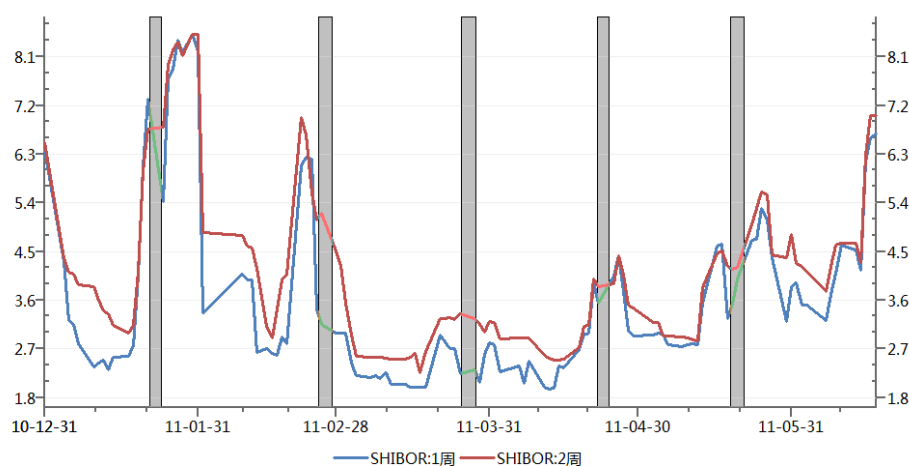
份以来，每次上调后其上升幅度逐月增加，由2月份缴款前后上升24.9%到6月份上升62.9%。由此可见，银行间市场资金面呈现逐步趋紧状态，同时也表明短期资金市场利率的快速上升更多是受到缴款日影响。

表 1、存款准备金率上调对资金市场利率影响

准款准备金上调公告日			缴款日			SHIBOR (7 天) 上升幅度	SHIBOR (14 天) 上升幅度
日期	SHIBOR (7 天)%	SHIBOR (14 天)%	日期	SHIBOR (一周)%	SHIBOR (14 天)%		
2011-01-14	2.5458	3.1266	2011-01-20	6.0767	5.9892	138.7%	91.6%
2011-02-18	2.7949	4.0775	2011-02-24	3.4463	5.0917	23.3%	24.9%
2011-03-18	1.9967	2.6554	2011-03-25	2.2342	3.3492	11.9%	26.1%
2011-04-17	2.3513	2.5100	2011-04-21	3.9275	3.9850	67.0%	58.8%
2011-05-12	2.7729	2.8546	2011-05-18	3.2690	4.2175	17.9%	47.7%
2011-06-14	4.1592	4.3042	2011-06-17	6.6842	7.0119	60.7%	62.9%

数据来源：WIND，东北证券（其中最近一次缴款日为6.20日）

图 3、今年以来各次存款准备金率缴款日后的资金市场利率走势



数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

除市场资金面受政策影响导致持续攀升外，投资者对于经济层面走势的担忧情绪不断上升。一方面担忧物价压力的长期存在，另一方面，紧缩政策下导致的经济增速回落幅度，以及未来政策调控节奏或重点会否出现转变，而如果货币紧缩政策趋缓后，经济能否回升以及经济回升后能否导致物价的再次向上。

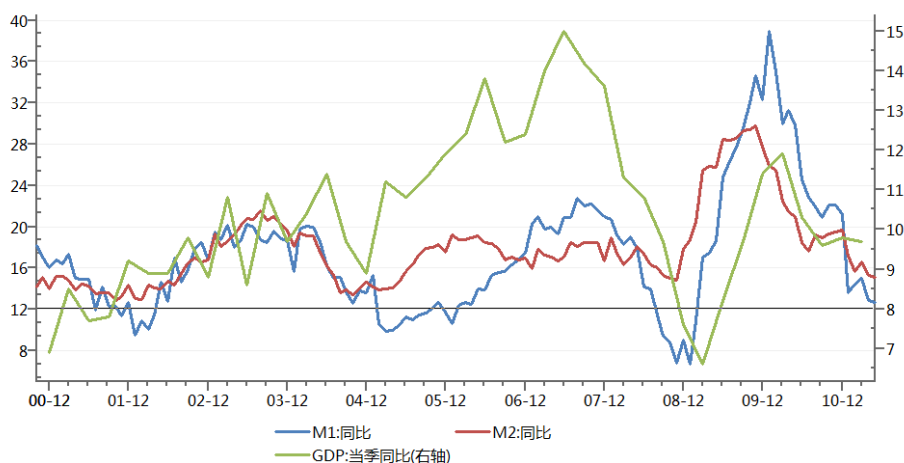
3、资金面压力或已至最坏阶段

首先，从货币供应量看，5月M1增速回落至12.7%，较上月再次下降0.2个百分点，虽然增速下滑速度出现放缓，但这一增速的持续下降必然导致经济增速的快速回落，货币供应增速应该已经处于底部区域，随着财政政策作用下投资需求的上升，这一增速明显不能满足经济增长需求。

此外，5月新增人民币贷款5516亿元，较4月份的7396亿元出现快速回落，前五个月累积新增贷款35462

亿元，较年初央行今年 7.5 万亿的信贷目标相比，如果按照 3:3:2:2 的投放节奏看，目前已低于 3.75 万亿的正常节奏，因此，在经济稳定增长需求作用推动下，信贷规模仍有提升空间。

图 4、货币供应增速快速回落

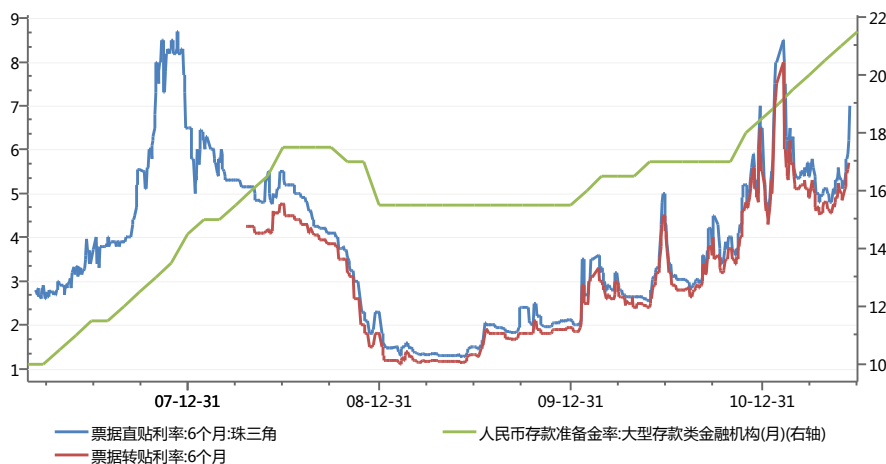


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

其次，市场资金价格屡创新高。从市场资金利率走势看，如图 3 所示，今年以来随着存款准备金率以及加息政策的共同影响，市场资金利率水平出现阶段性、脉冲性上升之外，其资金利率平台也逐步提升，已有年初的 2.5%左右的平均水平提升至 4.5%左右。同时，票据直贴利率也是不断上升，目前已经接近 07 年加息周期时的历史最高点，票据直贴利率的提升直接反应出企业信贷成本的提升，尤其是在银行信贷规模受到严格控制之后，民间利率的涨幅已远远超出市场预期。

图 5、紧缩政策导致资金成本快速上升

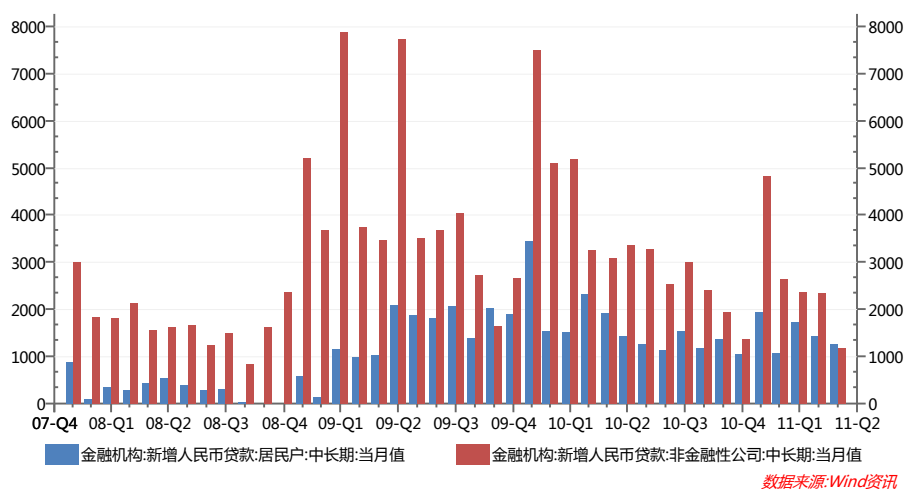


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

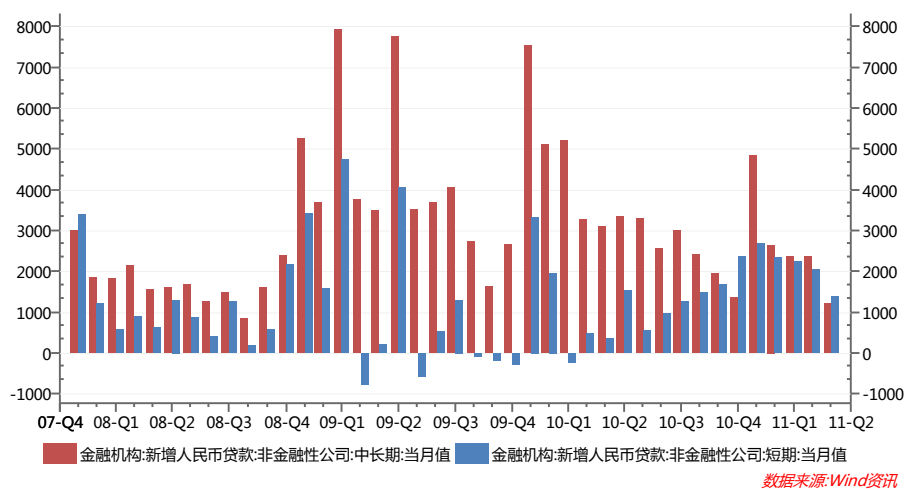
此外，资金成本的大幅上升导致企业中长期贷款需求下降，企业固定资产投资意愿降低。从 5 月信贷数据看，中长期贷款规模已经萎缩至 08 年经济危机时期的规模水平，而且 5 月信贷中，企业的短期贷款规模甚至超过中长期贷款，可见当前部分企业更注重短期资金的周转，而已无力增加中长期的固定资产投资，这一方面是受到银行信贷规模的影响，另一方面，也是受到资金成本大幅上升导致的巨大信贷压力所致，尤其是在 09 年期间，企业财务杠杆提升后，信贷成本压力或将更加突出。因此，从实体经济承受能力以及对于信贷需求的角度看，当前紧缩政策的调控节奏难以长期维持下去，或许当前我们正面临着最坏的资金面阶段。

图 6、中长期贷款规模快速回落



数据来源：WIND，东北证券

图 7、5 月企业短期贷款规模少有的超过中长期贷款规模



数据来源：WIND，东北证券

4、经济平稳增长下的政策面看点渐多

(1)、胡锦涛：推动战略性新兴产业快速健康发展（5月31日）

中共中央政治局5月30日下午就培育发展战略性新兴产业研究进行第二十九次集体学习。中共中央总书记胡锦涛在主持学习时强调，加快培育发展战略性新兴产业，对实现经济社会全面协调可持续发展，对全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化具有重要战略意义。要深入贯彻落实科学发展观，面向经济社会发展重大需求，处理好市场基础性作用和政府引导推动的关系、整体推进和重点突破的关系、立足当前和着眼长远的关系，发挥企业主体作用，加大政策扶持力度，深化体制机制改革，着力营造良好环境，强化科技成果产业化，推动战略性新兴产业快速健康发展。

(2)、李克强：三方面推进实现今年保障房建设目标（6月11日）

李克强在河北省石家庄市出席部分省份保障性安居工程工作会议并讲话。他强调，各地要认真贯彻落实党中央、国务院的决策部署，注重创新机制，确保任务落实，确保建设质量，确保分配公平，三方面齐头推进，实现今年保障房建设目标，兑现对人民群众的郑重承诺。

李克强指出，今年开工建设1000万套保障性住房，包括加快棚户区改造，大力建设公租房，是一项硬任务，老百姓翘首以盼，全社会高度关注。

(3)、财政部首发504亿元地方债为“保障房筹资”（6月18日）

财政部6月17日公布2011年地方政府债券首次代理发行计划，总额为504亿元。其中，6月27日招标5年期品种，金额254亿元；7月11日招标3年期品种，金额为250亿元。本次地方债发行主体包括山东、云南、重庆等11个省区。

财政部、住建部日前联合发布通知，要求各地切实落实保障性安居工程资金，加快预算执行进度，并明确地方政府要将今年地方政府债券资金优先用于保障性安居工程，要进一步明确和细化地方政府债券资金安排用于公共租赁住房等保障性安居工程的具体资金数额，加大对保障性安居工程的投入力度。

(4)、电动车免征车船税信息。（6月15日）

国务院法制办在其官网发布《中华人民共和国车船税法实施条例（征求意见稿）》。根据征求意见稿，纯电动汽车、燃料电池汽车和插电式混合动力汽车免征车船税，其他混合动力汽车按照同类车辆适用税额减半征税。

(5)、发改委为缓解电荒将加快火电项目审批。（6月11日）

6月10日主管部门首度公开表态将加快上马火电项目缓解“电荒”。国家发展改革委副主任、国家能源局局长刘铁男在2011年全年电力迎峰度夏电话会议上披露，为了应对今夏用电严峻形势，发改委和能源局将在近期集中审批一批火电和电网项目以迅速缓解浙江、江苏等地的用电紧张形势。

从市场角度看，目前，市场普遍关注的是保障房建设进行进程，保障房作为年内最重要的一项民心工程，其重要性不言而喻，但是，地方政府受资金层面压力，导致保障房开工率显著低于市场预期，目前仅有三分之一开工。从近期财政部发行的地方债看，未来保障房资金来源问题有望逐步得到解决，同时也意味着下半年保障房建设可能出现大规模建设的局面。此外，新兴产业的发展规划以及电动汽车的推动政策也将成为未来重要推进领域。因此，在经济增速回落过程中，我们更应关注未来经济向好的推动力，以及目前投资领域的纠偏过程和行为，而对于经济中长期走势也不宜过度悲观。

5、本周市场运行及投资策略：筑底过程更需坚守价值投资理念

虽然短期股指出现了持续弱势，也影响到了投资者的心态，如果将近期股指走势放入以年计算的周期内看，目前显然是机会大于风险的时刻。从股指运行角度看，金融危机影响下所创出的 1664 点估值具有重要的参考意义，虽然目前距离当时虽然仍存在结构性差异，但仍具有重要的指导意义，从价值投资理念出发，目前市场中的机会与风险的关系已经比较明确。而投资者的纠结，也只是表现为如 08 年时的 1800 点买入还是 1664 点买入时点上的差异，但从长期看，二者之间的差异或将更多体现在个股的选择上，而不仅仅是点位所导致的差异。因此，从价值投资理念的角度看，目前或许更需要的是一种对具有投资价值个股的坚守。

短期看，市场仍将受到流动性以及经济层面的悲观因素所困扰，从市场运行环境看，目前市场已经处于价值底部，而且已经处于流动性底部阶段，但在经济底尚不明确甚至经济走势也难有明确预期之时，市场仍难以出现趋势性反转，因此，市场在筑底过程中等待经济走势或经济预期的明确。短期操作策略上，一方面在仓位选择上，尚不适合满仓操作，保持仓位灵活为主，另一方面，价值投资理念下，注重个股的选择，逢低介入并持有，关注政策调控导向以及市场对于经济预期的变化。

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。