

震荡筑底过程中，低吸、持仓为主

A股周策略报告

2011年9月19日

主要观点：

- **市场运行环境：银行间资金供应改善、但债券以及票据市场利率维持高位**
 - 央行在公开市场去连续数周保持了净投放，在此影响下银行间资金利率出现明显回落，银行间资金市场利率出现较为明显的改善。
 - 市场流动性缓和主要表现为资金市场层面，并未在债券市场以及票据市场中得到体现，票据直贴利率维持高位，最近发行的短期融资券、公司债利率也未出现回落，当前市场流动性改善仍需要时间逐步向债券等其他市场蔓延。
- **欧债危机持续影响抑制投资者热情**
 - 由于欧洲债务问题的影响，欧洲整体的经济增长面临较大压力，而部分问题国家已经陷入紧缩政策缩减赤字、国内经济增速放缓进一步导致偿债能力下降的恶性循环中。
 - 欧洲债务问题的彻底解决仍存在一定不确定性，而且其解决过程或将更为漫长，多个问题国家如想通过自身经济状况的改善解决债务问题更是一个长期过程，欧债问题的影响也将长期存在。
 - 短期看，虽然希腊债务绝对规模相对较小，但由于债务规模占GDP比重目前是问题五国中最高的，因此希腊债务问题短期较为突出，而从欧洲债务国家到期债务绝对数量上看，意大利9月、11月债务到期量规模较大，而且意大利自身债务占GDP比重也仅次于希腊，因此，在希腊问题之后意大利的风险暴露依然较为严重，并具有更大的市场影响力，此外10月西班牙债务到期量仍然较大同样值得关注。
- **本周市场运行展望：低位筑底、近期低点仍面临考验**
 - 在市场弱势格局中需要更多的耐心和信心，在投资过程中，由于经济层面的波动相对较小，且存在下行压力，因此，股指在经济层面的支撑力度相对有限，更多关注市场流动性以及估值的角度，注重长期投资机会为主。
 - 因此，在当前市场估值下，可以选择逐步介入的策略，而仓位上也不宜过度激进，选择上，一方面关注流动性改善下以及市场回暖中受益品种，如券商、银行等板块，另一方面，关注政策关注度高，符合长期发展需求的领域，如节能减排、种业、水务等板块的长期投资机会。
 - 本周重点关注个股如：中信证券、唐人神、雏鹰农牧、辉丰股份、盛运股份、合康变频等。

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

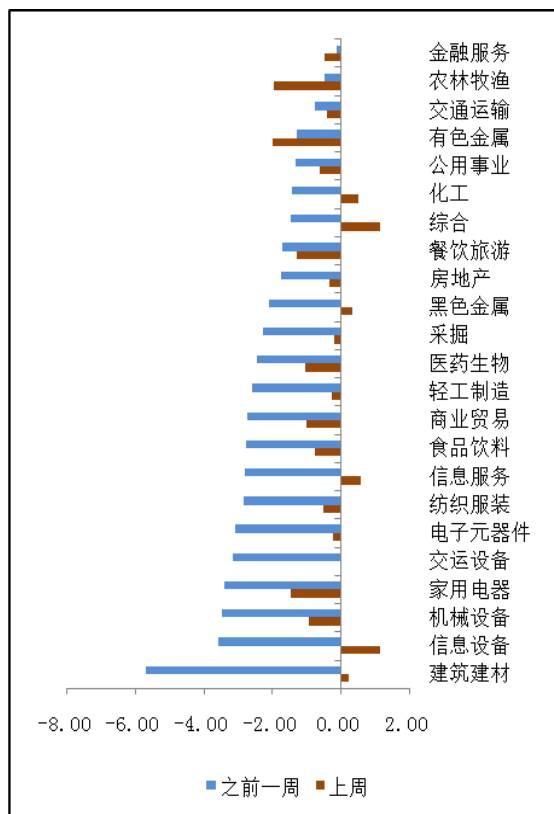
邮编：200002

1、一周市场概述：低位震荡、快速探底

上周（2011.9.13-2011.9.16 日）股指延续前期弱势走势，低位震荡、快速探底，由于受到中秋假期影响，国内上周一休市，而在此期间外围市场出现大幅下跌，尤其是欧洲等国家市场跌幅超过 4%，究其原因仍然是受到债务问题困扰，主要是希腊将退出欧元区的传闻及法国评级可能被国际评级机构下调等不利消息的影响。导致国内市场上周一早盘大幅跳空低开后窄幅震荡，且当日缺口未能得到回补。周二虽然外围市场出现企稳，但 A 股市场小幅高开后大幅下挫，甚至出现恐慌性抛售，但股指在午后在金融股带领下出现快速反弹。周四、周五两市窄幅震荡，未能有效延续之前的反弹势头，成交量仍维持低位，市场热点有限且持续性较差。市场整体上仍然受到欧洲债务危机以及外围市场走势的影响较大，法德政府也表示力争让希腊留在欧元区，同时希腊及意大利政府纷纷承诺采取财政紧缩措施表明欧洲解决债务危机的决心，此外，周五欧洲央行、美联储、瑞士央行、日本央行和英国央行发布消息称，将在年底前协同执行三次美元流动性招标操作作为欧洲银行业注入美元流动性，受此消息刺激，欧洲股指纷纷上涨。从长期看，欧洲债务危机仍存在解决途径，金融动荡及其冲击对各国都是弊大于利，因此，债务危机问题并不是无法解决。

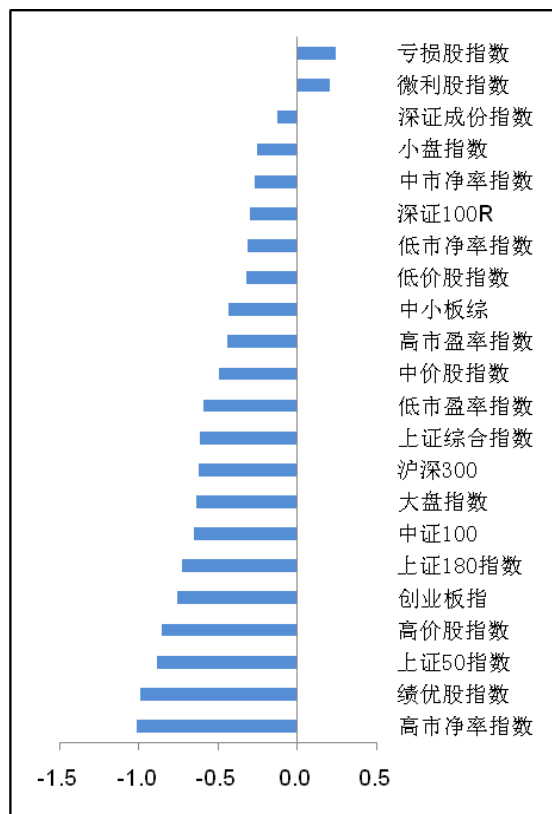
截止周五上证综指收于 2482.34 点，全周下跌 0.62%，深成指下跌 0.13%，创业板指下跌 0.76%，上证综指在仍然未能突破 2500 点的压制，连续四周窄幅横盘震荡，上周成交量继续出现萎缩，市场情绪相对低迷。从盘面上看，市场出现普跌格局，但各版块跌幅较之前相比有所收窄。从板块看，金融、农林牧渔等跌幅相对较小，而建筑建材、信息设备、机械设备、家电等周期性板块跌幅居前。

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、市场运行环境：银行间资金供应改善、但债券以及票据市场利率维持高位

近期国内政策面相对平静，但央行在公开市场去连续数周保持了净投放，在此影响下银行间资金利率出现明显回落，银行间资金市场利率出现较为明显的改善。

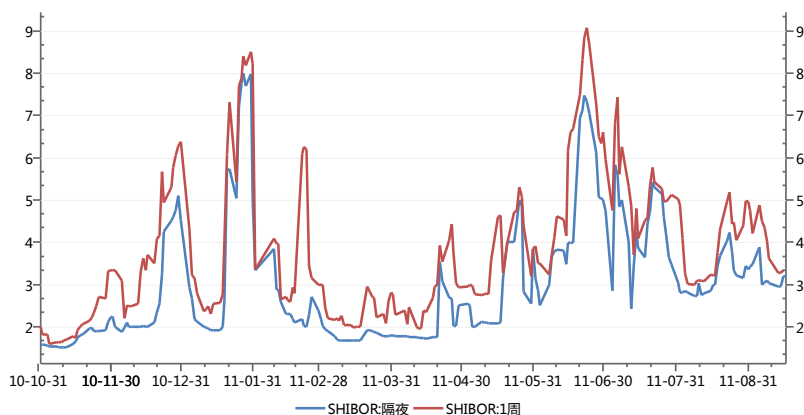
虽然资金市场利率出现回落，银行间资金供给出现缓和，但是从票据贴现以及债券发行市场利率看，资金改善的迹象并不明显，当前市场流动性的缓和仅表现为资金市场层面，并未在债券市场以及与实体经济联系较为密切的票据市场中得到体现，票据直贴利率维持高位，最近发行的短期融资券、公司债利率也未出现回落，当前市场流动性改善仍需要时间逐步向债券等其他市场蔓延。

表 1、央行公开市场持续净投放

现金流发生日期	投放量（亿元）			回笼量（亿元）			净投放量（亿元）
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
2011-06-18 - 2011-06-19	50		50				50
2011-06-20 - 2011-06-26	530	300	830	10		10	820
2011-06-27 - 2011-07-03	820	600	1420	220		220	1200
2011-07-04 - 2011-07-10	220	1100	1320	320	820	1140	180
2011-07-11 - 2011-07-17	950	300	1250	620	1490	2110	-860
2011-07-18 - 2011-07-24	550		550	110	250	360	190
2011-07-25 - 2011-07-31	340		340	20		20	320
2011-08-01 - 2011-08-07	240	220	460	20		20	440
2011-08-08 - 2011-08-14	830	1090	1920	90	1130	1220	700
2011-08-15 - 2011-08-21	640	250	890	130	380	510	380
2011-08-22 - 2011-08-28	250		250	60	30	90	160
2011-08-29 - 2011-09-04	270		270	20		20	250
2011-09-05 - 2011-09-11	830	930	1760	70	690	760	1000
2011-09-12 - 2011-09-18	900	490	1390	120	1200	1320	70
合计	7420	5280	12700	1810	5990	7800	4900

数据来源：WIND，东北证券

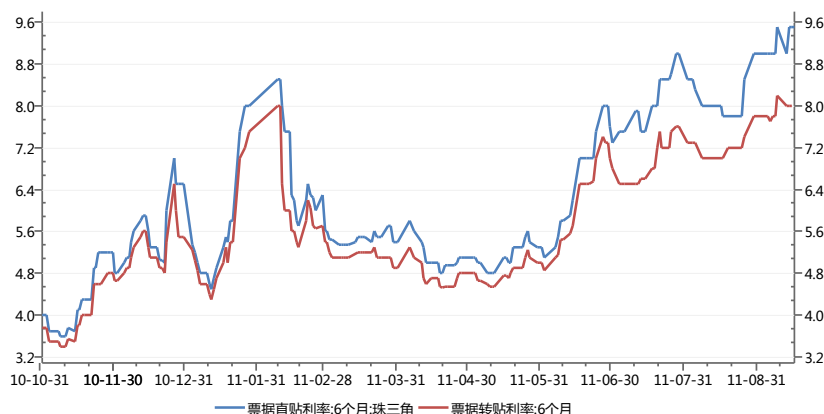
图 3、资金市场利率下行，流动性有所改善



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

图 4、票据直贴利率高位表明社会资金成本依然高企



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

表 2、债券发行利率仍然维持高位

国债			央票			短期融资券			公司债		
发行日期	期限 (年)	票面利率%	发行日期	期限 (月)	票面利率	发行日期	期限 (天)	票面利率	发行日期	期限 (年)	票面利率
2011.9.16	0.5	3.8970	2011.9.15	3	3.1618	2011.9.15	366	7.1100	2011.9.16	3	6.780
2011.7.8	0.5	3.6632	2011.9.9	3	3.1618	2011.9.14	366	6.0400	2011.8.25	3	5.630
2011.9.14	1	3.9	2011.9.2	3	3.1618	2011.9.13	366	6.5000	2011.8.24	3	6.350
2011.9.10	1	3.85	2011.8.19	3	3.1618	2011.9.13	366	7.0600	2011.8.31	5	7.500
2011.8.10	1	3.85	2011.8.12	3	3.0801	2011.9.6	366	5.9400	2011.8.25	5	5.740

数据来源: WIND, 东北证券

3、欧债危机持续影响抑制投资者热情

由于 9、10 月是希腊、意大利等国家偿还债务压力较大的月份，而相应的债务问题也得到了充分暴露，处于政治以及经济层面的博弈，欧洲各国家之间在如何解决债务问题上也出现的不同程度的分歧，导致近期欧债危机不断出现新的变化，也导致了全球市场的剧烈波动。

上周五包括欧洲央行、美联储、瑞士央行、日本央行和英国央行在内的五大央行表示将在年底前协同执行三次美元流动性招标操作为欧洲银行业注入美元流动性。欧元区财长 9 月 16 日在波兰首次召开会议，会后欧元区主席容克表示，对希腊的下一批贷款将在 10 月交付，但前提条件是希腊继续执行财政缩减措施。第一轮贷款的第六批款项为 80 亿欧元，计划 9 月下旬拨款。

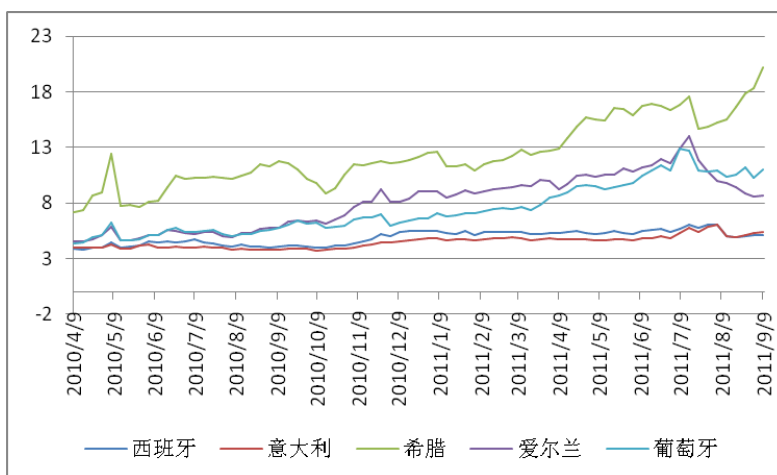
从欧元区国家对于希腊等国家的债务问题的态度上看，仍然是相对积极需求解决途径，并不希望希腊退出欧元区，德国和法国都表示将继续对希腊的资金支持，并将保证希腊继续留在欧元区，而德国总理默克尔的预算发言人也表示一旦希腊违约，德国的大型银行将受到影响。但是在西方主要国家进行援助的同时希腊、意大利等国家仍面临着紧缩政策下削减财政赤字等方面的压力，也导致了部分国内社会情绪的不

满。如：希腊公共部门工会ADEDY周五号召公共部门职员在10月6日举行一次24小时罢工，并表示，将在10月底发起另一次24小时罢工，以反对政府的新紧缩措施。

此外，意大利的紧缩政策也导致了罢工等事件的发生，9月初意大利参议员批准了修改后的紧缩方案，规模甚至超过了最初计划的455亿欧元，最新计划版本节省财政支出和增加税收收入的总规模超过500亿欧元。该项计划中，包括将增值税税率从当前的20%上调至21%，对年收入超过300,000的人征收3%的团结税，上调私营部门女性工作者的退休年龄，自2014年开始，从现在的60岁上调至65岁。新一轮紧缩政策遭到意大利民众示威抗议，数百名示威者14日在罗马国会附近示威，高喊“下台”口号，其后演变成冲突，部分人投掷烟幕弹并四处捣乱，场面犹如“战场”，防暴警察出动，驱散民众远离国会。

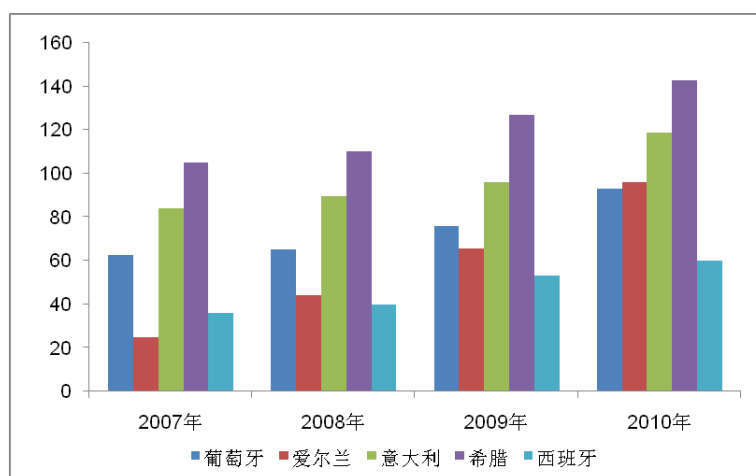
由于欧洲债务问题的影响，欧洲整体的经济增长面临较大压力，而部分问题国家已经陷入紧缩政策缩减赤字、国内经济增速放缓进一步导致偿债能力下降的恶性循环中，欧委会最新的经济预测大幅调低了欧元区在下半年的增长预期，称欧元区经济增长将比上半年做出的预测减少0.5%。

图 5、欧洲问题国家长期国债收益率



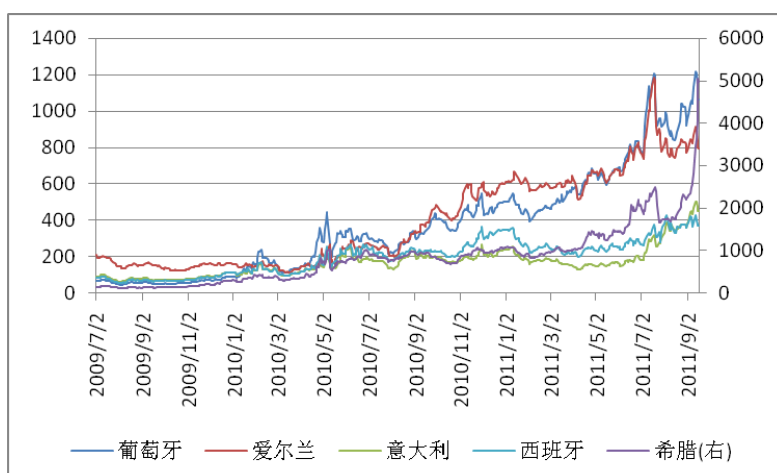
数据来源：BLOOMBERG，东北证券

图 6、欧洲五国债务占 GDP 比重



数据来源：BLOOMBERG，东北证券

图 7、欧洲五国 CDS 走势



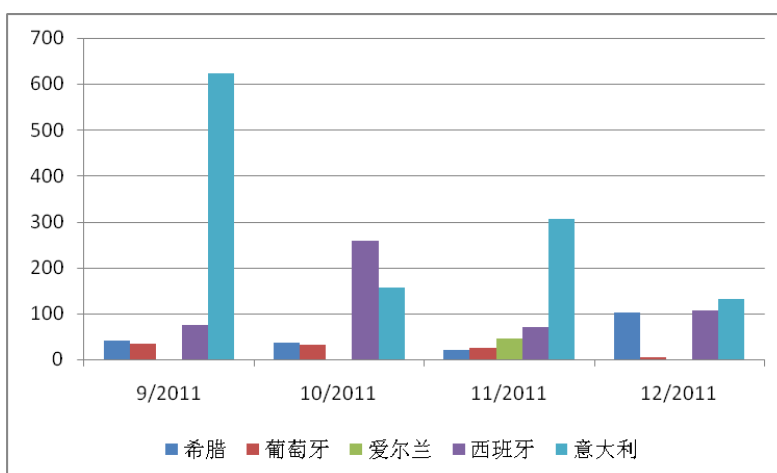
数据来源：BLOOMBERG，东北证券

表 3、欧洲部分国家债务月度到期量

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	各国月份合计
9/2011	41.57	34.96	0	75.79	623.42	775.74
10/2011	36.25	32.75	0	257.36	156.75	483.11
11/2011	20.00	24.92	45.73	69.40	305.11	465.16
12/2011	101.84	4.23	0	106.42	131.14	343.63
合计（亿欧元）	235.91	129.61	45.73	766.33	1,463.17	2,640.75

数据来源：BLOOMBERG，东北证券

图 8、欧洲五国债务分布



数据来源：BLOOMBERG，东北证券

欧洲债务问题的彻底解决仍存在一定不确定性，而且其解决过程或将更为漫长，多个问题国家如想通过自身经济状况的改善解决债务问题更是一个长期过程，欧债问题的影响也将长期存在。短期看，虽然希腊债务绝对规模相对较小，但是由于其经济体总量有限，债务规模占 GDP 比重目前问题是五国中最高的，因此希腊债务问题短期较为突出，而从欧洲债务国家到期债务绝对数量上看，意大利 9 月、11 月债务到期量规模较大，而且意大利自身债务占 GDP 比重也仅次于希腊，因此，在希腊问题之后意大利的风险暴露依然较为严重，并具有更大的市场影响力，此外 10 月西班牙债务到期量仍然较大同样值得关注。

4、本周市场运行展望：低位筑底、近期低点仍面临考验

从上证综指运行情况看，目前处于 2500-2600 点之间的箱体震荡下轨，股指的持续弱势一方面与外围市场动荡，尤其是欧洲债务问题的影响较大，而短期看欧洲债务问题难以得到长期有效解决，而在 9 月和 11 月，意大利债务到期量依然较大，希腊在 9 月与 10 月债务到期量较大，西班牙在 10 月份同样有大量债务到期，因此，欧债问题短期仍存在较大的压力。另一方面，国内的物价因素虽然高位回落的可能性较大，但是农产品批发价格指数仍维持在高位，并且 9 月份仍以上涨为主，上周猪肉价格更是创出年内新高，因此，物价层面的压力仍然不可忽视。由于物价的走势并不明确，在物价未出现明显回落之前，货币紧缩的压力仍将存在，至少并不会出现显著的转向信号。由于目前市场利率尤其是债券以及信贷利率的高位，导致经济层面的资金压力较大，央行也出现连续净投放，但是目前仅在银行间资金市场中有所体现，银行间拆借利率出现回落，而在债券市场以及票据市场中，利率仍维持高位，经济层面中的资金压力并未出现明显的转好迹象，因此，短期市场仍受到资金层面的制约，难有持续性表现，底部区域低位震荡更为现实，而如果受到外围市场的不确定性等扰动因素的影响，不排除股指再次考验近期低点的可能，但外围市场的扰动因素对市场的冲击仍以短期为主。

从投资策略角度看，在市场弱势格局中需要更多的耐心和信心，在投资过程中，由于经济层面的波动相对较小，且存在下行压力，因此，股指在经济层面的支撑力度相对有限，更多关注市场流动性以及估值的角度，注重长期投资机会为主，因此，在当前市场估值下，可以选择逐步介入的策略，而仓位上也不宜过度激进，选择上，一方面关注流动性改善下以及市场回暖中受益品种，如券商、银行等板块，另一方面，关注政策关注度高，符合长期发展需求的领域，如节能减排、种业、水务等板块的长期投资机会。

本周重点关注个股如：中信证券、华夏银行、首创股份、雏鹰农牧、盛运股份、思源电气等。

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。