

2011 年 10 月 17 日

一线阳光穿云出

——市场周报第 34 期

大
势
分
析证
券
研
究
报
告

相关研究

《守得云开见月明——市场周报第 33 期》2011/10/10

《超跌反弹仍有望——市场周报第 32 期》2011/09/26

《冷冷清清——市场周报第 31 期》2011/09/19

《黎明之前——市场周报第 30 期》2011/09/13

《人气恢复待时日——市场周报第 29 期》2011/09/05

《市场可能再受考验——市场周报第 28 期》2011/08/29

《筑底 等待——市场周报第 27 期》2011/08/22

《风雨过后见彩虹——市场周报第 26 期》2011/08/15

《等待企稳——市场周报第 25 期》2011/08/08

证券分析师

李筱璇 A0230511040044
lix@swsresearch.com
(8621)23297818×7280

联系人

周睿 A0230200010407
(8621) 23297818×7308
zhouhui@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要结论：

- 上周上证综指、深成指、沪深 300、中小板综指和创业板综指的涨幅分别为 3.06%、1.42%、2.81%、3.43%和 4.89%。
- “一线阳光穿云出”这句诗表达我们对当前行情的看法最为贴切，三层含义：1) 终见阳光。止跌企稳趋势日益明朗。2) 尚只一线。弱势仍未走出，阶段性反弹而非反转。3) 云未散去。阻力仍大，风险犹存。
- 阶段性见底企稳趋势日益明朗。我们此前一直持相对谨慎观点的逻辑在于，一方面我们认为经济增速明显回落是大概率事件，但市场预期却较高，存在从宏观到微观的预期大幅下调风险，市场会从担忧紧缩/通胀到担忧增长；另一方面，不论国内还是全球，流动性整体呈收紧之势。我们的预期在市场运行的趋势和节奏中得到验证，目前来看这一逻辑的两个方面依然没有根本改变，导致市场弱势的大背景并未扭转；而长期来看市场仍处于 09 年 8 月以来的下降通道中，根本原因是经济和市场的结构性变化，尚不具备反转条件。但是市场对宏观经济和微观盈利的预期已经下降，当然预期下降的猛烈程度超出我们预期（我们之前未曾料到市场在 2500 点下方会运行这么长时间，不过我们发现目前最悲观者多为上半年最乐观者，可能市场的大幅下跌正是反映这部分落差巨大的预期调整），风险在市场预期的不断下调中也已经得到释放。
- 阶段性反弹有望延续，基础是流动性的阶段性改善，向上空间和概率大于向下空间和概率，有可操作性。1) 阶段性反弹的基础是股市流动性的阶段性改善。首先，全球整体流动性进一步趋紧的空间已经不大，稳定局势和刺激经济再度成为各主要国家首要议题，阶段性的政策退出和紧缩已告段落；第二，国内尽管宏观调控基调并未转向，我们不认为会全面放松（原因不在通胀而在调结构），但货币紧缩实质已经暂缓（连续三个月未提准，差别到期未延续，公开市场持续净投放），其累积效应已经体现，首先是银行间资金面的宽松，然后是债券市场的反弹；第三，股市流动性改善构成阶段性反弹基础，其他领域（如高利贷）风险的爆发使得低估值的股市的相对收益风险比上升，如果实体经济不振、房价下行、理财产品受限、物价上涨对货币的消耗减弱，利率的阶段性下行将有利于估值中枢的企稳修复。2) 政策面积积极因素增多，向下不确定性减弱。首先，我们不认为政策会转向放松，也不认为市场还有这个奢望；第二，近期管理层关注点从通胀转向增长和结构转型升级，也确实有定向微调政策出台，可能从更强调总量收紧到更强调有保有压；第三，从资源配置角度，政策倾向于引导资金流向符合结构调整方向的实体经济领域，不过即使新“非公 36 条”细则出台，难有立竿见影之效。3) 反弹的风险，一方面是三季报后盈利预期是否还会下调；另一方面是会有否有大盘股的密集发行。4) 反弹可能有所反复，上方阻力不小，特别是 2550 点一带，关注量能是否配合，但有一定参与价值，首先可关注超跌与低估品种。
- 本周上证指数核心波动区间判断（2400，2550）。

目 录

1

1. A 股市场一周思考 2

1.1 上周市场回顾..... 2

1.2 一周见闻与思考 2

1.3 前三季度回顾与反思 3

1.4 后市展望：2400-2550 8

2. 货币/债券市场概览..... 10

2.1 公开市场 10

2.2 货币市场 11

2.3 利率/信用市场 12

3. 期货市场概览 13

3.1 商品 13

3.2 股指期货 15

4. 周边及海外市场概览 16

4.1 亚洲 16

4.2 美国 17

4.3 欧洲 18

4.4 货币及其它 19

1. A 股市场一周思考

1.1 上周市场回顾

上周上证综指、深成指、沪深 300、中小板综指和创业板综指的涨幅分别为 3.06%、1.42%、2.81%、3.43%和 4.89%。两市成交量 5976.2 亿元，环比放大 19%。

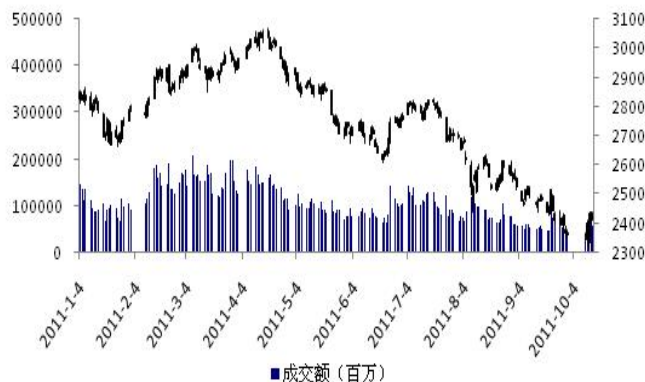
表 1：一周市场特征：探底反弹，量能放大

		周一	周二	周三	周四	周五
当日走势		高开低走	高开低走	低开高走强劲反弹	低开高走延续反弹	先抑后扬
指数点位	上证综指	2344.79	2348.52	2420	2438.79	2431.38
	深证成指	10170.75	10065.47	10425.93	10481.84	10438.26
	沪深300	2557.08	2551.99	2644.76	2662.6	2653.78
日收益率	上证综指	-0.61%	0.16%	3.04%	0.78%	-0.30%
	深证成指	-1.18%	-1.04%	3.58%	0.54%	-0.42%
	沪深300	-0.94%	-0.20%	3.63%	0.67%	-0.33%
成交量	上证综指	399.26	627.74	844.38	821.92	582.76
	深证成指	315.39	496.62	659.2	704.31	524.65
	沪深300	281.5	474.1	628.23	566.31	373.27
行业	领涨	信息服务 0.13% 交通运输 0.02% 医药生物 -0.06%	金融服务 1.61% 交通运输 0.40% 黑色金属 0.39%	金融服务 4.43% 信息服务 3.88% 化工 3.78%	建筑建材 2.08% 电子 1.78% 信息服务 1.62%	金融服务 0.08% 采掘 0.08% 化工 -0.03%
	领跌	房地产 -1.89% 交运设备 -1.62% 商业贸易 -1.54%	采掘 -4.33% 家用电器 -1.66% 信息设备 -1.26%	采掘 2.67% 食品饮料 2.76% 公用事业 2.83%	金融服务 0.01% 采掘 0.43% 纺织服装 0.82%	黑色金属 -1.46% 机械设备 -0.88% 信息设备 -0.87%
	风格	活跃/配股/亏损	配股/活跃/低PB	活跃/中价/新股	高PE/小盘/高PB	活跃/配股/低PE
个股	涨停	4/7：中发科技，浙报传媒	3/5：中成股份，同力水泥	1/4：兰州民百，海通证券	5/5：南京熊猫，迪康药业	9/4：大连电瓷，富临运业
	跌停	7：北纬通信，中百集团	5：世联地产，一汽富维	ST华源 -4.95%	*ST盛润A -5.01%	三泰电子 -9.1%
	重要事件	温家宝：须及时果断做出正确的政策选择； 成品油价下调 新油价机制将择机推出； 央行：通胀压力有所缓解 继续实施稳健货币政策； 制造业PMI连续小幅回升 非制造业PMI反弹； “十一”黄金周消费旺盛； 百城房价指数13个月来首	交通部提出 要全力保障交通基础设施建设； 资源税改革11月起在全国实行； 财政部10月代理招标355亿元地方债； 铁道债利息收入减半征收企业所得税； 汇金入市增持四大行； 1-9月全国城镇保障性安居工程开工率达98%；	李克强指明方向，扩内需调结构 应对复杂多变形势； 佛山限购放松政策被紧急叫停； 温州拟申报金融综合改革试验区； 美国参议院通过人民币汇率法案； 斯洛伐克议会投票反对EFSF扩容方案	国务院确定支持小微企业金融财税措施； 9月出口增长17.1%，进口增长20.9%，贸易顺差145.1亿美元； 商业银行流动性覆盖率不低于100%； 中方对美参议院涉人民币汇率法案作出强烈反应； 十二五水利投资1.8万亿	9月CPI 6.1%； 发改委：积极稳妥推进水价改革； 第110届广交会15日开幕 预计出口额与上届持平； 三季度企业景气良好 企业家信心回落； 9月全国汽车产销总体形势好转； 斯洛伐克议会114票通过

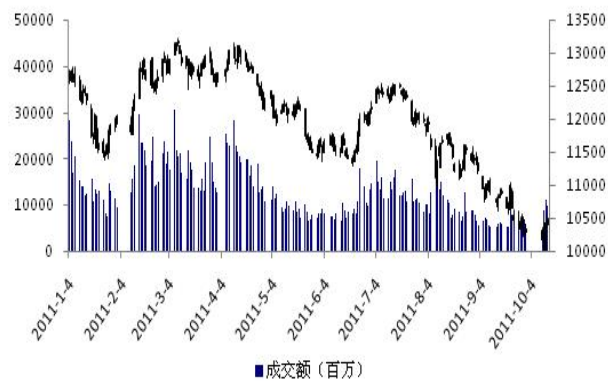
资料来源：申万研究

图 1：上证综指

图 2：深证成指



资料来源: Wind, 申万研究

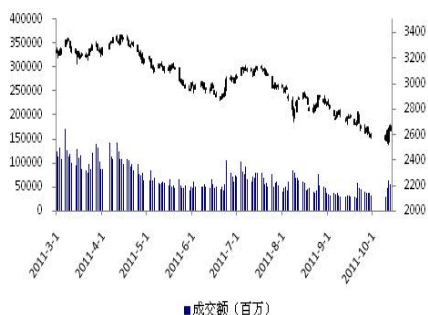


资料来源: Wind, 申万研究

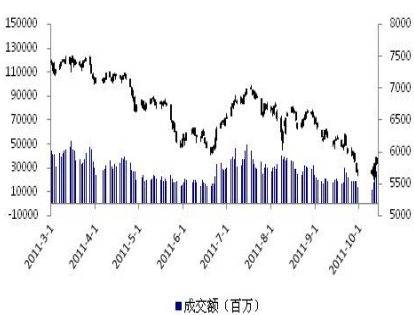
图 3: 沪深 300

图 4: 中小板综指

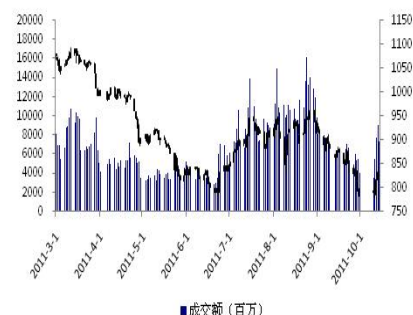
图 5: 创业板综指



资料来源: Wind, 申万研究



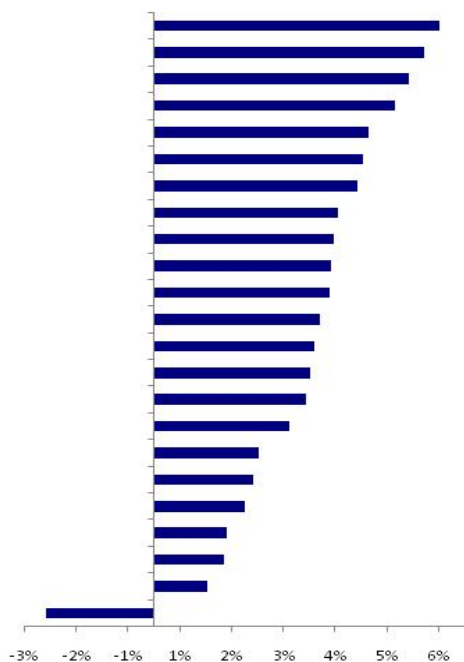
资料来源: Wind, 申万研究



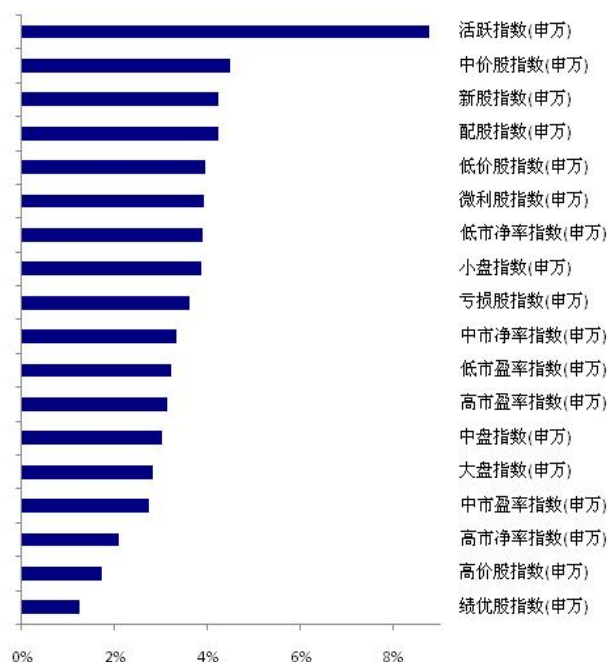
资料来源: Wind, 申万研究

图 6: 申万一级行业指数

图 7: 申万风格指数



金融服务(申万)
建筑建材(申万)
信息服务(申万)
综合(申万)
化工(申万)
交通运输(申万)
电子元器件(申万)
餐饮旅游(申万)
医药生物(申万)
公用事业(申万)
轻工制造(申万)
纺织服装(申万)
机械设备(申万)
有色金属(申万)
农林牧渔(申万)
黑色金属(申万)
商业贸易(申万)
房地产(申万)
家用电器(申万)
交运设备(申万)
信息设备(申万)
食品饮料(申万)
采掘(申万)



活跃指数(申万)
中价股指数(申万)
新股指数(申万)
配股指数(申万)
低价股指数(申万)
微利股指数(申万)
低市净率指数(申万)
小盘指数(申万)
亏损股指数(申万)
中市净率指数(申万)
低市盈率指数(申万)
高市盈率指数(申万)
中盘指数(申万)
大盘指数(申万)
中市净率指数(申万)
高市净率指数(申万)
高价股指数(申万)
绩优股指数(申万)

1.2 一周见闻与思考

增长和转型的高层关注度提升，定向微调在即。1) 10月3日至4日，温家宝赴温州调研，提出四点要求支持中小企业发展，包括认真落实并完善对小微企业贷款的差异化金融监管政策；明确将小微企业作为重点支持对象，支持专为小微企业提供服务的金融机构；加大财税政策对小微企业的支持力度，延长相关税收优惠政策的期限，研究进一步加大政策优惠力度；切实防范金融风险。2) 12日，温家宝主持召开国务院常务会议，研究确定支持小型微型企业发展措施，包括加大对小型微型企业的信贷支持；清理纠正金融服务不合理收费；拓宽小型微型企业融资渠道；细化对小型微型企业金融服务的差异化监管政策；促进小金融机构改革与发展；在规范管理、防范风险的基础上促进民间借贷健康发展。3) 13日至14日，温家宝在出席第110届广交会开幕式期间，就经济形势尤其是当前外贸企业情况进行调研，并与部分外贸企业负责人和行业协会代表座谈。他表示要保持出口政策的基本稳定，稳定政策预期，增强企业信心，使中国经济再上新台阶，强调当前需要重点抓好五项工作。第一，保持出口政策的基本稳定；第二，积极扩大进口；第三，加快转变外贸发展方式；第四，提高利用外资的质量和水平；第五，积极稳妥实施“走出去”战略，鼓励国内企业在境外设加工基地、营销网络和研发中心。另外，温家宝表示“很快就会出台落实关于鼓励和引导民间投资‘36条’的细则”。眼下，高层的重视有望带来政策的“微调”或定向宽松。长远来看，中小企业固然面临原材料和劳动力成本上升、人民币升值、订单下滑、融资困难等等问题，但关键在于转型升级；高利贷是正规金融缺乏资源配置能力的必然产物，金融的进一步市场化改革特别是利率市场化势在必行。

人行货币政策委员会第三季度例会称“通胀压力有所缓解”。会议认为，当前我国经济金融运行正向宏观调控的预期方向发展，但经济金融发展面临的形势依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但面临的风险因素仍然较多；我国经济继续平稳较快发展，通胀压力有所缓解但仍处在高位。会议强调，要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，继续实施好稳健的货币政策，把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，增强调控的针对性、有效性和前瞻性，注意把握好政策的节奏和力度。要综合运用多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量。要着力优化信贷结构，推动产业结构进一步调整，引导金融机构提高金融服务水平，加大对结构调整的信贷支持。要继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求。进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平的基本稳定。关于通胀，7月初货币政策委员会第二季度例会表示“通胀压力仍然处在高位”；8月10日发布的二季度《货币政策执行报告》强调“稳定物价的基础还不牢固，形势并不乐观”。本次会议表示“通胀压力有所缓解”，这是央行第一次作出这样的判断，值得关注。

物价和货币信贷均回落。9 月份 CPI 为 6.1%，比上月回落 0.1 个百分点；M1 增速与 M2 增速分别为 8.9% 和 13%，分别比上月回落 2.3 和 0.5 个百分点；信贷投放为 4700 亿元，低于市场预期。申万宏观认为：9 月份物价继续回落，CPI 和 PPI 已经连续两个月呈现回落格局，在外围经济放缓、国内持续的紧缩调控下，通胀回落的趋势已经确立，四季度物价将继续回落。9 月信贷投放低于预期，M1 与 M2 增速大幅回落，央行遏制突击揽储是重要原因之一。未来宏观政策取决于 CPI 和经济增长的组合，如果通胀回落到 5%（最好是 4%）以下，工业生产出现 2-3 个百分点的跳跃式下跌，政策将放松。而在之前，政策放松的可能性不大。

汇金增持四大行。10 日收市后，中央汇金公司宣布，自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作。当日晚间，四大行披露的信息显示，汇金分别增持了工、农、中、建 A 股 14584024 股、39068339 股、3509673 股、7384369 股，根据 10 日四大行的 A 股收盘价计算，汇金此次共耗资逾 1.97 亿元。次日市场高开低走，再次日则探底后开始反弹。关于汇金增持，我们不去猜测政策意图，即使汇金身份特殊，但从根本上讲，这是一次股东行为。其实 9 月份以来，从央企股东到民企高管，增持数量猛增，9 月有近 70 家上市公司发布了增持公告，累计增持股份数为 4.1 亿股，对应市值达到 28 亿元，而在 8 月份，这一组数字为 1.1 亿股和 13.3 亿元，7 月份则是约 1.8 亿股和 20.9 亿元，而 10 月以来获增持的上市公司已超过 25 家。因此我们认为，汇金增持是市场见底的结果而非原因。

G20 财长和央行行长会议闭幕。二十国集团财长和央行行长会议 14 日至 15 日在巴黎举行，讨论全球经济金融形势、二十国集团“强劲、可持续、平衡增长框架”、国际货币体系改革、大宗商品和能源以及金融监管等问题。会后发表了联合声明。会议认为，目前全球经济面临的下行风险增大，二十国集团各方应采取果断应对措施恢复市场信心，保持银行体系和金融市场稳定，促进经济复苏与增长。会议对欧元区近期为应对欧债危机所采取的一系列措施表示欢迎，并期待将于 10 月 23 日召开的欧盟首脑会议取得积极成果。

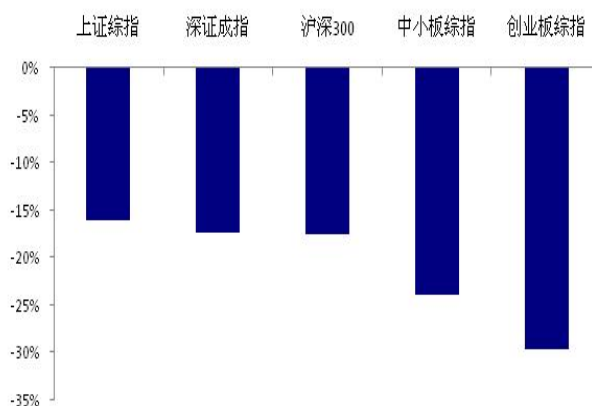
1.3 前三季度回顾与反思

2011 年 前三季度 A 股市场简要回顾：

图 10：前三季度各指数走势（2010 年 12 月 31 日为基期） 图 11：前三季度各指数涨跌幅

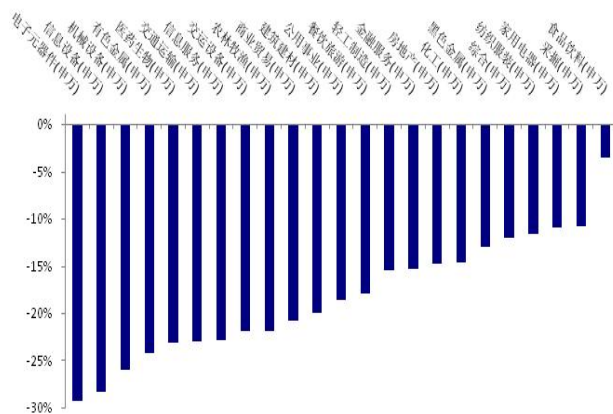


资料来源: Wind, 申万研究



资料来源: Wind, 申万研究

图 12: 行业: 仅食品饮料较为抗跌



资料来源: Wind, 申万研究

图 13: 风格: 中盘最差



资料来源: Wind, 申万研究

前三季度周报回顾与反思:

“市场周报”自今年春节后开始,其实我们想要做的并非每周去拍一个波动区间,而是提供一个解读与判断市场的视角和逻辑,而这个视角和逻辑是可以跟踪、检验、批判和修正的。

我们的基本关注点是两个:经济(盈利)和经济(盈利)预期差;流动性。此外是突发性事件因素和市场情绪,以及技术面因素。

表 2: 市场周报主要观点回顾

日期	题目	前周点位(收/高/低)	主要观点
2011-2-28	延续震荡	2878/2944/2839	中期维持谨慎, 向下空间和概率可能大于向

2011-3-7	已经云开雾散了吗	2942/2944/2861	上空间和概率 短期向上谨慎试探，仍有反复；风险和隐忧并未云开雾散
2011-3-28	今朝有酒今朝醉	2977/2985/2884	资金宽裕，再试三千，今朝有酒今朝醉。预期不降，风险未消，明日愁来明日愁
2011-4-11	轮动机会多，防冲高回落	3022/3031/2963	板块轮动下机会增多，警惕冲高回落；上行阻力犹存
2011-5-16	无量反弹难持续，调整仍是主基调	2871/2897/2832	缺乏持续向上动力，调整压力依然存在
2011-6-13	震荡筑底仍需时日	2705/2754/2672	我们之前所担忧的调整压力正在兑现，风险尚未释放完毕，筑底仍需时日
2011-6-20	等待戈多	2642/2735/2641	希望在哪里？当预期和情绪已不能更低，当流动性些许回升时，也许市场会迎来转机
2011-6-27	延续技术反弹仍可期	2746/2759/2610	短线阶段性反弹仍可期，但尚不具备反转条件，冲高后可能震荡回调
2011-7-11	不以物喜	2797/2826/2770	仍在阶段性反弹中，但市场情绪已较高，短期内不应期望过高
2011-7-18	有望上试半年线	2820/2821/2752	预期改善有望推升市场情绪；技术反弹动力犹存，但阻力较大，量能支撑仍是关键
2011-8-8	等待企稳	2626/2712/2605	尽管企稳尚待时日，但市场预期已经大幅降低，2600 点下方我们并不过分悲观
2011-8-15	风雨过后见彩虹	2593/2614/2437	市场仍在弱势之中，但已处底部区域，不必过分悲观，可适当积极一点；弱势中向下风险大于向上风险，暂未到全面做多时机，不宜过分乐观
2011-10-10	守得云开见月明	2359/2441/2348	向上空间和概率大于向下空间和概率，市场底部不必过分悲观；节日期间信息偏正面，有阶段性反弹可能，但压力仍重

资料来源：申万研究

三月份 2950 点上方我们感到不安并趋于谨慎主要来自于对市场的经济和盈利预期下调的担忧和流动性紧缩风险。

➤ 经济和经济预期差方面，我们认为：1）（2 月 28 日）通胀形势仍难言乐观，短期控制通胀的政策紧缩和中长期经济结构调整与转型可能带来经济增速下滑，引发市场担忧。2）（3 月 7 日）PMI 的连续三个月下滑和 FPI、PPI 的持续走高值得关注，也许我们会在一季报中看到中游的压力。3）（3 月 28 日）去年以来政策的逐步紧缩已经在经济增速下滑中得到体现；紧缩的方向和力度并未改变，紧缩效应还将体现。4）（3 月 28 日）中央政府和传统增长主力的东部地方政府均已下调经济预期，但市场的预期尚未下调，风险在于，要么各级政府重回粗放增长的老路，要么市场将预期降至经济转型对应的合理增速。5）（4 月 3 日）经济增速放缓是主动调控的结果，由于政策时滞，即使紧缩终止，其效应仍将继续体现。6）（5 月 15 日）调控未趋缓，担忧在强化。紧缩针对通胀，而施于经济，时滞效应终要显现，因此我们前期多次提

到当宏观数据逐步验证时，市场关注点将从紧缩（或者通胀）逐步转向增长；而增长明显放缓时调控步伐仍不放松又加剧了市场的担忧。我们认为，通胀可控，但长期通胀水平可能已经提升；增长无忧，但潜在经济增速可能已经下降，增速降低有利于结构调整和经济转型，但转型的风险很大，阵痛恐难避免，市场的担忧不无道理，从经济增速看预期仍有可能下调。

➤ 流动性方面，我们认为：1）（2月28日）**资本成本的上升将对市场估值构成制约**。一方面，继土地和劳动力成本上升后，资金成本进入新一轮上升周期，传统经济增长模式面临的挑战进一步加剧，而转型非一日之功，企业盈利环境不容乐观，转型阵痛恐难避免，盈利预期有下修风险；另一方面，新兴市场国家的通胀压力尚未得到有效控制，并有向发达国家蔓延之势，本轮通胀的背景并非需求的强劲复苏，而是始于全球性货币宽松和竞相对外贬值，过度宽松后的回收是大势所趋，资本成本上升的另一面是风险回报率的提升，对风险资产的估值形成压力。（5月15日）另外，随着市场供应的扩大（全流通和新股发行）和其他投资渠道（银行理财、贵金属、艺术品、PE/VC、新三板等）的拓宽，A股估值中枢本身应该在下移中。2）（3月28日）实体经济和资本市场的流动性配置。加大投资总会带来实体经济对流动性的需求上升，一则今年整体流动性从紧（当然有外汇占款不确定因素的冲击）；二则信贷从紧，央行转而强调社会融资总量，推动直接融资，社会整体的杠杆率将下降；三则一部分货币还将表现为成本（工资、原材料等）和物价的上涨。目前民间投资意愿不足，企业融资已很困难，如果经济回升，投资启动，流动性向实体经济配置，资本市场可能承压。3）（5月15日）流动性短期有波动，但在趋势性回落中。两个风险点：一方面，欧美政策退出风险，分别始于09年3月和10年10月的美联储两轮量化宽松对A股市场也构成了直接或间接推动，如果6月底如期结束，需要密切观察国际资本流动对A股的影响；另一方面，固定资产投资的资金来源中自筹占比继续提升，整个体系杠杆率下降，如果新项目投资启动，经济回升，流动性向实体经济配置，资本市场可能承压。

图 13：市场情绪继续走低



图 14：上周市场资金继续净流出



八月份 2600 点下方, 特别是 2437 低点之后我们不再悲观的理由: 市场预期已经下降; 货币紧缩暂缓。

➤ 主要逻辑: 1) (8 月 15 日) 一方面, 市场对宏观经济和微观盈利的预期已经下降, 在多次暴跌股指屡下台阶中风险有一定程度的释放; 另一方面, 从国内国际来看, 整体流动性进一步趋紧的空间已经不大, 经济形势也可能会倒逼政策出现一定趋缓, 比如中国连续两月未提准, 美联储称维持低息至 2013 年, 当然即使流动性有所宽松, 其对股市的作用还需要观察, 我们之前多次提到尽管估值低, 但因无风险利率的抬高和风险偏好的下降, 股市相对于其他投资渠道的收益率仍缺少吸引力。因此, 我们认为, 预期恶化的风险已经得到较大程度的释放, 但目前也无预期好转动力, 筑底阶段可能需要一个过程。2) (9 月 13 日) 通胀和流动性可能都在渐渐走过拐点, 当然这还只是猜测, 需要等待信号确认。3) (8 月 15 日) 既然是弱势, 向下风险大于向上风险。首先, 经济大环境向弱的背景下, 构成利空的突发性事件发生的概率较大; 第二, 市场弱势之中, 投资者对利空更为敏感, 不论高铁事故还是债务危机, 市场在负面解读中情绪反映会比较大, 因此向下的突发事件导致市场屡屡下台阶, 且幅度超出预期。

➤ 反思: 八月份以来我们对市场走势的判断偏差较大, 市场下跌的幅度超出我们预期, 之前未曾料到市场在 2500 点下方会运行这么长时间, 反思下来我们觉得失误包括但不限于: 1) 对财报后盈利预测的大幅下调估计不足。我们以为经历一季报后, 盈利预测的调整会更为迅速和到位, 但财报完全公布后自上而下的下调幅度甚至大于一季报。2) 对外围局势恶化估计不足。不论美国评级下调还是欧债危机, 都不是突发性的“黑天鹅”事件, 本应在预期之中。3) 对市场情绪恶化的低估。不过发现目前最悲观者多为上半年最乐观者, 可能市场的大幅下跌正是反映这部分落差巨大的预期调整。

十月份趋向乐观, 向上空间和概率大于向下空间和概率, 有望形成阶段性反弹。止跌企稳的基础是市场预期已经下降到悲观, 继续下调空间不大; 阶段性反弹的基础来自流动性的阶段性改善; 助推反弹的动力是可能的预期改善; 风险是三季度后盈利预测下调和大盘股密集 IPO。

➤ 关于经济和流动性的大逻辑: 一方面经济潜在增速正在或已经下降, 未来的关键词是转型而不是增长; 另一方面过度宽松的货币条件难再现, 长期资本成本可能进入抬升期, 制约股票估值。经济和市场的结构性变化是 09 年 8 月以来市场处于持续下降通道的根本原因, 尚不具备反转条件。

➤ 阶段性反弹的基础是股市流动性的阶段性改善。首先, 全球整体流动性进一步趋紧的空间已经不大, 稳定局势和刺激经济再度成为各主要国家首要议题, 尽管

不会有前两年的过度泛滥，但从发达国家的再度量宽松到新兴市场的纷纷降息，至少阶段性的政策退出和紧缩已告段落；其次，国内尽管宏观调控基调并未转向，我们不认为会全面放松（原因不在通胀而在调结构），但货币紧缩实质已经暂缓（连续三个月未提准，差别到期未延续，公开市场持续净投放），其累积效应已经体现，首先是银行间资金面的宽松，然后是债券市场的反弹；第三，股市流动性改善构成阶段性反弹基础，其他领域（如高利贷）风险的爆发使得低估值的股市的相对收益风险比上升，如果实体投资不振（我们之前的一个担忧是下半年投资增速会上来，实体经济流动性需求上升，目前来看需要修正，实体经济投资意愿仍在减弱）、房价下行、理财产品受限、物价上涨对货币的消耗减弱，利率的阶段性下行将有利于估值中枢的企稳修复。

➤ 关于政策，我们认为积极因素增多，向下不确定性减弱。首先，我们不认为政策会转向放松，也不认为市场还有这个奢望；第二，近期管理层关注点从通胀转向增长和结构转型升级，也确实有定向微调政策出台，可能从更强调总量收紧到更强调有保有压；第三，从资源配置角度，政策倾向于引导资金流向符合结构调整方向的实体经济领域，不过即使新“非公 36 条”细则出台，因期待过久热情已经下降，民营企业经营环境困难，因此难有立竿见影之效。

➤ 反弹的风险，一方面是三季报后盈利预期是否还会下调（但即使下调，其猛烈程度将弱于中报后）；另一方面是会有大盘股的密集发行。

1.4 后市展望：2400-2550

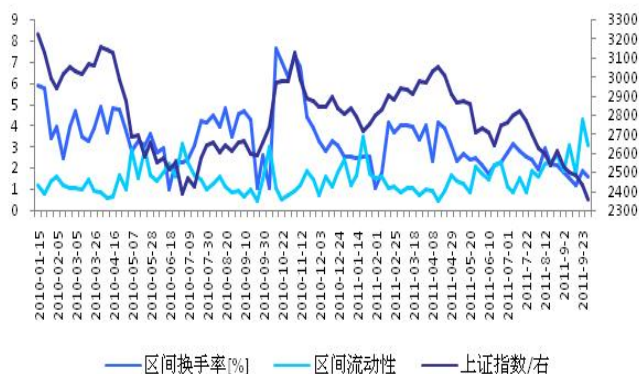
上周上证指数波动区间为 2318.63-2439.64，日收盘波动区间为 2344.79-2438.79，略低于我们 2350-2500 的预期。

“一线阳光穿云出”这句诗表达我们对当前行情的看法最为贴切，三层含义：1) 终见阳光，止跌企稳趋势日益明朗。2) 尚只一线，弱势仍未走出，阶段性反弹而非反转。3) 云未散去，阻力仍大，风险犹存。

阶段性见底企稳趋势日益明朗。我们此前一直持相对谨慎观点的逻辑在于，一方面我们认为经济增速明显回落是大概率事件，但市场预期却较高，存在从宏观到微观的预期大幅下调风险，市场会从担忧紧缩/通胀到担忧增长；另一方面，不论国内还是全球，流动性整体呈收紧之势。我们的预期在市场运行的趋势和节奏中得到验证，目前来看这一逻辑的两个方面依然没有根本改变，导致市场弱势的大背景并未扭转；而长期来看市场仍处于 09 年 8 月以来的下降通道中，根本原因是经济和市场的结构性变化，尚不具备反转条件。但是市场对宏观经济和微观盈利的预期已经下降，当然预期下降的猛烈程度超出我们预期（我们之前未曾料到市场在 2500 点下方会运行这

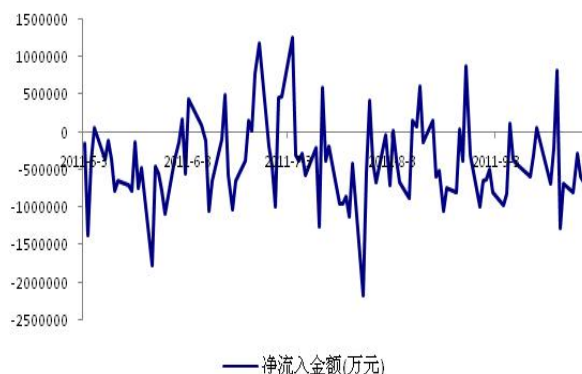
么长时间,不过我们发现目前最悲观者多为上半年最乐观者,可能市场的大幅下跌正是反映这部分落差巨大的预期调整),风险在市场预期的不断下调中也已经得到释放。

图 13: 市场情绪继续走低



资料来源: Wind, 申万研究

图 14: 上周市场资金继续净流出



资料来源: Wind, 申万研究

阶段性反弹有望延续，基础是流动性的阶段性改善，向上空间和概率大于向下空间和概率，有可操作性。1) 阶段性反弹的基础是股市流动性的阶段性改善。首先，全球整体流动性进一步趋紧的空间已经不大，稳定局势和刺激经济再度成为各主要国家首要议题，尽管不会有前两年的过度泛滥，但从发达国家的再度量宽松到新兴市场的纷纷降息，至少阶段性的政策退出和紧缩已告段落；第二，国内尽管宏观调控基调并未转向，我们不认为会全面放松（原因不在通胀而在调结构），但货币紧缩实质已经暂缓（连续三个月未提准，差别到期未延续，公开市场持续净投放），其累积效应已经体现，首先是银行间资金面的宽松，然后是债券市场的反弹；第三，股市流动性改善构成阶段性反弹基础，其他领域（如高利贷）风险的爆发使得低估值的股市的相对收益风险比上升，如果实体投资不振、房价下行、理财产品受限、物价上涨对货币的消耗减弱，利率的阶段性下行将有利于估值中枢的企稳修复。2) 政策面积积极因素增多，向下不确定性减弱。首先，我们不认为政策会转向放松，也不认为市场还有这个奢望；第二，近期管理层关注点从通胀转向增长和结构转型升级，也确实有定向微调政策出台，可能从更强调总量收紧到更强调有保有压；第三，从资源配置角度，政策倾向于引导资金流向符合结构调整方向的实体经济领域，不过即使新“非公 36 条”细则出台，难有立竿见影之效。3) 反弹的风险，一方面是季报后盈利预期是否还会下调（但即使下调，其猛烈程度将弱于中报后）；另一方面是会有否有大盘股的密集发行。4) 反弹可能有所反复，上方阻力不小，特别是 2550 点一带，关注量能是否配合，但有一定参与价值，首先可关注超跌与低估品种。均线系统的空头排列构成重重阻力，上周周四五勉强站上 20 日均线，其突破有效性还有待确认，再上方的阻力是 30 日均线及 2550 点。

本周关注：9 月份及三季度经济数据及预期变动，广交会，上市公司三季报，十二五规划，外围市场，公开市场与资金利率

2. 货币/债券市场概览

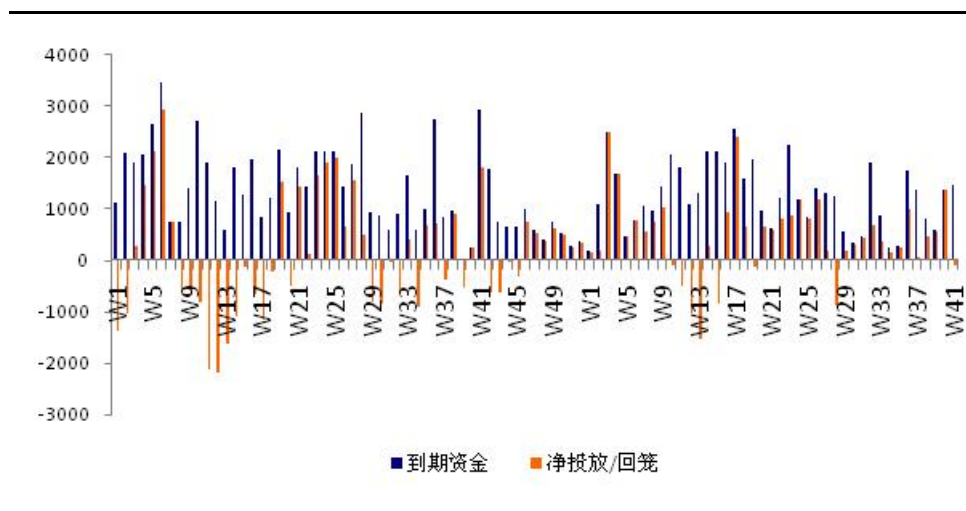
2.1 公开市场

表 3：上周公开市场操作

日期	品种	期限	规模/亿元	利率/%	利率变动/bp
2011-10-11	央票	1 年	100	3.584	0.00
2011-10-11	正回购	7 天	500	2.7	0.00
2011-10-11	正回购	28 天	400	2.8	0.00
2011-10-13	央票	3 月	70	3.1618	0.00
2011-10-13	央票	3 年	200	3.97	0.00
2011-10-13	正回购	91 天	300	3.16	0.00

资料来源：人民银行，申万研究

图 13：净投放 550 亿（亿元/周）



资料来源：人民银行，申万研究

图 14：1 年期央票收益率（%）

图 15：3 月期央票收益率（%）



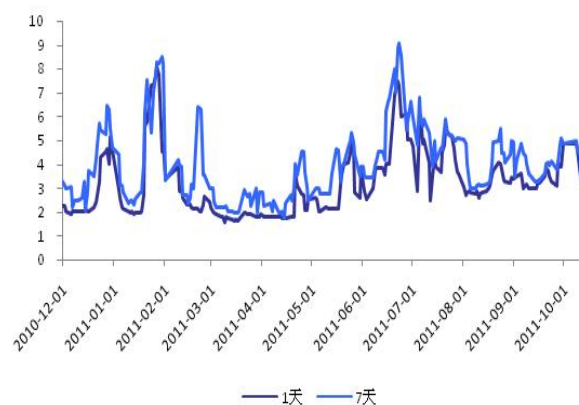
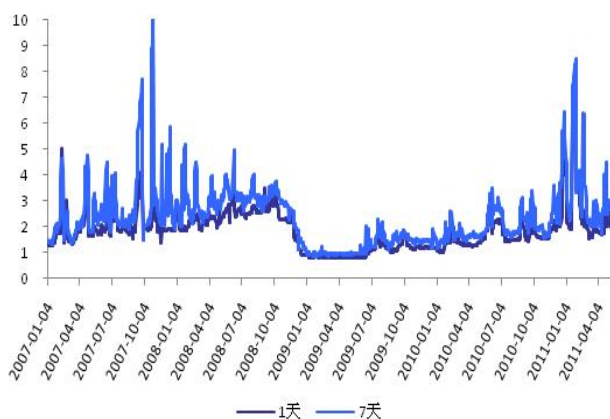
资料来源：Wind，申万研究



资料来源：Wind，申万研究

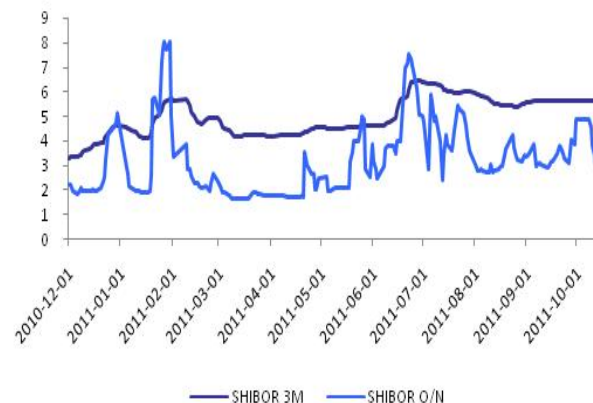
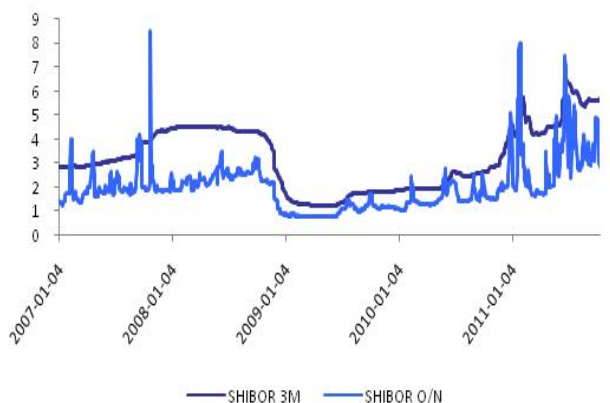
2.2 货币市场

图 16：银行间质押式回购利率（%）



资料来源：Wind，申万研究

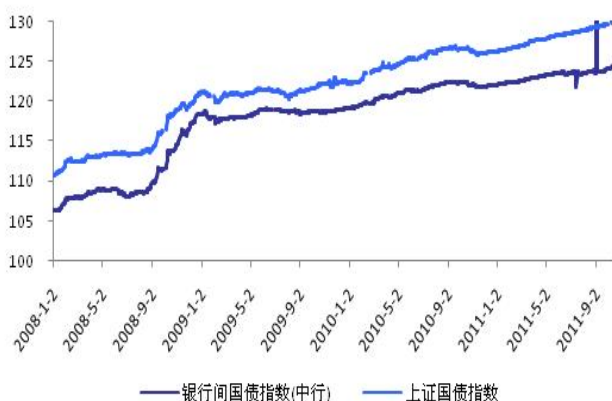
图 17：SHIBOR（%）



资料来源: Wind, 申万研究

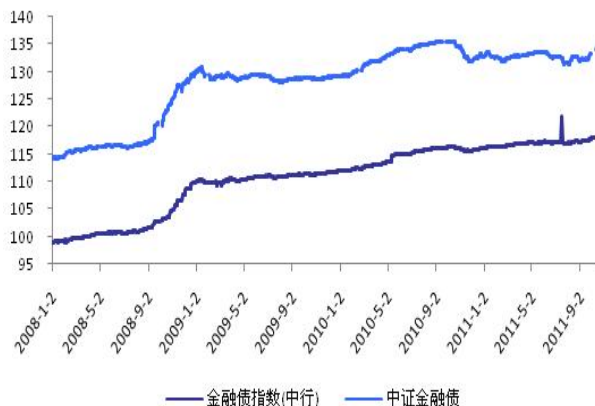
2.3 利率/信用市场

图 18: 国债指数



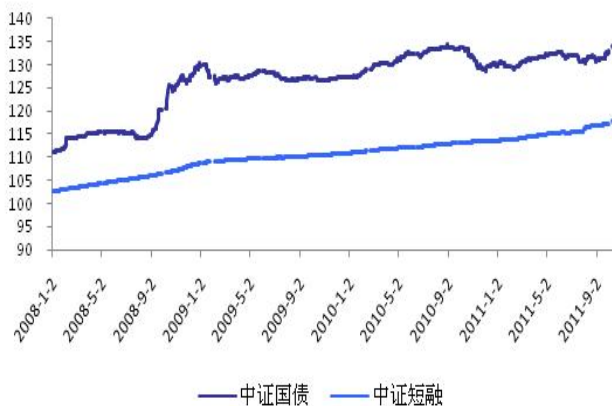
资料来源: Wind, 申万研究

图 19: 金融债指数



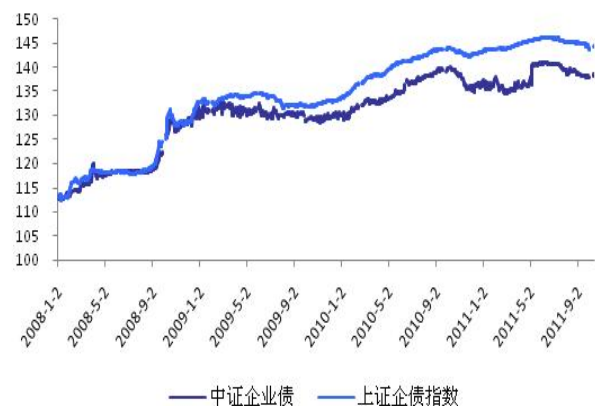
资料来源: Wind, 申万研究

图 20: 中证国债与短融指数



资料来源: Wind, 申万研究

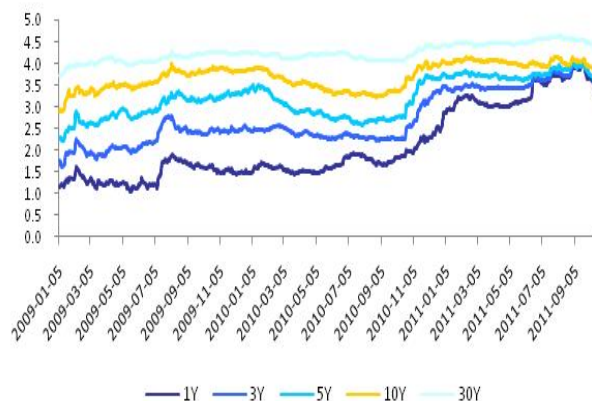
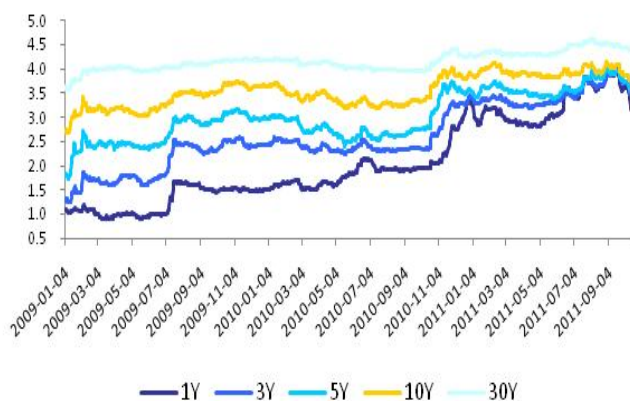
图 21: 企债指数



资料来源: Wind, 申万研究

图 22: 银行间国债收益率曲线 (%)

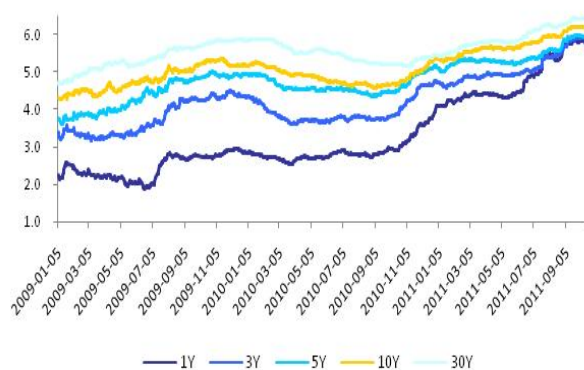
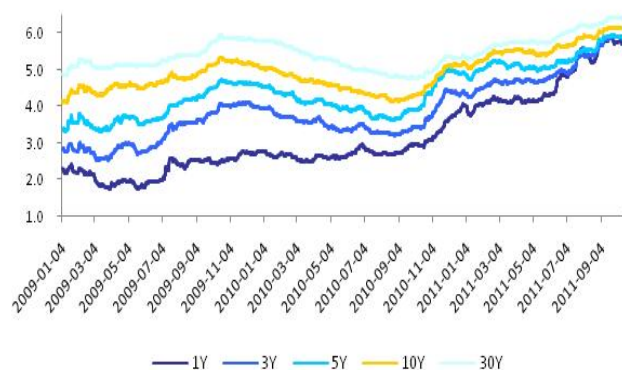
图 23: 交易所国债收益率曲线 (%)



资料来源: Wind, 中国债券信息网, 申万研究

图 24: 银行间固定利率企业债收益率曲线 (AAA) (%)

图 25: 交易所固定利率企业债收益率曲线 (AAA) (%)



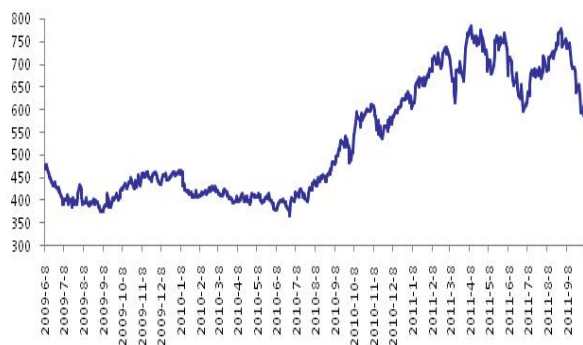
资料来源: Wind, 中国债券信息网, 申万研究

3. 期货市场概览

3.1 商品

图 26: 芝加哥玉米期货 (美分/蒲式耳)

图 27: 芝加哥小麦期货 (美分/蒲式耳)



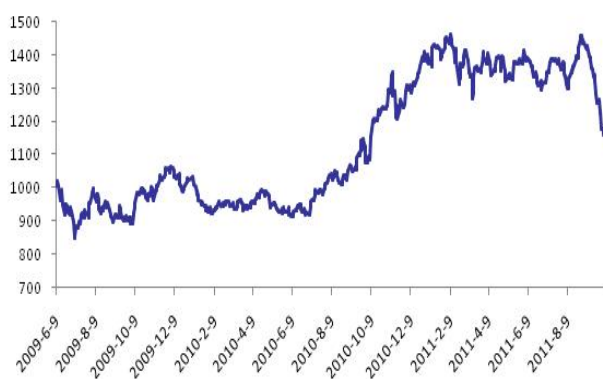
资料来源: Bloomberg, 申万研究



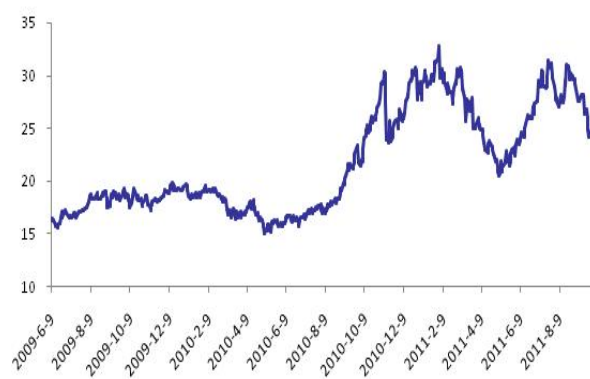
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 28: 芝加哥大豆期货 (美分/蒲式耳)

图 29: 纽约 11 号期糖 (美分/磅)



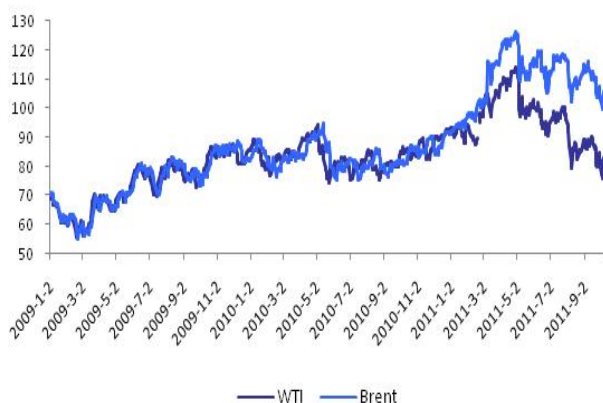
资料来源: Bloomberg, 申万研究



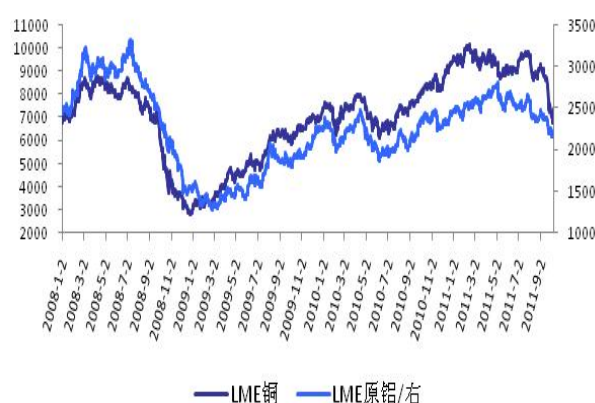
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 30: 原油期货价格 (美元/桶)

图 31: LME 基本金属期货: 铜、铝 (美元/吨)



资料来源: Bloomberg, 申万研究



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: LME 基本金属期货: 铅、锌 (美元/吨)



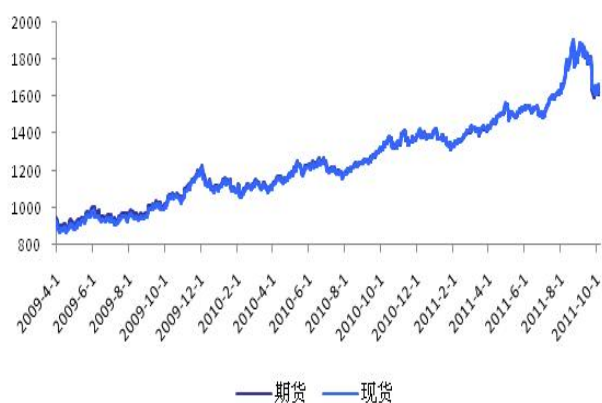
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 33: LME 基本金属期货: 镍、锡 (美元/吨)



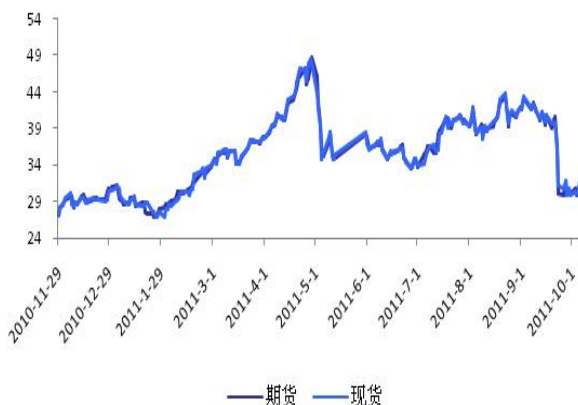
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 34: COMEX 黄金 (美元/盎司)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 35: COMEX 白银 (美元/盎司)

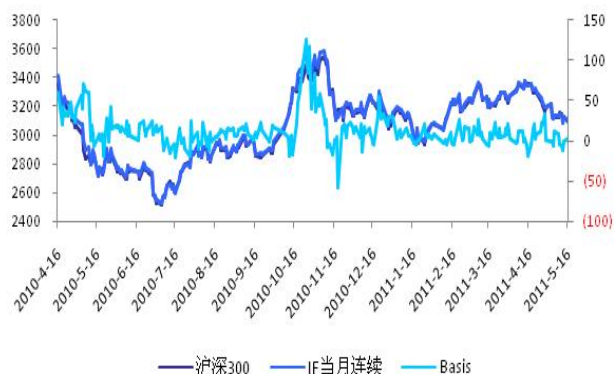


资料来源: Bloomberg, 申万研究

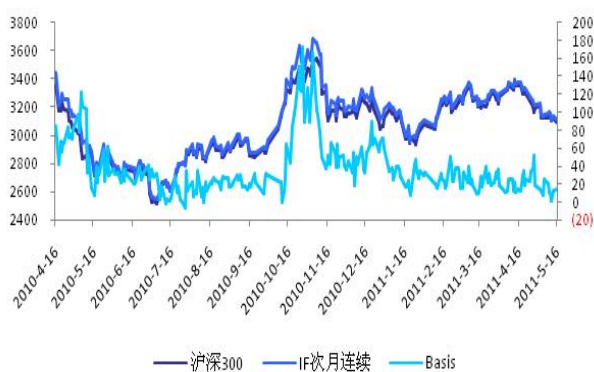
3.2 股指期货

图 36: 股指期货当月连续

图 37: 股指期货次月连续



资料来源: Wind, 申万研究



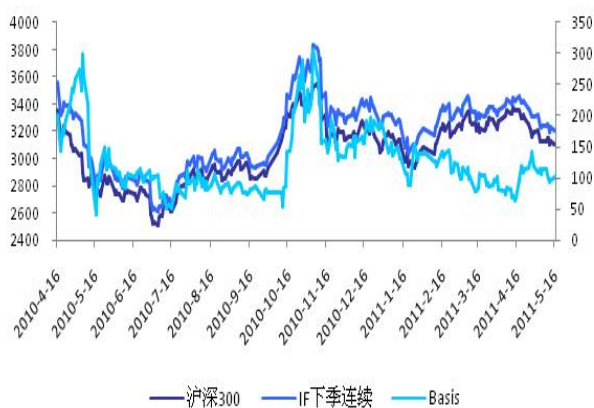
资料来源: Wind, 申万研究

图 38: 股指期货当季连续

图 39: 股指期货下季连续



资料来源: Wind, 申万研究



资料来源: Wind, 申万研究

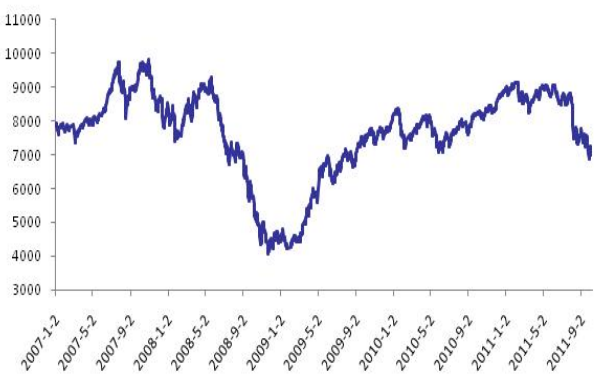
4. 周边及海外市场概览

4.1 亚洲

图 40: 恒生指数



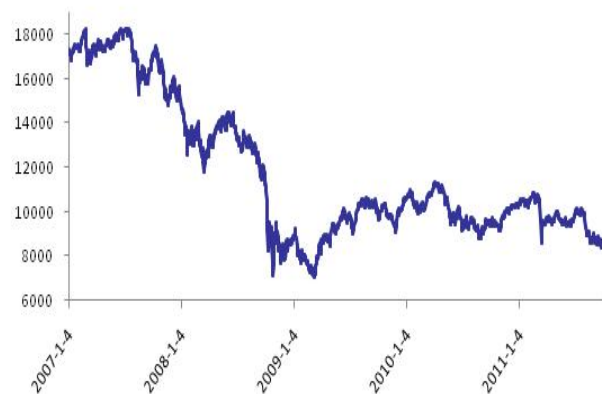
图 41: 台湾加权指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

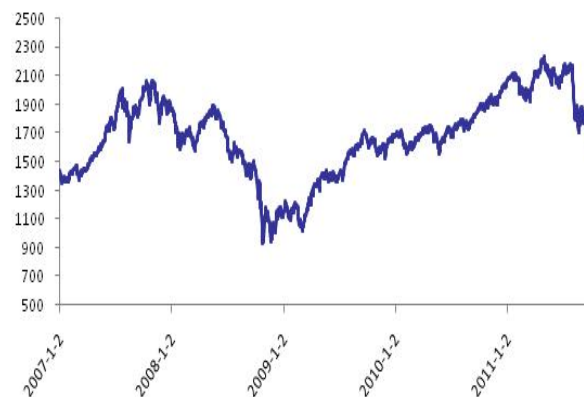
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 42: 日经 225 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

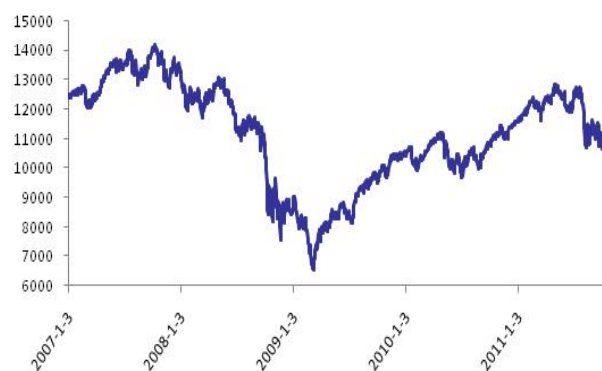
图 43: 韩国综合指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

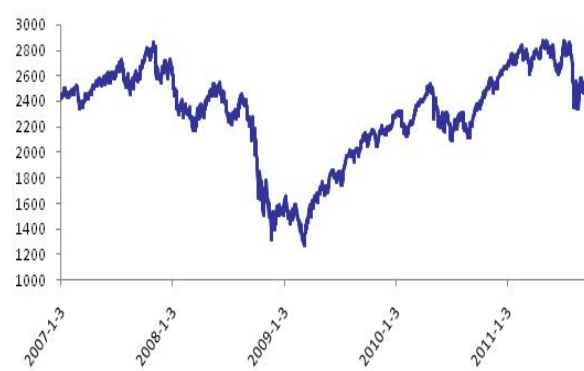
4.2 美国

图 44: 道琼斯工业平均指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

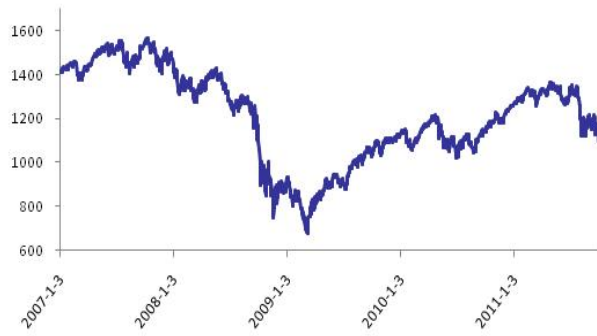
图 45: 纳斯达克综合指数



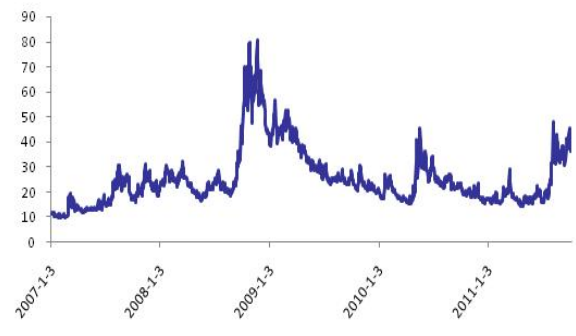
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 46: 标普 500 指数

图 47: VIX 指数

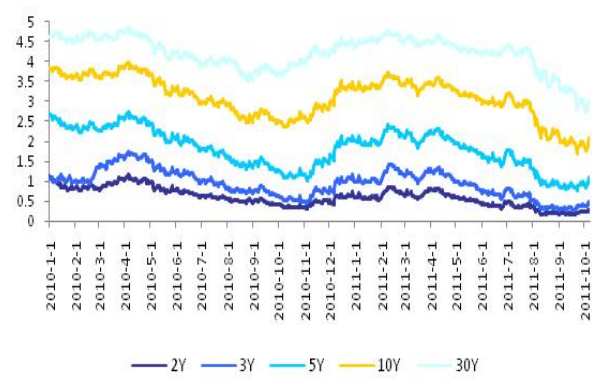
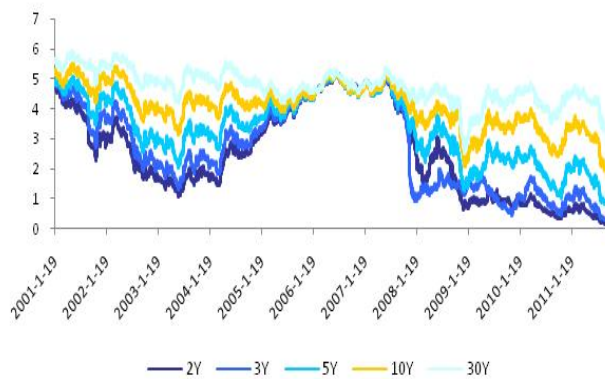


资料来源: Bloomberg, 申万研究



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 48: 国债收益率曲线 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

4.3 欧洲

图 49: 英国 FTSE100 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 50: 德国 DAX 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

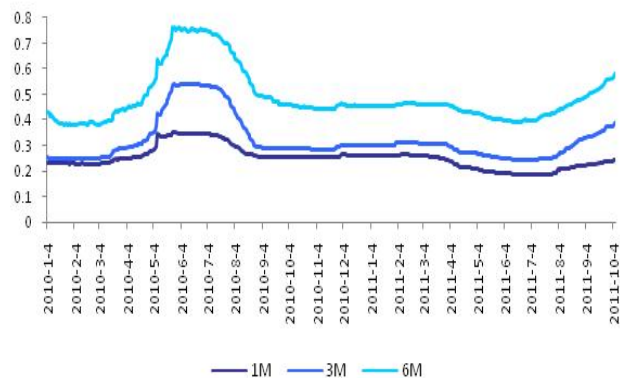
图 51: 法国 CAC40 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

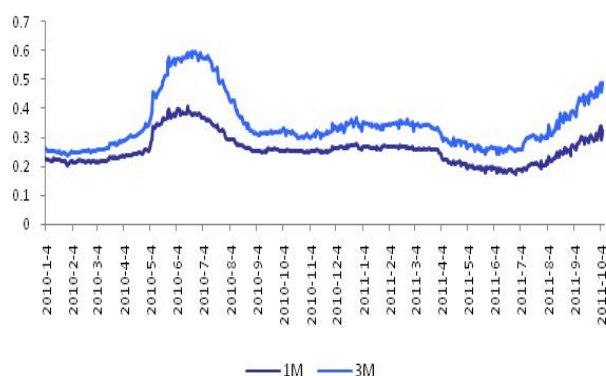
4.4 货币及其它

图 52: LIBOR: 美元 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

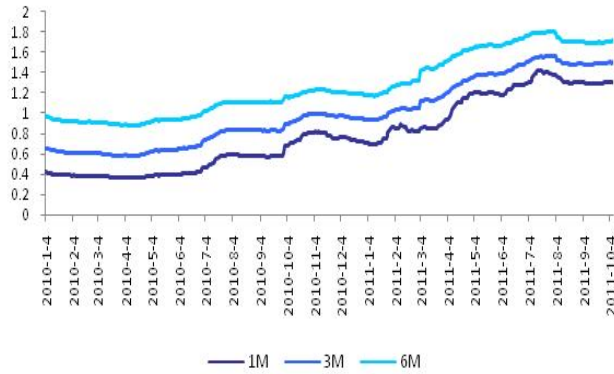
图 53: NYFR (%)



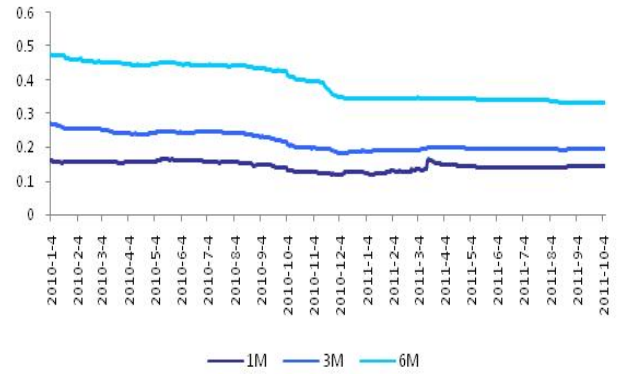
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 54: LIBOR: 欧元 (%)

图 55: LIBOR: 日元 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万研究



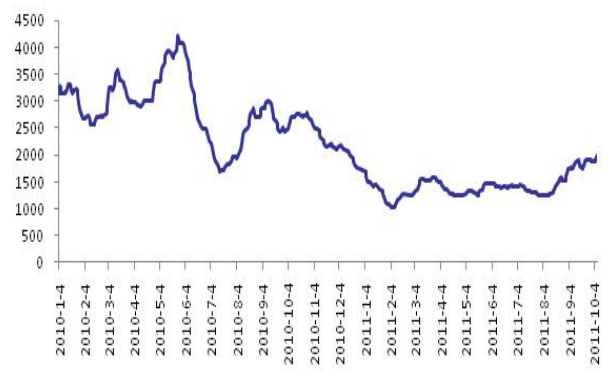
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 56: 美元指数

图 57: BDI



资料来源: Bloomberg, 申万研究



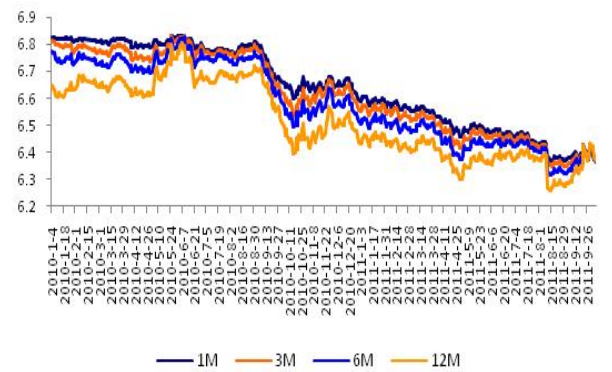
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 58: 人民币中间价

图 59: 人民币 NDF



资料来源: Bloomberg, 申万研究



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 60: 欧元兑美元

图 61: 英镑兑美元



资料来源: Bloomberg, 申万研究



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 62: 美元兑日元



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 63: 澳元兑美元



资料来源: Bloomberg, 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李筱璇：股票市场趋势。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。