

研发部

程毅敏

SAC 执业证书编号：S1340511010001

联系人：策略研究小组

联系电话：010-68858130

Email: chengyimin@cnpsc.com

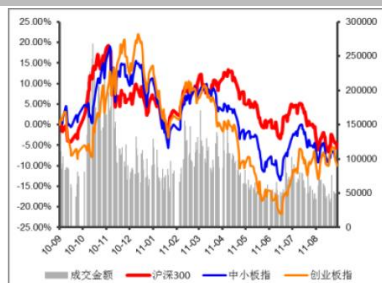
固定仓位情况

30%

交易仓位情况

20%

主要股指走势图



等待下一次流动性的改善

——估值提振动力不足

摘要：

- **预计上证综合指数本周波动空间位于 2350-2550 点区域。**由于本周将公布汇丰 PMI 数据，投资人关注焦点更多的落于国内。流动性的局部改善更多的是提高市场弹性，由主要经济数据分项可以窥视行业的估值提升尚缺乏动力，预计 4 季度以二产为代表的行业增速将继续稳步回落。
- **美欧主要股指继续大幅波动。**美国方面继续报出改善的经济数据如：申请失业救济人数下降，疲弱的美国就业市场形势正继续改善。而美国 10 月份新屋开工数降幅小于预期，长期以来处于低迷当中的住房市场趋于企稳。但投资者仍然对欧洲的债务谈判问题表示担忧。而美元指数截至上周末报收至 78.03 美元，一周上涨 2.38%。波罗的海指数周报收 1895 点，周上涨 3.27%。BDI 指数延续上周反弹，部分企业回补库存拉动干散指数，而入冬直接拉动石油需求从而带动油运指数。
- **供需四季度面临继续回落。**首先，工业增速稳步回落但仍处于 13 上方，就分项来看发电量同比延续下降其中暗示供需均出现明显回落。其次，顺差小幅扩大难掩进出口双双回落，就往年同期比较进出口回落的时间显著前移，表现在服装、玩具等行业则出现旺季不旺的局面。最后，治理通胀的过程会使得经济增速进一步趋冷，行业估值遭遇压力。基于总供需继续回落的环境，我们因能源价格重回高位调低能源消费预期。故本周我们显著下调固定仓位至 30% 的判断。
- **流动性局部改善有限。**1、在经过了流动性逐级改善后市场弹性局部增强，但观察近月新增信贷数据放大未能使得 MI 数值改善，侧面反映流动局部改善有限。2、年内存准重置概率较小，对市场边际改善有限。3、随着治理通胀效果显现，经济增速伴随继续下降，市场预期利率重置，但考虑到实际负利率长时间伴随，预计利率重置落于明年。
- **市场弹性跟随流动性预期变化。**1、流动性继续改善预期出现分化导致资金面分化，市场虽预期资金面在年底前还会松动，但在下一次松动到来前主动回避。2、上周市场快速下行更多的是年底前部分参与机构锁定收益，资金的获利了结造成市场弹性降低。3、市场预期年内降息、降准概率不大，投资者趋于谨慎。由此，我们下调交易型资金的比例为 20% 的判断。
- **近期国内 A 股市场再度经历调整的考验。**我们认为核心问题是估值层面无法显著提供动力所致，而流动性的局部改善更多是为市场注入弹性。在经济整体呈现调整的背景下，能源价格的持续高位运行将导致需求进一步回落。对于投资者的建议是：配置安全边际高的行业。

目 录

一、美欧主要股指继续大幅波动	4
二、供需四季度面临继续回落	7
三、流动性局部改善有限	8
四、市场弹性跟随流动性预期变化	10
五、投资策略	11

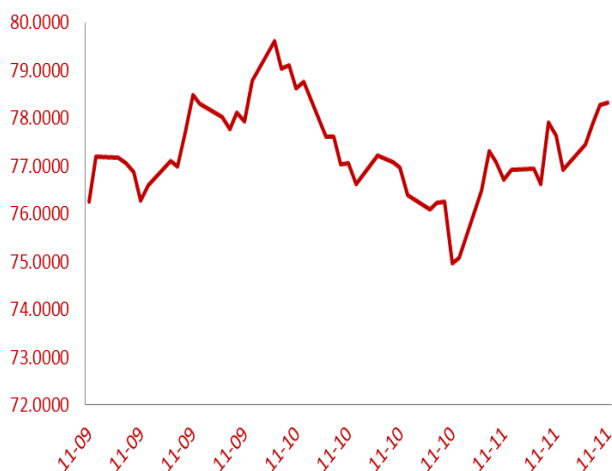
图表目录

图表 1: 美元汇率走势.....	4
图表 2: 波罗地海指数 (BDI)	4
图表 3: CRB.....	5
图表 4: 能源市场: 原油	5
图表 5: LEM 铜	5
图表 6: LEM 铝	5
图表 7: 工业增加值	7
图表 8: 发电量.....	7
图表 9: M1.....	8
图表 10: 新增人民币贷款	8
图表 11: 本周申购新股列表.....	8
图表 11: 隔夜拆借利率	9
图表 12: 公开市场操作: 净投放	9
图表 13: 资金净流入额 (沪深 300)	10
图表 14: 沪深 300 成交量	10
图表 15: 净资产收益率 (ROE)	10

一、美欧主要股指继续大幅波动

美国方面继续报出改善的经济数据如：申请失业救济人数下降，疲弱的美国就业市场形势正继续改善。而美国 10 月份新屋开工数降幅小于预期，长期以来处于低迷当中的住房市场趋于企稳。但投资者仍然对欧洲的债务谈判问题表示担忧。而美元指数截至上周末报收至 78.03 美元，一周上涨 2.38%。

图表 1：美元汇率走势



数据来源：wind，中邮证券研发部

图表 2：波罗的海指数 (BDI)



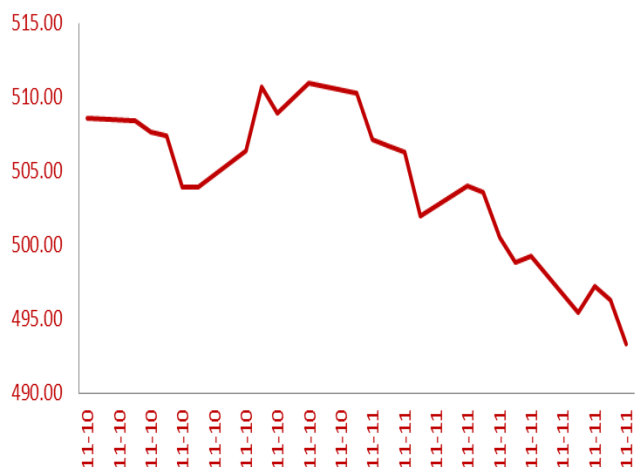
数据来源：wind，中邮证券研发部

波罗的海指数周报收 1895 点，周上涨 3.27%。BDI 指数延续上周反弹，部分企业回补库存拉动干散指数，而入冬直接拉动石油需求从而带动油运指数。

世界主要市场：先有美国首次申请失业救济人数降至 4 月 2 日以来的最低水平，表明疲弱的美国就业市场形势正继续改善。后有美国 10 月份新屋开工数降幅小于预期，但建筑许可大幅上升，表明长期以来处于低迷当中的住房市场可能正在企稳。但投资者在斟酌欧洲债务救助潜在方案的同时，也继续对美国债务谈判感到担忧。道琼斯工业股票平均价格指数收盘至 11796 点，全周下跌 2.94%。纳斯达克综合指数收盘至 2572 点，全周下跌 3.97%。标准普尔 500 指数收盘至 1215 点，全周下跌 3.81%。

能源市场：国际原油价格上涨后转而下跌。宏观面西班牙国债收益率出现飙升，欧洲债务问题导致投资者抛售风险资金，国外大宗商品普遍大跌。纽约国际油价冲破 100 美元关口后出现大幅下挫。国际燃料油现货市场价格也停滞不前原油大跌将加剧国内油价调整压力。同时，汽油期货亦大幅下跌，因需求疲软、库存增加且供应充足压。另外，欧债危机蔓延忧虑加剧且美股下挫均令其承压。

图表 3: CRB



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4: 能源市场: 原油



数据来源: wind, 公司公告, 中邮证券研发部

有色金属方面: LME 铜反弹承压。激励人心的美国经济数据和印尼供应受限未能阻止铜价下滑, 因市场仍然聚焦在欧洲, 西班牙借贷成本不断上升燃点投资者担忧欧元区债务危机持续下去的话, 危机将可能进一步扩散及将继续抑压工业金属需求。铜价周中录得近三周末最大单日跌幅, 期铜跌势在尾盘扩大, 跟随股市跌势加速, 如期铜跌穿技术水准, 近期价格可能继续承压。LME 铝震荡下行。临近冬季, 煤价上涨且供应紧张, 铝价在万六处的支撑强。而且由于电力企业亏损引发电价上调的预期, 电价调整对铝走势将是立竿见影的。但欧债危机下后期利空料将持续, 考虑到现货升水转贴水, 铝要涨很难。

图表 5: LEM 铜



数据来源: wind, 中邮证券研发部

图表 6: LEM 铝



数据来源: wind, 中邮证券研发部

农产品方面：CBOT 大豆市场以震荡调整。关于国储大豆的收储传言，最新传出 2.0 元/斤，另加 50 元补贴，不过消息依然没有得到最终的确认。农民惜售心理仍较重，油厂不愿意高价收购新豆，市场仍处于僵持状态，收购主体入市热情降低。大豆收储政策仍未公布。市场称收购政策已经进入会签流程，估计近期消息能最终确认。

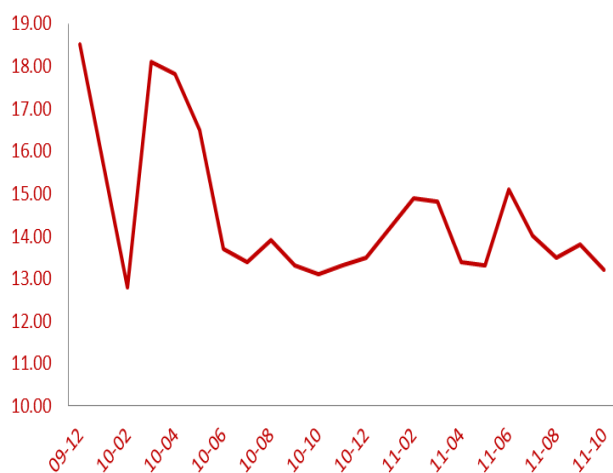
棉花压力不减。棉籽价格止跌维稳，个别地区略有上升，原因是近日受到棉油提价支撑，使棉籽有了回暖迹象。棉籽价格回暖也带动了部分地区籽棉收购价的回升，但是幅度不大，价格回升，棉农略有交售，但是国家收储等级不能低于 4 级，长度不能够低于 27 毫米，因此棉企严把质量关，对于质量偏弱的籽棉收购量较少。纺织方面，由于近几日棉花现货价格下滑速度有所减弱，不过下游对后市信心仍没有多大提升，棉纱成交量没有增大迹象。纱厂出货情况没有改善，降价趋势仍较明显。

橡胶市场短期重心上移。由泰国、印尼、马来西亚三国橡胶生厂商组成的国际橡胶联盟将于今日进行会晤，三国代表希望通过砍伐老龄树、重植更多新树及将产能堆进仓库来减少供应，国际橡胶联盟内部人士透露，泰国可能建议成员维持出口价格不低于 3 美元/公斤，这以政策要靠政府出资补贴胶农，但时逢泰国洪水，泰国政府能否拨出人力、物力、财力来对胶树翻新进行有效扶持令人疑问，而印尼和马来西亚方面，也只是一直停留于口头的呼吁，目前缺少实质的措施来约束。在供应放大，需求减缓的大环境下，维稳措施是否有效有待观察，从盘面来看，由于国内货币有宽松的预期，提振市场信心，持仓量和成交量较前期大幅增加，但上方仍有加大压力。隔夜外围环境仍不乐观，法国国债孳息率上升，市场忧虑欧债危机蔓延至当地，欧股三大指数全线下跌。

二、供需四季度面临继续回落

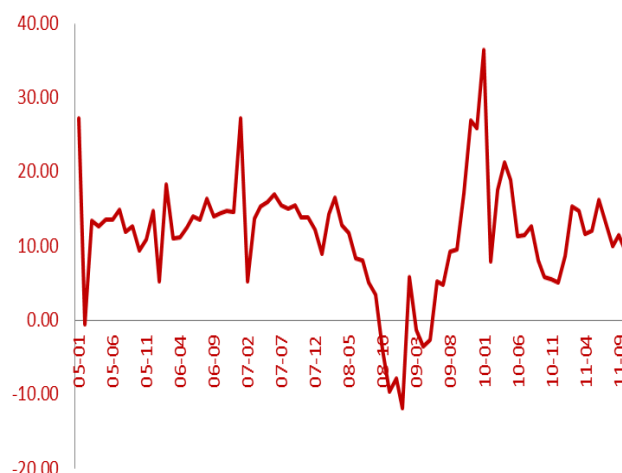
首先，工业增速稳步回落但仍处于 13 上方，就分项来看发电量同比延续下降其中暗示供需均出现明显回落。其次，顺差小幅扩大难掩进出口双双回落，就往年同期比较进出口回落的时间显著前移，表现在服装、玩具等行业则出现旺季不旺的局面。最后，治理通胀的过程会使得经济增速进一步趋冷，行业估值遭遇压力。

图表 7：工业增加值



数据来源：wind，中邮证券研发部

图表 8：发电量



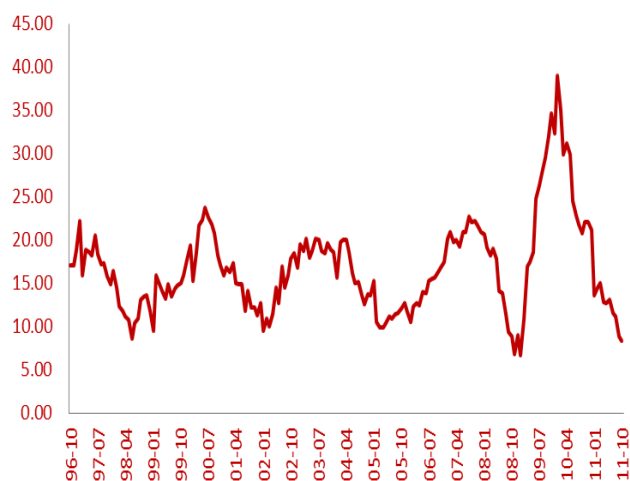
数据来源：wind，中邮证券研发部

基于总供需继续回落的环境，我们因能源价格重回高位调低能源消费预期。故本周我们显著下调固定仓位至 30%的判断。

三、流动性局部改善有限

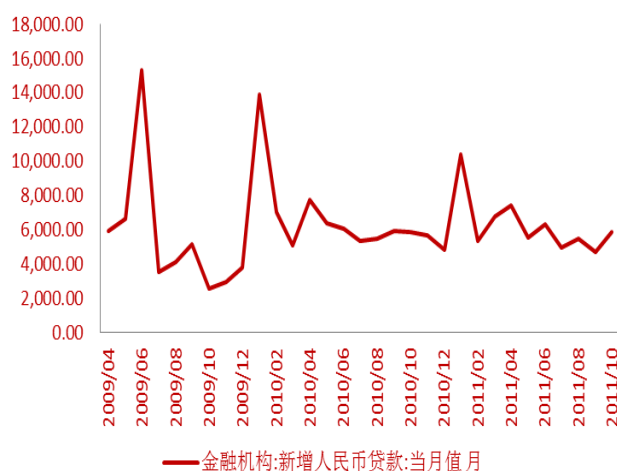
1、在经过了流动性逐级改善后市场弹性局部增强，但观察近月新增信贷数据放大未能使得 M1 数值改善，侧面反映流动局部改善有限。2、年内存准重置概率较小，对市场边际改善有限。3、随着治理通胀效果显现，经济增速伴随继续下降，市场预期利率重置，但考虑到实际负利率长时间伴随，预计利率重置落于明年。

图表 9：M1



数据来源：wind，中邮证券研发部

图表 10：新增人民币贷款



数据来源：wind，中邮证券研发部

新股方面：本周 A 股市场发行节奏减速，全周安排了 2 只新股进行网上发行，1 家主板公司 1 家全部为中小板公司。周二：凤凰传媒（780928）。周五：棒杰股份（002634）。

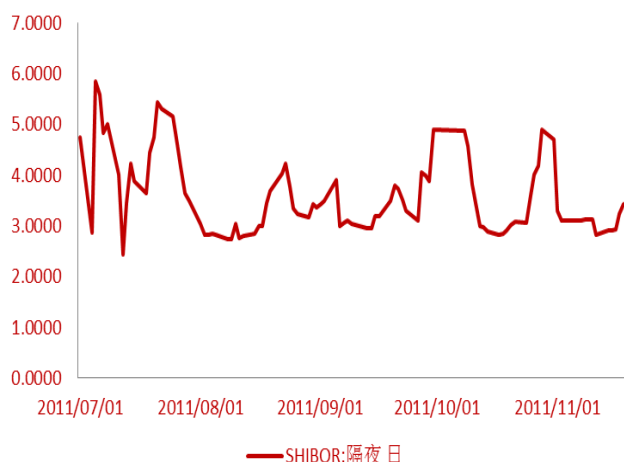
图表 11：本周申购新股列表

代码	名称	申购代码	招股日期	发行价格	上市板	PE(发行后)	PE(发行前)	总计	网下配售数量	网上发行数量
002634.SZ	棒杰股份	002634	2011-11-17		中小板			1,670.00	330.00	1,340.00
601928.SH	凤凰传媒	780928	2011-11-11	8.80	主板			50,900.00	25,450.00	25,450.00

数据来源：wind，公司公告，中邮证券研发部

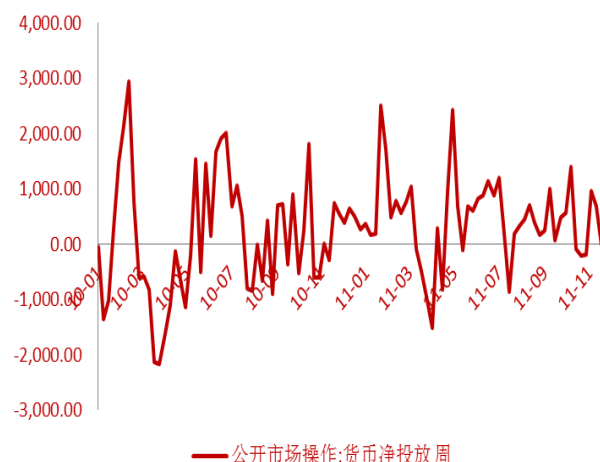
债券方面：已公告将在本周发行的债券共 35 只，其中 11 月 21 日发行浙江省地方政府债券发行，分别为 3 年期的 11 浙江债 01，计划发行 33 亿元，5 年期的 11 浙江债 02，计划发行 34 亿元。11 月 23 日续发第 21 期付息国债，期限 7 年，计划发行 280 亿元。另外还有 14 期中票、14 期短融、1 期中小企业集合票据、2 期公司债和 1 期企业债发行。从逻辑看预期分化导致资金面分化，12 月公开市场到期量又低，市场预期资金面会在年底前还会局部松动，在下次局部松动到来之前先回避；再则，本轮小牛收益率快速下行，年底前部分参与机构锁定收益，资金的获利了结造成了市场的分化；最后，市场预期很快降息、降准可能性不大，所以收益率再进一步下行空间不大，市场部分机构趋于谨慎。

图表 12：隔夜拆借利率



数据来源：wind，中邮证券研发部

图表 13：公开市场操作：净投放



数据来源：wind，中邮证券研发部

四、市场弹性跟随流动性预期变化

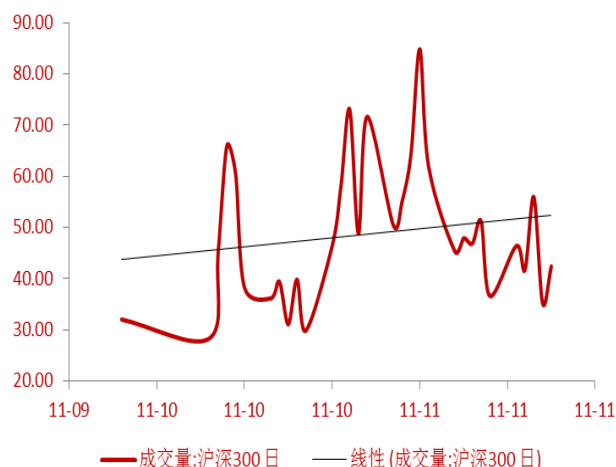
1、流动性继续改善预期出现分化导致资金面分化，市场虽预期资金面在年底前还会松动，但在下一次松动到来前主动回避。2、上周市场快速下行更多的是年底前部分参与机构锁定收益，资金的获利了结造成市场弹性降低。3、市场预期年内降息、降准概率不大，投资者趋于谨慎。由此，我们下调交易型资金的比例为 20% 的判断。

图表 14: 资金净流入额 (沪深 300)



数据来源: wind, 中邮证券研发部

图表 15: 沪深 300 成交量

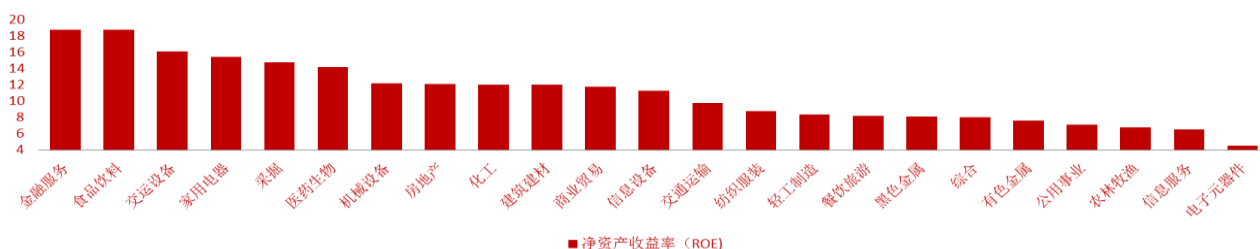


数据来源: wind, 中邮证券研发部

由此，我们维持交易型资金的比例为 10% 的判断。

流动性改善的上涨告一段落。从本轮上涨来看，行业主要集中在信息服务、电子元器件等行业，这类行业显著特征是市值占比较小，同时净资产收益率位列行业末尾。虽有产业政策扶持但现阶段仍属于市场预期阶段，真实回报尚需时日，安全边际较小属风险溢价较大。而与此同时净资产收益率较高的行业由于市值较大如金融服务业，或此前累计上升幅度较大如，食品饮料。流动性改善条件下的市场参与程度不高。而上周的急速调整由高安全边际的行业主导，由此判断流动性改善的上涨告一段落。

图表 16: 净资产收益率 (ROE)



数据来源: wind, 中邮证券研发部

五、投资策略

近期国内 A 股市场再度经历调整的考验。我们认为核心问题是估值层面无法显著提供动力所致，而流动性的局部改善更多是为市场注入弹性。在经济整体呈现调整的背景下，能源价格的持续高位运行将导致需求进一步回落。对于投资者的建议是：配置安全边际高的行业。行业配置建议：继续持有商业、食品饮料、橡胶、糖、煤炭、医药。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。