

## 2300 点附近支撑力度较强、股指低位蓄势有反弹

A 股周策略报告

2011 年 11 月 28 日

### 主要观点:

#### ➤ 经济环境复杂化、提升政策微调空间

- 外围经济环境复杂变化，欧债危机呈现出向核心经济体蔓延的趋势。欧债危机的蔓延有望形成倒逼机制，一方面促成欧元区国家采取切实有效的解决途径，形成长期解决方案，另一方面，由于欧洲是我国的第一大贸易伙伴，在外围需求受债务危机影响下，有望促成国内相关政策的适度调整。
- 主动调控下的经济回落与外需下降的共同影响导致经济增速回落的幅度存在不确定性，调控力度和节奏难度较大，未来政策调控重点或将更加注重稳定经济增长为主。
- 物价回落、外汇占款下降为货币政策调整提供操作空间。当前物价回落趋势已经比较明确，政策调控目的已达到，物价回落为货币政策微调提供操作空间。

#### ➤ 市场运行逻辑：谨慎中期待政策进一步调整

- 当前国内政策因素仍是影响市场走向的核心，目前政策调整已经逐步回归经济层面。虽然经济走势存在回落趋势，但受政策调控的力度以及节奏影响，仍能够成为支撑股指的有利因素。

#### ➤ 市场运行环境：估值结构性分化严重、投资者情绪回暖

- 全部 A 股估值水平已经低于 05 以及 08 年时的低点，市场估值创历史低点。除金融之外的整体估值目前为 18.57 倍 PE，显著高于 08 年低点时的 13.5 倍 PE 时情形。市场估值的结构性分化并不利于股指整体走强，估值的均衡回归之路缓慢进行。

#### ➤ 短期股指运行及投资策略：低点支撑力度较大、股指存在反弹需求

- 未来在公开市场操作流动性回收力度减弱、贸易顺差持续流入以及信贷投放的提升，资金供给将得到显著改善，由于临近年末经济层面流动性需求较为旺盛，但主要表现为资金拆借市场利率的短期波动，并不会影响到市场流动性改善的中期趋势。
- 2300 点附近形成的重要低点具有较强支撑，这一低点同时反映了投资者对经济增速回落、流动性紧张的悲观预期以及民间信贷金融风险暴露等多方面因素。
- 从政策调控空间、投资者对经济增速回落的预期以及市场流动性改善的趋势等因素考虑，短期股指在前期低点附近仍存在反弹的动能。
- 行业选择上，对于具有行业拐点以及基本面有望改善的部分行业仍可适度参与，如汽车、电气设备、家电等板块，此外，仍可关注与现代服务业相关的餐饮旅游、信息服务（物联网、云计算）、计算机、生物医药等行业。

策略组

分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

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

## 一、一周市场概述：股指震荡下行、市场成交低迷

上周股指震荡下行，延续前期弱势，市场成交量快速萎缩，投资者参与热情低迷。市场主要受到国际板相关报道、政策调整低于预期、地产调控政策作用下国内经济增速放缓以及欧债危机等因素共同影响，股指持续弱势。

周一，股指震荡下挫，尾盘反弹，证监会于此之前推出六项监管新举措，其中逐步改变高市盈率发行股票的局面、完善退市制度，在创业板试行退市制度改革、启动创业板上市公司非公开发行债券工作等措施有利股市长期发展；周二，股指先跌后涨，小幅上涨，一方面穆迪警告调低法国信用评级后欧美股指大幅下跌，另一方面，受人民币升值预期减弱等因素影响，国内 10 月新增外汇占款出现负增长，热钱呈流出迹象。热钱外流有助于推动央行货币政策微调，而国务院副总理王岐山也表示“确保经济复苏压倒一些”，也意味着政策微调仍有望得以延续，且力度或将加强；周三，股指再次震荡下行，有报道浙江省农信系统的五家机构获准定向下调存款准备金率 0.5 个百分点，但管理曾表示，五家金融机构去年因未达标被惩罚上调存准率，此次下调仅为惩罚解除，而非政策性放松，受政策微调力度较弱、低于预期影响，金融股下跌拖累股指；周四，受隔夜外围市场下跌影响，股指大幅低开，德国国债认购不足以及意大利等国国债利率持续高企，导致欧债担忧情绪上升，同时，汇丰公布的国内 11 月 PMI 数据大幅低于预期，且为 32 个月的新低，市场再度担忧国内经济增速放缓程度；周五，股指震荡下挫，上海市副市长屠光绍表示，国际板正在加快准备，适时推出，此外，葡萄牙主权信用评级遭到下调，市场在外围经济的债务危机以及国际板、经济增速回落等多重不利因素影响下，弱势下行。

截止上周五，上证综指收于 2380.22 点，股指再次跌破 2400 点整数关口，全周下跌 1.5%，深成指跌 1.39%，创业板指跌幅小于主板市场，全周下跌 0.65%，上证综指连续三周下跌，但下跌速度已经放缓，市场做空动能得到一定程度释放。

盘面上，除食品饮料、餐饮旅游、信息服务行业外整体上以下跌为主，采掘、黑色金属、交运设备、家电等周期性板块跌幅居前，而以食品饮料为主的消费类行业成为资金青睐对象，食品饮料行业周涨幅达 4.78%，创业板、中小盘等小盘股相对强势，跌幅相对较小，而以周期性权重股为主的上证 180 等指数跌幅较大，股指整体在缺乏周期性大盘股支撑下，以小盘股短期行情为主。

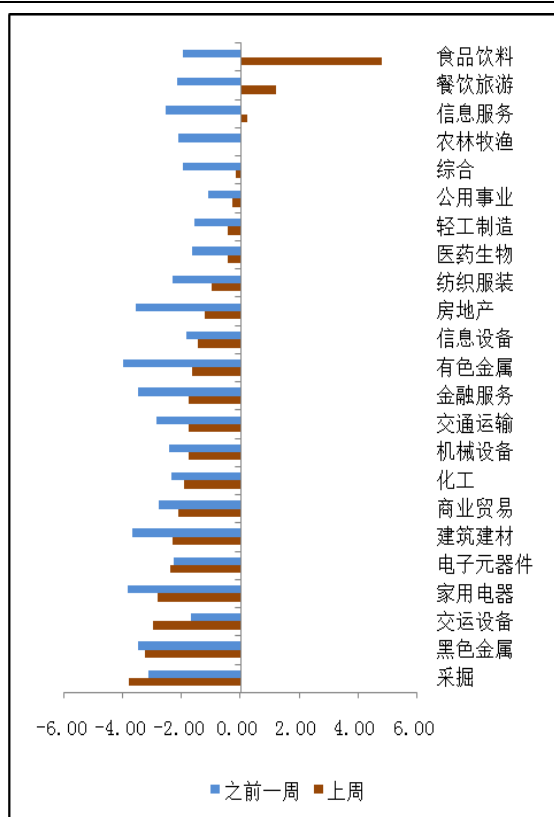
表 1、全球股指的普跌格局

|               | 前一周涨跌幅 | 一周涨跌幅 |
|---------------|--------|-------|
| 道琼斯工业平均数      | -2.94  | -4.78 |
| 标准普尔 500 指数   | -3.81  | -4.69 |
| 纳斯达克指数        | -3.97  | -5.09 |
| 伦敦金融时报 100 指数 | -3.29  | -3.70 |
| 法国 CAC 指数     | -4.84  | -4.67 |
| 德国 DAX 指数     | -4.24  | -5.30 |
| 东京日经 225 指数   | -1.64  | -2.57 |
| 标普/澳证 200 指数  | -2.78  | -4.61 |
| 韩国 KOSPI 指数   | -1.30  | -3.41 |
| 新加坡海峡时报指数     | -2.17  | -3.16 |
| 俄罗斯 RTS 指数    | -2.28  | -5.53 |

|                  |       |       |
|------------------|-------|-------|
| 巴西圣保罗交易所指数       | -3.10 | -3.24 |
| 印度孟买 sensex30 指数 | -4.78 | -4.13 |
| 香港恒生指数           | -3.38 | -4.34 |
| 台湾证交所加权股价指数      | -1.81 | -6.21 |
| 上证综指             | -2.60 | -1.50 |
| 深证综指             | -2.40 | -1.15 |
| 沪深 300 指数        | -3.28 | -1.40 |

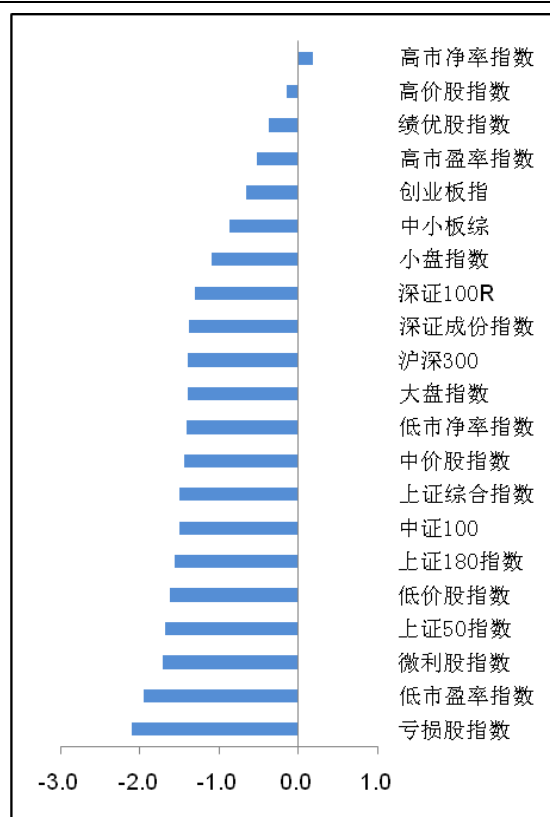
数据来源：WIND，东北证券

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

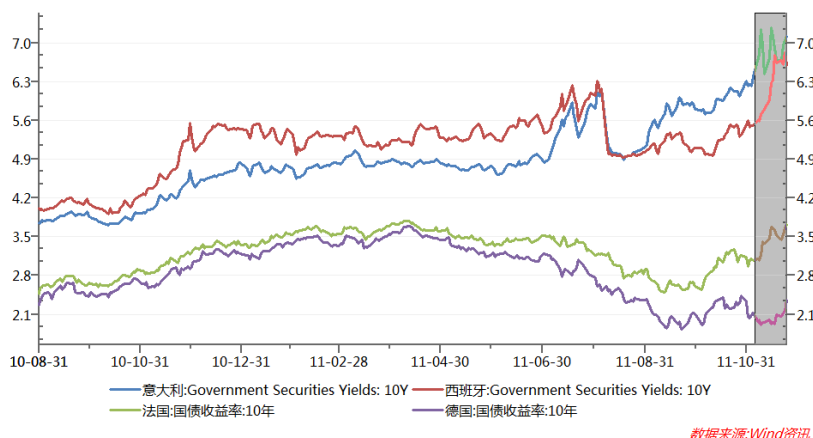


数据来源：WIND，东北证券

## 二、经济环境复杂化、提升政策微调空间

首先：外围经济环境复杂变化，欧洲债务危机在德法等国家推动下虽然已经就达成救助协议，但近期随着意大利等国家债务的临近以及政坛变化，并未导致债务国家国债收益率水平下行，反而近期以意大利等国为首的债务风险敞口扩大、市场避险情绪上升，西班牙、比利时等国的主权信用评级也纷纷遭到下调。尤其是 23 日德国发行的 60 亿欧元国债认购率仅为 60%，穆迪也发出将下调法国主权信用等级的警告，而意大利以及西班牙 10 年期国债收益率已经分别达到 7.13% 与 6.6%，已经步入危险境地，受此影响近期德国、法国长期国债收益率均出现上升，欧债危机呈现出向核心经济体蔓延的趋势。

图 3、物价回落趋势明确，预计 11 月 CPI 为 4.3%

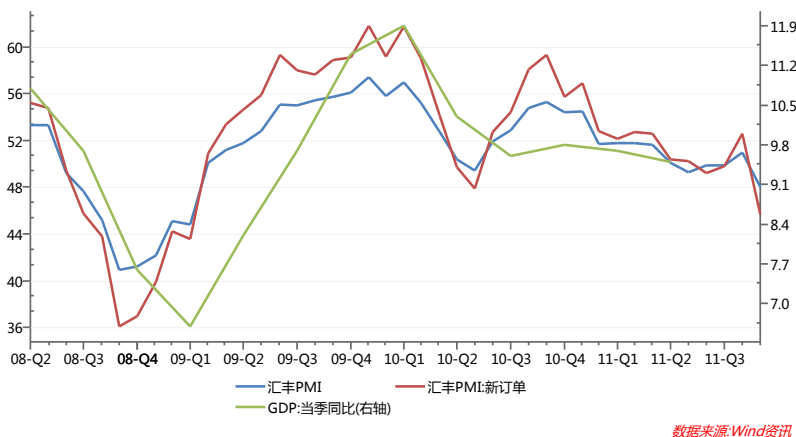


数据来源: WIND, 东北证券

欧债危机的蔓延有望形成倒逼机制，一方面促成欧元区国家采取切实有效的解决途径，形成长期解决方案，另一方面，由于欧洲是我国的第一大贸易伙伴，在外围需求受债务危机影响下，有望促成国内相关政策的适度调整。

其次：主动调控下的经济回落与外需下降的共同影响导致经济增速回落的幅度存在不确定性，调控力度和节奏难度较大，未来政策调控重点或将更加注重稳定经济增长为主。

图 4、汇丰 PMI 大幅回落，反应企业艰难经营现状



数据来源: WIND, 东北证券

此外，物价回落、外汇占款下降为货币政策调整提供操作空间。持续紧缩货币政策的重要目的就是稳定物价，当前物价回落趋势已经比较明确，政策调控目的已经达到，虽然当前存在季节性等因素扰动，但从价格周期角度看，物价仍将以逐步回落为主，也将为货币政策微调提供操作空间。

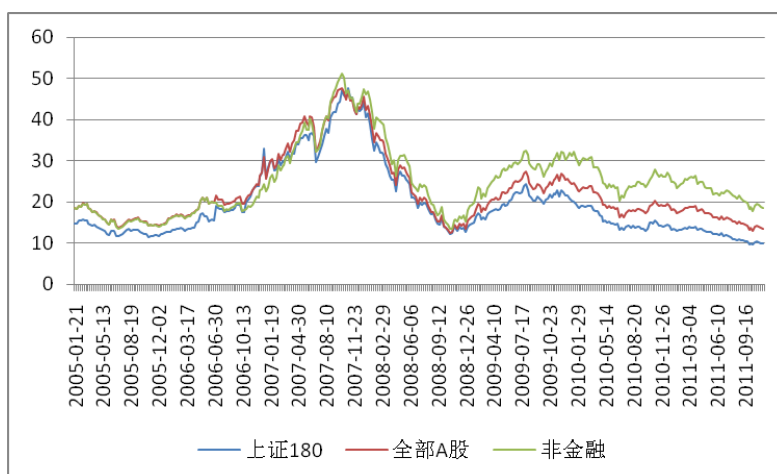
### 三、市场运行逻辑：谨慎中期待政策进一步调整

市场在流动性改善以及政策微调预期推动下出现了反弹，但是在面临政策调整低于预期时也出现快速回落，虽然其中也存在欧债危机等不利因素影响，但当前国内政策因素仍是影响市场走向的核心因素。从政策调控的发展方向看，有望以稳定金融，定向宽松财政政策为主，以及针对转型期内的新兴产业以及消费领域政策扶持。政策调整的力度或存在不确定性，但当前政策调整已经逐步回归经济层面。虽然经济走势存在回落的趋势，但受政策调控的力度以及节奏影响，能够成为支撑股指的有利因素。12月中央经济工作会议将召开，对于政策走向将成为市场关注焦点。

### 四、市场运行环境：估值结构性分化严重、投资者情绪回暖

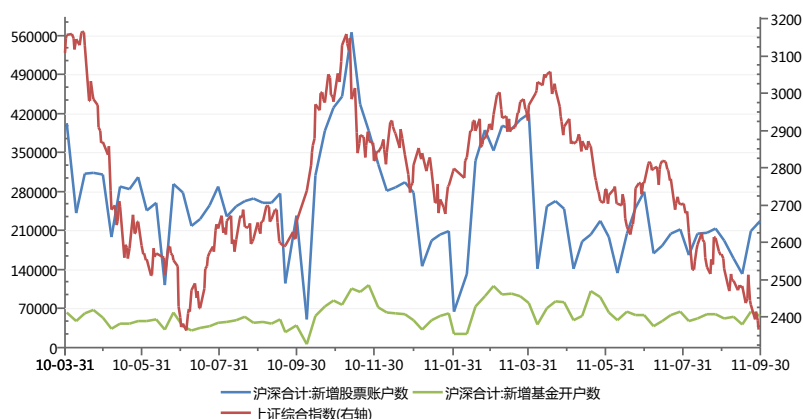
估值：金融板块估值持续走低导致市场整体的低估值，当前全部A股估值水平已经低于05以及08年时的低点，市场估值已经创出历史新低。但是，从除金融之外的整体估值看目前为18.57倍PE，显著高于08年低点时的13.5倍PE时情形。此外，中小板以及创业板的股指虽然出现下行，但估值溢价率仍维持高位，并未出现显著回落。市场估值的结构性分化并不利于股指整体走强，估值的均衡回归之路缓慢进行。

图 5、市场估值结构性分化严重



数据来源：WIND，东北证券

图 6、股指下跌投资者开户数上升

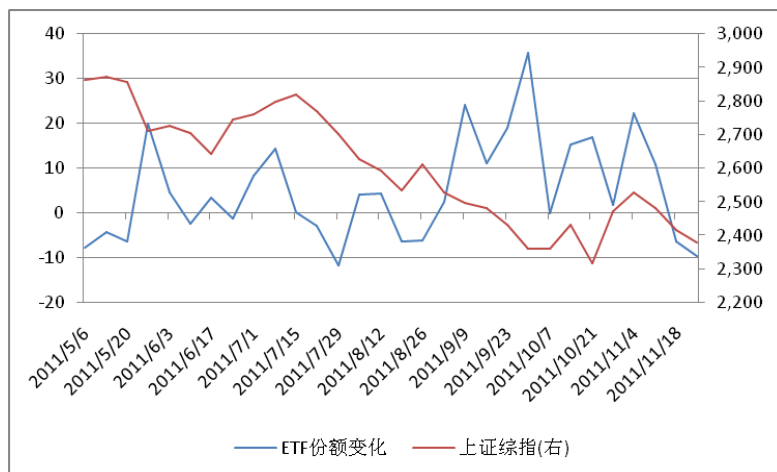


数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

投资者情绪：股指下跌过程中股票新增开户数以及基金开户数均出现回升，虽然当前市场成交量相对低迷，但开户数的回升表明投资者对后市的相对信心。从历史低点与开户数之间并非同步，但低点处开户数的持续回升能够推动股指的持续反弹。ETF 份额变化中，随着股指下跌，已出现连续两周净赎回，赎回压力短期有所释放。

图 7、ETF 基金份额变化



数据来源：WIND，东北证券

#### 五、短期股指运行及投资策略：低点支撑力度较大、股指存在反弹需求

虽然当前市场的核心影响因素是政策的调控力度和方向，但是，在政策预调微调的背景下，前期持续紧缩的货币政策所导致的流动性持续紧张已经过去，流动性拐点已经形成，虽然当前流动性改善程度低于市场预期，但未来在公开市场操作流动性回收力度的减弱、贸易顺差的持续流入以及信贷投放的提升，流动性有望逐步改善，金融市场以及实体经济层面的资金供给层面将得到显著改善，由于临近年末经济层面流动性需求较为旺盛，将在一定程度上对冲流动性改善的力度，尤其是在月末以及年末这种效应或将更为明显，但主要表现为资金拆借市场利率的短期波动，并不会影响到市场流动性逐步改善的中期趋势。

从市场层面看，前期股指下跌过程中在 2300 点附近形成的重要低点具有较强支撑，因为当时是流动性改善预期以及政策微调下导致的流动性拐点与物价拐点共同构筑的低点，同时反映了投资者对经济增速回落、流动性紧张的悲观预期以及民间信贷金融风险暴露等多方面因素。

近期股指的下跌一方面受流动性改善低于预期的影响，但这一因素仍存在时间上的不确定性，理由是虽然当前处于政策微调阶段，但调控力度难以确定，或将在中央经济工作会议后将有更为明确的举措，另一方面，地产调控下导致的经济增速回落幅度难以确定，在外围需求下降，国内消费市场增速回落的环境下，主动调控下的政策力度存在改善空间，但同时转变经济增长方式等领域或将形成互补。因此，虽然股指下跌受到多重因素的影响，但从政策调控空间、投资者对经济增速回落的预期以及市场流动性改善的趋势等因素考虑，短期股指在前期低点附近仍存在反弹的动能。

行业选择上，对于前期跌幅较大的周期性板块仍适宜区别对待，对于具有行业拐点以及基本面有望改善的部分行业仍可适度参与，如汽车、电气设备、家电等板块，此外，仍可关注与现代服务业相关的餐饮旅游、信息服务（物联网、云计算）、计算机、生物医药等行业。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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。

### 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。