

市场弱平衡、关注“会议红利”

A 股周策略报告

2011 年 12 月 12 日

主要观点：

- 宏观数据低于预期，公开市场大幅回笼资金，造成上周 A 股市场延续弱势。风格分化、ST 以及概念股末路狂奔、市场正处于最为煎熬时期、个股的风险远大于指数的风险。
- 经济低于预期短期难以改变；下周东吴证券等个股上市、略有冲击，但新华人寿资金解冻，短期市场资金处于弱平衡状态。市场弱平衡，看点是中央经济工作会议，预期积极的财政政策和稳健的货币政策下保持经济平稳较快发展将被突出。短期资金弱平衡而经济数据弱于预期已经兑现的情况下，政策改善的预期有望获得加强；历年年末对政策的期待是往年中央经济工作会议期间获取正收益的主要原因。
- 预期下周市场有望继续在 2300 点附近获取支撑而有反弹的需要。配置上，继续以价值为主、主题为辅的思路；布局金融以及能源、信息等相关服务及装备板块。操作上，不受持有期限约束的资金可以相对积极些、逢低布局；而存在年关限制的资金，2300 点可耐心等待、在市场反弹时做适当的套现，毕竟市场底部会有反复而非一蹴而就。
- 主题思考：从 M1 和股市关系来认识当前市场底部区域的置信水平
 - 股市底部的形成往往与 M1 拐点的形成具有强相关性，M1 拐点，股市多同步或略提前出现反弹乃至逆转；如 1996 年 1 月（股市同步于 M1）、2002 年 3 月和 2009 年 1 月（股市提前 M1 拐点 2 个月）。
 - 股市供求关系预期的失衡以及经济超预期的回落则将导致股市的回升滞后于 M1 拐点。1998 年 6 月以及 2005 年 3 月，M1 出现拐点，但分别由于“洪灾+亚洲金融危机”以及股改推进下股市生态的悲观预期而市场推迟至 2-3 个月后才触底回升；虽然中期无改市场与 M1 的同向规律。
 - 由此，如果后期欧债危机以及中东局势相对平缓而非恶化以及国际板不快展开，则股市有望在数月之内（1 季度）M1 拐点到来之际或略提前出现好转；反之，市场则可能再须滞后数月。因此，未来一段时间市场以反复筑底来演绎是趋势，适宜以审慎乐观的操作心态来对待当下市场、尤其是价值型资金。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

TEL: (8621)6336 7000-314

Email: shenzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、经济和流动性改善双双低于预期，个股风险远大于指数风险	2
表 1：食品饮料等弱周期板块补跌、地产信息和金融板块抗跌	2
表 2：传媒信息服务及地产的个股活跃，而 ST 及概念股出现坍塌	3
2、市场弱平衡，关注中央经济工作会议的“会议红利”	3
表 3：经济数据显著回落且低于市场预期	4
表 4：公开市场出现连续净回笼资金	4
表 5：下周将要公布货币信贷等数据	4
表 6：下周发行及上市新股列表，存在资金解冻与上市的平衡	4
表 7：年末弱平衡，中央经济工作会议常具有一定的“会议红利”	5
3、主题思考：从 M1 和股市关系来认识当前市场底部区域的置信水平	5
表 8：目前市场与 2008、2005 年时的估值低位比较	6
图 1：M1 与股市关系密切、偶有小幅的时间背离	6
表 9:96、98、02、05、09 年历次股市底部对应的 M1 增速	7

1、经济和流动性改善双双低于预期，个股风险远大于指数风险

宏观数据低于预期，同时公开市场大幅回笼资金，造成上周 A 股市场延续弱势、上证指数跌破前期 2307 低点、最终收于 2315 点；风格分化、上证 180 指数下跌 1%，而中小板和创业板跌幅分别为 3.28%和 2.67%，跌幅较大。

板块而言，食品应料、商业、轻工、医药等弱周期板块下跌幅度较大；有色因为准备金率的利好而在本周出现了补跌、也列于跌幅板前列。相对而言，绝对估值低水平且受政策利好预期的大金融以及信息板块抗跌性较好。

就个股来看，强势股也主要集中在传媒、信息、环保以及地产等板块，比如天舟文化、东方国信、恒信移动、先河环保；而 ST 股以及概念股出现大幅下跌，比如 ST 钛白、ST 中达以及科力远、大元股份等前期概念股，因为重组以及项目进程大幅低于预期而出现暴跌，ST 以及概念股末路狂奔的走势显示了市场的弱势、同时也预期着目前市场正处于最为煎熬时期、个股的风险远大于指数的风险。

表 1：食品饮料等弱周期板块补跌、地产信息和金融板块抗跌

板块名称	成份区间涨跌幅_上周	成份区间涨跌幅(2011-11-27, 2011-12-4)	板块名称	成份区间涨跌幅_上周	成份区间涨跌幅(2011-11-27, 2011-12-4)
SW 食品饮料	-6.02	-0.82	SW 黑色金属	-2.68	-3.44
SW 商业贸易	-4.92	-3.71	SW 交通运输	-2.24	-2.32
SW 有色金属	-4.86	-0.99	SW 公用事业	-2.18	-3.65
SW 轻工制造	-4.28	-3.18	SW 化工	-1.88	-1.99
SW 医药生物	-4.1	-0.1	SW 信息服务	-1.8	-4.17
SW 餐饮旅游	-3.91	-2.95	SW 采掘	-0.99	-0.54
SW 电子	-3.58	-3.31	SW 金融服务	-0.58	1.11
SW 综合	-3.53	-3.3	SW 信息设备	0.13	-4.61
SW 农林牧渔	-3.45	-1.44	SW 房地产	0.28	0.34
SW 机械设备	-3.33	-3.6	全部 A 股	-2.08	-1.11
SW 纺织服装	-3.3	-2.34	中小企业板	-3.28	-2.7

SW 交运设备	-3.3	-2.05	创业板	-2.67	-4.25
SW 家用电器	-3.11	-3.06	上证 180	-1	0.1
SW 建筑建材	-2.83	-2.01			

数据源自 WIND，东北证券

表 2：传媒信息服务及地产的个股活跃，而 ST 及概念股出现坍塌

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2011-12-4, 2011-12-11	二级行业	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2011-12-4, 2 011-12-11	二级行业
300148.SZ	天舟文化	19.0849	传媒	000925.SZ	众合机电	-15.6164	其他电子 II
300183.SZ	东软载波	15.0018	半导体	600338.SH	ST 珠峰	-15.6798	有色金属冶炼与加工 II
300166.SZ	东方国信	14.3725	计算机应用	600155.SH	*ST 宝硕	-16.0825	塑料 II
300081.SZ	恒信移动	13.1669	通信设备	600844.SH	丹化科技	-16.219	化学制品
300137.SZ	先河环保	12.039	仪器仪表	600656.SH	ST 博元	-16.4527	综合 II
600371.SH	万向德农	11.6561	种植业	600826.SH	兰生股份	-16.5722	贸易 II
002637.SZ	赞宇科技	11.5267	化学制品	600136.SH	道博股份	-16.8168	房地产开发 II
300172.SZ	中电环保	10.9084	环保工程及服务	002106.SZ	莱宝高科	-17.5397	光学光电子
002244.SZ	滨江集团	10.5691	房地产开发	600730.SH	中国高科	-17.6402	综合 II
002604.SZ	龙力生物	10.4895	农产品加工	600882.SH	大成股份	-17.6587	其他采掘 II
002632.SZ	道明光学	10.0506	化工新材料	600877.SH	中国嘉陵	-17.7326	非汽车交运设备
300203.SZ	聚光科技	10	仪器仪表 II	600207.SH	ST 安彩	-17.8105	光学光电子
002464.SZ	金利科技	9.9765	塑料 II	600083.SH	*ST 博信	-17.8295	综合 II
002415.SZ	海康威视	9.871	计算机设备 II	600228.SH	*ST 昌九	-18.516	化学制品
002635.SZ	安洁科技	9.2715	电子制造 II	600132.SH	重庆啤酒	-18.9983	饮料制造
601886.SH	江河幕墙	8.6464	建筑装饰	600074.SH	*ST 中达	-19.5238	塑料 II
600379.SH	宝光股份	8.589	电气设备	000504.SZ	ST 传媒	-21.5664	传媒
002188.SZ	新嘉联	8.4091	电子制造 II	002145.SZ	*ST 钛白	-22.6264	化学制品
300262.SZ	巴安水务	8.3805	环保工程及服务	600478.SH	科力远	-28.5588	金属非金属新材料
000656.SZ	金科股份	8.2954	房地产开发 II	600146.SH	大元股份	-34.3666	有色金属冶炼与加工 II

数据源自 WIND，东北证券

2、市场弱平衡，关注中央经济工作会议的“会议红利”

短期市场的逻辑，比较显著，即经济回落的压力与政策改善尤其是流动性之间的博弈。CPI、PPI 以及工业增加值增速回落显著，且回落的幅度超出市场一致预期；同时，流动性改善连续性较差、公开市场上周又净回笼资金 1010 亿元，回笼力度较大。经济越糟糕、政策越改善，这一逆周期逻辑在中期内将是有效的；但是，临近年关、短期市场的运行更多受短期客观的供求关系所影响，因此，经济回落幅度高于预期、而公开市场净回笼导致流动性改善低于预期，从而造成了市场的弱势。

但是，由于市场尤其是上证 180 为代表的权重板块估值以及处于历史最低、以至于向钢铁水泥等板块或资产整合或产业资本增持，权重板块下跌空间极其有限，导致市场综合指数在重重压力之间依然抗跌；只是 ST 等概念股破位大跌，结构性分化极其严重。

展望短期市场，经济低于预期短期难以改变；下周虽然有东吴证券等个股上市、虽然略有冲击，但下周新华人寿网上 1300 多亿资金解冻，因而具有一定的对冲力度，由此，短期市场资金处于弱平衡状态。

因此，市场弱平衡，下周看点是中央经济工作会议。从 12 月 9 日的中央政治局会议来看，积极的财政

政策和稳健的货币政策、保持宏观经济政策的连续性和稳定性依然是主基调；但预期预调微调以及保持经济平稳较快发展将被突出。在短期资金弱平衡而经济数据弱于预期已经兑现的情况下，政策改善的预期有望获得加强。从 2007-2010 连续 4 年中央经济工作会议期间均获得了正收益看，历年末对政策的期待是较为重要的变量；因此，预期下周市场有望继续在 2300 点附近获取支撑而有反弹的需要。

配置上，继续以价值为主、主题为辅的思路；布局金融以及能源、信息等相关配套服务和设备板块；操作上，不受持有期限约束的资金、可以相对积极些、做逢低布局；而存在持有期限、年限限制的资金，2300 点可耐心等待、在市场反弹时做适当的套现，毕竟市场底部会有反复而非一蹴而就。

表 3：经济数据显著回落且低于市场预期

指标	201111 预测值	201111 实际值	201110	201109
CPI (%)	4.4	4.2	5.5	6.1
PPI (%)	3.5	2.7	5	6.5
社会消费品零售 (%)	16.8	17.3	17.2	17.7
工业增加值 (%)	12.6	12.4	13.2	13.8
出口 (%)	12	13.8	15.9	17.1
进口 (%)	19.3	22.1	28.7	20.9
贸易顺差 (亿美元)	151.9	145.3	170.3	144.8
固定资产投资: 累计 (%)	24.5	24.5	24.9	24.9

数据源自 WIND，东北证券

表 4：公开市场出现连续净回笼资金

	投放量		回笼量		
现金流发生日期	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购	净投放量
2011-11-11 - 2011-11-13	70		20		50
2011-11-14 - 2011-11-20	170	390	580		(20)
2011-11-21 - 2011-11-27	50	480	160	150	220
2011-11-28 - 2011-12-04	20		160	100	(240)
2011-12-05 - 2011-12-11	50	300	560	800	(1010)
2011-12-12 - 2011-12-18	30	100			130
2011-12-19 - 2011-12-25	20	150			170

数据源自 WIND，东北证券

表 5：下周将要公布货币信贷等数据

时间	事件	预测值	上期值	去年同期值
2011/12/12	新增人民币贷款 (亿元) 2011/11	5,649	5,868	5,640
2011/12/12	M2: 同比 2011/11	12.9	12.9	19.5
2011/12/14	全社会用电量: 累计同比 (%) 2011/11	--	11.9	16.1
2011/12/15	汇丰 PMI (预览) 2011/12	--	48	54.4
2011/12/27	工业企业利润: 累计同比 (%) 2011/11	--	25.3	49

数据源自 WIND，东北证券

表 6：下周发行及上市新股列表，存在资金解冻与上市的平衡

代码	名称	招股日期	预计募资	实际募资	网下发行截止日期	上市日期	网上发行冻结资金 (亿元)
300281.SZ	金明精机	2011/12/9	2.02		2011-12-19		
300279.SZ	和晶科技	2011/12/9	1.06		2011-12-20		

300280.SZ	南通锻压	2011/12/9	3.08		2011-12-19		
300282.SZ	汇冠股份	2011/12/9	1.37		2011-12-19		
002648.SZ	卫星石化	2011/12/8	7.63		2011-12-16		
002647.SZ	宏磊股份	2011/12/8	3.89		2011-12-19		
002644.SZ	佛慈制药	2011/12/5	2.45		2011-12-13		
002646.SZ	青青稞酒	2011/12/2	4.92		2011-12-13		
002645.SZ	华宏科技	2011/12/2	2.93	4.50	2011-12-12		
002642.SZ	荣之联	2011/11/30	3.22	6.25	2011-12-8		
002643.SZ	烟台万润	2011/11/30	3.59	8.62	2011-12-12		
300278.SZ	华昌达	2011/11/29	2.01	3.59	2011-12-7		663.30
601555.SH	东吴证券	2011/11/25		32.50	2011-12-2	2011-12-12	1,948.33
601336.SH	新华保险	2011/11/22		36.86	2011-12-7		1,325.68

数据源自 WIND，东北证券

表 7：年末弱平衡，中央经济工作会议常具有一定的“会议红利”

日期	开幕开盘点位	闭幕收盘点位	涨跌幅	会后五日走势
2010.12.10-12	2798.74	2841.04	1.07%	1.85%
2009.12.5-7	3313.06	3331.90	0.45%	-0.82%
2008.12.8-10	2049.16	2079.12	1.46%	-4.92%
2007.12.3-5	4838.56	5042.65	4.22%	1.05%
2006.12.5-7	2167.36	2156.75	-0.49%	4.28%
2005.12.5-7	1093.10	1099.61	0.60%	2.34%
2004.12.3-5	1333.01	1339.64	0.50%	-1.46%
2003.11.27-29	1412.31	1432.70	1.44%	3.66%
2002.12.9-10	1404.51	1383.84	-1.49%	2.33%
2001.11.27-29	1705.51	1732.30	1.57%	1.09%
2000.11.28-30	2052.77	2067.07	0.70%	0.21%
1999.11.15-17	1451.54	1462.79	0.78%	2.45%
1998.12.7-7	1234.75	1224.08	0.87%	-3.35%

数据源自 WIND，东北证券

3、主题思考：从M1和股市关系来认识当前市场底部区域的置信水平

估值水平看市场底部区域。目前全部 A 股市盈率为 13.6 倍、与 2008 年持平、低于 2005 年；市净率为 2 倍、也与 2008 年持平、但高于 2005 年的 1.6 倍。上证 180 指数，则无论市盈率还是市净率均低于 2008 年和 2005 年历史低点时的估值水平。应该说，虽然 A 股估值结构有较大的背离，但整体的估值水平已经处于历史低位区域。

M1 预期变量看股市底部的形成要素。我们从 M1 和股市的运行关系、从趋势变量来看待当前市场的低位，股市底部的形成往往与 M1 拐点的形成具有强相关性。

——M1 周期往往在 3 年或 40 个月左右，比如 96 年-98 年，98 年-2002 年，2002-2005，2005-2008，预计 M1 增速将在未来数月内出现拐点、在 2012 年 1 季度出现的概率较大。

——M1 与股市周期呈现密切的联动性，往往 M1 见底回升，股市均同步或略提前出现反弹乃至逆转。

1996 年 1 月 M1 拐点、大盘同步反转；大盘也从 1 月 19 日的 512 点反转、后大幅上行至 1997 年的 1510 点，指数大逆转且市场与 M1 同步。

2002 年 3 月 M1 拐点、大盘提前 2 个月反弹；大盘从 2002 年 1 月 29 日 1339 点开始出现反弹，至后来的 1700 点一线，指数显著反弹但略提前 2 个月于 M1；

2009 年 1 月 M1 拐点、大盘提前 2 个月反转；大盘从 2008 年 10 月 28 日大盘从 1664 点开始反转、后大幅上行至 2009 年的 3478 点，指数反转且略提前与 M1 拐点。

股市往往同步或略提前于 M1，因为 M1 主要是企业活期的指标，本身反应了经济体流动性改善以及经济面出现回暖迹象。

——当然，因为股市不可能是一元论、单变量所决定；且某些阶段有些变量会强于 M1 对股市的影响，而照成股市的滞后回升，虽然难以改变 M1 与股市联动的中期关系但却也会对市场造成阶段性的相位差。从历史规律看，股市供求关系预期的失衡以及经济超预期的回落将构成股市滞后于 M1 拐点的主要原因。

比如 1998 年 6 月以及 2005 年 3 月，彼时 M1 增速均出现拐点但股市均在其后继续出现 2-3 个月的回调；如 1998 年 8 月 18 日股市出现 1043 点低点后才出现逆转、2005 年 6 月 6 日股市出现 998 点后才出现逆转，前者 1998 年是因为 6 月长江洪水以及亚洲金融危机双重冲击尤其是洪水的影响；后者 2005 年是因为股改在 2005 年 4-5 月逐步正式推开、而市场对于股改释放大量限售股从而对供求关系的冲击产生重大担忧。

由上，对 M1 和股市的关系来看，正常情况下如 1996 年、2002 年、2009 年股市均同步或提前 M1 拐点而出现逆转；而股市滞后于 M1 的情形出现在 1998 年以及 2005 年、分别为洪水+亚洲金融危机以及股改推进下股市生态的悲观预期；但市场最终还是与 M1 同向运行、只是滞后了而已。

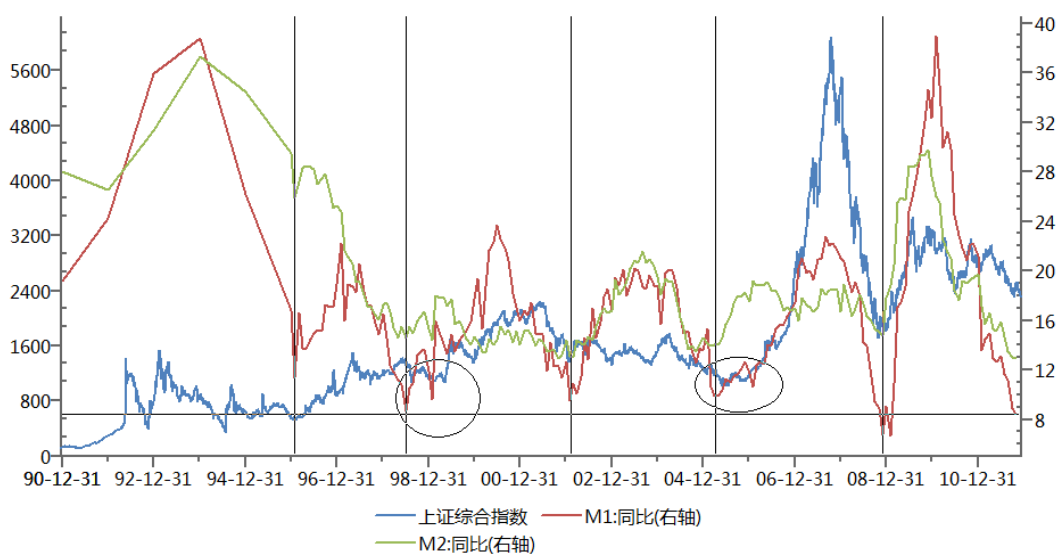
由此，如果后期欧债危机以及中东局势相对平缓而非恶化以及国际板不快速展开，则股市有望在数月之内(1 季度)M1 拐点到来之际出现好转；反之，则可能再滞后 2-3 个月。因此，未来一段时间将以反复筑底的形式来演绎，适宜以审慎乐观的操作心态来对待当下市场。

表 8：目前市场与 2008、2005 年时的估值低位比较

板块名称	个数	市盈率最新	市盈率 20081031	市盈率 20050720	市净率最新	市净率 20081031	市净率 20050720	总市值	流通市值
全部 A 股	2306	13.67	13.36	18.7	2.04	1.97	1.59	227622	172988
上证 180	180	10.01	12.52	12.74	1.7	2.06	1.74	114502	97156
非金融类	2201	18.94	15.05	18.52	2.35	1.94	1.56	173871	132126
中小板	639	29.93	16.2	24.65	3.39	2.2	2.6	30266	15976
创业板	276	40.13			3.25			8184	2718

数据源自 WIND，东北证券

图 1：M1 与股市关系密切、偶有小幅的时间背离



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND, 东北证券

表 9:96、98、02、05、09 年历次股市底部对应的M1 增速

指标名称	M1:同比
2009-01-31	6.68
1998-06-30	8.70
2005-03-31	9.90
2002-03-31	10.10
1996-01-31	11.40

数据源自 WIND, 东北证券

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。