

反弹高度受政策预期制约、底部仍需确认

A 股周策略报告

2011 年 12 月 19 日

主要观点:

➤ 恐慌情绪释放、周期股领跌

- 受经济增速回落、流动性改善低于预期、市场供需失衡等因素影响，股指持续弱势，破位下跌后，部分资金被动平仓止损市场出现恐慌情绪，有色、化工、采掘等周期股领跌。周五，市场受周末政策预期带动出现大幅反弹。

➤ 流动性拐点虽有待确认、但向好趋势不变

- 从当前经济以及市场层面资金价格情况看，市场流动性处于相对温和的状态，并未出现资金过度紧张导致较为敏感的银行间拆借利率的上升，以及实体经济中反应企业信贷供需状况的票据市场利率波动，反应投资者情绪的国债市场利率也是持续回落。因此，从经济层面看，当前市场流动性已经出现较为明显的改善。
- 资金供给的绝对数量角度看，流动性拐点仍有待确认。从 M1 增速看，随着票据融资规模以及企业中长期贷款角度看，随着年初资金需求的上升以及信贷适度投放，M1 同比增速拐点有望在一季度形成。企业信贷需求自 5 月份以来的持续压制已经得到一定程度上的释放，而中长期贷款以及票据融资需求的增加均表明信贷投放的好转。
- 从资金供需平衡角度看，当前资金存在外流的压力，境内资金供需失衡风险存在，存款准备金率下调将进一步明确市场资金供给改善，市场流动性在数量上的根本好转。

➤ 市场过度发挥融资功能，需要长期价值投资增量资金

- 当前市场发行节奏虽然仍在延续，但市场的融资总量以及发行市盈率已经出现回落，符合市场底部融资困难的特征。引导长期资金入市以及强制上市公司分红等政策，具有长期利好作用，但短期减缓新股发行节奏仍是市场主要关注点。

➤ 短期股指运行及投资策略：反弹高度受政策预期制约、反弹后仍需确认底部

- 中央经济工作会议结束后，政策调控方向已经明确，政策也将有的放矢，且发挥空间较大，对市场的影响也较为明显，市场仍然期待政策的具体落实。因此，股指在缺乏经济超预期表现以及估值底部时，更关注政策导向。股指在缺乏政策层面的有利支撑下，反弹高度受到制约，底部仍有待进一步确认。
- 投资策略上，反弹过程中仍不适宜追涨，操作上也不宜过度激进，低吸为主，等待政策层面进一步明确。投资方向上，关注保障房、水利建设、节能减排以及消费领域为主，同时兼顾业绩与估值的相对平衡，以价值投资理念为主。

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

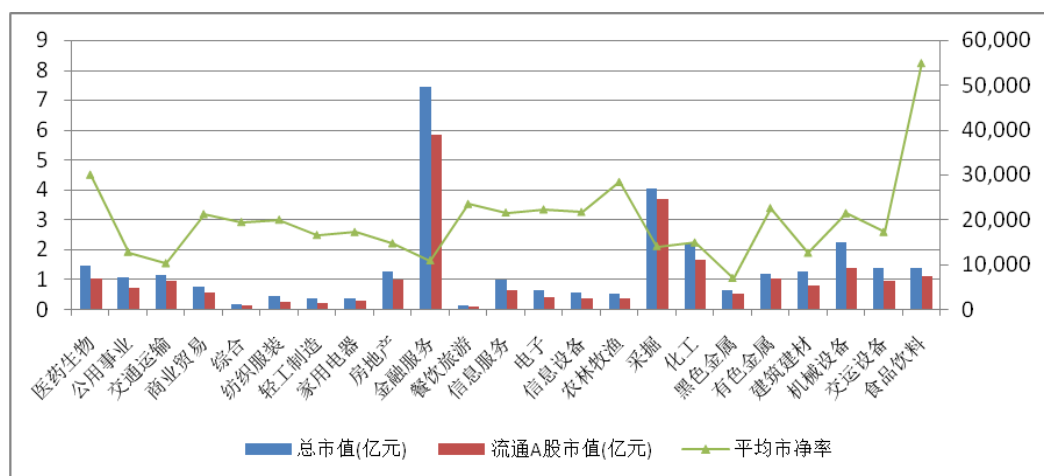
一、一周市场概述：股指破位下跌，恐慌情绪持续释放

上周股指在跌破 2300 点后，连续调控下跌，连创年内新低，市场恐慌情绪持续释放。周一，股指在前期跌破 2307 点低点后，在 2300 点附近震荡，而且成交量也极度萎缩，市场表现出惜售情绪，中央政治局会议也强调了实施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，而对于房地产仍然坚定调控政策，并表示房价回归合理，受此影响地产板块大幅下跌后，股指震荡下挫。周二，股指延续弱势，低开后震荡下挫，大幅下跌，成交量也出现三成多的增加，市场恐慌情绪出现，虽然中央经济工作会议召开，但对于经济以及市场流动性的向好并不认同。周三，股指调控低开后，虽有短暂反弹，但随后延续大幅下跌，市场情绪低迷，恐慌情绪蔓延，虽然消息面上传出银监会推迟实施新监管标准，银行资本压力得到缓解以及 RQFII 投资 A 股的政策落实，最快将于年底推出，但是市场对于人民币的异常表现以及背后可能存在的资金大幅外流的担忧情绪未能缓解，导致投资者对于市场流动性的担忧加剧，股指的大幅下跌。周四，受外围市场以及国内市场的持续弱势影响，股指再度跳空低开，大幅下跌，成交量放大，市场恐慌情绪仍在释放，货币供应数据显示，11 月 M1 以及 M2 均出现大幅下降，此外企业中长期贷款也出现大幅下降，表明经济活跃度的下行，以及经济的回落的迹象明显。虽然经济工作会议指出经济的“稳中求进”，但经济在缺少地产投资的支撑下，以消费为主的经济稳定存在不确定性。周五，股指在经历持续跳空向下后，出现低位震荡企稳的迹象，午后在银行、地产等权重股带领下出现快速反弹。

截止上周五，上证综指收于 2224.84 点，股指在周五盘中最低点达到 2170 点，全周下跌 3.91%，深成指跌 4.20%，创业板指全周下跌 2.51%，上证综指连续六周下跌，股指在持续下跌过程中做空动能以及恐慌情绪得到释放。

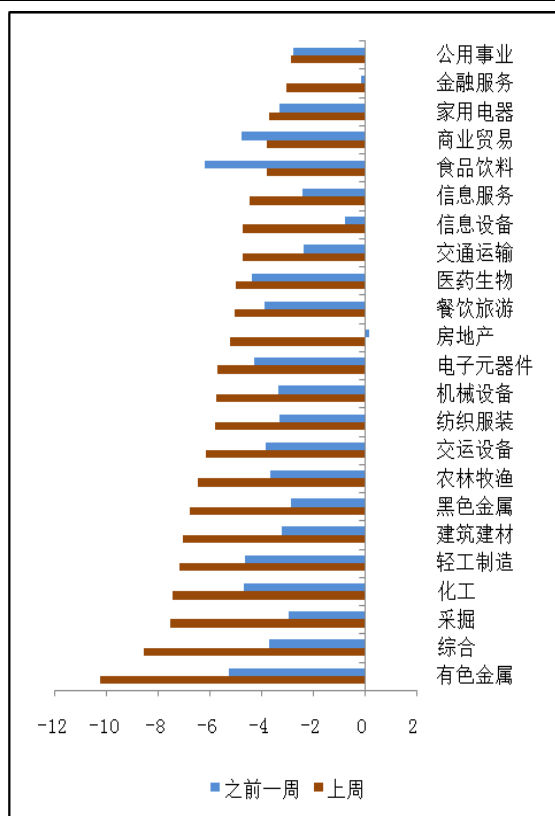
盘面上，上周市场整体以下跌为主，之前跌幅较小的金融服务、房地产板块也出现下跌，有色、采掘、化工、建筑建材、黑色金属等周期性板块跌幅居前，有色行业跌幅超过 10%，而公用事业跌幅相对最小也达到了 2.9%。风格指数方面，创业板指跌幅相对较小，但高市盈率、小盘指数以及亏损类跌幅居前，上证 50、绩优股具有一定相对收益。

表 1、行业规模及估值状态



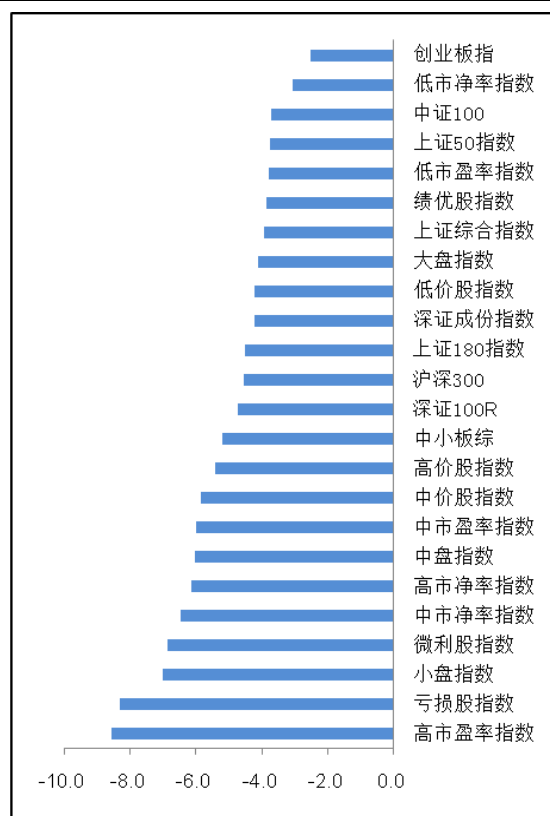
数据来源：WIND，东北证券

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、流动性拐点虽有待确认、但向好趋势不变

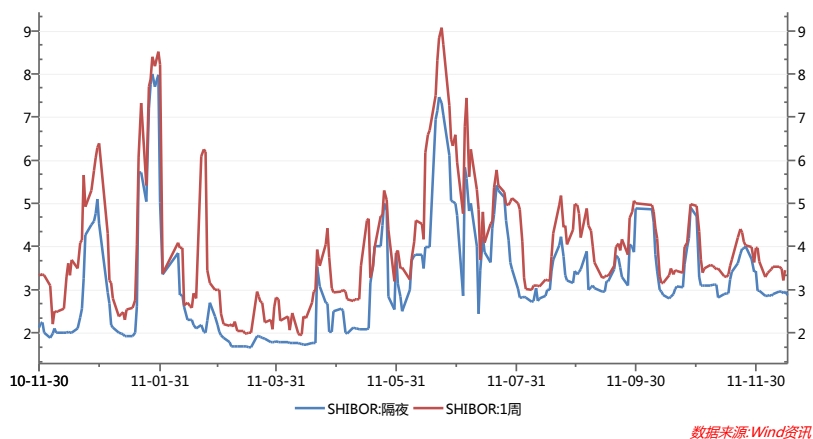
流动性改善的方向以及力度仍然是当前投资者对于市场以及经济层面的重要担忧因素，从资金市场利率角度看，从银行间拆借利率、票据市场利率以及国债利率均出现显著回落，且各资金市场利率均处于相对低位。从当前经济以及市场层面资金价格情况看，市场流动性处于相对温和的状态，并未出现资金过度紧张导致较为敏感的银行间拆借利率的上升，以及实体经济中反应企业信贷供需状况的票据市场利率波动，反应投资者情绪的国债市场利率也是持续回落。因此，从经济层面看，当前市场流动性已经出现较为明显的改善。

从投资者角度看，更关注资金供给的绝对数量。首先，全年信贷投放低于预期目标，预计 2011 年全年信贷投放规模在 7.4 万亿元左右，11 月以及 12 月信贷规模或将均低于 10 月水平。但是从信贷投放结构看，10 月份非金融性公司中长期贷款大幅增加，虽然 11 月为 813 亿元，但 10 月份 2370 亿元的规模表明对于企业信贷的支持，票据融资新增额由 10 月份的 701 亿元增加到 11 月份的 360 亿元，企业信贷需求自 5 月份以来的持续压制已经得到一定程度上的释放，而中长期贷款以及票据融资需求的增加均表明信贷投放的好转。但受到信贷规模总量的限制，当前信贷的释放仍然较为温和。

其次，货币供应量的低位增长，M1 单月增速继续回落，已连续三个月增速落至 10% 下方，且增速持续回落，表明经济以及企业活跃度的明显回落，资金周转效率下降，货币乘数降低。从 M1 增速看，随着票据融资规模以及企业中长期贷款角度看，随着年初资金需求的上升以及信贷适度投放，M1 同比增速拐点有望在一季度形成。

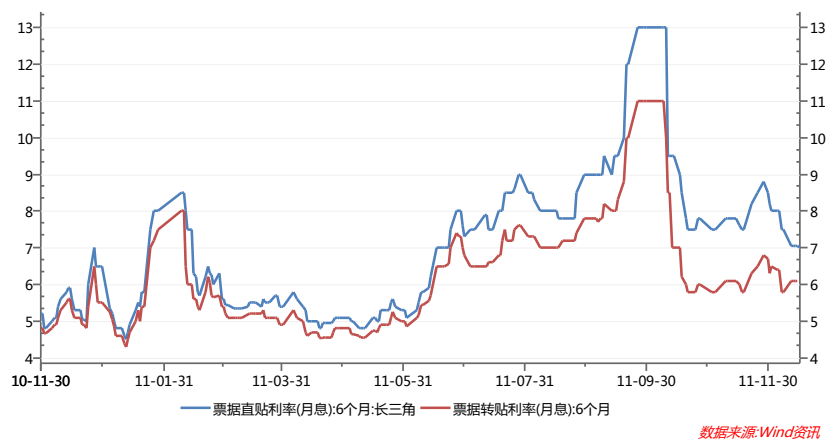
此外，在货币政策归回合理的过程中，存款准备金率的下调空间依然较大，尤其是近期投资者对于国内经济回落的担忧，人民币贬值预期上升，国内企业以及个人结汇意愿下降，资本外流的迹象较为明显，直接影响到当前市场流动性的供需平衡，尤其是10月外汇占款的减少以及11月外币贷款的下降表明海外资金流向国内的动力较弱。从资金供需平衡角度看，当前资金存在外流的压力，境内资金供需失衡风险存在，存款准备金率下调将进一步明确市场资金供给改善，市场流动性在数量上的根本好转。

图 3、银行间拆借利率保持相对低位



数据来源: WIND, 东北证券

图 4、票据利率保持低位稳定



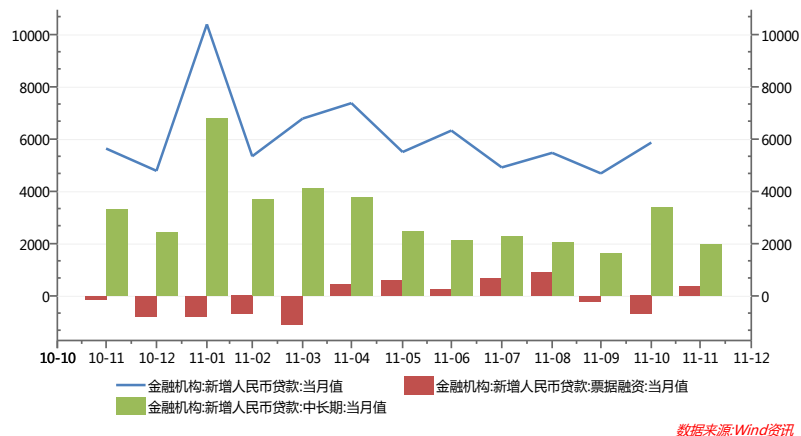
数据来源: WIND, 东北证券

图 5、国债到期收益率持续回落



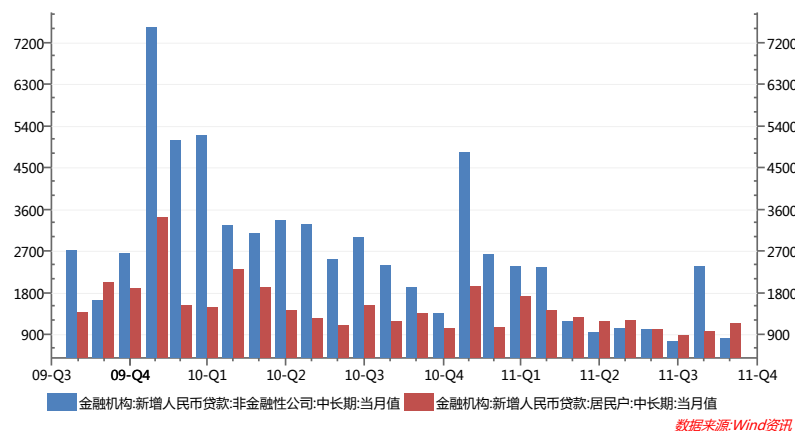
数据来源: WIND, 东北证券

图 6、信贷规模稳定释放、新增贷款中票据融资显著增加



数据来源: WIND, 东北证券

图 7、10 月公司中长期款显著增加、11 月居民中长期带快上升



数据来源: WIND, 东北证券

表 2、贸易顺差下降，外汇占款低增长，促使存款准备金率的下调

	外汇占款增减额（亿元）	贸易顺差:当月值（亿美元）	实际利用外资金额:当月值（亿美元）
2009-11	2542.9	189.7	70.2
2009-12	2909.5	183.9	121.4
2010-01	2981.7	139.6	81.3
2010-02	1795.0	73.4	59.0
2010-03	2701.5	-74.1	94.2
2010-04	2863.1	14.1	73.5
2010-05	1315.6	194.5	81.3
2010-06	1171.5	201.9	125.1
2010-07	1997.5	285.4	69.2
2010-08	2429.8	197.6	76.0
2010-09	2895.7	165.6	83.8
2010-10	5301.8	268.1	76.6
2010-11	3196.4	222.9	97.0
2010-12	4033.2	126.1	140.3
2011-01	5016.5	58.5	100.3
2011-02	2145.2	-78.0	78.0
2011-03	4079.1	-1.6	125.2
2011-04	3107.2	112.7	84.6
2011-05	3764.1	130.0	92.3
2011-06	2773.3	222.1	128.6
2011-07	2195.6	303.9	83.0
2011-08	3769.4	177.6	84.5
2011-09	2472.6	144.8	90.5
2011-10	-248.9	170.3	83.3
2011-11		145.3	87.6

数据来源：WIND, 东北证券

三、市场过度发挥融资功能，需要长期价值投资增量资金

股指持续回落也受到市场的供需关系影响，新股尤其是大盘股的大量发行导致投资者对于当前市场重融资轻回报现象的担忧。证券市场在经济增速回落以及供需失衡的双重制约下，表现持续弱势格局，而从历史经验看，在股指的弱市中，也不利于发挥市场的融资功能，08 年年末至 09 年一季度新股发行就曾出现暂停。

当前市场发行节奏虽然仍在延续，但市场的融资总量以及发行市盈率已经出现回落，符合市场底部融资困难的特征。从市场角度看，新股发行节奏的进一步放缓对于市场人气的恢复效果或将更为明显。

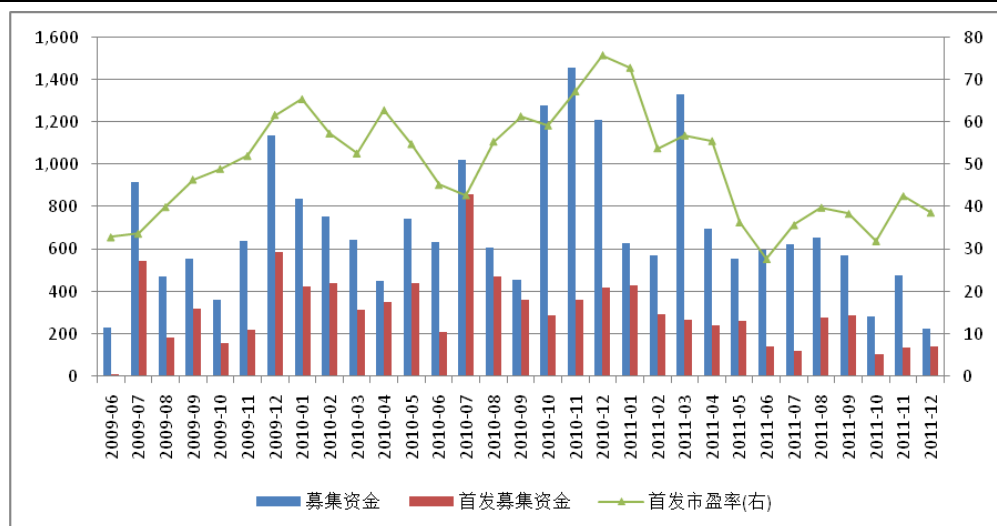
从中长期看，证券市场的直接融资功能难以替代，而市场同时需要价值投资的长期资金。目前，证监会也正着手这方面工作，证监会将与有关部门沟通对基本养老保险及全国住房公积金余额进行合理运用的途径，建议借鉴社保基金经验，委托专业机构进行投资，此外，RQFII 以及加快 QFII 的审批等，均有利于市场增量资金的进入。未来，随着上市公司分红制度的逐步完善，更有利于吸引长期价值投资资金的介入。因此，市场也将在供需平衡的过程中，逐步实现价值回归的过程。

表 3、证券场所发挥的融资功能

月份(单位: 亿元)	募集资金	首发募集资金	首发市盈率	公开增发募集资金	定向增发募集资金	配股募集资金	可转债募集资金	可分离转债存债募集资金	公司债募集资金
2011-12	226.7	139.8	38.7	0.0	78.8	8.0	0.0	0.0	51.0
2011-11	474.8	135.5	42.6	185.5	128.0	--	0.0	0.0	182.0
2011-10	285.7	106.6	32.0	0.0	170.0	9.0	0.0	0.0	17.0
2011-09	572.7	289.3	38.4	0.0	283.4	--	0.0	0.0	45.5
2011-08	653.3	276.5	39.9	0.0	376.8	--	94.5	0.0	198.8
2011-07	626.6	122.8	35.8	36.1	467.8	--	23.5	0.0	171.4
2011-06	598.7	143.8	27.7	0.0	279.3	175.6	0.0	0.0	86.0
2011-05	557.0	264.4	36.4	0.0	289.3	3.3	0.0	0.0	248.5
2011-04	699.6	239.6	55.6	6.9	422.8	30.3	0.0	0.0	30.0
2011-03	1,331.6	268.6	56.9	25.3	177.5	83.5	21.0	0.0	95.0
2011-02	570.4	296.3	53.9	0.0	268.0	6.1	233.0	0.0	0.0
2011-01	627.2	431.9	72.9	35.1	103.1	57.1	41.2	0.0	50.0
2010-12	1,213.5	420.6	75.9	95.7	641.4	55.8	0.0	0.0	65.0
2010-11	1,459.3	361.2	67.4	10.0	257.8	830.3	16.0	0.0	0.0
2010-10	1,282.1	290.2	59.3	187.1	798.7	6.1	11.3	0.0	80.0
2010-09	454.3	359.8	61.5	3.6	90.9	--	0.0	0.0	5.0
2010-08	606.1	469.7	55.5	37.0	82.9	16.4	256.3	0.0	0.0
2010-07	1,022.5	859.6	42.8	0.0	133.9	28.9	20.0	0.0	0.0

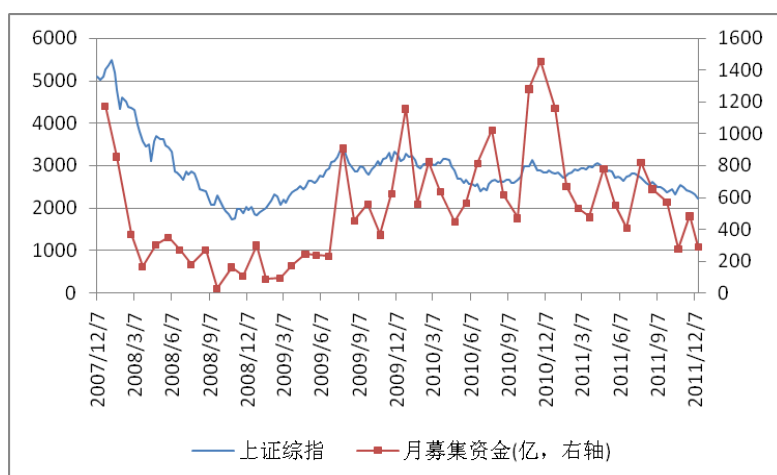
数据来源: WIND, 东北证券

图 8、市场融资规模与手法市盈率均有所回落



数据来源: WIND, 东北证券

图 9、市场融资功能随股指下跌而下降



数据来源：WIND, 东北证券

表 4、我国公募基金发行情况

	发行份额 (亿)	当前规模 (亿)
1998	100.00	88.72
1999	370.00	342.84
2000	0.00	0.00
2001	157.26	237.20
2002	696.34	696.34
2003	631.17	1115.26
2004	1380.51	1990.02
2005	699.32	2190.41
2006	3566.70	3473.26
2007	6494.02	3765.37
2008	1999.83	1149.43
2009	4362.67	2075.58
2010	3400.86	2189.35
2011	2881.25	2512.13
合计	26739.94	21825.91

数据来源：WIND, 东北证券

五、短期股指运行及投资策略：反弹高度受政策预期制约、反弹后仍需确认底部

股指在经历连续跳空下跌后，周五午后出现大幅反弹，股指反弹一方面存在超跌反弹的内在需求，另一方面也是投资者对于周末利好政策的预期，从消息面上看，近期关于引导长期价值投资资金入市报道较多，而投资者预期的以存款准备金率下调为主的货币政策并未出现。从货币政策走向看，在贸易顺差下降以及人民币贬值预期下，境内资金外流，并导致外汇占款下降、外汇储备减少等，国内货币供需平衡需求下，存款准备金率存在进一步下调的空间和必要性，但货币政策的时间点难以把握。

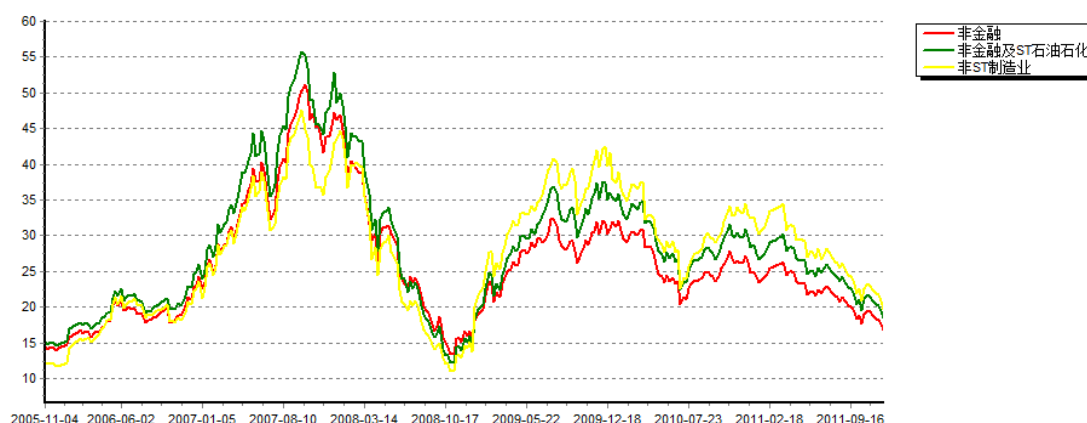
在产业政策方面，发改委工作会议更具有指导意义，一方面，保持经济平稳较快发展成为会议主基调，也符合中央经济工作会议核心，在稳增长的过程中，扩内需是政策重点，主要路径是：促进消费需求持续

增长；保持合理投资规模；加强煤电油气运的运行调节，为扩内需提供有力支撑。另一方面，从2012年主要投资方向上看，首先要优先保障国家重点续建项目尤其是收尾工程，确保按时竣工投产。其次，加大对保障性安居工程、教育、卫生、水利等方面的投入力度，重点支持“三农”、节能减排、社会事业和社会管理等领域的基础设施建设。由此可见，明年投资重点领域中保障房、水利建设、节能减排将是重点，此外，消费以及煤电油运领域也将是政策关注重点。

在中央经济工作会议结束后，相关政策调控方向已经明确，政策也将有的放矢，且发挥空间较大，对市场的影响也较为明显，市场仍然期待政策的具体落实，因此，股指在缺乏经济超预期表现以及估值底部时，更关注政策导向。股指在缺乏政策层面的有利支撑下，反弹高度受到制约，底部仍有待进一步确认。

投资策略上，反弹过程中仍不适宜追涨，操作上也不宜过度激进，低吸为主，等待政策层面进一步明确后再加大操作力度更为合理。投资方向上，关注保障房、水利建设、节能减排以及消费领域为主，同时兼顾业绩与估值的相对平衡，以价值投资理念为主。

图 10、非金融类估值状况



数据来源：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。