

2012 年 1 月 4 日

企盼“开门红”

——市场周报第 45 期

相关研究

《企稳 收官——市场周报第 44 期》2011/12/26

《筑底之艰险——市场周报第 43 期》2011/12/19

《地量复地量 耐心再耐心——市场周报第 42 期》2011/12/12

《遥知朔漠多风雪 更待江南半月春——市场周报第 41 期》2011/12/05

《等待——市场周报第 40 期》2011/11/28

《风雨送春归 飞雪迎春到——市场周报第 39 期》2011/11/21

《调整后延续反弹——市场周报第 38 期》2011/11/14

《好风凭借力——市场周报第 37 期》2011/11/07

《愈见娇妍——市场周报第 36 期》2011/10/31

《冰火两重天——市场周报第 35 期》2011/10/24

《一线阳光穿出——市场周报第 34 期》2011/10/17

证券分析师

李筱璇 A0230511040044

lixix@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：

I 上周上证综指、深成指、沪深 300、中小板综指和创业板综指的跌幅分别为 0.24%、0.64%、0.57%、2.07%和 4.51%。

I 短线酝酿小幅超跌反弹，有望“开门红”。1) 从 11 月 15 日 2534.06 点到 12 月 28 日 2134.02 点，指数连续单边下跌 400 点，跌幅近 16%，而个股跌幅更大，股指已至周 K 线和日 K 线的下降通道下轨，有技术性超跌反弹要求；2) 随着前期单边下跌，悲观情绪宣泄，特别是补跌过后高估品种的估值下降，风险有所释放，极度悲观的情绪在逐渐修复，从完全无抵抗的单边下跌到屡次探底企稳，显示下方有了承接力量，连续 7 根周阴线后年末最后一周收出红十字星；3) 节日期间，不论重返 50 的 PMI，还是普涨的外围市场，都相对正面；4) 年末资金面紧张，货币利率飙升，节后预计有所回落，当然春节的资金需求依然较大；5) 1 月份交易日不连贯，加上春节因素，市场观望氛围可能依然较浓，量能不济仍是市场上行最大制约，近期 2300 点恐难逾越。

I 周报回顾、反思与展望。1) 市场周报旨在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。我们主要观察与判断指数层面股票估值的分子（盈利预期）和分母（预期收益率）的变动。基本关注点是两个：经济/盈利和经济/盈利预期差、流动性，此外是事件因素和市场情绪，以及技术面因素。2) 整体来看，前三季度我们对市场趋势和节奏的把握基本正确，其实我们在年初的逻辑和判断基本可以贯穿全年，即分子向下，分母向上。3) 三季度末我们认为通胀、流动性和政策都正在走过拐点，判断先债后股，但股市反弹的幅度和持续性低于我们预期，我们的主要失误在于对市场预期和情绪恶化估计不足，经济下行的确认加速了盈利预期的悲观化，而市场情绪恶化又使得 10 月份下行的风险溢价再度回升，最后两个月市场再度表现为系统性风险的释放。4) 长期来看，我们仍然认为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，可能很长一段时间都不具备反转条件。我们暂维持对转型期市场的基本判断：中国经济转型的机遇大于风险，转型的上半场可能系统性风险与结构性机会并存，但下半场，资本市场终将全面分享到中国经济走向可持续科学发展之路的喜悦，当然这首先依赖于市场预期回归理性（《敢为天下先 广东再探路——“十二五”经济转型之区域篇》2011/1/27）。经济转型带来的首先是风险，结构调整和经济转型的长期性和艰巨性将逐渐被市场认识；如果增长方式转变，调控路径转变，经济和股市的驱动因素相应变化，结构性机会的寻找逻辑也需要不断调整和修正。

I 本周上证指数核心波动区间判断（2170，2280）。

目 录

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 年度回顾、反思与展望 3

1.4 后市展望：2170-2280 9

2. 货币/债券市场概览..... 11

2.1 公开市场 11

2.2 货币市场 12

2.3 利率/信用市场 13

3. 期货市场概览 14

3.1 商品 14

3.2 股指期货 16

4. 周边及海外市场概览 17

4.1 亚洲 17

4.2 美国 18

4.3 欧洲 19

4.4 货币及其它 20

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跌幅分别为 0.24%、0.64%、0.57%、2.07%和 4.51%。两市成交量 3860.4 亿元，环比萎缩 18.64%。

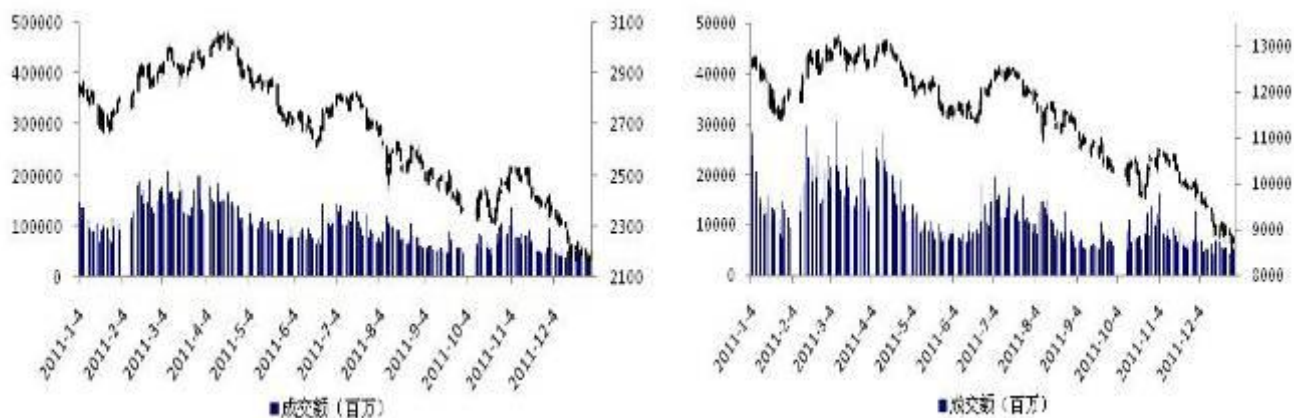
表 1：一周市场特征：探底企稳反弹

		周一	周二	周三	周四	周五
当日走势		低开冲高遇阻回落	震荡探底	探底反弹	企稳整理	小幅反弹
指数点位	上证综指	2190.11	2166.2	2170.01	2173.56	2199.42
	深证成指	8876.19	8711.55	8739.73	8781.32	8918.82
	沪深300	2335.7	2305.03	2307.93	2311.36	2345.74
日收益率	上证综指	-0.67%	-1.09%	0.18%	0.16%	1.19%
	深证成指	-1.12%	-1.85%	0.32%	0.48%	1.57%
	沪深300	-0.99%	-1.31%	0.13%	0.15%	1.49%
成交量	上证综指	364.03	374	400.07	359.9	426.99
	深证成指	358.11	401.2	408.12	356.91	411.04
	沪深300	250.33	267.77	288.39	268.82	323.63
行业	领涨	黑色金属 1.56% 农林牧渔 0.91% 餐饮旅游 0.13%	金融服务 -0.11% 黑色金属 -1.01% 采掘 -1.17%	黑色金属 1.41% 有色金属 0.81% 采掘 0.55%	餐饮旅游 1.27% 食品饮料 1.16% 交运设备 1.10%	有色金属 2.75% 农林牧渔 2.22% 房地产 2.11%
	领跌	食品饮料 -2.44% 医药生物 -1.37% 综合 -1.25%	餐饮旅游 -3.36% 食品饮料 -3.17% 信息服务 -3.11%	农林牧渔 -1.75% 医药生物 -1.12% 轻工制造 -1.03%	有色金属 -0.70% 黑色金属 -0.40% 交通运输 -0.32%	黑色金属 0.95% 交通运输 1.14% 医药生物 1.19%
	风格	领涨	低PB/低PE/大盘	大盘/绩优/微利	配股/绩优/中PB	新股/中盘/高PB
热点	领涨	钢铁, 农业	活跃/新股/小盘	新股/活跃/亏损	活跃/亏损/微利	低价/低PB/微利
	领跌	活跃/绩优/新股	活跃/新股/小盘	新股/活跃/亏损	活跃/亏损/微利	低价/低PB/微利
	热点	钢铁, 农业	个股普跌, 热点凌乱	燃气, 券商	消费	房地产, 有色
个股	涨/平/跌	645/216/1540	157/108/2134	797/184/1420	977/237/1080	2175/117/112
	涨停	9/0: 汇源通信, 高鸿股份	2/2: 高新发展, 杰赛科技	4/4: 香江控股, 兴业证券	6/6: 三泰电子, 光正钢构	7/11: 江粉磁材, 新时达
	跌停	7: 亚星锚链, 开元投资	34: 福建南纸, 三毛派神	6: 苏州固锟, 丹化科技	4: 苏宁环球, 现代投资	2: 蓝帆股份, 长航凤凰
重要事件		住建部: 保证首套房贷 加快城市轨道交通建设; 李克强: 千方百计建设保障房; 财政部: 明年继续结构性减税 加大民生投入; 铁道部: 明年基建投资 4000亿 明显少于今年; 国务院: 加快发展我国下一代互联网产业; 周小川: 金融机构要降低	人民币对美元即期汇价创历史新高, 今年以来人民币对美元中间价升值近 5%; 一揽子中小企业扶持政策明年上半年将出台, 工信部明年把稳增长放在突出位置, 争取工业增加值增长 11%左右; 明年部分上市银行仍存再融资压力, 整体股权融资	天然气价格形成机制改革在两广试点; 李克强: 发挥好积极财政政策的作用; 明年将调整消费税范围和税率; 尚福林: 确保信贷资金流入实体经济; 前 11 月规模以上工业企业利润同比增 24.4%	农村工作会议闭幕 强调促进农业科技创新; 张平: 不断增强转变发展方式动力; 国资委拟出台四项央企绩效考核配套政策; 国务院要求 推动高铁科学安全可持续发展 发改委: 促进中部崛起工作面临重大调整;	不足 80% 今年 IPO 过会率创四年新低; 首批 RQFII 基金产品获批; 今年五项社会保险基金总收入预计同比增逾二成 今年我国社保基金总收入将达 2.35 万亿元; 外商投资产业指导目录不鼓励汽车整车制造、多晶硅、煤化工等项目

资料来源：申万研究

图 1：上证综指

图 2：深证成指



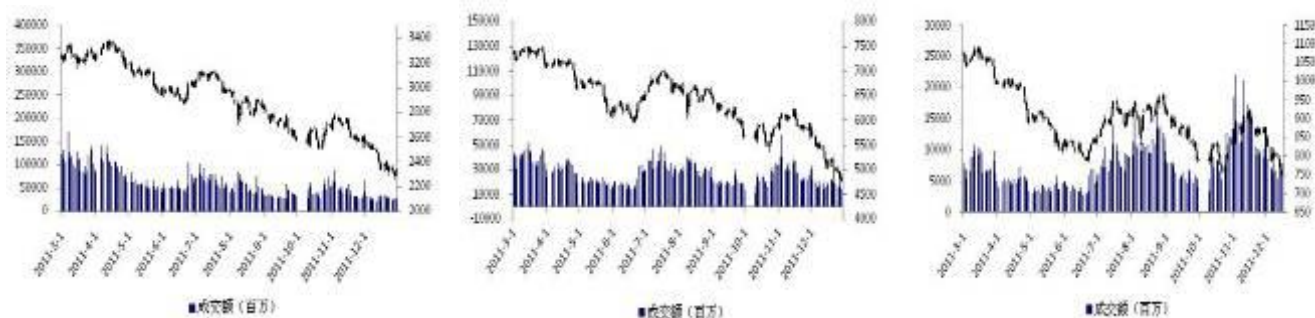
资料来源：Wind，申万研究

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



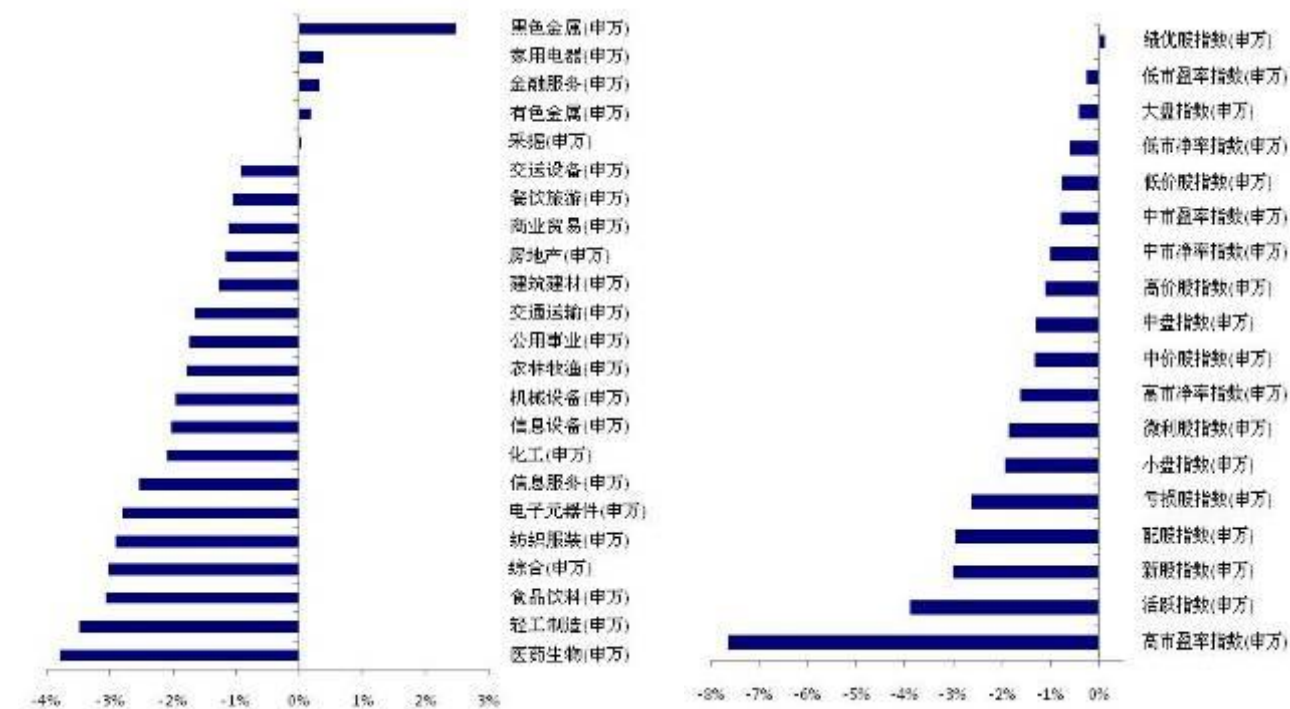
资料来源：Wind，申万研究

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



资料来源: Wind, 申万研究

资料来源: Wind, 申万研究

1.2 一周见闻与思考

节日期间主要信息:

PMI 重归荣枯线之上。12 月 PMI 为 50.3%，比上月提升 1.3 个百分点。申万宏观认为：虽然本月回升幅度明显高于历史平均水平，比如 2005-2010 年平均环比提升 0.35 个百分点，但这是在上月超季节性大幅回落的情况下出现的，因此很难仅凭一个月走势就判断经济止跌企稳，至少在目前房地产投资和出口的最低点还未出现。从企业被动去库存的角度看，未来数月经济增速还将继续下滑。

胡锦涛新年致辞：转方式、抓改革、促民生。1 月 1 日，全国政协在北京举行新年茶话会，胡锦涛发表重要讲话。他强调，我们必须坚定信心、攻坚克难、开拓前进，始终不渝坚持中国特色社会主义道路、中国特色社会主义理论体系、中国特色社会主义制度，信心百倍向着既定目标不断前进，奋力攻克经济社会发展中的难关，坚决战胜国内外各种风险挑战，努力在转变经济发展方式上取得新进展、在深化改革开放上取得新突破、在改善民生上取得新成效，不断把党和国家各项事业推向前进。

温家宝新年调研：稳中求进，有紧有松，有保有压。1 月 1 日至 2 日，温家宝赴湖南省湘潭市、株洲市，深入企业、建筑工地、居民社区和农贸市场调研。关于货币政策，他指出：中央已经明确实行稳健的货币政策，并因时因势进行预调微调，要有紧有松，有保有压。资金供给有一个结构性问题，不能一般的谈贷款多还是少、货币

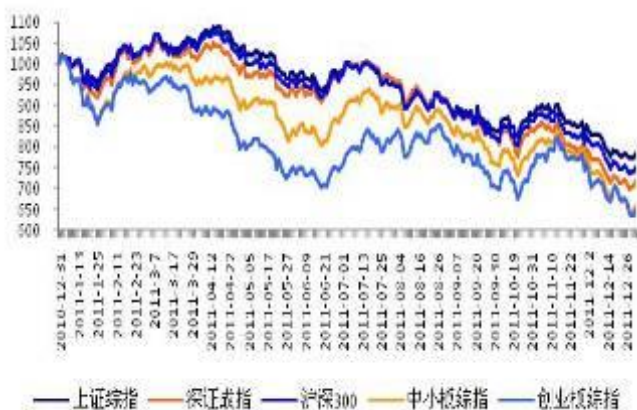
流动性大还是小，必须深入行业和企业分析，逐一解决问题。关键是钱要用对地方。**支持实体经济，支持结构调整，是中央确定的方针。**要保国家重点项目，保在建续建项目，压缩产能过剩行业，压缩高污染、高耗能 and 重复建设。这里我要强调，稳中求进的稳不是不动，而是要**稳定增长**，保持物价总水平基本稳定，促进社会和谐稳定，**同时还要实现结构调整和经济发展方式转变的进步、技术改造的进步、管理和效益的进步、改革开放的新突破。**这才是稳中求进。扩大内需，实际包括两个方面，重点是消费需求，但也包括投资需求。投资需求一定要重视结构，绝不能再搞产能过剩行业，搞一哄而起，必须在科学论证基础上把好投资关。

郭树清：对中国股市要有信心。郭树清在 12 月 31 日中国人民大学举行的“2011 年中国金融学科终身成就奖颁奖典礼暨中国金融学科发展论坛”上致辞，1) 中国实体经济中最优秀的企业相当一部分已经上市，还有一部分会继续上市，应该对市场有信心；2) 不存在救市这个概念，市场有它自己的运行规律；3) 资本主义经济危机是很常见的，不确定性永远存在，我们不要过分强调国际环境的不确定性；4) 我国面临的金融问题还很多，最突出的是实体经济中最需要资金的地方仍很难得到资金。

1.3 年度回顾、反思与展望

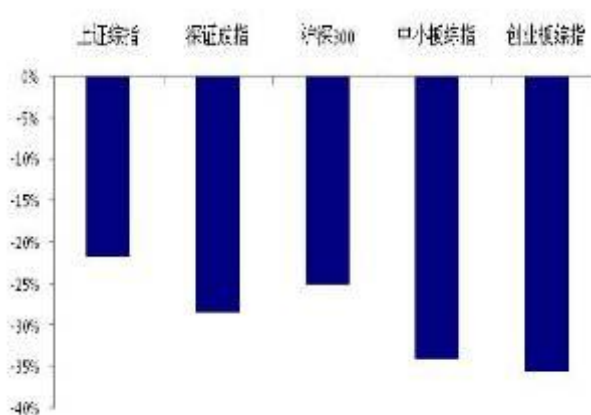
1.3.1 2011 年 A 股市场简要回顾

图 10：年度各指数走势（2010 年 12 月 31 日为基期）



资料来源：Wind，申万研究

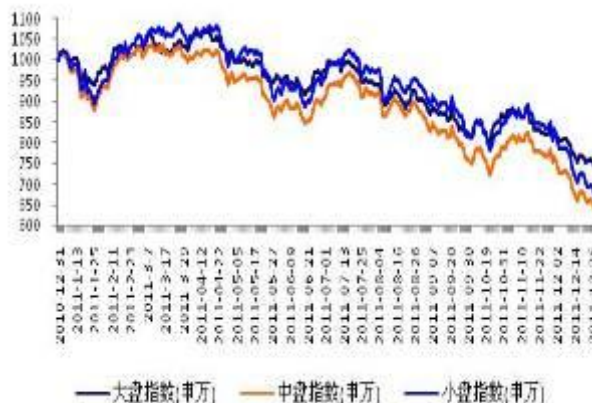
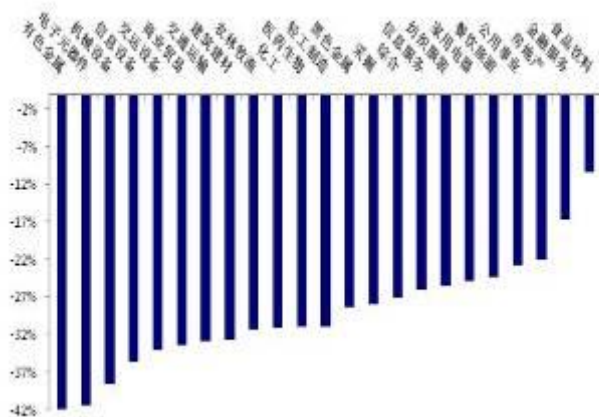
图 11：年度各指数涨跌幅



资料来源：Wind，申万研究

图 12：一级行业全线下跌

图 13：风格：中盘最差，大盘较稳



资料来源：Wind，申万研究。

资料来源：Wind，申万研究。

表 2：个股涨跌幅榜

涨幅前十名			跌幅前十名		
代码	名称	涨幅%	代码	名称	跌幅%
000620.SZ	新华联	209.6035	002362.SZ	汉王科技	-73.2009
000750.SZ	国海证券	204.7836	300055.SZ	万邦达	-71.5924
600340.SH	华夏幸福	194.3531	002384.SZ	东山精密	-69.1869
600645.SH	ST 中源	142.9638	000972.SZ	新中基	-68.6301
000981.SZ	ST 兰光	118.6737	600707.SH	彩虹股份	-66.4749
000587.SZ	ST 金叶	111.6372	300150.SZ	世纪瑞尔	-65.6006
600633.SH	浙报传媒	98.0769	600146.SH	大元股份	-65.1934
000719.SZ	大地传媒	94.7411	300107.SZ	建新股份	-64.5044
000035.SZ	*ST 科健	83.3832	002106.SZ	莱宝高科	-64.4243
600637.SH	百视通	79.5943	002202.SZ	金风科技	-64.2587

资料来源：Wind，申万研究

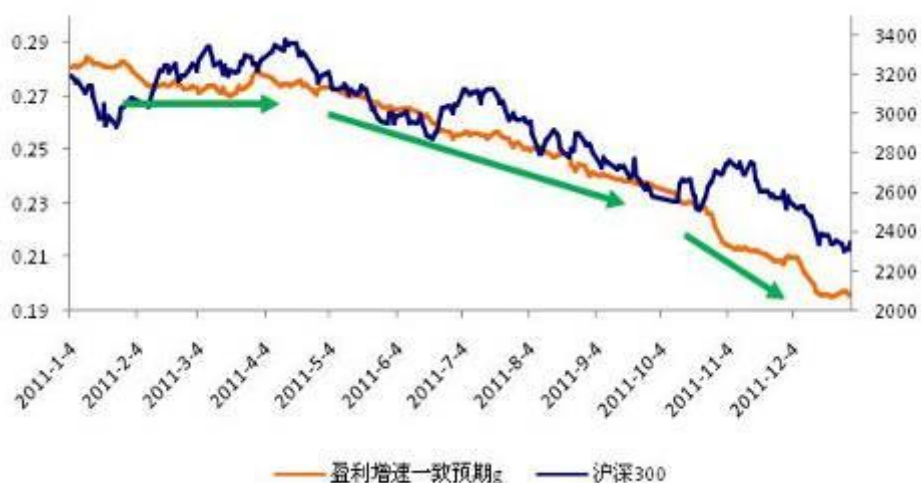
1.3.2 2011 年周报回顾与反思

“市场周报”自去年春节后开始，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。

我们主要观察与判断指数层面股票估值的分子（盈利预期）和分母（预期收益率）的变动。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。

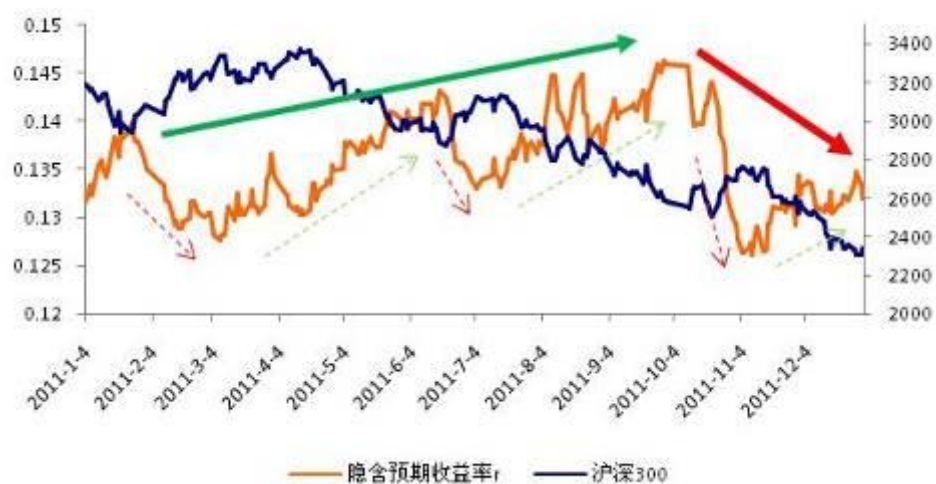
整体来看，前三季度我们对市场趋势和节奏的把握基本正确，其实**我们在年初的逻辑和判断基本可以贯穿全年，即分子向下，分母向上**（关于前三季度的回顾与反思详见市场周报第 34 期《一线阳光穿云出》，此处不再赘述，本期我们重点反思四季度的失误）。

图 14：分子趋势性向下，且斜率不断陡峭



资料来源：朝阳永续，申万研究

图 15：分母趋势性向上，三次阶段性下行推动三波小反弹

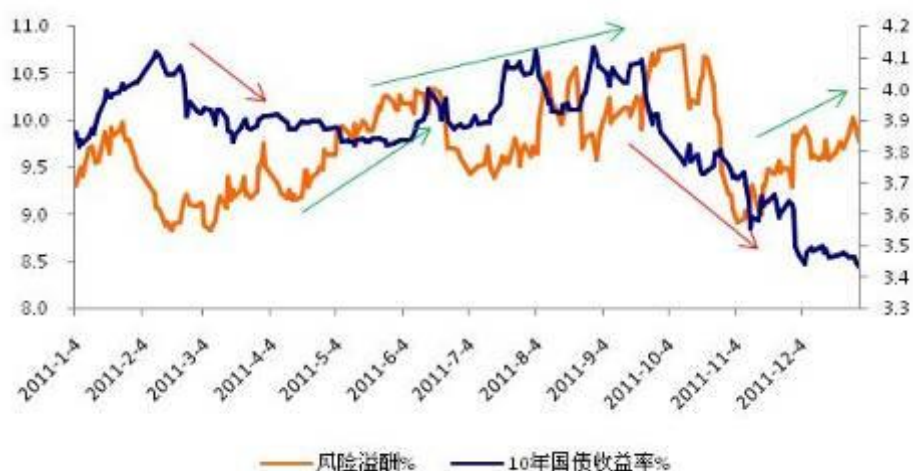


资料来源：朝阳永续，申万研究

四季度我们判断先债后股，股市会迎来阶段性反弹，“通胀、流动性和政策都正在走过拐点”，“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”，即尽管分子仍向下，但分母会改善。现在看来，通胀、流动性和政策确实在四季度走过拐点，债市强劲上涨，但股市反弹的幅度和持续性低于我们预期，我们的主要失误在于：1）对市

场预期的恶化估计不足，分子加速下行。尽管我们 5 月份提到在宏观数据逐步验证中，市场担忧可能从通胀转向增长，但市场对增长的悲观程度超出我们预期，我们看到四季度盈利预期向下斜率更为陡峭，经济下行趋势被广泛认可的过程也是悲观预期不断强化的过程。2) 尽管四季度分母阶段性回落，但却经历了先下后上。基于经济预期恶化，而如新股扩容（尤其是大盘股 IPO）、国际版等资本市场本身的政策和消息又让市场失望和担忧，再加上重庆啤酒等“地雷”频出，因此尽管无风险利率显著下行，但股市风险溢价再度上升，制约估值的修复。

图 16：四季度无风险利率和风险溢价的明显背离

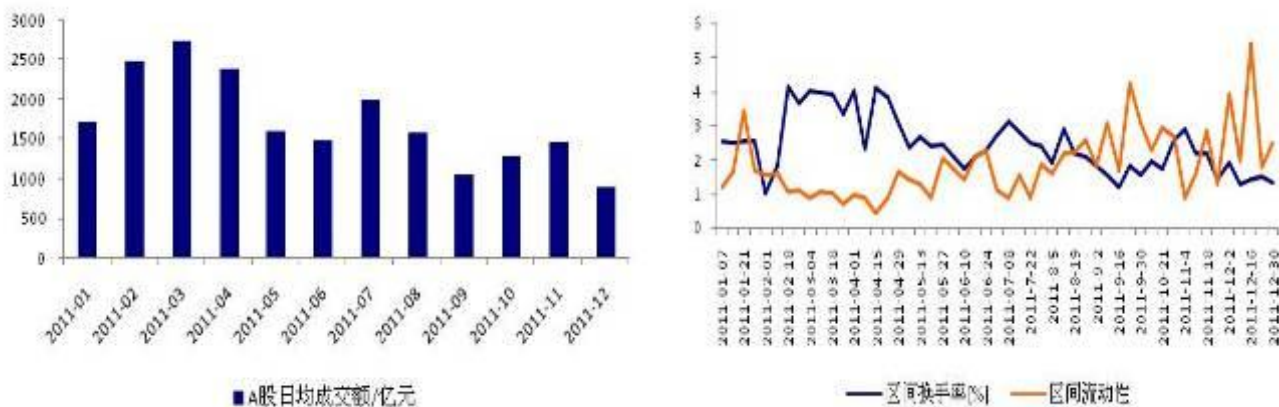


资料来源：Wind，申万研究

对金融市场来说最坏的还不是下跌，而是连续单边下跌导致的市场流动性缺失。我们看到今年一季度后市场日均成交量呈回落之势，6、7 月和 10、11 月的两轮小反弹刺激了量能的回升，但股市吸引力日微，至 12 月市场参与度急剧下降，市场流动性指标（价差/换手率）飙升，金融市场最基本的流通和交易功能显著衰弱。年末再度迎来系统性风险的释放，市场缺乏可操作性，我们发现，自 2010 年 9 月小盘行情结束后，大/小盘比价一直窄幅震荡，但 12 月末已超过 2010 年 10 月行情的水平，遗憾的是，这并非低估的修复，而是高估的补跌。

图 17：12 月日均成交额缩至地量

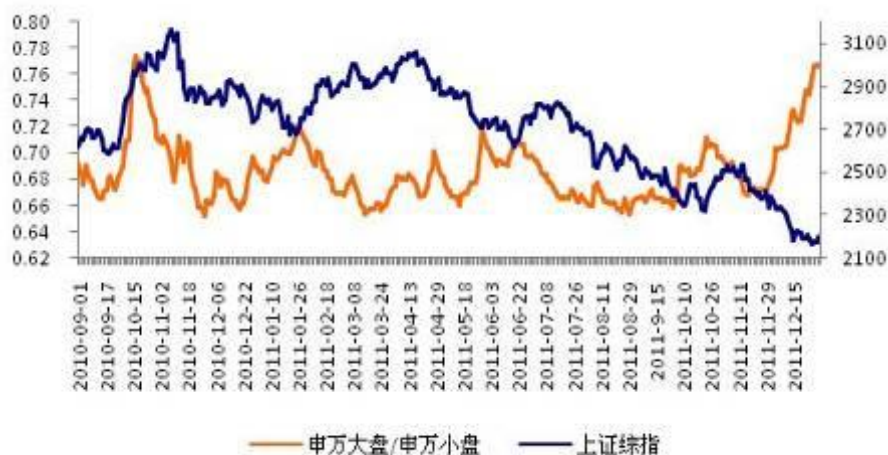
图 18：交投清淡，市场流动性恶化



资料来源：Wind，申万研究

资料来源：Wind，申万研究

图 19：成长泡沫破灭，大/小盘比价已至 1 年多新高



资料来源：Wind，申万研究

1.3.3 后市展望与猜想

短期市场，有望酝酿小幅技术性超跌反弹。1) 从 11 月 15 日 2534.06 点到 12 月 28 日 2134.02 点，指数连续单边下跌 400 点，跌幅近 16%，而个股跌幅更大，股指已至周 K 线和日 K 线的下降通道下轨，有技术性超跌反弹要求；2) 随着前期单边下跌，悲观情绪宣泄，特别是补跌过后高估品种的估值下降，风险有所释放，极度悲观的情绪在逐渐修复，从完全无抵抗的单边下跌到屡次探底企稳，显示下方有了承接力量，连续 7 根周阴线后年末最后一周收出红十字星；3) 节日期间，不论重返 50 的 PMI，还是普涨的外围市场，都相对正面；4) 年末资金面紧张，货币利率飙升，节后预计有所回落，当然春节的资金需求依然较大；5) 1 月份交易日不连贯，加上春节因素，

市场观望氛围可能依然较浓，量能不济仍是市场上行最大制约，近期 2300 点恐难逾越。

长期来看，股市仍将反映经济转型的大背景。我们暂时维持对转型期市场的基本判断（或者说猜想）：我们认为中国经济转型的机遇大于风险，**转型的上半场可能系统性风险与结构性机会并存**，但下半场，资本市场终将全面分享到中国经济走向可持续科学发展之路的喜悦，当然这首先依赖于市场预期回归理性（《敢为天下先 广东再探路——“十二五”经济转型之区域篇》2011 年 1 月 27 日）。我们仍然认为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，可能很长一段时间都不具备反转条件。

Ø 经济转型带来的首先是风险，而不是机会。长期单边做多思维下，以往对经济转型的讨论更多是去挖掘诸如大消费、新兴产业等投资机会，但首先需要正视的是系统性风险。1) 转型是正在发生的现实，经济增速放缓是必要的确定性事件。转型由经济规律决定，来自自下而上的动力，也往往会与全球经济危机叠加并受到危机的推动，尽管 09 年调控延缓了转型进程，但也终于坚定了政策层转型的决心。我们较早提到结构调整和经济转型的长期性和艰巨性，但我们并不同意衰退期的看法，一个如此大的经济体，再继续 9% 甚至 10% 以上的增速是非常可怕的（做公司研究的人都清楚，一个公司如果 ROIC 小于 WACC，利润增速越高，价值毁损越快；推至一个经济体，以我们过往的增长方式，资源能源消耗、环境污染和贫富分化的速度，夸张一点说高增长无异于自杀！），从某种意义上讲增速适当下降是经济转型的必要条件，只要质量提高，就是在更高平台上的增长。2) 转型失败的风险很大。如果以成功跨越“中等收入陷阱”为标准，从国际经验来看失败的案例要远多于成功的案例，而且尚没有如中国这般大国成功转型的经验。3) 不论经济增速下行的确定性还是转型结果的不确定性，至少在前期都将不利于市场估值。从日韩两个成功的例子看，在其成长跨越的过程中，市场整体表现并不是太好。

图 20：日本 70-80 年代经济转型期市场表现

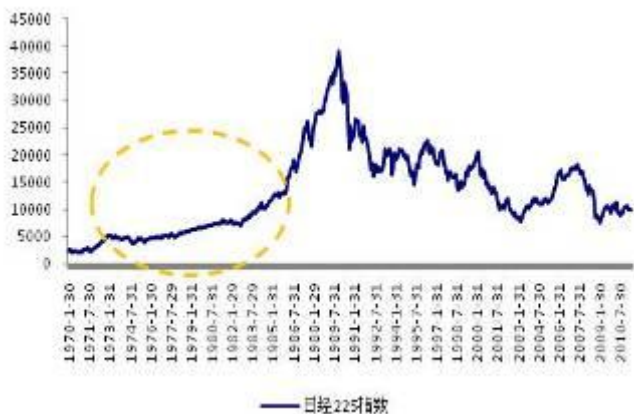
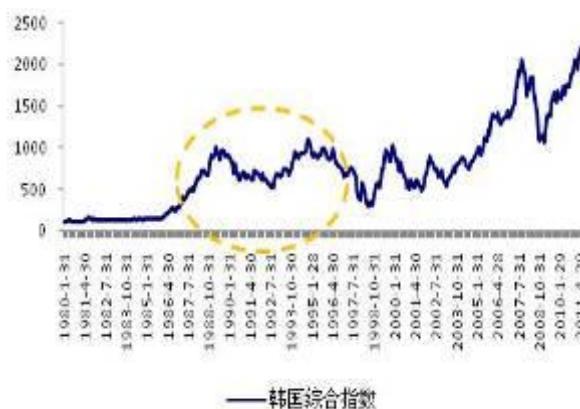


图 21：韩国 80-90 年代经济转型期市场表现



资料来源：Wind，申万研究

资料来源：Wind，申万研究

Ø 如果增长方式转变，调控路径转变，经济和股市的驱动因素相应变化，结构性机会的寻找逻辑也需要不断调整和修正。1) 波段性机会：目前市场都在寻找经济的底部，但如果潜在增速已下台阶，寻底可能难免失望，从 2011 年的经验来看几次波段性机会均来自流动性阶段性改善的推动。2) 板块性机会：关于周期/成长、大盘/小盘、传统/新兴，我们看到 09 年上半年是周期复辟，09 下半年至 2010 年前三季度是成长泡沫，而 2011 年周期与成长均未幸免，09 年下半年大小盘显著分化，2010 年 9 月之后已无明显风格，曾几何时我们也摒弃传统，寄望新兴……我们认为，首先，行业、风格等配置依然很重要，比如 2010 年的市场；其次，板块内部的分化会加大，经济转型期可能更多带来的不是行业间的分化，而是行业内部，或者周期/成长内部更为微观的分化，严酷的环境对多数公司是痛苦的，但对某些公司确是机会所在，因此自下而上可能更为重要；第三，传统和新兴并无明显界限，相对于某些细分领域的新兴，我们可能更看好传统的升级转型，毕竟有生产体系、技术积累、广阔市场和行业经验；第四，东部增长瓶颈，中西部空间广阔，但东部有较完善的产业基础和较雄厚的财富积累，更重要的是市场基础、执政和营商环境，东部熟悉过往增长方式的运用也深受其苦，我们在微观调研中也往往感受到来自被动和主动、市场和政府多方面推动的转型力量，因此相对于中西部量的飞跃，我们更看好东部质的跨越，这是中国经济转型的希望。

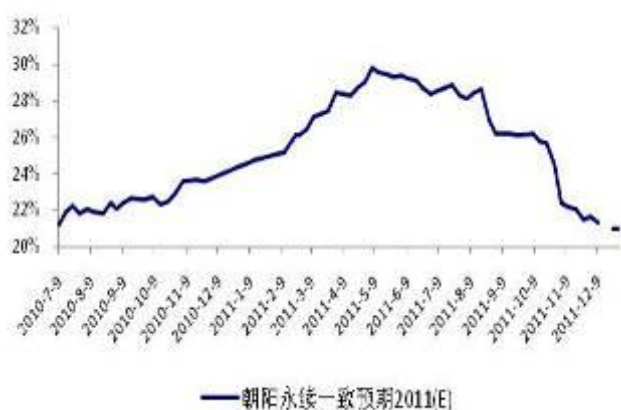
尽管 2011 有些残酷得不堪回首，尽管我们也曾悲观失望，但新年伊始，望着窗外严冬里南国暖阳下草碧花香的一片盎然生机，心中自然升起一份希望和憧憬。新的一年，祝福投资者，祝福中国资本市场。我们将继续努力，感谢您一路的支持和鼓励，也期待您更多的批评和鞭策！

1.4 后市展望：2170-2280

上周上证指数波动区间为 2134.02-2213.46，日收盘波动区间为 2166.21-2199.42，低于我们 2170-2280 的预期。

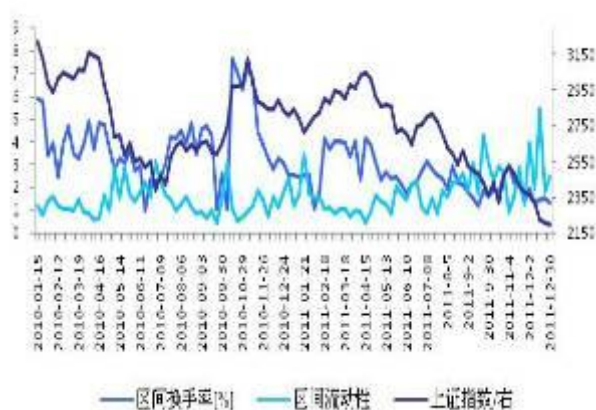
短线酝酿小幅超跌反弹，有望“开门红”。1) 从 11 月 15 日 2534.06 点到 12 月 28 日 2134.02 点，指数连续单边下跌 400 点，跌幅近 16%，而个股跌幅更大，股指已至周 K 线和日 K 线的下降通道下轨，有技术性超跌反弹要求；2) 随着前期单边下跌，悲观情绪宣泄，特别是补跌过后高估品种的估值下降，风险有所释放，极度悲观的情绪在逐渐修复，从完全无抵抗的单边下跌到屡次探底企稳，显示下方有了承接力量，连续 7 根周阴线后年末最后一周收出红十字星；3) 节日期间，不论重返 50 的 PMI，还是普涨的外围市场，都相对正面；4) 年末资金面紧张，货币利率飙升，节后预计有所回落，当然春节的资金需求依然较大；5) 1 月份交易日不连贯，加上春节因素，市场观望氛围可能依然较浓，量能不济仍是市场上行最大制约，近期 2300 点恐难逾越。

图 13: 盈利预期继续回落



资料来源: Wind, 申万研究

图 14: 市场情绪依然低迷



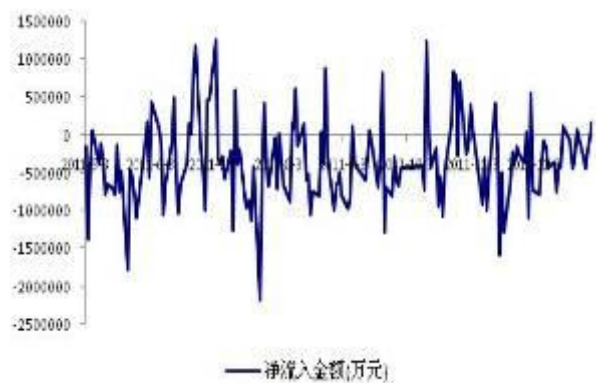
资料来源: Wind, 申万研究

图 13: 货币利率年末飙升



资料来源: Wind, 申万研究

图 14: 资金净流出额减少



资料来源: Wind, 申万研究

周报回顾、反思与展望。1) 市场周报旨在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。我们主要观察与判断指数层面股票估值的分子（盈利预期）和分母（预期收益率）的变动。基本关注点是两个：经济/盈利和经济/盈利预期差、流动性，此外是事件因素和市场情绪，以及技术面因素。2) 整体来看，前三季度我们对市场趋势和节奏的把握基本正确，其实我们在年初的逻辑和判断基本可以贯穿全年，即分子向下，分母向上。3) 三季度末我们认为通胀、流动性和政策都正在走过拐点，判断先债后股，但股市反弹的幅度和持续性低于我们预期，我们的主要失误在于对市场预期和情绪恶化估计不足，经济下行的确认加速了盈利预期的悲观化，而市场情绪恶化又使得10月份下行的风险溢价再度回升，最后两个月市场再度表现为系统性风险的释放。4) 长期来看，我们仍然认为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，可能很长一

段时间都不具备反转条件。我们暂维持对转型期市场的基本判断：中国经济转型的机遇大于风险，**转型的上半场可能系统性风险与结构性机会并存**，但下半场，资本市场终将全面分享到中国经济走向可持续科学发展之路的喜悦，当然这首先依赖于市场预期回归理性（《敢为天下先 广东再探路——“十二五”经济转型之区域篇》2011/1/27）。经济转型带来的首先是风险，结构调整和经济转型的长期性和艰巨性将逐渐被市场认识；如果增长方式转变，调控路径转变，经济和股市的驱动因素相应变化，结构性机会的寻找逻辑也需要不断调整和修正。

本周关注：经济数据预期，外围市场，公开市场与资金利率，年报预披露

2. 货币/债券市场概览

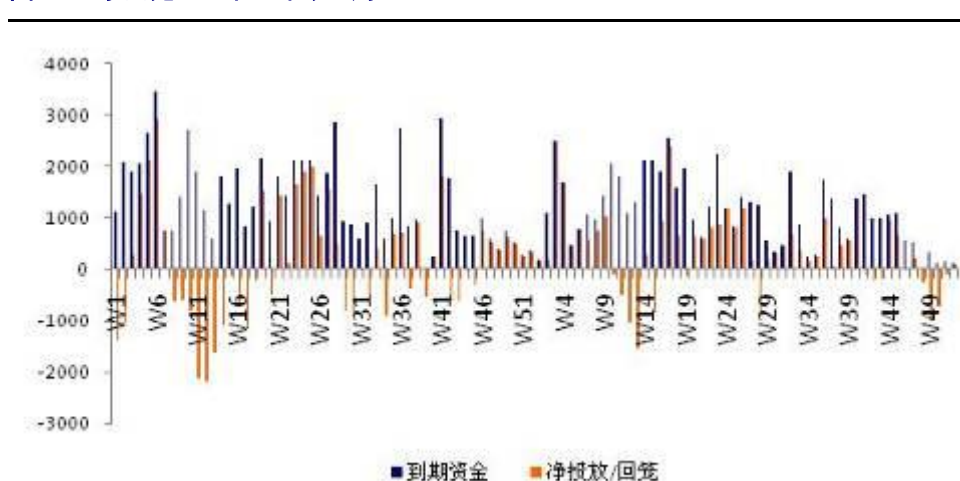
2.1 公开市场

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
2011-12-27	央票	1 年	40	3.4875	0.00

资料来源：人民银行，申万研究

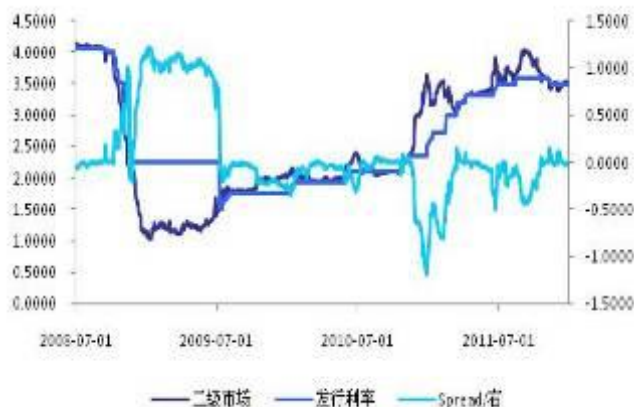
图 13：净回笼 100 亿（亿元/周）



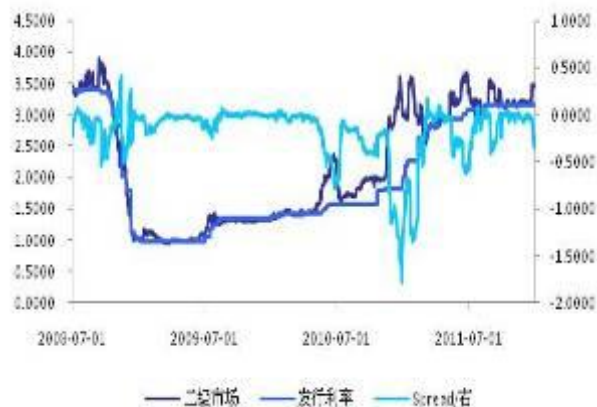
资料来源：人民银行，申万研究

图 14：1 年期央票收益率（%）

图 15：3 月期央票收益率（%）



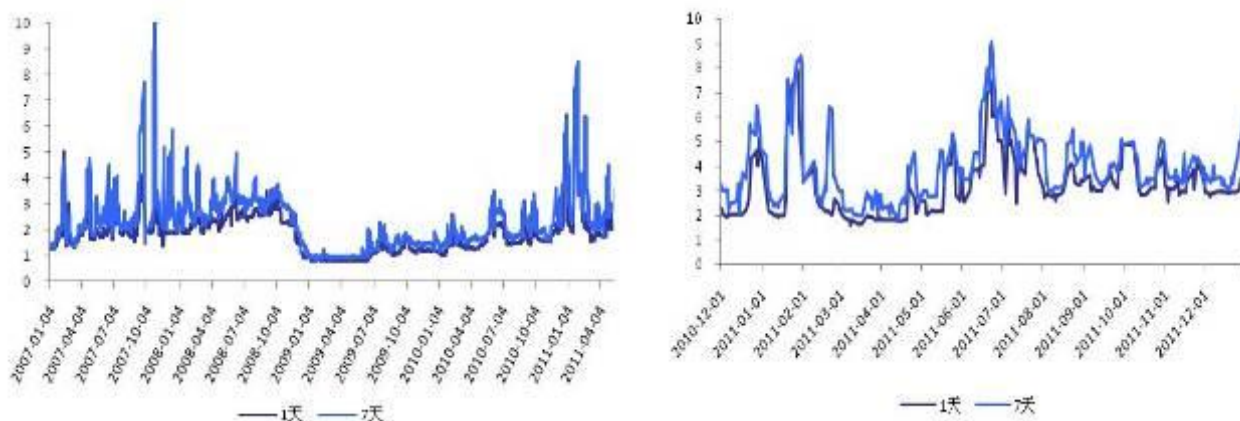
资料来源：Wind，申万研究



资料来源：Wind，申万研究

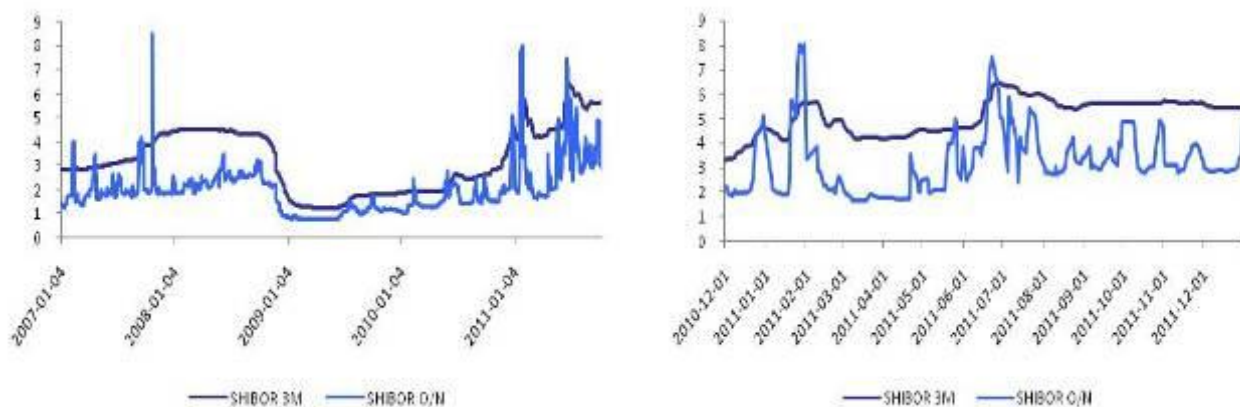
2.2 货币市场

图 16：银行间质押式回购利率（%）



资料来源：Wind，申万研究

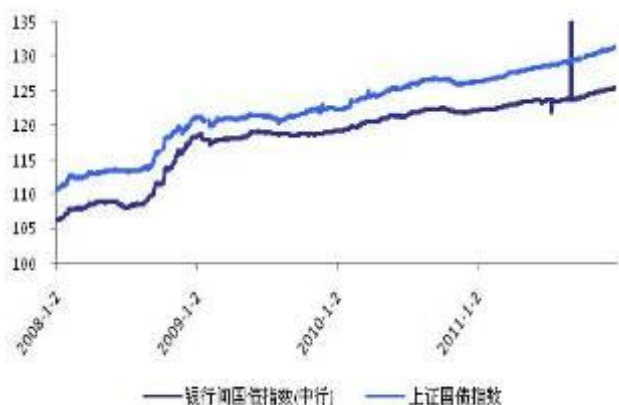
图 17：SHIBOR（%）



资料来源: Wind, 申万研究

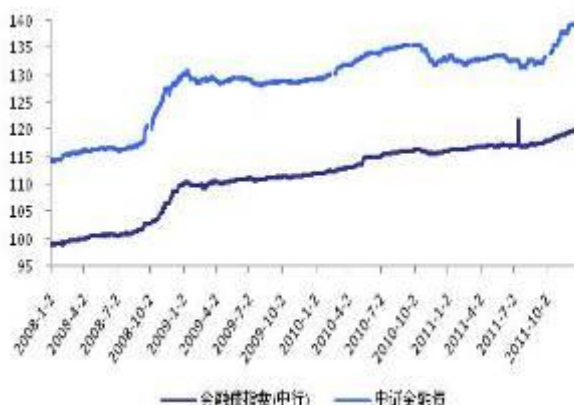
2.3 利率/信用市场

图 18: 国债指数



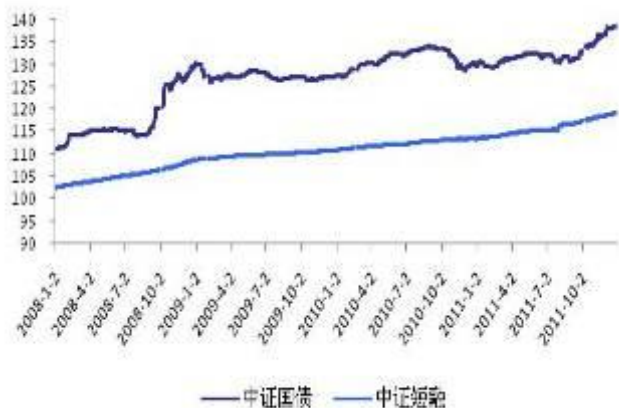
资料来源: Wind, 申万研究

图 19: 金融债指数



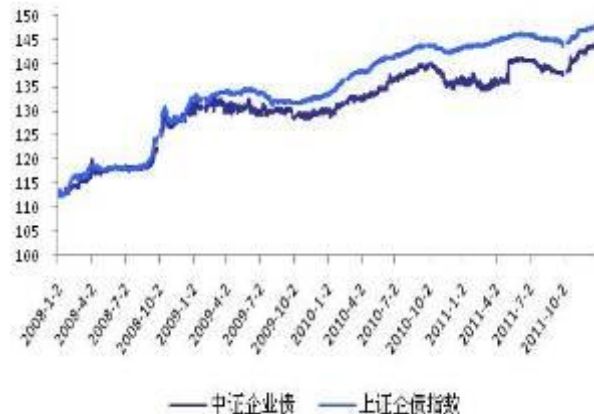
资料来源: Wind, 申万研究

图 20: 中证国债与短融指数



资料来源: Wind, 申万研究

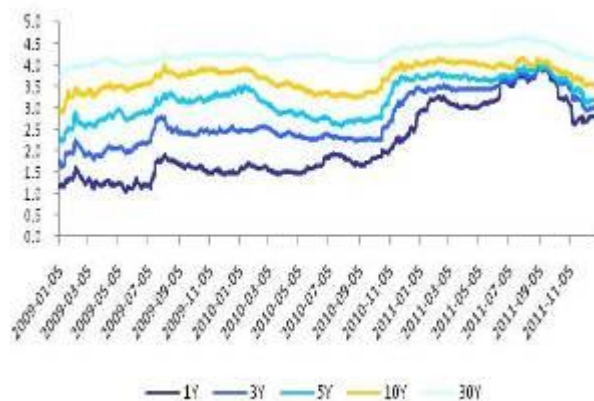
图 21: 企债指数



资料来源: Wind, 申万研究

图 22: 银行间国债收益率曲线 (%)

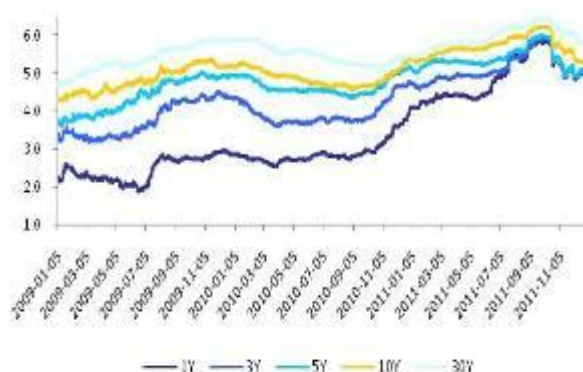
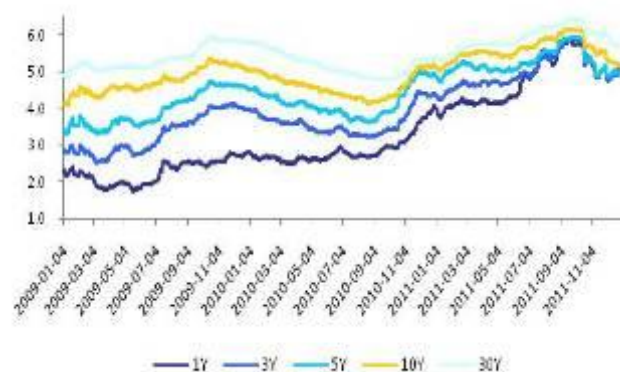
图 23: 交易所国债收益率曲线 (%)



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)(%)



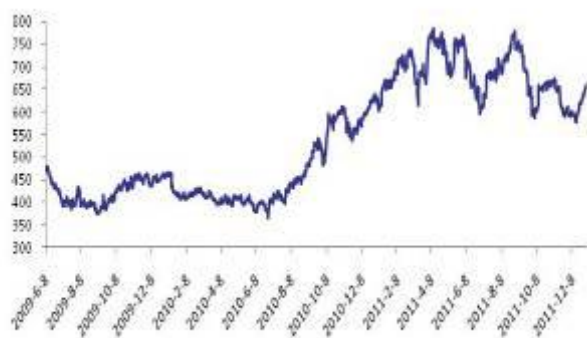
资料来源：Wind，中国债券信息网，申万研究

3. 期货市场概览

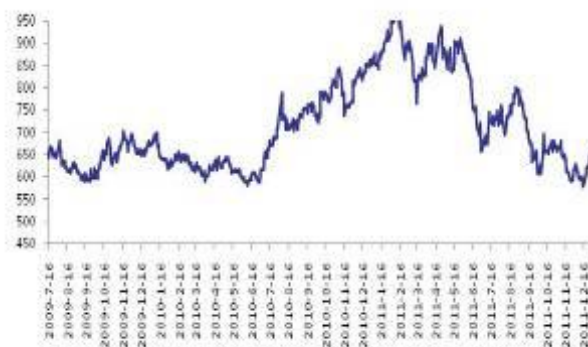
3.1 商品

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）



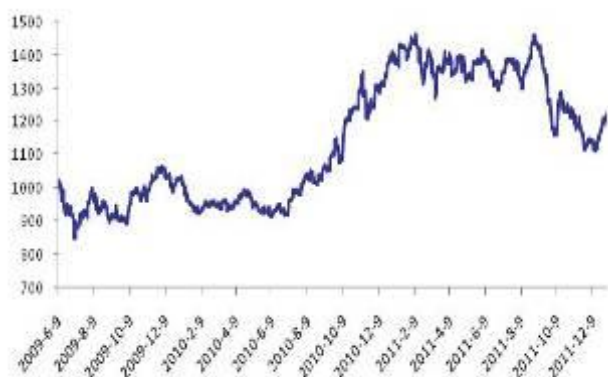
资料来源: Bloomberg, 申万研究



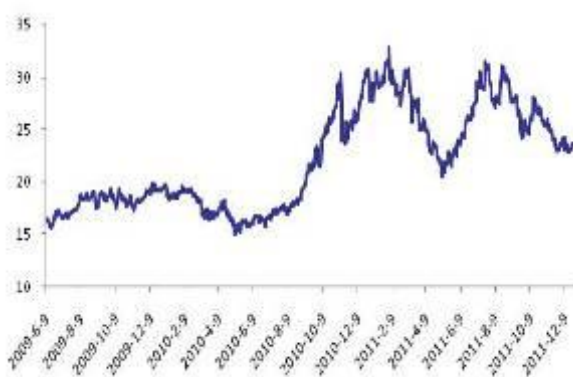
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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)



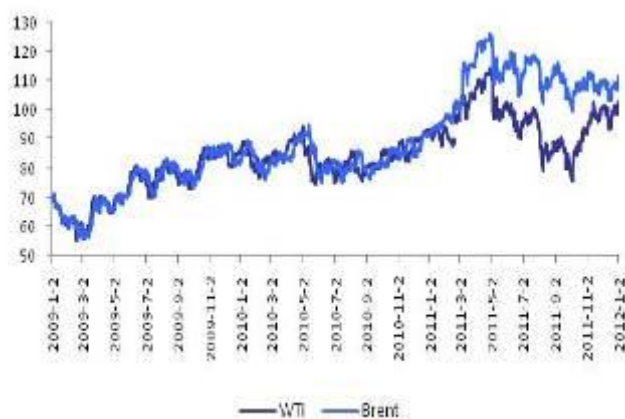
资料来源: Bloomberg, 申万研究



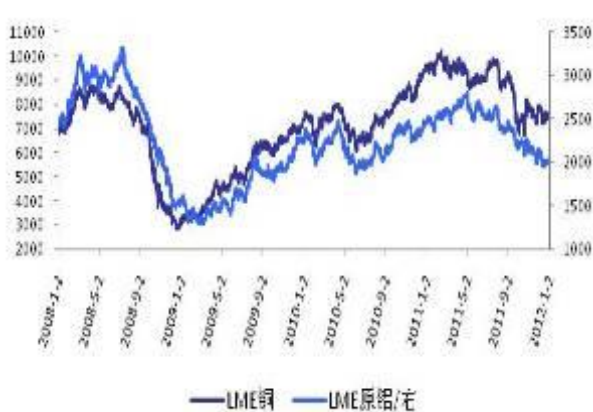
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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)

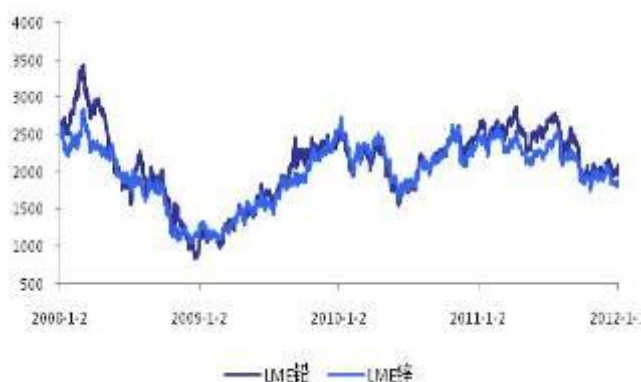


资料来源: Bloomberg, 申万研究



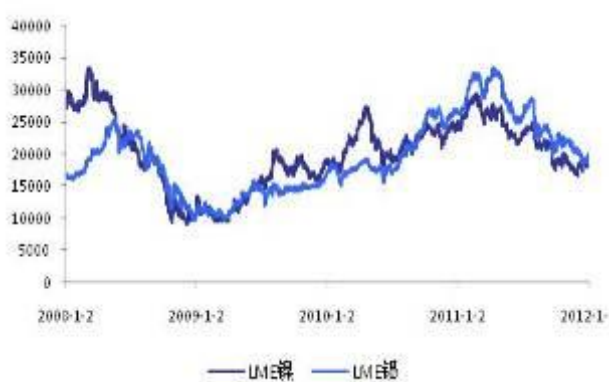
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: LME 基本金属期货: 铅、锌 (美元/吨)



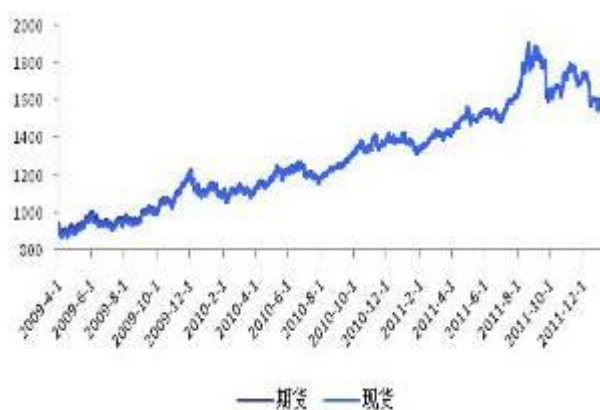
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 33: LME 基本金属期货: 镍、锡 (美元/吨)



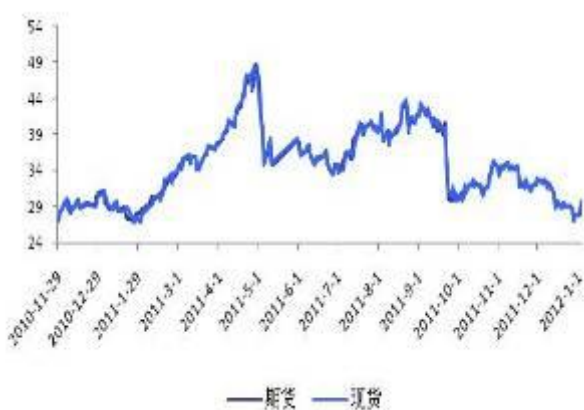
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



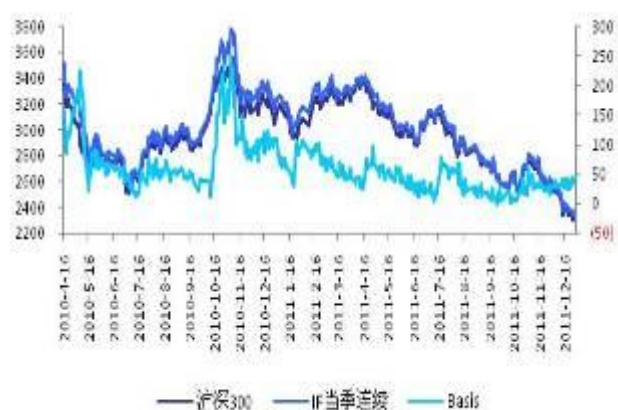
资料来源: Wind, 申万研究



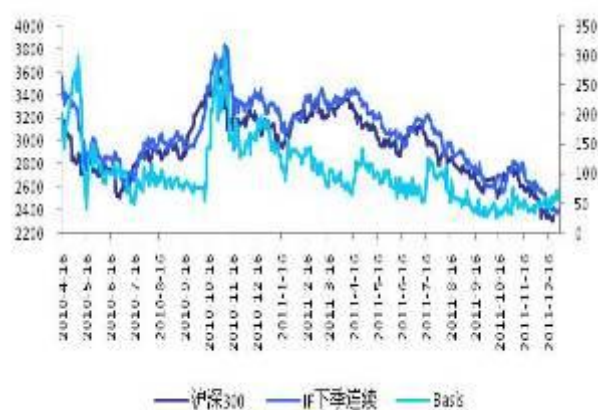
资料来源: Wind, 申万研究

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



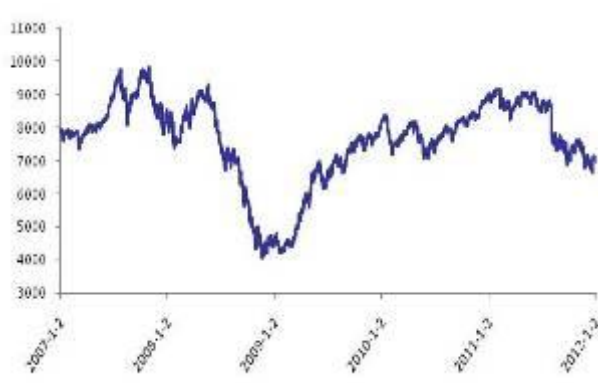
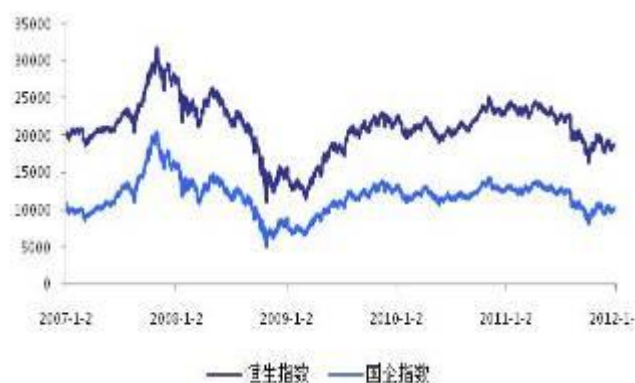
资料来源: Wind, 申万研究

4. 周边及海外市场概览

4.1 亚洲

图 40: 恒生指数

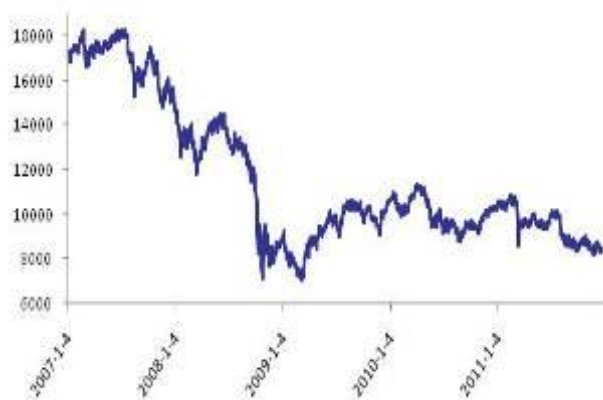
图 41: 台湾加权指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

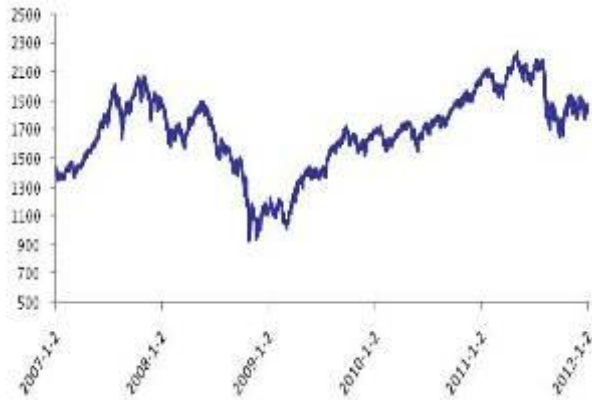
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 42: 日经 225 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

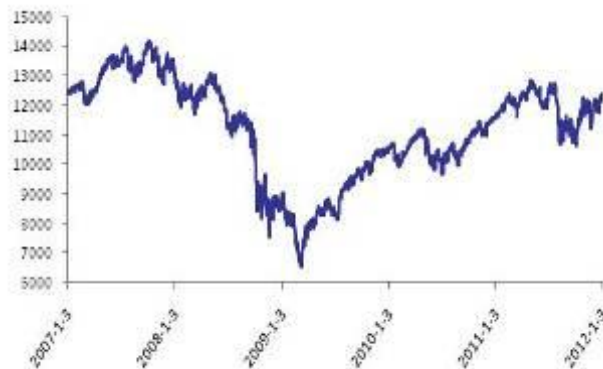
图 43: 韩国综合指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

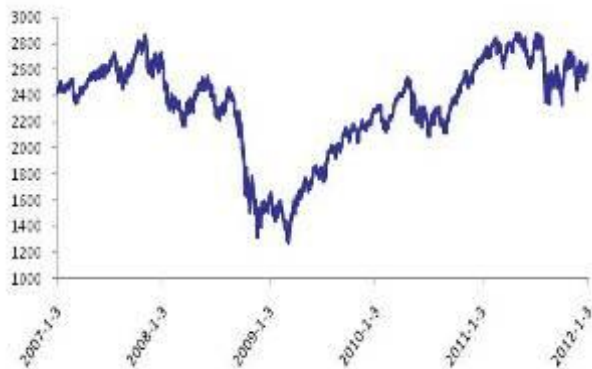
4.2 美国

图 44: 道琼斯工业平均指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

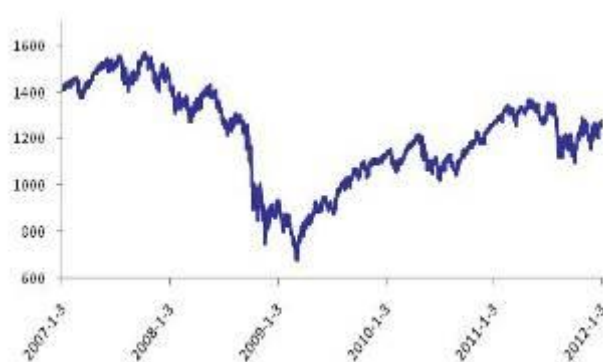
图 45: 纳斯达克综合指数



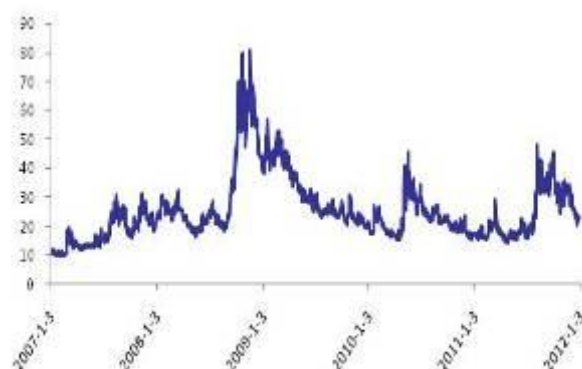
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 46: 标普 500 指数

图 47: VIX 指数

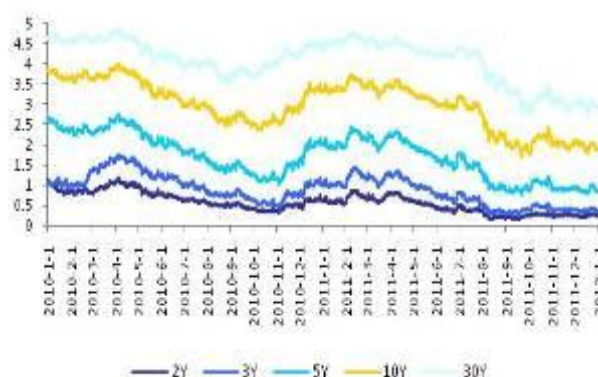
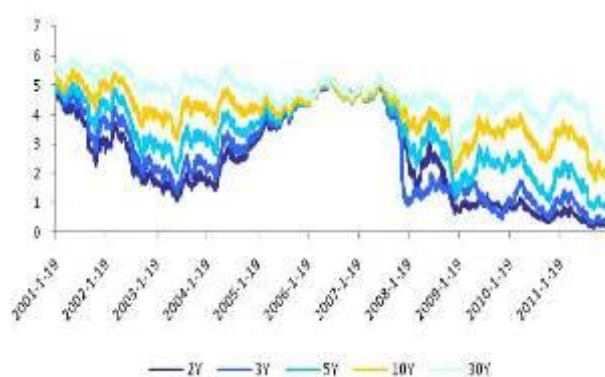


资料来源: Bloomberg, 申万研究



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

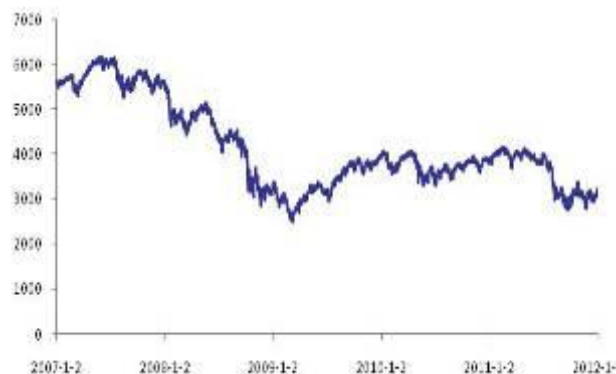
4.3 欧洲

图 49: 英国 FTSE100 指数



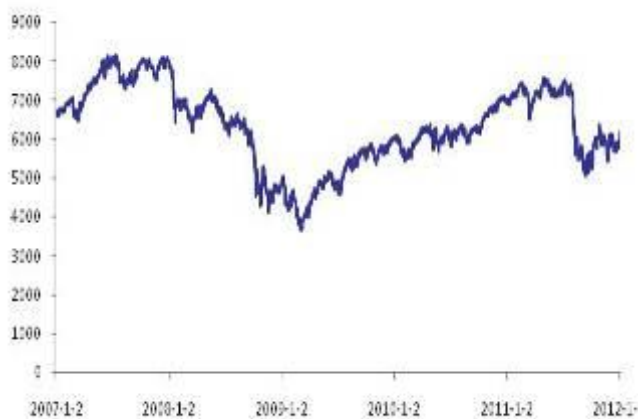
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 50: 德国 DAX 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

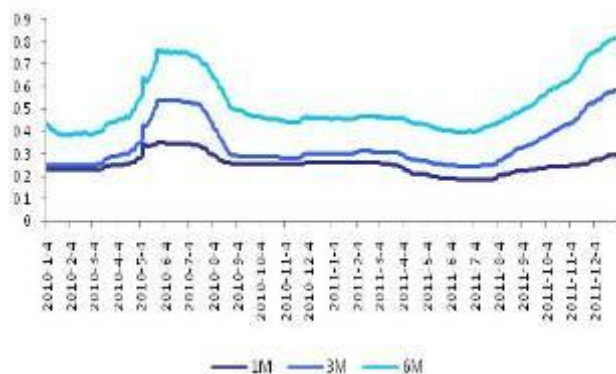
图 51: 法国 CAC40 指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

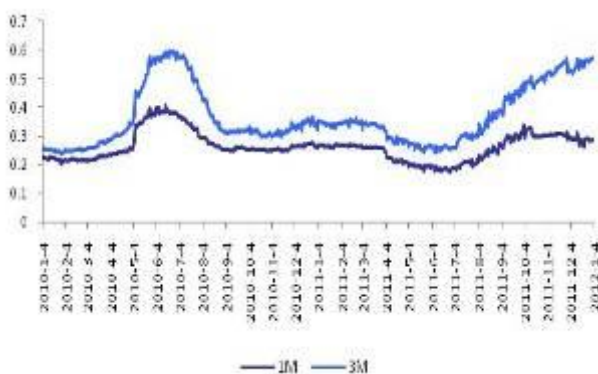
4.4 货币及其它

图 52: LIBOR: 美元 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

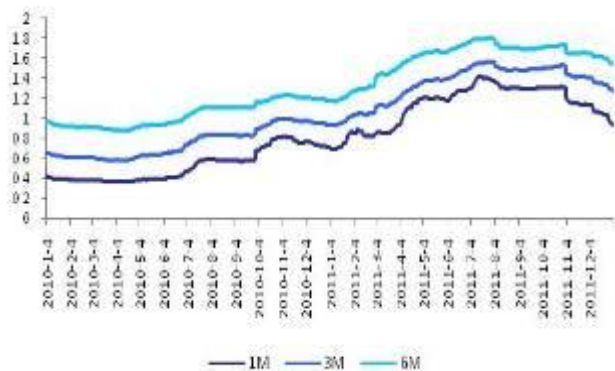
图 53: NYFR (%)



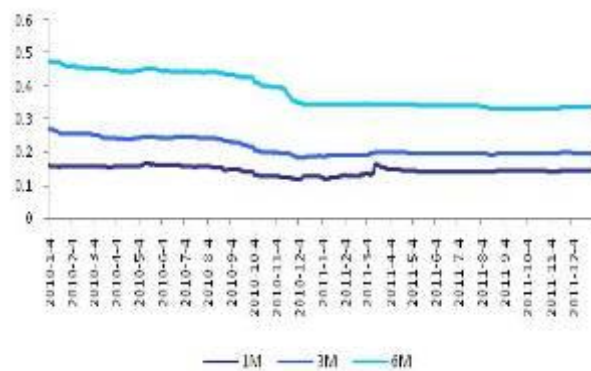
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 54: LIBOR: 欧元 (%)

图 55: LIBOR: 日元 (%)



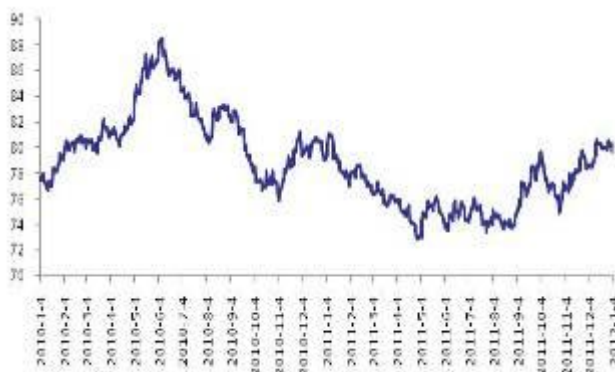
资料来源: Bloomberg, 申万研究



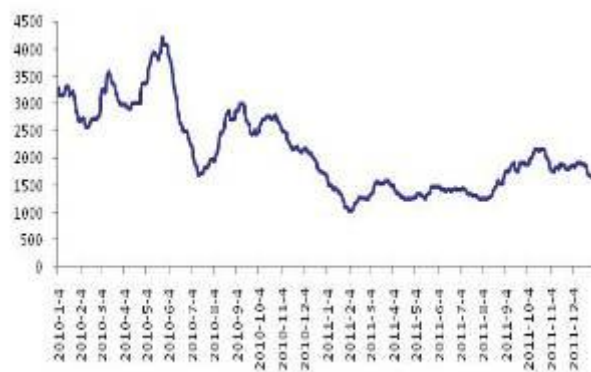
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 56: 美元指数

图 57: BDI



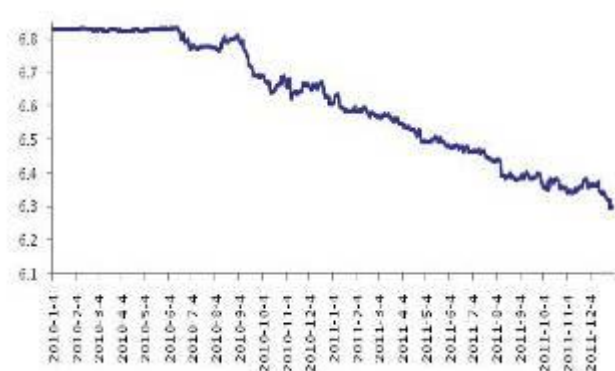
资料来源: Bloomberg, 申万研究



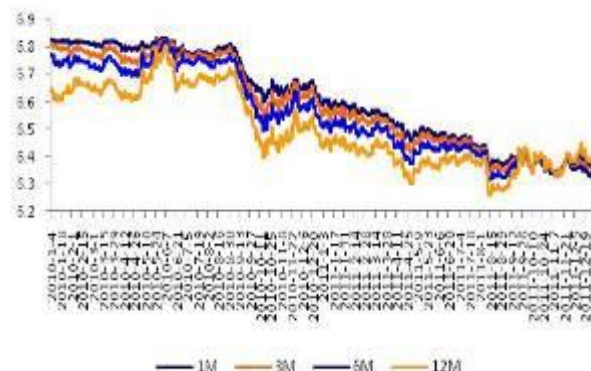
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 58: 人民币中间价

图 59: 人民币 NDF



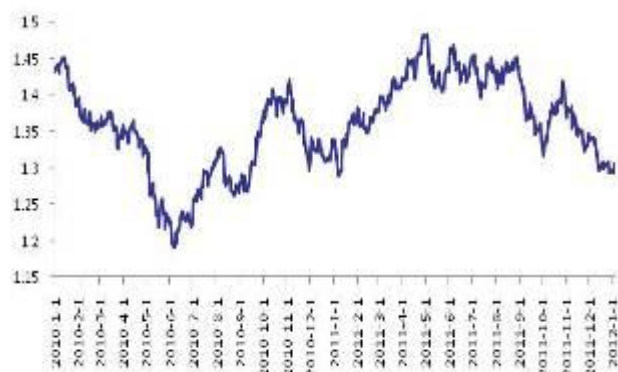
资料来源: Bloomberg, 申万研究



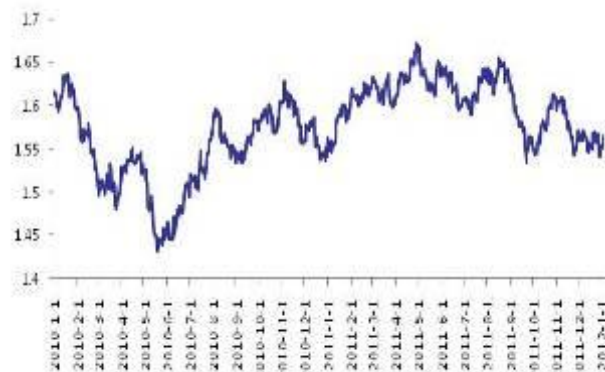
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 60: 欧元兑美元

图 61: 英镑兑美元

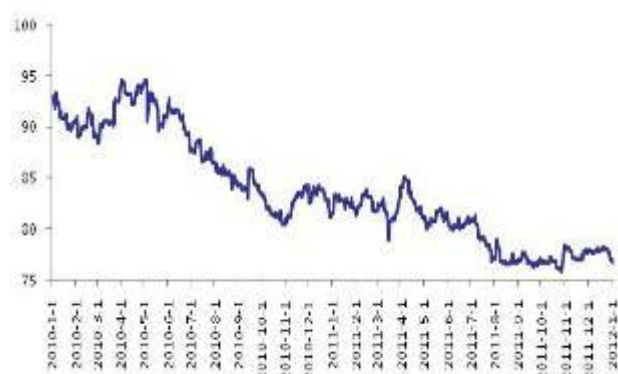


资料来源: Bloomberg, 申万研究



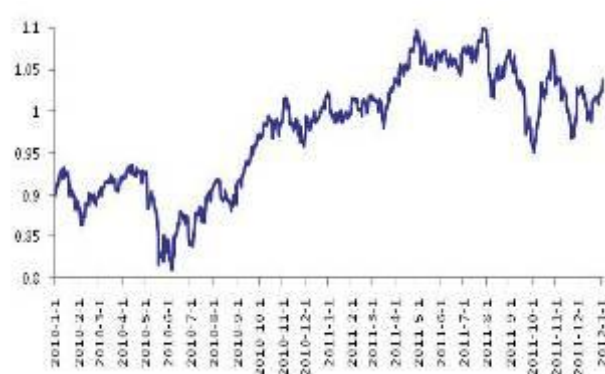
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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。