

2012 年 2 月 13 日

警惕回调

——市场周报第 50 期

大
势
分
析证
券
研
究
报
告

相关研究

《短线暖意浓 反弹渐遇阻——市场周报第 49 期》2011/2/6

《龙抬头？倒春寒？——市场周报第 48 期》2012/1/30

《节前料将缩量震荡——市场周报第 47 期》2012/1/16

《弱势企稳——市场周报第 46 期》2012/1/9

《企盼“开门红”——市场周报第 45 期》2012/1/4

《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

证券分析师

李筱璇 A0230511040044
lixix@swsresearch.com
(8621)23297818×7280

联系人

严晓鸥
(8621) 23297818×7559
yanxo@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：

- 上周上证综指、深成指、沪深 300、中小板综指和创业板综指的涨幅分别为 0.93%、1.63%、1.10%、3.54%和 2.82%。
- **预期的过快回升基础不稳，警惕回调。**上周市场先抑后扬，量能大幅放大，市场活跃度明显提升，但我们却觉得应更多份谨慎，从各方面难以找到支撑上涨的可靠动力，并无稳固基础的过快的预期回升令人不安。1) 尽管 1 月 CPI 受到春节因素扰动，2 月将大幅回落的一致预期并未改变，周四公布当天市场依然震荡向上，但我们认为：第一，毕竟大幅超预期；第二，尽管有春节因素，但其反复也许表明，今年 CPI 有可能不像大家普遍预期的那么低，长期通胀水平已经抬高，而并不仅仅是基于周期的起起落落；第三，CPI 的反复，海外量化宽松预期的升温，外汇占款的回升等等，可能降低短期内货币政策进一步放松的概率。2) 芜湖购房补贴新政助推市场情绪，且被普遍预期不会遭遇夭折，从而有望被其他城市效仿，但周末的“暂缓执行”再次表明中央的房地产调控态度，市场预期落空。3) 1 月新增信贷和货币数据大幅低于市场预期，此外我们仍然建议关注在公布数据之外，限制同业代付等监管趋严对实际放贷的影响；本周有存准金的补缴和中交建的发行，短期流动性情况仍不是非常乐观。4) 再度强调技术阻力。首先，上证指数仍运行在 3067 点以来的下降通道中，目前虽已站上 3067-2826-2536 构成的通道上轨，但尚难言有效突破；第二，2300-2350 点一带既是前期成交密集区又是颈线位，2350 点亦未有效突破；第三，60 日均线虽已突破，但此线仍在回落，难免有所反复；第四，短期指标超买，出现顶背离；第五，上周连续三天放量，但周五量能萎缩，略现滞涨，尤其是近期强势的金融板块已显疲态。
- **目前仍在等待期。**上周我们提出“等待机会，关注变化，着手布局”，其实从去年四季度我们就判断市场开始进入底部区域，但显然调整的深度已超出我们预期。目前的位置我们并不悲观，但建议谨慎，一则规避筑底过程的反复和底部杀跌的风险；二则我们认为今年会有可操作的反弹，也许级别会大于预期，因此不妨右侧交易。1) 市场对经济的预期已经大幅降低，其实经历多次落空后，政策预期应该也有所降低。2) 最有希望的推动因素仍是流动性。一方面从货币的常规供求看，1 月份信贷减速是好事情，规范之后可能会见到放松，货币增速有望触底回升，而物价下降，房价下降，投资减速，股市的流动性基础改善；另一方面高利贷风险暴露、银信和理财等监管趋严、整顿交易所等使得在大类资产配置上利于股票的因素增多。还有一个不好确定的因素是外围流动性的冲击。3) 时点上有待观察，建议关注趋势和变化，关注二阶导而非水平值，目前恐怕仍在等待期。4) 结构上，我们认为行业与风格等配置依然很重要，但经济转型期可能不仅带来行业间的分化，更有行业内部，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。
- **本周上证指数核心波动区间判断（2280，2380）。**

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告

目 录

11. 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 后市展望：2280-2380	3
2. 货币/债券市场概览	5
2.1 公开市场	5
2.2 货币市场	6
2.3 利率/信用市场	7
3. 期货市场概览	9
3.1 商品	9
3.2 股指期货	11
4. 周边及海外市场概览	12
4.1 亚洲	12
4.2 美国	13
4.3 欧洲	14
4.4 货币及其它	15

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涨幅分别为0.93%、1.63%、1.10%、3.54%和2.82%。两市成交量7093亿元，环比放大41.93%。

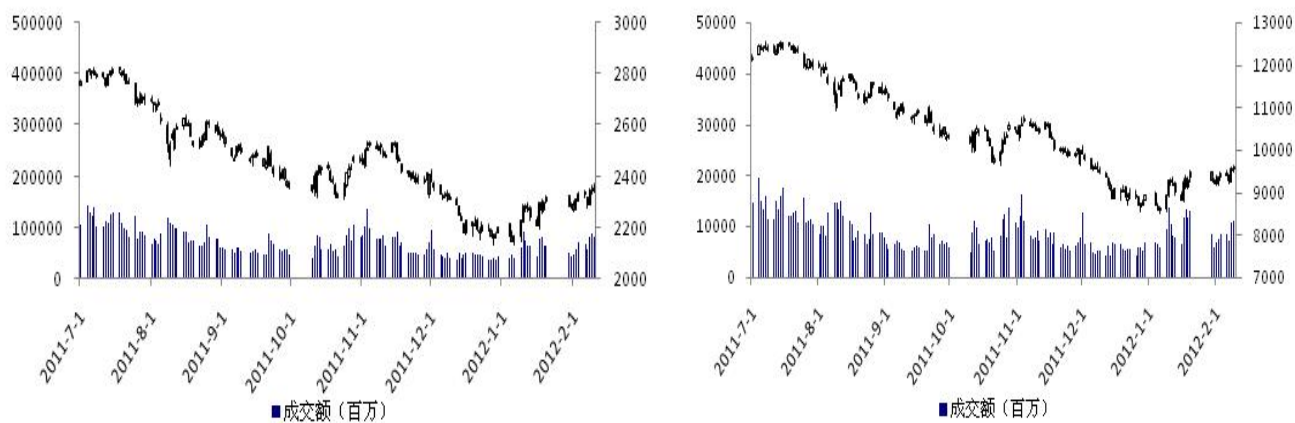
表1：一周市场特征：量价齐升 小盘股反弹强劲

		周一	周二	周三	周四	周五
当日走势		窄幅震荡	低开低走	盘一大涨—高位震荡	高位震荡	高位震荡
指数点位	上证综指	2331.14	2291.9	2347.53	2349.59	2351.98
	深证成指	9448.64	9266.71	9557.58	9560.73	9590.95
	沪深300	2504.32	2457.95	2528.24	2529.23	2533.62
日收益率	上证综指	0.03%	-1.68%	2.43%	0.09%	0.10%
	深证成指	0.12%	-1.93%	3.14%	0.03%	0.32%
	沪深300	-0.07%	-1.85%	2.86%	0.04%	0.17%
成交量	上证综指	673.06	580.91	808.86	898.59	822.22
	深证成指	615.46	517.96	666.12	797.45	712.34
	沪深300	475.42	400.34	617.21	634.56	600.29
行业	领涨	食品饮料 1.59% 化工 1.18% 轻工制造 1.14%	餐饮旅游 -0.78% 信息服务 -1.21% 食品饮料 -1.25%	有色金属 6.43% 采掘 4.02% 化工 2.90%	房地产 1.81% 医药生物 1.35% 电子 1.05%	房地产 1.76% 轻工制造 1.18% 建筑建材 1.10%
	领跌	房地产 -0.58% 金融服务 -0.50% 交运设备 -0.20%	房地产 -2.31% 公用事业 -2.10% 化工 -2.06%	餐饮旅游 1.71% 交通运输 1.95% 医药生物 2.03%	有色金属 -0.82% 金融服务 -0.22% 采掘 -0.10%	有色金属 -0.27% 金融服务 -0.19% 采掘 -0.17%
	风格	亏损/高PB/小盘	活跃/亏损/高PE	活跃/高PE/中价	活跃/微利/小盘	活跃/亏损/新股
热点	领涨	燃气, 化工塑料, 种业	消费	眉飞色舞, 个股普涨	超跌, 概念, 通讯电子	房地产, 建材, 钢铁
	领跌	低PE/低PB/大盘	新股/低PE/中价	微利/亏损/低价	大盘/绩优/低PB	大盘/低PB/低PE
	涨停	0/28: 长春燃气, 光华控股	4/0: 罗平锌电, 方直科技	26/6: 四川圣达, 啤酒花	9/1: 四环生物, 南京医药	4/13: 红豆股份, 合肥城建
个股	涨停	1577/211/628	247/99/2069	2301/97/20	1590/199/628	1416/220/780
	跌停	首开股份 -6.05%	ST德棉 -4.82%	ST九发 -2.86%	ST九发 -3.80%	福建南纺 -4.00%
	重要事件	证监会再推新股监管组合拳, 杜绝三种行为; 温家宝在广东听取基层群众意见时指出: 国内经济体制上问题要认真加以解决; 王岐山: 当前首要任务是确保经济复苏和金融稳定; 石化和化学工业“十二五”规划发布;	财政部要求确保保障房建设资金; 场外市场建设方案仍在修改完善; 商务部: “十二五”消费品零售额将年均增长15%; 今年用电缺口最高可达4000万千瓦; 德国12月工业订单回升	央行: 引导金融市场资源更好服务实体经济发展; 李克强: 公平分配保障房 增加普通商品房供应; 工信部: 一季度工业可能进一步放缓; 1月全社会用电量或负增长; 发改委提高成品油价格	GPI 4.5%; PPI 0.7%; 今年将择机推出环境税 房产税将加码; 银监会将重手遏制银行信贷表外腾挪; “十二五”时期力争城镇新增就业4500万人; 2011年我国非居民企业税收首破千亿元; 沪今年国资证券化率拟提升至38%	芜湖出台楼市刺激政策 金华已停止限购; 银监会禁止银行存贷挂钩 出台“七不准”; 陈德铭: 采取措施保持外贸稳定增长; 1月汽车产销环比和同比均明显下降; 英国央行再次推出量化宽松政策

资料来源：申万研究

图1：上证综指

图2：深证成指



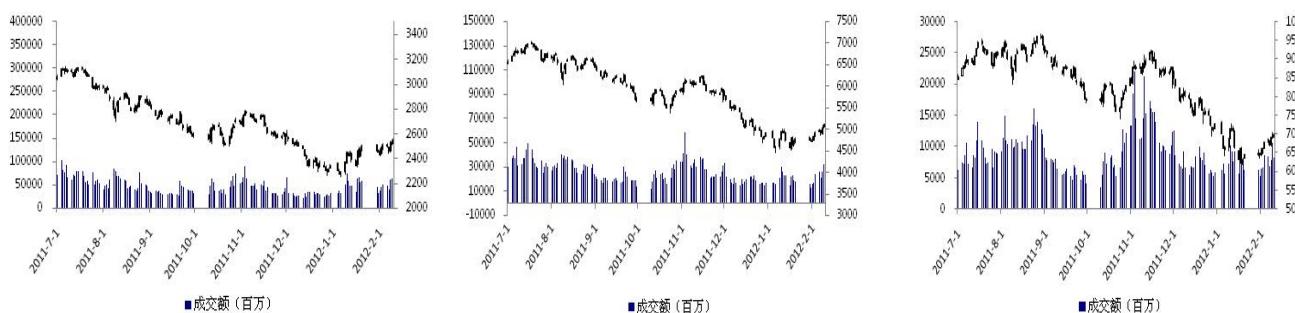
资料来源: Wind, 申万研究

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



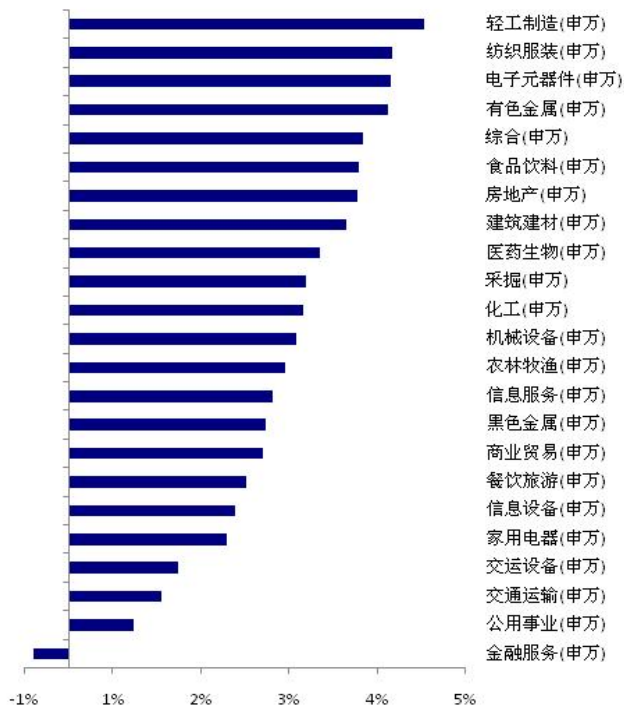
资料来源: Wind, 申万研究

资料来源: Wind, 申万研究

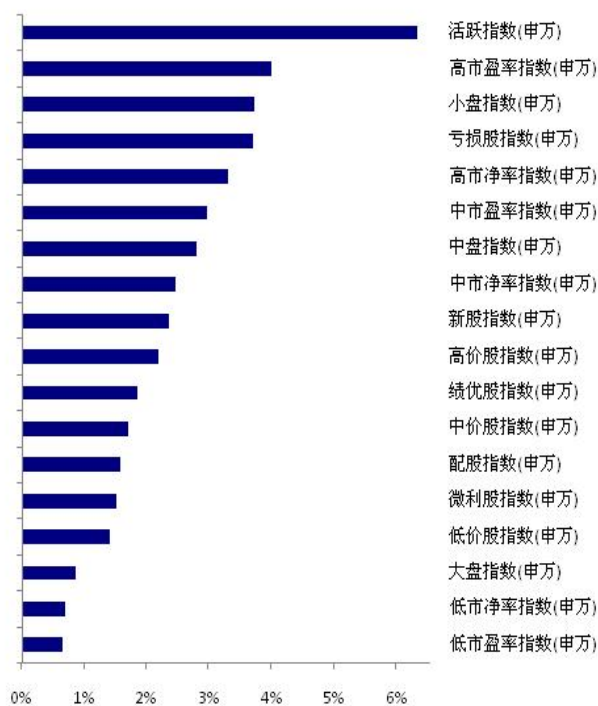
资料来源: Wind, 申万研究

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

CPI 反弹超预期，下行趋势未改。上周四统计局公布 1 月份经济数据，其中 CPI 4.5%，PPI 0.6%。申万宏观认为：PPI 涨幅基本符合预期（0.6%），值得关注的是 CPI 数据。当月 4.5% 的涨幅明显超出预期。从大类看，食品价格上涨 10.5%，涨幅比上月加快 1.4 个百分点，是推动 CPI 上涨的主要原因，从具体种类看，蔬菜、猪肉和水产品价格同比涨幅比去年 12 月有所提高，这与节日消费密切相关。而非食品价格上涨 1.8%，涨幅还比上月回落了 0.1 个百分点，符合预期。由于 CPI 价格上涨主要和节日消费带动的食品价格上涨以及春节移位有关。尽管这一数据超预期，但我们认为没有必要对这一数据过于悲观。在需求下降以及货币增长处于低位的情况下，我们维持通胀回落，前高后稳，7 月份前后是全年低点的判断不变。春节移位效应将使得 2 月份 CPI 涨幅大幅度回落 1 个百分点。尽管准备金率并没有如期下调，但考虑到外汇占款总体上下降、以及央票和回购到期量大幅度下降，准备金率仍有下调的必要和空间。

公开市场重启正回购。上周公开市场到期资金 20 亿，央票继续停发，央行重启 28 天和 91 天正回购共 460 亿，净投放 440 亿。上周银行间回购、拆借和 SHIBOR 利率先上后下，上周五银行间 7 天回购利率和 3 个月 SHIBOR 分别为 3.6344% 和 5.3142%。

银监会将重手遏制银行信贷表外腾挪。据上海证券报，多家银行透露，银监会近期知会商业银行：利用表外业务违规放贷的行为将被严惩。这其中不仅包括杜绝利用理财、信贷资产转让、同业代付等绕过信贷规模，还包括违规从事票据业务，挪用信贷资金发放委托贷款。尤其是针对违规票据业务，监管机构将予以全面整顿。

地方房地产“微调”预期再落空。9日，芜湖市出台房地产新政规定，在芜湖市区购买自住普通商品住房(含二手住房)，在办理产权登记时，财政部门给予所纳契税100%的补助。对购买新建自住商品住房面积在90平方米及以下、70平方米以上的，财政部门再给予50元/平方米购房补贴；对购买新建自住商品住房70平方米及以下的，财政部门再给予150元/平方米购房补贴。此外，芜湖规定实用和专业人才在该市购房可给予100-300元/平方米的购房补贴。市场一度认为，芜湖新政并未触犯政策底线，被否概率较小，后期或成非限购城市效仿版本。此前在购房退税、上调普通住宅标准等方面不少城市出台了或明或暗的放松政策，在低估值的基础上受消息刺激，房地产板块上周强势领涨。然而仅仅四天，芜湖宣布新政“暂缓执行”，表明中央对房地产调控的坚定态度，市场预期再度落空。

多国议息维持利率。1) 3日美国公布数据显示1月失业率意外降至8.3%。但联储主席伯南克称，1月份失业率8.3%低估了美国劳动力市场的疲软，重申了他在2月2日众议院预算委员会上发表的觀點，即劳动力市场距离回复常态还有很长一段时间，美联储目前对全美长期正常失业率的预期区间为5.2%至6%。另外劳工部数据显示，截止2月4日一周，申请失业救济人数减少15,000人至358,000人。彭博预测中值为370,000人。2) 9日，欧洲央行宣布，维持基准利率于1%不变，符合市场预期。德拉吉表示，欧元区经济前景存在高度不确定性，下行风险很大，该行将继续通过非常规举措支持金融业，但有迹象似乎预示经济正在企稳。他强调，所有非常规措施都是暂时性的。德拉吉预测，未来几个月的欧元区通胀率或守在2%上方，之后将回落至下方。他还透露，将扩大欧洲央行融资接受抵押品的范围。3) 9日，英国央行货币政策委员会决定连续第36个月维持基准利率于0.5%不变；同时，将债券购买规模增加500亿英镑至3250亿英镑，亦符合市场预期。4) 7日，澳洲联储货币政策会议决定维持基准利率在4.25%不变，称当前政策适宜。市场此前预计，澳洲联储此次会议将降息25个基点。5) 9日，印尼央行宣布下调基准利率25个基点至5.75%。此前，印尼已在去年10月和11月累计降息75个基点。分析人士称，印尼实际利率水平仍然较高，此次降息旨在预防外围经济恶化导致国内增速放缓。6) 9日，韩国央行宣布维持基准利率水平3.25%不变，为连续第8个月“按兵不动”，主要原因是该国通胀率在去年底的触顶回落为该行提供更多的政策观望时间。

1.3 后市展望：2280-2380

上周上证指数波动区间为2278.83-2368.98，日收盘波动区间为2291.91-2351.98，符合我们2270-2380的预期。

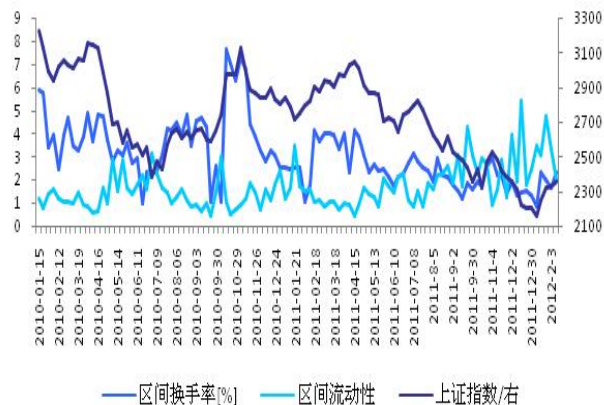
预期的过快回升基础不稳，警惕回调。上周市场先抑后扬，量能大幅放大，市场活跃度明显提升，但我们却觉得应更多份谨慎，从各方面难以找到支撑上涨的可靠动力，并无稳固基础的过快的预期回升令人不安。1) 尽管 1 月 CPI 受到春节因素扰动，2 月将大幅回落的一致预期并未改变，周四公布当天市场依然震荡向上，但我们认为：第一，毕竟大幅超预期；第二，尽管有春节因素，但其反复也许表明，今年 CPI 有可能不像大家普遍预期的那么低，长期通胀水平已经抬高，而并不仅仅是基于周期的起起落落；第三，CPI 的反复，海外量化宽松预期的升温，外汇占款的回升等等，可能降低短期内货币政策进一步放松的概率。2) 芜湖购房补贴新政助推市场情绪，且被普遍预期不会遭遇夭折，从而有望被其他城市效仿，但周末的“暂缓执行”再次表明中央的房地产调控态度，市场预期落空。3) 1 月新增信贷和货币数据大幅低于市场预期，此外我们仍然建议关注在公布数据之外，限制同业代付等监管趋严对实际放贷的影响；本周有存准金的补缴和中交建的发行，短期流动性情况仍不是非常乐观。4) 再度强调技术阻力。首先，上证指数仍运行在 3067 点以来的下降通道中，目前虽已站上 3067-2826-2536 构成的通道上轨，但尚难言有效突破；第二，2300-2350 点一带既是前期成交密集区又是颈线位，2350 点亦未有效突破；第三，60 日均线虽已突破，但此线仍在回落，难免有所反复；第四，短期指标超买，出现顶背离；第五，上周连续三天放量，但周五量能萎缩，略现滞涨，尤其是近期强势的金融板块已显疲态。

图 13：盈利预期首度小回升



资料来源：Wind，申万研究

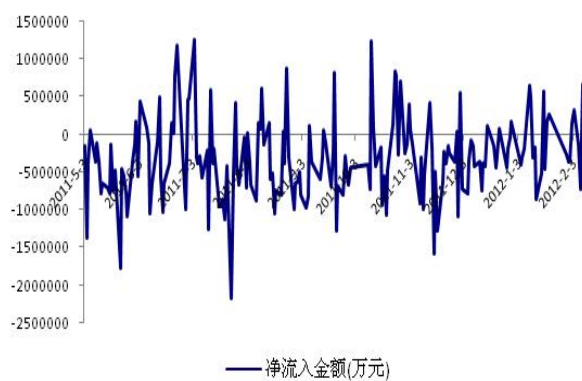
图 14：市场情绪明显回升



资料来源：Wind，申万研究

图 13：货币利率小幅回落

图 14：市场资金小幅净流入



资料来源：Wind，申万研究

资料来源：Wind，申万研究

目前仍在等待期。上周我们提出“等待机会，关注变化，着手布局”，其实从去年四季度我们就判断市场开始进入底部区域，但显然调整的深度已超出我们预期。目前的位置我们并不悲观，但建议谨慎，一则规避筑底过程的反复和底部杀跌的风险；二则我们认为今年会有可操作的反弹，也许级别会大于预期，因此不妨右侧交易。1) 市场对经济的预期已经大幅降低，其实经历多次落空后，政策预期应该也有所降低。2) 最有希望的推动因素仍是流动性。一方面从货币的常规供求看，1 月份信贷减速是好事情，规范之后可能会见到放松，货币增速有望触底回升，而物价下降，房价下降，投资减速，股市的流动性基础改善；另一方面高利贷风险暴露、银信和理财等监管趋严、整顿交易所等使得在大类资产配置上利于股票的因素增多。还有一个不好确定的因素是外围流动性的冲击。3) 时点上有待观察，建议关注趋势和变化，关注二阶导而非水平值，目前恐怕仍在等待期。4) 结构上，我们看到 09 年上半年是周期复辟，09 年下半年至 10 年前三季度是成长泡沫，而 11 年周期与成长均未幸免；09 年下半年开始大小盘显著分化，10 年 9 月之后已无明显风格……我们认为行业与风格等配置依然很重要，但经济转型期可能不仅带来行业间的分化，更有行业内部，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。

本周关注：外汇占款，公开市场与资金利率，年报预披露，外围市场

2. 货币/债券市场概览

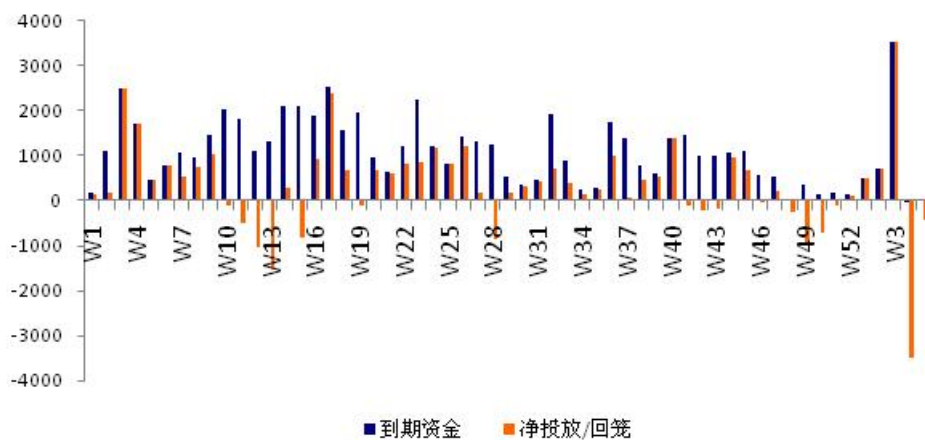
2.1 公开市场

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
2012-2-7	正回购	28 天	260	2.8	0.00
2012-2-9	正回购	91 天	200	3.16	0.00

资料来源：人民银行，申万研究

图 13: 净回笼 440 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 (%)



资料来源: Wind, 申万研究

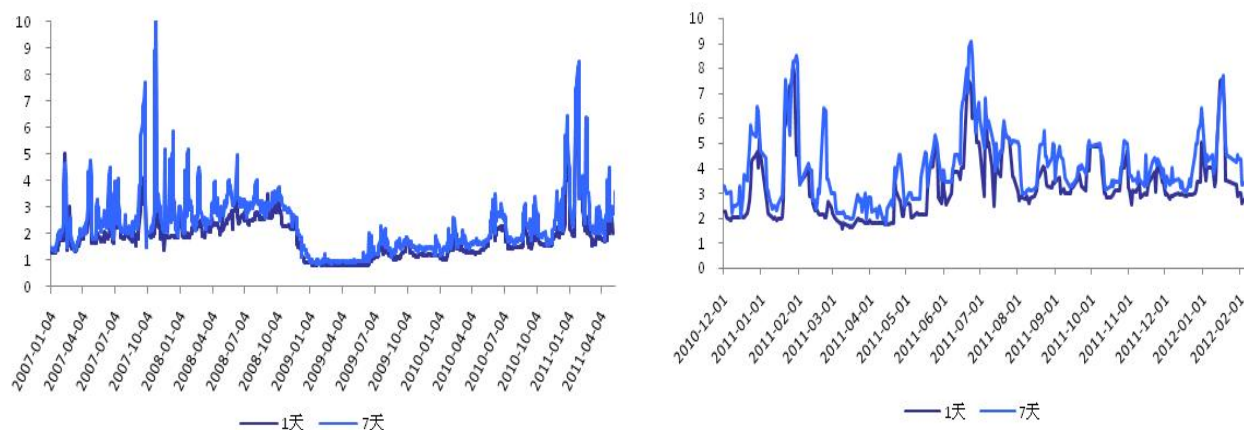
图 15: 3 月期央票收益率 (%)



资料来源: Wind, 申万研究

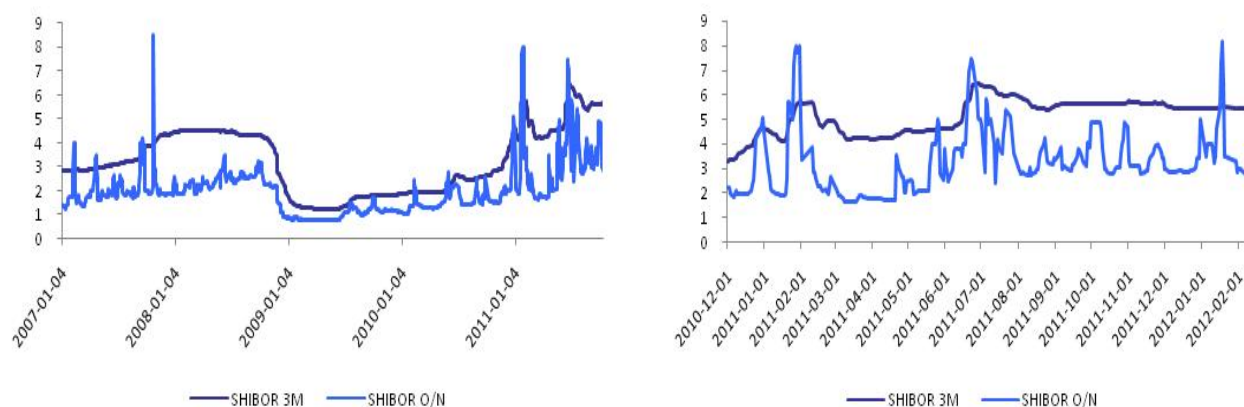
2.2 货币市场

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

图 19: 金融债指数