

利好政策加大市场波动，后市仍以上行为主

A 股周策略报告

2012 年 2 月 20 日

主要观点：

➤ 市场运行环境：政策微调在进行，流动性改善进一步明确

- 在物价回落阶段，政策关注重心将以稳定经济增长为主，而温总理也指出“政策微调一季度就已开始”。从政策对经济的调控思路看，目前着重以稳定外需、扩大内需，推进财税改革，支持小微型企业发展，坚定房地产调控政策，推动经济结构转型。
- 产业政策不断出现，尤其是以农业现代化、物联网、海水淡化、文化传媒等新兴产业，通过产业政策导向促进经济结构转变。
- 美国长期维持低利率政策，并通过扭转操作压力长期利率，虽然美国对于加息存在分析，但均认为至少在 2015 前没有必要考虑卖出两轮量化宽松时期所增持的国债和 MBS 债券等资产。欧洲央行只能通过注入流动性的方式解决希腊问题，在欧债危机的背景下，欧洲央行的货币输出或将继续使得全球流动性保持相对宽松状态。
- 国内，从资金价格角度看，国内资金流动性仍处于改善的进程，但货币供给量低于市场预期，而这并非资金供给层面的问题，主要是由于资金需求端的相对疲弱。
- 此次存款准备金率的下调将在市场流动性量的层面得到进一步体现，流动性量价的同步改善对于缓解市场顾虑效果明显，也表明了当前政策微调的方向更为明确，而未来市场流动性的改善也更为确定。

➤ 短期股指运行及投资策略：利好政策作用下股指宽幅震荡，后市仍以上行为主

- 股指的反弹不仅受到政策微调以及流动性向好的预期带动，而且在之前下跌过程中伴随着产业资本的增持以及历史估值的新低，也具有价值底部的支撑，在证券市场改革调整预期下，投资者回归价值投资理念，而市场也演绎了经济政策微调下早周期行业领涨，估值修复持续进行的逻辑。
- 在存款准备金率下调的利好政策作用下，市场仍将受到政策、流动性以及估值修复等因素的共同支撑，股指在消化利好政策后仍有望以上行为主。
- 操作策略上，由于利好政策因素的存在，股指短期有快速上涨动能，在市场反应政策利好因素时不宜盲目追涨，待政策扰动弱化后以低位或股指调整过程中的介入为主。在配置上一方面关注早经济周期且涨幅相对落后的汽车、券商等板块，另一方面，关注外围经济企稳向好时对国内出口企业需求的上升，例如电子、信息设备等行业。而在概念股方面，关注存在高送转预期的个股为主。

策略组

分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

TEL：(021)20361139

Email：ducc@nesc.cn

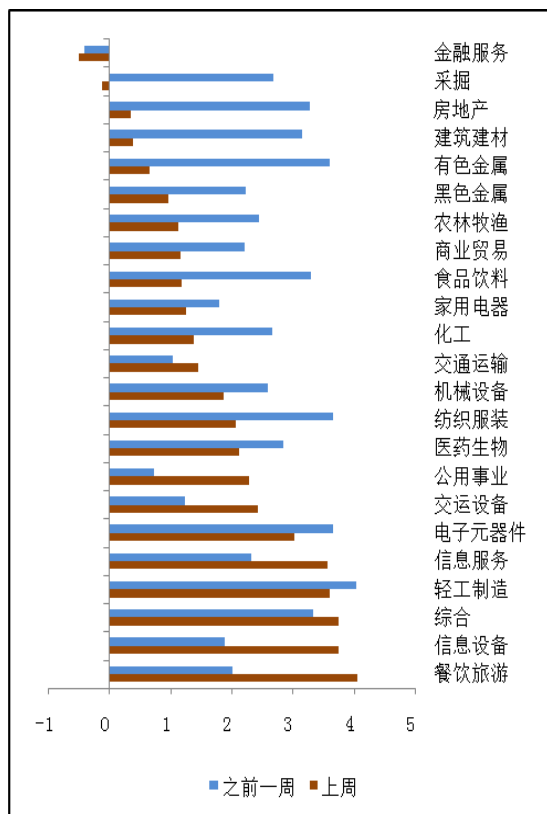
地 址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮 编：200135

一、一周市场概述：窄幅震荡、小幅收高

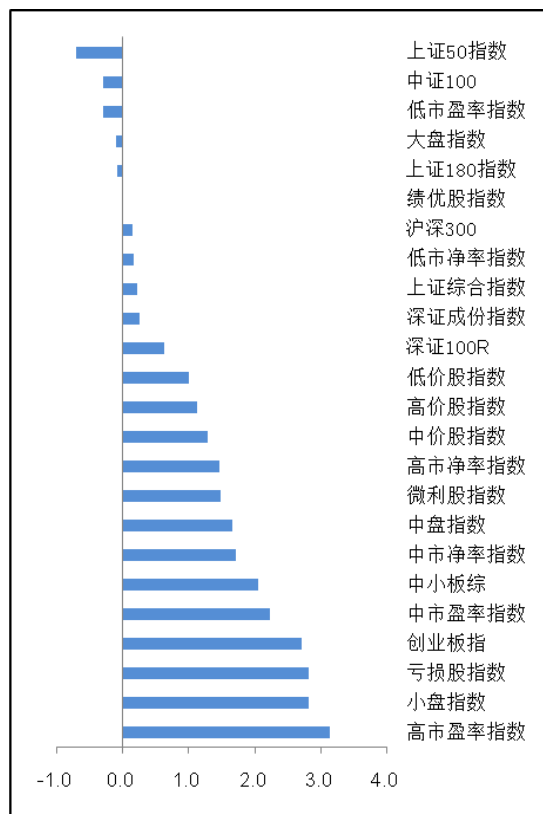
上周股指窄幅震荡，小幅收高，市场在权重股滞涨后，题材、概念股表现相对活跃，市场整体上主要仍然以货币以及政策等层面因素的影响为主。上周末的信贷数据低于市场预期，一月份新增贷款为 7381 亿元，而在货币供应方面，M1 增速更是创出多年来新低，此外，芜湖地产新政在经历 3 天后被叫停，反映出中央地产调控的信心，受此影响，周一股指明显低开，但由于总理表示“经济微调一季度已经开始”也为投资者增强信心，股指低开上涨；周二，股指低位窄幅震荡，表现为强势整理格局，中交建的申购也促成投资者的谨慎心态，但是触摸屏、节能等概念股表现活跃；周三股指经过小幅调整后大幅上涨，并且创出反弹新高，市场成交量也出现显著增加，在经济以及业绩层面虽然没有超预期表现，但政策导向仍然较为温和，如国务院会议关于“促进民间资本进入金融、能源、交通和社会事业等领域”、部署支持微小型企业发展等，以及《国际海域资源调查与开发“十二五”规划》、《关于加快发展海水淡化产业的意见》、《“十二五”物联网发展规划》等，这也促成部分概念板块的持续活跃；周四股指震荡为主，郭树清主席表示蓝筹股已出现罕见投资价值，并认为社保入市非救市，有助于其保值增值，国务院也召开会议，研究部署 2012 年深化经济体制改革重点工作，美元指数回落后的反弹对于国内前期领涨的煤炭、有色等板块形成较大压力，也拖累股指的运行；周五，受外围市场大幅上涨等因素影响，股指小幅高开，而后窄幅震荡，市场仍然以概念性板块的相对活跃为主，权重股呈现滞涨，但调整并不明显，锂电池概念表现活跃，市场成交量略有减少。

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

截止周五，上证综指收于 2357.18 点，上证综指在周三盘中达到此轮反弹高点 2374.28 点，上证综指全周上涨 0.22%，深成指小幅上涨 0.25%，创业板指则出现大幅上涨，涨幅达 2.71%，创业板指连续三周的大幅反弹且超过主板市场，上证综指连续五周收出阳线，但上涨步伐相对缓慢，略显滞涨。

盘面上，市场走势差异较大，前期持续强势的金融服务尤其是银行板块出现调整，此外，采掘也出现调整，建筑建材、房地产、有色、钢铁等强周期性板块涨幅相对较小，而餐饮旅游、信息设备、轻工制造、信息服务等弱周期性板块涨幅居前。风格指数方面，小盘股、高市盈率概念表现相对强势，低市盈率的大盘股相对弱势。

二、市场运行环境：政策微调在进行，流动性温和改善

2.1、关注经济稳定为主，支持微小企业发展，推动财税改革

1 月物价增长虽然超出市场预期，但欧美国家继续货币宽松政策，推动经济持续复苏，欧洲债务危机仍存在不确定性，叙利亚、伊朗等国际政治问题影响不断，受此影响大宗商品价格波动和走势日益复杂，在此背景下，稳定的社会和经济环境愈发重要。在物价回落阶段，政策关注重心将以稳定经济增长为主，而温总理也指出“政策微调一季度就已开始”。

从政策对经济的调控思路看，目前着重以稳定外需、扩大内需，推进财税改革，支持小微型企业发展，坚定房地产调控政策，推动经济结构转型。

自去年以温州为代表的民间信贷风险暴露以来，管理层对于微小企业的关注和扶持就在继续。

2 月 15 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署 2012 年深化经济体制改革重点工作。积极培育面向小型微型企业和“三农”的小型金融机构，合理引导民间融资。

2 月 1 日，国务院召开常务会议出台 4 项措施支持小微企业发展。提出将小型微利企业减半征收企业所得税政策延长至 2015 年底并扩大范围，完善财税支持政策；扩大中小企业专项资金规模，中央财政安排 150 亿元设立中小企业发展基金，主要支持初创小型微型企业；支持小型微型企业上市融资。

2011 年 10 月 12 日国务院常务会议出台的扶持小微企业的“国九条”政策，在财政税收政策方面提出，加大对小微企业税收扶持力度；支持金融机构加强对小微企业的金融服务；扩大中小企业专项资金规模，更多运用间接方式扶持小微企业。将小微企业减半征收企业所得税政策，延长至 2015 年底并扩大范围；将符合条件的国家中小企业公共技术服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围。

近期李克强副总理在上海再次强调：要把支出和减税重点放在支持“三农”和小微企业上。工业和信息化部中小企业司司长郑昕 16 日透露，下一步工信部将编制出台中小企业服务体系建设“十二五”规划，出台《关于加快推进中小企业服务体系建设的指导意见》，并会同有关部门研究制定支持中小企业公共服务平台发展的税收优惠政策。

在财税改革方面，不仅要加大对小微企业的减税，而且营业税改征增值税也有望逐步推广。

2.2、产业政策连续发布，推动经济转型为主

2 月 16 日：在商务部召开的新闻发布会上，商务部办公厅副主任、新闻发言人沈丹阳表示，商务部正在研究促进外贸发展的新措施，并将于下周在江西召开全国进出口工作会议，促进进出口增长。

2 月 18 日：国家发改委、财政部等 8 部委近日联合下发《关于促进电子商务健康快速发展有关工作的通知》，明确将成立专家委，重点推动国家电子商务示范城市创建，推动商贸流通领域电子商务应用快速发

展，规范电子支付，推广金融 IC 卡应用，研究跨境贸易电子商务便利化措施等工作。

2 月 16 日：为贯彻落实《国务院关于加强发展旅游业的意见》精神和中央关于把旅游业培育成国民经济战略性支柱产业的重要战略部署，进一步加大金融对实体经济的支持力度，人民银行、发展改革委、旅游局、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布了《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》。

2 月 15 日：《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》发布，同时中宣部、国家发改委 15 日在京举行《规划纲要》新闻发布会，并与文化部、新闻出版总署、国家广电总局等部门相关负责人对相关问题进行解答。

2 月 14 日：工信部正式发布《物联网“十二五”发展规划》。《规划》将超高频和微波 RFID 标签、智能传感器等领域明确为支持重点，并明确在九大领域开展示范工程。

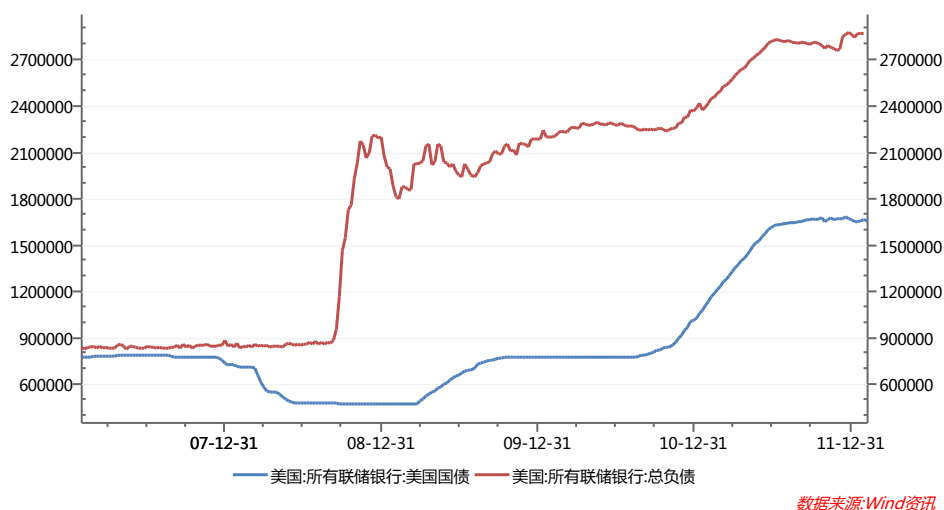
2 月 14 日：农业部新闻发言人、总经济师陈萌山介绍了《全国现代农业发展规划》的有关情况。他指出，巩固农业基础、实现农业现代化是我国现代化建设的重要目标和重点任务，党的十六大以来，中央坚持把解决好“三农”问题作为全部工作的重中之重。

2 月 13 日：国务院正式公布《关于加快发展海水淡化产业的意见》，提出发展海水淡化产业对缓解我国沿海缺水地区和海淡水资源短缺、促进西部地区苦咸水及微咸水淡化利用，优化用水结构、保障水资源持续利用具有重要意义，有利于培育新的经济增长点，推动发展方式转变。

2.3、国际货币宽松政策延续，国内流动性改善进一步明确

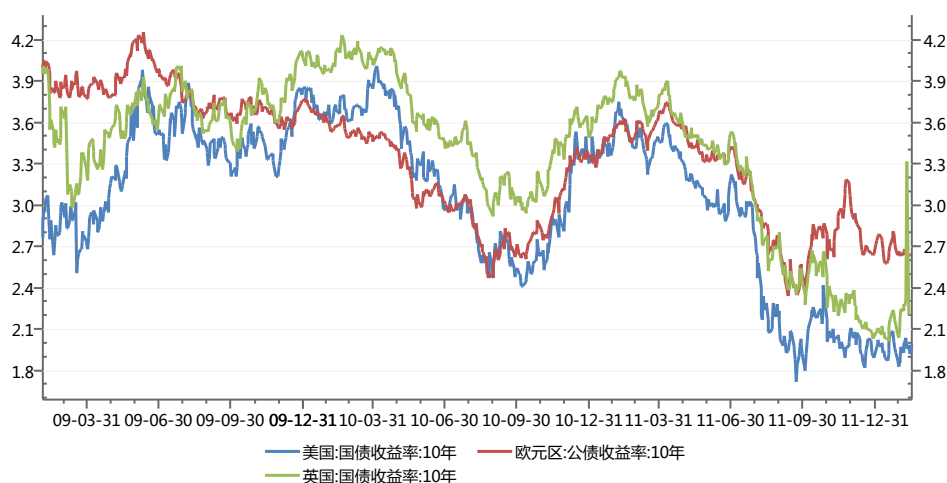
美国长期维持低利率政策，并通过扭转操作压力长期利率，从美联储最新公布的 1 月 24-25 日议息会议的纪要看，短期仍然坚持通过量化宽松的方式刺激经济，虽然委员对于加息存在分析，但均认为至少在 2015 前没有必要考虑卖出两轮量化宽松时期所增持的国债和 MBS 债券等资产。

图 3、美联储通过扭转操作维持当前资产负债规模，压低长期利率



数据来源：WIND、东北证券

图 4、发达经济体保持长期利率的低位运行

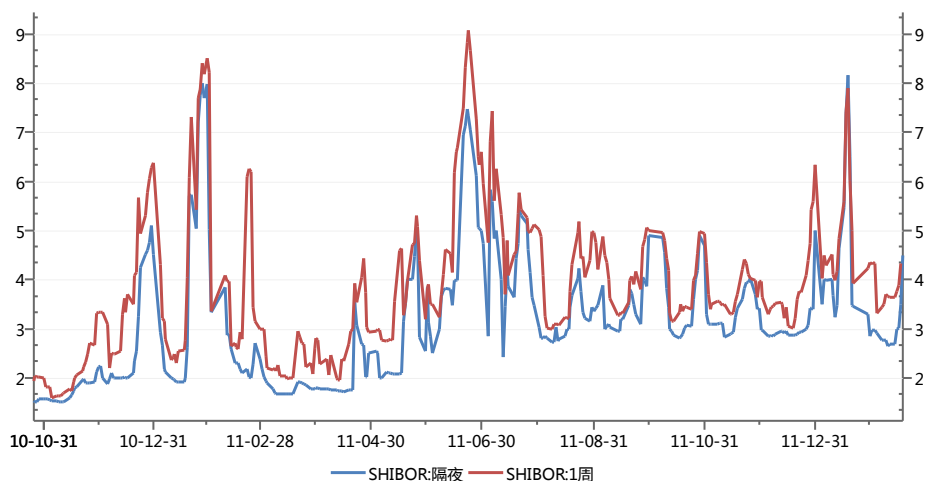


数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

欧债影响下, 欧洲央行只能通过注入流动性的方式解决希腊问题, 在欧债危机的背景下, 欧洲央行的货币输出或将使得全球流动性保持相对宽松状态。由于欧洲经济仍处于缓慢恢复进程中, 部分中小经济体迫于经济压力也采取不同措施刺激经济, 瑞典央行 20 日宣布, 将该国基准利率由 2% 下调 25 个基点至 1.75%, 而在此之前, 自去年 7 月至今年 7 月, 该行曾连续 7 次加息, 由此可见欧洲经济走势的不稳定性。宽松的货币政策环境仍将延续。

图 5、资金市场利率快速回落, 市场流动性整体平稳



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

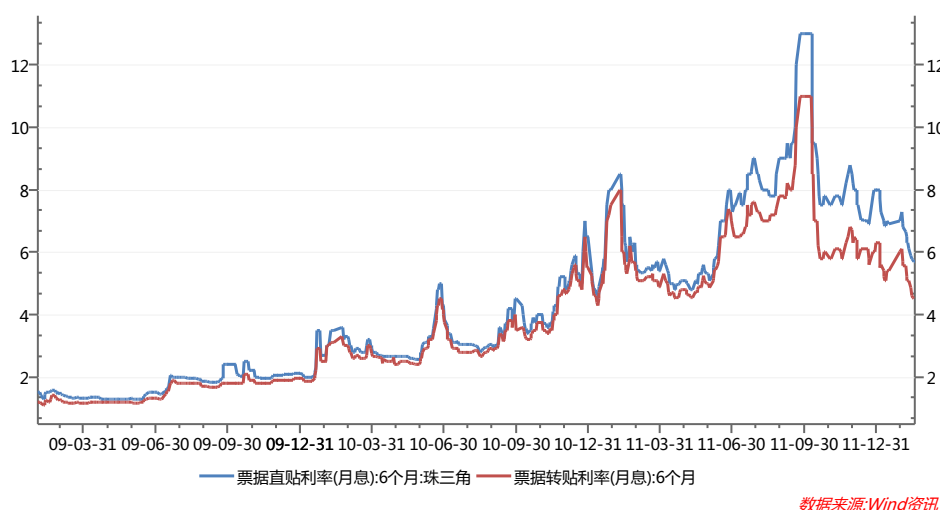
在国内层面, 春节前央行通过大量逆回购方式缓解节日因素对资金的需求, 而在节后逆回购到期后虽然对资金市场形成短期影响, 但并未出现资金市场利率大幅飙升的情况。从资金价格角度看, 国内资金流动性仍处于改善的进程, 但是一方面由于物价的抑制需求仍然存在, 导致货币投放力度相对较弱, 另一方面, 由于经济回落下, 企业投资意愿下降, 资金需求端不强, 导致一月信贷投放大大低于市场预期。此外, 由于内需回落明显, 而欧美经济企稳带动下, 国际贸易盈余部分也补充市场需求。在美元指数回落, 以及

欧美延续宽松货币政策下，境内资金外流动力减弱，也有助于稳定国内市场流动性。因此，当前资金市场利率相对稳定，只是在资金量的层面并未出现显著改善。

从央行第四季度货币政策执行报告看，将今年 M2 增速预期为 14%，虽然仅略高于 2011 年的 13.6%，但是由于今年经济增速整体以回落为主，资金需求相对减弱，此外，房地产政策的实施下，地产投资增速回落已成现实，资金需求也有所下降。今年新增信贷规模市场预期为 8 万亿元左右，按照历史投放比重看，一季度在 2.4 万亿元左右，而一月份的 7381 亿元低于信贷投放均值的 8000 亿元，因此，目前并非资金供给层面的问题，而主要是表现为资金需求端的相对疲弱。从流动性长期走势看，未来流动性的改善仍将持续，且这一过程将在存款准备金率下调后更为明确。

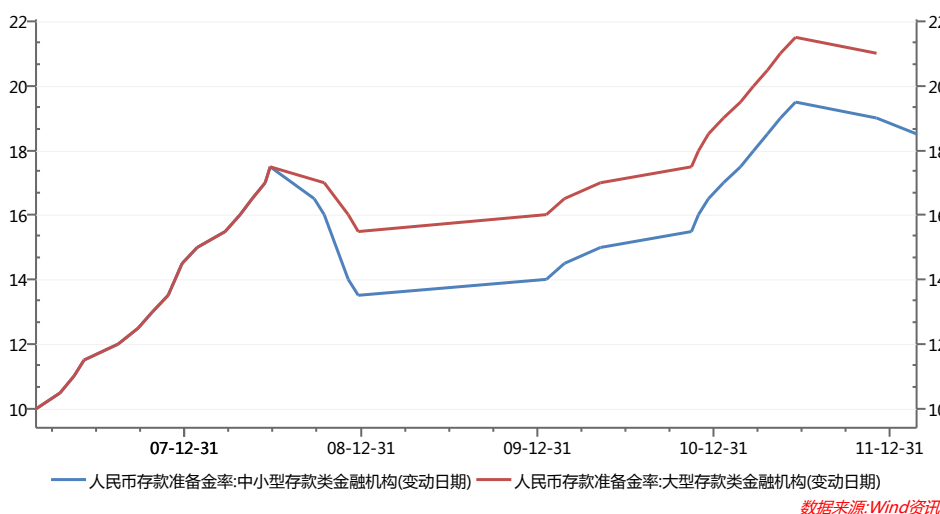
此次存款准备金率的下调将在市场流动性量的层面得到进一步体现，流动性量价的同步改善对于缓解市场的顾虑效果明显，也表明了当前政策微调的方向更为明确。

图 6、票据市场利率持续下行



数据来源：WIND，东北证券

图 7、存款准备金率下调使流动性改善进一步明确



数据来源：WIND，东北证券

三、短期股指运行及投资策略：利好政策作用下股指宽幅震荡，后市仍以上行为主

本轮股指的反弹不仅受到政策微调以及流动性向好的预期带动，而且在之前下跌过程中伴随着产业资本的增持以及历史估值的新低，也具有价值底部的支撑，在证券市场改革调整预期下，投资者回归价值投资理念，而市场也演绎了经济政策微调下早周期行业领涨，估值修复持续进行的逻辑。在存款准备金率下调的利好政策作用下，市场仍将受到政策、流动性以及估值修复等因素的共同支撑，但是由于政策调整对市场短期影响波动影响较大，利好政策下股指或以宽幅震荡的走势为主，但由于货币政策的进一步明确，有望缓解之前市场对于流动性改善的顾虑，因此，在政策扰动后，股指仍以上行为主。

在短期投资策略上，市场在煤炭、有色、地产等周期性板块带动下出现一定程度的滞涨，但小盘股表现活跃，市场轮动的风格较为明显。尤其是在产业政策推动下，互联网、农业科技、文化传媒、海水淡化、节能环保等板块均有所表现，市场呈现出权重股搭台，概念股活跃的局面。从操作上看，由于利好政策因素的存在，股指短期有快速上涨动能，在市场反应政策利好因素时不宜盲目追涨，待政策扰动弱化后以低位或股指调整过程中的介入为主，而在配置上一方面关注早经济周期且涨幅相对落后的汽车、券商等板块，另一方面，关注外围经济企稳向好时对国内出口企业需求的上升，例如电子、信息设备等行业。而在概念股方面，关注存在高送转预期的个股为主。

表 1、股指下跌与反弹以来行业表现及估值

板块/指数	3067-2148 点涨幅 (%)	2148 点以来涨幅 (%)	估值 (PE-TTM)
上证综指	-29.73	9.72	11.5
深成指	-33.85	11.80	22.6
创业板	-33.53	7.63	35.2
有色金属	-46.16	26.97	26.6
黑色金属	-45.27	13.28	16.5
机械设备	-43.96	15.15	21.0
电子元器件	-43.22	18.77	34.3
建筑建材	-42.58	14.61	12.5
化工	-42.23	17.6	14.0
交运设备	-40.35	13.29	16.2
轻工制造	-39.68	16.23	24.5
综合	-39.6	18.5	22.1
信息设备	-38.63	12.36	31.2
交通运输	-38.38	11.21	11.7
纺织服装	-37.63	13.82	19.8
商业贸易	-37.38	11.73	21.2
农林牧渔	-35.71	12.56	33.9
采掘	-35.48	17.49	13.8
房地产	-35.1	14.02	14.5
家用电器	-34.28	11.2	14.3
医药生物	-33.07	9.78	27.7
餐饮旅游	-33.02	12.15	38.4

公用事业	-32.29	9.08	22.8
信息服务	-27.27	9.25	34.4
金融服务	-25.91	9.84	8.5
食品饮料	-12.5	8.78	28.7

数据来源：WIND，东北证券

表 2、08 年以来存款准备金率调整及沪指表现

公布日	大型金融机构			中小金融机构			沪指表现	
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	次日涨幅	一周涨幅
2012 年 2 月 18 日	20.50%	20.00%	-0.50%	17.00%	16.50%	-0.50%		
2011 年 11 月 30 日	21.50%	21%	-0.50%	18%	17.50%	-0.50%	2.29%	-0.03%
2011 年 6 月 14 日	21%	21.50%	0.50%	17.50%	18%	0.50%	-0.95%	-3.06%
2011 年 5 月 12 日	20.50%	21%	0.50%	17.00%	17.50%	0.50%	0.95%	0.54%
2011 年 4 月 17 日	20%	20.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%	0.22%	-1.31%
2011 年 3 月 18 日	19.50%	20.00%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%	0.08%	2.44%
2011 年 2 月 18 日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%	1.12%	-0.73%
2011 年 1 月 14 日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%	-3.03%	-2.72%
2010 年 12 月 10 日	18.00%	18.50%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%	2.88%	1.85%
2010 年 11 月 19 日	17.50%	18.00%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%	-0.15%	-0.58%
2010 年 11 月 10 日	17.00%	17.50%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%	1.04%	-8.88%
2010 年 5 月 2 日	16.50%	17.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-1.23%	-6.35%
2010 年 2 月 12 日	16.00%	16.50%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-0.49%	0.00%
2010 年 1 月 12 日	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-3.09%	-0.83%
2008 年 12 月 22 日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%	-4.55%	-6.91%
2008 年 11 月 26 日	17.00%	16.00%	-1.00%	16.00%	14.00%	-2.00%	-2.44%	3.56%
2008 年 10 月 8 日	17.50%	17.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%	-0.84%	-4.66%
2008 年 9 月 15 日	17.50%	17.50%	0.00%	17.50%	16.50%	-1.00%	-4.47%	7.54%
2008 年 6 月 7 日	16.50%	17.50%	1.00%	16.50%	17.50%	1.00%	-7.73%	-13.84%
2008 年 5 月 12 日	16.00%	16.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%	-1.84%	-0.61%
2008 年 4 月 16 日	15.50%	16.00%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%	-2.09%	-0.40%
2008 年 3 月 18 日	15.00%	15.50%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%	2.53%	-1.07%
2008 年 1 月 16 日	14.50%	15.00%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%	-2.63%	-11.11%

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。