

2012 年 2 月 20 日

犹豫中前行

——市场周报第 51 期

相关研究

《警惕回调——市场周报第 50 期》2011/2/13

《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

《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

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 0.22%、0.25%、0.14%、2.05%和 2.66%。
- **短线料将冲高，方向仍待观察。**1) 降准时点意外，不论短期市场如何反应，我们认为降准本身对股市必将起正面作用，只是之前市场在偏空的环境里乐观情绪已然上升，市场走势与基本面和技术面都有所背离，因此尽管短期料将有所冲高，但冲高之后的走向我们还难以判断。2) 上周因资金需求陡增，利率显著上行，但我们认为在 CPI 反弹、人民币升值预期抬头和外汇占款回升的情况下，央行选择降准恐怕不单是应对短期银行间资金面的紧张，1、2 月份贷款始终未能延续放量确实令人担忧，流动性的真正改善可能还需要一段时间的累积效应。3) 近期 11 年的盈利预期止跌，但 12 年盈利预测仍在下调，无风险利率上行，因此估值的回升主要来自于风险偏好水平的大幅提高，尽管我们认为这是 12 年的大方向，但对之前偏利空环境下市场情绪的走高，我们尚无法判断这是否已走过趋势性拐点。4) 板块轮动现象明显，大盘的上行基本以各板块轮流超跌反弹而实现，一方面各个板块基本轮番表现过；另一方面也显示本轮行情仍为存量资金推动，当然我们认为增量资金入场是 12 年的大概率事件，不过目前尚无明确信号。5) 短期的另一个向上因素是欧债危机的逐步缓解，市场普遍对 20 日欧财长会议寄以厚望。6) 从 2132 点至今本轮反弹幅度已有 11.3%，超过我们之前判断超跌反弹 10%的目标，也突破 3067 点以来的下降通道，从 2 月 9 日起横盘震荡已有七个交易日，市场面临方向性选择。我们认为：如果上行空间不大，可能冲高时获利回吐压力不小；如果上行空间可观，在存量资金市场下可能也需要充分换手和回档确认，因此不妨等待方向的进一步明朗。就短期，30 周（目前 2435 点）和 5 周（目前 2320 点）均线或有上下参考意义，另外半年线（目前 2382 点）附近也将有所争夺。
- **积极变化增多，信号仍需确认。**之前我们提出“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。市场在犹豫中以进二退一缓步上行，我们仍建议留点谨慎，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。目前来看内外部环境正在向我们预期的方向走，不过基于我们上文分析的几点原因，趋势性的转变信号尚未确认。
- **本周上证指数核心波动区间判断（2330，2430）。**

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 后市展望：2330-2430	4
2. 货币/债券市场概览.....	6
2.1 公开市场	6
2.2 货币市场	7
2.3 利率/信用市场	8
3. 期货市场概览.....	10
3.1 商品	10
3.2 股指期货	12
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 0.22%、0.25%、0.14%、2.05%和 2.66%。两市成交量 7472.4 亿元，环比放大 5.35%。

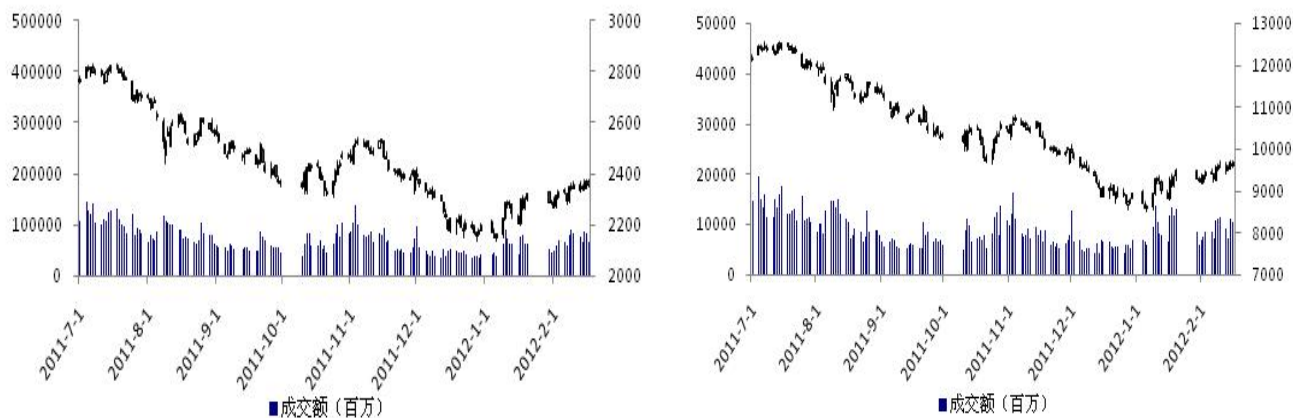
表 1：一周市场特征：延续小幅上行 小盘股反弹强劲

		周一	周二	周三	周四	周五
当日走势		低开高走	震荡反复	盘一大涨—高位震荡	震荡回调	高位震荡
指数点位	上证综指	2332.05	2344.77	2366.7	2356.86	2357.18
	深证成指	9585.08	9543.77	9673.44	9622.83	9615.34
	沪深300	2531.98	2522.11	2549.61	2536.07	2537.09
日收益率	上证综指	-0.01%	-0.30%	0.94%	-0.42%	0.01%
	深证成指	-0.06%	-0.43%	1.36%	-0.52%	-0.08%
	沪深300	-0.06%	-0.39%	1.09%	-0.53%	0.04%
成交量	上证综指	777.15	662.95	876.33	837.58	651.22
	深证成指	755.3	639.53	818.44	815.25	638.67
	沪深300	542.83	437.24	604.22	551.66	404.58
行业	领涨	电子 2.92% 信息设备 1.71% 医药生物 1.65%	餐饮旅游 0.99% 轻工制造 0.89% 房地产 0.72%	信息设备 2.72% 综合 2.40% 信息服务 2.28%	公用事业 1.09% 黑色金属 0.53% 综合 0.45%	餐饮旅游 1.39% 金融服务 0.44% 房地产 0.15%
	领跌	房地产 -1.31% 金融服务 -0.64% 家用电器 -0.24%	金融服务 -0.64% 电子 -0.62% 有色金属 -0.59%	金融服务 0.77% 食品饮料 0.85% 医药生物 1.00%	食品饮料 -0.99% 采掘 -0.91% 电子 -0.82%	公用事业 -0.83% 农林牧渔 -0.82% 电子 -0.64%
	风格	领涨：新股/活跃/小盘 领跌：低PE/低PB/大盘	亏损/小盘/新股 配股/微利/大盘	亏损/微利/中PB 低PE/绩优/低PB	高PE/小盘/低价 活跃/绩优/高价	活跃/中价/低PB 小盘/亏损/中PE
热点		电子，信息技术	食品饮料，医药生物	有色，钢铁	公用事业，钢铁	地产，旅游
个股	涨/平/跌	1797/173/446	990/169/1257	2208/109/99	888/144/1388	703/165/1556
	涨停	17/15：科达股份，斯米克	9/25：莱茵置业，博盈投资	2/21：东方电子，鑫茂科	4/4：建峰化工，新太科技	3/6：川润股份，香江控股
	跌停	SST华塑 -4.97%	*ST昌九 -4.96%	爱尔眼科 -2.49%	泰尔重工 -7.42%	美锦能源 -5.75%
重要事件		温家宝：预调微调从一季度就要开始； 芜湖房地产新政暂缓执行； 商务部正制定稳定外贸的政策； 证券公司柜台交易试点草案初步成型； 1月进出口同比负增长； 1月货币信贷增速放缓； “十二五”水利总投资	监管层研究扩大银行附属资本计入范围，资本充足率有望提高； 近七成平台贷款安全 银监会严防违规增长，研究地方政府融资平台贷款有条件展期； 发改委：今年物价总水平将明显回落，2月CPI可跌穿4% 稳推电、油价格改革	温家宝：中欧尽早启动投资协定谈判 已做好加大参与解决欧债问题力度准备； 金融企业可税前扣除贷款损失准备金； 物联网十二五规划发布； 券商集合理财产品清盘线或大降； 美国 1 月中小企业乐观	央行：保持适度增长 外汇流入有所增加 须防范通胀反弹； 国务院：鼓励民间投资 全面推进资源税改革； 李克强：深入实施扩大内需战略； 郭树清：蓝筹股显示出罕见投资价值； “十二五”文化改革发展规划纲要发布	商务部：正会同有关部门制定稳定出口和促进消费的政策； 利用外资连续三月下降； 央行：全力维护金融稳定； 上海放松普通住房标准； 中山市：上调新房售价上限为部门试行措施；

资料来源：申万研究

图 1：上证综指

图 2：深证成指



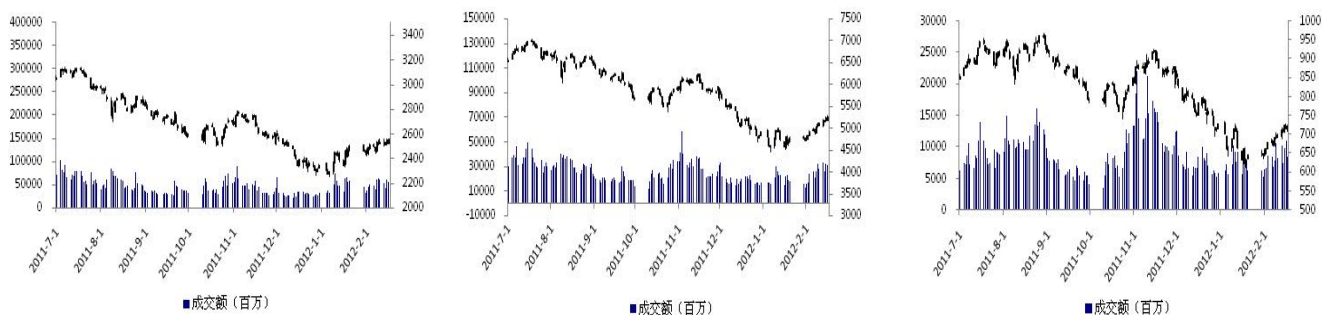
资料来源: Wind, 申万研究

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



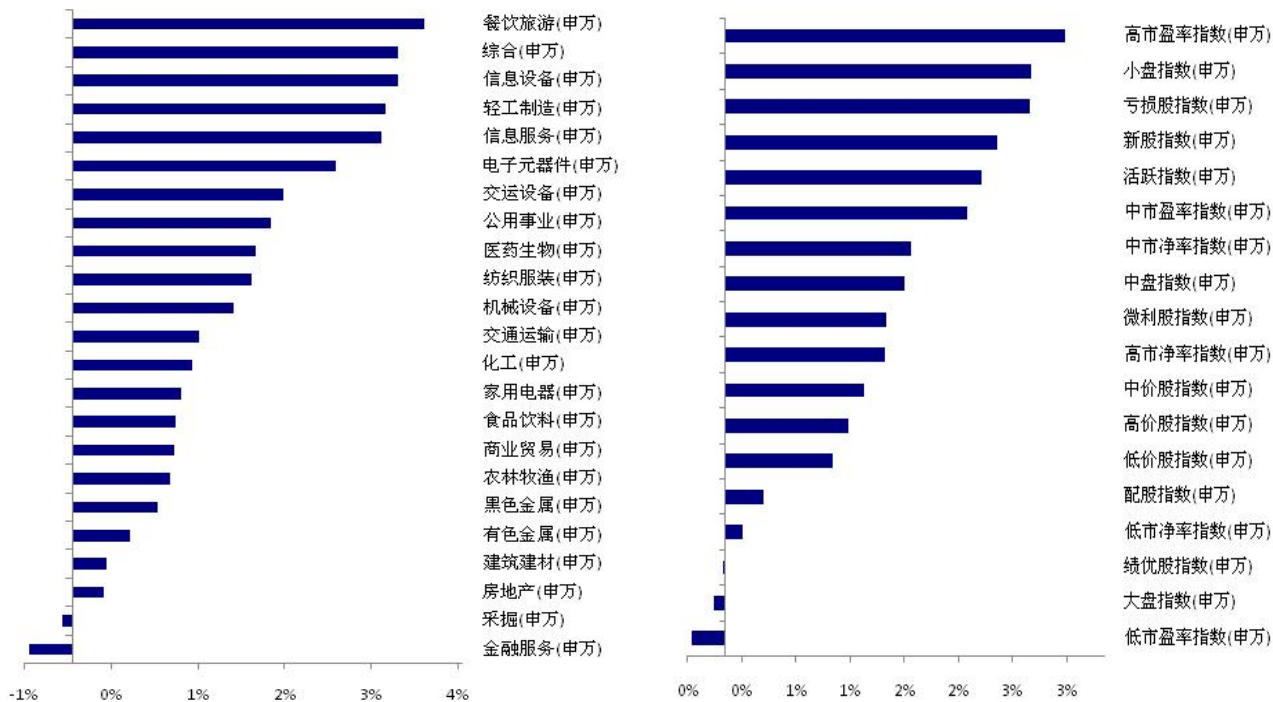
资料来源: Wind, 申万研究

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

降准时点再超预期。央行于 18 日晚间宣布，从 2012 年 2 月 24 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。存准率下调将适当放松银根，缓解目前市场流动性偏紧的现状。但这并非意味政策转向，央行行长助理金琦日前强调，当前货币政策总体基调仍将保持稳健。这是今年以来央行第一次下调存款准备金率，距去年 12 月央行下调存准率已接近三个月。下调后，大中型金融机构的存款准备金率降至 20.5%。据初步测算，这次存款准备金率下调可以释放 4000 亿元左右的资金。存准率下调可以有效缓解当前银行间市场资金面紧张的状况。光大银行首席宏观分析师盛宏清测算，下调 0.5 个百分点的存准率加上央行最近持续的逆回购举措，可以为市场输入 7000-8000 亿元的资金。同时，银行的放贷能力可能受益于存准率下调而有所增加。央行数据显示，1 月份我国存款大幅流出 8000 亿元，受存贷比等多重因素影响，新增贷款仅 7381 亿元，远低于历史同期。而下调存款准备金率将适当放松银根，引导市场利率下降，进而降低理财产品利率和吸引力，引导资金回归银行，缓解存款流出现象。此外，实体经济也需要资金面“给点力”。数据显示，1 月份 M2 同比增长 12.4%，M1 同比增长 3.1%，增速双双滑向历史低位，显示经济出现萎缩迹象，1 月份 PMI 里的生产订单、出口订单等指标下降也支持了这一观点。盛宏清认为，为了达到这个目标，央行也需要下调存准率以放松银根，适度增加贷款，达到调控的效果。对于下一步货币政策的走向，分析人士预计，央行将视经济基本面、外汇流入等因素灵活运用多种货币工具，存款准备金率年内还有 2-4 次下调空间。

公开市场延续正回购，资金需求大致利率上行。上周公开市场到期资金 70 亿，央票继续停发，央行继续启动 28 天和 91 天正回购共 160 亿，净回笼 90 亿。因保证金存款准备金补缴、财政存款上缴、定向逆回购到期等因素，上周银行间回购、拆借和 SHIBOR 利率再度上行，上周五银行间 7 天回购利率和 3 个月 SHIBOR 分别为 5.3142% 和 5.3061%。

央行：2012 年 M2 增速目标 14%。15 日，央行发布《2011 年第四季度货币政策执行报告》，对当前经济形势、通胀形势和货币政策基调作了全面阐述此外，还预期 2012 年全年 M2 增长 14%。申万宏观认为：1) 央行对经济形势判断的担忧有所加重,3 季度报告中强调经济增长更趋均衡,热情和扩张势头都很好,自我增长能力逐步增强;4 季度报告指出“存在经济增长下行压力”,用以支撑“经济内生增长动力依然较强”的表述只有“季调后主要经济指标环比增速略有回升”。2) 对防止物价反弹的担忧占据上风。央行认为,当前物价回落原因是前期政策所致,如果没有持续的政策跟进,那么物价反弹的风险就会显现。3) 3 季度报告中货币政策的基调是“保持”,既要“巩固经济平稳较快发展的良好势头”,又要“保持物价总水平基本稳定”,4 季度报告的基调更为主动,“促进物价总水平基本稳定和经济平稳较快发展。4) 央行对 2012 年 M2 初步预期增速设定为 14%,从历史来看,实际增速与初步预期增速之间的差距一直存在,而且近几年来,由于国际经济形势日益复杂化,货币政策相机抉择的重要性上升,实际增速与预期的偏差在增大。5) 3 季度报告提出差别准备金率的主要目的是“引导并激励金融机构自我保持稳健和调整信贷投放,提升风险防范能力。”4 季度的动态准备金率则加了“根据经济景气变化”。可见央行在防止通胀反弹的基础上也是两手准备——一旦通胀持续下行趋势确立,同时经济增长出现减缓,那么预调微调经济的政策就会应声出台。6) 央行认为顺差将持续,主要原因:一是“现有国际分工格局下,中国经常项目尤其是贸易顺差局面不会改变。”二是“中国经济持续平稳较快发展,国内市场前景广阔,有望继续吸引国际长期资本流入。”未来汇率制度主要在人民币国际化方面的逐步改革。未来要“增强双向浮动”,不再强调“促进国际收支基本平衡”。7) 2012 年,央行对金融体系风险预防和监控的努力正在加大,尤其强调了要“防止出现道德风险,守住不发生区域性系统性风险的底线。”道德风险和区域性系统性风险的种类很多,其中就包括地方政府融资平台区域性违约的问题。

郭树清：蓝筹股显示出罕见投资价值。15 日，中国上市公司协会在京成立，郭树清表示，当前，我国上市公司在科技创新能力、核心竞争能力、个性化经营方式等方面与国际先进水平还有不小的差距。要把提高上市公司质量摆在更加突出的位置。大力推进市场化并购重组，支持上市公司主动实施结构调整与产业升级。监管部门和市场中介也将逐步推行上市公司分类管理制度，对运作规范、公开透明、符合国家产业政策导向的公司，在融资安排、并购重组审核、股权激励等方面给予优先支持，促进上市公司做优做强，使社会资金资源真正向优质上市公司集聚。目前的 2000 多家上市公司毫无疑问是中国最优秀企业的代表。沪深 300 等蓝筹股的静态市盈率不足 13 倍，动态市盈率为 11.2 倍，显示出罕见的投资价值，这意味即时投资的年收益率

平均可以达到 8% 左右。目前我国上市公司股票价格的平均水平，已经与欧美市场大体一致，比日本、韩国还低一些，与印度、巴西等新兴市场也十分相近。更重要的是，近一个时期以来，股价结构也趋于改善，绩优公司、蓝筹股票价格上升快于其他企业，新股发行价格过高的问题也有所缓解。

关注延期的欧元区财长会议。1) 穆迪下调包括意大利和西班牙等国的主权信用评级。因欧债危机的原因，穆迪评级机构下调了包括意大利、西班牙和葡萄牙在内六国的债务评级，同时将英国和法国的 AAA 最高信用评级展望调整为“负面”。2) 原定于 2 月 15 日举行的欧元区财长会议改期至 2 月 20 日召开，届时将讨论是否向希腊发放总值 1300 亿欧元的第二轮援助贷款。据此间媒体披露，针对希腊的第二轮援助贷款协议新增了许多“苛刻”的限制性条款，其中就包括贷款发放人将实时监控希腊政府对援助贷款的使用情况。另外，欧元区财长们还给希腊开出一份“清单”，要求希腊在本月底之前完成 24 项“规定工作”，并以此作为发放新一轮贷款的前提条件。

谨防实体经济黑天鹅事件。1) 苏泊尔深陷质量门。近日，有媒体披露，哈尔滨市工商局道外分局在检查中发现，共有 81 个型号“苏泊尔”不锈钢器皿不合格，存在锰含量超标、镍含量不达标的问题。哈尔滨工商部门称，苏泊尔 200 元以下不锈钢锅具多为不合格产品。2) ST 海龙财务问题不断，公司公告，拟为潍坊特钢集团有限公司申请综合授信 1.2 亿元提供连带责任担保，并为山东铁雄冶金科技有限公司申请综合授信 8000 万元提供连带责任担保。上述担保协议正式签署后，公司及控股子公司对外担保额为 39.19 亿元，占最近一期经审计净资产的 2482.57%。3) 万科深陷毒地板事件，王石称 100% 负责到底。

1.3 后市展望：2330-2430

上周上证指数波动区间为 2325.03-2374.29，日收盘波动区间为 2344.78-2366.71，符合我们 2280-2380 的预期。

短线料将冲高，方向仍待观察。1) 降准时点意外，不论短期市场如何反应，我们认为降准本身对股市必将起正面作用，只是之前市场在偏空的环境里乐观情绪已然上升，市场走势与基本面和技术面都有所背离，因此尽管短期料将有所冲高，但冲高之后的走向我们还难以判断。2) 上周因资金需求陡增，利率显著上行，但我们认为在 CPI 反弹、人民币升值预期抬头和外汇占款回升的情况下，央行选择降准恐怕不单是应对短期银行间资金面的紧张，1、2 月份贷款始终未能延续放量确实令人担忧，流动性的真正改善可能还需要一段时间的累积效应。3) 近期 11 年的盈利预期止跌，但 12 年盈利预测仍在下调，无风险利率上行，因此估值的回升主要来自于风险偏好水平的大幅提高，尽管我们认为这是 12 年的大方向，但对之前偏利空环境下市场情绪的走高，我们尚无法判断这是否已走过趋势性拐点。4) 板块轮动现象明显，大盘的上行基本以各板块轮流超跌反弹而实现，一方面各个板块基本轮番表现过；另一方

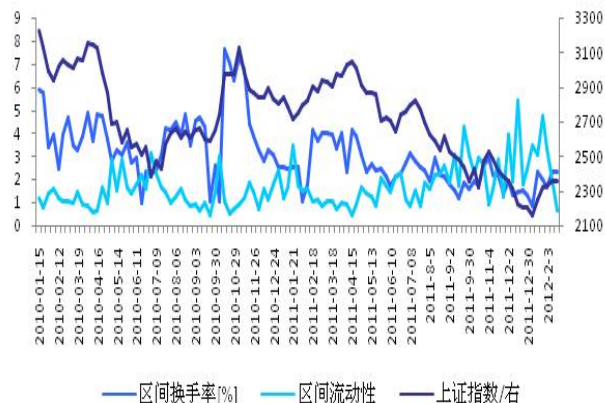
面也显示本轮行情仍为存量资金推动，当然我们认为增量资金入场是12年的大概率事件，不过目前尚无明确信号。5) 短期的另一个向上因素是欧债危机的逐步缓解，市场普遍对20日欧财长会议寄以厚望。6) 从2132点至今本轮反弹幅度已有11.3%，超过我们之前判断超跌反弹10%的目标，也突破3067点以来的下降通道，从2月9日起横盘震荡已有七个交易日，市场面临方向性选择。我们认为：如果上行空间不大，可能冲高时获利回吐压力不小；如果上行空间可观，在存量资金市场下可能也需要充分换手和回档确认，因此不妨等待方向的进一步明朗。就短期，30周（目前2435点）和5周（目前2320点）均线或有上下参考意义，另外半年线（目前2382点）附近也将有所争夺。

图 13：盈利预期延续小回升



资料来源：Wind，申万研究

图 14：市场情绪继续回升



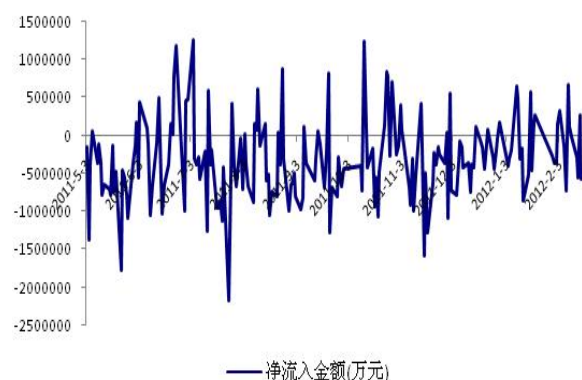
资料来源：Wind，申万研究

图 13：货币利率再度回升



资料来源：Wind，申万研究

图 14：市场资金又回净流出



资料来源：Wind，申万研究

积极变化增多，信号仍需确认。之前我们提出“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。目前来看内外部环境正在向我们预期的方向走，不过基于我们上文分析的几点原因，趋势性的转变信号尚未确认。

本周关注： 外汇占款，公开市场与资金利率，年报预披露，欧元区财长会议，外围市场

2. 货币/债券市场概览

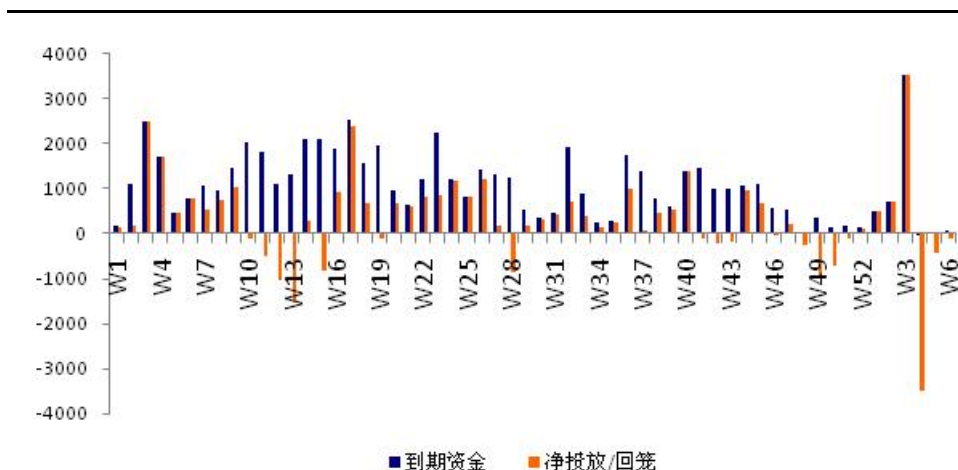
2.1 公开市场

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
2012-2-14	正回购	28 天	60	2.8	0.00
2012-2-16	正回购	91 天	100	3.16	0.00

资料来源：人民银行，申万研究

图 13：净回笼 90 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

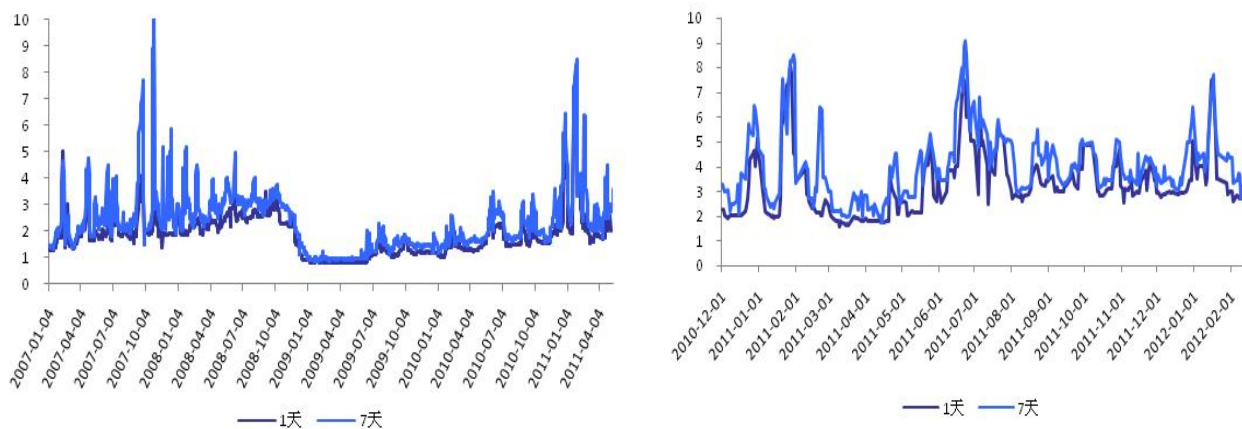
图 15: 3 月期央票收益率 (%)



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 (%)