

市场情绪恢复、股指震荡上行纠正非理性下跌

A 股周策略报告

2012 年 3 月 19 日

主要观点:

➤ 市场概述：行业轮动中消费类行业表现突出

- 市场出现分化，食品饮料、医药生物、商业贸易、餐饮旅游等大消费板块涨幅较大，领先市场，而房地产、家电、交运设备、电子元器件、建筑建材等周期性行业跌幅较大，尤其是地产板块跌幅达到 6.5%。

➤ 推动市场上涨的原有逻辑仍然存在：流动性持续向好、期待经济低点出现

- 资金供给方面，无论是央行的公开市场操作还是资金市场价格均表明当前资金供给的相对充裕，这与 2011 年持续紧缩的货币政策以及资金价格的持续高位形成鲜明对比。
- 外汇占款的持续低位以及贸易逆差的出现都表明当前对冲压力较小，因此，存款准备金率仍然存在下调的基础。
- 消费、进出口数据都出现不同程度回落，虽然固定资产投资维持高位，尤其是地产投资增速超预期，但在地产库存高企、销售数据持续低位制约地产投资高增长。因此，经济增速的回落已经较为明确，但已在市场预期之内，投资者更关注未来经济的拐点。
- 经济二季度见底已成为市场普遍共识，但经济底部区域走势存在不确定性，经济即使见底之后的反弹力度如何难以确定，目前经济是否能够在二季度见底成为市场不确定性因素，未来市场一致预期下的纠正将加大市场的调整力度，但目前仍属观察期。

➤ 证券市场相对吸引力提升，投资者情绪向好

- 流动性向好、资金市场价格下行，银行理财产品收益率的回落以及地产投资渠道的严格控制，都有助于场外资金逐步回归场内，而证券市场的在长期资本入市、市场制度改革等层面的变化，都增强了投资者的参与热情和市场整体的内在投资吸引力。
- 新增股票账户数与新增基金开户数均出现明显回升，股票参与交易账户数也出现明显增多。新开账户数以及参与交易账户数仍然有提升空间，投资者情绪仍属恢复过程中。

➤ 短期股指运行及投资策略：市场回归理性，谨慎做多情绪为主

- 市场的剧烈调整让市场回归理性，投资者基于流动性持续向好、市场估值修复、政策期待等层面的投资逻辑仍然存在，但市场对此反应过程将趋于谨慎，市场仍以震荡上行或者结构性行情为主。
- 投资选择上，既可以关注市场中具有先导性的行业，如券商板块，以及早周期且估值合理的汽车行业，此外，也可以关注市场行业轮动特征，如涨幅较小，近期有所表现的商业贸易、纺织服装等消费类板块。

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：快速调整后，市场情绪有所恢复

上周股指冲高回落，快速调整，周五市场情绪恢复，股指出现反弹。“两会”期间受行业以及政策面的温和推动，以及流动性持续改善、经济见底预期等因素，市场延续之前上涨步伐，震荡上行为主，但周三受严厉地产调控预期影响，市场出现快速下跌。周一低位震荡整理后，周二股指大幅上涨，当日央行正回购660亿元，但市场流动性仍然较为充裕，资金价格震荡下行，而央行行长周小川也表示降准“空间很大”，存款准备金率的调整主要是考虑到对于外汇占款等的对冲。周三美股受美联储维持超低利率政策刺激大幅上涨，早盘国内股指高位震荡，但午后出现快速跳水，当然上证综指下跌2.63%，创业板指跌4.53%，从市场走势看，更多受到情绪影响以及投资者的集体非理性行为导致市场的快速大幅下跌，一方面，温总理在回答关于地产调控时，指出当前房价远远没有调整到位，并表示了对于经济、政治改革进程中遇到的问题感到忧虑，另一方面，管理层也并不认为7.5%的经济增速目标较低，“将经济增速预期目标定为7.5%，是主动调控的结果，调低速度主要是为了结构调整，为了真正实现高质量的增长”。周四市场延续之前弱势，低位震荡，但周五两市震荡上行，略显强势，食品饮料、纺织服装、餐饮旅游等消费类板块领涨，地产、钢铁等板块也出现反弹，市场情绪有所恢复。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

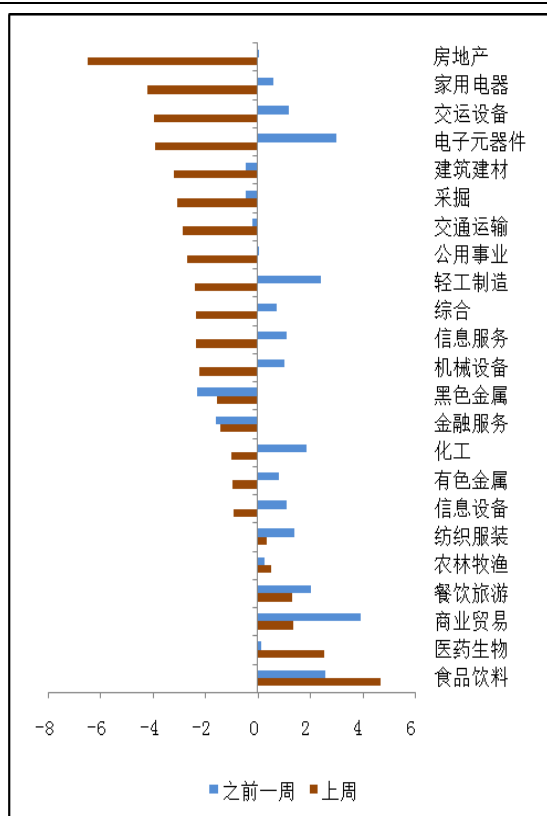
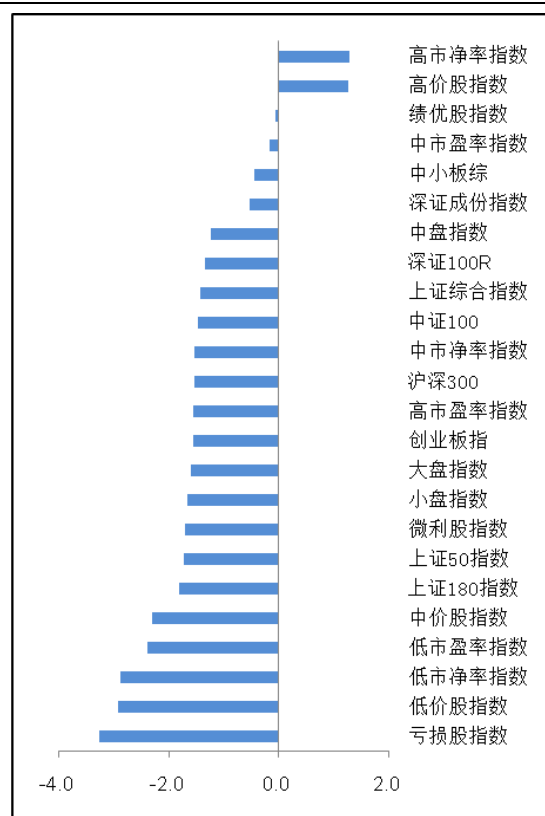


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

截止周五，上证综指收于2404.74点，上证综指在周一盘中达到本周高点2376.22点，但仍未能创出本轮反弹新高，而深成指、创业板指等指数已经连续达到反弹高点，上证综指上周下跌1.42%，深成指跌0.53%，创业板指冲高回落，全周下跌1.56%，上证综指连续两周调整，而且上周成交量也出现明显增加，

尤其是周三的快速下跌过程中市场成交量显著放大。

盘面上，市场出现分化，食品饮料、医药生物、商业贸易、餐饮旅游等大消费板块涨幅较大，领先市场，而房地产、家电、交运设备、电子元器件、建筑建材等周期性行业跌幅较大，尤其是地产板块跌幅达到 6.5%。市场风格方面，中小盘成长股受到资金关注，高市盈率、高价股涨幅较大。

二、推动市场上涨的原有逻辑仍然存在：流动性持续向好、期待经济低点出现

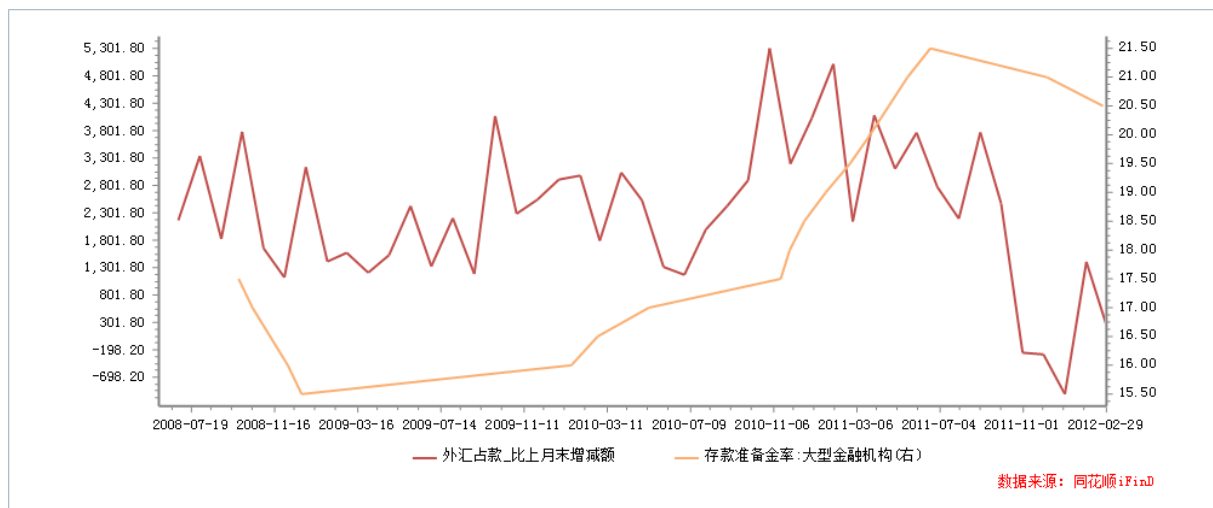
2.1、流动性持续向好，存款准备金率存在下调基础

从市场资金供需角度看，虽然今年前两个月的信贷投放规模一定程度上低于市场预期，但信贷的低规模投放主要受到市场需求的影响，需求层面的弱化降低了对于资金的需求，而从资金供给角度看，无论是央行的公开市场操作还是资金市场价格均表明当前资金供给的相对充裕，这与 2011 年持续紧缩的货币政策以及资金价格的持续高位形成鲜明对比。

在货币政策调控方面，随着外汇占款对冲需要的下降，存款准备金率也出现向下调整，从最新金融数据看，截至 2 月末，我国外汇占款为 255247.56 亿元，其中 2 月份外汇占款新增 251.15 亿元，较 1 月份新增外汇占款 1409 亿元，出现显著回落。“两会”期间，在回答货币政策工具使用问题时，央行行长周小川说，存款准备金率的上调或者下调，主要是调节市场上的流动性。近年来，存款准备金率工具的使用主要和外汇储备增加或减少所产生的对冲要求有关。从目前实际情况看，外汇占款的持续低位以及贸易逆差的出现都表明当前对冲压力较小，因此，存款准备金率仍然存在下调的基础。

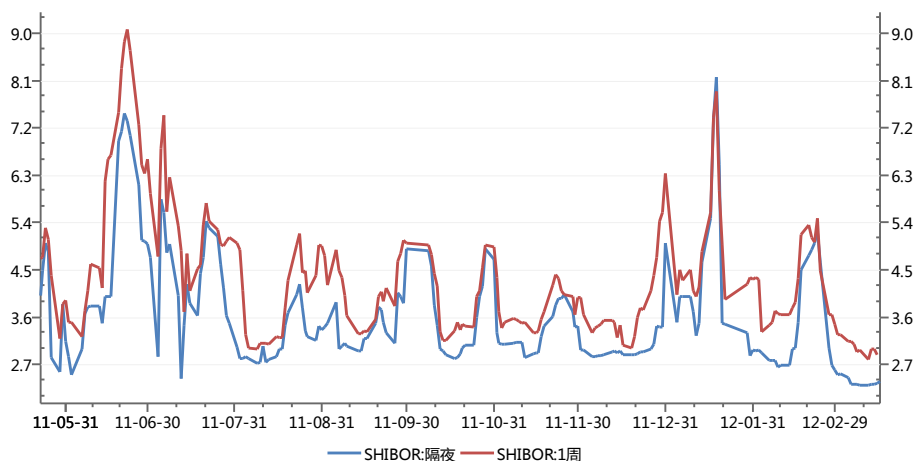
从全球角度看，不仅美国将长期维持超低利率，而且欧洲央行新一轮长期再融资操作 (LTRO) 再次向银行业投入大量流动性，这不仅是欧债危机的解决途径也与欧元区的持续偏弱经济数据有关。因此，无论国内还是国际角度看，当前市场流动性仍处于不断向好的过程中。

图 3、外汇占款持续低位，存款准备金率存在下调基础



数据来源：同花顺，东北证券

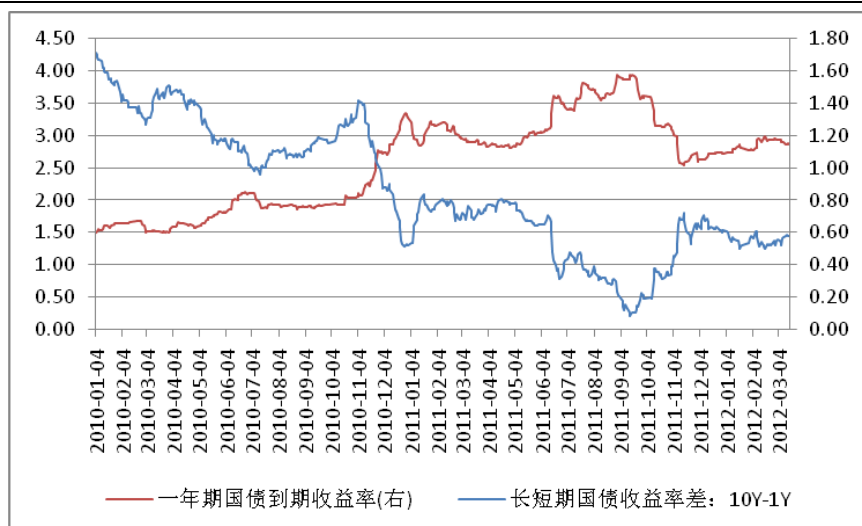
图 3、银行资金市场价格回落至低位



数据来源:Wind资讯

数据来源:WIND, 东北证券

图 4、债券市场收益率逐步回落



数据来源:WIND, 东北证券

2.2、经济回落符合市场预期，期待经济拐点

对于经济走势，从目前消费、以及进出口数据看，都出现一定程度的回落，虽然固定资产投资维持高位，尤其是地产投资增速的超预期，主要受到季节性因素以及商业地产的增长带动，但在地产库存高企，销售数据持续低位制约地产投资高增长，因此，经济增速的回落已经较为明确，但已在市场预期之内，投资者更关注未来经济的拐点。

从目前市场一致预期看，对于经济二季度见底已成为市场普遍共识，但经济底部区域走势存在不确定性，经济即使见底之后的反弹力度如何难以确定，目前经济是否能够在二季度见底成为市场不确定性因素，市场一致预期下的纠正也将加大市场的调整力度。但从目前经济走势的有利因素看，一方面货币供给的改善为经济增长提供客观基础，M1 与 M2 低位回升，货币政策微调，货币供应增速拐点领先经济拐点；另一

方面，对外贸易尤其是出口方面仍以向好趋势为主，从我们对于出口走势的预判看，3月份有望形成较为明确的见底回升，而在投资领域，虽然地产投资面临大幅波动，但中央在建项目的逐步落实有助于稳定固定资产投资领域的平稳。

图 5、货币供应与经济走势



数据来源: WIND, 东北证券

三、证券市场相对吸引力提升，投资者情绪向好

3.1、银行理财产品收益率下行，资金对权益性资产配置需求上升

在流动性向好的同时，资金市场价格下行，银行理财产品收益率的回落以及地产投资渠道的严格控制，都有助于场外资金逐步回归场内，而证券市场的在长期资本入市、市场制度改革等层面的变化，都增强了投资者的参与热情和市场整体的内在投资吸引力，因此，流动性向好与证券市场吸引力提升效应，成为当前市场稳定向上的基础。

图 6、企业债收益率下行

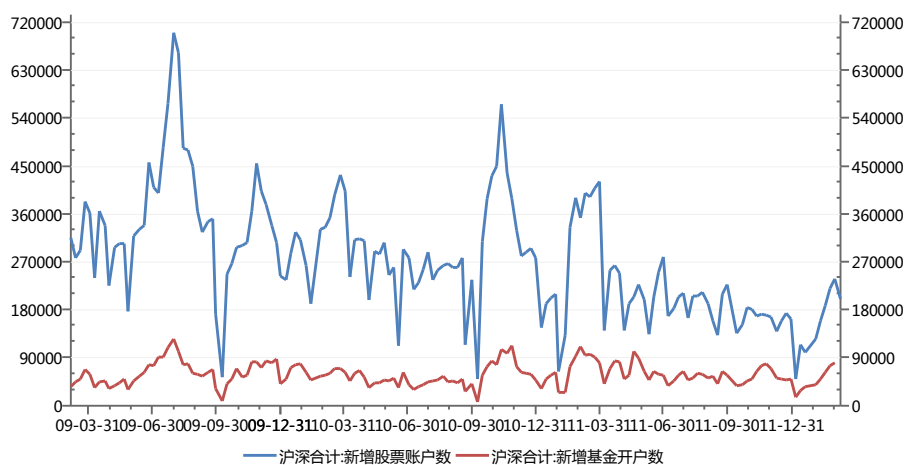


数据来源: WIND, 东北证券

3.2、投资者情绪转好，市场活跃度提升

随着市场的持续反弹，投资者情绪向好，新增股票账户数与新增基金开户数均出现明显回升，股票参与交易账户数也出现明显增多，这不仅是投资者对于当前市场投资价值的认可，也是资金配置的变化，由于债券收益率的下行，投资者风险偏好上升，对于权益性资产配置需求增加。从账户活跃度以及新增账户数看，短期仍属于恢复阶段，新增股票账户数与历史相比并未出现快速上升的情况，但基金开户数回升更为明显。参与交易的账户数也只是阶段性恢复，也未出现历史高点时市场投资者表现出的极度乐观状态。无论新开账户数以及参与交易账户数，仍然有提升空间，投资者乐观情绪仍属恢复过程中。

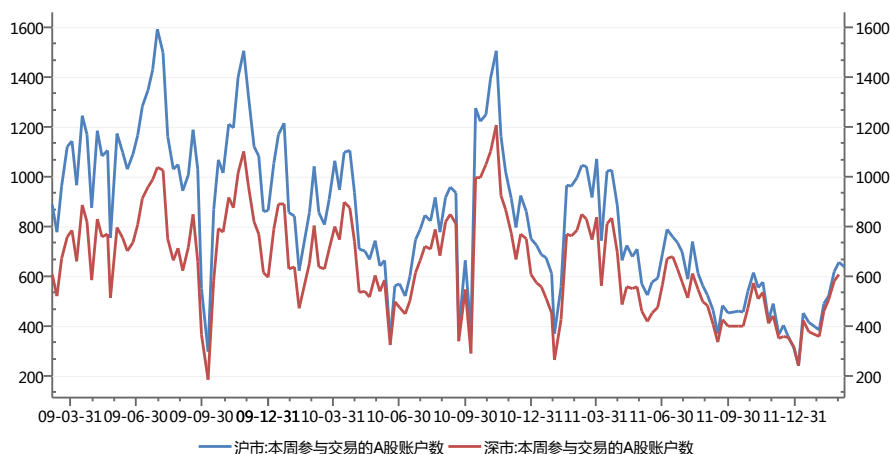
图 7、新增开户数逐步恢复



数据来源:Wind资讯

数据来源:WIND, 东北证券

图 8、股票交易账户数显著回升



数据来源:Wind资讯

数据来源:WIND, 东北证券

3.3、市场估值仍属合理，仍属价值投资接受范围内

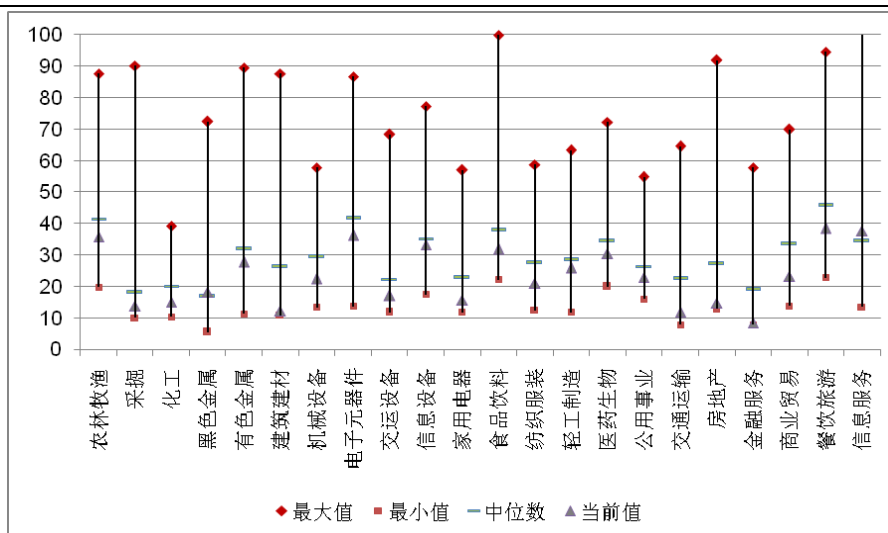
在经历以创业板为代表的小盘股估值回归进程后，市场价值投资的理念有所深化，而随着股利长期资本入市、引导价值投资、防治新股炒作等市场层面改革的深入，投资者已经逐步回归以基本面为主的投资主线。从目前市场整体以及行业估值状况看，全部 A 股以及沪深 300 的整体估值均处于 15 倍 PE 以下，沪深 300 估值状态仍然显著低于 2008 年低点时情形。从行业角度看，当前处于 20 倍 PE 以下的行业仍然较多，而且其中不乏具有稳定成长性的价值投资标的，例如采掘、交运设备、家电等。因此，从估值角度看，当前市场整体估值仍然是价值投资者接受范围内，市场仍然估值修复空间仍然存在。

图 9、市场整体估值仍属合理



数据来源：WIND，东北证券

图 10、各行业估值纵向比较



数据来源：WIND，东北证券

四、短期股指运行及投资策略：市场回归理性，谨慎做多情绪为主

在市场剧烈波动的过程中，市场回归理性，虽然目前市场整体估值仍属合理，估值也存在进一步修复

空间，但在经济走势不确定性背景下，投资者价值投资的理念也容易受到获利兑现收益的短期思维影响，而在此过程中的调整也属正常，但市场的剧烈调整让市场回归理性，投资者基于流动性持续向好、市场估值修复、政策期待等层面的投资逻辑仍然存在，但市场对此反应过程将趋于谨慎，市场仍以震荡上行或者结构性行情为主。

从投资策略上看，目前市场正处于非理性下跌之后的纠正过程，后市仍有反弹空间，在此过程中仍然可以以低吸为主，谨慎做多。在投资选择上，既可以关注市场具有先导性的行业，如券商板块，以及早周期且估值合理的汽车行业，此外，也可以关注市场行业轮动特征，如涨幅较小，近期有所表现的商业贸易、纺织服装等消费类板块。

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。