

政策与基本面博弈期，股指震荡中低吸为主

- 经济数据的表现显然低于市场预期，从推动经济增长的重要领域看都出现不同程度的回落，社会消费品零售总额、工业增加值以及进出口增速所对应的消费、工业、对外贸易的下滑表明了当前经济层面下滑存在的压力依然较大。
- 在经济活力下降，进出口贸易大幅回落、新增信贷的快速下降以及外汇占款对冲需要的减少，央行再次下调存款准备金率，存款准备金率的下调进一步表明了当前政策微调仍在进行中。从目前存款准备金率的比例以及政策对外汇占款对冲作用看，未来仍然存在进一步下调的空间和可能。但是，对于货币政策来说，基础利率的下调对经济层面的影响更为有效，在经济回落的过程中，以及信贷成本的相对高位，不排除未来基础利率的调整。
- 当前影响经济的货币政策在不断的调整中，但目前看，产业政策的落实和推进仍然不能完全起到稳定经济回落态势的关键作用，在货币政策调整的未来，市场也有望见到更多的产业政策得到逐步落实。
- 市场面临着低于预期的经济数据以及由此引发的货币政策调整，从经济对市场的影响看，经济的不利情形已在市场预期内，虽然这种不利因素略超出市场预期，但市场普遍预期的政策调整也得到兑现，货币政策的及时调整有助于稳定市场因不利的经济数据的短期冲击。
- 市场运行的基础仍然是基本面落后于政策调整的滞后期内，市场层面政策因素的推动力度在减弱后，但基本面的改善仍然需要一个过程，在此过程中，市场不仅关注货币政策的改善，同时也需要产业政策的进一步落实。因此，从前期市场运行逻辑以及短期基本面的改善乏力下，市场整体上或将表现为宽幅震荡为主，上方 2450 点处的压力仍将持续存在，而下方股指在 2350 点上方仍然具有较强支撑。
- 从投资策略上看，可以采取低吸为主的策略，行业选择上：首先，关注业绩与估值相协调以及流动性敏感的行业，关注在调整中低吸的机会；其次，前期反复活跃的新能源、新能源汽车、节能环保等板块；此外，关注年报或季报中行业整体业绩出现企稳向上的公司，如煤炭、餐饮旅游、生物医药、公用事业等。

相关报告

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001
(021)20361139 ducc@nesc.cn

目 录

1. 上周市场概述：震荡回落，调整为主.....	3
2. 市场运行逻辑：经济数据低于预期，货币政策再调整.....	4
2.1. 经济数据低于预期，生产、消费回落明显.....	4
2.2. 信贷数据低于预期，货币政策再调整.....	6
2.3. 政策调整有望向产业政策延伸.....	7
3. 短期股指运行及投资策略：政策与基本面的滞后期内，股指震荡蓄势为主.....	7

1. 上周市场概述：震荡回落，调整为重

上周股指整体震荡回落，在经历持续上涨后以调整为主，周五的经济数据对市场形成一定的负面影响，市场的上涨与经济基本面改善之间的滞后关系，导致了股指的高位回落。

周一股指低开高走，欧债问题的新动向对全球资本市场产生明显影响，但从国内市场运行看，欧债问题目前主要表现为市场的扰动因素，尚难以成为影响市场运行的核心因素；周二，股指高位震荡，市场连续收出下影线走势，表明投资者仍有一定的做多信心，市场也保持了较高的活跃度，近三十公司股票涨停，但上证综指连续在 2450 点遇阻，表明市场前期高点的压力依然较大；周三，股指低开低走，大幅下跌，欧洲问题成为市场调整的推动因素，一方面，政策推动与经济增长之间滞后效应显现。投资者情绪以及市场风险偏好受到政策推动在某些领域也出现过度反应的市场走势。在政策推动与经济滞后之间的背离导致了市场在该点位的压力依然较大。另一方面，市场整体估值以及中小盘整体的估值溢价压力在此点位依然较大。在市场整体业绩未有显著改善以及经济回落过程中，市场整体的估值提升空间有限，而更多表现为市场整体估值的修复；股指在大幅调整后，周四股指窄幅震荡，收出十字星走势，市场成交量出现明显减少，表明投资者的谨慎情绪随市场调整而增强；周五物价以及工业增加值等数据公布，数据表明物价走势较为平稳，出现回落，但经济层面的数据出现明显下滑，包括工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资等数据均出现明显回落，经济层面的超预期走势加重投资者对经济的担忧，市场受此影响也出现调整为重。

图 1、各版块连续两周涨跌幅

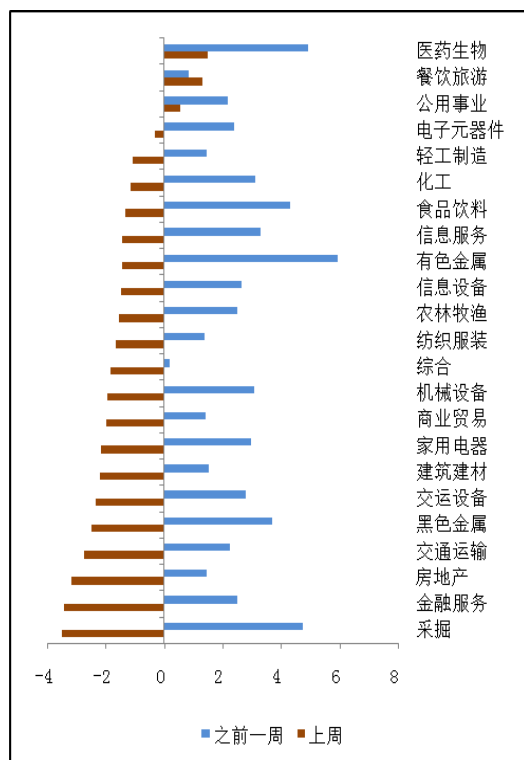
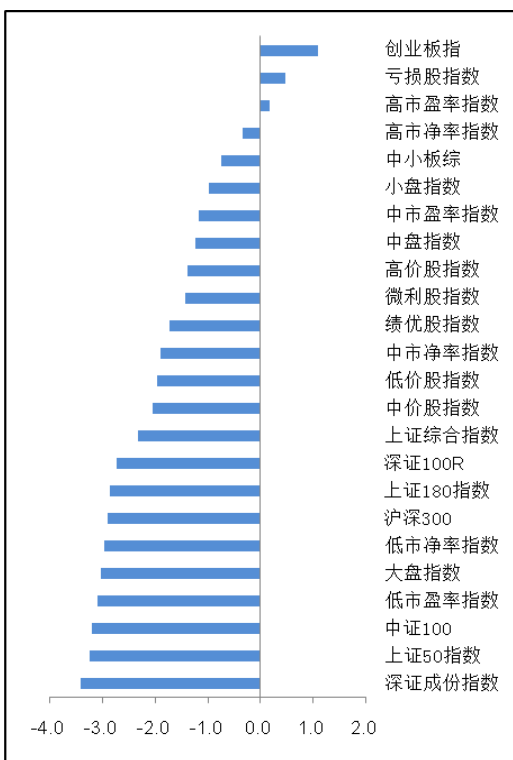


图 2、市场风格指数一周表现



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

截止上周五收盘，上证综指跌破 2400 点整数关口，收于 2394.98 点，上周累计下跌 2.33%，深成指累积下跌 3.43%，创业板出现小幅上涨，创业板指涨 1.11%。盘面上，市场出现风格分化，医药生物、餐饮旅游、公用事业板块出现上涨，医药生物连续两周上涨，采掘、金融服务、地产以及钢铁、交通运输等周期性板块出现调整，市场分化较为明显。从市场风格上看，创业板、中小盘概念指数表现相对较好，而大盘指数以及市场权重股上证 50、中证 100 等指数出现调整，权重股的调整下，小盘股仍然保持活跃。

2. 市场运行逻辑：经济数据低于预期，货币政策再调整

2.1. 经济数据低于预期，生产、消费回落明显

从上周最新公布的经济数据表明：物价，CPI 同比上涨 3.4%，PPI 下降 0.7%；工业增加值同比增长 9.3%，是金融危机以来首次跌至个位数；社会消费品零售总额同比增长 14.1%，低于市场预期的 15.2%，也是近年来 4 月份当月增速最低一次；进出口增速分别为 0.3%与 4.9%，大幅低于市场预期，表明当前对外贸易的快速回落。

表 1、重要经济指标低于预期

指标	预测数据		实际值							
	201204 预测值	最近一个月预测家数	201204	201203	201202	201201	201112	201111	201110	201109
CPI(%)	<u>3.4</u>	35	3.4	3.6	3.2	4.5	4.1	4.2	5.5	6.1
PPI(%)	<u>-0.5</u>	30	-0.7	-0.3	0.0	0.7	1.7	2.7	5.0	6.5
社会消费品零售(%)	<u>15.2</u>	25	14.1	15.2	16.4	13.1	18.1	17.3	17.2	17.7
工业增加值(%)	<u>12.1</u>	25	9.3	11.9	21.3		12.8	12.4	13.2	13.8
出口(%)	<u>8.9</u>	25	4.9	8.9	18.4	-0.5	13.4	13.8	15.8	17.0
进口(%)	<u>11.9</u>	25	0.3	5.3	39.6	-15.3	11.8	22.0	28.6	20.8
贸易顺差(亿美元)	<u>77.5</u>	19	184.3	53.5	-314.8	272.8	165.2	146.0	170.6	145.2
固定资产投资:累计(%)	<u>20.4</u>	24	20.2	20.9	21.5		23.8	24.5	24.9	24.9
M2(%)	<u>13.2</u>	28	12.8	13.4	13.0	12.4	13.6	12.7	12.9	13.0
人民币贷款(%)	<u>15.5</u>	6	15.4	15.7	15.2	15.0	15.8	15.6	15.8	15.9
人民币贷款:新增(亿元)	<u>7800.8</u>	26	6818.0	10100.0	7107.0	7381.0	6405.0	5622.0	5868.0	4700.0
美元/人民币	<u>6.28</u>	4	6.28	6.29	6.29	6.31	6.30	6.35	6.32	6.35
1 年期存款利率(%)	<u>3.50</u>	4	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
1 年期贷款利率(%)	<u>6.56</u>	3	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56

数据来源：WIND，东北证券

经济数据的表现显然低于市场预期，从推动经济增长的重要领域看都出现不同程度的回落，社会消费品零售总额、工业增加值以及进出口增速所对应的消费、工业、对外贸易的下滑表明了当前经济层面下滑存在的压力依然较大。

图 3、工业增加值仍处于回落过程中



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 4、社会消费品零售总额的下降



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 5、房地产开发投资增速的快速下降



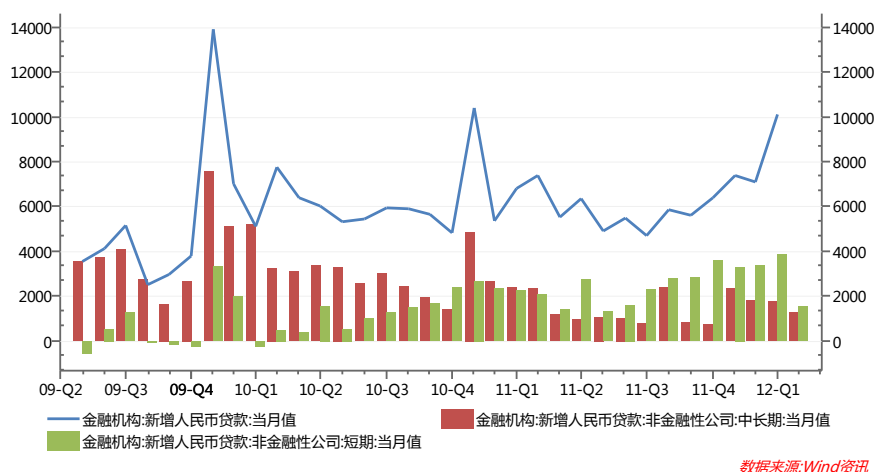
数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

2.2. 信贷数据低于预期，货币政策再调整

4月新增信贷规模为6818亿元，为前四个月最低值，且低于市场普遍预期的7800亿元规模。从新增信贷的数据看，非金融性公司的中长期贷款继续下降，生产企业的短期贷款也出现快速回落，表明当前实体经济中企业对信贷的需求在长短期都出现明显下降，企业的对资金需求的下降一方面受到资金价格的影响，另一方面是企业的真实需求与供给之间的关系决定的。实际上目前，信贷成本较去年已经出现明显回落，而且银行的信贷资金供给也未受到严格限制，因此，当前经济层面信贷数据的大幅下降更多是受到需求不足引起的。这种需求层面的下降是真实反映出经济的内在活力在下降。

图 6、信贷规模低于预期，企业中短期贷款明显下降

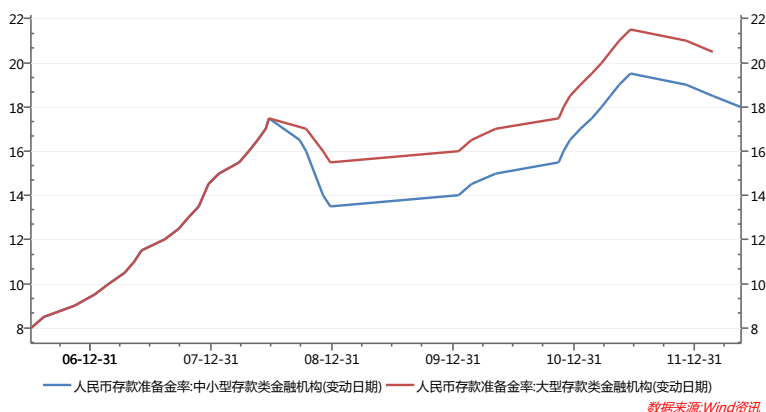


数据来源:Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

在经济活力下降，进出口贸易大幅回落、新增信贷的快速下降以及外汇占款对冲需要的减少，央行再次下调存款准备金率，这也是年内第二次下调，此次存款准备金率的下调是在经济数据公布之后便进行，表明政策的调整与经济数据之间的普遍低于预期有关，存款准备金率的下调进一步表明了当前政策微调仍在进行中，也是针对经济层面的资金供给，有助于进一步稳定并促使资金价格的有序回落，满足实体经济中对资金层面的需求。从目前存款准备金率的比例以及政策对外汇占款对冲作用看，未来仍然存在进一步下调的空间和可能。但是，对于货币政策来说，基础利率的下调对经济层面的影响更为有效，在经济回落的过程中，以及信贷成本的相对高位，不排除未来基础利率的调整。

图 7、存款准备金率仍存在下调空间



数据来源: WIND, 东北证券

2.3. 政策调整有望向产业政策延伸

当前影响经济的货币政策在不断的调整中,在此过程中产业政策也在推进,包括铁路建设、环保、新能源等领域,都是近期市场关注的热点,但目前看,产业政策的落实和推进仍然不能完全起到稳定经济回落态势的关键作用,从经济转型的角度看,对于企业税收、政策导向等方面都需要进一步落实,尤其是对经济具有稳定作用的投资领域,部分国家重点项目仍然需要进一步加快建设进程。因此,在货币政策调整的未来,市场也有望见到更多的产业政策得到逐步落实。

3. 短期股指运行及投资策略: 政策与基本面的滞后期内, 股指震荡蓄势为主

市场面临着低于预期的经济数据以及由此引发的货币政策调整,从经济对市场的影响看,经济的不利情形已在市场预期内,虽然这种不利因素略超出市场预期,但市场普遍预期的政策调整也得到兑现,货币政策的及时调整有助于稳定市场因不利的经济数据的短期冲击。市场运行的基础仍然是基本面落后于政策调整的滞后期内,在此过程中,市场受到金融市场改革等因素的推动出现的持续上涨,但市场层面因素的推动力度在减弱后,基本面的改善将是市场运行的基础,但从目前看,基本面的改善仍然需要一个过程,在此过程中,市场不仅关注货币政策的改善,同时也需要产业政策的进一步落实,包括信贷、投资等领域数据的真实改善。因此,从前期市场运行逻辑以及短期基本面的改善乏力下,市场仍然处于上下两难的境地,整体上或将表现为宽幅震荡为主,上方 2450 点处的压力仍将持续存在,而下方股指在 2350 点上方仍然具有较强支撑。

从投资策略上看,可以采取低吸为主的策略,从行业选择角度看: 首先,关注业绩与估值相协调的行业,关注在调整中低吸的机会; 其次,政策落实较为明确的主导行业,尤其是前期反复活跃的新能源、新能源汽车、节能环保等板块; 此外,关注年报或季报中行业整体业绩出现企稳向上的公司,如煤炭、餐饮旅游、生物医药、公用事业等。

短期看,存款准备金率的调整对流动性敏感板块具有一定的推动作用,而后市

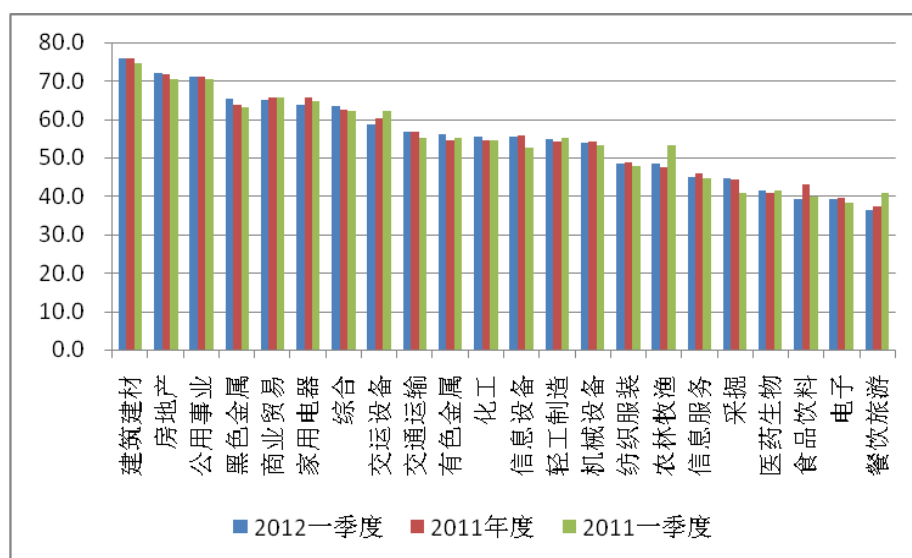
中，资金层面仍有望得到持续改善，因此，流动性敏感的相关行业或有反复表现，在缺乏业绩推动的当下，仍是一条重要投资线索。

表 2、存款准备金率调整及市场表现

公布日	大型金融机构			中小金融机构			股市 上证综指
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	
12 年 5 月 12 日	20.5%	20%	-0.50%	17.00%	16.50%	-0.50%	
12 年 2 月 18 日	21%	20.5%	-0.50%	17.50%	17.00%	-0.50%	0.3%
11 年 11 月 30 日	21.50%	21%	-0.50%	18%	17.50%	-0.50%	2.29%
11 年 06 月 14 日	21%	21.50%	0.50%	17.50%	18%	0.50%	-0.95%
11 年 05 月 12 日	20.50%	21%	0.50%	17.00%	17.50%	0.50%	0.95%
11 年 04 月 17 日	20%	20.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%	0.22%
11 年 03 月 18 日	19.50%	20.00%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%	0.08%
11 年 02 月 18 日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%	1.12%
11 年 01 月 14 日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%	-3.03%
10 年 12 月 10 日	18.00%	18.50%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%	2.88%
10 年 11 月 19 日	17.50%	18.00%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%	-0.15%
10 年 11 月 10 日	17.00%	17.50%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%	1.04%
10 年 05 月 02 日	16.50%	17.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-1.23%
10 年 02 月 12 日	16.00%	16.50%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-0.49%
10 年 01 月 12 日	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-3.09%

数据来源：WIND，东北证券

图 8、各行业资产负债率变化



数据来源：WIND，东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760