

经济回落压力有望缓解，股指调整空间有限

- 5月，温家宝总理以及李克强副总理分别在调研时指出要将稳定经济增长放在更为重要的位置，上周国务院会议确定了稳定经济增长具体措施，主要以启动重大项目为主的投资拉动与结构性减税为主。
- 近期国家发改委对项目审批出现加速，新批项目在清洁能源、节能环保领域项目较多，而包括钢铁等传统行业在内的重大项目仍占主导，投资规模较大。从新一轮经济拉动措施的角度看，投资仍然占据主导，但在基建的基础上，正逐步向节能环保等新兴领域扩展。
- 当前地方政府融资平台压力依然较大，而从地方政府投资资金来源看，除了融资平台外，土地财政受到地产调控影响而出现显著下滑，税收虽然有所增长，但仍面临企业减税的内在需求，因此，当前以投资方式对经济的拉动作用受到资金来源的制约。
- 国家预算内资金增速有所恢复，而国内贷款以及外商直接投资等都保持相对稳定或有所回落，国家层面的资金供给成为各地方争取的重点。此外，引导民间资本成为资金供给另一途径，由于开放民间资本的相关政策仍然处于起步阶段，资金的大规模进入尚不现实。
- 近期银行间资金市场价格出现快速回落，对利率敏感的票据市场价格也出现显著回落，企业债发行利率相对稳定，而二者相对银行信贷来说具有显著优势，并且四月的信贷构成也显示，票据融资显著增加，这一特征与08年金融危机时较为相似，一方面企业融资需求有所恢复，流动性敏感的票据市场成为资金供给的重要来源，而随着贷款基准利率的下降，银行信贷出现大规模增加，因此，票据市场领先于银行贷款而出现显著改善，并从另一侧面表明当前银行信贷成本的相对高位，存在向下调整的内在需求。
- 从投资策略上看，由于权重股整体估值仍然相对合理，从经济与政策的角度看，并不支持市场的持续回落，股指的上升仍然以政策主线下的投资推动领域以及估值优势成长性板块。
- 投资主线上，一方面关注逆周期政策相关的建筑建材、机械、化工等周期性品种，另一方面，关注资金投入确定性较高的清洁能源、节能环保领域。而基于市场调整幅度有限的判断，仍然适宜逢低逐步加仓的操作策略。

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

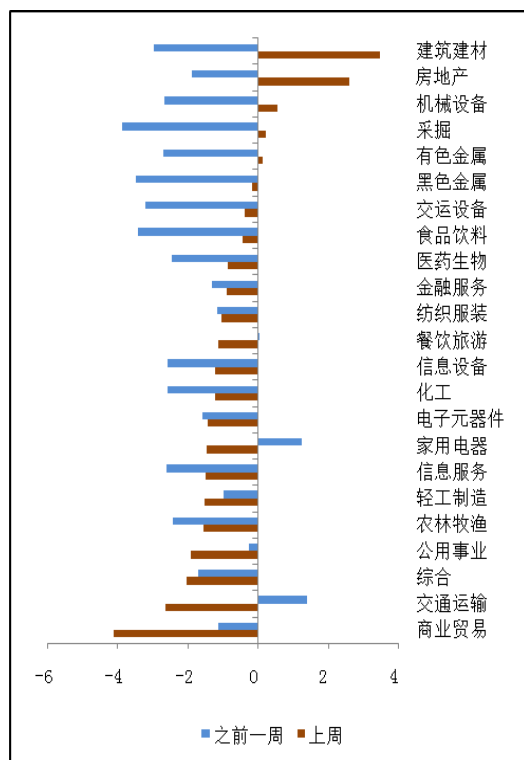
1. 上周市场概述：震荡回落，调整为主.....	3
2. 市场运行逻辑：逆周期政策下的市场局部热点.....	4
2.1. 政策回归投资拉动，基建与清洁能源为主.....	4
2.2. 政策效果受资金来源制约.....	5
2.3. 银行融资成本高企，存在调整需求.....	6
3. 短期股指运行及投资策略：政策累积作用发挥，股指调整空间有限.....	7
图 1、各版块连续两周涨跌幅.....	3
图 2、市场风格指数一周表现.....	3
图 3、中央项目增速恢复弥补地方项目投资下降.....	5
图 4、中央项目投资较地方项目占比偏低.....	5
图 5、固定资产投资资金来源显示国家预算内资金增速恢复.....	6
图 6、银行信贷成本显著高于公司债与票据融资成本.....	6
图 7、资金市场价格持续回落.....	7
表 1、高铁等基建相关概念走强.....	4
表 2、市场各板块估值.....	7

1. 上周市场概述：震荡回落，调整为主

上周股指冲高回落，上半周连续反弹，下半周出现震荡向下走势，上周五也创出此次调整新低，外围市场以及国内经济层面的弱势都影响到投资者参与热情，市场成交量维持低位，投资者观望情绪浓厚。

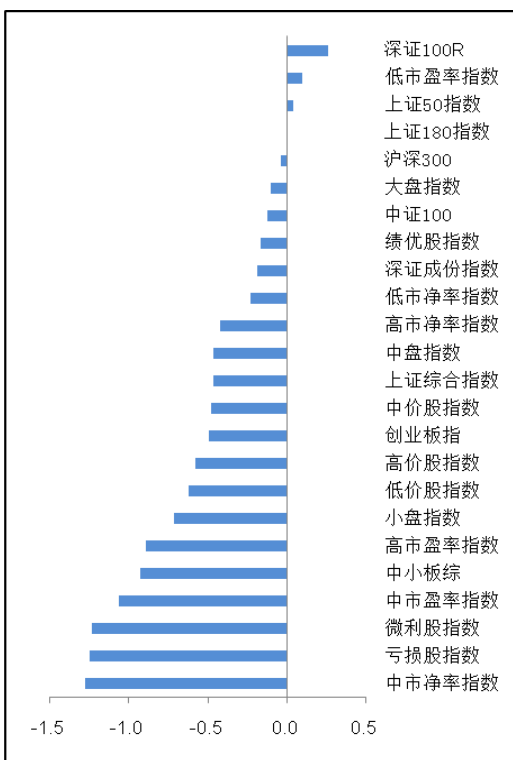
周一股指宽幅震荡，欧债方面八国集团显示出相同决心，强调希腊应留在欧元区，国内方面温家宝总理强调要把稳增长放在更加重要的位置，而铁道部获银行意向授信规模超2万亿，受此影响高铁板块大幅上涨，中铁二局等出现涨停，市场整体震荡但难个股活跃，市场的结构性特征明显；周二股指大幅冲高，受重大基建投资项目审批提速，中央预算或提前到位等经济逆周期利好政策影响，市场热点向水泥、机械等制造业延伸，市场的上涨并未伴随成交量的增加，表明投资者谨慎情绪；周三，股指看福波动，国务院常务会议提出推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。此外，会议要求继续落实好结构性减税政策，减轻企业税负。管理层对经济走势的重视表明短期内更多的逆周期政策将出台，而且政策的重点仍然以启动重大项目建设，推动需求层面的回暖，并且寻求提高的经营能；周四，股指冲高回落，外围市场以及欧债等问题仍然制约了投资者的参与热情，希腊问题仍然不时的扰动着市场运行；周五股指延续近期弱势格局，震荡下行，但是高铁概念出现领涨，此外，机械、建材等周期性品种也出现上涨，表明市场有向经济层面延伸的内在动力。

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

截止上周五收盘，上证综指处于 120 日均线处，收于 2333.55 点，上周累计下跌 0.47%，深成指累积下跌 0.18%，创业板出现小幅下跌 0.50%。盘面上，在铁路板块带动下，建筑建材涨幅居前，房地产板块也出现大幅上涨，此外机械、采掘以及钢铁等部分周期性板块表现相对强势，商业贸易、交通运输、公用事业等板块调整较为明显，受到基建投资恢复以及逆周期政策预期，周期性行业受到资金关注，成为市场局部热点。从市场风格上看，大盘权重股表现相对较好，上证 50、上证 180、低市盈率等风格指数小幅上涨，小盘指数、中小板综指等指数出现明显调整，微利、亏损指数跌幅较大，表明投资者仍然以低估值为主。

2. 市场运行逻辑：逆周期政策下的市场局部热点

2.1. 政策回归投资拉动，基建与清洁能源为主

5 月份，温家宝总理以及李克强副总理分别在地区调研时指出要将稳定经济增长放在更为重要的位置，上周的国务院会议提出了具体措施，包括推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。此外，会议要求继续落实好结构性减税政策，减轻企业税负。

从近期国家发改委对项目审批进程看，也出现了明显的加速迹象，从新批项目的行业属性看，其中在清洁能源、节能环保领域项目较多，但投资规模有限，而包括钢铁等传统行业在内的重大项目仍然占据主导，投资规模也较大。从新一轮经济拉动措施的角度看，投资仍然占据主导，但在基建的基础上，正逐步向节能环保等新兴领域扩展。

在市场表现中，市场热点也以政策走向为核心，以高铁板块为代表的投资领域，保障房、高端装备制造、新疆区域振兴、水利水电建设等，此外，节能环保、清洁能源等都有阶段性表现。

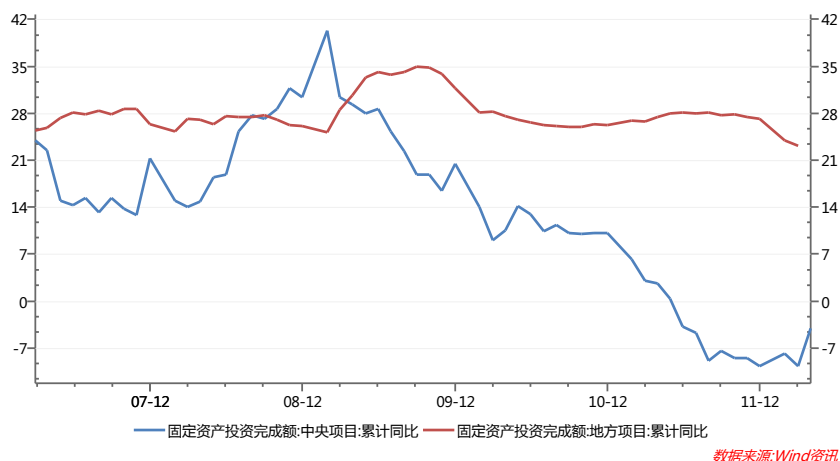
表 1、高铁等基建相关概念走强

概念板块	一周涨跌幅%	市盈率	概念板块	一周涨跌幅%	市盈率
高铁	5.2	14.64	皖江城市带	0.3	25.07
稀土永磁	3.09	32.64	融资融券标的	0.28	10.41
新疆区域振兴	2.8	24.46	海峡西岸	0.11	15.68
深圳前海新区	2.69	11.96	建筑节能	0.1	24.23
保障性住房	1.78	11.37	乙醇汽油	0.09	30.07
高端装备制造	1.26	17.81	太阳能发电	0.05	28.94
港珠澳大桥	1.2	11.21	石墨烯	0.05	33.97
装饰园林	1.19	24.25	CDM 项目	-0.01	13.77
水利水电建设	0.82	18.45	央企重组	-0.12	17.14
涉矿	0.45	28.03	IPv6	-0.18	28.29

数据来源：WIND，东北证券

从目前投资结构看，中央项目投资完成额出现低位回升，而地方项目增速在持续回落过程中，由于中央项目占固定资产投资完成额占比相对较小，中央项目的恢复一定程度上弥补了地方投资的下降，但仍需要更大规模的投入才能成为稳定经济整体增长的有效因素

图 3、中央项目增速恢复弥补地方项目投资下降



数据来源：WIND，东北证券

图 4、中央项目投资较地方项目占比偏低



数据来源：WIND，东北证券

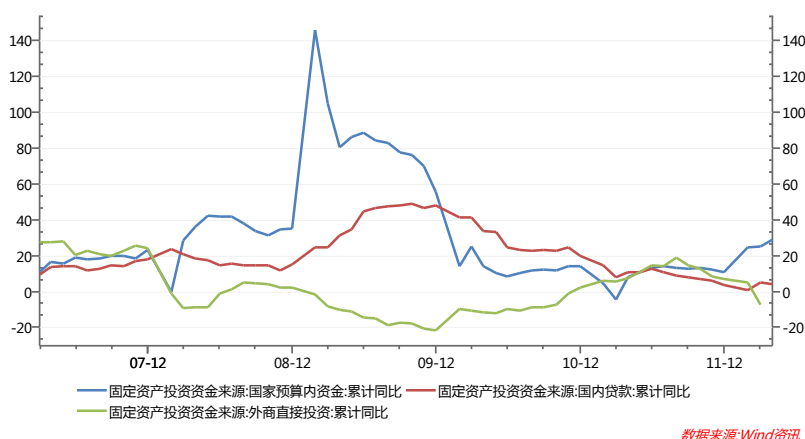
2.2. 政策效果受资金来源制约

从投资拉动经济的角度看，受到上一轮经济刺激影响，目前地方政府负债普遍较高，地方融资平台压力依然较大，而从地方政府投资资金来源看，除了融资平台外，土地财政受到地产调控影响而出现显著下滑，税收虽然有所增长，但仍面临企业减税的内在需求，因此，当前以投资方式对经济的拉动作用受到资金来源的制约。

从近期固定资产投资资金来源显示，国家预算内资金增速有所恢复，而国内贷款以及外商直接投资等都保持相对稳定甚至有所回落，可见，国家层面的资金供给成为各地方争取的重点。此外，近期引导民间资本成为资金来源的另一途径，国务

院常务会议明确鼓励民间投资参与的领域，包括了铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等，而且近期铁路以及医疗民间投资细则也已发布。在经济回落压力下，也成为推动机制改革的重要力量。由于目前引导民间资本的相关政策仍然处于试验阶段，资金的大规模进入尚不现实，因此，对于民间资本短期就成为国内投资资金的重要来源并不现实。

图 5、固定资产投资资金来源显示国家预算内资金增速恢复



数据来源：WIND，东北证券

2.3. 银行融资成本高企，存在调整需求

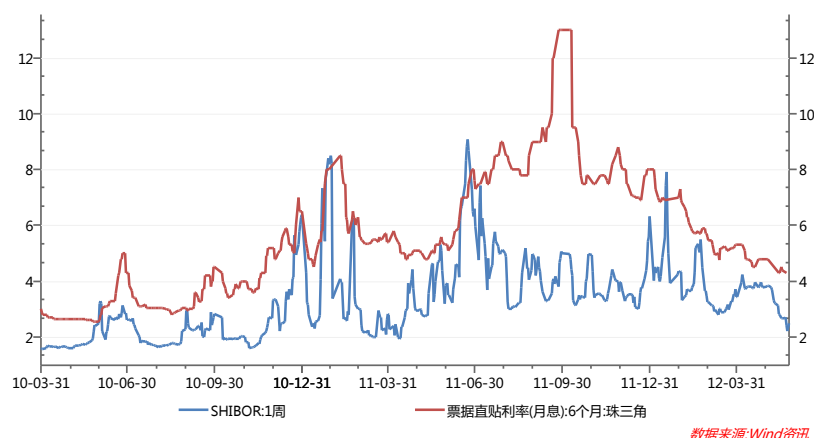
从目前资金市场价格走势看，在最近一次存款准备金率下调之后，银行间资金市场价格出现快速回落，与此同时，对利率敏感的票据市场价格也出现显著回落，企业债发行利率相对稳定，而二者相对银行信贷来说具有显著优势，并且四月的信贷构成也显示，票据融资显著增加，这一特征与 08 年金融危机时较为相似，一方面企业融资需求有所恢复，流动性敏感的票据市场成为资金供给的重要来源，而随着贷款基准利率的下降，银行信贷出现大规模增加，因此，票据市场领先于银行贷款而出现显著改善，并从另一侧面表明当前银行信贷成本的相对高位，存在向下调整的内在需求。

图 6、银行信贷成本显著高于公司债与票据融资成本



数据来源：WIND，东北证券

图 7、资金市场价格持续回落



数据来源: WIND, 东北证券

3. 短期股指运行及投资策略：政策累积作用发挥，股指调整空间有限

从市场所处的环境看，国内经济确定性回落下，逆周期政策的调控基调已经较为明确，政策的出发点仍然集中在既有项目以及启动一批重大项目稳定经济增长，同时加大在节能环保、清洁能源等领域的投入，因此，经济面的弱势受到逆周期政策的支持，而且政策的实施也是较为明确和具体的投资领域，国家预算内资金的投入也有显著增加，因此，从项目本身以及资金层面看都有较为明确的进程。

在国际层面，希腊问题走向虽然存在波动，但短期看退出欧元区的对其自身还是欧元区整体都不是一个共赢的结果，只是目前各利益群体之间的博弈导致了市场波动性加大。

从投资策略上看，由于权重股整体估值仍然相对合理，从经济与政策的角度看，并不支持市场的持续回落，股指的上升仍然以政策主线下的投资推动领域以及估值优势成长性板块。投资主线上，一方面关注逆周期政策相关的建筑建材、机械、化工等周期性品种，另一方面，关注资金投入确定性较高的清洁能源、节能环保领域。而基于市场调整幅度有限的判断，仍然适宜逢低逐步加仓的操作策略。

表 2、市场各板块估值

板块名称	市盈率 (TTM, 整体法)	市净率 (整体法)	流通 A 股市值 (亿元)
SW 农林牧渔	26.46	3.21	2461.74
SW 采掘	13.45	1.95	26155.5
SW 化工	14.87	1.85	11871.8
SW 黑色金属	22.08	1.04	3970.83
SW 有色金属	25.59	3.48	8701.22
SW 建筑建材	12.51	1.62	6287.4
SW 机械设备	22.37	2.5	10311.77
SW 电子	34.47	2.75	3122.61
SW 交运设备	16.17	2.05	7279.64
SW 信息设备	33.06	2.82	2648.72
SW 家用电器	15.2	2.24	2541.05

SW 食品饮料	26.29	5.85	8651.36
SW 纺织服装	22.21	2.43	1934.49
SW 轻工制造	27.68	2.04	1745.68
SW 医药生物	28.82	3.46	7208.24
SW 公用事业	23.6	1.83	5060.33
SW 交通运输	13.35	1.46	6764.81
SW 房地产	15.79	2.13	8603.94
SW 金融服务	7.89	1.4	42134.7
SW 商业贸易	21.03	2.51	4113.94
SW 餐饮旅游	35.24	3.5	799.97
SW 信息服务	33.53	2.66	4411.42
SW 综合	21.25	2.72	1208.02

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