

降息、政策节奏变化，触发短期风格转换

- 前期股指低位震荡，非周期品种表现强势，市场偏爱防御性品种。市场活跃度有限，但资金面阶段性紧张局面已过。
- 降息不期而遇，时点超市场预期。政策节奏上的改变，在反应实体经济疲弱的同时给市场短期带来向上的想象空间。在公开市场操作，接连两周大幅放水后，央行的降息行为重燃市场对逆周期政策的预期，结合前期政策效用正逐步显现给实体经济带来正面效用。资金面上由量变引起质变的最终传导到实体经济的路径可期。
- 市场经过连续下跌，虽非周期板块因防御属性而受到追捧，但周期类板块经过轮番下跌，短期内也进入合理的休整阶段，继续向下的空间不大，结合新开户数以及A股持续活跃账户数可看出市场观望情绪严重，存量资金仍为市场的主力，但目前点位及政策面的积极因素以构成对增量资金的吸引，后续继续悲观的理由不足。
- 在政策调整力度再次加强的逻辑下，货币政策已经较为明确，而未来财政政策的后续跟进值得关注，在稳定需求方面即包括投资的稳定也包括消费等层面的政策跟进。
- 短期看，本周将有物价、信贷、货币、经济季度增速等重要数据公布，从数据预期看，经济回落的幅度存在不确定性或将对投资者形成不利影响，而信贷、货币的供应将成为影响市场对未来经济预期的重要因素。
- 短期市场将在降息所引发对政策节奏变化预期改变的心态下，持续回暖。操作上，继续关注政策刺激明确相关个股机会以及有业绩支撑的消费防御型品种，以及前期跌幅巨大，且基本面有一定支撑的权重板块。建议关注饮料、饲料、医药等业绩平稳的板块；以及受益于政策红利的房地产，保险，海工等板块，维持政策+业绩的双线配置逻辑。

相关报告

《经济回落预期兑现，稳经济政策助股指反弹--A股七月策略 20120703》

2012-7-03

《股指超跌反弹修复前期不利预期影响--A股周策略 20120702》

2012-7-02

证券分析师：杜长春

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

研究助理：陈方立

(021)20361153 chenfl@nesc.cn

目 录

1. 股指低位震荡，非周期品种表现强势，市场偏爱防御性品种	3
2. 降息不期而遇，资金面累加效应或给市场带来由量到质的转变	4
3. 市场以存量资金博弈为主，增量资金场外关注，或迎来转折点	6
4. 短期投资策略：以谨慎乐观的态度面对当下市场，向操作积极风格转变	7
图 1、央行公开市场操作，资金净投放情况	4
图 2、票据贴现率再回落	6
图 3、A 股交易账户数情况	7
图 4、A 股新增交易账户数情况	7
表 1、非周期食品饮料，医药等防御性板块表现强势，周期性品种明显偏弱	3
表 2、个股涨跌幅前十名一览表	3
表 3、中国人民银行人民币存贷款基准利率历次调整一览表	5
表 4、周期股估值与涨跌幅情况	6

1. 股指低位震荡，非周期品种表现强势，市场偏爱防御性品种

上周股指呈现低位震荡格局，总体风格偏向谨慎。上周五（29日），受外围股市刺激，以及央行行长周小川微调货币政策，力挺资本市场的言论影响，走出低开高走的走势，但成交量并未放大。

上周前半周，市场并未承接之前的涨势，而是选择在2200点上方做窄幅震荡，期间成交量持续维持在500-600亿，表现出市场观望谨慎情绪浓厚。在经济回落预期加强，外围经济不稳定，逆周期政策效应还未显现的当下，市场在经过一轮快速杀跌后选择在关键点位附近的徘徊体现出当前市场处于弱势环境中，期待市场有较强表现仍不现实。周四，市场资金面对疲弱的市场表现，主动选择向下突破，曾一度跌破2200点，也是无奈之举。反应出目前主导市场表现的主要因素仍为资金的市场行为，而非基本面的支撑。周五，在周四晚间央行非对称降息以及欧洲央行降息的刺激下，早盘仍一度下探2200点下方，直至尾盘才在煤炭，有色，地产等权重板块的带动下放量上攻。全天成交量较前几日明显放量，市场活跃度有所恢复，但绝对值仍不高，应谨慎对待当前市场回暖的判断。

从全周市场表现看，非周期品种受市场偏爱热度不减，酿酒，食品饮料，医药等非周期消费防御类品种倍受市场关注。煤炭，电力，钢铁，水泥，有色，银行，机械等周期板块，除周五，一周表现弱势，轮番破位下跌，拖累大盘。后市还需谨慎对待周期性板块的回落。

表 1、非周期食品饮料，医药等防御性板块表现强势，周期性品种明显偏弱

板块名称	区间涨跌幅(周)	年初至今涨幅	板块名称	区间涨跌幅(周)	年初至今涨幅
渔业(申万)	8.03	2.16	汽车整车(申万)	-3.43	2.29
饮料制造(申万)	7.26	29.07	铁路运输II(申万)	-2.82	-9.83
餐饮II(申万)	7.25	29.61	交运设备服务(申万)	-2.56	-6.31
金属非金属新材料(申万)	5.26	25.76	专用设备(申万)	-2.49	3.83
房地产开发II(申万)	4.85	27.82	农业综合II(申万)	-2.47	-8.67
饲料II(申万)	4.37	12.56	林业II(申万)	-2.45	10.02
酒店II(申万)	3.97	34.59	造纸II(申万)	-2.36	-4.6
医疗器械II(申万)	3.84	5.02	证券II(申万)	-2.35	26.6
动物保健II(申万)	3.76	7.84	视听器材(申万)	-2.21	13.17
种植业(申万)	3.61	-7.51	建筑材料(申万)	-2.19	-3.3

数据来源：东北证券，WIND

表 2、个股涨跌幅前十名一览表

证券名称	上周涨跌幅	二级行业	证券名称	上周涨跌幅	二级行业
百润股份	31.90	食品加工制造	ST海鸟	-32.62	房地产开发II
佐力药业	26.27	中药II	ST博通	-27.49	计算机应用
水井坊	22.83	饮料制造	伊立浦	-19.3	白色家电
国农科技	22.55	生物制品II	泰亚股份	-16.92	纺织制造
大名城	21.81	房地产开发II	永安药业	-16.46	化学制药
金宇车城	21.09	房地产开发II	福建南纸	-15.35	造纸II

苏大维格	21.02	光学光电子	宇顺电子	-15.15	光学光电子
猛狮科技	21.00	汽车零部件 II	广联达	-14.43	计算机应用
伊力特	19.72	饮料制造	晶盛机电	-14.18	电气设备
红日药业	18.61	化学制药	亚夏汽车	-14.03	交运设备服务

数据来源：东北证券，WIND

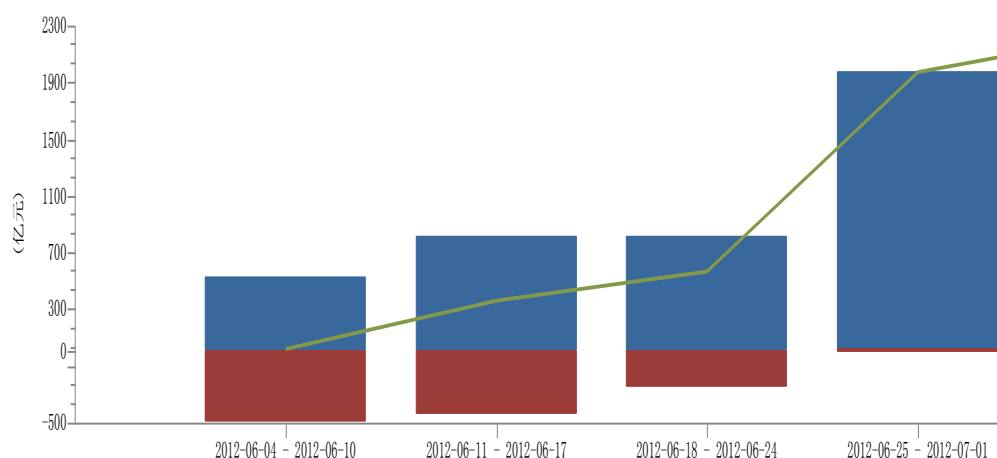
2. 降息不期而遇，资金面累加效应或给市场带来由量到质的转变

7月5日晚间中国人民银行宣布，自2012年7月6日起下调金融机构人民币存款贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点，且贷款利率浮动范围区间下限为基准的0.7倍。

我们认为本次降息有两大特点：一方面，此次降息是明确的非对称降息，且贷款利率的浮动范围有所增加，能有效减弱市场对资金供给方面的担忧，降低中小企业的融资成本，刺激内需，有利于经济发展结构的改善。更重要的一方面，此次降息是在央行连续两周公开市场操作净投放近4000亿的背景下发生的，且离上次降息仅间隔1个月，大大高于市场预期，表现出政府调控经济的力度明显加大，节奏明显加快，稳增长的决心进一步加强。

央行最近两周在公开市场操作上持续加大资金净投放规模，根据WIND统计，6月25日-7月1日，净投放共1970亿；7月2日-7月8日，净投放共2250亿，较前3周明显放量。在此背景下，央行又采取非对称降息的手段，一方面可能表示，上半年经济情况不佳，经济增速回落的情况仍在延续，无好转迹象。代表中小企业景气的汇丰PMI6月降至48.1创7个月新低，且新出口订单大幅收缩，中小企业经营状况堪忧；另外代表大企业的中国制造业PMI6月值为50.2%，虽维持在荣枯分界线上方，但仍处于下降通道。另一方面反应，政府已在加大政策调控的力度，对渴望经济好转的紧迫感，正促使政府调整调控的节奏。政策面上后续或迎来更大的惊喜。

图 1、央行公开市场操作，资金净投放情况



数据来源：东北证，WIND

纵观央行降息节奏，最近一次连续降息要追溯到 2008 年 9 月至 2008 年 12 月，为抵御 08 年金融危机以及配合政府 4 万亿投资计划的推出 4 个月间连续降息 4 次。期间市场反复震荡，在第二次降息后创出 1664 点后成功筑底，09 年走出一波上涨行情。目前是最近 3 年的第二次降息，而且间隔也只有一个月，政策调整的节奏变化明显。本轮降息从市场的可比经验上看，能让市场的存量资金博弈趋同，给增量资金一个较明确的信号。

表 3、中国人民银行人民币存贷款基准利率历次调整一览表

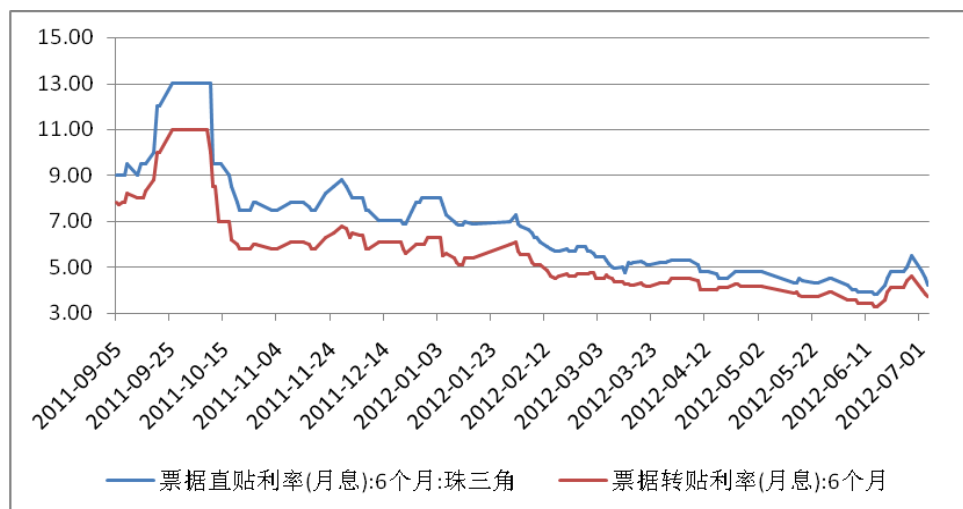
中国人民银行人民币存贷款基准利率历次调整一览表						
调整日期	存款基准利率			贷款基准利率		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
2012 年 7 月 5 日	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%
2012 年 6 月 8 日	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%
2011 年 7 月 7 日	3.25%	3.50%	0.25%	6.31%	6.56%	0.25%
2011 年 4 月 6 日	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%
2011 年 2 月 9 日	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%
2010 年 12 月 26 日	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%
2010 年 10 月 20 日	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%
2008 年 12 月 23 日	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%
2008 年 11 月 27 日	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%
2008 年 10 月 30 日	3.87%	3.60%	-0.27%	6.93%	6.66%	-0.27%
2008 年 10 月 9 日	4.14%	3.87%	-0.27%	7.20%	6.93%	-0.27%
2008 年 9 月 16 日	4.14%	4.14%	0.00%	7.47%	7.20%	-0.27%

数据来源：东北证，WIND

从资金价格角度，高企的资金使用成本一直以来是困扰着有着经济发动机的中小企业。降息将降低资金的使用成本，减少市场的融资成本。以票据贴现率为例，目前仍处于历史低位，实体经济的萎靡客观上减少了对资金的使用需求，但随着资金价格的降低，资金供给的增加，实体经济对资金的需求有望进一步提升。在目前的资金价格下，过分悲观实体经济继续下滑，对资金的需求继续下降是不明智的。

从政策力度与节奏变化以及资金成本促进经济的角度出发，当前对经济运行轨迹并不需要过分悲观。经济回落是个渐进的过程，总体趋势在内忧外患的背景下，经济的阶段性回落是得到共识的，但如何回落，回落速度怎样，需要反复确认，不是一个一蹴而就的过程。政策持续利好刺激需要一个积累的过程，是一个量变引起质变的过程。

图 2、票据贴现率再回落



数据来源: WIND, 东北证券

3. 市场以存量资金博弈为主，增量资金场外关注，或迎来转折点

观察活跃的 A 股交易账户可看出，近几周，随着市场的下跌，活跃的交易账户呈明显下降趋势，目前处于历史低位，而观察 A 股新开户数，前几周每周仅新增开户 10 万户左右，表面市场增量资金入场意愿匮乏，但本周新增账户有抬头趋势。从市场角度我们分析主要有以下原因：

一方面：市场周期性板块经过大幅度下跌后，做空动能短期得到释放，部分板块已充分反应经济基本面的颓势，短期有反弹的需求，或也是中长线资金布局的时机。

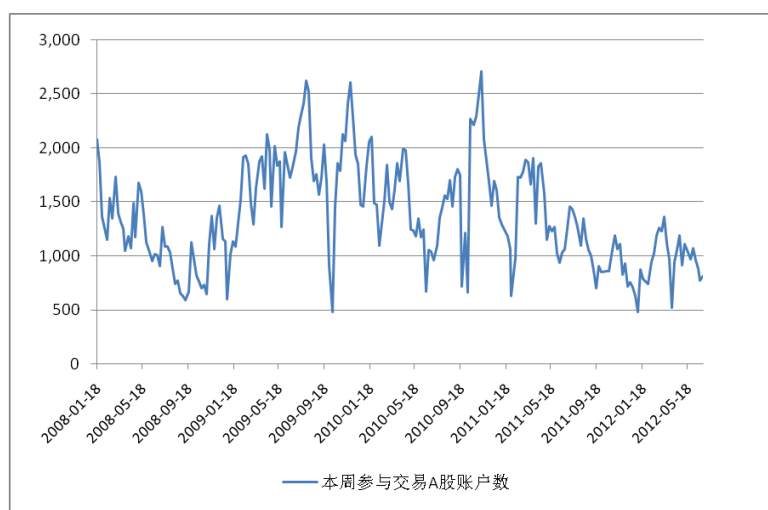
另一方面：市场对政策的预期或将改变，并会向好的发展，吸引新增资金入市。

表 4、周期股估值与涨跌幅情况

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	市净率(整体法, 最新)	成份区间涨跌幅(5月至今)
SW 黑色金属	65.36	0.94	-15.51
SW 采掘	12.54	1.85	-11.73
SW 机械设备	23.24	2.35	-11.15
SW 有色金属	31.66	3.37	-9.38
SW 建筑建材	12.2	1.54	-7.47

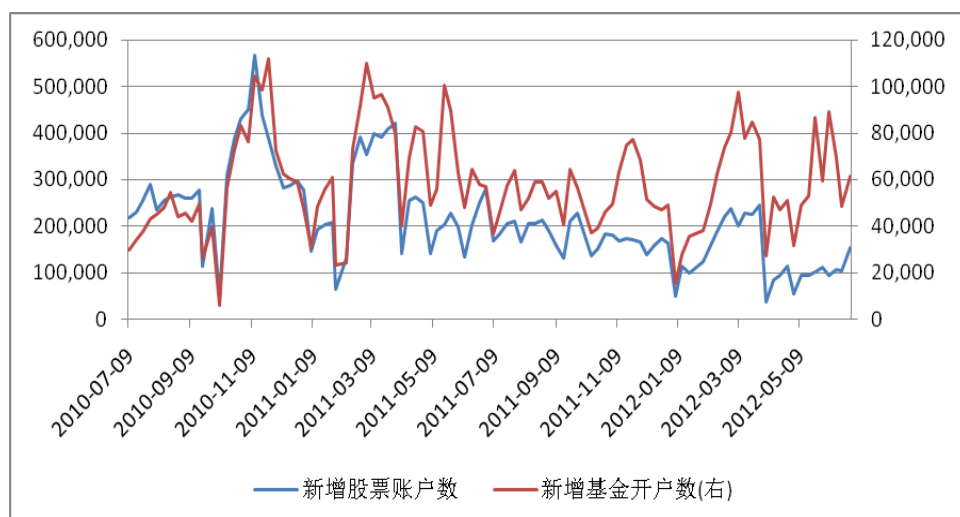
数据来源: WIND, 东北证券

图 3、A 股交易账户数情况



数据来源：WIND，东北证券

图 4、A 股新增交易账户数情况



数据来源：WIND，东北证券

4. 短期投资策略：以谨慎乐观的态度面对当下市场，向操作积极风格转变

本次降息暗含调控风格的转向，市场经过周期板块的连续下挫，已充分反应经济的悲观预期，降息从货币层面有利于经济企稳与复苏，从精神层面有利于市场转换此前的悲观预期，增强对逆周期政策的预期。我们认为市场经过短期大幅调整后，各项指标都处于历史低位，继续过分悲观已不可取。

短期看，本周将有物价、信贷、货币、经济季度增速等重要数据公布，从数据预期看，经济回落的幅度存在不确定性或将对投资者形成不利影响，而信贷、货币的供应将成为影响市场对未来经济预期的重要影响因素。

操作上可适当关注政策刺激明确相关个股机会以及有业绩支撑的消费防御型品种，以及前期跌幅巨大，且基本面有一定支撑的权重板块。建议关注饮料、饲料、医药等业绩平稳的板块；以及受益于政策红利的房地产，保险，海工等板块，维持政策+业绩的双线配置逻辑。

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