

经济调控难度增大、股指筑底仍需政策支持

- 9月股指受发改委在城规、公路等基建项目方面的集中批复推动，出现快速拉升，但随后缺乏政策支持，美国QE3的推出抑制国内货币政策调整预期，股指再创逼近两千点。
- 当前国内面临着房地产调控、物价压力依然存在与稳定经济增长、推进经济转型之间的共同协调，而全球流动性过剩进一步加剧了当前政策调控的复杂性。
- 在流动性方面，外松内紧，目前，国内资金市场利率仍易出现波动，票据市场利率相对较高，不利于经济稳定政策的落实和兑现，仍然存在调控的需求。
- 外贸退税额度增加、固定资产投资中央项目增速持续回升，此外，工业生产以及增长有所企稳，土地成交快速恢复，非制造业PMI相对高位，稳定了当前就业市场。从经济层面看，当前经济企稳迹象已经逐步显现，一定程度上缓解市场对经济的压力。
- 从经济基本面以及部分经济层面先行指标走势看，已经处于低位企稳反弹的初期，从经济层面看，股指已经处于底部。但是，当前市场的弱势仍然受到投资者情绪的影响，尤其是疲弱的经济与市场走势下，市场的融资功能被大幅透支，导致投资者对市场的参与积极性显著回落，在缺乏增量资金供给的情况下，市场估值提升受到抑制。此外，市场解禁压力持续存在，尤其是小盘股大小非的套现，导致投资者对上市公司业绩难有持续性向好预期。
- 市场影响因素的不和谐导致了股指反弹的动能缺乏，或持续性较差，更多表现为超跌反弹为主，尤其是在2150点平台的压力较大，股指在2000点下方是对经济以及投资者情绪的极端反应，也是市场制度改革的有效推动，股指或将在震荡中期待更多经济以及市场层面有利政策的兑现。
- 四季度将是中小盘股解禁的又一高峰，在当前小盘股估值相对高位时，产业资本的减持意愿仍有待观察，但解禁对于投资者心理影响依然较大，投资者本能的回避心理仍然存在，对于解禁股的谨慎情绪或将导致市场风格的转换。
- 基于对于市场筑底过程中仍需等待政策配合的判断，以及解禁压力下市场可能存在的风格变化，从操作策略角度上看，整体上我们认为当前可以采取“海龟交易法则”式的策略，等待市场走势与政策的有效配合下，届时逐步加仓为主。
- 十月投资主线：经济企稳逐步明朗利好周期性行业，小盘股解禁压力下，短期规避解禁概念股，关注偏周期性板块的主板为主，尤其是没有解禁压力，还存在大股东增持等主板市场，如券商、保险、高铁、核电、电气设备以及建材类板块为主。

相关报告

《市场或将先抑后扬、关注风格的逐步切换》

2012-9-23

《流动性向好预期增强，维稳行情有延续-A
股周策略 20120917》

2012-9-16

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

(021)20361139 ducc@nesc.cn

目 录

1. 九月市场回顾：反弹未能延续，股指冲高回落.....	4
2. 国内政策调控所面临的困局.....	5
2.1. 欧、美、日量化宽松政策推升全球通胀预期.....	5
2.2. 国内政策调控面临困境.....	6
2.3. 稳增长、促转型，政策有待加码.....	8
3. 经济企稳迹象逐步显现，缓解市场压力.....	8
3.1. 工业生产及增长有所企稳.....	8
3.2. 投资领域中央项目恢复较为明显.....	9
3.3. 经济转型初期，服务业持续回升、缓解就业压力.....	10
4. 市场估值修复缺乏增量资金支持.....	11
4.1. 市场资金供需不平衡，缺乏增量资金.....	11
4.2. 市场估值仍存在结构性不平衡，小盘股解禁压力显现.....	12
5. 十月市场运行及投资策略：反弹仍需政策配合，解禁压力推动风格转换.....	13

图表目录

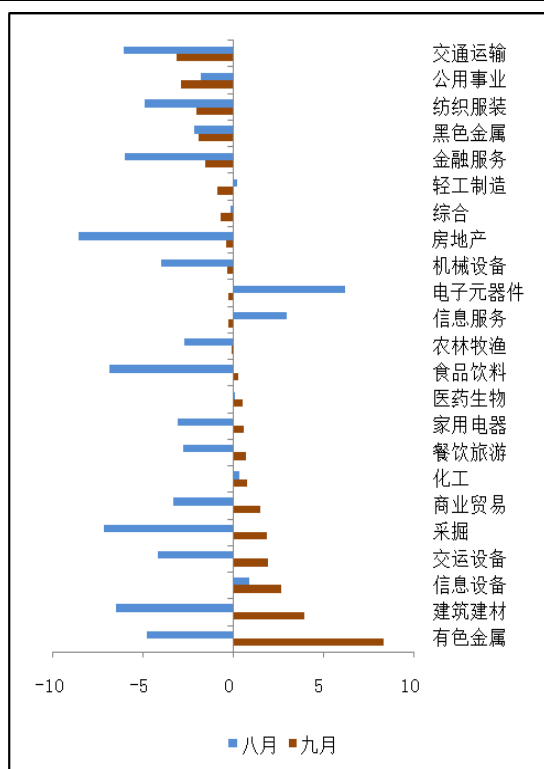
图 1、九月市场转向周期性行业，电子、信息服务出现调整.....	4
图 2、美国三次量化宽松政策下，国际商品价格走势.....	6
图 3、新兴市场国家通胀压力依然存在.....	6
图 4、全球流动性过剩推升国内房价调控压力.....	7
图 5、拆借市场利率波动性仍然很大.....	7
图 6、票据以及国债市场利率维持相对高位.....	7
图 7、外贸出口退税额度维持高位.....	8
图 8、水泥产量增速逐月恢复.....	8
图 9、部分地区水泥价格出现上涨.....	9
图 10、铁路投资增速持续恢复.....	9
图 11、部分建筑机械增速企稳.....	9
图 12、重工业与发电量有所企稳.....	9
图 13、固定资产投资中中央项目增速显著回升.....	10
图 14、三季度土地成交出现显著回暖.....	10
图 15、非制造业持续扩张，稳定就业.....	11
图 16、普通股票型基金仓位相对较高.....	11
图 17、投资者参与意愿较低，恢复力度较弱.....	12
图 18、小盘股估值回归，但绝对估值仍然较高.....	12
图 19、创业板以及中小板解禁压力凸显.....	13
表 1、九月黄金概念板块领涨，新兴产业、转型推动仍然是市场主要热点.....	5

1. 九月市场回顾：反弹未能延续，股指冲高回落

回顾九月策略，我们认为市场在经济稳定政策作用下，市场对于经济、业绩层面的悲观预期有望得以修复，而欧美国家释放流动性的预期仍然较强，结合当前市场估值、政策作用下投资者信心的逐步恢复，股指有望出现转机。

从市场实际走势看，股指整体上表现为筑底反弹、冲高回落，市场在受发改委集中批复基建项目、欧洲央行无上限购买债券，美国 QE3 预期等因素推动，在 9 月 7 日出现了快速拉升，上证综指单日上涨 75.84 点，涨幅 3.7%。但在此之后，货币政策方面仍然持续低于预期，股指高位震荡，缺乏上涨动能。9 月 13 日，美国 QE3 出台，略超市场预期，在全球资本市场大幅上涨的背景下，国内 A 股小幅上涨，但随后出现大幅下跌，由于 QE3 对国内的影响从长期看，仍然具有更多的潜在负面因素，尤其是当下，国内面临房地产调控、物价仍有上涨压力与经济稳增长之间存在着矛盾，导致了国内政策调控的难度加大。9 月 19 日，继欧洲、美国之后日本也推出了宽松政策。受发达经济体量化宽松政策以及国内不利经济环境等因素共同影响，股指持续弱势，并且再创新低。

图 1、九月市场转向周期性行业，电子、信息服务出现调整



数据来源：WIND，东北证券

从市场中各行业及概念板块表现看，8 月股指下跌走势为主，地产、金融、交通运输以及采掘、建筑建材等周期性板块跌幅领先，食品饮料强势板块也出现下跌，电子元器件、信息服务以及医药生物等板块出现强势上涨，其中受苹果概念等带动，电子元器件板块涨幅居前。在 9 月份，电子与信息服务出现小幅调整，而有色、建筑建材、信息设备以及交运设备、采掘等周期性板块出现领涨，受 QE3 推动黄金板块大幅上涨。交通运输、钢铁、公用事业相对弱势。

表 1、九月黄金概念板块领涨，新兴产业、转型推动仍然是市场主要热点

板块名称	成份区间涨跌幅(算术平均) %	市盈率(TTM, 整体法)
黄金珠宝	16.49	21.68
钢结构	4.87	30.22
新疆区域振兴	4.71	23.58
航母	4.41	31.24
涉矿	4.09	24.15
IPv6	3.83	26.30
智能交通	3.77	32.04
高铁	3.34	12.48
舟山新区	3.08	15.52
迪士尼	2.62	16.44
物联网	2.24	30.84
移动互联网	2.09	30.72
装饰园林	2.06	24.44
风力发电	1.86	18.98
建筑节能	1.82	20.31
宽带提速	1.71	23.99
移动支付	1.58	33.68
三网融合	1.57	31.86
卫星导航	1.42	36.19
充电桩	1.41	39.12

数据来源：WIND，东北证券

2. 国内政策调控所面临的困局

2.1. 欧、美、日量化宽松政策推升全球通胀预期

面对全球疲弱的经济形势，以欧美为首的发达经济体开始了新一轮的货币政策刺激措施。

9月6日，欧洲央行货币政策例会结束后，公布无限量购买陷入主权债务危机的欧洲国家的国债；

9月14日，美联储宣布实行第三轮量化宽松政策，不设最后期限地每月购买400亿美元的债券，维持超低利率0-0.25%至2015年中期；

9月19日，日本宣布追加货币供应，将用于购入资产的基金规模扩大10万亿日元(约合1264亿美元)，并维持0-0.1%的超低利率不变。

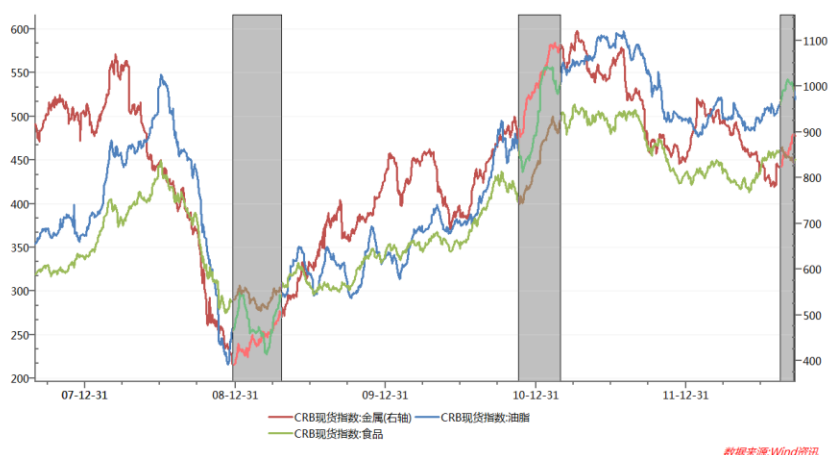
此外，9月13日巴西推行了新的刺激措施，即通过延长税收优惠政策以及降低购买资本品的费用标准向经济提供支持，9月14日，巴西央行表示，将定期存款的超额准备金率从12%下调至11%。

9月17日，印度发布货币政策报告称，自9月22日起，将银行现金存款准备金率下调25个基点至4.5%。

从上两次量化宽松的影响结果看，流动性释放对大宗商品价格的影响最为明显，而且其敏感性也最强，实际上，第三轮量化宽松后，以铜为代表的国际金属价格就出现大幅上涨。而由流动性过剩导致的通胀问题似乎不可避免，尤其是新兴市场国家，仍面临着经济回落与物价上涨的双重压力。在欧美量化宽松政策出台后，

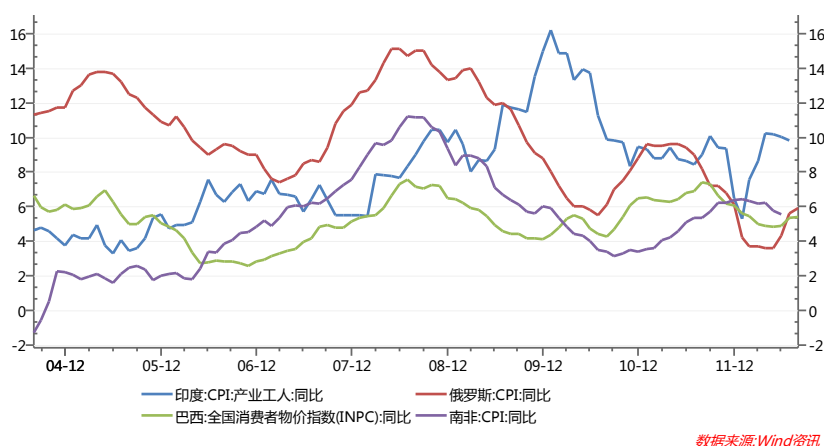
俄罗斯就采取加息的政策以应对可能出现的通胀因素。

图 2、美国三次量化宽松政策下，国际商品价格走势



数据来源: WIND, 东北证券

图 3、新兴市场国家通胀压力依然存在



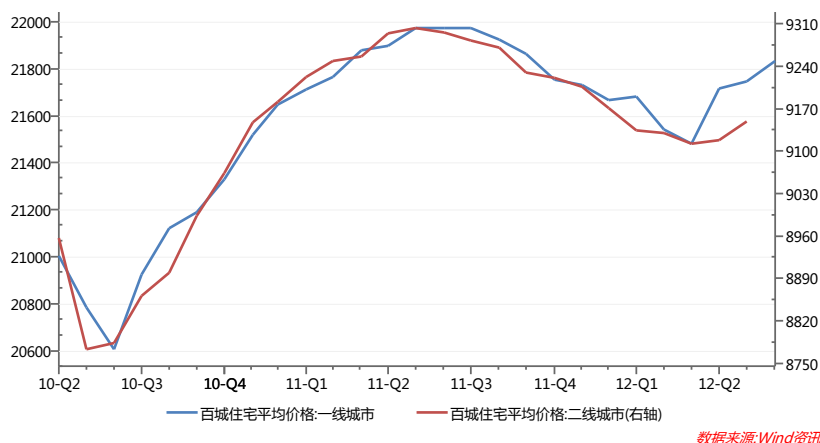
数据来源: WIND, 东北证券

2.2. 国内政策调控面临困境

当前国内面临着房地产调控、物价压力依然存在与稳定经济增长、推进经济转型之间的矛盾，而全球流动性过剩进一步加剧了当前政策调控的复杂性。

首先，房价自二季度以来已经出现一轮反弹，既有供需结构的变化也有信贷优惠的刺激，在市场成交量恢复后也伴随着价格的反弹，与此同时房地产企业整体库存增速也在持续回落。房地产市场供需结构出现变化，房价的反弹存在着市场的因素。在发达经济体第三轮量化宽松后，流动性过剩的预期再起，导致国内房价存在进一步反弹的预期。当前，在供需结构变化面前，政策调控的难度随着外围市场量化宽松的影响而进一步增加。

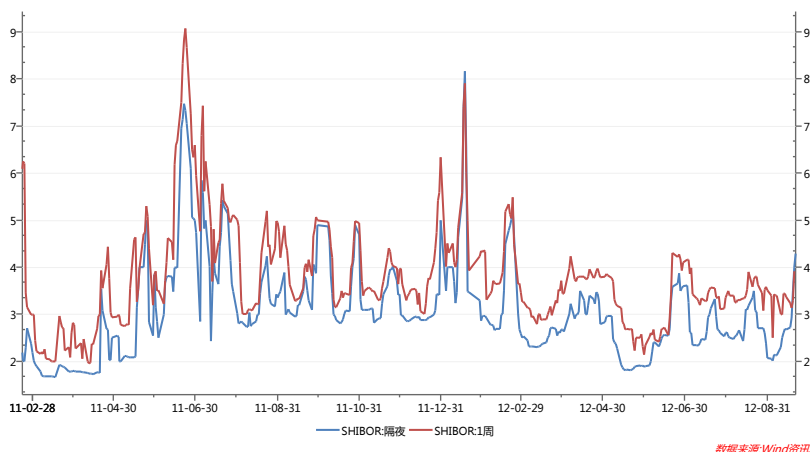
图 4、全球流动性过剩推升国内房价调控压力



数据来源: WIND, 东北证券

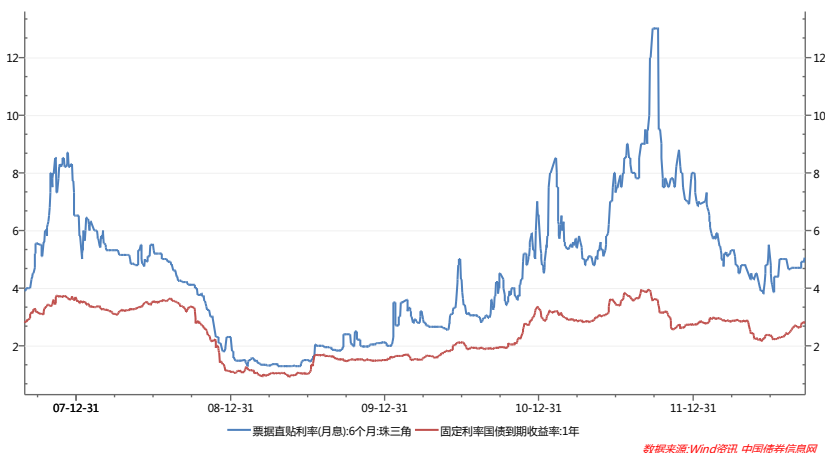
其次,流动性调控难度大,外松内紧。受到历史两次量化宽松对国内通胀影响,虽然目前国内经济处于持续回落过程中,但货币政策的调整节奏显著低于市场预期,通胀无疑是核心因素。目前,国内资金市场利率仍易出现波动,票据市场利率相对较高,不利于经济稳定政策的落实和兑现,仍然存在调控的需求。

图 5、拆借市场利率波动性仍然很大



数据来源: WIND, 东北证券

图 6、票据以及国债市场利率维持相对高位

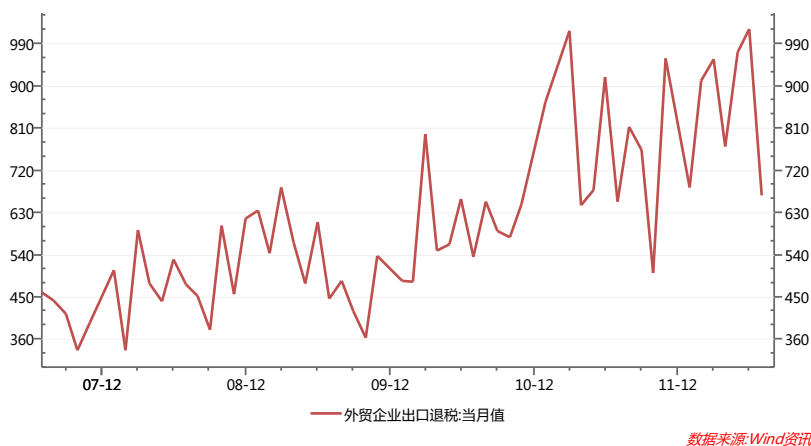


数据来源：WIND，东北证券

2.3. 稳增长、促转型，政策有待加码

从当前稳定经济增长角度出发，降息、减税、稳定外贸，以及固定资产投资等方面，都将是政策落实的重要领域。由于当前仍处于经济转型的关键时期，对于固定资产投资等方面的政策支持仍然较为谨慎，难以出现大规模的爆发，而对于诸如城铁等交通实施的支持，也有助于发展高端制造业，对于经济整体需求的推动作用并不明显，因此，经济的企稳或向好的动力仍然较为缺乏，需要更多的政策支持。

图 7、外贸出口退税额度维持高位



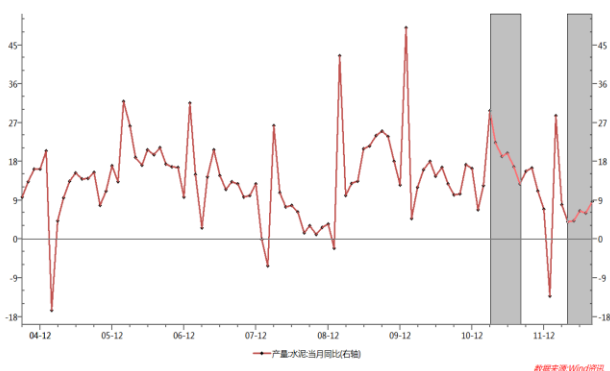
数据来源：WIND，东北证券

3. 经济企稳迹象逐步显现，缓解市场压力

3.1. 工业生产及增长有所企稳

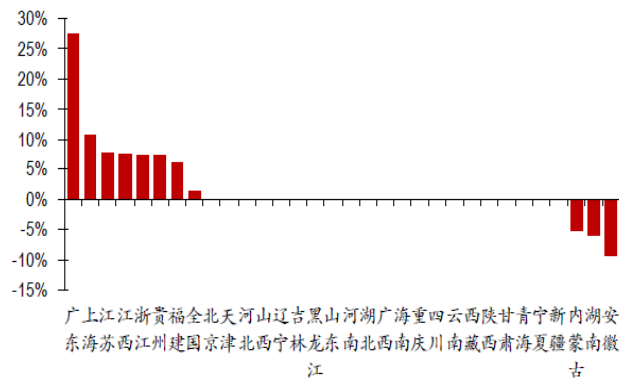
受经济稳增长政策推动，水泥产量增速出现逐月回升的趋势，虽然增速低于去年同期，但从趋势上看，则以增长为主，表明下游需求的回暖。

图 8、水泥产量增速逐月恢复



数据来源：WIND，东北证券

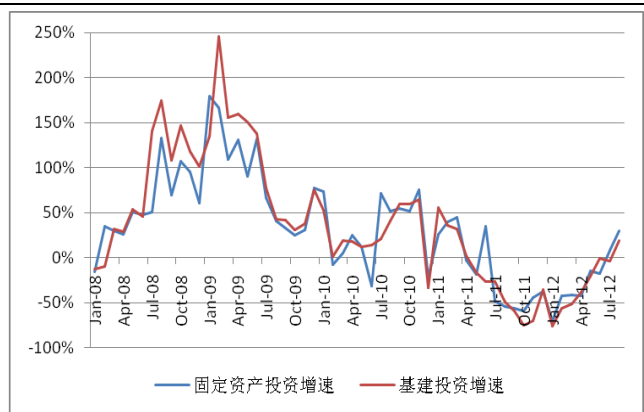
图 9、部分地区水泥价格出现上涨



数据来源：数字水泥，东北证券

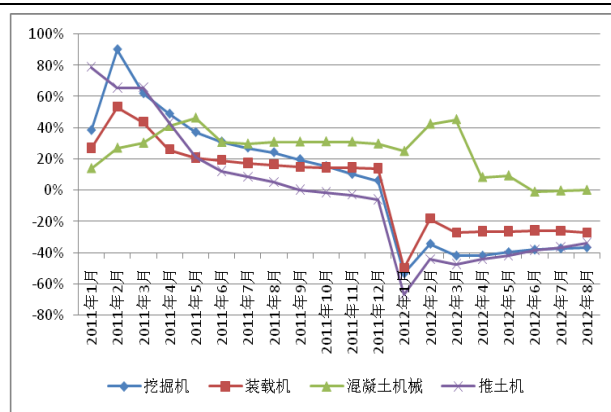
机械行业方面，1-8 月，挖掘机、装载机、推土机、混凝土机械的累积增速分别为-36.6%、-27.1%、-33.6%、0.5%，行业销量整体增速仍处在低谷期，但下跌幅度已出现低位企稳。在相关领域内，铁路投资增速出现底部快速上升的态势，8 月份固定资产投资增速同比达到 30%，投资规模的延续有望带动相关设备制造业的全面复苏。

图 10、铁路投资增速持续恢复



数据来源：铁道部，东北证券

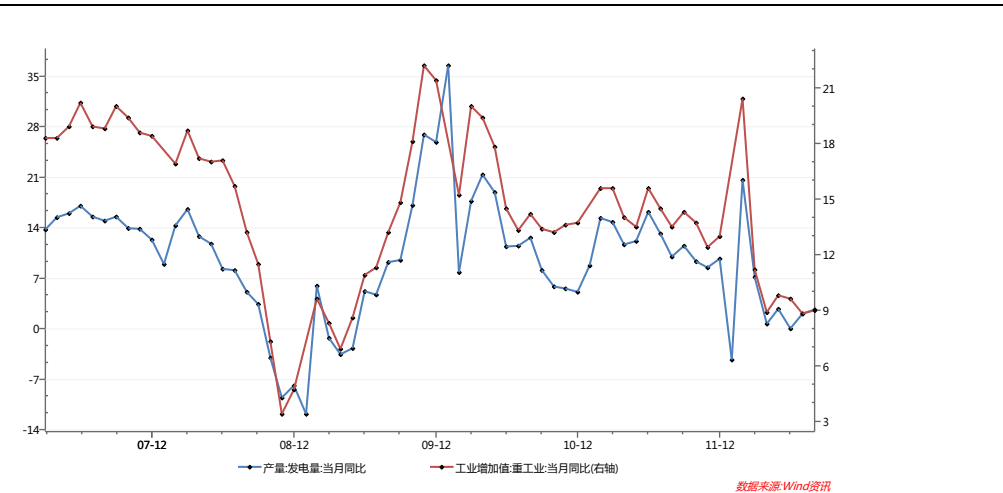
图 11、部分建筑机械增速企稳



数据来源：WIND，东北证券

8 月发电量同比增长 2.7%，较 7 月的 2.1% 加快 0.6 个百分点，电力需求上出现企稳回升的局面，工业生产也有所企稳，而发电量的企稳上升也与重工业增长相吻合。

图 12、重工业与发电量有所企稳



数据来源：WIND，东北证券

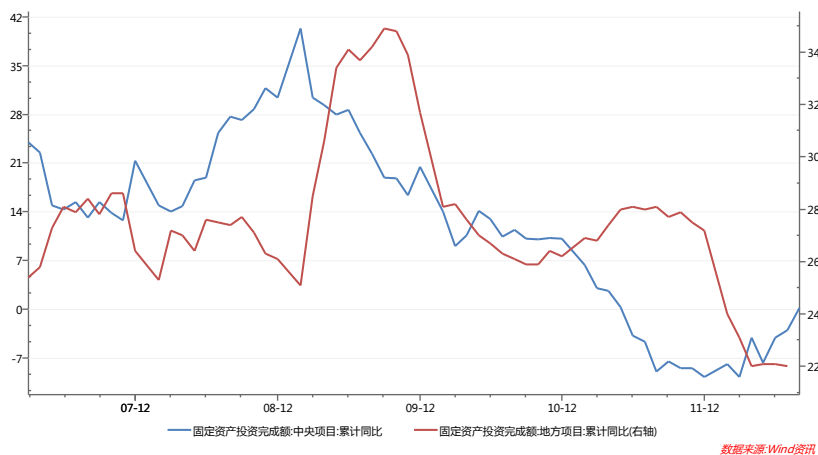
3.2. 投资领域中央项目恢复较为明显

8 月固定资产投资增速为 20.2%，投资增速整体上出现回落，但是从项目构成看，中央项目增速回升较为明显，而地方投资项目则持续低位甚至回落，中央项目的恢复也体现出经济稳增长的意图。

此外，受成交回暖以及价格反弹等因素推动，新屋开工面积出现回升推动房地产市场投资方面 also 出现回暖，而在土地市场上，8 月份 12 个重点城市，土地成交也

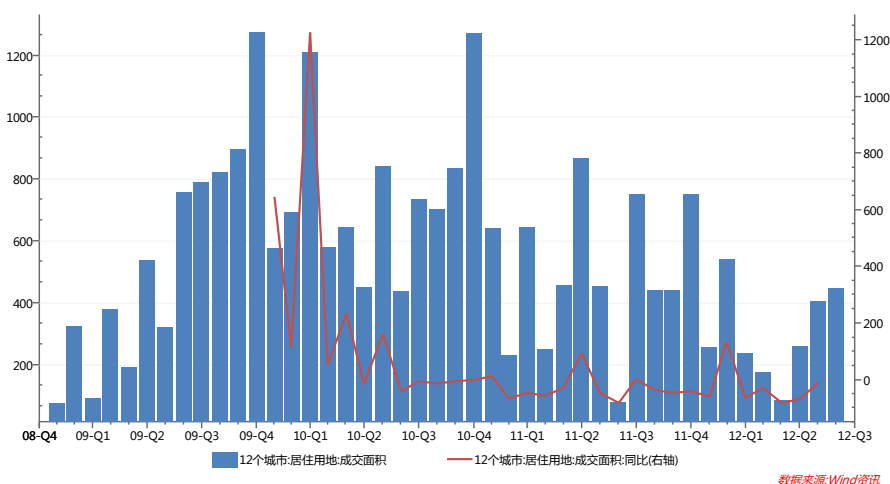
出现大幅增长。虽然目前房地产市场仍面临一定的调控压力，但市场层面的供需力量已经显现，需求推动下，带动的投资以及土地市场成交的回升，难以受到政策因素的影响。

图 13、固定资产投资中中央项目增速显著回升



数据来源：WIND，东北证券

图 14、三季度土地成交出现显著回暖



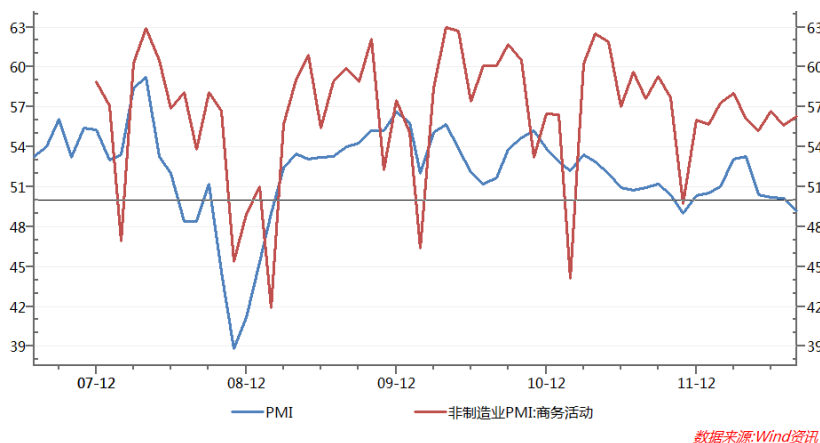
数据来源：WIND，东北证券

3.3. 经济转型初期，服务业持续回升、缓解就业压力

当前制造业虽然出现持续萎缩，在产业结构调整方面，转型步伐相对较慢，容易形成部分新兴产业的快速扩张，甚至产能过剩。

但 PMI 制造业与非制造业走势却出现背离，非制造业持续处于扩张阶段，而且非制造业 PMI 虽有回落但扩张能力依然较强，服务业的发展有助于缓解当前制造业疲弱下的就业市场压力，同时也体现出经济转型的动力。实际上，当前经济转型以及经济稳定仍然需要促进需求层面的政策配合和支持。

图 15、非制造业持续扩张，稳定就业



数据来源: WIND, 东北证券

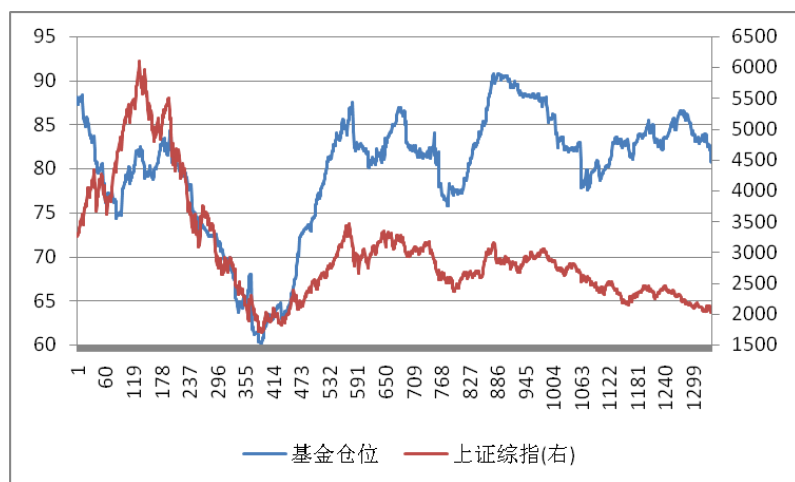
4. 市场估值修复缺乏增量资金支持

4.1. 市场资金供需不平衡，缺乏增量资金

当前市场面临着经济回落下的业绩压力，在流动性方面，虽然欧美日等发达经济体在进行宽松政策，但同时也导致了国内经济稳定政策尤其是货币政策的阶段性谨慎，表现为资金市场以及票据、国债市场利率的相对高位。

此外，在市场回落过程中的波动，并未导致基金仓位的整体回落，在机构整体资金量有限的格局下，普通投资者观望情绪为主，导致市场增量资金紧缺，而市场的融资功能仍在延续，导致了市场在资金层面出现不平衡。

图 16、普通股票型基金仓位相对较高



数据来源: WIND, 东北证券

图 17、投资者参与意愿较低，恢复力度较弱

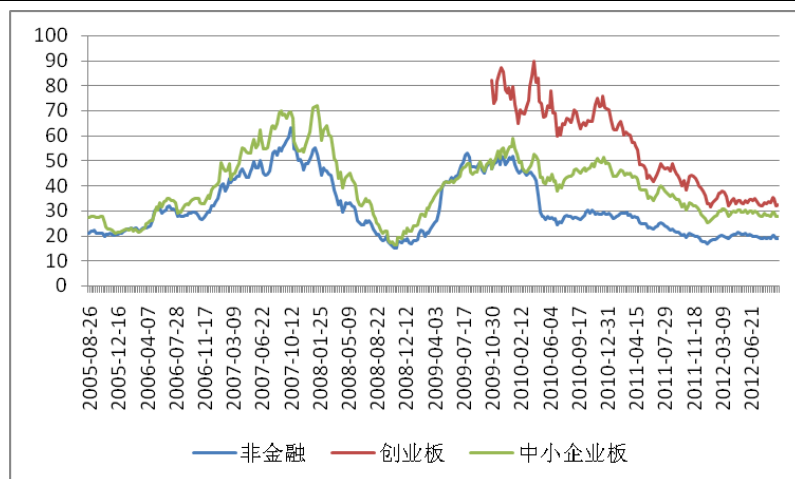


数据来源：WIND，东北证券

4.2. 市场估值仍存在结构性不平衡，小盘股解禁压力显现

由于上市公司整体上的业绩压力依然较大，三季度难有显著好转，估值的修复难以通过业绩推动。估值修复的推动因素，一方面或是经济政策变化推动，例如出现显著的经济刺激方式，另一方面，流动性推动，人民币升值热钱流入，资产价格得以维持。从而提振股市整体估值。目前，经济稳定政策仍然较为温和，而流动性向好预期较强，但难以出现显著的流动性过剩预期。因此，市场的估值更多表现阶段性利好政策刺激下的有限修复。

图 18、小盘股估值回归，但绝对估值仍然较高



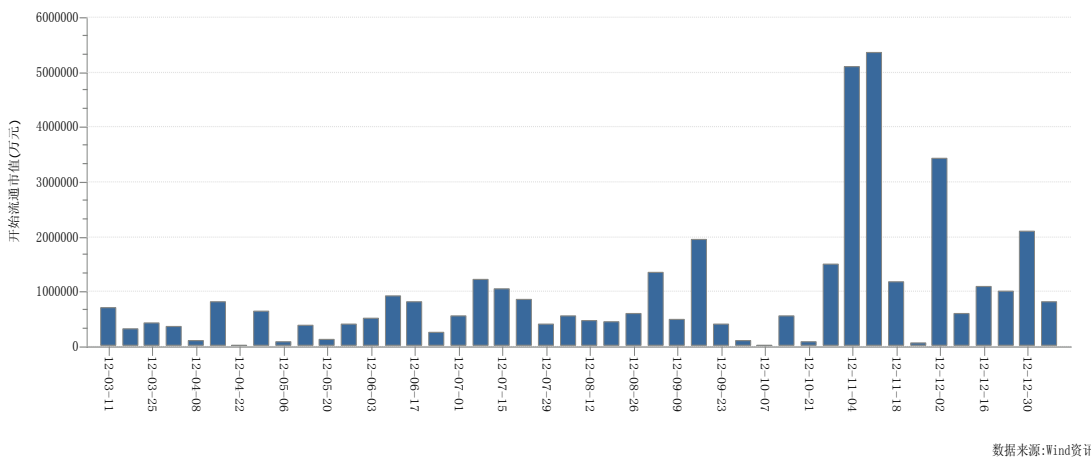
数据来源：WIND，东北证券

实际上，当前非金融 20 倍 PE，在经济增速回落的背景下，较为合理，而中小企业板以及创业板 30 至 35 倍的 PE，仍然处于高位，当前估值的维持仍需要业绩正增长为基础，三季度上市公司业绩同比增速的回落或将进一步被动的推升当前市场估值。

从市场供给角度看，10 月中后期市场整体的解禁规模显著增加，尤其是创业板也将出现大规模解禁，而中小盘市场出现的解禁潮或将在市场中提前反应，届时受

小盘股解禁压力推动市场也有可能出现风格的阶段性改善。

图 19、创业板以及中小板解禁压力凸显



数据来源: WIND, 东北证券

5. 十月市场运行及投资策略: 反弹仍需政策配合, 解禁压力推动风格转换

9 月股指的上涨并未得到政策的持续支持, 在经济稳定政策的困局下以及政策持续落空, 股指再创新低, 股指的弱势既有经济层面的因素, 即经济增速持续回落导致市场整体业绩的回落, 而流动性因素当前尚未充分显现, 政策对抑制通胀的动机依然较强, 从基本面以及流动性角度看, 均抑制了市场的估值溢价。

在市场估值体系受到持续冲击后, 市场的底部尚难以准确推测, 但从经济基本面以及部分经济层面先行指标走势看, 已经处于低位企稳反弹的初期, 从经济层面看, 股指已经处于底部。但是, 当前市场的弱势仍然受到投资者情绪的影响, 尤其是疲弱的经济与市场走势下, 市场的融资功能被大幅透支, 导致投资者对市场的参与积极性显著回落, 在缺乏增量资金供给的情况下, 市场估值提升受到抑制。此外, 市场解禁压力持续存在, 尤其是小盘股大小非的变现, 导致投资者对上市公司业绩难有持续性向好预期。

因此, 从当前市场的弱势格局及其影响因素看, 单纯的经济因素所导致的市场阶段性底部区域已经逐步显现, 但政策以及市场的制度因素, 及其导致的投资者信心的缺失, 对市场的负面影响仍将长期存在。市场影响因素的不和谐导致了股指反弹的动能缺乏, 或持续性较差, 更多表现为超跌反弹为主, 尤其是在 2150 点平台的压力较大, 股指在 2000 点下方是对经济以及投资者情绪的极端反应, 也是市场制度改革的有力推动, 股指或将在震荡中期待更多经济以及市场层面有利政策的兑现。

四季度将是中小盘股解禁的又一高峰, 在当前小盘股估值相对高位时, 产业资本的减持意愿仍有待观察, 但解禁对于投资者心理影响依然较大, 本能的回避仍然存在, 对于解禁股的谨慎情绪或将导致市场风格的转换, 尤其是在经济企稳的初期, 周期性行业弹性较大, 也存在一定上涨动能。因此, 解禁压力下的市场风格轮动仍需注意。

基于对于市场筑底过程中仍需等待政策配合的判断, 以及解禁压力下市场可能存在的风格变化, 从操作策略角度上看, 等待市场走势与政策的有效配合, 整体上

我们认为当前可以采取“海龟交易法则”式的策略，谨慎抄底，等待市场在趋势转好时介入，并在趋势确立过程中逐步加仓。

十月投资主线：经济企稳逐步明朗利好周期性行业，小盘股解禁压力下，短期规避解禁概念股，关注偏周期性板块的主板为主，尤其是没有解禁压力，还存在大股东增持等主板市场，如券商、保险、高铁、核电、电气设备以及建材类板块为主。

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