

春节期间政策事件及海外金融市场表现点评

报告作者：周荣华、仇彦英

021-58824282

国内外政策事件

1、中国人民银行决定上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

2 月 12 日晚间，央行网站公布消息，中国人民银行决定，从 2010 年 2 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。为加大对“三农”和县域经济的支持力度，农村信用社等小型金融机构暂不上调。

点评：仅一个月之隔，央行再度动用存款准备金工具，可见，流动性管理已明确提上中国本轮货币政策日程。就在上调存款准备金率的一天前，央行在最新一季度的货币政策执行报告中已透露重要信息，报告说，要“综合运用多种货币政策工具，加强流动性管理”。

中国人民银行上调存款准备金率将会对 A 股市场在节后的表现构成一定调整压力，股市将以震荡调整的方式予以消化，但调整的时间和空间都将较为有限。相对于节前 6850 亿元的公开市场净投放，以及节后近 9000 亿元的央票和正回购到期资金而言，上调存款准备金率 0.5% 冻结资金 3000 亿元的实际影响有限；而心理影响方面，在连续两次上调后，此次心理影响的边际效应将会递减。当前全部 A 股的 2010 年动态市盈率仅为 19.80 倍，对整体市场具备话语权的权重股全部处于估值底部，这限制了股指调整的幅度，也决定了当前市场所处区域的底部特征。

经济的复苏决定了股市在调整后的运行方向，复苏的稳定性、持续性是退出宽松政策的现实背景。对于未来实体经济复苏和企业盈利回暖的预期将会继续对股市形成正面支持，股指运行也将呈现震荡后企稳回升的态势。着眼于未来的复苏预期，短暂的调整正是提供了积极布局的良好时机。

2、美联储决定向银行直接贷款收取的贴现率上调 25 个基点。

美联储 2 月 18 日决定将向银行直接贷款收取的贴现率上调 25 个基点，从 0.50% 上调至 0.75%，从 2 月 19 日起正式生效。美联储理事会发表声明称：“这一变动旨在进一步正常化美联储的贷款工具。”声明指出：“预计这一改动不会导致家庭和企业的财务状况更加紧缩，此举也并不意味着美联储对经济前景的预期或货币政策前景将会发生任何改变。”

点评：这是美联储三年多以来首次上调贴现率，此举使得贴现率与联邦基金利率上限的差距扩大至 50 个基点，后者目前的目标区间为 0 到 0.25%。尽管美联储重申联邦基金利率仍会在 0 至 0.25% 的历史最低水平维持“一段时间”，但市场仍担忧此举表明美国开始退出刺激政策。

美联储的举动没有让美股受到太大压力，却让亚太股市纷纷重挫，这也将给 A

股形成一定压力。美国劳工部公布的数据给市场带来了提振，投资者从美联储意外举措给市场带来的震惊中迅速恢复。美国劳工部数据显示，1月份美国消费者价格指数CPI环比上涨了0.2%，增幅低于预期预期的0.3%的涨幅；而剔除了波动性较大的能源和食品价格后，核心CPI意外下降了0.1%，是这一数据1982年以来首次下降，表明美国经济目前面临的通胀压力仍然较小，减轻了市场对美联储将会提早加息的忧虑。经济数据提供了复苏势头良好的证明，从而推动了股市的企稳回升。对于美国经济复苏的预期，使得美元短期升值趋势更为明朗，导致热钱快速流回美国，美元指数和美股的联袂上涨也说明了这一问题。

3、融资融券确定标的证券，股指期货主要规则出齐。

沪深交易所在2月12日各自发布了《关于融资融券业务试点初期标的证券与可充抵保证金证券范围的通知》，确定了融资融券业务试点初期融资买入标的证券和融券卖出标的证券。上海证券交易所规定，试点初期，标的证券范围确定为与上证50指数成份股范围相同，包括50只股票；深圳证券交易所规定，试点初期，标的证券范围确定为与深证成指成份股范围相同，包括40只股票。

中国证监会2月20日宣布，已正式批复中金所提交的《沪深300股指期货合约》，同时获得证监会批准的还有修改后的《中国金融期货交易所交易规则》和《中国金融期货交易所违规违约处理办法》。这意味着股指期货推出前的主要规则已经出齐，下一步投资者将可开户。

中国金融期货交易所2月21日发布公告，该所定于2010年2月22日9时起正式受理客户开立股指期货交易编码申请。这意味着极有可能从当日开始开户，但开户并不意味着可开始交易，这一方面需要机构投资者的准入政策明确，另一方面开户也应有一个过程，只有进入市场的投资者数量达到一定程度才会开始交易。

点评：由于融资融券的标的证券包含的这90只个股同时均为沪深300指数的成分股，由此，证券市场和期货市场这两个原先独立的市场被正式打通，而连接的桥梁就是沪深300指数的成分股，特别是处于两大金融创新产品交集的上证50指数和深证成指的成分股。

按照海外股市在金融创新产品推出之后的历史经验，新产品推出后会推动市场趋于活跃，并将会引导资金流动，并对股市产生结构性影响，从而产生标的股票的估值溢价。股指期货和融资融券即将正式推出，市场对其标的证券的重视程度将提高，标的证券的交易也将趋于活跃。这就会引导资金流向沪深300指数的成分股，尤其是上证50指数和深证成指的成分股。而从行业分布来看，这些股票大多集中在银行、保险、石油、石化、建筑、煤炭、钢铁、房地产等权重行业，这些行业均为估值明显偏低的行业，因而更具备估值上的吸引力，未来存在向市场均值回归并产生估值溢价的动力。而由于对指数具备明显的影响力，这些行业估值回升的过程，也将带动两市股指的强势上行。

再结合当前市场的风格特征，这一过程显得更加顺理成章。股指期货和融资融券的正式推出，将会成为风格转换的契机。此外，从2009年12月以来新成立的基金来看，指数型基金呈现了密集发行态势。指数型基金的密集发行和相继成立，势必将会提升指数成分股的配置需求，进而为这些成分股的估值回升提供资金支持。

当前，股指期货和融资融券的“集结号”已经正式吹响，因此，投资策略上建议重点关注沪深 300 指数的成分股，尤其是上证 50 指数和深证成指的成分股。

4、希腊债务问题现转机，欧元区拟紧急援助 250 亿欧元。

欧洲联盟非正式首脑会议 11 日以联合声明形式表示，将帮助希腊摆脱债务危机。但声明侧重道义，缺乏实质，欧洲国家给了希腊一个坚定而又模糊的承诺。欧盟首脑会议结束后，希腊总理乔治·帕潘德里欧 12 日在此间召开的内阁会议上对欧盟处理希腊债务危机的态度表示不满。

希腊前日宣布，任命国家银行资产管理部前总经理赫里斯托祖卢，接任国债管理机构负责人一职。当地银行界由此推测，政府可能在本周内发行最多 50 亿欧元债券，测试市场对国债反应。希腊总理帕潘德里欧前日在伦敦一个会议表示，不寻求其他国家提供援助，只希望各国能支持希腊的灭赤紧缩方案，并且让希腊能以同样条件从市场借到资金。

据香港《文汇报》消息，困扰欧元区的希腊债务问题可能出现转机。德国传媒报道，德国及其他欧元区成员国计划联手向希腊提供 200 亿至 250 亿欧元紧急援助，以防危机殃及区内经济。德国《明镜》周刊报道，各国将按在欧洲央行所持资本比例分担援助份额，按此计算，德国将负责 40 亿至 50 亿欧元，全数由国营的德国复兴信贷银行(KfW)负责。《明镜》指欧元区将以贷款或贷款担保形式提供援助，德国坚持在援助中加入严格条款，希腊必须符合要求，方可获得贷款。

点评：希腊统计局最新公布的数据显示，2009 年希腊经济萎缩 2%，去年第四季度萎缩幅度更是达到 2.6%。而 2008 年希腊经济增长了 2%。希腊政府预计，2010 年希腊经济将下滑 0.3%。希腊目前面临巨额财政赤字和债务问题，希腊 2009 年财政赤字占国内生产总值的比例将高达 12.7%，远超过欧盟《稳定与增长公约》规定的 3% 的上限。希腊政府近日出台了一系列财政紧缩措施，包括削减公务员薪金、增加燃油税、提高退休年龄等。尽管有部分民众对政府的改革措施表示不满，但最近的民意调查显示，依然有 70% 的希腊民众支持政府的改革政策。

按照欧盟的规定，欧元区作为一个整体不能对某一困难成员国进行援助，但是各成员国之间可以进行双边的援助活动。在此政策基础上，欧元区各成员国的中央银行很可能用购买希腊的国债的方式来为希腊注资。当前希腊债务危机依然严峻。到 4 月和 5 月，希腊将有 200 亿欧元债券需要再融资延期。不过，近期希腊与德国的 10 年期国债息差已经趋稳。

“PIGS”这些国家的财政危机不仅仅拖累了欧元区刺激计划的退出，同时也给了美国的货币政策更大的空间。欧洲经济情况比较差，从而欧洲央行加息时间延后的时候，美联储加息的时间也有可能会顺延一段时间。因为如果美国过早加息的话，会对美元的汇率造成很大的影响，可能会导致美元汇率出现无序上升，美元汇率的无序上升将压制商品价格的走势以及上游行业企业的效益，同时也会重新唤起全球的风险规避情绪，这将削弱正在恢复中的全球经济信心，这十分不利于包括欧元区在内的全球经济的复苏。当然这是大家都不愿看到的。基于以上的原因，市场猜测美联储被迫推迟加息的可能性增大。

从资本市场的表现来看，如果小猪四国的财政问题得到一些最终的解决方案，那

么美元加息的概率还是会重新逐渐向 8-9 月份靠拢;但是如果小猪四国等国的财政问题再一次接踵而至,而还未出现可行的解决方案的话,那么资本市场的波动可能还会继续延续一段时间。但无论资本市场如何调整,目前市场的位置已经足够低,无论从估值角度,还是从长期价值投资来看,目前的资本市场都存在比较合理的投资机会。

5、春节期间全国消费品零售额 3400 亿元,增长近两成。

据商务部网站消息,虎年春节黄金周,全国消费品市场繁荣兴旺,销售快速增长,生活必需品价格总体平稳。据商务部监测,大年三十至正月初六,全国实现消费品零售额 3400 亿元,比去年春节黄金周增长 17.2%。促销活动精彩纷呈,市场销售快速增长;餐饮市场迎来开门红,老字号、特色餐饮受追捧;文体康乐活动丰富多彩,休闲过年成为新潮流;生活必需品市场供应充足,价格总体平稳。

点评: 我们的经济在经历了危机的洗礼后,已经进入新一轮以内需为主导的增长周期。内需之所以能启动,来自于三个方面,一是外部有压力,始于 2008 年的金融危机使得原有的全球经济平衡格局被打破,中国以前外需型的增长模式受到了严峻挑战。二是我们自身有条件,我国人均 GDP 开始达到 3000 美元,从需求规律的角度开始进入耐用消费品强势增长的阶段,同时对消费服务、公共服务产品的需求将加速提升。三是有内需增长的空间。

内需的拉动需要政府采取适当的政策来推动。而我们可以看到的是,政府已经针对住房、汽车、家电以及旅游行业采取了一系列的措施,并取得了一定的成果。中央经济工作会议也指出,要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点;要保持政策连续性,进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作,继续实施家电和汽车以旧换新政策,增加农机购置补贴。

那么,在外有压力内有需求的形势下,以外需向内需过渡的增长格局将逐步形成。显然,这种转变带来的产业变化是内需型行业进,外需型行业退,那么大方向上的合理投资策略就是转向内需型产业配置。受益于内需增长的家电、汽车、食品饮料、商业零售、金融服务、医疗服务、TMT 以及物流运输等行业将获得超额收益。

大宗商品价格走势

CRB 指数创下了 09 年 10 月中旬以来的最大周涨幅。

尽管春节期间国内外“流动性收紧”的政策不断,但商品期货市场的反应与年初却截然相反。近一周来,代表全球大宗商品价格综合走势的 CRB 指数加速上涨。截至 2 月 19 日收盘,CRB 指数收于 277.47 点,较上周上涨了 11.75 点,涨幅为 4.42%,创下了去年 10 月 16 日当周以来的最大周涨幅。其中,权重最大的原油价格大幅上涨,纽约 4 月份交货的轻质原油收复了 80 美元关口,收于每桶 80.32 美元,周涨幅 8.75%,创下 2009 年 3 月下旬以来的最大周涨幅。

而在金属方面,涨幅最大的伦敦金属交易所 3 个月期镍涨幅再度超过了两位数,周内每吨上涨了 2000 余美元,3 个月综合铜则收复 7000 美元关口并重新攀上了 7400 美元上方,收盘于每吨 7413.3 美元,较前一周上涨了 9.14%,而 3 个月综合铝亦较

前周涨逾 4%，收盘于每吨 2139 元。另外，贵金属市场上，纽约 4 月份交货的黄金期货上涨了 1.1%，收盘于每盎司 1121.1 美元。

不过在农产品市场上，主要上市品种涨跌不一。豆类品种除了豆粕小幅收跌外，包括豆油、大豆等品种均小幅收涨，涨幅最大的芝加哥期货交易所豆油期货连续第三周上扬，5 月份交货的期货合约较前周涨逾 2%，收于每磅 39 美分。此外，棉花、糖等软商品亦涨势不一，不过幅度均不大，农产品市场整体仍呈现出震荡整理格局。

点评：值得注意的是，在节假日期间，中国人民银行宣布再次提高存款准备金率，与此同时，美联储亦出台了被视为宽松货币政策退出前奏的上调贴现率。尽管同是被市场视为流动性收紧，但商品期货市场价格对此反应与年初央行上调存款准备金率截然不同，其主要原因是投资者认为这进一步表明了经济将持续好转，从而增强了投资者对经济前景的信心。

伴随着保障性住房的供给增加和节后房地产市场陆续开工，对铜消费的影响将会体现。此外，由于中国进口铜存在一定盈利空间，将支持中国在国际市场的买入能量，铜价格有望得到支撑。

中国汽车 1 月产销量均创历史新高，对铝构成支撑。同时国内原铝生产商冶炼热情较高，对氧化铝需求旺盛，促使 1 月氧化铝进口大幅增加，因此，预计铝节后仍有望上涨。

节后锌价走势较为乐观。一方面西方发达国家的库存周转率出现下降，西方国家开始了逐步去库存化的过程；另一方面，随着节后气温回暖，企业复工影响，基本金属需求将再次被燃起，因此锌价后市可期。

春节之后钢价的走势主要将关注春季工程开工的需求是否能够在一定时间内消化历史高位的库存。不过根据以往经验，节后仍有需求好转的预期，加之原材料价格坚挺，成本支撑力度增加，节后钢价仍可看高一线。

得益于欧元区债务危机因欧盟考虑援助希腊而见到曙光，前期受到抛弃的欧元强势反弹，打压强势美元回落，从而激励黄金重拾升势。市场正期待欧盟公布更多援助计划的细节，如果这些信息得到证实，预计高风险资产会进一步上涨，在股市走强的扶助下，金价有望短期内重回 1100 美元上方。全球最大黄金 ETF 进行年内首度增持后，目前黄金持有量连续维持稳定，显示机构投资者对于此轮反弹的高度和时间长度仍抱有疑虑，持观望态度。

能源化工方面，橡胶基本面坚挺，最新发布的汽车产销数据以及进口数据均显示橡胶的需求强劲。

农产品方面，由于云南地区干旱灾情持续加重，预计这一榨季云南的食糖产量将出现大幅减产，而现货市场中已经出现惜售现象。

由于节假日期间商品市场累积了较大幅度的上涨，节后 A 股市场上的石油、煤炭、有色、农产品等与商品价格联系紧密的个股有望展开上涨走势。另外，春节以后，随着下游企业将陆续开工，商品需求将得到提升，进而有望推动商品价格迎来一轮新的反弹，从而使得资源类个股的上行具备一定持续性。

海外主要股市表现

纽约股市四个交易日全部上涨，欧洲股市连续四个交易日上扬。

尽管中国提高存款准备金率的消息以及美国联邦储备委员会意外提高银行紧急贷款利率使市场一度承压，但 19 日纽约股市仍然在投资者对经济复苏前景乐观情绪的支撑下再次收高。纽约股市在本周的四个交易日内全部上涨，道琼斯指数和标准普尔指数的全周涨幅均超过 3%，道指牢牢站稳在 10000 点大关之上。

受利好派息消息提振，欧洲股市 18 日收盘连续第四个交易日上扬。英国富时 100 指数收涨 0.9%；德国 DAX 指数涨 0.6%；法国 CAC-40 指数涨 0.6%。

香港恒生指数在美国突然宣布上调贴现率的打压下，上周五大幅下挫，全周跌幅达 2%。

点评：美联储 18 日在股市收盘后宣布，将原先给予银行的紧急贷款利率由 0.5% 提高至 0.75%。尽管美联储此前曾暗示会采取此类举动，但其宣布这一决定的时机仍然比多数投资者预想得要早。受此影响，全球股市普遍下跌，美股也随之低开。

但美国劳工部当天盘前公布的报告给市场提供了一些支撑。数据显示，1 月份美国消费者价格指数 (CPI) 环比上涨了 0.2%，而剔除了波动性较大的能源和食品价格后，核心 CPI 意外下降了 0.1%，是这一数据 1982 年以来首次下降，表明美国经济目前面临的通胀压力仍然较小，减轻了市场对美联储将会提早加息的忧虑。

之后，投资者开始从美联储意外举措给市场带来的震惊中逐渐恢复，并将美联储决定进一步收紧流动性的行为解读为金融领域和宏观经济复苏势头良好的证明，导致金融股受到买盘支撑率先反弹，带动市场在午盘前成功转跌为升。

由此可见，政策对于股市的负面影响较为有限，消化政策影响带来的只是股指短暂的调整，经济的复苏决定了股市在调整后的运行方向。外围股市先抑后扬的态势也将传导到 A 股市场，有助于股指在震荡消化了政策影响后呈现企稳回升的基本态势。毕竟目前的估值水平已经凸显了投资价值，市场的短期偏离带来的是更好的投资时机，特别是沪深 300 指数、上证 50 指数、深证成指的成分股，将会是后市需要重点关注的品种。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014