

政策点评

宏观策略部

徐海洋 首席策略分析师

电话: 021-61735961

邮箱: xuhy@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070510120002

联系人: 陈一博

电话: 010-88086830-715

邮箱: chenyb@rxzq.com.cn

近期策略报告

《关注箱体下沿支撑》策略周报
05.09《通胀治理的代价》5月份策略
报告 05.03《短期有休整需求》策略周报
04.25《三顾三千为哪般》策略快评
04.20《政策压力有所增加》策略周报
04.18《再度临近窗口期》策略周报
04.11《防御中等待进攻号角》二季度
策略报告 04.01

政策有超调风险

——评 2011 年第五次上调存款准备金率

事件:

5月12日晚间,中国人民银行宣布从2011年5月18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。

经此次调整后,大型存款类金融机构法定准备金率上升至21.0%,中小型存款类金融机构上升至19.0%。这是自去年11月份货币政策事实从紧以来第八次上调存款准备金率。

点评:

在4月份经济数据出炉后,央行再次祭出调存大旗。与之前七次调存的宏观背景不同的是,4月份的经济数据已经确认经济下滑趋势。在经济下滑风险上升而通胀压力下降的背景下,央行再次上调存款准备金率有“超调”之嫌。管理层对经济形势变化的滞后反应将加剧宏观面的风险。资本市场将承受来自经济下滑和政策紧缩的双重压力,后市需加大防御型配置。

一、同样的调存,不一样的背景

4月份的经济数据已经确认经济下滑趋势。生产法的数据下滑而支出法的数据仍维持原位表明新一轮去库存化过程已经开始,这种去库存行为是经济下滑的起点。经济下滑的原因是持续半年之久的货币紧缩对经济增长的负面影响开始集中体现。资金紧张、原材料成本上涨、以及对未来需求下滑的悲观预期导致中游厂商的生产活动明显放缓。

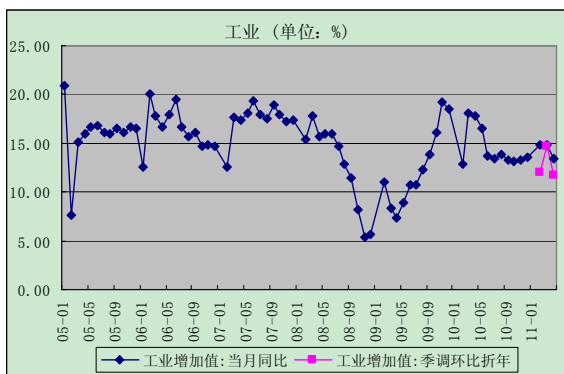
生产数据一致回落,实物指标验证经济下滑趋势。工业增加值同比增速从3月份的14.8%回落至4月份的13.4%,季调环比折年



率从3月份的14.7%回落至4月份的11.8%。三大实物指标验证了工业生产放缓的趋势，发电量、粗钢产量、水泥产量的同比增速分别从3月份的14.8%、9.0%、27.8%回落至4月份的11.7%、7.1%、22.4%。

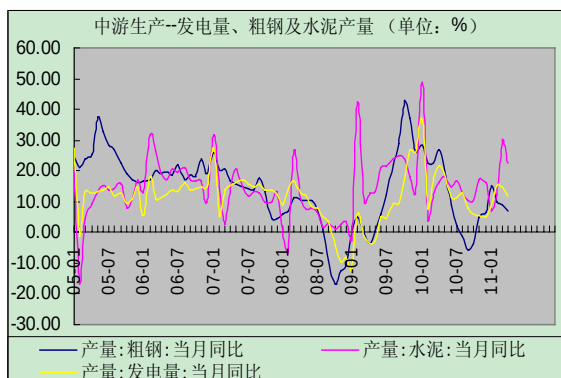
需求方面，乘用车销量、商用车销量继续大幅下滑，4月份同比增速分别仅为2.8%、-7.8%，同比增速已经降至08年第三季度的水平，不容乐观。商品房销售面积累计同比增速从1-3月份的14.9%大幅下滑至1-4月份的6.3%，表明4月份的商品房销售出现了过快的下滑。尽管总需求指标如固定资产投资和社会消费品零售总额的同比增幅表现尚好，但对中观层面房地产、汽车两大产业需求的下滑对总需求的负面影响需有所警惕。

图 1：生产法数据大幅下滑



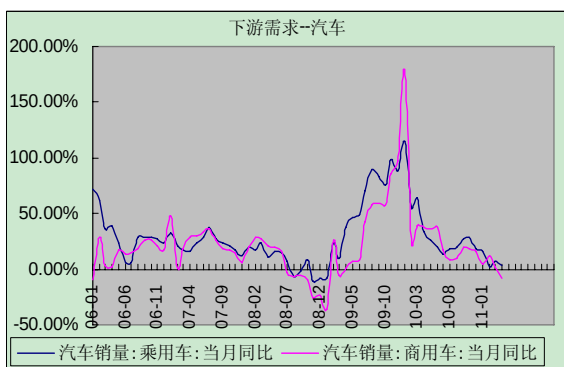
数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 2：实物指标验证工业生产下滑趋势



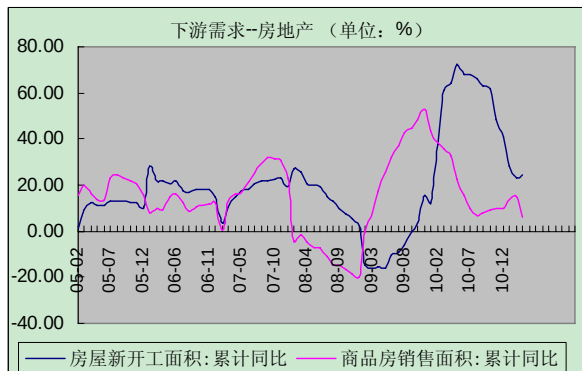
数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 3：汽车销售增速降至 08 年第三季度的水平



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 4：商品房销售增速下滑过快



数据来源：WIND 资讯、日信证券

货币紧缩是经济下滑的根本原因。2010年新增银行贷款7.95万亿，银信合作等表外形式的融资规模大约2万亿。今年并表管理后，1-4月份实际新增贷款投放量为2.98万亿，按照此速度投放，全年新增信贷投放量大约为7.3万亿左右，实际信贷余额的同比增幅仅为14.2%左右。考虑到今年的GDP平减指数至少高达5.5%，7.3万亿的新增信贷投放量仅能满足

请参阅最后一页的免责声明

8.5%左右的经济增长，经济增长减速是货币紧缩的一个必然结果。

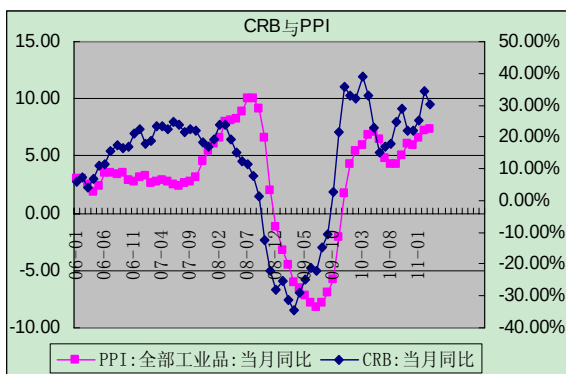
由于中国目前的直接融资工具仅能惠及较少的企业，绝大多数企业仍依赖银行贷款。信贷紧缩导致民营、中小企业被迫向担保公司、典当行、小额贷款公司等民间金融中介寻求高成本融资。即使从银行拿到贷款，也是基准贷款利率上浮30%以上。银行以及民间金融中介成为货币紧缩的受益者。过高的融资成本降低了实体经济的投资回报率和生产经营意愿，去库存和放缓生产活动就是常理之中了。在直接融资工具并不健全、民间金融活动并不规范的情况下，过度压缩银行贷款势必产生负面冲击。

二、调存并非对症之药

“削弱物价上涨的货币基础”的愿望是美好的，但紧缩货币政策仅能影响增量的流动性，对存量流动性影响有限。减少增量货币供给会影响实体经济的健康发展，而实体经济将被迫寻求非正常渠道融资（如担保、典当等），投机资本（存量流动性）获取了超额的金融租金。看似存量流动性被实体经济的增长吸纳，但这种吸纳是以实体经济向投机资本支付超额金融租金为代价的，是不可持续的。

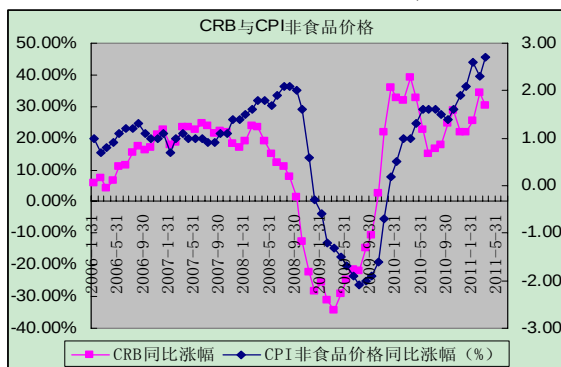
当前的通胀带有明显的输入性特征。PPI与CPI非食品价格的涨幅与国际大宗商品价格指数的同比涨幅高度相关。在大多数新兴经济体被通胀困扰时，中国难以独善其身。仅仅通过调整国内的货币政策难以起到抑制输入性通胀的目的。而食品价格的上涨带有更多的成本推动因素，抑制总需求的货币紧缩不是对症之药。

图 5：CRB 与 PPI 高度相关



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图 6：CRB 与 CPI 非食品价格高度相关



数据来源：WIND 资讯、日信证券

刚刚闭幕的中美第三轮战略经济对话签署的《中美关于促进经济强劲、可持续、平衡增长和经济合作的全面框架》中有一个关键点：“双方承诺与其他国家共同努力，维护国际货币环境的稳定。美方承诺对汇率过度波动保持警惕，中方承诺继续增强人民币汇率弹性”。中美之间的汇率承诺或将有助于稳定美元（但还需要观察），进而抑制大宗商品价



格的上涨，这或许才是抑制输入性通胀的治本之策。

三、容忍可控的通胀——一个现实的政策选择

从国际经验看，刘易斯拐点之后初级劳动力价格开始进入持续抬升的阶段，通胀水平的中枢系统性抬高。以农民工为主体的初级劳动力价格摆脱既定工资水平、进入系统性抬升的阶段已是不争的事实。一个现实的政策选择是接受或容忍可控的通胀。“高增长、低通胀”的目标是不现实的，9%左右的增长速度搭配 5%-6%的通胀水平（当然是真实通胀水平，不是 CPI 读数；应该相当于 4%-5%的 CPI 读数）仍属于良性状态。未来经济转型的关键是推进一系列重点领域的制度改革，基础资源价格的系列改革也会推升物价水平。容忍可控的通胀、聚焦转型是一个现实的选择。我们认为，管理层在下半年“容忍可控的通胀”，把政策重心转向经济结构调整是一个现实的政策选择。

四、资本市场面临双重压力

“该不该调”的确不能成为判断“会不会调”的理由。未来一段时间内，市场面临经济增长下滑与政策继续紧缩的双重压力，反映为盈利预期下调与估值中枢承压引发的市场调整。我们预计，由于二季度经济增长的减速将导致全部A股ROE（TTM）从一季度的16.5%回落至15.0%附近，相应地上市公司净利润同比增速从一季度的24%回落至15%-20%，但出现负增长的可能性微乎其微。全部A股的动态市盈率从目前的17倍下滑至16倍左右（去年6月份市场担忧经济二次探底时的估值水平）的可能性是存在的。相应地，2700-2750点仍是具有较强支撑力的点位，但需警惕周期股的回调风险，加大防御型资产的配置。

维持二季度“在防御中等待进攻号角”的策略观点。如果连续2-3个月经济下行的趋势得到确认，将可能引发政策面的调整（或局部调整），进而吹响资本市场进攻的号角。**我们判断，政策调整的时间窗口可能会在7月份。**理由是半年度经济数据出炉和政治局会议讨论下半年经济工作之前，高层将到各经济大省进行密集调研，对经济形势判断的修正将成为触发政策拐点的诱因。



日信证券研究所策略观点回顾

- 2010 年 11 月 11 日,《通胀能否“减压”已成后市关键》(发表于《中国证券报》)中提出“当前并不具备产生趋势性行情的流动性基础,而通胀压力的过快攀升将引发货币政策的转向,并对市场趋势产生较大影响。”市场在 11 月 12 日出现拐点,并且在近 6 个月内通胀成为影响市场的核心矛盾。
 - 2010 年 12 月 27 日,年度策略报告《过渡期继续结构化行情》中提出“2011 年 A 股总体维持震荡市格局,上证综指核心波动区间(2600, 3500)点。在运行节奏上,下半年的投资机会好于上半年,一、二季度以防御为主。”一季度涨幅前五的行业中提示超配的有两个,分别为房地产、建筑建材;跌幅前五的行业均提示标配,其中三个行业由超配(10 年四季度)下调为标配(11 年一季度)。
 - 2011 年 1 月 17 日,策略周报《等待企稳信号》中提出“指数下跌空间相对有限;顺应短周期复苏且处于估值低位的权重蓝筹品种,具有继续表现的空间。”当时上证综指为 2700 点,处于阶段底部。春节后在低估值行业的带领下市场走出了反弹行情。
 - 2011 年 4 月 1 日,二季度策略报告《防御中等待进攻号角》中提出“二季度继续维持箱体震荡格局,市场不具备全面走强的基础,上证综指核心波动区间(2800, 3100)点。市场运行的风险在于经济增长回落与通胀高企并存。政策面的调整将可能成为攻守转换的催化因素,需要持续观察。”在行业配置上,重点关注出口产业链和资源品。
-



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。