

中美联手收缩流动性之 A 股市场

东北证券研究所临时策略

2010 年 2 月 22 日

主题

- 央行再次提高准备金率，更多是考虑对冲流动性，央行管理流动性的需要大于紧缩银根的需要。因此我们可以解释央行为何连连上调准备金率，而近期一年期央票利率却又停止上行。准备金工具的动用，与加息或全面紧缩并无直接因果关系。央行正是以存款准备金率对冲流动性，辅以“信贷均衡投放”的窗口指导，来实现此前刺激经济政策的“正常化”过程。同时适度收缩流动性有助于缓解物价上涨的压力，市场应对此已经有所准备和适应。经过春节长假，市场不会对此消息有过激反应。
- 美国提高贴现率可以理解为与 2 月初结束大量非常规信贷措施一样，这些调整的目的是使美联储的借贷机制进一步恢复正常化。美股对此消息作出了正面反应。
- 春节前期市场对政策收紧显得相当敏感
- 临近春节市场对加息预期陡然降温，对再度上调准备金率却已有预期
- 贷款新规有利于信贷资金进入实体经济，有利于宏观经济进一步强劲复苏
- 反周期看政策、顺周期看经济，经济、上市公司盈利和资金面决定 A 股方向
- 美元上涨、欧美股市和亚太股市出现分化，春节后 A 股震荡幅度将明显加大
- 预计欧洲退出政策将晚于中美、美元上涨趋势或许短期不可逆转，美元商品再度同步上涨
- 美元上涨诱发中国政府抛售美国国债
- 节后市场股指期货、融资融券将对冲准备金率上调，市场震荡调整后回暖机会增大
- 今年两会主题突出产业振兴和结构转型、实施区域发展规划、强化民生保障。现代农业、节能减排、电子信息、旅游、生物医药、新能源和智能电网、新材料、装备制造业被三分之二以上的地区列为未来需要重点振兴和发展的主导产业。这意味着，上述行业在全国各地都会受到地方政策的支持，具备行业整体性的发展机遇，因而在股市中也有望出现板块式的投资机会。短期股指期货、融资融券对于券商股和大盘蓝筹股有明显催化作用。

责任编辑：冯志远

编辑：策略组

TEL: (8621) 63373102

FAX: (8621) 63373107

Email: fengzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20F

邮编：200002

事件:

- 1、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。
- 2、美国联邦储备委员会18日宣布,基于金融市场状况好转,将银行贴现率上调0.25个百分点,由0.5%提高至0.75%。

我们的观点是:

节前周五央行突然宣布再度上调存款准备金率,这是央行今年快速反应动作之一。随着今年通胀预期的不断升温,央行反应速度越加迅捷。此举主要是针对较为充裕的流动性,适度宽松的货币政策取向并没有发生改变。我们认为央行再次上调存款准备金率在意料之中,属于正常的流动性管理。春节之前央行在公开市场已经连续四周净投放资金,节后对此前释放的大量流动性进行回收是必然的操作。以金融机构人民币存款余额为基数计算,此次准备金率上调将冻结银行超过3000亿元资金。与上次存款准备金率调整相同的是,农村信用社等小型金融机构被排除在外,体现了货币政策的针对性和灵活性。

我们认为,央行再次提高准备金率,更多是考虑对冲流动性,央行管理流动性的需要大于紧缩银根的需要。因此我们可以解释央行为何连连上调准备金率,而近期一年期央票利率却又停止上行。准备金工具的动用,与加息或全面紧缩并无直接因果关系。央行正是以存款准备金率对冲流动性,辅以“信贷均衡投放”的窗口指导,来实现此前刺激经济政策的“正常化”过程。同时适度收缩流动性有助于缓解物价上涨的压力,市场应对此已经有所准备和适应。经过春节长假,市场不会对此消息有过激反应。

美联储将银行贴现率上调0.25个百分点,但美联储强调称,该举措并不代表更广泛的信贷紧缩政策的开始。因此我们认为这一决定同样符合市场的普遍预期。正常情况下,贴现率一般较联邦基金利率高出1个百分点。目前联邦基金利率的目标区间为0-0.25%。此次上调贴现率是两者恢复1个百分点利差正常水平的开始。而只有到美联储开始着手上调联邦基金利率,信贷紧缩才可以看作是真正开始。美联储宣称在相当一段时期不会上调联邦基金利率,这意味着至少未来数月这一基准利率仍将保持不变。贴现率政策是西方国家的主要货币政策。中央银行通过变动贴现率来调节货币供给量和利息率,从而促使经济扩张或收缩。当需要控制通货膨胀时,中央银行提高贴现率,这样,商业银行就会减少向中央银行的借款,商业银行的准备金就会减少,而商业银行的利息将得到提高,从而导致货币供给量减少。当经济萧条时,银行就会增加向中央银行的借款,从而准备金增加,利息率下降,扩大了货币供给量,由此起到稳定经济的作用。但如果银行已经拥有可供贷款的充足的储备金,则降低贴现率对刺激放款和投资也许不太有效。中央银行的再贴现率确定了商业银行贷款利息的下限。因此我们可以理解为与2月初结束大量非常规信贷措施一样,这些调整的目的是使美联储的借贷机制进一步恢复正常化。美股对此消息作出了正面反应。

春节前期市场对政策收紧显得相当敏感

进入2010年后政策不断,随着通胀预期逐渐升温,1月12日晚间央行宣布将上调存款准备金率0.5个百分点,时点早于市场预期,因此,市场反应也较为强烈,次日上证指数和深证成指分别下跌3.09%、2.73%。而1月20日,市场再度遭受重创,上证指数和深证成指分别下跌2.93%和3.25%,次日披露的经济数据对此次调整做了诠释,2009年12月CPI上涨1.9%,显著超越普遍预期。

临近春节市场对加息预期陡然降温,对再度上调准备金率却已有预期

2月10日,央行行长周小川表示中国银行业放贷的步伐稳定,尽管通胀情况有所显现,但仍然处于低位。11日1月CPI数据公布同比上涨1.5%,市场对紧缩担忧的情绪得到缓解,市场对年中加息的判断重归

主流。而央行节前周五再度上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，应该说这个手段仍属温和，并已在市场预期之内，虽然短期内对市场的影响需要消化，但从另一个方面看，也减轻了一季度加息的可能性。节前央行净投放了大量资金以满足春节需求，节后的 2-3 月份有超万亿之巨的央票到期，而预计 2 月份 CPI 将由于春节环比因素进一步上升，可能达 2.5% 以上，再加上 PPI 快速上行，因此央行本次上调存款准备金率 0.5 个百分点来对冲巨量到期流动性，同时管理通胀预期。总体而言，尽管短期通胀压力舒缓，加息预期推后，但是考虑到 M1 增速激增、2 月份通胀上行压力以及房价环比继续上涨等因素，未来中国货币紧缩政策调整任重道远。但我们曾在年度策略中强调，今年的政策是恢复到常态化，货币政策适度宽松的基调依然未变，可理解为去年更多强调宽松，今年更多强调适度。就当前经济阶段而言，对应温和通胀，政策收紧也应相对温和，如果这个预期成立，对 A 股市场行情的基本判断才有相对可靠的基础。

贷款新规有利于信贷资金进入实体经济，有利于宏观经济进一步强劲复苏

根据中央经济工作会议要求，为进一步严格执行放贷条件，规范和加强信贷业务管理，保护金融消费者权益，促进贷款业务健康发展，确保银行业信贷资金进入实体经济，以信贷结构优化促进经济结构调整，更好地支持经济平稳较快发展，近日，中国银监会发布《流动资金贷款管理暂行办法》、《个人贷款管理暂行办法》。这两个办法与之前已经施行的《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》初步构建和完善了我国银行业金融机构的贷款业务法规框架，将作为我国银行业贷款风险监管的长期制度安排，标志着我国银行业信贷管理进入新的科学发展阶段。贷款新规有利于信贷资金进入实体经济，有利于宏观经济进一步复苏。

反周期看政策、顺周期看经济，经济、上市公司盈利和资金面决定 A 股方向

2009 年贯穿全年的是积极政策与经济危机的大博弈，四万亿经济刺激计划无疑取得了显著成效，尤其新兴经济体更是引领复苏。进入 2010 年，A 股市场将是政策收紧预期与企业盈利增长的大博弈。2010 年行情的直接驱动因素将由政策刺激转变为政策逐步退出背景下的经济发展路径、上市公司盈利及市场资金面的变化，当经济持续向好、上市公司盈利增长且市场流动性相对充裕时，将推动行情向上。当然在对流动性收紧预期加大，并且出台超预期的收紧政策时，调整行情有放大的可能。但理性分析，中国经济的 V 型反转，企业盈利增长等积极因素并未发生根本变化，在过度担忧缓解后，结构性的低估值将逐步体现。同时 2010 年的流动性变化应更多表现为由超宽松回归适度宽松，对股票市场的影响仍偏正面。央行本次上调准备金是对冲春节后巨额的到期央票，信贷政策的微调也是银行的贷款更加均衡和配合产业政策的调整。

美元上涨、欧美股市和亚太股市出现分化，春节后 A 股震荡幅度将明显加大

历年春节前后 A 股市场出现震荡的主要原因是对长假期消息面以及对美国 and 香港市场走势的不同预期和滞后反映过程。由于中国股市运行周期的特点，一年的主行情几乎都产生在上半年，尤其在 3-5 月。这期间年报数据、季报数据都将陆续公布，而“两会”也在每年的 3 月初召开大会。而今年春节停牌期间全球通胀风险增大刺激美元大幅上扬，而中美联手收缩流动性时，欧美股市和亚太股市却出现明显分化，投资者似乎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，导致金融股率先反弹，纽约股市本周四个交易日全部上涨。道琼斯指数和标准普尔指数的全周涨幅均超过 3%。而油价也创出 5 个月新高。而香港市场，由于春节假期，本周只有三个交易日，总结全周三个交易日，恒指累跌 374 点，收市报 19894 点，跌破 20000 点大关。在流动性收紧预期博弈经济和上市公司盈利情况下，我们认为市场震荡幅度明显将加大。如果欧美股市和亚太股市分化的主要原因是资金大规模撤离新兴市场，那对 A 股的短期打击将比较大。

预计欧洲退出政策将晚于中美、美元上涨趋势或许短期不可逆转，美元商品再度同步上涨

作为欧元区四个经济实力比较弱的国家，希腊债务危机成为欧元的暴跌起源，葡萄牙、西班牙和意大利相继也陷入债务危机，国际评级机构纷纷对这些国家主权债务降级，演变成一场欧系货币危机，包括英镑和瑞士法郎都受到冲击。我们认为欧洲退出宽松货币政策将比美国和中国晚，美元上涨趋势随着美国退出刺激政策变得不可逆转。美元指数大涨有两方面的原因：一是美国提高贴现率和美国经济数据利好；二是欧洲希腊债务危机的解决方案扑朔迷离，市场避险意愿增强。美元的上涨就是美国经济基本面的体现，尽管美国经济还有失业率和债务问题，但是相比较欧洲和日本的主权债务危机以及新兴市场的泡沫等问题之后发现，美元资产仍然是最优的选择。欧元作为美元的竞争性货币，欧元暴跌背后是美元战略的胜利，欧洲债务危机将延缓欧元区经济复苏的步伐，美国打败欧元是重树了美元的信心。同时美国在出口贸易方面瞄准了日本和中国，丰田汽车事件就是日美贸易战略之争中的一个典型事件，丰田汽车事件已经升级成美国在打击以丰田汽车为代表的日本汽车业，为美国汽车业在全球市场的复苏扫清障碍。而欧系货币的暴跌带来的一个严重后果是人民币被动升值，中国对欧出口将遭遇严重冲击，相反但来自美国要求人民币升值的压力又会上升。当然中美联手收缩流动性引发了全球投资者的紧张，美元低息套利资金快速撤离。美元一旦有效突破 80 关口就确立了强势地位，商品市场的趋势将受到压力，但经济复苏和通胀预期仍然将强烈支撑大宗商品的价格，这两种力量的博弈将在 2010 年交替上演。中国经济出现过热的趋势，但全球经济复苏仍然将导致资源产品的紧张，商品价格长期仍然看涨。我们看到最近一周美元和大宗商品都出现同步上涨。

美元上涨诱发中国政府抛售美国国债

中国在美元上涨的途中已经迅速逢高抛售了美国国债，2009 年 12 月份我国大幅减持 342 亿美元美国国债，减持幅度超过 4%，是近年来规模最大的一次。中国持有美国国债已经下降到日本之后，居第二位。我们认为中国此次减持是在美元由于避险需求上升导致技术性反弹下做出的选择，美元长期基本面仍会趋势性下跌，抓住技术性反弹时机减持美国国债，是选择了合适的时机，但也并不意味着我国将大举减持美元资产。从长期来看，美元资产贬值将给债权国带来不可预知的风险。中国外汇储备币种结构、期限结构和产品品种都需要进一步加以优化。总之，此次我国缩减美国国债的持有规模是应该是政府在评估市场风险之后做出的选择，或许也和海外投资组合的结构性调整有关。

节后市场股指期货、融资融券将对冲准备金率上调，市场震荡调整后回暖机会增大

节前融资融券试点标的股票出炉，融资融券初期试点标的证券名单分别与深证成指和上证 50 指数成份股范围相同，共有 90 只股票入选。主要是考虑了指数大盘股市值相对较大、流动性较好及波动性较小等作为选择标准，符合作为融资、融券标的证券的要求。同时中国证监会有关部门负责人 20 日宣布，证监会已正式批复中国金融期货交易所沪深 300 股指期货合约和业务规则，至此股指期货市场的主要制度已全部发布，投资者开户启动在即。股指期货合约和交易规则正式获批，制度准备完毕。相对于提高准备金率的紧缩政策而言，股指期货、融资融券的出台对于市场的结构性低估和大盘风格转换具有重要意义。我们认为，融资融券标的公司的出台将会使得蓝筹行情呼之欲出，尤其是银行股的超低市盈率更是封杀了大盘下跌的空间，而国内一月份出台的经济数据昭示着中国的经济正在走向强势复苏的道路上，这种强势复苏势必体现到股市中来。因此自去年 9 月以来形成的区间震荡格局并没有发生根本改变，若本轮行情低点高于去年 9 月，在加息预期暂时解除之际，节后市场短暂消化利空震荡调整后，回暖的机会逐渐增大。我们预计虎年开盘，市场经历短期宽幅震荡行情后，会走出一小波反弹行情。不过由于资金面的制约，期望市场再现 2009 年那样宽松的货币政策是不现实的，而在市场扩容速度有效减缓前，资金面很难乐观，仅靠市场现有存量资金难以发动趋势性行情，因此反弹幅度也将有限，震荡行情将延续。我们认为随着经济先行指标的下滑，以及二季度以后中国经济同比增速的下降，政策紧缩的力度有望减轻，信贷的均衡投放，意味着第二季度以后的信贷环境将比较宽松。而今年两会主题突出产业振兴和结构转型、实施区域发展规划、强化民生保障。现代农业、节能减排、电子信息、旅游、生物医药、新能源和智能电网、新材料、装备制造业被三分

之二以上的地区列为未来需要重点振兴和发展的主导产业。这意味着，上述行业在全国各地都会受到地方政策的支持，具备行业整体性的发展机遇，因而在股市中也有望出现板块式的投资机会。短期股指期货、融资融券对于券商股和大盘蓝筹股有明显催化作用。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。