

上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势

A 股周策略报告

2010 年 12 月 12 日

主要观点：

- **宏观经济环境：11 月经济数据公布、存款准备金率再上调**
 - CPI 再创新高、达到 5.1%略有超出预期，同时 PPI 也强劲上涨，国内通胀压力依然较大。
 - 外贸进出口值双双创出历史新高，增幅明显超出市场预期。
 - 在信贷超预期增长导致流动性增加以及当前通胀压力下，存款准备金率再次上调 0.5%，符合政策紧缩预期。
- **市场运行及操作分析：紧缩政策进一步兑现、股指将加大震荡**
 - 存款准备金率再次上调、关注政策紧缩节奏和力度。由于此次调控政策使用了存款准备金率，而市场普遍预期的加息并未兑现，因此，在短期政策预期得到一定释放之后，股指政策面压力有所缓解，但紧缩政策并未结束，市场持续上涨动力将继续受到压制。
- **短期市场操作策略：政策紧缩并未结束、关注经济面与业绩面**
 - 在“稳健”政策的基调下，利率上升将不可避免，虽然政策出台的时间点难以准确把握，但可以确定的是，政策紧缩并未结束。
 - 从短期看，由于市场普遍预期的政策调控预期得到部分兑现，股指在前期快速回落以及近期的横盘震荡也反映了市场预期，因此，在政策压制得到暂时释放后，股指短期制约因素弱化，股指在政策间歇期或有所表现，上周五收盘前的快速上涨部分反映出投资者心理。但是，紧缩政策并未结束，在政策压力得到一定释放之后，对未来紧缩政策走向将再次成为牵制股指的重要因素。因此，上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势。
 - 本周可重点关注出口超预期下的电子通信设备类板块，以及中央经济工作会议预期下政策利好板块，比如农业、水利建设等板块。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

联系人：杜长春

TEL：(021)63367000-310

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、一周市场概述：震荡整理、农林牧渔跌幅较大

上周股指延续震荡整理，上证综指周五最低下探至 2792.5 点后出现反弹，收在 2841.04 点，周跌幅为 0.05%，而中小板及创业板表现相对较好，分别微涨 0.57% 与 0.77%。板块中农林牧渔、房地产、轻工制造、家电等板块跌幅较大。建筑建材、有色、煤炭、电子元器件、信息设备等板块涨幅居前。受政策影响，高铁概念大幅上涨，以触摸屏为代表的弱周期性电子类个股涨幅较大。创业板止跌企稳，小幅上涨，而具有估值优势的上证 50 指数以及中证 100 指数也出现上涨。

2、宏观经济环境：11 月经济数据公布、存款准备金率再上调

2.1、11 月经济数据：高物价、高投资

统计局 11 日公布的 11 月经济数据显示，11 月居民消费价格（CPI）同比上涨 5.1%，创 28 个月新高，环比上涨 0.7%。工业品出厂价格（PPI）同比上涨 6.1%，环比上涨 1.1%。规模以上工业增加值同比增长 13.3%，比 10 月加快 0.2 个百分点。11 月份，社会消费品零售总额 13911 亿元，同比增长 18.7%，比 10 月加快 0.1 个百分点。1-11 月份，城镇固定资产投资 210698 亿元，同比增长 24.9%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点。其中，国有及国有控股投资 87520 亿元，增长 19%；房地产开发投资 42697 亿元，增长 36.5%。

CPI 再创新高符合市场预期，但达到 5.1% 略有超出预期，同时 PPI 也强劲上涨，国内通胀压力依然较大。物价上涨主要是由于新涨价因素导致。9 月份的新涨价因素为 2.4%，10 月份的时候上升到 3.1%，而 11 月份则攀升到 4.3%。其中，食品与居住价格上涨最为明显分别为 11.7% 与 5.8%。

对经济增长贡献较大的消费与投资数据表现强劲，居民消费高增长得以保持，汽车消费功不可没，11 月，当月产销分别完成 175.48 万辆和 169.70 万辆，环比增长 13.67% 和 10.10%，同比增长 26.11% 和 26.86%。汽车延续旺盛销售态势与小排量汽车购置税优惠即将到期不无关系。固定资产投资中，房地产开发投资延续高增长，我国以投资拉动的经济增长方式依然明显。

2.2、外贸数据超预期增长、顺差收窄

海关总署 12 月 10 日公布数据显示，中国 11 月份进出口规模首次超过 2800 亿美元关口，其中出口 1533.26 亿美元，进口 1304.36 亿美元，均再创单月新高，同比分别增长 34.9% 和 37.7%。

外贸进出口值双双创出历史新高，增幅明显超出市场预期。受西方圣诞节以及元旦临近影响，11 月中国出口呈现全面加速态势，分国别看，中国对欧盟、美国、日本三大出口市场的增速，较上月均高出 14 个百分点以上。新兴市场中，除东盟略有下降，印度、巴西、俄罗斯增速也均上升。从商品类别看，纺织服装、鞋类、箱包等劳动密集型商品的出口增速均有提高，机电产品和高新技术产品出口增速也较 10 月高出 10 个百分点以上。进口方面，废铜、铁矿砂、成品油等大宗商品进口额均创下年内新高，机械设备、汽车进口增速明显。11 月贸易顺差从 10 月份的 271.5 亿美元收窄至 229 亿美元，但仍居高位，其中对美国贸易顺差几乎持平于 167 亿美元。

2.3、前 11 个月信贷规模达 7.44 万亿、央行再次上调存款准备金率

央行 10 日公布的 11 月份货币信贷数据显示，11 月份当月新增人民币贷款 5640 亿元，较上月下降 237 亿元，前 11 个月的新增贷款规模达到 7.44 万亿元，距离全年新增 7.5 万亿元的目标仅余 500 多亿元。

11 月末，广义货币（M2）余额 71.03 万亿元，同比增长 19.5%，增幅比上月高 0.2 个百分点；狭义货币

(M1)余额 25.94 万亿元,同比增长 22.1%,增幅与上月持平。货币投放主要源于公开市场投放、贸易顺差导致的外汇占款增加以及财政支出加大。11 月份,公开市场净投放货币 975 亿元,贸易顺差 228 亿美元,而货币投放的主要来源于政府财政支出的加大,11 月份财政存款减少 2119 亿元,较去年同期多投放 2840 亿元。

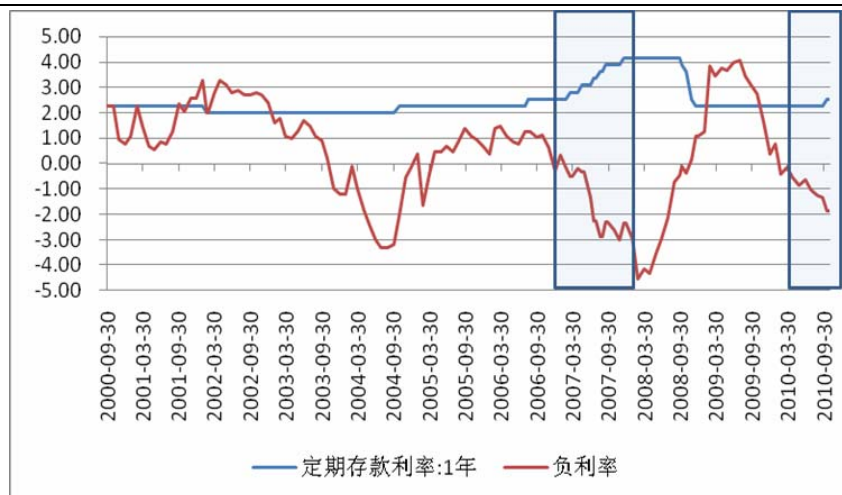
在信贷超预期增长导致流动性增加以及当前的通胀预期下,中国人民银行决定,从 2010 年 12 月 20 日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点,存款准备金率达到了 18.5%,创历史最高。

3、市场运行及操作分析:紧缩政策进一步兑现、股指将加大震荡

3.1、存款准备金率再次上调、关注政策紧缩节奏和力度

周末央行再次宣布上调存款准备金率 0.5 个百分点,将再次直接冻结规模在 3500 亿元左右,有助于流动性回收,在信贷超预期投放以及高通胀背景下,市场普遍预期央行将采取加息这种价格手段收缩流动性,而央行更倾向于采取数量型手段进行调控。由于 10 月针对 6 家大型银行的存款准备金率上调期限为两个月,即将到期,此次存款准备金率的上调将延续之前政策力度,仍在情理之中。但是,由于国内目前的首要问题仍是如何治理高通胀,存款准备金率虽然能够从货币源头进行控制,具有立竿见影的作用,由于在 11 月 CPI 再次冲高后,国内的负利率状况再次扩大,未来价格型调控工具的使用仍不可避免。考虑到政策紧缩的节奏和力度,未来加息的时点尤为重要。由于此次调控政策使用了存款准备金率,而市场普遍预期的加息并未兑现,因此,在短期政策预期得到一定释放之后,股指政策面压力有所缓解,但紧缩政策并未结束,市场持续上涨动力将继续受到压制。

图 1、国内负利率状况



数据来源: WIND, 东北证券

3.2、短期市场操作策略:政策紧缩并未结束、关注经济面与业绩面

12 月 3 日的政治局会议已经将明年的货币政策基调确定为由“适度宽松”转为“稳健”,本次存款准备金率的上调也符合政策基调,存款准备金率作为控制银行信贷的工具作用较为明显,而且调整空间较大。利率作为货币政策的价格工具,央行在使用上较为谨慎,由于我国巨额的信贷投放,企业以及政府的负债率较高,利率上调无疑将增加企业以及政府负担,对于宏观经济层面的影响较为普遍,而持续的低利率与高物价将直接影响到我国大量储户的内在财富,导致储蓄活化明显,银行吸引资金的能力下降,社会流动性进一步上升,导致各类资产价格上涨,并不利于通胀预期的管理。因此,在“稳健”政策的基调下,利

率上升将不可避免，虽然政策出台的时间点难以准确把握，但可以确定的是，政策紧缩并未结束。

在政策紧缩并未结束的前提下，我们更关注政策紧缩对宏观经济以及上市公司业绩的影响。从目前的宏观经济数据看，今年在固定资产投资以及消费刺激政策的共同作用下，宏观经济仍能够保持快速增长，但是在紧缩政策作用下，我国明年的宏观经济走势以及上市公司业绩将逐步成为市场关注的焦点。因此，政策紧缩的节奏和力度仍将是制约股指上涨的重要因素。

从短期看，由于市场普遍预期的政策调控预期得到部分兑现，股指在前期快速回落以及近期的横盘震荡也反映了市场预期，因此，在政策压制得到暂时释放后，股指短期制约因素弱化，股指在政策间歇期或有所表现，上周五收盘前的快速上涨部分反映出投资者心理。但是，紧缩政策并未结束，在政策压力得到一定释放之后，对未来紧缩政策走向将再次成为牵制股指的重要因素。因此，仍需注意股指短期反弹后的个股分化。

目前政策面已经成为影响市场的核心因素，由于我国正处于经济转型的特殊时期，有保有压将是政策常态，因此，在行业选择上仍以政策扶持方向为主，并关注对上市公司业绩具有显著提高和直接受益的板块和个股，此外，在流动性紧缩时期也要注意个股估值压力对股价的影响。本周是中央经济工作会议结束后第一周，“抑通胀”、“扩内需”、“保民生”将是我国未来经济工作的重点。

因此，本周可重点关注与民生联系较大的农业、医药生物板块，扩大内需以及消费升级受益的家电、纺织服装板块，政策扶持的节能环保、制造升级相关板块和个股。

表 1：本周重点关注个股

代码	名称	收盘价 (2010.12.10)	市值(亿元)	市净率	市盈率 TTM	市盈率 2010	市盈率 2011
000028.sz	一致药业	33.55	96.67	9.54	41.95	37.24	27.92
000999.sz	华润三九	25.30	247.66	6.10	30.26	28.46	22.82
000713.sz	丰乐种业	19.57	52.84	7.29	43.61	41.65	32.88
600366.sh	宁波韵升	28.82	114.06	6.22	22.98	49.76	37.27
600580.sh	卧龙电气	18.68	80.13	3.34	38.22	30.14	22.09
002242.sz	九阳股份	16.18	123.12	4.43	20.44	18.60	15.51
300125.sz	易世达	84.09	49.61	2.85	77.79	73.42	54.77
002138.sz	顺络电子	24.06	46.76	7.63	49.98	43.89	30.24

数据来源：Wind，东北证券；动态估值为 WIND 一致预期。

4、技术解盘：关注能否有效突破下降趋势线

上周股指继续在年线下方，围绕 60 日均线震荡整理，受政策面消息影响，周五午后出现快速拉升，但股指始终未能有效突破年线，可见年线压力依然较大。从投资者参与热情看，两市成交量持续低迷，即使是盘中拉升也未能够带动足够人气吸引更多资金入场，因此在趋势仍不明朗之前，投资者参与热情低迷，在周末存款准备金率上调以及 11 月份宏观经济数据公布，投资者参与热情或将被激发，仍需要观察成交量是否显著放大。

从中长期趋势看，上证综指仍然运行在此轮上涨起点处的 2319 点所形成的上升趋势线内，而且上周五的低点也受此趋势线的支撑，目前，股指处于 3478 点的下跌趋势线与 2319 点的上升趋势线所形成夹角之间，而且运行空间逐步收窄，未来股指面临方向性选择。

由于上证综指分别在 2750 点与 2650 点上方存在两个缺口，从技术角度看，2750 点缺口回补压力较大，而且距离目前点位较近，因此在缺口压力以及“横久必跌”的惯性思维下，如果股指不能够快速脱离横盘走势，未来回补缺口可能性较大。

从市场热点看，上周创业板以及中小板反弹态势明显，而上涨 50 指数涨幅也比较靠前，表明市场一方面受流动新紧缩影响，有限资金更倾向于关注中小市值个股，而另一方面，部分大盘股由于估值优势下跌空间有限，也受到部分资金的青睐。在政策预期已经得到部分兑现之后，股指短期压力减小面临反弹，但仍要注意个股可能出现分化走势。

图 2、上证综指周 K 线



数据来源：WIND，东北证券

【附】：市场相关数据

1、国内市场：创业板止跌、高铁概念走强

表 2、各概念指数涨跌幅

概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅	概念指数	周涨跌幅
高铁	4.55	滨海新区	-0.24	亚运	-0.87	港珠澳大桥	-2.01
移动支付	2.08	绿色节能照明	-0.32	央企重组	-0.87	世博	-2.01
核高基	1.59	卫星导航	-0.43	皖江城市带	-1.04	数字电视	-2.13
海峡西岸	0.58	三网融合	-0.57	海南旅游岛	-1.18	锂电池	-2.18
网络游戏	0.39	外资并购	-0.63	稀土永磁	-1.50	分拆上市	-2.24
物联网	0.27	装饰园林	-0.69	上海本地重组	-1.51	太阳能发电	-2.29
清洁煤发电	0.19	保障性住房	-0.69	智能电网	-1.68	新疆区域振兴	-2.37
通用航空	-0.09	新材料	-0.70	氢能	-1.71	成渝特区	-2.49
垃圾发电	-0.10	概念板块龙头	-0.76	新型煤化工	-1.72	建筑节能	-2.66
核能核电	-0.12	3G	-0.78	北部湾经济区	-1.73	新能源汽车	-3.48
风力发电	-0.23	乙醇汽油	-0.79	新能源	-1.78	生物育种	-5.13

数据来源：Wind，东北证券

图 3、各版块连续两周涨跌幅

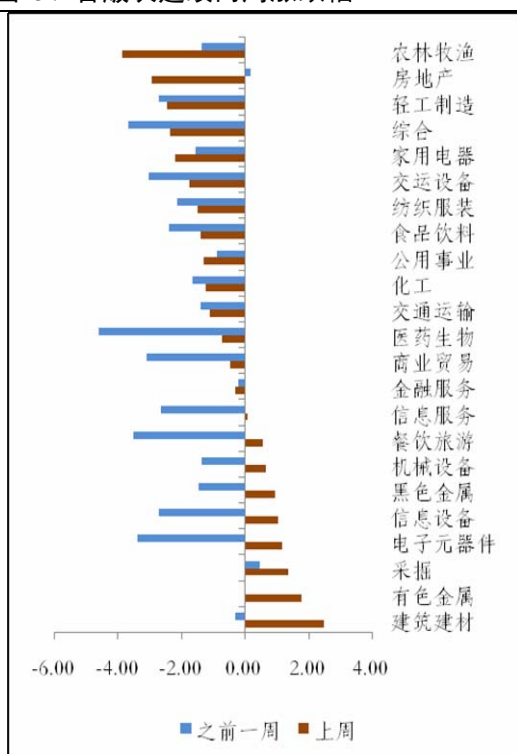
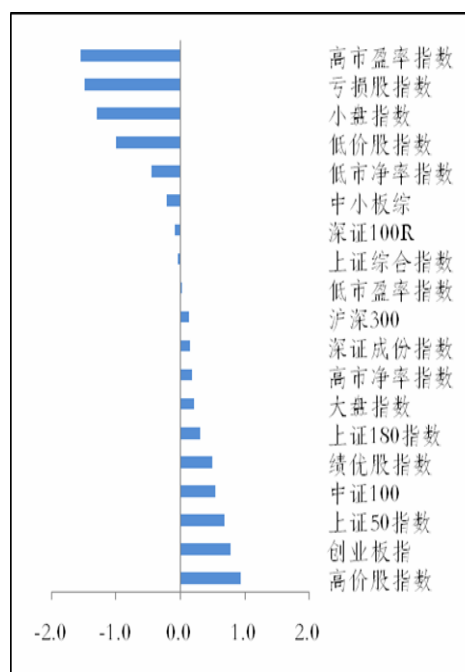


图 4、市场风格指数一周表现



数据来源：Wind，东北证券

2、海外市场：美股高位窄幅震荡

表 3、全球主要股指涨幅

国家及地区	指数	前一周涨幅(%)	一周涨幅(%)	收盘价
美国	道琼斯工业平均数	2.62	0.25	11,410.32
	标准普尔 500 指数	2.97	1.28	1,240.40
	纳斯达克指数	2.24	1.78	2,637.54
欧洲	伦敦金融时报 100 指数	1.35	1.18	5,812.95
	法国 CAC 指数	0.59	2.85	3,857.35
	德国 DAX 指数	1.44	0.84	7,006.17
亚太	东京日经 225 指数	1.38	0.33	10,211.95
	标普/澳证 200 指数	2.09	1.10	4,745.90
	韩国 KOSPI 指数	2.92	1.48	1,986.14
	新加坡海峡时报指数	0.45	0.41	3,185.42
新兴市场	俄罗斯 RTS 指数	5.30	1.52	1,712.93
	巴西圣保罗交易所指数	2.26	-2.04	68,341.83
	印度孟买 sensex30 指数	4.47	-2.56	19,480.97
大中华	香港恒生指数	1.94	-0.68	23,162.91
	台湾证交所加权股价指数	3.75	1.10	8,718.83
	上证综指	-1.02	-0.05	2,841.04
	深证综指	-2.30	-0.31	1,298.25
	沪深 300 指数	-1.15	0.12	3,161.98

数据来源：Bloomberg，东北证券

3、国外经济数据：西方节日消费带动销售增长

表 4、全球重要经济体经济数据

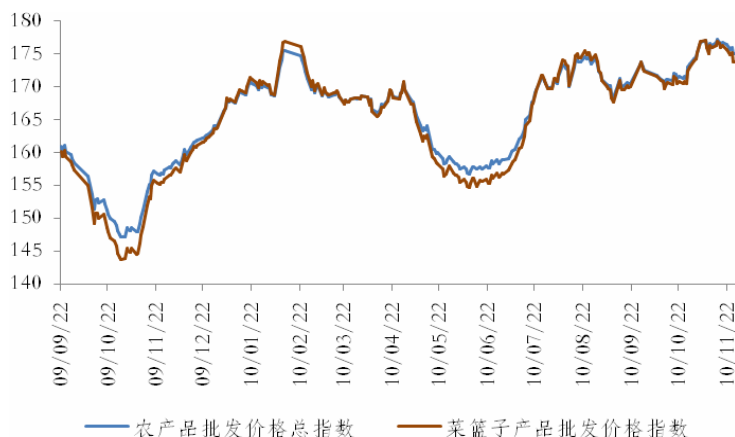
时间	国家	经济指标	前值	预测值	公布值
12 月 6 日	欧元区	12 月 Sentix 投资者信心指数	+14.0	+11.0	+9.7
12 月 7 日	英国	10 月季调后制造业订单(月率)	-4.0%	+1.5%	+1.6%
	美国	10 月消费信贷变动(美元)	+21.5 亿	持平	+34.0 亿
	日本	10 月核心机械订单(月率)	-10.3%	-1.0%	-1.4%
	澳大利亚	10 月季调后房屋贷款许可件数(月率)	+1.3%	持平	+1.9%
12 月 8 日	德国	10 月季调后贸易帐(欧元)	+156 亿	+150 亿	+143 亿
		10 月季调后工业产出(月率)	-0.8%	+1.0%	+2.9%
	美国	上周 EIA 原油库存变化(桶)(至 1204)	+107 万		-382 万
12 月 8 日	德国	11 月调和消费者物价指数终值(月率)	+0.1%	+0.1%	+0.1%
12 月 9 日	加拿大	10 月新屋价格指数(月率)	+0.2%	+0.1%	+0.1%
	美国	上周初请失业金人数(至 1204)	43.8	42.6 万	42.1 万
		10 月批发库存(月率)	+2.1	+0.9%	+1.9%
		10 月批发销售(月率)	+0.4%	+0.6%	2.2%
12 月 2 日	美国	11 月季调后核心生产者输出物价指数(月率)	+0.4%	+0.3%	+0.2%

数据来源：Bloomberg，东北证券

4、农产价格指数高位震荡、银行资金面偏紧

图 5、蔬菜以及菜篮子产品批发价格指数（至 2010. 12. 10）

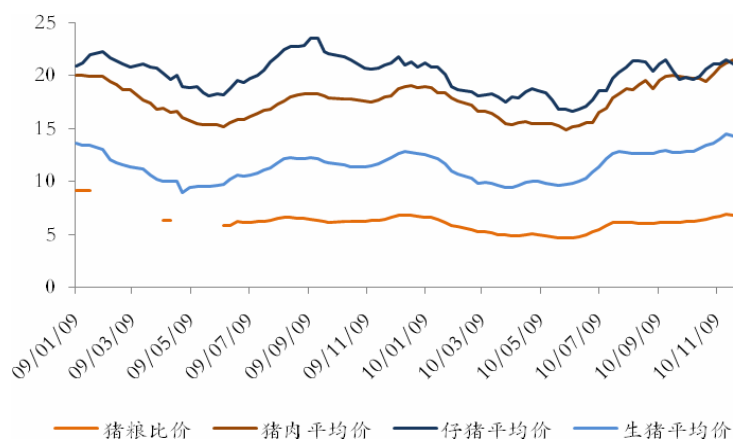
上周农产品批发价格总指数与菜篮子产品批发价格指数高位震荡，出现下降趋势



数据来源：Wind，东北证券

图 6、国内猪肉价格走势（至 2010. 12. 3）

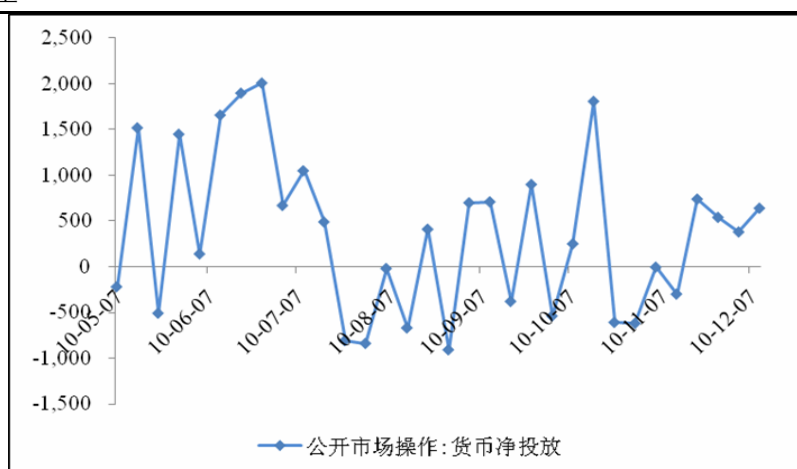
猪肉价格高位向上，但猪粮比以及仔猪、生猪价格均出现小幅下跌。



数据来源：Wind，东北证券

图 7、央行公开市场操作货币净投放量

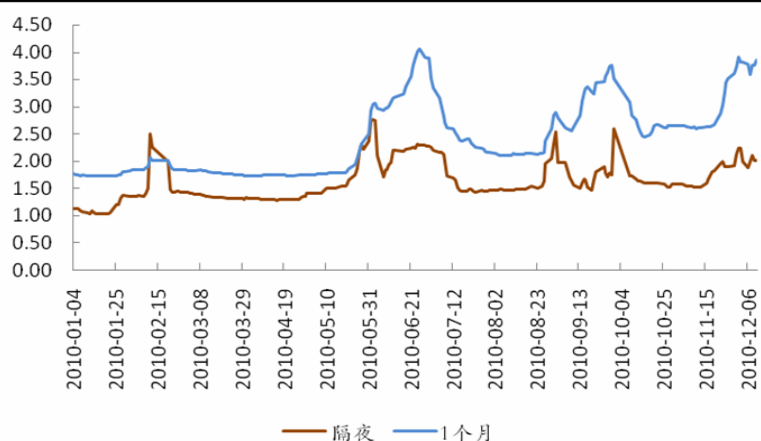
上周(12 月 10 日)央行在公开市场操作中净投放资金 640 亿元。



数据来源：Wind，东北证券

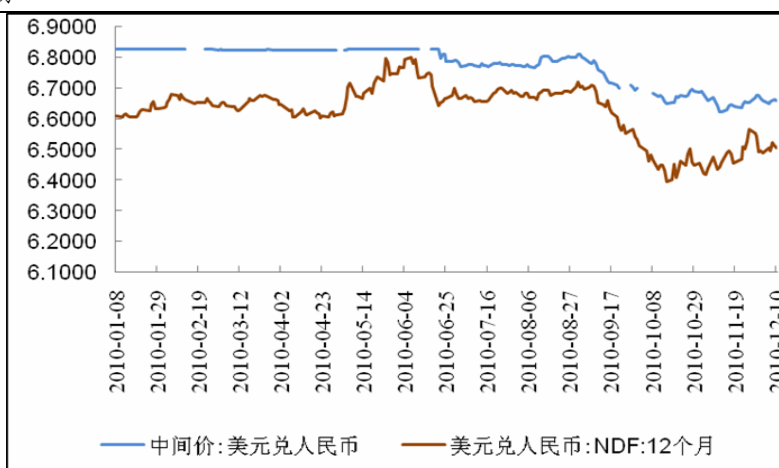
图 8、上海银行间同业拆放利率（Shibor）走势（2010.12.10）

上海银行间同业隔夜拆放利率低出现小幅上升，银行资金面在紧缩政策下并不宽裕



数据来源：Wind，东北证券

图 9、美元对人民币汇率与 NDF 走势



数据来源：Wind，东北证券

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。