

张忆东 吴峰
李彦霖

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190207040090

证券研究报告

准备金率上调引发震荡，兔头行情延续

2011年2月20日

相关报告

20110128《参与或者不参与，春季攻势就在那里》

20110123《阶段底部有望形成》

20110104《迎新春 反“围剿”吃“兔头”——A股市场1月投资策略报告》

20101215《积极防御-2011年A股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时，星星之火何处寻》

20101031《休整只为再启程，转型是主线——11月策略》

20101019《震荡后，均衡配置：周期股分化 转型经济淘金》

20101011《新牛市在4季度的演绎一波三折》

20101007《价值复苏，新兴休整》

20100907《转型经济新牛市》

20100824《小复苏行情，掘金中国优势》

20100721《决胜三季度一走进海西报告会投资策略》

2010/7/18《调整时耐心加仓，继续看好三季度！》

20100702《平淡中惊喜，决胜三季度》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7月份/2300 绝地大反弹》

20100430《预期紊乱·潜伏》

20100411《审慎迎接震荡》

20100201《价值为纲，伏击成长》

20100128《反弹！！凭什么？靠什么？》

20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★回顾：春季攻势渐入佳境

——12月初发布2011年度策略《积极防御》强调全年震荡市、春季攻势。

——12月初以来连续发报告强调，12月底和1月，政策紧缩预期制约市场，恰是逢低布局阶段，建议调整持仓结构，加仓以低估值、高弹性板块。

——房地产国八条出台后，我们强烈提醒，“当前就是底部”。

★展望：准备金率上调引发震荡，兔头行情延续

——准备金率上调属情理之中，但时点略早于预期。情理之中在于：对冲公开市场操作到期资金、对冲外部流动性供给、回笼春节前释放过多资金、二级市场角度上同业拆借率已降至低位。略早于预期在于：未对石化转债发行保驾护航，没有因准备金率上调导致1月中下旬的资金面的窘境变得谨慎。

——国内资金价格下降后开始走平，从宏观流动性的角度，始于1月末的环比改善最明显阶段已经过去，但考虑到产业资本、居民资产再配置以及交易账户占比反映存量资金情绪，春季攻势资金面尚能支持，我们判断指数上升的斜率将趋缓。考虑到下周四的准备金率缴款以及下周三的石化转债发行，资金价格将面临一定的回升的压力，届时股市大概率将以震荡方式消化这种压力。

——3月的催化剂仍值得关注，包括，全国“两会”后，“积极财政政策”逐步落实，投资旺季开始，引发对于相关投资品和资源品的需求；春耕引发对农资、农化的需求；另外还包括，年报季报行情。

★投资策略：周期股进攻、白马防御、主题投资活跃

——焦煤、化工、航运、建材等周期股进攻：立足实体经济需求，随着春季投资的临近，价格或者需求有望超预期。

——白马股防御：消费、医药、家电、机械、交运设备等行业中，业绩稳定、估值合理甚至低估的蓝筹股值得持有，已经具有较强的防御性。

——主题投资有望在市场震荡阶段表现活跃，把握政策的确定性，关注：1）压通胀，从政策扶持、增强农业生产的角度，看好大农业、水利等；2）国资整合，关注军工等央企整合以及上海为代表的地方国资整合。

目 录

回顾：春季攻势渐入佳境	- 3 -
展望：准备金率上调引发震荡，兔头行情延续	- 4 -
准备金率上调属情理之中，但时点略早于预期	- 4 -
资金价格环比改善最明显阶段已过，市场上升斜率可能放缓	- 6 -
3 月的催化剂仍值得关注	- 7 -
通胀低于预期，中期有待观察	- 7 -
投资策略：周期股进攻、白马防御、主题投资活跃	- 8 -
图 1：上周行业涨跌幅	- 3 -
图 2：存款准备金率	- 4 -
图 3：公开市场到期资金量	- 5 -
图 4：外部流动性供给	- 5 -
图 5：春节后货币回笼力度加大	- 5 -
图 6：准备金率上调二级市场条件符合	- 6 -
图 7：SHIBOR 利率周变化	- 7 -
图 8：2009 年以来票据转贴利率	- 7 -
图 9：净减持金额处于低位	- 7 -
图 10：交易账户占比处于低风险区域	- 7 -
图 11：国际大宗商品价格上涨推高 PPI	- 8 -
图 12：供需关系显示 PPI 环比存在上涨压力	- 8 -
表 1：兴业策略近期观点回顾	- 3 -

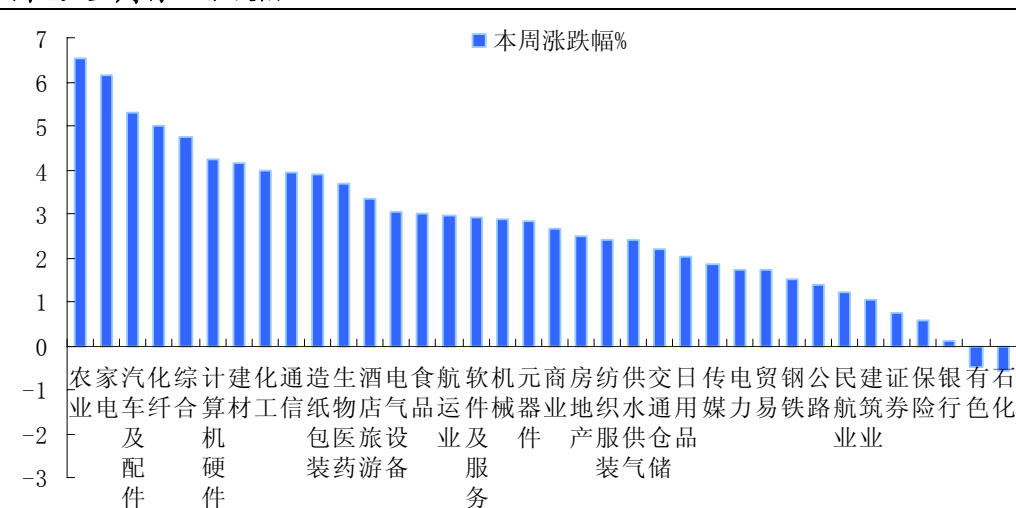
回顾：春季攻势渐入佳境

表 1：兴业策略近期观点回顾

- 12 月月度策略《星星之火可以燎原》建议——反向操作，利用岁末资金紧张、市场担心政策利空的时机，逢低买入、增加周期股配置。
- 在 12 月初发布 2011 年度策略《积极防御》报告中，强调全年震荡市、春季攻势。基于通胀的复杂性、经济环比趋热、货币政策趋紧，年度策略偏保守，指数涨不高跌不深，前三个季度结构性风险较大，但是，从阶段性看，2、3 月份相关因素有望环比改善，从而春季攻势。
- 1 月月度策略《迎新春 反“围剿” 吃“兔头”》，犹犹豫豫中春季行情可期，行情比去年 10 月份更平缓、更长久，增持周期股布局歼灭战。
- 1 月 23 日周策略《阶段底部有望形成》，我们仍然看多春季行情，市场对政策“反应过度”，准备金率上调引发市场剧烈波动，剧烈震荡反映市场已经从准备金上调的后的恐慌转变为分歧加大，多方正在尝试性地展开反攻。随着预期的逐步改善，阶段底部有望形成。
- 1 月 27 日，房地产国八条出台后，我们强烈提醒，“当前就是底部”，“近期的紧缩信贷、房地产新政，反而使得春节后 A 股流动性改善、通胀阶段性回落的概率大大增强，春季反弹行情可为”。

资料来源：兴业证券研究所

图 1：上周行业涨跌幅



资料来源：兴业证券研究所

展望：准备金率上调引发震荡，兔头行情延续

准备金上调属情理之中但时点略早于市场预期，大概率将引发股市震荡，但考虑到产业资本、居民资产再配置以及交易账户占比反映存量资金情绪，春季攻势资金面尚能支持，真实需求上升、通胀阶段性平稳，兔头行情将延续，建议利用准备金率上调引发震荡低吸。

准备金率上调属情理之中，但时点略早于预期

中国人民银行决定，从 2011 年 2 月 24 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。我们认为准备金率上调属情理之中，但时点略早于预期，时点上的超预期大概率将引发股市的震荡。

情理之中在于：

- 央票大规模到期以及所持正回购数额有限，不足以对冲到期基础货币投放所致。（见图 3）
- 贸易顺差、FDI、热钱等带来的对冲外部流动性压力。（见图 4）
- 历史上看，春节前应对交易性需求货币净投放力度大，节后回收力度也较大。
- 从二级市场角度，央行倾向于在 1 天和 7 天的银行间同业拆借利率降至低位时（如 7 天低于 3%）上调准备金率，当前已回到这一水平。（图 5、图 6）

略早于预期在于：

- 准备金率上调的时点并没有为石化转债发行保驾护航，此前预期准备金率上调至少会在石化转债发行后一周。
- 虽然 2 月份资金面较宽松，但考虑到准备金率上调回笼的约 3500 亿资金，资金供求关系很可能又将进入紧平衡，管理层出于维稳的角度，理由在更晚些时候，比如在有 6700 亿票据到期的 3 月上调，以避免 1 月中下旬的资金面的窘境。

图 2：存款准备金率

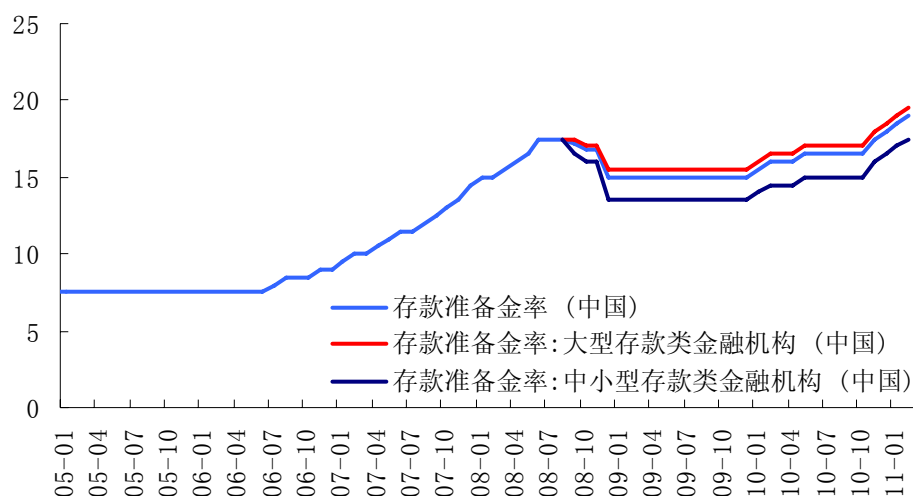
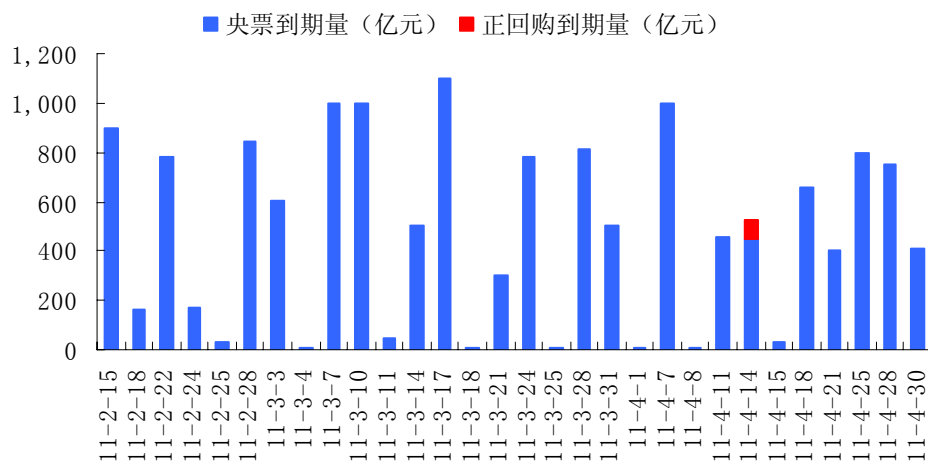
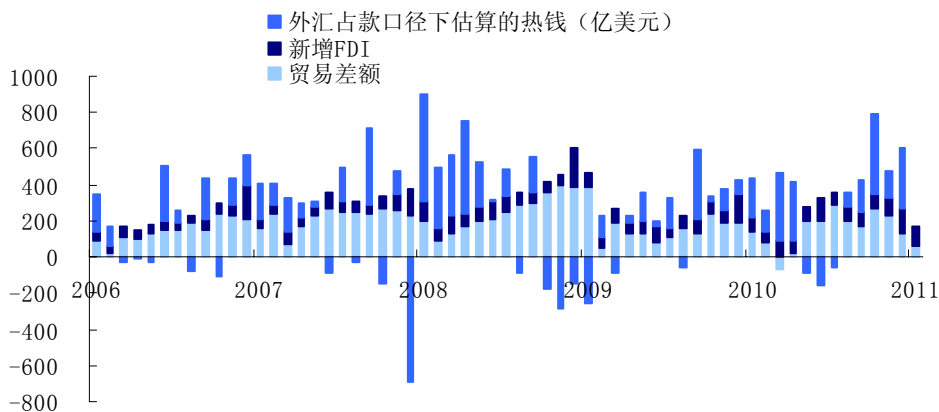


图 3：公开市场到期资金量



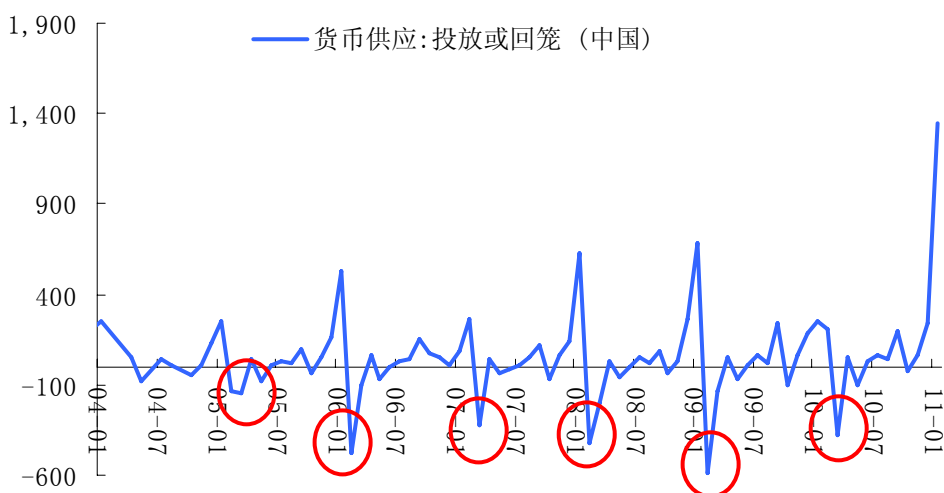
资料来源：兴业证券研究所

图 4：外部流动性供给



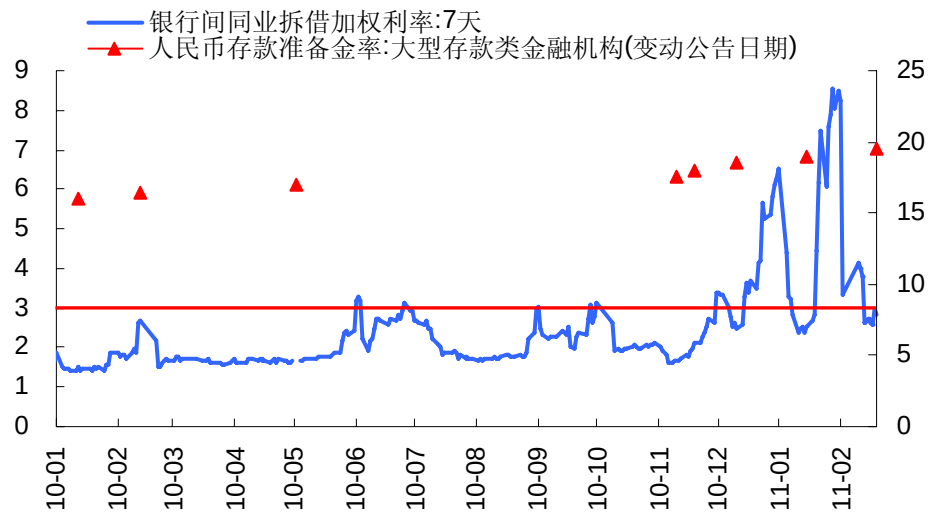
资料来源：兴业证券研究所

图 5：春节后货币回笼力度加大



资料来源：兴业证券研究所

图 6: 准备金率上调二级市场条件符合

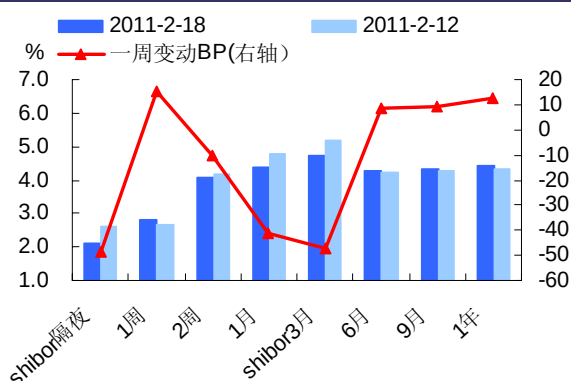


资料来源：兴业证券研究所

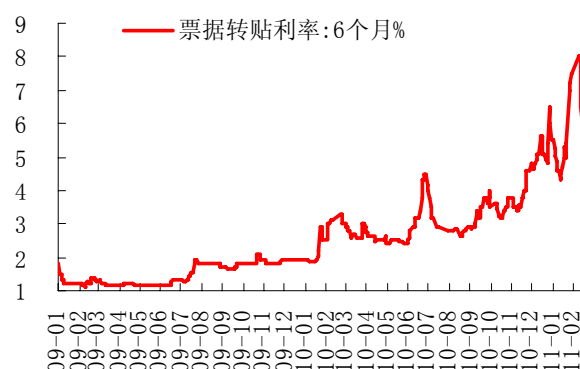
资金价格环比改善最明显阶段已过，市场上升斜率可能放缓

- 上周主要资金价格延续回落态势，但降幅趋缓。银行间市场资金价格在上周大幅回落后降幅趋缓；票据利率回落，但考虑到信贷额度偏紧，压票据策略仍将延续，票据利率进一步回落空间有限；固定利率国债短端降幅趋缓，资产价格反映的流动性进一步改善空间有限。
- 产业资本、居民财富再配置意愿仍较强。2 月份以来的上涨行情中，净减持金额继续环比缩减。北京出台严厉的房地产限购令有望进一步引导房地产资金向股市的转移。
- 截止 2 月 12 日 A 股交易账户占比降为 6.42%，处于低风险区域！上周市场换手率回升，预计交易账户占比将回升，但离 15%-20% 高风险区域较远。

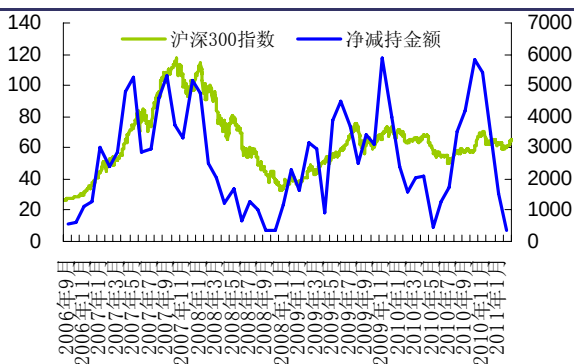
因此，从宏观流动性的角度，始于 1 月末的环比改善最明显阶段已经过去，但考虑到产业资本、居民资产再配置以及交易账户占比反映存量资金情绪，春季攻势资金面尚能支持，我们判断指数上升的斜率将趋缓。考虑到下周四的准备金率缴款以及下周三的石化转债发行，资金价格将面临一定的回升的压力，届时股市大概率将以震荡方式消化这种压力。

图 7: SHIBOR 利率周变化


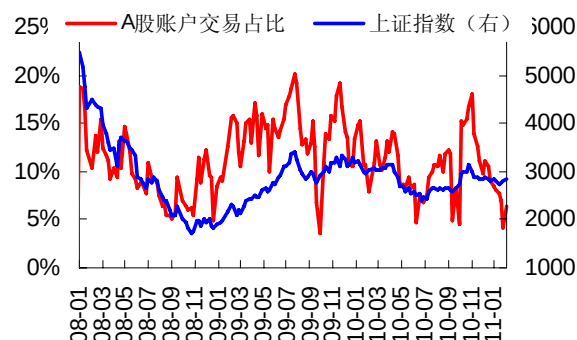
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 8: 2009 年以来票据转贴利率


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 9: 净减持金额处于低位


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 10: 交易账户占比处于低风险区域


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

3 月的催化剂仍值得关注

- 3 月份全国“两会”之后，“积极财政政策”逐步落实，对于原材料的需求真实体现出来，焦煤、建材、钢铁等行业有望成为春季攻势的主要驱动力。
- 春季是传统的投资开工旺季，企业在此之前会备足原材料库存，在每年的 2-4 月份期间，制造业原材料库存都会经历一次快速的上升；另外，春耕引发对农资、农化的需求。
- 年报季报行情进入高潮。3、4 月份是年报和一季报发布高峰期。根据我们自上而下的模型预测，年报和一季报业绩维持较高增速是大概率事件。因此，3、4 月份较多自下而上的低估值高增长股票反弹的机会。

通胀低于预期，中期有待观察

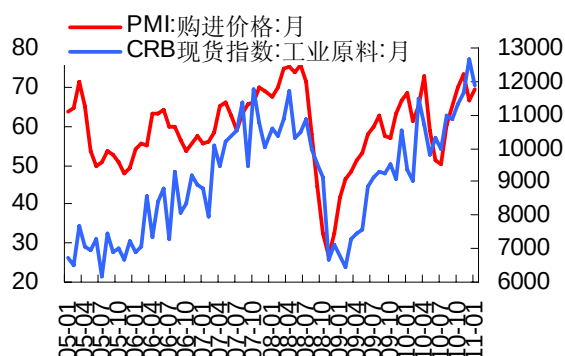
- 2011 年 CPI 权重作了调整，居住分项提高 4.22%，食品分项降低 2.21%，其余各分项都有所调低。用调整前推算的权重和 CPI 各分项同比计算 1 月 CPI 为 4.90%，用调整后权重计算 CPI 为 4.94%；CPI 低于预期，本周股市大涨，

符合我们前期报告的判断。

- 1月CPI、PPI同比分别为4.9%和6.6%，剔除春节因素，CPI环比略低，但PPI两位数增长，与近期海外强劲有关。国际原油价格大涨引发国内成品油价格调整，发改委宣布自2月20日期汽柴油售价每吨提高350元。
- 春季投资潮带来价格上涨压力，随着春季投资旺季的到来，原材料价格将面临一定的上涨压力。数据显示PMI供需缺口与PPI环比正相关，后续价格面临一定的上涨压力。

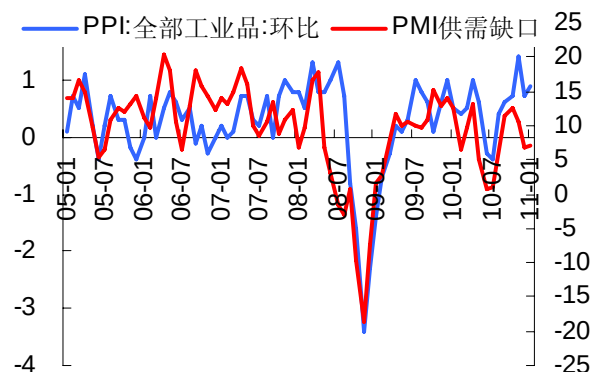
因此，尽管近阶段通胀数据相对平稳，但中期走势仍有待观察，我们将密切关注后续数据的动向。

图 11: 国际大宗商品价格上涨推高 PPI



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 12: 供需关系显示 PPI 环比存在上涨压力



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

投资策略：周期股进攻、白马防御、主题投资活跃

立足经济需求，以焦煤、化工资源品、机械、建材等低估值周期股为主攻型标的；金融、交通运输、绩优蓝筹股等为配置型标的。

——焦煤、化工、航运、建材等周期股进攻：立足实体经济需求，随着春季投资的临近，价格或者需求有望超预期。

——白马股防御：消费、医药、家电、机械、交运设备等行业中，业绩稳定、估值合理甚至低估的蓝筹股值得持有，已经具有较强的防御性。

——主题投资有望在市场震荡阶段表现活跃，把握政策的确定性，关注：1) 压通胀，从政策扶持、增强农业生产的角度，看好大农业、水利等；2) 国资整合，关注军工等央企整合以及上海为代表的地方国资整合。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。