

资金面压力渐增, 市场延续震荡格局

民生精品---策略周报

2011 年 5 月 22 日

报告摘要:

● 政策放缓预期短期内难以兑现

由于 5、6 月份通胀压力难以明显缓解, 6 月公开市场到期资金仍高达 6010 亿元, 外汇占款暂居高位, 未来一段时间流动性释放压力依然很大, 在央票一二级市场利率再次出现倒挂的背景下, 政策放缓预期短期内难以兑现, 市场对于紧缩叠加效应导致经济下行风险的担忧始终存在, 压制股指上行。

● 利率中枢或将小幅上移, 资金面压力渐增

受存款准备金缴款影响, 上周各期限 Shibor 再次出现全面上涨, 其中隔夜 Shibor 单周上涨 1.92% 收至 4.005%, 7 天 Shibor 单周上涨 44bp 至 3.99%。虽然央行在公开市场净投放货币 670 亿元, 但存款准备金缴款后, 资金利率继续上行, 显示连续收紧流动性后市场消化周期有所延长, 预计后期利率中枢仍将小幅上移, 资金面压力渐增。

● 国际大宗商品价格维持震荡格局

上周五惠誉、标普分别下调希腊主权评级和意大利主权评级展望的举动, 令投资者对希腊债务重组的预期升温。欧债危机再度升级将进一步制约欧洲央行的紧缩力度, 同时美联储的退出路径依然存在不确定性, 美元与欧元仍将反复, 国际大宗商品价格维持震荡格局。

● 投资建议: 市场将延续低位震荡, 关注消费板块

在 5、6 月份通胀压力没有明显的缓解之前, 市场对紧缩政策和宏观经济走势的负面预期将继续存在, 国际大宗商品价格维持震荡格局。近日存款准备金缴款, 市场消化周期有所延长, 紧缩政策对资金面的累积效应再次凸显, 资金面压力渐增。预计本周市场将延续低位震荡格局, 建议投资者保持谨慎, 关注消费、电力板块以及中报业绩预增的成长类个股。

民生证券研究所

策略分析师: 张琢

执业证号: S0100210110002

电话: (8610)8512 7665

邮箱: zhangzhuo@mszq.com

联系人: 赵丽娜

电话: (8610)8512 7665

邮箱: zhaolina@mszq.com

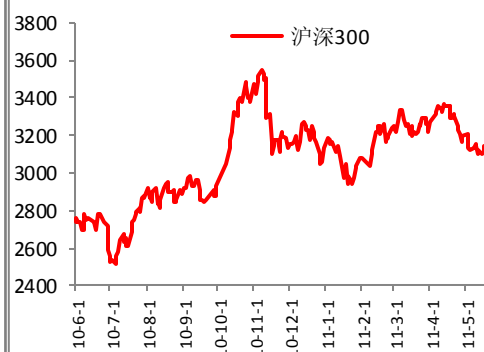
联系人: 孙洪湛

电话: (8610)8512 7661

邮箱: sunhongzhan@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	31.13
流通市值 (万亿)	20.38
市盈率 (TTM)	17.73
市净率 (MRQ)	2.56

近期 A 股的运行压力主要来自以下几个方面，一是通胀居高不下；二是经济数据初显疲态；三是紧缩政策仍在持续；四是整体流动性或再趋紧；五是国际大宗商品价格加剧震荡。我们认为，在 5、6 月份通胀压力没有明显的缓解之前，市场对紧缩政策和宏观经济走势的负面预期将继续存在；近日存款准备金缴款，市场消化周期有所延长，紧缩政策对资金面的累积效应再次凸显，资金面压力渐增；欧债危机再度升级，美欧汇率反复下，国际大宗商品价格高位震荡。预计短期市场仍将继续低位震荡格局，建议投资者保持谨慎，关注消费、电力板块以及中报业绩预增的成长类个股。

一、政策放缓预期短期内难以兑现

从政策面来看，由于 5、6 月份通胀压力难以明显缓解，6 月公开市场到期资金仍高达 6010 亿元，此外外汇占款暂居高位，未来一段时间流动性释放压力依然很大，在央票一二级市场利率再次出现倒挂的背景下，政策放缓预期短期内难以兑现，这使得市场对于紧缩叠加效应导致经济下行风险的担忧始终存在，进而将对股指上行始终造成较大的负面压制。

1、通胀压力短期内难以明显缓解

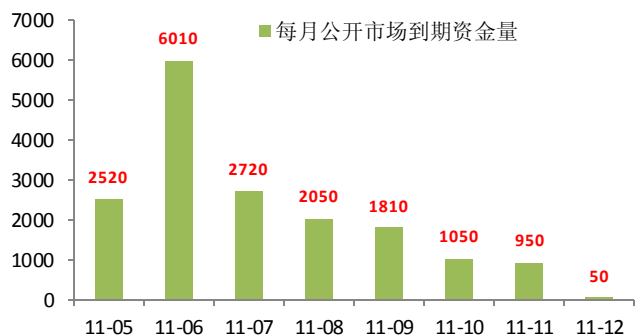
在肉价、房价及能源价格的影响下，5 月物价指数将继续维持相对高位。一是 5 月蔬菜价格继续下跌的空间较小，根据存栏量来看，猪肉价格向下的拐点或将在 6、7 月份出现，5 月猪肉价格继续上涨的可能性较大；二是房价高位企稳，三是受电荒影响能源价格下跌可能性极小。因此，5 月份猪肉及非食品上涨的压力依然不小，通胀压力在短期内不会明显缓解。

2、流动性释放压力仍然较大

从公开市场到期资金情况来看，5 月最后一周到期资金量仍然高达 1290 亿元，6 月到期资金 6010 亿元，未来一个月央行到期资金量依然维持 4 月份以来的高位。

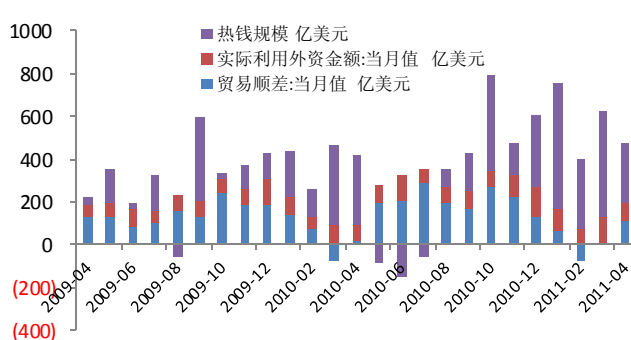
从外汇占款的情况来看，截至 4 月末，金融机构外汇占款余额为 240143.14 亿元，较 3 月末增加了 3107 亿元，环比下降 23.8%，新增外汇占款低于市场预期。根据外汇占款口径测算的热钱流入规模为 277 亿美元。作为政策对冲目标之一的外汇占款出现明显的环比回落，但相对历史数据而言，3000 多亿元仍属高位，未来流动性管理的压力依然很大。

图 1：6 月公开市场到期资金仍高达 6010 亿元



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：4 月新增外汇占款 3107 亿元，处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、央票发行一二级市场利率再次出现倒挂

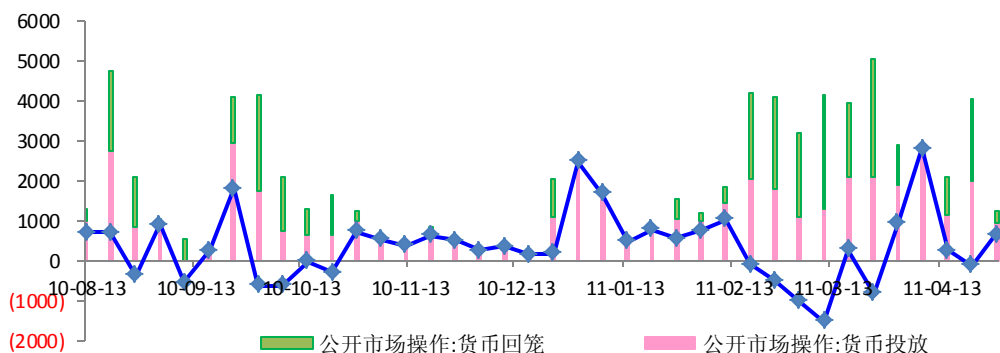
上周受存款准备金缴款影响，短期资金利率出现大幅波动，央票一二级市场利差再次出现倒挂现象。考虑到紧缩政策累积效应的不断显现，以及挥之不去的通胀压力，央票发行或将再次遭遇发行瓶颈，货币紧缩预期强化。

数据显示，上周两期央票的发行收益率继续持平，分别为 3.3058% 和 2.9168%，但银行间债市央票到期收益率曲线显示，1 年期和 3 月期央票的最新收益率为 3.3261% 和 2.9900%，均高于一级市场发行收益率。

二、利率中枢或将小幅上移，资金面压力渐增

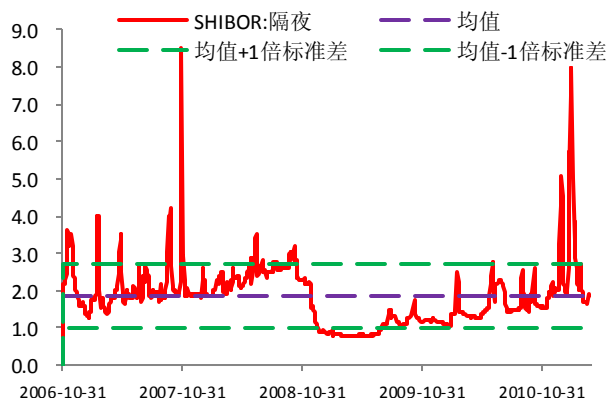
受存款准备金缴款影响，上周各期限 Shibor 再次出现全面上涨，其中隔夜 Shibor 涨幅最大，单周上涨 1.92% 收至 4.005%，是近四个月内第二次突破 4%；7 天 Shibor 单周上涨 44bp 至 3.99%，此外长期利率均有小幅上扬。虽然上周央行在公开市场净投放货币 670 亿元，但本次存款准备金缴款后，银行体系流动性紧张的态势并未如市场预期迅速缓解，而且在缴款完成后继续上行，显示连续收紧流动性后市场消化周期有所延长，紧缩政策的累积效应继续反映，预计后期利率中枢仍将小幅上移。

图 3：上周公开市场净投放资金 670 亿元



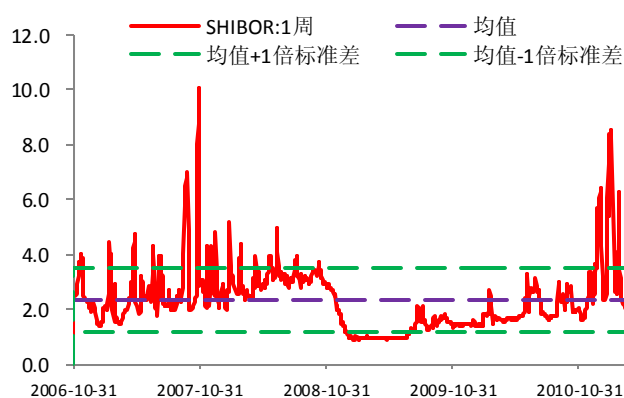
资料来源：Wind，民生证券研究所

图 4：上周隔夜 Shibor 单周上涨 1.92% 至 4.005%



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 5：上周 7 天 Shibor 单周上涨 44BP 至 3.99%



资料来源：Wind，民生证券研究所

另有消息称，银监会将从 6 月开始按日考查各大银行的贷存比指标，对银行日均贷存

比设定 75% 的监管红线。目前银行备战贷存比的方式就是高息揽存，经测算为达标全银行业需要吸存 1.2 万亿以上社会资金，相当于提存准 4 次。因此短中期市场流动性将面临考验，整体资金面转向谨慎。

三、国际大宗商品价格维持震荡格局

上周五惠誉、标普分别下调希腊主权评级和意大利主权评级展望的举动，令投资者对希腊债务重组的预期升温。欧债危机再度升级将进一步制约欧洲央行的紧缩力度，同时美联储的退出路径依然存在不确定性，美元与欧元仍将反复，国际大宗商品价格维持震荡格局。

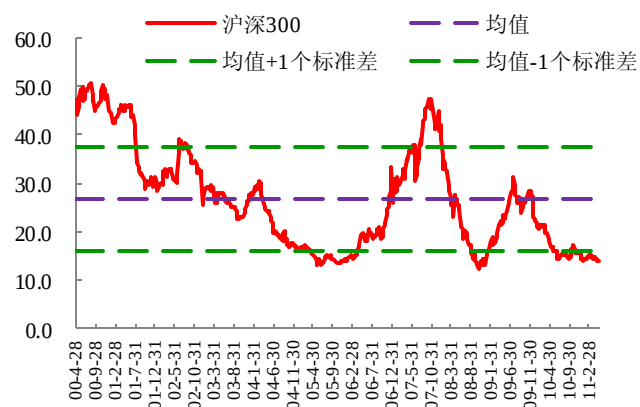
希腊财政状况的持续恶化导致市场对希腊债务重组的担忧急速升温。在过去的一年中，希腊的财务状况并未因受到贷款援助而好转，2010 年希腊债务占 GDP 总额达 143%，创欧元区历史最高水平，是一般认为可持续债务的 3 倍多。希腊持续衰退的经济已无法支撑“借新账还旧账”的日子。此外，希腊救助的灵魂人数卡恩失足，令希腊债务重组的可能性骤然升温。由于西班牙银行持有希腊、葡萄牙的大量债务，希腊、葡萄牙债务危机升级将进一步殃及西班牙银行业，欧债危机再度升级。

由于希腊国债收益率居于高位，欧洲央行加息将继续加大债务国家的还债成本和违约风险，欧债危机将进一步制约欧洲央行的紧缩力度。另一方面，美联储的退出路径依然存在不确定性，美元与欧元仍将反复，国际大宗商品价格维持震荡格局。

四、市场估值创 09 年以来新低

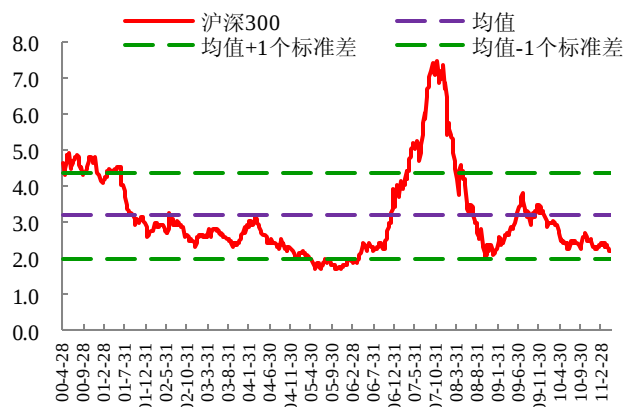
经过大盘的连续调整，市场估值继续下行。从沪深 300 的估值指标来看，目前沪深 300 的动态市盈率为 13.90，低于历史均值的一倍标准差以下水平，创 08 年 12 月份以来新低；目前沪深 300 指数的市净率为 2.22，稍高于历史均值下一倍标准差水平，创 09 年一月份以来新低。

图 1：沪深 300 估值对比（PE, TTM）



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：沪深 300 估值对比（PB, MRQ）



资料来源：Wind，民生证券研究所

五、投资建议：市场将延续低位震荡

从政策面上看，由于通胀压力短期内不会明显缓解，未来一个月流动性释放的压力较大，因此短期政策面放缓预期依旧难以兑现，这使得市场对于紧缩叠加效应导致经济下行风险的担忧始终存在，进而将对股指上行始终造成较大的负面压制。而且就目前的资金面情况来看，紧缩政策的累积效应不断凸显，短期资金利率中枢将继续上移，资金面压力渐增，预计本周市场将延续低位震荡格局，建议投资者保持谨慎，关注消费、电力板块以及中报业绩预增的成长类个股。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士，东北财经大学辅修精算学。2010年加盟民生证券研究所，主要负责进行自上而下的主题投资和大类资产配置研究。具有深厚的数学、经济学理论基础，擅长政治、经济理论研究及企业价值分析。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑭	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。