



2011.06.23

寻底进行时



陈思翀



021-38674878



chensichong010546@gtjas.com

编号

S0880511060001

本报告导读：

我们认为市场仍然在寻底的过程中，这个时候不建议大资金参与。

摘要：

- 我们认为目前的货币市场非常像今年1月底2月初的情况，市场利率降不下来，央票停发，央行展开逆回购。但是在2月份的时候央行同时调整了利率和准备金率。我们认为在7月份的时候同时调整利率和准备金率的可能性非常大。
- 6月的CPI可能是年内高点，但是7、8月份的CPI仍然是非常高，在5.5以上，在这样的通胀环境下，政府很难做出实质性的放松，政策仍然会采取被动收缩的方式，而准备金将是对社会最好的政策表态。
- 联储比较明确的表达了短期内推出QE3的可能性非常小，这和我们之前的判断比较一致，在这样的环境下，海外市场将在美国经济放缓以及联储不推出新刺激计划这样矛盾纠结的环境发展，很难为国内创造一个比较好的外部环境。
- 在一个准备金率不断调整的国内环境和外部担忧日益浓厚的环境里，我们很难期望市场出现大级别的反弹。我们认为市场的机会和底部的明确可能需要等到9月才能真正的到来。

相关报告

《底部演进：成长、周期与政策扰动》

2011.06.14

市场正在寻找反弹的品种和机会。我们认为现在市场仍然在寻底的过程中，整体系统性风险的释放需要等到9月以后。

目前市场寻求反弹的主要理由有下面几个。第一，6月CPI创新高超过6以后，将出现拐点。第二，即使央行加息，也在市场的预期之中。第三，央行准备金调整以后，市场利率大幅上升，在7月以后过了银行月末考核的时点以后，利率将下降，市场将出现一个比较大的反弹机会。

我们对于这几个反弹理由有自己不同的看法。

第一，6月CPI超过6以后，7、8月的CPI将不会明显下降，如果6月CPI如市场预期的是6.2，保守估计7月CPI都将在5.8左右的水平。而8月也将在5.5左右的水平上。在这样的基础上，我们不可能希望政府冒很大的风险放松政策。即使从政府的态度上来说，在这样高的CPI情况下，政府也一定会有所动作，做一些政策调控的表示。准备金将是比较大的概率事件。

第二，现在的货币政策的执行以及资金市场的环境都非常紧张，而央行做了逆回购，包括停发了央票。市场上的声音就变得非常乐观，认为这是因为央行觉得市场资金太紧张了，所以政府后续不太可能会有太大的动作了，现在是个抢反弹的好时间。

我们认为，现在的货币环境以及宏观环境与今年1月份是非常相像的。当时1月4.9的CPI是低于市场预期的。同时，央行在春节前是调了一次准备金，然后整个资金市场的利率也是出奇的高，到处可以听到缺钱的声音，央行也作了逆回购。但是央行在2月又加息，又调了准备金。并且在这之后保持了每个月一次的准备金力度。

我们认为现在的情况和当时一样，我们预计央行在下次发行1年期央票的时候，可能再次提高发行利率。7月份出现加息和准备金同时调整的概率会非常高。

同时在CPI高于5，同时外汇占款和公开市场到期资金量非常多的情况下，我们仍然认为准备金率会继续调整到9月份（《每日酷图_通过货币净投放量判断准备金的调整次数》）。这样的调整强度和力度是远远大于08年的，所以我们认为在这样的情况下，很难出现比较大的市场机会。

从海外的情况看，昨天FOMC的会议上，伯南克比较明确的表示了，QE3的概率不大，至少要等2-3次以后的会议以后才能够对这个再次做出讨论，这和我们之前（每日酷图_QE2结束后，可能会发生什么？）对于Fed的政策判断是一致的。在11月的会议以前，Fed的政策不太可能传递出太多的信息。因此整个市场会在美国经济放缓和Fed刺激政策迟迟不推出的纠结市场环境下，市场明显的投资热情也不会很大。同时7、8月将是海外的大量假期的时候，在海外也比较难配合国内市场做多。

所以从国内和国外的大环境看，我们认为现在仍然处在一个寻底的过程中，市场的整体机会可能需要等到9月之后才能看得更清楚，机会才能更明确些。

作者简介:**陈思翀:**

执业资格证书编号: S0880511060001

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		