



报告日期: 2011 年 09 月 05 日

9 月 A 股的震荡中枢继续下移概率加大

—9 月投资策略

分析师

王凭:

☎010-88366060-8765

✉wangp@cgws.com

执业证书编号: s0600210050002

向威达:

☎010-88362905

✉xiangwd@cgws.com

执业证书编号: S1070510120002

高凌智:

☎0755-83516242

✉gaolz@cgws.com

执业证书编号: S1070510120009

蔡保健:

☎0755-83516230

✉caibj@cgws.com

执业证书编号: S1070511080001

联系人

朱琳:

☎010-88366060-8810

✉zhulin@cgws.com

从业证书编号: S1070111030006

报告摘要:

对于未来市场趋势的研判,我们认为内忧外患仍将持续,更重要的是,“保证金补缴存款准备金”这一政策使我们对政府的政策取向重新认识—金融整固、抑制通胀和打压房价的意愿似乎强于对经济波动的担忧。

(一)从外围环境来看,虽然欧债阴云不散,但尚且在欧洲央行的控制范围内,不会极具爆发。美债冲击暂告解除,如经济不出超预期波动,美联储今年推QE3的可能性较小。目前来看,9月外围环境对A股的影响偏中性。可能呈现负面因素冲击在先,“化解”在后。随后更需要关注的是中国的出口数据和外贸订单数据,来观察具体外需变化的程度。关注8月PMI出口新订单的快速回落。

(二)内部政策环境和内需变化程度将成为影响A股的重要因素。首先,我们上面强调过,“保证金补缴存款准备金”这一政策对A股的资金面将形成持续性的制约,是可以覆盖所有边际改善逻辑的大利空。一是实质性的对增量资金产生影响,二是实体经济层面的景气预期可能发生一定程度的调整。三是在政策预期层面可能使市场重新认识政府对经济回落的容忍度,对通胀和房价的关注度。

(三)从估值和业绩的角度来看,A股估值呈现“系统性”低,“结构性”高的特征,存在“结构性”调整的空间。银行板块是A股半年报业绩的最大支撑,同时也是拖累A股整体估值的主要原因。而以成长性为代表的中小板和创业板,半年报净利润累计同比增长19.4%和23.4%。从自下而上统计的一致预期来看,目前中小盘和创业板2011年预期的业绩增速还停留在30%至40%的水平。存在“结构性”调整的空间。银行股估值虽低,但短期流动性制约和长期对资产质量的隐忧将导致银行板块估值提升的空间十分有限。如果非金融板块出现调整,那么A股整体震荡中枢继续下移的概率将加大。

(四)综合来看,9月A股的震荡中枢继续下移的概率正在加大。放眼四季度,我们认为影响A股的核心问题在于流动性环境是否能出现边际改善的迹象,而流动性的边际改善核心问题取决于物价和房价回落的幅度。如果在外围环境没有出现明显变化的情况下(按照我们预期的方向:1.美国经济继续疲软,但FED不推QE3. 2.欧元区经济继续羸弱,但ECB仍能压制风险爆发),那么我们倾向性的认为最早十月可能看到在更紧的流动性环境下“边际改善”的信号,那么A股或许可能最早在10月看到些许转机,但反弹即使有,空间也比较有限。目前我们认为“边际改善”的信号或是存款准备金率的下调。

观点和 8 月市场回顾：

早在我们的中期策略报告中《通胀见顶回落，市场乍暖还寒》中我们就指出：

--2011 年 A 股的主要矛盾纠结于通胀、增长、货币政策，以及估值兑现业绩的节奏。

--从经济周期的象限看，A 股已处于从“经济减速，通胀高企”的“类滞胀”阶段向“经济减速，通胀回落”的“小衰退”阶段过渡的时期，由于业绩难见拐点，权益类资产的上行空间受到约束。并且，通胀变化的复杂性决定在通胀回落没有得到确认之前，政策松动的炒作逻辑持续性有限。总体来看，3 季度 A 股依然维持上下空间均不大的窄幅箱体形态。

--配置方面，我们强调周期股在三季度仅具备波段的优势；成长股和大消费是我们青睐的配置重点。第一类，是业绩具备稳定性的必需消费品行业（食品饮料和医药），此类行业具有穿越周期的能力。第二类，是与转型相符，代表新产业方向、具有新的业务经营模式，利润释放在未来几年具有保障的细分行业龙头公司。

--4 季度，通胀回落彻底打开全面松动预期之后，A 股可望迎来突破箱体的上涨趋势。

从 8 月整体的市场走势来看从（7 月 29 日至 8 月 26 日的四周），创业板和中小板代表的成长性跑赢沪深 300 代表的价值性；大、中、小盘成长指数跑赢价值指数；餐饮旅游、食品饮料等消费品行业明显跑赢钢铁、建材、有色等周期性行业。

图 1： 主要指数涨跌幅统计

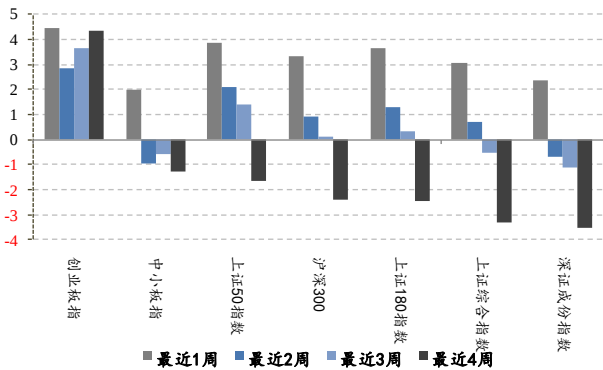
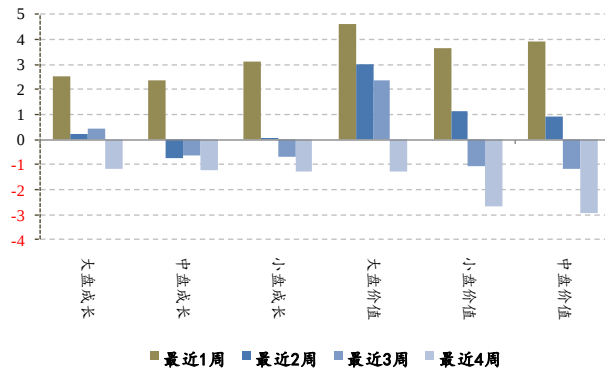
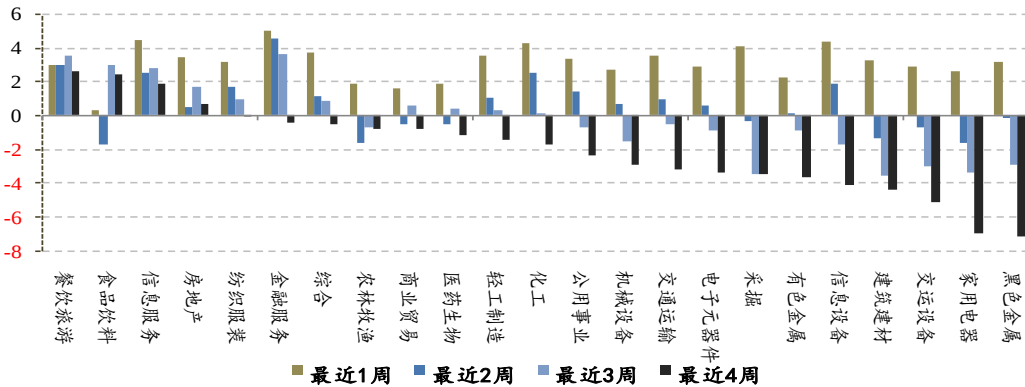


图 2： 指数风格特征



数据来源：Wind，长城证券

图 3： 行业表现



数据来源：Wind，长城证券

市场趋势判断：震荡中枢下移概率加大

内忧陡增——“保证金补缴存款准备金”可能改变中期预期

我们在本月策略报告中将这一政策作为我们主要讨论的一点，原因在于这一单方面的政策对我们之前研判市场的系统逻辑在中期范围内产生了较大的影响。

上周末央行决定将银行承兑汇票、信用证以及保函相关的保证金存款纳入一般性存款计交存款准备金，并且人民币保证金存款计交存款准备金采取分布到位的方式，即四大行、交行和邮储银行分别在9月5日、10月5日和11月5日分三次将保证金存款余额的20%、60%和100%计入一般存款，而其他金融机构分别在9月15日、10月15日、11月15日、12月15日、1月15日和2月15日分6次将保证金存款余额的15%、30%、45%、60%、80%和100%计入一般存款。

首先，在这一政策推出之前，我们认为A股在三季度末会开始一轮触摸箱体上沿的行情。这一判断基于6个层面的观察和假设，“保证金补缴”政策出台之前：

—A股的整体估值水平基本与1664点和2319点接轨，特别是银行的估值持续试探历史新低。

—整体A股整体业绩增速保持平稳回落的趋势，即经济增速、业绩及业绩预期不会产生一个小波段的加速调整。

—外围冲击在9月份将边际减弱，欧美经济二次探底，对造成中国经济外需断裂的风险可以得到阶段性的解除。

—货币政策层面延续“政策”出台之前的小微调局面。截止至8月26日当周，央行已经连续7周净投放，累计投放金额达到2460亿；银行间的拆解成本前一段时间也出现趋势性的回落，以14天期限为例，银行间同业拆解加权利率在6月的中位数为6.3%，7月的中位数为6%，8月的中位数快速回落至4.1%，相当于2月时的水平。

—从景气预期的角度来看，如果在紧缩政策不再加码的环境下，三季度末至四季度初，经济可能将呈现同比回落趋势中的环比回升，即景气环境出现阶段性改善。中微观层面可能表现为内部订单回升，中游制造业进行原材料库存的小回补和产成品的去库存化延续。

—通胀层面，9月中旬公布的8月CPI同比将落入6.1%至5.9%的区间，意味着数据层面通胀确认拐点。

整体来看，我们前期观察和假设的角度是，在低估值、经济景气平稳、业绩增速稳定的基础假设下，9月至10月通胀、景气环境以及更重要的**流动性环境边际改善**催化A股在低风险区域的弹性。

但伴随着《银行部分保证金存款纳入准备金基数》这一政策的出台，众多假设均发生了改变。原因在于如果央行随后没有持续性的、等力度的“对冲”政策出台，这一政策从时间和空间的维度都对本已捉襟见肘的流动性和本已处于弱势平衡状态的经济环境产生持续性的压制。我们认为这种压制可能表现在三个层面：

一是实质性的对增量资金影响，今年A股本是“存量”行情，阶段性的波动方向本来对流动性环境就存在较高的敏感性。“存款准备金补缴”是渐进式的，可能不会造成银行资金面短期内骤然趋紧、不一定会导致银行间拆借成本脉冲式大幅提升；但保证金的补缴是持续的贯穿6个月，因此可能导致银行间同业拆解利率、质押式回购利率现出持续的平滑上移。对于A股而言，“补缴存款准备金”类似于“钝刀子”，将持续的连贯的对A股形成压制。按照我们的测算，9、10、11三个月即使在央行进行公开是较大幅度净投放的环境下，流动性也将持续性紧张。特别强调的是：考虑到银行目前的超出率仅接近1%，十一长假可能推升M0迎来大幅增长，央行可能为10、11两月流动性布局未必能够在9月实现较大幅度净投放，外汇占款对银行月度增量货币的贡献远不比上半年等多方面因素，我们倾向于认为9月的流动性可能非常紧张。

二是实体经济层面的景气预期可能发生明显调整，在银行“表内”银根紧缩的背景下，今年企业、特别是中小企业的“正规”融资渠道多半是以“表外”银行承兑汇票的方式完成，如果将这一渠道堵死后，那么整体经济基本面出现超预期调整风险的可能性加大，那么相应的“业绩及业绩预期产生一个小波段的加速调整”的可能性也就增

加。

三是混沌的信号，反复纠正的政策预期，可能催生市场重新认识货币政策取向。从 7 月基于国内基本面恶化所产生的紧缩微调预期，到 8 月基于外围动荡所引发的紧缩微调预期，每次均在市场满怀憧憬的情况下，预期落空。包括本次“保证金补缴存款准备金”政策出台之前，央行连续净投放、银行间质押式回购利率连续回落都释放出政策“松动”的迹象，然而在政策出台之后，这些迹象看来只是“铺路”的“伪信号”。我们判断政策取向主要基于两个层面的假设：

—第一种假设是基于外围经济不景气，存在风险，但危机并不清晰。政府为平抑经济小波段超调的风险，而进行货币政策的微调，或至少紧缩不再加码，即市场一直期待的货币紧缩“边际改善”。这种情形类似于 2010 年 4-11 月的情形。

—第二种假设是基于外需不景气，并且潜在危机已经逐渐浮现，并且看不到缓解危机有效和实质性的途径。在这种情景假设下，政策取向可能更加倾向于金融整固，清理内部矛盾，以对抗未来可能爆发的系统性风险。目前来看，最大的外围风险是“欧债”，短期欧洲央行还具备继续救助的能力，但长期问题我们没有看到合理的解决途径。而从“保证金补缴”这一事件来看，在 M2 同比已经低于 2008 年紧缩周期底，PMI 已经处于荣枯线附近的环境下，紧缩政策不见缓解反而加码，那么我们倾向于货币政策的天平正在向第二种情景假设倾斜。

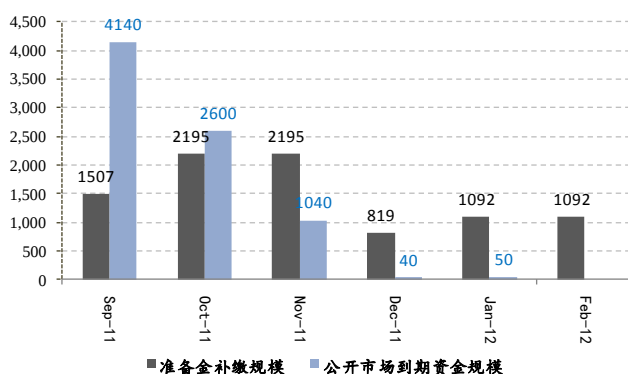
表 1: 9、10、11 月保证金补缴金额做大，流动性将持续承压

单位：亿	国有大型银行		中小银行		月度合计
	商业银行保证金规模		16000		28000
	目前的存款准备金率		21.50%		19.50%
Sep-11	9月5日-10月4日	20%	688		1507
	9月15日-10月14日			15%	819
Oct-11	10月5日-11月4日	40%	1376		2195
	10月15日-11月14日			15%	819
Nov-11	11月5日-	40%	1376		2195
	11月15日-12月14日			15%	819
Dec-11	12月15日-2012年1月14日			15%	819
Jan-12	1月15日至2月14日			20%	1092
Feb-12	2011/2/15以后			20%	1092
上缴总额					8900

数据来源：长城证券。

图 4：到期资金与补缴金额对比

图 5：承兑汇票占社会融资总额比重排序第二位



数据来源: Wind, 长城证券

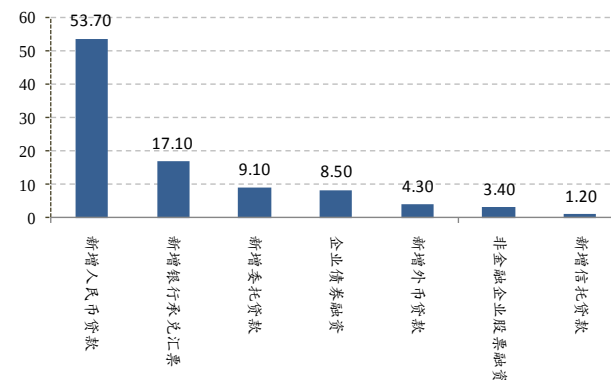


图6: 回购利率再次抬头

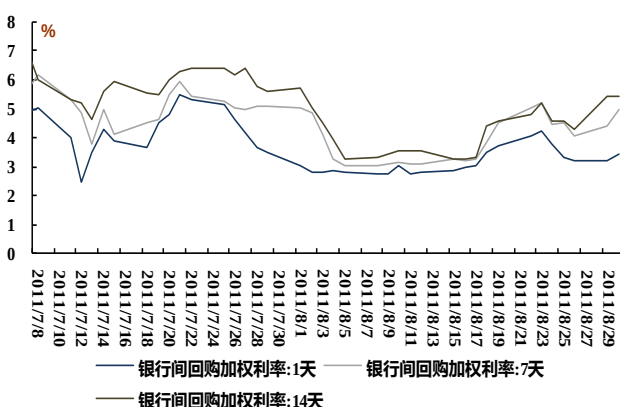
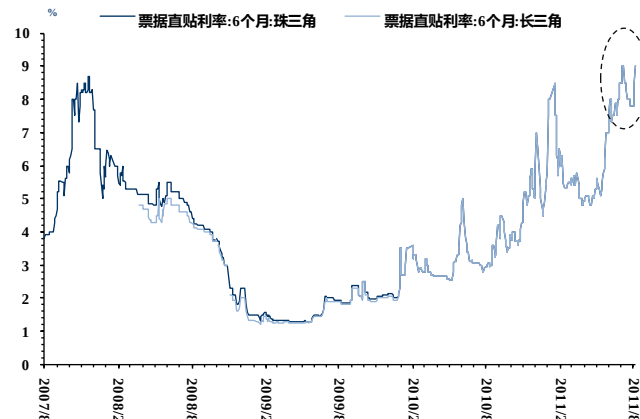


图7: 票据直贴利率回升



数据来源: Wind, 长城证券

外患长期未解，但短期可控

外围最大风险仍是欧债，9月欧元区到期债务加剧。

9月份欧债面临偿债高峰。其中意大利、法国月度到期债务最大，分别为618.69亿欧元和563.56亿欧元，另外西班牙为75.38亿欧元。9月份到期量是未来两年意大利和法国单月到期峰值水平。

从外部的环境来看，9、10两月欧元区再次迎来到期债务的高峰，可能再次导致市场形成强烈的担忧情绪，但我们认为目前欧洲央行至少有能力暂时压制住系统性风险爆发的能力。我们前期曾指出欧债危机爆发的最终表现是系统性的流动性危机，类似于次级债。从目前的情况来看，ECB除了EFSM(European Financial Stabilisation Mechanism)600亿欧元；EFSF(European Financial Stability Facility)4400亿欧元；IMF最大限额提供2500亿欧元，这三种从各国财政集合过来的“理财产品”可用之外，最后可动用的就是适度的量化宽松。我们提醒投资者注意ECB的负债工具SMP(Security Market Programme)，这是欧洲央行使用扩张资产负债表的工具，主要运用于从二级市场购买国债，特别是对部分存在流动性风险的银行。尽管这一工具目前的规模不大，但终究提供了另一种

具备潜力，暂时压制欧债危机爆发的工具。因此，9、10 两月债务到期量冲击可能在先，但随后被暂时化解的可能性还是比较大的。

图 8： 9 月意大利迎来债务到期高峰

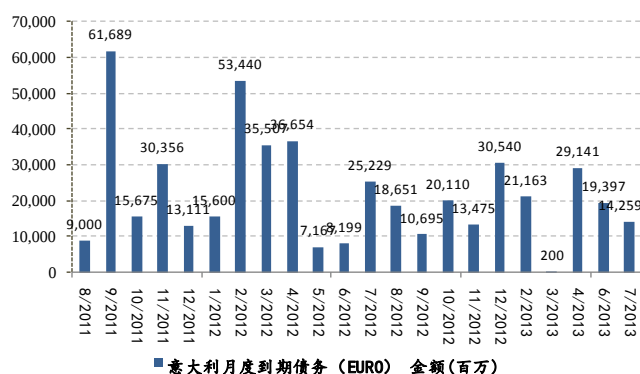
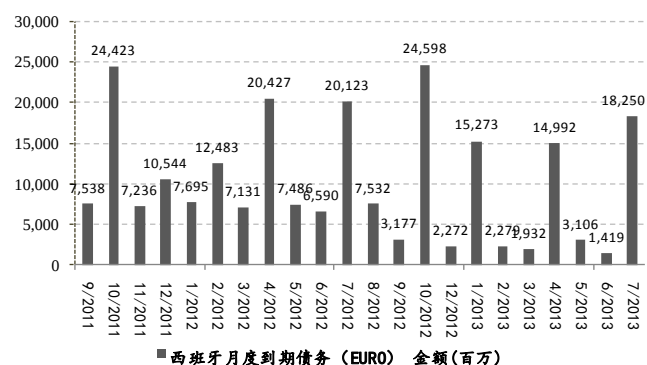
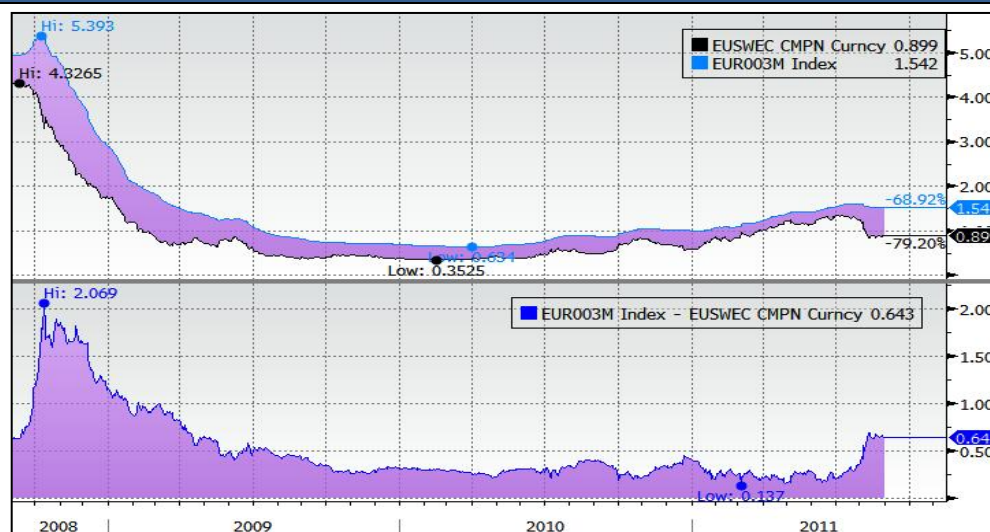


图 9： 10 月西班牙迎来债务到期高峰



数据来源：Bloomberg，长城证券

图 10： Euribor-Ois 利差仍在较高水平，流动性风险担忧仍在延续



数据来源：Bloomberg，长城证券

美债冲击暂告解除，如经济不出现阶段性超预期下滑，QE3推出的可能性较小，美联储在等待……

我们坚持的观点是美国经济目前羸弱的局面可能在今年剩下的时间有所缓解，但至少在明年年底之前无法看到美国经济出现新周期启动的迹象，也就是说目前这种较低增长、较低通胀水平和较高失业率的局面仍将持续至明年。我们的判断基于以下几点原因：

（一）低增长原因之一。房地产行业在上一轮周期中对美国经济在增长、就业和通胀三个方面形成的结构性缺口最早在明年下半年开始回补。虽然美联储在2009年和2010年通过两轮定量宽松刺激经济回归2.5%至3%的正常增长中枢，但房地产的去库存化进程正进入加速时段。这是抑制美国经济启动新周期的主要原因——上一轮周期的“产能过剩”不除，新周期无法启动。

（二）低增长原因之二。私人部门的去杠杆化过程仍在延续。美国家庭的资产负债率自2008年3月起开始下降，已经持续了3年多。如果按照目前美国家庭去杠杆化的节奏，在未来18个月左右的时间，家庭杠杆率有望恢复至1993年起点的水平，即否极泰来。

（三）我们倾向于认为美联储随后将处于等待的状态。虽然在未来一年内，我们预计美国经济难有明显改观，并且目前数据层面可能趋向于放大美联储实施第三轮量化宽松的空间，但目前这不足以构成美联储再次“量化”的“必要条件”。未来一段时间，如果目前这种弱平衡的局面没有被打破，我们倾向于认为美联储将维持目前资产负债表的规模，等待家庭去杠杆化过程和房地产去库存化过程的结束。如果QE1在当时对美国是“救命药”，QE2在当时是“保健药”，那么QE3在目前来看是“毒性”未必比“药性”低——美国陷入“流动性陷阱”和全球经济陷入长期滞胀的风险。值得注意的是，对于发达经济体而言，目前的通胀动力主要来自于成本推动，诸如二季度油价的高企对美国经济的抑制。因此，我们倾向性认为如果美国经济不出现单季度环比接近于零增长或负增长，失业率不回升至9.5%，QE3今年推出的概率不大。

A股趋势判断

对于未来市场趋势的研判，我们认为内忧外患仍将持续，更重要的是，“保证金补缴存款准备金”这一政策使我们对政府的政策取向重新认识——金融整固、抑制通胀和打压房价的意愿似乎强于对经济波动的担忧。目前，市场纠结的矛盾在于，在估值和业绩的赛跑中，估值跑得快了一些，但基于整体法的估值底并非等于“系统性”的估值底。因此，有必要对我们之前的判断进行一定程度的修正。

（一）从外围环境来看，虽然欧债阴云不散，但尚且在欧洲央行的控制范围内，不会极具爆发。美债冲击暂告解除，如经济不出超预期波动，美联储今年推QE3的可能性较小。目前来看，9月外围环境对A股的影响偏中性。可能呈现负面因素冲击在先，“化解”在后。但随后更需要关注的是中国的出口数据和外贸订单数据，来观察具体外需变化的程度。关注8月PMI出口新订单的快速回落。

（二）内部政策环境和内需变化程度将成为影响A股的重要因素。首先，我们上面强调过，保证金补缴存款准备金这一政策对A股的资金面将形成的压制是持续性的，类似于“钝刀子”，是可以冲销所有边际改善逻辑的大利空。一是实质性的对增量资金产生影响，二是实体经济层面的景气预期可能发生一定程度的调整。三是在政策预期层面可能使市场重新认识政策取向——政府对经济回落的容忍度，对通胀和房价的关注度，以及金融整固的战略性意义。

（三）从估值和业绩的角度来看，A股估值呈现“系统性”低，“结构性”高的特征，存在“结构性”调整的空间。目前A股整体估值已低于2008年11月，但剔除两油和银行的全部A股估值仍与2008年的估值底存在一定空间。银行的估值水平已经达到7.4倍，低于2008年11月9.5倍的估值，主要源于银行半年报目前良好的业绩支撑。从A股半年报业绩来看，上半年，全部A股剔除母公司净利润累计同比增长23%，但剔除两油和银行的净利润累计同比增长仅为15%，银行板块净利润同比增长34%。因此，银行板块是A股半年报业绩的最大支撑，同时也是拖累A股整体估值的主要原因。而以成长性为代表的中小板和创业板，半年报净利润累计同比增长19.4%和23.4%。从自下而上统计的一致预期来看，目前中小盘和创业板2011年预期的业绩增速还停留在30%和40%的水平。存在“结构性”调整的空间。银行股估值虽低，但短期流动性制约和长期对资产质量的隐忧将导致银行板块估值在当前提升的空间仍比较有限。如果非金融板块出现调整，那么A股整体震荡中枢继续下移的概率将加大。

（四）综合来看，9月A股的震荡中枢继续下移的概率正在加大，我们认为在“保证金存款补缴”政策出台后，无论是政策预期、基本面、流动性还是货币政策预期或将出现一定幅度的改变，即使A股的整体法估值已经处于低风险区域，也难言是确切的估值底，并且在更紧的流动性背景下，即使出现“边际改善”，A股的弹性空间也将叫前期降低。放眼四季度，我们认为影响A股的核心问题在于流动性环境是否能出现边际改善的迹象，而流动性的边际改善核心问题取决于物价和房价回落的幅度，以及外围风险的“可视度”和外需回落的节奏。如果在外围环境没有

出现明显变化的情况下（按照我们预期的方向：1. 美国经济继续疲软，但FED不推QE3. 2. 欧元区经济继续羸弱，但ECB仍能压制系统风险的爆发），那么我们倾向性的认为最早十月可能看到在更紧的流动性环境下“边际改善”的信号，那么A股或许可能最早在10月看到些许转机，但现在来看，A股反弹即使有，空间也比较有限。目前我们认为“边际改善”的信号或是存款准备金率的下调。

图 11：当前 A 股 PE 与 08 年和 10 年 PE 底比较

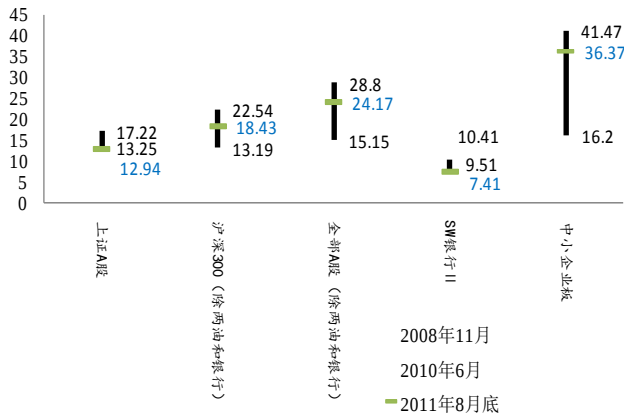
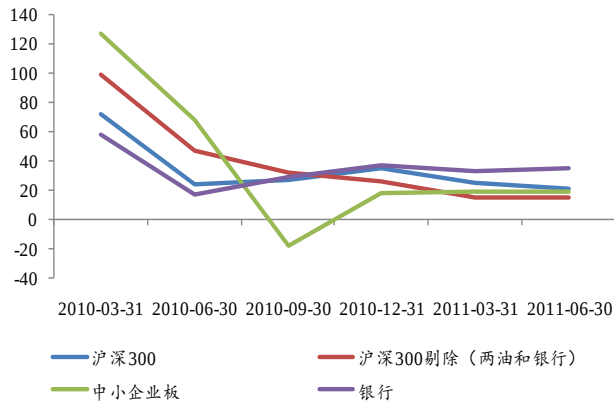


图 12：银行业绩是 A 股整体利润的最大支撑



数据来源：Wind，长城证券。右图为当季净利润同比增速

研究员介绍

向威达：长城证券金融研究所所长，2006年进入长城证券研究所。

王凭：2007年毕业于英国利兹大学，金融数学硕士。2011年3月进入长城证券研究所，从事宏观策略研究。

高凌智：香港中文大学金融财务MBA。2007年初加入长城证券研究所，从事投资策略研究、资产配置研究。

蔡保健：美国康涅狄格大学金融MBA，原美国GE投资分析师。2011年2月加入长城证券研究所，从事宏观策略研究。

朱琳：南开大学金融工程学硕士，2010年11月进入长城证券研究所。

研究员承诺：

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇：从业资格证书编号：S1070108071121，0755-83516231，13760273833，liux@cgws.com

北京联系人

杨洁：从业资格证书编号：S0630110060053，010-88366060-8865，13911393598，yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：从业资格证书编号：S1070111030008，021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准：

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司

GREAT WALL SECURITIES CO., LTD.

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>