

分析师： 邓二勇 (8621) 68751589 dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120005

联系人： 胡瑞丽 (8621) 68751589 hurlj@cjsc.com.cn

汇金增持历史对比及市场研判

报告要点

■ 历史长河中汇金第三次通过二级市场增持国有银行

昨日，中央汇金公司宣布：自10月10日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作；且根据四大行披露的信息显示，汇金分别增持了工、农、中、建A股约1458万股、3907万股、351万股、738万股；根据10日四大行的A股收盘价计算，汇金此次共耗资约1.97亿元。

近期市场屡创新低，昨日上证指数再次刷新2338.68的新低点，在昨日收盘17分钟后市场发布汇金增持四大行的信息，作为国有独资的代表国家依法行使对国有银行等重点金融企业的窗口，汇金增持四大行释放的是什么信号，市场会如何反应是我们考虑的重点。

本次汇金通过二级市场增持四大行是历史上类似情形的第三次增持，前两次为2008年9月19日、2009年10月9日。从国内和国外的经济和市场环境看，我们认为此次增持的情形与08年9月更为接近。

■ 汇金此次增持与08年国内及国外环境更为接近，但约束条件更多

从国内实体经济的周期阶段判断来看，08年和当前都处于步入衰退的阶段，然而08年通胀已经进入快速下降通道，而目前通胀水平仍处于高位，抗通胀压力大，此外，海外市场方面，08年也与国内类似，海外市场上风险情绪高涨，美元上涨、大宗商品价格回落。

当前国内市场获得良好表现所受的限制更多，其中最主要的因素在于通货膨胀，由于当前通货膨胀水平仍高，对于货币政策和流动性情况改善的期待不会过于浓烈，市场因此获得持续向上动能的概率也较低。

■ 08年汇金增持市场表现

从08年汇金增持后市场表现看，市场在2008年9月19日当天涨幅为9.46%，9月22日涨幅为7.77%，而在这波反弹9月19日—9月26日，上证综指涨幅为21.67%，而后市场进入下降通道，在10月28日，市场现最低点，上证综指跌幅达24.91%。

从申万一级行业表现看，在反弹行情汇总，采掘、金融服务行业表现较好，而在市场下跌区间中有色金属、黑色金属、餐饮旅游及交通匀速表现较差。

申万二级行业，在反弹过程中，证券、煤炭表现较好。

■ 市场观点

本次汇金增持，我们认为由于缺乏实体经济强劲表现的配合，其对市场的推动力难以在中长期持续；并且由于市场已经历过类似政策刺激，市场对于该类刺激的效果已经有所领悟，且本次约束条件更多，其对于市场的刺激作用边际效应递减；经历史对比，本次刺激短期可能利好的板块主要是券商和煤炭。

一、历史长河中汇金第三次通过二级市场增持国有银行

昨日，中央汇金公司宣布：自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作；且根据四大行披露的信息显示，汇金分别增持了工、农、中、建 A 股约 1458 万股、3907 万股、351 万股、738 万股；根据 10 日四大行的 A 股收盘价计算，汇金此次共耗资约 1.97 亿元。

近期市场屡创新低，昨日上证指数再次刷新 2338.68 的新低点，在昨日收盘 17 分钟后市场发布汇金增持四大行的信息，作为国有独资的代表国家依法行使对国有银行等重点金融企业的窗口，汇金增持四大行释放的是什么信号是我们考虑的重点。

本次汇金通过二级市场增持四大行是历史上类似情形的第三次增持，前两次为 2008 年 9 月 19 日、2009 年 10 月 9 日。从国内和国外的经济和市场环境看，我们认为此次增持的情形与 08 年 9 月更为接近。

表 1: 汇金公司历史二级市场增持国有银行

时间	增持内容
2008 年 9 月 23 日	汇金公司通过上海证券交易所交易系统购入中国工商银行、中国建设银行、中国银行各 200 万股股票
2009 年 10 月 9 日	工商银行、中国银行、建设银行分别公告：三行均于 10 月 9 日收到股东汇金公司通知，汇金公司于近日通过上交所交易系统买入方式增持三行 A 股股份，汇金共增持工行 2.81 亿股，约占其总股本的 0.08%；增持中行 8160.7 万股，约占其总股本的 0.03%；增持建行 1.29 亿股，约占已发行总股份的 0.06%。 汇金公司并拟在未来 12 个月内（自本次增持之日起算）以自身名义继续在二级市场增持三行股份。
2011 年 10 月 10 日	中国银行、建设银行、工商银行及中国农业银行 10 日晚分别发布公告称：公司股东中央汇金投资公司当日增持中国银行 A 股 350.97 万股，增持建设银行 A 股 738.44 万股，增持工商银行 A 股 1458.4 万股，增持农业银行 A 股 3906.83 万股。

资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

二、汇金此次增持与 08 年国内及国外环境更为接近，但约束条件更多

前面我们说到，类似通过二级市场增持四大银行股份的操作发生过两次。那么哪次案例更值得我们参考呢？我们认为，无论是国内经济形势还是海外市场和经济环境来看，08 年的案例更值得参考。

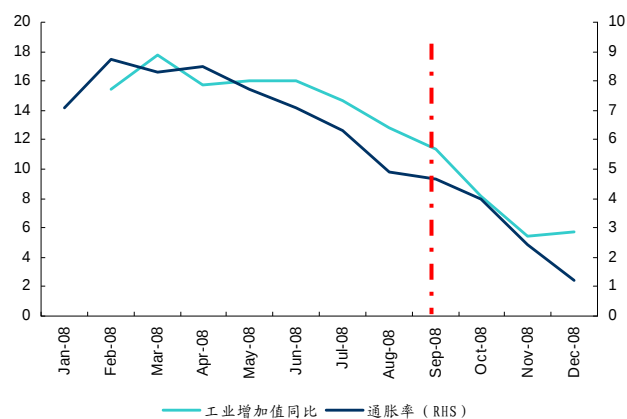
2.1 目前国内经济形势与 08 年对比

首先，从实体经济表现来看。08 年的情况与当前较为接近，从宏观经济周期阶段的判断来看，当前与 08 年一样，都属于衰退阶段。自 08 年 2 季度开始，国内实体经济已经确立了衰退的趋势，一方面工业增加值增速持续下滑，此外通货膨胀率也在一直下行。这与当前国内的经济形势，我们判断目前国内实体经济已经出现小幅衰退，正在等待未来的快速下行。根据翘尾因素和新增因素的分析，我们预计进入衰退以后工业增加值可能会出现加速的下行。此外，从库存周期来看。虽然目前库存还没有确立下行的趋势，但是随着宏观经济周期下行的趋势确立，主动去库存阶段或将

很快到来。而由于目前库存还较高，未来去库存压力将会较大。

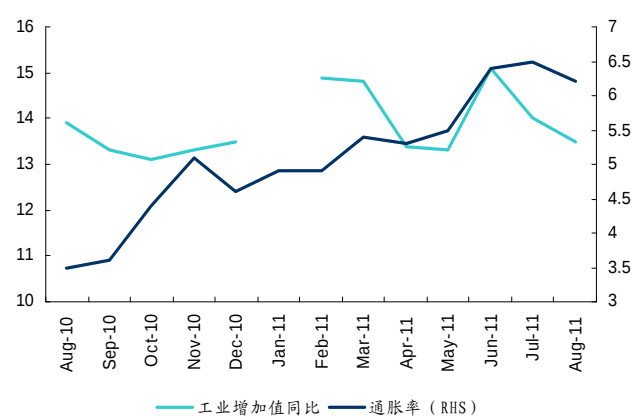
与 08 年不同，09 年实体经济的表现较为好，实体经济逐渐走出通缩，工业增加值增速也有所提升，呈现出强劲的复苏态势。股市在趋势上终归遵从于基本面的走向，从基本面判断的角度来看，我们认为 08 年的案例更加值得关注。

图 1: 08 年通胀已现快速下滑趋势



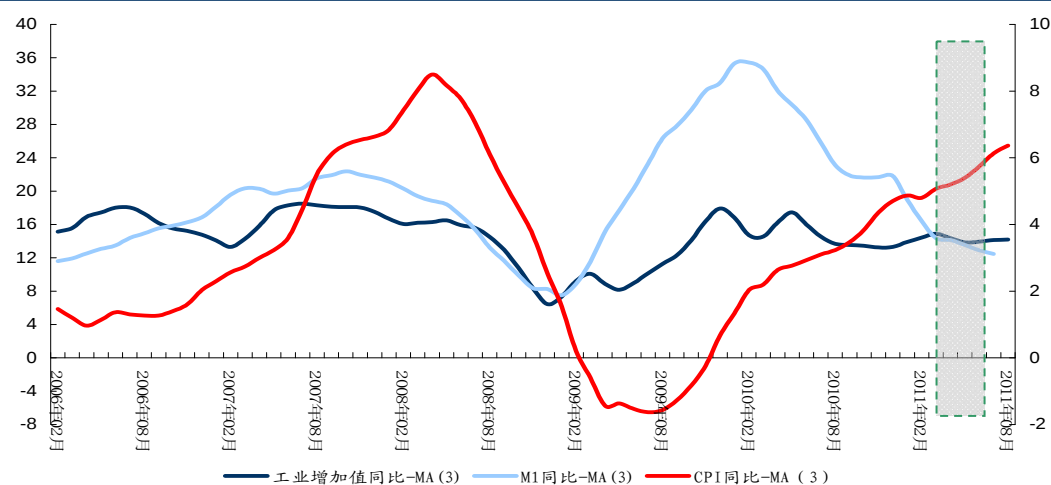
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 2: 目前通胀仍处高位，控通胀压力大



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 3: 目前经济已凸显小幅“衰退”



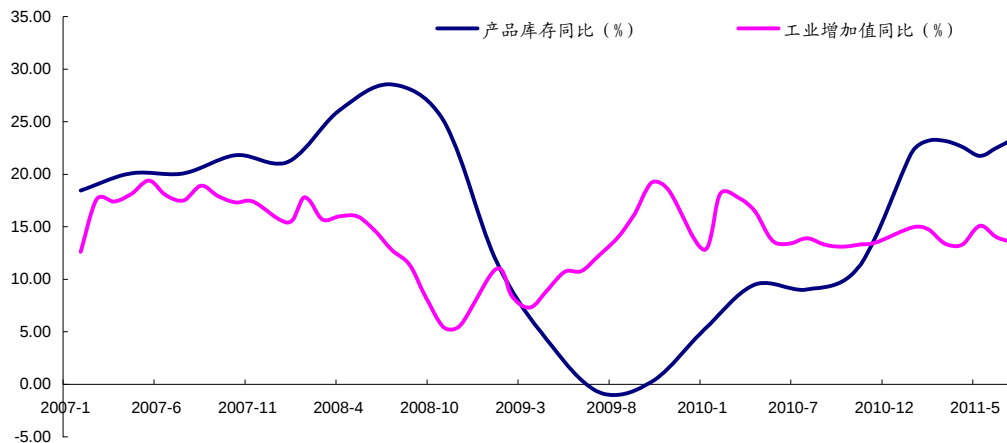
资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

表 1: 工业增加值翘尾分析

	工业增加值翘尾	基数带来的下降	年内新增长因素变化	假设未来零增长下的估计
1月	12.661		1.439	
2月	11.212	1.449	2.888	
3月	10.020	1.193	4.780	
4月	9.473	0.547	3.927	
5月	8.984	0.489	4.316	
6月	8.500	0.484	6.600	
7月	7.975	0.525	6.025	
8月	6.531	1.445	6.969	
9月	5.197	1.334		12.166
10月	3.747	1.450		10.717
11月	2.114	1.633		9.083
12月	2.114	0.000		9.083

资料来源: CEIC, 长江证券研究部

由工业库存同比与工业增加值同比来看, 当前工业企业所处库存周期阶段为被动补库存。由于一些行业基于三季度进入季节性旺季的判断扩大的生产, 实际上并没有在需求层面上得到完全的消化, 所以整体工业企业库存处在被动补库存阶段。但考虑到多数中游制造业面对产品库存累积的压力开始主动降低产出, 接下来进入去库存是大概率事件。

图 4: 工业增加值同比与库存同比反映的库存周期


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

2.2 目前外围环境与 08 年对比

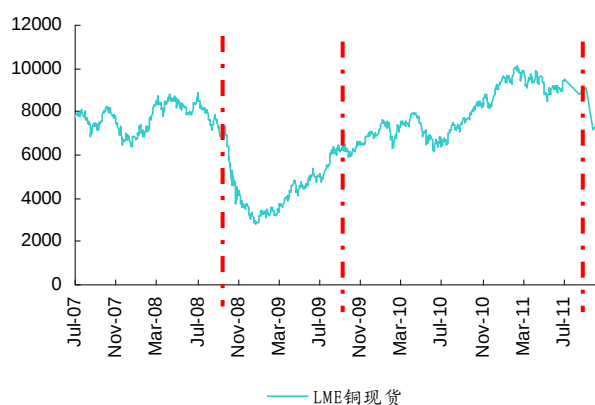
在海外市场方面, 本次增持与 08 年 9 月增持的相近之处还在于海外市场的环境。08 年次贷危机正在深入, 其影响已经波及实体经济。当时海外市场与当前相近, 同样是避险情绪高涨、市场动荡的时期。在避险情绪的推动下, 美元上涨、大宗商品价格则有所回落, 美国股市也处于快速下行的过程之中。在实体经济方面, 当前欧美实体经济也在下滑之中。反观 09 年 10 月的海外经济, 避险情绪消退, 各国开始进入复苏阶段。全球制造业 PMI 回到 50 以上, 美元回落, 大宗商品价格回升。当前海外实体经济和市场的表现确实与 08 年的案例类似, 一方面欧元区主权债务危机令市场的避险情绪始终高涨, 美元大幅上涨, 大宗商品价格也在下行通道之中。另一方面, 受制于低迷的消费信心美国实体经济疲弱, 欧元区经济也受到债务问题的影响持续回落。所以, 从海外市场来看也支持我们 08 年案例更有可比性的观点。

图 5: 08 年的世界经济走向与当前更加类似



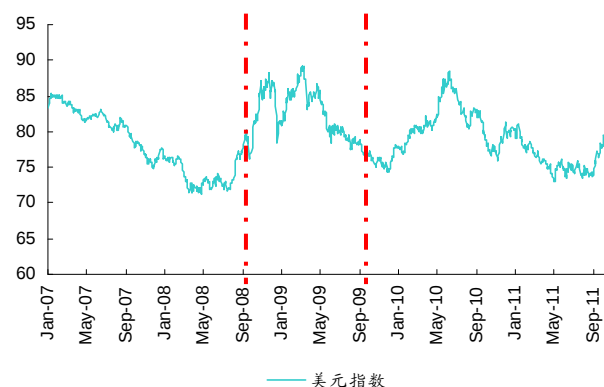
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 7: 08 年 LME 铜现货价格同样处于回落状态



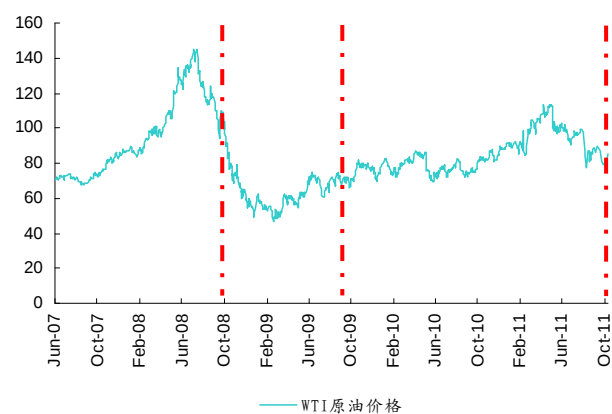
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 6: 08 年美元指数上行同样反映了避险情绪的上扬



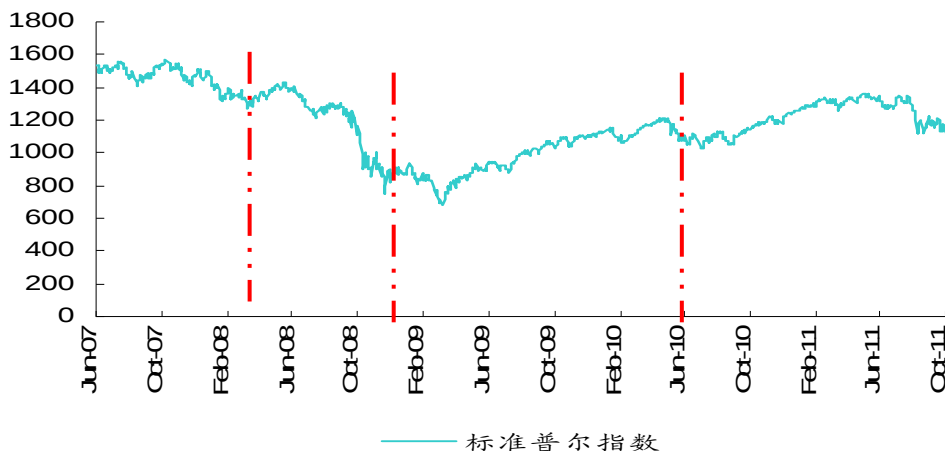
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 8: 08 年 WTI 原油价格也在回落



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 9：当前美国股市同样低迷



资料来源：IMF，长江证券研究部

2.3 总结和提示

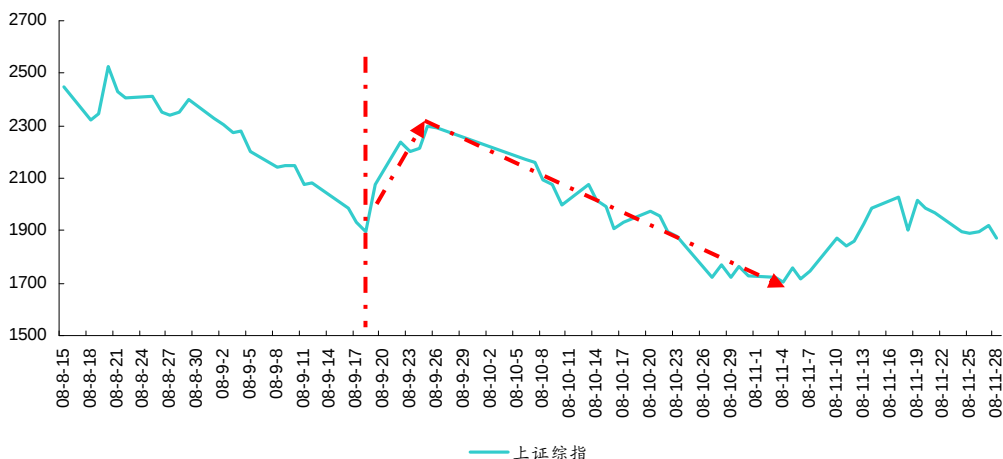
如我们之前的分析，从国内实体经济的周期阶段判断来看，08 年和当前都处于步入衰退的阶段。此外，海外市场方面，08 年也与国内类似，海外市场上风险情绪高涨，美元上涨、大宗商品价格回落。在此种基本面缺乏支撑的情形下，汇金增持对于股市的推动作用或将难以持续。因此，我们认为此次汇金增持的效果更应该参考 08 年的情形，结果可能也会较为类似——推动作用难以维持。

此外，需要提示的是，当前国内市场获得良好表现所受的限制更多。其中最主要的因素在于通货膨胀，由于当前通货膨胀水平仍高，对于货币政策和流动性情况改善的期待不会过于浓烈，市场因此获得持续向上动能的概率也较低。

三、08 年汇金增持市场表现

从 08 年汇金增持后市场表现看，市场在 2008 年 9 月 19 日当天涨幅为 9.46%，9 月 22 日涨幅为 7.77%，而在这波反弹 9 月 19 日——9 月 26 日，上证综指涨幅为 21.67%，而后市场进入下降通道，在 10 月 28 日，市场现最低点，上证综指跌幅达 24.91%。

图 10：08 年汇金增持后市场表现



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

从申万一级行业表现看，在反弹行情汇总，采掘、金融服务行业表现较好，而在市场下跌区间中有色金属、黑色金属、餐饮旅游及交通匀速表现较差。

在申万二级行业中，在反弹过程中，证券、煤炭表现较好。

表 3：08 年汇金增持申万一级行业表现

市场反弹期市场表现		市场下跌期市场表现	
	2008-9-19 至 2008-9-26		2008-9-28 至 2008-11-4
SW 采掘	28.6	SW 有色金属	-35.44
SW 金融服务	24.19	SW 黑色金属	-34.15
沪深 300 成份	22.23	SW 综合	-33.48
上证综合指数成份	21.67	SW 餐饮旅游	-33.43
SW 建筑建材	21.05	SW 交通运输	-31.98
SW 房地产	18.34	SW 化工	-31.8
SW 交通运输	16.66	SW 轻工制造	-31.53
SW 黑色金属	15.86	SW 信息设备	-31.11
SW 信息服务	15.79	SW 电子	-30.53
SW 机械设备	15.39	SW 机械设备	-29.8
SW 化工	15.09	SW 商业贸易	-29.48
SW 商业贸易	14.83	SW 纺织服装	-29.19
SW 综合	14.78	SW 交运设备	-27.68
SW 交运设备	14.46	SW 采掘	-25
SW 家用电器	14.46	上证综合指数成份	-24.91
SW 农林牧渔	14.03	沪深 300 成份	-24.67
SW 有色金属	13.79	SW 食品饮料	-24.49
SW 公用事业	12.52	SW 建筑建材	-24.43
SW 纺织服装	11.68	SW 房地产	-22.75
SW 餐饮旅游	11.2	SW 农林牧渔	-22.67
SW 信息设备	9.62	SW 金融服务	-21.46
SW 医药生物	9.41	SW 家用电器	-20.62
SW 电子	8.71	SW 信息服务	-19.31
SW 轻工制造	7.02	SW 公用事业	-16.95
SW 食品饮料	6.75	SW 医药生物	-16.67

资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

表 4: 08 年汇金增持申万二级行业表现

市场反弹期市场表现		市场下跌期市场表现	
	2008-9-19 至 2008-9-26		2008-9-19 至 2008-9-26
SW 证券 II	47.9	SW 其他采掘 II	-48.09
SW 煤炭开采 II	30.36	SW 航运 II	-41.35
SW 石油开采 II	27.88	SW 煤炭开采 II	-38.88
SW 通信运营 II	25.51	SW 汽车零部件 II	-38.38
SW 其他采掘 II	25.51	SW 多元金融 II	-38.3
SW 保险 II	25.5	SW 公交 II	-37.5
SW 多元金融 II	25.1	SW 贸易 II	-37.29
SW 贸易 II	22.59	SW 仪器仪表 II	-37
SW 专用设备	21.73	SW 旅游综合 II	-36.84
SW 银行 II	21.7	SW 航空运输 II	-36.82
SW 建筑装饰	21.67	SW 证券 II	-36.32
SW 公交 II	20.56	SW 酒店 II	-36.19
SW 农产品加工	19.6	SW 造纸 II	-36.04
SW 航运 II	19.58	SW 有色金属冶炼与加工	-35.72
SW 航空运输 II	19.39	SW 石油化工	-35.53
SW 建筑材料	19.2	SW 专用设备	-35.16
SW 房地产开发 II	18.78	SW 机场 II	-34.34
SW 水务 II	18.13	SW 橡胶	-34.28
SW 石油化工	18.01	SW 钢铁	-34.15
SW 汽车整车	17.6	SW 塑料 II	-34.05
SW 港口 II	17.13	SW 饲料 II	-33.72
SW 铁路运输 II	16.71	SW 综合 II	-33.48
SW 种植业	16.69	SW 农产品加工	-32.83
SW 钢铁	15.86	SW 通信设备	-32.64
SW 白色家电	15.54	SW 光学光电子	-32.37

资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

四、市场观点

本次为汇金增持，我们认为由于缺乏实体经济强劲表现的配合，其对市场的推动力难以在中长期持续；并且由于市场已经历过类似政策刺激，市场对于该类刺激的效果已经有所领悟，且本次约束条件更多，其对于市场的刺激作用边际效应递减；经历史对比，本次刺激可能利好的板块主要是券商和煤炭。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

胡瑞丽，华中科技大学金融学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究方向为主题投资与策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。