



2011.10.23

股市底部还远吗？

策略团队：

钟华：

电话：021-38674602

邮箱：zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔：

电话：021-38674603

邮箱：shiweixiang007983@gtjas.com

张晗：

电话：021-38676675

邮箱：zhanghan@gtjas.com

陈思翀：

电话：021-38674878

邮箱：chensichong010546@gtjas.com

江亚琴：

电话：021-38674622

邮箱：jiangyaqin008083@gtjas.com

	陈思翀	张晗	钟华
	021-38674878	021-38676675	021-38674602
	chensichong010546@gtjas.com	zhanghan@gtjas.com	zhonghua008457@gtjas.com
编号	S0880511060001	S0880511010055	S0880511010056

本报告导读：

9月底以来债券市场的利率产品迎来了本年度最重要的反弹，各品种收益率都出现了明显的下降，这些现象都标志着流动性正在如我们之前判断的那样环比不断改善，因此我们认为在债市出现底部以后，股市的底部也不远了。

摘要：

- 利率的水平决定了股票估值的高低，特别是长期国债利率反应了长期通胀以及经济增长的预期。也是股市用来做贴现率的标准利率。在Fed模型中，长期国债收益率越高，市盈率越低，反之，市盈率则约高。
- 9月初的报告《政策已经露出了一半的底牌中》中，我们认为央行的货币政策已经暂告一个段落，银行在对货币政策预期逐步稳定的过程中，各个利率产品都会出现下降，以利率衡量的流动性将出现明显的改善。
- 央行在扩大存款准备金基数以后，9月市场经历了2次准备金的上缴，但是银行间回购利率并没有出现之前上缴准备金时的拆借利率的大幅跳升，之后在9月20日之后，作为基准利率的10年国债收益率出现了明显的下降。随后就是央票2级市场利率的下降，在国庆之后我们看到了之前高高在上的票据直贴利率也出现了明显的回落。
- 近日，3年期央票的发行利率也出现了下降，我们也认为是央行货币政策走向中性的标志之一。
- 结合这几项，包括债券市场底部已经越来越清晰的前提，我们认为流动性的拐点已经到来了，股市的底部距离债券的底部不会太远了。

相关报告

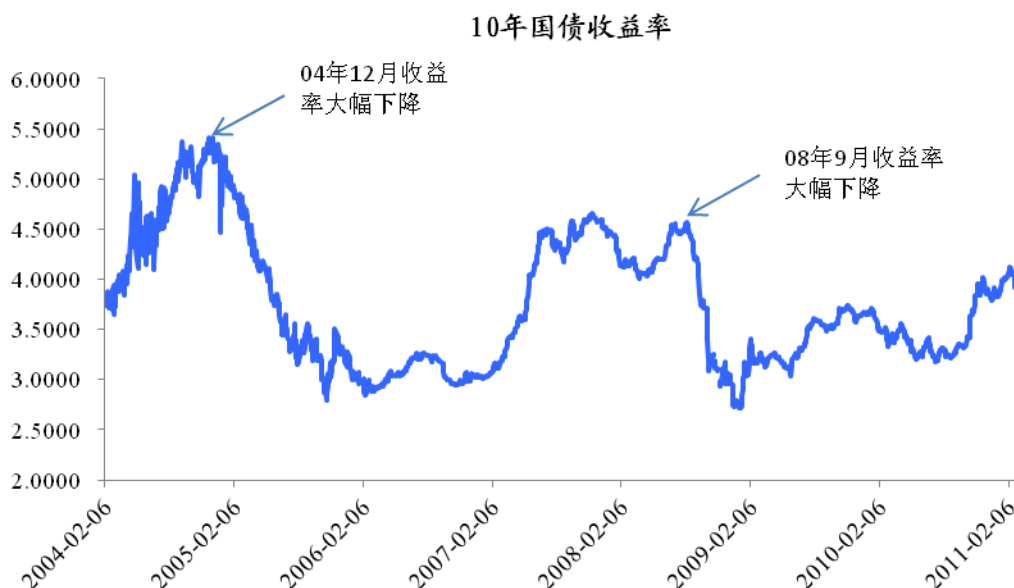
《策略一周——大宗跌了，何去何从》	2011.05.09
《业绩风险与市场博弈》	2011.05.08
《策略一周——“鸵鸟”策略》	2011.05.03
《定向增发投资的收益分布和组合构建》	2011.05.03
《寻找稳定性机会》	2011.04.25

1. 利率和股市的关系

利率的水平决定了股票估值的高低，特别是长期国债利率反应了长期通胀以及经济增长的预期。也是股市用来做贴现率的标准利率。在 Fed 模型中，长期国债收益率越高，市盈率越低，反之，市盈率则约高。

国内 A 股在 05 年和 08 年底都迎来级别较大的上涨，在这之前，我们都看到了，10 年期国债收益率的大幅下降。

图 1 04 年底与 08 年国债收益率下降后都出现了牛市



数据来源：国泰君安研究

由于 03 年非典的原因，04 年年初投资增速达到了 50%，引起了国内的宏观调控，在 10 月份，央行做了一次 27bp 的利率调整。这次加息现在看被认为是滞后的，国债利率也在那个时候创出了新高，之后由于 CPI 持续下行，以及利率调整再也没有发生，国债利率迅速作出了反应，出现了长达一年多的债券牛市，直到 06 年 8 月央行再次开始加息。

而 08 年的国债收益率的高点出现在 6 月份，央行在 6 月份一次性上调了 1 个点的准备金，经过 2 个多月的等待以后，国债收益率在 9 月份就出现了下行，走在了央行 10 月份开始下调基准利率之前。债券市场在 9 月份已经非常灵敏的感受到央行货币政策将要作出调整。

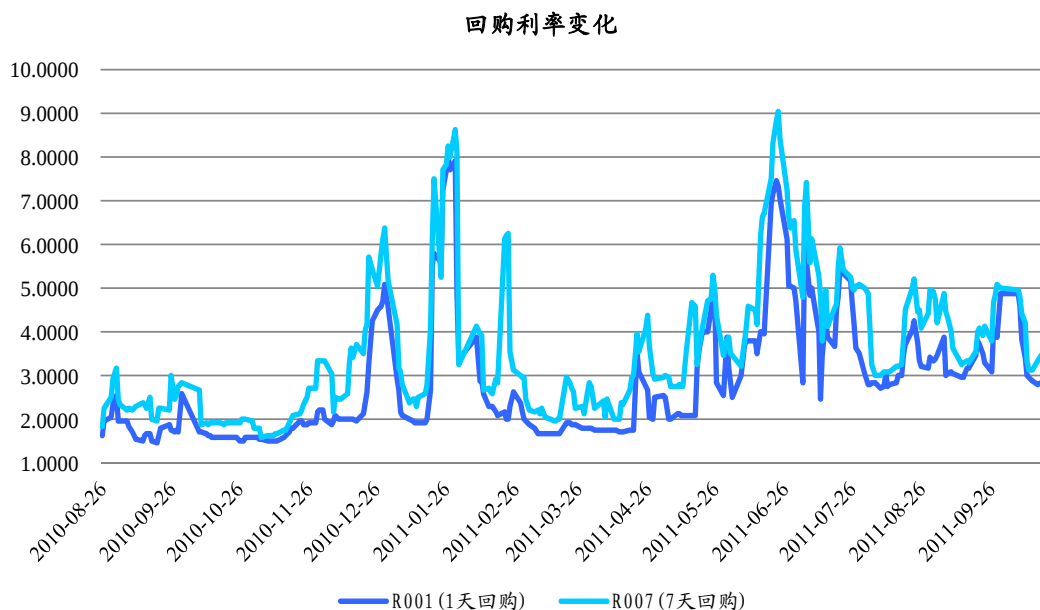
这一次，债券市场的收益率也走在了央行货币政策之前。

2. 利率水平开始整体下移

9 月份初开始，整个市场经历了两次存款准备金的上缴，10 月份也经历了一次，但是我们发现最能反映银行资金头寸的指标，银行间回购利率

并没有出现市场之前所预期的那样出现大幅跳升的情况，而是一直维持在比较温和的水平上。

图2 回购利率在准备金缴款日也非常平稳

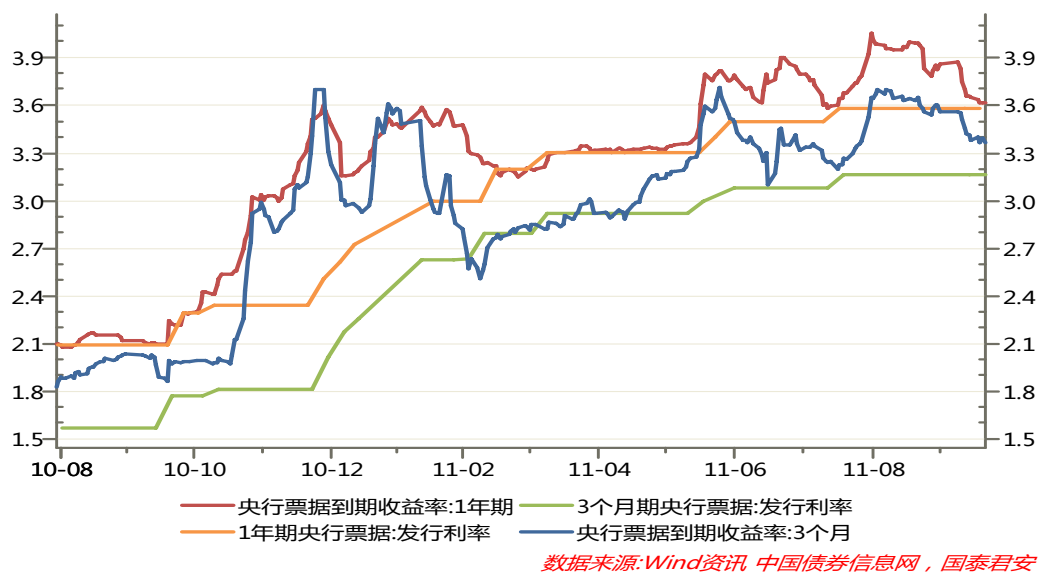


数据来源：国泰君安研究

银行间市场的回购利率我们认为，反应了两方面的信息，第一，是银行实际的资金头寸，第二，是银行对于货币政策预期。当9月份开始，银行陆续明确货币政策不会继续收紧后，紧缩预期逐渐消除，利率水平就只反应了银行的实际资金头寸，因此我们看到回购利率持续维持比较低的位置上。

在银行资金面改善的情况下，我们看到10年期国债利率在9月20日开始出现了比较大的下降（图1）。并且在央票二级市场上，我们也看到了同样的现象。

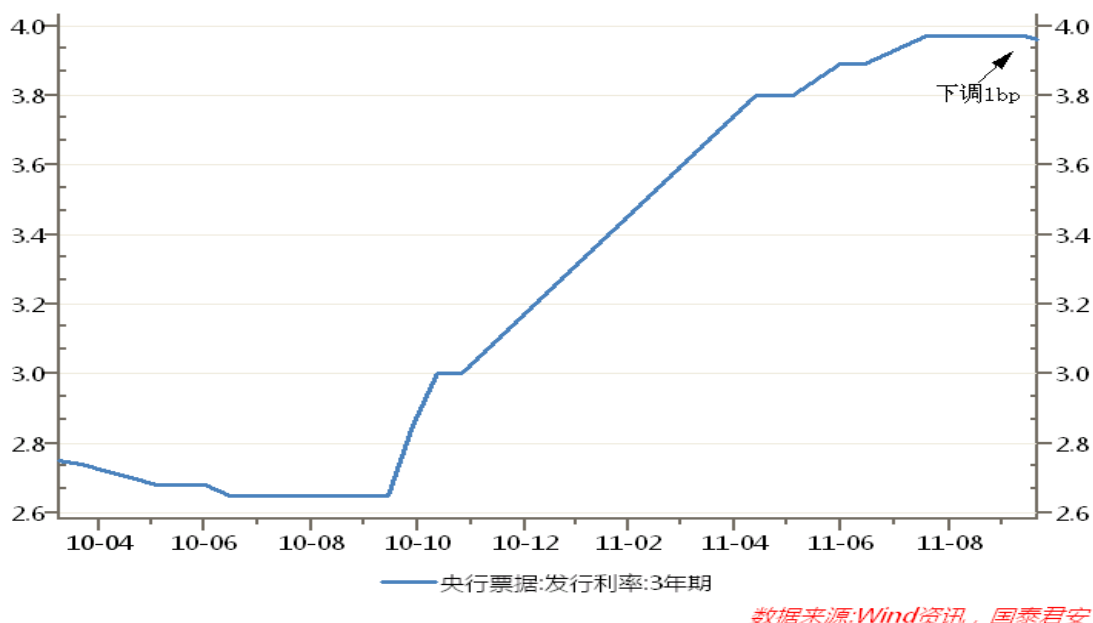
图3 央票二级市场利率也出现了下降



作为对于基准利率反应最敏感的一年期央票利率在二级市场也回到了发行利率的水平，这对于货币政策特别是利率的政策预期出现了比较明显的变化。

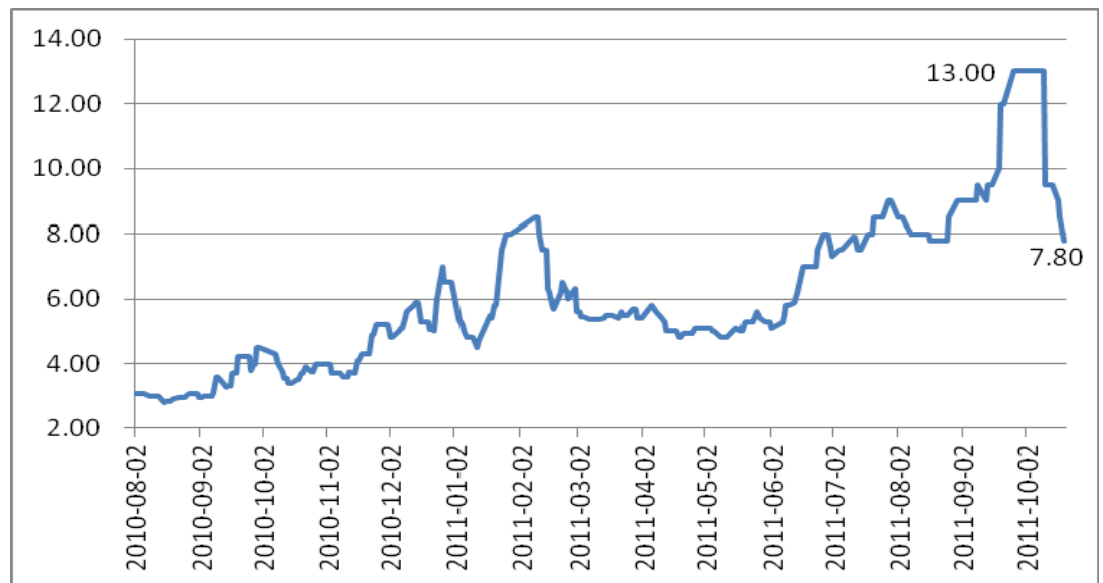
周四，央行发行了3年期的央票，虽然冻结的资金期限比较长，但是一个最明显的变化就是央行把3年期央票的发行利率往下调整了1bp。虽然3年期央票的利率下调不具有1年期央票发行利率那样的指引作用，但是这在一定程度上反应银行资金面比较宽松，即使在利率下降的情况下，仍然具有较强的需求。

图4 10月20日三年央票发行利率下调1bp



在银行间的资金头寸逐步宽松之后，我们看到票据直贴利率在节后也出现了大幅度的下降，从国庆前的13%下降到目前的7.8%（图5）。

图 5 票据直贴利率在国庆后大幅下降



数据来源：国泰君安研究

3. 总结

我们觉得，目前的货币政策正在逐渐走向中性，而在这个过程中，债券市场的收益率对货币市场是最敏感的，也是反应最快的。在债券市场利率调整以后，对于银行各种以固定收益为投资标的的理财产品预期收益率也会出现下降。同时由于票据直贴利率的下降，也会导致实体经济借贷成本的下降，这些一连串的效应最后也能比较有效的解决目前的高利贷问题。使得社会的融资成本出现整体性的下降。

从趋势上来看，我们认为在 CPI 出现同比下降以后，货币政策继续紧缩的必要性和可能性已经越来越低，而仅仅通过公开市场操作，很难起到积压银行剩余流动性的目的，因此利率水平再次出现跳升的概率很小。因此我们也认为在债券底部出现后不久，股市的底部出现的日子也不远了。

作者简介:

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

张晗:

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

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		