



2011.10.26

政策已经露出了全部底牌

	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：

央行上周3年期央票利率下调以及温总理昨天的讲话，都使我们确信政策的底牌已经全部看清——紧缩的货币政策以及宏观调控已经告一段落。市场将迎来期待已久的上涨。

摘要：

- 9月初我们写了《政策已经露出一半的底牌》，中期观点逐渐转为乐观。现在我们认为通过近期央行3年期央票发行利率下调以及温总理的讲话，政策底牌已经十分明确，货币政策的紧缩和宏观调控已经到头了。
- 我们认为9月CPI同比下降已经确立了CPI同比下行的趋势，CPI同比再次出现反复的概率很小，货币政策紧缩的必要性已经不存在。
- 目前整体利率水平都出现了明显的下降，也为市场整体估值提升带来契机。
- 由于流动性的逐步放松，企业的资金面将逐渐改善，避免了经济硬着陆的风险，宏观调控的目标基本上已经达到。
- 温总理近日的讲话，再次确认了政策的紧缩已经到头，为市场的上涨迎来久违的契机。

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

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. 从9月开始，政策已经进入观察期

我们在9月初的报告《政策已经露出一半的底牌》中明确指出，准备金上缴基准的扩大，可能是政策的最后一次调整，后面就将进入政策观察期。

在此之后，我们看到政策确实已经放弃了持续紧缩的政策，政府和市场都在观察前期政策所带来的对实体经济和对市场带来的滞后影响。在9月之后的1个多月的时间里，我们看到了实体经济上，中小企业的融资难，中小企业主因为资金紧缩导致的“跑路”事件，各地高利贷集资导致的社会安定问题。A股市场也在经济硬着陆的恐吓中，一直缺乏上涨的动力。

2. 积极因素开始积累

虽然A股市场特别是中小盘个股从9月开始跌幅比较大，但是债券市场上，各个品种都迎来了今年最重要的上涨。（见《股市底部还远吗？》）。债券市场对于政策和资金面的理解往往会领先于A股市场几个月时间，这在05年以及08年我们都看到了同样的现象。

这是我们确信，债券收益率的下行将会带动市场整体估值的抬升。并且我们认为这次的抬升是单方向的，因为我们认为从09年中开始的货币政策紧缩带来的流动性收紧导致的市场整体估值的下降已经结束了。并且流动性改善带来的估值上升不会再次被货币政策紧缩所消灭。

我们在《政策已经露出一半的底牌》中认为，在数量控制上央行已经到头，但是在价格工具上，央行可能还会有所动作，但是在上周央行把3年期央票的发行利率往下调整了1bp，这也说明价格工具再次上调的可能性已经没有了。

这些积极因素已经使我们确信，货币政策的紧缩已经到头，而公开市场操作，对市场的影响将远远小于准备金和利率调整对于市场影响。只是央行公开市场操作的日程工作。

3. 通胀的忧虑

在我们和投资者交流中，投资者对通胀见顶，仍然持怀疑的态度。这主要因为市场今年一次次的被年初对于CPI的乐观预期所欺骗，现在还没有从悲观的预期中调整过来，以至于在拐点出现的时候，仍然不敢于确认。

对于今后通胀的判断，我们宏观率先提出了明年3%的通胀观点。也就是从今年5.5%左右的通胀，下降2.5个百分点。作为策略，我们十分的

赞同我们宏观作出的大胆判断。

首先，从 10 年开始的紧缩力度，已经大大超过 08 年的紧缩力度了，按照货币供应变化领先 CPI 半年至一年这样的规律，我们认为明年 CPI 再创新高的可能已经很低。

第二，在中国历史上，CPI 从来不存在控制不住的情况，一般通胀持续的时间最多只有 1 年左右的时间，因此在明年再次出现通胀反复的可能非常低。

第三，在今年猪肉价格对于 CPI 的贡献非常大，猪肉价格涨幅达到了 100%，对于猪肉明年精确涨幅作为策略很难判断，但是我们认为即使明年猪肉涨幅有 50%，也就是从现在 20 元/公斤的生猪价格涨到 30 元/公斤的生猪价格，明年猪肉价格对于 CPI 的贡献也只有今年的一半。假设其他品种涨幅都和今年差不多，CPI 再次回到 6% 的高位可能性也非常低。何况生猪价格上涨 50% 的概率非常小，也就是我们会在市场上看到 40 元/斤的猪肉。我们认为这种可能几乎没有。

基于上面 3 点，我们对于 CPI 走弱非常乐观。同时由于，市场对于 CPI 普遍悲观，因此只存在 CPI 大幅低于预期，而不会出现高于预期的情况。

4. 增长的疑问

市场另一个疑问是增长，会不会硬着陆。

从 10 年年中就开始出现经济过冷和硬着陆的论调，但是 GDP 的增长一直保持的比较平稳的 9% 左右的同比增长，在持续了一年以后也就是 GDP 的环比折年率也保持了 9% 左右的增长。

GDP 的增长虽然出现轻微的下降，我们认为在政府的眼里是一个主动调控的结果，属于政策目标已经达到。

在现在紧缩政策已经到头的背景下，我们认为经济开始重新恢复增长的动力。硬着陆的风险不会存在，同时外需的减弱，正好避免了经济过热的风险。

这点在近期公布的汇丰 PMI 数据上也得到了验证。

5. 政策信号已经非常明显

6 月中，温总理也有通胀可控的表述，我们认为这主要是出于安抚社会情绪的目的。政策的表述还需要通过政策的执行来理解。7 月的加息表明政府对于政策力度还是心存疑虑的。

而从 9 月份开始，政策明显放缓，已经处于明显的观察期，而昨天问总

理的讲话，也有标志性的作用。因此我们认为政策告一段落的意图已经非常明显。

6. 总结

我们认为政策信号已经非常明确，紧缩的政策已经到头，长期以来压制市场上涨的因素将逐渐消除，市场将迎来久违的上涨。

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		