

业绩向下与流动性上行，主题性机会凸显

民生精品---策略周报

2011 年 12 月 04 日

报告摘要:

● PMI 降至 49，实体经济显衰退趋势

11 月份中国 PMI 指数公布，49 的数值创造了 33 个月来的新低，低于 50 也意味着中国经济处于衰退的边缘。四季度中国经济的放缓速度可能超于预期，同时，结合上一周公布的 10 月份工业企业利润增速的大幅下降，四季度上市公司业绩增速也将大幅下降。

● 存准下调意在维持信贷合理增长，政策拐点显现

11 月 30 日，央行宣布下调存款准备金率。本次存款准备金率的下调意味着政策拐点的来临确认。在外汇占款减少以及存款下降的背景下，银行存贷比压力是本次下调的主要原因，驱动点是保持信贷合理增长。鉴于货币政策大幅度放松的可能性依旧不大，短期内，我们仍然建议关注财政政策走向，把握主题性机会。

● 短期流动性趋于改善，信贷投放不及预期

存款准备金率下调将释放资金 4000 亿元左右，银行间市场资金面紧张态势将改善。同时，由于下旬有财政存款的投放，因此流动性在 12 月份的好转将呈现逐步递增格局。公开市场操作上，由于 12 月份资金面的好转和近期公开市场到期资金量较少，预计 12 月份净回笼概率较大。受 11 月份银行资金面紧张影响，信贷投放可能不及预期。

● 市场运行：关注行业规划和财政政策走向

在经济基本面低迷，上市公司业绩下滑的背景下，政策拐点是唯一确定因素，且将是决定市场走势的关键。实际上，10 月底一波小反弹就是在小微和区域政策刺激下拉动的。对于未来，我们建议关注近期将要密集公布的一系列行业规划。尤其是环保大会、明年一号文件、能源科技、生物医药产业“十二五”规划给相关行业带来的结构性机会。重点看好电力电网、农业、军工、环保四大主题。

民生证券研究所

策略分析师：张琢

执业证号：S0100210110002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

分析师：陆俊龙

执业证号：S0100511090002

电话：(8610)8512 7665

邮箱：lujunlong@mszq.com

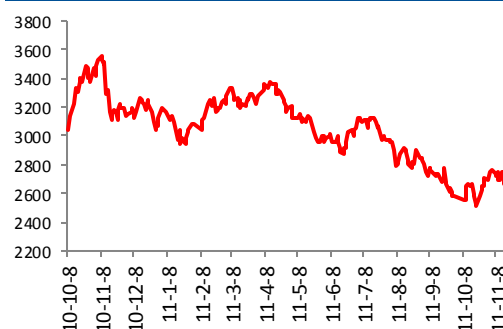
联系人：马科

电话：(8610)8512 7665

邮箱：make@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 17 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	27.52
流通市值 (万亿)	18.05
市盈率 (TTM)	14.28
市净率 (MRQ)	2.24

本周在众多因素的刺激下市场剧烈震荡，上演了一出过山车行情。经过消息面的刺激和考验，市场的筑底时间可能延长。从目前的情况看，除政策的拐点来临基本确定之外，其他方面的拐点还需要等待：在明年经济减速成为共识的情况下，增速下滑的幅度、时间长度和时点的不确定成为股市上行的主要抑制因素。

我们认为，无论是国内政策因素主导下的投资增速，还是受外围市场影响的出口，其形势的确定都需要等到明年上半年。这期间市场情绪仍然以观望和调整为主，基于中国经济所处的转型阶段以及货币政策在转型中所能发挥的作用微弱，我们仍然建议短期内关注财政政策走向，把握主题性的投资机会。

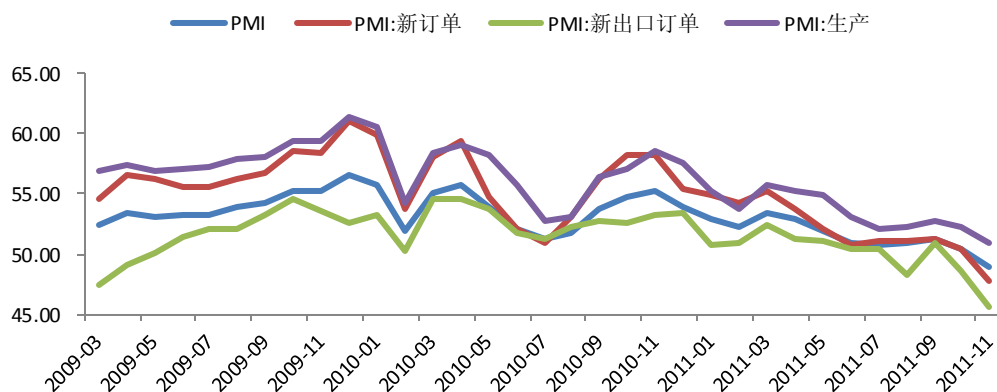
一、PMI 降至 49，实体经济加速下滑

1 日，11 月份中国 PMI 指数公布，49 的数值创造了 33 个月来的新低，低于 50 也意味着中国经济处于衰退的边缘。四季度中国经济的放缓速度可能超于预期，同时，结合上一周公布的 10 月份工业企业利润增速的大幅下降，四季度上市公司业绩仍将大幅下滑。

（一）生产和需求放缓，四季度出口增速将下降

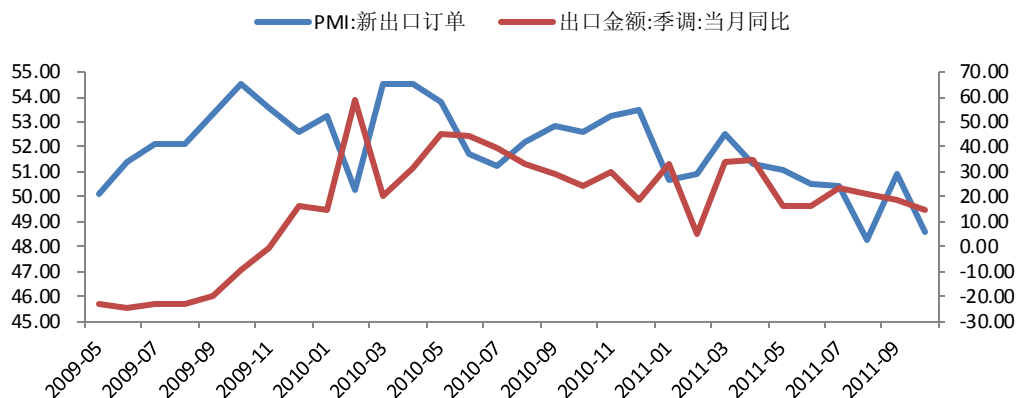
11 月份 PMI 生产和新订单指数显著下滑，50.9 和 47.8 的数值分别较上个月下滑了 1.4 和 2.7 个点。需求和新订单的下降是生产下降的原因，这意味着四季度投资和需求的增速将进一步回落。同时，由于新出口订单是出口增速的先行指标，11 月份新出口订单的显著下滑也意味着出口增速在后续月份的继续下行。

图 1：PMI 生产和订单指数下降较为明显



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：PMI 新出口订单指数是出口增速的先行指标

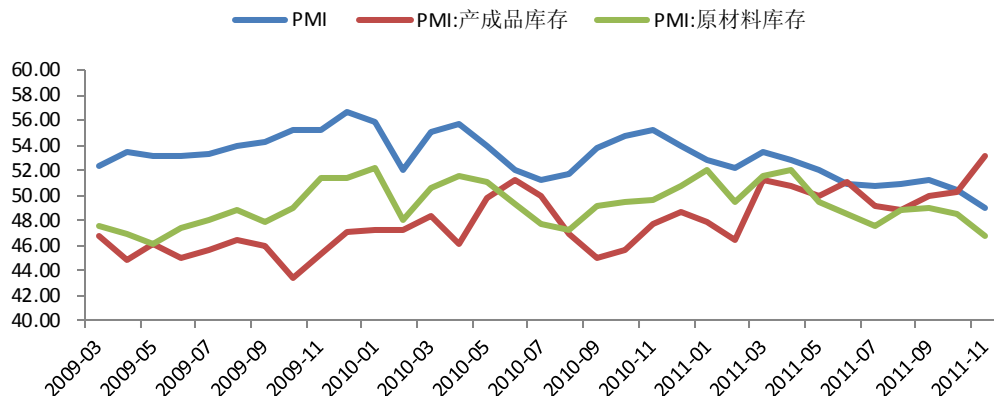


资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）产成品库存上升导致企业进入被迫去库存阶段

受需求增速放缓影响，企业产成品库存大幅上升，11 月份 PMI 产成品库存 53.1，较 10 月份 50.3 上升了 2.8 个点。同时考虑到新订单的减少带来的新增需求的下降，企业将被迫进入到产成品的去库存阶段。在原材料库存方面，11 月份原材料 46.7，较 10 月份下降 1.8 个点，PPI 下行是企业原材料库存减少的主要原因。

图 3: 产成品库存上升引导企业进入去库存阶段



资料来源: Wind, 民生证券研究所

二、存准下调意在保信贷合理增长，政策拐点到来

11 月 30 日晚，中国人民银行决定，从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。调整后我国大型金融机构将执行 21.0% 的存款准备金率。这是近 3 年来，我国存款准备金率首次下调。

实际上，市场上关于是否下调以及如何下调存款准备金率的争论在 8 月份就开始出现，因此这一事件本身并不超出预期，但是在时间点上比市场大部分预测都要提前。

（一）此次下调存准率，直接目的是保证信贷合理增长

在目前仍为负利率和金融脱媒现象愈演愈烈的情况下，居民户存款增长缓慢。继 4 月居民存款减少 4678 亿元和 7 月减少 6656 亿元之后，10 月再减少 7272 亿元，前 10 个月居民户存款增加 29028 亿元，比去年同期减少 3469 亿元。

在 75% 存贷比考核和 21.5% 的存款准备金率下，如果居民户存款增加有限，银行将无钱可贷。

在此情况下比较现实的办法是下调存款准备金率。以目前 79.2 万亿元各项存款余额计算，下调存款准备金率 0.5 个百分点，将释放资金约 4000 亿元，这就保证了信贷合理增长。

（二）物价明显回落是存准率下调的重要因素

自 2010 年 1 月至今年 6 月央行连续 12 次上调存款准备金率被认为是抑制流动性、防通胀、抑通胀的重要手段，物价明显回落被认为是存准率下调的重要条件。

根据商务部的监测，自 9 月下旬以来，国内肉类价格已连续 9 周下跌，蛋类价格已连续 8 周下跌，主要越冬蔬菜大白菜、萝卜和土豆价格暴跌，预测 11 月食品价格环比将在 -0.8%—-1.0% 之间，食品价格同比上涨将回落到 9%，CPI 环比将下跌 0.2%，同比将回落到 4.3%，比 10 月低 1.2 个百分点，12 月有可能回落到 4% 左右，物价明显回落，并呈现加速下行趋势，下调存款准备金率的物价条件已经成熟。

（三）接下来的货币政策将转向“名义稳健，实际宽松”

在 2012 年上半年房价下跌有限、商品房投资不出现下降和欧债危机对世界经济增长影响有限、对我国出口影响有限的乐观假设下，我们预测 2012 年 GDP 增长 8.7%，CPI 上涨 3.2%，比 2011 年双双下行，在此背景下，我们预测接下来货币政策将转向“名义稳健，实际宽松”。

我们预测明年下调存准率 4 次，每次下调 0.5 个百分点，上半年和下半年各 2 次，最早一次在明年 1 月初。

三、短期流动性趋于改善，信贷投放不及预期

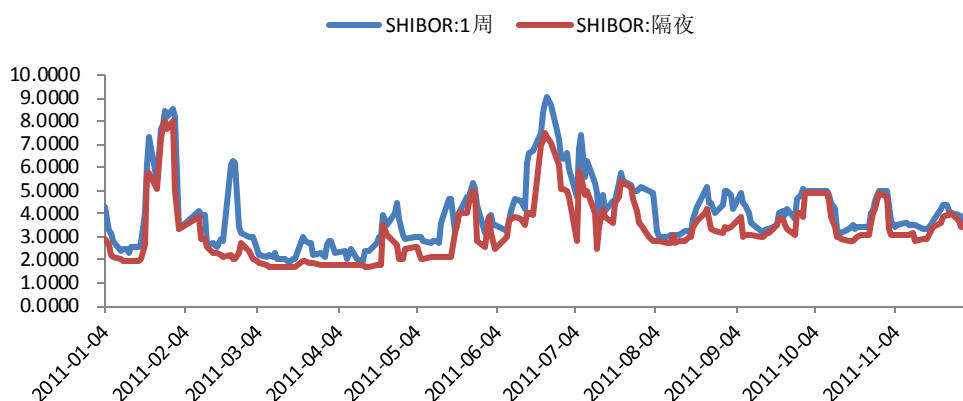
下调存准率将释放资金 4000 亿元左右，银行间市场资金面紧张态势将改善。同时，由于下旬有财政存款的投放，因此流动性在 12 月份的好转将呈现逐步递增格局。公开市场操作上，由于 12 月份资金面的好转和近期公开市场到期资金量较少，预计 12 月份净回笼概率较大。受 11 月份银行资金面紧张影响，信贷投放可能不及预期。

（一）短期利率下降，资金面小幅回暖

本周公开市场净回笼资金 240 亿元，其中货币投放仅 20 亿元。央行 29 日进行了 150 亿元的一年期央票发售，发行利率与上一期持平，为 3.4875%。三月期央票发行仅 10 亿元。在一年期央票存在套利空间的情况下，机构的旺盛需求使一年期央票发行量连续三周保持在 150 亿元以上的水平。三月期央票一二级市场利率倒挂使该期限品种发行维持在地量水平。

尽管存款准备金率的下调 12 月 5 日才开始执行，但效力已经在短期资金面上开始显现。Shibor7 天利率下降到 4% 以下，达 3.64%，隔夜利率甚至下降到 3% 以下。

图 4: shibor 隔夜利率再次上升到 4% 以上



资料来源: Wind, 民生证券研究所

就 12 月份资金面走势来看，我们认为受存款准备金率下调以及 12 月下旬财政资金投放的影响，短期利率有望维持在低位。一个不确定因素是外汇占款的情况，本次存款准备金率的下调一方面是因为 10 月份热钱的大幅流出，另一方面可能也意味着 11 月份外汇占款的继续减少。

(二) 11 月信贷或低于预期

10 月份新增信贷 5868 亿元超过了市场的预期，尤其是 10 月份最后一周贷款额的大幅提速，让市场对年底“定向宽松”的预期逐渐升温。

但从近期我们了解的情况来看，11 月份新增信贷将不达预期，甚至比 10 月份有所回落。信贷的不及预期主要是受 75% 贷存比考核影响，“以存定贷”与“存款增长乏力”使股份制商业银行放贷能力严重受限导致。截止 11 月 28 日，四大行新增贷款在 1400 多亿元，而 10 月份四大行的贷款规模在 2400 亿元，即使在存准下调下最后两天四大行加速放贷，11 月份信贷下滑也是难以改变的事实。我们预期 11 月份新增信贷在 5500 亿元左右。结构上，小微企业信贷投放将显著上升。

四、市场运行：关注密集出台的行业规划和财政政策投向

在经济基本面低迷，上市公司业绩下滑的背景下，政策拐点是唯一确定因素，且将是

决定市场走势的关键。实际上,10月底一波小反弹就是在小微和区域政策刺激下拉动的。对于未来,我们建议继续关注政策走向,尤其是近期将要公布的一系列行业规划。

表 1: 近期可能要推出的部分行业规划

起草或审批部门	规划主题	发布日期
环保部	环保大会	近期
水利部牵头	《全国节水灌溉发展“十二五”规划》	近期
水利部牵头	《全国大型灌区续建配套与节水改造“十二五”规划》	近期
工信部	《有色金属工业“十二五”规划》	近期
工信部	《纺织工业“十二五”规划》	十二月
国家发改委, 工信部等部门	《国家战略性新兴产业发展“十二五”规划》	择时
工信部牵头	《物联网“十二五”规划》	十二月
国家发改委	《生物医药产业“十二五”规划》	十二月
科技部	《医疗器械产业科技发展专项规划》	十二月
工信部	《医药包装行业“十二五”规划》	十二月
多部委	《“十二五”节能环保产业发展规划》	十二月
工信部牵头	《环保装备制造业“十二五”规划》	十二月
工信部	《信息产业十二五规划》	十二月
工信部	《新能源汽车产业十二五规划》	十二月
工信部	《通信业“十二五”规划》	十二月
工信部	可再生能源十二五规划	十二月
工信部	煤炭工业十二五规划	十二月
工信部	新能源十二五规划	十二月
特别提示	地产政策好转: 关于首套房和部分改善性住房的信贷政策有可能放松	近期
特别提示	地方融资平台利好: 有可能加速变卖国有资产, 封锁媒体, 同时国有企业资产二次注入, 将平台债转为公司债	近期

资料来源: 民生证券研究所

对于经济拐点,根据我们对明年经济形势的判断,很可能在明年一季度末二季度出现。在政策和经济拐点未到来之前,市场将维持宽幅震荡的格局,此时的投资机会仍然集中在政策利好相对集中的行业。建议关注环保大会、明年一号文件、能源科技、生物医药产业“十二五”规划给相关行业带来的结构性机会。重点看好电力电网、农业、军工、环保四大主题。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

陆俊龙，策略分析师，英国斯旺西大学数学金融硕士。2010 年加入东兴证券研究所从事策略研究工作，2011 年 7 月加盟民生证券研究所。精于政策分析和主题投资，拥有独特的政策视角与主题投资战略。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13524634706	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。