



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

分析师

王 凭 010-88366060-8765

执业证书编号 S0600210050002

高凌智 0755-83516242

执业证书编号 S1070510120009

蔡保建 0755-83516230

执业证书编号 S1070511080001

联系人

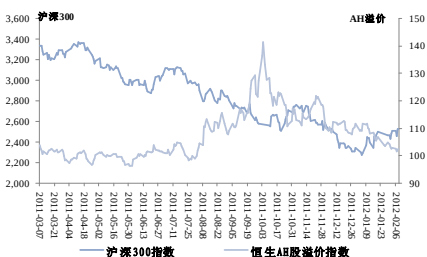
朱琳 010-88366060-8810

从业证书编号 S107011030006

全球主要股指周度表现

指数	当周涨跌幅(%)			
	2/10	2/3	1/27	1/20
沪深 300	1.1	0.1	--	4.6
道琼斯	-0.5	1.6	-0.5	2.4
标普 500	-0.2	2.2	0.1	2.0
纳斯达克	-0.1	3.2	1.1	2.8
英国 FS100	-0.8	2.9	0.1	1.6
德国 DAX	-1.1	3.9	1.7	4.3
巴黎 CAC40	-1.6	3.3	-0.1	3.9
日经 225	1.3	-0.1	0.9	3.1
恒生指数	0.1	1.3	2.0	4.7

A股基准指数表现



数据来源: Wind 资讯

相关报告

《对趋势和波动的理解》--策略
周报

2011-1-16

关注流动性预期出现调整

——A股投资策略

要点:

- **投资建议:** 我们认为近五周以来的反弹的动力来自于，两会前政策层面所处的真空期、一季度流动性季节回暖预期、以及 EBC 推出 LTRO 稳定欧洲银行业所导致的风险溢价回落。但从周期的角度观察，最近 10 年驱动 A 股熊牛转换的周期性因素在于资金成本和盈利。目前我们判断，资金成本尚处于回落的初期，在这一阶段，资金成本的回落更多的来自于实体投资意愿下降、需求萎缩，不易于推动估值的趋势性提升，例如 2005 年的上半年和 2008 年的下半年，而在这一阶段企业盈利也难以看到企稳的迹象。因此在操作思路，我们建议投资者谨慎看待本轮反弹的高度。同时关注两点：一是现实中货币政策是否匹配流动性回暖的预期。二是 3 月欧洲债务到期高峰期是否会重新带动风险溢价提升。从这两方面的数据检测来看，推动近期反弹的主要动力正在减弱。
- 风险溢价层面，我们认为 A 股此轮反弹的动力部分来自于全球风险偏好的阶段性提升。（例如近 1 个月新兴市场货币的普遍升值、新兴市场股市的反弹、以及人民币升值预期的重燃）。这些因素可能导致 1、2 月中国的新增外汇占款可能由负转正。但从中期趋势来看，我们认为如果 FED 不推出 QE3，中国的外汇占款难以恢复至 09、10、11 年的平均水平。我们提示投资者关注 3 月意大利国债大量到期是否将导致风险溢价回升。最近一周 VIX 隐含波动率已经从 17% 升至 20%。
- 流动层面，1 月信贷和货币供应量数据低于预期。说明本质上银行存贷比和超储率的压力并没有得到根本改善，同时反映出货币政策并未出现实质性的松动。这一点在节前央行采取大规模的逆回购而非降准来补充春节期间的流动性上已经有所体现。从广谱的资金成本来看，最近 1 周银行间的拆解成本略有下降，票贴利率大幅下降 90bp 至 61%，我们猜测这可能反映出实体资金需求正在逐渐萎缩。
- 总体来看，我们认为如果央行仍然坚持不下调存款准备金率，即使 1、2 月的新增外汇占款出现一定幅度的正增长，也不会使银行间流动性偏紧的环境产生明显改善。整体流动性松动的程度不及市场预期，这可能会导致短期 A 股的反弹经历扰动。最近两周长、短期国债收益率均出现了一定幅度的提升，且短期国债收益率回升幅度较大，导致长短期利差在最近 1 周持续回落、收益率曲线整体呈现平坦化。我们认为这可能反映出债市投资者可能已经率先开始进行流动性预期的调整。

目录

1. 回顾及展望：警惕流动性预期调整	3
2. 流动性及风险观察：实体资金需求或正在萎缩	6
3. 经济观察：主要工业品价格回落略有放缓	8
4. 大类资产观察：债市可能已率先进行流动性预期调整	9

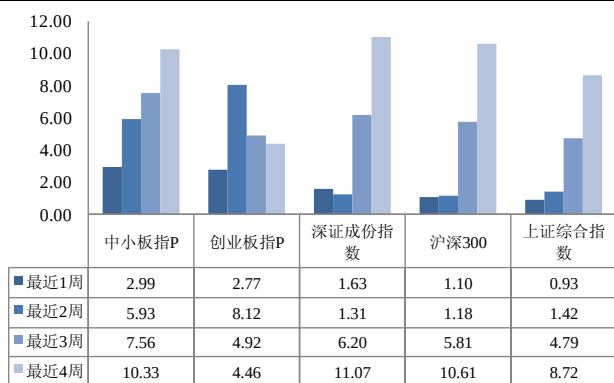
插图目录

图 1：主要指数市场表现：中小板涨幅居前	3
图 2：风格表现：成长跑赢价值	3
图 3：行业表现：有色金属、电子、采掘、食品饮料等板块涨幅居前	3
图 4：欧洲流动性压力缓解，推动全球风险偏好回升	4
图 5：TED 利差回落与 A 股的反弹	4
图 6：1 月 M1、M2 同比再次回落	5
图 7：1 月工作日日均投放贷款（亿元）	5
图 8：2 月 10 日当周净回笼 440 亿	6
图 9：2 月 17 日当周到期资金量为 70 亿	6
图 10：2 月 9 日 14 天回购利率为 3.81%，仍然偏高	7
图 11：2 月 10 日票贴利率为 6.1%，2 周回落 90bp	7
图 12：VIX 隐含波动率有所反弹	7
图 13：TED 利差继续回落	7
图 14：3 月期美元 LIBOR 继续回落	7
图 15：欧元 LIBOR 回落，欧洲银行流动性压力阶段缓解	7
图 16：Euribor-OIS（2 月 10 日当周）	8
图 17：Euribor&USD over OIS（2 月 10 日当周）	8
图 18：粮、油、蔬菜周环比 0.1%、0.1%、-5.8%	8
图 19：肉、蛋、白条鸡价格周环比 -0.5%、-0.4%、0.2%	8
图 20：钢材价格下行速度放缓、煤价有所下行	9
图 21：水泥价格平稳下行	9
图 22：国债长短期利差开始回升（2 月 10 日当周）	9
图 23：上证指数与国债长短期利差拟合（2 月 10 日当周）	9
图 24：人民币继续升值预期（2 月 10 日当周）	10
图 25：美元指数落至 78.59（2 月 10 日当周）	10

1. 回顾及展望：警惕流动性预期调整

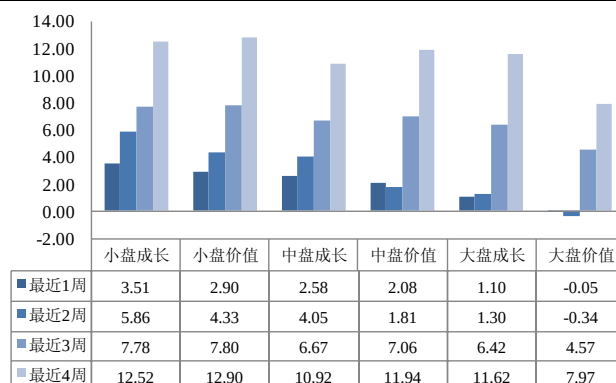
上周 A 股继续上涨，从周期涨跌幅来看，上证指数上涨 0.93%，沪深 300 上涨 1.1%，深成指上涨 1.63%，中小板上涨 2.99%，创业板上涨 2.77%。从市场风格来看，小盘成长和小盘价值涨幅居前。从行业表现来看，申万的 23 个行业当中，有色金属、电子、采掘、食品饮料板块涨幅居前。

图 1：主要指数市场表现：中小板涨幅居前



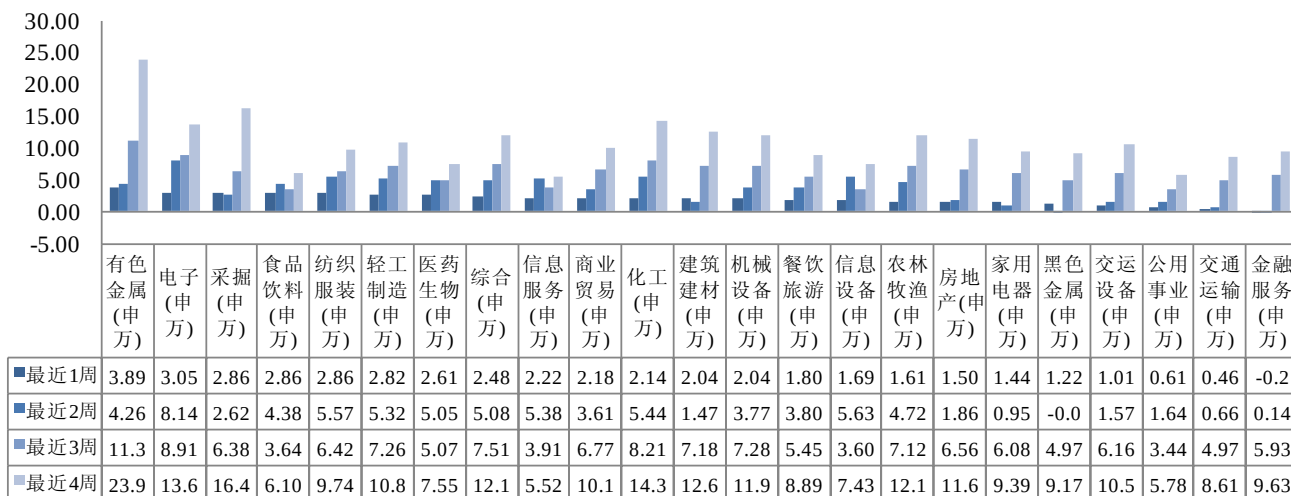
资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图 2：风格表现：成长跑赢价值



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图 3：行业表现：有色金属、电子、采掘、食品饮料等板块涨幅居前



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

我们认为近五周以来的反弹的动力来自于：两会前政策层面所处的真空期、一季度流动性季节回暖预期、以及 EBC 推出 LTRO 稳定欧洲银行业所导致的风险溢价回落。但从周期的角度观察，最近 10 年驱动 A 股熊牛转换的周期性因素在于资金成本和盈利。目前我们判断，资金成本尚处于回落的初期，在这一阶段，资金成本的回落更多的来自于实体投资意愿下降、需求萎缩，不易于推动估值的趋势性提升，例如 2005 年的上半年和 2008 年的下半年，而在这一阶段企业盈利也难以看到企稳的迹象。

因此在操作思路，我们建议投资者谨慎看待本轮反弹的高度。同时关注两点：一是现实中货币政策是否匹配流动性回暖的预期。二是 3 月欧洲债务到期高峰期是否会重新带动风险溢价提升。从这两方面的数据检测来看，推动近期反弹的主要动力正在减弱。

风险溢价层面，我们认为 A 股此轮反弹的动力部分来自于全球风险偏好的阶段性提升。自 12 月下旬欧洲央行推出 LTRO 之后，美元在最近 1 个月左右的时间向下调整，3 个月期限欧元 LIBOR 大幅向下调整 50bp，美元 LIBOR 从 0.58% 调整至 0.51%，TED 利差持续回落，VIX 隐含波动率从 30%-45% 的震荡中枢回落至 15% 至 20% 的水平。这些因素反映出在欧洲央行推出实质性的“量化”方案之后，欧洲银行业流动性压力的实质性缓解已经推动了全球风险溢价的阶段性回落，以及国别风险资产偏好的再度提升（例如近 1 个月新兴市场货币的普遍升值，股市的反弹，以及人民币升值预期的重燃）。这些因素可能导致 1、2 月中国的新增外汇占款可能有负转正。但从中期趋势来看，我们认为在 FED 不推出 QE3 的假设下，中国的外汇占款难以恢复至 09、10、11 年的水平。我们提示投资者关注 3 月意大利国债大量到期是否将导致风险溢价回升。最近一周 VIX 隐含波动率从 17% 小幅回升至 20%。

图 4：欧洲流动性压力缓解，推动全球风险偏好回升



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图 5：TED 利差回落与 A 股的反弹



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

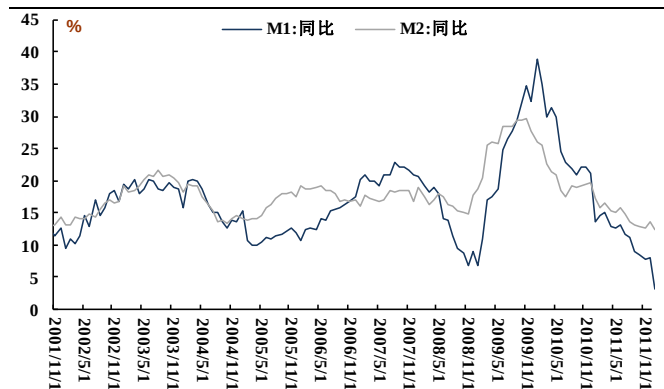
2012 年，在中国经济大概率继续减速，实体仍在卸杠杆、去库存，盈利仍在回落通道的背景下，A 股近期的走势可能更加强烈的依赖于内部货币政策所释放的信号。

流动性层面，上周五公布的信贷数据显示，1 月新增贷款 7381 亿，大幅低于市场预期的 9000-10000 亿。剔除元旦和春节因素对信贷投放的影响，从 1 月当月工作日日均投放贷款数额来看，今年 1 月贷款日均投放金额是 2009 年至今的最低值。新增贷款大幅低于预期主要原因在于 1 月银行存款的大幅流出。1 月新增人民币存款为 -8000 亿元。我们判断 2011 年 12 月存款的大幅增长部分来自于财政存款的投放，另一部分来自于银行应对年末考核的“冲存款”（短期的高息吸储+表外资金调回）。那么在度过考核期之后，相当一部分原本来自于银行表外的资产、以及高息新引来的超短期存款自然会从再次流出，造成存款的大幅减少，这意味着，本质上银行存贷比和超储率的压力并没有得到根本改善，同时反映出货币政策并未出现实质性的松动。这一点在节前央行采取大规模的逆回购而非降准来补充春节期间的流动性上已经有所体现。

目前一是尚难断定 M1 和 M2 在去年 12 月的同比回升就是拐点，二是即使是拐点也不意味 A 股资金供求关系即将出现转折点。见《对波动和趋势的理解》

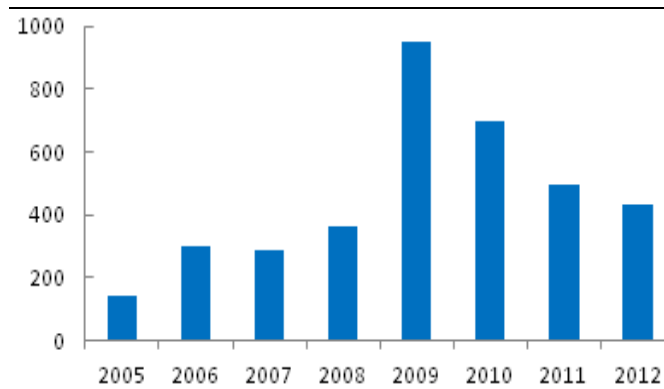
由于新增存款的负增长，1 月 M1 同比增速重回下滑的趋势，同比增长 3.1%，较上月下滑 4.8 个百分点，创历史新低。M2 同比增长 12.4%，较上月下滑 1.2 个百分点。

图 6：1 月 M1、M2 同比再次回落



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图 7：1 月工作日日均投放贷款（亿元）



资料来源：wind, 长城证券研究所整理

从广谱的资金成本来看，银行间拆借成本在 2 月两周内出现了小幅的回落。隔夜、7 天、14 天的资金成本分别回落 30、70 和 110 个 bp 左右。从实体的融资成本来看，票据直贴利率最近出现了 90 个 bp 左右的回落，从 7% 的水平下行至 6.1%。我们分析短期银行间资金成本回落的原因来自于两点：一是春节之后现金回流银行所导致的存款回升。二是本月 5 号商业银行上缴法定比率所盯住的存款基数日期在上月 30 号左右，正处于春节假期之中，因此存款基数增量较小导致法定比率上缴金额较低。这一短期的扰动会在 2 月中下旬被逐渐纠正。

票贴利率的下降，我们认为可能来自于实体资金需求正在逐渐萎缩，我们注意到目前信贷结构虽然仍以短期贷款为主，但短期贷款和票据融资所占的比重正在下滑。从绝对量的角度来看，1月的短期贷款和票据融资为3717亿，较2011年12月少增1000亿左右；特别是新增票据融资仅有80亿，仅为2011年12月的1/6。短期信贷的供给下降、而票据直贴利率也在下降，因此我们猜测资金需求正出现一定程度萎缩。最近银行理财产品的发行数量和预期收益率下降对这一点也有所暗示。

总体来看，我们认为如果央行仍然坚持不下调存款准备金率，那么即使1、2月的新增外汇占款出现一定幅度的正增长，也不会使银行间流动性偏紧的环境产生明显改善。整体流动性松动的程度不及市场预期，这可能会导致A股的反弹经历扰动。最近两周长、短期国债收益率均出现了一定幅度的提升，且短期国债收益率回升幅度较大，导致长短期利差在最近1周持续回落、收益率曲线整体呈现平坦化。我们认为这可能反映出债市投资者可能已经率先开始进行流动性预期的调整。

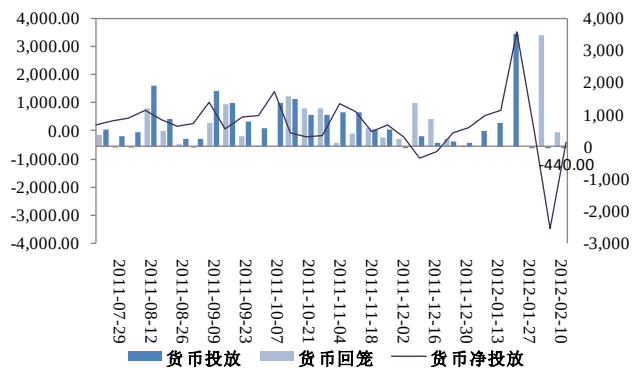
产业政策方面，关注安徽芜湖市政府发布通知，决定暂缓执行2月9日发布的楼市新政。继去年佛山新政“一日游”之后，芜湖新政再次3日“夭折”，充分表明当前房地产调控政策方面仍在深度博弈的阶段。

2. 流动性及风险观察：实体资金需求或正在萎缩

2月10日，隔夜、1周、2周SHIBOR分别为2.68%、3.64%和3.85%。2月9日，1天、7天和14天银行间同业拆借加权利率分别为2.67%、3.70%和3.80%。1天、7天和14天的银行间质押式回购利率分别为2.66%、3.66%和3.81%。

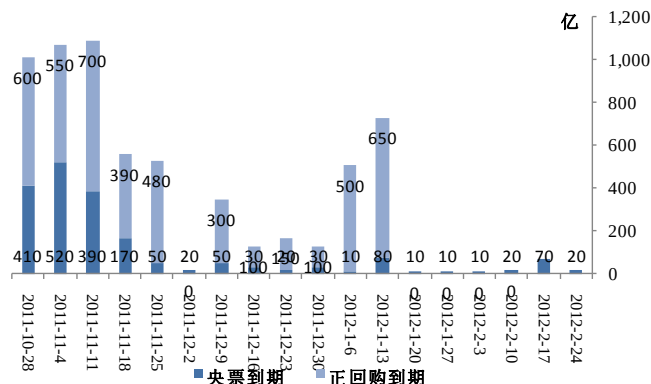
上周央行公开市场操作净回笼3510亿，其中上周到期资金10亿，回笼操作3520亿。本周（2月17日当周）到期资金量为20亿。

图8：2月10日当周净回笼440亿



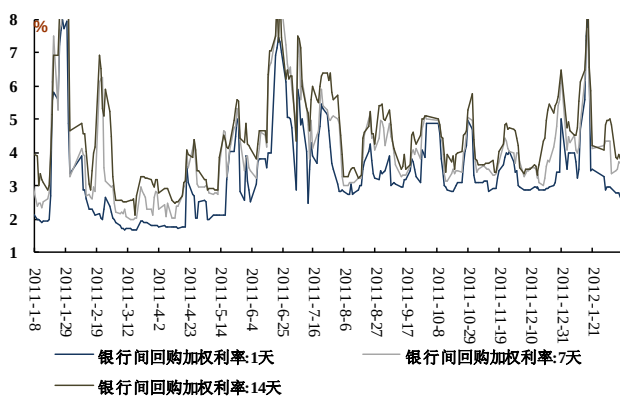
资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图9：2月17日当周到期资金量为70亿



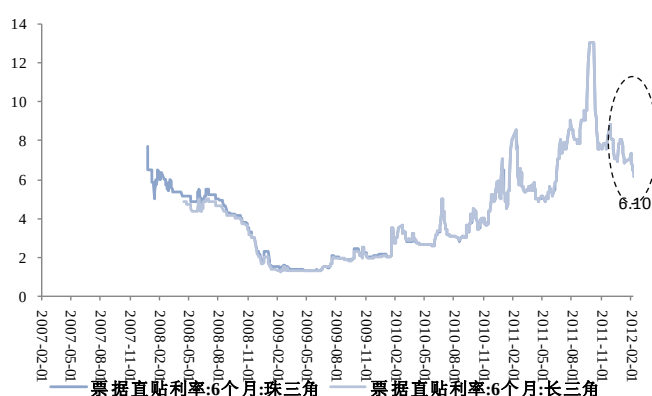
资料来源：wind, 长城证券研究所整理

图 10: 2月9日14天回购利率为3.81%，仍然偏高



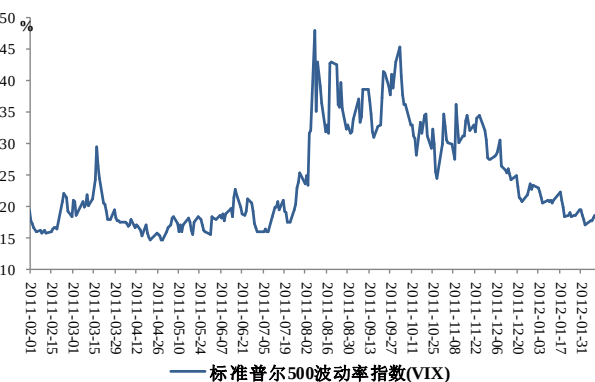
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 11: 2月10日票贴利率为6.1%，2周回落90bp



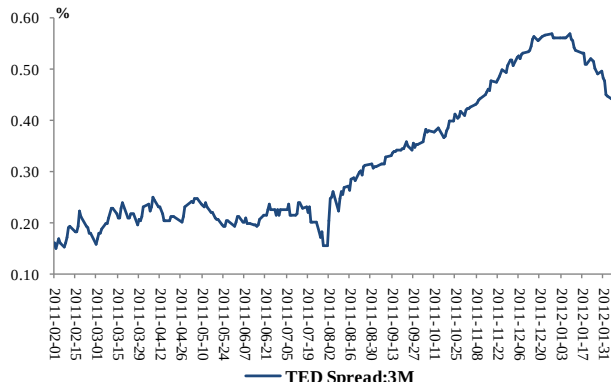
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 12: VIX 隐含波动率有所反弹



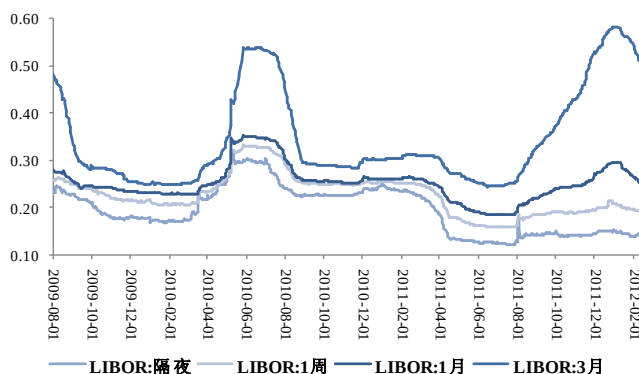
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 13: TED 利差继续回落



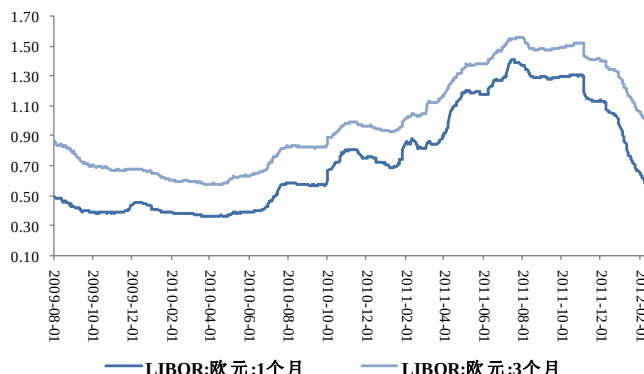
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 14: 3月期美元 LIBOR 继续回落



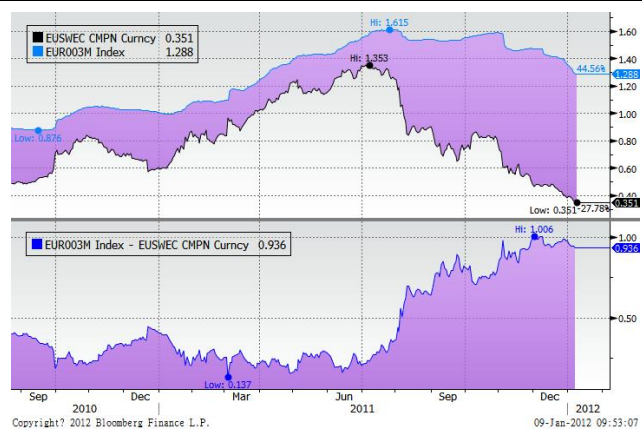
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 15: 欧元 LIBOR 回落，欧洲银行流动性压力阶段缓解



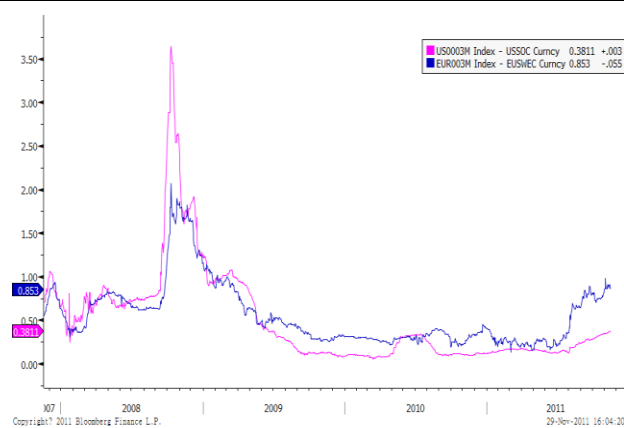
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 16: Euribor-OIS (2 月 10 日当周)



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 17: Euribor&USD over OIS (2 月 10 日当周)



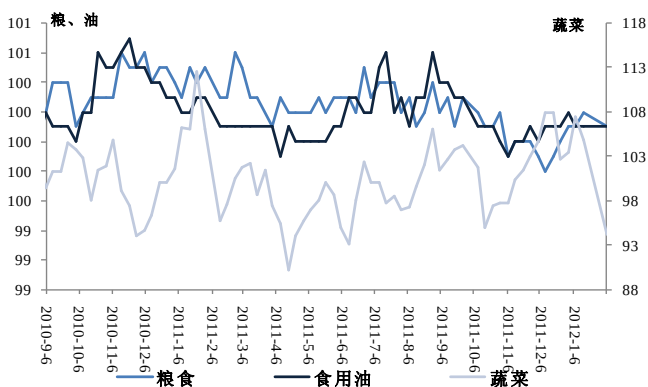
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

3. 经济观察：主要工业品价格回落略有放缓

2 月 10 日当周粮、油、白条鸡价格周环比继续季节性小幅回升，鸡蛋、蔬菜、肉价格小幅回落。

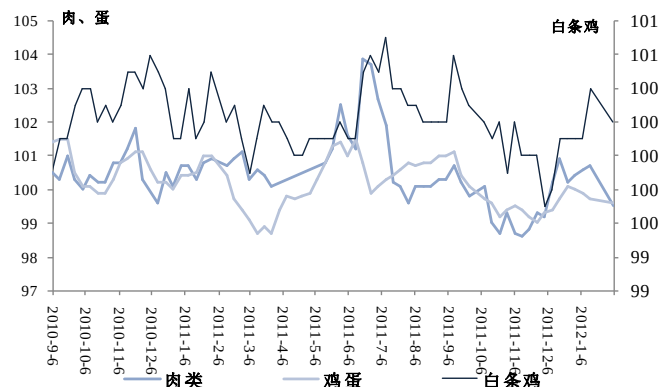
主要工业品价格持续回落，钢材价格下行放缓（2012 年 2 月 10 日，钢材价格指数 119.46，较前周回落 0.17），动力煤价格连续 3 周持平（2012 年 2 月 6 日当周，大同优混平仓价 830 元/吨）。

图 18: 粮、油、蔬菜周环比 0.1%、0.1%、-5.8%



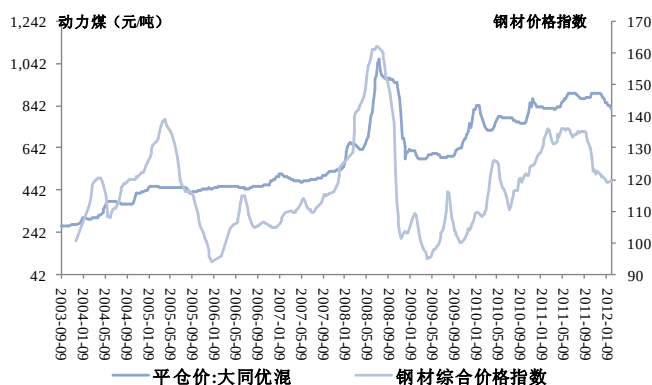
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 19: 肉、蛋、白条鸡价格周环比-0.5%、-0.4%、0.2%



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 20: 钢材价格下行速度放缓、煤价有所下行



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 21: 水泥价格平稳下行

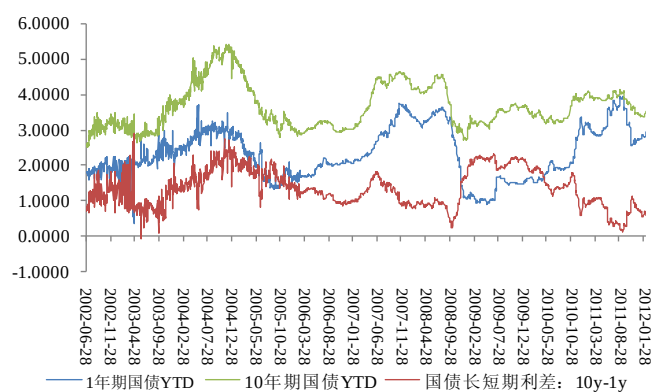


资料来源: wind, 长城证券研究所整理

4. 大类资产观察: 债市可能已率先进行流动性预期调整

2月10日当周，国债长短期利差略有回落，收益率曲线稍有平坦化，最近两周长短期国债收益率均出现了较大幅度的提升，且短期期国债收益率回升幅度较大，导致长短期利差在最近1周持续回落、收益率曲线整体呈现平坦化。我们认为这可能反映出债市投资者可能已经率先开始进行流动性预期的调整。人民币继续升值预期，人民币对美元中间价保持平稳，美元指数高位落至78.59。

图 22: 国债长短期利差开始回升（2月10日当周）



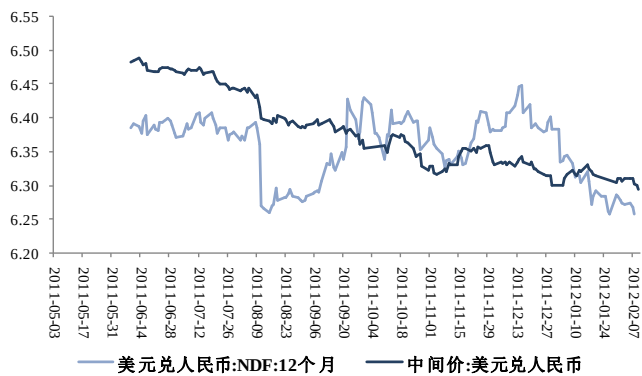
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 23: 上证指数与国债长短期利差拟合（2月10日当周）



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 24：人民币继续升值预期（2 月 10 日当周）



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 25：美元指数落至 78.59（2 月 10 日当周）



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺:

王 隼: 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。

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收到任何形式的报酬。

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。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

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
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>

