

报告类型/ 策略点评报告

外围趋稳、降息推进，利于市场百点修复

- 本次降息与5月份降准具有类似性，即经济面临加速回落的风险；而社会融资成本依然高位、信贷量依然低于预期，导致经济止跌企稳缺乏货币和信贷层面的支撑。
- 近期大宗商品的回落则为打开降息提供的便宜条件，但四季度以及明年的物价情势料依然不会太乐观。因此，降息更多强调了适度容忍通胀下的“稳增长”，权宜之计。
- 央行还调整了存贷利率浮动范围、具有非对称性，结合市场化及破解垄断的导向，总体可理解为利于非银行企业、利于降低财务费用。
- 本次降息显示了货币政策应对经济下滑而转向宽松，利于进一步降低资金价格、利于进一步明确稳增长政策取向从而改善风险溢价；静态来看，降息利于非金融企业降低财务费用、改善盈利，考虑到二级市场对银行和非银行股票估值的差异，利润的适度转换利于股市整体估值的改善。只是当下企业营收以及成本费用的占比不同于2005、2008年，传统凯恩斯工具对经济和企业盈利改善空间不大，这将制约股市中期反弹的空间。
- 预计本轮降息及其对政策预期、资金成本以及盈利分布调整的改善，短期将有利于市场百点的修复；但中期看市场走势形如“四渡赤水”、处于震荡偏结构的行情中，操作上注意节奏。短期可借助明日的震荡、继续逢低吸纳、关注有色、铁路基建、水泥、轮胎以及非银行金融等受益流动性改善及政策信号进一步改善的相关板块。

相关报告

《经济疲软、政策作为，震荡中逢低吸纳——一年内第二次准备金率下调的策略点评20120513》

2012-5-13

《市场下跌策略点评：上涨途中的调整、重要区域内低吸为主-20120510》

2012-5-10

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 事件描述：降息且调整存贷款浮动区域	3
2. 降息的归因及市场影响	3
2.1. 降息是经济回落、强调稳增长政策导向的兑现	3
2.2. 降息有利于资金价格和风险溢价的改善	4
2.3. 降息有利于改善企业盈利，但幅度是有限的	5
3. 市场运行及策略	6
表 1: 各期限档的利率调整幅度	3
图 1: 近期银行间资金价格整体呈现回落态势	4
图 2: 信用利差最近 3 个交易日快速回落至 1% 以内，回落至 09 年水平	5
表 2: 非金融行业财务费用及资产负债情况	5
表 3: 历次利率调整的市场反应	6
表 4: 部分负债率较高板块更易受益于降息的利好	7

1. 事件描述：降息且调整存贷款浮动区域

中国人民银行决定，自 2012 年 6 月 8 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

自同日起：（1）将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍；（2）将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.8 倍。

表 1：各期限档的利率调整幅度

一、城乡居民和单位存款	调整前	调整后	调整幅度	调整比例
（一）活期存款	0.5	0.4	-0.1	-20%
（二）整存整取定期存款				
三个月	3.1	2.85	-0.25	-8.1%
半年	3.3	3.05	-0.25	-7.6%
一年	3.5	3.25	-0.25	-7.1%
二年	4.4	4.1	-0.3	-6.8%
三年	5	4.65	-0.35	-7.0%
五年	5.5	5.1	-0.4	-7.3%
二、各项贷款				
六个月	6.1	5.85	-0.25	-4.1%
一年	6.56	6.31	-0.25	-3.8%
一至三年	6.65	6.4	-0.25	-3.8%
三至五年	6.9	6.65	-0.25	-3.6%
五年以上	7.05	6.8	-0.25	-3.5%
三、个人住房公积金贷款				
五年以下（含五年）	4.45	4.2	-0.25	-5.6%
五年以上	4.9	4.7	-0.2	-4.1%

数据来源：东北证券，央行网站

2. 降息的归因及市场影响

2.1. 降息是经济回落、强调稳增长政策导向的兑现

本次降息，是 2008 年金融危机期间降息后 3 年半以来的首次，同时，强化了加大存贷款利率浮动的导向，更具非对称属性。

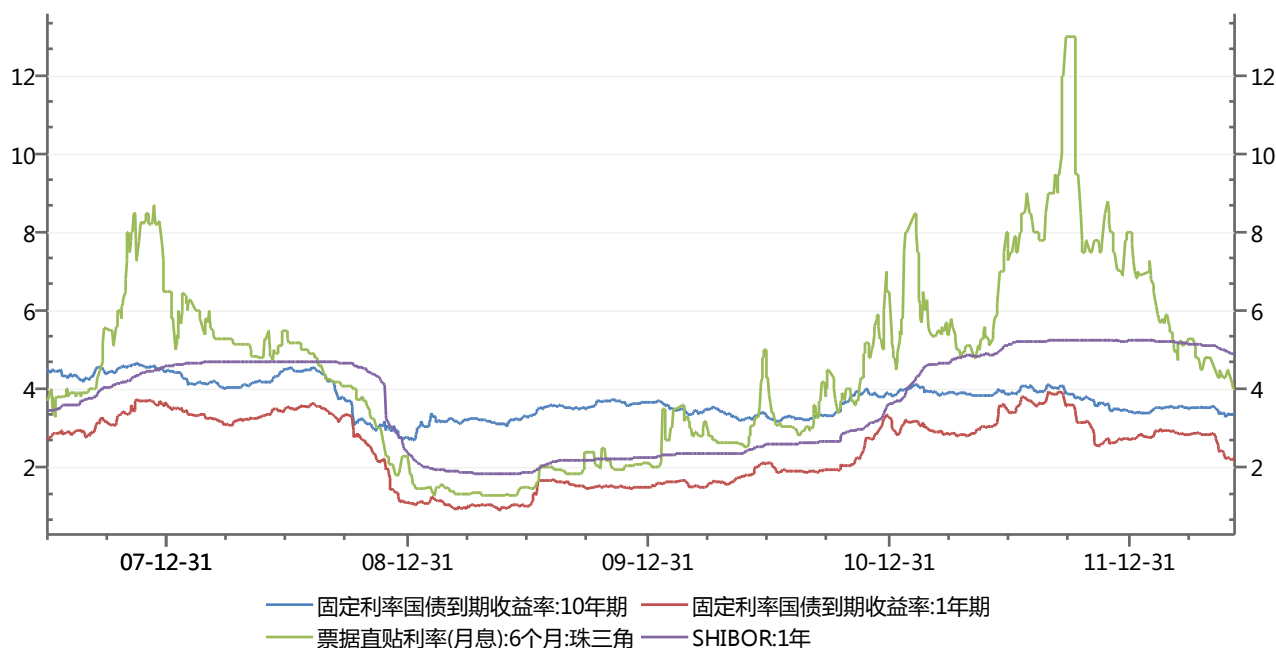
就其降息的归因而言，其实与 5 月份降准具有类似性，即经济面临加速回落的风险，内外需疲弱；而社会融资成本依然高位、信贷供给量依然低于预期，导致经济止跌企稳缺乏货币和信贷层面的支撑。在股权融资负增长、债券融资平稳的格局下，激活信贷需求成了政策的选择，而降低信贷成本，则成了主要的政策选择项；其次是重点项目的推进、以及长期看增大减税力度等。

因此，本轮降息，体现了稳增长的导向、而且可以理解为适度容忍通胀。而近期物价的回落、大宗商品的回落，则为打开降息提供的便宜条件，只是就目前来看，虽然未来数月 CPI 有下降、但四季度以及明年的物价情势料依然不会太乐观，因此，降息更多强调了适度容忍通胀下的稳增长，这某种程度上可能依然是短期因素更大些。

2.2. 降息有利于资金价格和风险溢价的改善

本轮降息，将进一步确认资金价格回落的趋势，尤其是有助于信用利差的回落。应该说，资金价格回落以后，信用利差的改善是大概率的结果；但时滞却是不确定的。只是由于近期降息的预期，使得1年期AAA信用债对国债的利差从之前的1.4%左右、在近几日大幅回落并至1%下方，这一方面显示本次降息是市场众望所归的，也显示了降息进一步改善了信用利差，即由于明确了政策导向而有利于改善风险偏好。因此，资金价格的回落、风险偏好的改善，均是有利于市场的；只是中长期看，由于内外的不确定性，风险偏好存在着较大的波动，是值得关注的，当然短期则偏于是改善的。

图 1：近期银行间资金价格整体呈现回落态势



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据来源：东北证券，Wind

图 2：信用利差最近 3 个交易日快速回落至 1%以内，回落至 09 年水平



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

数据来源：东北证券，Wind

2.3. 降息有利于改善企业盈利，但幅度是有限的

我们目前还较难评估存贷款利率浮动幅度加大后，银行实际利率定价的情况，这需要数据的累积和实证。但就理论而言，随着强化市场化和破解垄断的导向，银行和非银行资金盈利的适度转移是可预见的。

同时，由于非金融企业估值相对银行要高，这种利润的转移是有利于市场整体的运行的；毕竟非金融是 18 倍市盈率而银行只有 6 倍市盈率。

静态估计，由于 1 年期贷款利率从 6.56% 下降至 6.31%、25BP、降幅为 3.8%；而 2011 年非金融类上市公司负债率为 61%、财务费用有 1900 亿，若由于降息及利息收支结构的变化，有利于财务费用降低 80 亿、则以 20 倍市盈率估值，约 160 亿，约带动非金融板块 1.5% 左右，即对市场有 30 点左右的带动。

同时，由于资金价格的回落和风险溢价的改善(前者确定性高、后者稳定性差)，则简单估计在 3-4% 之间。

因此，盈利转化及贴现率的变化，大致有利于市场 100 点左右的修复；进一步的修复空间则是有限的，相对 2005 年和 2008 年的情景还是具有重大差异的。

具体如下：

从当下与 2005 年、2008 年的比较看，由于外围经济疲软以及内生乏力，利润之源——营业收入的增速缩微至个位数增长；而三费以及成本压缩的空间较小。相比而言，2005 年虽然利润增速疲弱、但是营业收入持有 20% 增长、只是费用较高，而股改之后费用显著回落再配合内外经济良好的背景，出现了 2006-2007 年的业绩飙升；同理，2008 年危机后，2009 年业绩逐季好转，虽然三费无法压缩，但是得益于金融危机造成的大宗商品暴跌带来的成本降低以及四万亿推进下需求的 V 型改善，所以，业绩 V 型、股市 V 型。显然，当下大宗商品以及劳动力成本相对于 2008 年已经有大幅度上升，同时没有了 2008 年的“四万亿”、经济难有 V 型改善、可能更多的是 L 型；对应着，微观企业层面，成本难降、费用难降、收入难增，微观层面期待的降税及非对称降息、则始终未有显著动作且显然是长期之事。因此，市场的驱动力，只有来自于资金价格的下降以及风险溢价的改善，经济和业绩层面短期难以看到积极的因素、因为在信贷指标显著改善之前经济的改善是较难实现的。

表 2：非金融行业财务费用及资产负债情况

板块名称	SW 银行	非金融主板 20120514	全部 A 股
------	-------	-------------------	-----------

市盈率(TTM)	6.37	18.69	13.85
总市值	38082	139059	230555
财务费用 2011		1911	2012
资产总计 2011	744954	210135	1032540
资产负债率 2011	93.93	61.26	85.67
净利润 2011	8750	8455	19298
财务费用占净利润比重		22.60%	10.43%

数据来源：东北证券，Wind；数据取自 2012 年 6 月 7 日、下同。

3. 市场运行及策略

央行降息并调整存贷利率浮动范围、具有非对称性，显示了货币政策应对经济下滑而转向宽松，利于进一步降低资金价格、利于进一步明确稳增长政策取向从而改善风险溢价；静态来看，降息利于非金融企业降低财务费用、改善盈利，考虑到二级市场对银行和非银行股票估值的差异，利润的适度转换利于股市整体估值的改善。只是当下企业营收以及成本费用的占比不同于 2005、2008 年，传统凯恩斯工具对经济和企业盈利改善空间不大，这将制约股市中期反弹的空间。

根据历次利率调整后市场的反应来看，利率的下调，表明了政策的转向，在外围平稳的情况下，降息一般是有利于市场的运行，且随着进一步政策的推动而有利于市场的缓慢修复。比如 2002 年以及 2008 年，或形成短期的回升或形成中长期的投资机会。

就本次降息，基于对当下与 2005、2008 年情景的对比分析，其影响更多是短期的；较难改变中短期震荡、形如“四渡赤水”的走势特征；即预计市场修复的空间在百点左右，更多的修复空间需要更多的信息以及时间的催化。

因此，操作上，可借助明日市场的波动，逢低吸纳；继续布局于有色、铁路基建、水泥、轮胎以及非银行金融等板块；并注意波段操作。

表 3：历次利率调整的市场反应

数据上调时间	存款基准利率			消息公布次日指数涨跌	
	调整前	调整后	调整幅度	上海	深圳
2012 年 6 月 8 日	3.50%	3.25%	-0.25%	--	--
2011 年 7 月 7 日	3.25%	3.50%	0.25%	-0.58%	-0.26%
2011 年 4 月 6 日	3.00%	3.25%	0.25%	0.22%	1.18%
2011 年 2 月 9 日	2.75%	3.00%	0.25%	-0.89%	-1.53%
2010 年 12 月 26 日	2.50%	2.75%	0.25%	-1.90%	-2.02%
2010 年 10 月 20 日	2.25%	2.50%	0.25%	0.07%	1.23%
2008 年 12 月 23 日	2.52%	2.25%	-0.27%	-4.55%	-4.69%
2008 年 11 月 27 日	3.60%	2.52%	-1.08%	1.05%	2.29%
2008 年 10 月 30 日	3.87%	3.60%	-0.27%	2.55%	1.91%
2008 年 10 月 9 日	4.14%	3.87%	-0.27%	-0.84%	-2.40%
2008 年 9 月 16 日	4.14%	4.14%	0.00%	-4.47%	-0.89%
2007 年 12 月 21 日	3.87%	4.14%	0.27%	1.15%	1.10%
2007 年 9 月 15 日	3.60%	3.87%	0.27%	2.06%	1.54%
2007 年 8 月 22 日	3.33%	3.60%	0.27%	0.50%	2.80%
2007 年 7 月 21 日	3.06%	3.33%	0.27%	3.81%	5.38%
2007 年 5 月 19 日	2.79%	3.06%	0.27%	1.04%	2.54%
2007 年 3 月 18 日	2.52%	2.79%	0.27%	2.87%	1.59%

2006 年 8 月 19 日	2.25%	2.52%	0.27%	0.20%	0.20%
2006 年 4 月 28 日	2.25%	2.25%	0.00%	1.66%	0.21%
2004 年 10 月 29 日	1.98%	2.25%	0.27%	-1.58%	-2.31%
2002 年 2 月 21 日	2.25%	1.98%	-0.27%	1.57%	1.40%

数据来源：东北证券，Wind

表 4：部分负债率较高板块更易受益于降息的利好

板块名称	市盈率 (TTM)	总市值	财务费 用 2011	资产总 计 2011	资产负债率 2011
SW 建筑装饰	11.47	6565	197	26975	79.36
SW 交运设备服务	34.97	280	9	626	77.64
SW 航空运输 II	11.59	1414	-16	4988	74.82
SW 贸易 II	22.77	1194	16	2300	73.52
SW 电力	26.99	5775	435	16324	73.07
SW 房地产开发 II	16.3	9905	84	19086	72.16
SW 视听器材	18.06	685	2	1753	68.42
SW 非汽车交运设备	25.71	4048	14	5387	66.5
SW 物流 II	20.31	466	0	624	65.36
SW 橡胶	36.8	445	13	510	64.34
SW 造纸 II	-107.56	704	32	1517	64.04
SW 钢铁	72.82	4706	194	13501	63.79
SW 白色家电	14.36	2448	12	2798	63.46

数据来源：东北证券，Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760