

二次降息、稳增长心切，情绪改善、助“四渡赤水”

- 经济面临加速回落的风险，而社会融资成本依然高位、信贷增量6月将低于预期，经济止跌企稳缺乏货币和信贷层面的支撑；这是时隔1个月再度降息并扩大贷款浮动区间的原因。
- 本次降息强化了降低社会融资成本的导向、刺激信贷改善。目前非金融行业的财务费用占营收的比重为1.35%、未来财务费用的占比有望进一步下降，利于非银行类企业盈利的微幅改善。只是当下企业营收以及成本费用的占比不同于2005、2008年，单纯降息对盈利的改善有限、需要进一步稳增长政策以及分配体系的改革。
- 连续降息，政策的导向性更加明确；相对于6月8日首次降息，当下资金价格水平高于彼时、而股价指数则低于彼时，资金价格和风险溢价改善的余地要更大些。
- 预计，本次降息股市表现将优于上次，有助于市场在2200点一线企稳回升。
- 当然，由于当下企业盈利能力改善的空间要小于2005、2008年，仅仅降息影响更多是短期的；较难改变中短期震荡、形如“四渡赤水”的走势特征。操作上，重点关注地产、非银行金融以及环保、信息等转型主题投资机会，而对普通周期股、则以高抛低吸为主、注意波段操作。

相关报告

《外围趋稳、降息推进，利于市场百点修复——降息临时策略点评》

2012-6-08

《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：非对称降息且进一步下调贷款浮动区间.....	3
2. 二次降息的归因及市场影响	3
2.1. 二次降息是稳增长政策的进一步兑现.....	3
2.2. 相对上次降息，本次降息更有利于资金价格和风险溢价的改善.....	4
2.3. 降息有利于盈利在不同行业的转化，利于盈利的微幅改善.....	4
3. 市场运行及策略：催化“四渡赤水”	5
表 1：最近两次各期限档的利率调整幅度对比分析	3
图 1：近期银行间资金价格整体呈现回落态势	4
表 2：2012 年全部 A 股上市公司净利润预测参数及结果输出	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	6
表 5：6 月 8 日首次降息时板块表现的经验借鉴.....	7

1. 事件描述：非对称降息且进一步下调贷款浮动区间

时隔仅一个月，中国人民银行决定，自 2012 年 7 月 6 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 0.31 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，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍。个人住房贷款利率浮动区间不作调整，金融机构要继续严格执行差别化的各项住房信贷政策，继续抑制投机投资性购房。

本次降息强化了降低社会融资成本的导向，存款下降 25BP、贷款下降 31BP，贷款利率下调空间大。同时，进一步下调贷款利率的浮动区域、从 0.8 倍至 0.7 倍。这是考虑 6 月降息且上调存款利率浮动并下调贷款利率浮动的经验。

即，在降息存款利率的同时，更偏向于调降贷款利率的导向。

表 1：最近两次各期限档的利率调整幅度对比分析

	调整前	6月8日调息	6月8日调整幅度	6月8日调整比例	7月6日调息	7月6日调息幅度	7月6日调息比例
一、城乡居民和单位存款							
（一）活期存款	0.5	0.4	-0.1	-20%	0.35	-0.05	-12.50%
（二）整存整取定期存款							
三个月	3.1	2.85	-0.25	-8.10%	2.6	-0.25	-8.77%
半年	3.3	3.05	-0.25	-7.60%	2.8	-0.25	-8.20%
一年	3.5	3.25	-0.25	-7.10%	3	-0.25	-7.69%
二年	4.4	4.1	-0.3	-6.80%	3.75	-0.35	-8.54%
三年	5	4.65	-0.35	-7.00%	4.25	-0.4	-8.60%
五年	5.5	5.1	-0.4	-7.30%	4.75	-0.35	-6.86%
二、各项贷款							
六个月	6.1	5.85	-0.25	-4.10%	5.6	-0.25	-4.27%
一年	6.56	6.31	-0.25	-3.80%	6	-0.31	-4.91%
一至三年	6.65	6.4	-0.25	-3.80%	6.15	-0.25	-3.91%
三至五年	6.9	6.65	-0.25	-3.60%	6.4	-0.25	-3.76%
五年以上	7.05	6.8	-0.25	-3.50%	6.55	-0.25	-3.68%
三、个人住房公积金贷款							
五年以下（含五年）	4.45	4.2	-0.25	-5.60%	4	-0.2	-4.76%
五年以上	4.9	4.7	-0.2	-4.10%	4.5	-0.2	-4.26%

数据来源：东北证券，央行网站

2. 二次降息的归因及市场影响

2.1. 二次降息是稳增长政策的进一步兑现

本次降息，是 2008 年金融危机期间降息后 3 年半以来的第二次，同时，强化了加大贷款利率浮动的导向，释放信贷的迫切要求。

本次降息的归因是 6 月份降息的延续，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。

因此，本轮降息，进一步体现了稳增长的导向、也表明通胀因素已经让位。而近期物价的回落、大宗商品的回落，为打开降息提供的便宜条件；事实上，实体面临的是工业领域的通缩以及农产品等结构性通胀压力并存的局面。

2.2. 相对上次降息，本次降息更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。

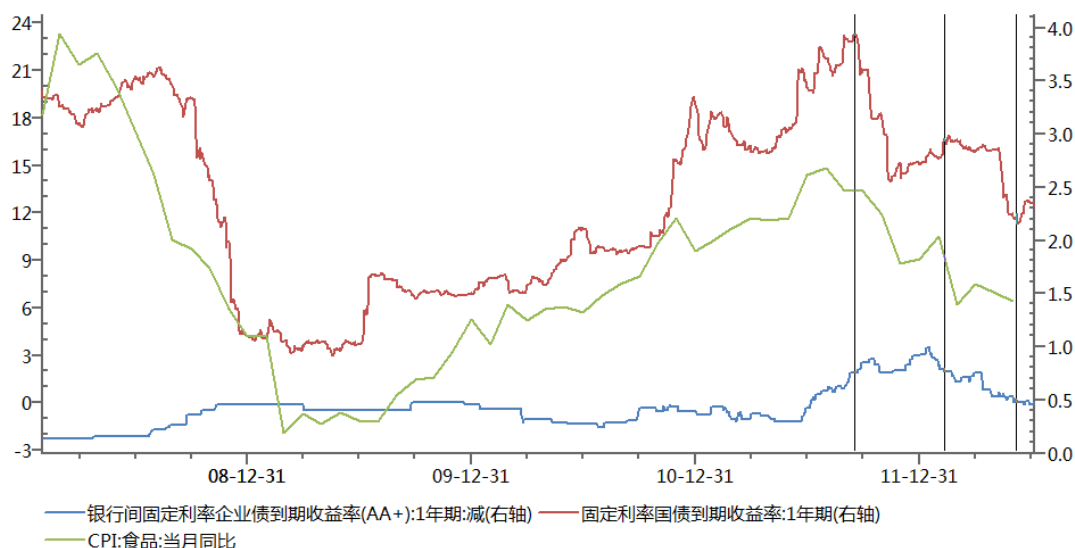
我们在前期一系列报告尤其是中期策略中，论述了相对于传统时钟理论外，当下基于资金价格、风险溢价以及业绩变迁对于研判股票市场的现实意义。

去年四季度末伴随着政策的微调、资金价格出现了显著回落，但是，市场对于民间融资以及地融平台等担忧，造成了信用债的大幅下跌，股债双杀、股票市场活跃度下降、创业板等中小盘股下跌尤其严重；而从今年1月份开始，伴随着资金面的改善，资金价格和信用溢价均出现了改善，期间上证指数虽然整体涨幅较小、但是市场活跃度显著改善，涨幅超30%的不在少数。目前，总体依然处于资金价格和风险溢价双重改善的趋势中。

但是，上次6月8日的降息，股市非但没有逆转反而在短暂数日的窄幅震荡后再度杀跌、一度跌破2200点。其中，本质的原因在于找不到经济基本面改善的迹象，信贷释放缓慢、实体行业指标恶化；而显性的指标是，6月中下旬资金再度紧张，珠三角6个月票据利率从3.9%弹升至月末的5.5%。

目前珠三角票据利率为4.2%、1年期国债市场收益率为2.3281%；均大于6月8日首次降息时的水平；即，本次降息时点对应的资金价格水平要高于上次时点，因此进一步改善资金价格的空间相应增大。

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

2.3. 降息有利于盈利在不同行业的转化，利于盈利的微幅改善

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。目前非金融行业的财务费用占应收的比重为1.35%、伴随着利率的下降，未来财务费用的占比有望进一步下降，利于盈利的微幅改善。

表 2: 2012 年全部 A 股上市公司净利润预测参数及结果输出

变量	2010/12/31	2011/12/31	2012/3/31	2012 年
一、营业总收入	154959	192067	45836	211273
营业收入	154921	191991	45797	211190
二、营业总成本	144207	180759	43384	200115
营业成本	124294	156345	37579	174301
营业税金及附加	5394	6978	1614	7289
销售费用	5369	6200	1536	7078
管理费用	6719	8173	1904	8451
财务费用	1522	1996	620	2113
资产减值损失	735	839	58	839
公允价值变动净收益	57	45	6	45
投资净收益	1215	1464	271	1464
四、营业利润	12016	12819	2730	12622
加: 营业外收入	1082	1290	218	1290
减: 营业外支出	3521	372	49	372
其中: 非流动资产处置净损失	77	81	4	81
五、利润总额	12746	13737	2899	13541
减: 所得税	2518	2906	638	2979
六、净利润	10228	10831	2261	10562
减: 少数股东损益	985	1122	250	1162
归属于母公司所有者的净利润	9243	9709	2010	9400
营业成本占收入比	19.79%	18.60%	18.01%	17.50%
营业税金及附加占比	3.48%	3.63%	3.52%	3.45%
销售费用占比	3.46%	3.23%	3.35%	3.35%
管理费用占比	4.34%	4.26%	4.15%	4.00%
财务费用占比	0.98%	1.04%	1.35%	1.00%
所得税率	19.8%	21.2%	22.0%	22.0%
少数股东权益占比	9.63%	10.36%	11.08%	11.00%
投资净收益、营业外收支等取 2011 年数据; 营收增速取 10% 为参数; 则 2012 年非金融类净利润增速为 -3.2%; 考虑银行 10% 以上增速、则全部 A 股增速在 5% 左右				

数据来源: 东北证券, WIND

3. 市场运行及策略: 催化“四渡赤水”

本次降息在时点上早于市场预期。一方面显示经济回落的严重以及物价的可控; 另一方面也是近期信贷可能低于预期等不利因素的对冲。

本次降息以及扩大贷款浮动幅度, 进一步推动金融改善; 利于非金融企业盈利的微幅改善。同时, 相对于 6 月降息; 当下资金价格水平略高于 6 月 7 日、股价指数低于 6 月 7 日; 而连续降息, 政策的导向性更加明确。

另外, 考虑到欧洲央行降息、全球释放流动性的背景; 本次降息市场表现将优于上次, 有助于市场在 2200 点一线企稳回升。

当然由于当下企业盈利能力改善的空间要小于 2005、2008 年, 因此, 仅仅降息而非显著的减税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。

因此, 操作上, 重点关注地产、非银行金融以及环保、信息等转型主题投资机会, 而对普通周期股、则

以高抛低吸为主、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%	-0.51%	-0.5%
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

表 5: 6 月 8 日首次降息时板块表现的经验借鉴

板块名称	6 月 8 日涨跌幅	市盈率 (TTM)	总市值	流通 A 股市值
SW 信息服务	0.25	32.86	6862	4312
SW 信息设备	0.23	34.88	3718	2463
SW 公用事业	0.13	27.52	7736	5210
SW 房地产	0.11	16.16	10464	8566
SW 交通运输	-0.01	19.56	8066	6588
SW 交运设备	-0.12	14.97	10089	6679
SW 餐饮旅游	-0.22	37.36	1195	792
SW 黑色金属	-0.25	64.52	4167	3429
SW 化工	-0.26	16.01	13880	10588
SW 采掘	-0.28	12.44	25910	24073
SW 建筑建材	-0.32	11.97	9523	5737
SW 机械设备	-0.41	22.89	14815	9207
全部 A 股	-0.43	13.31	223545	169735
SW 医药生物	-0.45	32.73	10461	7641
SW 商业贸易	-0.54	21.48	4914	3776
SW 电子	-0.58	37.58	4904	3088
SW 纺织服装	-0.62	23.44	3106	1895
SW 金融服务	-0.63	7.64	52673	40768
SW 食品饮料	-0.67	29.1	11049	9164
SW 家用电器	-0.68	14.46	3044	2424
SW 农林牧渔	-0.73	36.77	3595	2393
SW 轻工制造	-0.86	39.89	2431	1613
SW 综合	-0.93	24.6	1335	1131
SW 有色金属	-1.36	30.87	9462	8162

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