

分析师

王涵 S0190512020001
 高群山 S0190512040003
 卢燕津 S0190512030001
 贾潇君 S0190512070005
 王连庆 S0190512090001
 王轶君 S0190513070008
 唐跃 S0190513070005

临界点：心动 VS 帆动

2015年1月27日

研究助理

段超

联系方式

wanghan@xyzq.com.cn

投资要点

相关报告

20150126

人民币的“压力测试”

20150125

欧洲 QE 都有啥，谁接宽松下一棒

20150125

欧洲 QE 后，央行暂且“看一看”

20150118

国际收支的秘密：热钱涌入？还是资本外逃

20150113

原油进口量大增难掩内需疲弱

20150111

放松周期中的信用扰动

20150109

通胀平台或降至 2% 以下

20150101

有通缩风险

20141228

内需疲弱下对外战略仍是亮点

20141221

金融项目净流出无需担忧

20141214

货币政策宽松：短期顾虑与长期趋势

2015 年年初以来，继 A 股一改去年 11 月中旬以来一路上扬格局开始横盘波动后，国债期货市场在近期也开始出现调整。我们认为，这是市场与央行在触及“心动与帆动的临界点”后的反应：

1. 横向来看，中国股市的风险偏好提升速度快于海外主要经济体；
2. 纵向来看，中国的风险偏好也处于 2013 年以来高点，尽管这种风险偏好的提升仅体现在股市上；
3. 风险偏好提升至一个极致后，市场对于央行实质性操作的诉求变强；
4. 而同时，尽管长期来看，货币政策宽松仍是大概率事件，但短期市场风险偏好的提升又反过来干扰货币政策放松的节奏，央行当下以“给短钱”为主；
5. 整体来看，以上组合意味着市场波动将放大。

- **临界点：心动 VS 帆动，市场 VS 央行。**当前中国股市的风险偏好，无论纵向来看，还是横向来看，其提升似乎都已到达一定的瓶颈。在这种情况下，对于市场而言，**心动（对于货币政策宽松的预期）跑得比帆动（货币政策的实质性宽松）快的幅度已达到极致，这意味着其对于央行宽松的诉求更加强烈。**

对于央行而言，尽管长期来看，央行宽松不可避免，但短期来看股市风险偏好过快的提升又反过来干扰了央行的放松节奏，所以央行以“给短钱”为主（从央行近期操作来看，央行放松仍主要提供短期流动性，包括续作 MLF 以及 7 天、28 天逆回购操作）。**央行提供的流动性久期偏短，叠加市场对于货币政策进一步宽松的高预期，这意味着资产价格将进入高波动的区间。**

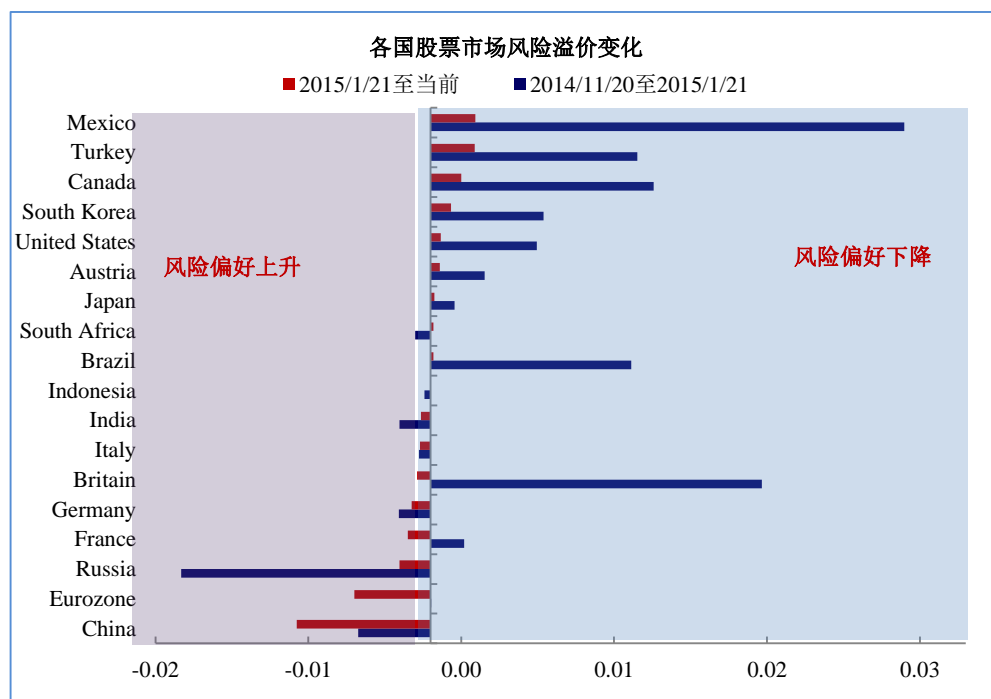
请阅读最后一页信息披露和重要声明

中国股市的风险偏好较高

- **横向来看，中国股市的风险偏好始终跑在前面。**中国降息后至欧洲 QE 之前，全球股市的风险偏好实际上普遍是下降的，然而中国整体风险偏好是提升的。在欧洲 QE 之后，欧洲股市的风险偏好开始上升，但这种提升速度仍然不及中国。换句话说，从国际的横向比较来看，中国降息以来，中国股市的风险偏好始终“跑在前面”。

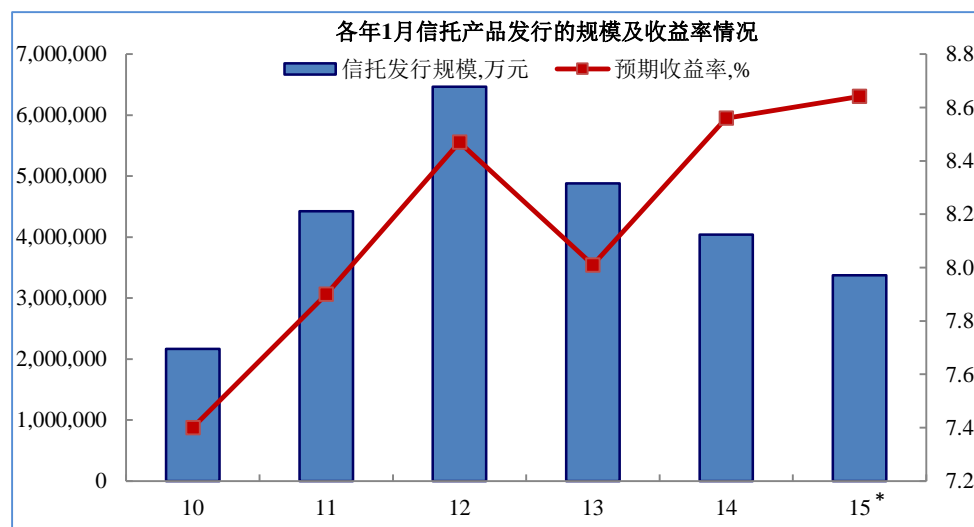
在国内，中国股市的风险偏好的提升也是“一枝独秀”的。无论是票据收益率、信托收益率均表现出不同程度的上升，尤其信托市场上表现出明显的“价升量缩”的特征，这意味着似乎风险偏好的提升在中国国内也仅仅体现在股票市场上。

图表 1: 中国股市的风险偏好“跑在前列”



数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

图表 2: 信托市场表现出明显的“价升量缩”



注: 2015 年的信托发行规模数据截至 1 月 27 日, 已做折算全月处理, 假设 1 月全月发行速度均匀。

数据来源：Wind，兴业证券研究所

- **纵向来看：中国股市的风险偏好似乎已提至区间的“极致”。**即使从中国本身来看，股市风险溢价指标自 2015 年以来也已处于 2013 年以来的低点，这意味着基于流动性宽松+改革预期下的中国股市风险偏好的提升似乎已到达（至少是一个区间）的极致了。

图表 3: A 股风险溢价率自 2015 年以来已处于低位水平



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

临界点：心动 VS 帆动，市场 VS 央行

- **心动 VS 帆动，风险偏好提升已达瓶颈。**如前所述，当前中国股市的风险偏好，无论纵向来看，还是横向来看，其提升似乎都已到达一定的瓶颈。在这种情况下，对于市场而言，**心动（对于货币政策宽松的预期）跑得比帆动（货币政策的实质性宽松）快的幅度已达到极致，这意味着其对于央行宽松的诉求更加强烈。**
- **市场 VS 央行，资产价格进入高波动区间。**对于央行而言，尽管长期来看，央行宽松不可避免，但短期来看股市风险偏好过快的提升又反过来干扰了央行的放松节奏，所以央行以“给短钱”为主（从央行近期操作来看，央行放松仍主要提供短期流动性，包括续作 MLF 以及 7 天、28 天逆回购操作）。**央行提供的流动性久期偏短，叠加市场对于货币政策进一步宽松的高预期，这意味着资产价格将进入高波动的区间。**

图表 4: 近期央行放松仍以提高短期流动性为主



数据来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元晟	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。