

通胀再抬头、市场有压力

临时策略报告

2011年4月5日

主要观点:

- **本次加息的形式特点:** 本次加息再次上调活期存款利率 10BP, 增加银行成本, 也将有利于降低货币活化。就贷款利率而言, 本次加息依然谨慎, 长端贷款利率上调幅度整体小于短期贷款利率的上调幅度。
- **本次加息的政策导向:** 3月宏观数据公布前的加息, 彰显出控制通胀压力的被动性以及紧迫性。本次加息可以理解是对3月CPI高企的反应、应该是在市场预期之内, 但是, 本次加息过后、依然难言宏观调控政策出尽。从某种程度上看, 本次加息再次打消了政策趋缓甚至转向的预期, 毕竟当前的通胀包括利率水平、各方面其实并非“很舒服”。
- **本次加息的市场影响及操作策略:**
- 加息对短期市场的影响往往是延续前期(一般指前一周)的行情趋势, 中期则关注加息对市场流动性及业绩的影响。考虑市场估值基于年报业绩而已经做了修正及切换, 且对经济回落的担忧具有现实性。本次加息中性偏空、政策趋缓的时点还未到来; 因此, “市场还将维持弱势”。
- 短期市场将延续前期的调整行情, 日线级别上的反抽适宜继续控制仓位。考虑到前期保障房、低估值金融以及抗通胀的资源股的表现, 仓位低的投资者, 可以在市场调整时期继续适当关注抗通胀的资源股以及经过一定调整的食品饮料等防御类板块; 目前来看, 虽然抗通胀主线较难穿越周期, 但却是短期比较靠谱的一条投资主线。
- 当然, 仓位高的投资者, 操作上依然适宜控制仓位。因为, 前期估值切换下的估值修复, 将随着年报业绩的逐步披露完毕而接近尾声, 相反, 随着通胀以及政策的压力, 1季度以及未来一段时间的业绩增速回落将对估值产生压力。因此, 中期来看, 投资者可以密切关注保障房、包括新兴产业在内的设备投资等具有穿越一定周期且具有较高确定性的投资主线, 以平衡市、逐步低吸, “不必急于一时”。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

TEL: (021)63367000-314

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

事件描述:	2
事件影响分析:	3
1、本次加息的形式及导向	3
A、继续上调活期存款利率.....	3
B、控通胀、难言政策出尽.....	3
2、本次加息的市场影响及操作策略.....	3
A、本次加息对行业的影响.....	3
B、市场影响.....	4
C、操作策略	4

事件描述:

2011年4月5日,中国人民银行决定,自2011年4月6日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点,其他各档次存贷款基准利率相应调整。

本次加息是2011年的第二次加息,也是2010年10月以来的第4次加息,一年期存款基准利率由3%提高至3.25%。如下表描述。

表 1: 央行利率调整幅度列表

	12月26日调 整后利率	2月9日调 整后的利率	4月6日 调整后	2月9日 调整幅度	4月6日 调整幅度	4月6日 调整比例
一、城乡居民和单位存款						
(一) 活期存款	0.36	0.4	0.5	0.04	0.1	25.00%
(二) 整存整取定期存款						
三个月	2.25	2.6	2.85	0.35	0.25	9.62%
半年	2.5	2.8	3.05	0.3	0.25	8.93%
一年	2.75	3	3.25	0.25	0.25	8.33%
二年	3.55	3.9	4.15	0.35	0.25	6.41%
三年	4.15	4.5	4.75	0.35	0.25	5.56%
五年	4.55	5	5.25	0.45	0.25	5.00%
二、各项贷款						
六个月	5.35	5.6	5.85	0.25	0.25	4.46%
一年	5.81	6.06	6.31	0.25	0.25	4.13%
一至三年	5.85	6.1	6.4	0.25	0.3	4.92%
三至五年	6.22	6.45	6.65	0.23	0.2	3.10%
五年以上	6.4	6.6	6.8	0.2	0.2	3.03%

数据源自央行网站, 东北证券

事件影响分析：

1、本次加息的形式及导向

A、继续上调活期存款利率

本次加息再次上调活期存款利率且上行幅度为 10BP、活期存款利率上行至 0.5%；其他各期存款利率均上调 25BP、因此，从存款上调的百分比来看，短端利率上调的幅度要大些。

就贷款利率而言，本次加息依然显得小心谨慎。总体而言，依然是长端贷款利率上调幅度小于短期贷款利率的上调幅度。

B、控通胀、难言政策出尽

在市场普遍预期 3 月 CPI 有望再次上行至 5%且可能创出本轮 CPI 上行新高的背景下，在 3 月 CPI 正式公布之前的加息，彰显出控制通胀压力的被动性以及紧迫性。因此，本次加息可以理解是对 3 月 CPI 高企的反应、应该是在市场预期之内，但是，本次加息过后难言宏观调控政策出尽。

理由如下：

油价迭创新高，输入性通胀压力较大；且国内调控对输入性通胀的作用有限。国内政策的调控，更多的是尾随、被动式的，因此，在输入性通胀压力没有明朗前，国内的通胀依然是不明朗的。

食品以及其他生活生产用品在各类成本推动下的上行，目前来看，也不能理解为结束。相反，只是包括发改委在内各管理机构的压制，不能改变价格上行的源泉。

另外，如果从翘尾因素简单来看，6、7 月份物价可能再次上行，届时压力较大；同时，在此之前，考虑到准备金率在对冲流动性中的作用、依然还有上调空间——央行货币政策司的学术论文中指数准备金率可调的空间至 21-24%即 23%左右。因此，总体不宜解读为“政策出尽”。

2、本次加息的市场影响及操作策略

A、本次加息对行业的影响

本轮加息，对于负债率高、财务费用占比大的行业，影响较大。尽管上市公司具有较高的获取信贷能力，但是在加息周期下财务费用的增加将是必然的。相对而言，公用事业(电力)、农业、轻工制造、高铁钢铁等的营业利润对加息的敏感度最高。

对于银行，由于活期上调幅度 10BP、上调百分比为 25%，对于银行资金成本的上行有一定压力；考虑到存贷款不同档次利率的差异、对银行名义净息差不造成显著影响，即静态看对银行影响相对中性。

表 2：本次加息对各行业营业利润的敏感度分析

板块名称	资产负债率 2010 三季%	营业利润 2010 三季	财务费用 2010 三季	财务费用/营业利润	利率对营业利 润的敏感度 (25BP)
公用事业	70.77	298	246	82.44%	3.40%
农林牧渔	53.19	34	15	43.82%	1.81%
轻工制造	56.05	64	25	38.95%	1.61%
黑色金属	62.13	302	115	38.01%	1.57%
有色金属	54.1	227	63	27.79%	1.15%
纺织服装	51.37	62	16	25.79%	1.06%
电子元器件	39.85	67	12	18.62%	0.77%
建筑建材	74.19	513	86	16.84%	0.69%
信息设备	53.64	73	12	16.51%	0.68%
化工	54.75	1023	129	12.60%	0.52%
信息服务	44.71	120	14	11.82%	0.49%
餐饮旅游	40.54	26	3	11.11%	0.46%

房地产	69.2	414	44	10.54%	0.43%
商业贸易	66.02	206	21	10.17%	0.42%
机械设备	56.74	488	44	9.01%	0.37%
医药生物	42.01	259	23	8.80%	0.36%
交通运输	58.05	814	70	8.65%	0.36%
家用电器	66.42	95	8	8.37%	0.35%
采掘	40.15	2265	76	3.34%	0.14%
交运设备	58.93	588	18	2.98%	0.12%
食品饮料	39.87	245	3	1.28%	0.05%

数据源自 WIND，东北证券；以 1 年期贷款利率变动为基准测算加息对利润的敏感度。

B、市场影响

从本次加息的形式特点以及政策导向，并考虑当前的估值水平以及风格溢价情况，笔者认为：

其一、本次加息不能理解为利空出尽。

其二、本次加息增加存款尤其是大幅度增加了活期存款利率，增加了银行的成本压力，同时也将降低货币活化的幅度，对包括股票市场在内的虚拟市场造成一定冲击。

其三、本次加息，就行业看，由于显著上调活期，并不有利于银行。同时，在 3 月多数城市房价环比依然上行的情况下，中央政府的政策导向上对房地产的调控依然未变。除此以外，本轮加息对其他行业的冲击与上轮大致相仿。

我们认为，本次加息再次彰显了管理层控制通胀以及资产价格泡沫的决心，在通胀压力依然高位的背景下不宜解读为“利空出尽”。从某种程度上看，本次加息再次打消了政策趋缓甚至转向的预期，毕竟当前的通胀包括利率水平、各方面并非“很舒服”。

考虑到历史上加息对市场的影响短期往往是延续前期(一般指前一周)的行情趋势，中期则关注加息对市场流动性及业绩的影响。考虑市场估值以及估值溢价基于年报业绩而做了修正及切换，且对经济回落的担忧具有现实性，因此，笔者认为，本次加息，“市场还将维持弱势”，即本次加息中性偏空、政策趋缓的时点还未到来。

C、操作策略

短期市场将延续前期的调整行情，日线级别上的反抽适宜继续控制仓位。

考虑到前期保障房、低估值金融以及抗通胀的资源股的表现。仓位低的投资者，可以在市场调整时期继续适当关注抗通胀的资源股以及经过一定调整的食品饮料等防御类板块；目前来看，虽然抗通胀主线较难穿越周期，但却是短期比较靠谱的一条投资主线。

当然，仓位高的投资者，操作上依然控制仓位；因为，前期基于年报业绩导致的估值切换下的估值修复，将随着年报业绩的逐步披露完毕而接近尾声，相反，随着通胀以及政策的压力，1 季度以及未来一段时间的业绩增速回落将对估值产生压力。因此，投资者可以密切关注保障房、包括新兴产业在内的设备投资等具有穿越一定周期的投资主线，以平衡市、逐步低吸，“不必急于一时”。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；
谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；
中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益±5%之间；
回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。