

2010-10-19

行业研究 / 深度研究

证券、期货业

中性 / 维持评级

总量宽裕 VS 结构分流

—关于股市流动性

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

分析师

张黎

SAC 执业证书编号:S1000210060004
+755-82366995 zhanglisz@lhqz.com

- **五年期定存加息 60BP 的真实意图是推迟下一次加息时点。**加息前五年期定存利率为 3.6%，即最多能抵抗 3.6% 的通胀，本次上调至 4.2% 之后，负利率的通胀门槛也由此提升至 4.2%，由此可预期下一次因负利率压力而加息的时点将远远推迟。
- **流动性总量仍然宽裕。**本轮股指上涨、成交量高位的触发因素为全球流动性充裕预期，后者取决于全球各国的货币政策，继而取决于美国的货币政策，继而又取决于美国的就业数据和通胀水平。换言之，只要美国就业数据继续恶化，同时通胀尚未构成压力，那么美国仍将继续大概率地选择宽松货币政策以刺激经济，其他国家因为担心热钱涌入问题也将随之维持宽松货币政策，那么全球流动性就仍将维持宽裕态势。并且，本次加息将会进一步强化人民币升值预期进而吸引热钱流入，支持国内流动性总量上继续维持宽松氛围。
- **流动性结构有所分流。**从国内吸纳流动性的结构来看，主要有四大去向：实体经济、房地产、股市、储蓄。实体经济吸纳流动性是渐进的变化过程；房地产行业在国庆前后已遭多个城市“计划经济”，吸纳流动性功能大幅下降；就剩下股市和储蓄。在此次加息前的负利率环境下，市场预期房地产挤出的流动性将会主要流向股市，结果，2010.10.19 晚出乎意料的加息打破了市场预期，五年期定存加息 60BP，由此将会导致储蓄吸纳流动性的功能增强，结构性分流到股市的流动性将较加息前的预期有所下降。
- **总量宽裕支持中长期乐观，结构分流提供短期调整后买入机会。**总体来看，只要美国就业继续恶化、通胀处于低位，那么流动性总量上仍将大概率维持宽裕氛围，支持对股市的中长期乐观。就本次加息而言，短期对股市偏负面，主要源于加息后储蓄分流了一部分富裕的流动性，但只不过是一次性冲击而已，因为下次加息时点因为五年定存利率加息 60BP 而远远推迟了。我们认为，基于对股市中长期的乐观，短期的调整恰恰提供了一次绝佳的买入证券股机会。
- **投资建议：买入并持有策略。**牛市中，对于高弹性股的最佳投资策略是买入并持有而非波段操作。因此，建议利用本次证券股的调整机会，买入并持有相对估值便宜的海通、宏源、招商、长江，直至本轮流动性充裕的基础——美国宽松货币政策退出。
- **风险提示：**1、美国退出宽松货币政策；2、国内货币政策从紧超出我们预期。

2010-10-19

行业研究 / 深度研究

证券、期货业

中性/ 维持评级

总量宽裕 VS 结构分流

—关于股市流动性

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhzq.com

分析师

张黎

SAC 执业证书编号:S1000210060004

+755-82366995 zhanglisz@lhzq.com

五年期定存加息 60BP 的真实意图是推迟下一次加息时点

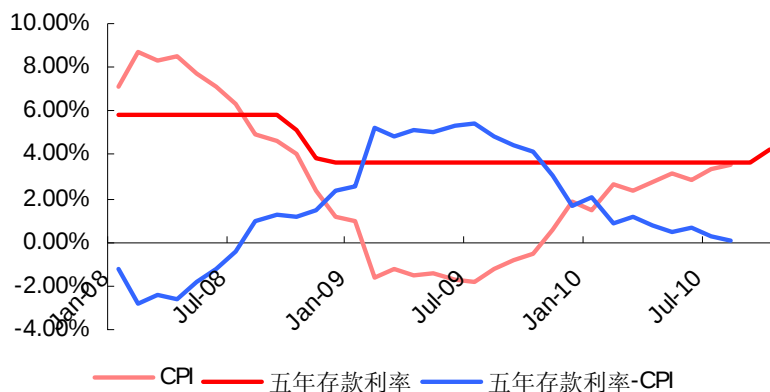
2010.10.19 晚，央行发布公告加息。其中，特别值得关注的是，五年期定存加息幅度高达 0.6%。加息前五年期定存利率为 3.6%，即最多能抵抗 3.6% 的通胀，本次上调至 4.2% 之后，负利率的通胀门槛也由此提升至 4.2%，由此可预期下一次因负利率压力而加息的时点将远远推迟。

表格 1 本次加息前后利率变化

	调整前	调整后	调整幅度
一、城乡居民和单位存款			
（一）活期存款	0.36	0.36	-
（二）整存整取定期存款			
三个月	1.71	1.91	0.20
半年	1.98	2.20	0.22
一年	2.25	2.50	0.25
二年	2.79	3.25	0.46
三年	3.33	3.85	0.52
五年	3.60	4.20	0.60
二、各项贷款			
六个月	4.86	5.10	0.24
一年	5.31	5.56	0.25
一至三年	5.40	5.60	0.20
三至五年	5.76	5.96	0.20
五年以上	5.94	6.14	0.20

资料来源：央行，华泰联合证券

图表 1 五年期存款名义利率和实际利率

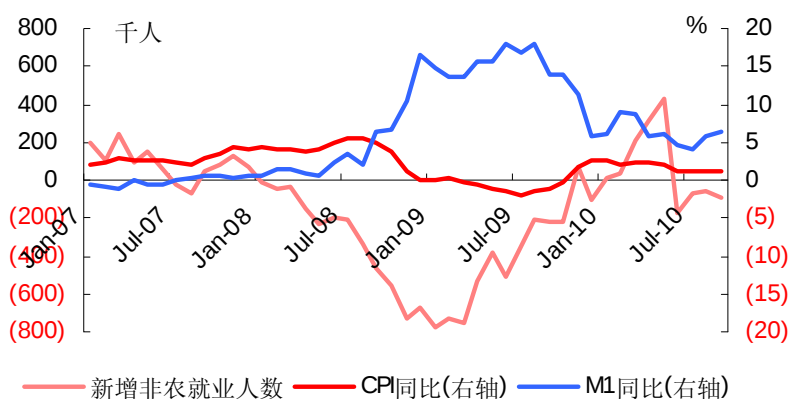


数据来源：Wind，华泰联合证券

流动性总量仍然宽裕

本轮股指上涨、成交量高位的触发因素为全球流动性充裕预期，后者取决于全球各国的货币政策，继而取决于美国的货币政策，继而又取决于美国的就业数据和通胀水平。换言之，只要美国就业数据继续恶化，同时通胀尚未构成压力，那么美国仍将大概率地继续选择宽松货币政策以刺激经济，其他国家因为担心热钱涌入问题也将随之维持宽松货币政策，那么全球流动性就仍将维持宽裕态势。我们观察到美国从 2010 年 6 到 9 月的非农就业人数一直在减少，同时 9 月份通胀还处于 1.1% 的安全水平，在此背景下，我们看到 M1 增速开始上行。

图表 2 美国就业、通胀与货币供应



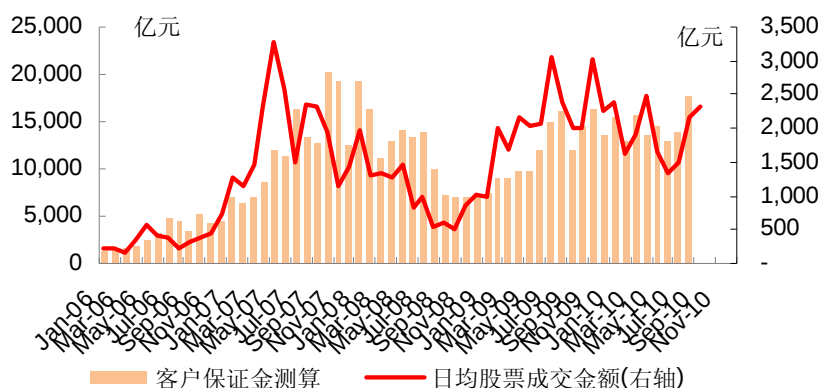
数据来源：Bloomberg，华泰联合证券

另一方面，本次加息将会进一步强化人民币升值预期进而吸引热钱流入，支持国内流动性总量上继续维持宽松氛围。

流动性结构有所分流

从国内吸纳流动性的结构来看，主要有四大去向：实体经济、房地产、股市、储蓄。实体经济吸纳流动性是渐进的变化过程；房地产行业在国庆前后已遭多个城市“计划经济”，吸纳流动性功能大幅下降；就剩下股市和储蓄。在此次加息前的负利率环境下，市场预期房地产挤出的流动性将会主要流向股市，结果，今晚出乎意料的加息打破了市场预期，五年期定存加息 60BP，由此将会导致储蓄吸纳流动性的功能增强，结构性分流到股市的流动性将较加息前的预期有所下降。

图表 3 股市最实实在在的流动性——客户保证金



资料来源：Wind，华泰联合证券

总量宽裕支持中长期乐观，结构分流提供短期调整买入机会

总体来看，只要美国就业继续恶化、通胀处于低位，那么流动性总量上仍将大概率维持宽裕氛围，支持对股市的中长期乐观。就本次加息而言，短期对股市偏负面，主要源于加息后储蓄分流了一部分富裕的流动性，但只是一次性冲击，因为下次加息时点因为五年定存利率加息 60BP 而远远推迟了。我们认为，基于对股市中长期的乐观，短期的调整恰恰提供了一次绝佳的买入证券股机会。

投资建议：买入并持有策略

牛市中，对于高弹性股的最佳投资策略是持有而非波段操作。因此，建议把握本次证券股的调整机会，买入并持有相对估值便宜的海通、宏源、招商、长江。（注：中信因后续利空尚存、华泰因为是我司关联方均未予考虑），直至本轮流动性充裕的基础——美国宽松货币政策开始退出。

表格 2 基于沪深 300 指数涨幅、日均成交金额假设下的 PE 敏感性分析

沪深 300 涨跌幅	10%						
日均股票成交金额(亿元)	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
中信	19.20	17.34	15.80	14.52	13.43	12.49	11.68
海通	23.71	21.01	18.86	17.12	15.66	14.44	13.39
宏源	26.88	23.11	20.28	18.06	16.28	14.82	13.60
招商	27.93	24.94	22.54	20.55	18.89	17.48	16.26
华泰	30.60	25.99	22.59	19.97	17.90	16.22	14.83
长江	28.82	25.54	22.93	20.80	19.03	17.54	16.27
国元	29.50	26.12	23.44	21.26	19.44	17.92	16.61
国金	33.97	29.65	26.30	23.63	21.46	19.65	18.12
光大	36.11	31.08	27.27	24.30	21.91	19.95	18.31
广发	39.40	33.35	28.91	25.52	22.83	20.66	18.87
东北	71.95	49.77	38.05	30.79	25.86	22.29	19.59

兴业	56.40	48.55	42.61	37.97	34.24	31.17	28.62
太平洋	90.05	74.36	63.33	55.15	48.84	43.82	39.74
西南	132.46	99.37	79.51	66.27	56.80	49.71	44.19

资料来源：Wind，华泰联合证券

风险提示

- 1、美国退出宽松货币政策；
- 2、国内货币政策从紧超出我们预期。

华泰联合证券评级标准:

时间段报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 10%-20%

中性股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间

减持股价弱于基准 10%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 8675582493932

传 真: 8675582492062

电子邮件: lzrd@lhq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 862150106028

传 真: 862168498501

电子邮件: lzrd@lhq.com