

2010-11-11

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

证券行业

中性/维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:s1000210020007

(021)6849 8610

licong@lhqz.com

张黎

SAC 执业证书编号:s1000210060004

(0755)8236 6995

zhanglisz@lhqz.com

无惧数量工具，价格工具才是利刃 ——关于央行上调存款准备金率的点评

事件：

中国人民银行决定，从 2010 年 11 月 16 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

影响：

1、无惧数量工具，价格工具才是利刃

在我们近来沿用的流动性总量、结构的分析框架中，存款准备金率的上调主要影响的是流动性总量，且为一次性影响，根据我们宏观组的判断，提高存款准备金率 0.5 个百分点将冻结流动性约 3500 亿元，考虑到 10 月份贸易顺差大幅增加、跨境资本继续流入，这一政策动作最主要的作用还是对冲流动性总量。相比之下，我们认为，利率的调整才是利刃，它同时决定了作为大类资产的储蓄和股票的预期收益率。加息会导致储蓄的收益率上升，吸纳流动性能力增强；而对于股票则相反，加息会导致股票的预期收益率下降，吸纳流动性能力减弱，进而威胁到对证券行业利润影响最大的成交金额和股指收益率指标。

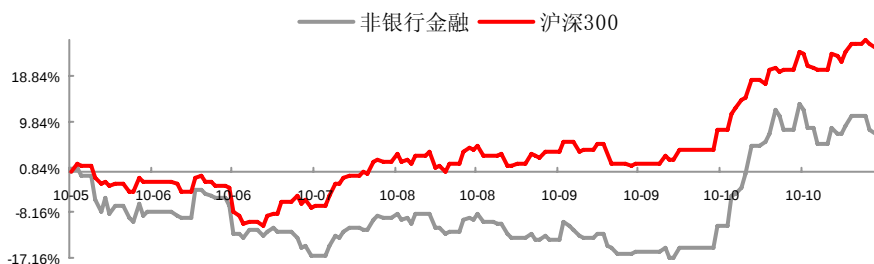
2、股票市场仍然是从流动性结构分流中受益最大的大类资产

总体上而言，到目前为止，我们仍然维持乐观态度。主要源于在我们的分析框架下，国内流动性总量宽裕因美国在宽松货币政策上的一意孤行以及人民币升值预期而已然确定；流动性结构上，吸纳流动性的容量较大的市场主要包括实体经济、房地产市场、股票市场、储蓄。实体经济吸纳流动性能力视经济复苏程度而渐进变化，房地产市场吸纳流动性能力因近期政策越加严厉而大幅衰减甚至是挤出，股票市场、储蓄因此成为流动性结构分流最后的避风港，考虑到储蓄实际收益率因近期通胀上行将持续在 0 附近徘徊，因此，股票将仍然是流动性结构分流的最终最大受益资产。

3、股市成交金额本身已提供答案

不同于国外，国内股票交易实行的是 T+1，客户保证金当天只能周转一次，即国内股市的成交金额是无法通过投机资金的日内高周转做出来的，因此它真实地反映了当日的股票需求，目前股票日成交金额持续维持在 4000 亿元的高位，本身已提供答案。大家应该都还记得房地产市场“量是价的

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

先行指标”的投资规律，对于股票市场，或许同样适用。

投资建议：

考虑到流动性总量和结构目前仍有利于股票市场，我们仍然维持乐观态度，重点推荐敏感性测试下（日均股票成交金额 3000 亿元、佣金率年降幅 20%、股指收益率 20%）估值（PE）较低的公司：宏源 16 倍、海通 17 倍、长江 19 倍、东北 20 倍。

风险提示：

央行本次在公布 10 月份 CPI 数据之前上调存款准备金率本身已经证明了对通胀问题的重视，如果未来通胀持续高涨并达到 4.2%或更高的水平，即便是五年期定存的实际利率也将为负，届时加息压力将加大。如果进入持续的加息周期，量变将逐渐演变成质变，储蓄将可能成为较股票市场更大的流动性分流的资产。



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: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

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: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn