

A 股前景进一步黯淡

——东方证券策略团队对 10 月 20 日央行加息点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 10 月 20 日

东方证券研究所策略团队

王明旭（执业证书编号：S0860209100201）

刘 俊（执业证书编号：S0860208110153）

王晓李（执业证书编号：S0860108081123）

杨 娜（执业证书编号：S0860108111177）

郑文琦（执业证书编号：S0860210030005）

王 鹏（执业证书编号：S0860110060012）

事件：10 月 19 日晚，央行宣布自 10 月 20 日起分别上调金融机构存贷利率

10 月 19 日晚，央行宣布，自 20 日起，金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。本次加息距 2007 年最后一次加息已时隔 34 个月。

点评：

一、讨论年内加息并不荒诞！7 月以来市场卖方机构中唯一提出“十一”后需要加息的仅有东方策略团队

10 月 19 日晚，央行宣布同时上调存贷款基准利率各 25 基点之后，市场普遍反映是大大出乎意外。在我们看来，央行选择此时加息并非意外，而是抑制通胀、调控房价、回收超常规流动性的应有之意。

自今年 6 月末中国启动二次汇改之后，市场对于年内不再会有加息可能几乎形成一致预期，甚至有卖方机构提出“讨论年内加息非常荒诞”的观点。

在这种情况下，东方策略团队几乎是市场卖方机构中唯一坚定提出“央行年内仍需加息”的判断。在 7 月 30 日《不谋万世者，不足谋一时——2010 秋季 A 股投资前景展望》报告中，我们提出“保增长、调结构、控通胀的政策目标存在天然的不可调和性，微观手段（行政调控、政府指导）无法管理宏观问题（通胀压力、资产泡沫），通胀的最终解决办法只能依靠全面收紧货币供应”；在 8 月份东方策略团队京沪深三地大规模策略路演中，我们再次强调“现实通胀压力已经相当巨大，在数量型工具应用到尽头之后，央行最终将会采取价格型调控工具，首次加息的时间节点有较大可能会在十一之后”；在 10 月 14 日东方策略团队给各机构客户发送的销售邮件中，我们再次提出“8、9 两月 PMI 购进价格指数持续大幅攀升表明企业下一阶段成本压力在不断加大，除去国内日益增加的食品价格压力，海外输入性通胀压力也在骤然加大。越晚加息，未来政策腾挪的空间将会更加狭窄”。

事实证明，在年内是否加息以及时间节点的判断上，我们的结论距离真实情况最为接近。

二、本次加息主要目的在于抑制通胀、调控房价以及回收超常规流动性

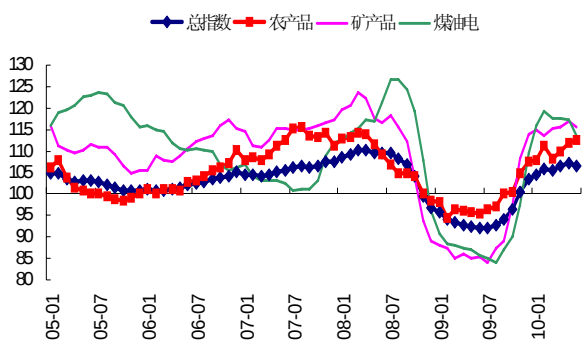
早在今年中期，我们就提出：根据货币数量论的观点，通货膨胀最终都是货币的表现。源于 08 年末经济刺激政策的货币供应高速增长最终将全面推高通胀水平。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

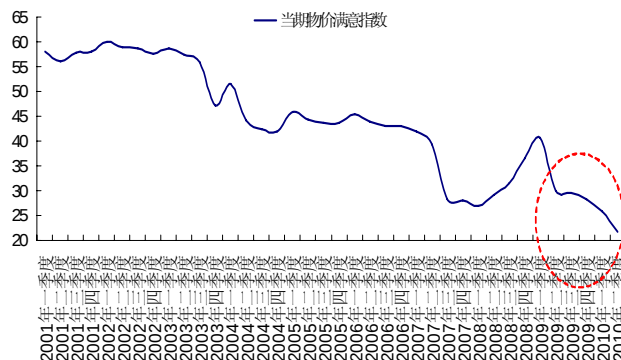
今年以来，由于统计范围有所偏差等多方面原因，国家统计局所公布的 CPI 绝对水平与群众实际感知物价水平有较大差异，因此，我们弃用传统的 CPI，而综合采用其他指标来判断当前的实际通胀水平，具体包括 PMI 购进价格指数、央行发布的物价满意度、企业商品价格指数（CGPI）、中国农产品批发价格总指数。目前，无论是从这些指标，还是从各种价格的绝对水平来看，通胀压力进入年中已经相当巨大。

图 1：企业商品价格（CGPI）接近 6 年来高位



资料来源：央行《季度中国宏观经济形势分析》，东方证券研究所

图 2：居民物价满意度指数创近十年新低



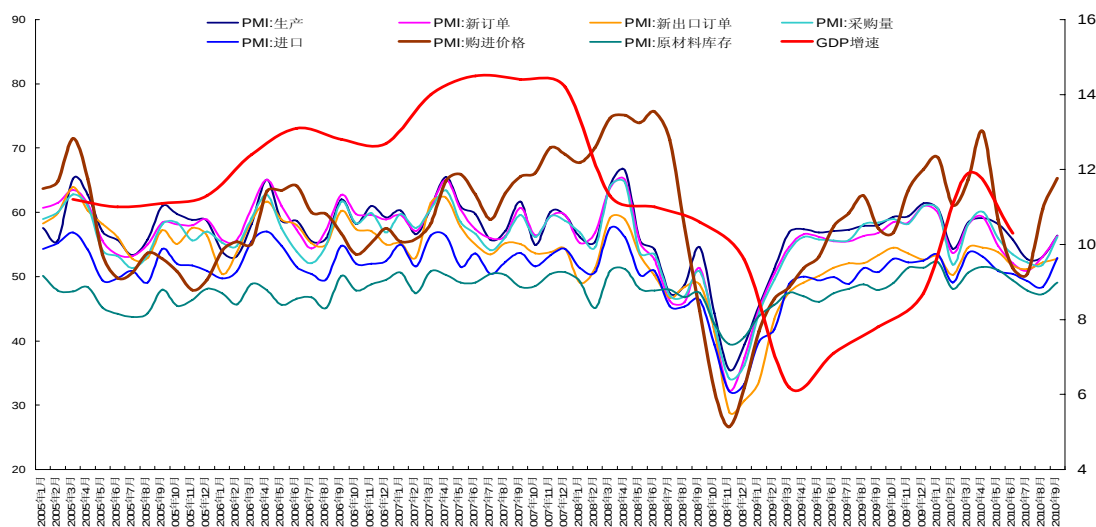
资料来源：央行《季度全国城镇储户问卷调查综述》，东方证券研究所

在 3 季度末，我们可以看出：8、9 两月 PMI 购进价格指数持续大幅攀升表明企业下一阶段成本压力在不断加大，除去国内日益增加的食品价格压力，海外输入性通胀压力也在骤然加大。

此外，“十一”前后，政府调控房地产决心与力度不断加码，而抑制房价最为有效的手段即提升资金成本。

总体而言，本次加息的主要目的在于抑制通胀、调控房价以及回收超常规流动性。同时，这并非一次性事件，加息周期的大幕已经徐徐开启。

图 3：8、9 月份 PMI 购进价格指数再度大幅攀升



资料来源：央行《季度中国宏观经济形势分析》，东方证券研究所

三、此次加息时间节点选择相当微妙，显示高层“回收超额流动性”的坚定决心

更需要引起我们高度重视的细节在于此次加息的时间节点选择相当微妙。10月18日，党中央十七届五中全会落下帷幕，会议提出“加快转变经济发展方式”，并将“注重保障和改善民生”提至前所未有的高度。而在随后一日，央行便宣布加息。而事实上，三季度的主要宏观经济数据则要在两天之后（10月21日，本周四）才会正式公布。

在如此的时间节点，并且在三季度宏观数据公布之前选择加息。只能说明一个问题，即表明中央高层异常坚定地“回收超额流动性”的决心。

四、此次加息正式宣告“适度从紧货币周期回归”，本轮加息周期存款利率终点至少在3.5%至4%以上

从国内货币政策调控的历史来看，一旦价格型货币调控工具（无论加息或者降息）启用，很少是一次性的，一般情况下都是周期性的。因此，结合我们之前的判断，**本次加息将具有重要的标志意义，无论央行是否愿意公开承认，都意味着货币政策正式从“适度宽松”专至“适度从紧”，新一轮加息周期已经正式开启。**此外，结合未来通胀情况以及消除负利率状况的基本判断，本轮加息周期存款利率终点至少会在3.5%至4%以上。

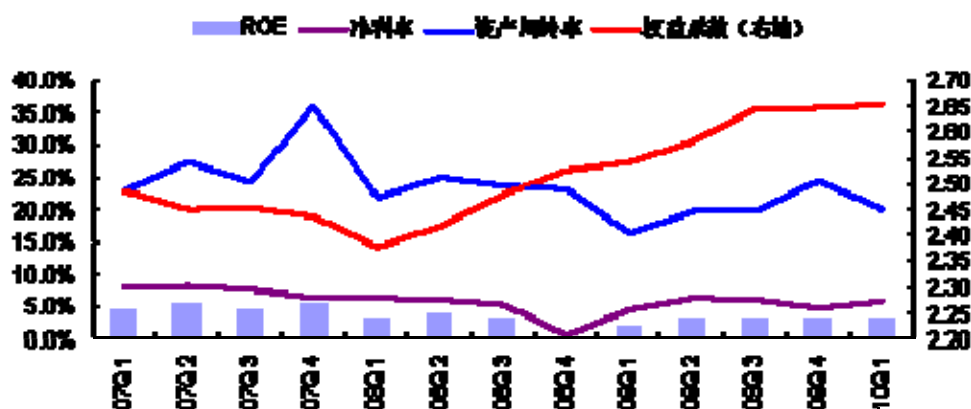
五、由于资金杠杆的收窄，本轮加息将最终导致对企业ROE造成致命负面影响

从影响企业盈利能力的动因看，除了需求下滑（导致总资产周转率和销售毛利率）以外，杠杆因素可能成为压垮盈利的又一根稻草。

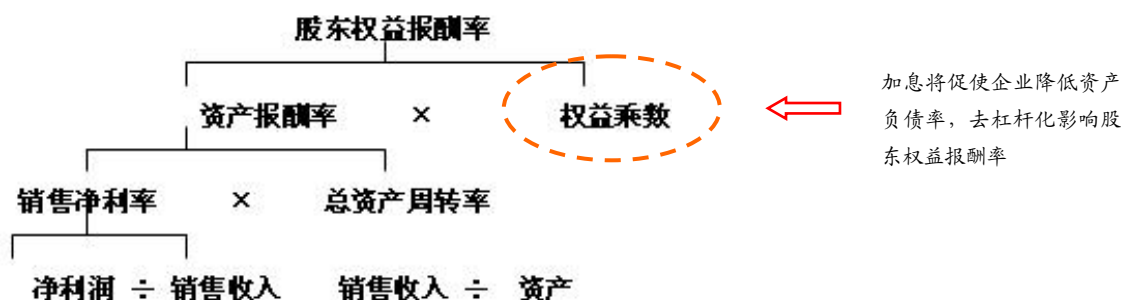
从杜邦公式的分解可以看到，本轮政策刺激小周期盈利提升的主要驱动力在于杠杆率的提升，而毛利和资产周转率反而有所下降——这意味着名为“适度”实为“过度”的宽松货币政策、低廉的融资成本是企业盈利提升的关键因素。正如我们此前预料的，流动性泛滥、投机行为遍布多个领域危害经济秩序、通胀压力日益突出的情况下，央行在数量型工具应用到尽头之后，最终将会采取价格型调控工具，这必将导致企业将经历又一次的“去杠杆化”过程，再加上需求下滑，ROE高位回落不可避免。

根据二季报数据，A股剔除金融的有效税率为20%，总资产16.25万亿；而资产负债率则从1季度末的57.8%提升至58.4%，为07年以来的来历史高位。粗略计算，提升基准利率0.25%，则会直接影响年度利润约190亿元。如果考虑融资成本提升后“去杠杆化”带来的投资和生产紧缩，则对A股市场企业盈利增长的挑战更加严峻。

图4：A股非金融上市公司单季度杜邦分析



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：杜邦财务体系分析


资料来源：东方证券研究所

六、中期而言，升值与加息同时存在的可能相对较小。未来格局将会是加息伴随人民币相对美元中期贬值

除了我们判断将会进入到新一轮加息周期之外，还需要重点指出的是：中期角度而言，人民币升值与加息同时存在的可能相对较小，更为可能的格局则是加息伴随着人民币相对于美元的中期贬值态势。

目前，市场对于中期弱势美元的判断基础主要在于美联储“二次定量宽松”（QE2）的强烈预期。事实上，这样的判断非常值得商榷，简而言之，由 QE2 引发美元贬值所导致的大宗商品泡沫或新兴市场泡沫不符合帕累托优化的基本经济学原理。

- 1) 美国之所以准备采取 QE2，是因为实体经济复苏缓慢，政府被迫再度注入流动性。QE2 是希望资本能留在美国国内，而非流出。试想美联储下了这么大的决心，难道就是为了迎合全球的金融投机者？大家别忘了这可是奥巴马政府中期选举的救命钱啊！QE2 的实质是进一步压低资金成本，让实体经济在较低的财务成本下得到更好的休养生息，希望企业能逐步在国内增加资本开支（CAPEX）而不是海外投机。如果美元持续走弱，意味着流动性涌出美国，这其实与 QE2 的本意背道而驰，QE2 可能就是史上最短命的量化宽松政策，半途夭折。
- 2) 从融资方的角度考虑，也很难会有所谓的美元贬值所引发的大宗商品泡沫或新兴市场泡沫。大家都理所当然的认为联储实施 QE2 的资金来源肯定没有问题，但这个逻辑是值得推敲的。2011 年美国财政预算开支高达 3.83 万亿美元，至少 2 万多亿以上需要通过发行国债融资，绝大部分要发售给中日欧洲国家。如果美元不能稳定，明年这些国债的顺利发行将是巨大挑战。目前中国的真实通胀水平已然很高，根本就不能再承受巨大的输入型的通胀压力。如果 QE2 的结果是导致资产泡沫，中国肯定会拒绝购买美国国债。看看曼哈顿街头不断扩格的国债钟，就知道美国人的借钱压力有多大。最为极端的情况下甚至不排除美元会对一揽子货币升值的，也算美国政府“高息揽存”的最后手段。
- 3) 即使考虑到美国的“五年出口倍增计划”，QE2 也难以允许流动性在海外制造泡沫。站在美国国家战略角度来考虑，全球再平衡的实质是顺差国增加进口，逆差国增加出口，如果 QE2 都把高通胀带给这些国家，将会逼迫这些国家最终采取极度严厉的货币政策去控制通胀，总需求也会被抑制，美国人的出口倍增计划实现难度将会加大。此外，美国大幅贬值将不可避免的引发其贸易伙伴国不同形式贸易或汇率战反击，将在相当程度上抵消美元贬值所带来的出口效用增加（事实上，至今也没有非常明确的证据表明当前的汇率政策可以消除经常项目下的贸易失衡，这其中更深层次的原因在于全球贸易分工格局的不断确立和深化）。

所以，美元近期的走弱更多反映的是政治诉求，美国中期选举（今年 11 月 2 日）前后将是非常值得我们留意的一个时间节点。届时，美元将有很大可能扭转颓势。结果如何，我们可以拭目以待。

需要补充一件相对有趣的事件：就在 19 日，与中国加息遥相呼应的是，美国财长盖特纳也赌咒发誓，在他的有生之年美元仍将是全球主要储备货币之一，美国不会让美元贬值，因为这不符美国国家利益，应让美国民众理解美国乃至全球任何一个国家都不可能通过贬值让本国经济变得繁荣更具竞争力，这对美国是不可行、不切实际的策略，美国政府不会采用。

七、宏观前景及市场趋势判断

对于宏观经济前景，我们一如既往地维持之前的稳定看法：政策紧缩致使经济面临高位回落，叠加现实通胀压力，经济已经在今年4月份进入到“滞涨”阶段。更为糟糕的预期则是经济回落过快导致总需求不足，企业将会步入“二次去库存”的窘境，经济可能在明年初由“滞涨”滑入“通缩”。

在市场趋势判断上，我们认为，推动A股市场中期趋势性上涨的关键驱动因素依然缺失，未来宏观经济走势仍不容乐观，加之加息周期已经来临，企业权益乘数将会不断下降，其盈利能力将会遭受较大考验，我们继续维持对A股中期投资前景极其谨慎的看法。

正常情况下，本次加息比较出乎市场意外，短期调整是应有之意。不过由于市场情绪仍相对高涨，不排除市场在加息当天出现后先抑后扬的局面，在这种情况下，即便指数在短期内继续上涨，但会对中期市场造成更加悲观的影响

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn