

## 加息突袭，股市转入调整——央行加息点评

临时策略报告

2010 年 10 月 20 日

### 主要观点：

- 本轮加息具有强烈的突然性。本轮加息，既有别于市场之前预期的非对称性加息也有别于历史上显著扩大净息差的前例，显示了管理层对控通胀、抑资产泡沫以及稳增长之间的平衡。
- 非金融企业资产负债率为 58%、处于金融危机来的高位，也高于 2006 年加息之前的水平。影响最大的是公用事业、农林牧渔及轻工制造等行业。相对而言，食品饮料、交运设备等影响相对较小。银行净息差由于活期存款利率未上调而大致持平，但动态看还面临着未来信贷成本的扩大以及未来加息方式的不确定性，故对银行难有益处。
- 中国加息使得资金的避险需求上升，经济复苏的复杂性预期将增强；叠加到濒临历史临界点的美元、铜等关键变量的运行，将使得美元短期反弹、铜等资源价格回落；中期看，美国的量化宽松与中国等新兴市场的紧缩形成对比，西方国家与新兴市场国家、中国与美国的博弈加剧。根据经验看，金融危机以来，美元指数与美联储资产负债表的规模呈正相关，一旦美国正式再次实施量化宽松，美元出现反弹而非反抽的机会将更大，因此，美元并不具有大幅度贬值的动力。人民币也不具有持续的快速升值需要。
- 蓝筹股的低估值以及蓝筹股相对中小板的估值差，是本轮市场反弹的估值基础。目前中小板对上证 180 指数的溢价已经从 3.4 修正到 2.8 倍，同时，周期性股票普遍的涨幅已经在 20%左右，市场反弹至 3000 点上方，客观上需要调整，我们认为本次加息恰是契机。
- 考虑到管理层对通胀容忍度的修正，不排除在明年 1 季度 CPI 再次上行时二次加息，加息通道或已开启。我们认为市场不会复制 2006-2007 年的加息经验，加息将短期冲击股市、股市将出现调整。考虑近期热钱、游资的流入，资金的流出需要时间，因此，市场受冲击后的短期可能会出现反复，但我们认为这只是反抽；不改变加息背景下避险需求上升的基本判断。
- 本轮加息对市场是利空，3000 点上方形成本轮反弹的阶段高点区域。股市将转入调整，调整的幅度可能在 5-10%；而后市场将以区间震荡为主。考虑到加息的突然性、资金的介入程度，在短期遭受冲击后，市场交投会保持一定的活跃度，受益于政策确定性支持以及业绩确定性增长的股票会有所表现。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

联系人：杜长春

TEL：(021)63367000-310

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

## 一、事件描述 2

## 二、加息的特点：加息突然，体现控通胀与稳增长的平衡 3

1、本轮加息具有突然性。 3

2、本轮加息是控通胀、抑资产泡沫、稳增长之间的平衡。 3

## 三、加息的影响：利空股市 3

1、A 股负债率处于历史高位水平，加息将对上市公司业绩产生负面影响 3

2、加息对本轮市场反弹形成利空 5

A、美元短期有反弹要求、中期不具备大幅贬值动力 5

B、当前市场需要整理，加息恰是契机 5

C、本轮加息后的市场运行：股市转入调整。 5

表 1：人民币存贷款基准利率调整表..... 2

图 1：本轮加息不同于 2004 年 10 月、2006 年 4 月..... 3

图 2：企业资产负债率与利率呈现逆向关系..... 4

图 3：加息对营业利润的影响（假设毛利不变）..... 4

表 2：2002 年来历次利率调整后的市场表现分析..... 5

## 一、事件描述

19 日晚央行决定自 2010 年 10 月 20 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利率均上调 0.25 个百分点；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整，具体如表 1。

表 1：人民币存贷款基准利率调整表

|             | 调整前利率 | 调整后利率 | 调整幅度 |
|-------------|-------|-------|------|
| 一、城乡居民和单位存款 |       |       |      |
| (一)活期存款     | 0.36  | 0.36  | 0    |
| (二)整存整取定期存款 |       |       |      |
| 三个月         | 1.71  | 1.91  | 0.2  |
| 半年          | 1.98  | 2.2   | 0.22 |
| 一年          | 2.25  | 2.5   | 0.25 |
| 二年          | 2.79  | 3.25  | 0.46 |
| 三年          | 3.33  | 3.85  | 0.52 |
| 五年          | 3.6   | 4.2   | 0.6  |
| 二、各项贷款      |       |       |      |
| 六个月         | 4.86  | 5.1   | 0.24 |
| 一年          | 5.31  | 5.56  | 0.25 |
| 一至三年        | 5.4   | 5.6   | 0.2  |
| 三至五年        | 5.76  | 5.96  | 0.2  |
| 五年以上        | 5.94  | 6.14  | 0.2  |

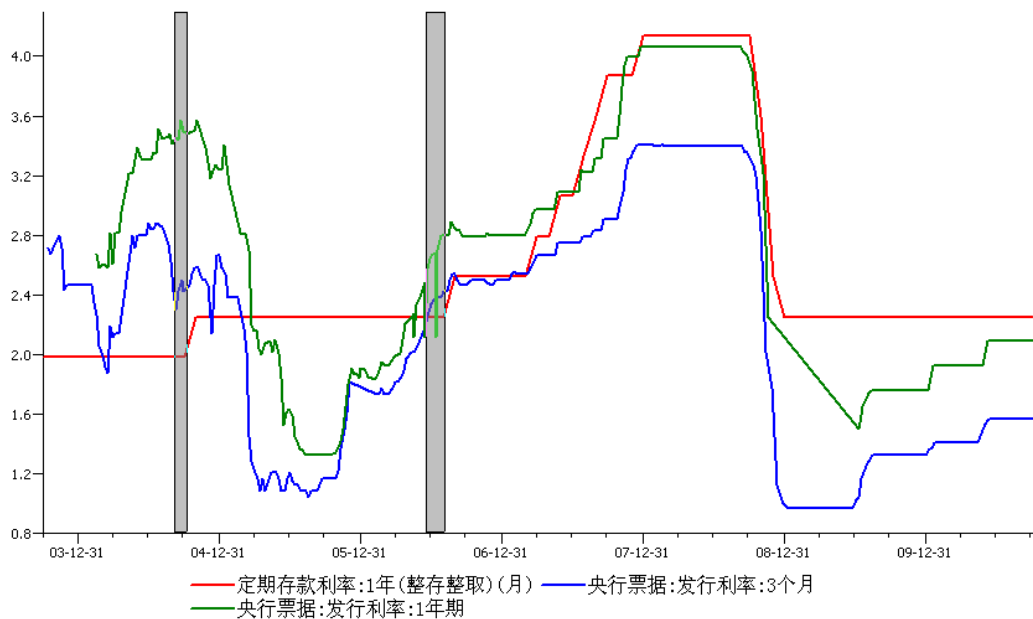
数据源自央行网站，东北证券

## 二、加息的特点：加息突然，体现控通胀与稳增长的平衡

### 1、本轮加息具有突然性。

距不久前上调 6 家商业银行准备金率后，央行 19 日晚在 21 日各大主要经济数据公布之前决定加息。同时，从市场前期反映看，本轮加息与 2004 年 10 月、2006 年 4 月两次加息不同，前两次市场有所预期，在加息前央票利率提前数周已经上行，而这次加息前，央票利率以及债券市场并未出现显著的异动。因此，本轮加息具有强烈的突然性，也暗含着经济面对加息的紧迫性，这种紧迫性更多的来自通胀的压力。

图 1：本轮加息不同于 2004 年 10 月、2006 年 4 月



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

### 2、本轮加息是控通胀、抑资产泡沫、稳增长之间的平衡。

本轮加息，是金融危机以来低利率持续近 2 年后的首次加息。加息的特点为定期存款加得多、贷款加得少；活期不变、1 年期存款 25BP、年限越长幅度越大、5 年期定存增加 60BP；1 年期贷款 25BP、1 年期以上统一只加 20BP。考虑活期利率不变，银行的净息差将持平。本轮加息，既有别于市场之前预期的非对称性加息也有别于历史上显著扩大净息差的前例，显示了管理层对控通胀、抑资产泡沫以及稳增长之间的平衡。

本次加息首先针对的是负利率背景下通胀的压力，提高存款利率、缩小负利率的幅度，调控物价是第一大目标；其次是针对房地产为代表的资产泡沫，地产泡沫今年以来一直困扰着管理层，适当上调贷款利率，控制需求，再结合“限购”+“保障房”，加息是“多管齐下”中的重要一环，当然考虑到地产前期政策需要观察，因此，本次加息对通胀的针对性更强些；最后，贷款利率尤其是中长期贷款利率上调幅度较小，暗含着当前经济复苏的不确定性。

## 三、加息的影响：利空股市

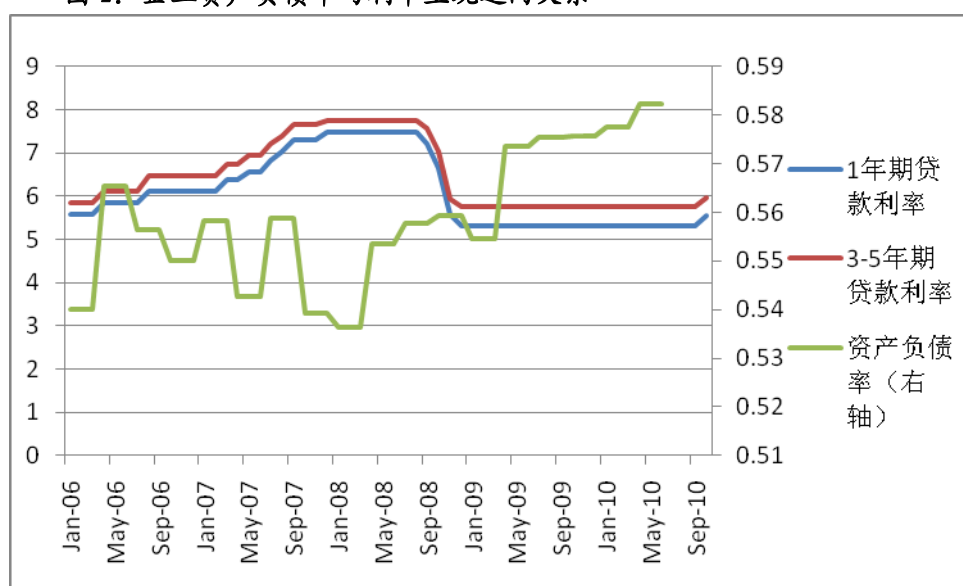
### 1、A 股负债率处于历史高位水平，加息将对上市公司业绩产生负面影响

金融危机以来企业杠杆率处于历史较高水平。如图 2，对剔除金融企业后的公司资产负债率分析可知，企业资产负债率与利率呈现逆向关系。2006 年-2007 年利率上升周期，企业的负债率整体处于下降阶段；2008

年金融危机，利率下行，企业负债率处于上升过程。目前非金融企业的资产负债率为 58%、处于金融危机来的高位，也高于 2006 年加息之前的水平。因此，本次利息调整对整个上市公司业绩的影响将会较大。

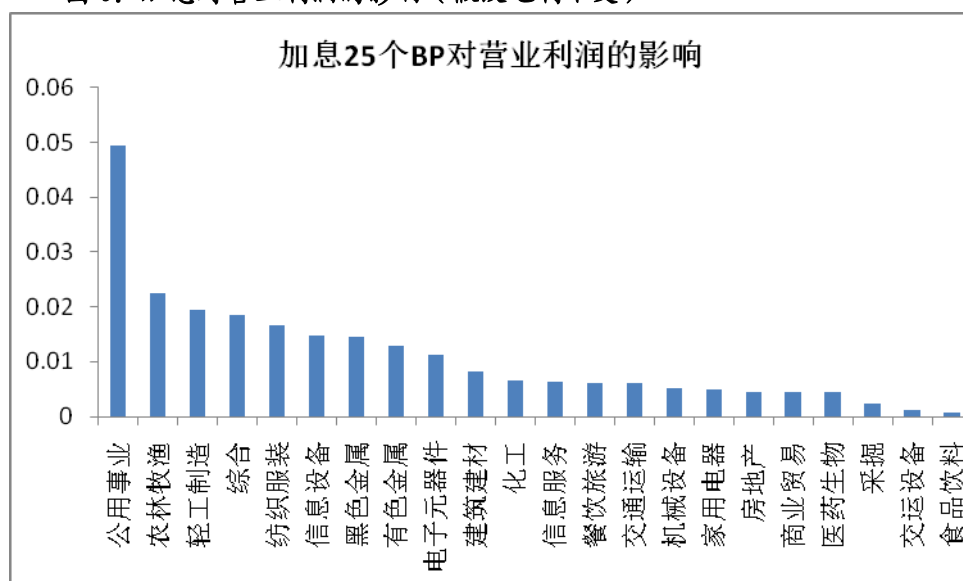
具体就行业看，在假设企业的毛利不受加息影响时，加息 25BP 将对周期类股票的营业利润产生显著影响。其中影响最大的是公用事业、农林牧渔及轻工制造等行业。电力等行业本身是由于高杠杆率导致高额的财务费用支出，而农林牧渔是由于自身毛利较低，财务费用占比较大使得加息对其营业利润的影响较大。整体而言，本轮加息对企业静态的营业利润影响在 1%以上，周期性板块受到的影响大些；相对而言，食品饮料、交运设备等影响相对较小。另外，如前所述，对于金融企业，主要是银行，其净息差虽然由于 45%的活期存款利率未上调而持平，但动态看还面临着未来信贷成本的扩大以及未来加息方式的不确定性，故对银行难有益处。

图 2：企业资产负债率与利率呈现逆向关系



数据源自 WIND，东北证券

图 3：加息对营业利润的影响（假设毛利不变）



数据源自 WIND，东北证券

## 2、加息对本轮市场反弹形成利空

本轮股市自 2600 点-3000 点的反弹，其逻辑在于量化宽松预期下的美元贬值、人民币对美升值，通胀预期及地产“限购”导向下的游资入市以及经济基本面的逐步改善；同时，蓝筹股的低估值以及相对中小板的估值差是反弹的估值基础。本轮加息主要针对通胀，同时，也影响经济基本面、影响未来上市公司业绩，我们认为，本次加息对于股市将形成利空、3000 点上方形成本轮反弹的阶段性高点区域。

### A、美元短期有反弹要求、中期不具备大幅贬值动力

全球经济复苏缓慢的格局下，第二大经济体中国的加息对于资金的避险需求将会上升，对经济复苏的复杂性预期将增强；叠加到濒临历史临界点的美元、铜等关键变量的运行，将使得美元短期反弹、铜等资源价格回落；中期看，美国的量化宽松与中国等新兴市场的紧缩形成对比，新兴市场的紧缩将部分对冲美国等的量化宽松；西方国家与新兴市场、中国与美国的博弈凸显。与同时，根据经验看，金融危机以来，美元指数与美联储资产负债表的规模呈正相关，一旦美国正式再次实施量化宽松，美元出现反弹而非反抽的机会将更大，因此，美元并不具有大幅度贬值的动力。同时，考虑国情，人民币也不具有持续的快速升值需要。

### B、当前市场需要整理，加息恰是契机

本轮反弹另一因素在于蓝筹股的低估值以及蓝筹股相对中小板的估值差，从而形成了市场反弹的估值基础。目前中小板对上证 180 指数的溢价已经从 3.4 修正到 2.8 倍，同时，周期性股票本轮反弹以来普遍的涨幅已经在 20%左右，市场反弹至 3000 点上方，客观上需要调整，我们认为本次加息恰是契机。

### C、本轮加息后的市场运行：股市转入调整。

加息是系统性变量、对市场产生冲击。考虑到管理层对通胀容忍度的修正，我们认为，不排除在明年 1 季度 CPI 再次上行时候二次加息，因此，加息通道或已经开启。市场运行上，我们认为市场不会复制 2006-2007 年的加息经验，加息将短期冲击股市、股市将出现调整。同时，考虑近期市场热钱、游资的大量流入，考虑到资金的流出需要时间，因此，市场受冲击后的短期交易中可能会出现反复，但我们认为这只是反抽；不改变加息背景下市场避险需求上升的基本判断。

由于资源类周期性板块前期获利较高，同时，加息影响周期性板块的经营利润，并由于美元反弹、大宗商品回落而造成叠加冲击。地产股、金融股直接受加息冲击，其中银行股冲击相对要小些。非周期性板块受制于系统的压力，也将殃及池鱼，但也是估值压力释放的过程。

国庆后的反弹我们愿意定义为大平衡市下的上涨。本轮加息对市场是利空，将得 3000 点上方形成本轮反弹的阶段性高点区域。未来市场的趋势发生改变，将以调整为主，但受制于估值的支撑以及经济基本面的改善，调整的幅度可能在 5-10%；而后一段时间市场将以区间震荡为主。考虑到加息的突然性、资金的介入程度，在短期遭受冲击后，市场交投会保持一定的活跃度，后续投资主题将着力于估值压力得到修复后的受益于政策确定性支持以及业绩确定性增长的战略新兴产业以及内需类股票；同时，在市场得到较充分调整后，蓝筹股将有反弹机会。

表 2：2002 年来历次利率调整后的市场表现分析

| 利率调整日            | 存款基准利率 |       |        | 贷款基准利率 |       |        | 消息公布<br>次日指数<br>涨跌 |
|------------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------------------|
|                  | 调整前    | 调整后   | 调整幅度   | 调整前    | 调整后   | 调整幅度   | 上证指数               |
| 2010 年 10 月 20 日 | 2.25%  | 2.50% | 0.25%  | 5.31%  | 5.56% | 0.25%  |                    |
| 2008 年 12 月 23 日 | 2.52%  | 2.25% | -0.27% | 5.58%  | 5.31% | -0.27% | -4.55%             |
| 2008 年 11 月 27 日 | 3.60%  | 2.52% | -1.08% | 6.66%  | 5.58% | -1.08% | 1.05%              |
| 2008 年 10 月 30 日 | 3.87%  | 3.60% | -0.27% | 6.93%  | 6.66% | -0.27% | 2.55%              |

|                  |       |       |        |       |       |        |        |
|------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 2008 年 10 月 9 日  | 4.14% | 3.87% | -0.27% | 7.20% | 6.93% | -0.27% | -0.84% |
| 2008 年 9 月 16 日  | 4.14% | 4.14% | 0.00%  | 7.47% | 7.20% | -0.27% | -4.47% |
| 2007 年 12 月 21 日 | 3.87% | 4.14% | 0.27%  | 7.29% | 7.47% | 0.18%  | 1.15%  |
| 2007 年 9 月 15 日  | 3.60% | 3.87% | 0.27%  | 7.02% | 7.29% | 0.27%  | 2.06%  |
| 2007 年 8 月 22 日  | 3.33% | 3.60% | 0.27%  | 6.84% | 7.02% | 0.18%  | 0.50%  |
| 2007 年 7 月 21 日  | 3.06% | 3.33% | 0.27%  | 6.57% | 6.84% | 0.27%  | 3.81%  |
| 2007 年 5 月 19 日  | 2.79% | 3.06% | 0.27%  | 6.39% | 6.57% | 0.18%  | 1.04%  |
| 2007 年 3 月 18 日  | 2.52% | 2.79% | 0.27%  | 6.12% | 6.39% | 0.27%  | 2.87%  |
| 2006 年 8 月 19 日  | 2.25% | 2.52% | 0.27%  | 5.85% | 6.12% | 0.27%  | 0.20%  |
| 2006 年 4 月 28 日  | 2.25% | 2.25% | 0.00%  | 5.58% | 5.85% | 0.27%  | 1.66%  |
| 2004 年 10 月 29 日 | 1.98% | 2.25% | 0.27%  | 5.31% | 5.58% | 0.27%  | -1.58% |
| 2002 年 2 月 21 日  | 2.25% | 1.98% | -0.27% | 5.85% | 5.31% | -0.54% | 1.57%  |

数据源自 WIND，东北证券

## 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。