

紧缩预期在验证，进入调整“第二阶段”

A 股临时策略报告

2010 年 11 月 21 日

主要观点：

- 一个月内一次加息、两次全面上调准备金率以及部分银行上调，高频率的政策调控，已然与前期管理层提及的“中医”式渐进治疗的理念有所变化，彰显了管理层对通胀压力管控的紧迫性。
- 在历史最高的法定准备金率、历史低位的超额准备金率下，在其他变量较难改变的推定下，留给银行的可选项只有以继续降低贷存比来对冲法定准备金率的上调，从而达到控制信贷规模，抑制流动性的目的。
- 从实现 7.5 万亿的信贷目标来看，年内再次上调准备金率的可能性就较小了；但是，不排除未来通胀高企、年内加息的可能；同时，有可能明年信贷总量控制、货币增速回落的调控目标下而在明年初再次上调准备金率甚至加息，且笔者认为合理的准备金率上调空间可能还有 1-2%。
- 准备金率上调对以银行股+高负债的周期股为代表的 A 股权重股构成冲击。对于新股次新股，由于资产负债率较低、资金较为充裕，且多有结构转型概念，因而，在紧缩周期的早期将有机会。
- 去年四季度业绩的高基数，2010 年中小板的动态市盈率与前推 12 月的市盈率相比难有增长，短期内中小板与大盘股的估值比难以通过中小板业绩的提升、动态市盈率的回落而有良性修正。
- 准备金率上调、政策紧缩导向明显，而当前市场的驱动因素主要在于政策层面。因此，政策趋紧，市场将延续调整态势。
- 不排除市场以利空阶段性出尽为由而有反弹，但这种或有反弹，我们认为依然仅仅是反抽。如果说前期的大幅下跌是因为一致性的预期修正所引发的恐慌、暴跌，是调整的第一阶段的话，那么未来市场调整将进入第二阶段，即悲观预期不断验证的运行阶段，市场更多以下跌、反抽、小跌为主的震荡盘整格局，恰如 9 月下旬的市场行情。
- 基于紧缩预期下系统性机会还远未来到的基本判断，策略上依然以逢反弹控制仓位为主基调，同时，考虑到中小板与大盘股估值比再次到达高位，对于小股票也面临着估值比修正乃至回落的风险。因此，短期而言，利空冲击后银行等权重股获取短期相对收益的概率反而更大些即为交易性机会；中期来看，我们依然认为静待中央经济工作会议的政策释放，静待内需+新兴产业的年末播种机会。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

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

一、事件描述	2
二、事件分析	2
1、再次上调准备金率，彰显管理层对冲流动性、调控通胀的紧迫与决心	2
2、上调准备金率，倒逼银行降低贷存比、调控信贷规模	2
3、年内再提准备金率可能性降低，但并非调控政策的结束	3
4、准备金上调、市场将延续调整	3
5、市场操作策略	5
图 1：法定准备金率、超额准备金率以及贷存比序列图	3
表 1：部分时点的准备金率、超额准备金率以及贷存比数据明细表	3
图 2：中小板与上证 180 估值比、中小板估值(市盈率 TTM)的序列图	4
图 3：中小板与上证 180 估值比、上证 180 指数估值(市盈率 TTM)的序列图	5

一、事件描述

央行网站 11 月 19 日收盘后公布：为加强流动性管理，适度调控货币信贷投放，中国人民银行决定，从 2010 年 11 月 29 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。

二、事件分析

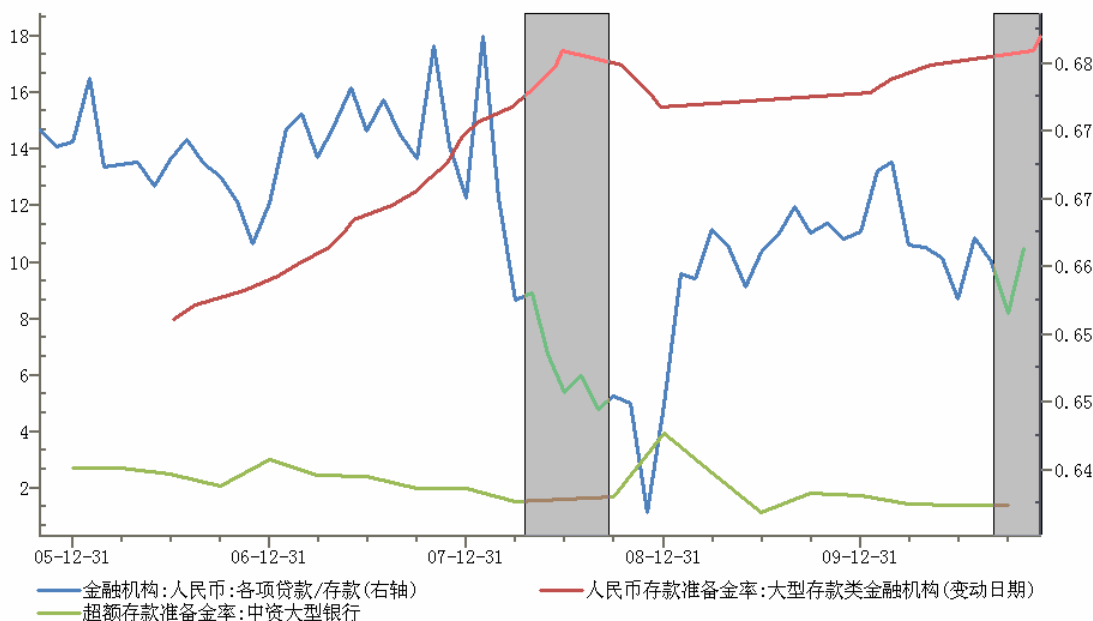
1、再次上调准备金率，彰显管理层对冲流动性、调控通胀的紧迫与决心

央行距离 10 月 19 日宣布加息 25 个基点、11 月 10 日全面上调准备金 0.5% 后，11 月 19 日再次上调准备金率 0.5%。一个月内一次加息、两次全面上调准备金率以及部分银行准备金率的个别上调，一个月内货币工具频出、如此高频率的政策调控，已然以前期管理层提及的“中医”渐进治疗的理念有所变化，彰显了管理层对当前国内流动性、通胀压力管控的紧迫性。

2、上调准备金率，倒逼银行降低贷存比、调控信贷规模

本次上调准备金率、大型银行至 18%，高于 2008 年的 17.5%，创出新高。目前超额准备金率为 1.4% 左右、实际贷存比为 66.69% 左右、再考虑法定存款准备金率 18%，则三项合计已达 86%，创出 2005 年来的新高。因此，在历史最高的法定准备金率、历史低位的超额准备金率下，在其他变量较难改变的推定下，留给银行的可选项只有以继续降低贷存比来对冲法定准备金率的上调，从而达到控制信贷规模，抑制流动性的目的。即上调准备金率，倒逼银行降低贷存比，实现调控信贷规模、货币供应量的政策目标。

图 1：法定准备金率、超额准备金率以及贷存比序列图



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

表 1：部分时点的准备金率、超额准备金率以及贷存比数据明细表

	人民币贷存比%	大型存款机构法定准备金率%	超额准备金率%	三项合计
2010-11-19	66.69	18.00	1.40	86.09
2008-06-07	65.59	17.50	1.50	84.59
2007-11-10	68.78	13.50	1.97	84.25

数据源自 WIND，东北证券

3、年内再提准备金率可能性降低，但并非调控政策的结束

2009 年 3 月以来商业银行的实际贷存比在 65%-67%。因此，银行体系的贷存比回落至 65%左右对实体经济的负面影响不会太大。也就是说，出于对冲热钱、调控信贷的目的，未来法定准备金率 1%-2%左右的调控空间，中期看准备金率并未到达天花板。

但是，就年内而言，11 月两次准备金率上调共回笼 7000 亿左右货币、以贷存比 66%计算、则未来 2 个月可以减少 4600 亿左右的信贷。考虑前 10 个月信贷投放 6.9 万亿、按 7.5 万亿的信贷目标计算未来 2 个月的信贷额为月均 3000 亿；同时，以准备金率上调前，未来两月月均平滑的新增信贷规模 5500 亿左右计算。因此，连续两次上调准备金率后，大致可以将月新增信贷规模控制在 3000-3500 亿左右，大致可以将全年的信贷规模控制在 7.5-7.6 万亿左右。

因此，从 7.5 万亿的信贷目标来看，年内再次上调准备金率的可能性就较小了；但是，不排除未来通胀高企、年内加息的可能；同时，不排除明年信贷总量控制、货币增速回落的调控目标下而在明年初再次上调准备金率、且笔者认为合理的准备金率上调空间可能还有 1-2%。因此，这并非调控政策的结束

当然，就市场角度而言，如果未来再次紧缩，则市场对于经济降温、企业业绩下滑的担忧将会加剧，对市场将造成压力。

4、准备金上调、市场将延续调整

准备金率的上调，显示了在美国量化宽松后国内采取对冲政策的决心和力度，因此，市场短期内将难以摆脱通胀压力下政策调控的担忧，市场也将会延续调整。理由如下：

首先，准备金率上调，直接冲击银行的信贷规模、倒逼银行降低贷存比，同时，由于上月利率调整中并没有上调准备金率的存款利率，因此，也将有损银行的利息收入。当前银行股受制于紧缩政策的导向、

系统性机会应该还没有到来，其机会更多来自于类似于“护盘”形式的交易性机会。

其次，准备金率上调的直接指向是收缩流动性、调控信贷，以资金密集型企业为代表的周期性股，将受制于未来信贷缩减、潜在资金成本上升的压力。因此，对高负债的周期性板块也将构成利空。

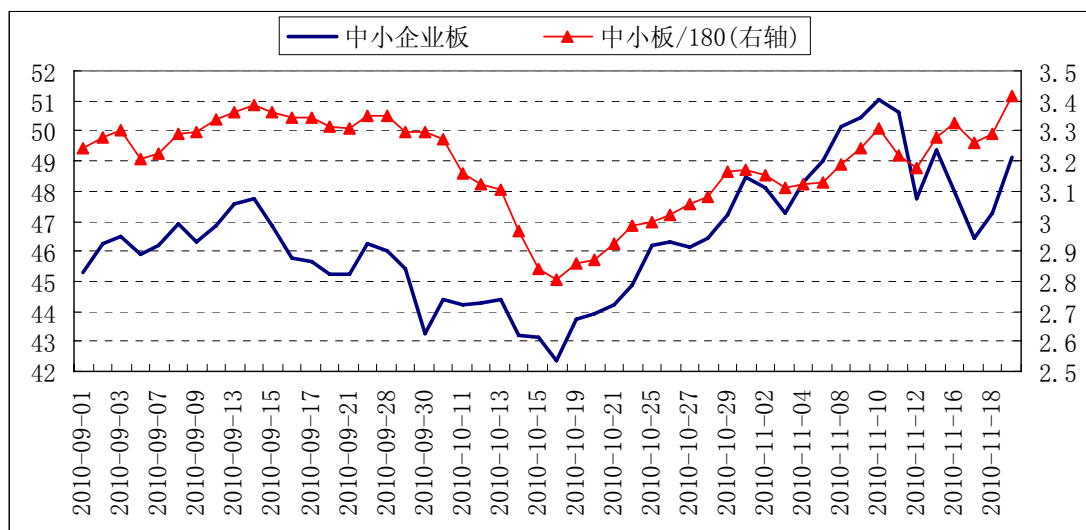
综上两点，准备金率上调对以银行股+高负债的周期股为代表的 A 股权重股构成冲击，所以，市场指数整体也将难有好转。

另外，对于新股次新股，由于资产负债率较低、资金较为充裕，且多有结构转型概念，因而，在紧缩周期的早期将有机会。

但是，需要思考一个问题，即以中小板、创业板为代表的新股次新股板块，其估值是否具有天花板、其与大盘股的估值比(估值溢价)是否具有天花板？即小盘股与大盘股的风格背离还能延续多长时间？

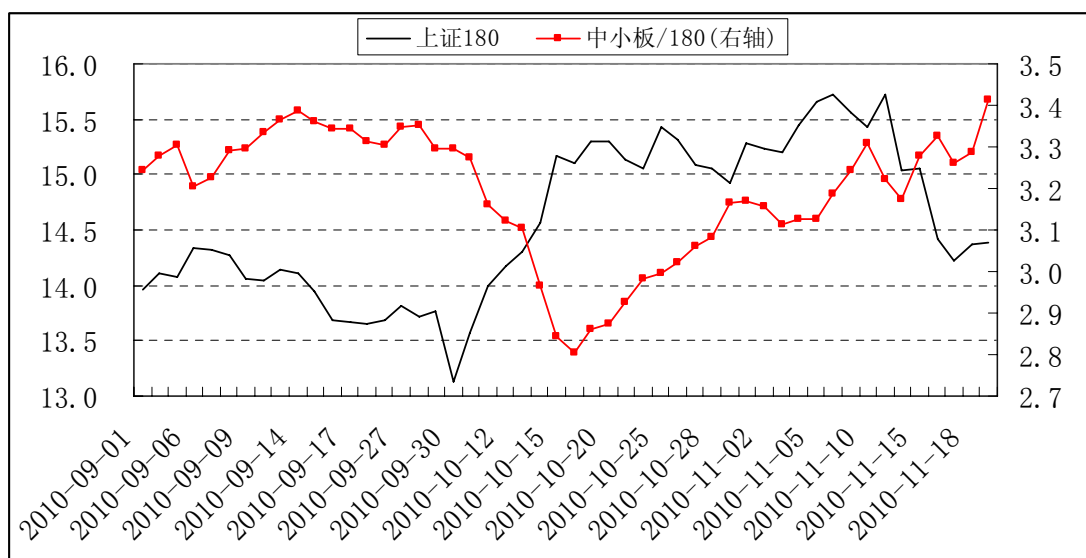
目前中小板与上证 180 的估值比再次达到 3.4 倍、与反弹之前 9 月中旬的估值比高位相持平。我们认为，在紧缩政策下，市场利率将倾向于上行、负利率将倾向于缩小，市场流动性也将在紧缩政策下趋于阶段性削弱。因此，笔者认为，中小板的估值溢价短期内将难以再有显著提升；同时，由于去年四季度业绩的高基数，2010 年中小板的动态市盈率与前推 12 月的市盈率 TTM 相比难有增长，因此，即短期内中小板的高估值比难以通过中小板业绩的提升、动态市盈率的回落而有良性修正。

图 2：中小板与上证 180 估值比、中小板估值(市盈率 TTM)的序列图



数据源自 WIND，东北证券

图 3：中小板与上证 180 估值比、上证 180 指数估值(市盈率 TTM)的序列图



数据源自 WIND，东北证券

5、市场操作策略

准备金率上调、政策紧缩导向明显，而当前市场的驱动因素主要在于政策层面。因此，政策趋紧，市场将延续调整态势。

对于短期市场，一方面由于银行等权重股估值历史低位、股价处于前期低点附近，因而受准备金率上调冲击后继续大幅下跌的空间不大；另一方面，由于年内连续两次上调准备金率，将有利于今年信贷规模控制在 7.5 万亿左右的水平，因此，不排除市场以利空阶段性出尽为由而有反弹，但这种或有反弹，我们认为依然仅仅是反抽。因为，从明年 1 季度的角度看，政策并未出尽。所以，市场整体仍将以调整态势运行，但是如果说前期 300 多点的大幅下跌是因为一致性的预期修正所引发的恐慌、暴跌，是调整的第一阶段的话，那么未来市场调整将进入第二阶段，即悲观预期不断验证的运行阶段，市场更多以下跌、反抽、小跌为主的震荡格局，恰如 9 月下旬的市场行情。

操作上，基于紧缩预期下系统性机会还远未来到的基本判断，策略上依然以逢反弹控制仓位为主基调，同时，考虑到中小板与大盘股估值比再次到达高位，对于小股票也面临着估值比修正乃至回落的风险，恰如 9 月下旬的市场行情。因此，利空冲击后银行等权重股获取短期相对收益的概率反而更大些即交易性机会；中期来看，我们依然认为静待中央经济工作会议的政策释放，静待内需+新兴产业的年末播种机会。

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 $\pm 5\%$ 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。