

控通胀、市场短期难改震荡调整格局

临时策略报告

2010 年 12 月 26 日

主要观点:

- **本轮加息有利于管控通胀、抑制资产价格泡沫。**加息验证了管控通胀是转型期“急务”的政策判断，强化了管理层管控通胀的意志与决心，长期而言有利于稳定政策预期。管理层倾向于稳定银行息差、通过适当增加中长期贷款利率来抑制贷款需求、提高短期定存利率来引导活期存款定期化。本轮加息有利于抑制投机需求、更有利于测试并抑制货币活期化的倾向，极具政策艺术。
- **本轮加息短期利好银行等低估值行业。**静态来看有利于银行息差的扩大，在管理层降低货币活化倾向的政策导向下，需要观察未来居民户活期储蓄的行为。但对负债率高、财务费用占比大的非金融类行业，多是利空。
- **市场或有低开高走、但短期难改震荡调整格局。**管理层果断加息，有利于缓解市场对未来矫枉过正的政策风险的担忧；因此，对于宏观基本面，属于短空长多。同时，从经验看，加息难改“趋势”，也难改非金融企业盈利规模受损的背景；基于加息前一周市场整体以低估值蓝筹股局部“拉扯”、中小盘股大范围回落的市场特征，本轮加息后，市场虽有靴子落地的感觉，但将依然难改震荡调整的格局。
- **市场操作：可低吸银行保险等低估板块，但不宜期待短期内重演上轮加息后中小盘股的持续反弹行情。**主要理由是两次加息时的估值溢价不同，上次加息时中小板对上证 180 的估值溢价为 2.87 倍、回落至 3 倍以下；而目前中小板溢价为 3.43 倍、依然处于溢价的高位。
- **本轮加息有利于管控通胀、有利于稳定政策预期，因此，也将有利于未来市场底部的清晰化。**就短期市场而言，加息难改当前资金面压力下“拉扯”行情的逻辑。因此，操作上，适宜低吸银行保险等低估值板块，包括水电、运输类个股；对于中小板，仓位低的投资者可以以“T+0”的思路做短线操作，仓位重的投资者适宜逢高控制仓位。

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

事件描述:	2
表 1: 央行年内 2 次加息的利率调整对比情况表	2
事件影响分析:	2
1、本轮加息的政策导向分析: 有利于管控通胀、抑制资产价格泡沫.....	2
2、本轮加息对行业影响分析: 短期利好银行等低估值板块.....	3
表 2: 利率对不同行业营业利润的敏感度分析	3
3、本轮加息对市场影响分析: 或有低开高走、但难改短期震荡调整格局.....	4
4、市场操作: 可低吸银行保险等低估值板块、不宜期待重演上轮加息后的中小盘股行情.....	4
表 3: 两次加息时市场主要板块估值及中小板溢价对比数据.....	4
图 1: 中小板溢价率序列图	4

事件描述:

12 月 25 日, 央行宣布自 2010 年 12 月 26 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基准利率分别上调 0.25 个百分点, 其他各档次存贷款基准利率相应调整。

本轮加息在利率调整的结构上与上轮 10 月 20 日的加息具有显著不同。

表 1: 央行年内 2 次加息的利率调整对比情况表

	调整前利率	10 月 20 日调整后利率	12 月 26 日调整后利率	上轮调整幅度	本轮调整幅度
一、城乡居民和单位存款					
(一) 活期存款	0.36	0.36	0.36	0	0
(二) 整存整取定期存款					
三个月	1.71	1.91	2.25	0.20	0.34
半年	1.98	2.2	2.5	0.22	0.30
一年	2.25	2.5	2.75	0.25	0.25
二年	2.79	3.25	3.55	0.46	0.30
三年	3.33	3.85	4.15	0.52	0.30
五年	3.6	4.2	4.55	0.60	0.35
二、各项贷款					
六个月	4.86	5.1	5.35	0.24	0.25
一年	5.31	5.56	5.81	0.25	0.25
一至三年	5.4	5.6	5.85	0.20	0.25
三至五年	5.76	5.96	6.22	0.20	0.26
五年以上	5.94	6.14	6.4	0.20	0.26

数据源自央行网站, 东北证券

事件影响分析:

1、本轮加息的政策导向分析: 有利于管控通胀、抑制资产价格泡沫

央行距 12 月 10 日宣布上调准备率后, 于周六(12 月 25 日)宣布加息。这是年内第二次加息, 考察前后两次加息的时机选择以及加息方式, 笔者认为:

加息周期自上轮加息已经展开, 本轮加息更验证了管控通胀、抑制资产价格泡沫是转型期的“急务”

的判断，以增加货币政策独立性、量化工具与价格工具并用的形式，来管控通胀。

本轮加息有利于强化管理层管控通胀的意志与决心，也有利于缓解市场对于管理层在通胀问题上久拖不决、最后通胀恶化后政策矫枉过正的政策风险，即长期而言有利于稳定政策预期。

相对上轮加息，本轮加息表明，管理层倾向于稳定银行息差、通过适当增加中长期贷款利率来抑制贷款需求、提高 3-6 月定存利率来引导活期存款定期化。

因此，本轮加息从增加贷款成本、显著增加短期存款利率出发，更有利于抑制投机需求、更有利于测试并抑制货币活期化的倾向，极具政策艺术。

2、本轮加息对行业影响分析：短期利好银行等低估值板块

本轮加息，3 年期贷款利率上调 26BP、略高于 1 年期贷款利率，且活期存款利率不变，因此，静态来看，有利于银行息差的扩大。动态来看，基于当前实体经济信贷需求旺盛、以及宏观审慎监管的思路，对银行的信贷需求以及信贷质量的影响将是中性的。但是，需要重点观察的是占活期存款中 30%的居民户活期储蓄的行为，笔者认为，在管理层降低货币活化倾向的政策导向下，未来居民户货币存款比例会有下降、比较好的迁移方向是 3-6 个月，这对于银行息差的扩大会有负面影响，但需要时间验证。因此，笔者认为，本轮加息对银行短期利好，中长期中性略好但需观测。

本轮加息，对于负债率高、财务费用占比大的行业，是利空。尽管上市公司具有较高的获取信贷能力，但是在加息周期下财务费用的增加将是必然的。相对而言，建筑建材、公用事业(电力)、房地产等行业的负债率较高，其中公用事业、钢铁、轻工制造、服装等行业的营业利润对加息的敏感度最高。

表 2：利率对不同行业营业利润的敏感度分析

板块名称	资产负债率 2010 三季%	营业利润 2010 三季	财务费用 2010 三季	财务费用/营业利润	利率对营业利润 的敏感度 (25BP)
建筑建材	74.19	513	86	16.84%	0.76%
公用事业	70.77	298	246	82.44%	3.71%
房地产	69.2	414	44	10.54%	0.47%
家用电器	66.42	95	8	8.37%	0.38%
商业贸易	66.02	206	21	10.17%	0.46%
黑色金属	62.13	302	115	38.01%	1.71%
交运设备	58.93	588	18	2.98%	0.13%
交通运输	58.05	814	70	8.65%	0.39%
机械设备	56.74	488	44	9.01%	0.41%
轻工制造	56.05	64	25	38.95%	1.75%
化工	54.75	1023	129	12.60%	0.57%
有色金属	54.1	227	63	27.79%	1.25%
信息设备	53.64	73	12	16.51%	0.74%
农林牧渔	53.19	34	15	43.82%	1.97%
纺织服装	51.37	62	16	25.79%	1.16%
信息服务	44.71	120	14	11.82%	0.53%
医药生物	42.01	259	23	8.80%	0.40%
餐饮旅游	40.54	26	3	11.11%	0.50%
采掘	40.15	2265	76	3.34%	0.15%
食品饮料	39.87	245	3	1.28%	0.06%
电子元器件	39.85	67	12	18.62%	0.84%

数据来源 WIND，东北证券

3、本轮加息对市场影响分析：或有低开高走、但短期难改震荡调整格局

本轮加息，目的是管控通胀及资产价格泡沫。从加息的形式上看，增加了企业的贷款成本，同时，有利于弱化存款活期化的倾向；从而对非金融类企业的盈利以及对市场的流动性产生负面影响。同时，管理层果断加息、管控通胀，又有利于缓解市场对相机抉择向政策未来矫枉过正的政策风险的担忧。因此，从理论角度来看，本轮加息对于宏观基本面，属于短空长多。

从经验看，加息难改“趋势”，其主要依据在于资金运动的惯性以及市场对政策的预见性即有效性；其中的趋势主要指短期趋势。加息也难改非金融企业总资产回报率较低、盈利能力下降背景下盈利规模受损的背景。因此，基于加息前一周市场整体以低估值蓝筹股局部“拉扯”、中小盘股包括创业板股集体大范围回落的市场特征，笔者认为，本轮加息后，市场虽有靴子落地的感觉，但将依然难改震荡调整的格局。

4、市场操作：可低吸银行保险等低估板块、不宜期待重演上轮加息后的中小盘股行情

本轮加息短期利好银行，因此，市场若大跌则或有低开高走的小反弹格局、恰如上次准备金率上调，仓位低的投资者可以逢低吸纳银行股、以弹性高的中小银行为宜，以及保险类股票。同时，基于部分周期性板块，虽然加息将增加其财务成本，但其确有估值优势，比如水电、交通运输等板块，因此，其也属于可逢低吸纳的板块。

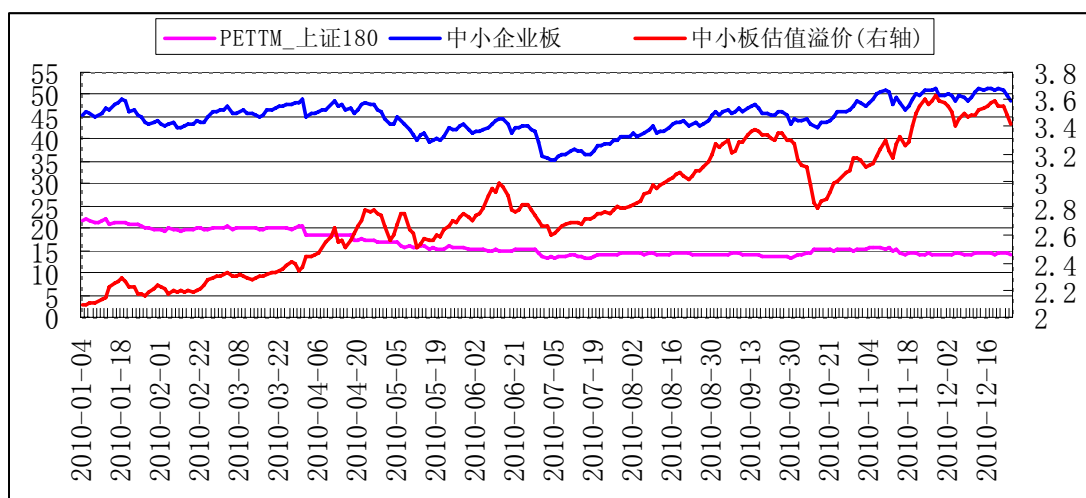
如果说 10 月 20 日加息，使得市场风格由银行等权重股行情转变为内需+新兴产业为主的中小板股行情；那么本轮加息之后，笔者认为，短期内不会重演复制上轮加息后的风格切换、中小盘股飙升的行情。主要理由是两次加息时的估值溢价不同。上轮加息时，中小板股恰逢大幅度调整之后，10 月 20 日中小板市盈率(TTM)为 44 倍、上证 180 指数估值为 15 倍，中小板溢价为 2.87、回落至 3 以下；而本轮加息时，12 月 24 日中小板市盈率为 49 倍、上证 180 指数为 14 倍，中小板溢价为 3.43 倍、依然处于溢价的高位。因此，目前中小板的估值溢价风险还未释放完毕。

表 3：两次加息时市场主要板块估值及中小板溢价对比数据

板块名称	市盈率 TTM_12 月 24 日	市盈率 TTM_10 月 20 日
全部 A 股	20.18	20.53
上证 180	14.22	15.30
中小企板	48.71	43.94
创业板	71.17	62.24
中小板/上证 180	3.43	2.87

数据源自 WIND，东北证券

图 1：中小板溢价率序列图



数据源自 WIND，东北证券

本轮加息有利于管控通胀、有利于稳定政策预期，因此，也将有利于未来市场底部的清晰化。当然，就短期市场而言，笔者认为，加息难改短期趋势，也难改当前资金面压力下“拉扯”行情的逻辑：当前市场“拉扯”主要在于年末资金面压力下中小板过高估值溢价的压力。因此，操作上，适宜低吸银行保险等低估值板块，包括水电、运输类个股；对于中小板，仓位低的投资者可以以“T+0”的思路做短线操作，仓位重的投资者适宜逢高控制仓位，恰如12月13日上调准备金率的操作策略。

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。