

一月：蓝筹修复喜迎门

——2011 年 1 月 A 股市场策略报告

民生精品---策略深度研究报告

2011 年 1 月 4 日

报告摘要:

● 2011 年龙抬头：A 股春色倍还人

2011 年，通胀预期的缓解、经济短期走势的回稳、中长期增长动力的逐渐明晰以及股市融资压力的显著减轻，都将引导全市场风险溢价下行，推动整体估值中枢全面上移。上证指数有望突破 4000 点，并将带给市场 35% 的回报。

● 通胀压力从四季度迭创新高到一季度逐步平稳

四季度 CPI 同比增速迭创新高，并由此引发的政策紧缩预期成为推高市场风险溢价、股指下行的核心因素。一季度，在需求减弱，供给增加，以及食品价格节后回落的共同作用下，通胀压力将于春节后部分缓解，成为 A 股风险溢价向下的转折点，推动估值中枢全面上移。

● 流动性阶段性复苏，资金压力显著缓解

新的信贷投放周期到来、央行现金净投放及新增外汇占款创阶段性高点，一季度将是 M1 增速和信贷投放的高点。2011 年货币环境趋紧导致整体流动性减弱成为市场普遍预期，但经测算股市流动性仍将好于 2010 年，特别是一季度，核心供求压力在处于年内高位 0.88，一季度有望成为股票市场资金面最充裕的时间段。

● 海外市场：基本面向好助推市场上行

2010 年，全球近 80% 的股市呈现了不同程度的上涨，受国内外不确定因素影响，拥有最好经济的中国却走出了全球最差的股市。预计 2011 年全球、发达国家及发展中国家 GDP 增速约为 4.3%、2.7% 和 6.9% 左右。美国经济进一步复苏，美股有望继续爬升，带动全球股市走强。

● 蓝筹修复进入启动期，看好有色、地产和银行

蓝筹的估值修复有望从 1 月份开始。目前市场对于通胀的预期已是非常悲观，一旦通胀预期有所好转，市场估值的压制力量将明显减轻。综合控物价政策效果、社会供需变化以及食品价格的阶段性特点，通胀压力将于春节后部分缓解，前期处于历史估值低位的银行、房地产、有色等行业将迎来估值修复的上涨行情。

民生证券研究所

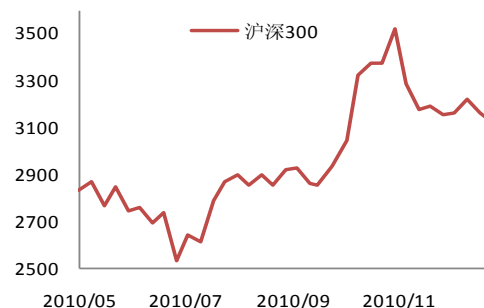
策略分析师：张琢
执业证号：S0100210110002
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：赵丽娜
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛
电话：(8610)8512 7661
邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	31.83
流通市值 (万亿)	17.87
市盈率 (TTM)	20.02
市净率 (MRQ)	3.01

目 录

一、2011 年龙抬头，A 股春色倍还人.....	3
二、通胀从四季度迭创新高到一季度逐步平稳.....	4
(一) CPI 连创新高成为制约市场运行的主要矛盾.....	4
(二) 食品价格节后回落是大概率事件.....	4
(三) 房价同比涨幅回落趋势形成.....	6
(四) 一月份节能减排压力减轻，PPI 向 CPI 传导压力释放.....	7
(五) PMI 新订单指数回落幅度较大预示需求压力将缓解.....	7
(六) 2011 年一季度 CPI 增速逐步平稳.....	9
三、流动性阶段性复苏，资金压力显著缓解.....	9
(一) 一季度将是 M1 增速和信贷投放的高点.....	9
(二) 银行间市场利率有望呈现下降趋势.....	11
(三) 股票市场供求压力显著减弱.....	12
四、海外市场基本面向好助推市场上行.....	14
(一) 2011 上半年美国企业及家庭资产负债表继续修复.....	15
(二) 消费增速提升拉动美国 2011 年增长.....	16
(三) 需求上升带动美国制造业复苏.....	17
(四) 2011 全年美国 GDP 增长 2.8%-3.0%.....	18
五、蓝筹修复进入启动期，看好有色、地产和银行.....	18
(一) 预期明朗推动估值中枢上移，一季度蓝筹价值回归.....	19
(二) 地缘政治与消费旺季助推黄金等有色金属价格上涨.....	19
(三) 2011 年重在择时，地产布局时机已经来临.....	21
(四) 银行风险逐步释放，估值修复可期.....	24
插图目录.....	28
表格目录.....	29

2011 年 A 股春色倍还人，1 月份蓝筹修复喜迎门！通胀预期的缓解、经济短期走势的回稳以及中长期增长动力的逐渐明晰、股市资金压力的显著减轻、海外经济明朗与市场向好，都将引导 A 股市场风险溢价下行，推动整体估值中枢全面上移，一月份蓝筹股将进入估值修复的启动期。

一、2011 年龙抬头，A 股春色倍还人

1、预期好转引导风险溢价下行

风险溢价是对不确定性的回报，也是影响市场短期走势的核心因素。2010 年国内货币紧缩和地产调控政策出台、海外主权危机、巨额融资压力等成为推高 A 股市场风险溢价的关键性因素。2011 年房地产调控、控通胀已经成为市场的一致性预期，欧债危机虽会持续但各方已有应对措施，通胀预期的缓解、经济短期走势的回稳以及中长期增长动力的逐渐明晰、股市融资压力的显著减轻，都将引导全市场风险溢价下行。

2、投资者行为的转变

过去五年市场先后经历了暴涨期、回归期、暴跌期与朦胧期，目前 A 股市场无论是换手率还是封闭式基金折价率都远低于历史均值，基于 DSSW 模型的分析，我们认为，目前 A 股噪音交易程度已经与国际上典型的理性市场相似，A 股投资者行为正在从朦胧期向理性期过渡，这也将有利于促使风险溢价的稳步回落。

3、新货币环境下的资产选择

从资产配置的角度来看，2011 年房地产调控升级后地产吸引力减弱，加息预期下债券价格进入下降通道，存款负利率格局难改，大宗商品价格高位已处于历史高位，而 A 股估值处于历史低位、未来股权风险溢价有望进一步降低。这几个因素叠加奠定了股票市场吸引力将显著增强。

4、股市融资压力明显减轻

预计 2011 年新增股权融资压力将较 2010 年减少 1800 亿元，主要是因为银行股融资进入尾声，而成为 IPO 主战场的创业板和中小板新股发行速度将保持稳定甚至略有减缓。

5、市场总回报 35%

2009 年市场的核心推动力是估值的全面修复，2010 年在市场诸多变数下风险溢价大幅提升、估值向下对冲业绩增长。2011 年市场要求的风险溢价有望下降，估值与业绩双轮驱动市场走出趋势性上涨行情，A 股回报率将达到 35%，其中估值贡献 12%，业绩增长贡献 20%，股息回报贡献 2.4%。

6、从低估蓝筹的价值回归到新经济的确定性成长

一季度蓝筹引领市场价值回归，下半年继续看转型。

市场对于通胀的预期已是非常悲观，前期的连续下跌使得市场风险已基本释放。我们认为一季度投资者预期将会有明显好转，压制市场估值的因素也将得到解除，指数有望迎

来估值中枢全面上移的局面，蓝筹股向价值回归。前期处于历史估值低位的银行、保险、水泥、采掘、房地产等行业将迎来估值修复的反弹行情。行业景气持续向好的航空运输、黄金和信息设备与服务板块，受益于传统制造业升级的机械制造业和新经济下的新兴产业子行业将享有业绩的确定性高成长，投资机遇贯穿全年。

二、通胀从四季度迭创新高到一季度逐步平稳

四季度 CPI 同比增速迭创新高，并于 11 月上涨至 5.1% 高位，由此引发的政策紧缩预期成为推高市场风险溢价、股指下行的核心因素。一季度，在需求减弱，供给增加，以及食品价格节后回落的共同作用下，通胀压力将于春节后部分缓解，并将成为 A 股风险溢价向下的转折点，推动估值中枢全面上移。

（一）CPI 连创新高成为制约市场运行的主要矛盾

2010 年 9 月份以来，通胀压力不断增大，成为制约近期市场运行的主要矛盾。从四季度 CPI 的运行形式来看，10 月份 CPI 突破 4% 的关口达到 4.4%，11 月物价增速继续在 10 月份的基础上扩大 0.7 个百分点，上涨至 5.1%，创下 2008 年 8 月以来的新高。

从通胀的结构特点来看，此次通胀主要源自食品和居住价格的上涨，11 月食品同比涨幅为 11.7%，10 月份上涨 10.1%，居住价格 11 月上涨 5.8%，10 月上涨 1.8，在 CPI 各项构成中涨幅最大的。此外，烟酒、家庭设备、医疗同比涨幅扩大也是 CPI 继续上涨的重要原因。

表 1：四季度以来物价普涨

	CPI	食品	烟酒	衣着	家庭设备	医疗保健	交通通讯	娱乐教育文化	居住
同比(%)									
2010/11	5.1	11.7	1.6	-0.7	0.7	4.0	-0.7	0.6	5.8
2010/10	4.4	10.1	1.5	-1.3	0.5	3.7	-0.5	0.9	4.9
环比(%)									
2010-11	1.1	2.0	0.2	1.6	0.4	0.7	0.0	-1.0	1.8
2010-10	0.7	1.1	0.2	1.0	0.0	0.5	0.0	0.1	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）食品价格节后回落是大概率事件

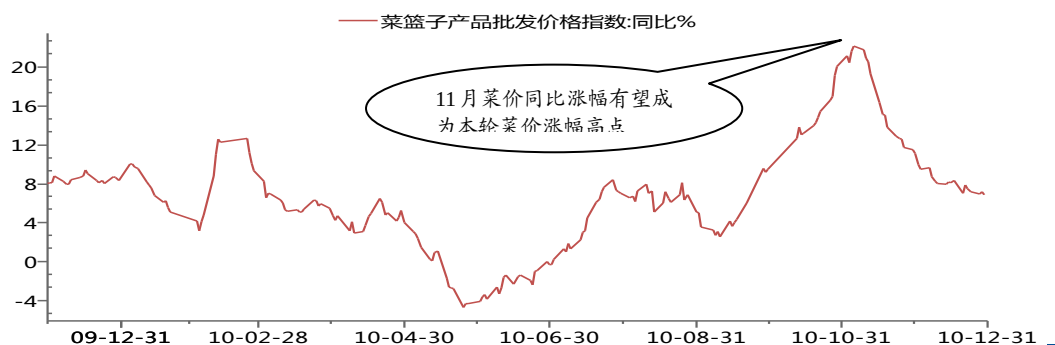
蔬菜、肉蛋类价格大幅上涨是 2010 年 CPI 上涨的主要原因，食品价格上涨具有明显的周期性和阶段性。本轮食品价格已连续上涨五个月，在调控措施的作用下，12 月将在 11 月基础上回落，1 月份由于春节效应的存在，肉价、菜价和蛋价可能还会继续上涨，但春节后涨幅回落的可能性非常大。因此如果调控恰当，并且无突发事件影响，11 月有望形成本轮食品价格上涨的高点。

（1）调控措施下，菜篮子和农产品批发价格同比继续回落

自从 2010 年 11 月 5 日菜篮子批发价格同比涨幅创 22.2% 的当年高点以来，持续回落，到 12 月 31 日，已回落到 6.5%。从指数看，11 月菜篮子价格指数平均为 174.8，12 月平均为

173.2，环比下降0.92%。

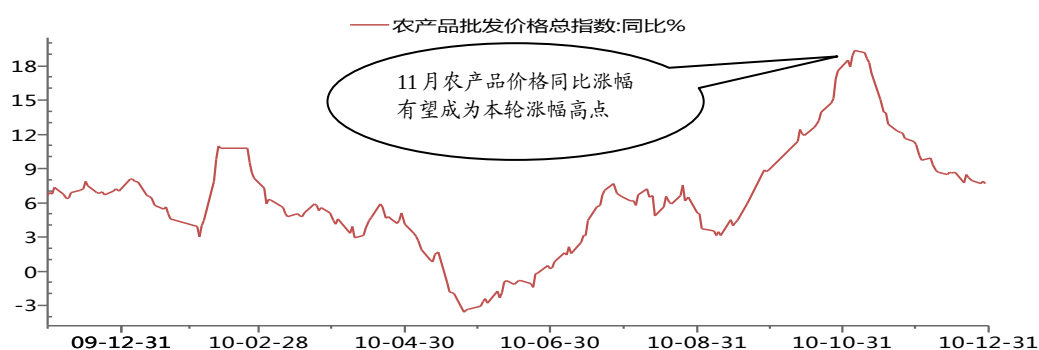
图 1：11 月蔬菜价格同比涨幅将是本轮蔬菜价格上涨的高点



资料来源：Wind，民生证券研究所

自从2010年11月5日农产品批发价格同比涨幅创19.4%的当年高点以来，持续回落，到12月31日，已回落到7.3%。从指数看，11月农产品价格指数平均为175.25，12月平均为174.8，环比下降0.26%。

图 2：11 月农产品价格同比涨幅将是本轮农产品价格上涨的高点

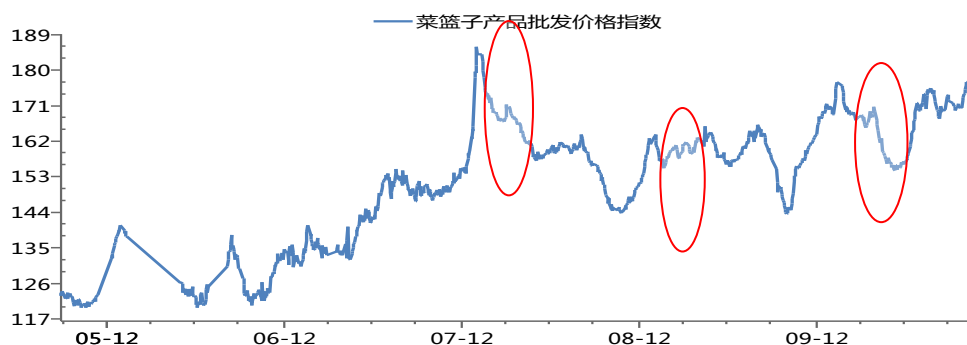


资料来源：Wind，民生证券研究所

（2）春节后蔬菜价格下跌的可能性很大

每年春节前蔬菜价格都会明显上涨，但节后物价均有明显回落。

图 3：春节后蔬菜价格均有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究所

（3）春节前肉类和蛋类价格以涨为主，春节后回落

从猪肉价格来看,仔猪价格较 10 月上半月略有回升,与 8 月和 9 月价格基本持平;玉米价格 6 月以来一直稳定在 2.00-2.10 元/千克的水平上,豆粕价格自 9 月中旬到 10 月中旬快速上涨,至今维持高位,猪肉价格 11 月以来持续创出年内新高,猪粮比接近 09 年 12 月的高点。因为玉米价格并未大幅上涨,最近豆粕期货价格明显下跌,目前猪肉价格对养猪户来说有利可图,因此供给有保障,春节前猪肉价格继续缓涨的可能性较大。

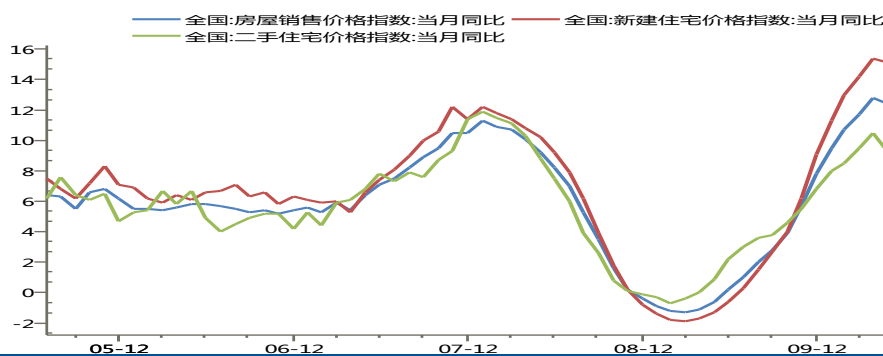
从蛋类价格看,11 月上半月环比上涨,11 月底趋于稳定。同比涨幅 11 月 23 日达到阶段性高点,目前有所回落,但仍较高。目前鸡蛋价格主要受天气、前期部分农产品价格上涨与通胀预期影响,春节前持续缓慢上涨的可能性较大。春节后,受需求趋弱和天气转暖、供给增加等因素影响,蔬菜、肉类和蛋类价格以下跌为主。

(三) 房价同比涨幅回落趋势形成

(1) 未来房价同比涨幅将继续回落

2010 年 4 月房地产调控新政“新国十条”出台以来,房价同比涨幅逐月回落,即使 9 月和 10 月环比涨幅回升时,房价同比涨幅回落趋势也未发生改变。2010 年 4 月,70 个大中城市房价同比涨幅为 12.8%,到 11 月已回落到 7.7%;其中,新建房屋价格同比涨幅 4 月为 15.4%,11 月回落到 9.3%;二手房价格同比涨幅 4 月为 10.5%,11 月为 5.6%。房价同比涨幅回落趋势形成。

图 4: 70 个大中城市房价同比涨幅回落趋势形成



资料来源: Wind, 民生证券研究所

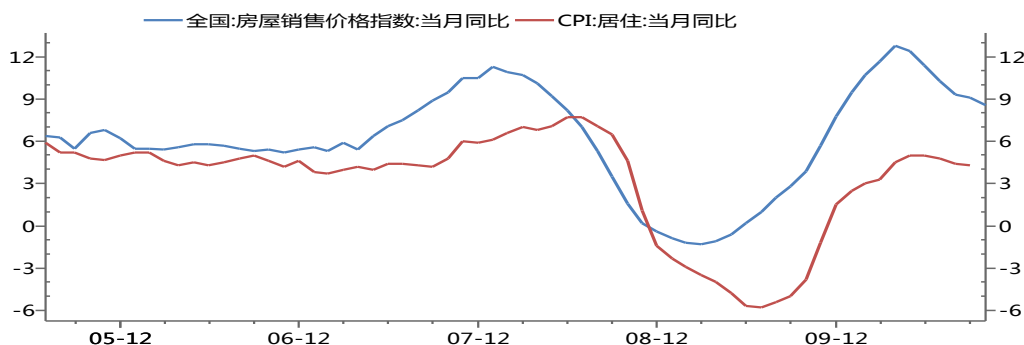
受严厉的房地产调控政策影响,即使在未来半年时间里,房价环比涨幅为零,受 2010 年房价大幅上涨影响,房价同比涨幅也将继续回落。

2009 年 10 月到 2010 年 4 月,70 个大中城市房价累计上涨 8.4%,这样,即使现在到 2011 年 4 月房价环比不再上涨,到 2011 年 4 月,70 个大中城市房价同比涨幅将有 8%左右的下降(负增长),而 2010 年 10 月房价同比涨幅为 8.6%,这就意味着,房价同比涨幅在未来半年内,可能有 16 个百分点的回落。

(2) 未来房价同比涨幅回落对 CPI 影响较大

2009 年居住类价格在我国 CPI 中的权数为 14.69%,居住价格波动对 CPI 影响较大。如果在未来 6 个月中,房价同比涨幅回落 16 个百分点,将使 CPI 回落 2.35 个百分点。

图 5：房价涨跌与 CPI 的相关性较高

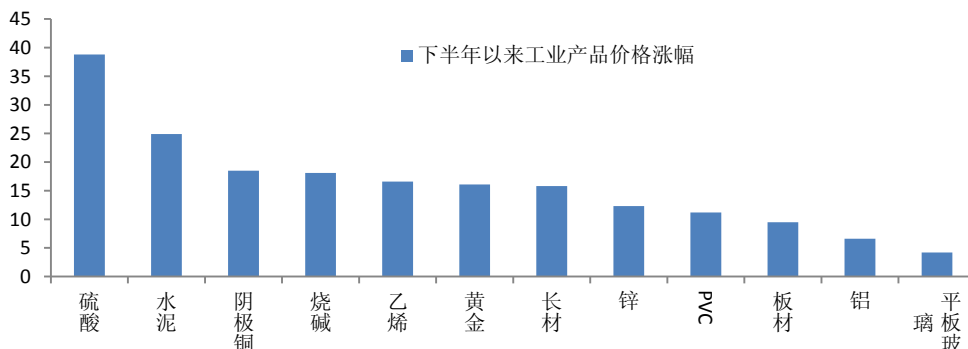


资料来源：Wind，民生证券研究所

(四) 一月份节能减排压力减轻，PPI 向 CPI 传导压力释放

进入四季度以来，节能减排力度加大，有的地方甚至不惜居民限电完成目标，造成不少工业品特别是中上游工业品阶段性供不应求，价格上涨明显。就下半年以来工业产品价格的涨幅来看，硫酸、水泥、铜、烧碱、乙烯的价格增幅均在 15% 以上。就最新数据来看，11 月份工业品出厂价格同比上涨 6.0%，涨幅比 9 月份扩大 1.1 个百分点。11 月份，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 9.7%，涨幅比 9 月份扩大 1.6 个百分点。

图 6：2010 年下半年以来工业产品价格涨幅



资料来源：Wind，民生证券研究所

进入 1 月份，节能减排而导致的拉闸限产现象将得以有效缓解，前期产能受限的工业品在 2011 年一季度迎来爆发性反弹，随着库存的争夺，PPI 可能掉头向下，能够部分缓解一季度的通货膨胀压力。

(五) PMI 新订单指数回落幅度较大预示需求压力将缓解

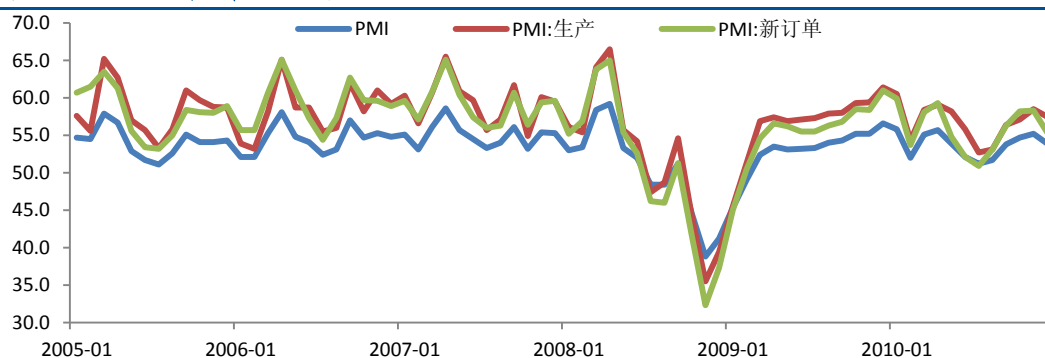
2010 年 11 月我国 CPI 同比上涨 5.1%，是食品价格上涨、节能减排导致能源重化工产品阶段性供给不足和需求旺盛等多重因素共振引起的。12 月以来，节能减排力度有所减弱，部分能源重化工产品供给有所好转，对价格压力逐渐缓解。

1、PMI 新订单指数回落幅度较大，需求压力有所缓解

12 月 PMI 新订单指数 55.4%，比上月回落 2.9 个百分点，也明显低于 9 月和 10 月，也低

于5月，这表明需求降温明显，需求对生产（供给）和价格压力将得到缓解。

图 7：12 月 PMI 新订单指数回落幅度较大



资料来源：Wind，民生证券研究所

12 月 PMI 生产指数 57.5%，比上月回落 1.0 个百分点，高于 10 月 0.4 个百分点，这表明目前的工业生产比 11 月有所降温，但仍与 10 月接近。

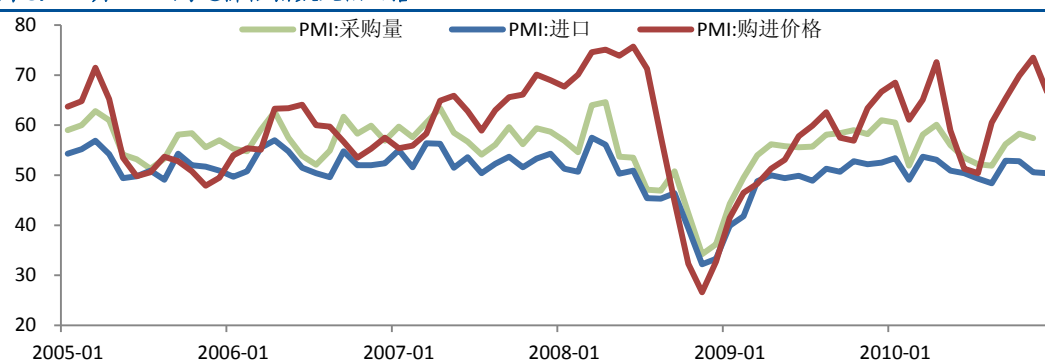
需求快速回落而生产回落相对缓慢，汽车和房地产补库存过程将快于预期，未来一段时期工业生产将是一个下行过程，9-11 月需求旺盛导致的部分通胀压力将有明显缓解。

2、购进价格指数大幅回落，通胀压力减轻

12 月购进价格指数 66.7%，比上月大幅回落 6.8 个百分点。原因可能是购进量减少，一是需求明显降温，而生产仍维持高位，这将导致产成品库存增加，抑制生产，从而购进需求减少；二是购进价格已经很高，自然抑制生产，减少购进需求。

购进价格大幅回落将减轻通胀压力。12 月进口指数、购进量指数和购进价格指数均有所回落，这表明，在新订单指数明显回落而生产指数仍居高位的情况下，生产高增长并不会持续较长时间，未来经济降温将是比较确定的，这将会减轻通胀压力。

图 8：11 月 PMI 购进价格指数大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、原材料和能源行业两头受压，价格将回落

12 月原材料与能源类企业 PMI 低于 50%，景气回落显著；一是原材料与能源类企业产品需求大幅回落，新订单指数低于 50%，为 46.5%；原材料与能源类企业新出口订单指数也低于 50%；二是原材料与能源类企业购进价格指数达到 70% 以上，成本大幅上升，原材

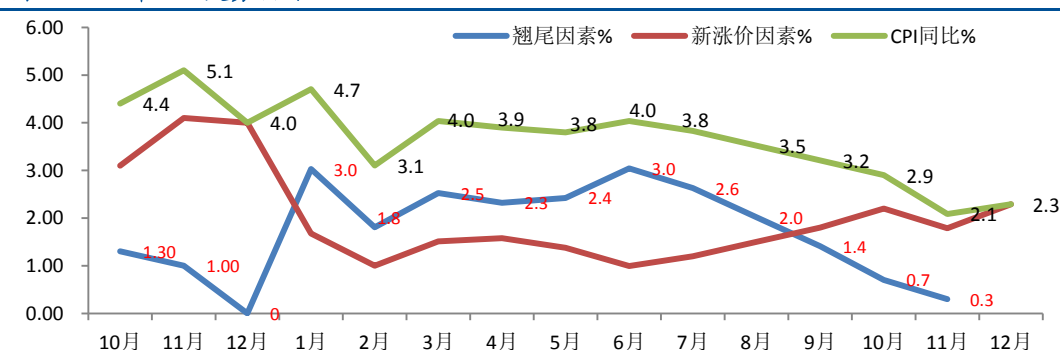
料与能源类企业生产指数低于50%。

单纯从原材料和能源行业供需两头受压、生产指数大幅回落分析，成本转移压力在生产环节就会受到抑制；在最终需求特别 PMI 新订单指数也大幅回落的情况下，能源和原材料价格及其上游产品——购进价格指数也将回落。

（六）2011 年一季度 CPI 增速逐步平稳

2011 年 2 月 3 日是春节，我们判断 1 月是物价涨幅较高月份，以 2010 年 2 月（春节月份）CPI 环比上涨 1.2% 计算，CPI 同比涨幅将会达到 4.7%。春节后 2 月，CPI 将回落到 3.1% 左右，3 月重新回到 4.0% 左右。预测一季度 CPI 同比涨幅在 3.9%。

图 9：2011 年 CPI 走势预测



资料来源：民生证券研究所

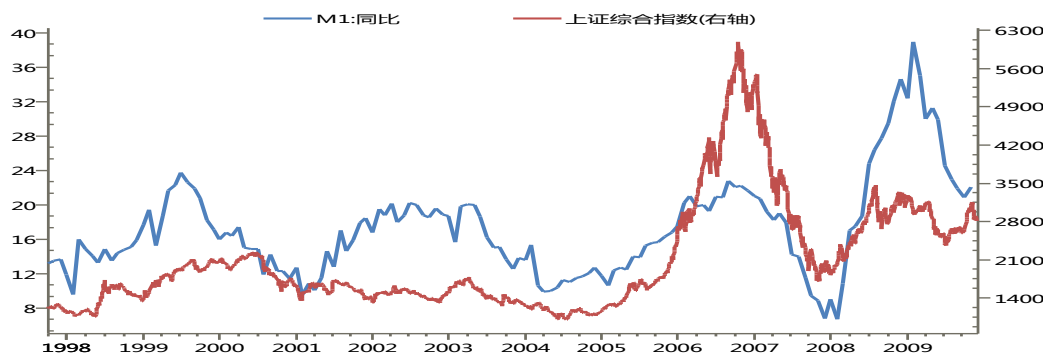
三、流动性阶段性复苏，资金压力显著缓解

新的信贷投放周期到来、央行现金净投放及新增外汇占款创阶段性高点，一季度将是 M1 增速和信贷投放的高点。2011 年货币环境趋紧导致整体流动性减弱成为市场普遍预期，但股市流动性仍将好于 2010 年，特别是一季度，核心供求压力在处于年内高位 0.88，一季度有望成为股票市场资金面最充裕的时间段。

（一）一季度将是 M1 增速和信贷投放的高点

我国股票市场与 M1 的走势变化基本上是同步的，呈现明显的正相关关系。M1 增速上升时，股市上涨，如 2006 年 1 月至 2007 年 10 月，M1 增速从 10.6% 上升到 22.8%，上证指数从 1161 点上涨到 5218 点；M1 增速下滑时，股市下跌，2007 年 11 月至 2008 年 11 月，M1 增速从 21.6% 下滑到 6.8%，上证指数从 5955 点下跌到 1871 点，下跌 68.6%。其他阶段，M1 增速达到阶段性高点附近时（2000 年 6 月、1997 年 1 月），上证指数到达阶段性高点；M1 增速到达低点附近时（1998 年 6 月、2002 年 1 月），指数处于阶段低点。

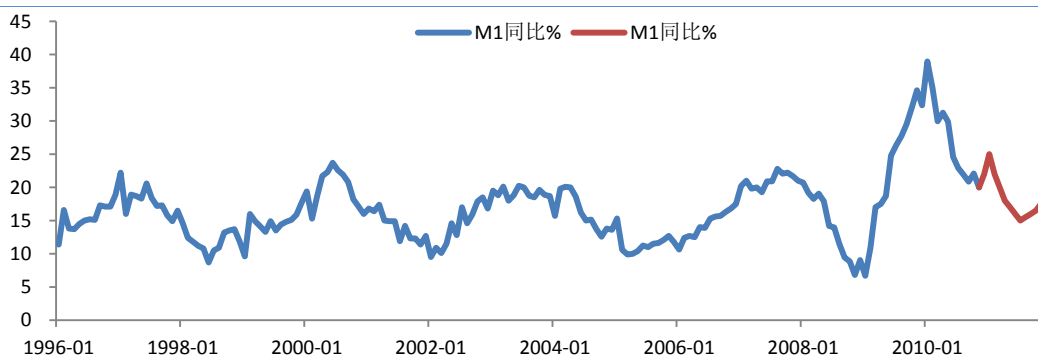
图 10: M1 增速与上证指数走势基本一致



资料来源: Wind, 民生证券研究所

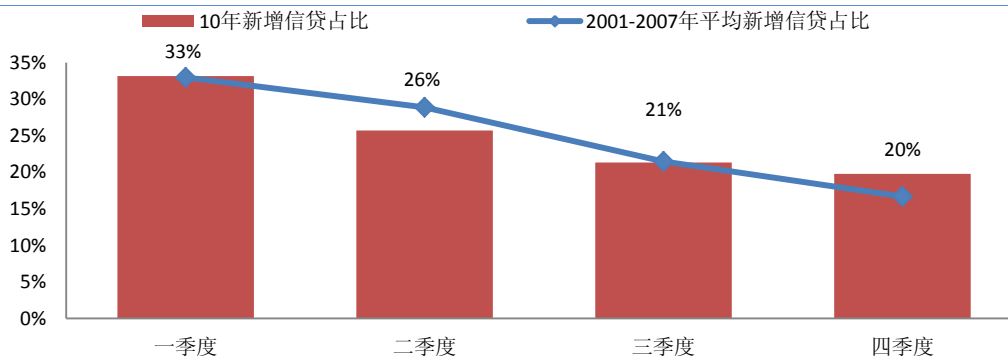
根据民生证券研究所宏观研究小组对 M1 的预测, 一季度将是 M1 增速的年内高点。M1 增速与信贷投放节奏高度相关。全年 7.5 万亿左右新增贷款已经基本成为市场共识的情况下, 新增贷款在各季度之间的分布将成为市场关注的焦点。从过去十年的情况新增信贷的投放节奏来看, 一季度新增贷款占比高达 33% 以上。央行在去年 12 月对信贷投放进行了监管, 未来一季度信贷供求加大, 预计一季度信贷投放将明显放大, 而 M1 增速有望同步上行。

图 11: 2011 年 M1 增速或将先上后下再上, 总体向下



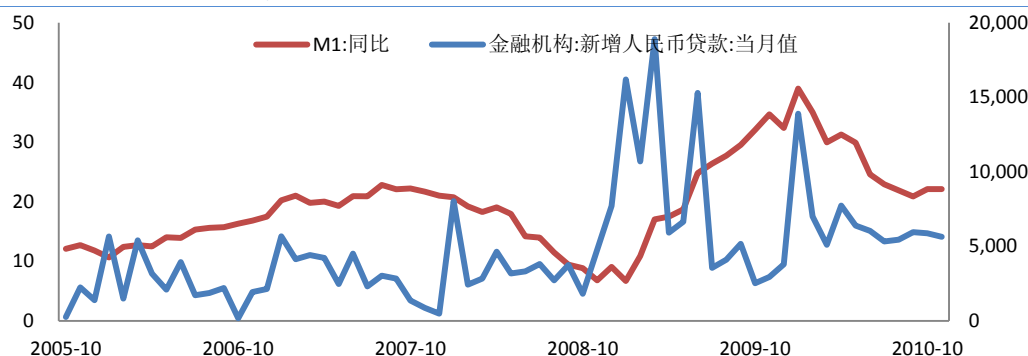
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 12: 过去 2001-2007 年新增信贷投放



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 13: 新增信贷与 M1 同步



资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）银行间市场利率有望呈现下降趋势

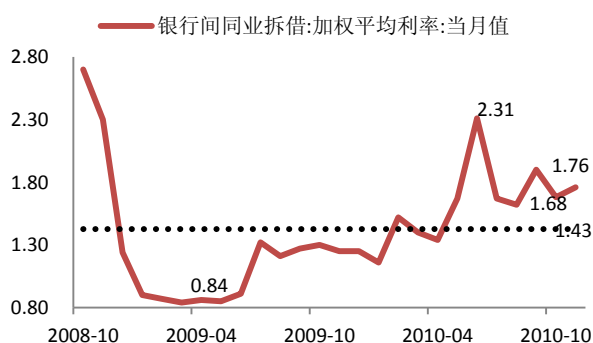
去年 12 月份受央行第六次上调存款准备金率，银行年末考核和代持资金需求等因素的综合影响，银行间流动性趋紧，货币市场利率节节攀升，7 天回购加权利率一度达到 5.71%。我们认为未来银行间利率将呈现下降趋势，主要基于以下三个理由：

（1）银行年末考核结束，新年信贷投放将明显缓解资金面压力。为了冲刺年底的考核指标、为 2011 年的贷款投放打好基础及应对监管机构银行存贷比等监管指标，各银行在 12 月底纷纷采取提高利率、加大了吸储力度等手段。随着银行年末考核结束以及新的信贷投放周期的开始，银行间市场的资金面压力有望得到明显缓解。

（2）1 月份央行将保持现金净投放趋势。从 2001-2007 年的月度现金净投放来看，每年 1 月份都以现金净投放为主，而且投放规模都居于年内高位。

（3）1 月份是新增外汇占款高点。从过去 3 年的新增外汇贷款的节奏来看，每年 1 月份和 9 月份是新增外汇占款增幅较大的时间点，分别占全年的 11.4% 和 13.7%。

图 14: 12 月银行间同业拆借加权平均利率为 1.76, 单位: %



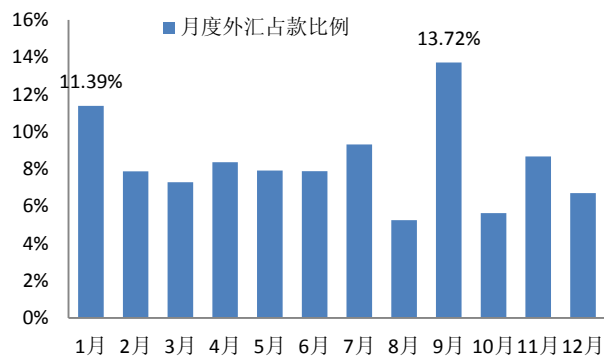
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 15: 7 天银行间同业拆借加权利率突破年内高位, 单位: %



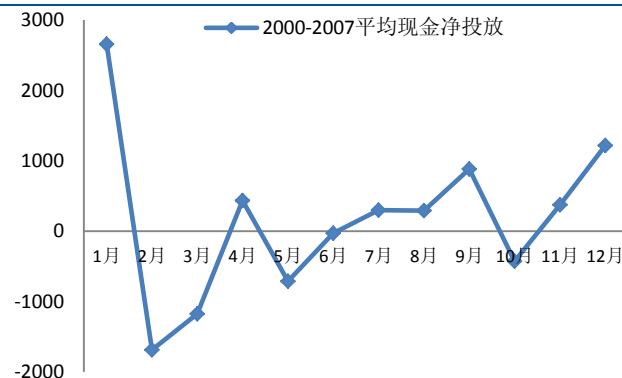
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 16: 1 月、9 月新增外汇占款比例居于高位



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 17: 1 月现金净投放居于高位



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 股票市场供求压力显著减弱

在控通胀的主体思路下, 2011 年货币环境趋紧导致整体流动性减弱成为市场普遍预期, 但股市流动性仍将好于 2010 年, 特别是一季度, 核心供求压力在处于年内高位 0.88, 一季度有望成为股票市场资金面最充裕的时间段。

1、从全年来看, 预计 2011 年 A 股市场融资比 2010 年低 1800 亿

2010 年 A 股新增融资压力以首发和配股为主, 其中首发 4761 亿元, 增发 3571 亿元, 配股 1488 亿元, 配股规模为近 10 年最高峰。预计 2011 年 A 股市场融资约为 7200 亿元, 较 2010 年降低 1800 亿。

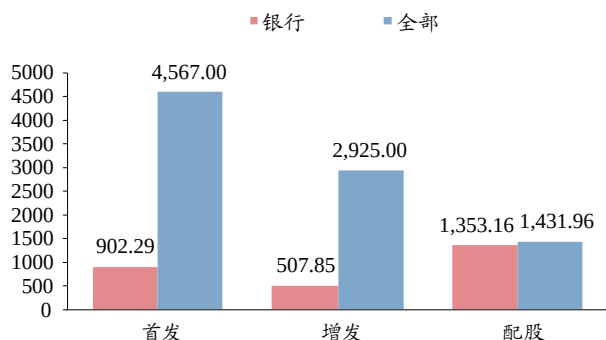
首先, 2011 年银行业的融资规模在 600 亿元左右。2010 年 A 股市场融资规模主要是受到银行股影响, 其中农业银行、光大银行首发融资达到 902 亿元, 工商银行等 7 家银行配股达到 1353 亿元, 占市场总配股规模的 94%, 其余各家银行中, 中信银行未来有 260 亿元的配股计划。

其次, 2011 年, 中小板与创业板将与 2010 年规模相当, 融资规模在 2800 亿元左右。截止 12 月初, 2010 年创业板首发 109 家、募集资金 873 亿元, 中小板首发 193 家、募集资金 1907 亿元; 预计 2011 年将与 2010 年规模相当, 融资规模在 2800 亿元左右。

第三, 国际板或成为现实, 首发融资规模在 300-400 亿元以下。若 2011 年国际板开板, 其具体的规模难以测算, 但根据近期 A 股主板发行情况来看, 其首发融资规模在 300-400 亿元以下。

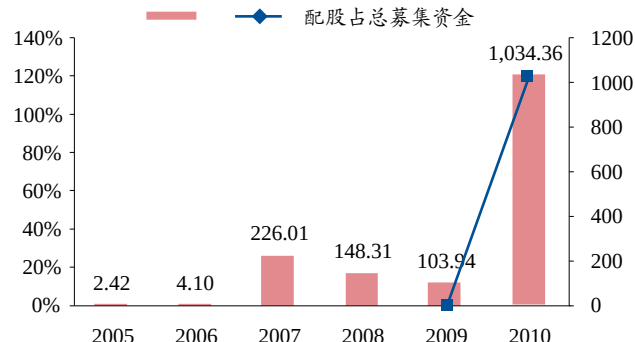
综上, 假设创业板和中小板 2011 年募集规模不变, 剔除 2010 年主板中银行股首发、配股的影响, 再加上国际板开板估算规模, 预计 2011 年股票市场融资预计将达到 7200 亿元左右, 较 2010 年减少 1800 亿元。

图 18: 2010 年银行股权融资占比较高, 单位: 亿元



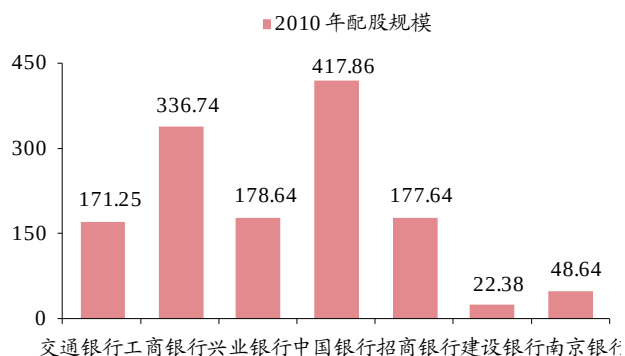
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 19: 2010 年是近六年配股比例最高一年



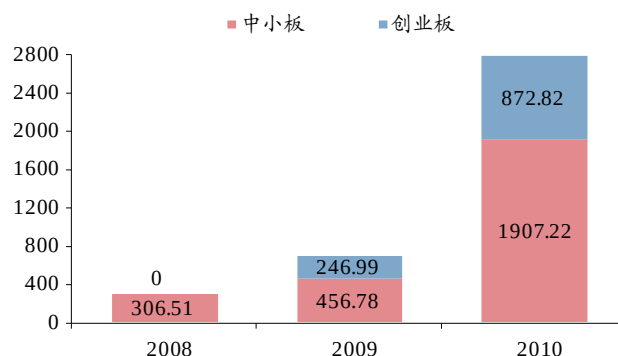
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 20: 2010 年 7 家银行集体配股, 规模在 1353 亿元



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 21: 中小板、创业板发行节奏加快, 单位: 亿元



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、从节奏来看, 一季度股市资金面最为充裕

2011 年一季度将是 A 股流动性最为充裕的时间段。我们测算的全年资金供求压力将在 0.68 左右, 而一季度资金核心供求压力为 0.88, 明显高于后三个季度, 居于年内最高位, 资金压力明显减缓。

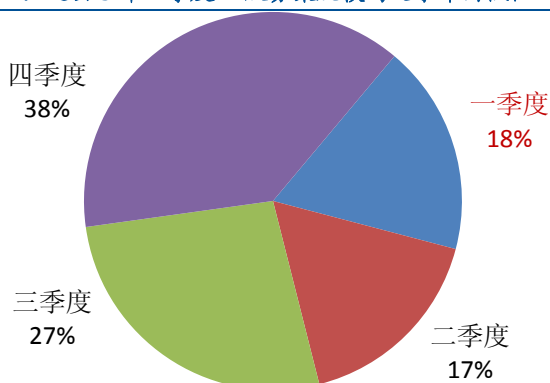
(1) 一季度新增 M2 占比 34%, 约为 4.7 万亿。近 5 年一季度新增 M2 占比在 34% 左右, 根据 2011 年全年 M2 同比多增 15.2-15.4 万亿, 一季度新增 M2 约为 4.7 万亿左右。

(2) 一季度信贷总量将保持 2.5 万亿左右的规模。2011 年信贷总量预计在 7.5 万亿左右, 根据中央控通胀、保增长、调结构的新思路, 预计 2011 年一季度信贷总量将保持 2.5 万亿左右的规模。

(3) 一季度股权融资预计为 1300 亿元。除了个别经济危机年份以外, 一季度平均融资水平保持在全年 18% 左右, 根据全年 A 股 7200 亿元的总融资规模, 一季度约为 1300 亿元。

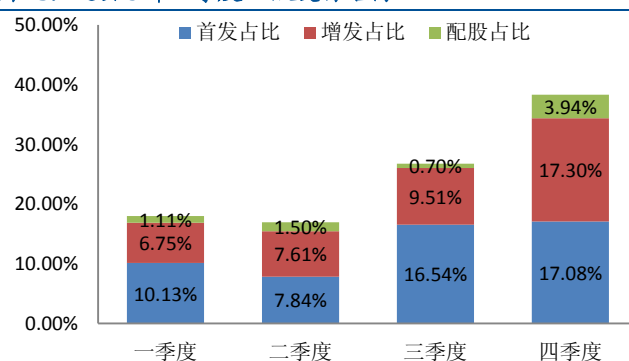
从历年情况看一季度是年内融资规模较低的季度。除了个别经济危机年份外, 各季度融资比例较为稳定, 过去九年一季度平均融资占全年的 18% 左右, 其中首发 10%-11%, 增发 6%-7%, 配股 1%-2%。第三季度和第四季度融资占比最高, 分别为全年的 27% 和 38%。

图 22: 过去 9 年一季度 A 股募集规模均处于年内低位



资料来源: Wind, 民生证券研究所

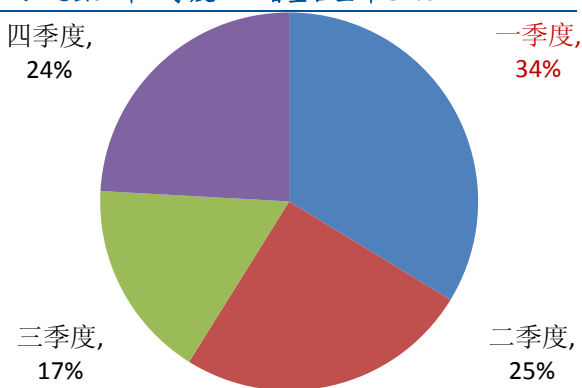
图 23: 过去 9 年一季度 A 股发行结构



资料来源: Wind, 民生证券研究所

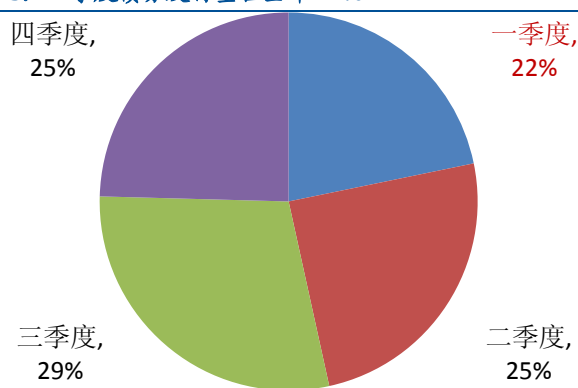
(4) 一季度债券发行占全年总量的 22%，约为 2.65 万亿元。近 13 年一季度债券发行占全年总量的 22%左右，根据 2011 年全年 12 万亿的债券发行量预测，一季度债券发行量约为 2.65 万亿左右。

图 24: 过去五年一季度 M2 增量占全年 34%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 25: 一季度债券发行量占全年 22%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 2: 2011 年资金供求预测, 单位: 亿元

	来源	2011E	2011 年一季度	2011 年二季度	2011 年三季度	2011 年四季度
资金供给	M2	138005.86	46,520.77	34,736.66	23,460.25	33,288.17
资金需求	信贷	75,000.00	24750	19500	15750	15000
	股权	7,200.00	1,295.01	1,220.82	1,925.58	2,758.58
	债权	121,859.00	26,529.79	30,194.72	35,189.91	29,944.58
核心供求压力 (供/求)		0.68	0.88	0.68	0.44	0.70

资料来源: Wind, 民生证券研究所

四、海外市场基本面向好助推市场上行

2010 年, 全球近 80% 的股市呈现了不同程度的上涨, 其中作为全球市场风向标的美国三大指数涨幅均超过两位数, 纷纷重返雷曼危机前水平。受国内外不确定因素影响, 拥有最好经济的中国却走出了全球最差的股市, 随着美国经济的强劲复苏, 对我国经济的拉动效应增强。目前 A 股具备全球估值优势, 安全边际显著提升。

在全球的主要 46 个股指当中，有 36 个市场出现年度上涨，占比达 78.26%。其中阿根廷 Merval 指数以 51.83% 的涨幅居首。而马德里 General 指数和中国上证指数、深成指全年涨幅位列倒数前三。受经济走好提振，作为全球市场风向标的美国股市三大股指纷纷填补了全球金融危机所造成的损失，股指纷纷重返雷曼倒台前水平。2011 年，美国经济再次陷入二次衰退的几率非常小，而且近期形势也越来越乐观，因此，随着美国经济进一步缓慢复苏，美股有望继续爬升，从而带动全球股市走强。

（一）2011 上半年美国企业及家庭资产负债表继续修复

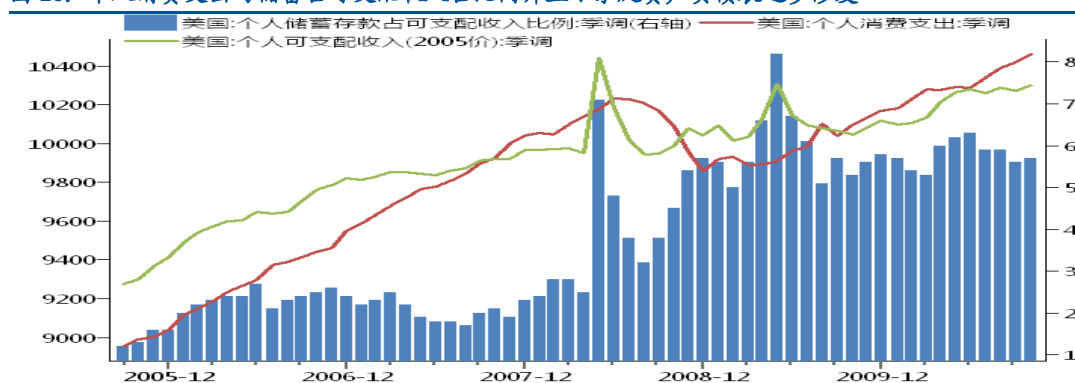
在第一轮量化宽松货币政策刺激下，近 1 万亿美元的巨量流动性被陆续注入金融体系后，美国股市反弹，道琼斯工业指数重回 10000 点。由于美国家庭资产负债表中，金融资产占家庭总资产比重约为 80%，其中股权及养老基金大约占到金融资产的 43% 左右。股市通过美国 401K 养老金计划的财富效应和资产负债表效应，刺激了美国居民个人消费的回暖。

美联储公布的第三季度资金流量（Flow of Funds）报告显示，第三季度美国家庭财富增加 1.2 万亿美元，原因是在经济状况好转的形势下，股票价格大幅上涨。

美国家庭和非营利机构的净财富从第二季度的 53.7 万亿美元增加至 54.9 万亿美元。报告显示，第三季度美国家庭所持公司股票的资产净值总额增加 9776 亿美元；所持不动产相关资产减少 7474 亿美元，这一降幅创下自 2009 年第一季度以来的最高水平。家庭财富的增加和债务的减少正令个人消费者的财务状况逐步改善，这是促使消费者支出增长的原因之一。

QE2 必然继续通过对家庭资产负债表修复的方式刺激消费和物价的回升，股市财富效应使 2011 年美国家庭消费继续回暖，居民储蓄率上升态势将减缓，家庭负债率有望止跌回升，进一步刺激消费上升。

图 26：个人消费支出与储蓄占可支配收入占比同升显示家庭资产负债表逐步修复



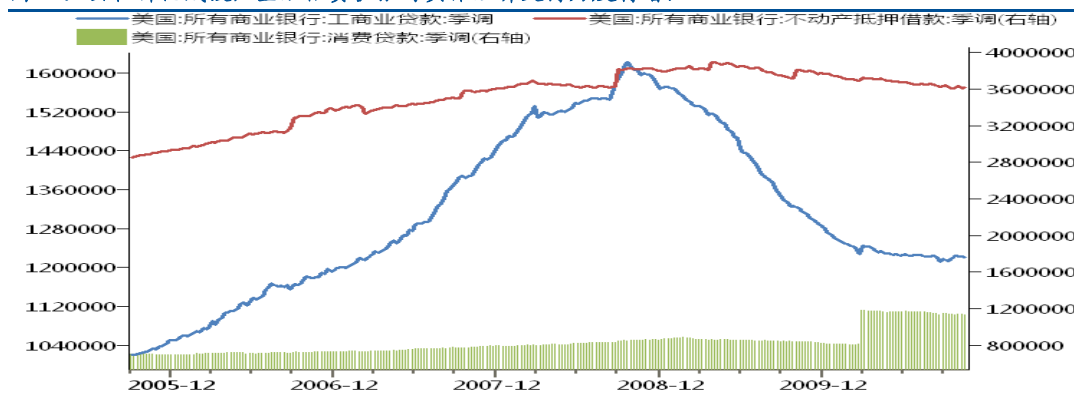
资料来源：Wind，民生证券研究所

美联储逐季公布的银行信贷意愿调查显示，对企业及消费者紧缩信贷政策的银行净占比正在从高位下降，而对贷款需求增强的企业及消费者的净占比正在回升，表明整体信贷环境正在逐渐改善。

美联储报告显示，截至第三季度末为止，美国公司共持有 1.93 万亿美元的现金及其他流动资产，创下历史最高记录。2010 年一季度以来，美国商业银行工商商业贷款，不动

产抵押贷款及消费信贷下滑速度显著减弱，进入四季度，各项贷款止跌回升。

图 27：去杠杆化减缓，金融信贷扩张对实体经济支持力度将增强



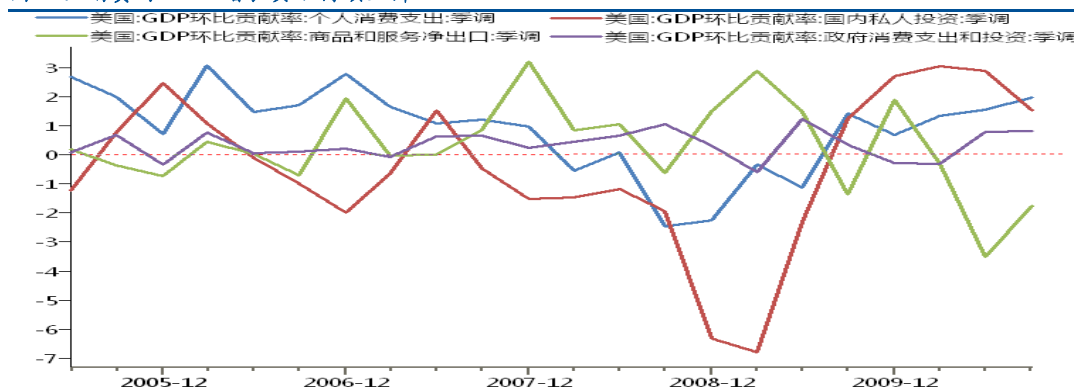
资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）消费增速提升拉动美国 2011 年增长

1、收入增长推动消费增长

截至第三季度，美国经济已经连续五个季度实现增长。国内私人投资受存货波动和住房投资下滑影响，一季度之后增速减缓；前三季度进出口对 GDP 贡献均为负值；消费自 2009 年四季度以来，对 GDP 贡献率持续上升，由 2009 年一季度的 0.69% 上升至 2010 年 3 季度的 1.97%，第三季度美国消费者开支增长 2.8%，这是该数据自 2006 年底以来的最大增幅。

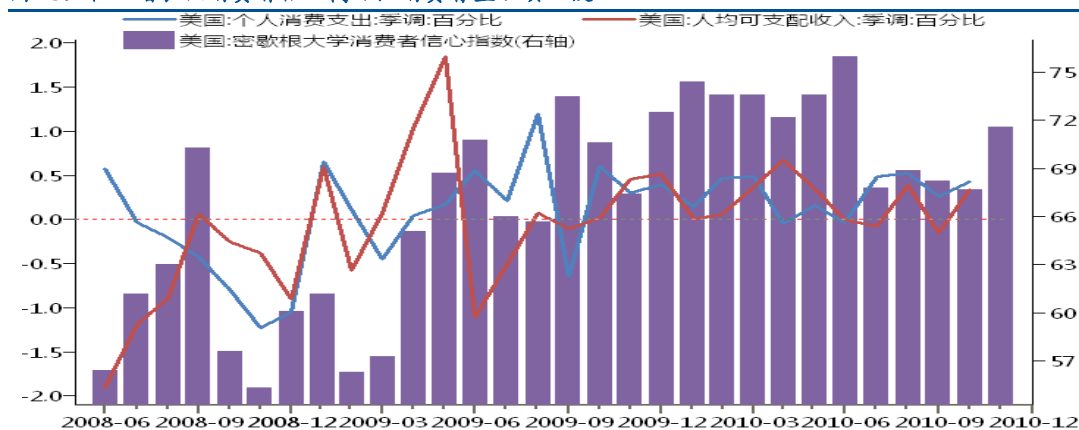
图 28：消费对 GDP 增长贡献持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究所

收入增长是消费持续上升的根本保障。数据显示，美国 10 月工资增长 0.6%，是自 5 月以来的最大增幅。可支配收入在剔除通胀因素后增加 0.3%。剔除通胀因素后，个人消费支出增加 0.3%，9 月的增幅为 0.2%。收入的增加有助于进一步提升消费者信心，促进未来消费进一步增长。

图 29: 收入增长促消费者信心高涨, 消费有望继续回暖



资料来源: Wind, 民生证券研究所

美国消费者联盟和全国信用社协会发布的最新调查显示, 与 2009 年相比, 更多美国人认为自己的财务状况改善, 意愿增加购物的人数从 09 年的 8% 增加到 10%。随着美国基本经济状况的好转和居民可支配收入的增加, 居民消费信心稳步回升, 2011 年美国居民消费有望继续增加。

2、延续小布什减税政策稳定消费增长预期

减税历来是美国刺激经济的有效手段, 也是政党争取选票的重要工具。美国的政治环境同样具有减税基础, 民主与共和两党各自代表的阶层向来各有侧重, 共和党与大财团结合紧密, 民主党则较倾向中产阶层。

美国年收入在 20 万美元的个人或总收入在 25 万美元以下的家庭即所谓中产阶级约占美国人口 97%, 也是美国消费的主要力量。对中产阶级减税, 有助于美国最广大消费群体稳定对未来的消费预期, 继续提升未来消费。

（三）需求上升带动美国制造业复苏

制造业约占美国工业总产值的 75%, 是美国经济复苏和创造就业的重要动力。2009 年下半年以来, 美国耐用品消费快速复苏带动企业库存迅速回升, 带动了美国制造业复苏。11 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 56.6 点, 连续第 16 个月位于荣枯分界点 50 之上。美国 QE2 的推出, 需求拉动有望刺激美国制造业继续回升, 并创造更多就业机会, 促使美国失业率回落。

从美国工业生产指数看, 2009 年 6 月以来, 制造业产出指数从 82.74 升至 10 月份 91.25, 消费品产出指数由 87.91 升值 94.63, 企业设备产出指数由 83.63 升至 95.8, 显示出美国工业总体复苏状况良好。

图 30: 美国工业产出指数继续回升



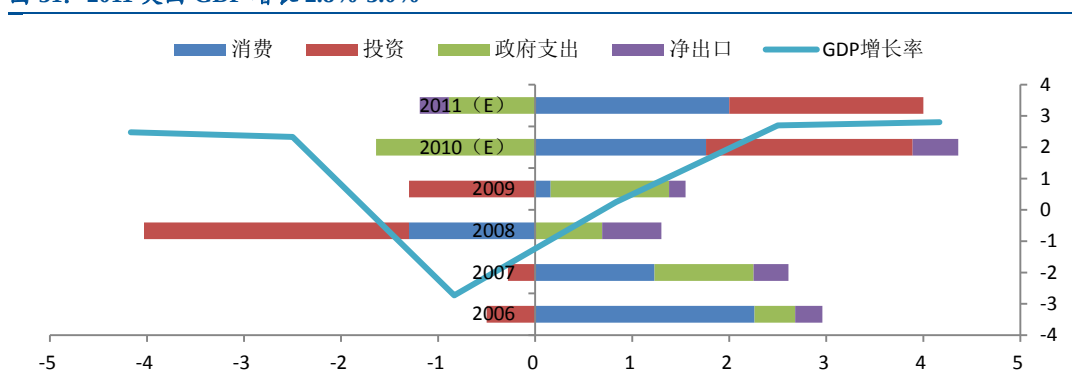
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(四) 2011 全年美国 GDP 增长 2.8%-3.0%

在 2010 年四季度消费旺季过后, 2011 年上半年, 美国经济将再次经历去库存过程, 使 2011 年上半年经济增速减弱。在 QE2 刺激下, 进入下半年, 消费继续复苏, 投资增速提升, 经济增长加速, 全年先高后低, 预计四个季度增速将分别达到 2.4%、2.6%、3.0%、3.3%, 全年增长 2.9% 左右。

2011 年, 消费增长仍是美国经济增长的最主要动力, 投资有望在消费带动下进一步回升, 而净出口则由于新型经济体增速减弱和贸易摩擦的增多对 GDP 增速难有更多贡献。预计 2011 年全年美国 GDP 增长率约为 2.8%-3.0%。

图 31: 2011 美国 GDP 增长 2.8%-3.0%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、蓝筹修复进入启动期, 看好有色、地产和银行

1 月份有望成为蓝筹修复的启动期。目前市场对于通胀的预期已是非常悲观, 一旦通胀预期有所好转, 市场估值的压制力量将明显减轻。综合控物价政策效果、社会供需变化以及食品价格的阶段性特点, 通胀压力将于春节后部分缓解, 市场将迎来估值中枢全面上移的局面, 前期处于历史估值低位的银行、房地产、有色等行业将迎来估值修复的反弹行情。

（一）预期明朗推动估值中枢上移，一季度蓝筹价值回归

2011 年是“十二五”开局元年，也是上一轮经济周期结束与新一轮经济周期开始的切换年，宏观经济将先后呈现通胀回落、经济回稳、转型加速的特征。通胀预期的缓解、经济短期走势的回稳以及中长期增长动力的逐渐明晰、股市融资压力的显著减轻，都将引导全市场风险溢价下行，推动整体估值中枢全面上移。

10 月、11 月 CPI 连续两月续创新高后，市场对于通胀的预期已是非常悲观。但鉴于前期的连续快速下跌下市场风险已经释放，一旦通胀预期略有好转，制约市场估值的因素将得到解除。明年一季度末至二季度，经过连续两个季度的货币收紧和物价调控措施，通胀压力有望得到明显的缓解，经济实现软着陆。市场往往会提前反应，我们认为一季度投资者预期将会有明显的好转，市场迎来估值中枢全面上移的局面，蓝筹将实现价值的回归。前期处于历史估值低位的银行、房地产、有色等行业将迎来估值修复的反弹行情。

（二）地缘政治与消费旺季助推黄金等有色金属价格上涨

1、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点

黄金牛市格局在国际大背景下已经形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，我们认为未来十年是黄金的“舞台”。在黄金供给有限，但国际储备需求、工业用金需求以及国际金融市场风险引致投资需求大幅增加的背景下，未来一年内金价有望冲击 2000 美金，黄金子板块仍旧保持强势。

2、一季度世界动荡与消费旺季双重因素助推金价上涨

黄金具备避险功能，世界动荡往往会引发人们对黄金需求的进一步增强。从近三十年内全球爆发的局部战争统计数据发现，各次战争对金价的影响多数是短暂的，战争前 20~30 个交易日涨幅一般情况超过 10%，但不会改变金价的中长期走势；战争当日涨幅最大，有时涨幅甚至超 5%；在战争爆发 90 个交易日后影响逐渐消失。当前，朝韩战事正处于前期酝酿阶段，也印证了现阶段黄金价格持续创新高的必然性。

从近三十年发生的几次局部地区战争时间及经历周期看，战争往往发生在金价波动周期中的期初和期末。战争前 20~30 个交易日涨幅一般情况超过 10%，但不会改变金价的中长期走势；战争当日涨幅最大，有时涨幅甚至超 5%；在战争爆发 90 个交易日后影响逐渐消失。

图 31：战争通常发生在金价波动周期的期初或期末



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

短期内，朝韩危机将成为金价继续上行的重要催化剂。从 2010 年几次朝韩冲突对国际金价的造成的影响来看，事件发生当日或之后金价几乎都有较大幅度上涨，避险投资情绪高涨。

表 3：朝核危机近期愈演愈烈

日期	事件	金价涨幅
2010 年 3 月 26 日	韩国“天安舰”事件	3 月 26 日涨幅 0.32% 3 月 29 日涨幅 1.00%
2010 年 11 月 23 日	朝韩在西部海域“北方界线”附近交火	1.55%
2010 年 11 月 28 日 ~2010 年 12 月 1 日	美韩黄海联合军演，美国“乔治·华盛顿”号核动力航母护卫	11 月 30 日涨幅 1.95%
2010 年 12 月 20 日	韩国在延坪岛一代举行实弹射击训练	0.84%

资料来源：民生证券研究所

当前的朝韩局势，不稳定因素仍然非常突出，韩国和朝鲜的敌对态度仍然保持，韩国已恢复称朝鲜为敌人，朝鲜仍无限期的终止六方会谈，半岛局势持续紧张，短期内或将促进金价继续上扬。

3、中国传统消费旺季来临加速金价上扬

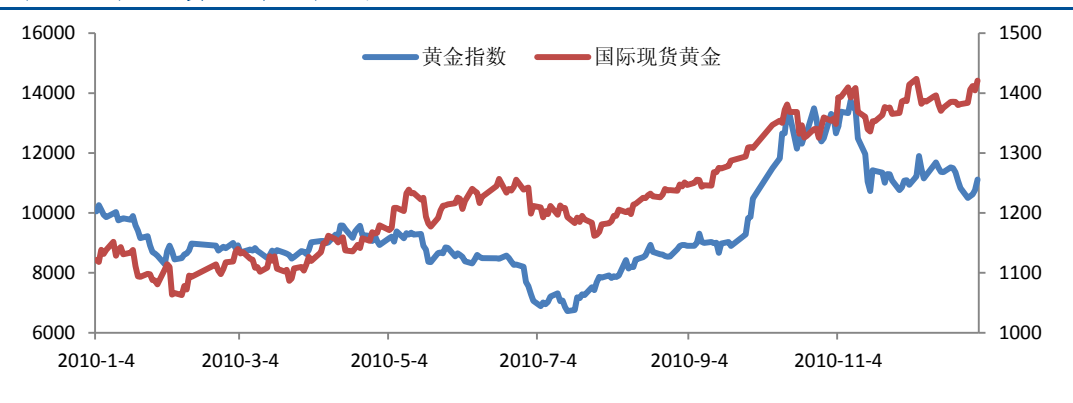
在金价长期上涨的背景下，2011 年一季度加速金价上扬的除世界动荡预期外，中国的传统消费旺季将是助推金价的重要因素。通过统计 1969 年以来的月度涨幅数据，发现，42 年中上涨月份较多的 1-2 月、5 月、9 月、11-12 月。

除 5 月外，1-2 月为中国传统春节集中期；9 月为印度排灯节、中东地区的开斋节和宰牲节前夕；11-12 月为西方圣诞节期间，这说明现货消费旺季对黄金价格的助推作用相当明显。目前正处于春节前夕，金价上涨加速有望实现新一轮突破。

4、国际黄金、银价、铜价不断创出新高驱动股价上扬

有色金属的价格是企业关注的重要指标，统计 2010 年全年伦敦金与国内 A 股黄金指数，相关系数达 0.7；LME 三月铜与国内 A 股铜指数，相关系数达 0.79。目前国际金价、银价、铜价连创历史新高，快速拉升阶段正在进行时，A 股相关上市公司将受益，可重点关注。

图 33：伦敦金与黄金股相关系数为 0.7



资料来源：WIND 资讯，民生证券研究所

5、一季度重点关注黄金、铜、锡

虽然目前行业总体的估值水平相对较高，但鉴于进出口数据逐月回升，全球经济复苏进程在加快，有色金属的需求继续回升，我们预计一季度价格会继续延续升势。因此有色金属行业子板块的排序依次为黄金、铜、锡，回避小金属相关上市公司，重点关注山东黄金、中金黄金、荣华实业、豫光金铅；江西铜业、铜陵有色、西部矿业；锡业股份。

表 4：重点公司相关资料

公司名称	股价 12 月 31 日	全年 涨幅	PE		PB 2009
			静态	动态	
山东黄金	52.71	31.45	100.57	71.23	20.80
中金黄金	40.34	24.99	110.10	55.04	12.43
荣华实业	18.58	58.53	-106.57	-341.52	13.94
豫光金铅	33.68	94.34	96.36	75.74	5.80
江西铜业	45.17	12.82	66.58	39.24	3.99
铜陵有色	35.05	59.22	74.63	61.84	6.65
西部矿业	18.84	29.52	74.63	36.40	4.12
锡业股份	32.70	23.35	200.53	83.43	6.57

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

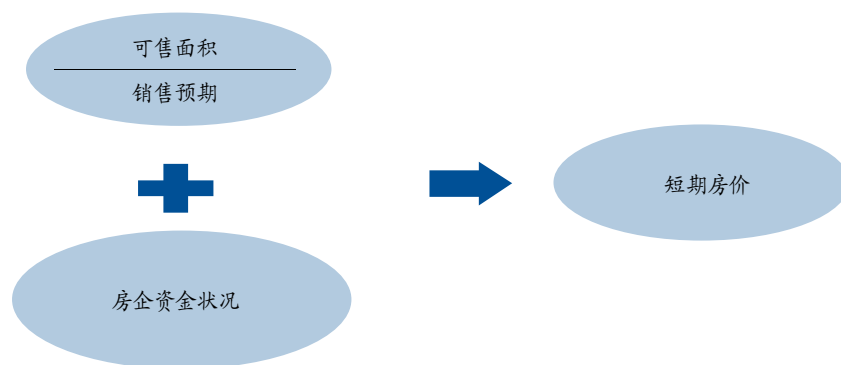
（三）2011 年重在择时，地产布局时机已经来临

1、短期三因素模型决定房价调整

短期内决定房价三要素分别为：商品房可售面积、房地产企业资金状况及销售预期。

从三因素来看，短期内库存较低，企业资金压力逐步增大，公众预期房价会保持稳定或者小幅上涨，合力来看房价有望保持稳定。房价稳定预期下，地产股的估值有望走出估值困境，实现估值修复。

图 34：房价短期内由三要素决定



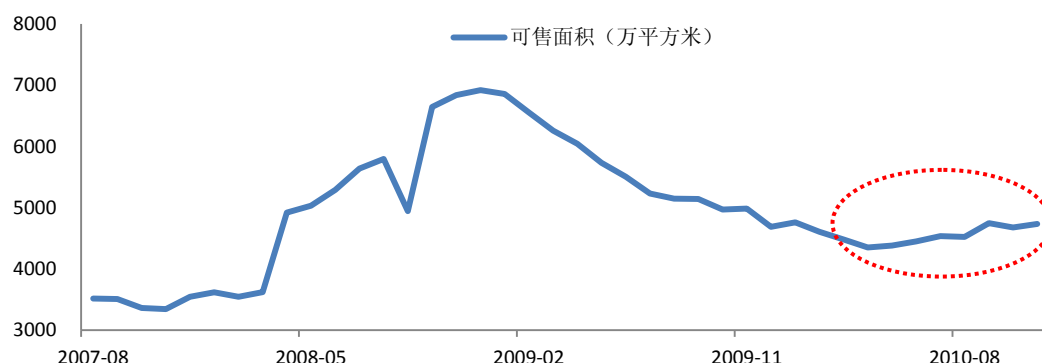
资料来源：Wind，民生证券研究所

（1）各大城市可售面积已经呈现缓慢上升的趋势

2010 年 11 月份重点城市（北京、上海、深圳、杭州、重庆、武汉新建商品住宅可售面积为 4735.25 万平方米，比 4 月份 4350 万平方米上升了 8.1%，近八个月保持缓慢上升的态势。随着 2009 年中期以来大量新开工面积转化为有效供给，商品房的可售面积有望

进一步上升。新建商品住宅可售面积的提升短期内将抑制房价上涨的势头。

图 35: 重点城市可售面积连续五个月上升, 仍处较低水平



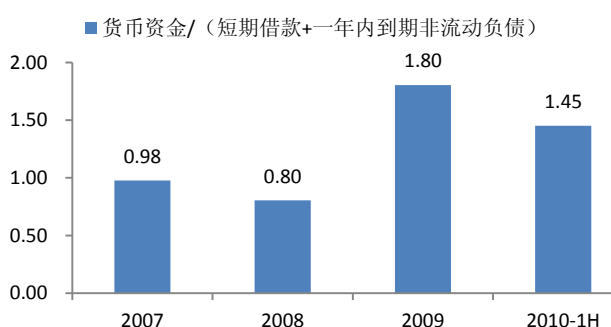
资料来源: 中指数据, 民生证券研究所

(2) 企业资金压力逐步增大, 内部降价动力在逐步形成

目前房地产企业在银行信贷、信托、资本市场再融资方面受到抑制。从上市公司来看, 通过信托等模式贷款的公司逐步增多, 信托成本普遍高于同期贷款利率两倍以上, 部分开发企业确实遭遇资金难题。在房贷和开发贷门槛日趋严厉, 预收款监管, 严查银信合作等多种政策作用下, 房地产企业资金状况在房地产企业。

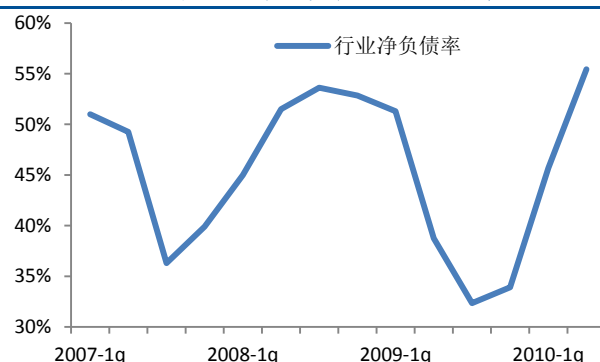
根据 2010 年中报数据, 年内房地产企业资金保障性较高, 但保障性较年初有所下降, 行业净负债率达到 55.4%, 比 2008 年底的 53.6% 还高。明后年房地产企业的资金压力会逐步显现。

图 36: 房企年内资金无忧, 2011 年受考验



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

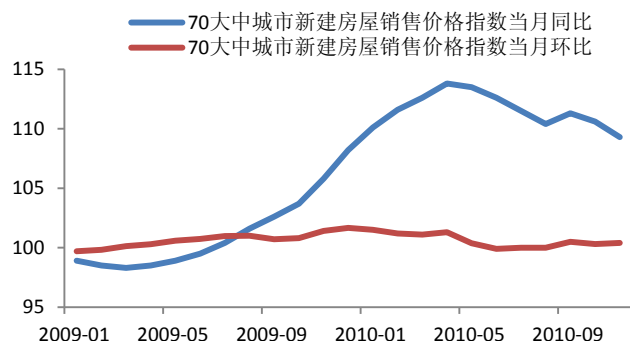
图 37: 上市类地产公司净负债率创出历史新高



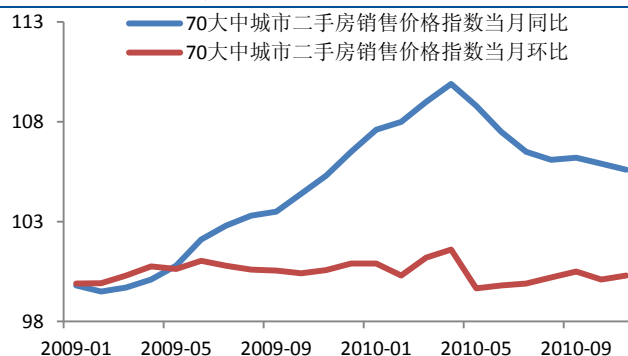
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

(3) 公众购房预期分散化, 通胀背景下房价仍有上升动力

2010 年以来, 国家出台了一系列房地产调控政策, 为重塑调控的决心, 防止房价在政策作用下出现反弹, 行业调控政策有不断加码的态势, 从土地增值税清缴到限购令, 严厉程度不断加大。从房价环比涨幅来看, 国家的政策正在逐步奏效, 购房者预期也在随着调控政策的频出而不断变化, 投资性需求减少, 刚性需求者主导价格走势。

图 38: 11 月 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 39: 11 月 70 大中城市二手住宅销售价格环比上涨 0.4%


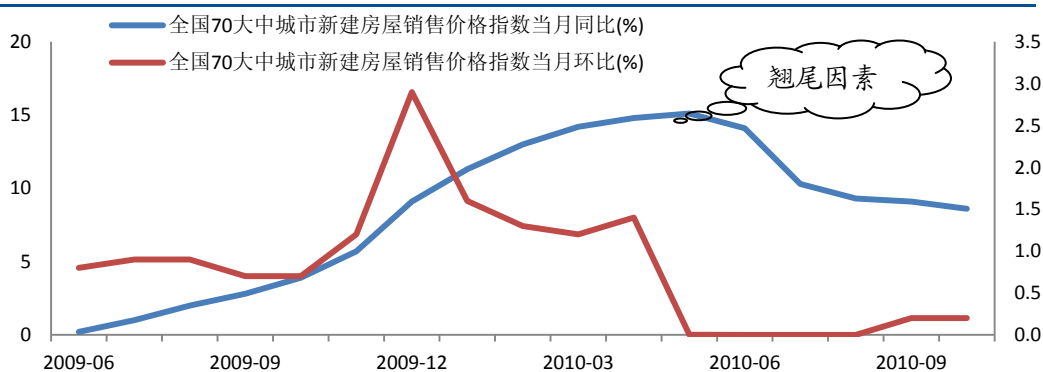
资料来源：国家统计局，民生证券研究所

(4) 随着房价的趋稳回落，调控政策压力缓解

考虑 CPI 因素，房价其实已经微跌。2010 年 10 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.6%，涨幅比 9 月份缩小 0.5 个百分点；环比上涨 0.2%，基本与上月持平。10 月份居民消费价格(CPI)同比上涨 4.4% (25 个月来新高)，环比上涨 0.7%，如果考虑到 CPI 上涨因素，房价实际下跌 0.5%。这说明房价上涨的势头已经得到初步遏制，房地产调控初见成效。

2010 年一季度房价上涨迅速，考虑翘尾因素影响，2011 年上半年 70 大中城市房地产价格指数同比涨幅将持续回落。从数据上看房价回落，环比可能出现平稳或者下跌态势。政策目标针对房价过快上涨，因此随着房价的调整，房地产行业调控政策压力已经部分缓解，不确定性主要来自货币政策的变化。

通过一、二线城市房屋成交价格指数变动可以看出，政策调控下房价已得到有效控制。本轮地产调控的重要目标就是抑制房价过快上涨，因此，未来调控政策虽无放松迹象，但调控压力部分缓解。

图 40: 11 月份 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%


资料来源：Wind，民生证券研究所

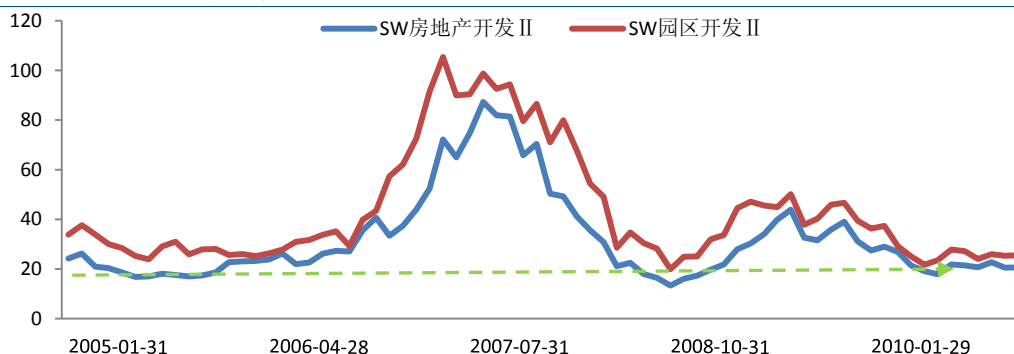
2、房价平稳的投资逻辑——估值修复空间为 50%

根据分析，房价平稳的行业估值可参照历史平均水平。政策引致的估值偏低不可能长期与行业良好的基本面相悖离，我们看好 2011 年房地产股的投资机会。根据对重点公司

利润增长及占比情况分析，我们预计 2010 年房地产上市公司净利润同比增长 30%，2011 年净利润增速回落至 16% 左右的水平。虽然房地产行业净利润增速下滑，但仍保持同比较高增长，基数原因是增速放缓主因。

重点公司 2011 年 PE10 倍，RNAV 折价 20% 左右，估值修复到 15-20 倍是较为正常的水平，即使按照 15 倍来衡量，地产股整体上仍有 50% 的估值修复空间。

图 41：地产板块滚动市盈率处于历史低位



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、把握三条投资主线，精选个股

2011 年房地产企业的盈利模式难以通过房价上涨得以提升，而是以销售面积及快速周转外延式的发展模式中得以体现，即以规模扩张为主。因此从选股思路上把握三条投资主线：

- 1) 趋势性机会：快周转类；2015 年之前，快周转类公司依然是业绩弹性最好的公司
- 2) 超额收益：结算资源丰富，重估优势明显类；折价率较高的公司在行业机会到来之时修复速度更快
- 3) 新盈利模式公司；地产里面的朝阳产业，估值约束小，未来发展空间大

投资组合推荐：

- 快周转的公司：万科 A、保利地产、荣盛发展
- 结算资源丰富，重估折价率高的公司：北京城建、华业地产
- 新盈利模式公司：万通地产、中弘地产

(四) 银行风险逐步释放，估值修复可期

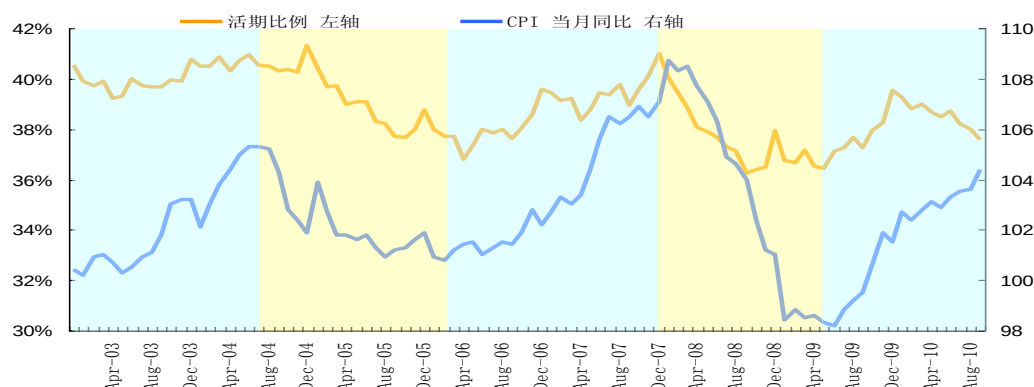
2010 年涉及银行业的政策频出，包括“按照总贷款 2.5% 计提拨备”、地方政府融资平台排查、房地产新政等。我们判断 2011 年拨备新政有望分层实施，基于城镇化进程和区域化发展的总体战略，地方政府通过各种财政、金融安排保障融资平台还款能力属于大概率事件，平台贷款的违约概率和违约损失均存在向下的动态修正空间。

1、信贷回归息差扩大，短期银行业绩无忧

(1) 2011 年活期存款比例保持稳定，活期存款利率决定付息负债成本

活期存款比例与 CPI 走势呈现同向变动趋势，预计 2011 年全年 CPI 增长将维持在 3% 左右，与 2010 年基本保持一致。而由于 2010 年 10 月以来 CPI 增长意外超预期，活期存款比例已经提前向下做出反应。伴随着 2011 年 CPI 的逐渐回落，活期存款比例也将维持相对稳定，不会大幅下滑。付息负债的主要影响因素仅为活期存款利率。

图 42: CPI 与活期存款占比同向变动



资料来源：Wind，民生证券研究所

(2) 贷款久期约为 2.5 年，三年期贷款利率决定贷款利息收入

生息资产的最主要构成为一年以上的中长期贷款，根据我们的测算，商业银行贷款平均久期约为 2.5 年，关键利率为三年期贷款利率。

(3) 整个加息周期息差扩大 50-60bps，2011 年全年上行 15bps

从历史的表现来看，2004 年至 2010 年，我国经历了一个完整的从加息周期和降息周期。伴随着利率的调整，息差也呈现了通变的变动趋势。在 2004-2007 年的加息周期中，上市银行平均净息差上升幅度超过 60bps，此后进入降息周期，平均净息差下降近 50bps。

加息周期初期（第一年）息差扩大幅度约为全周期的 1/4，预计 2011 年全年净息差上行 15bps。如果出现只上调存款利率的不对称加息，则息差回升幅度将放缓。

2、分层实施拨备新政，预计实际业绩影响小于 8%

银监会拟要求商业银行按照拨备/总贷款额的 2.5% 计提拨备。作为积极探索提高银行业资产安全性的有益尝试，该项措施体现了监管当局强化风险管理的宏观方向和战略思想。

(1) 若一刀切实施，五家银行业绩影响超 20%，整体影响较大，实施概率较小。

一刀切地按照 2.5% 的水平计提拨备对商业银行整体影响较大，对 2011 年业绩影响超过 20% 的银行为五家。

如果银监会要求商业银行在 2011 年底前达标（商业银行按五个季度逐步增加拨备计提），对 2010 年和 2011 年的银行业利润影响分别为 9.24% 和 36.97%，信贷成本将分别上升 23bps 和 91bps。受影响最大的银行分别为深发展、兴业银行和中信银行，受影响最小

的银行分别为农行、华夏银行和建设银行。

该项措施其忽视了不同资产的风险差异,可能导致资产风险与资产拨备脱钩;定价自主权相对缺失的条件下,按照 2.5%计提拨备将直接影响到商业银行放贷的收益水平,进而降低商业银行的放贷意愿。给定拨贷比,贷款增速高将直接降低贷款资产的收入。

(2) 一刀切不现实,分层实施可能性较大。

通过上述分析可以看到,该项政策对商业银行的影响较大。并且由于拨贷比这一指标并没有充分考虑不同商业银行资产质量的差异,从资产质量角度来看可能会产生于政策预期相反的实际效果。由此,我们分析对该监管指标的引入将不会执行一刀切的标准,可能的方案有二:

其一,对于系统重要性金融机构执行拨贷比指标,对于其他机构暂不执行或降低标准执行;其二,对于系统重要性金融机构执行更加严格的资本充足率标准代替拨贷比指标。

对于第二种可能,如果提高系统重要性金融机构资本充足率 0.5-1 个百分点,则问题将重新回到本文第一部分讨论的二次升级问题中,结论并不发生实质性变化,只不过对于这些银行的限制条件将更加严格。

(1) 若分层实施拨贷比政策,除中信(30.81%)、招行(14.83%)和交行(12.93%)影响较大外,他行无忧。

模拟测算:假设对于系统重要性银行要求 2012 年前拨贷比指标达到 2.5%要求,对于非系统重要性银行拨贷比指标降低要求,我们讨论了三种可能的指标:2.0、1.9 和 1.8%。

系统重要性银行虽然执行了较高的拨贷比指标,但是由于这些银行现有拨贷比指标相对水平较高,由此这一监管指标的影响相对较小,仅有中信银行、招商银行和交通银行影响较大,2011-2012 年利润分别影响 30.81%、14.83%和 12.93%;非系统重要性银行如果引入这一指标,华夏、浦发、民生、南京和北京影响均较小,即使在非系统重要性银行执行 2%拨贷比标准的假设下,这些银行受影响幅度均小于 5%。按照 2.5%(系统重要性)和 2%(非系统重要性)的标准,平均影响为 7.79%。

3、平台贷款信贷成本悲观情况下上升 38-75bps

根据近期各商业银行相继披露的地方政府融资平台的相关数据,我们认为总体而言地方政府融资平台风险可控,但是潜在风险有待观察。

(1) 上市银行平台贷款资产比例约 13%

目前来看各行地方政府融资平台贷款占总贷款资产比例相对较低,贷款余额占比基本上维持在 13%左右。

(2) 贷款质量优于预期

可获得数据的工商银行、建设银行、招商银行和民生银行的半覆盖及无覆盖的贷款规模占比均低于 20%,工商银行、中信银行和光大银行的不良率均较低,分别为 0.02%、0.6%和 0.03%。据此前的公开资料,按照现有的三类划分方法,就全国来看,第一类能够依靠

项目现金流偿还本息的融资平台贷款,规模占全部贷款余额的 24%;第二类是第一还款来源不足,必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款,有 4 万亿元左右,占比约 50%;第三类贷款项目借款主体不合规,财政担保不合规或本期偿还有严重风险,例如贷款挪用和贷款做资本金,占比约 26%。

表 5: 各行地方政府融资平台概况

	余额 (亿元)	半覆盖及无覆盖	余额占比	不良率
工商银行	8300	15.00%	12.00%	0.02%
建设银行	7186	20.00%	13.30%	
中国银行	5350		9.60%	
交通银行	1800		8.30%	
兴业银行	1400		17.00%	
招商银行	1300	1.77%	10%	
南京银行	100		12.50%	
宁波银行	56		5.90%	
民生银行	1905	14.00%	19.20%	
中信银行	2000		16.70%	0.60%
光大银行				0.03%

资料来源:公司公告,民生证券研究所

(3) 悲观假设下,未来两年年均信贷成本上升 38-75bps

从动态角度来看,由于贷款的风险暴露将集中在 2011 年和 2012 年,各行地方政府融资平台类贷款的风险释放仍有待观察。根据现有统计数据,假定存在问题的贷款比例占总贷款规模的 15%(存在下修空间),在未来两年内贷款违约的概率(PD)分布在 5%到 30%,给定损失比例(LGD)在 10%到 60%,悲观情况下,在未来两年内该类贷款的信用成本集中分布在 0.75%到 1.5%之间,年均信贷成本为 38bps 到 75bps。

总体来看,基于城镇化进程和区域化发展的总体战略,地方政府通过各种财政、金融安排保障融资平台还款能力属于大概率事件,未来两年中违约概率和违约损失均存在向下动态修正的空间。

插图目录

图 1: 11 月蔬菜价格同比涨幅将是本轮蔬菜价格上涨的高点	5
图 2: 11 月农产品价格同比涨幅将是本轮农产品价格上涨的高点	5
图 3: 春节后蔬菜价格均有所回落	5
图 4: 70 个大中城市房价同比涨幅回落趋势形成	6
图 5: 房价涨跌与 CPI 的相关性较高	7
图 6: 2010 年下半年以来工业产品价格涨幅	7
图 7: 12 月 PMI 新订单指数回落幅度较大	8
图 8: 11 月 PMI 购进价格指数大幅回落	8
图 9: 2011 年 CPI 走势预测	9
图 10: M1 增速与上证指数走势基本一致	10
图 11: 2011 年 M1 增速或将先上后下再上, 总体向下	10
图 12: 过去 2001-2007 年新增信贷投放	10
图 13: 新增信贷与 M1 同步	11
图 14: 12 月银行间同业拆借加权平均利率为 1.76, 单位: %	11
图 15: 7 天银行间同业拆借加权利率突破年内高位, 单位: %	11
图 16: 1 月、9 月新增外汇占款比例居于高位	12
图 17: 1 月现金净投放居于高位	12
图 18: 2010 年银行股权融资占比较高, 单位: 亿元	13
图 19: 2010 年是近六年配股比例最高一年	13
图 20: 2010 年 7 家银行集体配股, 规模在 1353 亿元	13
图 21: 中小板、创业板发行节奏加快态, 单位: 亿元	13
图 22: 过去 9 年一季度 A 股募集规模均处于年内低位	14
图 23: 过去 9 年一季度 A 股发行结构	14
图 24: 过去五年一季度 M2 增量占全年 34%	14
图 25: 一季度债券发行量占全年 22%	14
图 26: 个人消费支出与储蓄占可支配收入占比同升显示家庭资产负债表逐步修复	15
图 27: 去杠杆化减缓, 金融信贷扩张对实体经济支持力度将增强	16
图 28: 消费对 GDP 增长贡献持续上升	16
图 29: 收入增长促消费者信心高涨, 消费有望继续回暖	17
图 30: 美国工业产出指数继续回升	18
图 31: 2011 美国 GDP 增长 2.8%-3.0%	18
图 32: 战争通常发生在金价波动周期的期初或期末	19
图 33: 伦敦金与黄金股相关系数为 0.7	20
图 34: 房价短期内由三要素决定	21
图 35: 重点城市可售面积连续五个月上升, 仍处较低水平	22
图 36: 房企年内资金无忧, 2011 年受考验	22
图 37: 上市类地产公司净负债率创出历史新高	22
图 38: 11 月 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%	23
图 39: 11 月 70 大中城市二手住宅销售价格环比上涨 0.4%	23
图 40: 11 月份 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%	23
图 41: 地产板块滚动市盈率处于历史低位	24
图 42: CPI 与活期存款占比同向变动	25

表 格 目 录

表 1: 四季度以来物价普涨.....	4
表 2: 2011 年资金供求预测, 单位: 亿元.....	14
表 3: 朝核危机近期愈演愈烈.....	20
表 4: 重点公司相关资料.....	21
表 5: 各行地方政府融资平台概况.....	27

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。