

上调准备金率影响中性 市场考验半年线支撑

主要观点

年内首度上调存款准备金率对市场影响中性

此次上调存款准备金率的背景是：1、年初银行放贷冲动导致信贷突增；2、新年以来物价出现了明显反弹；3、人民币升值步伐加快。

此次上调存款准备金率对市场影响中性，主要是因为：此次上调存款准备金率基本在市场预料之中；意味着春节前加息的可能性降低了；从近期有色和煤炭板块的表现来看，市场对此也有了一定的消化，政策落地后这些行业继续大幅下跌的概率不大；从对银行的影响来看，本次上调存款准备金率约冻结银行资金 3500 亿元，据我们银行业分析师估算存款准备金率上调 0.5 个百分点降银行净息差在 1 个 BP 左右，本次上调存款准备金率对银行盈利的影响不大。

市场围绕半年线整固

近期高估值板块抛压较重，而以地产、钢铁和金融为代表的低估值板块持续走强，后市仍谨慎对待估值较高的中小板和创业板股票。

下周将公布 2010 年宏观经济数据，国家主席胡锦涛将访问美国，市场仍面临较多不确定性。如我们上面所述，在外部面临升值压力和内部存在升值需求的情况下，人民币继续走强可期，受益于人民币升值的资产类股票有望继续成为支撑市场的中坚力量。另一方面，虽然央行上调准备金率降低了加息预期，但随着春节的临近，政府对物价的管控可能更趋严厉，这种调控措施仍会不时的冲击市场，后市沪指继续围绕半年线震荡整固的概率较大。

策略建议

投资策略上，建议逢高了结前期涨幅过大、估值偏高的股票，继续持有业绩确定、估值偏低、具备年报送转潜力的绩优股、蓝筹股。关注受益于投资的电网、水利等，受益于人民币升值预期的资产类股票，业绩较好的有色中的个股仍值得关注，跌幅较大、业绩较确定的消费板块中的个股也存在反弹机会。主题投资关注节能环保、信息技术、高端装备制造业。

房地产依然强势



水利水电建设指数强势表现



分析师：肖 波

执业证书号：S1490208020001

电话：010-58568163

邮箱：xiaobo@hrsec.com.cn

分析师：范贵龙

执业证书号：S1490109091324

电话：010-58568061

邮箱：fanguilong@hrsec.com.cn

一、如期上调存款准备金率，担忧和期待仍共存

1、如期上调存款准备金率对市场影响中性

中国人民银行决定，从 2011 年 1 月 20 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。这也是人民银行 2011 年的首次货币政策动作。此次上调后，中国大型金融机构存款准备金率将高达 19% 的历史高位，中小金融机构的存款准备金率也将高达 15.5%。

央行 2011 年第一次上调存款准备金率的背景是：1、年初银行放贷冲动导致信贷突增，据报告新年以来的第一周新增信贷超过 5000 亿元，加上外汇占款的增加，货币增速面临较大的反弹压力；2、新年以来物价出现了明显反弹。从去年 12 月底开始多数农产品价格出现了反弹，尤其是前期回落较多的蔬菜价格出现了较大幅度的反弹，使社会通胀预期增强，此时央行回收流动性也有利于管理通胀预期；3、人民币升值步伐加快。我们在前期策略报告中做过“谨慎上调利率、多调准备金率、提速本币升值”的论述，近期汇率、利率以及存款准备金率的走势也基本印证了我们的判断。此次上调存款准备金率，可能意味着春节前加息的可能性降低。

此次上调存款准备金率基本在市场预料之中，我们在前期的策略周刊中也做过预判。从近期有色和煤炭板块的表现来看，市场对此也有了一定的消化，政策落地后这些行业继续大幅下跌的概率不大。

从对银行的影响来看，本次上调存款准备金率约冻结银行资金 3500 亿元，可能会给部分银行信贷空间造成压力，但对银行总体的影响相对有限。据我们银行业分析师估算存款准备金率上调 0.5 个百分点影响银行净息差在 1 个 BP 左右，而上调 0.5 个百分点的利率对银行净息差的贡献在 10-20 个 BP。在连续两次加息之后，本次上调存款准备金率对银行盈利的影响不大。

2、担忧和期待共存

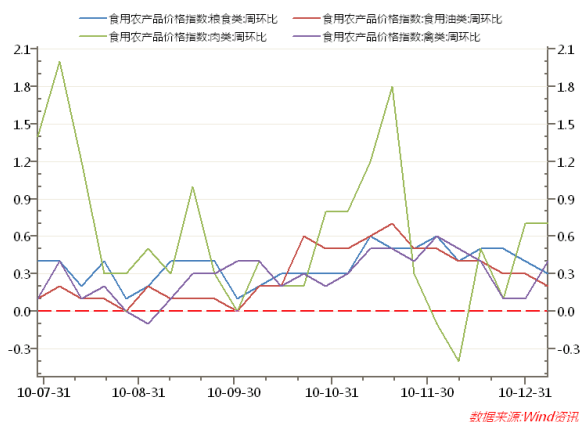
（1）管控物价的措施令市场担忧

上周以金融和地产为代表的资产类股票表现明显好于以有色和煤炭为代表的资源类股票，究其原因，我们认为，主要是人民币升值预期给资产类股票构成支撑，物价反弹可能引起的政策紧缩预期以及人民币出境的加快给资源类股票造成压力。

进入 1 月份以来前期调控物价的政策效果衰减，多数农产品价格出现反弹，尤其是前期回落较多的蔬菜价格出现了较大幅度的反弹，发改委也表示，一季度可能出台新的调控物价的举措，这使市场更加担忧物价上涨可能引发严厉的调控措施。这直接导致周四和周五对流动性和价格较为敏感的资源类股票出现大幅回调。虽然央行上调存款准备金率可能降低加息预期，但随着春节的临近，政府对物价的监管可能更趋严厉，这种调控措施仍会

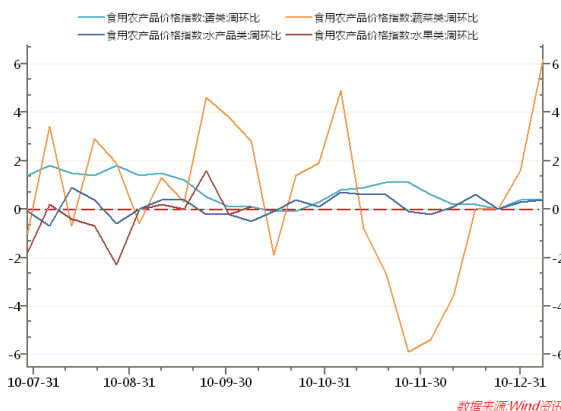
不时的冲击市场。

图表 1：粮油肉禽环比继续上涨



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：蔬菜价格快速反弹



数据来源：Wind资讯

(2) 人民币升值值得期待

除了对物价反弹的担忧外，我们也看到，随着国家主席胡锦涛访美日程的临近和国内人民币走出去政策的推出，市场对人民币升值以及可自由兑换也充满期待，近期人民币兑美元汇率也屡次创出汇改以来的新高。

国家主席胡锦涛将于 1 月 18 日起对美国进行国事访问，中美经贸关系、人民币汇率、能源合作等问题预计都将是双方领导人可能关注的议题。其中，资本市场最为关心的是人民币汇率问题。美国财长盖特纳在 12 日为迎接中国国家主席胡锦涛访美所作的演讲中再促人民币升值，并称所有经济问题都是政治，这加大了人民币升值的外部压力。

从国内经济情况来看，通胀已成为政府短期内政策调控的主要目标，在加息受到国际低利率环境制约的情况下，使本币适度升值无疑是缓解国内通胀的一种可选手段，政策紧缩导致的经济趋缓和 1 月份物价的反弹使国内人民币升值的需求增强。

从政策层面上来看，如上面所述央行“谨慎上调利率、多调准备金率、提速本币升值”来应对通胀，从目前的通胀形势看，单一的上调存款准备金率可能还不足以遏制通胀，在加息谨慎的情况下，人民币升值仍值得期待。

另一个值得关注的趋势是人民币国际化步伐的加快。近期管理层频繁释放“推进资本输出渠道多元化”“稳步推进资本项目可兑换”“试点个人境外直接投资”，加上外汇储备增量创历史新高、《货物满意出口收入存放境外管理暂行办法》和央行 1 号文件《境外直接投资人民币结算试点管理办法》的公布，这无疑透露出政府加快推进人民币走出去的决心。当然我们也看到，人民币出境的加快也将对国内流动性构成压力。

二、短期市场走势判断及投资建议

近期高 PB 和高 PE 板块抛压较重，而以地产、钢铁和金融为代表的低 PB 和 PE 板块持续走强，显示资金继续从高估值的板块向低估值板块流动的迹象。这与我们坚持的投资策略基本一致，虽然周三前期跌幅较大的板块出现反弹，但资金从高估值向低估值板块转移的趋势没有改变，后市仍谨慎对待估值较高的中小板和创业板股票。

下周将公布 2010 年宏观经济数据，国家主席胡锦涛将访问美国，市场仍面临较多不确定性。如我们上面所述，在外部面临升值压力和内部存在升值需求的情况下，人民币继续走强可期，受益于人民币升值的资产类股票有望继续成为市场支撑市场的中坚力量。另一方面，虽然央行上调准备金率降低了加息预期，但随着春节的临近，政府对物价的管控可能更趋严厉，这种调控措施仍会不时的冲击市场，后市沪指继续围绕半年线震荡整固的概率较大。

投资策略上，建议逢高了结前期涨幅过大、估值偏高的股票，继续持有业绩确定、估值偏低、具备年报送转潜力的绩优股、蓝筹股。关注受益于投资的电网、水利等，受益于人民币升值预期的资产类股票，业绩较好的有色中的个股仍值得关注，跌幅较大、业绩较确定的消费板块中的个股也存在反弹机会。主题投资关注节能环保、信息技术、高端装备制造制造业。

三、美欧股指表现较好 中国股市考验半年线

1、国际市场方面

由于，美国 12 月份工业产值攀升 0.8%，较上年同期增长 5.9%，同时，美国 12 月份开工率升幅超出预期，由 11 月份的 75.4%攀升至 76.0%，投资者对经济好转有所期待，周五，美国股市收高，标普 500 指数表现更是突出，连续第七周上涨。其中，道琼斯工业平均指数收报 11787.38 点，周涨 1%；标准普尔 500 指数收报 1293.24 点 1.7%；纳斯达克综合指数收报 2755.30 点，周涨 1.9%。

周五，欧洲股市小幅收低，但一周表现仍然收红。其中，英国富时 100 指数收报 6002.07 点，当周上扬 0.30%；德国股市 DAX 指数小幅收高报 7075.70 点，当周上扬 1.84%；法国 CAC-40 指数收报 3983.28 点，当周劲升 3.04%。

周五，由于中国股市走软，亚太主要股指收盘多数走低，但当周多数上扬。东京日经 225 指数报 10499.04 点，当周跌 0.4%。韩国综合指数报 2108.17 点，当周涨 1.05%，这是连续第七周上涨。澳大利亚标普 200 指数报 4801.5 点，当周涨 2.05%。

2、中国市场方面

周一，由于重庆、上海等城市即将推出房产税征收试点，导致市场投资者对于房地产市场受到冲击表现出担忧，进而刺激房地产行业出现盘中多翻空逆转下跌，进一步拖累房

地产相关板块纷纷回落，从而拖累市场，跌破年线，重回半年线。周二，市场在半年线支撑下出现反弹，其中，中石油、中石化逆势走强功不可没。周三、周四市场缩量小幅盘上，勉强站在年线之上。周五，市场则在央行或将再提存款准备金率预期打击下，出现大幅下跌，其中，前期涨幅较大的有色金属、煤炭、信息技术等相关行业更是领跌主力，但值得注意的是石化双雄继续逆势走高。

从市场驱动因素看，首先，在 2010 年度宏观经济数据即将公布前夕，市场保持谨慎，是市场全周表现较弱的重要原因。其次，2011 年新年第一周，商业银行新增贷款投放已超 5000 亿，这引发市场对于央行再度收紧货币政策的担忧，虽然周五收盘后，中国人民银行决定，从 2011 年 1 月 20 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，但市场周五盘中已在反映这一利空的作用，从政策针对性看，央行再度提高存款准备金率更多的是针对商业银行放贷冲动，意在控制流动性。第三，重庆、上海等城市即将推出房产税征收试点，加剧市场投资者对于房地产市场受到冲击的担忧，进而冲击房地产相关行业，导致房地产相关行业受到打击。

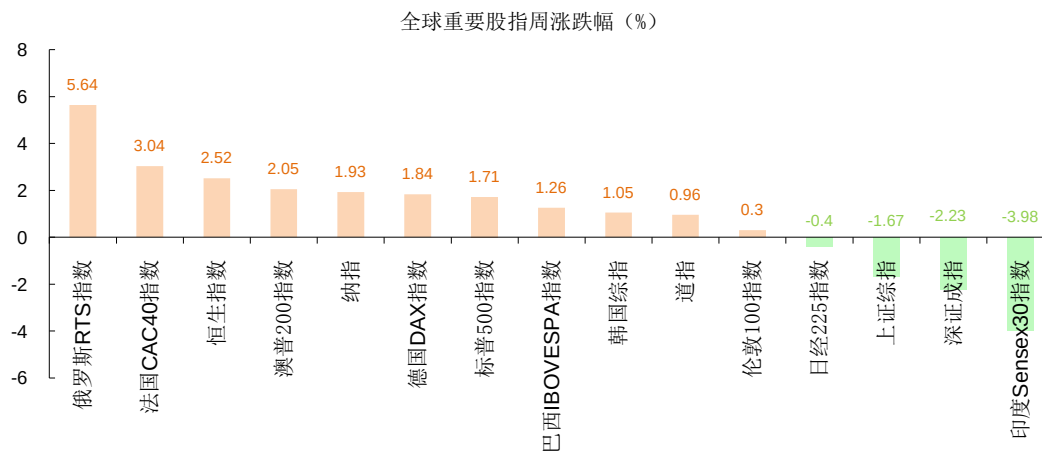
从市场热点看，一是，在市场整体走弱状态下，中石油、中石化逆势走强，带动石油石化板块走强。二是，尽管有关银行再融资负面消息不断，但银行板块全周表现相对较强。三是，尽管房地产税征收已箭在弦上，但房地产股票表现并不太弱，显然，人民币升值、保障房建设等利好依然构成支持作用。四是，值得注意的是，国际市场有色金属迭创新高，但有色金属股票却跌幅靠前，我们认为，有色金属下跌有“假摔”之嫌。

从货币流动性看，上周，票据到期 660 亿，正回购到期 450 亿，货币投放量 1110 亿；票据发行 40 亿，正回购 880 亿，货币回笼量 920 亿；净投放货币 190 亿。本周，央行公开市场操作继续适度投放货币，流动性适中。

技术面看，房地产消息面的利空和央行上调存款准备金 PK 石化双雄的逆势上拉，令市场走出“N”字形震荡，市场在年线与半年线之间多空争夺特征明显。均线系统看，周五的下跌，令半年线再度受到挑战，从总体成交量看，下破半年线可能构筑空头陷阱。技术指标看，两市趋向指标 MACD 和相对强弱指标 RSI 显示沪市继续处于弱势转强状态之中，但利空因素使得技术指标出现多空纠结状态。下周有望选择方向。

综合看，央行再度提高存款准备金，意在控制流动性，这也使得“春节”前再加息可能性减弱。虽然市场仍然受制于对 2010 年宏观经济数据不确定性的担忧，我们预计，开始回升的 GDP 和开始回落的 CPI，或将改变投资者对于经济的悲观预期。虽然周五市场因存款准备金上调逼近半年线，但我们对于“十二五”规划相继启动、保障房建设紧锣密鼓加倍投入、“三农”基础设施建设将进入高潮等利好因素仍然看好。因此，对于市场短期的回落并不悲观，对于建筑建材、建筑机械、有色金属、煤炭、矿产、高端装备制造等相关行业依然看好。

图表 3：全球主要经济区股指周涨跌幅（2011 年 1 月 9-15 日）



数据来源：Wind、华融证券

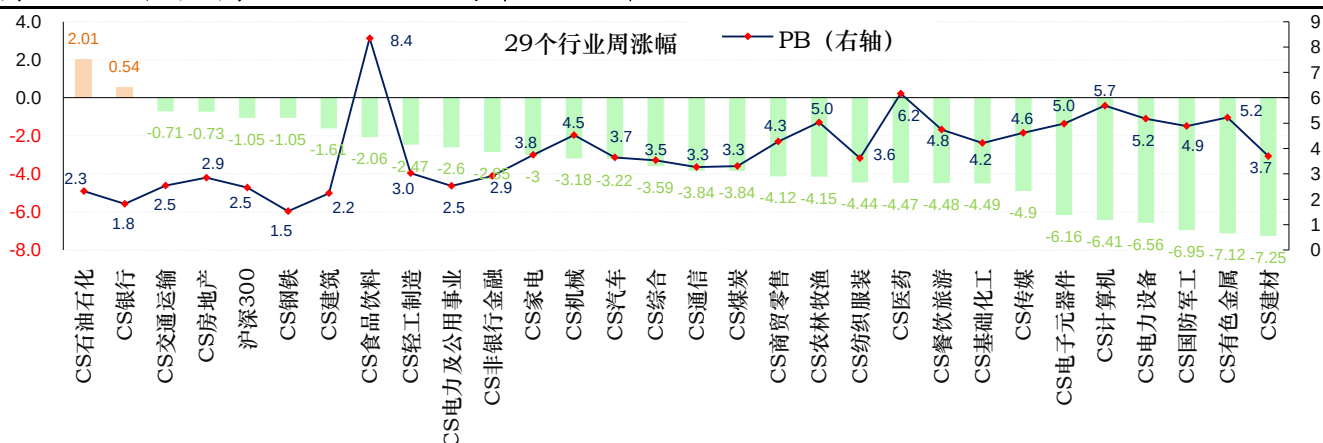
图表 4：全球主要经济区股指周涨跌幅（2011 年 1 月 9-15 日）

指数名称	周涨跌幅 [%]	截止日期	5 日涨跌幅 [%]	10 日涨跌幅 [%]	30 日涨跌幅 [%]
俄罗斯 RTS 指数	5.64	2011-01-15	5.79	6.01	16.84
法国 CAC40 指数	3.04	2011-01-15	3.04	4.69	6.21
恒生指数	2.52	2011-01-15	2.52	5.42	3.56
澳普 200 指数	2.05	2011-01-15	2.05	0.23	4.74
纳指	1.93	2011-01-15	1.93	3.86	6.82
德国 DAX 指数	1.84	2011-01-15	1.84	2.34	3.04
标普 500 指数	1.71	2011-01-15	1.71	2.83	5.87
巴西 IBOVESPA 指数	1.26	2011-01-15	1.26	2.36	2.3
韩国综指	1.05	2011-01-15	1.05	2.79	8.1
道指	0.96	2011-01-15	0.96	1.81	3.74
伦敦 100 指数	0.3	2011-01-15	0.3	0.52	8.57
日经 225 指数	-0.4	2011-01-15	-0.29	2.01	3.68
上证综指	-1.67	2011-01-15	-1.67	1.15	-1.84
深证成指	-2.23	2011-01-15	-2.23	1.28	-0.93
印度 Sensex30 指数	-3.98	2011-01-15	-3.98	-8.04	-5.64

数据来源：Wind、华融证券

3、29 个行业走势特征

从行业走势看，一是，大盘蓝筹股强于其他行业，其中石油石化、银行、交通运输、房地产等涨幅靠前或是跌幅较小。二是，前期涨幅过大的行业均出现较大跌幅，其中，建材、有色金属、国防军工、电力设备、电子元器件、计算机、传媒等行业跌幅靠前。

图表 5：29 个行业周涨跌幅-PB-PE-换手率（2011 年 1 月 9-14 日）


数据来源：Wind、华融证券

图表 6：29 个行业周涨跌幅-PB-PE-换手率（2011 年 1 月 9-14 日）

板块名称	周涨跌幅 [%]	PB	PE	周换手率 [%]
CS 石油石化	2.01	2.32	14.66	7.44
CS 银行	0.54	1.82	8.88	4.55
CS 交通运输	-0.71	2.54	14.93	5.04
CS 房地产	-0.73	2.85	27.26	8.94
沪深 300	-1.05	2.46	14.39	5.72
CS 钢铁	-1.05	1.53	18.67	6.57
CS 建筑	-1.61	2.24	21.41	9.67
CS 食品饮料	-2.06	8.35	37.63	9.41
CS 轻工制造	-2.47	3.03	32.47	8.8
CS 电力及公用事业	-2.6	2.53	24.15	6.13
CS 非银行金融	-2.85	2.92	23.05	6.86
CS 家电	-3	3.75	22.07	7.44
CS 机械	-3.18	4.53	31.85	13.98
CS 汽车	-3.22	3.65	17.41	7.13
CS 综合	-3.59	3.54	36.44	5.92
CS 通信	-3.84	3.27	54.9	8.8
CS 煤炭	-3.84	3.31	17.05	7.79
CS 商贸零售	-4.12	4.28	34.58	6.09
CS 农林牧渔	-4.15	5.03	53.18	8.98
CS 纺织服装	-4.44	3.62	43.71	9.45
CS 医药	-4.47	6.17	42.07	7.11
CS 餐饮旅游	-4.48	4.75	46.29	6.74
CS 基础化工	-4.49	4.22	45.54	8.82
CS 传媒	-4.9	4.62	51.81	8.62

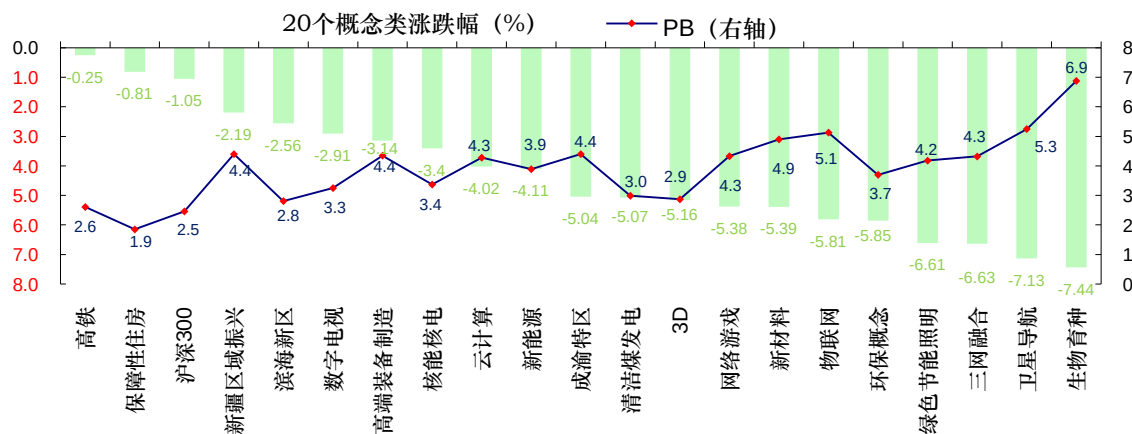
CS 电子元器件	-6.16	4.98	56.03	10.33
CS 计算机	-6.41	5.69	69.8	9.9
CS 电力设备	-6.56	5.18	41.72	10.59
CS 国防军工	-6.95	4.89	70.46	8.52
CS 有色金属	-7.12	5.22	53.56	10.65
CS 建材	-7.25	3.7	30.57	9.22

数据来源：Wind、华融证券

4、20 个概念板块走势特征

从概念板块走势看，一是，由于 2011 年高速铁路的相关规划即将进入实施阶段，继续刺激高铁概念相关股票受到追捧，跌幅最小。二是，在保障房政策支持下，保障房相关概念股票也跌幅较小。三是，由于石油石化、银行、房地产较强，沪深 300 也跌幅较小。

图表 7：20 个概念类周涨跌幅-PB-PE-换手率（2011 年 1 月 9-14 日）



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：20 个概念周涨跌幅-PB-PE-换手率（2011 年 1 月 9-14 日）

板块名称	周涨跌幅 [%]	PB	PE	周换手率 [%]
高铁	-0.25	2.61	29.13	13.75
保障性住房	-0.81	1.85	17.44	9.05
沪深 300	-1.05	2.46	14.39	5.72
新疆区域振兴	-2.19	4.4	34.07	9.15
滨海新区	-2.56	2.81	20.94	9.02
数字电视	-2.91	3.25	43.68	7.05
高端装备制造	-3.14	4.35	26.93	13.52
核能核电	-3.4	3.37	34.31	12.55
云计算	-4.02	4.28	56.71	8.22
新能源	-4.11	3.89	32.23	7.63
成渝特区	-5.04	4.4	35.03	8.12

清洁煤发电	-5.07	2.99	26.85	4.79
3D	-5.16	2.87	53.6	7.66
网络游戏	-5.38	4.33	84.19	7.7
新材料	-5.39	4.9	49.69	10.69
物联网	-5.81	5.13	54.02	9.39
环保概念	-5.85	3.7	37.71	9.46
绿色节能照明	-6.61	4.18	51.68	11.37
三网融合	-6.63	4.32	50.74	7.6
卫星导航	-7.13	5.25	85.07	8.68
生物育种	-7.44	6.88	56.7	8.03

数据来源：Wind、华融证券

基于以上分析，我们认为

1、此次上调存款准备金率的背景是：1）年初银行放贷冲动导致信贷突增；2）新年以来物价出现了明显反弹；3）人民币升值步伐加快。

此次上调存款准备金率对市场影响中性，主要是因为：此次上调存款准备金率基本在市场预料之中；意味着春节前加息的可能性降低了；从近期有色和煤炭板块的表现来看，市场对此也有了一定的消化，政策落地后这些行业继续大幅下跌的概率不大；从对银行的影响来看，本次上调存款准备金率约冻结银行资金 3500 亿元，据我们银行业分析师估算存款准备金率上调 0.5 个百分点降银行净息差在 1 个 BP 左右，本次上调存款准备金率对银行盈利的影响不大。

2、近期高估值板块抛压较重，而以地产、钢铁和金融为代表的低估值板块持续走强，后市仍谨慎对待估值较高的中小板和创业板股票。

下周将公布 2010 年宏观经济数据，国家主席胡锦涛将访问美国，市场仍面临较多不确定性。如我们上面所述，在外部面临升值压力和内部存在升值需求的情况下，人民币继续走强可期，受益于人民币升值的资产类股票有望继续成为支撑市场的中坚力量。另一方面，虽然央行上调准备金率降低了加息预期，但随着春节的临近，政府对物价的管控可能更趋严厉，这种调控措施仍会不时的冲击市场，后市沪指继续围绕半年线震荡整固的概率较大。

策略建议

投资策略上，建议逢高了结前期涨幅过大、估值偏高的股票，继续持有业绩确定、估值偏低、具备年报送转潜力的绩优股、蓝筹股。关注受益于投资的电网、水利等，受益于人民币升值预期的资产类股票，业绩较好的有色中的个股仍值得关注，跌幅较大、业绩较确定的消费板块中的个股也存在反弹机会。主题投资关注节能环保、信息技术、高端装备制造制造业。

股票组合

证券简称	代码	最新价	每股收益（元）			PE		PB 最新	所属行业	评级
			09A	10E	11E	10PE	11PE			
湖北宜化	000422	19.18	0.44	1.06	1.41	18.0	13.6	4.0	化工	推荐
华工科技	000988	20.02	0.40	0.54	0.79	36.9	25.5	5.2	信息设备	推荐
浦发银行	600000	13.14	1.62	1.27	1.57	10.3	8.4	1.6	金融服务	推荐
兔宝宝	002043	12.00	0.12	0.17	0.30	70.8	40.5	5.2	建筑建材	推荐
鑫龙电器	002298	15.53	0.43	0.39	0.53	40.2	29.4	5.4	机械设备	推荐
云南城投	600239	21.01	0.36	0.48	1.92	43.6	10.9	4.5	房地产	推荐
云南铜业	000878	24.70	0.30	0.36	0.61	69.0	40.6	7.5	有色金属	推荐
中国船舶	600150	69.01	3.77	3.98	4.27	17.3	16.1	3.0	交运设备	推荐
中国南车	601766	8.38	0.14	0.24	0.35	34.9	23.7	5.3	交运设备	推荐
方大炭素	600516	13.66	0.01	0.31	0.49	43.7	28.0	6.1	黑色金属	推荐

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568163

网址：www.hrsec.com.cn