

专题策略

2011 年 2 月 24 日

紧缩性货币政策对资本市场的影响简析

- 数量型和价格型工具分别对流动性影响的力度和施力点不同，造成的累积效应也会不同，我们更应该关注行政手段如贷款额度控制等措施带来的流动性收缩影响，以及警惕加息的累积效应产生的货币活化消减。市场对于紧缩政策理解可能存在偏差导致政策和市场博弈出现较大的摆动，震荡难免，心理影响大于实质影响将给市场带来扰动，也成为今年行情的主要看点、从而投资难度也随之加大。
- 今年一月 M1 增速的意外下滑尚没有明确的逻辑解释，我们对此保持关注，未来两三个月的数据较为关键，在这一阶段，我们对市场流动性维持谨慎观点，中线市场也因此有调整要求。
- 紧缩性政策的阶段性影响过后可能会放松，现阶段对放松预期还为时过早，但这种可能性随通胀缓解和政策超调发生后会逐渐显露，届时产生波段性行情的概率会加大。
- 从紧缩政策对上市公司业绩增速的影响定量测算来看，这种削弱导致估值安全边际下降的程度并不显著。这里有两个前提：一是从当前情况看，我们更应该重视一方面是央行信贷额度的控制、另一方面是前文提到的加息预期下企业自主收缩导致的负债规模削减，这两个因素将对上市公司业绩产生更加实质性的影响；二是尽管我们认为现阶段加息周期不会维持太长时间，从而对今年上市公司业绩削弱影响不明显，但是加息的累积和延后效应可能会在今年四季度甚至明年出现，这对今后的业绩增速影响可能会比较大。在这两个条件都忽略的假设下面，我们采取较为保守的看法，紧缩政策对沪深 300 和中小板业绩增速分别削弱至 15% 和 35% 的水平，则动态估值上升到 13 和 31 倍的状态，从历史估值水平来看，沪深 300 仍然处于估值区间的下边，安全边际仍然存在

策略高级分析师：
吴一萍
SAC 执业证书编号：
S0850203100093
电话：(021) 23219387
Email: wuyiping @htsec.com

策略高级分析师：
陈瑞明
SAC 执业证书编号：
S0850209080673
电话：(021) 23219197
Email: chenrm @htsec.com

联系人：
汤慧
电话：(021) 23219733
Email: tangh @htsec.com

目录

1. 紧缩性政策的着力点并不同	5
1.1 数量型工具和价格型工具有较大区别	5
1.2 紧缩周期长短的影响	8
1.3 政策的实质性影响和心理影响也有较大差别	8
1.4 加息可能存在的滞后反应	9
2. 业绩增速略减导致估值上升的影响不明显	9
2.1 GDP 和沪深 300 业绩增速存在一定的关联度	9
2.2 利率变动对沪深 300 业绩增速影响不大	10
2.3 GDP 变动对中小板上市公司业绩增速有一定影响	12
2.4 利率变动对中小板上市公司业绩增速削弱并不明显	13
2.5 估值安全边际受紧缩政策削弱并不明显	15
3. 总结	15

图目录

图 1 贷款投放是流动性根源.....	7
图 2 加息对货币活化产生的负面作用是逐步累积显现的	7
图 3 GDP 变动对沪深 300 盈利增速影响显著	10
图 4 沪深 300 上市公司利润结构.....	11
图 5 GDP 变动对中小板盈利增速影响显著	12
图 6 中小板财务费用和净利润的对比（季度）	13
图 7 中小板财务费用和负债的对比（季度）	14
图 8 中小板财务费用和利率的关系（季度）	14

表目录

表 1 央行采取数量工具控流动性态度明朗	5
表 2 央行在加息工具的使用上较为谨慎.....	6
表 3 加息后银行上市公司业绩影响变化情况	8
表 4 GDP当季同比与沪深 300 净利润同比回归结果	10
表 5 沪深 300 成分股剔除部分成分股的净利润占比分析.....	12
表 6 GDP当季同比与中小板净利润同比回归结果.....	13
表 7 中小板和创业板上市公司资产负债率及财务费用对净利润占比的情况	13
表 8 沪深 300 及中小板动态PE敏感性分析	15

央行自去年 11 月份连续多次上调存款准备金率使得大型金融机构和中小金融机构准备金率分别达到历史高位的 19.5% 和 16%，加息也有三次，尽管采取数量型工具来控制流动性的态度较为明朗，相对于数量型工具，价格型工具的使用还是较为谨慎、但总体上央行紧缩政策的态度依然是比较明朗的。

我们看到，近日央行行长周小川在法国出席 G20 财长和央行行长会议期间接受采访时表示，存款准备金率只是对抗通胀的一个工具，但并非唯一的工具，抗通胀要运用所有政策工具。“我们不能说，存款准备金率是我们抗通胀的唯一工具，而是要运用所有的工具，包括利率和汇率。”周小川称，“一个工具的运用并不排斥其他。”这一表述并不能够简单理解为央行只有存款准备金率这一招，很可能上调存款准备金率（也可能会采取差别存款准备金率）、加息、公开市场操作、贷款额度控制和窗口指导以及人民币升值等多种手段来对付通胀和收缩流动性。

而从中共中央政治局 21 日召开的会议来看，政府工作报告和“十二五”规划纲要仍然延续去年的基调，强调今年要保持物价总水平基本稳定，2011 年宏观目标“抑通胀、稳增长、调结构”仍然是复杂和困难的。政策的逻辑仍然是在“抑通胀”与“稳增长”两个容忍度之间做权衡，和在“短期稳增长”与“长期调结构”一对矛盾之间做权衡。现阶段通胀压力仍然没有得到明确缓解之前，政策逻辑还是延续博弈天平偏向于抑通胀的一边。

在这样的政策逻辑下面，A 股市场的投资者表现出来的态度却是波动而迷离的。节前市场对于紧缩政策的反应较为充分、甚至过头，恐慌情绪导致市场跌过头；而节后随着央行两次上调存款准备金率，投资者又反过来认为利空释放充分、后续利空消散，市场情绪又重新乐观过头。这些表现都说明对政策逻辑把握的不准确导致市场波动较大，这也将是今年行情不断随情绪正负极摆动而幅度放大波动的特征，我们在年初的年度策略报告中强调过这一点，从目前的股市表现来看，已经有所印证。

我们接下来想从政策本身着力点对市场影响力度进行分析，尽可能比较准确地把握紧缩性政策对市场究竟将产生何种影响。

1. 紧缩性政策的着力点并不同

我们在考量央行紧缩政策对资本市场的影响时需从几个方面来分析。

1.1 数量型工具和价格型工具有较大区别

数量型手段和价格型手段对流动性收缩的影响并不一样、作用点也不一样。

表 1 央行采取数量工具控流动性态度明朗

指标名称	人民币存款准备金率:大型存款类金融机构(变动日期, %)
1985-01-01	10.00
1987-01-01	12.00
1988-01-01	13.00
1998-03-21	8.00
1999-11-21	6.00
2003-09-21	7.00
2004-04-25	7.50
2006-07-05	8.00
2006-08-15	8.50
2006-11-15	9.00
2007-01-15	9.50
2007-02-25	10.00
2007-04-16	10.50

2007-05-15	11.00
2007-06-05	11.50
2007-08-15	12.00
2007-09-25	12.50
2007-10-25	13.00
2007-11-26	13.50
2007-12-25	14.50
2008-01-25	15.00
2008-03-25	15.50
2008-04-25	16.00
2008-05-20	16.50
2008-06-15	17.00
2008-06-25	17.50
2008-10-15	17.00
2008-12-05	16.00
2008-12-25	15.50
2010-01-18	16.00
2010-02-25	16.50
2010-05-10	17.00
2010-11-16	17.50
2010-11-29	18.00
2010-12-20	18.50
2011-01-20	19.00

资料来源：海通证券研究所

表 2 央行在加息工具的使用上较为谨慎

指标名称	定期存款利率:1 年(整存整取, %)
1989-02-01	11.34
1990-04-15	10.08
1990-08-21	8.64
1991-04-21	7.56
1993-05-15	9.18
1993-07-11	10.98
1996-05-01	9.18
1996-08-23	7.47
1997-10-23	5.67
1998-03-25	5.22
1998-07-01	4.77
1998-12-07	3.78
1999-06-10	2.25
2002-02-21	1.98
2004-10-29	2.25
2006-08-19	2.52
2007-03-18	2.79
2007-05-19	3.06
2007-07-21	3.33
2007-08-22	3.60
2007-09-15	3.87
2007-12-21	4.14
2008-10-09	3.87
2008-10-30	3.60
2008-11-27	2.52
2008-12-23	2.25
2010-10-20	2.50
2010-12-26	2.75

2011-02-09

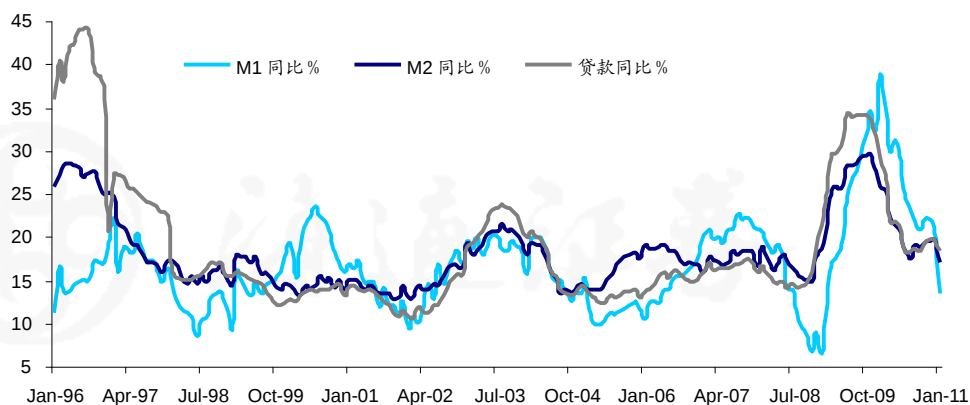
3.00

资料来源：海通证券研究所

上调存款准备金率、窗口指导、信贷额度控制等数量型手段对流动性收缩的影响要分别来看待。在我国，行政手段左右整个流动性的力量要大于市场手段，基础货币投放是关键、而信贷投放又是流动性的根本性源头，因此，数量型工具里面信贷投放是制约流动性最关键的因素。上调存款准备金率和信贷额度控制相比，其市场化手段的控制力度反而不高，每上调 50 个基点的存款准备金率锁定资金大约 3000 亿元，其调整对流动性影响的力度并不是实质性的。而相反，我们从信贷额度的控制来考虑，则 7 万亿和 7.5 万亿信贷额度对应的流动性是有较大差别的。

我们可以从下图看到，贷款波动对 M1 和 M2 增速的影响非常明显，这也就决定了整体的流动性格局的松紧。从目前央行的调控目标来看，信贷控制的行政手段是较为强化的，这对于增量资金的供应将产生一定的负面影响。

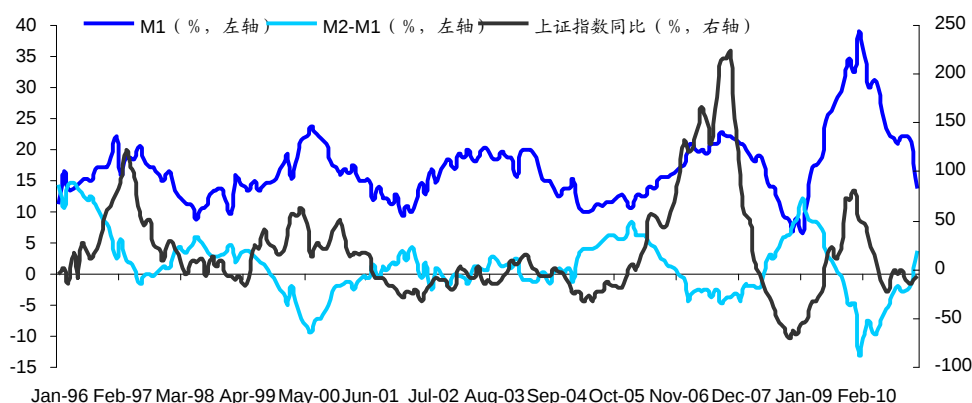
图 1 贷款投放是流动性根源



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

相对于数量型工具，利率这个价格型工具对市场的影响更明显地体现在对活化资金的影响上面，连续加息对资金活化起到负面作用会比较明显。这对股市的负面影响体现在流动性支持减弱上面。因此，数量型工具和价格型工具的影响力和作用点是不一样的。如果加息继续，资本的活化将继续减弱，累积效应就逐渐显现。

图 2 加息对货币活化产生的负面作用是逐步累积显现的



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截止日期 2011 年 1 月）

1.2 紧缩周期长短的影响

紧缩周期长短以及紧缩预期强烈程度都会对股市运行产生不同影响。

紧缩周期长短的判断对股市影响有着重要作用，通胀压力重、紧缩周期长，则股市上涨面临困难，通胀压力轻、紧缩周期较短，则股市在一个预期压力的时期过后仍然会有较好表现。简单对比 2007 年和本轮通胀，前一轮通胀输入型成分较大，尽管时间持续不太长、但力度较猛，而这轮通胀由于货币投放的存量发酵作用较前一次通胀要强得多，再加上人力成本的持续抬升，因此冲击力度尽管较前次弱、但持续时间可能较长，央行调控节奏不会象上次那样密集而力度持续，预计调控会紧一阵再松一阵，阶段性的调控压力会比较明显，而阶段性的缓和也会让市场有喘息之机。

对此，我们一方面应该对通胀压力下的紧缩导致的增量流动性下降有一定的心理准备、会表现得比较持久；但另一方面阶段性的通胀压力将在不远的未来结束也会给资本市场带来放松的机会，根据我们宏观团队的判断以及市场普遍预期，随着 CPI 修改权重以及基数抬升将使得眼前这一阶段的加息周期很快结束。所以，从阶段性的紧缩周期来看，我们对其压力的释放并不持悲观态度，上半年 1-2 次的加息动作之后阶段性的放松是可以期待的，换句话说，我们此时可能正处于阶段性紧缩的后半期时段，紧缩周期结束后阶段性放松给市场营造的正面影响将在不远的未来有望显现。

1.3 政策的实质性影响和心理影响也有较大差别

紧缩政策下心理预期和政策实施的真实效果是有较大差别的。

紧缩的货币政策对资本市场的实质性影响和心理影响有较大差别，心理影响要大于实质性影响。从紧缩政策的实施对流动性收紧以及上调存款准备金率和加息对上市公司业绩增速的影响来看，市场反应往往是大于其实质效果的。上文已经分析了流动性的影响状况，我们将上调存款准备金率和加息对沪深 300 业绩增速影响的敏感度分析列在下表当中，可以看到，其实质性影响并不是想象中的那样大。（由于金融行业贡献了沪深 300 所有上市公司总共净利润的 50%，所以我们重点分析金融行业对加息和上调存款准备金的敏感度分析）。针对业绩增速方面的问题我们会在后面做更加详细的讨论。

表 3 加息后银行上市公司业绩影响变化情况

	贷款/存款	活期存款占比	存款成本上升幅度 BP	贷款收益上升幅度 BP	存贷利差上升幅度 BP	息差变化 BP	息差变化幅度	非息收入占比	净利润变化
工商银行	58%	51%	17.3	22.9	-4.0	-3.6	-1.53%	21%	-1.92%
建设银行	61%	55%	16.2	22.8	-2.2	-2.0	-0.82%	21%	-1.04%
中国银行	74%	46%	18.6	23.1	-1.4	-1.2	-0.61%	32%	-0.89%
农业银行	55%	56%	16.0	22.1	-3.9	-3.5	-1.42%	18%	-1.73%
交通银行	77%	49%	17.8	23.3	0.2	0.2	0.07%	18%	0.08%
招商银行	74%	55%	16.1	23.6	1.3	1.1	0.45%	22%	0.58%
中信银行	77%	47%	18.2	23.9	0.2	0.2	0.09%	12%	0.10%
民生银行	72%	46%	18.6	23.8	-1.4	-1.2	-0.43%	23%	-0.57%
浦发银行	70%	41%	20.3	23.6	-3.7	-3.3	-1.34%	9%	-1.48%
兴业银行	72%	47%	18.4	23.3	-1.6	-1.5	-0.63%	14%	-0.73%
华夏银行	72%	44%	18.8	23.9	-1.6	-1.4	-0.61%	8%	-0.66%
深发展	74%	30%	22.8	23.8	-5.2	-4.6	-1.84%	14%	-2.15%
北京银行	62%	57%	15.9	23.7	-1.2	-1.1	-0.49%	8%	-0.53%
南京银行	59%	50%	17.2	23.8	-3.3	-2.9	-1.20%	13%	-1.38%
宁波银行	70%	60%	15.0	24.3	2.0	1.8	0.74%	15%	0.87%

资料来源：海通证券研究所

我们得出的结论是：

在其他条件不变的情况下，预计今年的紧缩政策对银行业绩增速削弱 3%-6%，由于沪深 300 中银行净利润在所有公司中占比在 60%左右的水平，综合上述原因我们判断加息和存款准备金共同削弱沪深 300 业绩增速至 15%-17%左右的水平。

1.4 加息可能存在的滞后反应

加息的累积效应可能滞后显现。

加息过程中实体的反应速度会滞后，产生的流动性紧缩效果也可能滞后。我们对今年一月份的金融数据超预期感到疑惑，M1 增速大幅下滑令市场感到意外，从各个数据之间的关系来看又没有较为合理的逻辑来解释，M1 增速由上月的 21.19%下降到 13.6%，M0 增速则由上月的 16.69%上升至 42%。信贷数据也大幅低于预期，全月新增信贷仅为 1.04 万亿元，远低于市场预期的 1.2 万亿。

数据出台，首先让市场产生怀疑的是 M1 同比下降的速度怎会如此之快。但我们仔细研究 M1 的历史增量数据会发现，在每年的春节期间，M1 增量都会有季节性的下降。今年一月的增量变化本身并不算异常。同比的快速下行与春节因素 M1 增量的下行直接相关，同时也与去年同期 1 月非春节所在月份的高基数有关。关键的因素不在 M1 的增量本身及同比数据，而在于 M1 增量的结构变化。

如果将 M1 增量的大幅下行和 M0 增量的大幅上行同时考虑，我们会发现，企业的活期存款有接近 1.69 万亿的减少。减少的活期存款去了哪里？信贷数据的异常部分的解释了这个变动。根据信贷余额和新增信贷数据，我们得到每月的企业还贷数据，可以发现，正常情况下企业都维持了原有的信贷规模，很少有在原有信贷规模上的缩减。但是一月出现了异常，企业体系的还贷额度达到了 6095 亿元。这种情况仅有 08 年的 11 月出现过。当时也正是出于加息周期中，央行在两个月内连续三次调高利率，从而引发了较大规模的还贷行为。考虑到同样的加息周期因素，企业出于经营成本考虑，将部分活期存款转化为贷款是最为合理的猜度。如果这个猜想正确的话，1 月份 1.04 万亿新增信贷，不仅是央行进行信贷规模调控的结果，可能也部分的存在信贷需求的实际缩减。如果这种假设成立，则上市公司因为利率抬升而减少财务扩张的话，一季报尚不会显现出负面影响，但预计到中报就有可能会有业绩增速下降的趋势显现。如果分析师集体下调盈利预测，那么对于估值安全边际的考验会暴露出来。

从 1 月份金融数据我们尚不可能得出确定性结论，但是我们需要留意 M1 增速的大幅下滑，从短期来看对资本市场影响不会特别明显，市场对此还没有找到合理的解释理由，但是如果持续下去，这就可能对资本市场流动性产生滞后的累积影响，我们需要留意观察未来 2-3 个月的金融数据。

因此，我们从上述分析得出这样的判断：市场对于紧缩政策的理解和政策施力点本身可能存在偏差；政策着力点不同对股市产生的阶段性影响也可能不同；政策和市场之间可能产生时滞的偏差，这些都可能对市场对于紧缩政策的错误理解，从而造成股指的波动过头。

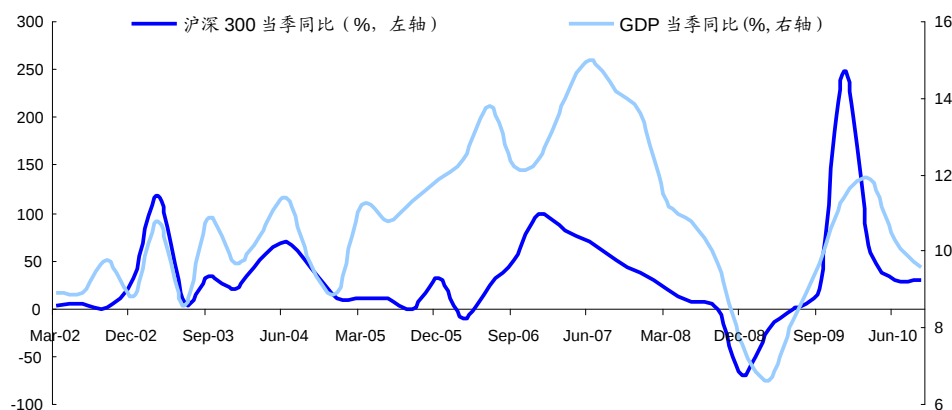
2. 业绩增速略减导致估值上升的影响不明显

我们考虑问题的另外一个方面：紧缩性政策对上市公司业绩增速的削弱会到何种程度？进一步对估值安全边际下降的程度有多大？

2.1 GDP 和沪深 300 业绩增速存在一定的关联度

首先，从直观上看 GDP 当季同于与沪深 300 净利润同比的关系，从下图可以看出，两者之间存在显著的正向相关性。

图 3 GDP 变动对沪深 300 盈利增速影响显著



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

其次，我们将 GDP 的季度同比数据分别于沪深 300 的盈利增速同比进行一元线性回归，并利用海通宏观与 2011 年四个季度 GDP 的预测值预测沪深 300 盈利增速水平。结果如下表所示：

表 4 GDP 当季同比与沪深 300 净利润同比回归结果

回归曲线的截距	-91.291
回归曲线的斜率	11.6133
GDP 同比增长与沪深 300 净利润增速的决定系数	19.43%
拟合曲线：沪深 300 盈利增速=-91.29127+11.613331*GDP 当季同比	

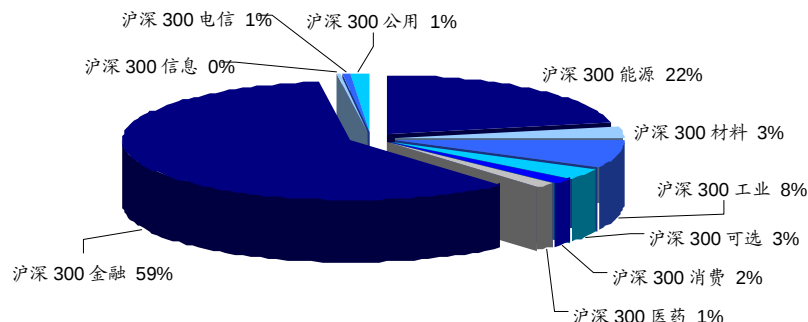
资料来源：海通证券研究所

海通宏观部对 2011 年 4 个季度的 GDP 预测数据分别为：第一季度 9.0%，第二季度 9.2%，第三季度 9.6%，第四季度 10.2%，根据该数据以及我们拟合得到的曲线可以得到沪深 300 的公司 2011 年整体的盈利增速情况，4 个季度分别是 13.29%，15.55%，20.20% 和 27.16%，根据这四个同比数据，预测得到 2011 年 4 个季度的净利润分别为 3728.41 亿元，4135.78 亿元，4682.03 亿元，4267.38 亿元，则全年净利润同比增速为 19.05%（2010 年 4 季度的净利润数据我们也通过该模型测算得到预测值）。

2.2 利率变动对沪深 300 业绩增速影响不大

为了定量考察紧缩性政策对业绩增速的削弱，我们先将沪深 300 上市公司整体业绩进行一个粗略的分解。

图 4 沪深 300 上市公司利润结构



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

上图显示出决定沪深 300 业绩增速最重要的部分是金融类上市公司，其业绩增速与利率和存款准备金率变化较为敏感，而其他行业一方面权重较低、另一方面对利率敏感度也不高，所以我们首先对银行板块业绩增速影响进行分析。

对银行业绩的影响主要来自两个方面的因素：一是存款准备金率，二是基准存贷款利率。存款准备金率对于银行板块的利润影响基本上可以定量为：在假定其他条件不变的前提下，上调 0.5 个百分点的存款准备金率，银行业绩增速下降 0.5%-1%。按照海通宏观部预测，准备金率上调估计还有 2-3 次，对银行整体业绩增速影响大约 1%-3%。

在假定其他条件不变的情况下，“2011-2-9”加息 25 个基点对银行业绩增速的影响大约在 1%水平，按照海通宏观部预测还有 2-3 次加息，加息的期限结构也和本次类似，那么大约削弱银行上市公司业绩增速的水平在 3%左右的水平。表 3 中是详细的加息后银行上市公司业绩影响的变化幅度：

从表 3 我们可以看出，因此，总体上来推断，在假定信贷规模保持 7-7.5 万亿的扩张情况下，存款准备金率再上调 2-3 次、加息 2-3 次，本轮阶段性紧缩政策结束，对银行板块上市公司业绩增速影响削弱大约 3%-6%，2011 年业绩增速可能回落至 15%-17%左右的水平。

其他沪深 300 上市公司受利率影响分析：

我们截取了沪深 300 成分股中剔除金融、以及剔除金融和中石油中石化两个公司剩下的群体进行分析，以资产负债率排名前 10%的公司考察其净利润在沪深 300 剔除后剩余样本中的占比情况，目的是分析高负债率公司在加息背景下可能对沪深 300 业绩增速的削弱程度。如果这部分高负债率公司业绩占比较高，那其受到利率变化波动会对整体业绩增速产生冲击；而如果占比不高，那我们的研究就可以将这种冲击忽略了。

在这里我们做了一个简化处理，用负债率高低和财务费用匹配程度来衡量利率对业绩的影响问题，其实更准确的方法应该计算 WACC 来细致描述。不过，一方面由于定量精确计算存在一定难度，另一方面也可以用我们上述方法来粗略估算，因此我们还是采用了较为简便但仍然能够说明问题的方法。对于该问题的深入研究我们会继续，也力求更加准确地定量描述出来，也敬请关注我们后续的相关报告。

表 5 沪深 300 成分股剔除部分成分股的净利润占比分析

	剔除金融股	剔除金融股及中石油、中石化
资产负债率排名 10% 的公司净利润总和 (亿元)	496.38	496.38
全部样本公司净利润总和 (亿元)	5392.40	3707.13
占比情况%	9.20%	13.39%

资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

注: 表格中提到的全部样本公司分别是指提出金融股的沪深 300 的所有公司, 以及剔除金融股以及中国石油、中国石化两家公司的沪深 300 的所有公司。

从上表我们不难看出, 受利率影响较大的公司在沪深 300 中占比较小, 我们基本上可以将这种冲击忽略掉, 所以我们在考虑利率波动因素时就不再详细计算除金融以外公司的影响了。

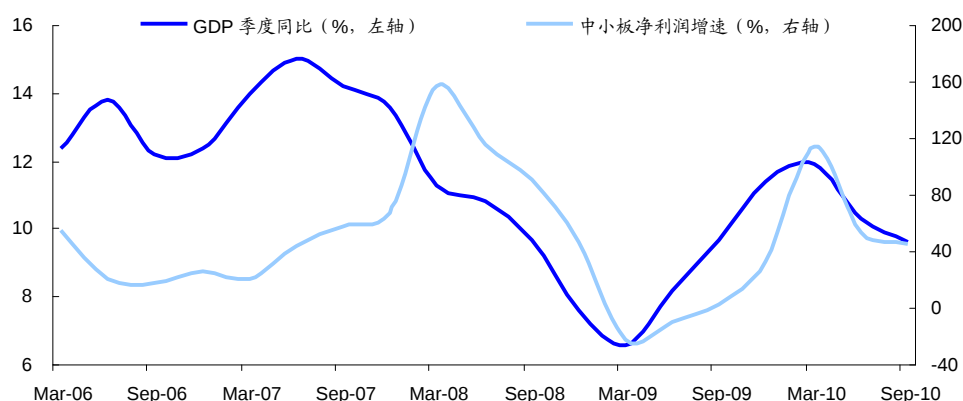
在这一分析方法下, 我们得出的结论是:

通过 GDP 和沪深 300 的线性回归模型预测得到 2011 年沪深 300 的盈利增速水平在 19% 左右; 而在其他条件不变的情况下, 加息 25 个基点对银行业绩增速削弱 1% 左右, 上调存款准备金 50 个基点对银行业绩增速削弱 0.5%-1%, 我们假定信贷规模保持 7 万亿-7.5 万亿, 此次紧缩政策下预计存款准备金率再上调 2-3 次、加息 2-3 次的情况下, 对银行业业绩增速累计削弱 3%-6%。由于沪深 300 中银行净利润在所有公司中占比 60% 左右的水平, 其他行业一方面由于净利润占比较小, 一方面由于对利息和存款准备金变动不敏感故略去不计, 综合上述原因我们判断加息和存款准备金共同削弱沪深 300 业绩增速至 15%-17% 左右的水平。

2.3 GDP 变动对中小板上市公司业绩增速有一定影响

类似的, 我们利用模型来说明 GDP 的增速对中小板上市公司盈利增速的影响。值得注意的是, 由于中小板成立的时间相对较短, 且上市之初公司的数目也不多, 为了保证数据之间的可比性, 我们选取的是在 2005 年底之前已经上市的中小板公司进行分析。从图中可以看出在 08 年之前 GDP 变动对中小板的影响并没有非常明显, 但是在 08 年之后, 随着中小板上市公司的相对稳定, 中小板的盈利增速也和 GDP 表现出了显著的相关关系。同样的, 我们也将可比中小板公司的净利润同比增速与 GDP 季度同比数据进行了回归, 得到回归结果如下表所示:

图 5 GDP 变动对中小板盈利增速影响显著



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

表 6 GDP 当季同比与中小板净利润同比回归结果

回归曲线的截距	5.07733524
回归曲线的斜率	3.91433903
GDP 同比增长与沪深 300 净利润增速的决定系数	4.13%
拟合曲线: 中小板盈利增速=5.077335238+3.914339026*GDP 当季同比	

资料来源: 海通证券研究所

同样的, 我们根据海通宏观对 2011 年 4 个季度 GDP 的预测值以及拟合的曲线计算出中小板 2011 年 4 个季度的盈利增速分别为 40.31%, 41.09%, 42.65%, 45.00%, 则对应的中小板四个季度的净利润为 36.48 亿元, 77.27 亿元, 129.57 亿元, 206.07 亿元, 可以得出中小板全年的净利润增速为 43.25% (其中 2010 年第四季度的净利润也是通过我们的模型测算得到的)。

2.4 利率变动对中小板上市公司业绩增速削弱并不明显

下表反映的是中小板和创业板上市公司资产负债率以及财务费用对净利润占比的情况。

表 7 中小板和创业板上市公司资产负债率及财务费用对净利润占比的情况

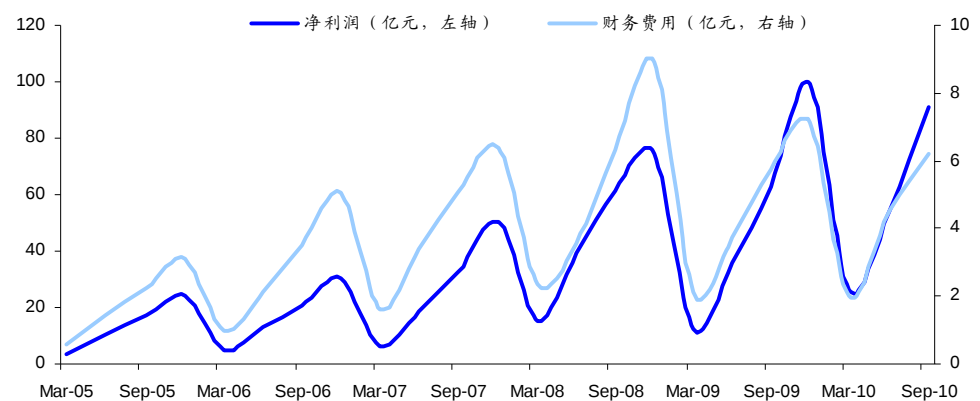
板块名称	资产负债率(整体法, %)	财务费用 (亿元)	净利润 (亿元)	财务费用/净利润
创业板	17.4	1.64	87.51	1.87%
中小企板	52.77	48.96	575.98	8.50%

资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

创业板由于大多数公司都刚刚融资不久、负债率不高, 财务费用占净利润比重较低, 财务费用因利率上升而削弱净利润的程度较微弱, 因此, 利率波动对其财务费用影响不会太大, 我们可以认为利率上升对其影响可以忽略、不做深入研究。不过, 我们强调这只能理解为一个阶段是这样的情况, 随着创业板公司规模的扩张以及融资的使用, 利率的上升对其影响也会逐渐显露的, 这虽然在今年看不见, 但延迟效应仍然值得关注。

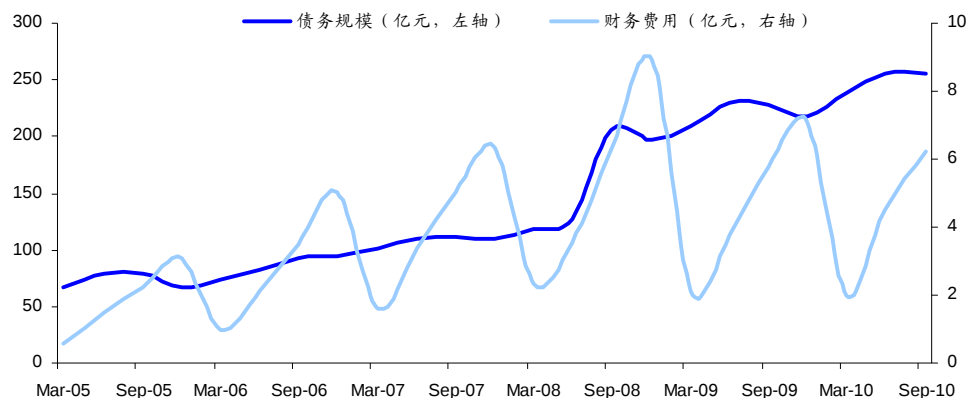
中小板的情况和创业板就有较大差别, 负债率已经到达一个水平、而且财务费用占净利润比重也不低, 因此, 我们着重研究利率上升可能对中小板造成的业绩削弱。

图 6 中小板财务费用和净利润的对比 (季度)



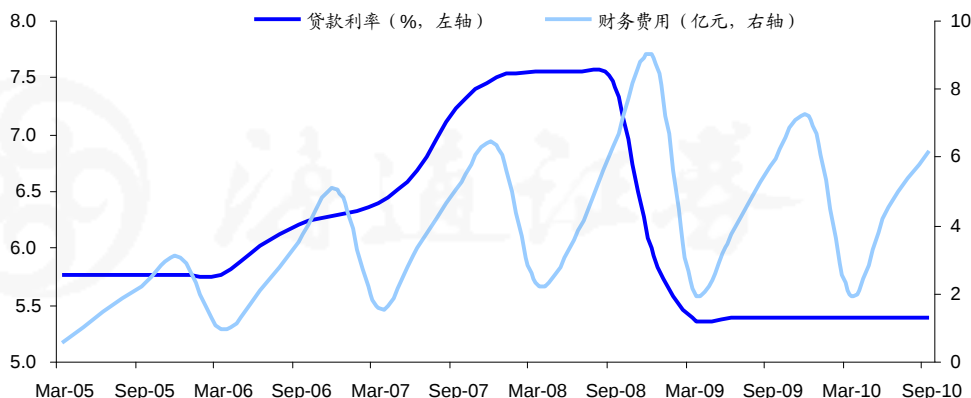
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 7 中小板财务费用和负债的对比（季度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 8 中小板财务费用和利率的关系（季度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们较难从定量的角度来推导加息对中小板业绩增速的影响，我们就用定性的描述来分析。从上三张图中可以看出，财务费用的变动和负债规模扩张的相关度较高，而和利率变动的关系并不明显，特别是在 09 年至今的经济周期中，中小板公司的财务费用情况对贷款利率的变动不敏感，而主要是由于负债规模效用造成的。而财务费用和净利润的吻合程度也较高，净利润增速波动更大程度上还是取决于负债规模的扩张。

这其实从逻辑上可以解释得通：中小板公司处于扩张期，资产规模扩张较快、负债上升也会比较明显，负债规模的量要远远超过资本成本的价格变化影响，并非它们对利率不敏感，而是被规模扩张所掩盖了。我们从最后一张图可以比较清楚地看到，在 2009 年以来的低利率时期里面，其负债规模扩张仍然延续，但财务费用却已接近了 2008 年的高峰，这说明利率的影响是存在的、只是不太明显。

这里有两个假设条件是需要厘清的：一是我们选择的是 2005 年之前上市的中小板公司作为样本，尽管有 50 家公司、但覆盖仍然存在一定的不完全，它们的代表性不能够说非常完整；二是 2005 年之前上市的中小板公司上市这些年以来都处于规模扩张阶段，我们从上文分析中也得出结论，其负债规模扩张要强于资金成本上升的影响，这并不代表所有的中小板公司都这样，当然，我们认为大多数的公司负债规模扩张稀释了资本成本抬升的影响，不过，这一结论的论证较为困难，因为每年上市的中小板公司数量较多，样本缺乏足够的可比性，所以就没有继续深入分析了。以上两个假设前提并非我们逻辑缺乏漏洞，而是我们在基本判断不发生偏离的情况下将其忽略了。

因此，我们可以判断，未来在阶段性加息持续不长的假设前提下，中小板业绩增速受到利率削弱的程度并不大。

2.5 估值安全边际受紧缩政策削弱并不明显

得出以上结论之后，我们还有几个需要强调的因素：一是无论是沪深 300 还是中小板公司，负债规模扩张在目前阶段都是趋势性的，这将在根本上稀释利率上升给业绩增速带来的负面影响，所以从当前情况看，我们更应该重视一方面是央行信贷额度的控制、另一方面是前文提到的加息预期下企业自主收缩导致的负债规模削减，这两个因素将对上市公司业绩产生更加实质性的影响。

二是加息的累积效应和滞后效应，尽管我们认为现阶段加息周期不会维持太长时间，从而对今年上市公司业绩削弱影响不明显，但是加息的累积和延后效应可能会在今年四季度甚至明年出现，这对今后的业绩增速影响可能会比较大。

在这两个因素都忽略的前提下，我们对估值的情况进行讨论。

我们分别对沪深 300 和中小板进行了动态 PE 的敏感性分析，在其他条件不变的前提下，观察沪深 300 和中小板在不同的盈利增速假设下，2011 年的动态 PE 分别为多少，从而考量盈利增速的变化对估值的影响程度。

表 8 沪深 300 及中小板动态 PE 敏感性分析

2011 年盈利增速	10%	15%	20%
沪深 300 动态 PE	15.12	13.24	11.65
2011 年盈利增速	35%	40%	45%
中小板动态 PE	31.40	29.19	27.22

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从上表我们不难看出，在其他条件不变的假设下，由于紧缩性政策对业绩增速削弱并不如心理预期那样明显，因此估值安全边际下降的程度并不大。我们采取较为保守的看法，紧缩政策对沪深 300 和中小板业绩增速分别削弱至 15% 和 35% 的水平，则动态估值上升到 13 和 31 倍的状态，从历史估值水平来看，沪深 300 仍然处于估值区间的下边，安全边际仍然存在。

3. 总结

我们从定性和定量两个方面对紧缩性政策的影响进行了简单分析，得出以下结论：

一是数量型和价格型工具分别对流动性影响的力度和施力点不同，造成的累积效应也会不同，我们更应该关注行政手段如贷款额度控制等措施带来的流动性收缩影响，以及警惕加息的累积效应产生的货币活化消减。市场对于紧缩政策理解可能存在偏差导致政策和市场博弈出现较大的摆动，震荡难免，心理影响大于实质影响将给市场带来扰动，也成为今年行情的主要看点、从而投资难度也随之加大。

二是今年一月 M1 增速的意外下滑尚没有明确的逻辑解释，我们对此保持关注，未来两三个月的数据较为关键，在这一阶段，我们对市场流动性维持谨慎观点，中线市场也因此有调整要求。

三是紧缩性政策的阶段性影响过后可能会放松，现阶段对放松预期还为时过早，但这种可能性随通胀缓解和政策超调发生后会逐渐显露，届时产生波段性行情的概率会加

大。

四是从紧缩政策对上市公司业绩增速的影响定量测算来看，这种削弱导致估值安全边际下降的程度并不显著。这里有两个前提：一是从当前情况看，我们更应该重视一方面是央行信贷额度的控制、另一方面是前文提到的加息预期下企业自主收缩导致的负债规模削减，这两个因素将对上市公司业绩产生更加实质性的影响；二是尽管我们认为现阶段加息周期不会维持太长时间，从而对今年上市公司业绩削弱影响不明显，但是加息的累积和延后效应可能会在今年四季度甚至明年出现，这对今后的业绩增速影响可能会比较大。在这两个条件都忽略的假设下面，我们采取较为保守的看法，紧缩政策对沪深 300 和中小板业绩增速分别削弱至 15% 和 35% 的水平，则动态估值上升到 13 和 31 倍的状态，从历史估值水平来看，沪深 300 仍然处于估值区间的下边，安全边际仍然存在。



信息披露

分析师声明

策略部：吴一萍，陈瑞明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605
罗震 (021) 23219326

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com
luozh@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业	
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		罗少平 (021) 23219390	luosp@htsec.com
白瑜 (021) 23219430	baiy@htsec.com	冯梓钦 (021) 23219402	fengzq@htsec.com		

房地产业	
涂力磊 (021) 23219747	tl5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com
联系人	
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
贺振华 (021) 23219381	hzh@htsec.com	高 溱 (021) 23219386	gaoq@htsec.com	孙 俊 (021) 23219454	sunj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385	huxm@htsec.com	季唯佳 (021) 23219384	jiwj@htsec.com	殷怡琦 (010) 58067944	yinyq@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373	maoyl@htsec.com	黄 毓 (021) 23219410	huangyu@htsec.com	张广宇 (010) 58067931	zgy5863@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397	gulj@htsec.com	朱 健 (021) 23219592	zhuj@htsec.com		
刘晶晶 (021) 23219671	liujj4900@htsec.com	肖文宇 (021) 23219442	xiaowy@htsec.com		

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com