

货币政策保持从紧、市场估值难有提升

临时策略报告

2011年4月17日

主要观点:

- 本次准备金率是控制通胀、调节流动性的需要。3月CPI 5.4%，创出本轮物价新高，且CPI环比仅下降0.2%、低于3月0.5%左右的历史平均CPI环比回落幅度；3月PPI上行至7.3%、也创出新高。
- 4月及未来的5-6月共有1.4万亿左右的货币投放；外汇占款增速也在最近数月一直呈现上行态势、已经由前期的14-15%上行至3月的18.17%，该增速虽然低于2002-2007年30%左右的增速，但依然大于当前16%左右的M2增速目标，外汇占款推动货币供应量增长的动力依旧。从绝对额看、3月外汇占款增加4000亿、大于2月的2100亿外汇占款增加额。
- 本次准备金率上调大致回笼资金3700亿，显示管理层在经济数据显示平稳增长的情况下，始终把控制通胀放在首位。本次准备金率上调也验证了年初以来每月上调一次准备金率的频率；考虑到二季度通胀维持高位，预期“五一”前后再次加息的概率较大。
- 货币政策保持维持年初以来从紧的力度及频率、以及“五一”前后再次上调利率的预期，表明二季度货币政策依然保持从紧。因此，当前的行情更多的是在经济成功“软着陆”的良好预期下对年报业绩的估值切换行情；市场的上涨是在静态(TTM)市盈率保持在20倍左右而非显著提升的情况下业绩的推动，即市场整体的估值水平是难有明显提升的。
- 推断市场整体估值(TTM市盈率)将难有显著提升，则截至4月底年报季报披露完毕、4月末时TTM的业绩相对1月末TTM的业绩增速大致在15%左右——对应2010年业绩增速35%左右、2011年1季度业绩增速25%左右。在此情景推断下，不排除随着年报、季报披露的结束，由于估值难有提升且业绩有回落趋势而导致市场整体估值(即TTM市盈率)出现一定回落的可能。因此，对于市场，基于货币政策保持从紧的判断，基于经济增速逐步回落、物价高位下盈利增速回落的判断，短期市场估值不具备显著提升的可能、短期市场指数上行空间也将不大。
- 准备金率上调、对银行资金利用造成小幅影响，并间接推高企业的信贷成本，这将制约银行股的反弹空间。若银行股等权重股随着准备金率上调而有所回落则对配置型资金是一次介入的机会；目前来看，银行、保险、地产、石油开采是少数几个估值水平处于历史低位的板块，即该类板块估值回落的风险较小。
- 又由于货币紧缩周期市场整体估值水平是较难提高的；换句话说，对于中小板为代表的中小盘股整体的估值溢价风险尚未释放结束，该类板块短期内只有自下而上的机会。因此，在对经济回落阶段的内生性增长保持一定谨慎的同时，资金对于外延式增加的偏好是短期内的主流，包括央企重组、地方国资重组、包括矿业等相关涉及重组的板块及个股则是短期市场追逐成长性的主要标的。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

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：

央行 17 日宣布，从 2011 年 4 月 21 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。即 2011 年以来央行保持每月上调一次准备金率，伴随着本次上调 0.5% 准备金率，当前大型金融机构准备金率再创新高为 20.5%。

点评：

二、准备金率上调的归因

本次准备金率再次上调 0.5%、至 20.5%，是控制通胀、调节流动性的需要。

3 月 CPI5.4%，创出本轮物价新高，且 CPI 环比仅下降 0.2%、低于 3 月 0.5% 左右的历史平均环比回落幅度。同时，3 月 PPI 上行至 7.3%、也创出新高。因此，上调准备金率是控制通胀压力的货币政策工具的选择之一，具有必然性。

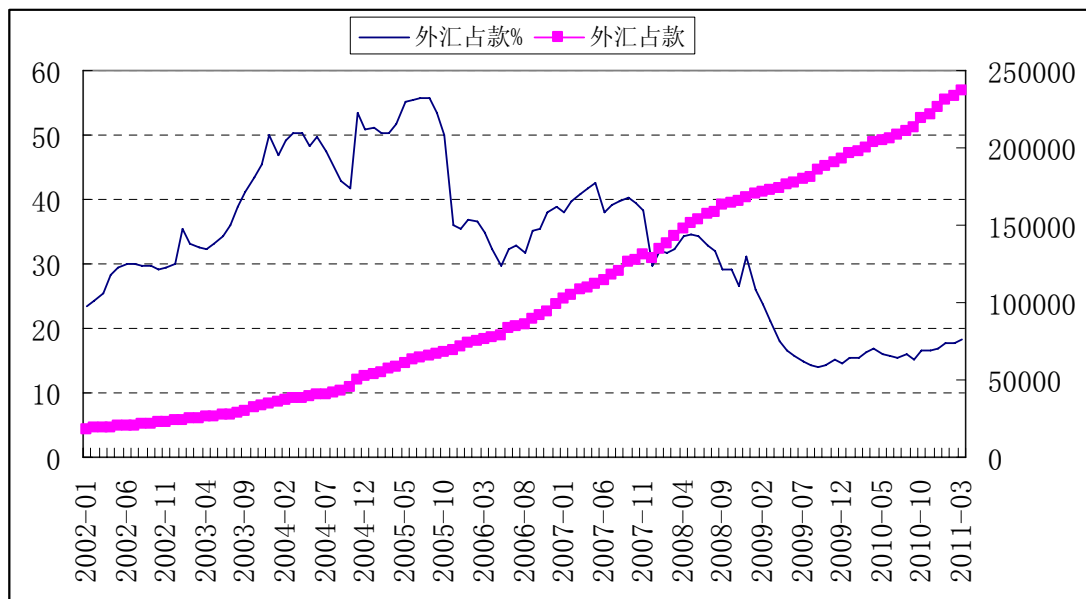
同时，4 月及未来的 5-6 月共有 1.4 万亿左右的货币投放；外汇占款增速也在最近数月一直呈现上行态势、已经由前期的 14-15% 上行至 3 月的 18.17%，该增速虽然低于 2002-2007 年 30% 左右的增速，但依然大于当前 16% 左右的 M2 增速目标，外汇占款推动货币供应量增长的动力依旧，从绝对额看、3 月外汇占款增加 4000 亿、大于 2 月的 2100 亿外汇占款增加额。

表 1：未来公开市场货币投放月均 5000 亿左右。

日期	货币净投放(亿元)	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购
2011 年 1 月	4540	2070	3410	60	880
2011 年 2 月	3410	3750	400	140	600
2011 年 3 月	-2710	6670	200	2910	6670
2011 年 4 月	4070	4980	4130	2270	2770
2011 年 5 月	4760	1990	2770		
2011 年 6 月	5180	2560	2620		

数据源自财汇数据库，东北证券

图 1：外汇占款增速缓慢增长、3 月增速上行至 18.17%



数据源自财汇数据库，东北证券

三、准备金率上调的市场影响

相对 75 万亿的存款规模，本次准备金率上调 0.5%、大致回笼资金 3700 亿；有利于对冲公开市场的到期货币投放以及外汇占款的增加。

更为明确的是，本次准备金率的上调，显示管理层在 GDP 增速保持 9.7% 左右、经济数据显示平稳增长的情况下，始终把控制通胀放在首位。本次准备金率上调也验证了年初以来每月上调一次准备金率的频率；同时，根据经验、考虑到二季度通胀维持高位，预期“五一”前后再次加息的概率较大。从准备金率上调的频率以及加息的频次来看，货币政策依然保持着从紧的态势，并未看出有趋缓的特征。

货币政策保持维持年初以来从紧的力度及频率、以及“五一”前后再次上调利率的预期，表明二季度货币政策依然保持从紧、表明市场整体估值在通胀见顶前将难以有效提升。当前的行情，是在经济成功“软着陆”的良好预期下对年报业绩的估值切换行情，体现为市场的上涨是在静态(TTM)市盈率保持在 20 倍左右而非显著提升的情况下业绩的推动，即市场整体的估值水平是难有明显提升的。

对于市场，本次准备金率上调，再次验证了二季度货币政策保持从紧的特征，这将制约市场整体估值的提升。假定市场整体估值(TTM 市盈率)未有显著提升，则截至 4 月底年报季报披露完毕、4 月末时 TTM 的业绩相对 1 月末 TTM 的业绩增速大致在 15% 左右——对应 2010 年业绩增速 35% 左右、2011 年 1 季度业绩增速 25% 左右。在此情景推断下，不排除随着年报、季报披露的结束，由于估值难有提升且业绩有回落趋势而导致市场整体估值(即 TTM 市盈率)出现一定回落的可能。因此，基于货币政策保持从紧的判断，基于经济增速逐步回落、物价高位下企业整体盈利增速回落的判断，短期市场估值不具备显著提升的可能、短期市场指数上行空间也将不大。

对于板块，由于准备金率上调、对银行资金利用造成小幅影响，并间接推高企业的信贷成本。这将制约银行股的反弹空间，但由于准备金率直接而言更多的是对银行体系资金造成影响，因此对市场影响短期以中性为主。

若银行股等权重股随着准备金率上调而有所回落则对配置型资金是一次介入的机会；因为，目前来看，银行、保险、地产、石油开采是少数几个估值水平处于历史低位的板块，即该类板块估值回落的风险较小。

又由于货币紧缩周期市场整体估值水平是较难提高的。换句话说，对于中小板为代表的中小盘股整体的估值溢价风险尚未释放结束，该类板块短期内只有自下而上的机会。同时，成长股又是市场永恒的追逐目标。因此，在对经济回落阶段的内生性增长保持一定谨慎的同时，资金对于外延式增加的偏好是短期内的主流，包括央企重组、地方国资重组、包括矿业等相关涉及重组的板块及个股将是短期市场追逐成长性的主要标的。

表 2：历史上调准备金率及对应市场列表

公布日期	生效日期	大型金融机构			消息公布 次日上证 指数涨跌
		调整前	调整后	调整幅度	
2011 年 4 月 17 日	2011 年 4 月 21 日	20.00%	20.50%	0.50%	—
2011 年 3 月 18 日	2011 年 3 月 25 日	19.50%	20.00%	0.50%	0.08%
2011 年 2 月 18 日	2011 年 2 月 24 日	19.00%	19.50%	0.50%	1.12%
2011 年 1 月 14 日	2011 年 1 月 20 日	18.50%	19.00%	0.50%	-3.03%
2010 年 12 月 10 日	2010 年 12 月 20 日	18.00%	18.50%	0.50%	2.88%
2010 年 11 月 19 日	2010 年 11 月 29 日	17.50%	18.00%	0.50%	-0.15%
2010 年 11 月 9 日	2010 年 11 月 16 日	17.00%	17.50%	0.50%	1.04%
2010 年 5 月 2 日	2010 年 5 月 10 日	16.50%	17.00%	0.50%	-1.23%
2010 年 2 月 12 日	2010 年 2 月 25 日	16.00%	16.50%	0.50%	-0.49%
2010 年 1 月 12 日	2010 年 1 月 18 日	15.50%	16.00%	0.50%	-3.09%

2008 年 12 月 22 日	2008 年 12 月 25 日	16.00%	15.50%	-0.50%	-4.55%
------------------	------------------	--------	--------	--------	--------

数据源自央行网站，东北证券

表 3：市场整体估值及业绩增速列表

板块名称	市盈率(TTM)	预测市盈率 2010	预测市盈率 2011	归属母公司 股东的净利 润合计 2010 年度%	总市值
全部 A 股	20.03	18.92	15.01	38.66	289519
中小企业板	44.13	40.06	28.52	33.49	35829
创业板	56.52	53.23	35.12	35.49	8172

数据源自 WIND，东北证券

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。