

搭桥过河为主，流动性紧平衡的中期趋势难以改变

——下调存款准备金率点评

宏观报告

2011 年 12 月 1 日

主要事件：

中国人民银行决定，从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

➤ 点评：

央行下调准备金率进一步放松货币政策符合我们 10 月报告指出 11 月份控通胀将不再成为首要任务，调控转向的判断，但时点比我们预期的在 1 月份降准有所提前。

此次快速下调准备金率央行意欲何为？后期如何操作？我们认为：搭桥过河为主，短期难以快节奏、深度放松，流动性紧平衡的中期趋势难以明显改变。

缓解紧张的流动性是一个合适的解释，但不能解释中长期政策走向。归结为流动性紧张的理由：（1）12 月公开市场到期央票仅为 800 亿，远低于前 11 个月；（2）外汇占款负增长，热钱流入明显减少，呈流出态势；（3）连续 2 月信贷增加，但 M1 和 M2 仍下行，表明货币创造下降，内生增长减弱。

但当前市场流动性属紧平衡，并未过分偏紧，理由是：（1）央行连续成功以较低利率大量发行央票，本周二仍成功发行 150 亿央票；（2）Shibor 并未明显飙升，尤其是 1 月期 Shibor 震荡下行，表明银行资金并未异常紧张。

央行公开市场的净回笼和准备金率的下调这反向操作表明并非仅为了缓解流动性，至少从时间节点和方式上难以解释。

真正的原因可能是：（1）决策层对经济下行风险的担忧增强；（2）年关将近，投放流动性帮助企业纾困资金紧张局面，避免形成倒闭潮和金融风险。

如果降准的锚订得是这两者，那么意味央行深度放松货币的预期仍有待检验，原因：（1）出口下行确定，但深度有待检验，因为德法消费信心好转，且美国复苏仍较稳定；（2）帮助企业过“年关”是短期目标；（3）通胀压力未完全消除，存量资金依旧庞大，我们测算前两年留在实体经济外的资金仍有 2 万亿，一如今年逐步促资金回流实体经济仍是目标。

因此，我们认为货币放松确定，但不改稳健为主，将是缓慢、温和放松，我们预期 2012 年可能下调 3 次准备金率，降息可能性小，不会导致流动性明显宽松，流动性总体紧平衡。

分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

TEL: (021)63367000

FAX: (021)63373209

Email: wanggb@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。