

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050209110150

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**相关研究**

《央行加息累积效果显现》 2011-02-09

《PMI 持续下滑确认经济增长势头放缓》

2011-02-01

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》
2010-07-30《宏观周报：转型期投资的契机和希望》
2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

存准下调拉开货币政策宽松大幕

投资要点

- 央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，意味着央行持续了 2 年的紧缩货币政策的正式终结，央行今后将实施更为宽松的货币政策，这将有利于刺激银行信贷，货币乘数当前偏低的情况在明年初会得到改善，货币增速也将有望在明年 1 月初企稳回升。
- 明年随着经济形势的更为严峻，央行还有望在明年 1 季度和二季度连续下调存准以刺激银行信贷增长。

正文目录

央行货币政策逐渐放松	3
存款准备金率下调周期开启	3

图表目录

图 1：存准与 CPI.....	3
------------------	---

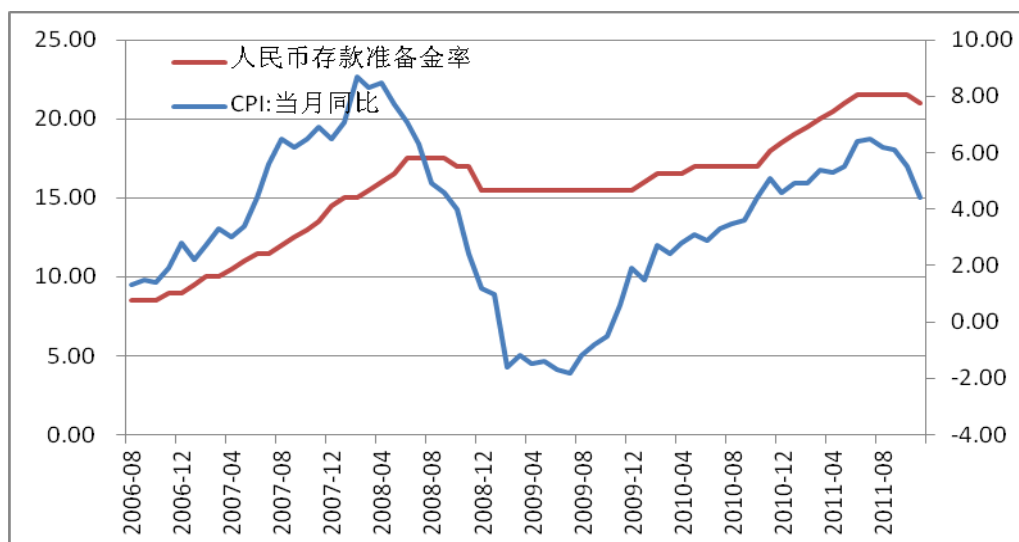
近日，央行公布从 2011 年 12 月 5 日起，将下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。我们认为，这意味着央行持续了 2 年的紧缩货币政策的正式终结，央行今后将实施更为宽松的货币政策。

央行货币政策逐渐放松

自四季度以来，国内外经济形势显著恶化，国外方面，由欧债危机不断深化引发的全球经济回落更加明显，国内方面，地产调控、前期紧缩政策效应使得投资增长出现了明显放缓，由此使得我国经济四季度大幅度回落的可能性增大，如汇丰 PMI 11 月初值为 48，创 32 个月新低，其中产出指数创下 2009 年 3 月以来最大降幅，跌至 32 个月低位。

另一方面，管理层担心的通胀风险也在逐渐消去，如 10 月 CPI 上涨 5.5%，相对于上月大幅度回落 0.6 个百分点，而考虑到以下因素，11 月物价将继续大幅度回落，第一，11 月翘尾因素只有 0.5%，比 10 月回落 1%；第二，以猪肉为代表的食品价格已经走向下降通道；第三，持续的房地产调控还将使得居民住房价格涨幅继续回落；第四，当前中上游原料价格明显回落也将使得消费品行业涨价动力减弱。

图 1：存准与 CPI



因此，管理层 10 月以来已经开始提出了宏观政策适度微调的政策方针，而各部门也围绕着政策适度微调出台了一些稳增长的措施，以对部分受困的行业实施定量宽松和刺激，如财政部出台支持小型和微型企业发展的九项金融和财税措施，发改委明确铁道债为“政府支持债券”，银监会允许融资平台贷款经批准展期一次等，央行也于 10 月中下旬以来逐渐放松货币政策，如央行先下调了 3 年期票据利率，11 月上旬连续下调两次一年期票据利率，并通过公开市场净投放向银行间市场注入资金，如 10、11 月公开市场净投放货币分别为 890，1580 亿。

存款准备金率下调周期开启

但这些定量宽松政策若没有银行信贷的跟进投入，其效果是难以真正发挥，而当前银行增加信贷心有余而力不足，其主要原因包括：尽管在央行连续的政策微调作用下，银行间市场资金面有所缓解，但银行的资金面状况仍不乐观，尤其是银行的新增存款还受到多重负面因素的冲击：由于动荡的国际经济环境导致海外资金流出以及国内经济放缓引致的人民币贬值预期已开始诱发套利资金流出，10 月末中国外汇占款余额较 9 月末下降 248.92 亿元，而这种趋势还很可能延续；经济放缓导致的企业去杠杆，年底大量的贷款到期偿还也将明显减少货币乘数，从而使得存款增速放缓，如 10 月存款增速只有 13.6%，创下十年以来的新低。

而另一方面，未来一段时间央票到期规模大幅度减少，如 12 月，1 月分别到期只有 800 亿，410 亿，只有 11 月的四分之一和八分之一，也使得央行缺乏主动缓解银行间资金面的工具。

因此，央行下调存款准备金率就成为必然，而这次下调将会使得大约有 4000 亿左右的资金重返银行系统，从而大大缓解银行间市场的资金面，利于银行扩大信贷，而这也使得货币乘数当前偏低的情况在明年初会得到改善，货币增速也将有望在明年 1 月初企稳回升。

而我们认为，考虑到明年上半年出口和房地产投资大幅度下滑的经济形势还会更为严峻，稳增长的重要性更加突出，央行还有望在明年 1 季度和二季度连续下调存准以刺激银行信贷增长，因此这次调准也意味着央行重启新一轮货币政策宽松的开始。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------