

银行业

评级：中性

银行业研究员：谢爱红
执业证书编：S0070209080037
010-88086830-709
xieah@rxzq.com.cn
Msn: xahmail@163.com

准备金上调符合预期 对冲到期央票是主因

--2011年第三次上调准备金率点评

事件：

央行3月18日晚公布：中国人民银行决定，从2011年3月25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。

点评：

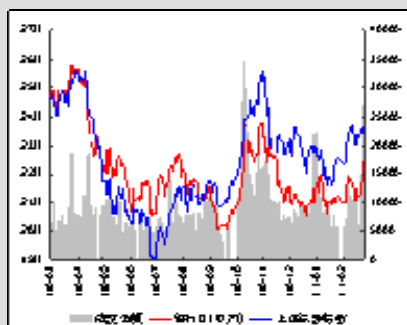
1、第三次上调符合预期，上半年还会上调至少一次

央行本次上调存款准备金率，距离上次2月24日准备金上调日（年内第二次上调存款准备金日）恰好一个月，且本次上调存款准备金符合我们的预期，也基本符合市场预期。之前我们在《流动性继续回收，准备金率仍会持续上调》——央行2011年第二次上调存款准备金率点评中指出：在流动性回收工具的选择上，政策（2011年上半年）应该更加倾向于动用数量手段，而非价格手段。因此，我们判断央行2011年上半年仍将以调升法定准备金率回收流动性为主（准备金上调3-4次），加息最多2次。事实上，本次已经是第三次上调存款准备金率，根据我们之前的判断，我们认为在4-6月份，央行应该至少还会上调存款准备金1次，时点主要根据央票到期量的累积情况，以及参考物价指数进行选择。此外，央行在4-6月份可能会加息1次。

2、主要为对冲到期央票带来的流动性压力

2011年2月25日（2月24日为法定准备金率上调日）至3月25日，集中到期央票7180亿元，本次上调准备金约冻结流动性3630亿元，本次上调存款准备金率主要是应对集中到期的央票，带来的流动性压力。事实上，从年初以来，央行已经连续三次上调法定存款准备

银行业与上证指数走势对比图



近期相关报告一览：

《信贷增量低于预期 资金面形势不乐观》——2011年2月金融统计报告点评 3.15

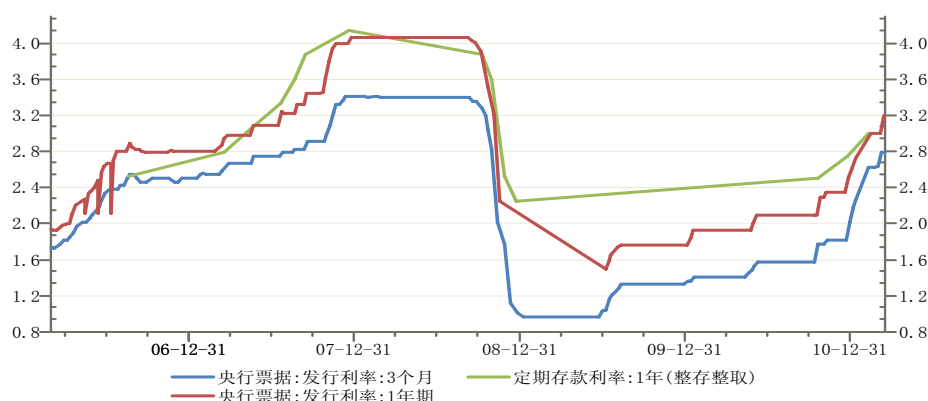
《再论银行的短线机遇与长线价值》——银行业深度报告 2011年3月6日

《流动性持续回收 准备金率仍会持续上调》——央行2011年第二次上调存款准备金率点评 2011.2.20

《带着回忆摒除怀疑向前冲——银行估值修复与年报行情大幕揭开——深度报告 2011.1.13

金率，累积上调幅度 1.5%，累计冻结流动性约 1.08 万亿。而自年初以来累计到期央票 1.12 万亿，基本与到期央票量相当。随着法定存款准备金率的持续上调，银行的资金也日益紧张，央票发行难度加大。央票发行利率也不断上调，2011 年 3 月 15 日 1 年期央票发行利率首次超过 1 年期定期存款利率，年收益率达到 3.2%，从一定侧面反应出央票发行难度逐渐增大。

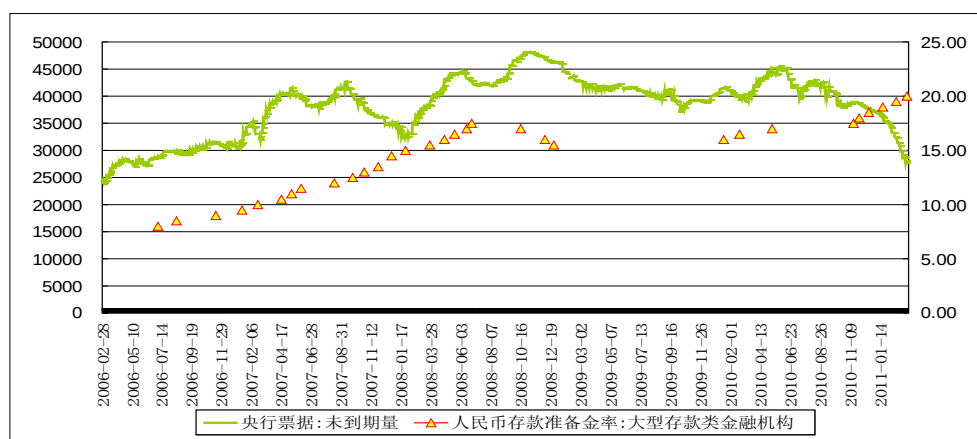
图表 1：央票发行利率（%）与法定准备金率（%）



数据来源：Wind资讯

从费用和难度来看，央行未来更倾向于运用准备金率上调来回收流动性，而非发行央票，这一点从央票未到期量持续降低，准备金率持续上调方面得到了印证。事实上，自 2008 年下半年至 2010 年 10 月份，央票未到期量基本上在 4-4.5 万亿元之间。从 2010 年 11 月份开始，央票未到期量连续下降，说明央票发行量不断减少，而央行调升法定准备金率变得频繁。2010 年 10 月份央行未到期央票量为 4.05 万亿元，至 2011 年 3 月 18 日未到期央票量为 2.81 万亿元，下降了 1.69 万亿元。而同期金融机构法定存款准备金率上调了 6 次，累计上调幅度 3%，累计冻结流动性 2.18 万亿。

图表 2：央票未到期量（亿元）与法定准备金率（%）



数据来源: wind 日信研究

3、存款准备金率总水平超过 20%，信贷投放受到抑制

2011 年初以来的三次存款准备金率上调，基本上是每个月一次，分别是：1 月 14 日、2 月 24 日、3 月 25 日，在最近的 4 个多月内，存款准备金率上调了 6 次，上调幅度累计为 3%，调整频率之高为历史罕见。存款准备金率自 2010 年初至今已经连续上调了 9 次，累计幅度为 4.5%。2010 年 10 月 15 日开始上调的 6 家银行——工、农、中、建和招商、民生银行，50 个 bps 的差别存款准备金率（先定为 3 个月，后来延期为 6 个月），该差别存款准备金率已于 3 月 15 日到期。目前工、农、中、建、交五大行法定存款准备金率已经调升至 20%，而中小银行的法定存款准备金率也已经达到了 18%。

图表 3：截止 2011 年 2 月 24 日 16 家上市银行存款准备金率情况

	法定准备金
工行	20%
建行	20%
中行	20%
农行	20%
交行	20%
招商	18%
中信	18%
民生	18%
兴业	18%
浦发	18%
光大	18%
华夏	18%
深发展	18%
北京	18%
南京	18%
宁波	18%

数据来源: wind 日信研究

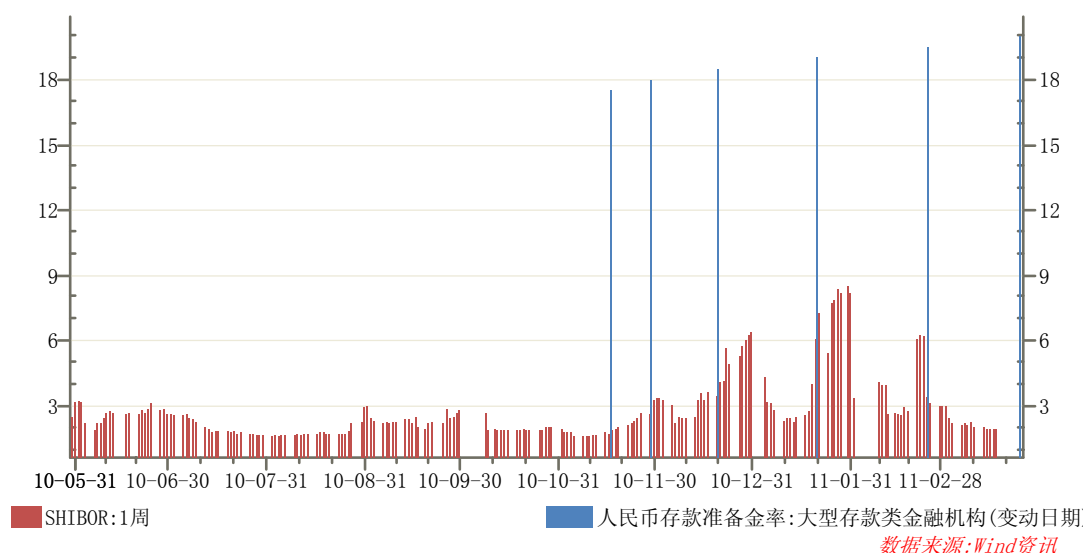
从流动性回收的角度来看，大型存款类金融机构 20%的法定准备金率和中小型存款类金融机构 18%的法定准备金率，加上超额存款准备金率（大型存款类金融机构在 1%以内，中小型存款类金融机构 1%-4%），多数银行存款准备金率总水平已经超过 20%，而长期来看，央行仍将进一步调升存款准备金率。那么整个银行系统的信用创造能力将被大幅削弱，流动性回收的效果也将逐渐显现出来。这一

点从 M1 和 M2 的增速持续处于低位中得到了印证。

4、中小型股份制银行资金紧张，SHIBOR 会重演过山车

随着法定存款准备金率的持续上调，银行的资金日益紧张，尤其是在近 3 次法定准备金缴款日前后，同业拆借利率均出现了大幅飙升。事实上，根据我们的调研，也发现在法定存款准备金缴款日前后，城商行与四大行基本上处于净拆出的情况，而多数中小股份制银行处于净拆入的情况。法定存款准备金的上调，对于中小股份制银行的影响比较大。我们预计，在本次存款准备金率缴款日前后，银行间同业拆借利率仍会像前三次一样，上演“过山车”行情。

图表 4：法定存款准备金缴款日与 shibor7 日拆借利率（%）



总体来看，本次上调存款准备金率对于市场来讲基本符合预期，对于资金面而言仍然偏空。对于银行业而言，本次调升存款准备金仍然符合预期，影响相对中性。此外，在加息和调控准备金的背景下，银行贷款议价能力提升，有助于推升息差上升，多数银行能实现以量补价，保持盈利的平稳增长。但随着存款准备金的持续高企，银行的信用创造能力将会进一步下降，在实体经济对资金十分渴求的情况下，银行的信贷收缩将会影响到经济增速。从这一点上看，对于整个大市仍然是属于偏空的因素，而银行作为强周期板块也将受到一定负面影响。

我们估计，如果宏观调控持续稳步推进，下半年经济增速将会出现一定程度的下滑，届时调控程度会出现一定程度的放松，从而我们判断，银行板块的下一个估值修复性的投资机会将会出现在 7-10

月份（半年报行情将成为反弹催化剂）。策略上，对于银行板块应采取左侧交易，在估值底部买入，估值修复的反弹行情中了结（幅度约 15%-20%）。在个股选择上，我们仍建议优选资本充足率较高，息差弹性较大的城商行，如：宁波银行、北京银行、南京银行，股份制银行中优选：招商银行和兴业银行。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960