

2011年5月12日

银行业

评级：无

银行业：

谢爱红

电话：010-88086830-709

邮箱：xieah@rxzq.com.cn

执业证书编号：S0070510120006

联系人：

禹洋

电话：010-88086830-719

邮箱：yuyang@rxzq.com.cn

近期报告一览：

《深发展 A：一季度业绩大幅提升，息差回升是主因》-2011 年一季报点评.doc 2011.4.28

《估值修复告一段落 5-6 月份进入休整期》-银行业临时策略报告.pdf 2011.4.21

《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

准备金上调超预期 “最后一根稻草”效应值得警惕 —2011年第五次上调准备金点评

事件：

央行 5 月 12 日晚公布：从 2011 年 5 月 18 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、第五次上调超出预期，沪深股指大幅下挫

由于 4 月 21 日至 5 月 12 日，未到期央票总量下降了 1610 亿元，且 12 日刚刚重启了 3 年期央票发行，发行规模 400 亿元，而根据 4 月末存款余额 75.62 万亿测算，一次调升准备金 50 个 bps，将冻结流动性 3780 亿元。因此，市场普遍预期 5 月份不会上调存款准备金率，我们也因此改变了以往关于每月调升一次存款准备金的预期。从市场反应来看，上证综指大幅下跌-1.36%，深证成指跌幅为-1.07%，强烈的市场反应足以说明，本次上调存款准备金率已经超出市场预期，并非符合市场预期。这一点从之前的前 4 次调升准备金后市场的反应中得到印证，除 1 月 14 日调升存款准备金率沪指大幅下挫-3.03%，接下来 3 次调升沪指均出现了不同程度的上涨。

图表1：央行2011年以来调整存款准备金率后 A 股市场表现：

	大型金融机构	中小型金融机构	调升幅度	沪指表现
11年05月12日	21%	19.00%	0.50%	-1.36
11年04月17日	20.50%	18.50%	0.50%	0.22%
11年03月18日	20.00%	18.00%	0.50%	0.08%
11年02月18日	19.50%	17.50%	0.50%	1.12%
11年01月14日	19.00%	17.00%	0.50%	-3.03%

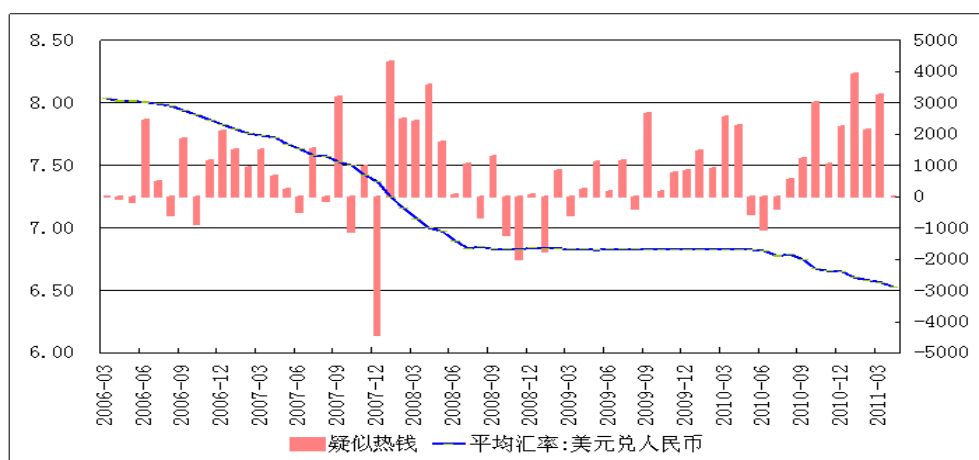
数据来源：日信研究

2、4 月份疑似热钱流入量疑超预期或为主因

从历次调升存款准备金的原因来看，由于 4 月 21 日以来（第四次上调存款准备金日），未到期央票下降数量低于 2000 亿元，而短期央行投放与回购也只是平缓货币市场的短期供需波动。从到期央票带来的流动性压力层面来看，本次调升准备金率与之无直接关系。由于 4 月份外汇占款数据尚未公布，我们无从估算疑似热钱流入量。不过，根据以往经验判断，准备金的上调主要为应对到期央票以及疑似热钱流入带来的流动性压力。从这一层面判断，选择在 5 月 18 日上调准备金，应该是对冲过多的疑似热钱流入带来的流动性压力。

人民币升值速度加快导致热钱流入踊跃。根据统计发现，自 2010 年 8 月份以来，由于美元兑人民币汇率脱离了 6.8 一线的平台整理，进入快速升值通道，至 2011 年 4 月份人民币汇率已经升至 6.566 一线，升值幅度高达 4%。同期热钱流入也十分踊跃，2010 年 9 月份之后，热钱月均流入量 2400 亿元，个别月份接近 4000 亿元。通过平均汇率统计我们发现，2011 年 4 月份单月，人民币升值幅度为 0.56%，升值幅度较大，且由于未来对人民币进一步升值的预期增强，那么 4 月疑似热钱流入量应该比较大。

图表 2：疑似热钱流入量与人民币汇率（亿元）



数据来源：日信研究 wind

图表 3：2010 年 11 月份以来疑似热钱流入、未到期央票下降额与法定准备金率（亿元）

指标名称	调升存款准备金率冻结资金量	未到期央票量的下降额	疑似热钱流入额	未到期央票量与疑似热钱量之和
2010-10	-	2240	2996	5336
2010-11	7028	-225	1055	4771
2010-12	3544	1400	2250	2456
2011-01	3591	2010	3937	4260
2011-02	3564	3610	2123	7547
2011-03	3630	3760	3248	5883

2011-04	3764	1510	3000?	4758
2011-05	3781	1460		

数据来源：日信研究

此外，根据我们对 2010 年 11 月份以来调升存款准备金冻结资金量，以及未到期央票下降数据计算，发现疑似热钱与未到期央票下降额总计如果超过 4000 亿元，调升存款准备金率将是大概率事件。我们估计，4 月份疑似热钱流入量应该在 3000 亿元左右。

3、存款准备金率总水平连创新高，经济存在“超调控”风险

2011 年初以来的 5 次存款准备金率上调，基本上是每个月 1 次，分别是：1 月 14 日、2 月 24 日、3 月 25 日、4 月 21 日和 5 月 18 日，在最近的 5 个月内，存款准备金率上调了 5 次，上调幅度累计为 2.5%，调整频率之高为历史罕见。5 月 18 日之后五大行的法定准备金率要求为 21%，城商行和股份制银行仍达到了 19%，过高的存款准备金率无疑会进一步抑制银行的信贷投放，增加了银行负债成本。此外，在生产与经营扩张的上半年，实体经济对资金的需求仍十分旺盛，如果一味收缩很可能造成 2 季度经济的软着陆。我们认为经过前 7 个多月货币政策密集出台之后，应该进入一个政策效果的观察期，以防止过度调控带来的惯性冲击，事实上“政策观察期”并未出现，政策存在“超调控”风险。

图表 4：截止 2011 年 5 月 18 日上市银行存款准备金率情况

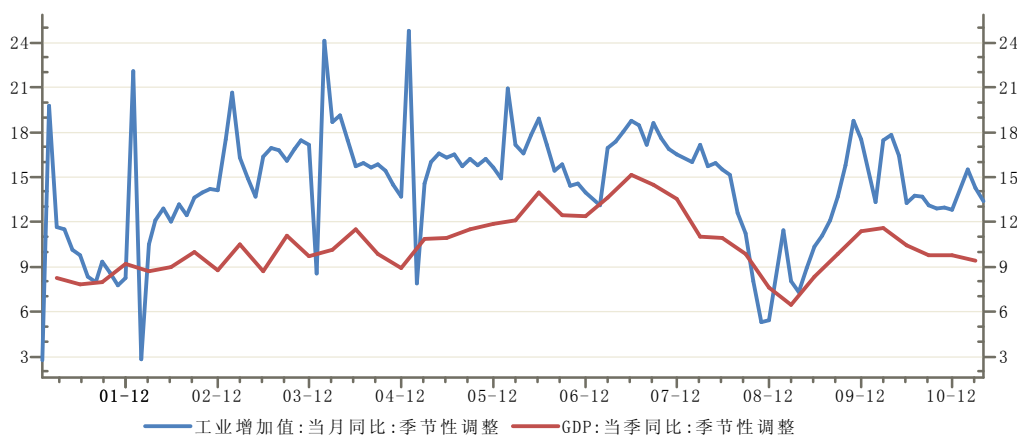
	法定准备金
工行	21%
建行	21%
中行	21%
农行	21%
交行	21%
招商	19%
中信	19%
民生	19%
兴业	19%
浦发	19%
光大	19%
华夏	19%
深发展	19%
北京	19%
南京	19%
宁波	19%

数据来源: wind 日信研究

从4月份的金融统计报告中可以发现,事实上,经过连续调控之后货币投放量以及广义货币增速均已经回归至政策目标空间内。然而,从工业增加值增速环比回落以及进口数据疲软中,显露出未来经济增速将出现下滑的苗头,也是我们一直担心的“超调控”引发的经济增速下行风险。

事实上,2010年10月份以来货币政策一直处于密集从紧的状况,累计加息4次,调升存款准备金率8次,期间并未留有政策效果观察期。从政策的累积效应来看,每次50个基点的存款准备金调升,似乎影响不大。然而,经过连续上调之后,大型商业银行法定准备金水平已经达到21%,超额备付金合计水平位于1%以下。不断高企的存款准备金水平,将进一步抑制银行的信贷投放,信贷收缩的对于实体经济的影响在4月份经济数据中已经显现。准备金率的调升,是否会成为压垮经济复苏的“最后一根稻草”,我们仍需进一步观察,但这种风险的苗头却在逐渐显现。二季度经济数据不理想,有望成为下半年政策放松的催化剂。

图表 5: 规模以上工业增加值与 GDP 增速 (季调, 同比)



数据来源:Wind资讯

数据来源: 日信研究 wind

总体来看,本次上调存款准备金率对于市场而言是偏空的因素,从而引发了沪深股指的双双下挫。对于银行业而言,法定准备金率的持续高企,进一步推升银行负债的边际成本,该因素对于银行业绩影响偏负面。从市场层面来看,由于银行类大盘股需要资金支持,而调升存款准备金意味着资金层面的进一步收紧,对于银行股的二级市场表现也作为中性偏空的因素解读。如果短期银行板块波动中枢大幅下修,也存在超跌反弹的短线机会。我们继续坚持5-6月份银行板块仍处于休整期的判断,而中期机会将会在半年报行情预披露期7-10月份点燃,届时银行板块仍将会阶段性跑赢大盘。

投资评级说明:

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:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (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;

谨慎 (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:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。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。