

# 还需多次降准以维持金融体系流动性

## 研究结论

- 事件：中国人民银行宣布，从 2012 年 2 月 24 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。
- 热钱面临持续流出压力。从 2011 年 11 月以来，我们通过一系列报告，跟踪了存款少增—热钱外流的情况。我们认为，目前热钱和国内高净值人群的“冷钱”都在中期内有持续外流压力。热钱方面，考虑到美国目前的 M1 增速已经达到 1991 年以来的历史新高，美国房地产大概率复苏前景意味着全球资本配置结构将向美国倾斜。冷钱方面，其实在 2003 年之前中国一直处于持续资本外流状态，而最近两年，高净值人群的移民倾向日益严重。招行的《2011 年中国私人财富报告》披露，受访的亿万富翁中 27% 已经完成投资移民，47% 计划进行投资移民；中国银行和胡润联合发布的《2011 年中国私人财富管理白皮书》显示，在中国高净值人群中，14% 的人已经移民海外，另有 46% 正在计划或者办理移民的过程中。
- 热钱外流意味着在中期内流动性都将持续紧张。（1）就居民体系来说，即使热钱不再内流但也不外流，2012 年外汇占款项下的货币投放预计将比 2011 年减少 1.5 万亿左右，这个缺口很难用其他渠道来弥补，因此我们一直预测 2012 年的 M2 增速将很难高于 12%，同时增量存贷比将高于 85%。（2）对于金融体系来说，若不降准流动性将持续萎缩。在过去 65% 增量存贷比情景下，银行每获取 100 块钱存款，扣除缴存 15 块准备金和投放 65 块钱贷款，还可以剩余 20 块钱；而 85% 以上的存贷比环境下，存款资金结余将变成 -5 块钱。从这个意义上说，**为了维持金融体系流动性，还需要多次降准。**（3）银行将告别低存贷比时代，在存贷比监管不放开情况下，存贷比的持续上行将制约银行的信贷投放能力。
- 降准对于提高 M2 没有帮助。降准只是意味着银行信贷投放具备了“现金流”这个条件，但对于“存贷比达标”的困局没有影响。金融体系的流动性改善，由于存贷比监管、信用债发行量受限等结构性问题，还很难传导到居民的流动性即存款或曰 M2 上。
- 降准将启动银行股的估值修复过程。准备金率的持续下调将有助于明显改善银行体系的流动性状况，而这会有助于提升市场对于银行股的信心和预期，推动银行股实现估值修复。银行股当前估值仅相当于 1.15 倍 2012 年 PB 和 0.99 倍 2013 年 PB，而我们认为，银行股的合理估值区间在 1.5 倍以上。继续看好银行股的表现机会，继续推荐“南京、华夏、民生、兴业”的组合。其中，降准对债市的推动预期将有助于对债券特色银行——南京银行的股价产生更直接的催化。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

[jinlin1@orientsec.com.cn](mailto:jinlin1@orientsec.com.cn)

执业证书编号：S0860209120209

## 联系人

姚栋

8621-63325888 × 7541

[yaodong@orientsec.com.cn](mailto:yaodong@orientsec.com.cn)

## 行业评级

**看好** 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

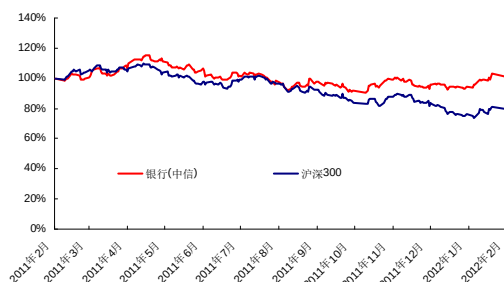
行业

银行

报告发布日期

2012 年 2 月 20 日

## 行业表现



资料来源：WIND

## 重点公司盈利预测及投资评级

|      | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 评级 |
|------|------|-------|-------|-------|----|
| 华夏银行 | 1.20 | 1.16  | 1.37  | 1.57  | 增持 |
| 南京银行 | 0.78 | 1.05  | 1.32  | 1.59  | 买入 |
| 民生银行 | 0.66 | 0.90  | 0.96  | 1.15  | 买入 |
| 兴业银行 | 3.09 | 2.24  | 2.59  | 3.11  | 买入 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 相关研究报告

|               |            |
|---------------|------------|
| 低估值助银行股超越投资时钟 | 2011-12-8  |
| 热钱外流判断得到初步验证  | 2011-12-2  |
| 若存款断流成为趋势会如何？ | 2011-11-16 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn