

央行年内第二次下调存款准备金率点评

——银行股增长隐忧不因为此次准备金率下调而改变

报告摘要:

中国人民银行 5 月 12 日晚间表示,从 5 月 18 日起全面下调存款类金融机构的法定存款准备金率 0.5 个百分点,这是年内第二次存款准备金率的全面下调;此次下调后,不考虑差别准备金率,大型银行的存款准备金率为 20%,中小银行的存款准备金率为 17.5%。

此次存款准备金率下调主要受到宏观经济数据和宏观金融数据的倒逼;从宏观经济数据看,规模以上工业增加值同比增长 9.30%,比 3 月份的 11.90% 下滑 2.60%,基本较为明显的低于市场预期;主要原因是国际形势出口数据较差以及国内去库存形势导致工业增加值增长明显较低,并且这种形势在二季度可能会持续,整体二季度的宏观经济增长面临较大的压力;宏观金融数据看,4 月末,广义货币 (M2) 余额 88.96 万亿元,同比增长 12.8%,在 2-3 月份短暂回升后又出现较为明显的下降,从新增贷款的数据看,4 月份人民币贷款仅仅新增了 6818 亿元,远远低于市场的预期,从新增贷款的结构看,票据融资增加了 2407 亿元,中长期贷款增加 1893 亿元,整体贷款结构也没有明显的改善,依旧是短期贷款和票据融资构成贷款增量的主体,确实反映出实体经济的贷款需求明显走弱。

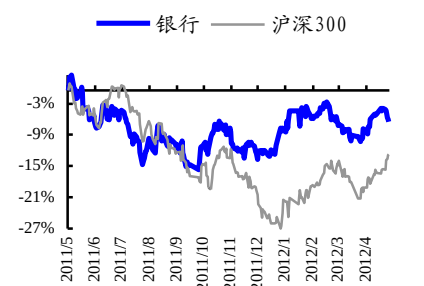
2012 年,整体上市银行的增长面临一定的隐忧,我们基本维持前期已经适当下调的银行股的盈利预测;上市银行 2012 年和 2013 年净利润同比增长为 18.15% 和 15.73%。此次存款准备金率的下降有一定的正面影响,目前银行面临的主要问题并不是准备金率的单一下调可以解决的,我们并不因为此次准备金率下调改变我们前期的观点。

如果着眼于下半年,在二季度以后,银行股增长上的担忧可能将部分被真实数据验证,比如负债端压力和资产端贷款定价能力的逐步回落和非信贷资产收益率的下降导致季度之间净息差继续环比下降、不良贷款逐步温和暴露导致信贷成本继续温和增加、银监会收费监管逐步加强导致手续费收入增速继续温和回落等等,在这些不利因素的暴露下,再加上温州综合金融试验区导致的市场对于利率市场化进程加快的担忧和下半年可能的不对称降息的不利影响,我们继续维持银行股同步大势评级。

我们认为下半年可能较好的时间窗口在四季度下半季度,因为此时在不考虑极端情况之下,银行股的平均市净率可能要跌至 1 倍左右,极端的低估值和依旧稳健增长的业绩可能会促使银行股出现估值回复行情。

主要风险点在于宏观经济超预期下滑、资产质量超预期恶化、存款保险制度、利率市场化等进程超预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3.64%	-2.00%	-7.49%
相对收益	-1.00%	-6.08%	8.67%

重点公司	投资评级
招商银行	推荐
民生银行	推荐
深发展 A	推荐
交通银行	推荐
兴业银行	谨慎推荐

相关报告

《2012 年 1 月份银行月报》
《2012 年首次下调存款准备金率点评》
《2012 年 2 月份银行月报》
《2012 年 3 月份银行月报》
《银行 2011 年报及 2012 一季报综合分析》

证券分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550511020010
(021)20361165 tanggy@nesc.cn

事件:

中国人民银行 5 月 12 日晚间表示, 从 5 月 18 日起全面下调存款类金融机构的法定存款准备金率 0.5 个百分点, 这是年内第二次存款准备金率的全面下调; 此次下调后, 不考虑差别准备金率, 大型银行的存款准备金率为 20%, 中小银行的存款准备金率为 17.5%。

评论:

- 1、这是 2010 年以来, 央行第十七次动用存款准备金率的工具, 不过全面下调是年内第一次, 是从去年 11 月首次下调存款准备金率后, 这轮周期的第三次下调: 具体见表 1:

表 1: 07 年以来央行存款准备金率调整一览表

时间	调整方案	调整原因
2007.01.15	由 9% 上调为 9.5%	吸收银行体系中因国际收支顺差等产生的过剩流动性, 巩固调控成效。
2007.02.25	由 9.5% 上调为 10%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.04.16	由 10% 上调为 10.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.05.15	由 10.5% 上调为 11%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.06.05	由 11% 上调为 11.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.7.30	由 11.5% 上调为 12%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快增长
2007.9.6	由 12% 上调为 12.5%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快增长
2007.10.13	由 12.5% 上调为 13%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快增长
2007.11.10	由 13% 上调为 13.5%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快增长
2007.12.8	由 13.5% 上调为 14.5%	贯彻中央经济工作会议确定的从紧货币政策要求, 加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷过快增长。
2008.1.16	由 14.5% 上调为 15%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快增长
2008.3.18	由 15% 上调为 15.5%	落实从紧货币政策要求, 加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷过快增长。
2008.4.16	由 15.5% 上调为 16%	落实从紧货币政策要求, 加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷过快增长。
2008.5.12	由 16% 上调为 16.5%	加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷合理增长。
2008.6.7	由 16.5% 上调为 17.5%; 分 6 月 15 日和 25 日分别执行 0.5 个百分点	加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷合理增长。
2008.9.15	部分下调为 16.5%; 灾区下调为 15.5%, 工、农、中、建、交和邮政储蓄除外	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则, 保持国民经济平稳较快持续发展
2008.10.15	统一下调 0.5 个百分点, 大部分下调后为 16%, 灾区为 15%, 工、农、中、建、交和邮政储蓄为 17%。	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则, 保持国民经济平稳较快持续发展

2008.12.5	工、农、中、建、交和邮政储蓄下调1个百分点，下调后为16%，其他中小金融机构下调2个百分点，下调为14%，灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2008.12.25	统一下调0.5个百分点，大部分下调后为13.5%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为15.5%；灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2010.1.12	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分下调后为14%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为16%	抑制信贷过度增长
2010.2.25	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分下调后为14.5%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为16.5%	对冲央票到期及春节投放货币的过多流动性，抑制信贷过度增长
2010.5.10	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分上调后为15%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为17%	对冲央票到期的过多流动性投放，促使信贷均衡平稳增长
2010.10.11	单独上调工、农、中、建为17.5%，民生和招商为15.5%，其余银行保持不变	针对9月新增贷款冲高、央票集中到期以及8月、9月外汇占款增加等的临时性措施
2010.11.16	统一上调0.5个百分点，农村信用社为14.5%，工、农、中、建为18%，邮政储蓄和交通银行变为17.5%，招商和民生银行变为16%，其余银行变为15.5%。	抑制信贷和货币投放过度增长，管理通货膨胀预期
2010.11.12	单独上调光大和交通银行的存款准备金率，上调后光大为16%，交行为18%，其余银行保持不变	抑制信贷和货币投放过度增长，管理通货膨胀预期
2010.11.29	统一上调0.5个百分点，农村信用社为15%；工、农、中、交、建为18.5%，邮政储蓄变为18%，招商、民生银行和光大变为16.5%，其余银行变为16%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2010.12.10	统一上调0.5个百分点，农村信用社为15.5%；由于第一次临时上调已经到期，所以，工、农、中、建和邮政储蓄变为18.5%，交通银行暂时为19%，光大为17%，其余银行为16.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放

2011. 1. 20	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、中、建为19.5%，邮政储蓄变为19%，交通银行暂时为19.5%，光大、招商和民生为17.5%，其余银行为17%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 2. 24	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为20%，邮政储蓄变为19.5%，中国银行和交通银行暂时为19.5%，光大、民生为17.5%，其余银行为17%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 3. 25	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16.5%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为20.5%，邮政储蓄变为20%，中国银行和交通银行暂时为20%，光大、民生为18%，其余银行为17.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 4. 18	统一上调0.5个百分点，农村信用社为17%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为21%，邮政储蓄变为20.5%，中国银行和交通银行暂时为20.5%，民生为18.5%，其余银行为18%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 5. 18	统一上调0.5个百分点，农村信用社为17.5%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为21.5%，邮政储蓄变为21%，中国银行和交通银行暂时为21%，民生为19%，其余银行为18.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 6. 14	统一上调0.5个百分点，农村信用社为18%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为22%，邮政储蓄变为21.5%，中国银行和交通银行暂时为21.5%，民生为19.5%，其余银行为19%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011. 11. 30	统一下调0.5个百分点，农村信用社为17.5%，由于第一次临时上调到期后继续执行，所以，工、	为了适度进行宏观政策微调 and 预调，保证经济一定力度增长

	农、建为21.5%，邮政储蓄、中、交为21%，民生为19%，其余为18.5%	
2012. 2. 24	统一下调0.5个百分点，下调后，不考虑差别准备金率，大型银行为20.5%，中小型银行为18%，农村信用社等小型金融机构为17%	为了适度进行宏观政策微调 and 预调，保证经济一定力度增长
2012. 5. 18	统一下调0.5个百分点，下调后，不考虑差别准备金率，大型银行为20%，中小型银行为17.5%，农村信用社等小型金融机构为16.5%	为了适度进行宏观政策微调 and 预调，保证经济一定力度增长

资料来源：中国人民银行 东北证券

2、此前央行公布 2012 年 4 月份宏观经济数据和宏观金融数据，从宏观经济数据看，4 月份 CPI 同比上涨 3.4%，符合预期，规模以上工业增加值同比增长 9.30%，比 3 月份的 11.90% 下滑 2.60%，基本较为明显的低于市场预期；主要原因是国际形势出口数据较差以及国内去库存形势导致工业增加值增长明显较低，并且这种形势在二季度可能会持续，整体二季度的宏观经济增长面临较大的压力，从宏观金融数据看，4 月末，广义货币 (M2) 余额 88.96 万亿元，同比增长 12.8%，比上月末低 0.6 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 27.50 万亿元，同比增长 3.1%，比上月末低 1.3 个百分点，在 2-3 月份短暂回升后又出现较为明显的下降，从新增贷款的数据看，3 月份新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比多增 3320 亿元，3 月份人民币贷款增量在 1.2 月份都略低于市场前期的预期的情况下明显高于市场的预期，市场虽已经充分预期到 4 月份由于 3 月末贷款季度末冲规模较为明显，将出现明显的回落，但是市场普遍的预期还是在 7000 亿元 - 8000 亿元之间，但是最终 4 月份人民币贷款仅仅新增了 6818 亿元，远远低于市场的预期，从新增贷款的结构看，票据融资增加了 2407 亿元，中长期贷款增加 1893 亿元，整体贷款结构也没有明显的改善，依旧是短期贷款和票据融资构成贷款增量的主体，确实反映出实体经济的贷款需求明显走弱，此前央行公布 2012 年第一季度货币政策执行报告，报告中指出，截至 2012 年第一季度末，金融机构的超额准备金率为 2.2%，其中农村信用社为 3.6%，与 2011 年第四季度末的情况比，在 2 月份下降了一次存款准备金后，金融机构的超额准备金率依旧轻微下降了 1 个百分点，整体金融机构存款增长形势和存贷比形势依旧不容乐观，在这些宏观数据的背景下，虽然央行也更多的希望通过回购和央票等工具灵活调整市场流动性，但未来经济增长压力过大，因此央行选择在此时再次下调存款准备金率。

3、整体看，此次央行下调存款准备金率主要原因可能是从去年 11 月份开始的持续信贷低迷，整体银行的可贷资金偏少倒逼的结果，从另一方面也说明央行希望保证宏观经济稳步发展，不会出现过大的下滑，因此从未来货币政策的动向上，未来存款准备金率还有可能持续下调，整体东北证券宏观预测全年存款准备金率将出现 2-3 次的下调，考虑到此次下调，未来可能至少还有一次下调。大行的法定存款准备金率可能下调到 20% 以下。

4、从此次下调从存款准备金率对银行的影响来看，准备金降低对银行股收益的影响从几个方面分析：一是生息资产规模增加，二是准备金转变为其他生息资产之

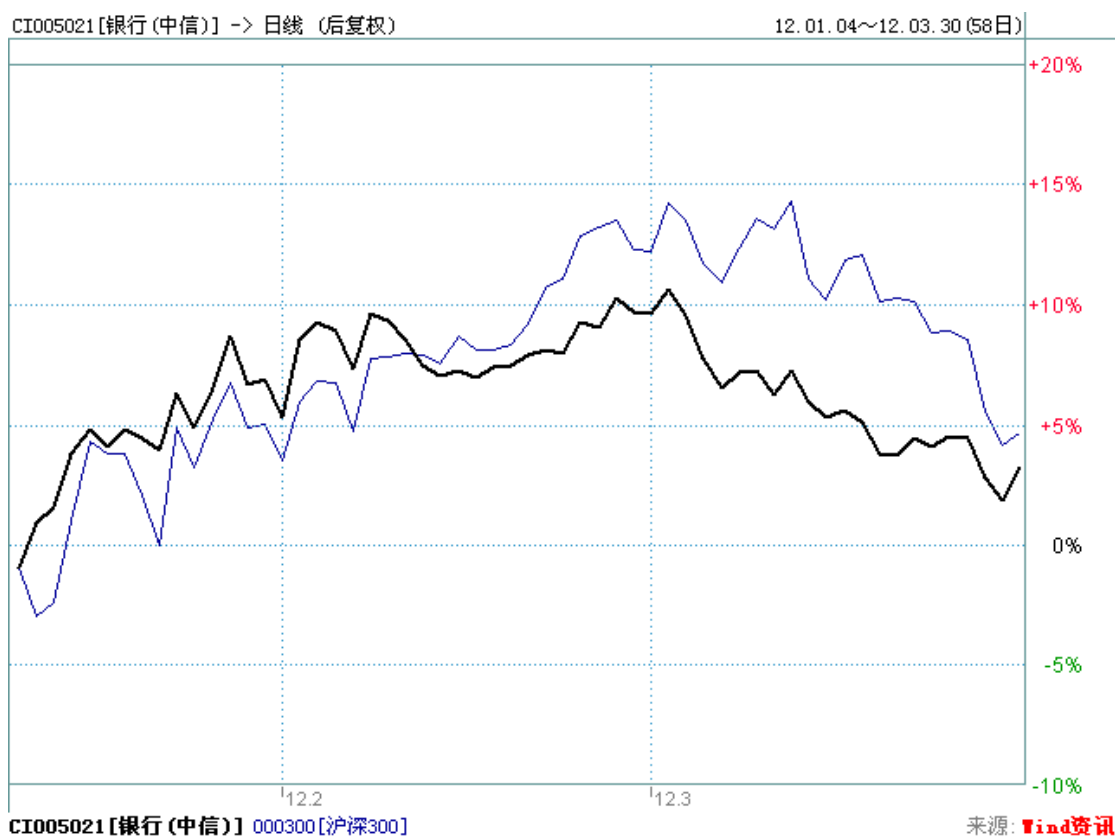
后导致银行净息差提高，由于目前是 2012 年 5 月份，此次准备金下降将对 2012 年下半年产生正面影响，从 2012 年的情况看，我们预计，准备金率下调 0.5 个百分点将增加 2012 年银行全年净利润 0.3% 左右。

5、从对银行股的投资看，在 2 月份明显跑输大盘的前提下，我们本来预期 3 月份逐步进入银行财报季，上市银行将陆续公布 2011 年年报和 2012 年第一季度季报，年报驱动行情将逐步开始，但是实际上，由于受到温州综合金融试验区设立、银监会清理收费业务等多项不利因素的打压，3 月份并没有出现我们期望的年报驱动行情，3 月份银行股在大部分的时间里继续跑输大盘，只有最后一周在大盘相对加速下跌的情况下，出现了明显的相对收益。整体看，3 月份中信银行指数下跌 5.90%，沪深 300 指数下跌 6.80%，银行股还是取得了一定的相对收益。但是如果从 2012 年一季度看，2012 年 1-3 月，沪深 300 指数上涨 5.14%。中信银行指数上涨 3.60%，银行股在 1 季度明显跑输大盘，参见图 1：

图 1：3 月份整体银行股取得一定相对收益

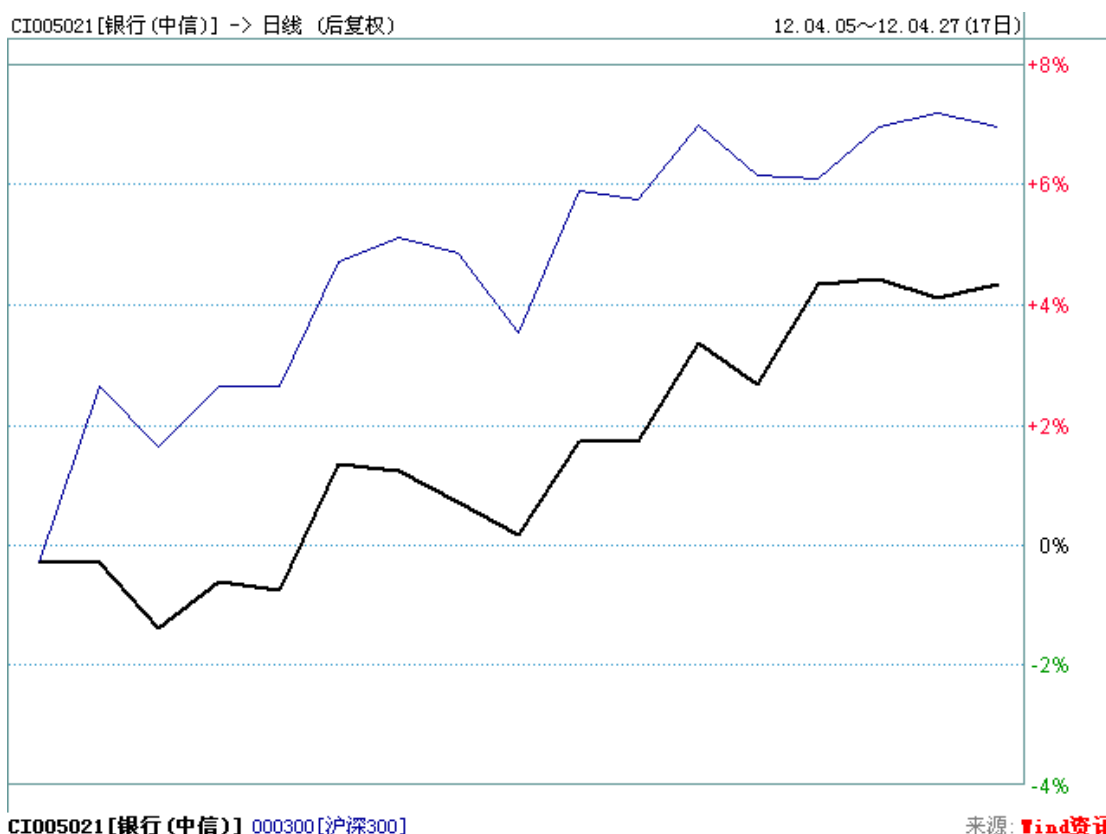


图 2：银行股一季度明显跑输大盘



从4月份的情况看,4月份整体大盘出现反弹势头,但是在银行季报透露出种种未来增长压力的信息以及银监会的多重监管下,银行股依旧在整体反弹中跑输大盘,4月份整体中信银行指数上涨4.34%,同期沪深300指数上涨6.98%。具体参加下图

图3: 4月份银行继续跑输大盘



我们在前期报告中提及在季报公布结束之后，我们预期银行股很难持续跑赢大盘；原因如下：第一，如果市场后期在近期调整过后对经济面的担忧缓解，依然维持热点频繁、估值回升的行情格局，则银行股在业绩增速下滑、资产质量压力以及未来大量同质供给可能会增加的前提下，很难跑赢其他调整幅度远远大于银行的板块；第二，如果市场后期在一季报之后对经济面担忧加剧，整体呈现震荡向下格局，则对银行股的资产质量担忧又会加剧，银行很难获得绝对收益和相对收益，可能又将震荡筑底，维持一段时间的弱势行情，因此整体上，放眼二季度整个季度，我们建议在把握好可能的季报行情之后，逐步逢高减少对银行股的配置仓位。从目前的情况看，4月份银行股整体获得了一定的绝对收益，进入5月份之后，由于前述的宏观经济增长压力和在银行监管下银行增长隐忧的逐步体现，银行股预计在5到6月份都将维持同步甚至跑输大盘的态势，此次的准备金下调虽然会在一定程度上缓解，但是我们认为目前银行面临的主要问题并不是准备金率的单一下调可以解决的，我们并不因为此次准备金率下调改变我们前期的观点。

如果着眼于下半年，在二季度以后，前述银行股增长上的担忧可能将部分被真实数据验证，比如负债端压力和资产端贷款定价能力的逐步回落和非信贷资产收益率的下降导致季度之间净息差继续环比下降、不良贷款逐步温和暴露导致信贷成本继续温和增加、银监会收费监管逐步加强导致手续费收入增速继续温和回落等等，在这些不利因素的暴露下，再加上温州综合金融试验区导致的市场对于利率市场化进程加快的担忧和下半年可能的不对称降息的不利影响，我们认为下半年银行股也很难持续跑赢大盘，下半年可能较好的时间窗口在四季度下半季度，因为此时在不考虑极端情况之下，银行股的平均市净率可能要跌破1倍左右，极端的低估值和依旧稳健增长的业绩可能会促使银行股出现估值回复行情

因此，我们下调整体银行股的评级为同步大势，在5月份以后，银行股可能大部分时间不能跑赢大盘。同步震荡或在某些月份因为某些不利因素的冲击跑输大盘的可能性较大。

从具体的投资品种上看，由于目前投资者购买银行的主要着眼点以就在于业绩上，因此我们在选择投资品种时侧重于中报业绩增幅可能领先于可比同业的银行，此外，我们延续一贯的选股思路，维持对于基本面良好，可能在 12 年持续在某些方面领先可比同业或者具有某些催化剂的银行，同时考虑到 12 年整体不良贷款处于温和暴露中，倾向于将贷款组合安全边际较高的银行加入组合以增加组合的安全性，在这些因素的考量下，我们二季度的投资组合定为兴业、深发展、民生和交通银行。

主要风险点在于宏观经济超预期下滑、资产质量超预期恶化、存款保险制度、利率市场化等进程超预期

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760