

上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势

A股临时点评

2010年12月12日

主要观点：

- 物价、信贷、出口增速的超预期，上调准备金率主要是为了对冲流动性。准备金率上调0.5%、大型银行的准备金率创出18.5%的新高。
- 准备金率上调是对货币回归稳健的确认，在通胀压力依旧、负利率持续扩张的情形下，加息依然是稳健货币政策的工具之一，不排除加息可能。
- 管理层选择准备金率而非加息的原因，主要有二：当前企业盈利能力是建立在高负债基础之上的，真实的总资产回报率较低，加息对于实体经济的冲击更大；短期物价的压力，管理层采取多管齐下的手法，价格管制在短期内有些许影响，为延后加息找到了藉口。但是，我们认为，本轮通胀本质上是劳动力成本上升遭遇超额流动性的结果，靠行政管制的作用有限，当前加息的拖延反而可能会导致未来的加息压力。
- 上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势：
 - 市场影响：选择准备金率上调虽然比加息对实体经济的冲击要小些，但是，不改变未来货币趋紧、货币供应量回落的中期趋势；也难以改变经济增速下行、人力成本推升、财务费用增加、信贷收缩背景下的企业ROE回落的趋势。上调准备金率而非利率，不改市场调整的趋势；只是由于力度小于预期，短线或有低开高走可能。
 - 行业影响：准备金率上调直接冲击商业银行的盈利，虽然银行以扩大并突破信贷计划上限来运作，但在管理层宏观审慎监管的原则上，银行地产的压力最大些。其次，准备金率上调，最终将推升市场利率、抬高资金成本，对于高负债、高财务费用占比的企业影响较大，主要是火电、钢铁等资本密集型的周期性行业。
 - 市场操作：鉴于上调准备金率力度小于加息的预期，短线市场或有低开高走的可能，低仓位的短线投资者可以采用T+0的短线操作思路，主要标的为出口超预期及政策双重支撑下的电子通信设备板块，以消费电子、三网融合、物联网为概念对象。但是，当前处于通胀、货币紧缩、估值压力下低业绩预期的市场背景均没有发生转向，因此，高仓位投资者依然适宜谨慎、如反弹、适宜逢高控制仓位。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

TEL：(021)63367000-314

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

一、事件描述	2
二、事件分析	2
1、准备金率上调是针对物价、信贷等变量超预期的被动性政策选择	2
2、准备金率上调是对货币回归稳健的确认，不排除未来加息可能	2
3、上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势	3
市场影响:	3
行业影响:	5
市场操作:	5
表 1: 11 月物价、出口、信贷等宏观变量均超市场预期	2
图 1: M1、M2 增速虽有反弹或企稳，但难改身处高位、中期回落的趋势	3
图 2: 经济回落、货币紧缩下企业利润回落风险加大	4
表 2: 历次上调准备金率对股市的影响实证	4
图 3: 不同期限 SHIBOR 利率均呈上升趋势	5

一、事件描述

中国人民银行决定，从 2010 年 12 月 20 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。

二、事件分析

1、准备金率上调是针对物价、信贷等变量超预期的被动性政策选择

物价、信贷、出口增速的超预期，管控流动性的压力较大。因此，本次上调准备金率主要是为了对冲流动性。准备金率上调 0.5%，其中大型银行的准备金率创出 18.5% 的新高，约回笼货币 3500 亿，其中约 2000 亿实质是六大银行 10 月份宣布的为期 2 个月的差别准备金率的顺延。

表 1: 11 月物价、出口、信贷等宏观变量均超市场预期

指标	201011 预测值	201011 实际值	201010	201009
CPI (%)	4.7	5.1	4.4	3.6
PPI (%)	5.2	6.1	5	4.3
社会消费品零售 (%)	18.8	18.7	18.6	18.8
工业增加值 (%)	13	13.3	13.1	13.3
出口 (%)	22.5	34.9	22.9	25.1
进口 (%)	25.4	37.7	25.3	24.1
贸易顺差 (亿美元)	216.2	228.9	271	168.7
固定资产投资: 累计 (%)	24.6	24.9	24.4	24.5
M2 (%)	19	19.5	19.3	19
人民币贷款 (%)	18.5	19.8	19.1	18.5
人民币贷款: 新增 (亿元)	4825	5640	5877	5955

数据源自 WIND，东北证券

2、准备金率上调是对货币回归稳健的确认，不排除未来加息可能

A、稳健的货币政策，主要体现为上调准备金、公开市场回笼货币、加息甚至包括窗口指导等一系列货币

工具的选择。因此，在通胀压力依旧、负利率持续扩张的情形下，加息依然是稳健货币政策的工具之一，即从政策导向看，面临持续扩张的负利率，不排除加息可能。

B、市场前期预期加息，而此次管理层选择准备金率而非加息的原因，主要有二：

——主要在于我们之前反复强调的观点，即当前企业盈利能力是建立在高负债基础之上的，真实的总资产回报率较低，因此，加息对于实体经济的冲击更大。

——其次，短期物价的压力，管理层采取多管齐下的手法，一系列价格管控在蔬菜价格上表现了出来，价格管制的手段在短期内的些许影响，为延后加息找到了藉口。

但是，我们认为，本轮通胀本质上是劳动力成本上升遭遇超额流动性的结果，靠行政管制的作用有限。因为，超额流动性需要货币工具的回收以及快速培育新的经济热点以便吸纳流动性；劳动力成本的上升则需要各项创新来对冲、比如相对食品价格而言理发的服务价格变动不大、其更多来自于会员制以及各项增值服务的经营创新。

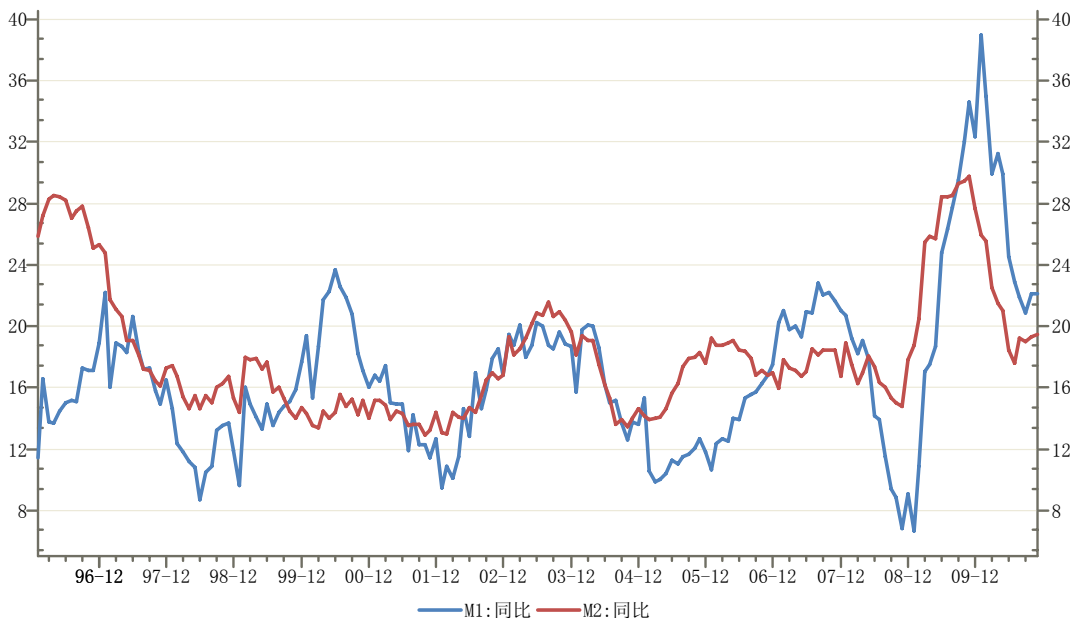
因此，创新能对冲超额流动性，但是创新是长周期的逻辑而当前通胀更多在于短周期的货币因素。因此，当前加息的拖延反而可能会导致未来加息的急促。

3、上调准备金率而非加息，不改市场调整趋势

市场影响：

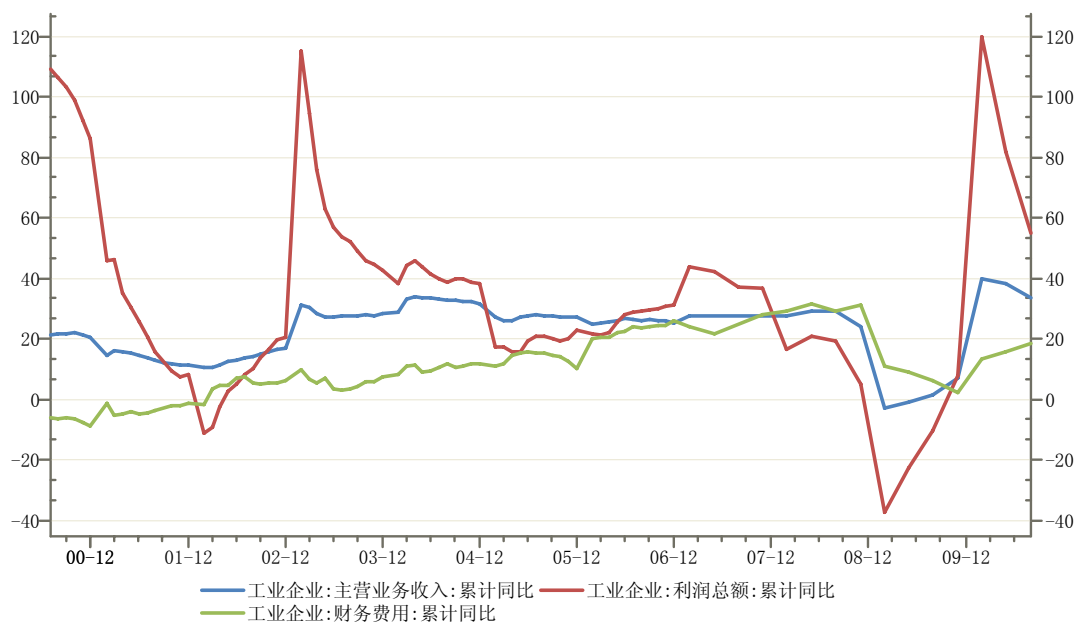
当前市场面临的环境是短期通胀压力下的货币趋紧取向、结构性高估值压力下的业绩低于预期的压力。因此，选择准备金率上调虽然比加息对实体经济的冲击要小些，但是，不改变未来货币趋紧、货币供应量回落的中期趋势；也难以改变经济增速下行、人力成本推升、财务费用增加、信贷收缩背景下的企业 ROE 回落的趋势。所以，上调准备金率而非利率，不改市场调整的趋势。只是由于力度小于预期，短线或有低开高走可能、恰如 11 月 11 日。

图 1：M1、M2 增速虽有反弹或企稳，但难改身处高位、中期回落的趋势



数据来源: Wind 资讯

图 2：经济回落、货币紧缩下企业利润回落风险加大



数据来源:Wind 资讯

表 2：历次上调准备金率对股市的影响实证

公布时间	生效日期	大型金融机构			消息公布次日指数涨跌	
		调整前	调整后	调整幅度	上证	深成
2010 年 12 月 10 日	2010 年 12 月 20 日	18.00%	18.50%	0.50%	--	--
2010 年 11 月 19 日	2010 年 11 月 29 日	17.50%	18.00%	0.50%	-0.15%	0.06%
2010 年 11 月 9 日	2010 年 11 月 16 日	17.00%	17.50%	0.50%	1.04%	-0.15%
2010 年 5 月 2 日	2010 年 5 月 10 日	16.50%	17.00%	0.50%	-1.23%	-1.81%
2010 年 2 月 12 日	2010 年 2 月 25 日	16.00%	16.50%	0.50%	-0.49%	-0.74%
2010 年 1 月 12 日	2010 年 1 月 18 日	15.50%	16.00%	0.50%	-3.09%	-2.73%
2008 年 12 月 22 日	2008 年 12 月 25 日	16.00%	15.50%	-0.50%	-4.55%	-4.69%
2008 年 11 月 26 日	2008 年 12 月 5 日	17.00%	16.00%	-1.00%	1.05%	4.04%
2008 年 10 月 8 日	2008 年 10 月 15 日	17.50%	17.00%	-0.50%	-0.84%	-2.40%
2008 年 9 月 15 日	2008 年 9 月 25 日	17.50%	17.50%	0.00%	-4.47%	-0.89%
2008 年 6 月 7 日	2008 年 6 月 25 日	16.50%	17.50%	1.00%	-7.73%	-8.25%
2008 年 5 月 12 日	2008 年 5 月 20 日	16.00%	16.50%	0.50%	-1.84%	-0.70%
2008 年 4 月 16 日	2008 年 4 月 25 日	15.50%	16.00%	0.50%	-2.09%	-3.37%
2008 年 3 月 18 日	2008 年 3 月 25 日	15.00%	15.50%	0.50%	2.53%	4.45%
2008 年 1 月 16 日	2008 年 1 月 25 日	14.50%	15.00%	0.50%	-2.63%	-2.41%
2007 年 12 月 8 日	2007 年 12 月 25 日	13.50%	14.50%	1.00%	1.38%	2.07%
2007 年 11 月 10 日	2007 年 11 月 26 日	13.00%	13.50%	0.50%	-2.40%	-0.55%
2007 年 10 月 13 日	2007 年 10 月 25 日	12.50%	13.00%	0.50%	2.15%	-0.24%
2007 年 9 月 6 日	2007 年 9 月 25 日	12.00%	12.50%	0.50%	-2.16%	-2.21%
2007 年 7 月 30 日	2007 年 8 月 15 日	11.50%	12.00%	0.50%	0.68%	0.92%
2007 年 5 月 18 日	2007 年 6 月 5 日	11.00%	11.50%	0.50%	1.04%	1.40%
2007 年 4 月 29 日	2007 年 5 月 15 日	10.50%	11.00%	0.50%	2.16%	1.66%

2007 年 4 月 5 日	2007 年 4 月 16 日	10.00%	10.50%	0.50%	0.13%	1.17%
2007 年 2 月 16 日	2007 年 2 月 25 日	9.50%	10.00%	0.50%	1.41%	0.19%

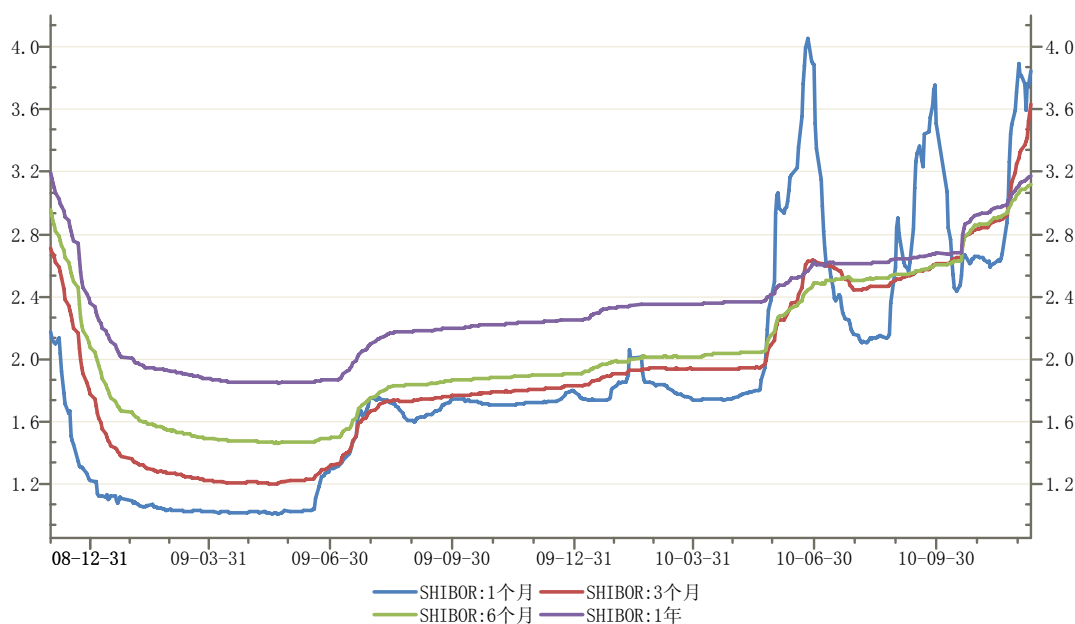
数据源自新浪，东北证券

行业影响：

准备金率上调直接冲击商业银行的盈利，当前银行微观的信贷冲动与央行宏观的政策管制形成了博弈，因此，虽然银行以扩大并突破信贷计划上限来运作，但在管理层宏观审慎监管的原则上，在通胀以及房地产资产价格泡沫的背景下，管理层强调宏观体系稳健的决心是不变的，因此，银行地产的压力最大些。

其次，准备金率上调，回笼银行体系货币，最终将推升市场利率、抬高资金成本，对于高负债、高财务费用占比的企业影响较大，主要是火电、钢铁等资本密集型的周期性行业。

图 3：不同期限 SHIBOR 利率均呈上升趋势



数据来源: Wind 资讯

市场操作：

操作上，鉴于上调准备金率力度小于加息的预期，短线市场或有低开高走的可能，低仓位的短线投资者可以采用 T+0 的短线操作策略，主要标的为出口利好及政策支撑下的电子通信设备板块，以三网融合、物联网、消费电子为概念。但是，当前处于通胀、货币紧缩、估值压力下低业绩预期的市场背景均没有发生转向，因此，基于上调准备金率而非加息、不改市场调整趋势的判断，高仓位投资者依然适宜谨慎、如反弹、适宜逢高控制仓位。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

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。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 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。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。