

准备金率上调不改市场蓄势反弹格局

临时策略报告

2011年2月20日

主要观点:

- 本次准备金率上调、回笼约 3500 亿资金，直接作用在于对冲流动性。间接作用在于控制信贷、管控通胀，从目前的信贷规模以及通胀的形势来看，本次准备金率上调是被动的、对冲性的操作；也是符合市场预期的。
- 准备金率上调不改短期市场“再配置”逻辑
- 短期内股市的运行逻辑主要落在资金的供需平衡上，中期内股市的归因主要在于持续紧缩的政策对经济的抑制与在全球经济复苏及十二五规划作用下对经济增长的拉动之间的平衡匹配。维持“再配置”逻辑对市场反弹、估值修复的支撑，当然并不支撑股市估值的再次膨胀。
- 通胀压力下政策紧缩并未结束，更担忧的是加息而非准备金率的叠加效应。非对称性的加息，最终将有利于通胀的控制；而其实现方式主要通过增加存款利率、降低货币活化来实现。货币活化的降低，将不利于市场整体的上扬。本次准备金率上调可能仅仅在于修正快速回落的资金利率，而非推动资金利率再创新高。
- 本次准备金率上调，持中性观点。即对市场的冲击作用有限，准备金率上调将不改再配置的市场逻辑、也不改短期市场整体蓄势反弹的格局。当然，中长期看，对后续加息以及持续加息下企业业绩的影响持谨慎的态度。
- 市场运行及投资策略
- 基于政策的符合预期、准备金率上调不改再配置下资金对冲金额的测算以及准备金率上调不同于加息的影响，短期市场可能借准备金率上调顺势小幅修正前期的上涨，而后延续反弹的格局。
- 操作上，依然以超跌反弹为主思路、仓位低的投资者可以逢低吸纳。行业上，对于受准备金率上调影响较大的银行地产等继续持谨慎态度；重点关注以设备投资为代表的新一轮周期孕育启动所对应的结构性机会。以设备投资及新兴产业的交集做主线，以能源为切入口、关注新能源(核电、水电等设备)、能源传输设备(智能电网、电控设备等)、新能源汽车(锂电池、电动汽车等)等相关板块的投资机会。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

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

事件描述：

中国人民银行网站显示，自 2011 年 2 月 24 日起上调对金融机构的存款准备金率 0.5 个百分点。即，大型存款类金融机构准备金率将上调至 19.5%、再创新高，本次上调准备金率大致回笼资金 3500 亿左右。

事件分析：

1、准备金率上调的归因：对冲流动性、控制信贷、管控通胀，符合预期

当前央票发行利率与市场利率的持续倒挂(1 年期央票利率倒挂 45-50BP)，公开市场回落货币受阻。虽然近期顺差规模减少、但公开市场持续的净投放货币增加了对冲压力。2010 年 9 月公开市场货币持续呈现净投放以来(月净投放在 1000 亿左右)，但是 2011 年以来，通胀压力下二级市场利率上行、央票发行萎缩，而到期票据的增大，使得货币投放规模剧增。不考虑未来公开市场操作，2 月市场净投放 3600 亿、3 月更有 6670 的央票到期。

因此，本次准备金率上调、回笼约 3500 亿资金，直接作用在于对冲流动性。准备金率的间接作用在于控制信贷、管控通胀，从目前的信贷规模以及通胀的形势来看，本次准备金率上调是被动的、对冲性的操作；也是符合市场预期的。

表 1：最近数月公开市场货币投放数据表

	货币净投放(亿元)	货币投放量(亿元) 票据到期	货币回笼量(亿元) 票据发行
2011-03-01 - 2011-03-31	6870	6670	0
2011-02-01 - 2011-02-28	3630	3750	120
2011-01-01 - 2011-01-31	4540	2070	60
2010-12-01 - 2010-12-31	2030	1540	140
2010-11-01 - 2010-11-30	1075	1325	1550
2010-10-01 - 2010-10-31	830	4670	2330
2010-09-01 - 2010-09-30	1290	5370	3500
2010-08-20 - 2010-08-31	-860	760	1320

数据源自财汇，东北证券

2、准备金率上调的市场影响：准备金率上调不改短期市场“再配置”逻辑

A、准备金率上调不改短期市场“再配置”逻辑

短期内股市的运行逻辑主要落在资金的供需平衡上，中期内股市的归因主要在于持续紧缩的政策对经济的抑制与在全球经济复苏及十二五规划作用下对经济增长的拉动之间的平衡匹配。

因此，本次准备金率上调对是市场的影响，主要立足于对短期市场的资金供需平衡之间的影响。我们维持“再配置”逻辑对市场反弹、估值修复的支撑；当然，再配置的逻辑只能支撑整体估值不高水平下的市场反弹，但并不支撑股市估值的再次膨胀。从 1 月至今的行情来看，由于房地产的限购、基于资产以及产业的再配置逻辑正在酝酿。“1 月中旬准备金率上调——股市下跌”以及“2 月初加息——股市上涨”，两次政策调控工具对应着不同的股市反应，其主要就在于“再配置”的逻辑并辅助于经济增长、中周期启航的预期。

如前所述，本次上调准备金率主要在于对冲流动性，实现信贷控制的目的，最终有利于通胀及房地产资产价格泡沫的控制。就此维度而言，我们维持地产限购下再配置资金大致可以对冲信贷控制所导致对资本市场等的挤压。对于这点，不仅在限购后的股市成交量温和放大中得到验证，而且就 1 月末央行披露的金融数据中也可以得到一定的佐证(1 月末新增居民存款 1.4 万亿、低于 2009-2010 年 1.5 万亿水平，企业存款更是负增长；这除了春节季节性因素外，地产限购下的再配置也是其中归因之一)。

同时，考虑到本次限购的超预期性，根据 2010 年 4 月调控后地产销量回落持续 2-3 个月的记录来看，本次限购导致的再配置资金不仅在总量上可观且在时间分布上前高后平稳的特征，即限购后的 1-2 个月的潜在再配置资金将可能超过由于信贷控制所导致的资金挤压作用，事实上 1 月 1 万亿的信贷、以月信贷比例 12% 测算、全年在 8.3 万亿左右，静态看可能好于 7-7.5 万亿的预期。

表 2：2010 年 4 月地产调控经验下的房地产销售月历规律

月份	上海:商品房预售套数	北京:期房网签签约套数	深圳:商品房成交套数
1 月	14228	11052	3903
2 月	7049	8322	1071
3 月	15217	12071	3002
4 月	17518	15050	3227
5 月	11095	6564	1386
6 月	12741	6281	1888
7 月	14865	6974	1681
8 月	17091	9211	2971
9 月	20041	13441	5327
10 月	18089	9943	5227
11 月	18930	13437	2774
12 月	22382	19263	4929

数据源自 WIND，东北证券

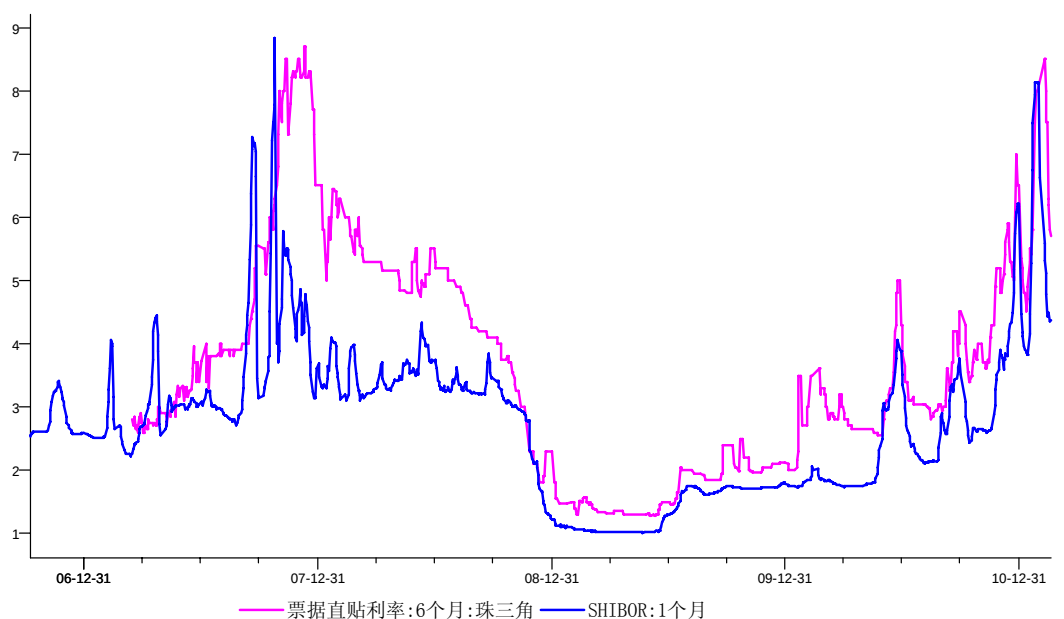
B、通胀压力下政策紧缩并未结束、更担忧的是加息而非准备金率的叠加效应

通胀压力下政策紧缩并未结束，未来将有继续上调准备金率和加息的要求。就货币工具而言，我们更担忧的是加息而非准备金率的叠加效应。

因为，加息，尤其是非对称性的加息，最终将有利于通胀的控制；而其实现方式主要通过增加存款利率、降低货币活化来实现。货币活化的降低，将不利于市场整体的上扬。

同时，虽然政策紧缩并未结束、但资金市场利率的阶段性高点已经过去。准备金率的上调，直接而言主要对冲公开市场净投放的压力，间接的影响市场的利率。但是，考虑到春节前短期市场利率已经处于历史的高位，票据的直贴利率以及 SHIBOR3 月期利率等指标均冲高回落，所以，本次准备金率上调可能仅仅在于修正快速回落的资金利率，而非推动资金利率再创新高。

图 1：票据直贴等短期利率冲高回落、短期再创新高的动力不足



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

综上，对于本次准备金率上调，我们持中性观点，即对市场的冲击作用有限。准备金率上调将不改再配置的市场逻辑、也不改短期市场整体蓄势反弹的格局。当然，我们对后续加息以及持续加息下企业业绩的影响持谨慎的态度。

3、市场分析及投资策略

基于政策的符合预期、准备金率上调不改再配置下资金对冲的测算以及准备金率上调不同于加息的影响，短期市场可能借准备金率上调顺势小幅修正前期的上涨，而后延续反弹的格局。

操作上，依然以超跌反弹为主思路、仓位低的投资者可以逢低吸纳。行业上，对于受准备金率上调影响较大的银行地产等继续持谨慎态度；重点关注以设备投资为代表的新一轮周期孕育启动所对应的结构性机会，据此，以设备投资及新兴产业为主线，以能源为切入口、关注新能源(核电、水电等设备)、能源传输设备(智能电网、电控设备等)、新能源汽车(锂电池、电动汽车等)等相关板块的投资机会。

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。