

控通胀、市场延续弱势——准备金率上调点评

临时策略报告

2011年3月20日

主要观点:

- 本次准备金率上调大致回笼资金 3600 亿，政策节奏上基本保持了每月一调准备金率的频率。准备金率上调、强化对冲货币的功能，同时也是通胀压力、资产价格泡沫压力下的必然选择；但就时机选择来看，显出了政策的紧迫性。
- 管理层选择上调央票利率、公开市场回笼货币以及准备金率上调的双管齐下策略，表明通胀压力的持续、强化了以管控货币来管控通胀的政策导向。
- 准备金率上调，仅就回笼 3600 亿货币来看，属于中性。但综合考虑，本次准备金率上调对于市场更中性偏空的特征，复制 2 月准备金率上调后上涨行情的概率较低。
- 本次准备金率上调表明了管理层对于货币供给的较低容忍度。更为重要的是，本次准备金率上调将间接的推升市场利率。
- 如果说 1 月底起反弹至 3000 点的行情，是由于地产限购引发的财富被动式再配置，那么事实上更为显性的指标恰恰是市场利率(拆借、票据贴现利率)、其自 1 月底以来的回落。因此，基于后期市场利率有再次回升要求且货币供应量增速总体回落的推断，股市面临的压力将再次显现。
- 因此，本次准备金率上调，表明通胀压力下管控资金的政策导向未变、即不适宜定位为“利空出尽”。市场利率则有望再次上行，对于银行股以及地产等高负债率行业的压力较大。因此，股指伴随着准备金率的上调将延续弱势、回落风险增大。操作上，投资者以谨慎防御为主、仓位高的投资者需要降低仓位。

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:

2011年3月18日晚,中国人民银行决定从2011年3月25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。

事件分析:

1、准备金率上调的特征及意义

本次周五收盘后央行宣布上调准备金率,其中大型银行的准备金率上调至20%、再创新高。相对于72万亿的存款,本次准备金率上调大致回笼资金3600亿,政策节奏上基本保持了每月一调准备金率的频率。

准备金率上调、强化对冲货币的功能,同时也是通胀压力、资产价格泡沫压力下的必然选择;但就时机选择来看,显出了政策的紧迫性。

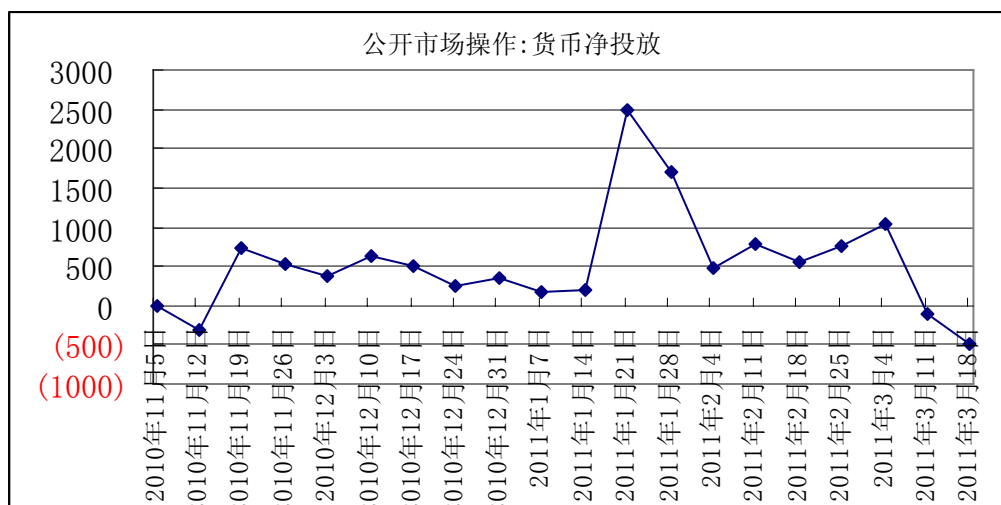
由于顺差的缩小、外汇占款规模的下降,准备金率的上调主要对冲到期央票规模,仅4月份就有7200亿左右的央票到期,因此准备金率的上调有其必要性。但是,随着央票利率的上调、央票正常发行、公开市场回笼货币功能的逐渐恢复,管理层选择公开市场回笼货币以及准备金率上调的双管齐下策略,表明通胀压力的持续、表明以管控货币来管控通胀的政策导向。

表1: 未来数月央票等到期规模

	票据到期	正回购到期	货币投放合计	票据发行	正回购	货币回笼合计	净投放量
2011年1月	2070	3410	5480	60	880	940	4540
2011年2月	3750	400	4150	140	600	740	3410
2011年3月	6670	200	6870	450	3320	3770	3100
2011年4月	4980	2280	7260				7260
2011年5月	1990	400	2390				2390
2011年6月	1590	1120	2710				2710

数据源自 WIND, 东北证券

图1: 公开市场操作近期出现了连续的货币净回笼(日频数据层面)



数据源自 WIND, 东北证券

2、准备金率上调对后市的影响及投资策略

准备金率上调，仅就回笼 3600 亿货币来看，属于中性。但是，综合考虑，相对 2 月份的准备金率上调，本次准备金率上调对于市场更中性偏空的特征，市场弱势难改、复制 2 月准备金率上调后上涨行情的概率较低。理由如下：

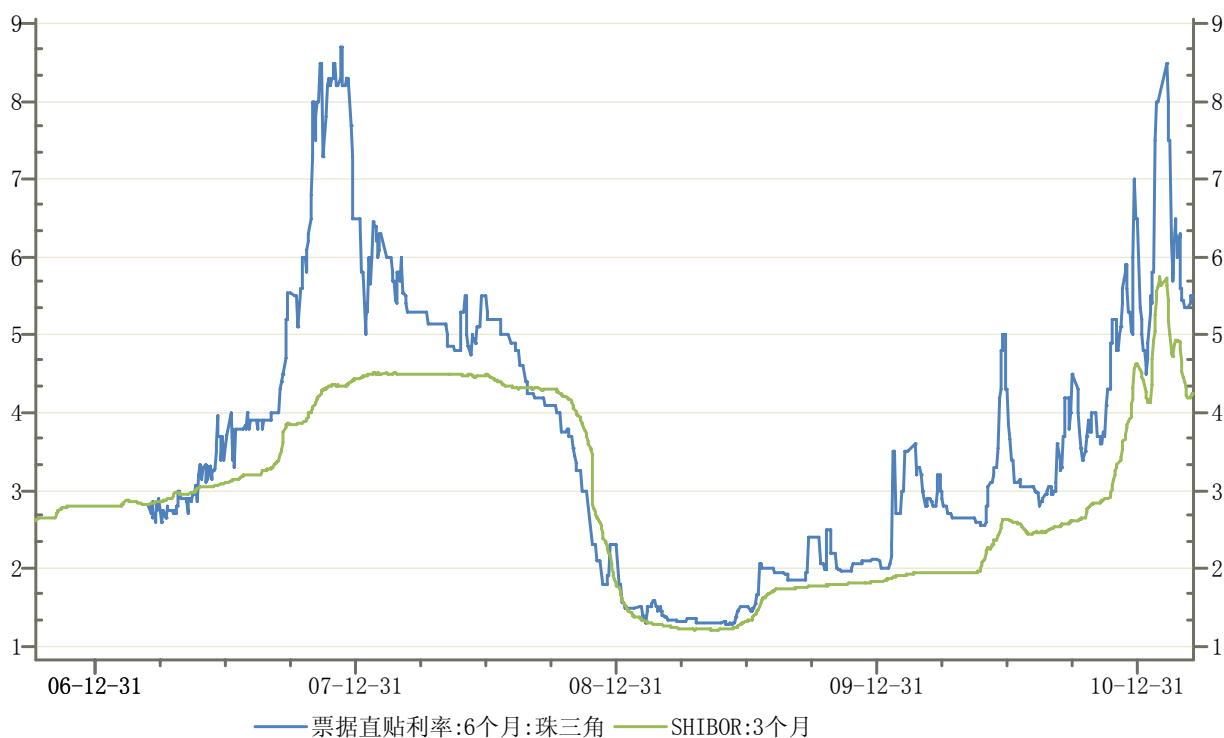
A、本次准备金率上调表明了管理层对于货币供给的较低容忍度。本次上调准备金率是在央票利率上行、央票回笼货币功能有所正常化的背景下实施；事实上，管理层也可以暂缓准备金率上调、而通过逐步的扩大央票发行规模等来回笼货币。同时，前期市场普遍预期由于日本地震、央行紧缩的力度和节奏有所缓和，因此，目前来看，央行的政策选择暗含了回笼流动性的紧迫性，即暗含了后续通胀压力的持续性和严重性。

B、本次准备金率上调将间接的推升市场利率。由于日元注资、美元贬值、WTI 油价小幅回落后再上 100 美元、输入性通胀的压力叠加国内食品价格(猪肉等)，使得通胀压力难解、笔者预期 3 月 CPI 可能 5% 左右。考虑到印度等国的加息，显示新兴市场国家通胀压力整体依然较高。这种情形下，即使央行不上调基准利率，但是考虑到目前拆借利率以及票据贴现利率等市场利率相对 2 月准备金率上调时处于低位，因此，未来市场利率有上行需求及空间。

如果说，“通胀高位+经济回落压力”的基本面组合随着 2 月宏观数据的披露逐渐为市场说预期，那么“市场利率(以拆借、票据贴现利率)回升+货币供应量(以 M1)增速回落”也将存续。如果说 1 月底起的本轮反弹至 3000 点的行情，是由于地产限购诱发的被动式再配置，那么更显性的指标恰恰是市场利率(拆借、票据贴现利率)、其自 1 月底以来的回落。因此，基于后期市场利率有再次回升要求的推断，那么股市面临的压力将再次显现。

因此，本次准备金率上调，表明通胀压力下管控资金的政策导向未变、即不适宜定位为“利空出尽”；驱动 2 月来市场反弹的显性指标——市场利率则有望再次上行，对于银行以及地产等高负债率行业的压力较大。因此，股指伴随着准备金率的上调将延续弱势、回落风险增大。操作上，投资者以谨慎防御为主、仓位高的投资者需要适当控制下仓位；考虑到本轮准备金率上调的相对超预期性、短线市场会有较大波动，仓位低的普通投资者可以以“T+0”的思路对能源设备、电力设备、工程机械设备等板块做短线操作。

图 2：伴随着央票利率上行及准备金率上调，自 2 月初回落的市场利率后续有望再次上行



数据来源:Wind资讯

数据源自 WIND，东北证券

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±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。