

上调存准金率略超预期，市场延续低位震荡

民生精品---策略简评报告

2011年5月12日

分析师：张琢 电话：010-85127665 邮箱：zhangzhuo@mszq.com 执业证书编号：S0100210110002

联系人：赵丽娜 电话：010-85127665 邮箱：zhaolina@mszq.com

联系人：孙洪湛 电话：010-85127661 邮箱：sunhongzhan@mszq.com

一、事件

5月12日晚，中国人民银行决定，自2011年5月18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。此次上调存款准备金率后，大型银行存款准备金率高达21%，再创历史新高，中小金融机构的存款准备金率达到19%。

二、我们的分析与判断

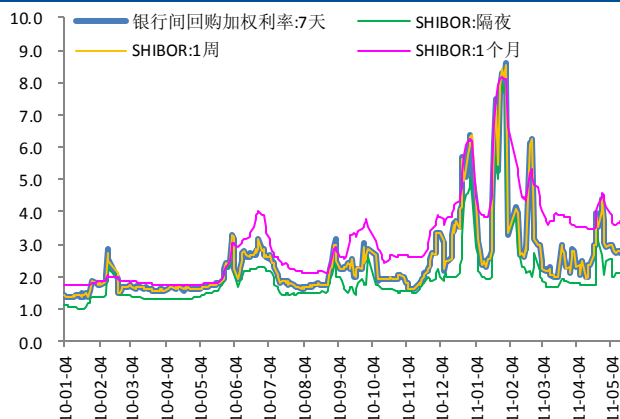
今日央行年内第5次上调存款准备金率，保持了2011年以来每月上调一次存款准备金率0.5个百分点的政策节奏和力度，但时点选择上略超出市场预期。本次上调约冻结基础货币3700多亿元。

1、再次调准意在对冲流动性，控制信贷投放，管理通胀预期

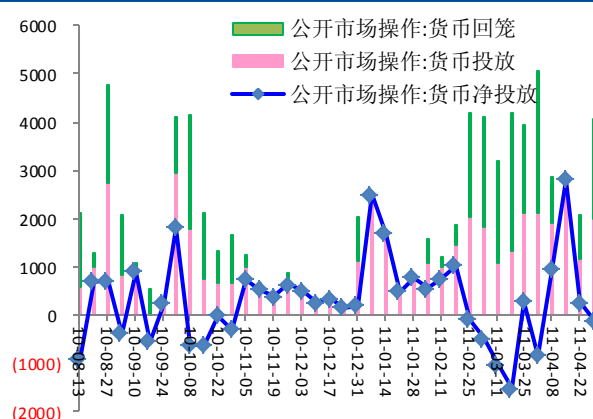
（1）公开市场连续四周净投放4140亿元，货币市场资金面重回宽松

受机构谨慎预期影响，五一节后货币市场资金面一度偏紧，资金利率下降缓慢。但经过连续四周的公开市场净投放，累计向市场投放基础货币4140亿元，已经完全对冲4月21日存款准备金缴款3700亿元影响，货币市场资金面重回宽松。5月12日，货币市场指标利率7天质押式回购加权平均利率为2.76%，隔夜shibor回落至2.08%，shibor-7day回落至2.77%，短期资金价格已经回落至前期较低水平。

同时12日暂停发行达五个月的3年期央票周四再现市场，显示出央行回收流动性，控制通胀的决心。

图 1: 当前货币市场资金面回归宽松


资料来源: wind, 民生证券研究所

图 2: 截至今日, 央行在公开市场净投放 4140 亿元


资料来源: 中国人民银行, 民生证券研究所

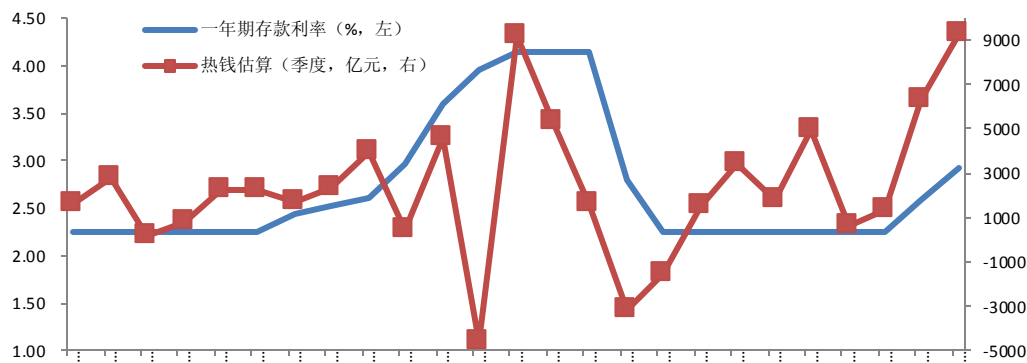
(2) 4 月信贷大幅增加, 贷款维持较高增速

4 月新增人民币贷款 7396 亿元, 较 2 月、3 月份都有明显增加, 贷款维持较高增速。

(3) 新增外汇占款居高难下, 基础货币投放压力依然很大

经过连续四次加息后, 国内外利差已经扩大至 3% 左右, 加息加速热钱流入已经成为事实。一季度在我国进出口贸易出现逆差的情况下, 外汇占款却大幅增加, 1 月份新增外汇占款创下 5000 多亿元的新高后, 3 月份再次达到 4079 亿元的历史次高水平。估算一季度流入的热钱达 9300 亿元, 高于历史上任何一个季度。

4 月我国实现贸易顺差 114.3 亿美元, 同时在人民币汇率屡创汇改以来新高, 人民币升值预期较 3 月份明显上升的背景下, 国际热钱有望持续流入并致使新增外汇占款居高难下, 基础货币投放压力依然很大。

图 3: 今年一季度热钱流入创出历史新高, 预计 4 月新增外汇占款居高难下


资料来源: Wind, 民生证券研究所。

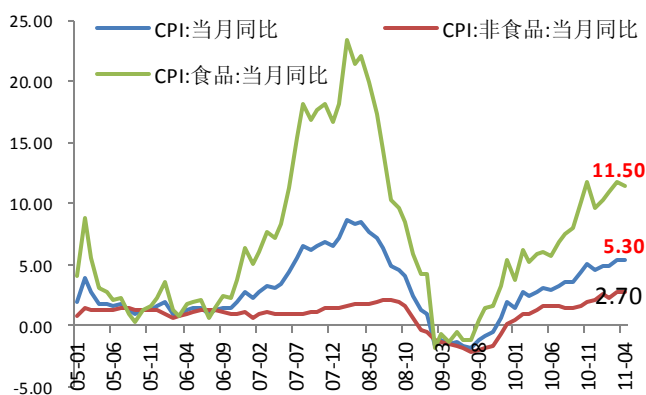
2、4 月非食品 CPI 环比扩大, 通胀形式依然严峻

4 月 CPI 同比上涨 5.3%, 环比上涨 0.1%, 同比涨幅较 3 月回落 0.1 个百分点, 但依然维持破 5 格局, 通胀形式依然严峻。

从构成来看, 4 月食品价格同比上涨 11.5%, 环比下降 0.4%, 对 CPI 贡献 64%, 较上月略有回落; 非食品价格同比上涨 2.7%, 环比上涨 0.4%, 超出 05 年以来的历年平均

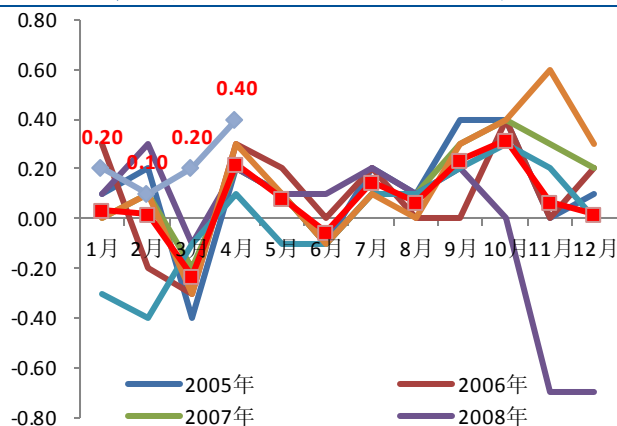
环比涨幅，非食品价格上行压力依然很大。

图 4：4 月 CPI5.3%，抗通胀形式依然严峻



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 5：4 月非食品价格环比上涨 0.4%，超出历史均值



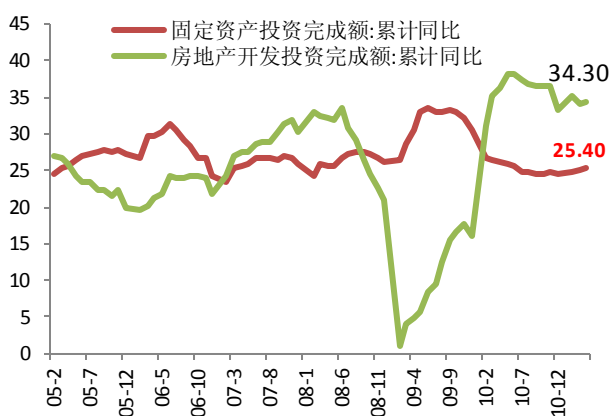
资料来源：国家统计局，民生证券研究所

3、投资高速增长，稳物价依然是短期的首要任务

4 月汽车和商品房销售双双负增长，消费增速比 3 月回落，前 4 个月消费实际增速回落到 2005 年以来的最低水平，消费增速已经“软着陆”。4 月虽然消费增速下滑，但出口与固定资产投资依然保持高速增长，特别是房地产开发投资增速令人瞩目，这意味着稳定价格总水平仍将是短期的首要任务，紧缩政策仍将继续维持既有节奏和力度。

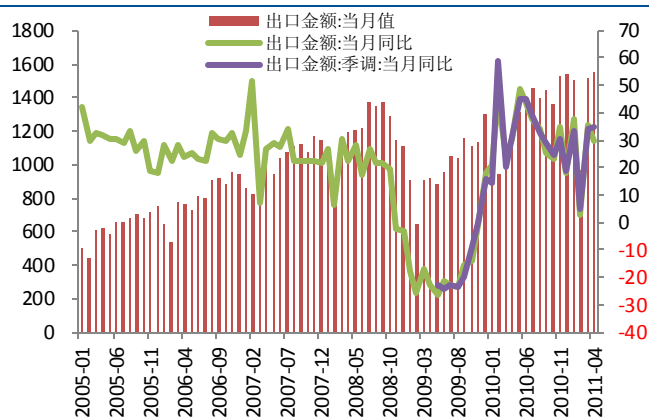
1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 25.4%，全国房地产开发投资 13340 亿元，同比增长 34.3%，投资保持较高增长。

图 6：4 月固定资产投资尤其是房地产投资增速维持高位



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 7：4 月出口同比增长 29.9%



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

三、投资建议：市场将延续低位震荡

4 月非食品价格环比上涨 0.4%，超出 05 年以来的历年平均环比涨幅，通胀形式依然严峻。在当前投资保持高速增长的背景下，稳物价依然是短期的首要任务，后期紧缩政策仍将维持原有节奏。在近期市场对经济增长、物价和紧缩政策的反复纠结中，当前的低位震荡还会延续。建议投资者保持谨慎，关注消费板块的交易性以机会，以及估值边际较高的发电和航空板块。

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

孙洪湛，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。