

资金面压力再增，市场继续筑底

民生精品---策略简评报告

2011年6月14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

一、事件

6月14日下午，中国人民银行决定，自2011年6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。此次上调存款准备金率后，大型银行存款准备金率高达21.5%，中小金融机构的存款准备金率达到19.5%，双双创下历史新高。本次上调冻结基础货币在3800亿元左右。

二、我们的分析与判断

1、再次调准意在对冲流动性，管理通胀预期

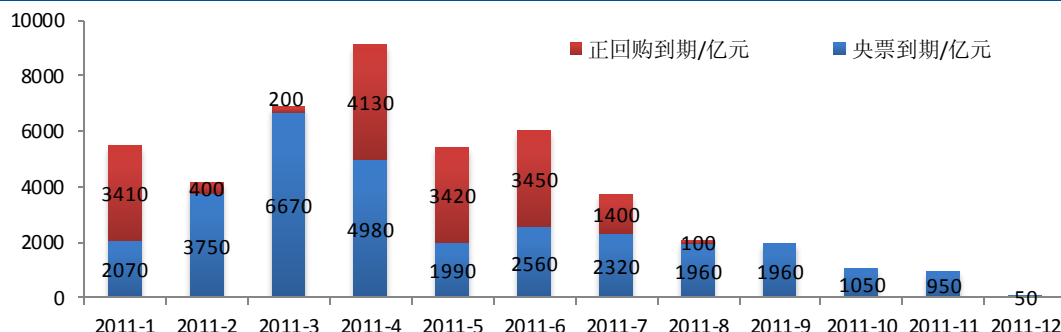
(1) 6月公开市场到期资金 6010 亿元，外汇占款维持高位，新增对冲压力仍然较大

无论从公开市场到期资金还是从新增外汇占款来看，6月新增货币的对冲压力依然较大。

6月央行公开市场到期资金将达 6010 亿元，仅次于4月份的 9120 亿元以及3月份的 6870 亿元，到期资金居年内高位。

此外，从货币投放的另外一个主要渠道——新增外汇占款来看，今年前4个月我国新增外汇占款 14348 亿元，处于除 2008 年以外的历史同期次高水平。5月我国实现贸易顺差 130.46 亿美元，5、6月份新增外汇占款规模至少不会出现明显的下滑。

图 1：6月央行公开市场到期资金将达 6010 亿元，居年内高位



资料来源：Wind, 民生证券研究所。

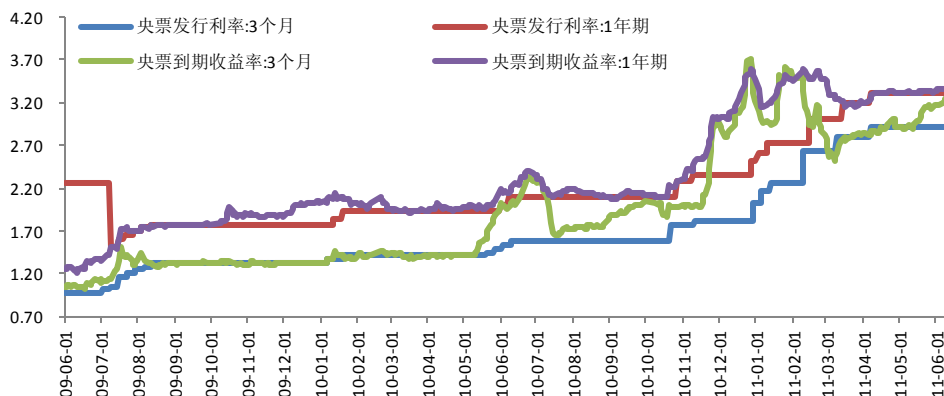
(2) 央票一二级市场倒挂利差扩大，公开市场回笼资金功能受限

5月中旬准备金率上调以来，银行体系流动性持续紧张，货币市场资金利率全线走高，

并带动收益率曲线短端上行。受此影响，央票一二级市场出现利率倒挂现象，且利差不断扩大，同时由于机构资金短缺，公开市场央票需求整体受压，进一步限制了央行通过公开市场回笼资金的功能。

三个月期央票最新发行利率为 2.92%，与其在二级市场 3.275% 的到期收益率相比，倒挂利差不断扩大。一年期央票亦然，目前发行利率为 3.31%，二级市场到期收益率为 3.404%。

图 2：央票一二级市场倒挂利差不断扩大



资料来源：Wind, 民生证券研究所。

（3）5 月 CPI 再创新高，上调存款准备金率意在引导通胀预期

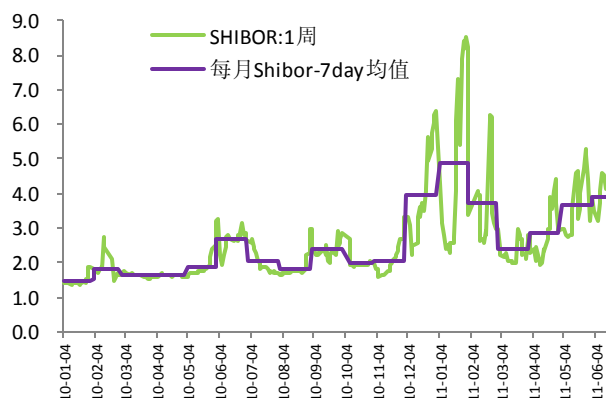
在国内外自然灾害的短期扰动和翘尾因素影响下，5 月 CPI 同比增长 5.5%，再创本轮通胀新高。受翘尾因素影响，预计本轮物价拐点将于 6-7 月出现，下半年食品价格趋于稳定，同比涨幅回落。今日再次上调存准，延续货币政策偏紧的基调，目的也在于引导通胀预期。

2、上调存款准备金率将进一步加大银行体系资金面压力

与 2、3 月份相比，紧缩货币政策对资金面的累积效应在 5 月份显著加强。5 月中旬准备金率上调以来，银行体系流动性持续紧张，货币市场资金利率全线走高，并带动收益率曲线短端上行。目前货币市场主要利率指标 Shibor-7day 和 Shibor 隔夜处于 3.18% 和 4.16% 的相对高位。从各月均值来看，Shibor-7 天已经由 3 月的 2.38% 上升至 4 月的 2.85%，5 月继续攀升至 3.92%。隔夜 Shibor 由 3 月的 1.81% 上升至 4 月的 2.07%，至 5 月已上升至 3.34%。

本次存款准备金率上调，将进一步加剧银行间市场的资金短缺情况，宏观资金面压力将进一步加大。

图 3: 每月 shibor-7day 利率中枢不断上移



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 4: 每月 shibor-O/N 利率中枢不断上移



资料来源: wind, 民生证券研究所

3、本次上调政策效果偏中性

央行年内第 6 次上调存款准备金率, 继续保持了年初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, 但本次上调后, 后期存款准备金率的上调空间进一步收窄, 并在一定程度上减弱了加息的预期, 政策效果偏中性。

对于后期政策的判断, 我们认为: 下半年通胀压力将得到有效缓解, 物价走势下行也将是大概率事件; 从经济下行风险来看, 目前阶段实体经济已经出现了经济下行的迹象, 且微观调研表明融资难已经显著加大了中小企业生存压力; 从货币紧缩的程度来看, 预期内的一次加息和准备金率的上调对经济的调控作用将边际递增。综上, 6 月份仍然有加息的可能, 但不对称加息的可能性更大。预计通胀环比下降将是政策拐点的催化剂, 从时间上看, 2011 年七八月份紧缩政策有望趋于谨慎。

三、投资建议: 6-8 月市场进入筑底阶段, 布局消费、成长和人民币升值板块

6-8 月将是确认物价回落、政策转向的重要时间窗口, 市场进入筑底阶段。

市场趋势性行情的出现需要看到通胀回落以及货币政策转向等信号。目前, 5 月 CPI 同比上涨 5.5%, 受翘尾因素影响, 6 月 CPI 存在继续上冲的风险, 但食品价格将于下半年趋稳, 同比涨幅回落, 预计物价将于 6-7 月见顶、8 月份回落。在通胀拐点可期、经济回落的背景下, 下半年紧缩政策的进一步实施趋于谨慎。在通胀回落没有得到数据验证之前, 市场对通胀的压力仍然难以释怀, 短期市场进入筑底阶段。

8 月以后市场迎来反转行情, 全年演绎“N”型走势

8 月份以后, 通胀回落趋于明朗, 政策的核心将由控物价转向稳增长、促转型, 宏观经济也将于三季度触底。届时, 投资者预期向好, 制约市场的力量将显著减轻, 八月份以后市场有望迎来趋势性反转行情。

看好经济结构转型背景下的食品饮料、商贸、家电等大消费板块、以计算机信息服务为代表的新兴成长板块、受益于人民币加速升值、即将进入旺季的航空板块, 建议积极布局。

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。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。

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	18611738655	yintang@mszq.com
郭 明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭 楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平 珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪 萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟 玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑 敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李 潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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。