

“政策催化”有结果、回升行情将延续

——准备金率下调临时点评

A 股临时策略报告

2012 年 2 月 19 日

主要观点：

- 下调准备金率超出市场预期，但符合我们策略的预期，在《政策催化、修复性行情仍在进行》的月策略中明确提出“准备金率下调为大概率事件”。
- 外汇占款增速的趋缓、稳增长下需要货币改善的持续以及货币政策工具运用的需要，构成了准备金率下调为主要归因。
- 尽管准备金率下调视为外汇占款的对冲性工具，但准备金率下调有利于信贷的改善、有利于改善货币乘数，并最终有利于经济的平稳增长。考虑准备金率与外汇占款对冲率的量化关系，未来外汇占款对冲率将进一步下降至 72% 左右、需要准备金率的进一步下调。
- 我们一直强调，当下市场政策底、估值底已经确立，而经济底、业绩底尚有不不确定性，目前处于流动性底的反复确认过程中、需要政策的催化。而准备金率下调，有利于未来经济底预期的形成。
- 准备金率的下调有利于确立 2300 点下方、产业资本净增持所构筑的中期底部；并且由于政策改善的预期、经济平稳增长的动能将更强些、中期有进一步改善的要求。
- 准备金率下调超出市场预期，市场将做积极响应、有望延续估值修复的行情逻辑及步骤。市场将继续向上修复至 2450-2500 点一线；而非上一次准备金率下调的一日游行情。
- 策略上，以逢低吸纳为主，若明日盘中震荡有回落则仓位低的投资者可以作回补；2450 点上方、仓重者可考虑阶段性减仓。配置上，依然以低估值+周期+高送转为配置逻辑，关注金融、地产以及汽车、电气设备等低估值、周期性板块的投资机会。

分析师：沈正阳
执业证书编号：S0550511010009
TEL: (8621)2036-1167
Email: shenzy@nesc.cn

编辑：策略组
TEL: (8621)2036-1167
FAX: (8621)2036-1159
地 址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮 编：200135

一、事件描述：下调准备金率释放约 4000 亿.....	2
二、下调准备金率的归因及分析	2
1、本次下调超出市场预期，但符合我们 2 月策略的预期	2
2、本次下调准备金率的归因	2
3、准备金率下调，有利于强化货币信贷回归合理以及经济平稳增长的预期	3
表 1：最近数月公开市场投放和回笼资金的汇总数据	3
三、基于准备金率下调的市场预判及操作策略	3
1、市场预判：政策催化、市场延续修复行情	3
A、本次下调准备金率的市场环境好于上次	3
图 1：票据直贴利率及相对 SHBIOR 的利差均出现显著回落	4
B、有利于强化经济有底的预期，估值修复行情更具支撑	4
2、操作策略	4

一、事件描述：下调准备金率释放约 4000 亿

2 月 18 日晚 8 点，央行宣布从 2012 年 2 月 24 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。自 2011 年 11 月 30 日首次下调准备金率以来，这是第二次；大型金融机构存款准备金率将调至 20.50%，中小金融机构将调至 17%，大致释放 4000 亿元。

二、下调准备金率的归因及分析

1、本次下调超出市场预期，但符合我们 2 月策略的预期

本次下调准备金率超出市场预期，之前市场预期下调的时点大多在 3-5 月份之间；但符合我们策略的预期，我们在《政策催化、修复性行情仍在进行》的 2 月份投资策略报告中明确提出“准备金率下调为大概率事件”，并且认为“比较适合的货币工具组合是下调准备金率并适度发行央票而非继续暂停央票。”

从 2 月份货币政策工具的组合来看，目前选择了下调准备金率+期限更短的 28 天和 91 天的正回购。从目前准备金率下调兑现以及选择期限更短的正回购而非更长期限的央票而言，某种意义上，更能显示管理层对“货币信贷回归合理”的政策诉求。

2、本次下调准备金率的归因

我们在 2 月份策略中认为，2 月准备金率下调为大概率事件，给出了三个归因：外汇占款增速的趋缓、稳增长下需要货币改善的持续以及货币政策工具运用的需要。应该说，目前来看，依然可用前期的推论来解释本次的准备金率下调。这里维持我们前期的归因推断，列举如下：

其一、热钱的流动与人民币 NDF 的升贬值具有同步性。但由于全球环境的变化以及跨境人民币贸易结算的扩大，外汇占款客观上再度大规模提升是有所限制；如果从 12 月人民币 NDF 走势和当月外汇占款来看，12 月人民币 NDF 先贬值后升值、月末与月初持平于 6.3826，即人民币 NDF 月涨幅为零但 12 月外汇占款却下降 1000 亿人民币、其规模要大于 10 月和 11 月。因此，虽然 1 月美元贬值力度较大，料外汇占款改善的幅度不会太多、可能只小幅恢复至正增长而难以恢复至正常水平的 1500 亿的增量；因此，由于外汇占款仅小幅增长，所以央行仍然有继续投放货币的需要。

其二、近期连续 2 个月 PMI 的回升，主要不是内生性的，更多是 11 月末下调准备金率导致 12 月信贷货币超预期以及今年 1 月的逆回购和信贷投放，由此，PMI 回升更多是政策推动的缘故。因此，不能因为 PMI 的回升而暂缓货币改善的进程、否则有半途夭折风险。

其三、从货币工具选择看，未来数月到期央票规模依然极少、而目下已经 5 周没有央票的发行、这是 2008 年来的历史记录。显然，央行又不可能轻易长时间放弃央票这一货币工具。因此，未来比较适合的是下调准备金率并适度发行央票，而非继续暂停央票、自废武功；时点也许是 CPI 数据公布前后、并不会太久。

——如前所述，央行目前选择了下调准备金率+正回购，预期未来还有央票工具的对冲。

3、准备金率下调，有利于强化货币信贷回归合理以及经济平稳增长的预期

尽管准备金率下调视为对冲外汇占款、货币市场资金回笼等的对冲性工具，但事实上，准备金率下调有利于信贷的改善、有利于改善货币乘数，并最终有利于经济的平稳增长。

同时，从数据来看，以 80 万亿人民币存款余额、25.6 万亿的外汇占款余额以及 2.3 万亿公开市场未到期资金来看，准备金率下调至 20.5% 则意味着外汇占款对冲率下降至 73%；考虑到准备金率与外汇占款对冲率的关系，我们认为，未来外汇占款对冲率将进一步下降至 72% 左右、若彼时外汇占款增长远落后于存款增长，则需要准备金率的进一步下调。

根据目前外汇占款的变动方向，我们暂时维持年度策略中提出的准备金率回落至 20% 下方，即还有 1-2 次下调空间且适宜在上半年实施。

表 1：最近数月公开市场投放和回笼资金的汇总数据

现金流发生日期	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	逆回购	票据发行	正回购	逆回购到期	
2011-10-19 - 2011-10-31	900	600		510	1000		(10)
2011-11-01 - 2011-11-30	1130	2120		1120	550		1580
2011-12-01 - 2011-12-31	150	650		1290	1250		(1740)
2012-01-01 - 2012-01-31	110	1150	3520			1690	3090
2012-02-01 - 2012-02-19	100				620	1830	(2350)
合计	2390	4520	3520	2920	3420	3520	570

数据源自 WIND，东北证券

三、基于准备金率下调的市场预判及操作策略

1、市场预判：政策催化、市场延续修复行情

准备金率下调超出市场预期，市场将做积极响应；准备金率下调，兑现我们对于 2 月“政策催化”的预期，市场将有望延续估值修复的行情逻辑及步骤。对于短期市场，继续向上修复至 2450-2500 点一线；而非上一次准备金率下调的一日游行情。

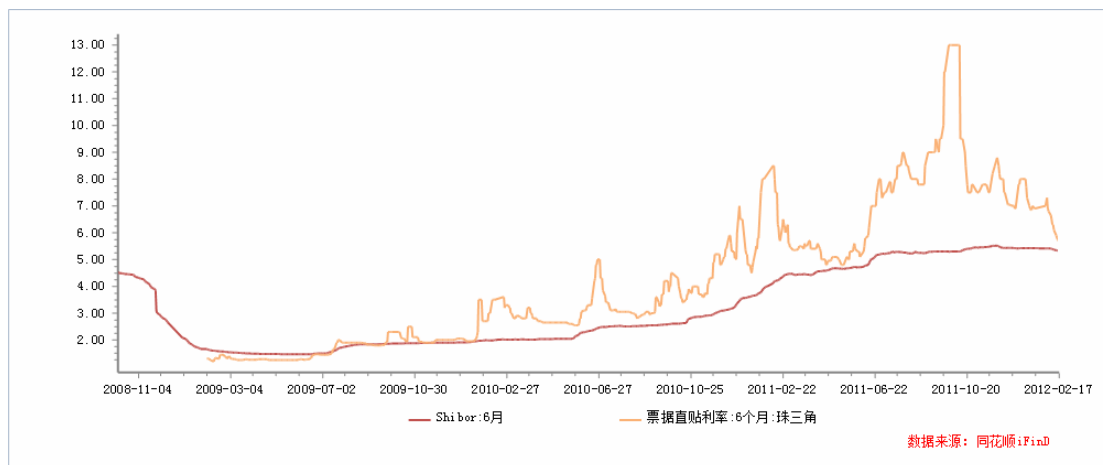
理由如下：

A、本次下调准备金率的市场环境好于上次

年前下调准备金率，是在欧债危机疑云、新兴市场下挫、人民币 NDF 贬值的宏观面下，市场信心不足；更为重要的是，彼时又由于某些公司存在的治理问题、个股的黑天鹅频发，在年末资金紧张背景下，多杀多导致了市场在准备金率下调的政策利好下再度下挫、尽管事后看 12 月份却是产业资本净增持。

而本次下调准备金率，却是在欧债缓和、人民币升值、市场反弹信心有所恢复的背景下；同时，资金面有显著改善，票据直贴利率已经由年前的 7-8% 回落至 6% 下方，金融资本依然处于相对谨慎阶段、年前多杀多的场景将不会看到。

图 1：票据直贴利率及相对 SHBIOR 的利差均出现显著回落



B、有利于强化经济有底的预期，估值修复行情更具支撑

我们一直强调，当下市场政策底、估值底已经确立，而经济底、业绩底尚有不确定性，目前处于流动性底的反复确认过程中、信心的确认需要政策的催化。而准备金率下调，有利于未来经济底预期的形成。

客观而言，2012 年除了面临着较多不确定外，十二五项目的落实暨地方换届后投资需求、货币供应量创出新低且有改善的周期需要、而销量或景气存在着 3-4 年周期的汽车销售乃至房地产销售在今年中期也有内生性的改善需求，因此，只要政策确立稳增长而非因通胀而被动压制的情形，那么经济在下半年是存在着内生性修复的动能的。而物价的回落格局以及本次准备金率的下调，有利于确立市场对于经济平稳增长的预期。

由于流动性底与经济、业绩底之间存在一定的时间差，因此，若市场过度反应流动性改善预期比如 2009 年 2 月份，那么中间将有一次业绩冲击、可能是 1 季报业绩冲击；但由于 2300 点下方产业资本净增持，因此，即使未来回落、空间也不大。而略乐观些的话，如持续的政策改善，导致经济如期在 2 季度筑底而再度出现短周期的回升，那么市场的高度将更大些；且笔者认为，这种可能性发生的概率正在增大而非降低。

2、操作策略

基于对短期运行及中期逻辑的探讨，准备金率的下调有利于确立 2300 点下方、产业资本净增持所构筑的中期底部；并且由于政策改善的预期、经济平稳增长的动能将更强些、中期的看法有进一步改善的要求。

因此，策略上，以逢低吸纳为主，若明日盘中震荡有回落则仓位低的投资者可以作回补，并维持 2 月反弹高度在 2450-2500 一线的看法；2450 点上方、仓重者可考虑阶段性减仓。配置上，依然以低估值+周期+高送转为配置逻辑，关注金融、地产以及汽车、电气设备等低估值、周期性板块。

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。