

报告类型/ 准备金率下调的策略点评报告

经济疲软、政策作为，震荡中逢低吸纳

- 较弱的数据是当下时点下调准备金率的直接原因。物价适度回落而经济产出及货币信贷数据远低于市场一致预期，政策的推进将是必然的；否则，单季度 GDP 增不仅有破八的风险、甚至 7.5%也是困难的。从这种角度看，政策加速推进已经进入临界区域。
- 本次准备金率下调是逆周期政策“长期看改革、短期看货币”的具体体现。货币政策的转向、推动流动性的改善，并辅之于重点项目的推进是短期的必然之举。财政增速下行、货币增速依然低于目标值；当下准备金率依然在下调的通道中，预期未来还将下调。
- 本次准备金率下调总体符合经济回落下政策推进的市场预期，且略好于前期部分市场的解读。准备金率的下调，标志着经济回落下政策是作为的、有利于改善政策风险、缓慢的改善市场风险溢价水平。
- 在经济回落阶段，市场的驱动力主要在于政策的持续推进，而压力在于政策滞后下对经济的担忧；目前来看，政策是作为的。结合信贷短期化、存款定期化的货币信贷特征，市场对于政策主导下的主题投资较为偏好。
- 因此，本轮准备金率下调，对于处于 2400 点下方的市场而言，短期属于利好。市场将做积极反应；但由于基本面改善的缓慢、短期内市场整体以区间震荡、等待更多政策及基本面的信号，即适宜以今年 2 月末 3 月初的震荡形式来展现，如我们之前的月报和周报中的相关情景描述。短期策略上，若明日盘中震荡有回落则仓位低的投资者可以作回补，适宜逢低吸纳而非追高的稳健风格；即 2450 点上方、仓重者可考虑阶段性减仓，2350-2400 点区域内则可适度低吸。
- 配置上，业绩成长以及政策推进的两类主线依然是后市的主要投资主线；关注两条主线的轮动，由于准备金率的下调，短期更偏好于政策推进主线，即短期重点关注券商保险以及工程机械、建材、煤炭等板块，并对重点项目建设推进相关主题板块如高铁、核电、环保等给予关注。

相关报告

《市场下跌策略点评：上涨途中的调整、重
2012-5-10

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 事件描述：年内第二次准备金率下调、于疲弱的宏观数据之后.....	3
2. 下调准备金率的归因及分析.....	3
2.1. 经济超预期回落、逆周期政策必需推进.....	3
2.2. 短期看，推进货币信贷的改善是政策组合中的必然选择.....	4
3. 基于准备金率下调的市场预判及操作策略.....	5
3.1. 市场预判：强化政策预期，利于市场企稳.....	5
3.2. 操作策略：低吸为主、短看政策推进类主线.....	5
表 1: 4 月份经济数据实际值显著低于市场预测值.....	3
图 1: 中长期信贷余额增速继续回落、M1 增速二次探底.....	4
图 2: 中长期信贷占比持续低于均值、经济增长的前景堪忧.....	4
图 3: 财政收入增速显著回落、财政压力增大.....	5
表 2: 上次(2 月 18 日)准备金率下调后一周市场板块表现的借鉴.....	6

1. 事件描述：年内第二次准备金率下调、于疲弱的宏观数据之后

5月12日晚，央行宣布从2012年5月18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。这是自2011年11月30日首次下调准备金率以来的第三次，也是年内的第二次，显示准备金率处于下调周期之内。大型金融机构存款准备金率将调至20%，中小金融机构将调至16.5%，大致释放4000多亿元。

2. 下调准备金率的归因及分析

2.1. 经济超预期回落、逆周期政策必需推进

本次准备金率下调，在周五宏观数据公布之后；显然，较弱的的数据是当下时点下调准备金率的直接原因。

就4月公布的数据来看，价格层面，CPI 3.4%符合预期、PPI 则回落 0.7%，显示物价结构性矛盾依然突出，但总体价格缓步回落的趋势未变，预期未来数月物价回落的趋势还将存在，这为货币政策提供了操作空间。

同时，经济产出数据以及货币信贷数据均低于预期。工业增加值数据回落至9.3%，是金融危机以来首次跌入10%下方。同时，市场寄予厚望的货币信贷数据，也低于预期，信贷只有6800亿、低于去年同期；M2增速回落至12.8%、低于上月数据，也远低于14%的年度目标；更为重要的是，M1增速二次探底、再次下滑至3.1%的历史低点，伴随着的是新增信贷中中长期信贷迟迟难以释放出来、新增中长期信贷占当月信贷的比重连续低于30%，信贷结构短期化、存款结构长期化的特征依然延续，经济增长的前景不容乐观。

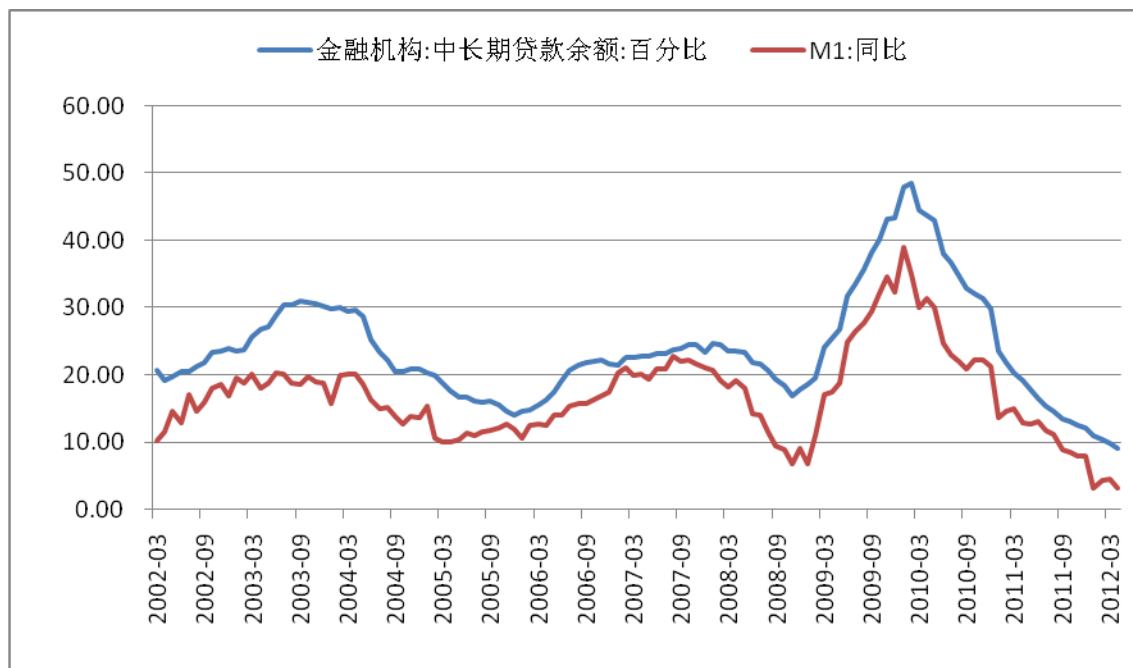
因此，物价适度回落而经济产出及货币信贷数据远低于市场一致预期，政策的推进将是必然的；否则，就当下的工业增加值数据以及货币信贷数据，单季度GDP增不仅有破八的风险、甚至7.5%的GDP增速也是有困难的。从这种角度看，政策加速推进已经进入临界区域。

表 1: 4月份经济数据实际值显著低于市场预测值

指标	201204F	201204	201203	4月实际数据与预期差异
CPI (%)	3.4	3.4	3.6	0
PPI (%)	-0.5	-0.7	-0.3	-0.2
社会消费品零售 (%)	15.2	14.1	15.2	-1.1
工业增加值 (%)	12.1	9.3	11.9	-2.8
出口 (%)	8.9	4.9	8.9	-4
进口 (%)	11.9	0.3	5.3	-11.6
贸易顺差 (亿美元)	77.5	184.3	53.5	106.8
固定资产投资: 累计 (%)	20.4	20.2	20.9	-0.2
M2 (%)	13.2	12.8	13.4	-0.4
人民币贷款 (%)	15.5	15.4	15.7	-0.1
人民币贷款: 新增 (亿元)	7801	6818	10100	-982.8

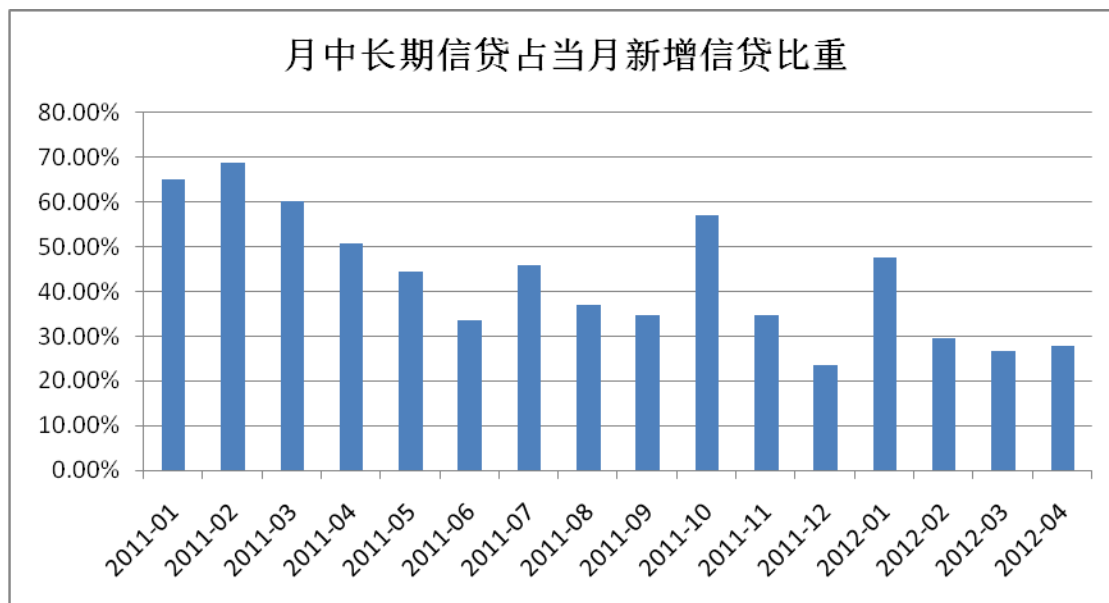
数据来源：东北证券，Wind

图 1: 中长期信贷余额增速继续回落、M1 增速二次探底



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 中长期信贷占比持续低于均值、经济增长的前景堪忧



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 短期看, 推进货币信贷的改善是政策组合中的必然选择

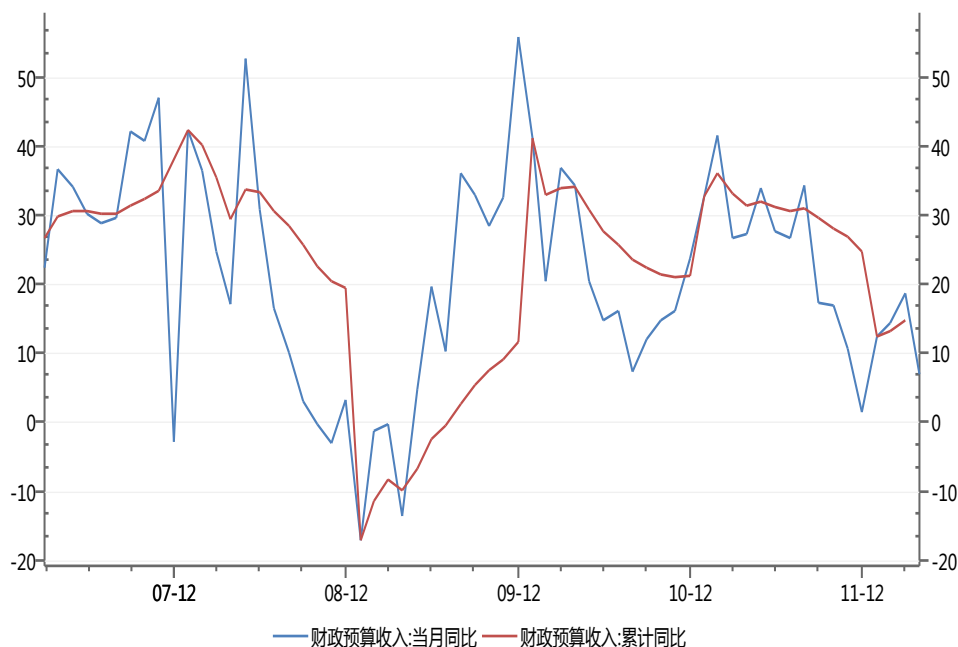
强化改革、重提供供给主义的政策, 通过包括金融领域在内的改革、减税等手段, 应该说是长期之策。

但是, 面对经济的回落, 短期而言, 货币政策的转向、推动流动性的改善, 并辅之于重点项目的推进是短期的必然之举。而且, 在财政收入增速也在回落、4 月同比增速仅为 6.9%, 这也注定了面对经济回落的逆周期政策组合中, 长期看改革、短期看货币的逻辑; 同时, 就目前货币信贷看, 不仅 M2 增速仅 12.8%、低于 14% 的目标; 信贷当月同比负增长, 与 7.5-8 万亿信贷的预期也有距离, 因此, 货币信

贷的现状，也为进一步货币政策改善提供了空间。

由此，财政增速下行、货币增速偏离目标值；当下的准备金率依然在下调的通道中，预期未来还将下调；且不排除上半年还有 1 次降准、并在 7 月份前后有降息的可能。

图 3：财政收入增速显著回落、财政压力增大



数据来源:Wind资讯

数据来源：东北证券，Wind

3. 基于准备金率下调的市场预判及操作策略

3.1. 市场预判：强化政策预期，利于市场企稳

准备金率下调总体符合经济回落下政策推进的市场预期，且略好于部分市场的解读。因为，之前 5 月 10 日、央行《2012 年第一季度中国货币政策执行报告》中提到“运用逆回购、正回购、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合，灵活调节银行体系流动性，引导市场利率平稳运行”，将存准率的位置滞后，削弱了部分市场人士的观点。

因此，总体看，准备金率的下调，标志着经济回落下政策是作为的、有利于改善政策风险；本次准备金率下调是逆周期政策“长期看改革、短期看货币”的具体体现。中短期看，准备金率还有下调空间、甚至 6 月份仍有降准可能；且不排除在物价回落至 3% 左右时有降息可能。

在经济回落阶段，市场的驱动力在于政策的持续推进，而压力在于政策滞后下对经济的担忧；目前来看，政策是作为的，且作为的方向看，长期在改革、短期则以货币为主、财政投入为辅。结合目前信贷短期化、存款定期化的特征，市场对于政策主导下的主题投资较为偏好。

因此，本轮准备金率下调，是政策对冲经济超预期回落的一个部分；预期逆周期政策还将推进，对于处于 2400 点下方的市场而言，属于短期利好，且中期看、随着后续政策的进一步推进、市场的风险溢价还有改善的空间。

3.2. 操作策略：低吸为主、短看政策推进类主线

市场将对本次准备金率做积极反应，但由于基本面改善的缓慢；策略上，若明日盘中震荡有回落则仓位低的投资者可以作回补，适宜逢低吸纳而非追高的稳健风格；短期内市场整体以区间震荡、等待更多政策及基本面的信号，即适宜以今年 2 月末 3 月初的震荡形式来展现，这一段我们之前的月报和周报中均有描述，即 2450 点上方、仓重者可考虑阶段性减仓，2350-2400 点区域内则可适度低吸。

配置上，业绩成长以及政策推进的两类主线依然是后市的主要投资主线；只是需要关注两条主线之间的轮动，由于准备金率的下调，短期更偏好于政策推进主线，即主要关注早周期等相关板块，短期重点关注券商保险以及工程机械、建材、煤炭等板块，并对重点项目建设推进相关主题板块如高铁、核电、环保等给予关注。

表 2: 上次(2月 18 日)准备金率下调后一周市场板块表现的借鉴

板块名称	区间涨跌幅 2 月 19 日-2 月 26 日%	板块名称	区间涨跌幅 2 月 19 日-2 月 26 日%
SW 房地产开发 II	10.7	SW 化学原料	6.51
SW 视听器材	10.35	SW 环保工程及服务 II	6.32
SW 网络服务	9.77	SW 白色家电	6.22
SW 园区开发 II	8.87	SW 仪器仪表 II	6.15
SW 电子制造	7.96	SW 塑料 II	5.91
SW 建筑材料	7.84	SW 橡胶	5.84
SW 餐饮 II	7.42	SW 传媒	5.77
SW 交运设备服务	6.92	SW 建筑装饰	5.69
SW 计算机应用	6.88	SW 通信设备	5.65
SW 证券 II	6.79	SW 汽车整车	5.61
SW 金属制品 II	6.71	SW 煤炭开采 II	5.47
SW 采掘服务	6.63	SW 医疗器械 II	5.46

数据来源：东北证券，Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760