

宏观与策略 - 流动性缓步改善，二月份通胀将大幅下滑

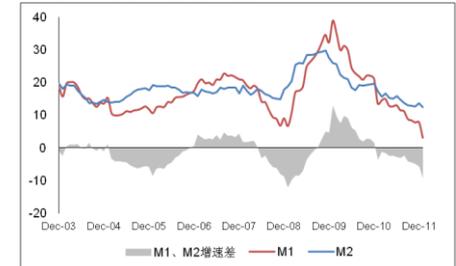
- ❖ **存准率下调有助于流动性的缓慢恢复。**央行近期决定从今日起下调准备金率50个基点，虽然较我们预期时间推后一个月，但此前的逆回购和本次调准仍然表明决策层在不遗余力的执行“预调微调”。我们认为，存准率下调会略微提高银行的资金收益率并改善其流动性状况，但短期内不会对贷款增长有太大帮助。据我们的观测，年初以来商业银行存款流失严重，主要是由于去年12月底冲存款后，在高基数下存款再度由表内流出至表外所致。目前情况是：大行受控于额度管制，贷款投放按部就班；中小行苦于贷存比和资本金限制，信贷增长乏力。中长期来看，随着流动性缓慢改善，货币乘数效应逐步发挥，降准将有助于存款的增长并间接促进贷款的投放。
- ❖ **宏观经济仍处在下滑周期内。**我们注意到，近期中长期贷款比重进一步减少的趋势仍在持续，表明固定资产投资的增长仍在放缓。一方面，基础设施建设的增速可能有所减缓，另一方面企业扩大再生产的动力在减弱。我们认为，目前经济增速仍处在缓慢的下滑通道中，企业的贷款需求也在逐步减弱。二月份汇丰PMI初值虽连续三个月回升至49.7%，但出口仍在继续下行，内需也并未有效放大。PMI的反弹主要是由于春节后的季节性因素所致。我们认为，两会之后政策走向将逐渐明朗，届时开工启动将有效促进内需，经济增速有望在二季度见底回升。
- ❖ **食品价格下降，二月份通胀将大幅下滑。**一月份，春节因素导致食品价格出现大幅上涨，从而导致CPI涨幅超过市场预期。我们发现，二月份以来，食品价格快速回落，CPI涨幅预计也将大幅下降至3.5%左右。我们仍然维持此前的判断，即2012年通胀将显著回落至决策层可以接受的水平，“保增长”的优先地位不会再次让位于“抗通胀”。我们预计未来经济增速将逐步见底，流动性状况也将缓步改善。外围方面，欧债危机预计仍将长期困扰全球复苏进程，而伊朗核危机可能引发的后果短期内也会对市场造成扰动。自年初以来恒指已反弹逾15%，我们认为目前恒指处在过去7个月的高位，应注意风险。

存款准备金率(%)



来源: 中国人民银行

M1和M2同比增速及“剪刀差”



来源: 中国人民银行

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。