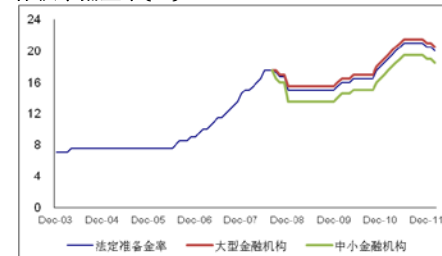


宏觀與策略 - 流動性緩步改善，二月份通脹將大幅下滑

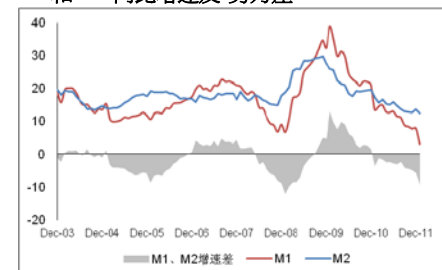
- ❖ **存准率下調有助于流動性的緩慢回復。**央行近期決定從今日起下調準備金率 50 個基點，雖然較我們預期時間推後一個月，但此前的逆回購和本次調准仍然表明決策層在不遺餘力的執行“預調微調”。我們認為，存准率下調會略微提高銀行的資金收益率并改善其流動性狀況，但短期內不會對貸款增長有太大幫助。據我們的觀測，年初以來商業銀行存款流失嚴重，主要是由于去年 12 月底沖存款後，在高基數下存款再度由表內流出至表外所致。目前情況是：大行受控于額度管制，貸款投放按部就班；中小行苦于貸存比和資本金限制，信貸增長乏力。中長期來看，隨著流動性緩慢改善，貨幣乘數效應逐步發揮，降準將有助于存款的增長并間接促進貸款的投放。
- ❖ **宏觀經濟仍處在下滑周期內。**我們注意到，近期中長期貸款比重進一步減少的趨勢仍在持續，表明固定資產投資的增長仍在放緩。一方面，基礎設施建設的增速可能有所減緩，另一方面企業擴大再生產的動力在減弱。我們認為，目前經濟增速仍處在緩慢的下滑通道中，企業的貸款需求也在逐步減弱。二月份匯豐 PMI 初值雖連續三個月回升至 49.7%，但出口仍在繼續下行，內需也并未有效放大。PMI 的反彈主要是由于春節後的季節性因素所致。我們認為，兩會之後政策走向將逐漸明朗，屆時開工啓動將有效促進內需，經濟增速有望在二季度見底回升。
- ❖ **食品價格下降，二月份通脹將大幅下滑。**一月份，春節因素導致食品價格出現大幅上漲，從而導致 CPI 漲幅超過市場預期。我們發現，二月份以來，食品價格快速回落，CPI 漲幅預計也將大幅下降至 3.5% 左右。我們仍然維持此前的判斷，即 2012 年通脹將顯著回落至決策層可以接受的水平，“保增長”的優先地位不會再次讓位於“抗通脹”。我們預計未來經濟增速將逐步見底，流動性狀況也將緩步改善。外圍方面，歐債危機預計仍將長期困擾全球復蘇進程，而伊朗核危機可能引發的後果短期內也會對市場造成擾動。自年初以來恒指已反彈逾 15%，我們認為目前恒指處在過去 7 個月的高位，應注意風險。

存款準備金率(%)



來源：中國人民銀行

M1 和 M2 同比增速及“剪刀差”



來源：中國人民銀行

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。