



东兴证券
DONGXING SECURITIES

宽松货币政策正式退出

——央行上调存款准备金率点评

2010 年 1 月 12 日

宏观经济

事件点评

谭淞

宏观经济研究员

010-66507328

事件：

中国人民银行决定，从 2010 年 1 月 18 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。为增强支农资金实力，支持春耕备耕，农村信用社等小型金融机构暂不上调。同日，央行 1 年期票据发行利率由此前的 1.7605% 提高至 1.8434%。

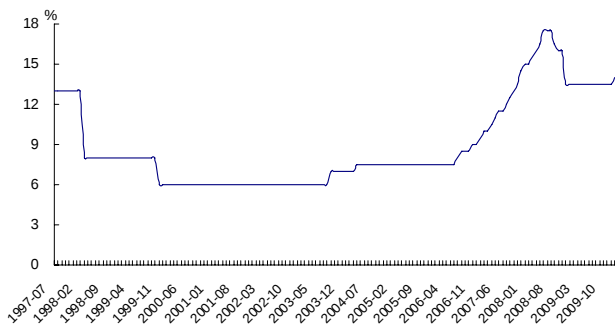
观点：

1. 出台：超预期的政策调控表明宽松货币政策正式退出

此次央行上调存款准备金率无论从时间还是从力度来看，都超出了市场对于央行政策微调的预期。从时间点来看，2009 年全年 CPI 仍为负值，预计为 -0.7%；而 12 月 CPI 虽然有可能达到 1.6% 甚至更高，但这主要是因为上年的低基数效应。而从力度来看，存款准备金率是货币政策三大工具（利率、存款准备金率及公开市场操作）中影响大、时滞长、最缺乏灵活性的一种。因此，本次央行上调存款准备金率表明央行已不是在进行政策微调，而是宽松货币政策的退出。2010 年货币政策转为中性甚至偏紧。

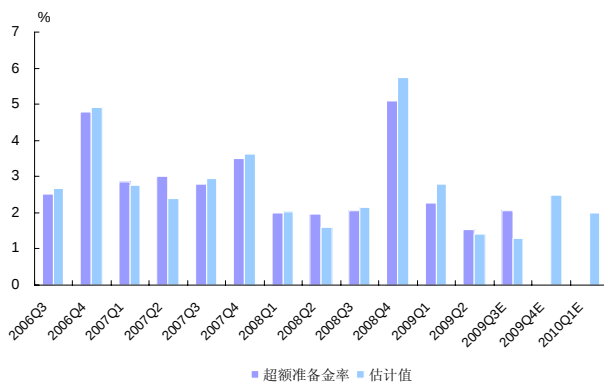
在上调存款准备金之前，从去年 7 月开始，央行已经在公开市场进行微调，多次上调央票和正回购利率。微调在 9 月份之后暂告一段落。本月 7 日，3 个月期央票的参考收益率上调至 1.3684%。12 日，1 年期央票参考收益率为 1.8434%，打破了该利率自去年 8 月 11 日以来一直维持在 1.7605% 水平的局面。

图 1：1997 年至今法定存款准备金率



资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：2006 年至今金融机构超额存款准备金率

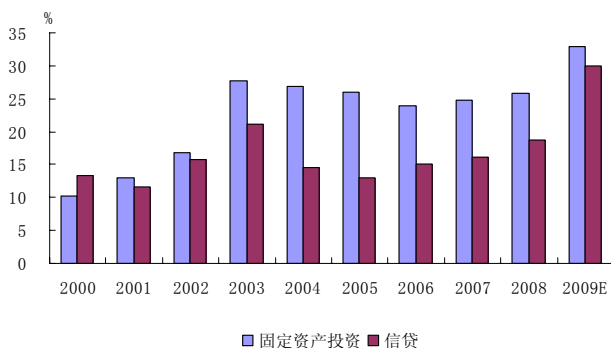


资料来源：wind，东兴证券整理

2. 原因：回收过度投放的流动性，增强货币政策前瞻性

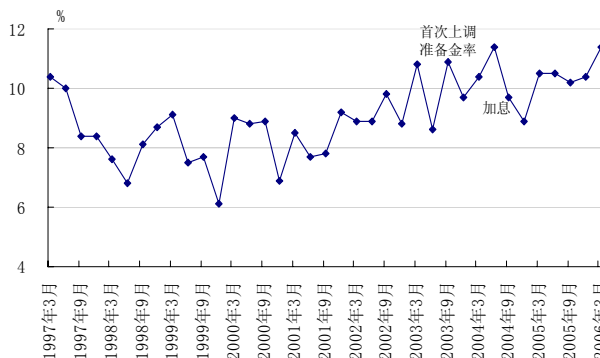
此次央行上调准备金率既非针对当前 CPI，有可能存在以下几方面原因。一是对于 2009 年流动性过度释放的反应。全球央行 2009 年大量注入流动性的结果是资产价格和商品价格的大幅上涨。IMF 等国际机构去年开始数次提醒相关经济增长较快的国家防范资产价格泡沫。此前澳大利亚等国的加息也是主要针对资产价格上涨而非通货膨胀（CPI 仍低于政策调控目标）。二是央行试图增强政策前瞻性。央行在去年的季度报告中对 2007-2008 年政策前瞻性不足进行了反思。如果说央行基于资产价格过快上涨而上调存款准备金率，也是加强政策前瞻性的反应之一。三是本月新增贷款创近期新高。我们测算，本月新增贷款有望高达 8000-10000 亿。央行上调准备金率当然可以约束银行放贷能力，但我们不认为是主要原因。因为即使新增贷款接近万亿，全年贷款规模仍可控制在合理范围之内。央行只需提过公开市场操作即可实现调控目标。综上所述，我们认为央行为增强政策前瞻性，同时也是为了回收为应对危机而过度投放的流动性，选择了上调存款准备金率。

图 3：2000-2009 年固定资产投资及信贷年度增速



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：1997-2006 年 GDP 季度同比增速

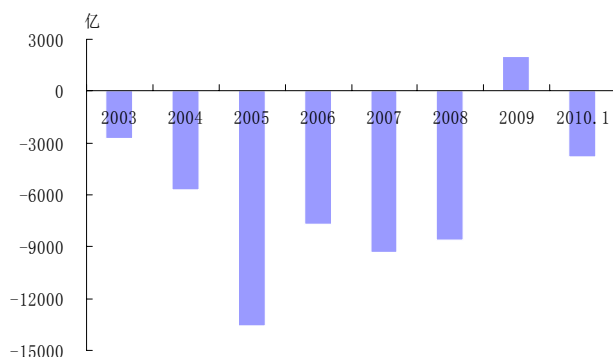


资料来源：wind，东兴证券整理

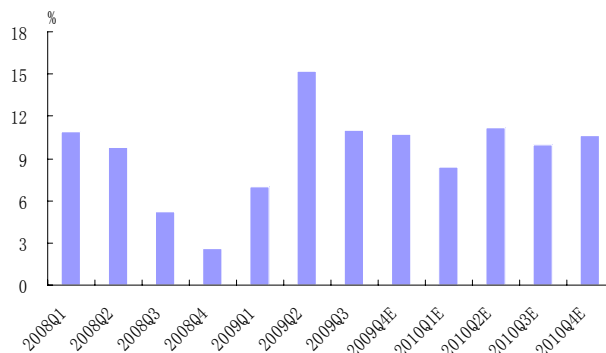
回顾历史，央行上调存款准备金率或是针对信贷或是针对外汇占款。1999-2002 年，央行在亚洲金融危机长期保持 6% 的低存款准备金率。2003 年 9 月和 2004 年 4 月，两次上调主要是因为 2003 年开始的投资和信贷热（2004 年 4 月还上调了固定资产投资项目资本金比例；2004 年 10 月 29 日，九年来第一次加息）。2006 年 6 月开始至 2008 年 6 月，央行连续多次上调存款准备金率，最高至 17.5%。这一时期银行信贷及 M2 年度增速不到 20%，但是外汇储备及外汇占款增长过快（外汇占款成为 M2 增长的主要来源），只能通过上调准备金率回笼部分流动性。今年信贷增速市场普遍预期在 16-18% 之间，在外贸增长不到 20% 的前景下，外汇储备的增速也难以重现 2006-2008 年的高增长。因此，央行并非担忧今年流动性过快增长，而是对过往政策的矫正及防范通胀。

3. 效果：尚能基本满足实体经济贷款需求

据测算，在货币乘数作用下，此举效果相当于回笼 1.3 万亿资金（直接效果是回笼近 3000 亿；而去年央行公开市场净投放才 2030 亿，本月已回笼 2820 亿）。如果这一效应完全在今年体现出来，意味着相应的新增贷款有可能减少 1 万亿。我们估算，去年投放的贷款中，大约有超过 1 万亿尚未进入实体经济。因此本次存款准备金率上调后，新增贷款尚能基本满足企业的贷款需求。但是如果年内央行继续上调准备金率而外汇储备又无超预期增长，则信贷有可能无法满足企业需求。

图 5：2003 年以来央行公开市场净投放


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 6：2008-2010 年 GDP 季度环比增速


资料来源: CEIC, 东兴证券整理

尽管此前我们预计央行在 2 季度末之后才有可能加息,由于本次存款准备金率上调在时间点上大大超出预期,不排除未来央行提前加息的可能。另外,即使在较高的基数下,今年 2 季度 GDP 环比增速仍将达到 11.2%(2009 年 2 季度环比虽然高达 15.2%,但主要是因为去年 1 季度基数太低),为近年次高点。从以往经济增长与宏观调控的关系看,2、3 季度的政策风险依然存在。

分析师简介

谭 松

宏观经济研究员,经济学博士生,2008 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。