

通胀敏感窗口逼近，中性货币政策加速回归

——存款准备金率再度上调分析报告

2010 年 5 月 2 日

核心观点：

- 央行本次上调存款准备金率是该货币政策工具的第三次使用，是央行继续使用数量化手段而价格手段慎用的体现；同时也是央行刺激性政策柔性退出的表现。
- 本次上调准备金是央行合理政策工具组合搭配，推动货币供应持续回落并回归“常态”，体现央行继续回收金融体系过多的流动性减少通胀压力的政策意图。
- 2010 年 5-7 月份，将是中国本轮通胀压力凸现的敏感时间窗，隐性通胀将逐步向显性通胀转化。
- 前两次准备金率上调，央行主要针对商业银行信贷失控，本次上调准备金率，央行更侧重对通胀预期管理手段的应用。
- 本次运用准备金率工具，同时释放央行在短期内将不加息的政策信号。当然这不意味着中长期央行会放弃加息手段，我们维持之前的研究观点：由于判断 2010 年中国通胀率水平整体处于中央政府调控目标值 3% 以上，因此 2010 年至 2011 年上半年，央行的利率调整幅度并非国内机构所普遍预期的小幅调整 54 个基点，而是随着温和通胀到来将逐渐转化加息周期，预计未来 1 年应有 100 个基点左右的加息空间，即加息 3-4 次。

金融与产业研究所
宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: zxzhang001@163.com

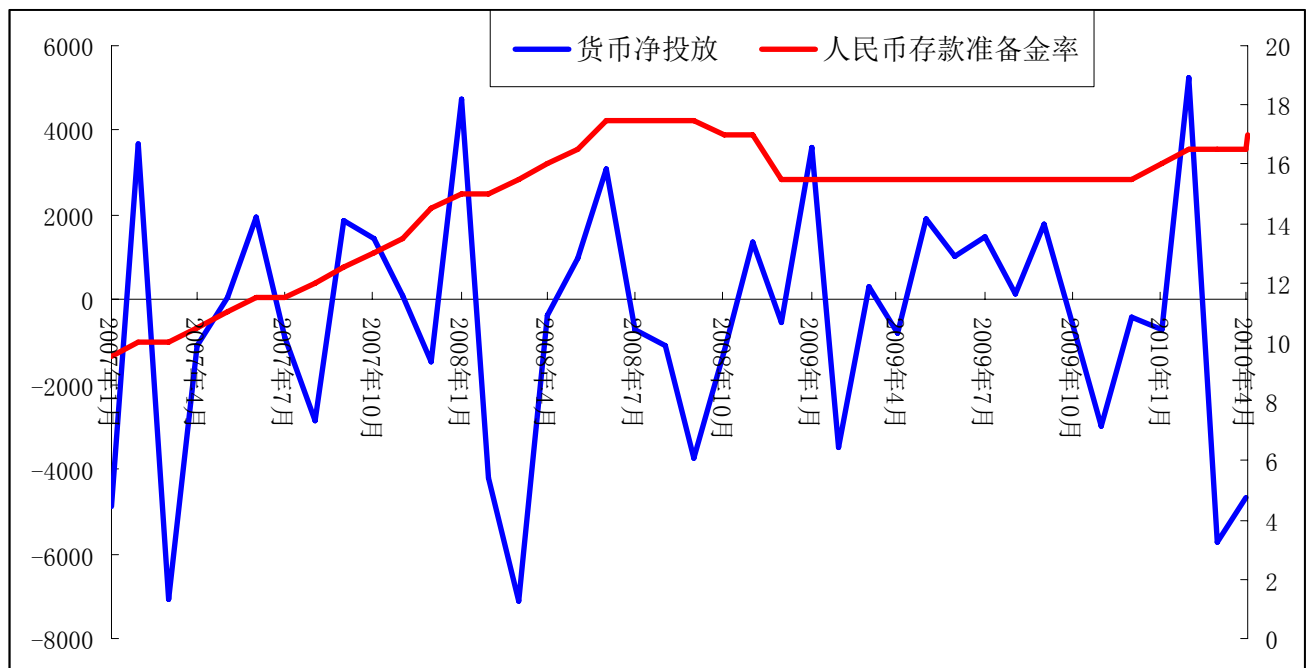
地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

一、提高准备金率再次体现央行通胀管理的战略意图

中国人民银行决定，从 2010 年 5 月 10 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。央行本次上调存款准备金率是该货币政策工具的第三次使用，是央行继续使用数量化手段而价格手段慎用的体现；同时也是央行刺激性政策柔性退出的表现。

自 2010 年以来，央行已经三次上调准备金率，其战略意图是回收金融体系的过剩流动性，而流动性本身就是本轮通胀的重要动力源。自 2009 年开始，商业银行在管理层刺激经济政策的驱动下进行积极放贷，而大量放贷的重要后果就是货币创造。因此，针对 2009 年以来大量投放的流动性以及近期资产价格（尤其是房地产价格）上涨，如何在 2010 年信贷、投资政策和货币供应等一系列政策框架进行结构性调整，就成为当前央行通胀预期积极实施管理的重要体现。2010 年连续三次上调准备金率和加快货币市场操作进行流动性回收，央行政策意图很显然：既不损害实体经济复苏，又要抽走金融市场的多余流动性以此减弱通胀预期；同时，暂不采用加息的价格工具，说明央行在货币政策工具搭配中考虑不损害实体经济的前提下谋划“刺激政策退出战略”。（见图 1）。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 1：金融机构存款准备金率和货币投放

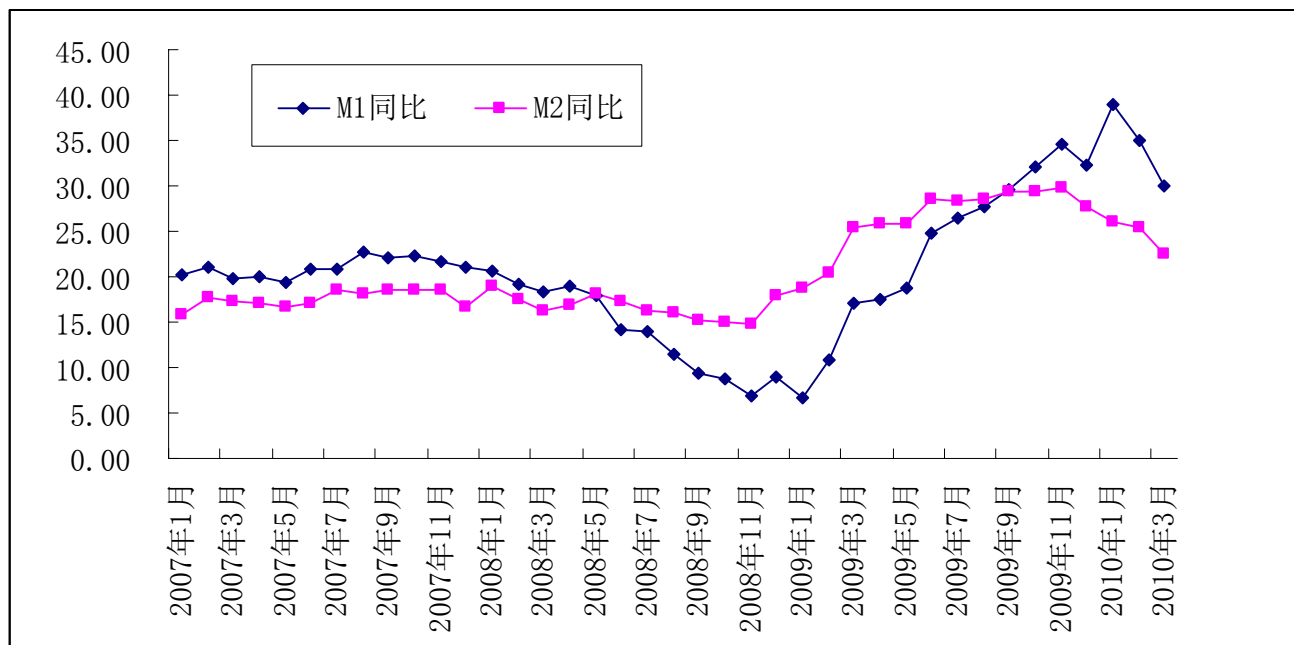
二、通胀敏感窗口逼近，宽松货币政策亟待柔性退出

尽管 2010 年第 1 季度央行和银监会已经实施了货币政策和信贷政策的适度收缩，通过

“均衡放贷”等政策引导商业银行理性放贷，但是从金融市场运行层面观测，金融体系的流动性依然充沛。资产价格面临上涨压力，尤其是在国际大宗商品大幅上涨的国内货币供给过多的双重因素驱动下，经济体系的通胀压力突出，并且在2010年5-7月份是中国本轮通胀压力凸现的敏感时间窗。隐性通胀将逐步向显著通胀转化，尤其在2季度由于受到价格变动的翘尾因素、国际大宗商品价格的传导效应、国内货币信贷增长的滞后等因素影响，通胀率的敏感性窗口将全面显现。

因此，针对金融市场流动性充沛和通胀压力的判断，如何采取合理政策工具组合搭配推动货币供应持续回落并回归“常态”和“中性化”，将是货币政策的基本导向。本次上调准备金是央行合理政策工具组合搭配，推动货币供应持续回落并回归“常态”，体现央行继续回收金融体系过多的流动性减少通胀压力的政策意图。前两次准备金率上调，央行主要针对商业银行信贷失控，本次上调准备金率，央行更侧重对通胀预期管理手段的应用。

本次运用准备金率工具，同时释放央行在短期内将不加息的政策信号。当这不意味着中长期央行会放弃加息手段，我们维持之前的研究观点：由于判断2010年中国通胀率水平整体处于中央政府调控目标值3%以上，因此2010年至2011年上半年，央行的利率调整幅度并非国内机构所普遍预期的小幅调整54个基点，而是随着温和通胀到来将逐渐转化加息周期，预计未来1年应有100个基点左右的加息空间，即加息3-4次。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 2：货币供应量持续回落态势

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：（8621）6336 7000

传真：（8621）6337 3209