

通胀形势严峻，货币政策转向稳健

----央行上调存款准备金率点评

报告要点

■ 央行宣布上调银行存款准备金率

据中国人民银行网站 11 月 10 日晚间发布的消息，中国人民银行决定，从 2010 年 11 月 16 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。此次上调后，大型金融机构的存款准备金率将达到 18%，创下历史新高。

■ 意料之内的货币收缩

管理层一直力图给市场形成经济复苏尚未起稳而通胀压力尚需观察的预期，这种模糊的打破取决于政府对经济复苏的确认或者对通胀的容忍上限。目前来看，PMI 的持续回升、库存重建的苗头，似乎都预示着经济在出现环比复苏迹象，这是货币政策转向的第一前提。而就 11 月 2 日央行发布的三季度货币政策执行报告来看，我们认为央行已预见到明年上半年通胀水平很可能进一步上升。因此，今年年底 12 月或明年年初，若经济增长态势较为稳固，则央行很可能还要进行一次预防性和前瞻性的加息；其后，如果 11 年上半年 CPI 月度涨幅达到 5%，则央行可能再加息一次。

■ 防范资产泡沫和热钱流入是重要因素

10 月房价连续第二个月出现环比上涨，显示出中国政府在给房地产市场降温上面临的挑战，尽管第二轮调控更为严厉，但是国内房价依然坚挺，这加剧了资产泡沫风险。此外，10 月中国贸易顺差创下四个月来的新高，达到 271 亿美元，高于 9 月的 169 亿美元，这将对未来人民币升值造成较大压力，尤其是目前的 G20 峰会时期，预计人民币议题也会继美元问题后成为热门话题。但是从一年期 NDF 来看，之前的加息并未引起人民币升值预期的大幅上升，这也给持续的货币政策收紧提供了短期支持。

■ 本次数量型调控对股市的影响有限

10 月 19 日加息后，银行间拆借市场的短期利率未受影响，而 3 月期、6 月期和 1 年期利率明显上升，加息有效抬高了资金价格。以 9 月末人民币存款余额 70.09 万亿元为准，预计本次上调 0.5 个百分点将直接冻结资金超过 3500 亿元，但是考虑宏观经济环比复苏态势良好，行情的延续更多是从基本面逻辑出发，而在管理层认可经济回升趋势的背景下，相信周期股也不会受太多影响，这是我们对资本市场中期看多的理由，但是短期内在流动性回收下出现高位震荡也不可避免。

分析师：

李冒余

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

事件：央行宣布加息 25 个基点

据中国人民银行网站 11 月 10 日晚间发布的消息，中国人民银行决定，从 2010 年 11 月 16 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。此次上调后，大型金融机构的存款准备金率将达到 18%，创下历史新高。

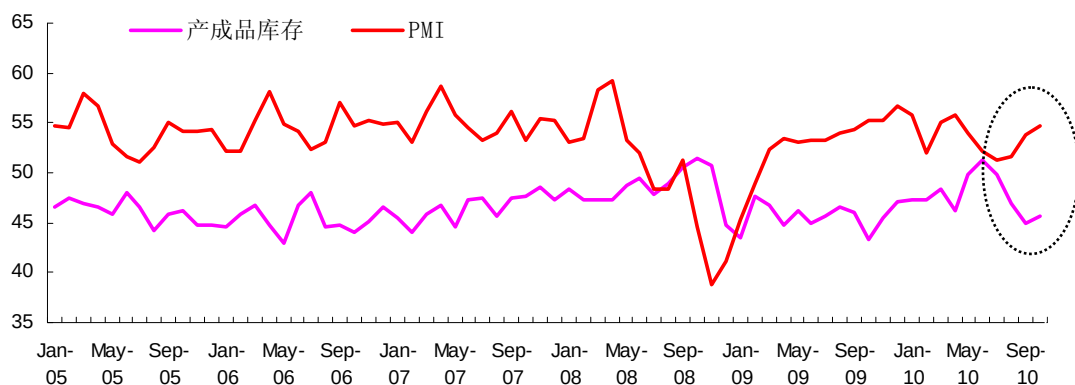
点评：通胀形势严峻，货币政策转向稳健

时值数据发布时期，该举措毫无疑问预示着通胀形势的严峻。就近期重要部门讲话来看，预计 10 月 CPI 在 4%，全年为 3.1%；而 10 月 PPI 在国际大宗商品输入下反弹至 4.6%。另一方面，最新公布的数据显示 10 月房地产价格连续两月环比上涨，而贸易顺差创四个月新高则加剧了本币升值压力，资产泡沫和热钱流入一起成为倒逼央行加快货币政策转向的利器。以 9 月末人民币存款余额 70.09 万亿元为准，预计本次上调 0.5 个百分点将直接冻结资金超过 3500 亿元，但是考虑宏观经济环比复苏态势良好，预计股市短期内维持高位震荡，而中期在基本面支撑下延续上升趋势。

意料之内的货币收缩

事实上，管理层一直力图给市场形成经济复苏尚未起稳而通胀压力尚需观察的预期。我们之前说了，这种模糊的打破取决于政府对经济复苏的确认，或者对通胀的容忍上限。目前来看，PMI 的持续回升、库存重建的苗头，似乎都预示着经济在出现环比复苏迹象。这是货币政策转向的第一前提。

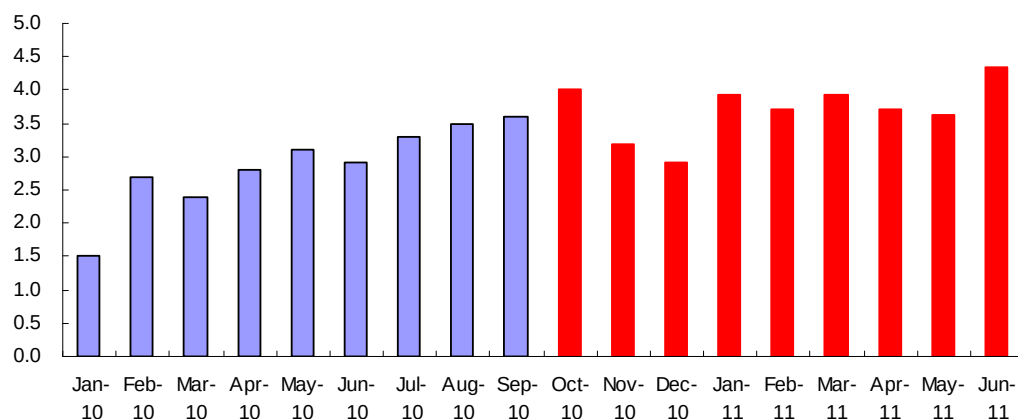
图 1：领先指标 PMI 显示经济复苏良好



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

11 月 2 日，央行发布《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》。报告称，“第三季度，中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。下一阶段，国民经济有望继续保持平稳较快增长的态势……但是，价格走势的不确定性较大，需加强通胀预期管理。未来，要继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点，在保持政策连续性和稳定性的同时，增强针对性和灵活性，根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。”

图 2: 通胀压力持续上行



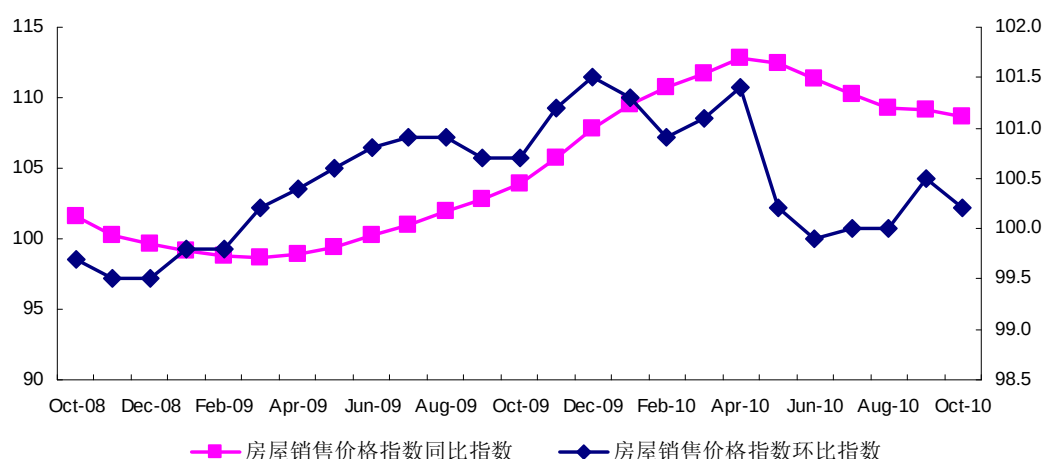
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

总体上，我们认为央行已预见到明年上半年通胀水平很可能进一步上升。因此，今年年底 12 月或明年年初，若经济增长态势较为稳固，则央行很可能还要进行一次预防性和前瞻性的加息；其后，如果 11 年上半年 CPI 月度涨幅达到 5%，则央行可能再加息一次。

资产价格调控不力，贸易顺差继续扩大

这两天陆续公布了 1-10 月的房地产运行和外贸出口数据，耐人寻味的在于，数据显示经济继续向好，但是也加剧了泡沫和热钱的困境。10 月房价连续第二个月出现环比上涨，显示出中国政府在给房地产市场降温上面临的挑战，尽管第二轮调控更为严厉，但是国内房价依然坚挺，这加剧了资产泡沫风险。

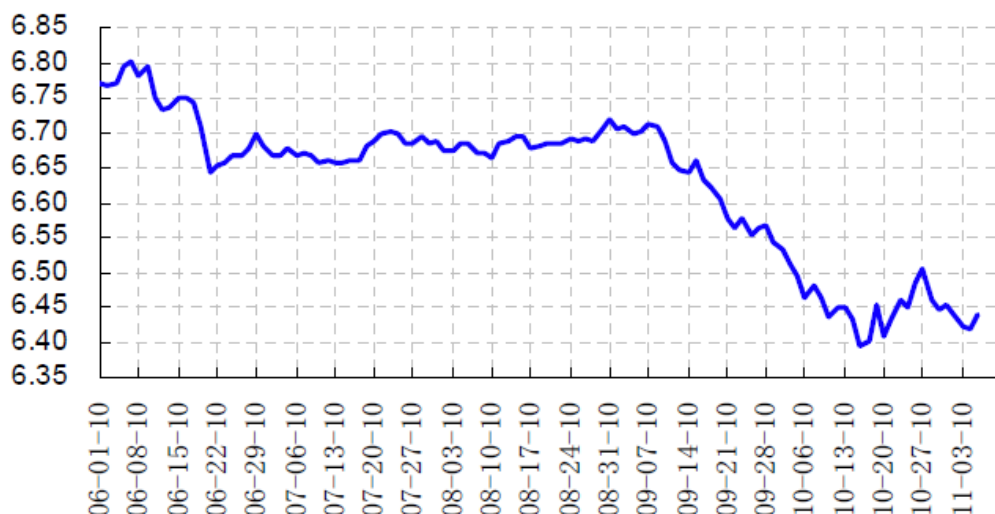
图 3: 房地产价格依然维持坚挺



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

此外，10 月中国贸易顺差创下四个月来的新高，达到 271 亿美元，高于 9 月的 169 亿美元，这将对未来人民币升值造成较大压力，尤其是目前的 G20 峰会时期，预计人民币议题也会继美元问题后成为热门话题，近期人民币即期汇率的波动率显著提升且双向波动幅度增大就说明了问题。但是从一年期 NDF 来看，之前的加息并未引起人民币升值预期的大幅上升，这也给持续的货币政策收紧提供了短期支持。

图 4：人民币一年期 NDF 保持稳定

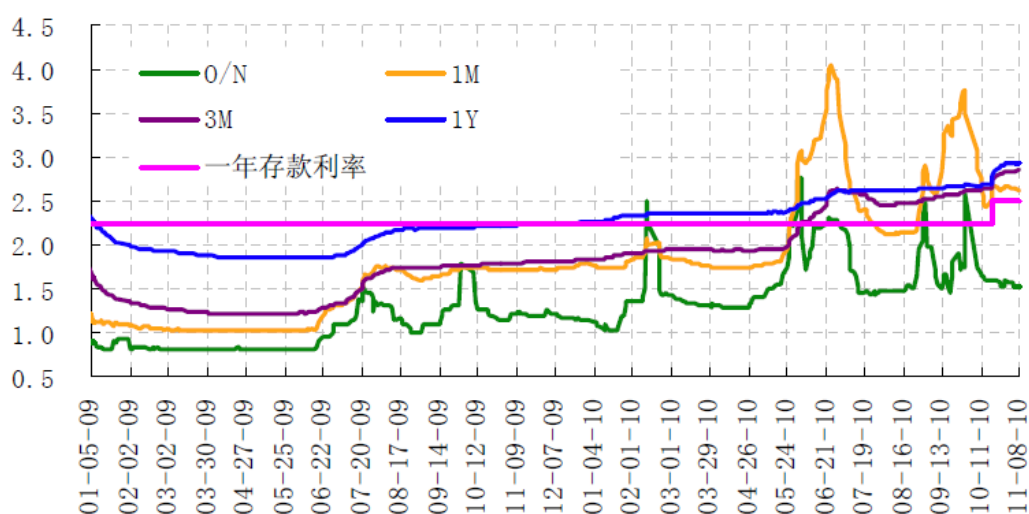


资料来源：财汇咨询，长江证券研究部

流动性回收对股市影响有限

即使忽略近期的操作，银行间拆借利率近期也出现了上升，而股市依然走好，这是负利率压力下市场自发推动的利差修复。就目前情况看，10月19日加息后，银行间拆借市场的短期利率未受影响，而3月期、6月期和1年期利率明显上升，加息有效抬高了资金价格。以9月末人民币存款余额70.09万亿元为准，预计本次上调0.5个百分点将直接冻结资金超过3500亿元，但是考虑宏观经济环比复苏态势良好，行情的延续更多是从基本面逻辑出发，而在管理层认可经济回升趋势的背景下，相信周期股也不会受太多影响，这是我们对资本市场中期看多的理由，但是短期内在流动性回收下出现高位震荡也不可避免。

图 5：上海银行间同业拆借利率和一年期存款利率



资料来源：财汇咨询，长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。