



2010.11.11

10月信贷或超预期，热钱仍在大量涌入 ——点评央行上调存款准备金率

**陈岚**

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880209040440

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

本报告导读：

对11月10日央行上调存款准备金率展开点评。

摘要：

- 央行11月10日宣布，从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。
- 我们认为，央行此次上调准备金主要源于10月份的新增信贷或再超预期。我们之前预期10月份的新增信贷为5500亿，目前市场传闻将达到5877亿，若此消息属实，则新增信贷将连续第5个月超过我们的预期。
- 考虑到10月份管理层紧缩组合拳频出：先是于10月11日上调了6家银行的存款准备金、又于10月20日启动加息，并取消了首套房利率7折优惠，在此情况下，10月的新增信贷仍然超预期，我们认为主要仍然反映了随着国内经济回暖，信贷的需求正在逐步得到回升。
- 另外，此次准备金率的上调也是为了应对加速流入的热钱。人民币启动升值以后，热钱流入速度明显加快，而随着美联储重新启动量化宽松，预计将会有更多的热钱流入中国等新兴市场国家。而5日周小川行长将热钱放在一个“池子”里的比喻，也表明准备金率很大程度上可以看作是货币当局为不断流入的热钱所蓄的一个“池子”。
- 我们认为，在国内经济回暖的大背景下，准备金的提升更大程度上是对热钱流入的一种对冲机制，并不会改变国内流动性回升的趋势。
- 鉴于目前仍是适度宽松的货币政策，而在加息和准备金率等一系列紧缩政策频出的情况下，再次加息的时间可能推迟到12月中央经济工作会议对货币政策再次定调之后。
- 在加息和准备金率等利率和数量政策的双重打击之下，前期已经经历调整的债券收益率将面临持续的调整压力，我们认为，本周四即将发行的3年期央票利率也将顺势上行，目前我们认为对债券市场仍需谨慎。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《10月通胀或超预期，加息预期再次升温——点评1年央票发行利率再次上行》

2010.11.10

《美联储11月3日议息会议快评》

2010.11.04

《利率仍处低位，升值压力未减——点评10年3季货币政策报告》

2010.11.03

《PMI超预期，印证经济回升》

2010.11.02

《美国货币政策展望：量化宽松或将常态化》

2010.10.24

《9月CPI符合预期，预计10月CPI为3.9%——点评10年9月物价数据》

2010.10.22

《工业回升超预期，投资下滑不足虑》

2010.10.22

《收入向上与负利率共促消费》

2010.10.22

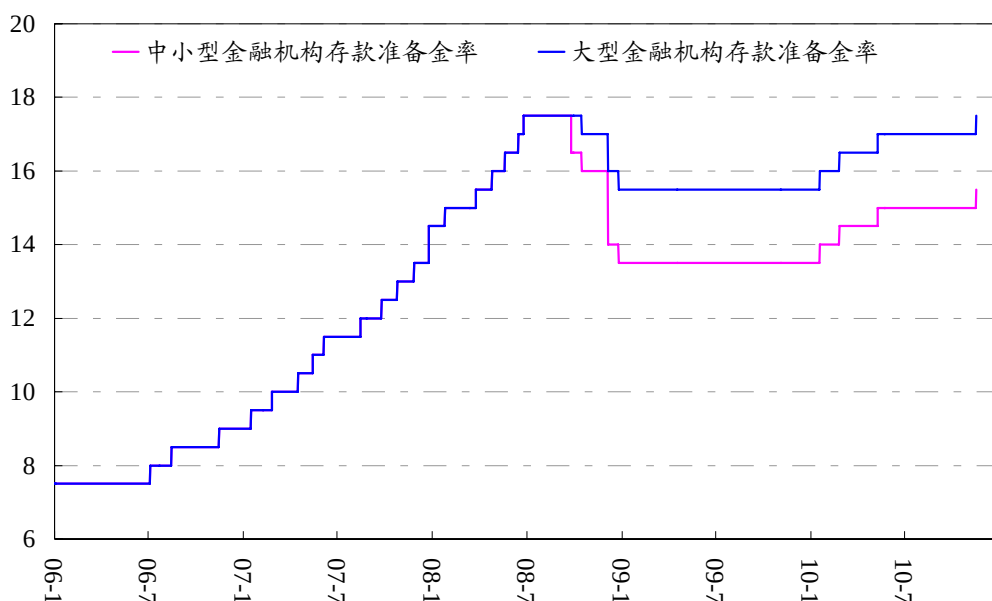
一、央行上调准备金率

央行 11 月 10 日宣布，从 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。

由于此前央行在 10 月 11 日已经通知将工、农、中、建、招商和民生银行的存款准备金率临时性上调 50 个基点，因此，此次存款准备金的上调实质上是上述政策扩展到所有银行，且从临时性上调变为常规性上调。

至此，所有大型金融机构的存款准备金率均达到了 17.5%，与历史最高水平持平；中小型金融机构的存款准备金率也达到了 15.5%，为 08 年 12 月以来的最高水平。

图 1:
 大型、中小型金融机构存款准备金率
 (06 - 10 年)
 单位: %

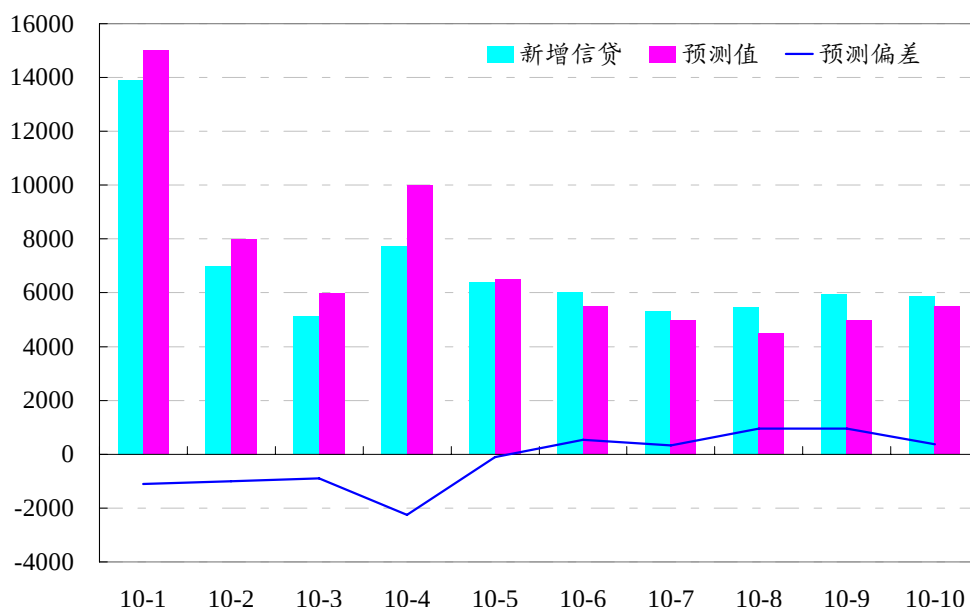


二、10 月信贷或再超预期

我们认为，央行此次上调准备金主要源于 10 月份信贷或再超预期。

我们之前预期 10 月份的新增信贷为 5500 亿，目前市场传闻将达到 5877 亿，若此消息属实，则新增信贷将连续第 5 个月超过我们的预期。

图 2:
 新增信贷、预测值、预测偏差
 (10 年)
 单位: 亿元



而考虑到 10 月份管理层紧缩组合拳频出：先是于 10 月 11 日调整了 6 家银行的存款准备金、又于 10 月 20 日启动加息，并取消了首套房利率 7 折优惠，在此情况下，10 月的新增信贷仍然超预期，我们认为主要仍然反映了随着国内经济回暖，信贷的需求正在逐步得到回升。

三、热钱仍在大量涌入

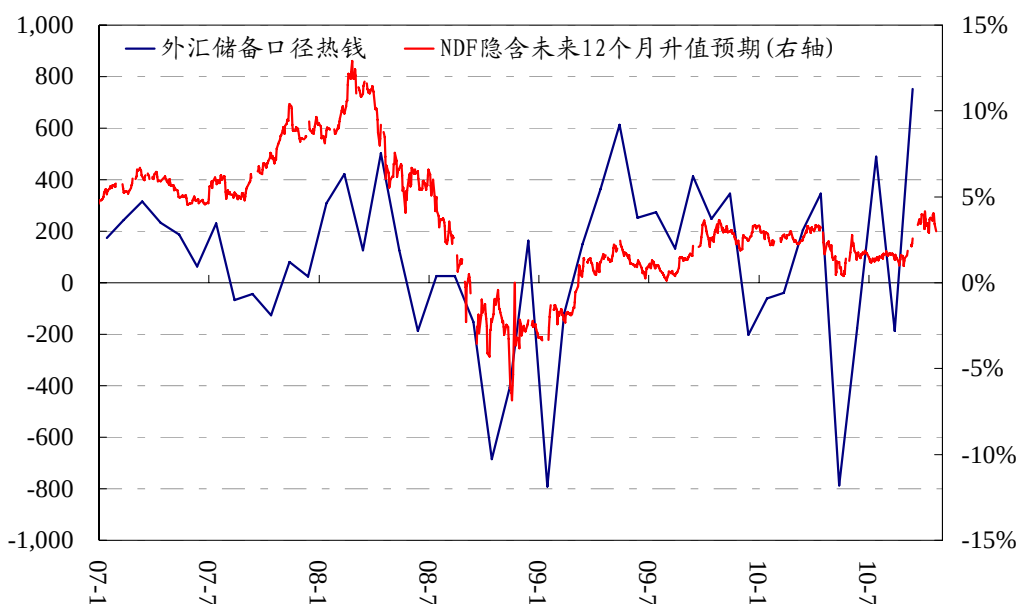
另外，准备金率的上调也是为了应对加速流入的热钱。

6 月以来，人民币启动升值以后，升值预期再度回升，热钱流入速度明显加快，9 月外汇储备口径的热钱就达到了 700 多亿美元；而随着美联储重新启动量化宽松，预计将会有更多的热钱流入中国等新兴市场国家。

而央行行长周小川曾于 11 月 5 日表示，“短期投机资金进来了，我希望把它放在一个‘池子’里，而不会任之泛滥到整个中国实体经济中去。等它需要撤退时，将其从‘池子’里放出，这样可以在很大程度上减少资本异常流动对我国经济的冲击。”

周小川的讲话和准备金率上调前后相连，表明准备金率很大程度上可以看作是货币当局为不断流入的热钱所蓄的一个池子。

图 3：
外汇储备口径热钱、NDF
隐含未来 12 个月升值预期
 (07 - 10 年)
 左轴单位：亿美元



三、不改流动性回升趋势

我们认为，在国内经济回暖的大背景下，准备金的提升更大程度上是对热钱流入的一种对冲机制，并不会改变国内流动性回升的趋势。

鉴于目前仍是适度宽松的货币政策，而在加息和准备金率等一系列紧缩政策频出的情况下，再次加息的时间可能推迟到 12 月中央经济工作会议对货币政策再次定调之后。

在加息和准备金率等利率和数量政策的双重打击之下，前期已经经历调整的债券收益率将面临持续的调整压力，我们认为，本周四即将发行的 3 年期央票利率也将顺势上行，目前我们认为对债券市场仍需谨慎。

附注：文中涉及数据源于 Wind，CEIC，央行，统计局，商务部，国泰君安

作者简介：

陈岚：

陈岚：复旦大学经济学硕士，08 年加入国泰君安证券，09 年获新财富债券最佳分析师第二名。

姜超：

清华大学经济学学士/数量经济学博士；

06 至 09 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		