

2010 年 11 月央行第二次提高存款准备金率点评

央行超预期再调准备金率，市场不稳定性加大

李虹蓉

S1060208080107
0755-22626170
Lihongrong002@pingan.com.cn

吴 杰

联系人
S1060110070149
0755-22621379
Wujie520@pingan.com.cn

事项：

2010 年 11 月 19 日央行在官方网站发布通知，为加强流动性管理，适度调控货币信贷投放，决定从 2010 年 11 月 29 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，预计央行此举将冻结 3500 亿元左右的资金。

主要观点：

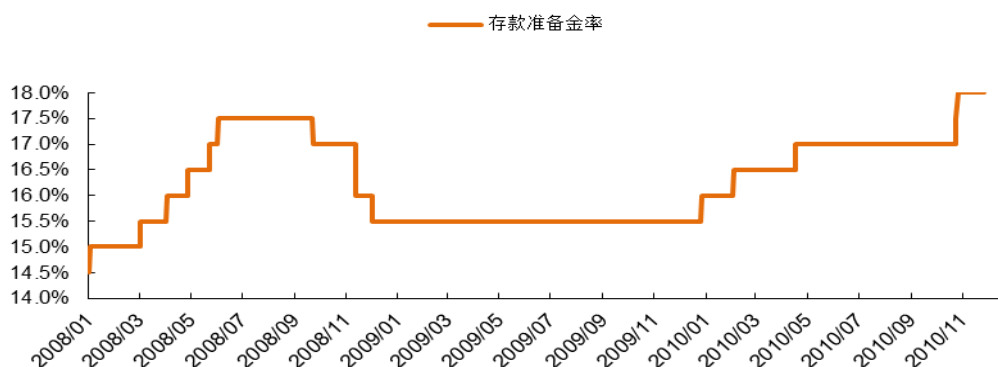
- 本月内第二次调高存款准备金率，超出市场预期，强化了央行收缩流动性的意图。此举将导致市场修正此前对流动性总量宽泛的预期，以及对政策调整频度的预期。短期内，市场的不稳定性加大。
- 本次调整仍意在用数量型手段对冲流动性，也显示央行短期内更倾向于数量型手段。
- 政策预期：
 - 由于近期央行到期票据规模相对平稳，规模也不大，因此，后续流动性管理上，较之存款准备金率的提升，公开市场操作的空间更大一些。
 - 从未来政策操作的角度看，不确定性仍然较高。政府能否有效阻止海外资金的流入，以及国内物价上涨趋势能否有效抑制，都存在不确定性，因此，政策操作上的相机抉择特性将较为明显，不能排除年内再次加息的可能性。

■ 央行月内超预期第二次上调存款准备金率，市场不稳定性加大

央行决定自 2010 年 11 月 29 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。这是央行在今年内第六次上调存款准备金率，上调后金融机构存款准备金率达 18%，成为历史高点。本次上调存款准备金率，大约可以冻结约 3500 亿资金，这样本月央行通过两次上调存款准备金率，总共可以冻结约 7000 亿资金。

本次调整超出市场预期，是继 11 月 16 日之后，本月内第二次调高存款准备金率。由于存款准备金率的调升空间比较有限，密集上调可强化央行收缩流动性的意图。但我们认为，此举导致市场修正此前对流动性总量宽泛的预期，并修正对政策调整频度的预期，因此，短期内市场的不稳定性加大。

图表1 央行一周内两次上调存款准备金率

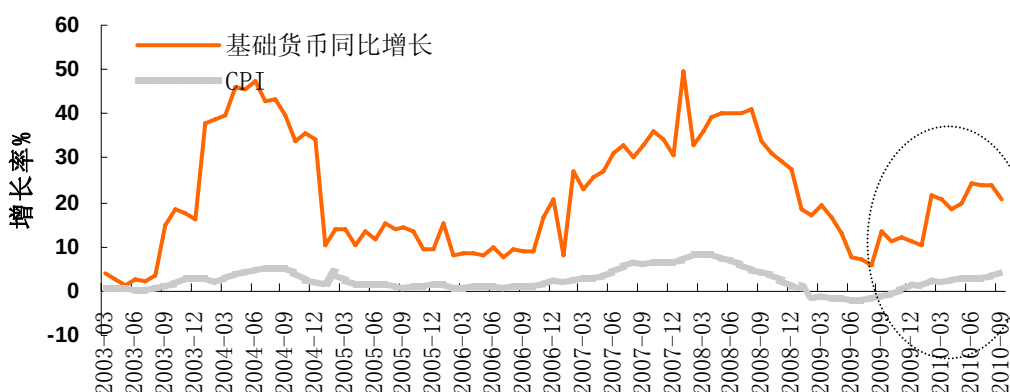


资料来源：中国人民银行

■ 本次调整仍意在用数量型手段对冲流动性

- (1) 流动性供给面的情况看，前三季度外汇占款余额同比增长幅度 17.3%，已超过去年全年 17.1% 的涨幅，基础货币同比增速仍延续上涨态势，而美联储的二次量化宽松和其他主要发达国家宽松的货币政策，使外资流入的预期提高，央行的担忧加大。

图表2 基础货币同比增长趋势仍持续

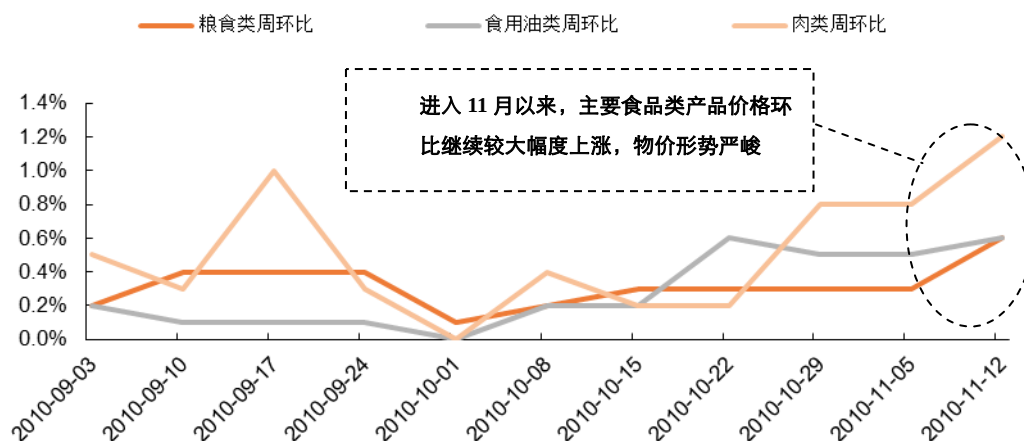


资料来源：CEIC，平安证券研究所整理

- (2) 进入 11 月以来，粮食、食用油和肉类等食品类价格环比继续较大幅度上涨，而目前已临近

年末，国内需求会持续保持较旺盛的状态，因此物价形势严峻。但近期的物价上涨，并非因供求关系发生了根本变化，而大部分原因是炒作资金使然。11月17日召开的国务院常务会议提出了稳定市场物价的一系列对策，抑制物价过快上涨成为当前政府经济工作的重心，因此，数量性货币政策调控成为重要一环。

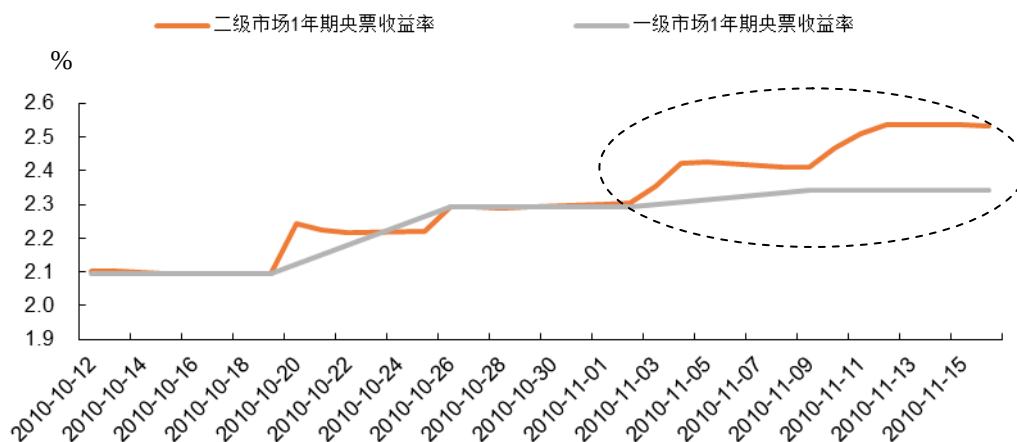
图表3 11月商务部食用农产品价格指数显示主要农产品价格环比继续上升



资料来源：商务部

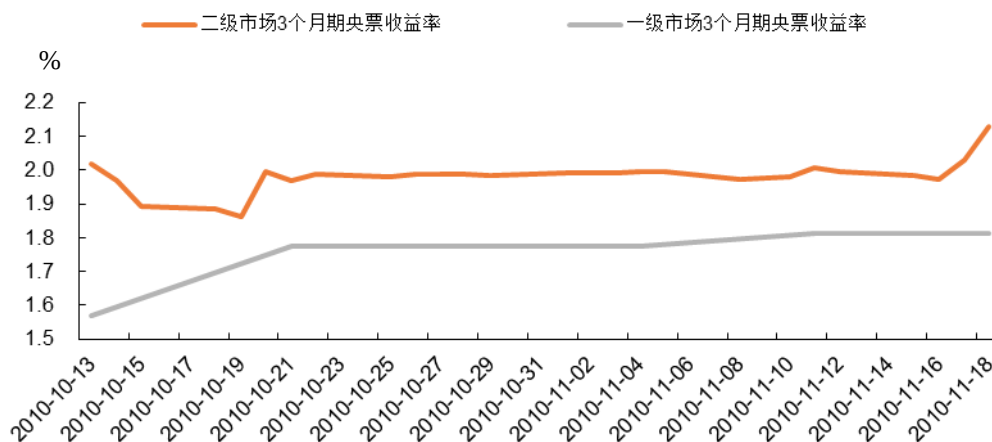
- (3) 近期由于美元汇率变化的不确定性和人民币汇率升值的确定性在提升，因此，为了不过快形成较大的内外利差，央行显然更倾向于数量型调控工具。
- (4) 11月份截止到11月18日，央行已累计发行各期限央票1490亿元，其中主体是3个月期和1年期央票。11月份以来，1年期央票收益率形成一二级市场倒挂的局面，而3个月期央票的收益率在一二级市场则长期倒挂，在此前提下，央行通过发行央票的方式收紧流动性的能力趋弱。因此，本次央行选择再次上调存款准备金率的操作，显然是不愿意以持续提高央票利率的方式来回收流动性，从而希望维持货币市场利率稳定。

图表4 11月份以来1年期央票收益率一二级市场倒挂



资料来源：中国人民银行

图表5 3个月期央票收益率—二级市场长期倒挂

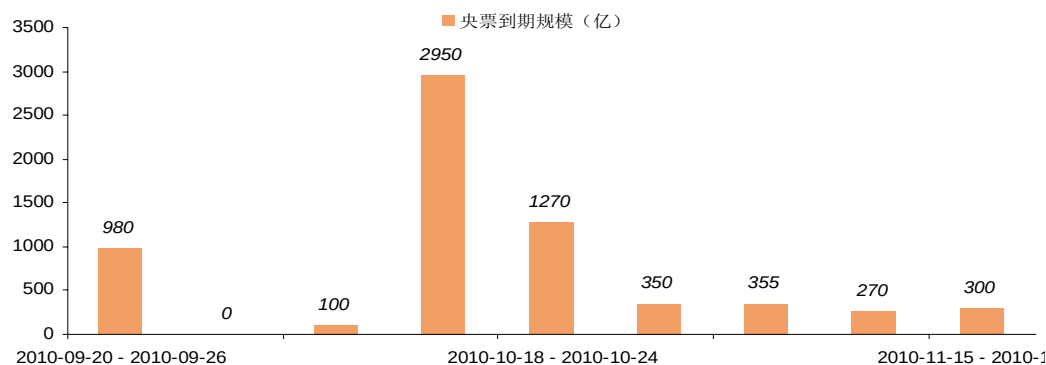


资料来源：中国人民银行

政策预期

- (1) 由于近期央行到期票据规模相对平稳，规模也不大，因此，后续流动性管理上，较之存款准备金率的提升，公开市场操作的空间更大一些。

图表6 近期央票到期规模相对比较平稳，公开市场的操作空间较大



资料来源：Wind，平安证券研究所整理

- (2) 未来需要对外汇占款的变化情况更加关注，将决定央行对冲流动性的力度。我们认为，由于翘尾因素在 11-12 月呈现下降趋势，再考虑到管理层对生活必需品价格的管理，未来 CPI 数据再继续创出新高可能性在减小；存款准备金率的连续上调亦将抑制商业银行的贷款冲动。因此，短期内助推 CPI 走高和流动性泛滥的国内因素会有所缓和。但是，在美国施行“量化宽松”之后，联储将在未来 8 个月内每个月向市场注入 750 亿美元，这部分新增的资金在人民币升值和美元趋势性走弱的驱动下，有可能向新兴市场流动，所以流动性的外部因素的不确定性在增大，外汇占款的变化更值得关注。
- (3) 从未来政策操作的角度看，不确定性仍然较高。央行能否有效阻止海外热钱流入，本月后半段价格数据和金融机构贷款能否如愿稳步回落，决定了未来管理层继续推出收缩的货币调控措施的力度和频度，相机抉择特性将表现明显。目前，不能排除年内再次加息的可能。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257