

货币政策操作困局凸现，回归稳健提前确认

——11月19日提高准备金率点评

发布日期：2010年11月21日

主要观点：

- 19日人民银行决定再次提高存款准备金率，大、中小型金融机构的准备金率已经分别高达18%和16%，再次冻结流动性3500亿元。
- 再次提高准备金率的原因可能是10月份的热钱流入规模庞大，也可能前两周的新增信贷继续超预期。连续提高准备金率反映了货币政策的操作困局。当前央票利率低下，需求有限，通过央票回收流动性难度增加，本周公开市场操作更是净投放。而外部流动性泛滥，加息容易加剧国际资本套利。提高准备金率实属无奈。
- 9天内连续提高准备金率，力度空前，月内连续提高准备金率只在2007年4月份出现。鉴于2007年的紧缩性货币政策，警示作用不可低估，货币政策回归稳健提前确认，已不必等到年底中央经济工作会议定调。
- 月内两次提高准备金率将回收流动性7000亿元，考虑到2010年前三个季度当季热钱流入的最高规模也在7500亿元以内，即使热钱继续流入，此轮提高准备金率将基本回收四季度整个季度的热钱流入规模。显然，为进一步控制物价上涨势头，对冲市场流动性的时间提前、力度加大。
- 预计后期货币政策操作仍以数量工具为主。但鉴于准备金率已创下历史高位，同时已有效对冲四季度的流动性增量，预计年内提高准备金率的可能性较小。流动性管理将通过信贷控制、（定向）央票和（人民币）国债等工具来完成。预计11、12月份信贷明显减少至4000亿元左右。而在央票需求有限情况下，央票利率上升将不可避免，同时定向央票或将推出。加快在国内债券市场和离岸市场发行人民币国债也将成为选择。
- 货币政策回归稳健，加息周期来临，但年底是否加息仍取决于11月份的物价和经济走势。物价继续超预期，不排除加息的可能。为了减少外汇占款增加导致的流动性释放，预计继续加强外汇管制，并同时允许人民币继续升值至6.6附近。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nescn.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

主要事件:

2011年11月19日,为加强流动性管理,适度调控货币信贷投放,中国人民银行决定,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。

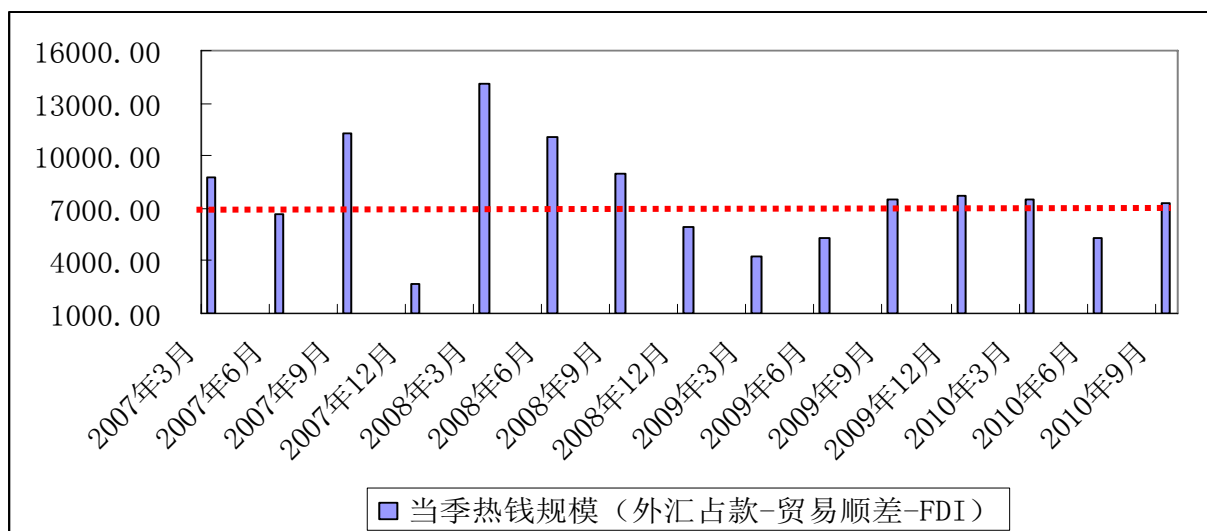
点评:

1、控制物价上涨,提前对冲四季度流动性增量

此次提高存款准备金率后,大、中小型金融机构的准备金率将分别高达18%和16%,10月人民币存款高达70.28亿元,上调0.5个百分点,将再次冻结流动性3500亿元。

再次提高准备金率的原因可能是10月份的热钱流入规模庞大,也可能前两周的新增信贷继续超预期。流动性继续注入迫使央行加快回收流动性。

月内两次提高准备金率将共回收流动性7000亿元,鉴于外汇占款增加是货币投放的主要来源,而其中热钱流入更是重要原因,考虑到2010年前三个季度当季热钱流入的最高规模也在7500亿元以内,此轮提高准备金率将提前吸收了四季度的热钱流入冲击。

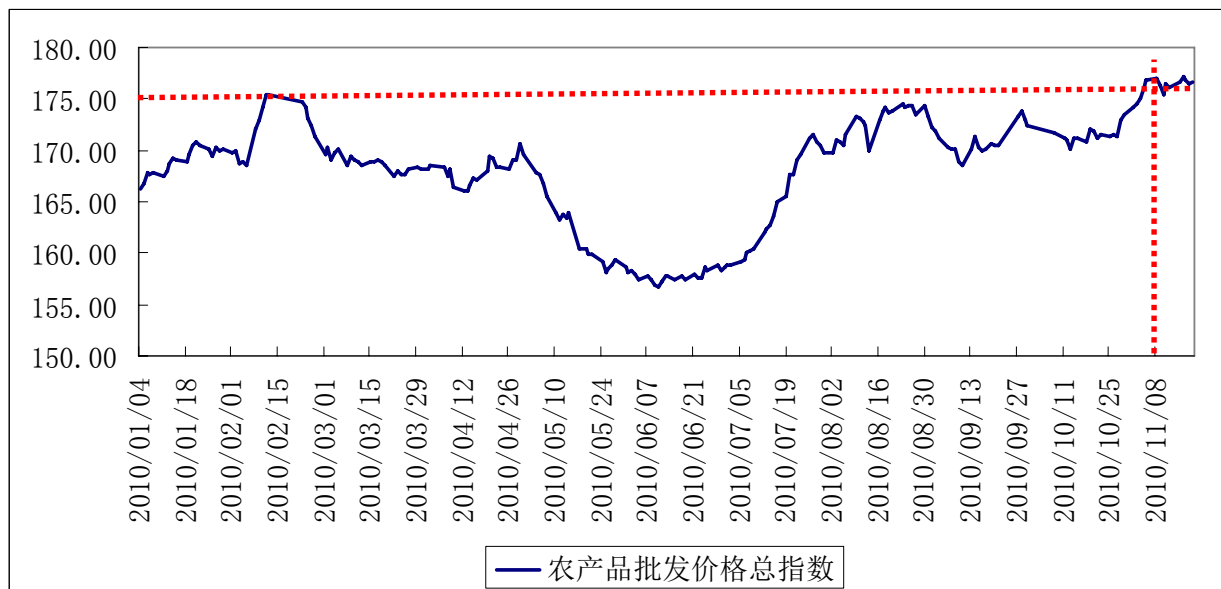


数据来源: Wind, 东北证券。

图1: 季度热钱规模在7000亿元水平, 两次提高准备金率有效对冲流动性

而提前回收流动性主要在于物价仍处于上涨态势, 而中央对物价上涨管理的决心和力度加大。截至19日, 11月份的农产品价格处于不断上升局面, 农业部监测的农产品批发价格总指数已经持续处于176以上的高位, 高点已经达到177.2, 明显高于年初2月份的175.5的水平, 物价上涨势头并未遏止。而17日召开的国务院常务会议强调, 要充分认识稳定市场价格的重要性和紧迫性, 及时采取有力措施。会议确定了四项措施: (一) 确保市场供应, 促进价格稳定。把握好储备粮油糖投放力度; (二) 完善补贴制度, 安排好困难群众生活; (三) 增强调控针对性, 改善价格环境。把握好政府管理价格的调整时机、节奏和力度。保持天然气价格稳定。必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施; (四) 加强监管, 维护市场秩序。抑制过度投机行为, 取缔非法交易。强化执法, 重点打击恶意囤积、哄抬价格、变相涨价以及合谋涨价、串通涨价等违法行为, 严厉查处恶性炒作行为。完善价格信息发布制度, 稳定社会预期。

中央管理物价上涨的态势和决心十分明确, 而会议中提出的囤积居奇等行为离不开充裕的市场流动性, 因此, 央行再次提高准备金率也是稳定物价的根本措施。



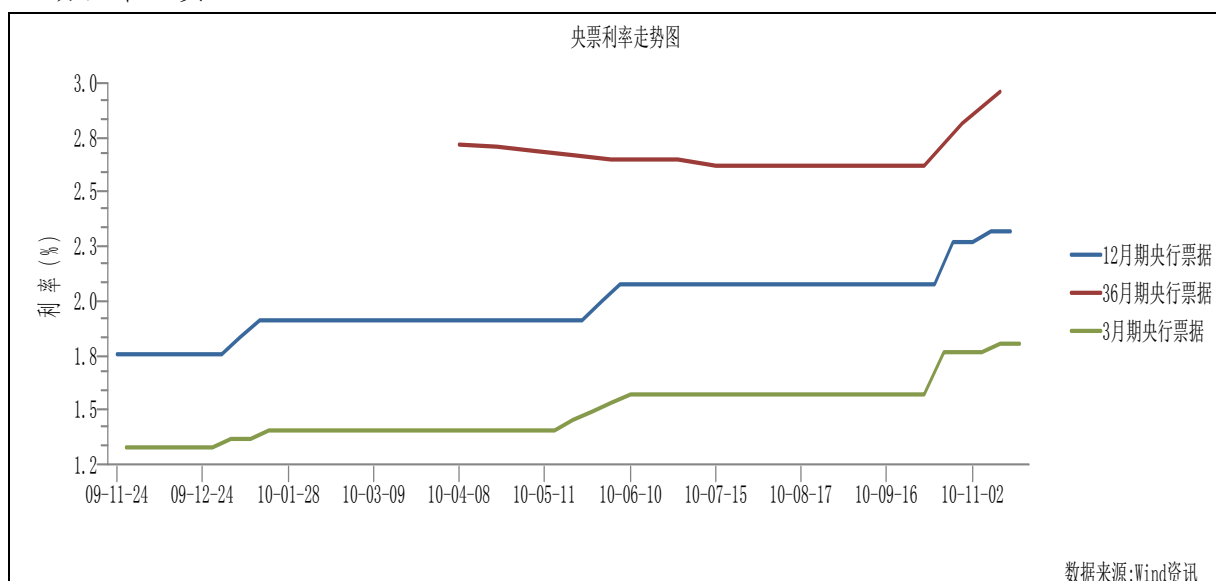
数据来源：Wind，东北证券。

图 2：进入 11 月份后农产品价格加快上涨，物价上涨催生政策收紧

2、连续提高准备金率反映了货币政策操作的困局

9 天内连续提高准备金率，间隔时间之短创下历史。再次提高准备金，既反映了监管部门加强流动性管理的力度和决心，也反映了货币政策的操作困境。

当前央票利率低下，10 月份以来，一年期央票利率连续提高，但仍处于 2.37% 的低位。该利率水平不仅低于 CPI，也低于一年期存款利率，央票需求有限，通过央票回收流动性难以实现。11 月份以来央票发行量明显偏低，三月期央票每次发行规模仅在 150 亿元左右，而 1 年期和 3 年期的发行规模仅有 100 亿元。自 10 月份以来，发行央票共回收流动性 3820 亿元，仅占央行公开市场操作回笼货币 6780 亿元的 56.34%。而 11 月的第三周（11 月 15 日-21 日）公开市场却是净投放 740 亿元，公开市场回笼量仅有 260 亿元，公开市场操作的空间有限，回收流动性难以实现。



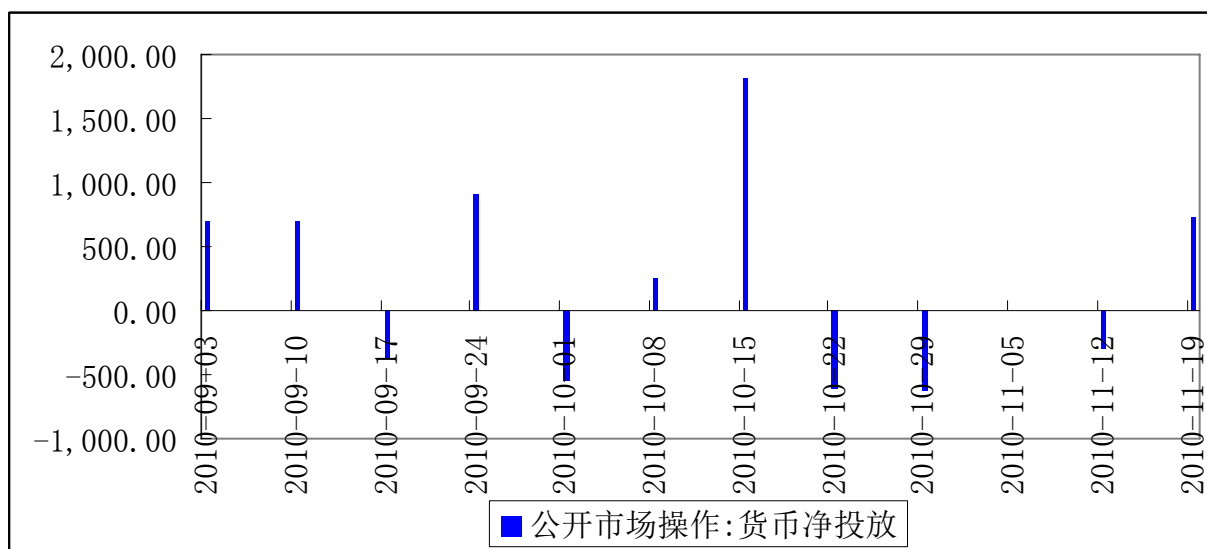
数据来源：Wind。

图 3：央票利率虽有提高，但仍低于物价和存款利率

表 1: 10 月份以来央票发行情况

	央行票据:发行 量:3 个月(发行 日)	央行票据:发行 量:1 年期(发行 日)	央行票据:发行 量:3 年期(发行 日)	合计
2010-10-12		220.00		220.00
2010-10-14	310.00		160.00	470.00
2010-10-19		430.00		430.00
2010-10-21	500.00			500.00
2010-10-26		400.00		400.00
2010-10-28	250.00		60.00	310.00
2010-11-02		510.00		510.00
2010-11-04	150.00			150.00
2010-11-09		320.00		320.00
2010-11-11	150.00		100.00	250.00
2010-11-16		100.00		100.00
2010-11-18	160.00			160.00
合计	1,520.00	1,980.00	320.00	3820.00

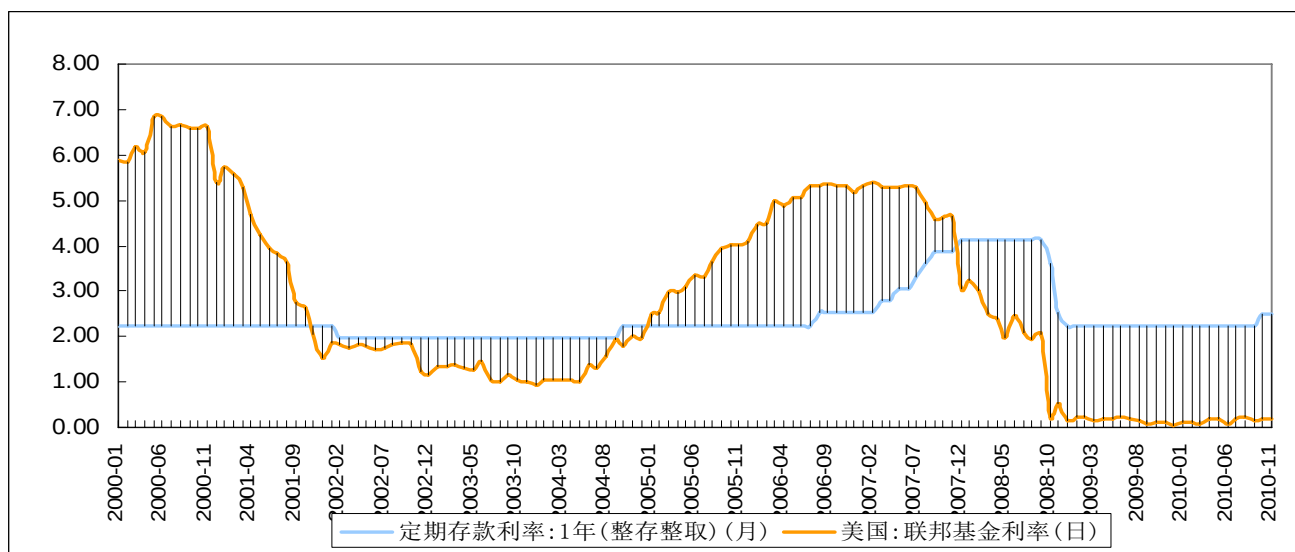
数据来源: Wind, 东北证券。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 4: 11 月份第三周公开市场操作疲软, 货币净投放

而外部流动性泛滥, 欧美日维持低利率, 而我国已经提高利率, 利差进一步加大。加息容易加剧国际资本套利, 导致热钱流入。提高准备金率实属无奈之举。



数据来源：Wind，东北证券。

图 5：中美利差进一步加大

3、货币政策回归稳健信号明确，但流动性管理仍以数量工具为主

9 天内连续提高准备金率前所未见，月内连续提高准备金率只在 2007 年 4 月份出现，当时相隔 24 天。鉴于 2007 年执行的是强紧缩性货币政策，此次提高准备金率的警示作用不可低估。货币政策回归稳健态度明朗，不必等到年底中央经济工作会议。

表 2：今年和 2007 年提高准备金率对比

宣布日期	准备金率水平	宣布日期	准备金率水平
2007-01-05	9.50	2010-01-12	16.00
2007-02-16	10.00	2010-02-12	16.50
2007-04-05	10.50	2010-05-02	17.00
2007-04-29	11.00	2010-11-10	17.50
2007-05-18	11.50	2010-11-19	18.00
2007-07-30	12.00		
2007-09-06	12.50		
2007-10-13	13.00		
2007-11-10	13.50		
2007-12-08	14.50		
2008-01-16	15.00		

数据来源：Wind，东北证券。

但货币的收紧仍将以数量工具为主。鉴于准备金率已创下历史高位，同时也有效对冲了四季度的流动性增量，预计年内提高准备金率的可能性较小。流动性管理将通过信贷控制、定向央票和（人民币）国债等工具来完成。预计 11、12 月份信贷明显减少至 4000 亿元左右。而在央票需求有限情况，定向央票或将推出。加快在国内债券市场和离岸市场发行人民币国债也将成为选择。

而货币政策回归稳健，加息周期已经来临，预计到 2011 年底累计加息 100 个基点，年底是否加息仍取决于 11 月份的物价和经济走势。物价继续超预期，不排除加息的可能。

为了减少外汇占款增加导致的流动性释放，预计继续加强外汇管制，并同时允许人民币

继续升值至 6.6 附近。

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。