

提高准备金率回收流动性有限，加息预期仍高悬

——12月10日提高准备金率点评

发布日期：2010年12月10日

主要观点：

- 再次提高准备金率 0.5 个百分点，符合我们预期。面对 11 月份流动性注入放大，而在公开市场操作失效情况下，提高准备金率仍是回收流动性最直接的有效工具。
- 监管层力图收紧货币，但是在公开市场操作净投放、外汇占款增加、财政支出加大等三大因素推动下，流动性注入明显。M2 增速和新增信贷将分别突破 17% 和 7.5 万亿的目标。流动性管理压力大。
- 提高准备金率是无奈的选择。第一，公开市场操作失效。第二，加息不能直接快速回收流动性，对实体经济的顾虑以及临时价格管制后价格走势的不明朗延迟了加息选择。第三，10 月份针对 6 大银行为期 2 个月和提高准备金率到期。在此情况下，提高准备金率成最优选择。
- 此次提高准备金回收流动性有限，但使市场流动性偏紧。此次提高准备金率，6 大银行只是顺延。这意味着仅是其余商业银行的存款需要重新缴纳准备金，即仅有 30 万亿左右的存款需要再次缴纳，对应的仅从市场再次抽走资金 1500 亿元左右。但总共仍将冻结 3500 亿元左右资金，将进一步使得金融系统的资金偏紧。
- 12 月份市场流动性压力仍旧较大。财政突击花钱的可能和相对高位的贸易顺差使得流动性注入明显。因此，市场流动性仍将相对充裕，回收流动性压力依然较大。货币仍需进一步收紧。
- 回收流动性仍以数量工具为主，可能的政策取向：一是提高央票利率，恢复公开市场操作的有效性，并加大回收力度；二是定向央票。指向贷存比稍低的四大行及惩罚性针对部分信贷投放过快银行将是可能。
- 加息仍有待观望，当前控物价的政策组合是以行政手段控制和管理市场流通，调节市场供求，辅之以货币收紧。加上外部市场复苏的不确定性，加息延后。但市场利率倒挂，负利率长期存在使利率失去了调节功能，加息将是必然。12 月份 CPI 涨势难收，不排除再次加息。

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@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20

邮编：200002

主要事件:

中国人民银行决定,从2010年12月20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、市场流动注入明显,回收压力加大。

11月M2增加10523亿元,比上月增加7218亿元,比去年同期增加2561亿元,货币投放明显。货币投放来自于三个渠道:公开市场操作净投放、贸易顺差带来的外汇占款增加、财政支出加大(见《三渠道致投放增加,市场倒逼政策换方式收紧——11月金融数据点评》)。市场流动性回收压力加大。

2、公开市场操作失效,提高准备金率是无奈的选择

11月份中下旬以来,公开市场操作几乎无法完成回收流动性的职责(见《三渠道致投放增加,市场倒逼政策换方式收紧——11月金融数据点评》)。

而流动性管理最有效工具仍是数量工具,加上加息不能直接快速回收流动性,以及对实体经济的顾虑以及临时价格管制后价格走势的不明朗,政府选择继续观望而延迟加息政策的出台。另外,10月份针对6大银行为期2个月的提高准备金率到期。鉴于上述情况,提高准备金率成最优的选择。

3、此次提高准备金回收流动性有限,但使市场流动性偏紧

提高0.5个百分点将共冻结流动性3500亿元左右。但此次提高准备金率是10月份针对6大银行提高为期2个月的准备金率到期后的顺延和扩大。这意味着这次提高准备金率冻结资金的增量仅是除了6大银行外各大商业银行的存款。

截至三季度,商业银行对企业和住户的存款在66万亿左右,而四大国有商业银行的存款在34万亿,加上民生银行和招商银行各1.5和2万亿左右的存款,6大银行外的存款略少于30万亿元。加上6大银行这两个月的存款增加,需要缴纳准备金的存款也就是在30亿元左右,提高准备金率将对应的从市场再次抽走资金1500亿元左右。

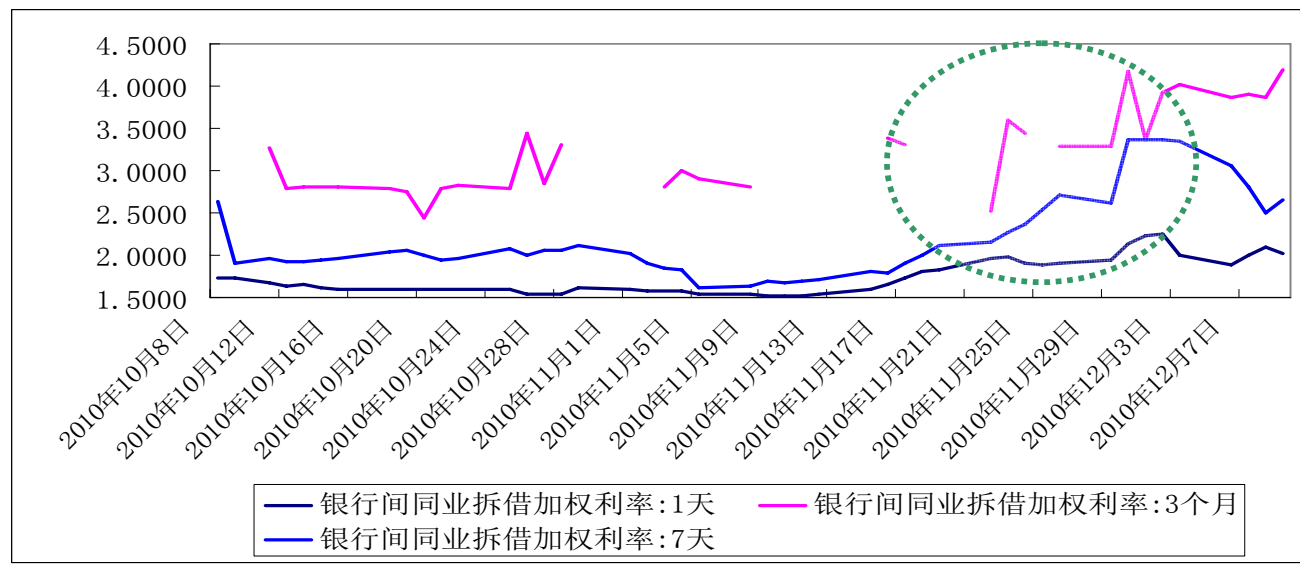
表 1: 四大国有商业银行存款占比超过 50%

	其他存款性公司:对非金融机构及住户负债	四大大型银行:人民币:各项存款
2010-01	582,479.11	308,020.47
2010-02	593,422.22	313,708.60
2010-03	608,534.84	322,992.32
2010-04	616,751.57	323,516.54
2010-05	623,287.50	324,995.14
2010-06	636,131.66	330,411.22
2010-07	634,592.38	328,677.69
2010-08	643,991.24	331,154.85
2010-09	660,345.87	342,150.43
2010-10		339,051.74

数据来源: Wind, 东北证券。

当然,提高0.5个百分点,仍将共冻结3500亿左右资金,只是近2000亿继续冻结在央行,另有1500亿需重新缴纳。从12月份的金融系统的流动性看,经过前期的流动性回收,市场

资金有所偏紧，将进一步使得金融系统的资金偏紧。据央行公布数据，银行间市场人民币交易活跃，市场利率有所上升。2010年11月份银行间市场人民币交易累计成交17.71万亿元，日均成交8049亿元，日均成交同比增长55.3%。11月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为1.76%，比上月高0.08个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为1.81%，比上月高0.12个百分点。



数据来源：Wind，东北证券。

图 1：11 月份中下旬开始市场利率明显抬升

4、12 月份市场流动性压力仍旧较大

第一，11月财政盈余5000亿元，12月份仍存突击花钱的可能。第二，贸易顺差将仍可能为200亿美元。外汇占款增加带动流动性注入。因此，市场流动性仍将相对充裕，回收流动性压力依然加大。

财政部12月10日发布财政收支情况显示，1-11月全国累计财政收入达到76740.51亿元，同比增长21.1%；财政支出则达到71592.9亿元，同比增加27.3%，实现财政盈余5147.61亿元。但11月份，全国财政支出达到10599.64亿元，环比陡增63.3%，达到全年单月财政支出的最高值。11月单月财政赤字为4758.95亿元，亦达到年内最高点。年底突击花钱的情况再次出现，预计12月份财政支出大幅增加的可能性较大，由财政支出增加导致的流动性注入压力依然较大。

表 2：1-11 月份财政盈余

	收入（亿元）	支出（亿元）	收入-支出
2010-01	8658.66	3465.8	5192.86
2010-02	4944.97	4940.21	4.76
2010-03	6023.44	5923.95	99.49
2010-04	7925.66	5575.55	2350.11
2010-05	7917.66	5786.7	2130.96
2010-06	7879.4	8119.15	-239.75
2010-07	7783.18	5810.87	1972.31
2010-08	5619.35	6413.69	-794.34

2010-09	6287.19	8469.04	-2181.85
2010-10	7860.31	6488.3	1372.01
2010-11	5840.69	10599.64	-4758.95
合计	76740.51	71592.9	5147.61

数据来源：Wind，东北证券。

5、货币政策仍需收紧，加息有待物价走势明朗

由于市场流动性充裕，货币政策以回收流动性为主，因此仍将以数量工具为主，可能的政策取向：一是提高央票利率，恢复公开市场操作的有效性，并加大回收力度；二是定向央票。指向贷存比稍低的四大行及惩罚性针对部分信贷投放过快银行将是可能。

此次央行选择提高准备金率，而没有向市场预期的那样直接加息，说明监管部门对价格工具的综合作用仍有顾虑。加息仍有待观望。

这主要是当前经济形势是经济稳，而物价上。控制物价是首要任务。但当前控物价的政策组合是以行政手段控制和管理市场流通，调节市场供求，辅之以货币收紧。而自 11 月 22 日实施价格管理以来，在国务院的领导下，发改委等部门已经联合出台了多项治理措施。而行政管制对改变物价的短期运行将是相对有效的。因此，政府将观望物价的走势。如果能 CPI 涨幅得到遏制，甚至有所回落，加息将延后。加上外部市场复苏的不确定性，政策选择加息工具相对谨慎。

市场利率倒挂，负利率长期存在使利率失去了调节功能，加息将是必然。预计未来加息 2-3 次。而 12 月份 CPI 涨势难收，不排除再次加息很快来临。

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。