

## 亡羊补牢 修正政策短板而非明示加息

——12月29日提高贴现率和再贷款利率点评

发布日期：2010年12月29日

### 主要观点：

- **利率倒挂迫使央行提高再贷款利率，实乃亡羊补牢，修正政策短板。**当前银行拆借利率远高于再贷款利率，不提高再贷款利率将使央行成为银行信贷资金的供给源。这与央行控制流动性总闸门这一调控目标相背离。显然，提高再贷款利率是央行亡羊补牢之策，本应早些提高。因此，此次提高贴现率和再贷款利率在意料之外，却在情理之中。
- **再贷款利率提高仅是修短板，提高政策有效性，非特别收紧，且预留加息空间不大，预计短期加息可能性较小。**此次一年期再贷款利率仅提高 52BP，相当于两次加息水平。政策补课明显，并非另外收紧之意。而当前一年期再贷款利率仅高于一年期 Shibor 0.255 个百分点，预示在短期加息空间较小，在 CPI 不发生突升情况下，维持春节前不会加息，未来一年内仍有加息 1-2 次的判断。
- **提高贴现率和再贷款利率抑制银行向央行筹资动机，意在控制银行信贷投放。**当前银行资金相对偏紧，筹钱成为银行的重要任务。提高再贴现率和再贷款利率将提高银行筹资成本，抑制银行信贷资金规模扩张。3 个月以下再贷款利率调整幅度较小是因为考虑春节流动资金需要，而 6 个月后提高幅度较大，并且高于市场利率意在堵死央行资金为银行筹资开小门。
- **再贷款利率提高也将进一步推高市场利率，提高政策的有效性。**6 次提高准备金率后银行资金有所偏紧，提高再贴现率和再贷款利率将进一步抑制银行的筹资能力，这将进一步推高市场利率，从而抑制贷款需求，使得两次加息后的利率杠杆进一步发挥政策效应。
- **虽为亡羊补牢之策，但此举表明央行控制信贷和提高利率杠杆作用的决心。**此蕴含：第一，数量工具控制流动性总闸仍是重点，维持差别化准备金动态调整为主，不排除全面提高准备金率 1-2 次的可能；第二，控制信贷节奏方面将有所为，防止年初冲贷导致信贷失控。第三，利率杠杆强化，CPI 高位运行，将加息 1-2 次。

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:

中国人民银行网站显示,自12月26日起上调对金融机构贷款(再贷款)利率,其中一年期升0.52个百分点至3.85%;同时上调再贴现利率,由1.80%上调至2.25%。其对金融机构贷款的六个月期利率从3.24%升至3.75%;三个月期再贷款利率从3.06%升至3.55%,二十天期再贷款利率从2.79%升至3.25%。

**表 1: 本次再贴现利率和再贷款利率调整内容**

| 指标名称              | 调整前  | 调整后  | 调整幅度 |
|-------------------|------|------|------|
| 对金融机构贷款利率: 20 天以内 | 2.79 | 3.25 | 0.46 |
| 对金融机构贷款利率: 3 个月以内 | 3.06 | 3.55 | 0.49 |
| 对金融机构贷款利率: 6 个月以内 | 3.24 | 3.75 | 0.51 |
| 对金融机构贷款利率: 1 年    | 3.33 | 3.85 | 0.52 |
| 再贴现利率             | 1.80 | 2.25 | 0.45 |

数据来源: 中国人民银行, 东北证券。

## 点评:

### 一、利率倒挂逼迫央行提高再贴现率和再贷款利率, 乃亡羊补牢

当前银行拆借利率远高于再贷款利率, 不提高再贷款利率将使央行成为银行信贷资金的供给源。这与央行控制流动性总闸门这一调控目标相背离。显然, 提高再贷款利率是央行亡羊补牢之策, 本应早些提高。因此, 此次提高贴现率和再贷款利率在意料之外, 却在情理之中, 乃亡羊补牢之策。

**表 2: 再贷款利率低于 Shibor 利率, 倒逼央行提高再贷款利率**

| 指标名称              | 调整前  | Shibor | 再贷款-Shibor |
|-------------------|------|--------|------------|
| 对金融机构贷款利率: 20 天以内 | 2.79 | 5.9147 | -3.1247    |
| 对金融机构贷款利率: 3 个月以内 | 3.06 | 5.5    | -2.4400    |
| 对金融机构贷款利率: 6 个月以内 | 3.24 | 3.5034 | -0.2634    |
| 对金融机构贷款利率: 1 年    | 3.33 | 3.595  | -0.2650    |

数据来源: Wind, 东北证券。

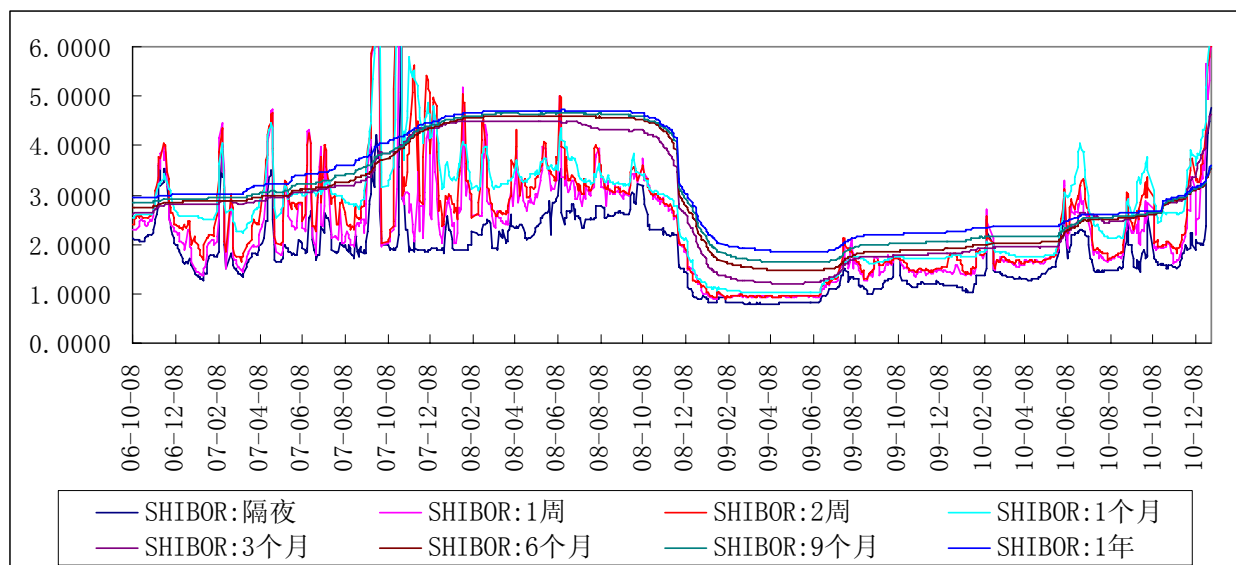
### 二、提高再贷款利率控制信贷资金, 堵住央行为商业银行贷款

当前银行资金相对偏紧, 筹钱成为银行的重要任务。提高再贴现率和再贷款利率将提高银行筹资成本, 抑制银行信贷资金规模扩张。3个月以下再贷款利率调整幅度较小是因为考虑春节流动资金需要, 而6个月后提高幅度较大, 并且高于市场利率意在堵死央行资金为银行筹资开小门。

**表 3: 6 月和 1 年期利率差修正为正, 防止央行向商业银行贷款**

| 指标名称              | 调整后  | shibor | 再贷款-Shibor |
|-------------------|------|--------|------------|
| 对金融机构贷款利率: 20 天以内 | 3.25 | 5.9147 | -2.6647    |
| 对金融机构贷款利率: 3 个月以内 | 3.55 | 5.5    | -1.9500    |
| 对金融机构贷款利率: 6 个月以内 | 3.75 | 3.5034 | 0.2466     |
| 对金融机构贷款利率: 1 年    | 3.85 | 3.595  | 0.2550     |

数据来源: Wind, 东北证券。

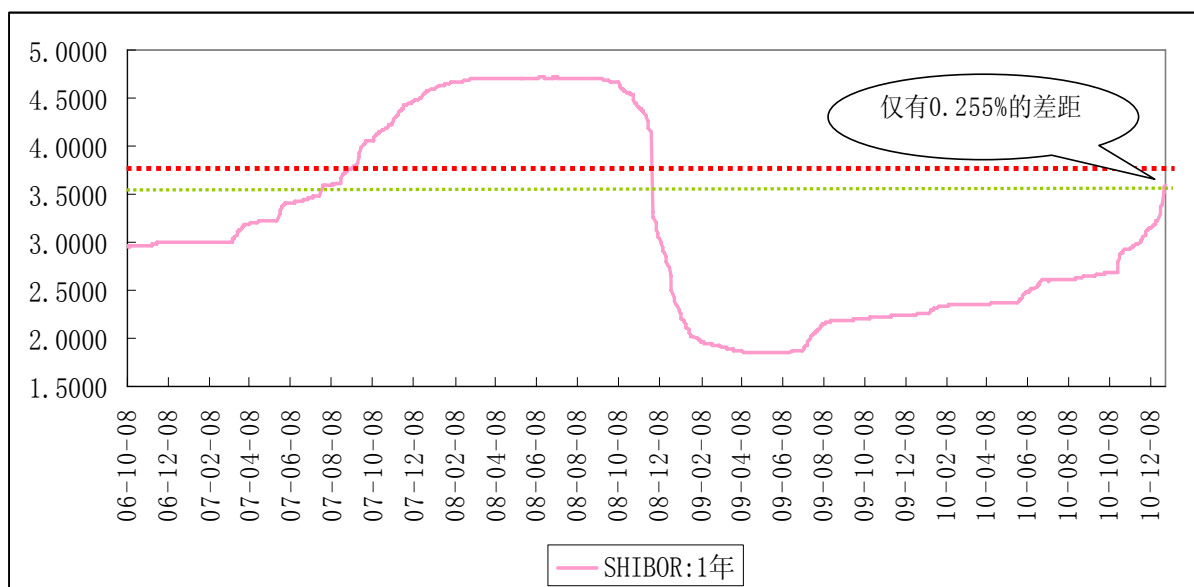


数据来源：Wind，东北证券。

图 1：当前银行间市场利率明显提高，银行筹资动机强

### 三、政策补课而非明示加息，再贷款利率提高幅度有限预示加息空间不大

再贷款利率提高仅是修短板，非特别收紧，且预留加息空间不大，预计短期加息可能性较小。此次一年期再贷款利率仅提高 52BP，相当于两次加息水平。政策补课明显，并非另外收紧之意。而当前一年期再贷款利率仅高于一年期 Shibor 0.255 个百分点，预示在短期加息空间较小，在 CPI 不发生突升情况下，维持春节前不会加息，未来一年内仍有加息 1-2 次的判断。



数据来源：Wind，东北证券。

图 2：再贷款利率仅高于一年期 Shibor 0.255，加息空间较小，短期难加息

但再贷款利率提高也将进一步推高市场利率，提高政策的有效性。6 次提高准备金率后银行资金有所偏紧，提高再贴现率和再贷款利率将进一步抑制银行的筹资能力，这将进一步推高市场利率，从而抑制贷款需求，使得两次加息后的利率杠杆进一步发挥政策效应。

## 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。