



再贷款与再贴现利率上调点评：宣誓效应

投资要点：

- 央行此次再贷款与再贴现率上调旨在再度宣誓对压通胀的决心和严肃信贷纪律

报告摘要：

- 央行时隔两年后再次调整再贷款和再贴现利率，其中对金融机构一年期再贷款利率由 3.33% 上调 52 个基点到 3.85%，而再贴现率由 1.8% 上调 45 个基点到 2.25%。
- 与基准利率上调相配合，央行重新激活货币政策工具箱中效力最弱的两个工具，更看重的是其对银行流动性预期的引导，旨在严肃跨年阶段信贷管理纪律，再度宣誓压制通胀决心；尽管此次调整目前是形式大于实质，但面对不断的货币紧缩政策措施，以及由此可能产生的明年经济的下行风险，市场必须有清醒认识。

宏源研究所宏观组

首席分析师

邵宇 李伟杰 秦培景

电话：010-88085949

Email: shaoyu@hysec.com

电话：021-51782233

Email: qinpeijing@hysec.com

相关研究

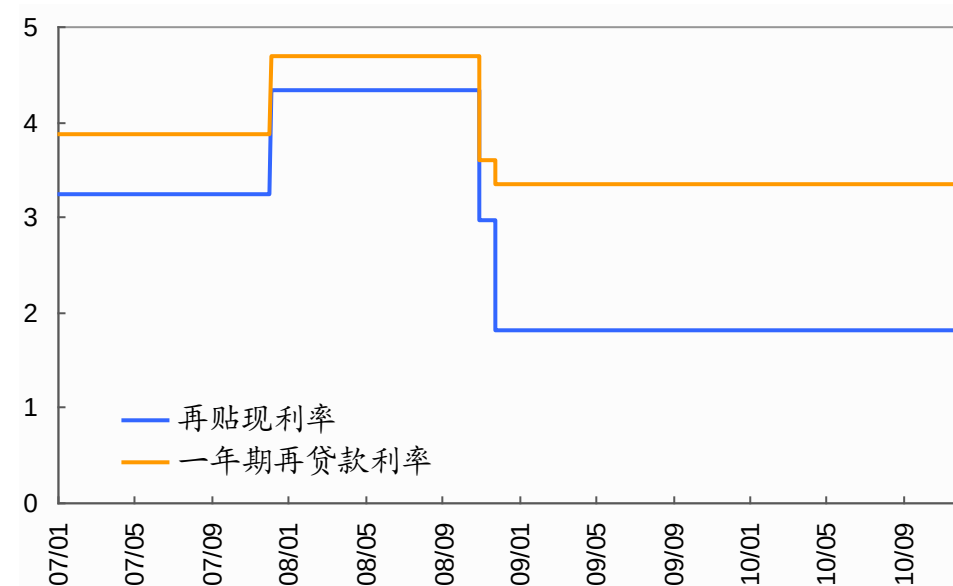
《QE2：流动性的“默拉皮”》.....2010/10/20

《9月经济述评及四季度展望：经济继续向好，通胀压力犹存》...2010/10/20

一、事件：央行上调再贴现与再贷款利率

继 12 月 26 日人民银行调了基准利率后，12 月 29 日紧接着宣布上调对金融机构的再贷款利率和在贴现率。其中一年期再贷款利率由 3.33% 上调 52 个基点到 3.85%，而再贴现率由 1.8% 上调 45 个基点到 2.25%。而这两个工具的上一次调整是在两年前次贷危机恶化的时期，当时为了配合宽松的货币政策应对危机，再贷款和再贴现利率曾经大幅下调（图 1），因此此次调整亦可视为均值回复行为。

图 2：中国人民银行再贷款与再贴现利率（单位：%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

二、点评：形式大于实质

与基准利率上调相配合，央行重新激活货币政策工具箱中效力最弱的两个工具，上调再贷款和再贴现利率，更看重的是其对银行流动性预期的引导，旨在严肃跨年阶段信贷管理纪律，再度宣誓对压制通胀决心；尽管此次调整目前是形式大于实质，但面对不断的货币紧缩政策措施，以及由此可能产生的明年经济的下行风险，市场必须有清醒认识。具体来说，我们有以下几点判断：

1、与基准利率上调配合

首先，与几天前的基准利率上调相对应，这次上调再贷款和再贴现利率意在从银行信贷这个国内流动性的主要输出口上进行控制，也在于 2010 年信贷收关时严肃货币纪律，明确央行对压通胀的决心。其次，央行使用这两个针对金融机构的价格调整工具，更多地是起到警示作用，对商业银行的实际影响不大，目前商业银行资金紧张时主要通过市场进行筹资，在银行市场融资渠道通畅的现在，再贷款的作用已大不如前；最后，面对高频度的货币紧缩措施，相信市场已有充分准备。毕竟，同幅度的再贷款和再贴现利率上调的杀伤力要比基准利率上调小得多。

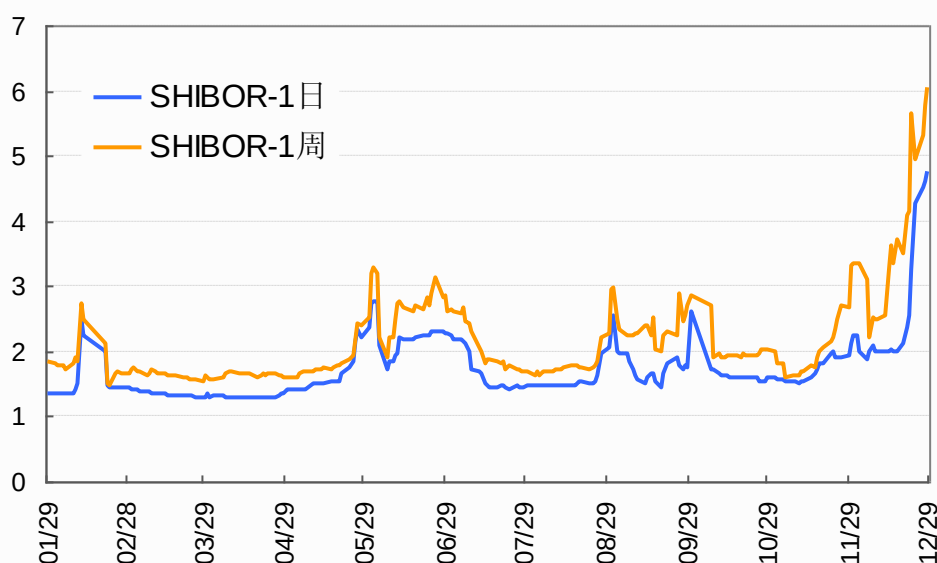
2、明确货币政策立场

在即将到来的 2011 年中，宏观经济政策的重心将在控通胀，调结构和保增长这三个目标之间游移。在这个跨年的关键时段，由于 9 月至 11 月底 CPI 的上升，再加上即将到来的春节对物价的季节性影响，控通胀无疑刻不容缓，而调结构则来日方长。2010 年 10.2% 的 GDP 增长率足够令人满意，为了结构调整的需要，中国中长期会相对降低对经济增长目标的追求，短期内甚至少见地提高了对通胀水平的容忍程度。但高企的通胀却把中央银行逼到了舞台的中央：在过去的近两个月中，存款准备金、基准利率、再贷款利率、窗口指导、甚至是直接信贷控制，央行把工具箱里能用的几乎都用了一遍。

3、加息对流动性及其管理的影响

本次通货膨胀由货币因素和预期效应主导，并伴随着日益明显的供给冲击。央行这一系列调整对市场流动性及其预期的作用是有效的，甚至是立竿见影的。资金面收紧的大势确立后，隔夜 SHIBOR 和 7 日 SHIBOR 都连续冲击年内新高（图 2）。虽然，这次对再贷款和再贴现利率的上调增加了银行的潜在的融资成本，但从央行的资产负债表来看，再贷款与再贴现的规模与银行间拆借相比较小。因此，总的来说，这次调整对利率和流动性的影响还是形式大于实质，但声势已经形成，对市场的心理震撼强烈。

图 2：2010 年 SHIBOR 走势（单位：%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

分析师简介:

邵宇，宏源证券研究所首席分析师，复旦大学金融学博士。复旦大学金融研究院研究员，牛津大学圣安东尼学院 SWIRE 学者。主要研究领域：全球（开放）宏观经济学、固定收益、金融工程。

李伟杰，中国人民银行研究生部金融学硕士、博士，2010 年加盟宏源证券研究所，现从事宏观经济研究。主要研究领域：国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融经济计量。

秦培景：宏观经济分析师，复旦大学金融学博士，2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构

华北区域

华东区域

华南区域

曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

郭振举

010-88085798

guozhenju@hysec.com

张珺

010-88085978 13801356800

zhangjun3@hysec.com

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

贾浩森

010-88085279

jiahaosen@hysec.com

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

赵佳

010-88085511

zhaojia@hysec.com

罗云

010-88085279

luoyun@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。