

对央行上调金融机构再贷款与再贴现利率的点评

配合加息动作 强化流动性管理意图

李晓莉

S1060209100182
0755-22625695
lixl@pingan.com.cn

事项:

29日, 央行宣布自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%。二者均为两年来首次调整。同时中国人民银行还决定, 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%。

主要观点:

- 央行本次提高金融机构再贷款和再贴现利率是题中之义。10月20日, 央行年内首次上调存贷款利率时, 并没有相应地提高金融机构再贷款和再贴现利率, 而在上周末央行再次上调基准利率后, 一次性提高金融机构向央行各期限的再融资利率 45-52 个基点, 是对两次加息动作的补充, 本是题中之义。
- 提高再贴现利率和再贷款利率, 实际上提高了金融机构向央行再融资的成本, 央行强化收紧流动性的意图非常明显。
- 近期金融机构间资金成本持续走高, 而央行与金融机构间的资金成本相对较低, 此次央行提高两率将可以拉平各资金渠道的成本, 对整体流动性的管理有正面作用。
- 政策预判: 我们仍然坚持在上周末加息点评中的观点, 即
 - 明年上半年的物价水平有可能持续在较高位置运行, 因此, 加息、央票发行和存款准备金率三项货币政策工具的交替实施, 可能将会在明年上半年表现得较为明显和集中;
 - 未来 1-2 个季度内再行加息 1-2 次的可能性仍然较大;
 - 加息的节奏将是未来影响市场心理的重要因素, 我们认为“早加+缓加”将是较正面的政策组合;
 - 本次调高金融机构再贷款和再贴现利率是对 10 月、12 月加息动作的补充, 由于金融机构向央行再贴现融资的规模有限, 并且在市场对央行收紧流动性已有预期的背景下, 本次调整两率对市场的冲击并不大。

■ 提高金融机构的再贷款和再贴现利率是题中之义

图表1 提高金融机构再贷款和再贴现利率与加息动作很多时点是同时进行的

	1 年期存款利率	金融机构 1 年期再贷款利率	再贴现利率
1996-5-1	9.18	10.98	-
1996-8-23	7.47	10.62	-
1997-10-23	5.67	9.36	-
1998-3-25	5.22	7.92	6.03
1998-7-1	4.77	5.67	4.32
1998-12-7	3.78	5.13	3.96
1999-6-10	2.25	3.78	2.16
2002-2-21	1.98	3.24	2.97
2004-10-29	2.25	-	-
2006-8-19	2.52	-	-
2007-3-18	2.79	-	-
2007-5-19	3.06	-	-
2007-7-21	3.33	-	-
2007-8-22	3.6	-	-
2007-9-15	3.87	-	-
2007-12-21	4.14	-	-
2008-10-9	3.87	-	-
2008-10-30	3.6	-	-
2008-11-27	2.52	3.6	2.97
2008-12-23	2.25	3.33	1.8
2010-10-20	2.5	-	-
2010-12-26	2.75	3.85	2.25

注：本表中只是把提高两率和利率同时发生情况进行列举，而在 07 年-08 年间央行在其加息时点前后也相应调整了其
对金融机构再融资利率的情况并没有列举。

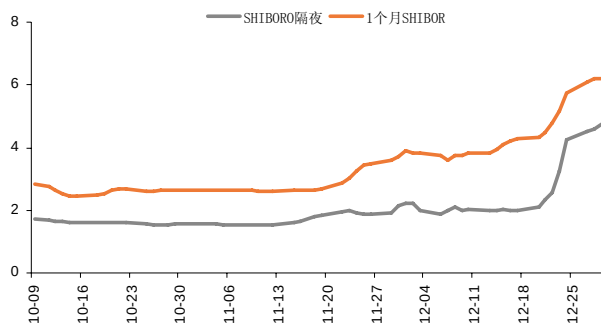
资料来源：Wind

从历史数据来看，在过去 22 次央行调高基准利率时，同时调高两率的次数为 11 次，而在 07-08 年间，尽管央行没有同时调整基准利率和两率，但是对两率的调整基本也发生在加息的时点前后，因此我们认为调整两率是央行调整基准利率动作的补充。本次调整央行对金融机构的再融资利率应该是题中之义。

■ 提高金融机构对央行再融资利率拉平了各渠道资金成本

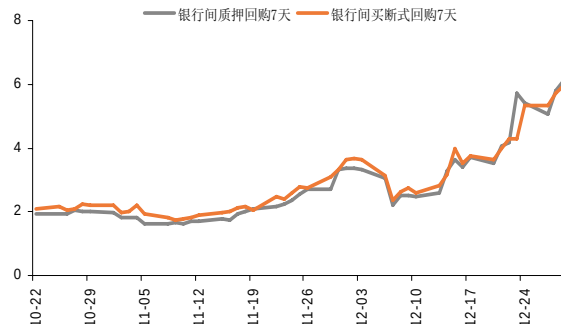
近期金融机构间资金成本持续走高，从图表 2、3 可以看到，SHIBOR 和银行间回购利率近期均呈现持续上升的趋势，而央行与金融机构间的资金成本则相对较低，此次央行调整两率之前，央行对金融机构 20 天以内的再贷款利率仅为 2.79%，而再贴现利率为 1.80%，远远低于 SHIBOR 和银行间回购利率，因此我们认为央行提高两率将可以拉平各资金渠道的成本，对整体流动性的管理有正面作用。

图表2 近期SHIBOR持续走高



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表3 银行间回购利率同样上升



资料来源: Wind 平安证券研究所

政策预判

尽管本次央行提高金融机构再贷款和再贴现利率仅是对前面两次加息动作的延续，但央行收紧流动性的意图表露无遗。

对于未来政策走向，我们仍坚持周末加息点评的观点，即：

- 明年上半年的物价水平有可能持续在较高位置运行，因此，加息、央票发行和存款准备金率三项货币政策工具的交替实施，可能将会在明年上半年表现得较为明显和集中；
- 未来 1-2 个季度内再行加息 1-2 次的可能性仍然较大；
- 加息的节奏将是未来影响市场心理的重要因素，我们认为“早加+缓加”将是较正面的政策组合；
- 本次调高金融机构再贷款和再贴现利率是对 10 月、12 月加息动作的补充，由于金融机构向央行再贴现融资的规模有限，并且在市场对央行收紧流动性已有预期的背景下，本次调整两率对市场的冲击并不大。

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。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