



2011.01.17

再次上调预期之内，不改流动性宽松格局

——点评央行 1 月 14 日宣布上调存款准备金率



姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880209110638

陈岚

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880210100004

本报告导读：

对央行 1 月 14 日再次宣布上调存款准备金率展开点评。

摘要：

- 1 月 14 日傍晚，央行宣布，从 2011 年 1 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。
- 我们认为，央行选择在此时再次上调存款准备金率，主要原因在于对冲 1 月份巨额的增量流动性。
- 增量流动性一方面来源于公开市场的到期资金。目前 1 年期央票一二级市场的利差仍然高达 50bp 左右，使得央票的发行规模锐减，公开市场回笼能力严重缺失，而 1 月中下旬的公开市场到期资金量仍高达 4190 亿。
- 增量流动性还来源于外汇占款的超增。在近期人民币升值加快的背景下，热钱的流入也保持上升态势，12 月新增外汇占款超过 4000 亿，我们预计未来每月的新增外汇占款规模都将维持在 3000 亿以上。
- 巨大的到期资金量再加上热钱也仍在加速涌入，均加剧了央行的流动性对冲压力，而公开市场回笼能力的缺失，使得准备金率成为目前能有效回笼基础货币的唯一手段。
- 此次上调存款准备金率在我们的预期之中，对流动性的影响有限。理由在于 1 月份公开市场净投放量和外汇占款规模将达到 6000 亿以上，而此次准备金的上调累计冻结的资金规模也接近 6000 亿（包含 3500 亿的总存款新增准备金率、2500 亿的新增存款应付总准备金），央行总体依然维持净投放。
- 尽管准备金上调主要针对增量流动性，但仍将引发进一步紧缩的担心，且目前 2.72% 的 1 年央票招标利率已逼近 1 年定存利率，若再上行将引发更强的加息预期。
- 2011 年召开的央行工作会议已经将稳物价作为今后一段时间的主要任务之一，而维持物价稳定的主要手段应是加息。基于我们对未来通胀走势的分析，我们判断 11 年上半年还有两次加息的可能。
- 即使准备金率上调对流动性影响有限，但伴随着通胀的上升，未来半年准备金的继续上调和继续加息仍是大概率事件，因而我们对债市整体仍保持谨慎观点，建议短久期操作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《M2 远超预期、外汇占款激增》

2011.01.12

《出口保持高位运行，外需依存逐渐减弱——2010 年中国贸易数据点评》

2011.01.11

《产需略降、库存续升》

2011.01.04

《加息应对通胀升温，调控手段偏向价格——点评央行年内再次加息》

2010.12.27

《美国经济超预期复苏风险在提升——美联储议息会议简评》

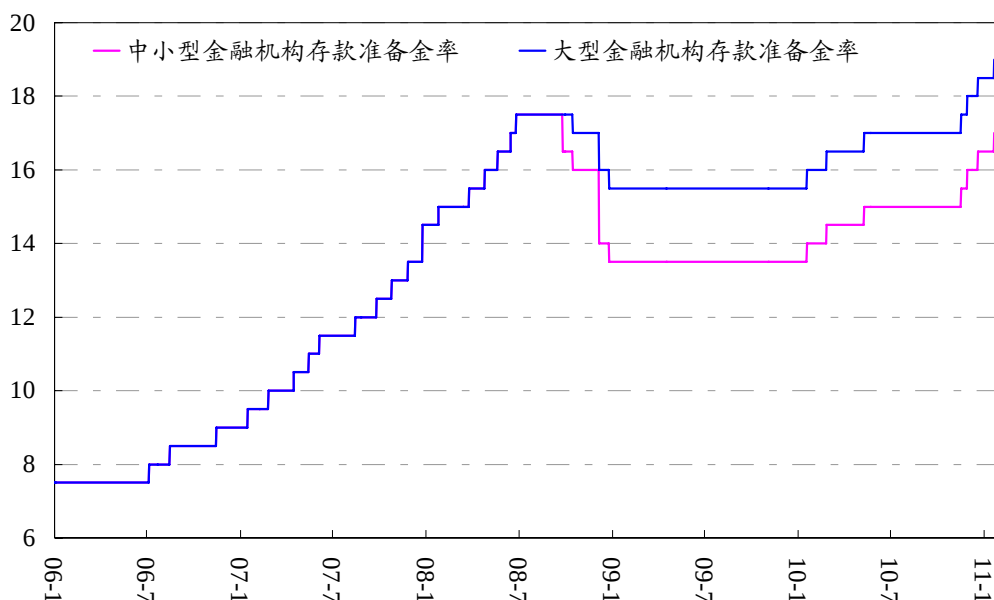
2010.12.15

一、央行 11 年首次上调准备金

1 月 14 日傍晚，央行宣布，从 2011 年 1 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。这是央行 2011 年首次上调存款准备金率，也是央行自 10 年 10 月以来在 3 个月内第 4 次上调存款准备金率。

本次调整之后，不考虑差别存款准备金率，大型和中小型金融机构的整体存款准备金率将分别升至 19% 和 17%。

图 1:
中小型金融机构、大型金
融机构存款准备金率
 (06-11 年)
 单位: %

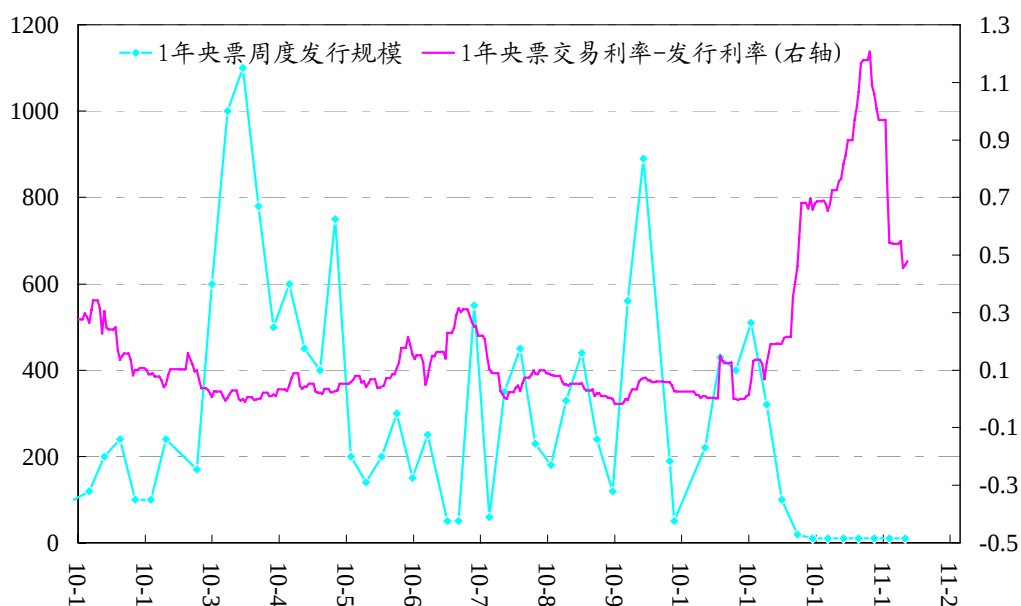


二、用于对冲增量流动性

我们认为，央行选择在此时再次上调存款准备金率，主要原因在于对冲 1 月份巨额的增量流动性。

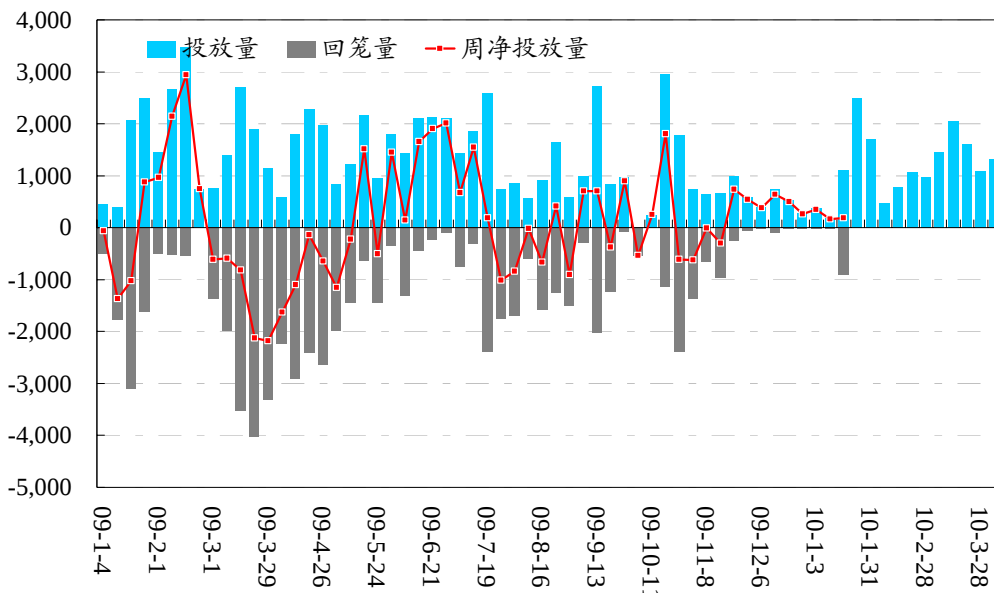
增量流动性一方面来源于公开市场的到期资金。尽管央票发行利率不断上调，但目前 1 年期央票一二级市场的利差仍然高达 50bp 左右，一二级市场利差的巨大利差直接迫使央票发行规模急剧缩水，自 10 年 12 月初至今，1 年期央票发行规模持续 7 周保持在 10 亿的地量规模。

图 2:
1 年央票周度发行规模、一
二级市场利差
 (2010-2011)
 左轴单位: 亿元
 右轴单位: %



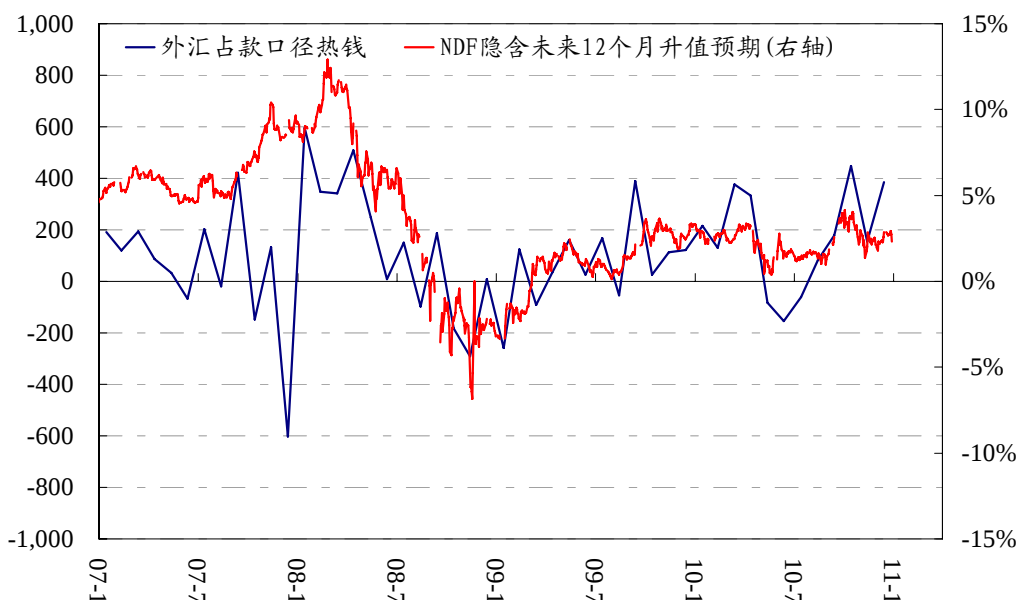
而央票的发行规模锐减导致央行公开市场回笼能力严重缺失。自 11 月中旬以来公开市场到期资金量达到 5210 亿,但同期央行通过公开市场仅回笼 1450 亿,使得公开市场连续 9 周净投放资金,累计净投放资金 3760 亿元,而 1 月中下旬的公开市场到期资金量仍高达 4190 亿,使得通过公开市场来回笼如此巨大的到期流动性几无可能。

图 3:
公开市场投放量、回笼量、
周净投放量
(2009-2011)
单位: 亿元



增量流动性还来源于外汇占款的超增。在近期人民币升值加快的背景下,热钱的流入也保持上升态势,12 月新增外汇占款超过 4000 亿,我们估算其中外汇占款口径的热钱高达 2500 亿,且我们预计热钱流入的趋势短期难以改变,未来每月的新增外汇占款规模都将维持在 3000 亿以上。

图 4:
外汇占款口径热钱、NDF
隐含未来 12 个月升值预期
(2007-2010)
左轴单位: 亿元
右轴单位: 1



综上所述,11 年 1 月份和 1 季度的到期资金量较大,而热钱也仍在加速涌入,均加剧了央行的流动性对冲压力,而公开市场回笼能力的缺失,使得准备金率成为目前能有效回笼基础货币的唯一手段。

三、对整体流动性冲击有限

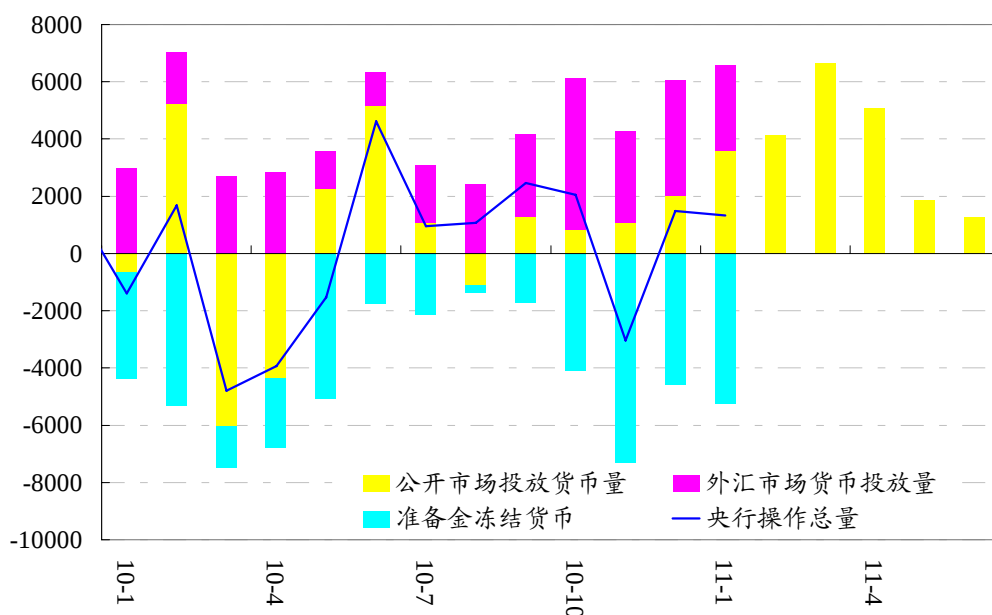
此次上调存款准备金率在我们的预期之中。我们在 2011 年 1 月 10 日

的宏观周报《通胀回升经济回稳，资金缓和政策仍紧》中即指出，由于公开市场回笼功能的缺失，准备金率是唯一能有效回笼货币的手段，或有再度上调可能。

但我们在当期周报中也判断，即使考虑 1 次准备金率的上调，1 月的流动性应无大碍。理由在于 1 月份公开市场净投放量和外汇占款规模将达到 6000 亿以上，而此次准备金的上调累计冻结的资金规模也接近 6000 亿（包含 3500 亿的总存款新增准备金率、2500 亿的新增存款应付总准备金），央行总体依然维持净投放。

因此，此次准备金的上调主要仍针对增量流动性的对冲，因而对整体流动性冲击有限。

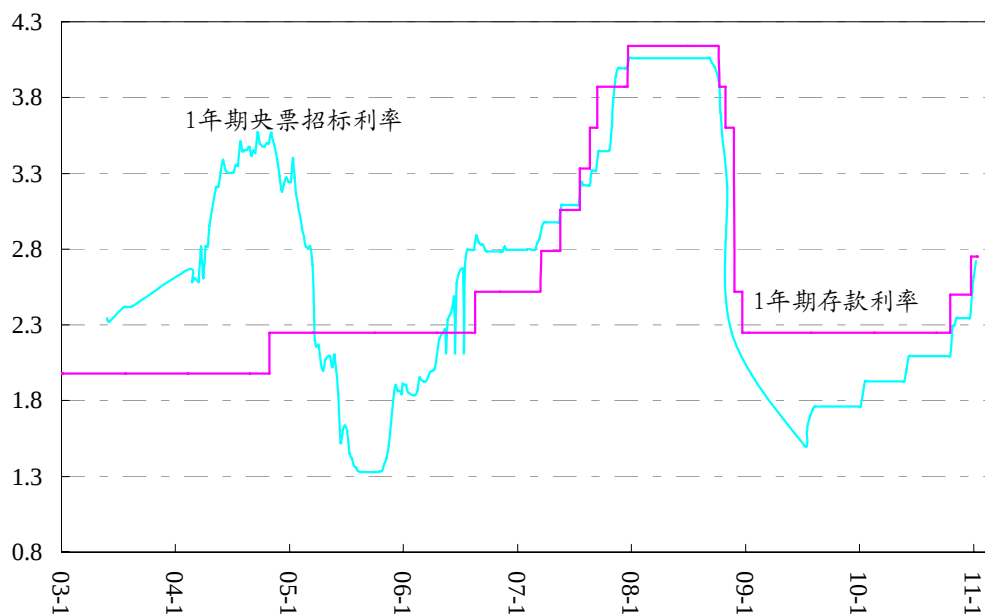
图 5：
公开市场、外汇市场货币
投放量和准备金冻结货
币、央行操作总量
(2010-2011)
单位：亿元



四、维持年内加息两次判断

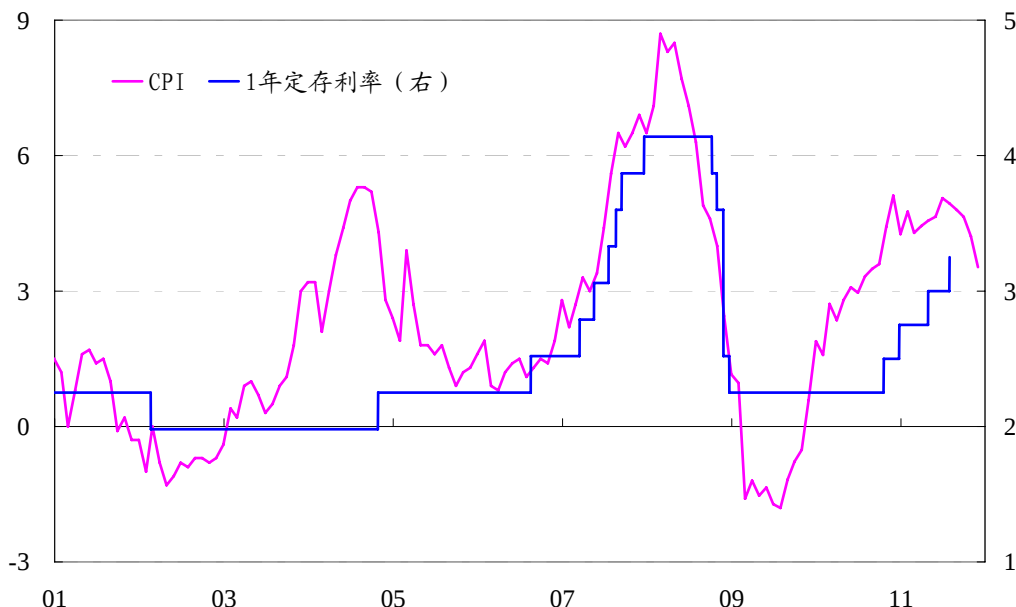
尽管准备金上调主要针对增量流动性，但仍将引发进一步紧缩的担心。且目前 2.72% 的 1 年央票招标利率已逼近 1 年定存利率，若下周 1 年期央票招标利率再次上行，将超过 1 年定存利率，从而引发更强的加息预期。

图 6：
1 年期央票招标利率、1 年
定存利率
(2003-2010)
单位：%



2011 年召开的央行工作会议已经将稳物价、促转变、防风险和推改革作为今后一段时间的主要任务，而我们认为，央行维持物价稳定的主要手段应是加息。自 10 年 10 月以来，央行已经两次加息，而且加息间隔的时间很短，表明加息政策在管理层上已经取得了共识。基于我们对未来通胀走势的分析，我们判断 11 年上半年还有两次加息的可能。

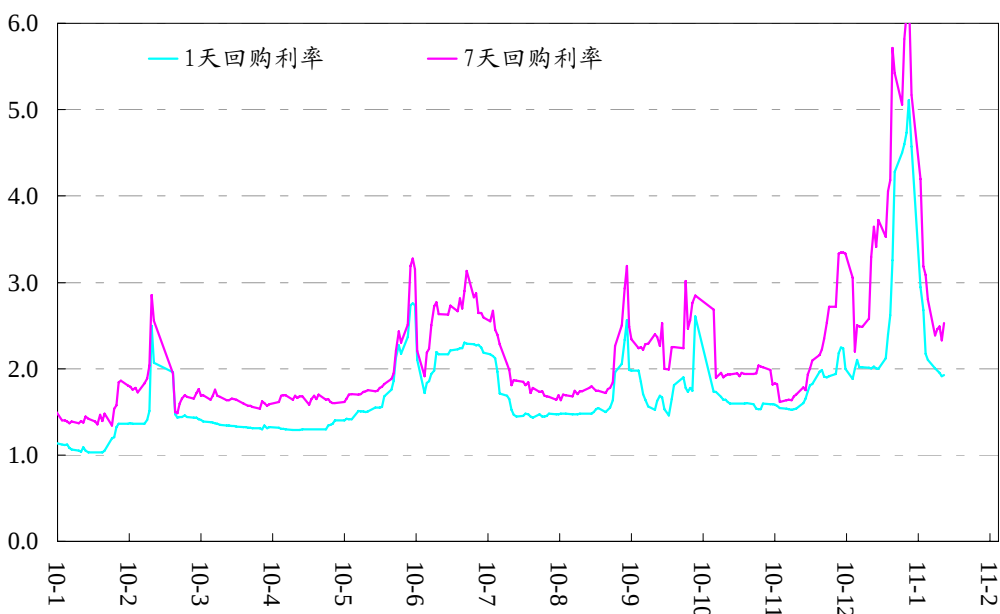
图 7:
CPI、1 年定存利率
 (2010)
 单位: %



五、债市继续保持谨慎

1 月以来随着资金面的缓和，银行间回购利率急剧下降，1 天和 7 天回购利率分别较 12 月末的高点分别下降了 320bps 和 360bps，目前回落至 1.9%和 2.5%的低位水平。

图 8:
1 天、7 天回购利率
 (2010-2011)
 单位: %

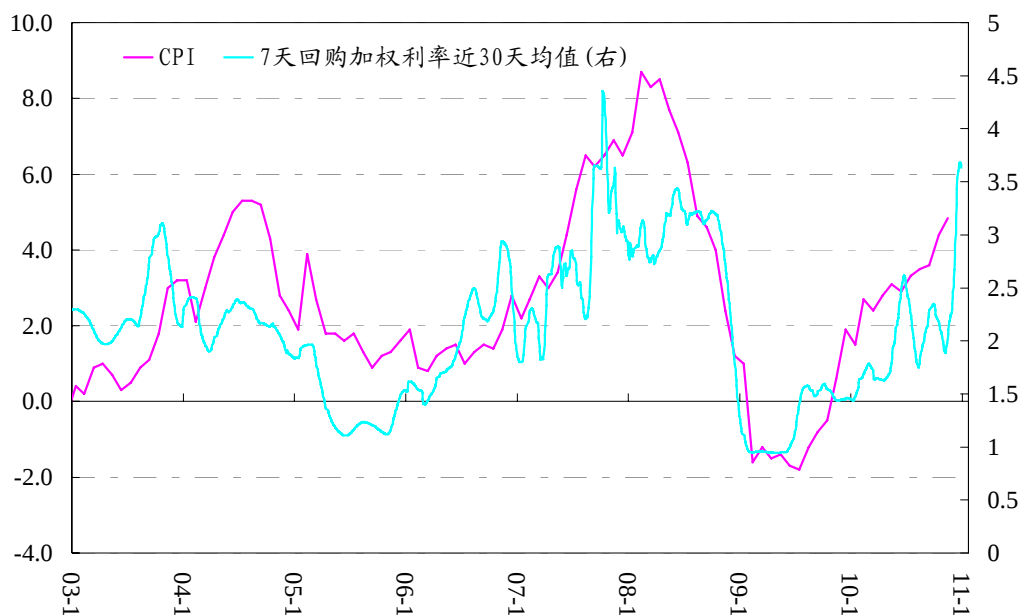


但即便资金面相比 12 月底已经有明显改善，且此次上调存款准备金率对资金面的冲击也比较有限，我们对债市整体仍然维持谨慎判断，认为回购利率均值也很难回到 3%以下水平。

原因在于回购利率的长期趋势与通胀一致，而我们预测未来半年的

CPI 均在 4% 以上，因而加息预期将持续存在，从而使得回购利率难以持续回落，且伴随着通胀的上升，未来半年准备金的继续上调和继续加息仍是大概率事件，因而我们对债市整体仍然保持谨慎观点，建议短久期操作。

图 9:
CPI、7 天回购加权利率近
30 天均值
 (2003-2010)
 单位: %



作者简介:**姜超:**

S0880209110638

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

陈岚:

S0880210100004

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

复旦大学经济学硕士，08 年加入国泰君安证券，09 年获新财富债券最佳分析师第二名，10 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		