

紧缩预期的兑现，债市依然谨慎

----11 年央行第一次上调准备金率

报告要点

■ 央行年内第一次上调存款准备金 0.5 个百分点

1 月 20 日央行将上调准备金率 0.5 个百分点，这是新年以来第一次上调存款准备金。此次上调之后，大型商业银行存款准备金率达到 19%，可冻结商业银行资金逾 3500 亿元。显然此次提高存款准备金显示出人民银行加快收紧银根的决心。事实上，近期一系列的紧缩信号早就有释放，13 日货币政策委员会成员夏斌就宣称央行在考虑改革货币监测指标，将 M2 扩大为社会融资总量控制指标。当时我们就已针对该信息作了分析，认为是紧缩信号。

■ 一月信贷井喷及热钱流入压力或是触发因素

由于 1 月份到期的央票和正回购资金巨大，同时银行信贷处于季节性的投放旺季——据传闻新年一周的信贷就高达 5000 亿之巨，因此在央票发行依然难以放量的情况下，央行必须启动新的工具回笼资金，数日前，其就已重新采用短期的正回购操作来加大回笼力度。同时，最新数据显示截至 2010 年末，我国外汇储备余额为 28473 亿美元，同比增长 18.7%，而外汇占款则依然居高不下，显然有热钱追逐人民币升值而加速流入的迹象。

■ 一月信贷井喷及热钱流入压力或是触发因素

另一个重要原因在于通胀压力和即将公布的经济数据。目前是春节期间，季节性的物价反弹压力较大，而且今年是“十二五”第一年，又逢地方政府换届，各地新上项目普遍较多，这又给下半年的通胀带来了不确定因素。所以央行是觉得目前货币政策对通胀的调节空间在缩小，一方面现行的数量工具越来越失灵，另一方面利率工具由于管理层的犹豫短期内不敢轻易动，毕竟各部委对中国经济复苏的确定性还存在疑虑，连续加息容易导致政策叠加，所以，选择准备金是最折中的工具，我们预期差别准备金将很快启动。

■ 股市和债市兑现利空预期，短期对债市继续维持谨慎

我们认为再次上调准备金其实符合社会各界的预期，而股市在周五的震荡下跌是对该预期的充分反映，同样地，债市的表现也体现了对紧缩的忧虑。短期内，由于利空已经兑现，股市不应该再过度反应，相比而言，我们对债市看的更加谨慎一点。

分析师：

李冒余

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

事件：央行宣布提高准备金率 0.5 个百分点

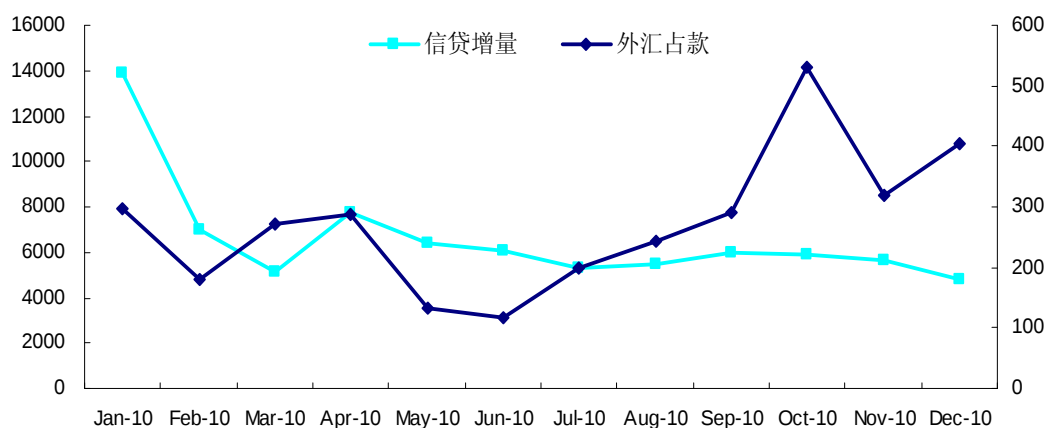
中国央行于 14 日晚间宣布,将于 1 月 20 日上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点,这是新年以来第一次上调存款准备金。此次上调之后,大型商业银行存款准备金率达到 19%。此次上调大约可冻结商业银行资金逾 3500 亿元。

点评：紧缩预期的兑现

显然,此次提高存款准备金显示出人民银行加快收紧银根的决心。事实上,近期一系列的紧缩信号早就有释放,13 日货币政策委员会成员夏斌就宣称央行在考虑改革货币监测指标,将 M2 扩大为社会融资总量控制指标。当时我们就已针对该信息作了分析,认为是紧缩信号。

我们认为,由于 1 月份到期的央票和正回购资金巨大,同时银行信贷处于季节性的投放旺季——据传闻新年一周的信贷就高达 5000 亿之巨,因此在央票发行依然难以放量的情况下,央行必须启动新的工具回笼资金,数日前,其就已重新采用短期的正回购操作来加大回笼力度。同时,最新数据显示截至 2010 年末,我国外汇储备余额为 28473 亿美元,同比增长 18.7%,而外汇占款则依然居高不下,在贸易顺差 12 月大幅缩减的背景下,外汇储备及外汇占款依然大幅增长,显然有热钱追逐人民币升值而加速流入的迹象。

图 1: 12 月新增信贷和外汇占款依然居高不下

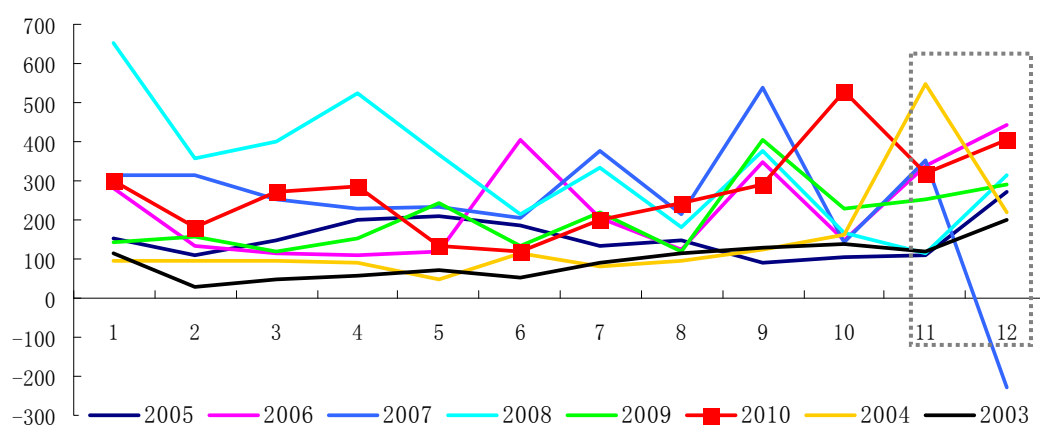


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

今年以来为了有效管理流动性,央行着手改革信贷管理体制,将按月计算并实施商业银行差别存款准备金率。日前央行行长周小川表示,未来几年,金融改革要建立和完善逆周期的货币信贷动态调控机制,把货币信贷和流动性管理的总量调节与构建宏观审慎政策框架结合起来,实施差别准备金动态调整措施,丰富和补充政策工具,引导货币信贷适度增长。但是目前来看,信贷井喷意味着实施差别存款准备金率的新政未能抑制商业银行的放贷热情。

另外一方面,去年 12 月 30 日国家外汇管理局公布了《货物贸易出口收入存放境外管理暂行办法》,规定今年起外贸企业都可以将自己的出口收入存放境外,这是中国外汇管理模式的一次重大转变,有利于缓解央行的基础货币投放,增加央行货币政策空间。但是短期内我们还没看到明显的效果,从外汇占款的季节性比较来看,目前依然处于历史高位,尚未体现结售汇制度改革对疏导资金外流的贡献。我们判断这与本币升值预期过于强烈相关。

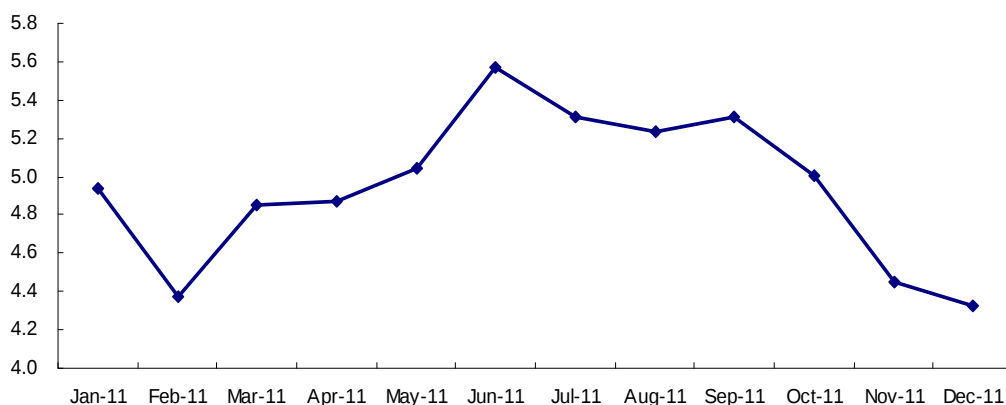
图 2: 外汇占款的比较



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

除了上述季节性的流动性反弹, 我们分析另一个重要原因还在于通胀压力和即将公布的经济数据。目前是春节期间, 季节性的物价反弹压力较大, 使得 12 月物价回落后面临再次上升趋势。而且今年是“十二五”的第一年, 又逢地方政府换届, 各地新上项目普遍较多。一般而言二季度是正常的季节性开工高峰, 从那时开始经济过热压力较大, 这又给下半年的通胀带来了不确定因素。所以, 我们认为央行是觉得目前货币政策对通胀的调节空间在缩小, 一方面现行的数量工具越来越失灵, 另一方面利率工具由于管理层的犹豫短期内不敢轻易动, 毕竟各部委对中国经济复苏的确定性还存在疑虑, 连续加息容易导致政策叠加, 所以, 进退两难的格局让央行压力巨大, 相对而言, 选择准备金是比较折中的工具, 我们预期差别准备金将很快启动。

图 3: 11 年的通胀压力集中在 2-3 季度



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

由于 20 号将发布 2010 年的宏观经济数据, 在这个时间点加准备金其实符合目前央行的审慎调节逻辑。我们分析, 很可能是央行已经确认了 12 月的经济形势依然延续 11 月的复苏环比向好态势, 因此才将政策目标再次转向抑制春节物价压力, 而这一点从发改委近期的表态来看, 也是存在不确定的, 所以在加息不能轻易动时, 继续数量调节管理预期, 同时采取行政干预, 是惯常的节前稳定物价的政策组合。

因此，我们认为再次上调准备金其实符合社会各界的预期，而股市在周五的震荡下跌是对该预期的充分反映，同样地，债市的表现也体现了对紧缩的忧虑。短期内，由于利空已经兑现，股市不应该再过度反应，相比而言，我们对债市看的更加谨慎一点。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。