

温和调控必迎更加频繁和加码的政策出台

——1月14日提高准备金率点评

发布日期：2011年1月16日

主要观点：

- 此次准备金率调整主要是对冲 12 月的外汇占款和财政“放水”，流动性注入大于回收，调控温和。12 月外款占款当月增加 4033 亿元，而财政支出减少 9328 亿元，加上 12 月份公开市场业务的净投放 2130 亿元，而提高 0.5 个百分点仅是回收 3600 亿元，相当于市场流动性注入 1.2 万亿元，如果以对冲流动性为目的，即使提高 1 个百分点，市场流动性也将注入 8000 亿元，因此，此次调控力度相当温和，甚至偏松。
- “偏松”调控客观上是为了兼顾春节假期的流动性需要。而在提高准备金率的同时没有提高利率说明政策回归稳健的渐进性。
- 但这种偏松和渐进的调控必将导致更加频繁、力度加码的调控政策出台。调控加码压力来自于四方面压力：人民币升值预期下热钱流入或持续；1 月份物价快速上涨，通胀预期管理有待加强；1 月份信贷规模仍可能偏大；节后存量货币回收任务重。
- 从政策工具选择看，回收流动性仍将主要依赖数量化工具。一季度有望再提高一次准备金率，而提高央票利率，增加央票工具的有效性将是必然。节后或将迎来较大规模的央票发行。
- 而差别准备金率将同时起到回收流动性和有针对性惩罚银行过量放贷的作用而被频繁使用。据报道 1 月份第一周信贷达到 4800 亿元，1 月份突破 1 万亿。因此，动用差别准备金率将是较为有效的工具。
- 而加息将是抑制贷款需求和引导预期的必然手段。预计在春节假期前后将迎来年内的首次加息。后期加息的频率和力度仍取决于物价和欧美经济体复苏及政策。
- 由于存量流动性巨大而增量继续流入，近期提高准备金率和发行央票属中性调控，因淡化该政策的指示效应。但差别准备金率和利率工具动用更代表监管层对控制信贷的态度。建议重点关注后两者工具的使用频率和力度。

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 2011 年 1 月 20 日起上调对金融机构的存款准备金率 0.5 个百分点。

点评:

一、流动性注入庞大,提高准备金对冲力度有限,调控温和

此次准备金率的提高主要是对冲 12 月份的外汇占款和财政“突击花钱”造成的流动性注入。

12 月份外汇占款当月增加 4033 亿元比 11 月份增加 836 亿元。而财政资金年底突击花钱再次成为注入流动性的因素,12 月份财政资金存款减少了 9328 亿元。而与此同时,12 月份公开市场净投放 2130 亿元。三者相加,相当于 12 月份基础货币投放 1.5 万亿。

表 1: 12 月份货币投放规模庞大

	外汇占款当月增加额	公开市场净投放额	财政存款	相当于投入基础货币
2010-11	3,196.43	975.00	-2,119.00	6290.43
2010-12	4,033.18	2,130.00	-9,328.00	15491.18

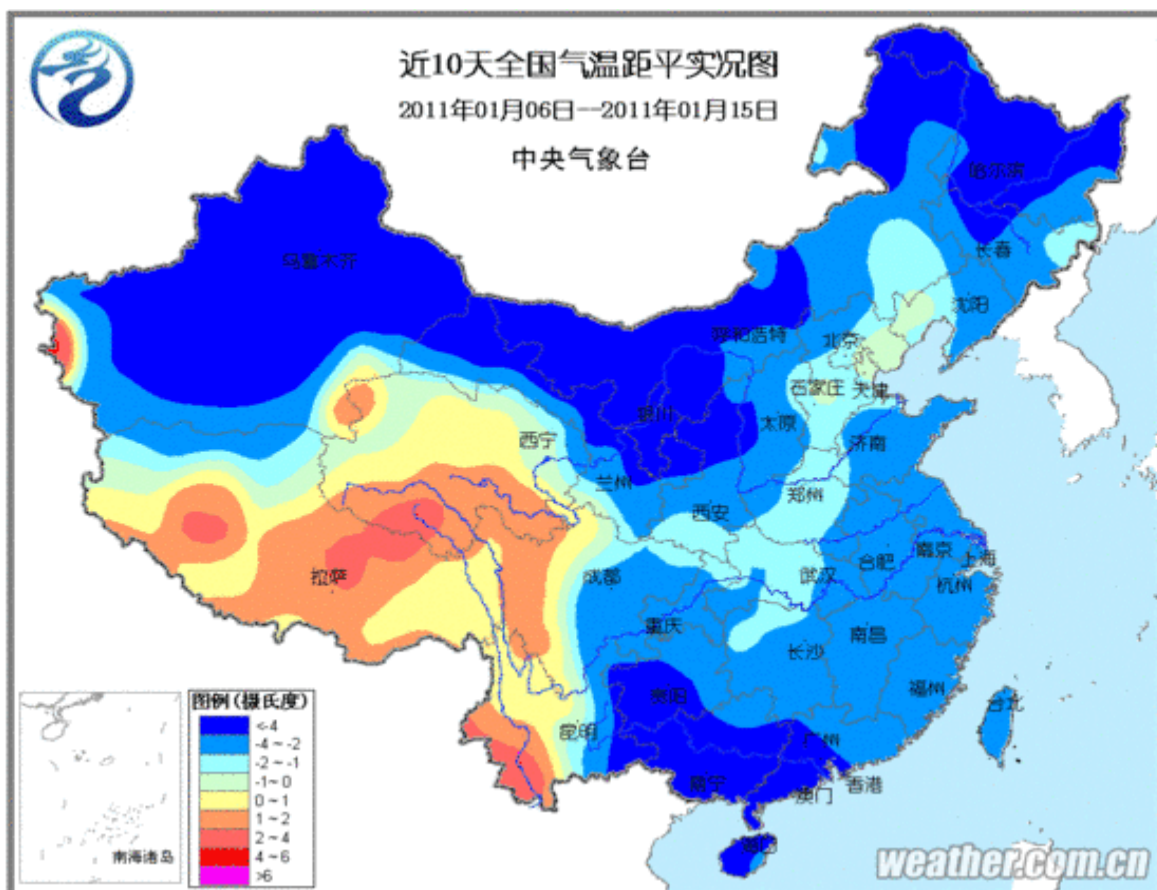
数据来源: Wind, 东北证券。

根据 12 月末高达 71.82 万亿的人民币存款余额,提高 0.5 个百分点约冻结资金 3500 亿元。对比 1.5 万亿元的注入,对冲程度实在有限,整体上依旧表现为流动性注入加大。因此,从对冲流动性看,提高 1 个百分点都难以实现,调控力度实属温和。

二、物价再次进入快速上升通道,通胀预期管理亟待加强,逼迫货币政策收紧

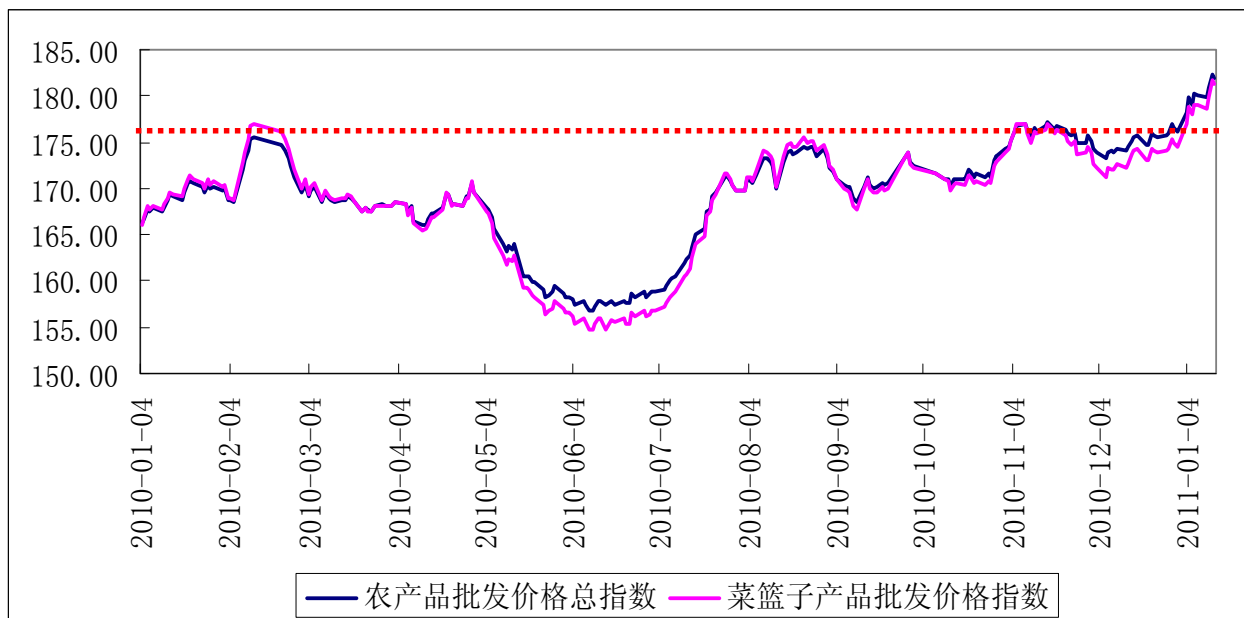
在 11 月 17 日出台了物价临时管制措施后,农场品价格有较大幅度的回落,但是在 12 月 10 号前后,农产品价格再次进入回升通道,尤其到了今年的 1 月份,农产品价格成加快回升态势,仅仅是前 15 天左右就比 12 月上升了 3%。而当前低温恶劣天气延续,蔬菜等生产将继续受到影响,这或将继续推升农产品价格。

如果 2 月份继续遭遇恶劣天气,并由此导致农产品价格持续上涨,那么 2011 年的通胀将继续超预期,不排除个别月份超过 6%,而全年难以控制在 4%。因此,在流动性充裕的情况,进一步收紧货币政策,降低通胀预期将是必要的选择。



数据来源：中国天气网。

图 1：1 月份全国普遍降温，恶劣寒冷天气将影响农产品供应



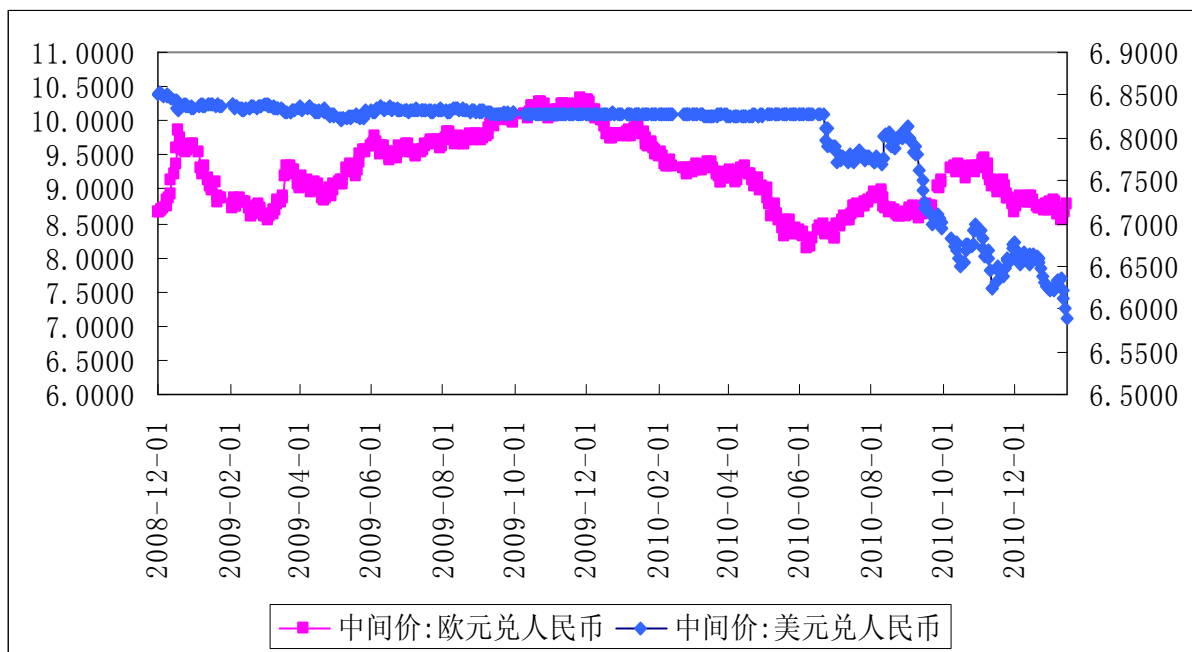
数据来源：Wind，东北证券。

图 2：1 月份我国农产品价格明显上涨，已经超过了 2010 年的最高水平

三、1 月份人民币升值预期下热钱流入和信贷过快增长导致的流动性注入继续

从 1 月 10 日以来，人民币兑美元中间价已连续 5 个交易日创出汇改新高，2011 年 1 月 13 日，人民币中间价首次突破 6.6 大关

而 2011 年的第一周的信贷投放规模依旧客观，根据媒体报道的首周新增信贷在 4800 到 6000 亿之间，按照这个规模 1 月份突破万亿规模将是较大的可能。



数据来源：Wind，东北证券。

图 3：近日人民币明显升值

四、应对充裕的流动性，政策将趋紧

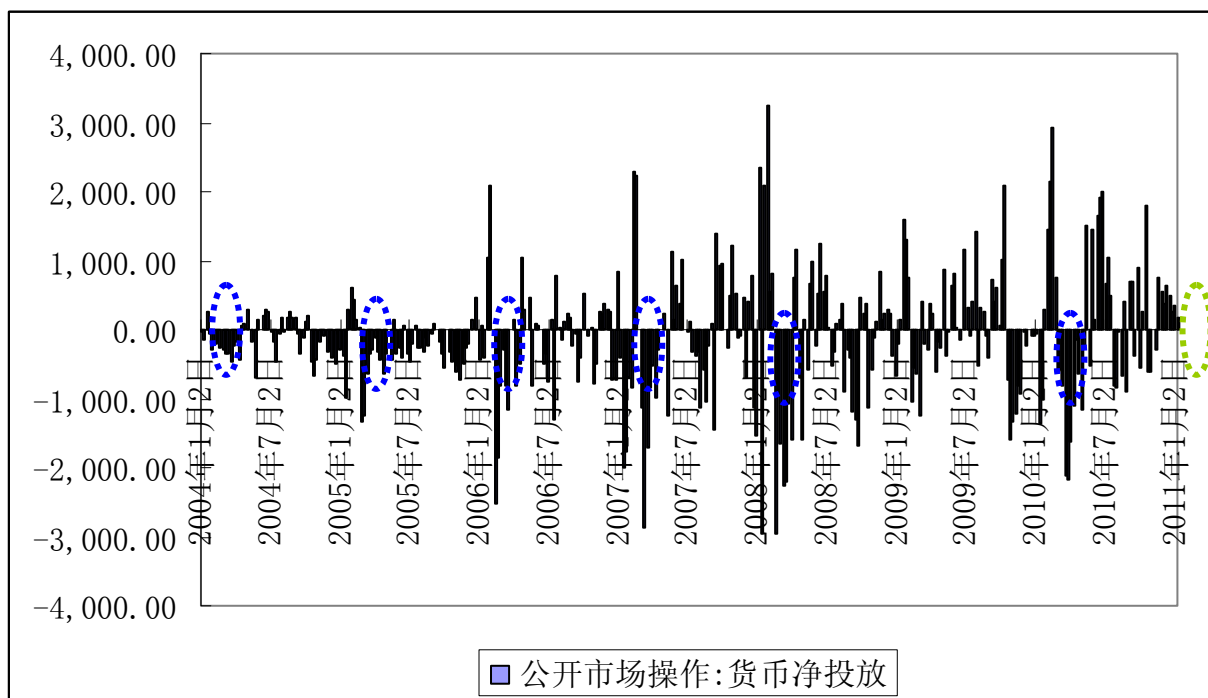
根据前面的情况，第一，当前货币投放过多，而此次对冲流动性有限，后续政策必将收紧；第二，增量货币继续注入市场，流动性管理任务继续加重；第三，物价再次进入快速上涨阶段，控制通胀及通胀预期显得非常紧迫。因此，春节前后，特别是后春节后，货币政策将适度收紧。

由于主要任务依然回收流动性，政策工具将依然主要依赖数量化工具。预计一季度仍有可能提高准备金率 0.5 个百分点。而在春节后提高公开市场操作的回流力度是央行的一贯做法，提高央票的有效性将是政策选择。而在市场利率较低，央票利率较高的情况，加快央票的发行将成为可能。

但我们认为，提高准备金率和公开市场操作力度主要是对冲市场流动性，春节前后出现力度加大应属正常，政策也是中性，并非特别收紧。因此，市场应弱化该政策在短期内的指示效应。

但是若动用差别准备金率和利率表明政策将适度收紧，因此我们认为市场应该关注这两个工具的出台及力度。如果频率和力度提高，政策收紧的意图和意愿将更加强烈。未来一段时间内，如果物价继续提高，而信贷投放保持较高规模，那么采取差别准备金率和利率将是

不可避免的事情。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 4: 2004 年以来, 每年春节后都迎来公开市场操作货币回笼力度加大的情况

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。