

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050209110150

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》

2010-07-30

《宏观周报：转型期投资的契机和希望》

2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

存款准备金率上调抑制年初信贷

投资要点

- 我们认为，央行之所以在年初就较快地提高存款准备金率，是为了抑制年初由银行间过剩流动性等因素激发的银行信贷冲动，更好地实现稳定信贷增长，遏制社会通胀预期的目的
- 提高存款准备金率抑制信贷供给的举动可能还不够，为引导货币信贷总量合理增长还需要更有效地抑制信贷需求，而这需要一系列的政策组合拳。它们包括再次加息抑制居民投资的信贷需求，政府投资控制抑制地方政府十二五规划实施的投资热情。

正文目录

信贷冲动仍较强烈	3
央行近期加息仍有必要	4

图表目录

图 1：短期利率快速下行	3
图 2：央行连续 9 周净投放	3

上周五，中国人民银行决定，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，这将冻结资金 3500 亿左右，自此，大型商业银行的存款准备金率将达到 19% 这一历史新高。我们认为，央行之所以在年初就较快地提高存款准备金率，是为了抑制年初由银行间过剩流动性等因素激发的银行信贷冲动，更好地实现稳定信贷增长，遏制社会通胀预期的目的。

信贷冲动仍较强烈

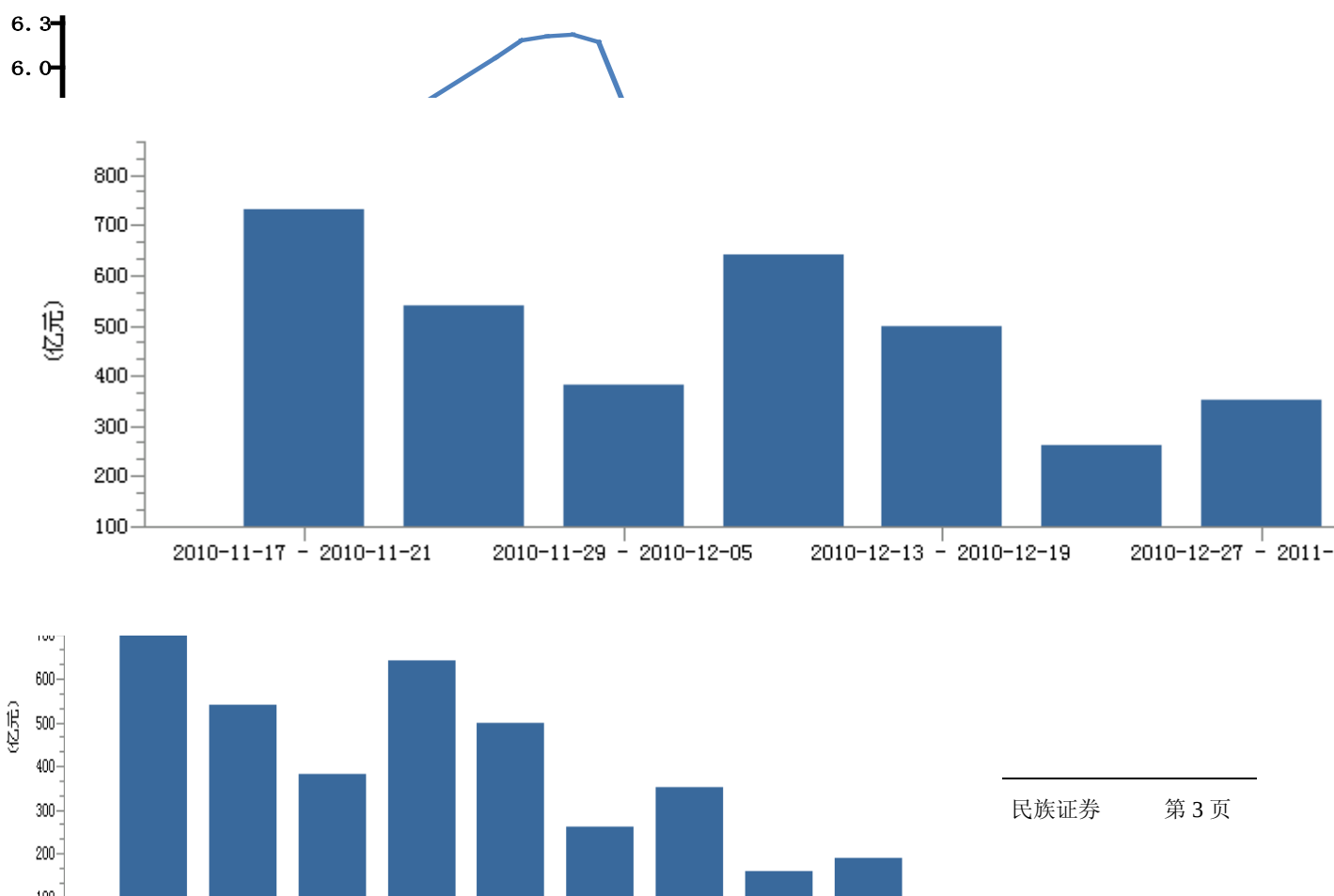
尽管央行去年四季度以来就通过加息，提高存款准备金率等多种手段抑制商业银行的信贷冲动，但最后四季度新增信贷指标还是超标，如 12 月在严加控制的情况下，新增信贷仍达到 4807 亿元，使得去年超标 4500 亿。

面对信贷增加汹涌的情形，为了更好的控制信贷，央行今年拟推出一系列货币政策工具改革，如结合宏观审慎监管的要求，央行将对各银行按月测算及实施差别存款准备金措施以更严格控制银行每月的新增信贷。但是考虑到商业银行适应该监管规定需要一段时间，央行并没有立刻全面实施，而是前三季度给予商业银行依次递减的容忍度。

这就使得商业银行出于“早放款、早受益”的考虑，仍有余地延续过去每年初的信贷大扩张，如 2009 年 1 月新增信贷 1.62 万亿，2010 年 1 月在央行提高存款准备金率的情况下，新增信贷仍达到 1.39 万亿。

而就今年初的情况来看，当前促成银行间市场流动性宽松格局的多种因素也容易刺激银行的信贷冲动，如除了年初各类资金在度过年末结算期后重返市场之外，近期财政存款近万亿规模的拨付以及由人民币升值所诱发的热钱流入正在给市场注入更多的流动性；央行为避免央票发行利率的过快提高不得不大幅度缩减了票据发行规模，公开市场操作已经难以担任货币回笼的任务，连续 9 周出现了净投放的格局，累计规模达到 3760 亿元。这些因素都使得近期银行间市场利率大幅度降低，如以隔夜回购利率为例，13 日的加权平均隔夜利率为 1.9542%，与去年 12 月 30 日时 5.1098% 的高位相比已跌去 61.76%，幅度十分惊人。这无疑进一步激励银行的放贷冲动，今年 1 月新增信贷很可能再次放量超标，如今年 2011 年第一周金融机构新增信贷已近 5000 亿元。

图 1：短期利率快速下行



这显然对于央行把好流动性总闸门提出了严峻的挑战，央行尽快出台存款准备金率以减少银行间市场的流动性，抑制银行放贷显得十分必要。

央行近期加息仍有必要

而我们认为，提高存款准备金率抑制信贷供给的举动可能还不够，为引导货币信贷总量合理增长还需要更有效地抑制信贷需求，而这需要一系列的政策组合拳。

如为了抑制当前居民较强的信贷需求，继续加息仍有必要。原因在于：当前居民的通胀预期仍较强烈，如 12 月居民活期储蓄存款占比达到创记录的 41.6%，这已经激化了居民的投资欲望，年初以来各地住房购买量又出现急剧增加，其中 1 月上旬北京市住宅成交量达到 9239 套，较 2010 年同期增长了 75.8%。而只有连续去年四季度以来的密集加息方式才能更好的改变居民预期，抑制居民的投资需求。

而为了抑制企业层面的信贷需求，单一加息政策还是不够的，原因在于：随着各地政府提出的宏伟“十二五经济增长目标”即将进入实施阶段，它们为避免中央政府调控，抢占更多资源，已经开始超前启动诸多投资项目，而这些项目的信贷需求对于利率是不太敏感的，因此就需要中央政府层面采取更有效的控制措施，如最近发改委对于各地加快投资，实现经济快速增长的“十二五”规划比较警惕，已经口头通知经济增速在 10% 以上的省份，特别是提出 5 年经济总量翻番的省份，适当降低速度。我们由此预计，今年两会前后，中央政府还会出台更严厉的投资控制措施。

而只有政策层面的多管齐下，央行年初快速提高存款准备金率以表达政策紧缩决心的举动才能更好的转换为更有可信度的目标实现。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

赵明岚：中南财经政法大学经济学博士、中国人民大学理论经济学博士后，主要研究方向：社会主义市场经济与宏观调控、农村经济、产业经济。2008年9月进入中国民族证券研究发展中心，主要从事宏观经济与市场策略研究。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济专业，硕士学历，具有3年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn

曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn