

宏观经济专题

差别准备金动态调整机制的影响几何？

崔永 分析师

电话：010-59136700

eMail: cy30@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260210090010

本期要点：

- ◆ 在央行 2011 年度工作会议上，央行表示将实施差别准备金动态调整措施，引导货币信贷适度平稳增长，这意味着今年的信贷管理方式将从信贷管制向综合运用市场化调控手段转变。央行实施差别准备金动态调整机制旨在将存款准备金率的调整与其资本充足率、资产质量状况、贷款增速情况等指标挂钩，从而把货币信贷和流动性管理的总量调节与逆周期的宏观审慎监管框架有机结合起来。按照动态差别准备金率的公式，那些信贷投放增速过快以及资本充足率水平过低的存款类金融机构将会被差别对待。传统的存款准备金制度经过这种创新之后，不仅将使得准备金制度发挥了维护金融稳定的作用，而且明显消除了利用传统存款准备金制度调控货币信贷天生所具有的不公平性。在差别动态准备金调整措施实施之后，准备金要求的增加将直接有那些从事信贷扩张业务的金融机构承担，贷款增长较快的金融机构将会缴纳更多的准备金，而不是全部金融机构因为部分金融机构的冒进而全部受到惩罚。在“谁放贷谁受罚”的机制约束之下，金融机构的放贷冲动将会得到极大遏制，因此，差别准备金率动态调整机制的建立将有效保证货币信贷目标的实现。
- ◆ 差别准备金率动态调整机制建立之后，可保证货币信贷调控目标的实现，但货币信贷增长多少依然取决于央行设定的目标，且差别准备金率平滑货币信贷投放的意义要远远大于对冲通过外汇占款渠道投放的流动性，传统存款准备金将继续发挥着对冲流动性的功能。从差别准备金率的计算公式，可以看出，央行决定是否动用差别准备金率的依据之一就是贷款增速超过 GDP 增速和 CPI 涨幅之和的程度。根据历史经验来判断，合理的货币信贷增速应该保持在超过 GDP 增速和 CPI 涨幅之和的 3 到 4 个百分点之内。而 2011 年央行设定的 GDP 增速为 8%，CPI 涨幅为 4%，这意味着央行设定的 2011 年货币信贷增速目标为 15%至 16%，对应的新增贷款目标为 7.2 万亿元至 7.6 万亿元。
- ◆ 当然，除了准备金率之外，将流动性对冲提前到结售汇之前也将是央行试图完全对冲外汇占款渠道投放流动性的重要举措。可选的措施有：以外汇缴存人民币存款准备金、外汇再贷款、货币掉期、打击热钱、缩减贸易顺差、鼓励对外投资等等。然而，除非贸易顺差真正缩小或者对外投资取得实质性进展，美日等中心国零利率背景下，大量的套利交易资金还是会纷纷涌向中国等新兴市场经济体。而且在人民币汇率脱钩美元和失去固定汇率制承诺的背景之下，这种套利资金涌入的态势很难被资本管制等政策所左右。此外，尽管 11 年政府还是会不遗余力地试图降低贸易顺差和鼓励对外投资，但是在人口红利优势消失之前，在资源价格管理体制改革的人民币汇率形成机制改革等完成之前，缩减贸易顺差和资本项目顺差的难度较大。尽管 09 年和 10 年中国的贸易顺差连续两年下降，但这是在美国发生大规模危机的背景下实现的，且即便如此，10 年中国的贸易顺差依然达到 1831 亿美元，远远超过政府提出的 1000 亿美元的红线。随着外围经济的复苏，11 年贸易顺差可能会再次扩大到 2500 亿美元。在这种情况下，仅依靠准备金率估计也很难完全对冲外汇占款渠道投放的流动性，流动性预期的逆转只能依靠资金自身回流到发达经济体。
- ◆ 需引起关注的是，银行为了避免被实施差别准备金率，要么减少信贷投放，这将削减银行利润，进而抑制股价表现；要么提高资本充足率，这将提高银行的生存空间。两者相权，更多的商业银行肯定会选择后者。这样一来，市场肯定会担心银行通过再融资方式补充资本金，而银行大规模再融资很可能会压抑股市表现。新年伊始，民生银行拟再次增发融资不超过 214.79 亿元，农行和兴业银行拟分别发行不超过 500 亿元和 150 亿元的次级债券。不过，在流动性改善预期之下，银行再融资对大盘的压制作用不具有持久性。

目 录

一、差别准备金率动态调整机制旨在保证信贷目标得以实现	4
二、传统存款准备金制度依然发挥着对冲外部流动性的功能	8
附件：世界各主要国家和地区的存款准备金制度实施情况	12

图 表

图 1：目前准备金率的使用空间没有 2007 年那样大	4
图 2：当前的超额准备金率已降到历史最低水平	4
图 3：准备金率工具已经演变成为流动性对冲工具	4
图 4：降低准备金存款利率会降低准备金率提升空间	4
图 5：新增外汇占款保持每月 3 千亿元的较高水平	5
图 6：大规模冲销性干预后央行积累了大量债务	5
图 7：今年一季度央行票据到期量保持较大规模	5
图 8：央行很难完全对冲外汇占款渠道投放流动性	5
图 9：历年 M2 目标增速与实际增速的对比情况	6
图 10：央行很难完全对冲外汇占款渠道投放流动性	6
图 11：GDP 环比增速在 2010 年第四季度回见底回升	6
图 12：GDP 同比增速则在 2011 年一季度之后见底回升	6
图 13：每年的上半年都是货币信贷投放的高峰	7
图 14：货币信贷投放还存在较为明显的季末现象	7
图 15：持续两年的大规模刺激计划引发投资高涨	7
图 16：而投资带动的中长期贷款需求引发信贷增长	7
图 17：准备金率旨在对冲外汇占款渠道投放流动性	8
图 18：热钱快速涌入时央行都会不断上调准备金率	8
图 19：准备金率调整会相应地冻结或者释放流动性	8
图 20：如果未来热钱涌入不息，准备金率上调不止	8
图 21：当前中国 A 股资产回报率在 5% 左右	9
图 22：经过两次加息之后加权贷款利率已接近 7%	9
图 23：而企业资产负债率基本维持在 60% 附近	9
图 24：再加两次息之后盈利预期才可能发生逆转	9
图 25：准备金率提高到一定水平开始抑制信贷增长	10
图 26：准备金率对信贷增速的抑制作用更加明显	10
图 27：随着准备金率的提高货币乘数在下降	10
图 28：所以 11 年的货币信贷增长情况要看外汇占款	10
图 29：受到持续双顺差的影响币升值压力持续存在	11
图 30：2011 年元旦后人民币升值压力又有所增强	11
图 31：2005 年人民币脱钩美元的效果取得初步成效	11
图 32：美联储加息预期增强创造深化汇改的时机	11

股市通常由盈利和流动性两个方面的因素来驱动，其中，盈利决定了股市的估值中枢，而流动性则决定了股市的泡沫。尽管政策对股市的影响举足轻重，但在政策改变盈利预期和流动性预期之前，股市通常不会对政策作出反应。历史经验也表明这一点，比如：2007 年，尽管央行在不断地加息和不断地提高准备金率，但股市依旧单边上涨，直到 2007 年 11 月，利率加到一定程度以至于覆盖掉盈利预期的时候，股市才开始掉头向下；再比如：2010 年“十一”之后，尽管政府纷纷推出提高准备金率、加息等政策，股市依旧上涨，但到了 11 月 12 日市场开始担心政府可能实施全面价格管制之后，市场才出现明显破位下行，而 12 月 21 日全面暂停固定资产贷款之后，股市又出现一波下探。

目前阶段，在影响盈利预期和流动性预期的三大主要政策变量（利率、准备金率和汇率）当中，新推出的差别准备金率尤为被市场所关注。投资者对差别准备金率的关注并不是因为担心差别准备金率对市场的影响有多大，而是不知道差别准备金率对市场的影响有多大。尽管 11 年即将实行的差别准备率动态调整机制比 10 年赤裸裸的直接信贷管制要市场化和透明化的多，但 2011 年全年新增贷款目标是多少以及前三个季度过渡期之内央行对信贷投放的容忍度有多高，由于央行没有而且似乎也不打算明确对外宣布，这使得投资者还没有办法搞清楚。不过，根据差别准备金率的计算公式，我们还是能够大致推算出这些。

按照差别准备金率的公式： $R_i = a_i \times (C_i^* - C_i)$ ，其中， R_i 为某银行 i 应该缴纳的差别准备金率； a_i 为稳健性调整参数，一般估计为 1； C_i^* 为某银行 i 按照宏观审慎监管要求测算的资本充足率要求； C_i 为某银行 i 当期的实际资本充足率水平。此外， $C_i^* = \text{最低资本充足率要求 } 8\% + \text{系统重要性附加资本} + \text{逆周期缓冲资本}$ 。其中，系统重要性附加资本以资产规模判定；逆周期缓冲资本 = $b_i \times (\text{银行 } i \text{ 贷款增速} - \text{GDP 目标增速} - \text{CPI 目标增速})$ ，其中， b_i 为各银行对整体信贷顺周期影响的贡献度，银行 i 贷款增速以经过平滑后的贷款增速测定，GDP 增速目标和 CPI 增速目标暂定为 8% 和 4%。 $b_i = \text{经济热力系数} \times 0.5 \times \text{银行 } i \text{ 系统重要性附加资本}$ ，其中，经济热力系数 2011 年暂定为 0.85，银行 i 系统重要性附加资本移除百分比。

根据差别存款准备金率的计算公式，可以看出以下几点：一是差别存款准备金率能起到控制货币信贷的重要作用，但是货币信贷总量到底控制在什么水平，还是要取决于央行设定什么样的信贷增长目标；二是按照货币信贷增速高于 GDP 增速和 CPI 涨幅之和 3 到 4 个百分点来判断，这意味着央行设定的 2011 年货币信贷增速目标为 15% 至 16%，对应的新增贷款目标为 7.2 万亿元至 7.6 万亿元。三是根据历史经验预计，11 年新增贷款基本上还会按照“3:3:2:2”的季节分布来控制，这意味着一季度和二季度的新增贷款会达到 2.2 万亿元，而三季度和四季度的新增贷款则为 1.5 万亿元左右。考虑到前三季度将给予商业银行依次递减的容忍度。预计一季度新增贷款有可能会突破 2.5 万亿元，而二季度贷款则会降到 2 万亿元左右，三季度和四季度则会进一步回落到 1.5 万亿元左右。

需要着重说明的是，无论是依靠传统的存款准备金率还是如今的差别准备金率动态调整机制都是无法完全对冲通过外汇占款渠道投放的流动性的。自 2003 年 4 月开始发行央行票据算起，大规模对冲操作已持续八年，截至 2010 年 12 月末，对冲率仅为 75.5%，这意味着央行仅仅对冲了通过外汇占款渠道投放流动性的不到 8 成。其中，2005 年对冲率为 64.1%；2006 年对冲率为 70.2%；2007 年对

冲率为 83.9%;2008 年对冲率为 87.4%;2009 年对冲率为 26.8%;2010 年对冲率 88.9%。我们发现,在 2007 年下半年和 2008 年上半年准备金率频繁调整时期,央行都未曾实现完全对冲,目前阶段准备金率已经提高到 18.5%的历史高位,进一步提升的空间有限,实现 100%对冲的难度较大。

一、差别准备金率动态调整机制旨在保证信贷目标得以实现

差别准备金率动态调整机制建立之后,可保证货币信贷调控目标的实现,但货币信贷增长多少依然取决于央行设定的目标。且差别准备金率平滑货币信贷投放的意义要远远大于对冲通过外汇占款渠道投放的流动性。具体来看:

首先,建立差别准备金率动态调整机制并不能提高准备金率的使用空间。

我们在年度报告《利润增长能否抵消加息的影响》(2010 年 12 月 7 日,下称年报)中,论证了当前中国准备金率的上调空间还是存在的,但上调空间已经有限,最高上调到 22%左右。一是理论上的最高使用空间为 22%至 24%(具体参见:《中国的准备金、准备金要求与货币控制:1994-2007》(《经济研究》2008 年第 7 期)),目前已经调到 18.5%,只有 4 个百分点左右的空间了。二是随着准备金率的提高,商业银行的货币信用创造能力会受到极大的约束,根据我们在年报中的估算,一旦准备金率上调到 20%以上,11 年的新增贷款就很难突破 6 万亿元,如果真是这样必然会带来许多烂尾工程,这显然是政府不愿意看到的。

图 1: 目前准备金率的使用空间没有 2007 年那样大

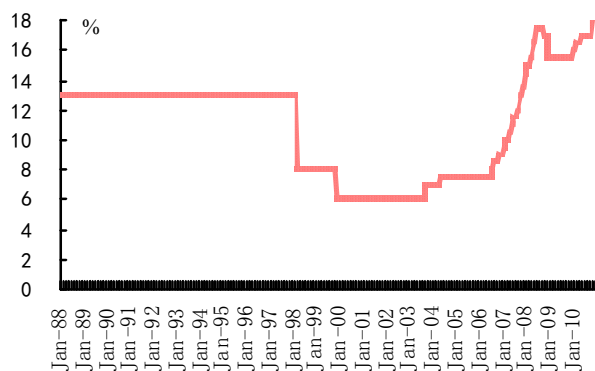


图 2: 当前的超额准备金率已降到历史最低水平

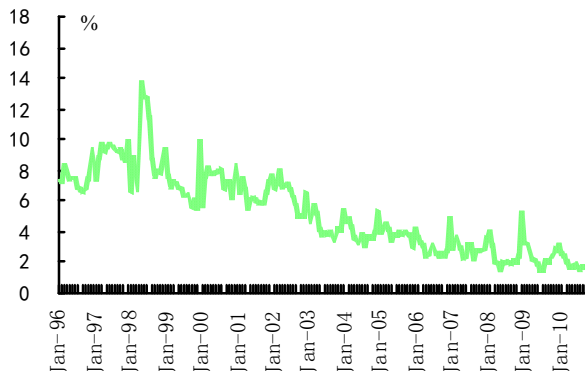


图 3: 准备金率工具已经演变成为流动性对冲工具

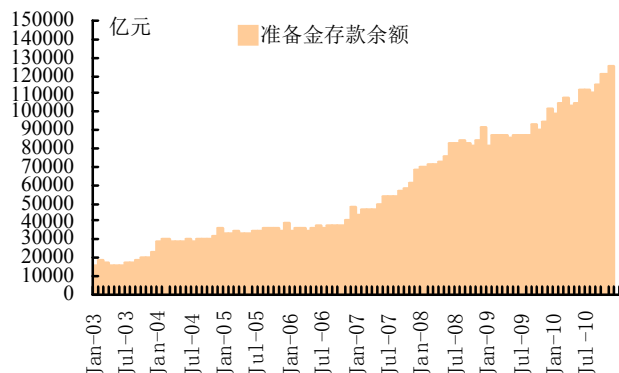
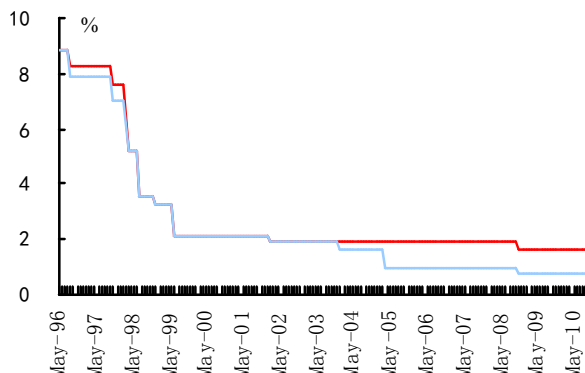


图 4: 降低准备金存款利率会降低准备金率提升空间



数据来源: CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

其次,通过央票和准备金率,央行很难完全对冲外汇占款渠道投放的流动性。

最近几年,新增外汇占款每年都保持 2.5 万亿元以上的规模,这意味着相应数量的基础货币被动地投放到银行体系。其中,2006 年 2.8 万亿元,2007 年 2.9 万亿元,2008 年 4 万亿元,2009 年 2.5 万亿元,2010 年 3.3 万亿元。2010 年 8 月份以来,外汇占款增长态势再次得到增强,平均每月都在 3000 亿元以上。

从央行票据看,自从 07 年下半年央票余额达到 4 万亿元之后,央票余额几乎就不再增加,甚至有所下降。这意味着央票发行只能够抵消到期央票,已不再发挥对冲外汇占款渠道投放流动性的作用。自那之后,准备金率开始频繁使用。

从准备金率看,2007 年至 2008 年上半年,央行频繁使用准备金率工具,在短短一年多的时间里,将准备金率由 9% 提高到 17.5%,但也仅仅对冲了外汇占款渠道投放流动性的八九成。目前,经过 2010 年的 6 次上调,准备金率已经达到 18.5% 的历史高位,而上文已经谈及央行很难将法定准备金率提高到 22% 至 24%。

可见,在央票对冲不可持续、准备金率工具使用空间有限的情况之下,央行更加难以完全对冲外汇占款渠道投放的流动性。毕竟对冲力度最大的 2008 年何 2010 年也仅仅对冲外汇占款渠道投放流动性的 87.3%,而 2003 年以来至 2010 年 12 月末,央行也仅仅对冲外汇占款渠道投放流动性的 75.2%。

图 5: 新增外汇占款保持每月 3 千亿元的较高水平

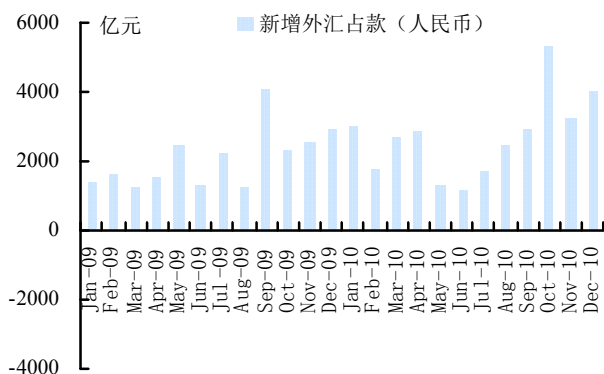


图 6: 大规模冲销性干预后央行积累了大量债务

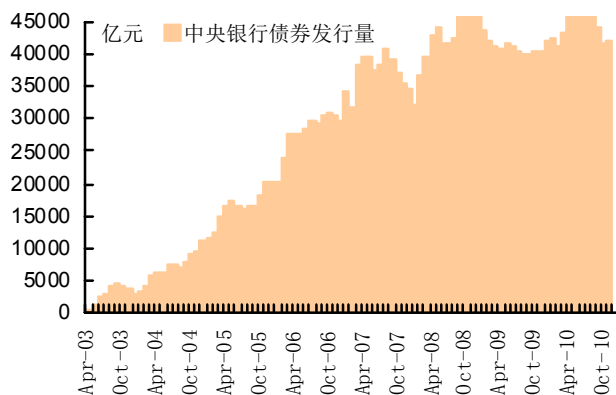


图 7: 今年一季度央行票据到期量保持较大规模

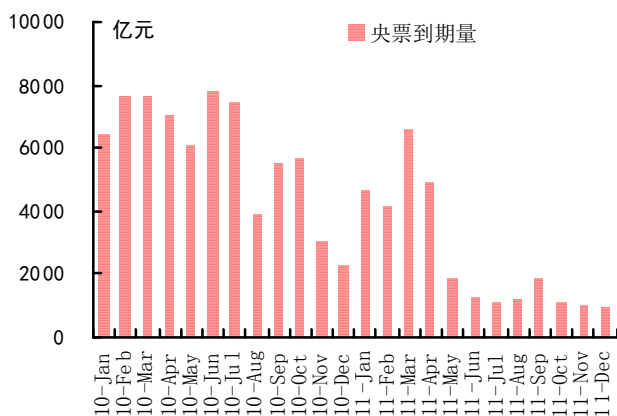
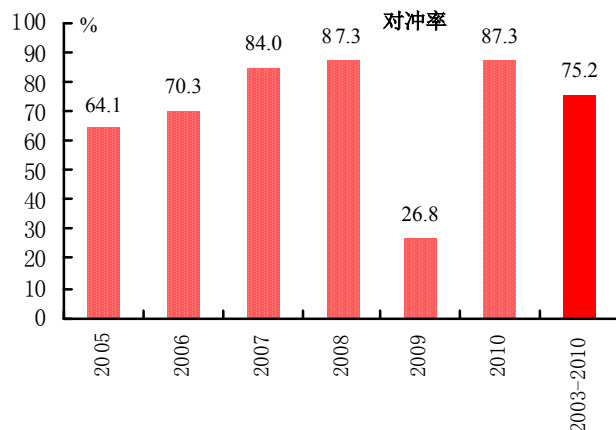


图 8: 央行很难完全对冲外汇占款渠道投放流动性



数据来源: CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

第三，差别存款准备金动态调整机制建立之后，可以保证货币信贷调控目标的实现，但货币信贷究竟增长多少依然取决于央行设定的调控目标。

差别准备金率动态调整机制是一种具有惩罚性的约束机制，该机制在维护金融稳定、防范金融风险的同时，能够保证货币信贷调控目标得以实现。但是到底今年金融机构的货币信贷投放是多少还是要取决于央行设定的货币信贷目标。

从差别准备金率的计算公式，可以看出，央行决定是否动用差别准备金率的依据之一就是贷款增速超过 GDP 增速和 CPI 涨幅之和的程度。

根据历史经验来判断，合理的货币信贷增速应该保持在超过 GDP 增速和 CPI 涨幅之和的 3 到 4 个百分点之内。而 2011 年央行设定的 GDP 增速为 8%，CPI 涨幅为 4%，这意味着央行设定的 2011 年货币信贷增速目标为 15%至 16%，对应的新增贷款目标为 7.2 万亿元至 7.6 万亿元。

这样一来，央行一旦设定全年的货币信贷目标，同时建立了差别存款准备金率动态调整的惩罚机制，只要商业银行违背了年初制定的目标就可能会受到惩罚，从而就会保证年初制定信贷目标的实现。不过，全年货币信贷增长情况还是要取决于年初制定的货币信贷目标。

图 9：历年 M2 目标增速与实际增速的对比情况

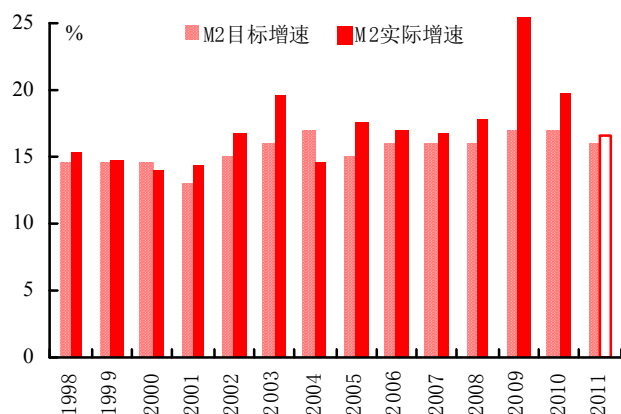


图 10：央行很难完全对冲外汇占款渠道投放流动性

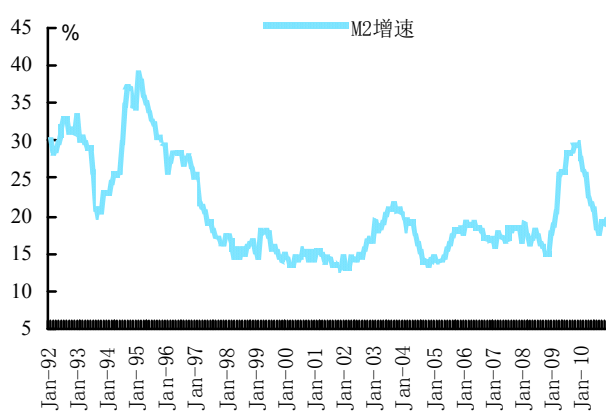


图 11：GDP 环比增速在 2010 年第四季度见底回升

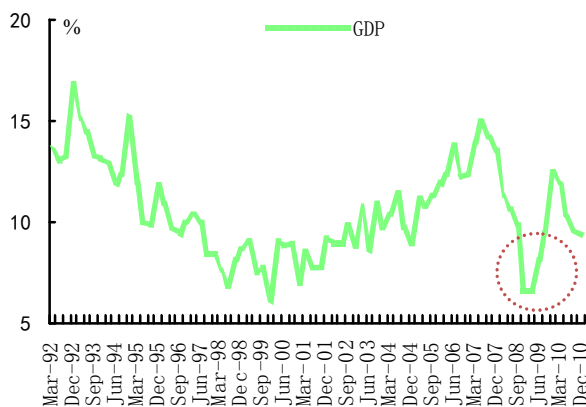
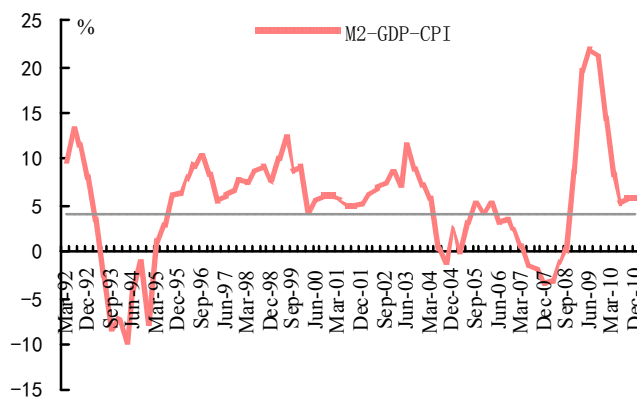


图 12：GDP 同比增速则在 2011 年一季度之后见底回升



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

最后，差别存款准备金动态调整机制建立之后，不仅能够起到保证货币信贷总量目标的实现，而且还能够起到平滑货币信贷投放的作用。

在非信贷管制年份，货币信贷投放的季节性非常明显，存在着所谓的“早投放、早收益”、“季末效应”等现象，每年的一季度和季末信贷投放一般都比较多。只有实行严厉信贷管制的2008年和2010年，货币信贷投放呈现出明显的均衡性。

差别准备金率动态调整机制建立后，央行可以按月或者按季考核商业银行的信贷投放情况，那些信贷投放过猛的银行将被差别对待，从而实现信贷投放的均衡性。根据历史经验预计，新增贷款基本上还会按照“3:3:2:2”的季节分布来控制。

考虑到差别准备金率动态调整机制建立的前三个季度，央行将设定依次递减的容忍度，这意味着在前三个季度商业银行甚至可以适度超过央行设定的信贷投放目标，且只要不超过央行给出的容忍度，商业银行同样不会遭到惩罚。

据此预计，今年一季度新增贷款有可能会突破2.5万亿元，而二季度贷款则会降到2万亿元左右，三季度和四季度则会进一步回落到1.5万亿元左右。

图 13：每年的上半年都是货币信贷投放的高峰

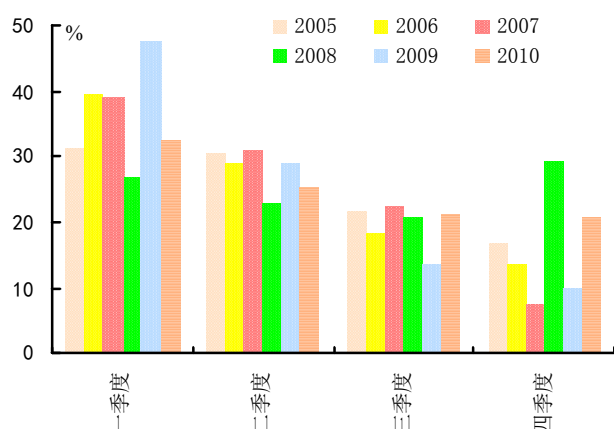


图 14：货币信贷投放还存在较为明显的季末现象

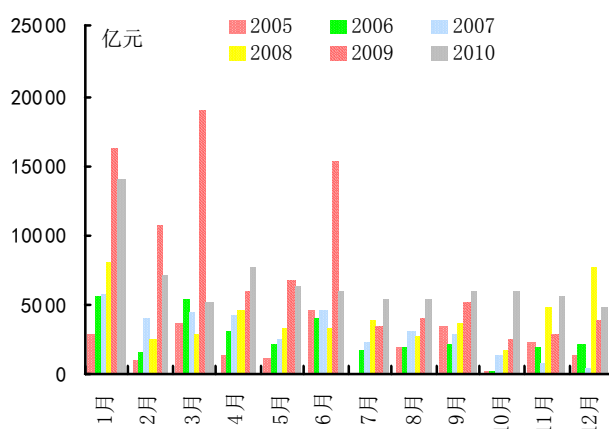


图 15：持续两年的大规模刺激计划引发投资高涨

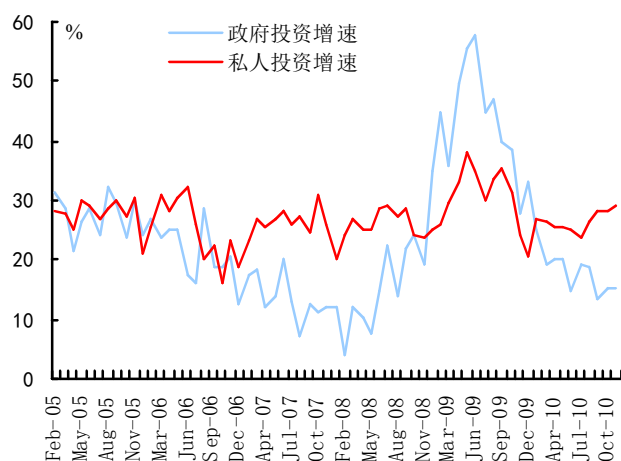
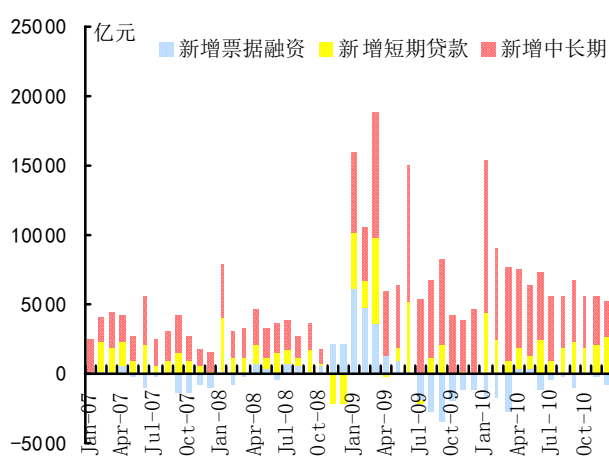


图 16：而投资带动的中长期贷款需求引发信贷增长



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

二、传统存款准备金制度依然发挥着对冲流动性功能

2003 年以来尤其是 2007 年以来，随着国际收支双顺差的持续增长，传统准备金率日益演变成成为常规性流动性对冲工具。一方面，准备金率的提高可以一次性锁定金融机构部分资金，深度冻结流动性；另一方面，准备金率的提高还可以起到收缩货币乘数的作用，抑制货币信贷创造。尽管差别准备金率动态调整机制建立之后，但该机制作为一种惩罚机制并不能够起到主动对冲外部流动性的作用，外汇占款渠道投放的流动性依然需要通过传统的存款准备金率来对冲。

第一，提高准备金率是通过压缩国内信贷的方式实现对外部流动性的对冲。

2007 年以来，央行开始频繁地动用准备金率来。2006 年至 2008 年上半年期间，央行将存款准备金率由 7% 提高到 17.5%。2010 年 10 月份以来，随着外汇占款的急剧增加，央行 3 个月之内 4 次上调准备金率至 19% 的历史最高位。

从央行的资产负债表来看，货币总量大体等同于外汇占款与国内信贷之和。所以准备金率的不断提高，意味着央行在通过压缩国内信贷的方式来对冲外汇占款渠道投放的流动性。而随着准备金率的不断提高，准备金率对货币信贷创造的抑制作用开始显现，表现为 2009 年以来的新增贷款呈趋势性下降的态势。

图 17：准备金率旨在对冲外汇占款渠道投放流动性

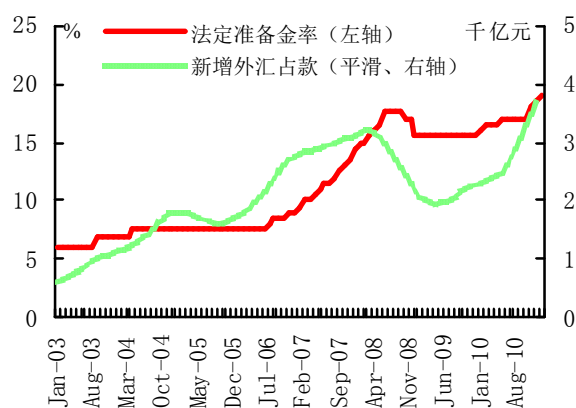


图 18：热钱快速涌入时央行都会不断上调准备金率

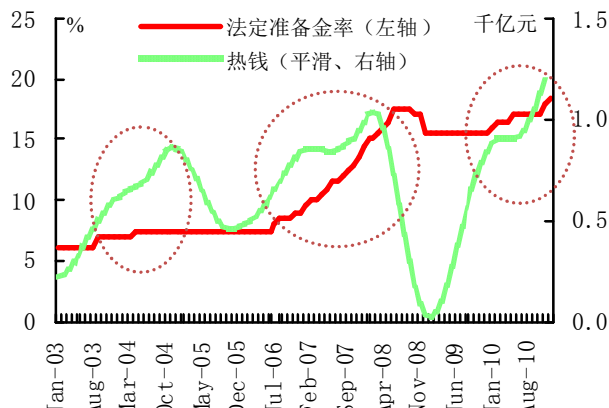


图 19：准备金率调整会相应地冻结或者释放流动性

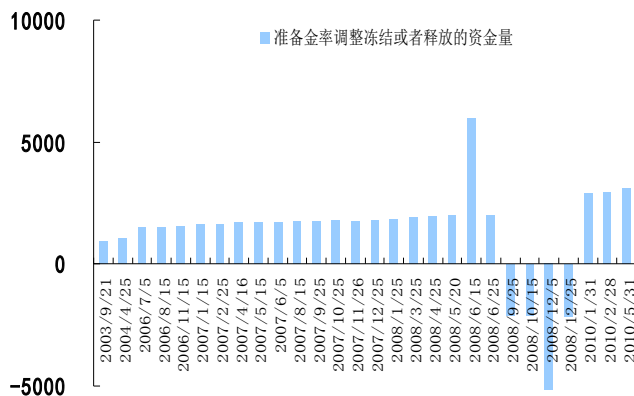
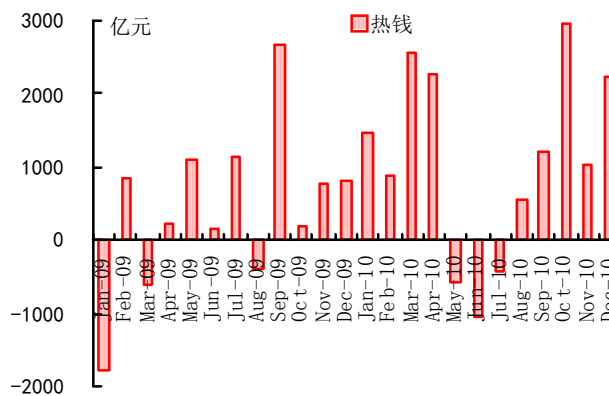


图 20：如果未来热钱涌入不息，准备金率上调不止



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

第二，仅仅通过准备金率很难实现完全对冲，要想 100%对冲要么把对冲提前，要么资本流向自身发生逆转，而通过后者实现完全对冲的可能性更大。

上文分析已经表明，即便是对冲力度较大的 2008 年和 2010 年对冲率也仅为 87.3%，即意味着实现了不到九成的对冲，2003 年以来至今，总共也就实现了 75.2%的对冲。更进一步，2010 年 10 月份以来，央行 3 个月之内 4 次上调准备金率，力度前所未有，但也仅仅实现了 71.9%的对冲，并没有实现 100%对冲。

央行要想完全对冲外汇占款渠道投放的流动性，就必须把对冲提前。可选的措施有：以外汇缴存人民币存款准备金、外汇再贷款、货币掉期、打击热钱、缩减贸易顺差、鼓励对外投资等等。然而，除非贸易顺差真正缩小或者对外投资取得实质性进展，美日等中心国零利率背景下，大量的套利交易资金还是会纷纷涌向中国等新兴市场经济体。而且在人民币汇率脱钩美元和失去固定汇率制承诺的背景之下，这种套利资金涌入的态势很难被资本管制等政策所左右。在这种情况下，即便对冲提前估计也很难完全对冲外汇占款渠道投放的流动性。

因此，要想完全对冲流动性只能依靠资本流动自身自发逆转了。这种自发的逆转会发生在包括中国在内的新兴市场经济体加息加到一定程度覆盖了盈利预期，而美国等中心国利率换挡，美元持续走强，资金回流发达经济体。

图 21：当前中国 A 股资产回报率在 5%左右

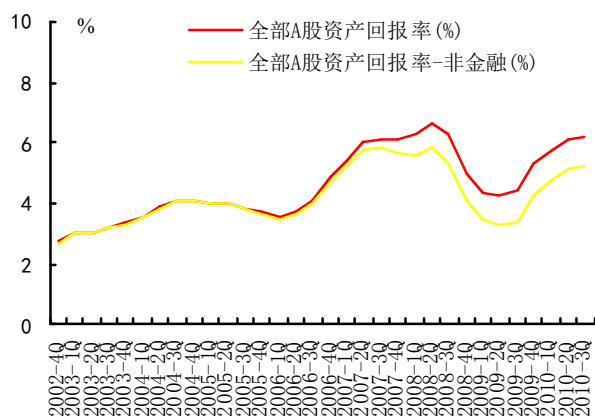


图 22：经过两次加息之后加权贷款利率已接近 7%

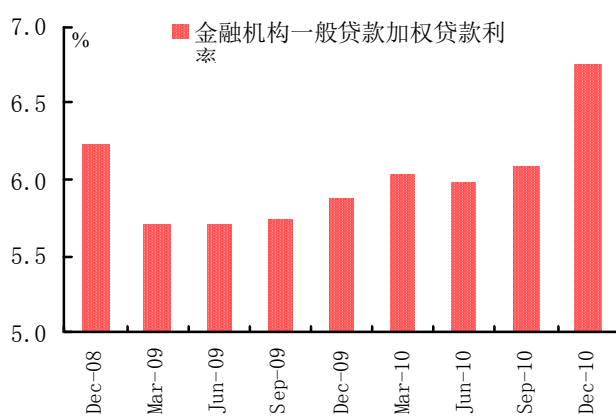


图 23：而企业资产负债率基本维持在 60%附近

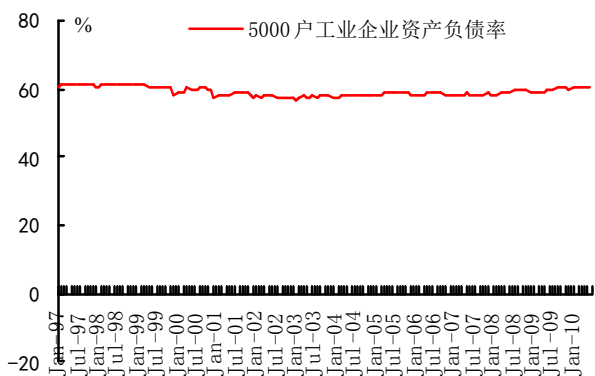
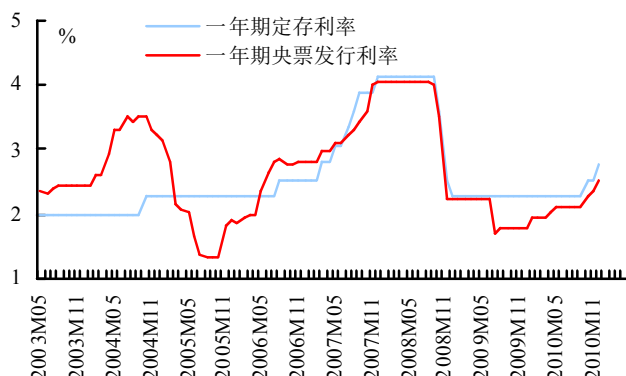


图 24：再加两次息之后盈利预期才可能发生逆转



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、广发证券研发中心

第三，随着准备金率的提高，货币乘数的下降，货币信贷创造能力在下降，因此，今年货币信贷增长情况很大程度上要看外汇占款的变动情况。

尽管当前的准备金制度使得基础货币与货币总量之间的关系复杂化，但仍可以大致认定 19% 为全部金融机构的加权存款准备金率，加之 2% 左右的现金漏损率，货币信用创造的最高倍数为 4.7。而 2010 年 11 月末，基础货币余额为 17.2 万亿元，这意味着最高货币信用扩张上限为 80.8 万亿元，而 2010 年 12 月末货币余额为 72.6 万亿元，这意味着 2011 年新增货币总量的上限为 8.6 万亿元。而由于贷款余额占 M2 余额的比重一直维持在 65% 左右，因此，2011 年新增贷款的最高上限为 5.6 万亿元。

这样一来，今后货币信贷增长情况在很大程度上依赖于基础货币的增加，即外汇占款的增长情况。目前来看，在国际收支双顺差持续到明年的情况之下，零利率所引发的套利交易资金也会大量涌向中国，这会保证基础货币的不断增加。

不过，如果准备金率再提高 3 个百分点至 22%，即便新增外汇占款达到 3 万亿元的规模，今年也很难实现新增贷款达到 6 万亿元以上。而如果今年新增贷款在 6 万亿元以下，难免会出现大量烂尾工程，且很难实现 8% 的 GDP 增长目标。

图 25：准备金率提高到一定水平开始抑制信贷增长

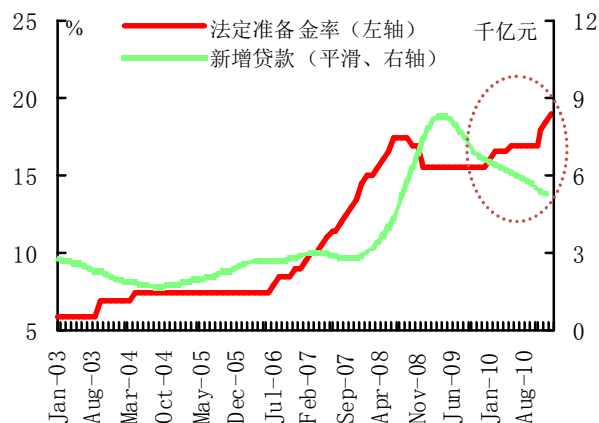


图 26：准备金率对信贷增速的抑制作用更加明显

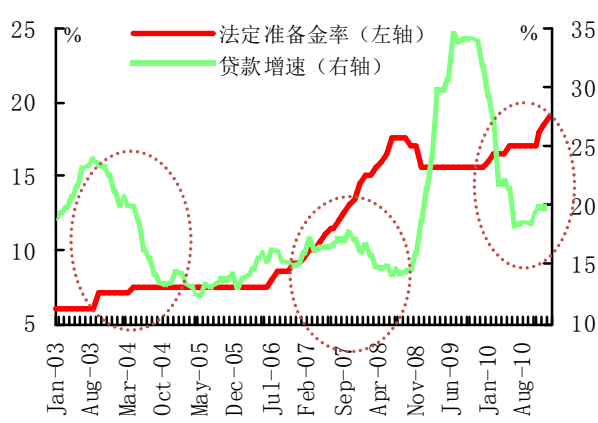


图 27：随着准备金率的提高货币乘数在下降

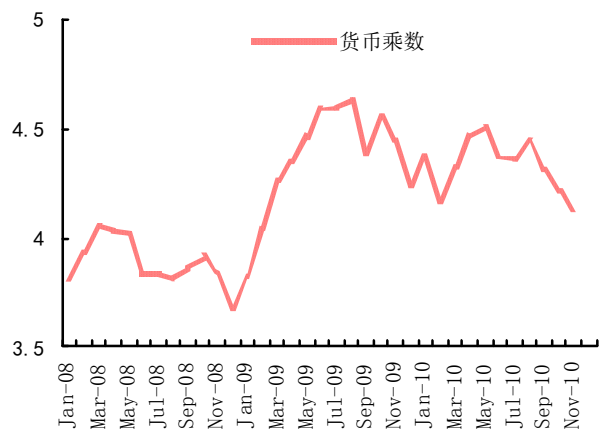
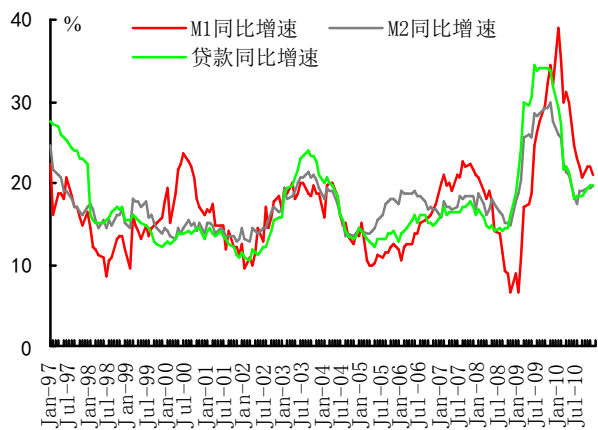


图 28：所以 11 年的货币信贷增长情况要看外汇占款



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

最后，在央票对冲不可持续以及准备金率使用空间有限的情况之下，继续保持人民币汇率升值态势就可能成为央行逼不得已的选择。

2005 年 7 月 21 日汇改之后，人民币开始脱钩美元，使得人民币有效汇率与美元指数之间的相关关系开始背离，但受到 2008 年全球性金融危机的影响，2008 年 7 月，人民币重新盯住美元，直到 2010 年 6 月 19 日央行再次宣布脱钩。

既然央行已经再次宣布脱钩，投资者就会预期每年人民币汇率升值幅度会保持 3% 左右，这是 NDF 市场给我们的答案，在这种稳定的预期之下，人民币汇率的变动对经济和市场的影响已经变得不重要，除非央行出乎市场意料地让人民币大幅升值。但考虑到当前中国的资产回报率为 4.5% 左右，估计央行大幅出乎市场预期大幅升值 5% 以上的可能性微乎其微。

所以汇率既然已经脱钩对经济 and 股市的影响就显得不重要了，但是重要的是人民币汇率重新盯住美元。不过，考虑到随着美国经济的复苏，美联储加息预期的增强，可能即将迎来美元的可持续性反弹，人民币重新盯住美元的可能性很小。

图 29：受到持续双顺差的影响币升值压力持续存在

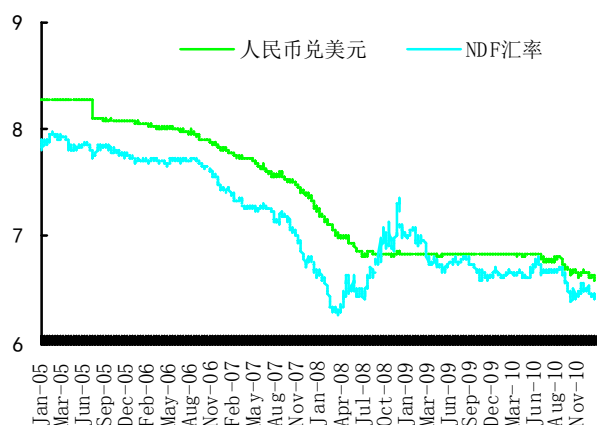


图 30：2011 年元旦后人民币升值压力又有所增强

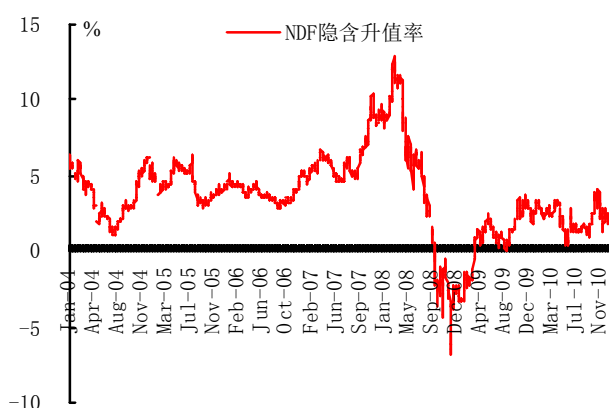


图 31：2005 年人民币脱钩美元的效果取得初步成效

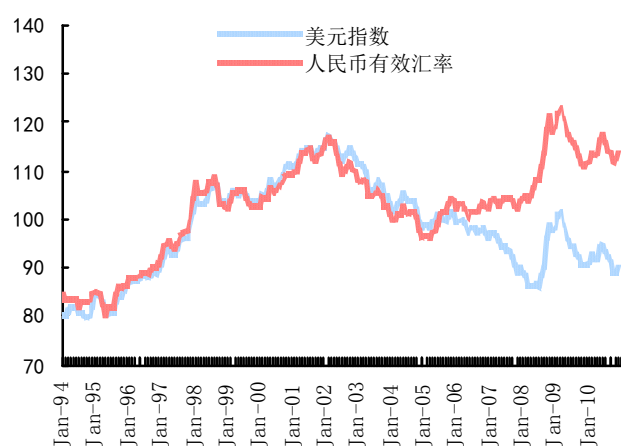
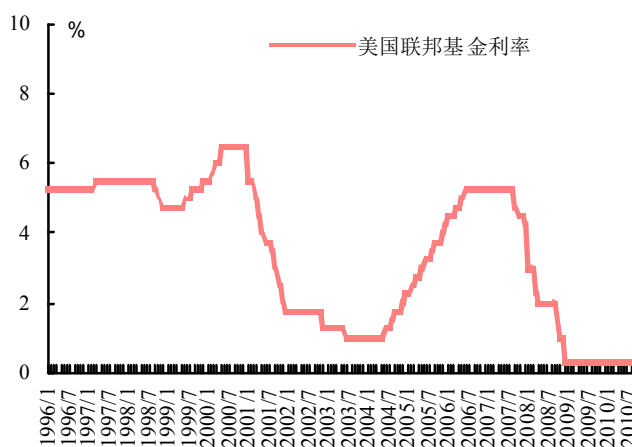


图 32：美联储加息预期增强创造深化汇改的时机



数据来源：IFS、CEIC、WIND、人民银行、广发证券研发中心

附件：世界主要国家和地区的存款准备金制度实施情况

国家	准备金率要求	准备金存款利率	缴存金融机构范围	缴存的负债范围	计算时期	保持时期
中国	19%	法定准备金利率为 1.72%；超额准备金利率为 0.99%	商业银行、财务公司、信托公司等吸收存款的金融机构	一般性存款	每旬末的时点数据	滞后 5 天保持一旬
中国香港	0	市场利率				
中国台湾	15%、20%和 25%（根据不同类型的负债）	1.5%		支票存款、活期存款、储蓄存款、外汇存款、信托资金和其他各种负债		
印度	5.75%	银行利率				
印度尼西亚	5%	0				
马来西亚	4%	0	存款类金融机构	所有存款、存款的替代形势、同业拆借净额、国外流入的资金等	半个月。当月的 1 日至 15 日	完全滞后。下个月的 1 日至 15 日
新加坡	3%	0	所有银行	所有负债	两个星期。周四到周三	完全滞后两周。保持期两周。
泰国	6%	0	商业银行	所有存款和短期外债	半个月。当月的 1 日至 15 日	部分滞后。当月的 8 日至 22 日
菲律宾	11%	4%（对于 40%的存款准备金）				
韩国 2002	1%、2%和 5%	0	商业银行、专业银行和韩国发展银行	财产形式储蓄、长期住房储蓄、定期储蓄、分期储蓄、出售给消费者的 CD、活期储蓄、企业储蓄等	半个月。当月的 1 日至 15 日	部分滞后。当月的 8 日至 22 日
巴基斯坦	定期负债 3%；活期负债 7%		商业银行			
伊拉克	0-6%	法定准备金的利				

		率为 0; 超过部分按市场利率支付				
土耳其	6%	40%				
南非	2.5%	0				
巴西	0-45%	9.8%				
秘鲁	6%	法定准备金的利率为 0; 超过部分支付 2%				
智利	3.6%、9%	前一个月的约同比通胀率的一半 (定期)、活期存款准备金的利率为零	银行、金融行	活期存款、其他或其债务、定期存款、30-360 天的债务等	一个月, 当月的 9 号到下一个月的 8 号	
哥伦比亚	2.5-13%	75%-100%的通胀目标				
加拿大	0	法定准备金不支付利息, 但是对于清算所需的备付金支付的利率低于市场利率 25 个基点				
澳大利亚	0	法定准备金不支付利息, 但是对于清算所需的备付金支付的利率低于市场利率 25 个基点				
新西兰	0	法定准备金不支付利息, 但是对于清算所需的备付金支付的利率低于市场利率 25 个基点				
科威特	0	0				
墨西哥	0	法定准备金不支付利息, 但是对于清算所需的备付金按市场利率支付利息				
俄罗斯	非居民储蓄为 2%; 其他为 3.5%	0			一个月	
白俄罗斯	居民储蓄存款为 5%; 企	0			一个月, 当月的	

	业存款等其他部分为10%				15号到下一个月的14号	
捷克	2%	Repo 利率				
丹麦						
波兰	4.5%	0				
挪威	0	0				
瑞典						
瑞士	2.5%	0		90天以内的负债；储蓄存款的20%。	一个月，当月的20号到下一个月的19号	
英国	商业银行自愿选择准备金率，但有一个最大限制	英格兰银行的Repo 利率			一个月，MPC会议之间，	
欧元区12国：德国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙、比利时、荷兰、爱尔兰、芬兰、卢森堡、奥地利、希腊。	2%	欧元体系的主要再贷款利率	所有信贷机构	隔夜存款，两年以上定期存款，两年以上负债资产，货币市场票据	一个月，具体时间依据欧洲央行委员会的会议决定	完全滞后
美国	3%和10%的边际水平，不超过10%	法定准备金不支付利息，但是对于清算所需的备付金按市场利率支付利息	存款类金融机构	交易性存款	两个星期，开始于每个星期的星期三	完全滞后
日本	0.05-1.2%	0	存款类金融机构	存款，银行债券，money in trust，外币存款	一个月，当月的16号到下一个月的15号	部分滞后

资料来源：各国中央银行网站，经过崔永（2007）整理而得到，不过由于一些国家资料的缺乏，个别数据可能有所出入。

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

信贷管制的后果严重吗	崔永	2010-12-31
利润增长能否抵消加息的影响	崔永	2010-12-06
价格管制改变了什么	崔永	2010-11-23
资金转战股市了吗	崔永	2010-11-03
加息频率有多高	崔永	2010-10-25
加了准备金率又如何	崔永	2010-10-19
热钱重新回流了吗	崔永	2010-09-28

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。