

2011 年 2 月央行提高存款准备金率点评

李晓莉

S1060209100182
0755-22625695
Lixl@pingan.com.cn

上调存款准备金意在对冲流动性

事项：

2011 年 2 月 18 日晚央行宣布,从 2011 年 2 月 24 日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%,这是继 1 月 14 日之后,央行在年内第二次上调存款准备金率,至此大型商业银行存款准备金率达到 19.50%,预计央行此举将冻结约 3500 亿元的资金。

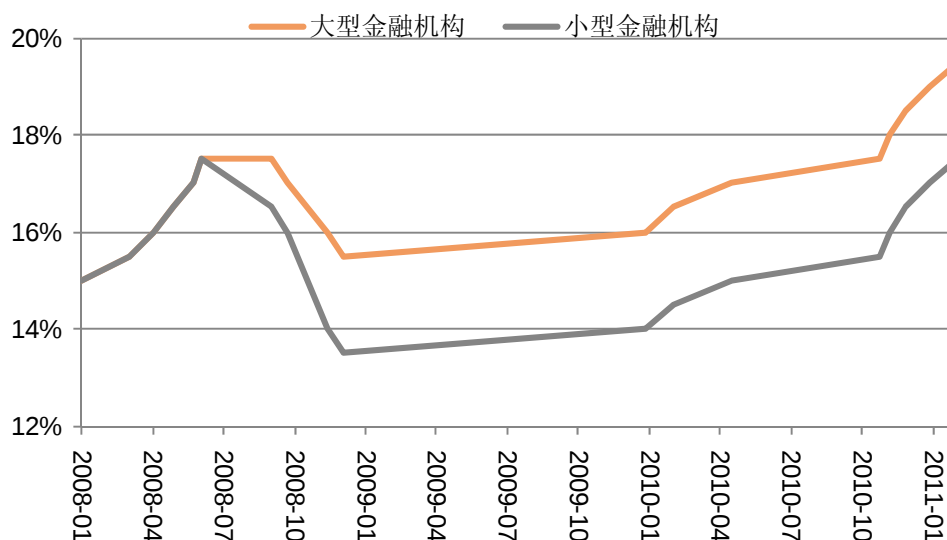
主要观点：

- 货币再次收紧如期而至。央行决定年内第二次上调存款准备金率,在预期之内。经本次调整后,大型金融机构存款准备金率达到 19.5%,而中小型金融机构的存款准备金率也达到 17.5%,均为历史性高点。
- 此次央行上调存款准备金率主要是短期资金对冲需要。从流动性角度看,短期央行面临巨大的流动性对冲压力。首先,1 月新增贷款规模 10400 亿,尽管与 09 年、10 年的数量比有所回落,但其绝对规模依然巨大;其次,在未来的 3-4 周内有超过 5000 亿央行票据到期,这部分流动性需要对冲;最后,尽管 1 月份外贸顺差在缩小,但目前数据还不能说明外汇占款将会大幅减少,因此外围流动性涌入的影响尚不能排除。
- 央行在继上周加息后,再祭出政策调控措施,与短期通胀压力仍大有关。从 CPI 角度看,由于 11 年整个上半年 CPI 的基数效应依旧很强,同时短期内粮食(农产品)和原油价格持续上行的可能性很大,1 月份 CPI 数据未超预期并不表明通胀压力下降。
- 政策预期:上半年货币收紧不放松,未来公开市场操作和加息的组合将成为主要的政策调控工具。
 - 我们坚持认为,未来国内 CPI 数据走势、新增外汇占款数量和新增信贷规模将是需要密切关注的重要指标,这三个数据是我们预判经济形势和政策动向的风向标。上半年通胀压力难减的情况下,货币政策趋紧是不会改变的。
 - 另外我们注意到央票在一二级市场上的收益率倒挂趋势在缩小,而上周央票发行量在增大,这说明央票对冲流动性的功能有恢复的迹象,考虑到目前存款准备金已经到了很高的位置,未来继续上调的空间越来越小,因此我们预计未来的调控“组合拳”里央行公开市场操作和加息将逐渐成为更加重要的组合措施。
 - 预期经本次调整后,资金面将保持一定程度偏紧状态。

■ 货币再次收紧如期而至，金融机构存款准备金率再创新高

央行决定自 2011 年 2 月 24 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%。这是年内第二次上调存款准备金率，在预期之内。至此大型金融机构存款准备金率达 19.5%，而中小型金融机构存款准备金率则达到 17.5%，均成为历史高点。

图表1 金融机构存款准备金率再创新高



资料来源：中国人民银行

■ 此次上调存款准备金率显示央行收缩流动性意图明确

本次上调存款准备金率就是为了对冲流动性，本次操作大约可以冻结金融体系内资金约 3500 亿。

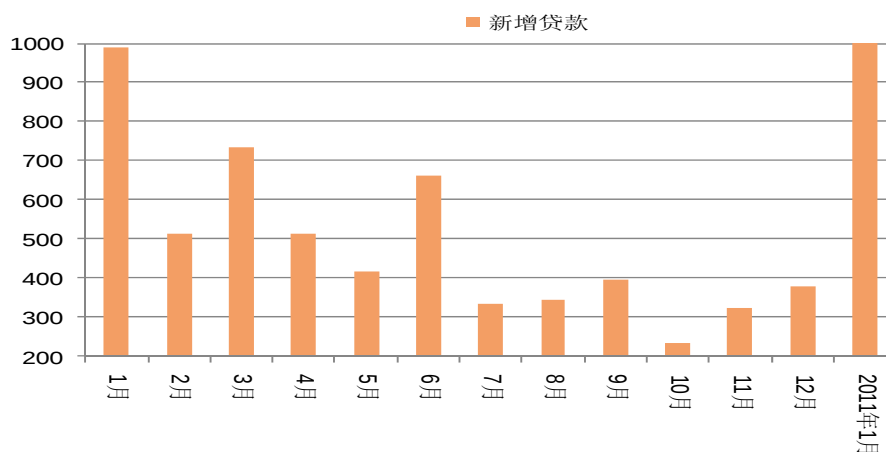
短期来看，央行收缩流动性的需要来自三个方面：

第一、1 月新增贷款规模 10400 亿，绝对规模依旧较大；

第二、尽管 1 月外贸顺差回落，但这只表明外汇占款的增量有所减少，总量仍然较高，因此外部流动性压力并没有减弱；

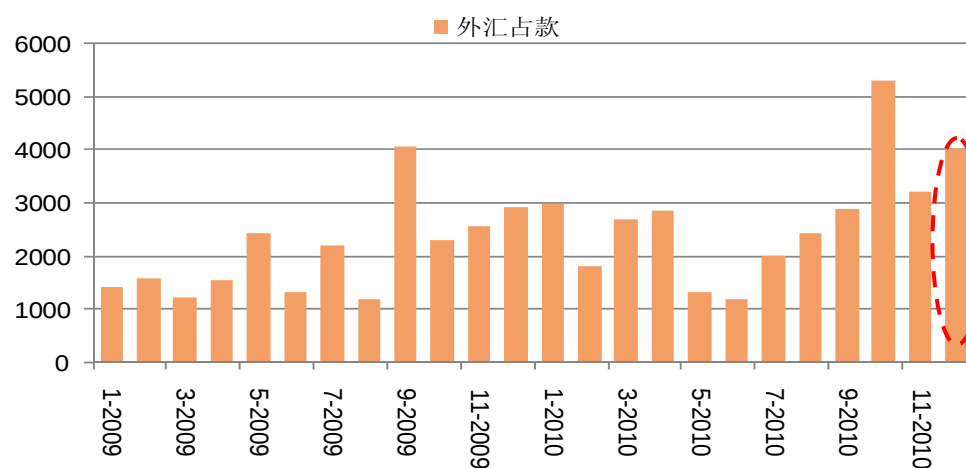
第三、从 2 月 24 日开始，在这之后的 3-4 周之内，大约有 5000 亿左右的央票到期。

图表2 11年1月新增信贷规模的绝对数量依旧较大



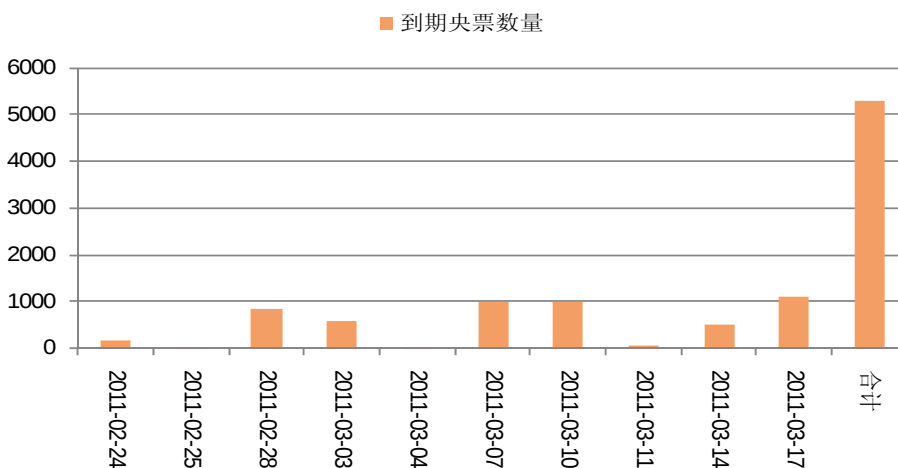
资料来源: CEIC

图表3 12月外汇占款依旧在高位



资料来源: CEIC

图表4 截止到3月17日, 大约有5300亿到期央票

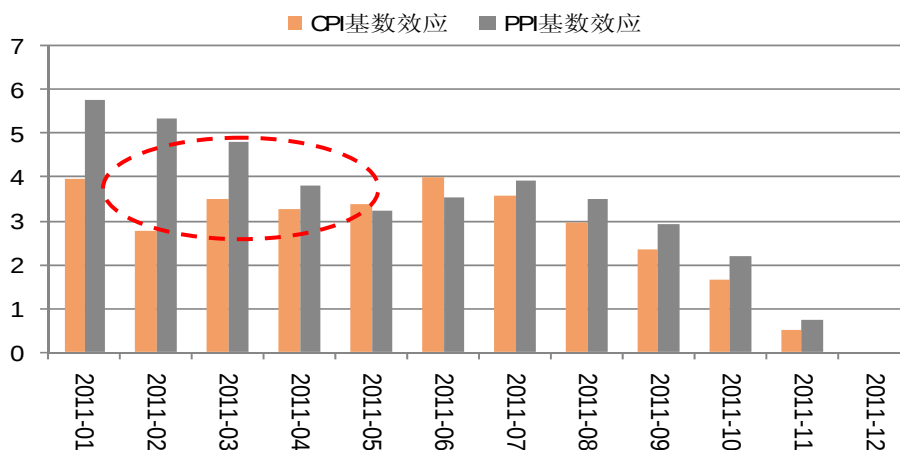


资料来源: CEIC

■ 11 年 1 月 CPI 低于市场预期，但价格上行压力仍存

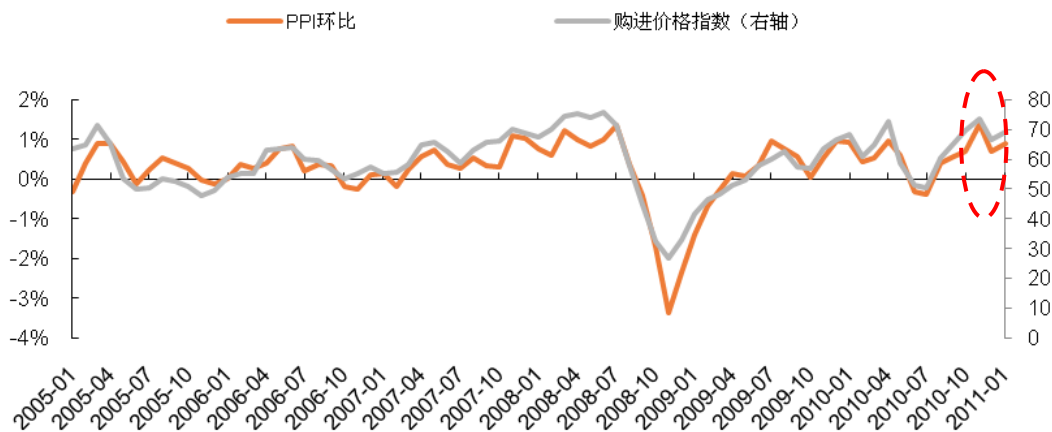
1 月 CPI 同比增速为 4.9%，尽管 CPI 低于市场普遍高于 5% 的预期，但请注意，一方面 11 年上半年 CPI（PPI）基数效应明显，另一方面近期农产品以及原油等生产资料价格的上涨也将推动国内物价继续上行，由于上述两个因素，短期内国内通胀压力依旧较大，忧虑并未消除。

图表5 11年上半年CPI、PPI基数效应依旧较强



资料来源：CEIC

图表6 PPI还将承受较明显的上行压力



资料来源：CEIC

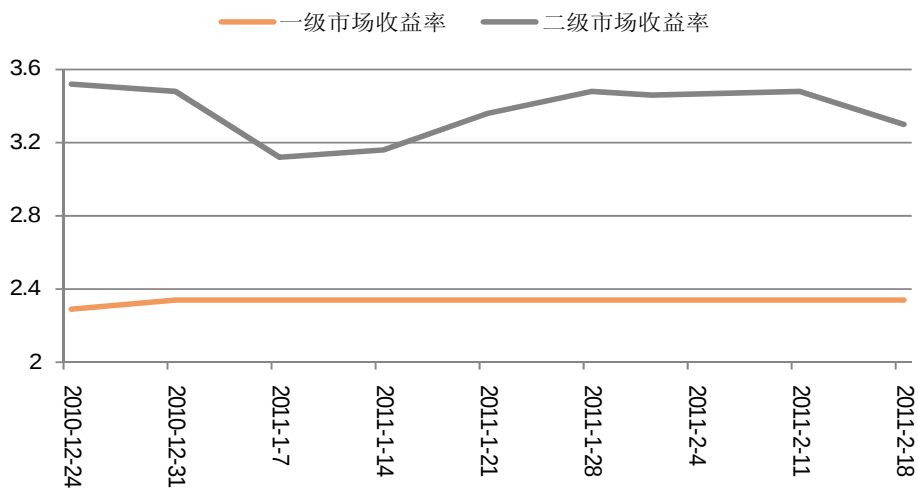
■ 政策预期

政策预期：上半年政策收紧不放松，未来公开市场操作和加息的组合将成为主要的政策调控工具。

- 我们坚持认为，未来国内 CPI 数据走势、新增外汇占款数量和新增信贷规模将是需要密切关注的重要指标，这三个数据是我们预判经济形势和政策动向的风向标。上半年通胀压力难减的情况下，货币政策趋紧是不会改变的。

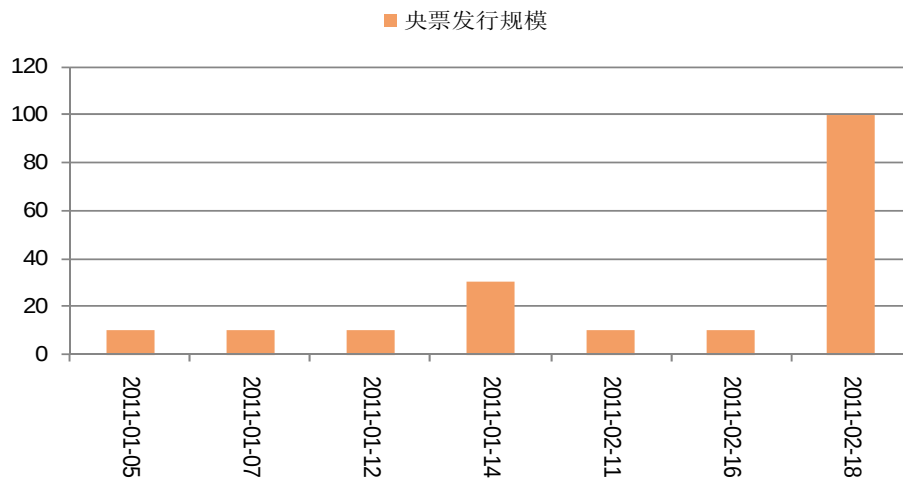
- 另外我们注意到央票在一二级市场上的收益率倒挂趋势在缩小，而上周央票发行量在增大，这说明央票对冲流动性的功能有恢复的迹象，考虑到存款准备金继续上调的空间越来越小，因此我们预计未来的调控“组合拳”里央行公开市场操作和加息将逐渐成为更重要的政策工具。
- 预期经本次调整后，资金面将保持一定程度偏紧状态。

图表7 1年期央票在一、二级市场上的收益率倒挂差在缩小



资料来源：WIND

图表8 上周央票发行量明显增加



资料来源：WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257