



将“稳健”进行到底

中国人民银行发布公告，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个百分点。此次调整之后，大型金融机构的法定存款准备金率达到19.5%，预计将冻结市场流动性约3560亿元。

内容摘要：

- 自2010年11月中旬以来，央行公开市场操作一直处于现金净投放状态，连续14周合计净投放现金9760亿元。央票一二级市场利差和春节期间较大的货币需求量严重制约了央行通过公开市场回收流动性的能力。这显然与“把好流动性总闸门”的基调不尽一致。春节刚过，央行就打出了价格工具和数量工具的组合拳，亮出回收流动性的“利剑”。
- 本次存款准备金率的提高符合市场预期。至4月底，公开市场有大量央票集中到期，总额达1.375万亿，央行面临较大的对冲压力，从本周央票发行放量就可见其对冲压力之大。在这种情况下，央行必须未雨绸缪。只要市场情况允许，央行一定会辅以央票发行的手段，“双管齐下”地应对央票集中到期带来的流动性投放压力。
- 1月新增人民币贷款1.04万亿元，以全年新增贷款7万亿计算，明显超过“季不破三，月不破四”的信贷投放节奏控制要求。春节刚过，人民银行就连续动用价格工具和数量工具，旨在调控银行体系内及市场的流动性，进一步控制好一季度乃至全年的银行信贷投放。从这些迹象看，接下来的信贷控制将更加严格。
- 接下来央行的公开市场操作很值得关注，如果央票发行能够如愿放量，则再次加息的风险会得到一定程度的释放。但对货币市场而言，本次上调的影响将较显著，2010年12月底，商业银行超额存款准备金率仅为2%，大型商业银行的超准率更是创下0.36%的历史最低。虽然每年春节后，都会出现较为明显的银行存款回流，有助于缓和银行的资金压力，但上月SHIBOR利率破八的情景仍历历在目。预计SHIBOR利率可能结束回调，转而掉头上行，并带动短期融资成本的提高，而这会对二级市场构成一定的资金、成本压力，对此前普遍比较乐观的市场情绪产生直接打压，甚至导致股市震荡调整。但是从央行目的分析来看不必过度解读此次调准背后的政策含义（很多人会据此猜测2月份通胀压力较高或者打压地产之类的），如果股市因此再现大幅调整，倒提供了很好的短线买入机会。

联系人

李伟杰

电话：(8610) 88085267

Email: liweijie@hysec.com

邵宇

电话：(8610) 88085949

Email: shaoyu@hysec.com

秦培景

电话：(8621) 51782233

Email: qinpeijing@hysec.com

相关研究

《每周价格监测报告（第4期）：食品价格欲跌又止 工业品价格涨势汹涌》.....2011/02/11
 《每周价格监测报告（第3期）：1月CPI将再破“五”》.....2011/02/1
 《每周价格监测报告（第2期）：南冻北旱，“涨”声依旧》.....2011/01/27
 《每周价格监测报告（第1期）：天气节日双重影响，蔬菜价格再创新高》.....2011/01/19
 《2011年通货膨胀形势分析》.....2010/12/2
 《视其所以、观其所由、察其所安——通货膨胀的研究逻辑》.....2010/9/7
 《企业力量参与农产品市场调控》.....2010/07/29

表：相关指标预测

2011F	
CPI同比(%)	4.3
食品(%)	9.6
非食品(%)	2.0
PPI同比(%)	5.0

目录

一、调整符合市场预期	3
二、将“稳健”进行到底	4

图表目录

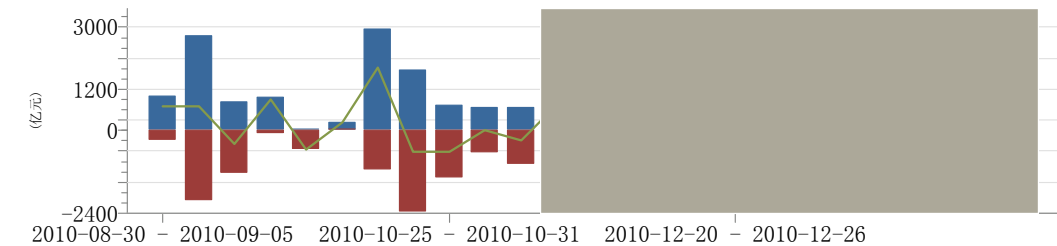
图 1: 央行公开市场操作	3
图 2: 未来两月货币投放压力较大	3
图 3: 公开市场回笼资金功能几近丧失，直至上周方得到部分回复	3
图 4: 前次加息部分恢复央行公开市场功能	4
图 5: 超额存款准备金率降至历史低点	4
图 6: SHIBOR 利率或将掉头向上	5
图 7: 大型金融机构法定存款准备金率屡创新高	5
表: 相关指标预测	1

中国人民银行发布公告，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个百分点，这是央行本年内第二次上调存款准备金率，也是自去年以来的第八次上调，距上次上调仅一个月的时间。此次调整之后，大型金融机构的法定存款准备金率达到19.5%，中小型金融机构达到17.5%，预计将冻结市场流动性约3560亿元。

一、调整符合预期

自2010年11月中旬以来，央行公开市场操作一直处于现金净投放状态，连续14周合计净投放现金9760亿元，这显然与年初中央经济工作会议定下的“把好流动性总闸门”基调不尽一致，究其原因，主要有以下两点。第一，央票一二级市场间的利差使得央票发行规模严重受制，自2010年11月15日至2011年2月19日的14个周，只有两周的央票发行量超过100亿，有三周甚至出现零发行的情形。第二，春节期间货币需求量较大，央行只能“入乡随俗”，延续春节前大量发行和投放货币的惯例。春节刚过，央行便打出了价格工具和数量工具两记重拳，明确了坚决回收市场流动性的态度。

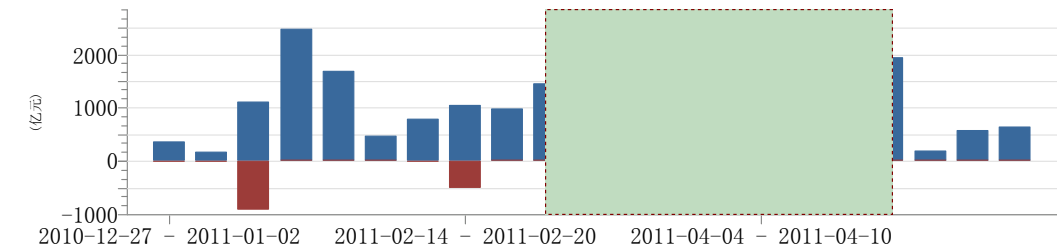
图 1：央行公开市场操作



数据来源: Wind资讯, 宏源证券

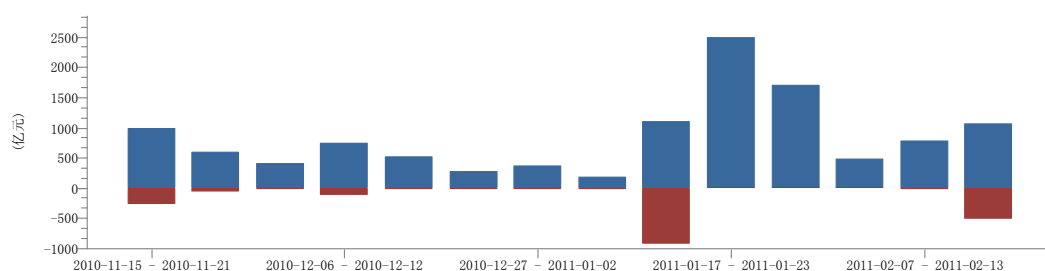
就流动性回笼压力而言，本次存款准备金率的调整符合市场预期。至4月底，公开市场有大量央票集中到期，总额达1.375万亿，央行面临较大的对冲压力，从本周央票发行放量就可见其对冲压力之大。在这种情况下，央行必须未雨绸缪。如果市场情况允许，本次提高存款准备金率后，央行一定会辅之以央票发行的手段，“双管齐下”应对央票集中到期带来的流动性投放压力。

图 2：未来两月货币投放压力较大



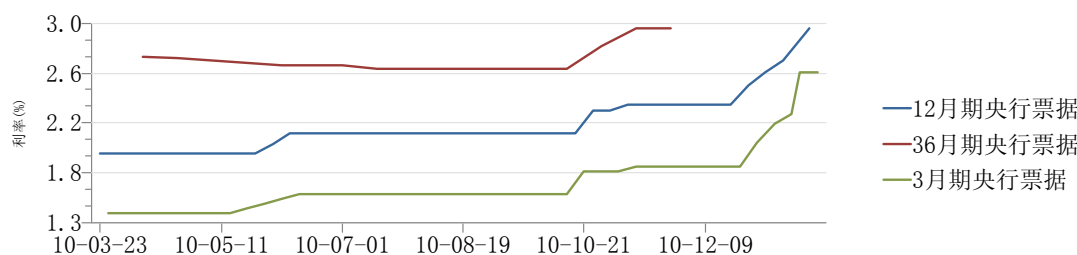
数据来源: Wind资讯, 宏源证券

图 3：公开市场回笼资金功能几近丧失，直至上周方得到部分回复



资料来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 4: 前次加息部分恢复央行公开市场功能



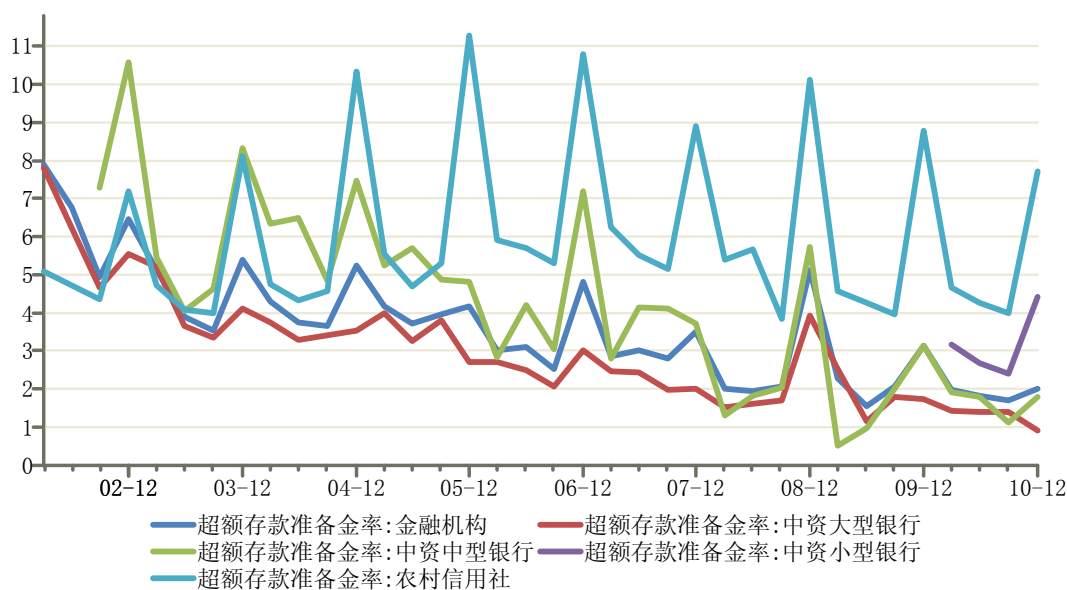
资料来源: CEIC, 宏源证券研究所

就银行信贷而言, 1 月新增人民币贷款 1.04 万亿元, 以全年新增贷款 7 万亿计算, 已明显超过“季不破三, 月不破四”的信贷投放节奏控制要求, 去年一季度信贷投放达到 2.6 万亿元的高度, 助推 2010 年全年信贷规模突破了 7.9 万亿。春节刚过, 人民银行就连续动用价格工具和数量工具, 也是进一步加强流动性管理的必然要求, 调控银行体系内及市场的流动性, 进一步控制好一季度乃至全年的银行信贷投放。从种种迹象看, 2 月之后的信贷控制将更加严格。

二、市场影响偏负面

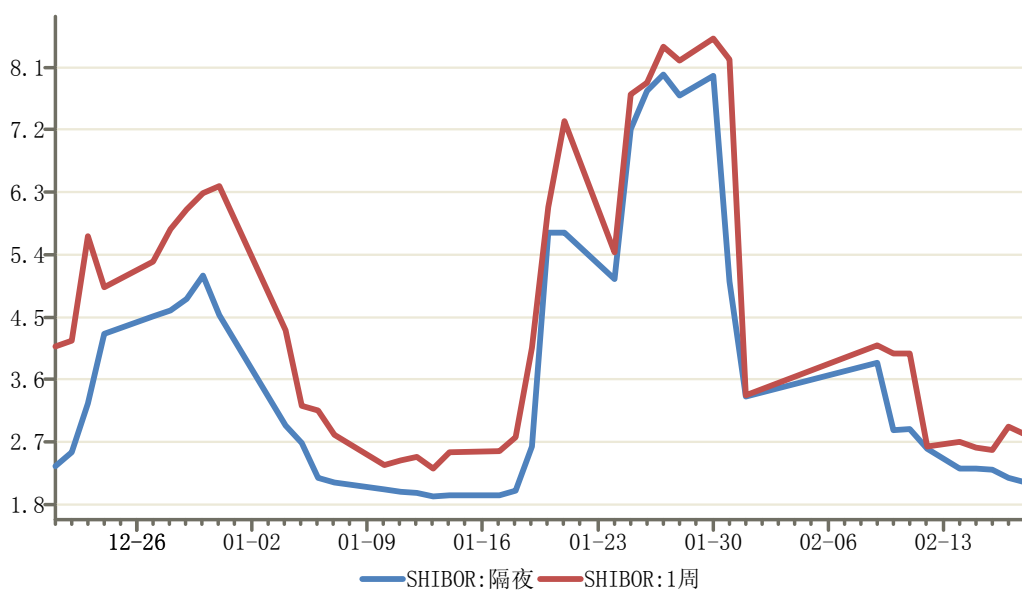
央行接下来的公开市场操作很值得关注。如果央票发行能够如愿放量, 则加息的风险会得到一定释放。但对货币市场而言, 本次上调的影响将较显著, 2010 年 12 月底, 商业银行超额存款准备金率仅为 2%, 大型商业银行更是创下 0.36% 的历史最低。虽然每年春节后, 都会出现较为明显的银行存款回流, 有助于缓和银行的资金压力, 但上月 SHIBOR 利率破八的情景仍历历在目。我们预计, 同业利率可能结束短暂的调整, 转而掉头上行, 并带动短期融资成本的提高。这会对二级市场构成一定的资金、成本压力, 对此前普遍比较乐观的市场情绪产生直接打压, 甚至导致股市震荡调整。但是从央行目的分析来看不必过度解读此次调准背后的政策含义(很多人会据此猜测 2 月份通胀压力较高或者打压地产之类的), 如果股市因此再现大幅调整, 倒提供了很好的短线买入机会。

图 5: 超额存款准备金率降至历史低点



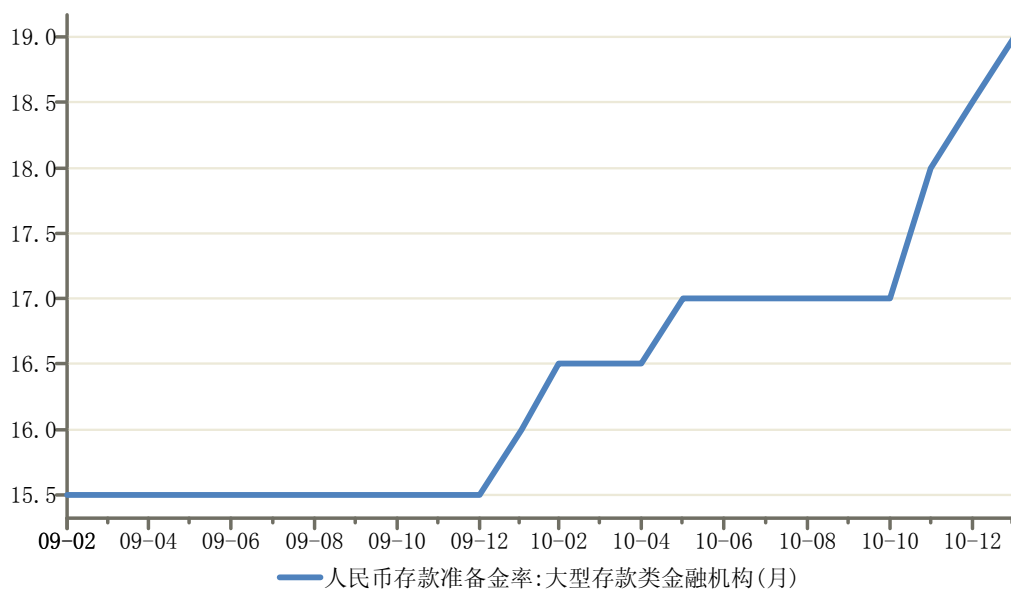
数据来源: Wind资讯, 宏源证券

图 6: SHIBOR 利率或将掉头向上



数据来源: Wind资讯, 宏源证券

图 7: 大型金融机构法定存款准备金率屡创新高



数据来源: Wind资讯, 宏源证券

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。