

政策相机抉择 调控力度有望相对平稳

——2月18日提高准备金率点评

发布日期：2011年2月19日

主要观点：

- **央行此次提高准备金率符合预期。**根据我们的逻辑，节后大量现金将回流金融体系，**提高准备金率对冲流动性**属合理的选择（见2月15日报告）。
- **提高0.5个百分点难以对冲大量流动性注入，调控中性。**根据我们测算，2月份现金回流金融系统在8000-1万亿元，而前两周公开市场操作净投放1810亿。在公开市场操作受限的情况下，**提高准备金率成为了必然选择。**但提高准备金率0.5个百分点仅能回收3500亿左右，相当于超过**6000亿元**的流动性注入，**调控力度有限。**
- **提高准备金率的直接原因是回流节后现金，但深层原因在于控制物价反弹。**近期农产品价格回落有限，而房屋出租价格上涨，2月份CPI仍将在4.5-5%之间的高位。我们认为后期农产品价格走势虽不太明朗，但持续走高的可能相对较小，随着M1-M2负剪刀差出现，物价将有望维持高位一段时间后下行。
- **央票工具受限，3-4月份仍有可能提高1次准备金率。**1月份增加1.35万亿，加上接下来的2周到3月份到期央票为9100亿元。2、3月份投放的货币将超过2.3万亿。而当前央票利率相对偏低，央票发行规模仍旧受到限制，提高准备金率以回笼流动性仍是可能的结果。
- **但我们认为政策有望进入相对平稳期。**原因在于三点：
(1) 5、6月份后到期央票不超过2000亿，对冲压力小，而央票工具逐渐恢复活力，我们认为上半年或最多再提高一次准备金率；
(2) M1-M2负剪刀差出现，改变推动物价大幅上涨的货币条件已实现，无需加力回流资金。
(3) 市场资金也不适合调控加力。市场利率已明显提高，反映了资金已相对偏紧。
- **因此，对政策的总体判断是：信贷窗口指导将贯穿上半年，而逐渐恢复央票活力，准备金率调控有限，上半年准备金率或最多被使用1次。而对加息，维持原来的观点，即4月份仍有可能加息。总体看，后期的调控力度平稳，出现政策进一步加压的可能性相对较小。**

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2月24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、回笼节后现金,央票发行受限,不得已提高准备金率

此次准备金率的提高主要是对冲1月份大量增加的现金随着春节结束而回流金融系统。根据以往经验,春节前增加的现金在节后的1-2个月内将基本回流金融系统。1月份增加现金1.35万亿,超过以往任务年份,即使在经济高涨的2008年,1月份增加的现金也才6000亿元。根据以往经验,预计2、3月份的M0将回流金融系统1.3万亿左右。根据以往经验,2月份将回流8000-1万亿左右,而3月份将回流剩下的3000-5000亿元左右。

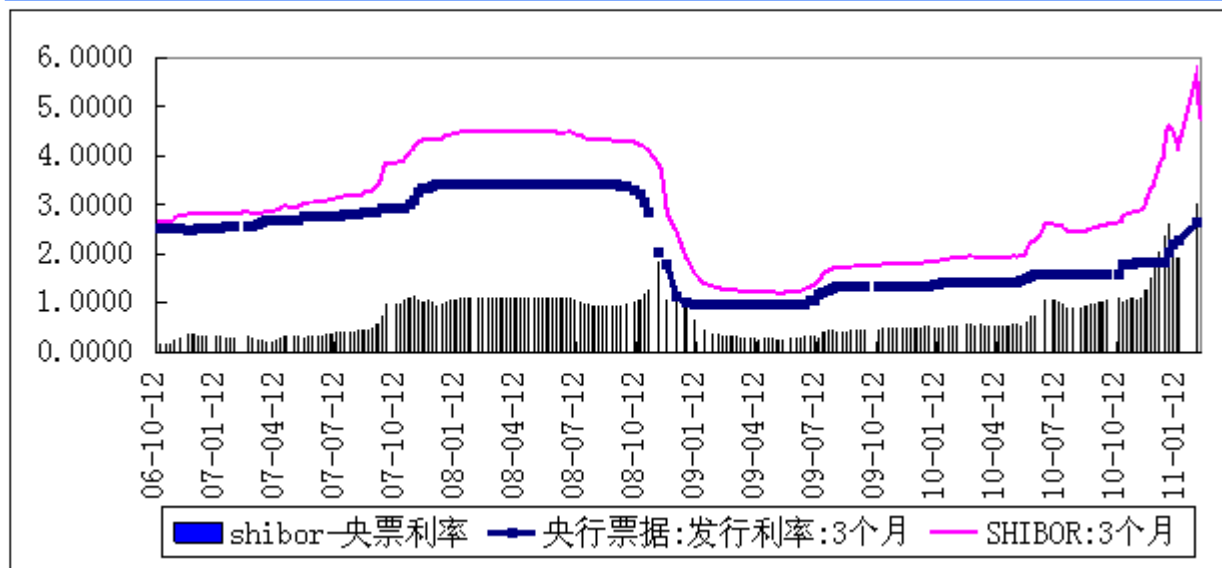
表 1: 历年春节后 M0 的变动情况

月份	M0	当月 M0增加额
2005-01	24,015.41	2,547.11
2005-02	22,667.97	-1,347.44
2005-03	21,238.95	-1,429.02
2006-01	29,310.37	5,278.70
2006-02	24,482.02	-4,828.35
2006-03	23,472.03	-1,009.99
2007-01	27,949.13	876.51
2007-02	30,627.93	2,678.80
2007-03	27,387.95	-3,239.98
2008-01	36,673.15	6,338.83
2008-02	32,454.47	-4,218.68
2008-03	30,433.07	-2,021.40
2009-01	41,082.37	6,863.41
2009-02	35,141.64	-5,940.73
2009-03	33,746.42	-1,395.22
2010-01	40,758.58	2,511.61
2010-02	42,865.79	2,107.21
2010-03	39,080.58	-3,785.21
2011-01	58,100.00	13,471.83
2011年2、3月份		-13000.00

资料来源: Wind, 东北证券

而在大量流动性流入金融系统的时候，公开市场操作却难以有效对冲。当前 3 月份央票利率为 2.62，而三个月 shibor 为 4.72%，两者相差为 2.1，利率差仍旧处于历史最高位，金融系统资金相对偏紧，当前利率难以支撑央票的大规模发行。而本周重启的央票发行 510 亿元，仍难以对冲 1060 亿的到期资金，表现为净投放货币 550 亿元。因此，在央票发行受限的情况下，只能再次提高准备金率。

图 1: shibor-央票利率差仍旧处于历史高位，央票发行规模受限



资料来源: wind, 东北证券

二、3、4 月份流动性充裕，仍有可能提高准备金率

3 月份流动性注入规模巨大，3-4 月份仍有可能提高 1 次准备金率。1 月份增加 1.35 万亿，加上接下来的 2 周到 3 月份到期央票为 9100 亿元。2、3 月份投放的货币将超过 2.3 万亿。而当前央票利率相对偏低，央票发行仍旧受到限制，提高准备金率以回笼流动性仍是可能。

表 2: 2、3 月份到期央票规模超过 1 万亿

时间	到期票据
2011-02-07 - 2011-02-13	790
2011-02-14 - 2011-02-20	1060
2011-02-21 - 2011-02-27	980
2011-02-28 - 2011-03-06	1450
2011-03-07 - 2011-03-13	2050
2011-03-14 - 2011-03-20	1610
2011-03-21 - 2011-03-27	1090
2011-03-28 - 2011-04-03	1320

资料来源: Wind, 东北证券

三、货币条件改变，上半年或最多提高准备金率 1 次，调控将进入相对平稳期

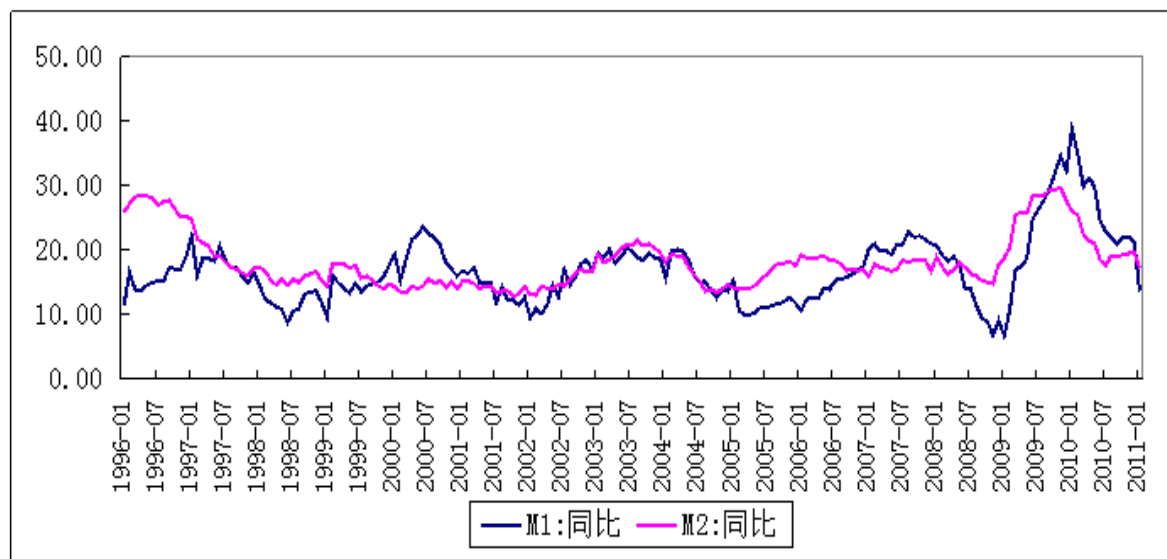
第一，我们认为，随着资金再次流入金融系统，银行资金偏紧的局面有可能改变。但如果 2、3 月份信贷能控制在 6000 亿以内的话，那么 Shibor 将有望进一步下降，若隔夜 Shibor 能回到 1.8% 以下，那么利差将扩大，央票工具将被重新激活而准备金率可能不被使用。

第二，即使使用准备金率，经过两次提高准备金率将回落资金 7000-7500 亿元，而加上 2、3 月份信贷在 1.1-1.2 亿左右，资金将基本被用光。考虑到当前资金相对紧张的局面，后期进一步大力回笼资金的需求相对较小。只要热钱等新的情况不出现，提高准备金率以强力回流资金的可能性相对较小。

第三，我们认为最关键的是当前的货币条件已明显改变。1 月份的 M1 同比增速降至 13.6%，而 M2 同比增速降至 17.2%，M1-M2 为 2009 年 9 月份以来第一次。随着负剪刀差的出现，推动物价大幅上升的货币条件进一步减弱。而后期农产品价格走势虽不太明朗，但持续走高的可能相对较小，随着 M1-M2 负剪刀差出现，物价将有望维持高位一段时间后下行。

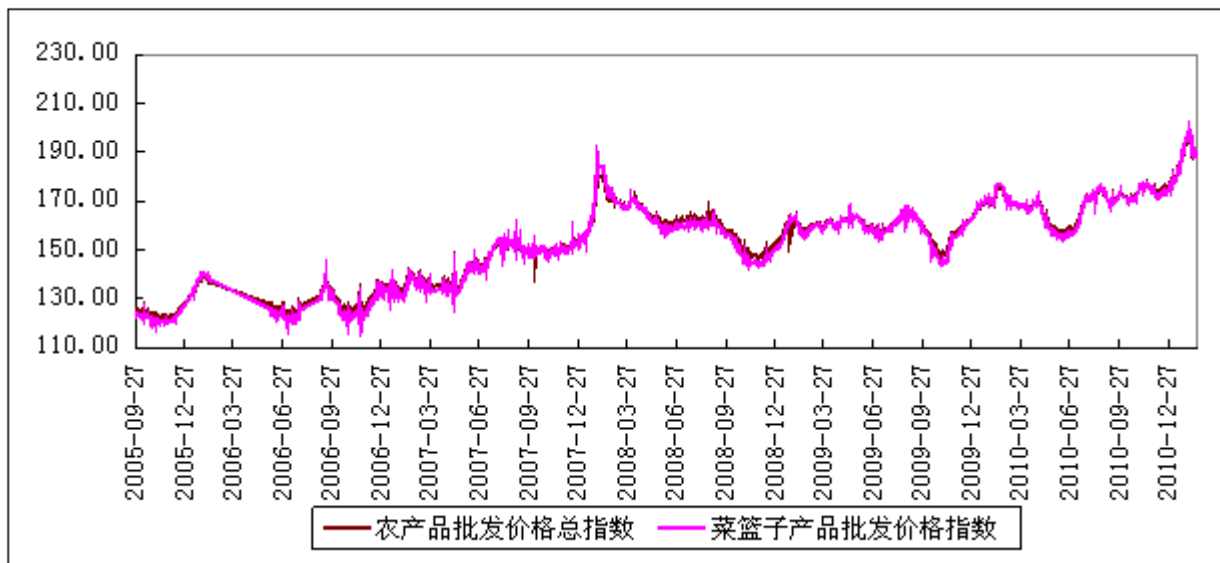
因此，我们认为监管部门仍将沿着控制通胀、管理流动性的思路出台相应的调控政策。随之对应的是，信贷窗口指导将贯穿上半年。央票终将被再次激活，并成为常用工具。虽然准备金率仍有可能被使用，但上半年准备金率最多被使用 1 次。而对加息，维持原来的观点，即 4 月份仍有可能加息。但总体看，后期的调控力度平稳，出现政策进一步加压的可能性相对较小。

图 2：M1-M2 负剪刀差出现，货币条件不支持物价大幅上涨



资料来源：wind，东北证券

图 3: 农产品价格高位回落



资料来源: wind, 东北证券

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。