

点评报告

巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门

2011年2月20日

2011年2月18日央行上调人民币存款准备金率点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.2
1年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (1月)

工业	13.5
城镇投资	24.5
零售额	19.1
CPI	4.9
PPI	6.6

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

中国人民银行决定, 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 个百分点。

评论:

1、我们认为再次上调存款准备金率, 主要促发因素有三: 首先, 进入二月以来贷款投放仍然偏多。其次, 二月份外汇流入情况超出季节因素影响, 虽然贸易顺差有所下降, 但是总体外部资金呈现超季节性流入的态势。

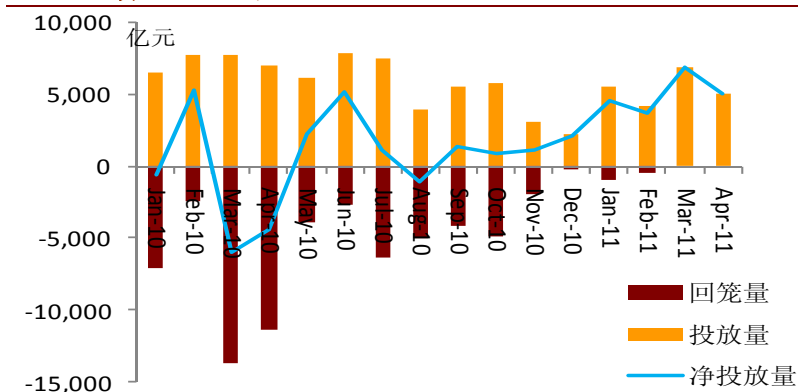
最后, 春节因素造成节后资金回笼压力较大。从近期银行间拆借利率情况来看, 由于资金节前投放, 节后回笼的春节效应显著, 节后利率基本回到节前低点水平, 显示整体银行间流动性再次宽松。同时, 在市场普遍的加息预期下, 一、二级市场央票利率倒挂严重, 导致近期央票发行创下地量, 公开市场操作陷入被动。

当然除了上述三项促发因素, 此时再次上调存款准备金率的目的, 还是在于巩固前期紧缩政策的效果, 继续把好流动性总闸门。

2、去除春节因素影响, 我们预计 2 月 M2 增速可能比 1 月高, 但是不会回复到之前的速度, 在当前再次上调存款准备金率的情况下, 2 月 M2 增速应该能够控制在 18.5% 以下。

3、在当前通胀预期依然维持高位, 通胀进一步走高风险依旧的情况下, 预计紧缩货币政策还将继续, 未来至少还有一次加息, 时点应该二季度, 但不排除进一步提前的可能。在加息预期明确的情况下, 央行在公开市场上被动的局面估计很难有实质性改善。除非紧缩政策导致流动性进一步强劲收缩, 或者加息预期降低, 否则存款准备金率的调整将在所难免。预计当前流动性偏紧的状况将会继续维持。

图: 1月资金投放较多造成2月回笼压力较大



数据来源: wind, 招商证券研发中心

1、三方面因素驱动央行再次上调存款准备金率，意在巩固前期紧缩政策效果，继续把好流动性总闸门

我们认为再次上调存款准备金率，主要促发因素有三：

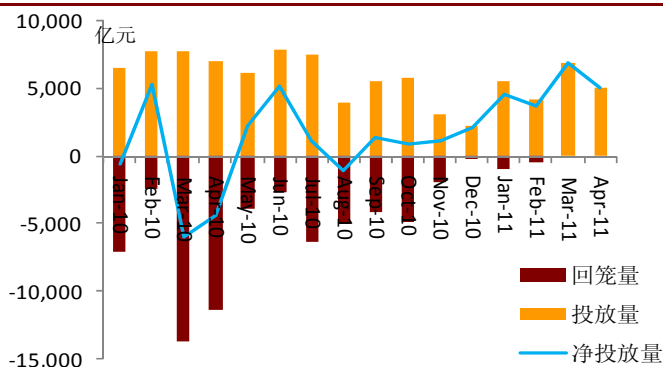
首先，进入二月以来贷款投放仍然偏多，商业银行年初放贷冲动依旧，虽然一月份差别准备金动态调整等措施已经起到一定的效果，但是二月仍然出现新增信贷偏多的情况。

其次，二月份外汇流入情况超出季节因素影响，虽然贸易顺差有所下降，但是总体外部资金呈现超季节性流入的态势。

最后，春节因素造成节后资金回笼压力较大。从近期银行间拆借利率情况来看，由于资金节前投放，节后回笼的春节效应显著，节后利率基本回到节前低点水平，显示整体银行间流动性再次宽松。同时，在市场普遍的加息预期下，一、二级市场央票利率倒挂严重，导致近期央票发行创下地量，公开市场操作陷入被动。

当然除了上述三项促发因素，此时再次上调存款准备金率的目的，还是在于巩固前期紧缩政策的效果，继续把好流动性总闸门。

图 1：1 月资金投放较多造成 2 月回笼压力较大



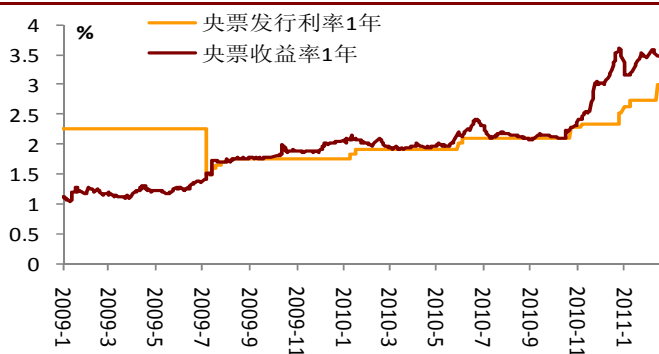
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 2：社会资金流动性近期有所改善



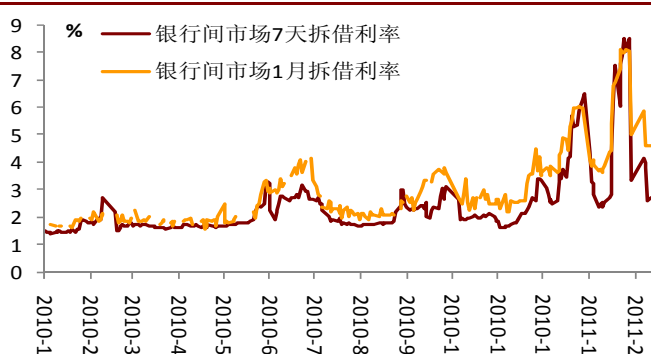
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 3：市场加息预期下一、二级市场央票利率倒挂严重



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 4：银行间市场流动性乍暖还寒



资料来源：wind，招商证券研发中心

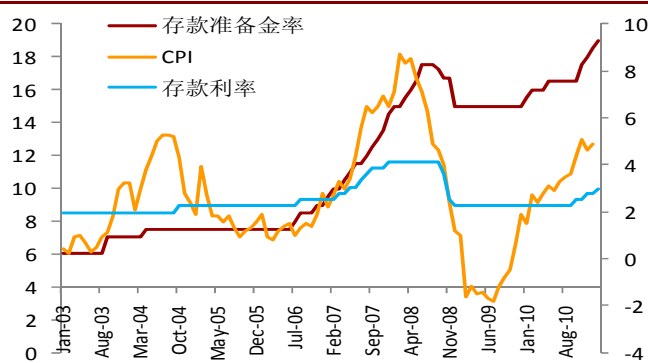
2、紧缩货币政策继续，2月M2增速虽有回调但幅度有限

当前紧缩货币政策效果较为显著，虽然春节因素影响很大，但是相关货币调控政策的有效性得到了验证。我们认为，只要整体政策节奏和力度得到维持，我们判断2011年全年货币增速能够得到有效控制，即能够回归到稳健时期一般水平，大约16%左右。

去除春节因素影响，我们预计2月M2增速可能比1月高，但是不会回复到之前的速度，在当前再次上调存款准备金率的情况下，2月M2增速应该能够控制在18.5%以下。

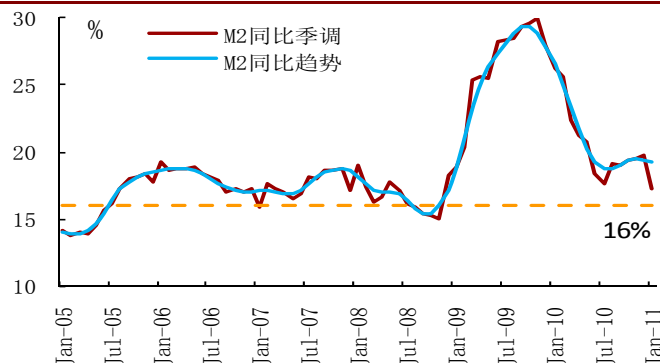
在当前通胀预期依然维持高位，通胀进一步走高风险依旧的情况下，预计紧缩货币政策还将继续，未来至少还有一次加息，时点应该二季度，但不排除进一步提前的可能。在加息预期明确的情况下，央行在公开市场上被动的局面估计很难有实质性改善。除非紧缩政策导致流动性进一步强劲收缩，或者加息预期降低，否则存款准备金率的调整在所难免。预计当前流动性偏紧的状况将会继续维持。

图 5：再次加息时点可能在二季度



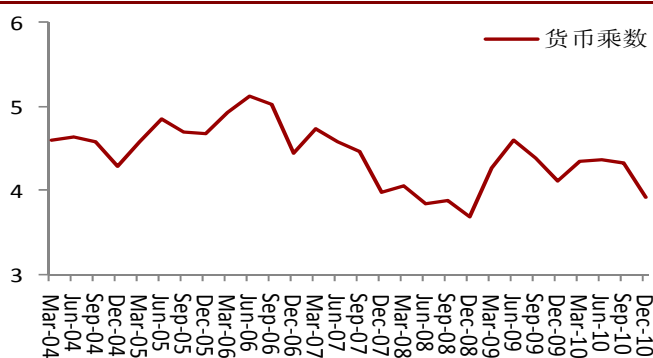
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：货币供给增速离稳健时期平均水平还有一定距离



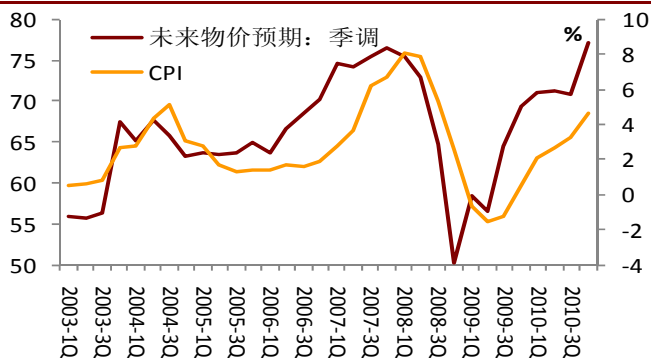
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：近期货币乘数下降较快



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：通胀预期继续走高



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》 2011/2/15
2. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》 2011/2/9
3. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》 2011/2/9
4. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》 2011/1/20
5. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》 2010/1/15
6. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》 2010/1/12
7. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》 2010/1/10
8. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》 2011/1/7
9. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》 2011/1/3
10. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》 2011/1/3
11. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》 2010/12/28
12. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》 2010/12/26
13. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》 2010/12/6
14. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》 2010/12/3
15. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》 2010/11/21
16. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》 2010/11/12
17. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》 2010/11/11
18. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》 2010/11/11
19. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》 2010/11/2
20. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》 2010/10/29
21. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》 2010/10/26
22. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》 2010/10/20

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。