

宏观研究

数据点评

23%还是 32%？——存款准备金率的童话上限

核心观点

中国人民银行连续第九次上调存款类金融机构人民币存款准备金率，幅度为 0.5 个百分点，使得**主要商业银行的名义存款准备金率达到历史新高的 20%**。

央行此举顺理成章，针对经济体中的冗余流动性，选择**效果最明显、成本最低的方式进行回收**，上可以消除通货膨胀的货币基础，下可以缓解商品房贷留下的信贷真空。

市场预测**存款准备金率调整的上限**，通过央行资金回笼角度考虑，结合货币政策对冲新增货币因素，特别是新增外汇占款，得出了**23%左右**的答案。2011 年的央行票据到期规模巨大，而通货膨胀预期造成 3 个月以上期限的央票发行利率上行趋势，也已经确立，央行公开市场操作的腾挪空间被显著挤压！

市场上另一种计算方法，从商业银行角度，为了维持适当贷款规模增长，通过变卖所持金融资产，包括国债、政策金融债、央票等，可以承受的**上限超过 32%、甚至可以达到 40%！**

23%还是 32%只是个数字游戏，真正的问题在于现在中国商业银行在盈利模式上，距离利率市场化还很远，造成这种现象的是根本原因，是**尚存管制的外汇汇率体制和经济运行中政府对市场的干预**。

现在央行更多使用存款准备金替代央票，主要是成本低——1.62%而已，而最新的一年期央票的发行和交易收益率在 3.20%左右，对冲成本整整差了一倍啊！

创历史新高的量化紧缩调控，不应该成为常态，坚定不移地推进金融市场化改革已经刻不容缓！

相关报告

- 1.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-唐吉珂德的风车》 2011-02-21
- 2.《国都证券-宏观经济研究-宏观经济数据点评-暮春阳光明媚，通胀阴影犹存》 2011-02-16
- 3.《国都证券-宏观经济研究-宏观政策点评-二度加息，大步迈向稳健》 2010-12-27
- 4.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-出水芙蓉渐开绽》 2010-12-27
- 5.《国都证券-宏观经济研究-宏观政策点评-2010 年中央经济工作会议点评》 2010-12-13

研究员: 许维鸿

电话: 010-84183203

Email: xuweihong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120010

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

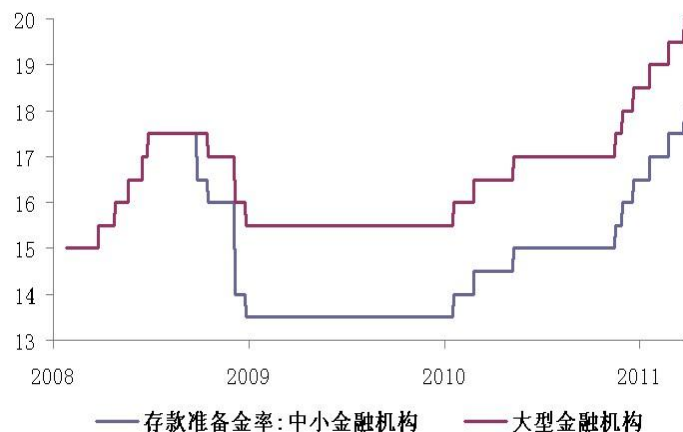
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

不出所料，中国人民银行连续第九次上调存款类金融机构人民币存款准备金率，幅度为 0.5 个百分点，使得主要商业银行的名义存款准备金率达到历史新高的 20%（图 1、存款准备金率）。我认为央行此举顺理成章，针对经济体中的冗余流动性，选择效果最明显、成本最低的方式进行回收，上可以消除通货膨胀的货币基础，下可以缓解商品房贷留下的信贷真空。

两会期间提出的“消除通货膨胀的货币基础”，我认为是一种着眼三到五年区间的战略性安排。因为，2008 年爆发金融危机以来，国内的流动性过剩，并非由于中国央行的主动性货币扩张，而是来自欧美量化宽松的货币政策。而中国财富积累到一定阶段引发的土地、劳动力成本上升，也不是简单通过货币政策就可以压制的。加上四万亿刺激计划对新增贷款持续的影响，央行今年为了保持稳健的货币供给环境，在数量工具的使用中，不得不冒险矫枉过正！

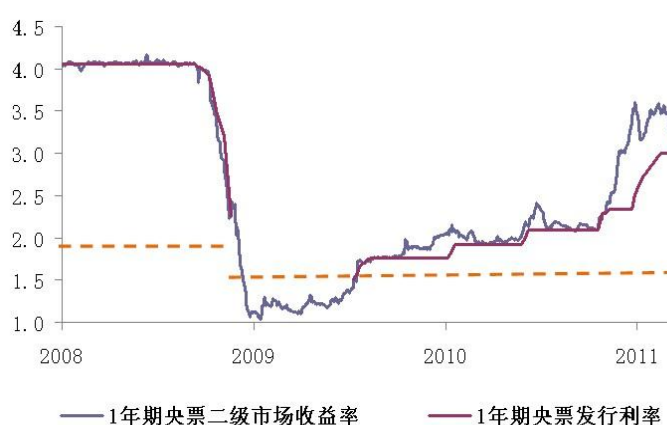
有趣的是，随着央行不断使用存款准备金率作为量化工具，市场开始猜测存款准备金率调整的上限，很多人通过央行资金回笼角度考虑，结合货币政策对冲新增货币因素，特别是新增外汇占款，得出了 23% 左右的答案，从技术上我同意这种计算方法，因为 2011 年的央行票据到期规模巨大，而通货膨胀预期造成 3 个月以上期限的央票发行利率上行趋势，也已经确立，央行公开市场操作的腾挪空间被显著挤压！但是，基于中国经济宏观趋势的分析，我怀疑这种计算的现实意义。

图 1：中国存款准备金率



资料来源：Wind，国都证券研究所

图 2：一年期央票收益率和存款准备金率利率



资料来源：Wind，国都证券研究所

在进入更深入的讨论之前，有必要再提及市场上另外一种存款准备金率上限的计算方法，就是从商业银行角度，为了维持适当贷款规模增长，通过变卖所持金融资产，包括国债、政策金融债、央票等，可以承受的上限超过 32%、甚至可以达到 40%！这个听起来有点吓人的数据，逻辑方法可以说是纯理论上的，虽然有些童话故事浪漫色彩，但分析方向却是有启发性的，我们不妨顺着往下推理。

23% 还是 32% 在我看来只是个数字游戏，真正的问题在于货币就像是经济运转的润滑剂，多了或者是少了都不行，而度量润滑剂多少的卡尺，就是市场经济中货币的价格——利率！如果我们承认目前商业银行从逐利角度，有欲望变卖所持有的各种资

产，放贷赚取利差，那我们就不得不承认，现在中国商业银行在盈利模式上，距离利率市场化还很远，造成这种现象的是根本原因，是尚存管制的外汇汇率体制和经济运行中政府对市场的干预。

被迫增加的外汇占款，是目前 2.5 万亿央票存量的唯一原因，而这个数据曾经长时间保持在 4 万亿的水平，央行被迫发行票据回收流动性，完全是人民币长时间升值预期的结果，人民币汇率体制的市场化改革方向无从选择。现在央行更多使用存款准备金替代央票，主要是成本低——1.62%而已，而最新的一年期央票的发行和交易收益率在 3.20%左右（图 2），对冲成本整整差了一倍啊！

存在争议的是融资体系的市场化改革方向，利率市场化改革一直踌躇不前，除了对商业银行系统盈利能力的考虑，降低政府对经济的影响力更是隐含的刺痛点。为政府干预融资体系进行辩护的人，经常把金融危机中，货币当局通过信贷能快速向实体经济注入活力，作为正面的佐证。可惜，金融危机没过几年，各种地方融资平台的金融杠杆和来势凶猛的资产泡沫，就让这些人不得不将错就错地叫嚣行政控制流动性、甚至是行政为房地产定价。

就是以上计划经济体制下量化管理的思路，导演了市场各界猜测存款准备金率调整上限的滑稽剧。其实，如果让这些“歪嘴和尚来念经”，存款准备金率不存在什么上限，央行可以把商业银行重新退化成储蓄所，收上来的人民币都入国库，给谁贷款、不给谁贷款集中到银监会，贷款利率水平跟现在的运行机制倒是没啥大差别。若真如此，中国改革开放三十年的成果将损失殆尽，居民存款作为刚性基础货币释放出来，恶性通胀会显著降低人们的生活水准。可见，创历史新高的量化紧缩调控，不应该成为常态，坚定不移地推进金融市场化改革已经刻不容缓！

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			