

非典型时点凸现力度 调控结束等待物价回落

——5月12日提高准备金率点评

发布日期：2011年5月13日

主要观点：

- 周四宣布提高准备金率实属非典型时点操作。不同于以往在周五或者周末的休息日晚上，此次既非在宏观数据公布日，也非休息日，而是在更多市场机构认为经济放缓而预期政策进入观望期的情况下非典型时点宣布，凸现了央行控通胀的决心和力度，意在引导市场预期。
- 此次提高准备金率的诱因是4月份的CPI环比回升，转而上涨0.1%。而背后的推动力可能在于人民币加快升值背景下外汇占款余额的增加。4月份贸易顺差回升至114.23亿美元，而固定资产投资利用外资额同比比去年12月份加快5个百分点，外币流入活跃。
- 此次提高准备金率将冻结3700亿左右的资金，而在5月份到期资金仅为5180亿元的情况下，目前已确定回笼资金高达6700亿左右。市场资金面将进一步趋紧，信贷规模将进一步受挤压，预计M1和M2将进一步回落，而市场利率也将进一步被推高。
- 控通胀而牺牲经济增速不可避免也将继续深化。当前信贷对固定资产投资的资金支持已大幅下降，4月份投资资金的信贷来源同比增速降至10.9%，接近强紧缩后的2008年11月份，而代表企业存款的M1降至12.9%的2009年2月以来的最低点，经济活力进一步受抑制。
- 存准率已达21%的高点，调控是否进入后期、何时？我们认为结束调控有待确认两点：经济明显下滑和物价回落拐点形成。2008年和2010年的两次调控的结束都在年中5、6月份结束，背景是工业增加值回落2个百分点左右而CPI回落。
- 4月份工业增加值增速回落1.4个百分点，并可能继续下滑，经济下行确认，调控结束等待物价回落。谨慎乐观认为6月份见高后回落。调控有望在7月份后结束。
- 鉴于经济下行的风险，维持调控进入后期，加息空间有限，调控将以数量工具为主，不排除央行在收紧货币同时推高市场利率来抑制资金需求而非提高基准利率。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

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:

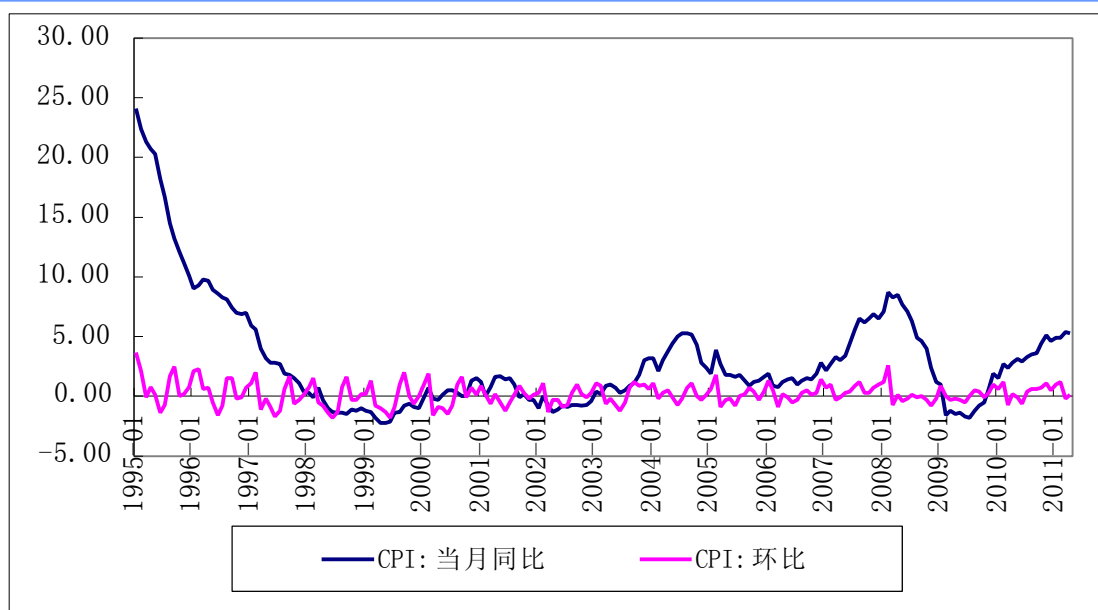
中国人民银行决定,从2011年5月18日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

点评:

一、提存准率源于物价的环比上涨和外汇占款的可能增加

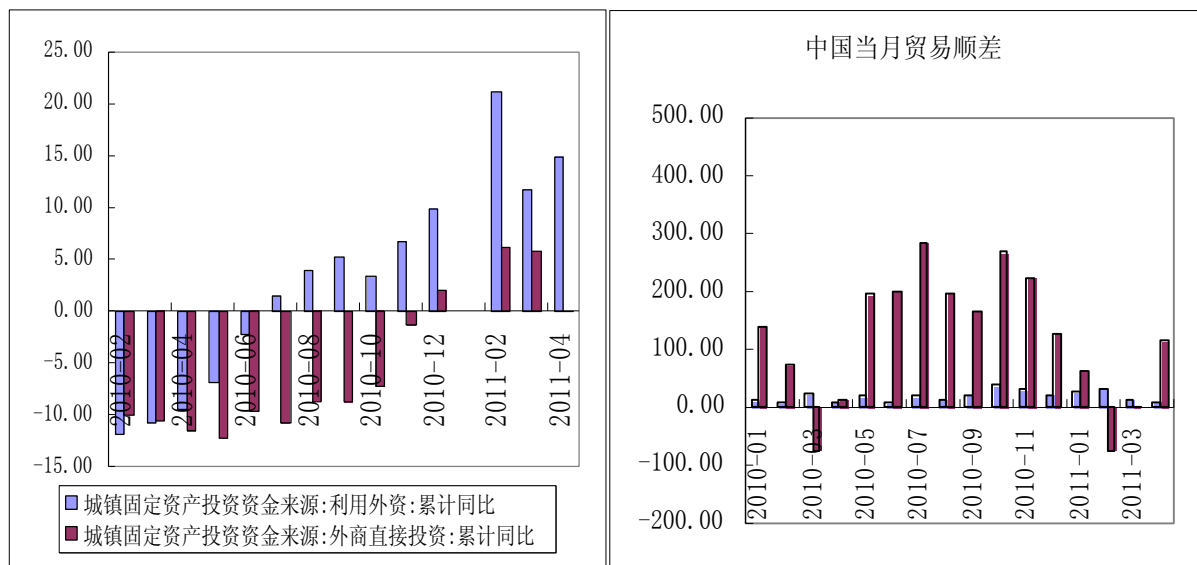
此次提高准备金率的诱因是4月份的CPI环比回升,转而上涨0.1%。而背后的推动力可能在于人民币加快升值背景下外汇占款余额的增加。4月份贸易顺差回升至114.5亿美元,而固定资产投资利用外资额同比比去年12月份加快5个百分点,外币流入活跃。

图1: 4月份CPI环比回升导致CPI回落有限促使调控出台



资料来源: wind, 东北证券

图2: 提存准的背后根源在于防止外汇占款增加推高流动性



资料来源: wind, 东北证券

正因为物价的压力并防止新的流动性注入，央行不同于以往在周五或者周末的休息日晚，而是在周四宣布提高准备金率，属非典型时点操作。既非在宏观数据公布日，也非休息日，而是在更多市场机构认为经济放缓而预期政策进入观望期的情况下非典型时点宣布，凸现了央行控通胀的决心和力度，意在引导市场预期。

表 1：本轮调控宣布提高准备金率的时间

时间	存款准备金率水平	时间属性
2010-01-12	16.00	周二
2010-02-12	16.50	周五
2010-05-02	17.00	周日（假期）
2010-11-10	17.50	周三
2010-11-19	18.00	周五
2010-12-10	18.50	周五
2011-01-14	19.00	周五
2011-02-18	19.50	周五
2011-03-18	20.00	周五
2011-04-17	20.50	周日
2011-05-11	21.00	周四

资料来源：wind，东北证券

二、何时结束货币政策调控？等待物价回落

此次提高准备金率将冻结 3700 亿左右的资金，而在 5 月份到期资金仅为 5180 亿元的情况下，目前已确定回笼资金高达 6700 亿左右。市场资金面将进一步趋紧，信贷规模将进一步受挤压，预计 M1 和 M2 将进一步回落，而市场利率也将进一步被推高。

控通胀而牺牲经济增速不可避免也将继续深化。当前信贷对固定资产投资的资金支持已大幅下降，4 月份投资资金的信贷来源同比降至 10.9%，接近强紧缩后的 2008 年 11 月份，而代表企业存款的 M1 已将之 12.9% 的 2009 年 2 月以来的最低点，经济活力进一步受抑制。

面对存准率已达 21% 的高点，调控是否进入后期、何时？我们认为结束调控有待确认两点：经济明显下滑和物价回落拐点形成。2008 年和 2010 年的两次调控的结束都在年中 5、6 月份结束，背景是工业增加值回落 2 个百分点左右而 CPI 回落。

4 月份工业增加值增速回落 1.4 个百分点，并可能继续下滑，经济下行确认，调控结束等待物价回落。谨慎乐观认为 6 月份见高后回落。调控有望在 7 月份后结束。

鉴于经济下行的风险，加息空间有限，我们认为调控将以数量工具为主，不排除央行意图推高市场利率来抑制资金需求而非通过提高存贷款基准利率。

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。