

2011.05.12

准备金超预期上调，经济存硬着陆风险

——点评央行 5 月 12 日宣布上调存款准备金率

	姜超	王虎	汪进
	021-38676430	021-38676011	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	wanghu007633@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
	S0880511010045	S0880511010057	S0880110024648

本报告导读：

对 5 月 12 日央行宣布上调存款准备金率展开点评。

摘要：

- 中国人民银行 2011 年 5 月 12 日宣布，自 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，这是 2011 年内央行第 5 次上调存款准备金率，也是自去年 1 月以来第 11 次上调存款准备金率，届时，大型金融机构存款准备率将再创 21% 的历史新高，中小存款金融机构存款准备金率也进一步升至 19%。
- 本次准备金率的上调的一个主要目标仍是为了对冲较大规模的外汇占款。4 月份金融机构新增外汇占款估计在 3000-3500 亿元，其中热钱接近 3000 亿，热钱流入的规模虽然较 3 月份有大幅的下降，但流入趋势仍未改变。从 2008 年经验来看，存款准备金率持续对冲热钱流入，直至热钱流入基本消失。
- 5 月公开市场到期资金量较 4 月减少了 3700 亿，正好对应一次准备金率的上调，而且 5 月 12 日央行重启三年期央票发行可以更长期地冻结新增外汇占款，与准备金率具有更强的替代效应，因此，我们曾预计 5 月份准备金率再次上调的概率下降。
- 然而，从 2007-2008 年的宏观调控来看，存款准备金率持续上调，直至 CPI 增速明显下行。4 月份 CPI 同比增长 5.3%，预计 5 月和 6 月通胀仍将维持高位，6 月可能再创新高。因此，我们认为此次准备金率的上调主要应是抑制通胀压力，表明适度从紧的货币政策态度。
- 在货币政策持续高压下，经济回落态势逐渐明显。4 月份工业增加值同比增速为 13.4%，环比增速为 0.93%。不管是从统计局数据还是我们推算的环比增速，4 月工业增速均明显回落，并且低于市场预期。而工业增速的下滑与 4 月 PMI 的走势及进口增速放缓相一致。在经济回落的背景下，货币政策继续加码，将进一步增加经济增速下行的压力，有可能迫使经济从平稳回落步入加速下行，从而使得经济硬着陆风险加大。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《结构分化、总量渐稳》

2011.05.12

《企业短贷激增，M1 大幅回落》

2011.05.12

《4 月 CPI 符合预期，5 月通胀高位振荡》

2011.05.12

《经济减速或超预期》

2011.05.12

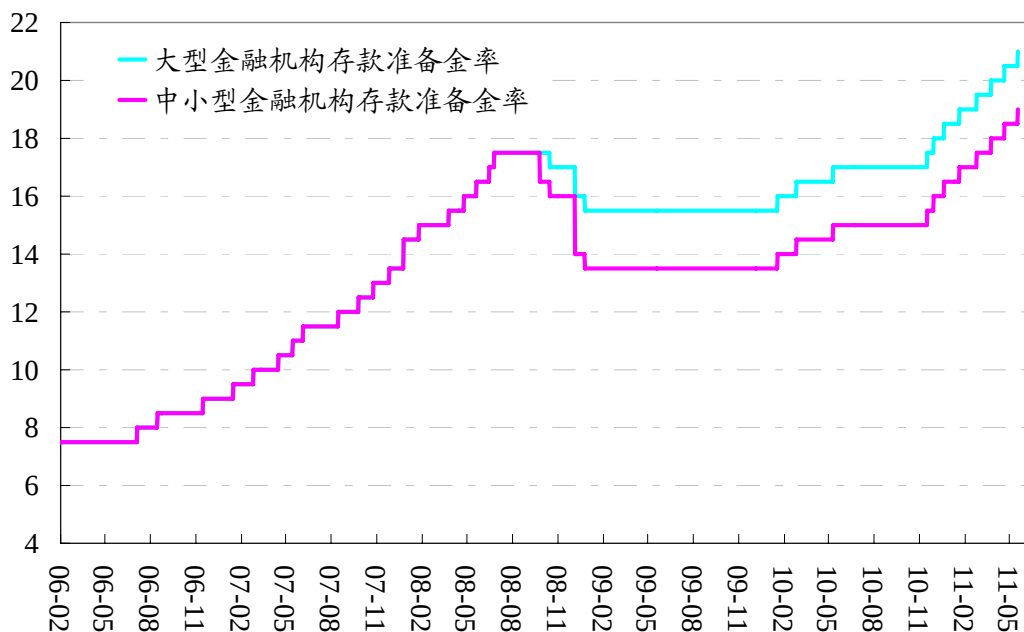
《进口增速超预期回落确认中国经济减速》

2011.05.11

一、准备金率超预期上调

中国人民银行 2011 年 5 月 12 日宣布，自 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，这是 2011 年内央行第 5 次上调存款准备金率，也是自去年 1 月以来第 11 次上调存款准备金率，届时，大型金融机构存款准备金率将再创 21% 的历史新高，中小存款金融机构存款准备金率也进一步升至 19%。

图 1:
大型金融机构、中小型金
融机构存款准备金率
 (2006-2011 年)
 单位: %

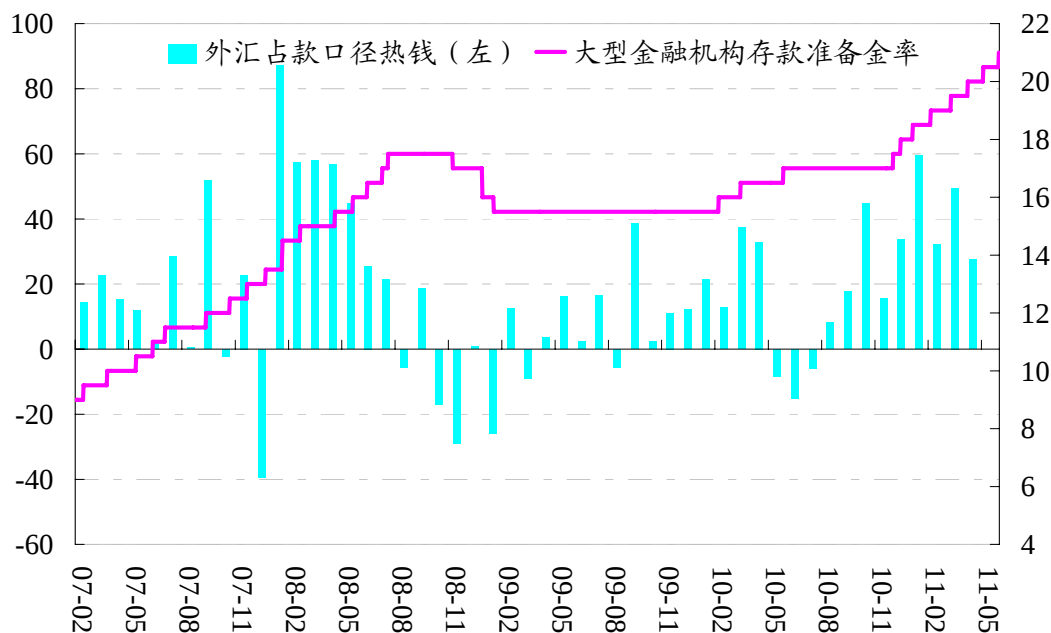


数据来源：中国人民银行、国泰君安证券

二、对冲热钱持续流入

本次准备金率的上调的一个主要目标仍是为了对冲较大规模的外汇占款。4 月份金融机构新增外汇占款估计在 3000-3500 亿元，其中热钱接近 3000 亿，热钱流入的规模虽然较 3 月份有大幅的下降，但流入趋势仍未改变。从 2008 年经验来看，存款准备金率持续对冲热钱流入，直至热钱流入基本消失。

图 2:
大型金融机构存款准备金
率、外汇占款口径热钱
 (2006-2011)
 单位: %

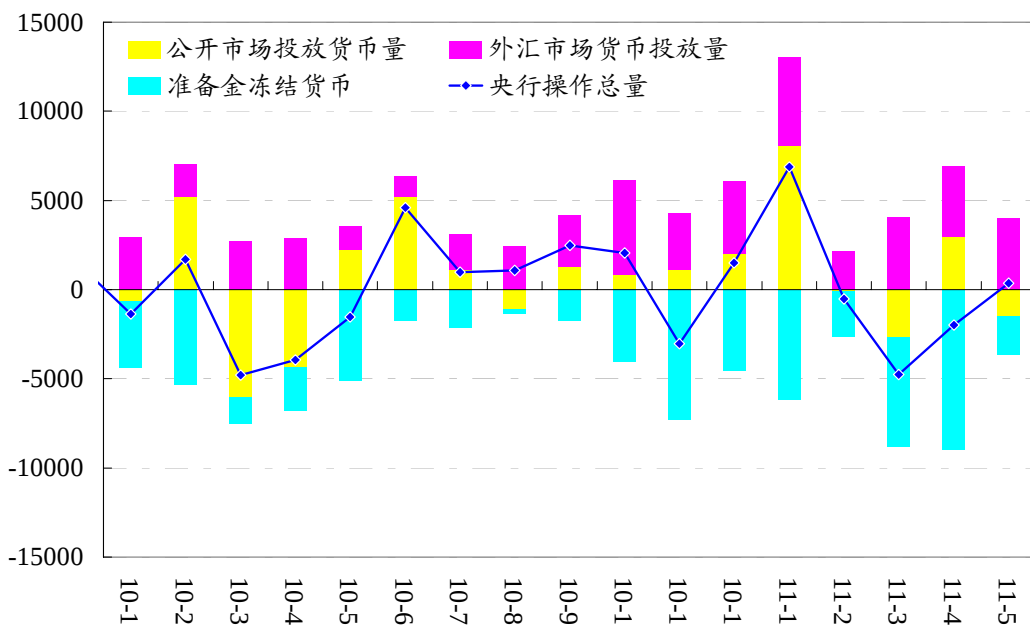


数据来源：中国人民银行、国泰君安证券

三、公开市场回笼能力加强

5月公开市场到期资金量较4月减少了3700亿，正好对应一次准备金率的上调，而且5月12日央行重启三年期央票发行可以更长期地冻结新增外汇占款，与准备金率具有更强的替代效应，因此，我们曾预计5月份准备金率再次上调的概率下降。

图 3:
月度基础货币投放
 单位: 亿元
 注: 5月为预测数据

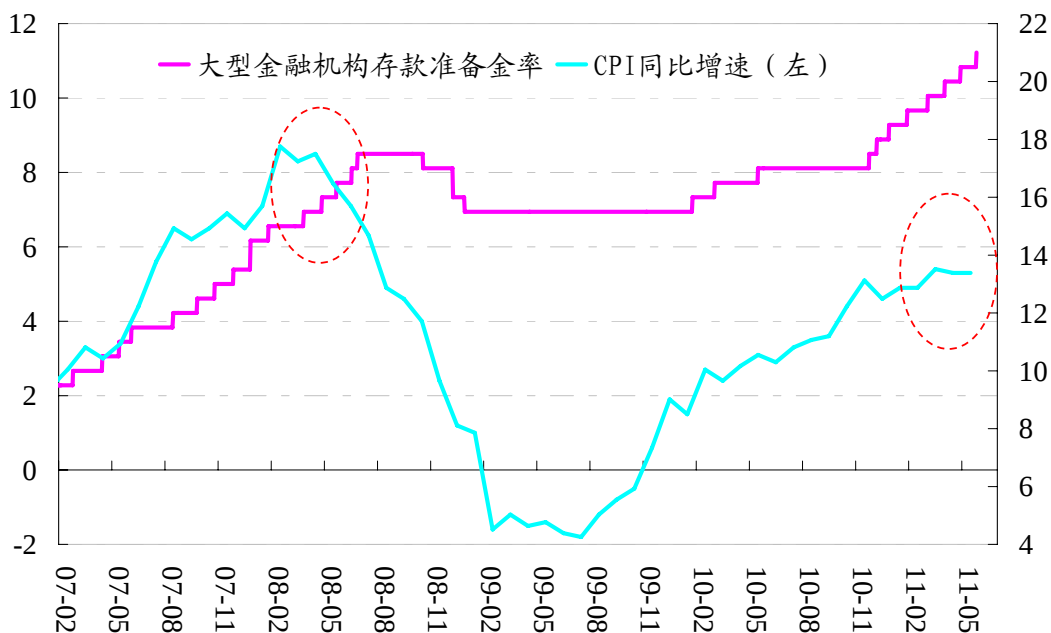


数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券

四、主要针对通胀居高不下

4月份CPI同比增长5.3%，预计5月和6月通胀仍将维持高位，6月可能再创新高。从2007-2008年的宏观调控来看，存款准备金率持续上调，直至CPI增速明显下行，目前通胀仍处高位，因此，我们认为此次准备金率的上调主要应是抑制通胀压力，表明适度从紧的货币政策态度。

图 4:
CPI 同比增速、大型金融机构存款准备金率
 (2006-2011)
 单位: %

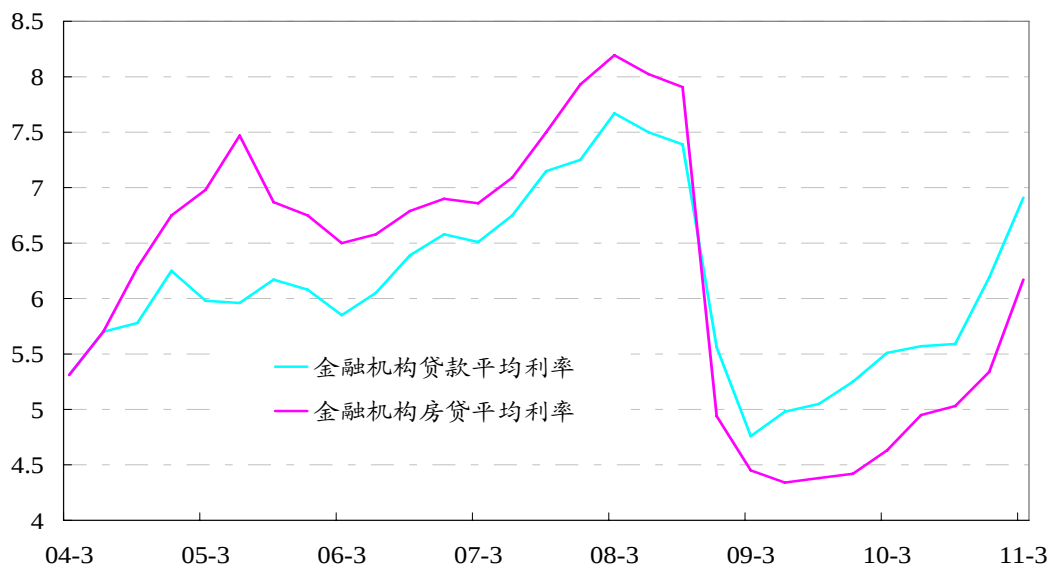


数据来源: 中国人民银行、国家统计局、国泰君安证券

五、经济硬着陆风险增加

截止 2011 年 1 季末，金融机构企业贷款平均利率为 6.91%、房贷平均利率为 6.17%。其中企业贷款利率已经接近 07 年末上一轮加息结束时 7.25% 的平均利率水平。而房贷利率虽然远低于 07 年末水平，但主要是因为大量存量房贷利率在 08 年金融危机时下调到 7 折执行，而新增房贷利率也应与 07 年末高点相差不远。

图 5：
 金融机构贷款及房贷平均利率
 单位：%

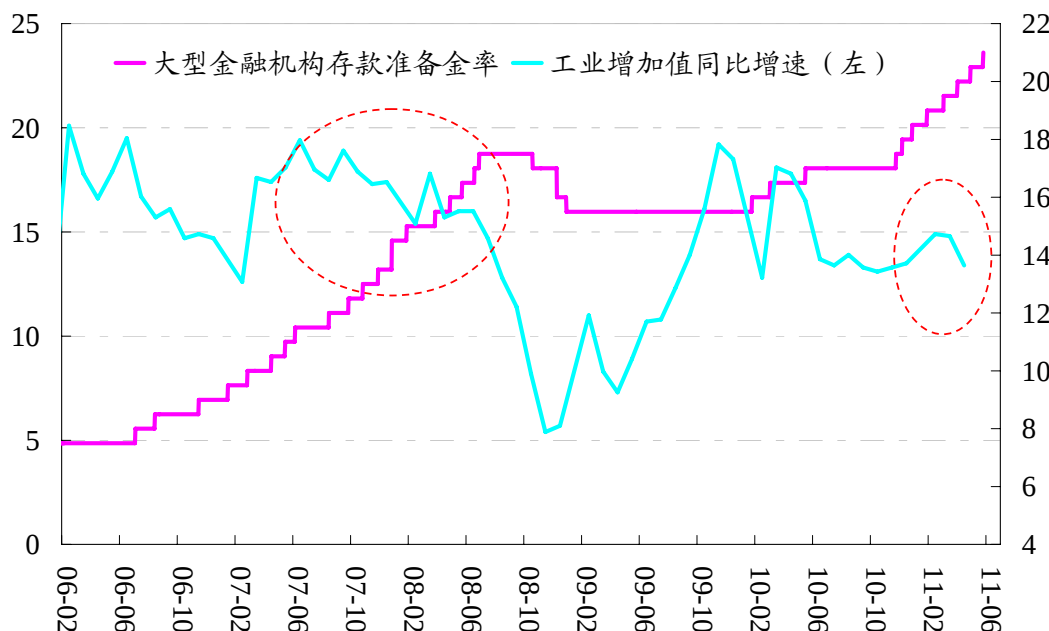


数据来源：中国人民银行、国泰君安证券

在货币政策持续高压下，经济回落态势逐步明显。4 月份工业增加值同比增速为 13.4%，环比增速为 0.93%。不管是从统计局数据还是我们推算的环比增速，4 月工业增速均明显回落，并且低于市场预期。而工业增速的下滑与 4 月 PMI 的走势及进口增速放缓相一致。

在目前的状态下，货币政策继续加码，将进一步增加经济增速下行的压力，有可能迫使经济从平稳回落步入加速下行，从而使得经济硬着陆风险加大。

图 6：
 大型金融机构存款准备金率、工业增加值同比增速
 (2006-2011)
 单位：%



数据来源：中国人民银行、国家统计局、国泰君安证券

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

王虎:

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

汪进:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		