

本次存准率上调主要对冲外汇占款，靴子或真的已经落地？

2011年5月13日

宏观研究/中国经济

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760511010006

TEL：010-82190396

E-mail：yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

事件：

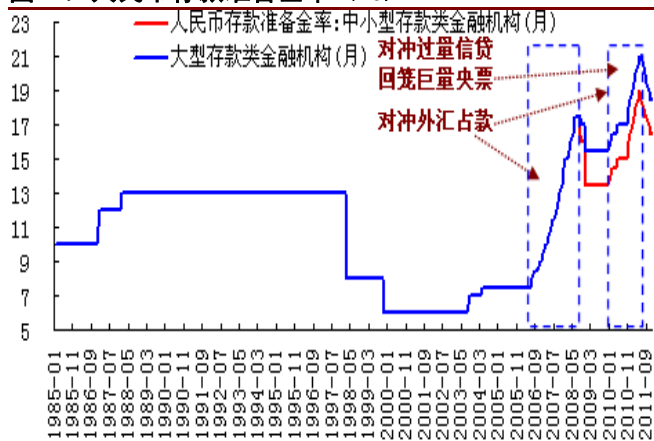
- 中国人民银行决定，从2011年5月18日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
- 2011年5月12日中国人民银行发行3个月期央票，发行量500亿元，发行利率不变，发行三年期央票400亿元，中标利率3.8%，同时开展100亿元正回购，中标利率2.88%。

分析与预测：

本次上调准备金率特点：正如我们在本周宏观周报中所预测“我们预计准备金率或仍存在0.5个基点的上调空间”，以及在5月11日发布的报告《M2增速再创调控新低，三年期央票重启或降低存准率上调频率》中所谈到的观点“我们预计新增外汇占款或维持4000亿元水平，基础货币投放压力仍然较大，5月份或继续上调存款准备金率一次0.5个百分点。”央行在恢复发行三年期央票之后，本月央票和回购发行规模基本能回笼到期流动性，本次继续选择上调存款准备金率仍主要是针对流入外汇占款，根据存款余额规模，预计直接冻结3781亿元。

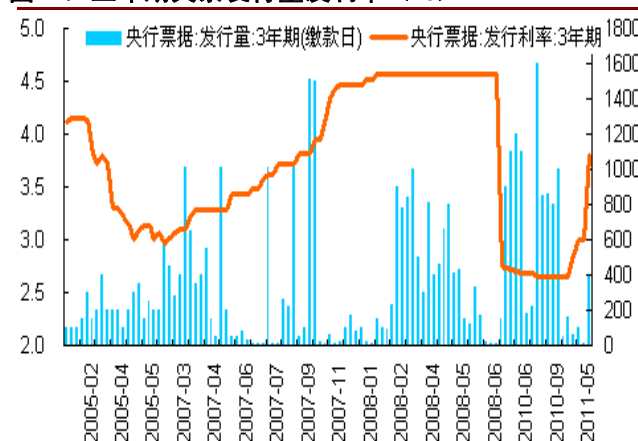
我们的预测与判断：自2010年11月底以来，央行暂缓发行三年期央票，当时发行利率仅为3%，主要由于加息预期和资金紧张，一二级市场利率存在较大差距，发行量也跌落到10亿元左右，回笼效果较差。昨日央行再次重启三年期央票发行，发行利率大幅度升到3.8%，二级市场到期收益率为3.79%，已经消除了倒挂现象，发行量也大幅度回升至400亿元规模。自2008年以来，三年期央票发行经历过两轮高峰阶段，第一个阶段从2008年2月至6月，随后停滞了10个月，第二个阶段为自2010年4月恢复发行直至11月底，两个阶段各回笼资金1万亿左右，在每个阶段准备金率均出现过连续上调，但在停发阶段，准备金率多为维持不变甚至下调，此外发行规模与准备金率调整频率成反比，因此，我们认为三年期央票是作为准备金率的辅助工具，并不存在严格的替代关系，但三年期央票发行量上升则往往准备金率上调频率将下降，我们预计如果在5-6月份三年期央票发行规模放量，则下个月上调准备金率可能性将大为降低，我们维持下半年存款准备金率可能下调的判断。

图 1：人民币存款准备金率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 2：三年期央票发行量及利率（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

表 1: 历次存款准备金率调整

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
42	2011 年 5 月 18 日	(大型金融机构)20.5%	21.00%	0.50%
		(中型金融机构)18.5%	19.00%	0.50%
		(小型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
41	2011 年 4 月 21 日	(大型金融机构)20.0%	20.50%	0.50%
		(中型金融机构)18.0%	18.50%	0.50%
		(小型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
40	2011 年 3 月 25 日	(大型金融机构)19.5%	20.00%	0.50%
		(中型金融机构)17.5%	18.00%	0.50%
		(小型金融机构)16.0%	16.50%	0.50%
39	2011 年 2 月 24 日	(大型金融机构)19.0%	19.50%	0.50%
		(中型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
		(小型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
38	2011 年 1 月 20 日	(大型金融机构)18.5%	19.00%	0.50%
		(中型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
		(小型金融机构)15.0%	15.50%	0.50%
37	2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构)18.0%	18.50%	0.50%
		(中型金融机构)16.0%	16.50%	0.50%
		(小型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
36	2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构)17.5%	18.00%	0.50%
		(中型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(小型金融机构)14.0%	14.50%	0.50%
35*注	2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构)17.0%	17.50%	0.50%
		(中型金融机构)15.0%	15.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
34	2010 年 05 月 10 日	(大型金融机构)16.5%	17.00%	0.50%
		(中型金融机构)14.5%	15.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
33	2010 年 02 月 25 日	(大型金融机构)16%	16.50%	0.50%
		(中型金融机构)14%	14.50%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
32	2010 年 01 月 18 日	(大型金融机构)15.5%	16.00%	0.50%
		(中型金融机构)13.5%	14.00%	0.50%
		(小型金融机构)13.5%	13.50%	-
31	2008 年 12 月 25 日	(大型金融机构)16%	15.50%	-0.50%
		(中小金融机构)14%	13.50%	-0.50%
30	2008 年 12 月 05 日	(大型金融机构)17%	16.00%	-1.00%
		(中小金融机构)16%	14.00%	-2.00%
29	2008 年 10 月 15 日	(大型金融机构)17.5%	17.00%	-0.50%
		(中小金融机构)16.5%	16.00%	-0.50%

28	2008 年 09 月 25 日	(大型金融机构)17.5%	17.50%	-
		(中小金融机构)17.5%	16.50%	-1.00%
27	2008 年 06 月 25 日	17.00%	17.50%	0.50%
26	2008 年 06 月 15 日	16.50%	17.00%	0.50%
25	2008 年 05 月 20 日	16.00%	16.50%	0.50%
24	2008 年 04 月 25 日	15.50%	16.00%	0.50%
23	2008 年 03 月 25 日	15.00%	15.50%	0.50%
22	2008 年 01 月 25 日	14.50%	15.00%	0.50%
21	2007 年 12 月 25 日	13.50%	14.50%	1.00%
20	2007 年 11 月 10 日	13.00%	13.50%	0.50%
19	2007 年 10 月 25 日	12.50%	13.00%	0.50%
18	2007 年 09 月 25 日	12.00%	12.50%	0.50%
17	2007 年 08 月 15 日	11.50%	12.00%	0.50%
16	2007 年 06 月 05 日	11.00%	11.50%	0.50%
15	2007 年 05 月 15 日	10.50%	11.00%	0.50%
14	2007 年 04 月 16 日	10.00%	10.50%	0.50%
13	2007 年 02 月 25 日	9.50%	10.00%	0.50%
12	2007 年 01 月 15 日	9.00%	9.50%	0.50%
11	2006 年 11 月 15 日	8.50%	9.00%	0.50%
10	2006 年 08 月 15 日	8.00%	8.50%	0.50%
9	2006 年 07 月 05 日	7.50%	8.00%	0.50%
8	2004 年 04 月 25 日	7.00%	7.50%	0.50%
7	2003 年 09 月 21 日	6.00%	7.00%	1.00%
6	1999 年 11 月 21 日	8.00%	6.00%	-2.00%
5	1998 年 03 月 21 日	13.00%	8.00%	-5.00%
4	1988 年 09 月 01 日	12.00%	13.00%	1.00%
3	87 年	10.00%	12.00%	2.00%
2	85 年	央行将法定存款准备金率统一调整为 10%		
1	84 年	央行按存款种类规定法定存款准备金率，企业存款 20%，农村存款 25%，储蓄存款 40%		

数据来源：WIND 山西证券研究所

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	