

2011.08.29

准备金超调，加剧经济下行，未来或下调

——点评央行将保证金存款纳入缴存范围



姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

S0880511010057

本报告导读：

本报告对 8 月 26 日下午人民银行将保证金存款纳入存款准备金缴存范围通知的可能影响进行分析和评论。

摘要：

- 据媒体报导，中国人民银行周五下午下发通知，计划将商业银行的保证金存款中的承兑汇票、信用证、保函保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从 9 月 5 日起实行分批上缴。六大银行 9 月 5 日起分三个月按照应缴额的 20:40:40 缴存，其他银行则自 9 月 15 日起分六个月按照 15:15:15:15:20:20 比例缴存。准备金率与目前实行的水平一致，大银行 21.5%，小行 19.5%。
- 7 月末大银行保证金存款余额为 1.6 万亿元，各类中小银行保证金存款合计 2.83 亿元。按照各自的存款准备金率，大银行应再缴纳 3455.7 亿元存款准备金，中小银行应缴纳 5526.7 亿元，合计 8982.4 亿元。9 月至明年 2 月份依次缴纳 1520 亿、2211.3 亿、2211.3 亿、829 亿、1105.3 亿、1105.3 亿元。
- 9 月和 10 月公开市场到期资金分别为 3510 亿和 2980 亿元，远高于应缴的存款准备金数额。人民银行完全可以根据通胀走势和热钱流入情况来调整公开市场操作，减轻缴存带来的冲击。然而，最大的问题在于保证金存款分布不均。根据我们的测算，同等幅度的准备金率补缴，对中小行的影响是大行的 3 到 4 倍。准备金补缴的效果类似于提高准备金率，按照原有口径，我们的计算表明：大型银行相当于提高 0.8% 的法定准备金率，每次影响约 0.3%；中小型银行相当于提高 2% 的法定准备金率，每次影响约 0.3%；全国性中小型银行相当于提高 3.1% 的法定准备金率，每次影响约 0.5%。
- 今年以来，每次准备金率的提高都伴随货币市场资金的短期紧张，回购利率冲高，我们认为本次也不例外，在未来 3 月回购利率或居高不下。尤其对目前增长迅速的票据融资而言，由于其依托于承兑汇票等票据，而后的增长动力被抑制，因而未来增长或受限。而短期利率冲高使得票据融资利率上升，也对票据融资的增长不利。目前的信贷增长主要依靠短期信贷，而票据融资属于短期信贷的重要成分，对企业流动性有重要影响。此次扩大准备金缴存范围可能进一步使得信贷市场紧缩，从而对实体经济造成负面冲击。
- 从 08 年的政策调控来看，08 年 8 月份 CPI 下降至 4.9%，9 月份央行针对中小银行下调了 1 个百分点的存款准备金率。根据我们的预测，今年 10 月份 CPI 可能会降至 5% 以下，11 月份可能会进一步降至 4%，因此，11 月份央行完全有可能下调中小银行的存款准备金率。同时，VIX 指数持续处于高位，热钱或持续流出，这也增加了下调存款准备金率的可能性。

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

《3 年央票地量重启，公开市场将更受倚重——点评 3 年期央票重启》

2011.08.17

《风险上升热钱流出，提准空间已然有限——点评 7 月份外汇占款数据》

2011.08.17

《加息预期升温，紧缩空间有限》

2011.08.16

《企业资金极度紧张》

2011.08.13

《资金成本上升，政策或趋观望》

2011.08.13

1. 准备金补缴超预期

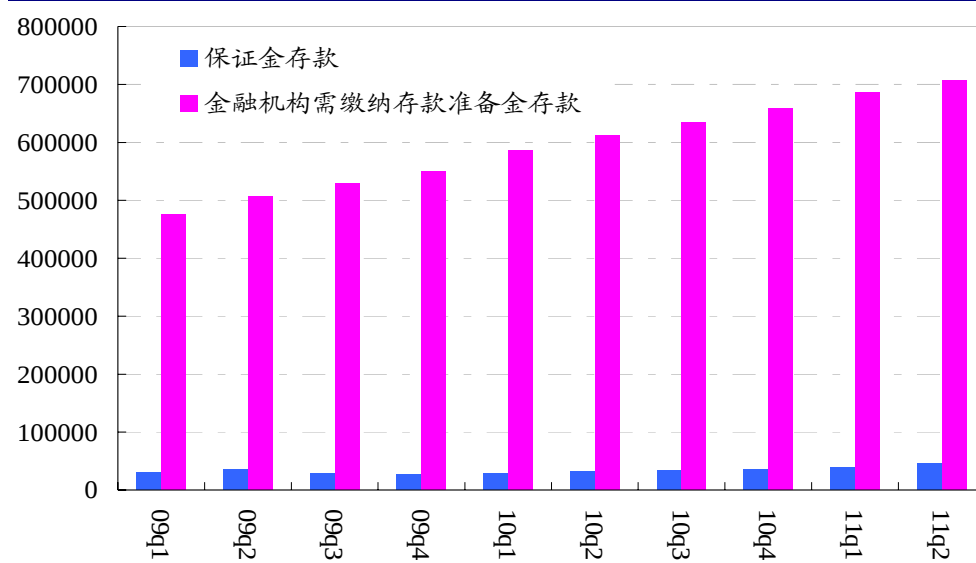
据媒体报导，中国人民银行周五下午下发通知，计划将商业银行的保证金存款中的承兑汇票、信用证、保函保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，从9月5日起实行分批上缴。中、农、工、建、交及邮储六大银行9月5日起分三个月按照应缴额的20:40:40缴存，其他银行则自9月15日起分六个月按照15:15:15:15:20:20比例缴存。准备金率与目前实行的水平一致，大银行21.5%，小行19.5%。此次调整存款准备金率缴存范围目的是“健全存款准备金制度的调控功能”。

保证金存款是商业银行为保证客户在银行为客户对外出具具有结算功能的信用工具，或提供资金融通后按约履行相关义务，而与其约定将一定数量的资金存入特定账户所形成的存款类别。在客户违约后，商业银行有权直接扣划该账户中的存款，以最大限度地减少银行损失。

保证金存款按照保证金担保的对象不同，可分为银行承兑汇票保证金、信用证保证金、远期结售汇保证金、黄金交易保证金四类，此次扩大缴存范围是前三类。截止7月份应缴纳存款准备金的存款余额为70.7万亿，这部分为金融机构各项存款余额减去存在中央银行的财政存款和保证金存款后的余额。7月份保证金存款余额为4.4万亿，占各项存款总额的5.7%。与其他存款相比，保证金存款波动性比较大，这也是此前一直未纳入存款准备金缴收范围的一个主要原因。

图 1 保证金存款和需缴纳存款准备金存款余额

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

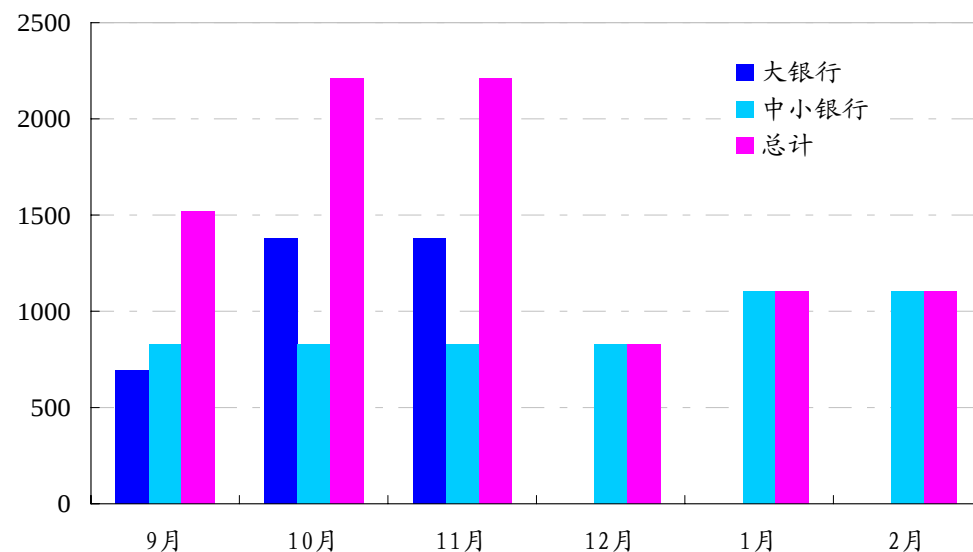
2. 补缴规模约 9000 亿

7月末大银行保证金存款余额为1.6万亿元，各类中小银行保证金存款合计2.83亿元。按照各自的存款准备金率，大银行应再缴纳3455.7亿元存款准备金，中小银行应缴纳5526.7亿元，合计8982.4亿元。

按照央行要求的缴纳进程，9月份大银行应缴691.1亿元，中小银行应缴829亿元，合计1520.1亿元；10月份大银行应缴1382.3亿元，中小银行应缴829亿元，合计2211.3亿元；11月份大银行应缴1382.3亿元，中小银行应缴829亿元，合计2211.3亿元；12月至明年2月，大银行不再上缴，12月中小银行应缴829亿元，明年1-2月分别缴1105.3亿元。

图 2 金融机构需额外上缴存款准备金额

单位：亿元



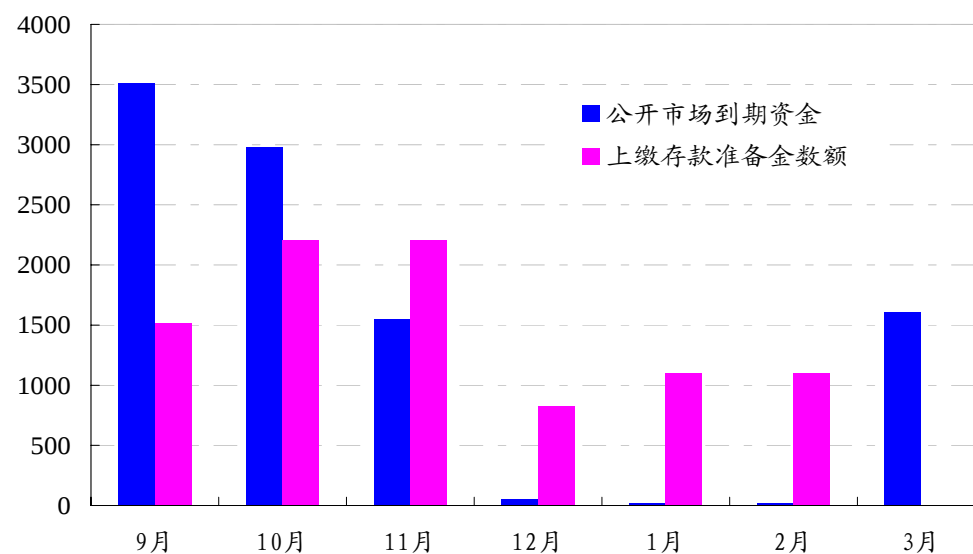
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 看似影响可控

从未来三个月公开市场资金到期情况来看，央行看似有腾挪余地。9月和10月公开市场到期资金分别为3510亿和2980亿元，远高于应缴的存款准备金数额。

图 3 未来六个月公开市场到期资金与额外上缴存款准备金

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

4. 结构问题突出

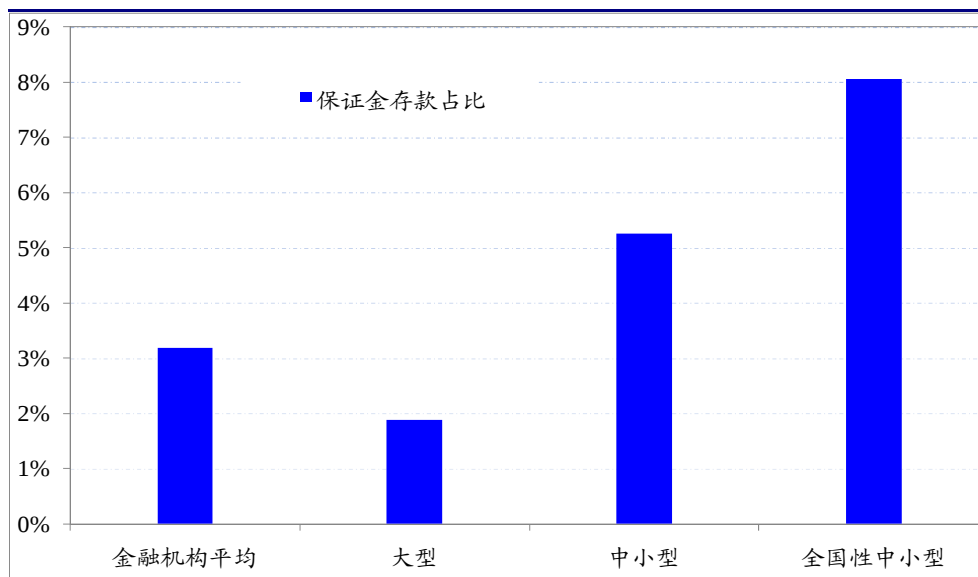
然而，最大的问题在于保证金存款分布不均。

根据我们的测算，金融机构保证金存款的平均占比为3.2%，其中国有大行占比为1.9%，国有中小行占比为5.3%，全国性中小行占比为8%。

因此，同等幅度的准备金率补缴，对中小行的影响是大行的3到4倍。

图 4 各类金融机构保证金存款占比

单位：1



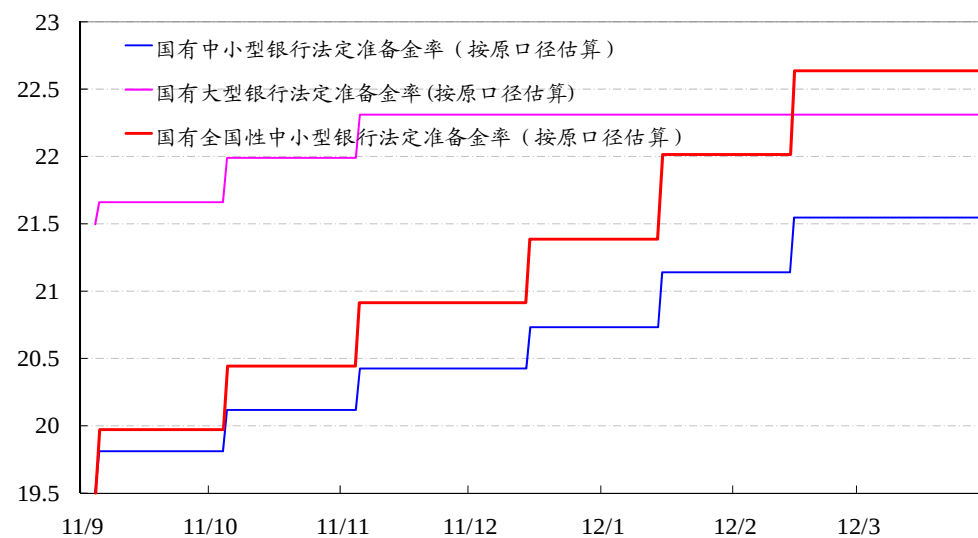
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 中小银行影响极大

准备金补缴的效果类似于提高准备金率，按照原有口径，我们的计算表明：大型银行相当于提高 0.8% 的法定准备金率，每次影响约 0.3%；中小型银行相当于提高 2% 的法定准备金，每次影响约 0.3%；全国性中小型银行相当于提高 3.1% 的法定准备金，每次影响约 0.5%。

图 5 按原口径估算的各类机构补缴准备金相当于提准数量

单位：%



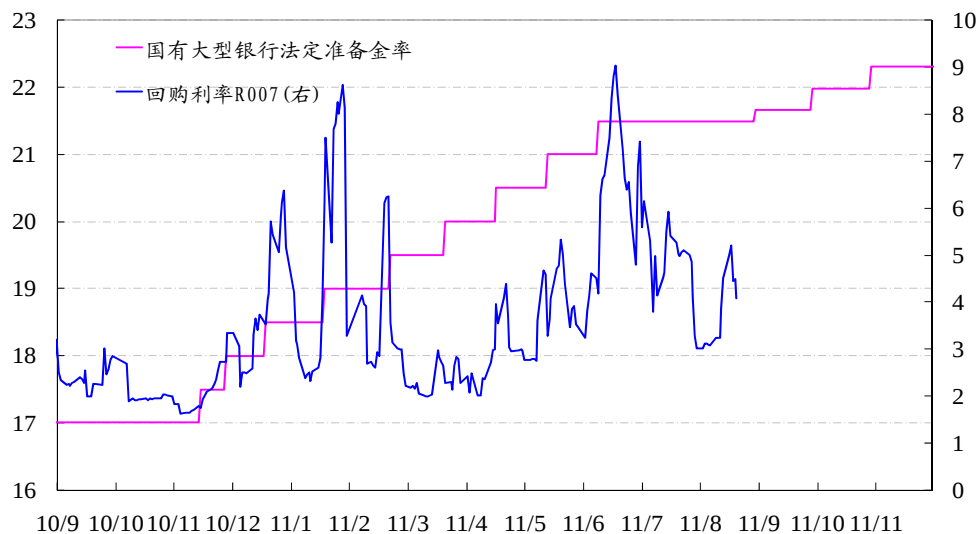
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

6. 回购利率或再冲高

今年以来，每次准备金率的提高都伴随货币市场资金的短期紧张，回购利率冲高，我们认为本次也不例外，在未来 3 月回购利率或居高不下。

图 6 国有大型银行法定准备金率（估算）、回购利率 R007

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

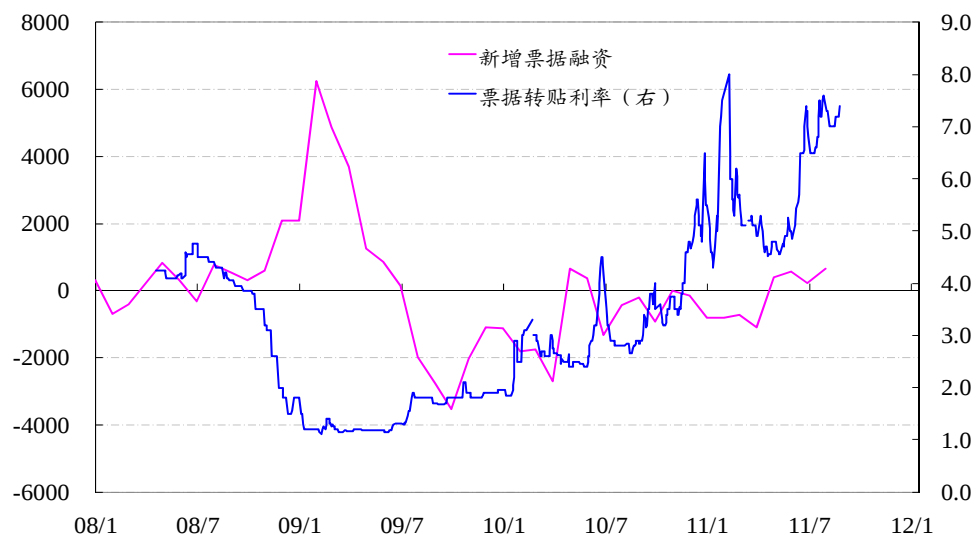
7. 票据融资增长受限

尤对目前增长迅速的票据融资而言，由于其依托于承兑汇票等票据，而后者的增长动力被抑制，因而未来增长或受限。

而短期利率冲高使得票据融资利率上升，也对票据融资的增长不利。

图 7 新增票据融资、票据转贴现利率

单位：亿元、%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行、Wind

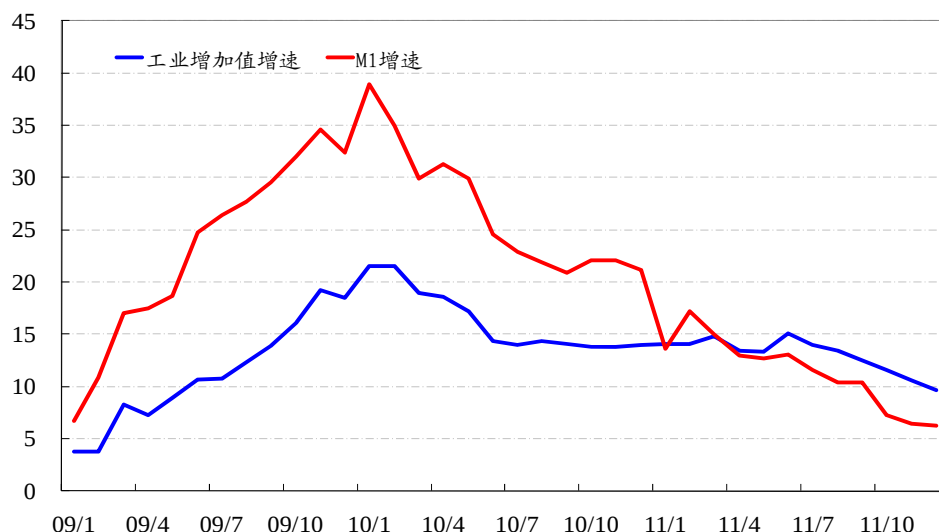
8. 加剧经济下行风险

目前的信贷增长主要依靠短期信贷，而票据融资属于短期信贷的重要成分，对企业流动性有重要影响。此次扩大准备金缴存范围可能进一步使得信贷市场紧缩，从而对实体经济造成负面冲击。

我们此前预计年底 M1 和工业增速均将下降至个位数，目前来看极有可能成为现实。

图 8 工业增加值增速、M1 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行、统计局

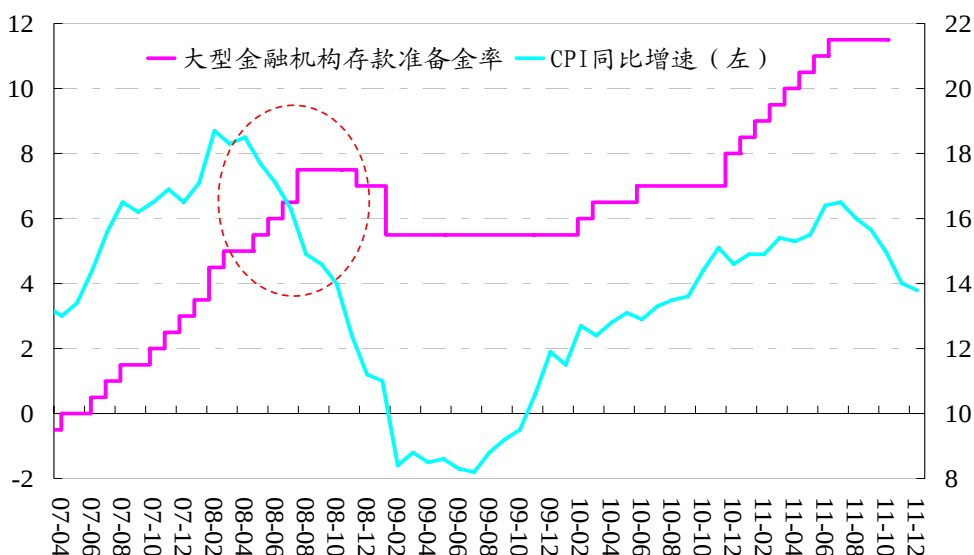
9. 年底或可能下调

如果经济下行超预期，那么通胀必然回落，我们判断年底法定存款准备金率或有下调可能。

首先，从 08 年的政策调控来看，8 月份 CPI 下降至 4.9%，9 月份央行针对中小银行下调了 1 个百分点的存款准备金率。根据我们的预测，10 月份 CPI 可能会降至 5% 以下，11 月份可能会进一步降至 4%，因此，11 月份央行完全有可能下调中小银行的存款准备金率。

图 9 金融机构法定存款准备金率、CPI

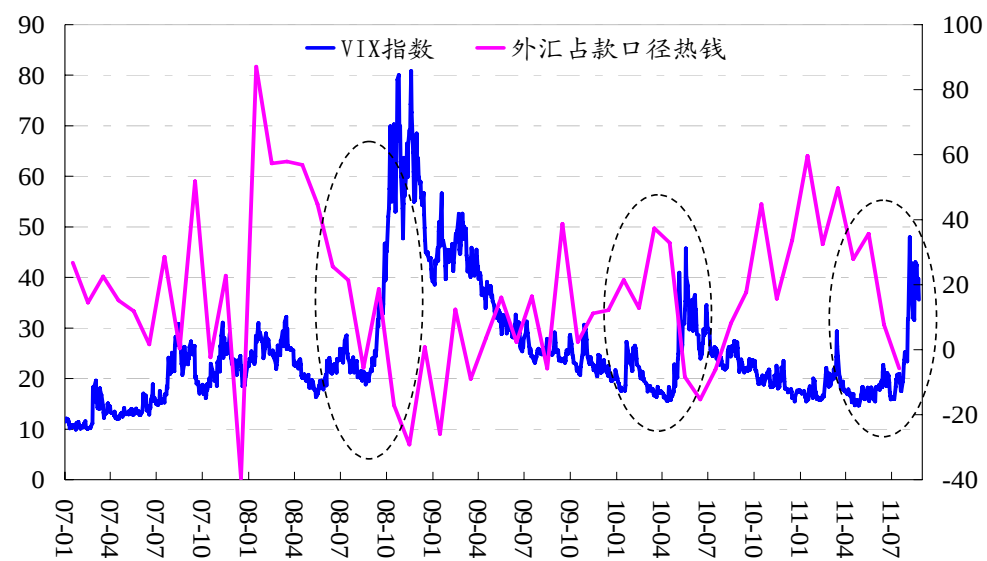
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

其次，最近全球金融市场大幅波动，投资者风险厌恶情绪快速上升，在这种情况下，热钱流入都会大幅下降，甚至流出中国，这也将会对国内的资金市场产生紧缩性冲击。我们判断未来两个月，欧洲债务问题将会使全球投资者持续保持较高的风险厌恶情绪，热钱流出也产生了下调存款准备金率的要求。

图 10 标普 500 波动率指数(VIX)与中国热钱流动 左轴: 1, 右轴: 10 亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, Wind

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，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

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。

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		