

从悲观的谷底爬出

报告日期 2011-08-29

- - 评央行调整存款准备金覆盖范围传闻

报告摘要:

- 近期市场上流传央行计划将商业银行的保证金存款纳入存款准备金缴存范围的传闻，若这一传闻属实，我们有以下几个方面的结论。
- 第一，央行此举从完善社会融资总量调控框架、填补政策在具体操作中的漏洞角度进行理解是顺畅的。
- 第二，问题在于，政策选择的时点和采取的方式使得其具备了总量紧缩效应，这与央行货币政策执行报告所表露的意图有所背离；看起来央行是否以及何时会通过其他方式实现对冲取决于通货膨胀的发展情况。
- 第三，从银行间流动性角度考量，就总量层面上而言，每次偏低的绝对规模和明确的时间进程使得我们可以相对乐观的看待这个事件冲击。
- 第四，在结构层面，本次上调缴存基数对于各银行的影响则十分不均衡，这正是风险所在。从商业银行资产负债表出发，我们认为中期的情况要比短期乐观。
- 这是因为在中期，相对有粘性吸收存款方式可以起到作用，此外通胀回落的实现和央行一定的对冲操作使得易变现资产所面临的压力减轻。而在短期，虽然拆借手段可以补充流动性缺口，但由于部分保证金占比高的银行所面对的流动性缺口大于准备金率上调，易变现资产的抛压不可避免。
- 第五，鉴于短期上现券资产面临调整，我们建议前期已经在低价参与的机构可等候市场回暖；而此前踏空行情、困扰于前期点位不佳的投资者则可以伺机入场。

景晓达
010-66581622
执业证书编号

万玮
010-66581626
执业证书编号

高级固定收益分析师
jingxd@essence.com.cn
S1450511020027

助理固定收益分析师
wanwei@essence.com.cn
S1450511020013

报告联系人

瞿灿

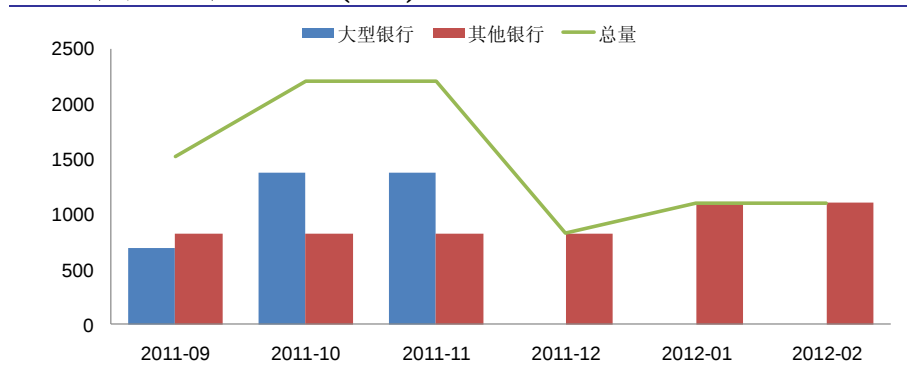
010-66581747
qucan@essence.com.cn

1. 事件和背景：保证金存款纳入缴存基数

2011年8月26日，传闻央行向商业银行下发将保证金存款纳入准备金缴存范围的通知，自9月5日起分别按照大型银行和中小型企业银行对应的进度表，对保证金存款存量进行准备金的分批补缴。其中，大型银行9月5日至10月4日先缴纳保证金存款准备金的20%，10月5日至11月4日继续补缴准备金的40%，11月5日以后将余额补齐。中小银行的进度略慢，按照15%、15%、15%、15%、20%、20%的速度分6个月上缴。

保证金存款就定义上而言，指金融机构向客户提供信用工具、资金融通和承担第三方担保责任业务时，要求客户存入的、用于资金保证的存款。目前纳入央行要求补缴准备金的保证金存款范畴包括承兑汇票、信用证和保函三个部分。根据央行公布的2011年7月信贷收支表测算，金融机构人民币保证金存款余额约为4.4万亿，其中大型银行保证金存款占其中的1.6万亿，剩余2.8万亿来自于中小型企业银行和其他存款型金融机构。按照大型银行和中小型企业银行存款准备金率为21.5%和19.5%测算，则大型银行在未来三个月内应补缴准备金3455.68亿元，中小型企业银行及其他存款型机构在未来6个月一共应补缴5526.73亿元。

图 1：未来补缴准备金路径(亿元)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2. 央行的动机

央行此举从完善社会融资总量调控框架、填补政策在具体操作中的漏洞角度进行理解是顺畅的。

但问题在于，政策选择的时点和采取的方式使得其具备了总量紧缩效应，这与央行货币政策执行报告所表露的意图有所背离；看起来央行是否以及何时会通过其他方式实现对冲取决于通货膨胀的发展情况。

2.1. 中期致力于完善社会融资总量的调控框架

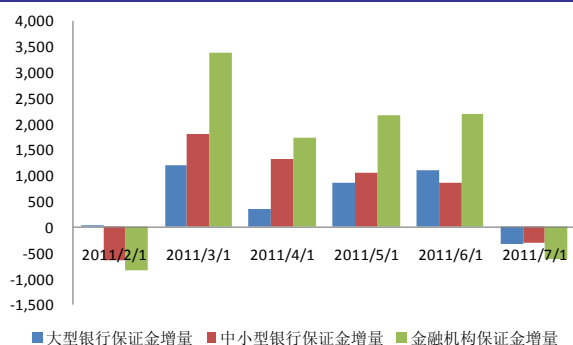
在贷存比考核压力日益增大的背景下，商业银行为了达到吸储的目的（尤其是中小型企业银行），往往通过鼓励企业开展承兑汇票的方式获得保证金存款。

商业银行这样做的优势在于：一方面，这部分存款可以作为贷存比考核的基数，并且由于没有相应的在资产方产生信贷资产，因此有助于改善贷存比指标应对考核；另一方面，这部分存款无需像一般存款一样缴纳准备金，资金的机会成本降低。

事实上，年初以来，保证金存款表现出很强的季节模式，即季度最后一个月的新增量明显扩大。这就与上述的利用这个科目应对贷存比考核的功能相关。

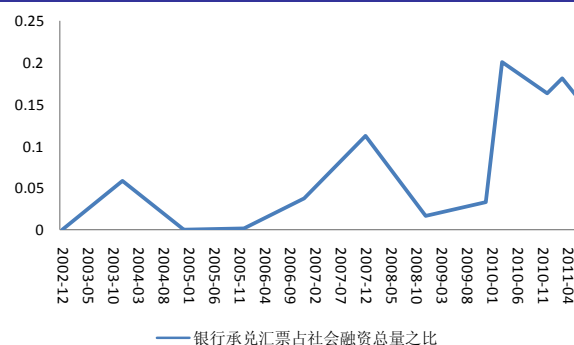
此外，实体经济在资金利率上升的背景下倾向于增加对这种带有杠杆性质融资工具的需求。这样，在企业和商业银行双方受惠的背景下，承兑汇票的规模膨胀得很快，2011年上半年增加1.33万亿，占同期社会融资总量17.1%。

图 2：商业银行利用保证金存款形式吸储



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 3：银行承兑汇票增长较快



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

这样的背景导致了尽管承兑汇票已被纳入到社会融资总量的范畴内进行跟踪，但是近两年表外融资渠道的迅速扩张，以及商业银行通过保证金存款账目规避准备金，依旧给央行的监管行为带来了困难。我们认为，将保证金存款纳入到准备金缴纳的存款基数中体现了央行延伸其监管触角，力图将银行系统表外融资表内化的意图。这样的举动就中期而言是合乎情理的。

2.2. 短期反映了央行通胀调控思路的延续

那么，这样一个基于中期考虑的政策为何选择在这样的时点出台，以及为何采取准备金这种数量型的工具来实现？我们倾向的解读是，除却中期的理由，央行的这一举动还表明其仍在延续此轮通胀爆发以来的紧缩型的调控思路。

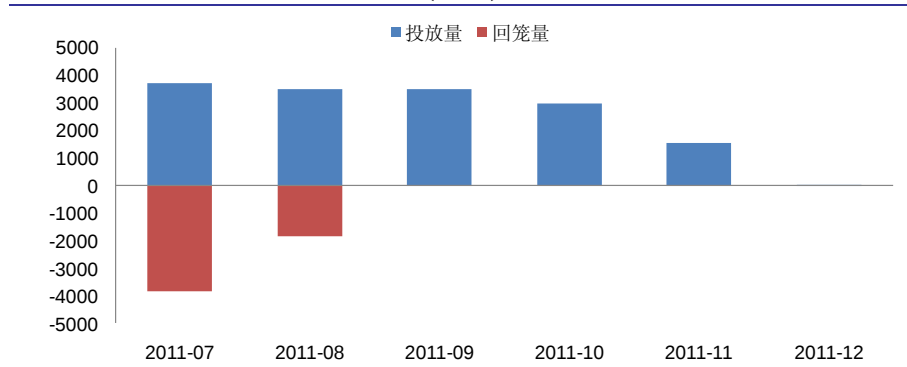
尽管这显然与央行在二季度货币政策执行报告中所展露的意图有所背离，使得很难在事前将其预判出来；但我们也不认同央行会在短期内通过下调存款准备金率以对冲补缴准备金带来的负面效果这一判断。

央行采取分批收缴保证金存款准备金的方案设计，可能的考虑是在维持适度紧缩的基调下，兼顾市场流动性的耐受性。这一保证金存款补缴准备金的方案，较之准备金率上调，力度略微温和，符合市场流动性依旧偏紧的现状；相较公开市场净回笼，又可以更为有效地达到强制冻结资金的效果。因而，将央行这样的政策取向解读为适度偏紧的政策延续，我们认为是较为合理的。

基于这样的政策解读，我们的结论是央行将会保留流动性对冲工具的应用以观察通货膨胀的走势；这意味着在通胀切实形成回落趋势之前，银行间市场将需要承受这次调控所形成的冲击。

不过作为一种预判，我们希望重申的是通货膨胀在未来进入一个二到三个季度的有效回落趋势依旧是概率偏大的事件，央行在这样的时点上延续紧缩的政策很可能又一次落后于宏观经济的周期的政策超调。

而本次央行放弃相机决策的权力，排出未来 6 个月的流动性冻结计划，从方法的选择上并不算明智，它很可能意味着央行需要在某个时点转向利用其它手段向市场注入流动性。这种手段可能是公开市场操作到期（但目前来看四季度到期量偏少，见下图），可能是定向流动性支持等等。

图 4：四季度公开市场到期量偏少(亿元)


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

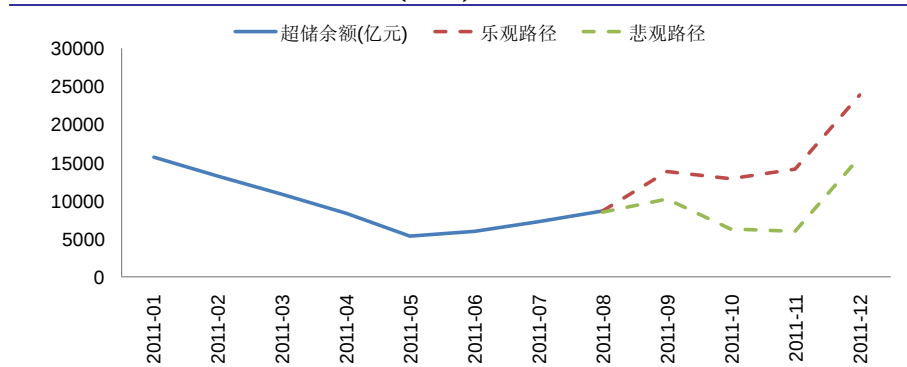
3. 对市场影响的推测

3.1. 总量层面存在乐观的理由

将保证金存款纳入缴存范畴对于银行体系的流动性的影响到底如何？我们将分别从总量和结构两个层次分析这一问题。

首先，就总量层面上而言，每次偏低的绝对规模和明确的时间进程使得我们可以相对乐观的看待这个事件冲击。

如果用商业银行的超额准备金代表它们的流动性状况的话，我们可以将这个影响叠加到此前在中期策略报告中所作出的超储余额路径上进行观察。下图给出了到今年年底超储水平的上下限。其中乐观路径和悲观路径的差异在于，乐观路径假设 9 月起至年底公开市场全部到期，悲观假设公开市场净投放量为零。基于前文中对短期政策意图的解读，我们认为在近期内真实的情况应该较为接近悲观假设的情形。

图 5：超储余额变化路径上下限(亿元)


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

从图中可以看出，一方面，短期内资金紧张的局面还将持续，此前预期的三季度末流动性大幅改善将不得不向后延迟；但另一方面，我们必须注意到，就总量层面而言，本次缴存基数扩大的影响并不十分严重，即便是在悲观假设下超储余额的最低点也高于今年6月时的情形，表明本次历时6个月的流动性回笼对于银行体系整体压力可控。

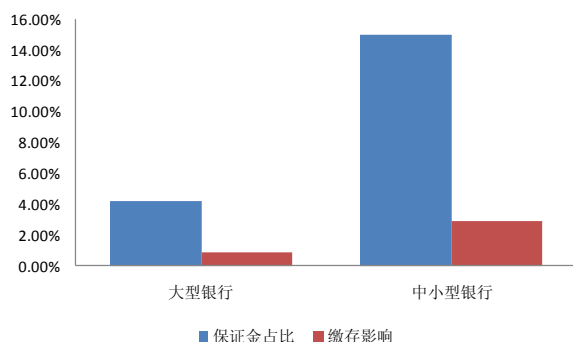
3.2. 结构层面隐含着不可忽视的风险，明晰的时间表可能有助缓解

在结构层面，本次上调缴存基数对于各银行的影响则十分不均衡，这正是结构层面上的风险所在。

我们做一个相对粗略的估算，根据大型银行和中小型银行的缴存准备金存款和对应的法定准备金率倒推它们的缴存基数，进而计算大型银行和中小型银行的保证金存款占缴存基数的占比。可以发现，大型银行和中小银行的保证金存款占其缴存基数的比例

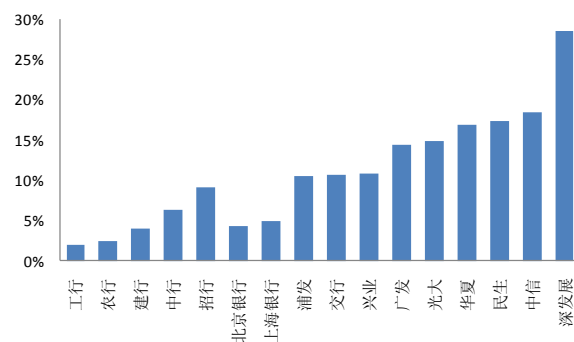
分别为 4.2% 和 15.1%。这也意味着同样扩大缴存范围，对于大型银行和中小型银行的影响在程度上有很大差异，大约分别相当于上调 2 次和 6 次准备金率。经过和银行业研究员的沟通，就上市公司二季报公布的情况来看，也同样具有这样的规律：中小型银行的保证金存款规模占比更大，受本次补缴准备金政策的影响也更大。

图 6：中小型银行保证金业务发展更快



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 7：上市银行保证金存款占比情况一览



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

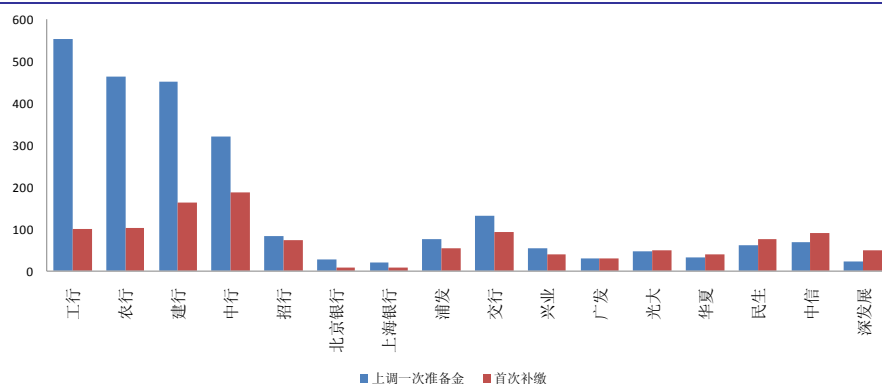
那么，存在于中小型银行间的准备金上缴压力会以怎样的形式对市场产生影响？从商业银行的资产负债表出发，它的应对方法无外乎有两大类：一是膨胀负债，也就是吸收存款；另一个是资产之间替代，将其他资产转换为准备金资产。

在短期内，第一类方法具有粘性，无法满足及时性；那么，中小型银行只能选择第二类。

第二类中，对存量资产完全中性的方式来自于央行通过对冲手段对流动性进行补偿，但鉴于前文的分析我们认为在短期的时间跨度上，这个可能性偏小。接下来，银行的手段可能有两种：其一，在货币市场上从流动性相对充裕的机构处融资；其二，抛售其持有的流动性较好的现券资产。

我们认为，对于大多数缴存压力偏大的中小机构而言，拆借的手段是可行的。事实上，在年初以来的历次准备金上调中，我们都可以看到用拆借手段弥补流动性缺口的案例。但同时，在此次冲击中商业银行对第二种手段的依赖可能要偏强。原因在于，我们对比了 0.5 个百分点准备金率普调和 9 月份第一次补缴准备金率这两种情形。发现对于保证金存款占比比较高的银行，9 月份补缴所形成的流动性缺口有可能更大；因此意味着它们依赖抛售流动性好的资产的程度在上升。

图 8：0.5 个百分点准备金普调和 9 月份第一次补缴之间的对比



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

如果将时间拉长，站在中期的跨度上讨论问题，我们认为保证金补缴准备金所形成的影响将会逐渐淡化。原因在于，首先，商业银行可以通过增加存款来改善它所面对的流动性缺口，也就是上文所说的第一类方法；其次，通胀回落导致紧缩政策的矫正，央行在此背景下可能采取一定的流动性对冲措施，这补充了商业银行资产方的流动性

资产，从而降低了对其他易变现资产的冲击。我们倾向性地认为，意识到这一点的机构将不会提前采取过激的手段，为了解决中期的流动性问题而提前收缩资产负债表。

基于这样的判断，我们认为短期内该保证金存款缴存政策对债市影响偏负面，若配合悲观的市场情绪，可能造成现券超跌，但低位并不会持续。故此，建议前期已经在低价参与的机构等候市场回暖，而此前踏空行情、困扰于前期点位不佳的投资者则可以伺机入场。

分析师简介

景晓达，固定收益分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，2008年4月加入安信证券研究中心。

分析师声明

景晓达、万玮分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034