

意外降准或是市场和外部意愿渗透下的被动应对

——2月18日降准点评

宏观报告

发布时间：2012年02月19日

投资要点:

- 核心观点: 央行意外降准的触发因素是当前市场资金再度紧张, 但我们判断央行此次降准或许是市场变化和外部意愿渗透双重作用下的被动应对。若此, 那么再次降准不代表货币步入放松, 仍是微调格局, 降准的幅度和节奏仍不确定。只能谨慎乐观判断市场流动性不会太紧张, 资金利率再次飙升之日或许是再次降准之时, 但流动性也不会太宽裕。
- 2月15日以来市场资金再度紧张, Shibor 1月内的各期利率在3天内大幅飙升, 幅度都超过1%。而为了满足市场需要, 央行只能是被动降准。
- 市场资金相对紧张可能来自供需两方面改变: (1) 热钱回流不及预期, 货币供给端改善不明显; (2) 信贷需求增加, 2月份或维持较高水平, 而这背后可能有两个因素, 一是对地方融资平台贷款的展期, 二是节后实体经济活跃度提升。
- 除了市场变化导致央行被动降准外, 我们认为降准的力量可能来自于央行外意愿的渗透, 理由是: (1) 15日的货币政策执行报告中未体现对增长的过度担忧, 反而对通胀的隐忧多笔墨描述, 央行对货币政策仍偏谨慎; (2) 两周内公开市场净回笼资金530亿未体现有放松意图; (3) 农产品价格维持高位, 通胀形势不支持现在降准。
- 因此, 除了提及的市场变化外, 降准力量更可能来源于央行外的意志, 体现了政府稳经济的要求, 另一方力量可能来自于全球量宽预期下被动释放流动性以抑制人民币过快升值, 减少对出口冲击的意愿。
- 如果央行降准是我们判断的被动性应对, 那么意味着两点: (1) 再次降准不表明货币政策步入放松; (2) 人民币升值幅度可能有限, 此可能抑制热钱回流。但此次降准仍给了我们相对乐观的预期: 第一, 监管层稳经济的意愿加强, 调控政策的总基调适度放松; 第二, 市场流动性不会太紧张。
- 再次降准也坚定我们前期提出的2月份迎M2真实拐点, 3、4月份迎M1拐点的判断。但总体维持货币政策谨慎、难以大幅放松的判断。政策着力点仍在于消费政策和产业政策。

分析师: 王国兵
执业证书编号: S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nesc.cn
地址: 上海市源深路305号4楼
邮编: 200135

主要事件:

中国人民银行决定,从2012年2月24日起,下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:

1、市场资金再度紧张是降准的触发因素

本次降准的触发因素是当前市场资金的再度紧张,从2月15日起,Shibor1月内的各期利率3天内大幅飙升幅度超过1%,其中隔夜利率和2周的利率分别提高了1.4883和1.4575个百分点。而为了满足市场需要,央行只能是被动降准。

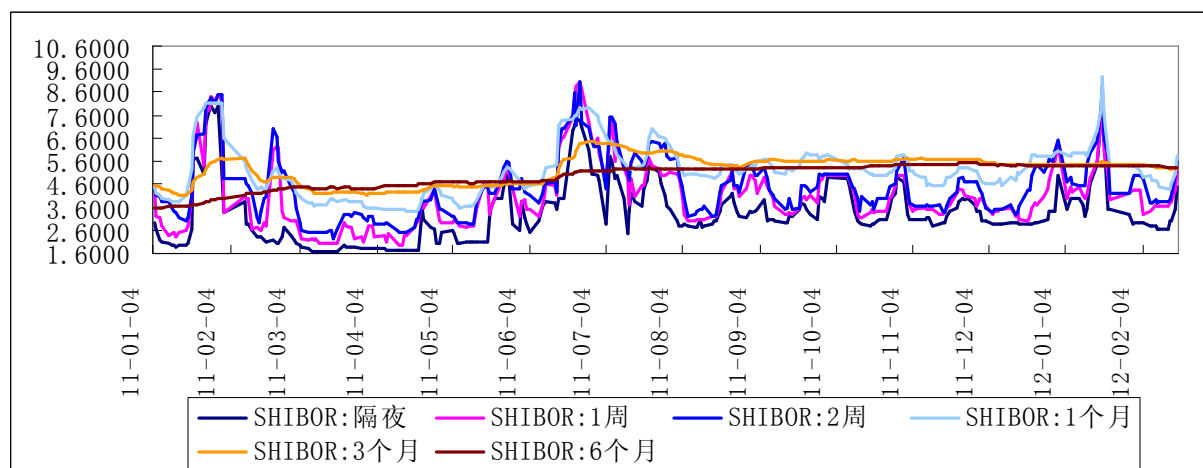
而市场资金相对紧张可能来自供需两方面改变:(1)热钱流出或超出预期,货币供给端改善不明显;(2)信贷需求增加,2月份或维持较高水平,而这背后可能有两个因素,一是对地方融资平台展期,二是节后实体经济活跃度提升。

图1:美元呈再度走强之势,而人民币升值幅度不大抑制热钱回落规模



资料来源: wind, 东北证券

图2: Shibor1月内的各期利率自15日大幅飙升,市场资金再度趋紧



资料来源: wind, 东北证券

2、通胀隐忧未解，降准或来自于央行外的意愿渗透

除了市场变化导致央行被动降准外，我们认为降准的力量可能来自于央行外意愿的渗透，理由是：

(1) 15 日的货币政策执行报告中未体现对增长的过度担忧，反而对通胀的担忧多笔墨描述，央行对货币政策仍是谨慎；

(2) 两周内公开市场共净回笼资金 530 亿未体现有放松意图；

(3) 农产品价格维持高位，通胀隐忧未解。

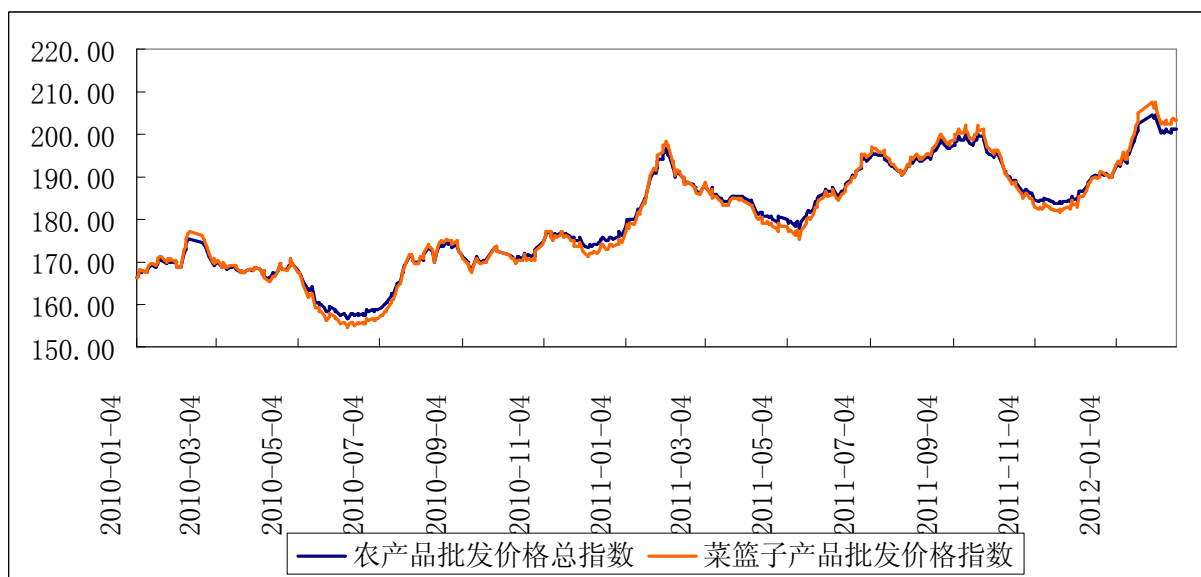
如果央行降准是我们判断的被动性应对，那么意味着两点：(1) 再次降准不表明货币政策步入放松；(2) 人民币升值幅度可能有限，此可能抑制热钱回流预期。

表 1：春节后央行在公开市场操作情况 (单位：亿元)

	公开市场操作：货币净投放	公开市场操作：货币投放	公开市场操作：货币回笼
2012-02-03	-3,510.00	10.00	3,520.00
2012-02-10	-440.00	20.00	460.00
2012-02-17	-90.00	70.00	160.00

资料来源：wind，东北证券

图 3：春节后农产品价格始终维持在高位，当前通胀情况不支持当前降准



资料来源：wind，东北证券

3、意外降准缓解流动性的紧张局面，也给了市场相对乐观的预期

根据当前银行存款高达 80 万亿的规模，降准 0.5 个百分点，将向市场提供近 4000 亿的流动性，这将改变资金偏紧的格局，流动性将再次改善。

而此次降准仍给了市场相对乐观的预期：第一，监管层稳经济的意愿加强，调控政策的总基调适度放松；第二，市场流动性不会太紧张，流动性的持续改善也可以延续。资金利率再次飙升之日或许是再次降准之时。

再次降准也坚定我们前期提出的 2 月份迎 M2 真实拐点，3、4 月份迎 M1 拐点的判断。但总体维持货币政策谨慎、难以大幅放松的判断。政策着力点仍在于消费政策和产业政策。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。