

短评

2012 年 2 月 20 日

通胀回落确认，政策主动调整

——央行下调存款准备金率点评

相关报告

《通胀增长双重担忧，相机抉择更加主动——2011 年第四季度货币政策执行报告短评》
2012 年 2 月 17 日

《底在哪里，路在何方？——2012 年经济、美元和货币政策的基本判断》
2012 年 2 月 17 日

《进出口增速继续回落——2012 年 1 月进出口数据短评》
2012 年 2 月 13 日

《货币和信贷大幅度低于预期——2012 年 1 月份金融数据分析》
2012 年 2 月 13 日

《外汇占款大幅降低，“热钱”加速流出——2011 年 12 月外汇占款数据短评》
2012 年 1 月 16 日

《不仅仅是 0.5 个百分点的下调而是货币政策总体放松的信号——央行下调存款准备金率点评》
2011 年 12 月 2 日

《热钱持续流出，准备金率仍需下调——2011 年 11 月外汇占款数据分析和展望》
2011 年 11 月 21 日

证券分析师
李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持
徐有俊
xuyj@swsresearch.com
张承启
zhangcq@swsresearch.com

联系人
陈果
(8621)23297336
qiankn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

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。

评论：

- 此前的报告中，我们判断今年下调存款准备金率 4 次。此次下调符合我们所认为的：只有通过降准才能有效支持实体经济的看法（参见《底在哪里，路在何方？——2012 年经济、美元和货币政策的基本判断》，2012 年 2 月 17 日；《不仅仅是 0.5 个百分点的下调，而是货币政策总体放松的信号——央行下调存款准备金率点评》，2011 年 12 月 2 日）。但是，现在央行政策推出的时机更加令人难以琢磨，体现出更主动、更强调预调微调的相机抉择特征。
- 春节前，央行没有降准而是选择巨额逆回购提供短期流动性；春节后，央行又连续做了四次正回购。距离最近一次正回购仅仅两天，在市场都认为短期难以降准的时候，央行突然决定降低 0.5 个百分点。
- 1 月底人民币存款余额 80.1 万亿，由此计算此次降准释放约 4000 亿流动性。相比 1 月份新增贷款 7381 亿、社会融资规模仅新增 9559 亿，可算是雪中送炭，但这依旧属于被动放松的范畴，我们对于此次降准刺激经济的效果持谨慎乐观的态度。
- 近期央行货币政策的微妙心理，在最近出台的《2011 年货币政策执行报告》中已可窥见端倪——春节后，通胀反弹的确成为央行的心病，为此才提出“持续的政策跟进”，但是增长给央行的压力也同样巨大，“存在经济增长下行压力”，用以支撑“经济内生增长动力依然较强”的论据只剩下了“季调后主要经济指标环比增速略有回升”。现在 2 月已经过半，导致春节通胀反弹的食品价格开始下降，本月 CPI 回落几成定局。同时 1 月份融资总量、市场流动性等数据却很乐观，由此，央行将目光对准“经济平稳较快发展”就水到渠成了。
- 未来央行政策走向何方？虽然很难预测具体某天出台何种政策，我们却可以对政策特点和未来趋势做出判断。
- 从政策特点来看，今年央行政策主动性增强，充分体现“预调”特点。此次降准就出台在 2 月最终通胀数据尚未出来之际。未来如果出现通胀暂时性反弹迹象，也不能排除央行采用其它手段提前收紧流动性。此外，针对市场流动性的微调性手段也会不断使用，即使矫枉过正之后再亡羊补牢也很可能。综合来看，今年将更主动地预调微调，只要通胀或者经济出现变化的苗头，即使还没有最终数据的确认，微调措施就可能出台；而若趋势一旦确认，全面性调整政策可能就已箭在弦上了。

- 从未来趋势来看，欧美经济复苏情况决定的外围环境不容乐观，增大我国外贸压力，预计上半年贸易顺差会收窄，造成新增外汇占款面临趋势性下降情形。因此，未来央行仍有必要下调准备金率以满足市场流动需求。我们维持此前的判断，认为年内还会有 3 次降准，主要时间点在三季度之前。

我们在去年 12 月份外汇占款数据短评和去年 12 月末央行下调存款准备金率的点评中明确表示，今年会下调存款准备金率 4 次。

在 2 月 17 日货币执行报告短评中，我们提出央行当前态度变得“骑墙”，对通胀和增长是双重关注，政策相机抉择程度上升，主动性在增强，只要通胀回落趋势得到确认，那么增长就成为政策的主要目标。

原来期待中的春节降准被央行用逆回购手段替代，此次降准姗姗来迟。

表 1：2010 年来央行调整 RRR 的幅度和时间

时间	调整前	调整后	调整幅度
			(单位：百分点)
2012 年 2 月 24 日	(大型金融机构) 21.00%	20.5%	-0.5
	(中小金融机构) 19.00%	18.5%	-0.5
2011 年 12 月 5 日	(大型金融机构) 21.50%	21.00%	-0.5
	(中小金融机构) 19.50%	19.00%	-0.5
2011 年 6 月 20 日	(大型金融机构) 21.00%	21.50%	0.5
	(中小金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
2011 年 5 月 18 日	(大型金融机构) 20.50%	21.00%	0.5
	(中小金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
2011 年 4 月 21 日	(大型金融机构) 20.00%	20.50%	0.5
	(中小金融机构) 18.00%	18.50%	0.5
2011 年 3 月 25 日	(大型金融机构) 19.50%	20.00%	0.5
	(中小金融机构) 17.50%	18.00%	0.5
2011 年 2 月 24 日	(大型金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
	(中小金融机构) 17.00%	17.50%	0.5
2011 年 1 月 20 日	(大型金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
	(中小金融机构) 16.50%	17.00%	0.5
2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构) 18.00%	18.50%	0.5
	(中小金融机构) 16.00%	16.50%	0.5
2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构) 17.50%	18.00%	0.5
	(中小金融机构) 15.50%	16.00%	0.5
2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构) 17.00%	17.50%	0.5
	(中小金融机构) 15.00%	15.50%	0.5
2010 年 5 月 10 日	(大型金融机构) 16.50%	17.00%	0.5
	(中小金融机构) 14.50%	15.00%	0.5
2010 年 2 月 25 日	(大型金融机构) 16.00%	16.50%	0.5
	(中小金融机构) 14.00%	14.50%	0.5
2010 年 1 月 18 日	(大型金融机构) 15.50%	16.00%	0.5
	(中小金融机构) 13.50%	14.00%	0.5

资料来源：中国人民银行，申万研究

表 2：央票、回购到期金额（单位：亿元）

时间	央票到期金额	逆回购到期	正回购到期
2011-5	1990	0	3420
2011-6	2560	0	3450
2011-7	2320	0	1400
2011-8	1960	0	1560
2011-9	2290	0	2520
2011-10	1880	0	2990
2011-11	1130	0	2120
2011-12	150	0	650
2012-1	110	1690	1150
2012-2	120	1830	0
2012-3	1720	0	720
2012-4	1830	0	0

资料来源：CEIC，申万研究

2 月份逆回购到期数额较高，央票到期较少，流动性压力比较大。

表 3：截止 2012 年 2 月 18 日央行正回购操作规模（单位：亿元）

时间	7 天	14 天	21 天	28 天	84 天	91 天	182 天
2010-1	0	0	0	2750	0	1180	0
2010-2	0	0	0	0	0	300	0
2010-3	0	0	0	2080	0	2620	0
2010-4	0	0	0	2700	0	2820	0
2010-5	0	0	0	0	0	300	0
2010-6	0	0	0	0	0	100	0
2010-7	0	0	0	0	0	1050	0
2010-8	0	0	0	0	0	1700	0
2010-9	0	0	0	0	0	680	0
2010-10	0	0	0	0	0	2560	0
2010-11	0	0	0	0	0	400	0
2010-12	0	0	0	50	0	0	0
2011-1	200	600	0	0	0	80	200
2011-2	0	0	0	200	0	400	0
2011-3	0	0	0	4050	0	2620	0
2011-4	0	0	0	2690	0	400	0
2011-5	0	0	0	1160	0	100	0
2011-6	0	0	0	1000	0	100	0
2011-7	0	0	0	1460	0	1100	0
2011-8	0	0	0	1120	0	420	0
2011-9	1300	0	0	790	0	100	1300
2011-10	1650	0	0	1150	0	300	1650
2011-11	0	0	0	550	0	0	0