

短评

2012 年 5 月 14 日

形势所迫 不得不发

——央行下调存款准备金率点评

相关报告

《进出口低于预期，政策加码迫在眉睫——2012 年 4 月进出口数据短评》

2012 年 5 月 11 日

《物价担忧趋缓，加大稳增长政策力度——2012 年第一季度货币政策执行报告短评》

2012 年 5 月 11 日

《总需求回落 关注更积极的政策——2012 年 4 月份主要经济数据预测及政策分析》

2012 年 4 月 26 日

《号角已吹响 可以更积极——对当前宏观形势的基本看法》

2012 年 4 月 16 日

《从减法到加法——2012 年春季宏观报告》

2012 年 3 月 28 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

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297336

zhongjin@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 5 月 18 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。2 月 18 日，央行宣布今年第一次降准；时隔三个月，5 月 12 日，央行再次宣布降准。此次降准，就长期逻辑而言，符合我们所坚持的只有降准才能有效支持实体经济的观点，短期而言，也印证了我们在周五《进出口低于预期，政策加码迫在眉睫》报告中所提示的，经济数据大面积低于预期，放松政策将迅速出台的逻辑。
- 市场降准的预期已经有一段时间了，而央行选择现在作为降准时点，主要基于流动性偏紧和经济回落超预期两个方面的考虑。
- 从流动性角度来看：第一，降准目的是弥补自 5 月份后公开市场到期量减少的影响，而自今年年初以来，央票就暂时停止了发行，因此有必要通过降准和回购操作的政策组合维持未来一段时间内流动性平稳宽松地增长。第二，季初财政存款上缴，也给流动性带来较大的压力，4 月份财政存款增加 4343 亿元，抽走的流动性已经很接近一次降准释放的流动性规模；第三 4 月贷款再次低于预期，人民币存款也大幅下降 4656 亿元，显示出实体经济资金需求不振，通过降准抵消存款下降影响，提升贷款规模，促进实体经济增长。
- 从实体经济角度看，此次降准选择进出口、工业增加值等经济数据出台之后，充分体现出当前经济下滑的严峻形势已经引起决策层很大的忧虑。规模以上工业增加值同比增速 9.3%，比 3 月份回落 2.6 个百分点，由工业增加值与 GDP 简单比例关系计算，4 月份 GDP 增速已然破 8；4 月份出口同比增长 4.9%，大幅低于预期，外需持续下滑对国内经济的影响也必然加深。
- 4 月底人民币存款余额 84.2 万亿，由此计算此次降准释放约 4200 亿流动性。相比 4 月份新增贷款 6818 亿、社会融资规模仅新增 9596 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。
- 未来一段时间内，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，预计贸易顺差将会继续收窄，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，认为此次降准后，年内还会有 2 次降准，主要时间点将在下半年。在价格政策方面，由于 2 月份以来 CPI 一直维持在 3.2 到 3.6 的区间，正利率不显著，因此我们认为降息的时点需要等待 CPI 下降，正利率扩大的时机。

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。

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)
	(大型金融机构) 20.50%	20.00%	-0.5
2012 年 5 月 18 日	(中小金融机构) 18.50%	18.00%	-0.5
	(大型金融机构) 21.00%	20.50%	-0.5
2012 年 2 月 24 日	(中小金融机构) 19.00%	18.50%	-0.5
	(大型金融机构) 21.50%	21.00%	-0.5
2011 年 12 月 5 日	(中小金融机构) 19.50%	19.00%	-0.5
	(大型金融机构) 21.00%	21.50%	0.5
2011 年 6 月 20 日	(中小金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
	(大型金融机构) 20.50%	21.00%	0.5
2011 年 5 月 18 日	(中小金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
	(大型金融机构) 20.00%	20.50%	0.5
2011 年 4 月 21 日	(中小金融机构) 18.00%	18.50%	0.5
	(大型金融机构) 19.50%	20.00%	0.5
2011 年 3 月 25 日	(中小金融机构) 17.50%	18.00%	0.5
	(大型金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
2011 年 2 月 24 日	(中小金融机构) 17.00%	17.50%	0.5
	(大型金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
2011 年 1 月 20 日	(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
	(大型金融机构) 16.50%	17.00%	0.5
2010 年 5 月 10 日	(中小金融机构) 14.50%	15.00%	0.5
	(大型金融机构) 16.00%	16.50%	0.5
2010 年 2 月 25 日	(中小金融机构) 14.00%	14.50%	0.5
	(大型金融机构) 15.50%	16.00%	0.5
2010 年 1 月 18 日	(中小金融机构) 13.50%	14.00%	0.5

资料来源: CEIC, 申万研究

表 2、未来几个月，央票、回购到期释放的流动性有限

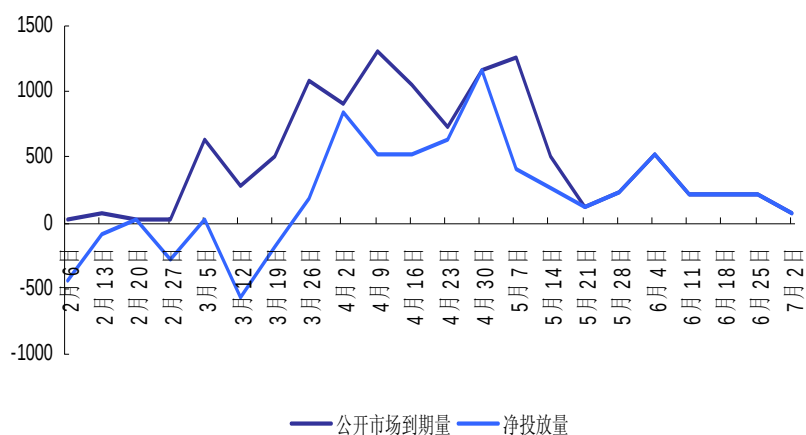
现金流发生日期	票据到期	正回购到期	逆回购
2012-02-20 - 2012-02-26	20		
2012-02-27 - 2012-03-04	20		
2012-03-05 - 2012-03-11	70	560	
2012-03-12 - 2012-03-18	130	160	

2012-03-19 - 2012-03-25	510	
2012-03-26 - 2012-04-01	990	100
2012-04-02 - 2012-04-08	600	300
2012-04-09 - 2012-04-15	650	660
2012-04-16 - 2012-04-22	550	500
2012-04-23 - 2012-04-29	30	700
2012-04-30 - 2012-05-06	520	650
2012-05-07 - 2012-05-13	300	720 240
2012-05-14 - 2012-05-20	70	430
2012-05-21 - 2012-05-27	30	90
2012-05-28 - 2012-06-03	30	200
2012-06-04 - 2012-06-10	20	500
2012-06-11 - 2012-06-17	10	200
2012-06-18 - 2012-06-24	10	200
2012-06-25 - 2012-07-01	20	200
2012-07-02 - 2012-07-08	20	50

资料来源：CEIC、申万研究

图 1：未来几个月，央票、回购到期释放的流动性有限

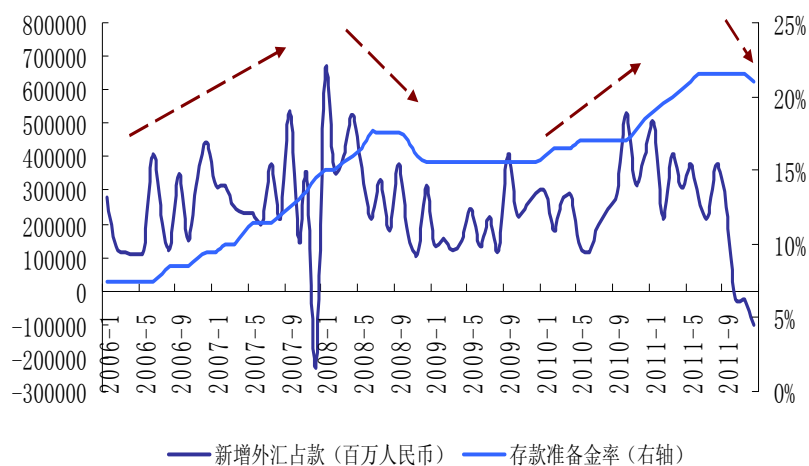
降准目的是弥补自 5 月份后公开市场到期量减少的影响，而今年自年初以来央票就暂时停止了发行，因此有必要通过降准和回购操作的政策组合维持未来一段时间内流动性平稳宽松地增长。



资料来源：CEIC、申万研究

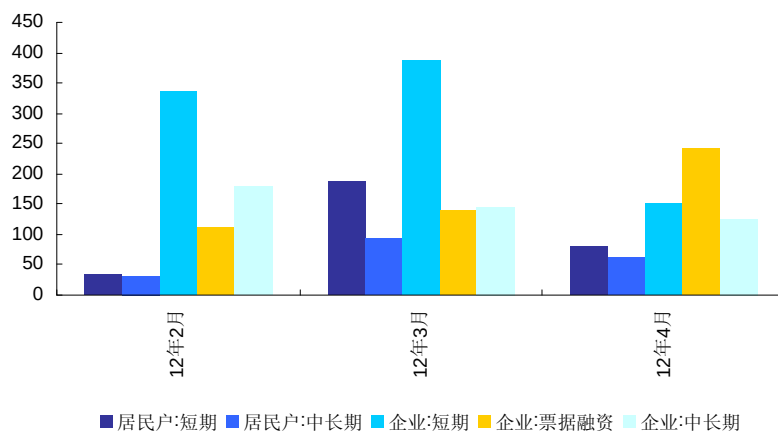
我国准备金率政策是被动政策，主要受到外汇占款的影响。

图 2：新增外汇占款与存款准备金率密切相关



资料来源：CEIC，申万研究

图 3：最近几个月，贷款中主要是短期贷款和票据融资



资料来源：CEIC，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。