

银行 II

推荐 (维持)

分析师 吴畏
02138565945
wuwei@xyzq.com.cn
S019051020004

证券研究报告

存款研究之三

—基础货币和存款准备金

☆

推荐 (维持)

2011 年 3 月 7 日

投资要点

事件:

自 2010 年 1 月以来, 人民银行已经连续 8 次提高存款准备金率使得大型银行以及中小型银行 (不考虑 11 月曾经实施的差别存款准备金率) 的存款准备金率已经上升到 19.5% 和 17.5% 的历史高位。未来存款准备金率还有多大的上调空间成为市场上莫衷一是的议题。本文试图从中央银行学理论出发, 为广大投资者梳理基础货币投放和货币乘数相关的基础知识, 尝试为一些似是而非的市场观点提供更为学究的思考, 希望能够在这你方唱罢我登场的铁槛寺里抛出一个馒头。

点评:

● 关于“由于存贷比的上限是 75%, 所以存款准备金率最高也只有 25%”

持有这种观点的投资者可能对我们货币当局为什么使用存款准备金率的最终意图没有理解的十分全面, 货币当局之所以持续地上调存款准备金率, 其核心动因就是因为基础货币的持续投放压力在 2010 年以来就一直有缓解过。在比较静态场景分析下, 如果货币当局确定了一定的货币供应量增长目标, 那么基础货币的超预期被动投放就需要货币乘数的超预期主动下降来担当, 于是乎不断的加提存款准备金率就成为了货币当局落实稳健的货币政策理念的不二选择。

之所以选择存款准备金率的调整, 一是因为其运用机制较为清晰, 沟通链条也相对较短 (加息则面临了与多个婆婆的协调与权衡); 二是因为其信号传递效应更加明显, 能够达到一定的“预期管理”的目的, 虽然发行央票也能实现一定的收缩流动性的目的, 但是, 一是发行央票的政策意图传播没有存款准备金率这样迅速而广泛, 而且相应的付息成本也比存款准备金高出 1 个百分点左右, 多出了 300 亿元的利息支出。而二者在中央银行运行机理上是完全一致的, 也并不存在央行票据更加缓和和精准的一般认识。(我们在《存款研究之企业活期存款》中对“领导”, “监控”的思考也贯穿于这一货币政策的实施之中)。

所以, 在外汇占款持续超预期的背景下, 存款准备金率的上升瓶颈并不一定会停止于 25% 的红线, 举一个极端的例子, 如果某月的外汇占款超预期达到 2 万亿元, 为了实现年初某一既定的货币供应量增长目标, 则存款准备金率大幅提高 3 个百分点的货币行为也是完全可以理解的。当然, 可以超过 25% 并不意味着一定超过它, 存款准备金率高低的决定性因素是由基础货币预期的或超预期的实现以及货币当局既定的或因时而变的货币供应量目标共同决定的。

表 1 历年存款准备金率调整所对应的基础货币投放

	国家外汇 储备	外汇储备 增速	新增基础 货币	央票净发 行	需要准备 金对冲	M2 增 速	存款准备金率变动
2010	28,473.38	18.68%	29,669.89	-3,525.00	33,194.89	19.70	5 次提高, 提高 3 个百分点
2009	23,991.52	23.28%	30,902.92	-5,820.00	36,722.92	27.70	
2008	19,460.30	27.34%	28,534.45	11,634.00	16,900.45	17.80	5 次提高, 3 次下调, 提高 1 个百分点
2007	15,282.49	43.32%	33,719.07	4,468.30	29,250.77	16.70	10 次, 5.5 个百分点
2006	10,663.44	30.22%	19,327.56	10,040.70	9,286.86	16.90	3 次, 1.5 个百分点
2005	8,188.72	34.26%	16,861.46	10,499.90	6,361.56	17.60	
2004	6,099.32	51.25%	17,092.52	5,853.90	11,238.62	14.60	1 次, 0.5 个百分点
2003	4,032.51	40.80%	9,663.00	3,888.20	5,774.80	19.60	1 次, 1 个百分点

数据来源: wind, CEIC, 兴业证券研究所

● 关于“信贷增长是基础货币投放的重要来源，信贷投放决定了流动性的松紧情况”

这种说法颠倒了信贷和基础货币的关系，真实的驱动机制应该是基础货币投放的推进，使得商业银行可贷资金增加，从而拉动了贷款的投放。而贷款在“三个办法一个指引”实施之前确实对存款具有积极的派生作用，存款的增加提高了存款准备金的数额，从而进一步增加了基础货币的投放。所以说，从导因上看，基础货币的投放决定了信贷的增长而信贷的增长又反作用于基础货币的投放。

关于基础货币的构成，我们可以使用两种方法推出，一种是直接法，即按照基础货币的定义，分为流通中的现金和银行向央行缴纳的存款准备金，其核心意义在于这两类负债是不需兑付的，比如流动中的现金是不会有向中央银行要求偿付的，因为偿付的对价仍然是现金，而作为中央银行资金来源的财政存款、国际负债来说是需要实时或到期偿付的，这就是中央银行需兑付负债，其产生的根由是基础货币经货币乘数扩展后的存款形式。二是间接法，这种方法从中央银行资产负债表出发，用资产端的科目减去负债端和权益端的科目后，轧差出作为不需兑付的资金来源——基础货币。其构成即为对政府债权净额，对商业银行债权净额，国际债权净额和其他净额共四大部分，其中国际债权净额主要就是从外汇占款来体现；而对商业银行债权净额则主要由央行票据发行净额、公开市场业务操作净额以及存款准备金缴纳净额来体现；在 1995 年《商业银行法》发布之前，我国央行对政府债权净额，也即财政透支曾经是重要的基础货币来源，但是随着相关法律对这一基础货币投放形式的禁止，这一基础货币投放渠道也就丧失了相应的功能。

正如我们一系列报告中所强调的，在货币供应量确定的背景下，能够引起存款准备金率调整的直接原因并不是贷款增长超预期而是外汇占款抑或是到期的央行公开市场净额方向。那些静态考虑存款准备金的研究可能忽视了外部经济的重要影响。

● 关于“货币乘数会因为存款准备金率的提高而急速下降，流动性在高存款准备金率下很难改善”

这种观点忽略了货币乘数复杂的构成，存款准备金率的上升确实会对货币乘数产生负面的影响，但是仅仅因为存款准备金率的上升就认为货币乘数会相应下降也未必符合科学的精神。我们可以通过观察 2003 年以来的数据得到一个初步的认识：

表 2 历年货币乘数的情况

	流通中 现金	存款总额	居民持 现比例	基础货币	活期存款	活期存 款货币 乘数	广义货 币供应 量	M2 乘 数	存款 准备 金率
Dec-2010	4,463	71,824	6.21%	185,000	346,882	1.88	71,824	3.88	18.5%
Sep-2010	4,185	70,102	5.97%	161,000	321,196	2.00	70,102	4.35	17.0%
Jun-2010	3,890	67,410	5.77%	154,000	314,711	2.04	67,410	4.38	17.0%
Mar-2010	3,908	63,809	6.12%	150,000	299,399	2.00	63,809	4.25	16.5%
Dec-2009	3,825	59,774	6.40%	147,000	282,297	1.92	59,774	4.07	15.5%
Sep-2009	3,679	58,399	6.30%	133,000	259,928	1.95	58,399	4.39	15.5%
Jun-2009	3,364	56,629	5.94%	124,000	249,111	2.01	56,629	4.57	15.5%
Mar-2009	3,375	52,262	6.46%	124,000	229,679	1.85	52,262	4.21	15.5%
Dec-2008	3,422	46,620	7.34%	129,000	210,583	1.63	46,620	3.61	15.5%
Sep-2008	3,172	45,494	6.97%	117,000	197,807	1.69	45,494	3.89	17.5%
Jun-2008	3,018	43,899	6.88%	115,000	196,280	1.71	43,899	3.82	17.5%
Mar-2008	3,043	41,569	7.32%	104,000	191,061	1.84	41,569	4.00	15.5%
Dec-2007	3,038	38,937	7.80%	102,000	189,785	1.86	38,937	3.82	14.5%
Sep-2007	2,903	38,298	7.58%	88,000	178,025	2.02	38,298	4.35	12.5%
Jun-2007	2,688	36,937	7.28%	83,000	172,781	2.08	36,937	4.45	11.5%
Mar-2007	2,739	35,425	7.73%	77,000	164,292	2.13	35,425	4.60	10.0%
Dec-2006	2,707	33,546	8.07%	78,000	157,538	2.02	33,546	4.30	9.0%
Sep-2006	2,569	32,778	7.84%	66,000	146,315	2.22	32,778	4.97	8.5%
Jun-2006	2,347	31,846	7.37%	63,000	142,638	2.26	31,846	5.05	7.5%
Mar-2006	2,347	30,553	7.68%	63,000	135,387	2.15	30,553	4.85	7.5%
Dec-2005	2,403	28,716	8.37%	64,000	132,031	2.06	28,716	4.49	7.5%
Sep-2005	2,227	27,988	7.96%	61,000	124,852	2.05	27,988	4.59	7.5%
Jun-2005	2,085	26,914	7.75%	57,000	122,620	2.15	26,914	4.72	7.5%
Mar-2005	2,124	25,557	8.31%	58,000	117,588	2.03	25,557	4.41	7.5%
Dec-2004	2,147	24,142	8.89%	59,000	115,918	1.96	24,142	4.09	7.5%
Sep-2004	2,052	23,503	8.73%	53,200	110,595	2.08	23,503	4.42	7.5%
Jun-2004	1,902	22,967	8.28%	51,300	109,227	2.13	22,967	4.48	7.5%
Mar-2004	1,930	22,056	8.75%	50,500	104,819	2.08	22,056	4.37	7.0%
Dec-2003	1,975	20,806	9.49%	52,300	99,492	1.90	20,806	3.98	7.0%
Sep-2003	1,831	20,287	9.02%	46,000	94,442	2.05	20,287	4.41	7.0%
Jun-2003	1,696	19,431	8.73%	43,000	90,962	2.12	19,431	4.52	6.0%
Mar-2003	1,711	18,230	9.38%	43,900	85,008	1.94	18,230	4.15	6.0%

从表 2 中，我们可以看出存款准备金率的大幅提升并没有相应地使得货币乘数大规模降低，在货币乘数的确定中，居民的持现比例，企业资金的周转速度以及存款准备金率共同决定了货币乘数的大小。

- 特别值得一提的是，我们曾经在 2011 年年度策略中实证了银行股超额收益的区间在 3—7 月这一区间，而上表的货币乘数中，我们也获得了这样的数据支撑，也即 3、4 月份一般是全年货币乘数最大的时间段，其背后的经济原理在于企业开工的启动，会使得沉淀为不活跃存款的货币形式更多地参与到实体经济之中，从而提高了货币的活化程度，带动了货币乘数的上行，使得整个流动性到能够得到缓解，从而支持相对市值较大的银行股的板块行情。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,具备证券投资咨询业务资格。本所报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

