

银行业

评级：看好（谨慎）

银行业研究员：谢爱红
执业证书编：S0070209080037
010-88086830-709
xieah@rxzq.com.cn
Msn: xahmail@163.com

准备金调整常态化 本次主要为对冲热钱流入 --2011 年第四次上调准备金率点评

事件：

央行 4 月 17 日晚公布：中国人民银行决定，从 2011 年 4 月 21 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

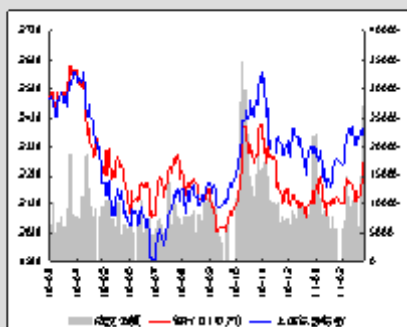
点评：

1、第四次上调准备金，频率略显密集

央行本次上调存款准备金率，距离上次 3 月 25 日准备金上调日（年内第三次上调存款准备金日）接近 1 个月，且本次上调存款准备金略超我们预期。此前我们在《“准备金上调符合预期 对冲到期央票是主因”-2011 年第三次上调准备金率点评》中指出“在 4-6 月份，央行应该至少还会上调存款准备金 1 次，时点主要根据央票到期量的累积情况，物价指数”以及疑似热钱的流入情况而定。按照目前准备金率调整的密度以及频率，我们之前的预测略显乐观，将预期修正为：4-6 月份央行法定准备金率的调整次数为 2-3 次（包含本次调整），那么在上半年剩余的 2 个月份应该还会上调 1-2 次，时间窗口为每个月的下旬，主要参考依据为未到期央票量下降额与疑似热钱流入总量。

从 2011 年初以来央行已经连续 4 次上调法定存款准备金率，从频率来看，基本上属于每月上调 1 次。事实上，自 2010 年 11 月份以来央行在短短 6 个月内连续上调了 7 次法定准备金率，累计上调幅度 3.5%。从存款准备金连续调整的诱发因素来看，主要为以下三个方面，其一，对冲到期央票带来的流动性压力；其二，对冲热钱流入带来的流动性压力；其三，抑制银行信贷投放冲动，调控信贷投放量。其本后的根本原因，仍然物价上涨过快，通胀压力较大。

银行业与上证指数走势对比图



近期相关报告一览：

《信贷增量低于预期 资金面形势不乐观》--2011 年 2 月金融统计报告点评 3.15

《再论银行的短线机遇与长线价值》-银行业深度报告 2011 年 3 月 6 日

《流动性持续回收 准备金率仍会持续上调》-央行 2011 年第二次上调存款准备金率点评 2011.2.20

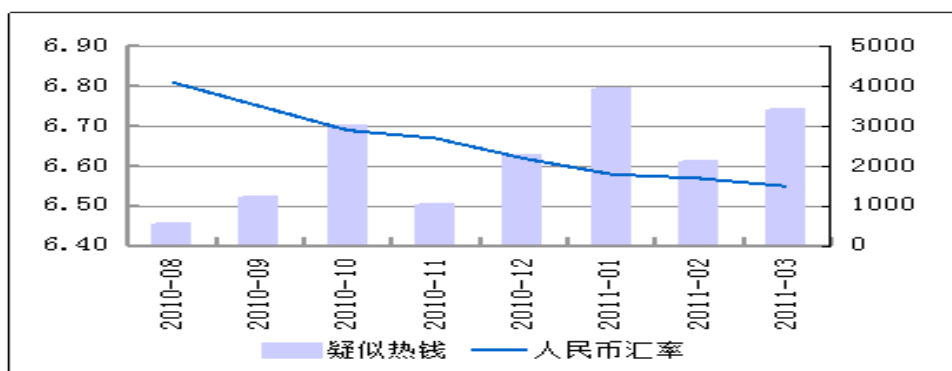
《带着回忆摒除怀疑向前冲-银行估值修复与年报行情大幕揭开》-深度报告 2011.1.13

2、本次主要为对冲 3 月份大量流入的热钱

通过我们疑似热钱流入情况、到期央票量、信贷投放数据进行统计发现，本次上调存款准备金率与前一次对冲集中到期央票不同，主因为对冲 3 月份热钱流入带来的流动性压力。事实上，3 月份新增外汇占款 4079 亿元，而三月份贸易顺差仅为 1.39 亿美元，折合人民币 9.08 亿元，而外商直接投资（FDI）为 500-600 亿元，那么 3 月份疑似热钱流入约 3400-3500 亿元。而本次上存款类准备金 0.5%，将冻结流动性 3842 亿元，规模与疑似热钱流入量基本相当。

自 2010 年 8 月份以来，由于人民币兑美元汇率摆脱 6.8:1 一线近 2 年的平台整理，一路攀升至目前的 6.53:1，在短短 8 个月内升值幅度约 4%。在人民币仍将进一步升值的大背景下，疑似热钱自 2010 年 9 月份以来月均流入量超过 2400 亿元。热钱的不断涌入，进一步推助了国内的通胀压力，这样也成为了央行运用准备金资金池，持续回收流动性的主要原因之一。

图表 1：人民币汇率（兑美元）与疑似热钱月流入（单位：亿元）



数据来源：日信研究 wind

此外，刚刚公布的一季度以及三月份，居民消费价格指数(CPI)双双上攀至 5.0% 上方，成为存款准备金上调的另一诱因。数据显示，一季度 CPI 为 5.0%，3 月份为 5.4%，显然已经大大高出了中国政府的预期目标 4%，在 CPI 持续高企的压力下，运用数量工具回收流动性，控制物价上行压力变得十分紧迫。而在热钱流入压力加大的情况下，数量工具避免了利率向汇率的传导效应，较利率工具更具有可操作性。我们预计，央行对于法定准备金的调升，正如官方所言，“原则上没有上线”，调整时点将视疑似热钱的流入状况、央票到期情况、新增信贷规模以及物价指数而定。

3、存款准备金率上调已经常态化，央行称原则上无上限

自 2010 年 11 月份以来，法定准备金率作为央行回笼货币的主要手段之一，已经变身成为一种常态的调整工具。在 2010 年 11 月至 2011 年 4 月份期间，央行共计调升了 7 次法定准备金率，其中 11 月份 2 次，其余月份每月调升 1 次。2010 年 11 月份频繁上调的愿意有两个：其一，2010 年 10 月份 CPI

同比上升 4.4%，超越市场预期，且通胀压力有进一步攀升的势头（11 月份 CPI 上升至 5.1%），回收流动性变得十分迫切；其二，2010 年 10 月份新增贷款规模为 5877 亿元，超于市场预期，使得全年 7.5 万亿的信贷总量计划面临挑战。在其余 5 次调升准备金的原因中，3 月份主要为对冲到期央票到期带来的压力，本次主要为对冲疑似热钱带来的流动性压力，其余 3 次调升原因几乎一样，均为对冲到期央票、热钱流入带来的流动性压力，二者只有孰轻孰重的差别。

图表 2：到期央票量、疑似热钱流入与 CPI（单位：亿元人民币）

	存款准备金调整次数	疑似热钱	CPI	未到期央票下降数额
2010-08	0.00	560.83	3.50	190
2010-09	0.00	1203.70	3.60	1990
2010-10	0.00	2986.19	4.40	1745
2010-11	2.00	1043.35	5.10	370
2010-12	1.00	2251.54	4.60	920
2011-01	1.00	3934.40	4.90	1550
2011-02	1.00	2114.22	4.90	3710
2011-03	1.00	3400.00	5.40	4280
2011-04	1.00	3000E	5.00E	10

数据来源：日信研究 国家统计局 人民银行

注释：4 月份数据 CPI 与疑似热钱为估算值。由于外汇占款、贸易数据以及外商直接投资额是 4 月份公告 3 月份数据，所以 4 月份的政策解读为对前一月份热钱流入量的反应。

通过统计，我们发现存款准备金率的上调已经成为一种常态，在 CPI 持续高企的大背景下，一旦月内未到期央票量与疑似流入热钱量总和超过 4000 亿元，那么存款准备金率的上调将成为必然。此外，这一点，从近期央行官员的公开市场讲话中得到了验证。央行行长周小川在 16 日结束的博鳌亚洲论坛组织的记者见面会上表示，“国际上流动性非常充裕，如果收紧的利率政策用得太多或者太猛，可能会导致较多的热钱、资本流入……存款准备金率提高到何种水平，取决于多个条件。条件发生变化，存款准备金率调整的力度和空间也会变化。根据国际经验，也没有明确的尺度，中国的存款准备金率不存在绝对的上限。”

4、流动性持续回收，信贷投放受到抑制

2011 年初以来的 4 次存款准备金率上调，基本上是每个月一次，分别是：1 月 14 日、2 月 24 日、3 月 25 日，4 月 21 日。目前工、农、中、建、交五大行法定存款准备金率已经调升至 20.5%，而中小银行的法定存款准备金率也已经达到了 18.5%。

图表 3: 截止 2011 年 4 月 21 日 16 家上市银行存款准备金率情况

	法定准备金
工行	20.5%
建行	20.5%
中行	20.5%
农行	20.5%
交行	20.5%
招商	18.5%
中信	18.5%
民生	18.5%
兴业	18.5%
浦发	18.5%
光大	18.5%
华夏	18.5%
深发展	18.5%
北京	18.5%
南京	18.5%
宁波	18.5%

数据来源: wind 日信研究

长期来看,央行仍将进一步调升存款准备金率。那么整个银行系统的信用创造能力将被持续削弱,流动性回收的效果也将逐渐显现出来。银行系统的资金面依然紧张,在缴款日前后或将重现。根据我们的调研,也发现在法定存款准备金缴款日前后,城商行与四大行基本上处于净拆出的情况,而多数中小股份制银行处于净拆入的情况。法定存款准备金的上调,对于中小股份制银行短期资金面影响比较大。

总体来看,本次上调存款准备金率对于市场来讲基本符合预期,主要为对冲热钱流入带来的流动性压力,短期对市场影响相对中性。对于银行业而言,本次调升存款准备金基本符合预期,影响短期相对中性,长期来看,随着存款准备金的持续高企,银行的信用创造能力将会进一步下降,流动性也将进一步趋紧,应该作为偏负面的因素解读。事实上,经过年报行情以及季报行情的催化,年初至今银行板块累计涨幅已经达到 17.21%,接近我们预计的反弹上限 20% (**此前,我们在多份报告中指出,一季度银行的估值修复行情,可能带来 15%-20% 的绝对收益**)。我们认为,目前银行板块基本上属于利好兑现的情况,4 月下旬伴随着季报的集中披露,短期应该还会有上冲的动能,建议逢高适度减配,等待市场回档之后,在二季度末可逐渐布局半年报行情。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。