

应对通胀压力，超宽松货币政策退出机制启动

——央行上调准备金率点评

2010年1月12日

主要观点：

- 新年伊始，本次紧急上调准备率标志着央行“通胀预期管理”正式启动阶段，同时标志着超宽松货币政策退出机制启动向稳健货币政策回归。
- 本次央行上调准备率主要基于两点“超预期”：（1）09年12月CPI超预期，未来中国经济的通胀压力远比管理层之前的预计要严重；（2）10年1月的第一周的银行银行6000亿元的信贷量超预期，过多的信贷投资必然造成更大得通胀压力。
- 政策博弈导致央行实施信贷控制提前布局。本次央行提高准备金率主要针对银行超额信贷极其后果（流动性泛滥和通胀压力）而实施的抑制金融机构放贷行为政策。金融监管部门若对商业银行行为监管不提前布控，1月份的超额信贷预期预计1.5万亿，这一方面是年初银行的商业行为因素；另一方面，则是体现了紧缩预期倒逼的结果。
- 中国央行的本次准备金率上调，是央行逆周期审慎宏观政策搭配工具之一。自上周以来，央行已经对体现货币政策意图的央票利率进行上调4个基点；本周又通过公开市场操作进行了巨量资金回笼。这一系列政策操作，其实表明央行开始启动超宽松货币政策退出机制，对经济体系的过多流动性进行回收，进行货币政策收紧。
- 当然，中国金融市场没有必要对金融危机的超宽松货币“谈退变色”，更重要的实施预期管理。美国Fed和财政部网站主页自09年四季度开始开辟“Exit Strategy”（退出战略）专栏消化投资者预期。

金融与产业研究所
宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: changsen@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

1月12日央行决定从本月18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。在新年伊始，本次紧急上调准备率其实向市场传递了诸多重要信号：

1、“超预期”上调银行存款准备率背后的“超预期”原因

本次央行上调银行存款准备率（RRR）超出了众多机构和市场的预期，在央行“超预期”的提高银行准备金率的行动背后，其实存在两种“超预期，其实是基于两点“超预期”原因：

（1）09年12月CPI超预期，未来中国经济的通胀压力远比管理层之前的预计要严重。在物价问题上，我们的观点不同于国内多数权威机构而对2010年的中国通胀高度担忧，即“通胀派”。强烈认为，央行实施积极的通胀预期管理应对09年超宽松货币政策负面效应。

（2）10年1月的第一周的银行银行6000亿元的信贷量超预期，过多的信贷投资必然造成更大得通胀压力。2010年，实施通胀预期管理的重点将对信贷、投资政策和货币供应等一系列政策框架将面临结构性调整。针对本轮通胀预期的形成在很大程度上是由于超额货币供应和超额信贷投放“双超额”所形成，实施通胀预期意味着政府管理部门将对2010年信贷规模的管控。

2、政策博弈导致央行实施信贷控制提前布局

本次央行提高准备金率主要针对银行超额信贷极其后果（流动性泛滥和通胀压力）而实施的抑制金融机构放贷行为政策。金融监管部门若对商业银行行为监管不提前布控，1月份的超额信贷预期预计1.5万亿，这主要有两方面一方面年初银行的商业行为因素，即“早放贷早受益”；另一方面，则是体现了紧缩预期倒逼的结果，商业银行已经普遍预期下半年宏观政策相对较紧，因而在年初在“宽松货币政策”的背景下抓紧放贷。

针对以上两种因素，央行实施信贷控制提前布局就成为金融机构和监管部门的政策博弈结果。其实，自2009年下半年以来，央行、银监会与商业银行之间一直存在政策博弈，最典型的在商业银行资本金管理约束下（如对次级债的资本金计入调整等），商业银行则利用表外业务的金融创新，通过信贷理财产品而逃避资本监管约束，而实施“资本监管套利”（RCA）行为。而本次央行提前布局，则是对商业银行预期的超额信贷发放进行监管。

3、准备金率调整释放信贷紧缩信号，标志超宽松货币政策退出机制启动

标志着央行“通胀预期管理”正式启动阶段，同时标志着超宽松货币政策退出机制启动，即超宽松货币政策向稳健或中性货币政策回归。

中国央行的本次准备金率上调，是央行逆周期审慎宏观政策搭配工具之一。宏观审慎

监管改革，重点是解决金融机构的顺周期行为，目的是防范经济金融体系的系统性风险。金融机构行为与经济周期存在明显的关系，并且其顺周期性会加剧经济周期的波动。金融机构顺周期行为的内生机理，金融机构行为与经济周期的正反馈机制导致金融体系的内在不稳定性。而 2009 年以来，周小川行长多次强调金融监管的审慎监管政策取向，本次银行的调整准备金率（RRR）体现了监管当局的政策调控取向。

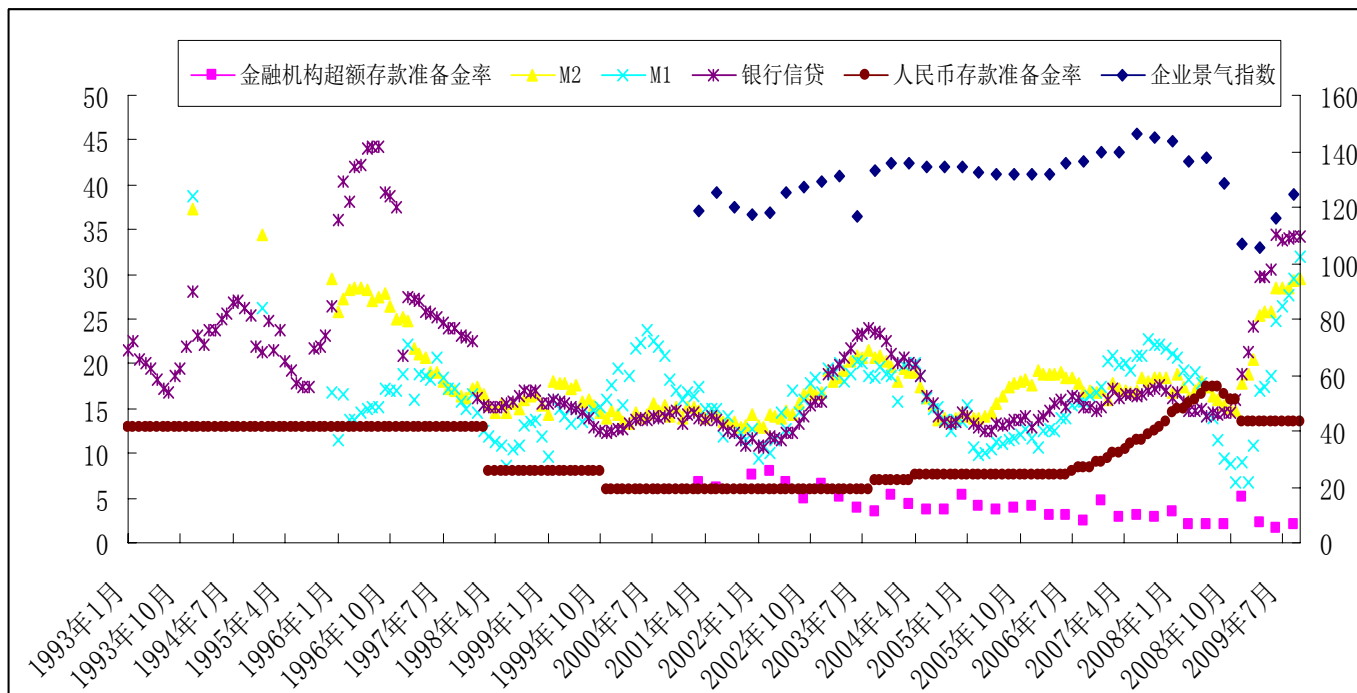


图 1：准备金率调整的逆周期性

本次央行逆周期审慎宏观政策搭配工具，除了准备金率上调以外，自上周以来，央行已经对体现货币政策意图的央票利率进行上调 4 个基点；本周又通过公开市场操作进行了巨量资金回笼。这一系列政策操作，其实表明央行开始启动超宽松货币政策退出机制，对经济体系的过多流动性进行回收，进行货币政策收紧。

当然，中国金融市场没有必要对金融危机的超宽松货币“谈退变色”，更重要的实施预期管理。例如，美国的美联储 Fed 网站（<http://www.federalreserve.gov/>）和财政部网站主页（<http://www.ustreas.gov>）自 09 年四季度开始开辟“Exit Strategy”（退出战略）专栏消化投资者预期。

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。