



央行舞剑，意不在强化收缩流动性

➤ **事件：**据周末媒体报道，中国人民银行近日下发通知，计划将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，将纳入上缴基数的保证金存款包含承兑汇票、信用证、保函三部分。对此，我们作如下分析点评。

➤ **点评：**

首先，我们认为，中国央行此次扩大商业银行存款准备金缴纳口径，意在强化规范管理，防范商业银行表外业务风险，增强央行政策工具的有效性，并非要再次加大收缩流动性力度。理由主要如下：（1）存存缴纳时间和方式隐含充分的弹性空间。中、农、工、建、交及邮储六大银行9月5日起分批上缴，而其他银行自9月15日起分批上缴。9月5日至10月4日，只需要将保证金的20%按比例补交存准，然后10月5日至11月4日按60%的基数补交，11月5日以后才按100%的比例全部计收准备金。对小银行来说，宽限期最长为6个月。（2）货币紧缩调控已经取得显著成效，海外形势动荡需要防范紧缩超调风险。M1、M2以及金融机构存款贷款数据均显示处于2008年以来的历史底部水平，中国PMI持续两个月位于荣枯线，反映中小企业的汇丰PMI已经连续两个月位于50以下。美欧主权债务危机和复苏低迷引发的全球冲击也还有待于观察。（3）央行有足够的政策工具对冲扩大存准缴纳口径带来的流动性收缩影响。央行5月份以来为缓解流动性紧张持续公开市场净投放货币7000多亿元，此外近期央行发行规模的减小，以及市场普遍预期的加息被延迟，都表明央行在紧缩流动性方面更加谨慎。

其次，此次存款准备金上缴基数口径调整对票据市场的影响最大，也可能为未来央行在票据市场进行利率市场改革试点创造条件。承兑汇票、信用证和保函保证金存款纳入上缴基数客观上增加银行此类业务的经营成本，导致票据转贴利率上行，对票据市场带来一定的冲击。但是，这也有利于减少企业利用承兑汇票、信用证或保函进行隐性获取贷款，更加真实地反映市场客观需求，消除套利机制，为利率市场化改革试点创造条件。

最后，对A股市场的影响，我们认为此次政策事件不会对近期流动性持续改善产生逆转的影响，而且随着二三线城市限购范围扩展，加速股市和楼市的资金“跷跷板”效应，维持4季度谨慎乐观的观点，认为后续将有“经济软着陆下背景下的估值修复行情”。建议配置业绩增长稳定，估值安全有保证的行业，具体包括高端消费板块，以及煤炭、银行、钢铁、交运等低估值且今年业绩增长确定的板块，参与有色、农业、军工等高弹性板块的交易性机会。

策略研究组

研究支持：

邓海清

电话：021-51782335

Email: denghaiqing@hysec.com

首席策略分析师

邴彬（S008051101001）

电话：010-88085952

Email: linbin3@hysec.com

相关研

《美欧欲“刮骨疗毒”，新兴市场筑坝防洪》……2011/8/7

《基金季报：仓位略下降，行业配置转换明显》……2011/7/27

《紧缩调控或变频，市场情绪逐渐回暖》……2011/7/17

《如期加息昭示调控未放松》……2011/7/7

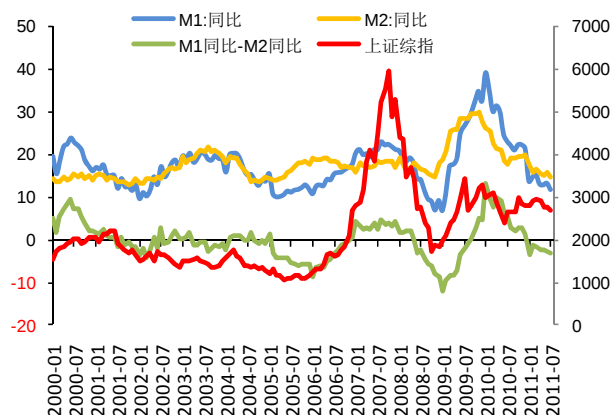
《2011年下半年策略：软着陆下预期下的估值修复》……2011/6/27

《国际板胎动：A股市场如何迎接？》……2011/6/26

《流动性难乐观，市场情绪大反弹尚待时》……2011/5/16

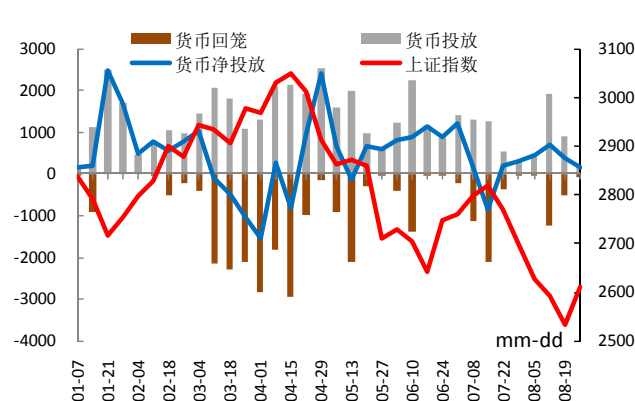
《“调准+税款清缴”加剧市场流动性紧张》……2011/5/15

图 1-1: 货币供应增速已经回落到历史底部水平



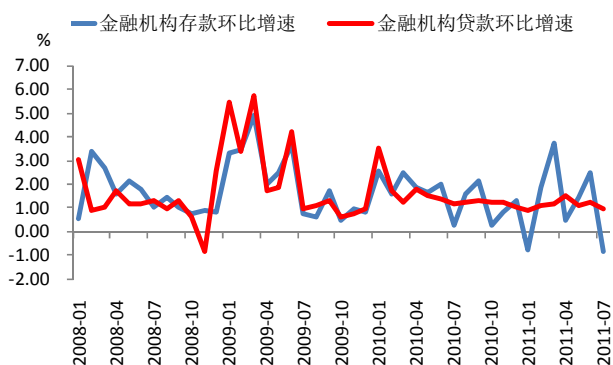
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 1-2: 央行公开市场操作连续 3 个月持续补给流动性



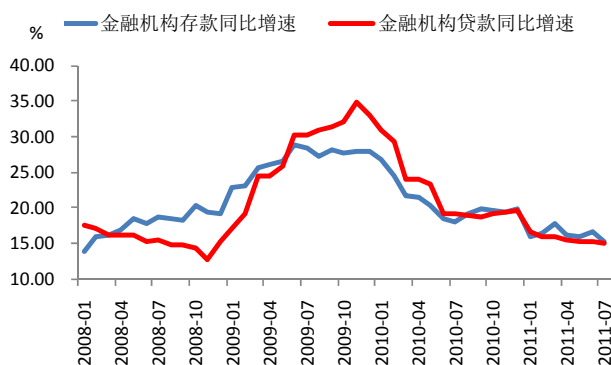
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 1-3: 金融机构存款环比增速创下 08 年来的最大负数



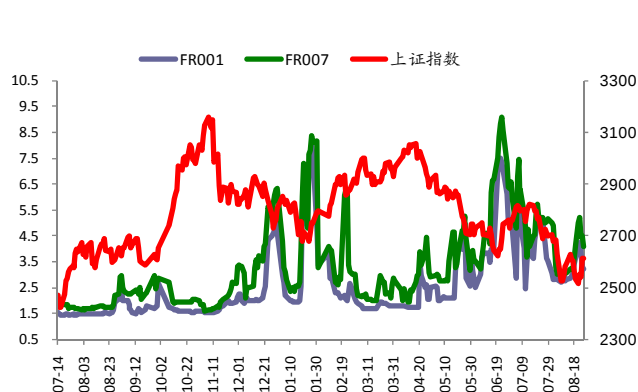
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 1-4: 金融机构存贷款同比增速均处于历史性地位



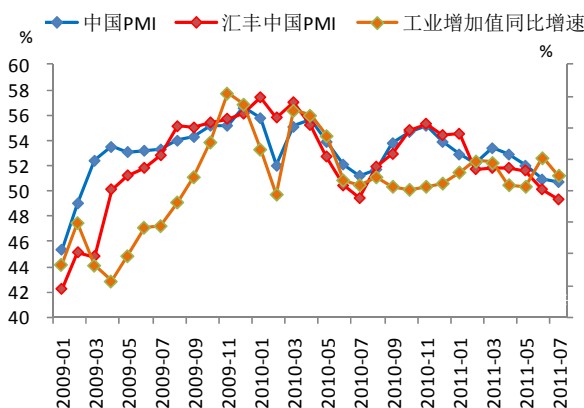
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 1-5: 国内利率水平间接受制美联储长期低利率政策



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 1-6: 实体经济难以承受大力度的紧缩冲击



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

分析师简介:

邴彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

邓海清: 宏源证券研究所投资策略分析师, 复旦大学金融学博士, 曾供职于国金证券研究所, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。