

调控新招对市场影响负面但冲击有限¹

► 核心观点

■ 据媒体报道，中国人民银行已于 8 月 26 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，从 9 月 5 日起实行分批上缴。

■ **扩大法定存款准备金缴存范围原因分析。**央行在提高准备金率的同时，作为计提基数的一般存款余额在变小。一方面，央行货币调控效力减弱，另一方面，在不断上调存款准备金率后，货币乘数变小，制约了商业银行系统派生存款的能力。央行将一般存款外的其他存款逐步纳入缴存存款准备金的基数范围，有利于增强调控效力。

■ **新政相当于提高三次存款准备金率。**商业银行保证金余额为 4.42 万亿，按照目前存款准备金率 21.5% 计提，央行将从市场抽走 9500 亿流动性，相当于提高三次存款准备金率。预计下半年再次提高存款准备金率的可能性变小。

■ **分期缴款减弱市场冲击。**为避免对市场的过度冲击，央行为银行设定了一定的“过渡期”，根据计算，9、10、11 月将分别收走 1700 亿、3000 亿和 1700 亿，相当于下半年提准两次。9、10、11 月公开市场到期资金分别为 3510 亿、2980 亿和 1550 亿元，如果公开市场操作没有回收资金，则可以对冲保证金存款缴纳准备金的影响，当然最终对市场资金面的影响还需要考虑外汇占款。

■ **调控手段仍有创新空间。**在准备金率居历史高位，利率上调受制于国际利差环境，货币政策或进入观察期的背景下，央行出台新调控手段，一方面说明央行控制物价上涨货币因素的决心不变，另一方面也表明央行调控手段可以创新，如果物价仍居高不下，必要时央行还可以将理财产品、金融债、结构性存款等其他负债纳入准备金计提范围。

■ **调控新政市场影响负面但冲击有限。**整体来看，央行调控新政虽对市场产生负面影响，但不会带来太大的冲击。

2011 年 8 月 28 日

宏观分析师

黄琳

010-66290440

kour@gsjq.com.cn

联系人

李雅娜

021-63122950

kour@gsjq.com.cn

相关研究报告

《7 月 CPI 如期创新高 三季度物价形势不容乐观》

《内松外忧下的市场判断--国内货币定向宽松及法国评级下调传闻点评》

《经济兑现放缓预期，政策步入观察周期——7 月宏观数据点评》

《多重调控 汇率担纲》

《日本信用评级遭降 警惕债务风险扩散》

《8 月物价水平或明显回落》

¹报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融硕士，2010 年 7 月加盟东吴证券

据媒体报道，中国人民银行已于8月26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，从9月5日起实行分批上缴。新政相当于提高三次存款准备金率，对市场资金面带来新的压力，但由于加息和提高存准率预期减弱，且央行采用分期缴款及公开市场操作对冲，因此新政对市场有一定冲击但市场下跌空间不会太大。

扩大法定存款准备金缴存范围原因分析。当前央行法定准备金率的计提基础是一般存款余额，而不是各项存款余额。按照之前准备金制度的规定，存款类金融机构吸收的机关团体存款、个人储蓄存款、单位存款及其它存款应作为一般存款余额缴纳准备金，委托代理业务按照委托代理负债项目轧减资产项目后的贷方余额缴纳准备金。而非存款类金融机构的同业存款、保证金存款、银行理财产品、存款类金融机构发行的债券等并未纳入缴纳准备金征收的范畴。在准备金率创历史新高的背景下，商业银行积极寻找出路，降低一般存款的占比，减少存款准备金的上缴，近期理财产品的大幅增长即是应对手段之一。央行在提高准备金率的同时，作为计提基数的一般存款余额在变小。一方面，央行货币调控效力减弱，另一方面，在不断上调存款准备金率后，货币乘数变小，制约了商业银行系统派生存款的能力。央行将一般存款外的其他存款逐步纳入缴纳存款准备金的基数范围，有利于增强调控效力。

调控新招相当于提高三次存款准备金率。目前商业银行保证金余额为4.42万亿，按照21.5%的存款准备金率计提，央行将从市场多收走9500亿流动性，相当于提高三次存款准备金率。下半年，在公开市场到期资金量较少、外汇占款回落及准备金率处于历史高位的情况下，预计再次提高存款准备金率的可能性较小。

分期缴款减弱市场冲击。为避免对市场产生过度冲击，央行为银行设定了一定的“过渡期”，针对大银行，9月5日至10月4日，只需将保证金的20%按比例补交存准，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。针对小银行，宽限期则长达6个月。中资大银行截至7月的保证金存款大约在1.6万亿，其他小银行保证金存款大约在2.82万亿，假设中小银行按6个月期分摊，不考虑保证金存款增量，9、10、11月将分别抽走1700亿、3000亿和1700亿，相当于下半年提准两次。而9、10、11月公开市场到期资金分别为3510亿、2980亿和1550亿元，如果公开市场操作不回收资金，则可以对冲保证金存款缴纳准备金的影响，当然最终对市场资金面的影响还需要考虑外汇占款。

调控手段仍有创新空间。在准备金率居历史高位，利率上调受制于国际利差环境，货币政策或进入观察期的背景下，央行出台新调控手段，一方面说明央行控制物价上涨货币因素的决心不变，另一方面也表明央行调控手段可以创新，如果物价仍居高不下，必要时央行还可以将理财产品、金融债、结构性存款等其他负债纳入准备金计提范围。

调控新招对市场影响负面但冲击有限。首先，央行的新政策冲击了未来几个月的流动性预期，对资金面紧张雪上加霜；第二，新调控手段让市场预期调控的力度和手段可以不断深化和创新，影响市场信心。第三，新调控手段推出，市场也可解读为加息和提高存款准备金率的可能性减小，靴子落地，未来紧缩预期在减弱。第四，央行采用分期缴款或公开市

场操作缓解新招产生的压力。因此，整体来看，央行调控新招虽对市场产生负面影响，但不会带来太大的冲击。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl_huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010年7月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。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, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 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, 需征得东吴证券研究所同意, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数10%以上;

增持: 行业股票指数在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~10%;

中性: 行业股票指数在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 行业股票指数在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数20%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内表现优于沪深300指数5%~20%;

中性: 股票价格在未来6个月内表现介于沪深300指数-5%~+5%之间;

减持: 股票价格在未来6个月内表现弱于沪深300指数5%以上。

东吴证券研究所宏观部
北京市西城区金融大街17号
邮政编码: 100140
传真: (010) 66290653
公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>