

2010. 01. 18

## 存款准备金率上调， 货币政策逐步回归“适度宽松”



## 存款准备金率上调，货币政策逐步回归“适度宽松”

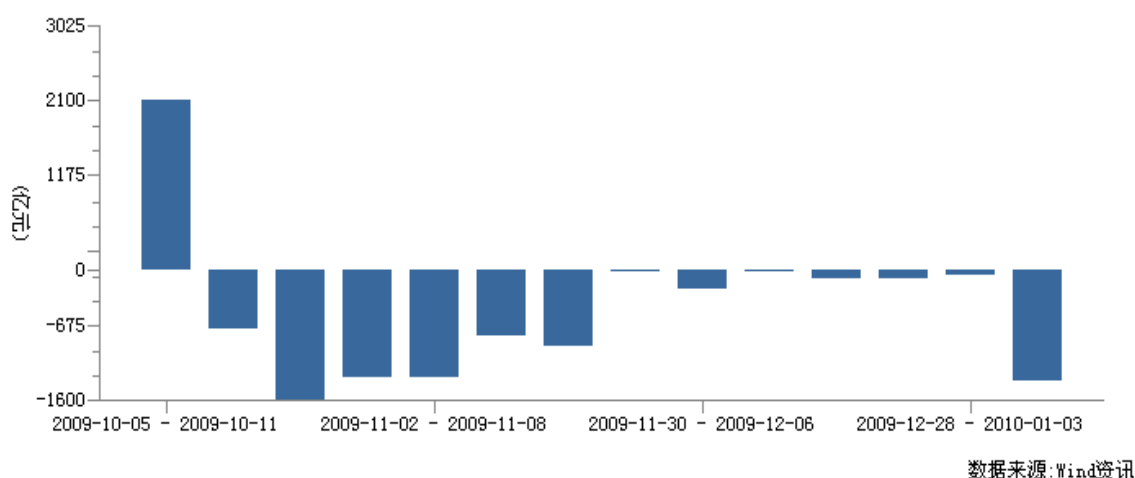
联合资信评估有限公司（“联合资信”）/北京：2010年1月18日联合资信发表评论称，中国人民银行上调金融机构存款准备金率0.5个百分点，是在通货膨胀上升压力下对原有的宽松货币政策的正常修正，预计此举将继续推动债券市场利率水平的上行，未来进一步紧缩性政策的出台节奏仍需视物价走势和外汇占款增长情况而定。

### 事件描述：存款准备金率上调，公开市场货币回笼力度加大

中国人民银行（下称“央行”）决定，从2010年1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。为增强支农资金实力，支持春耕备耕，农村信用社等小型金融机构暂不上调。这是自2008年7月以来，央行首次上调法定存款准备金率。

在此之前，央行自2009年10月份以来已连续13周实现货币净回笼，其中12月份合计回笼资金490亿元，2010年第一周净回笼资金1370亿元。而央行票据发行利率也继续走高，3个月央票利率上升4个BP至1.3684%，1年期央票利率上升8个BP至1.8434%。

图1 2009年10月以来央行公开市场货币投放/回笼情况



### 原因分析：物价上行、信贷高涨、外汇占款增加三项因素导致通胀压力上升

央行以上收缩流动性政策集中于一周之内密集出台，超出市场预期，自确定执行宽松货币政策以来尚属首次。究其原因，主要源于三个方面：

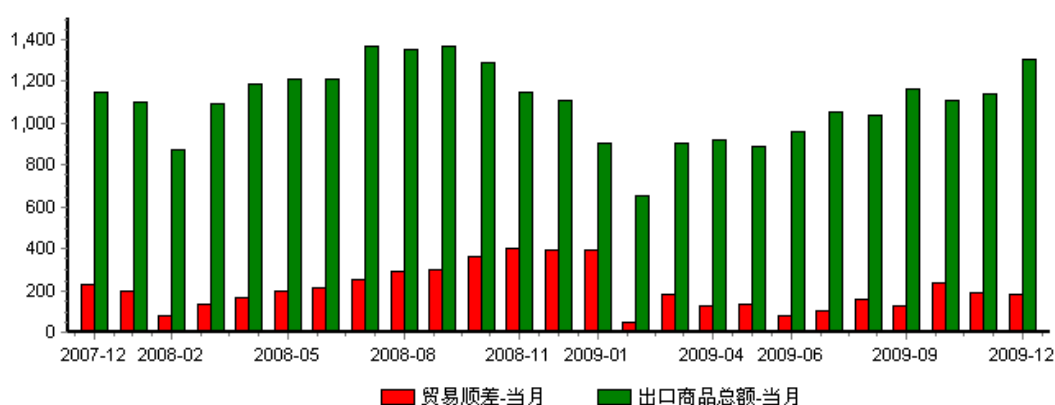
第一，2009年以房地产为首的资产价格飙升，且自2009年12月以来，食品、煤炭、石油价格持续上涨，12月份公布的采购经理指数（PMI），原材料价格指数激增3.3个基点，在11月份上涨6.5个基点之后再攀新高。物价上行压力进一步加大，导致通货膨胀预期强化，需要通过货币政策微调引导市场回归理性，抑制通胀预期的自我实现。此次紧缩性措施密集出台，有助于激发加息预期，降低市场的投资热情和通胀恐慌，直接弱化通胀效应。

第二，在经济复苏趋势确立的背景下，金融机构贷款投放热情不减，2010年第一周新增贷款达6000亿元，远超出市场预期和央行的心理底线，亟需对其进行“冷却”，以确保货币供应的稳定

与均衡。此次调整可以视作对原有的宽松货币政策的一种修正，央行抑制年初大型金融机构过度放贷的冲动，调控金融机构的新增信贷投放节奏，主动管理通胀预期，避免继续施加“天量信贷”的刺激。

第三，2009年下半年以来出口规模强势反弹（见图2，其中12月份，中国出口1306亿美元，同比增长18%，环比增长15%），强化了出口回暖和外汇占款回升的预期，也导致央行提升了对未来可能出现的被动释放流动性的警惕。加之自2009年下半年以来，中国宏观经济复苏趋势逐渐明朗，GDP、CPI、固定资产投资等主要经济指标呈现强劲的回升态势，出口也出现一定的回暖迹象，为货币政策调整创造了空间。

图2 中国月度出口金额和贸易顺差



数据来源：Wind资讯

### 未来走势：短期内紧缩手段仍较为温和，但应高度关注物价上涨和外汇占款

此次调整手段仍相对温和，并不意味着货币政策就此转为紧缩。4万亿元的经济刺激计划实施刚刚过半，短期内固定资产投资仍将是拉动中国经济增长的主要引擎；且出口复苏的趋势尚不明朗，预计未来货币供应不会大幅收缩，全年新增7.5万亿元的信贷指标仍将具有很强的指导意义。

此次存款准备金率上调的政策信号远大于对流动性的回收效应，受此影响，预计全年新增信贷将以更加均衡的节奏投放，企业和居民对资产的投资热情也可能因此降温，有利于在保障经济增长的同时抑制通货膨胀。但目前物价仍有很大的上行压力，国际大宗商品价格大幅回升也加剧了输入型通胀形成的隐忧，未来进一步紧缩措施的出台节奏，仍需视物价走势和外汇占款增长情况而定。

### 债券市场：整体利率走势继续上行，中长期债券利率上升空间有限

受加息预期，央票利率上升以及可能出现的信贷投放节奏放缓等因素影响，未来债券市场整体利率走势有望逐步攀升。分产品看，1年期国债利率与同期央票利率走势密切相关，中长期国债有一定的上行空间；信用债方面，2009年下半年以来，随着通胀预期的逐步强化，部分中长期债券利率已有较大幅度提升，企业债利率上行尤为明显；而短期债券利率反应则相对平缓。因此，此次存款准备金率的上调，预计对短期产品市场利率的影响较大。

从信用风险角度看，主体级别为AAA级别的中期票据和短期融资券由于现阶段负利差明显，

预计本次存款准备金率的调整对其影响较大，而主体级别为 AAA 的企业债，其发行利率高于同期限的中票利率，未来涨幅可能低于同级别中票。对于 AA+及以下信用等级的相关产品，由于前期利率上升幅度较大，已提前消化部分市场预期，预计本次存款准备金率的调整对其影响相对有限。

联系人：

李慧鹏，+86 10 8567 9696，分机：8881，email: lihp@lhratings.com