

## 调高存款准备金率对市场的影响分析

### ——“靴子落地”还是“雪上加霜”？

张万成 投资策略 研究员

电话：020-87555888-339

eMail: [zwc2@gf.com.cn](mailto:zwc2@gf.com.cn)

#### 事件：

中国人民银行2008年3月18日（周二）18:00宣布，为落实从紧的货币政策要求，继续加强银行体系流动性管理，引导货币信贷合理增长，中国人民银行决定从2008年3月25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，提高到15.5%。

#### 评价：

##### 2008年落实从紧货币政策的第二次调整

本次存款准备金率的调整幅度仍然是0.5个百分点，从15%提高到15.5%，这是2007年十次调整之后，2008年的第二次调整。笔者认为提高存款准备金率，已经成为央行通常使用的手段，是针对不断增加流动性的回收办法。

##### 对股市影响的判断：

通过前几次提高存款准备金率后市场的走势来看，对大盘的影响不大，但是这次不同以往的一个区别在于即可以看作是“靴子落地”也可以看作是“雪上加霜”。

##### 靴子落地？

从调整的预期来看，应该说是“靴子落地”，因为与加息相比提高存款准备金率毕竟是一个相对较弱的影响因素，在1、2月PPI和CPI不断创出新高之后，央行一直对加息比较谨慎来看，首先提高了存款准备金率，一定意义上也就意味着短期加息的可能性减弱。

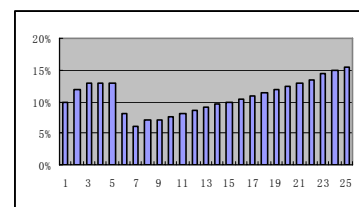
##### 雪上加霜？！

我们认为本次调整准本金率的时点还是有些出乎意料，对于这次调整存款准备金率对股票市场的影响，虽然实质影响有限，但是就其心理影响来说也不可小视，目前的股票市场最为关键的就是信心的缺乏，这种情况下无疑是“雪上加霜”，有可能加速市场的向下寻找支撑位置。从板块上来看：调整存款准备金率对银行板块、房地产业会有负面影响，流动性的回收对通过银行间接融资需求是个负面消息，而加大股票市场直接融资又恰恰是目前股票市场的最为负面的利空。即使出现继续下跌，我们认为空间已经不大，市场进入底部区域，可以认为是黎明前的黑暗阶段。但是要在估值基本合理后真正呵护市场走好，我们认为还是需要从资金供求来考虑：增加资金供给来看，比如新基金的持续发行以及是否减免印花税来减少资金分流；减少资金需求来看，再融资的严格审批（或者其他措施）、管理层对大小非解禁以及高管套现等问题的态度、新股发行的节奏和力度等方面来观察。

#### 存款准备金率历史变化

1985年	10%
1987年	12%
1988年9月	13%
1989年	13%
1995年	13%
1998年3月21日	8%
1999年11月21日	6%
2003年9月21日	7%
2004年3月24日	7%
2004年4月11日	7.50%
2006年7月5日	8%
2006年8月15日	8.50%
2006年11月15日	9%
2007年1月15日	9.50%
2007年2月25日	10%
2007年4月16日	10.5%
2007年5月15日	11%
2007年6月5日	11.5%
2007年8月15日	12%
2007年9月25日	12.5%
2007年10月25日	13%
2007年11月26日	13.5%
2007年12月25日	14.5%
2008年1月25日	15%
2008年3月25日	15.5%

#### 存款准备金率变动图形



# 调高存款准备金率对市场的影响分析

——“靴子落地”还是“雪上加霜”？

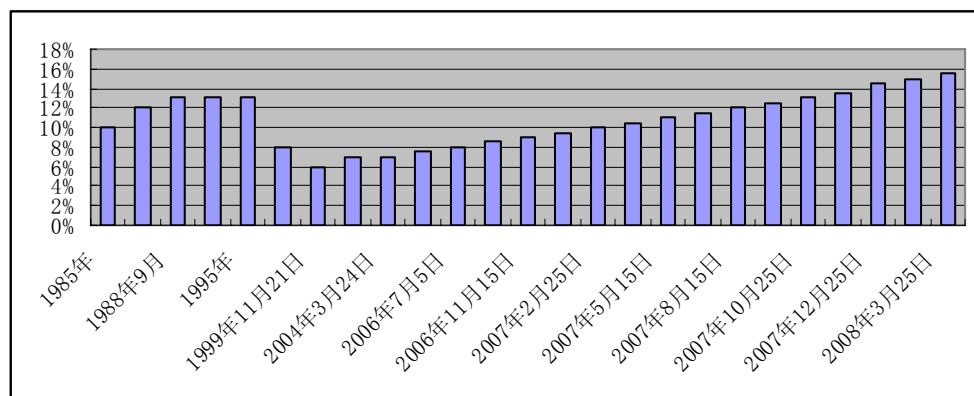
## 事件：

中国人民银行2008年3月18日（周二）18:00宣布，为落实从紧的货币政策要求，继续加强银行体系流动性管理，引导货币信贷合理增长，中国人民银行决定从2008年3月25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，提高到15.5%。

## 2008年落实从紧货币政策的第二次调整

本次存款准备金率的调整幅度仍然是0.5个百分点，从15%提高到15.5%，这是2007年十次调整之后，2008年的第二次调整，但是我们也注意到从宣布到调整的时间只有7天时间，与以往相比是比较短的。在创出新高之后，每次调整都是新的历史纪录，因为历史不是简单的重复，流动性过剩问题也是没有历史经验可以借鉴的，在2007年的屡次调整中，笔者认为提高存款准备金率，已经成为央行通常使用的手段，是针对不断增加流动性的回收办法。从前几次提高存款准备金率对股市影响来看，因为对股市资金还属于间接影响，所以负面影响都不是很大。但是我们不能否认这项措施对回收流动性的有效性，提高0.5%的存款准备金率直接冻结大约接近2000亿元的流动性，对回收货币市场的流动性还是直接有效的，历次调整存款准备金率变动情况参见图1。

图1：1985年以来存款准备金率变动情况



数据来源：中国人民银行 广发证券发展研究中心

## 从紧货币政策的演变和近一步的可能措施

根据国内外经济形势和宏观调控任务的要求，刚刚结束的两会报告中提出今年要实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。主要是考虑当前固定资产投资反弹的压力较大，货币信贷投放仍然偏多，流动性过剩矛盾尚未缓解，价格上涨的压力明显，需要加强金融调控，控制货币供应量和信贷过快的增长。

**从紧货币政策的演变：**2007年11月8日央行公布《二〇〇七年第三季度中国货币政策执行报告》提出货币政策“适度从紧”；在2007年12月

召开的中央经济会议上，正式决定2008年实行从紧的货币政策；进入2008年虽然面对不断变化的国际经济影响和国内的南方地区雪灾的影响，在两会宏观调控的基调没有改变，更加强调更加注重灵活性。

**表1：2008 年从紧的货币政策的工具和管理措施**

具体的政策工具	综合运用公开市场炒作、存款准备金率等方式，加大对冲流动性力度；合理发挥利率杠杆调节作用；完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性
关于信贷的政策方向	着力优化信贷结构，严格执行贷款条件，有保有压：控制中长期贷款增长，特别是对高效能、高排放企业和产能过剩行业的贷款；创新和改进银行信贷服务，完善担保、贴息等制度，加大对“三农”、服务业、中小企业、自主创新、节能环保、区域协调发展等方面的贷款支持。
深化外汇管理体制改革的	完善结售汇制度，加强跨境资本流动监管，稳步推进资本项目可兑换。拓展外汇储备使用渠道和方式。同时，采取综合措施，努力改善国际收支状况。

数据来源：政府工作报告

### 提高存款准备金率对股市的影响分析：

我们首先参照2007年以来历次调整后股市的表现

**图2：存款准备金率变动对市场的影响**

次数	公布时间	调整前	调整后	幅度	公布后首个交易日沪指表现
11	08 年 01 月 16 日	14.5%	15%	0.5%	下跌 2.63%
10	07 年 12 月 08 日	13.5%	14.5%	1%	上涨 1.38%
9	07 年 11 月 10 日	13%	13.5%	0.5%	下跌 2.4%
8	07 年 10 月 13 日	12.5%	13%	0.5%	上涨 2.15%
7	07 年 09 月 06 日	12%	12.5%	0.5%	下跌 2.16%
6	07 年 07 月 30 日	11.5%	12%	0.5%	上涨 0.68%
5	07 年 05 月 18 日	11%	11.5%	0.5%	上涨 1.04%
4	07 年 04 月 29 日	10.5%	11%	0.5%	上涨 2.16%
3	07 年 04 月 5 日	10%	10.5%	0.5%	上涨 0.43%
2	07 年 02 月 16 日	9.5%	10%	0.5%	上涨 1.40%
1	07 年 01 月 5 日	9%	9.5%	0.5%	上涨 0.94%

数据来源：新浪财经

通过前几次提高存款准备金率后市场的走势来看，对大盘的影响不

大，但是这次不同以往的一个区别在于即可以看作是“靴子落地”也可以看作是“雪上加霜”。

#### 靴子落地？

虽然市场一直存在提高存款准备金率的预期，包括周小川行长在两会期间也提到“仍有上调利率和存款准备金率的空间”，从调整的预期来看，应该说是“靴子落地”，因为与加息相比提高存款准备金率对股票市场毕竟是一个相对较弱的影响因素，而加息的预期虽然存在，但是受中美利差的“倒挂”影响，以及美国在调低贴现利率之后仍有继续减息的可能性，加息虽然有抑制通胀预期的作用，但是也会加大热钱的流入，所以在1.2月PPI和CPI不断创出新高之后，央行一直对加息比较谨慎。首先提高了存款准备金率，一定意义上也就意味着短期加息的可能性减弱。

#### 雪上加霜？！

但是我们认为本次调整准本金率的时点还是有些出乎意料，因为从股票市场来看，两会期间市场一直处于下跌格局当中：3月18日，沪市市场盘中最低点位3607.25点，收盘跌151.15点，跌幅将近4%；从2008元旦以来计算已经跌幅达到30%，即使深受次贷危机影响的美国标准普尔500指数跌幅也仅仅是13.06%。对于这次调整存款准备金率对股票市场的影响，虽然实质影响有限，但是就其心理影响来说也不可小视，目前的市场最为关键的就是信心的缺乏，这种情况下无疑是“雪上加霜”，有可能加速市场的向下寻找支撑位置。从板块上来看我们认为：调整存款准备金率对银行板块形成负面影响，因为存贷的利息差额收入是银行收益的一个重要部分，提高存款准备金率减少了放贷的规模，对银行的短期收入会产生一定负面影响；对一些资金需求较大的行业如房地产业等会有负面影响，流动性的回收对通过银行间接融资需求是个负面消息，而加大股票市场直接融资又恰恰是目前股票市场的最为负面的利空。

但是需要说明的是，即使出现继续下跌，我们认为空间已经不大，市场进入底部区域，可以认为是黎明前的黑暗阶段。恐惧的心态比市场的下跌更让人恐惧。当然估值基本合理进入底部后，何时见到黎明？我们认为还是需要从资金供求来考虑：增加资金供给来看，比如新基金的持续发行以及是否减免印花税来减少资金分流；减少资金需求来看，再融资的严格审批或者其他措施、管理层对大小非解禁以及高管套现等问题的态度、新股发行的节奏和力度等方面来观察。

---

### 广发证券—行业投资评级说明

---

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

---

---

### 广发证券—公司投资评级说明

---

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

---

---

### 相关研究报告

---

投资策略专题: 从政协的“一号”提案看印花税的调整	张万成	2008-03-03
---------------------------	-----	------------

---

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

---

### 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。