

## 央行第九次调高存款准备金率评价

### ——兼评货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变

张万成 宏观经济与策略 研究员；武幼辉 宏观经济与策略 研究员

电话：020-87555888-339；

020-87555888-393

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

[wyh6@gf.com.cn](mailto:wyh6@gf.com.cn)

#### 事件：

中国人民银行11月10日（周六）17：00宣布，为加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长，中国人民银行决定从2007年11月26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13.5%，创出了历史新高。

#### 评价：

##### 历史新高说明流动性过剩的管理形势依然严峻

本次存款准备金率的调整幅度仍然是 0.5 个百分点，从 13%提高到 13.5%，是 2006 年以来央行对于存款准备金率的第十二次调整，也是 2007 年元旦以来的第九次调整。我们坚持一贯的观点，历史的最高水平突破并不意味着政策的上限，央行将根据流动性的具体情况，来判断是否继续提高存款准备金率的空间。所以，调高存款准备金率的未来空间还是存在，只要流动性过剩的状况存在，就不排除配合公开市场业务、特别国债等其他措施继续提高的可能性。

##### 对股市影响的判断：

我们认为本次调整准本金率的时点是在上周大跌之后，对于市场普遍预测将有宏观调控措施的出台的情况下，有可能加速市场的向下调整寻找支撑位置。从板块上来看我们判断：从调整存款准备金率单一措施来看对银行板块形成一定的短期负面影响，但是在本币升值、中间业务不断扩大以及多次加息的大环境下，负面影响不会很大，不会改变本币升值情况下银行板块的投资价值。

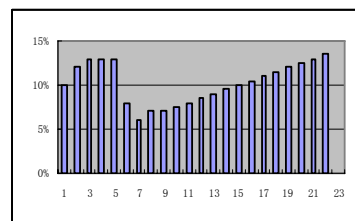
##### 货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变

我们对比二季度货币政策报告和三季度报告的不同之处：二季度报告中“继续执行稳健的货币政策，**坚持稳中适度从紧，保持必要的调控力度**，努力维护稳定的货币金融环境，控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定”。到上周公布的三季度报告中的提法有微妙变化“**实行适度从紧的货币政策**，继续采取综合措施，适当加大调控力度，保持货币信贷合理增长，防止经济增长由偏快转向过热，促进经济实现又好又快发展”。表明央行货币政策取向出现转变，在未来调控力度上会有所加大。

#### 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%

#### 存款准备金率变动图形



# 央行第九次调高存款准备金率评价

## ——兼评货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变

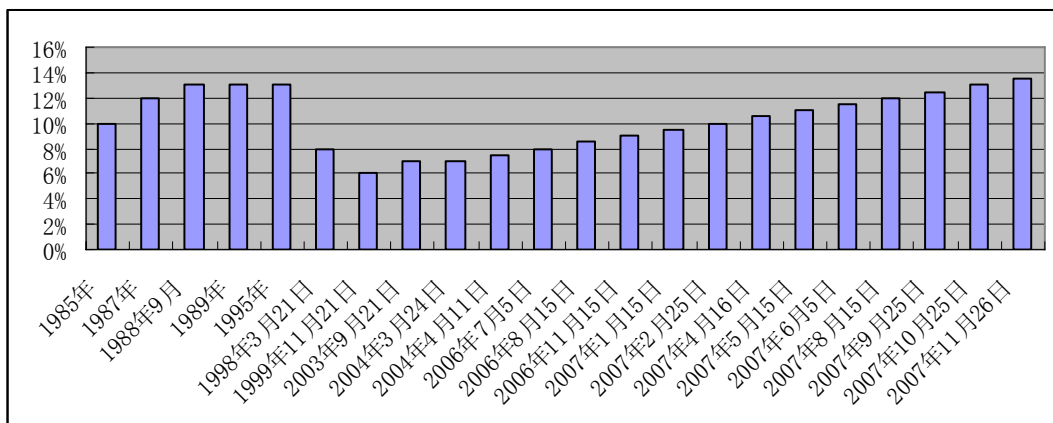
### 事件：

中国人民银行11月10日（周六）17：00宣布，为加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长，中国人民银行决定从2007年11月26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13.5%，创出了历史新高，我们注意到这是继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”后，“综合运用对冲措施、进一步加强流动性管理”的一项举措。

### 历史新高说明流动性过剩的管理形势依然严峻

本次存款准备金率的调整幅度仍然是0.5个百分点，从13%提高到13.5%，是2006年以来央行对于存款准备金率的第十二次调整，也是2007年元旦以来的第九次调整。我在前期的报告中提过“如果说大家对是否形成加息周期还有所分歧的话，那么对提高存款准备金率来说，已经成为央行通常使用的手段”。从前几次提高存款准备金率对股市影响来看，因为对不是资金还属于间接影响，所以负面影响都不是很大，甚至被市场解读为利空出尽。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

### 我们来分析提高存款准备金率的空间

我们认为多次针对流动性的措施，主要还是针对不断出现增量流动性的有效措施，这也是伴随不断回收流动性，而人们感觉流动性仍然过剩的根本原因所在。我们坚持一贯的观点，历史的最高水平突破并不意味着政策的上限，央行将根据流动性的具体情况，来判断是否继续提高存款准备金率的空间。所以，调高存款准备金率的未来空间还是存在，只要流动性过剩的状况存在，就不排除配合公开市场业务、特别国债等其他措施继续

提高的可能性。

### 提高存款准备金率对股市的影响分析：

通过前几次提高存款准备金率后两市的走势来看，对大盘的影响不大，虽然我们不能简单的归纳法来判断这次调高存款准备金率的影响力，我们不排除可能继续延续前几次早盘向下调整，然后再次拉高的行情。但是这次不同以往的一个区别在于：我们认为本次调整准备金率的时点是在上周大跌之后，对于市场普遍预测将有宏观调控措施的出台的情况下，有可能加速市场的向下寻找支撑位置。从板块上来看我们判断：从调整存款准备金率单一措施来看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，但是在本币升值、中间业务不断扩大以及多次加息的大环境下，负面影响不会很大，不会改变本币升值情况下银行板块的投资价值。

### 货币政策“稳中趋紧”向“适度从紧”转变

我们对比二季度货币政策报告“中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务。继续执行稳健的货币政策，**坚持稳中适度从紧，保持必要的调控力度**，努力维护稳定的货币金融环境，控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定”。到上周公布的三季度报告中的提法有微妙变化中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，**实行适度从紧的货币政策，继续采取综合措施，适当加大调控力度**，保持货币信贷合理增长，防止经济增长由偏快转向过热，促进经济实现又好又快发展。**货币政策的取向出现转变，表明未来的调控力度可能加大**。我们判断，下一步的货币政策走势需要从央行三季度货币政策执行报告中关注的几个方面出发。

### 高度警惕投资需求较快增长

总体来说，央行认为，“国内经济增长动力依然强劲，未来一段时期国民经济将继续保持平稳较快发展势头。初步预计2007年GDP增长超过11%，CPI在4.5%左右央行认为投资需求增长较快，理由如下：一是企业家对市场需求继续持乐观态度，投资意愿上升。中国人民银行第三季度企业家问卷调查显示，有29.2%的企业家认为市场需求旺盛，比上季度和上年同期分别提高0.4和4.7个百分点。企业固定资产投资景气指数分别比上季度和上年同期提高2.1和2.7个百分点，创近10年来最高。二是企业设备利用水平继续保持高位。三是投资资金充裕。此外，国内直接融资发展加快，资金供给的约束趋于减弱。在投资意愿和投资能力均有所增强的情况下，投资仍将维持较快增长趋势，有出现反弹的可能。**所以对于投资的增长来说，央行应该说还是保持高度警惕。**

### 贸易顺差应维持较高水平

央行认为：尽管美国次贷风波加大了全球经济增长的不确定性，但全球经济继续以较快速度增长的可能依然较大，我国贸易多元化发展一定程度上也有助于缓解部分区域经济增长放缓可能对贸易形成的影响，外部需求有望继续保持比较强劲的增长。从国内看，由于近几年供给和生产能力增长较快，进口替代能力显著提升，增加进口的难度有所增加。当前包括

扩大消费内需、调整和规范外贸、外资和外汇管理政策等在内的一揽子结构性调整政策和汇率政策正在发挥积极作用，但其效应将是逐步和渐进的，国际分工格局调整及国内储蓄率较高等深层次问题难以在短期内解决。因此总体来看，在外部需求增长依然较快，未来一段时期我国贸易顺差仍将维持在较高水平，但增速有望逐步放缓。

#### 高度关注通货膨胀风险

价格整体上行压力依然较大，通胀风险仍须关注：一是粮食价格引发价格上行的可能依然存在。二是能源价格存在上涨压力。三是从劳动力成本看，随着劳动力供求出现结构性趋紧，工资上行压力将增大，平均劳动报酬已连续七个季度超过GDP名义增长率，劳动力成本的上升在未来有可能进一步推高价格总水平。此外，通货膨胀预期继续强化。在内外经济继续较快增长，国际收支顺差及经济结构性矛盾持续累积的背景下，未来价格上行压力依然较大，整体价格很可能继续保持在相对较高的水平。

总体看，随着进一步加强和改善宏观调控各项措施的有效落实，经济运行中的突出矛盾有所缓解，但也要看到，经济运行中投资增长过快、贸易顺差过大、信贷投放过多等问题依旧突出，而且还出现了通货膨胀压力加大和资产价格持续上升等问题。国际经济金融运行的不确定性有所增大，也增加了国内经济的潜在风险。

#### 货币政策下一步的政策趋势

**短期来看报告中认为：**（一）当前流动性形势依然严峻，有必要继续加强银行体系流动性管理，搭配使用公开市场操作、存款准备金等工具，同时逐步发挥特别国债的对冲作用，加大对冲力度。加强价格杠杆调控作用，加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期。（二）稳步推进利率市场化改革，推动货币市场基准利率体系建设。（三）继续按照主动性、可控性、渐进性的原则，完善有管理的浮动汇率制度，更大程度地发挥市场供求的作用，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。继续深化外汇管理体制改革，加强对资本流动的监测、引导和管理。进一步满足境内机构保留和使用外汇的需要，拓宽企业和个人对外投资渠道，鼓励企业和个人“走出去”进行实业和金融投资。（四）严格资本特别是短期资本流入和结汇管理，加强和完善跨境资本流动监测预警体系，**严格控制投机资金**。在采取综合性货币政策工具加强调控的同时，继续加强对金融机构的窗口指导和信贷政策指引，引导商业银行防范快速扩张的风险，优化结构。

**我们判断下一步的政策走向**完全可以从上述几个方面入手：公开市场业务是央行一直进行的措施；本次已经提高了存款准备金率；接下来发挥特别国债的对冲作用，对付通货膨胀加息在年内应该会继续至少一次；另外在人民币不断升值的情况下，汇率改革方面的措施不可避免，进一步加大波动弹性，也不排除在综合评估影响的前提下，加快升值幅度；另外就是鼓励“走出去”和严格控制流进来的投机资金。

**长期来看报告也指明了方向：**（一）**短期措施仅仅是权宜之计**。造成当前国内流动性总体偏多的直接原因来自国际收支持续顺差，从深层次看则与储蓄率过高、消费率偏低的经济结构性矛盾突出密切相关。短期措施“仅仅依靠对冲银行体系过多流动性以及加强信贷调控等并不能够从根本上解决流动性不断生成和经济的结构性问题”，根本目的是“为经济增



长创造平稳的货币金融环境，并以此为结构调整和加快改革赢取时间”。

**（二）长期目标在于调整结构。**在进一步加强银行体系流动性管理的同时，更重要的是应充分利用好当前经济持续较快增长、财政收入大幅增加的有利时机，加快推进经济结构调整。**（三）应加快向公共财政转型。**增加公共消费性开支，完善社会保障体系，增强住房保障能力，稳定居民消费预期。**（四）最终在于经济增长方式转变。**发挥市场机制在引导投资中的主导作用，鼓励有助于改善民生的第三产业和服务业等投资适度增长。继续调整和规范外贸、外资和产业政策，适当扩大进口和市场开放。引导和鼓励企业适当降低积累比例，优化企业、政府和居民收入分布结构，促进消费增长。继续推进生产要素价格形成机制改革，提高和强化环保及劳动保护标准，促进经济发展方式转变。

## 相关信息

客服人员：蒋培培

研究中心客服电话：020-87555888-390

研究中心地址：广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼

邮政编码：510075

## 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。

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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。

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他专业人士。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。