

## 存准率释放调降信号

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

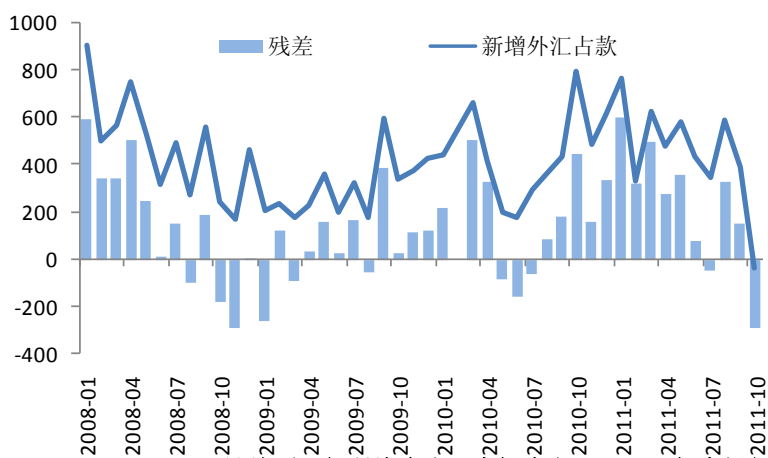
jerryjliu@cmbchina.com

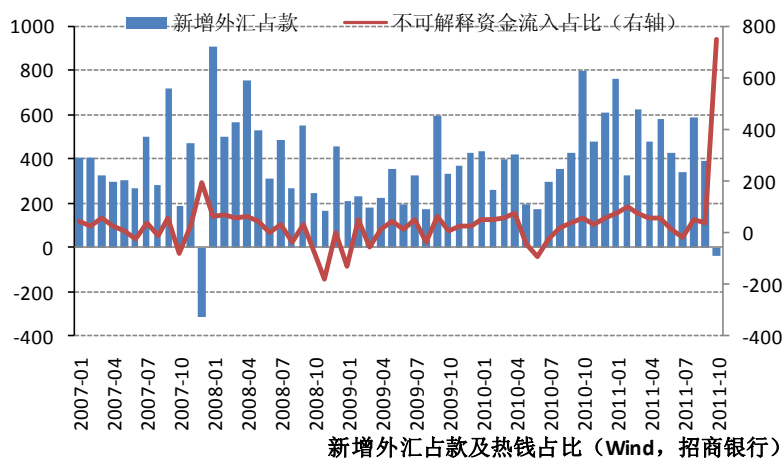
据路透报道，江浙地区涉农贷款考核达标的5家农信社下调存准率0.5%至16%，下调将于11月25日(本周五)起生效。这些机构去年因为指标关系被调高，这次单独下调。如果消息属实，我们认为，虽然影响范围较小，但这信号意义大于实际意义，预计未来更大范围的政策调整可期。

### 资金面分析：

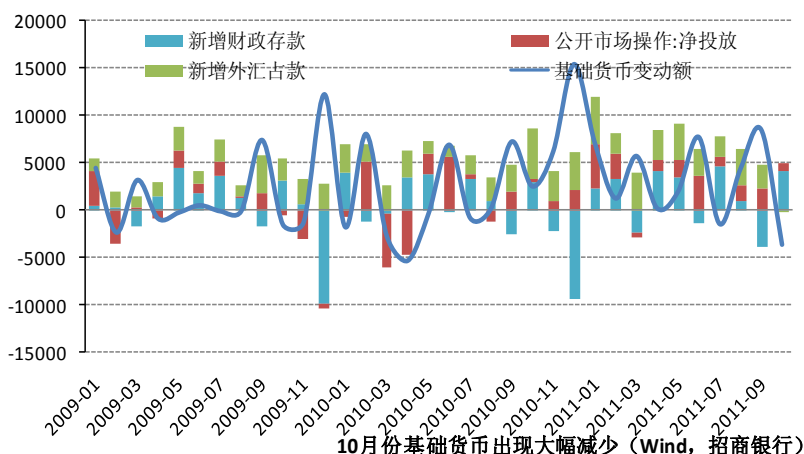
近期出台的10月份的外汇占款出现负增长，这是自07年12月以来外汇占款首次出现负增长，同时剔除贸易顺差与FDI后的资金余额也出现较大幅度的流出，显示热钱出现主动撤离的现象。

我们判断，自四季度开始，欧债危机进一步加深，同时国内连续爆发出房地产销售低迷，民间资金链断裂等事件，令海外市场对未来中国经济出现硬着陆的预期进一步强化，导致了资金开始从国内市场撤离。而此前历史上出现连续性的热钱流出的时期主要发生在08年上半年金融海啸时期及2010年年中经济预期出现悲观论调时期。但这两个时期外汇占款一直维持正增长，所以本次“外汇占款+热钱”双双出现负增长自然引起市场的重视。

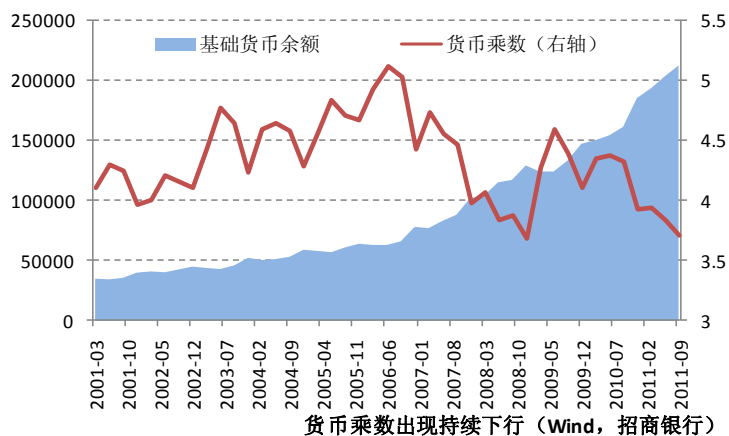




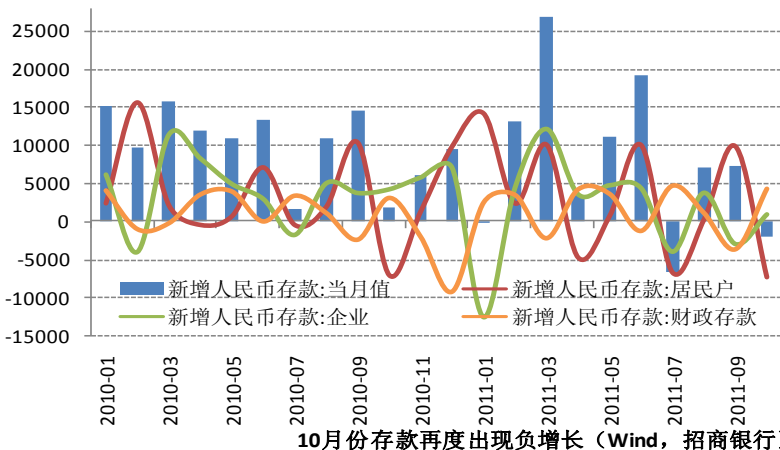
虽然债市自9月中开始迎来牛市，但资金成本并没有出现预期般大幅下滑，即使在资金宽松时期，7天回购也一直维持在3.0-3.5%左右的水平，近两周更是再度出现紧张局面。我们认为，**基础货币的增长乏力是导致近期资金面难以持续放松的主要原因**。由于10月份财政存款季度性增幅较大，加上公开市场净投放缩量，之前一直延续被动投放的外汇占款突然转向，让月度基础货币投放出现较大幅度萎缩。虽然目前仅凭一期的外汇占款负增长难以断定未来是否还会延续热钱主动出逃的趋势，但由于目前货币乘数已经处于较低水平，如果基础货币再度出现负增长，M2的下行幅度将进一步加快，未来将会看到更加宽松性的货币政策出台。



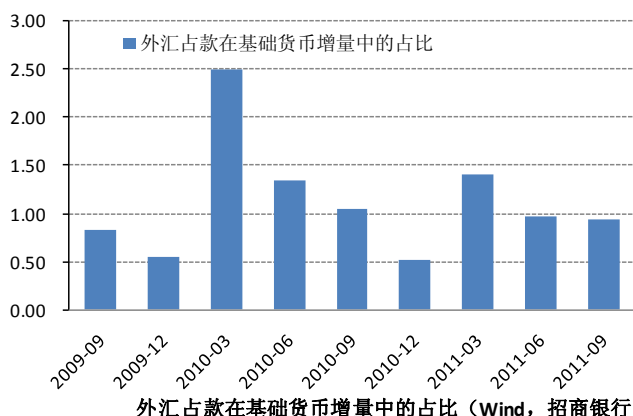
9月份的货币乘数已经接近08年调控末期时的水平，10月份虽然新增信贷有所放大，但银行的超储率并没有明显增加。我们判断，出现信贷增长乏力的原因，一个是存款增长疲软，第二个是存贷比的限制。



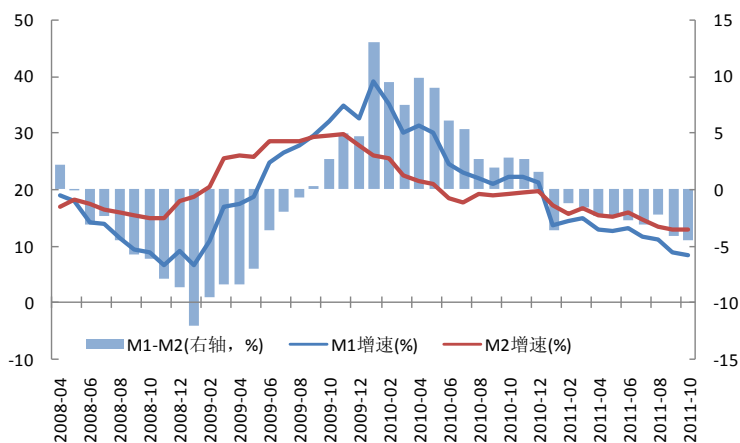
➢ 10月份存款再度负增长2010亿元，主要源于居民户的存款流失（当月减少7272亿元），但是如果考虑到新增存款增量上有近4200亿为上缴央行的财政存款。实际存款为负增长6200亿。我们认为，10月份存款增长疲软的主要原因还是源于脱媒化的愈演愈烈。



近几年来基础货币一直维持正增长，这主要源于外汇占款的被动投放，而这也导致了央行在实行较高的存准率用于抑制货币乘数时，M2的增量不至于过低。但是，一旦未来外汇占款持续净投放难以为继，由于外汇占款在基础货币的增量中占据绝对金额，这将导致未来基础货币出现较大的波动。如果这种现象得以持续的话，存准率普调或存贷比的适当放宽等扩充性政策的出台也就会提上日程。

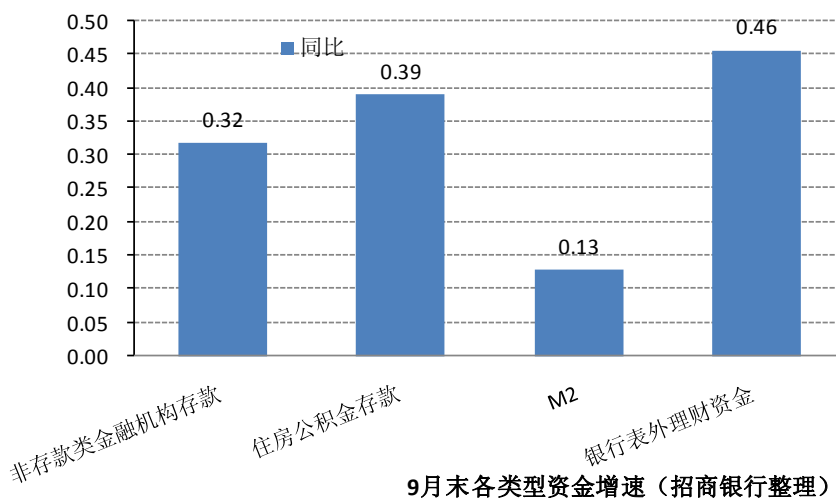


目前 M2 增速已经下行至不到 13%，较 09 年底近 30% 的增速有较大幅度的下行。从二季度开始，下行速度有所加快，从原因上看，除了因政策紧缩引起的货币乘数缩小外，更大的因素是因脱媒引起的 M2 低估。而这也是央行在 10 月份修订 M2 范围的主要原因。



M1及M2增速持续下滑 (Wind, 招商银行)

从本次 M2 扩容来看，扩容的对象为非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款这两大类。尽管这两者相对于调整前 M2 规模占比不足 5%，但从同比增速看，这两者在今年增幅均达到了近 30-40% 的水平，远远大于原始 M2 的增速。而且我们认为，修订过后的 M2 依然没有把银行表外理财的规模纳入统计，这一部分在 9 月份的同比增速也达到了 46%，如果加上这一部分，同样还会提高 M2 增速。



## 政策预判:

那么，目前 M2 的低增究竟是源于因脱媒引起的低估还是实际增速已经出现变化？如果是低估的话，那么目前资金面的名紧实松并不足以引起数量型政策的放松；但如果真的已经发生变化，那么适当提高货币乘数来提高 M2 水平还是有必要的。

由于年末公开市场的到期量已经很低，并不足以对基础货币产生显著性影响，那么未来影响资金面的因素主要有两个：一个是存款增幅是否依然疲软，这在当前存贷比的限制下将影响银行放贷意愿。第二个 11-12 月份的外汇占款是否还会出现趋势性的负增长。这将影响市场对未来基础货币增速的判断。

如果原因仅仅是第一个因素，在基础货币维持稳定的基础上，M2 疲软主要是源于数值的低估，那么 M2 范围有望进一步扩容，政策的选择上很可能向放松部分中小银行的存贷比限制上倾斜以及限制表外资金规模的进一步膨胀，存准率的调降对资金面的推动作用不如存款的增长及存贷比的放松更为直接；如果是第二个因素的话，那么 M2 的实际增速回落主要源于外部流动性的急剧枯竭，直接通过逆回购等手段向公开市场投放资金及大范围的存准率普调的可能性将大大增加。

# 招银专题分析报告

2011年11月23日

总第84期

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。