

Roundtable

准备金率意外上调 加息会否早产?

调控不意味“适度宽松”退出

嘉宾

上海证券报:12日央行“意外”宣布上调存款准备金率50个基点,快于市场预期。您觉得为什么在这个时点,宏观调控部门采取调整准备金率这种货币工具?此次政策调控向市场传达了什么信号?这是否意味着适度宽松货币政策在逐步退出?

陈道富:在这个时候提高法定存款准备金率,一是由于银行的流动性充裕,超额准备金率处于较高水平,调整法定存款准备金率并不是一剂猛药。二是银行存在贷款冲动,一月份第一个星期银行贷款增加较多,这有市场的实际需求因素,也有去年压制的贷款需求,表外转表内的因素,还有一部分是银行为了抢占市场份额,早放款早收益的打算。在一定程度上抑制部分银行的贷款投放能力,并不会实质损害银行对实体经济的资金支持。三是世界上一些主要发达国家仍然维持低利率,尚未退出量化宽松的货币政策。采取数量工具比采取价格工具,能较好的避免国际套利资金对我国货币调控的抵消作用。

从信号的传递看,主要是表达出央行实现平稳市场信贷投放,维持货币实际运行状态适度宽松的决心的。但这并不意味着适度宽松的货币政策逐步退出。适度宽松主要是指货币政策调控的结果而言,而不是简单的指央行投放还是回收市场流动性。调整法定存款准备金并不会实质影响企业资金的可获得性,整体上看,目前的货币运行状态仍然宽松。

哈继铭:为何在这个时点上上调存款准备金率,我觉得原因有四:

第一,本月初几天贷款迅速增长,尽管这早在我们的预期之中,但可能超过监管当局的判断,因此央行提升三个月央票利率、一年期央票利率、存款准备金率在一周内相继实行,目的在于控制贷款节奏,特别是短期票据贴现发放。

第二,管理通胀预期,市场原本预期通胀逐渐回升,但受天气因素影响,2009年12月份CPI可能跳跃性上涨至近2%,高于市场此前预期。

第三,对冲到期流动性。未来1个月公开市场有约1万亿巨量流动性到期,为最近20个月以来最大规模。考虑到春节期间央行需要满足市场需求投放资金,因此必须提前回收。2004~2007年,中国可以主要依靠发行央票来回收流动性,因为当时美国利率高于中国,我国外汇储备收益率颇高;而目前中国央票利率已高于美国,利率倒挂导致使用央票工具对冲流动性入不敷出,成本太高,因此存款准备金率作为成本较低的工具,这次使用得早于预期,但接下来也会被更多使用。

第四,近期中国出口强劲复苏,2009年12月份17.7%的出口增长大幅强于预期,比我们此前预计的1季度达到两位数的增长来得更早。

诸建芳:这一次政策调整的幅度基本符合预期,但时机超出预期。市场对存款准备金率的调整存在一定的预期,但是调整时间比市场预期早一些。

流动性充裕与经济复苏强劲是政策调整的基础。首先,近期流动性十分充裕。一方面外汇流入大幅度增加,另一方面一季度到期的央票和回购数量巨大,这两方面导致基础货币大量增加,从而导致金融体系流动性十分充裕。商业银行的放贷冲动大,2010年初放贷数量较大,这与政策的意图有所背离。其次,经济强劲复苏也是政策调整的基础。近期,工业产出缺口由负转正,出口增长超预期,这表明经济强劲复苏。再次,通胀明显回升,2009年12月CPI可能达到1.8%,而今年第一季度CPI将超过2%,接近3%。

据测算,本次存款准备金政策的调整大约能冻结基础货币2500~3000亿元,其力度并不是很大,但是政策的宣示意义更大,是政策退出的标志性一步。这意味着政策将根据经济的状况,而逐步退出,实现正常化。

伍永刚:本次上调存款准备金率的时点为2010年1月18日,主要目的在于以下两个方面:第一、回收多余流动性,管理通胀预期。2010年1季度约有1.28万亿元央票到期,加上其他到期资金共有1.88万亿元;而且2009年12月份出口结束了连续13个月的负增长,转向大幅正增长17.7%,市场流动性趋向快速增加。同时即将公布的CPI继续上升。对此,央行除采取票据回收外,还需借助银行法定存款准备金率上调以紧缩流动性,对抗通胀预期。

第二、防止信贷增长过快或失衡。2010年元旦后银行信贷投放增长迅猛,据传第一周银行信贷投放即达6000亿元,央行上调法定存款准备金率是为了防止银行信贷增长过快或失衡。

上海证券报:中国此次上调存款准备金率,不仅对国内市场产生影响,也波及全球市场。目前,国际上已有部分国家加息,或者采取其他控制市场流动性的举措。在全球市场越来越一体化的时代,中国下一步的货币政策应如何权衡和运用?

陈道富:影响货币运行状态的因素较多,不仅仅只是货币政策,还与国际环境有关,也与金融监管、行业管理有关。因此,货币政策应结合国际经济、金融形势,加强与主要国家的政策协调,更重要的是要把汇率、金融监管与改革、行业管理与货币政策结合起来,统筹考虑。货币政策的关键,是综合这些影响因素,将货币的最终运行状态调整为适度宽松。

哈继铭:中国金融公司首席经济学家
陈道富:国务院发展研究中心金融所综合研究室主任
诸建芳:中信证券首席经济学家
伍永刚:国泰君安金融行业分析师



哈继铭



陈道富



诸建芳



伍永刚

震惊!这是全球市场对中国央行上周果断决策的第一反应。

12日晚间,央行宣布将于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。这是央行自2008年底宣布实施适度宽松货币政策之后,首次上调存款准备金率。

与此同时,央行当天还进一步加大了公开市场操作力度,上调一年期央票发行利率8个基点,至1.8434%。这也是一年期央票发行利率20周以来首次上调。

货币政策工具今年使用力度将加大早在业内预计之中,但央行年初即上调存款准备金率仍然让市场觉得十分突然。央行宣布上调存款准备金率的第二天,上证综指盘中一举击穿3200点关口及20日、60日均线,最终收于3172.66点,较前一交易日下跌101点,跌幅高达3.09%,而全球股指也无不应声下跌。

不过,就在市场对宏观政策是否转向心怀揣测之时,16日央行人士在公开场合表示,央行提高存款准备金率调控货币总量并非货币政策紧缩的标志,股市和货币政策关系不大。

对此,本报就央行提高存款准备金率的时点、意图、对市场的作用,以及后续的货币政策,采访了相关人士。

记者 李丹丹 但有为
编辑 于勇 颜剑

调控节奏或提前

上海证券报:存款准备金率早于市场预期上调,那么其他的货币政策工具,比如加息是否会随之提前操作?公开市场操作的力量是否会加大?年内准备金还会上调几次?

哈继铭:我认为今年整个调控政策链将略有提前,接下来存款准备金率还会继续使用。本次调整之后的大银行存款准备金率为15%,距2008年的历史最高点17.5%还有250个基点的上调空间。到了3、4月份,人民币可能启动升值,因为届时出口增长已近30%。媒体报道商务部部长陈德铭上周五表示,人民币汇率可以有一定的灵活性。作为对汇率最为敏感的外贸主管部门,这一言论似乎也反映出在出口强劲复苏的局面下,人民币升值的阻力降低。

而加息可能会提前到年中发生(最早在2季度),因为届时通胀已超过3%,高于2.25%的存款利率。预计全年可能加息4个基点。

陈道富:对于利率工具,应考虑以下三个因素:一是目前市场对利率的敏感性并不强,特别是政府融资平台、房地产是贷款主体时,贷款的可行性更重要。二是在人民币存在一定升值预期,国外利率水平处于低位的情况下,

调控对银行负面影响被夸大

上海证券报:就在央行宣布存款准备金率上调的第二天,A股市场应声下跌,其中银行股更是领跌两市。您认为存款准备金率的上调对银行业的影响主要是哪些方面?能在多大程度上影响到银行的放贷能力?

伍永刚:我认为,上调存款准备金率对银行的影响主要有:(1)回收货币流动性。本次上调存款准备金率0.5个百分点,将使银行体系的流动性回收约2900亿元左右。(2)促使银行信贷投放更加平稳和相对均衡。存款准备金率的上调更多的是一个信号,它将对信贷投放过快的银行是一种警示,要求银行信贷投放速度更加平稳,节奏相对更均衡些。(3)对银行盈利无实质影响。上调存款准备金率一方面收紧过多的流动性,制约银行信贷投放规模;另一方面有助于银行提高议价能力,使净息差趋于上升。因此,上调存款准备金率对银行盈利的影响极小。

从近期市场表现看,上调存款准备金率对银行的负面影响被过度夸大,我认为,本次上调存款准备金率0.5个百分点对上市银行净利润的直接负面影响为0.2%。有人测算,上调0.5个百分点存款准备金率对银行盈利影响高达好几个百分点。我们认为,在目前背景下得出这一结果是难以想象的!根据我们的测算,均衡调整配置假定下对银行的负面影响仅0.29%。假定银行采取均衡调整的方法来上缴法定存款准备金,如分别从3个月期央票、1年期央票、债券、贷款中获取法定存款准备金的20%、30%、30%、20%,则在现有收益率条件下,上市银行直接损失的净利润为0.29%。

而全贷款假定下对银行的负面影响也只有0.78%;无贷款调整假定下对银行的负面影响为0.18%。如果要考虑动态影响,则适度收紧流动性有利于银行净息差扩大,在这种情况下,只要政策调整适当,上调存款准备金率甚至有可能转变成对银行盈利的正面影响。

尽管银行面临诸多不确定风险,但这些风险要么已经被消化,要么是被夸大担忧而成;还有相当一部分取决于监管层的政策调控。因此,只要我们对监管层政策调控充满信心,则以上银行可能面临的风险都将一一化解。

我们对监管层的政策调控投以信任票,加上银行目前的估值偏低:2010年动态市盈率平均12倍左右,动态市净率平均2.2倍左右。因此继续看好2010年银行股的投资机会。我们继续坚持两个确定和一个不确定的

提高利率的紧缩效应有限。三是我国的货币市场利率与存贷款利率有一定的分割,货币市场利率已有一定的上升,存贷款利率相当程度上反映利益的分割。在存贷款利率上下限已放开的环境下,加强对特定行业(如地方融资平台、房地产)的风险管理,严格银行的资本充足率等监管要求,将具有比简单加息更有效的宏观效果。

而近期的公开市场操作力度一直较大,这是体现货币政策灵活性最重要的领域,应该会进一步利用这一工具。

伍永刚:我们预计后续政策调整还将继续实施。首先,公开市场操作和窗口指导将加强。其次,存款准备金率可能继续调整。第三,加息可能提前,从加息过程来看,先是央票利率回归到与目前存款利率相匹配的水平,即1年期央票利率达到2%左右,然后存款利率水平将提高,我们认为在2010年将加息54个基点。加息的时点可能提前至年中左右。第四,人民币对美元小幅升值3%~5%左右。

陈道富:2009年底我们在银行投资策略报告中曾预测,2010年银行法定存款准备金率有可能上调2个百分点。此次上调0.5个百分点后,年内仍有1.5个百分点的上调空间。

观点。即(1)2010年银行业净利润保持较快增长是比较确定的;(2)2010年银行股具有一波较好的投资机会也是比较确定的;(3)不确定的是,银行的上涨行情具体何时启动?我们只能粗略的预测上半年或1季度的可能性更大。

分类看,上调存款准备金率对中小行影响稍大,对大行影响相对较小。因为中小行的存款本已告罄,再上调存款准备金率,会加剧其存款紧张局势。

陈道富:在我国当前的市场环境中,利差相对稳定,逆周期的调控机制还没有完全建立,银行的盈利状况与货币扩张、紧缩密切相关。这次存款准备金率调整对银行的实质影响并不大,主要是影响大众对未来货币形势的预期。在其他情况不变的情况下,提高法定存款准备金率,会降低银行的贷款规模,影响银行贷款的质量,仅从放贷能力看,当前提高0.5个百分点的法定存款准备金,直接冻结了2500亿元左右的基础货币,减少银行约1万亿的放贷能力,同时还通过降低货币乘数,影响新增存款的放贷能力。当然,这仅仅只是指潜在的放贷能力,实际上银行是不会将这些放贷能力完全运用的,特别是在超额储备率较高的情况下,更是如此,实际的贷款紧缩效应将小得多,短期内主要是流动性冻结作用。

哈继铭:0.5个百分点上调将锁定流动性3000亿左右,而目前银行体系超额准备金率在3%以上,因此对流动性实际影响相对较小。1季度贷款依然有望达2~2.5万亿,因为存款准备金调整主要效果是抑制票据贴现发放,而2009年1季度去除票据贴现和短期贷款之外的贷款依然有2.1万亿,这对于判断今年1季度的贷款需求有参考意义。

实体经济方面,复苏势头稳固,不大可能受到本次举措的影响。但是我认为,本次上调存款准备金率对资产价格影响相对较大。我国资产价格与实体经济关系较弱,以股市为例,分红是将上市公司股价与实体经济联系的主要途径,而中国企业较少分红,经济较好时,企业盈利上升,但投资者难以分享红利,只能寄希望于以更高价格卖出所持公司股票而获利。楼市也是如此,由于租金回报率低于利率,购房者并不依靠出租获取回报,而是寄希望于以更高房价卖出。因此资产价格与实体经济脱节较大,而更容易受到政策、流动性的影响。

预期:CPI增速3%左右

上海证券报:从目前情况判断,您预计今年通胀形势是否严峻?全年新增贷款、CPI和M2预计分别会增长多少?

诸建芳:预计今年的CPI为3.2%,PPI为5.1%,均比之前预测的上调。上调预测的主要理由包括:首先,短期极端天气导致物价上升超预期,从而加剧通胀预期,同时物价的短期上升也提高了2010年物价的基数(翘尾因素)。其次,供需关系转变超预期,工业产出缺口已经由负转正,这一回升速度略超预期,从而导致物价超预期。第三,输入性通胀比预期略强,全球经济复苏导致全球大宗商品价格快速上涨,接近年底,大宗商品价格上涨速度明显加快,加剧了输入性通胀。但是,我仍然认为,由于食品供应充足,大宗商品难以恢复2008年的涨

势,因此,重复2008年的物价涨势可能性不大。关于今年的新增贷款,2010年新增贷款将较2009年减少,估计在7~8万亿元,货币信贷增速大约为17%~19%。

陈道富:由于受冰冻气候的影响,近期CPI的涨幅较大,但主要反映短期波动。从全年来看,如果管理的好,以CPI衡量的通胀应该不会太严重,全年平均会在3%左右,当然个别月份可能会超过这个水平。全年新增贷款、M2应都能实现预定目标,即新增贷款7~8万亿, M2同比增长17%左右。

哈继铭:我预计全年新增贷款7.5万亿判断。CPI今年会保持上涨,可能会在年中突破4%,全年则维持3%的水平。

国泰君安期货金融理财部

抢注您的吉祥号
股指期货更奇妙

抢号热线:
021-52138092 / 52138097
021-52138119 / 52138072

快速期货、证券行情 高速期货交易通道

开户地址:上海市静安区延平路121号10楼A座
咨询热线:021-52138122

活动详情:
★指定号码为80000000 80599999;
★博时日盈理财(绝对)热销可申购的定期货币基金;
★预约一个工作日后可申购的货币基金;
★集川理财账户可直接申购货币基金;
★正式开户五个工作日内入金达10万以上(含)赠送豪礼1588元彩利贺礼(现金+礼品);
★免费参加上海证券期货交易所、期货交易所举办的股指期货理论培训。