

# “准备金税”揭示加息时机?

□兴业银行 鲁政委

“五一”长假前夕,央行于年内第四次动用了准备金率工具。显然,2006年以来准备金率工具在我国货币政策中的使用频率大大超过以前;同时,2003年以来,我国也对利率四次调整。两种政策调整次数的积累,为我们对其可能存在的经验规律进行总结提供了便利。我们隐约感觉到:利率工具和准备金率工具之间,可能存在某种内在耦合关系。

基于这种推理,我们提出了一种基于利率调整的“准备金税补偿”假说,并进行了一个初步的实证检验。根据这种搭配逻辑,只要年内还存在两次或两次以上的准备金率上调机会,就至少还存在加息一次的可能,但近期加息需求并不迫切。

如影随行的利率调整与准备金率调整:2003年以来的经验观察

资料表明,2003年以来,几乎每连续提高2~3次法定存款准备金率后,央行就会至少加息一次。特别值得关注的是,在全部四次加息中,一个共同特点就是:活期存款利率始终保持不变。

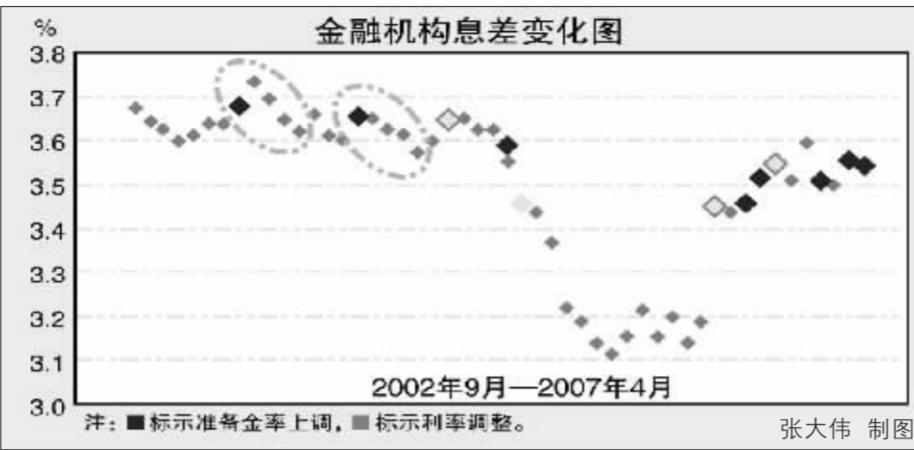
如果上述基于2003年以来货币政策执行的经验观察具有内在必然性的话,我们就至少可以得出两个推断:第一,如果今年央行上调准备金率的次数果真如我们年初所分析的,最多可能出现6~7次的话(目前似乎正在向这种趋势迈进),那么,未来就至少还存在加息一次的可能;第二,二者的如影随形,是否意味着两种政策工具之间存在某种内在耦合的机理呢?

利率与准备金率工具搭配的内在逻辑:“准备金税补偿”假说

在一个相对完善的市场经济体系中,作为流动性数量管理的准备金率工具与表示流动性松紧程度和资金价格的利率之间,应该说是有其内在有机联系的。法定准备金率上调,流动性相对收紧,一般会使资金供给相对减少,从而导致利率水平上升。

但是,在我们这样一个利率尚未完全市场化的金融体系中,货币政策在操作中也未在货币量和利率水平之间建立起有机的联动关系。因此,寻找新的更具说服力的解释显然是必要的。

正如我们前文已指出,2003年以来,历次调整利率的一个共同特点就是,活期存款利率始终维持在0.72%的水平不变。实际上,如果把



注:■标示准备金率上调,■标示利率调整。

张大伟 制图

企业活期存款和居民活期储蓄加在一起,全部活期存款约占我国金融机构全部存款的40%左右。在贷款利率不断上调的情况下,这意味着金融机构所能获得的息差在不断加大;期限错配越明显,收益就越高。——这实际上也可以在一定意义上解释,在没有流动性问题的前提下,银行中长期贷款比重不断提高的原因。同时,这还可以解释为何央行每次加息一次,银行股就上涨一次的原因。

仔细思量,上述利率结构安排,可能恰恰是央行有意选择的结果。因为,根据我们年初专题报告中已经作过分析的:给定其他条件不变,法定存款准备金率不断上调,实际上意味着金融机构担负着越来越重的“准备金税”。在此背景下,肩负着推进金融改革、改善和增加金融机构盈利能力的央行,必然会在可能的情况下,为“准备金税”提供某些补偿。相对于提高央票收益率的方式(央票招标利率的提高可能是央行“准备金税”提供补贴的一种方式)来说,维持活期存款利率不变以扩大息差显然是央行更愿意采取的、也是对央行成本最低的方式。

## 一个有待完善的实证检验

利用2003年以来的月度数据,我们尝试对上述假说进行一个实证检验。主要方法是:以法定存款准备金率、法定存款准备金利率、超储率(此处其大致等同于超额存款准备金率)、超额存款准备金利率、贷存比、贷款加权平均利率(按季度数据推算月度数据),1年期国债即期收益率、证券投资比例,计算得到金融综合收益率;以活期存款利率、1年期定期存款利率、活期存款占总存款的比例、定期存款占总存款的比例,推算出金融机构的综合资金成本;在此基础上,我们可以测算出金融机构的息差。

测算结果可以发现,2003年和2004年两次上调准备金率后,金融机构息差

准备金率调整与利率调整交错进行		
宣布时间	执行时间	政策
2003.8.23	2003.9.21	提高准备金率由6%提高至7%
2004.3.24	2004.4.25	开始实行差别存款准备金率,部分机构由7%提高到7.5%
2004.4.11	2004.4.25	普通金融机构准备金率从7%提高到7.5%
	2004.10.29	活期存款利率不变,存贷款基准利率提高0.27%
2005.3.17		单边提高房贷利率
	2006.4.28	存款基准利率不变,贷款基准利率提高0.27%
2006.6.16	2006.7.5	普通金融机构准备金率从7.5%提高到8%
2006.7.21	2006.8.15	普通金融机构准备金率从8%提高到8.5%
	2006.8.19	活期存款利率不变,存贷款基准利率提高0.27%
2006.11.3	2006.11.15	普通金融机构准备金率从8.5%提高到9%
2007.1.5	2007.1.15	普通金融机构准备金率从9%提高到9.5%
2007.2.16	2007.2.25	普通金融机构准备金率从9.5%提高到10%
	2007.3.18	活期存款利率不变,存贷款基准利率提高0.27%
2007.4.5	2007.4.16	普通金融机构准备金率从10%提高到10.5%

注:由于执行差别存款准备金率,以及在某些上调进程中一些金融机构未同步上调,截至2007年4月18日,我国金融机构实际执行着四种不同的准备金率。

随后都出现了一个明显的下滑过程,这可能显示了“准备金税”对金融机构盈利能力的影响。可能正是意识到这一点,央行才在2004年10月29日市场认为就物价因素来看已无必要加息的情况下选择了加息。但令人始料不及的是,由于在随后的2005年,流动性过剩问题开始日益显性化,导致银行证券(我们以1年期国债即期收益率表示)投资收益率大幅下降,受此拖累,金融机构息差大幅收窄,从加息时的3.6%左右一直下跌到2005年9月的3.1%左右。此后虽然有所回升,但上行乏力,最高仅在2005年11月达到了3.2%。为了改变这种对金融机构不利的息差形势,央行在房地产调控形式的配合下,2005年3月单边上调了房贷利率,但收效甚微,息差继续下落。为了从根本上改变这种态势,央行在抑制投资的形式配合下,在2006年4月选择更为有力的单边上调贷款基准利率。这一直接全面拉大息差的措施起到了立竿见影的效果,2006年4月,金融机构息差较3月大幅提升了0.26个百分点,达到了3.45%。——顺便需要说明的是,无论是2004年10月物价已过高峰、出现下落趋势情况下的“意外”加

息,还是2006年4月银行放贷愿望强烈的“意外”单边上调贷款利率,如果将其放在“准备金税补偿”假说的框架内加以理解,都会变得不再那么令人意外和难以理解了。

此次单边加息带来的息差增大,使金融机构“准备金税”承受能力明显增强。结果,此后虽两度上调准备金率,但金融机构的息差并未因此出现下降。可能已经感受到2006年4月份加息对缓解“准备金税”压力的良好效果,央行在2006年8月再次加息;而此后,央行同样在2006年11月、2007年1月和2月三次上调准备金率后,在3月份选择了加息。

2007年,在汇率升值、通胀和流动性过剩的三重压力下,准备金率政策和利率政策的使用频率、力度和搭配情况,值得高度关注。上述分析只是看待问题的一个探讨性的视角。实际上,法定存款准备金率不断提高可能给央行带来的心理压力,可能不仅是“准备金税”的问题,过高存款准备金率对商业银行资产配置多样化的制约,以及随着市场化水平不断提升,过高准备金率可能给未来货币政策转型和完善带来的困难等,都构成了央行对准备金率不断攀升的担忧。

债将要在5月下旬满足赎回条款。到5月底,如果没有新上市的转债,则上市交易的转债就只有10只,老债的投资机会渐少。因此建议老债适当减仓,尤其是快到期的老债,但西钢转债除外,应密切关注其满足赎回条款的日期。

此外,密切关注新债的上市。已经公告计划发行的转债有8家,可分离债有5家。新债上市,从一级市场的收益来看,根据前两只转债的情况,巨轮转债年化收益率为60%,韶钢转债为93%。但考虑到转债交易家数近期的迅速下滑,新债上市——资源的稀缺性,会导致投资者较高的申购热情和较高的上市溢价率,因此如果是资金申购新债,则收益率会高于前面两只转债;但如果配售获得的转债,其收益率会高于前面两只转债。

总体看,4月的转债市场最突出的特征有两点:一是多只转债满足赎回条款,存量规模进一步缩小;二是从满足赎回条款的转债的交易性机会来看,其转债的抢权行情和转股后对正股的股价压制效应均不明显。

由于目前老债的价格都偏高,风险较大,因此在已经到来的5月里建议适当减仓。同时前面已经提到,5月有4只老债:晨鸣转债、招商转债、华菱转债和华电转债将分别在5月14日、25日、31日和29日被赎回,预计西钢转债将在5月中旬满足赎回条款,天药转

债将要在5月下旬满足赎回条款。到5月底,如果没有新上市的转债,则上市交易的转债就只有10只,老债的投资机会渐少。因此建议老债适当减仓,尤其是快到期的老债,但西钢转债除外,应密切关注其满足赎回条款的日期。

此外,密切关注新债的上市。

已经公告计划发行的转债有8家,可分离债有5家。新债上市,

从一级市场的收益来看,根据前两只转债的情况,巨轮转债年化收益率为60%,韶钢转债为93%。但考虑到转债交易家数近期的迅速下滑,新债上市——资源的稀缺性,会导致投资者较高的申购热情和较高的上市溢价率,因此如果是资金申购新债,则收益率会高于前面两只转债;但如果配售获得的转债,其收益率会高于前面两只转债。

结合新债发行公司的基本面,我们更加建议重点关注以下公司的转债:中海发展、澄星股份、锡业股份。

## ■市场快讯

### 一年期央票发行利率维持不变

□本报记者 丰和

市场发行了150亿元一年期央票,收益率仍为2.976%。

一年期央票发行利率连续第六周保持不变。昨天,央行在公开

### 进出口行2年期债下周五发行

□本报记者 秦媛娜

本期金融债期限2年,为固定利率附息债券,采用单一利率中标方式发行。

三公司发短融券

□本报记者 秦媛娜

股份有限公司和三河发电有限责任公司也将分别发行5亿元和4.6亿元短融券,期限均为365天,并采用价格招标方式发行。

三只短融券信用级别均为A-1级。

## ■专家观点

### 5月债市料维持弱势盘整

□中国人保资产管理公司 张磊

排除央行继续加息的可能性,紧缩性政策预期仍将笼罩着市场。

对于金融债收益率,1~3年短期端收益率受央票利率的影响较大,在3年期央票招标利率走稳的引导下,上行幅度不大;而中长期收益率还在一定上升空间的情况下,3年期金融债收益率仍有较大的上升空间;根据利差均值回复的运动特征,我们预计中期和3年期金融债收益率的利差将趋于缩窄,长期和中期金融债收益率的利差为25bp,处于2006年以来的最低点;而7年和3年金融债收益率的利差为52bp,接近2006年以来的最高水平。银行间国债收益率曲线的走势与金融债走势有点类似,不过国债收益率的整体上行幅度要大于金融债,两者之间的利差趋于缩小。总而言之,2007年以来国债中期收益率的大幅度调整,其调整幅度要大于中期利率。

对于银行间国债收益率,一级市场的发行已成为国债收益率变化的新导向,4月份3年期和5年期国债的发行就引导了二级市场中长期收益率的大幅度调整。目前,3年期国债收益率和3年期金融债收益率差仍有较大的上升幅度,曲线的总体凸度加大。

对于银行间国债收益率,一级市场的发行已成为国债收益率变化的新导向,4月份3年期和5年期国债的发行就引导了二级市场中长期收益率的大幅度调整。目前,3年期国债收益率和3年期金融债收益率差仍有较大的上升幅度,曲线的总体凸度加大。

展望5月份,宏观经济和货币政策依旧是决定债券市场走势的主要因素,我们预计5月份债券市场仍将保持弱势盘整的格局。原因在于:一、4月29日,央行又一次上调存款准备金率,这是2007年以来的第四次上调。随着央行频繁出台存款准备金率政策,该政策的边际效应逐步递减,但连续性政策所带来的资金累积缩效将逐步显现,未来的资金面有可能产生微妙的变化;二、CPI走势仍不明朗,二季度将出现CPI年内高点,投资者仍保持观望;三、如果宏观经济仍然保持偏快增长、信贷继续反弹以及资产价格快速上涨的话,我们不

### 转债投资:关注新债 减仓老债

□海通证券研究所 联蒙珂

债将要在5月下旬满足赎回条款。到5月底,如果没有新上市的转债,则上市交易的转债就只有10只,老债的投资机会渐少。因此建议老债适当减仓,尤其是快到期的老债,但西钢转债除外,应密切关注其满足赎回条款的日期。

4月转债指数上涨了30%,成交量下降了32.1%,存量规模为71.78亿元。标的股票指数上涨了37.5%,成交量增加了17.3%。与3月相比,转债指数的走势更加弱于标的个股指数,从成交量看,4月要远低于3月,基本与1月持平。

总体看,4月的转债市场最突出的特征有两点:一是多只转债满足赎回条款,存量规模进一步缩小;二是从满足赎回条款的转债的交易性机会来看,其转债的抢权行情和转股后对正股的股价压制效应均不明显。

由于目前老债的价格都偏高,风险较大,因此在已经到来的5月里建议适当减仓。同时前面已经提到,5月有4只老债:晨鸣转债、招商转债、华菱转债和华电转债将分别在5月14日、25日、31日和29日被赎回,预计西钢转债将在5月中旬满足赎回条款,天药转

## ■汇市观察台

### 市场瞩目各央行利率决定

□胡箫箫

虽然德国周一公布的3月份制造业订单表现强劲,但是欧元的相对强势以及欧元区各国财长发表的言论并未有助于欧元兑美元的升势。相反,欧元兑美元周二小幅回落,汇价一度跌破1.3600美元,市场预计在1.3600美元区域下方涌现与主权账户相关的买盘。随后买盘推动欧元兑美元上涨。不过,目前,欧元兑美元在1.3580~1.3630美元的狭窄区间徘徊。鉴于本交易日,仅有德国公布的3月份工业产值以及美国拍卖的10年期国债受到市场关注,市场预计,汇价有效突破上述区间的可能性较低。

周二,澳元兑美元上涨近0.7%,报0.8305。先前公布的澳洲3月零售销售意外大增1.1%,提供第一季经济增长强劲基础,令投资人预期经济还会进一步增长。

周二,澳元兑欧元上涨0.5%,报1.3625。上周五,欧洲央行行长特里谢表示,欧洲央行可能在6月加息,因通胀率可能升至2%以上,这可能促使欧洲央行在7月加息。

人民币汇率中间价

5月8日 1美元 104.630 100日元 104.080 1港币 0.98417

日期 北京时间 事项

5月10日	02:15	美联储公开市场委员会公布政策声明
	19:00	英国货币政策委员会宣布利率决定
	19:45	欧洲央行公布利率决定
	20:30	美国上周初请失业金人数

5月11日 20:30 美国4月核心生产者物价指数(年率、月率)

元下跌0.2%,跌破120日元,最低至119.69。欧元兑日元最高报163.33,在上周触及的纪录高点163.60附近盘旋。

周二,澳元兑美元上涨近0.7%,报0.8305。先前公布的澳洲3月零售销售意外大增1.1%,提供第一季经济增长强劲基础,令投资人预期经济还会进一步增长。

周二,澳元兑欧元上涨0.5%,报1.3625。上周五,欧洲央行行长特里谢表示,欧洲央行可能在6月加息,因通胀率可能升至2%以上,这可能促使欧洲央行在7月加息。

人民币汇率中间价

5月8日 1美元 104.630 100日元 104.080 1港币 0.98417</p