

## 准备金提前上调，资产价格滞后于政策

——1月12日上调准备金点评

### 要点：

- 我们原先预计央行将从二季度开始提高准备金，但实际上，2007年高通胀对政策带来的压力历历在目，在保增长任务完成之后，对资产价格和通胀的担忧促使央行提前释放紧缩信号。我们认为此次准备金率上调背后蕴含着经济回升超预期等四个因素：（1）12月份出口同比增速大幅回升至17.7%，进口额高达55.9%，预计今年上半年出口增速都将保持在20%以上的较高水平，较好的出口回升形势巩固了政策保增长成果；（2）11月份工业增加值增速高达19.2%，即将公布的12月份工业增加值或已超过20%，我们判断09年四季度的GDP增速很可能已达到我们先前预期的11%水平，年末超预期的经济增长是货币调整的重要原因；（3）近两个月物价抬头较为明显，农产品价格出现大幅上升，预计12月份CPI同比增速可能已达到2%的水平，显著的通胀苗头是促使央行提前收紧货币的直接原因；（4）尽管央行目前只公布了09年10月份的外汇数据，但我们相信外资流入，基础货币膨胀趋势可能仍在继续，央行有必要采取发行央票，提高准备金率的手段对冲流动性。
- 对于未来的政策走向，我们继续坚持数量工具优先于价格的判断，升值压力使得央行上半年不具备加息的客观条件，央票、准备金仍是央行调整货币流动性的首要选项，政策可能进一步对今年的信贷规模造成负面影响。从大的资产价格周期来看，我们延续先前的观点，认为一季度是本轮资产价格上升周期的尾声，从短期走势来看，货币政策方向的调整将对市场预期造成一定冲击，但根据过去的经验，资产价格走势往往对政策存在一定的滞后性，因此，整体市场在年初仍有望延续小幅攀高格局。

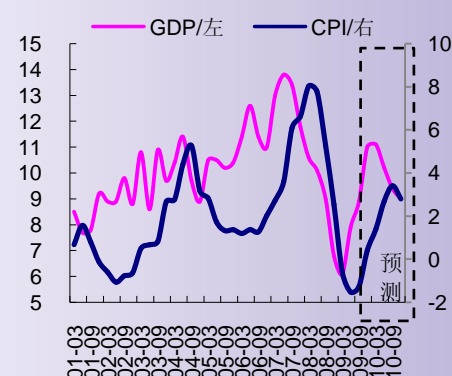
分析师

吴士金

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

GDP与CPI预测增速（季度）



行业静态、动态景气度

	2009Q3	2009Q4	2010Q1
GDP	8.9	11.0	11.1
CPI	-1.3	0.7	2.2
工业	12.4	18.0	17.6
投资	33	30.0	-
消费	15.3	18.4	19.0
出口	-20.5	0.2	21.0
进口	-11.6	22.6	40.7
M1	27.9	30.9	-
M2	28.7	27.3	-
利率	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.82

### 相关报告

2009年12月03日 2010年宏观年度报告  
《总量好治，结构难调——从西药到中医》

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 准备金提前上调，资产价格滞后于政策

我们原先预计央行将从二季度开始提高准备金，但实际上，2007 年高通胀对政策带来的压力历历在目，在保增长任务完成之后，对资产价格和通胀的担忧促使央行提前释放紧缩信号。我们认为此次准备金率上调背后蕴含着经济回升超预期等四个因素：（1）12 月份出口同比增速大幅回升至 17.7%，进口额高达 55.9%，预计今年上半年出口增速都将保持在 20%以上的较高水平，较好的出口回升形势巩固了政策保增长的成果；（2）11 月份工业增加值增速高达 19.2%，即将公布的 12 月份工业增加值或已超过 20%，我们判断 09 年四季度的 GDP 增速很可能已达到我们先前预期的 11%水平，年末超预期的经济增长是货币调整的重要原因；（3）近两个月物价抬头较为明显，农产品价格出现大幅上升，预计 12 月份 CPI 同比增速可能已达到 2%的水平，显著的通胀苗头是促使央行提前收紧货币的直接原因；（4）尽管央行目前只公布了 09 年 10 月份的外汇数据，但我们相信外资流入，基础货币膨胀趋势可能仍在继续，央行有必要采取发行央票，提高准备金率的手段对冲流动性。

图 1. 工业增加值、单季 GDP 同比增速，%

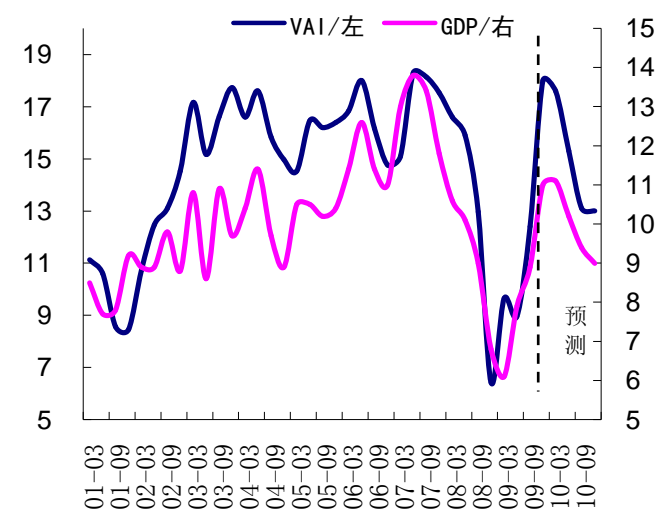
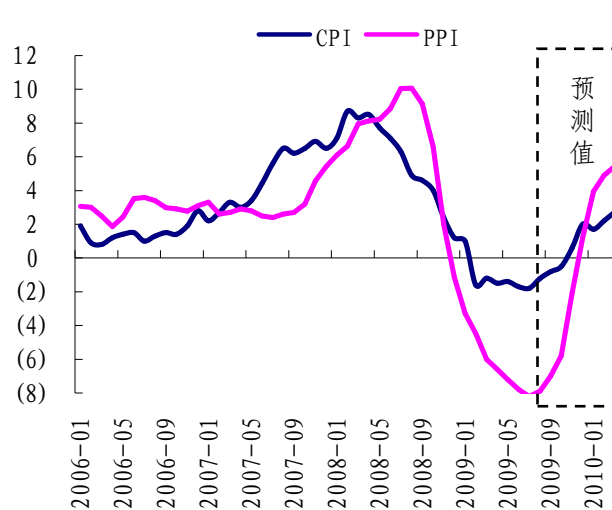


图 2. CPI、PPI 同比增速预测，%

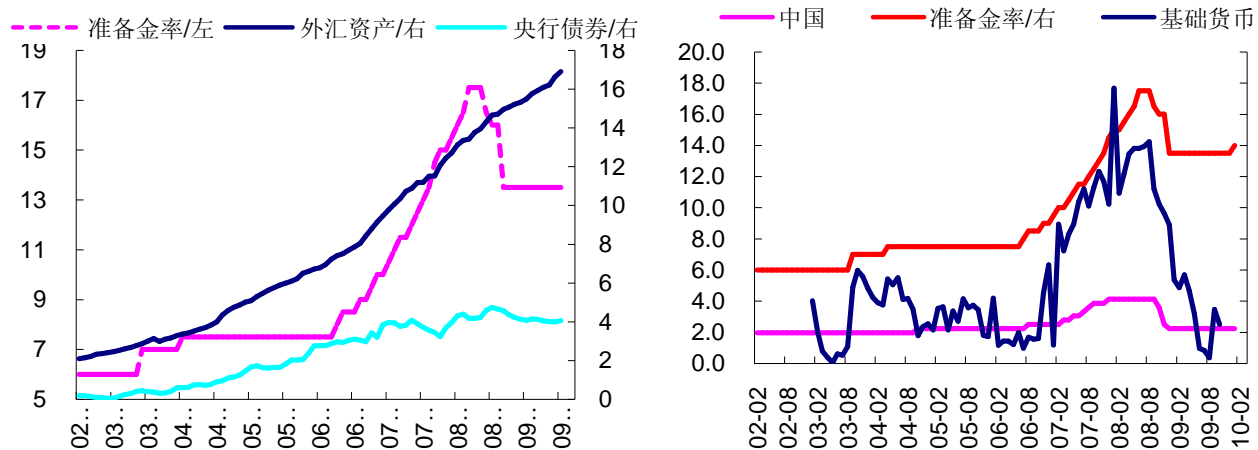


数据来源：Wind 长城证券研究所

对于未来的政策走向，我们继续坚持数量工具优先于价格的判断，升值压力使得央行上半年不具备加息的客观条件，央票、准备金仍是央行调整货币流动性的首要选项，政策可能进一步对今年的信贷规模造成负面影响。从大的资产价格周期来看，我们延续先前的观点，认为一季度是本轮资产价格上升周期的尾声，从短期走势来看，货币政策方向的调整将对市场预期造成一定冲击，但根据过去的经验，资产价格走势往往对政策存在一定的滞后性，因此，整体市场在年初仍有望延续缓步攀高格局。

图 3. 准备金率、央行外汇资产和债券同比增速，%

图 4. 存款基准利率、准备金率和基础货币增速，%



数据来源: Wind 长城证券研究所

(完)

## 研究员介绍及承诺:

**吴士金:** 男, 香港中文大学经济学硕士, 北京大学理学学士, 2008 年加入长城证券金融研究所, 任宏观、策略分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券从业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>