

## 你可以将马拉到河边，但不能逼着它喝水

### ——简评法定存款准备金率下调

事件：5月12日晚间，央行决定从5月18日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是本年度第二次下调存款准备金率。

下调后，大型存款类金融机构法定存准率为20%，中小型金融机构存准率为18%。

➤ **总体判断：**本次下调法定存准率约释放4000亿元的资金，估计央行进行正回购交易的规模将扩大以平滑各月公开市场到期资金量，R007将出现小幅下降。在目前资金面相对宽裕、经济数据不理想的环境下，本次下调存准率有“保增长”的意图，但是单纯下调存准率对实体经济影响有限，正如“你可以将马拉到河边，但不能逼着它喝水”。债市短期品种对下调存准率存在脉冲式反应，而存准率调整对长端品种收益率影响视它对基本面的影响。

#### ➤ 本次下调法定存准率的主要原因：

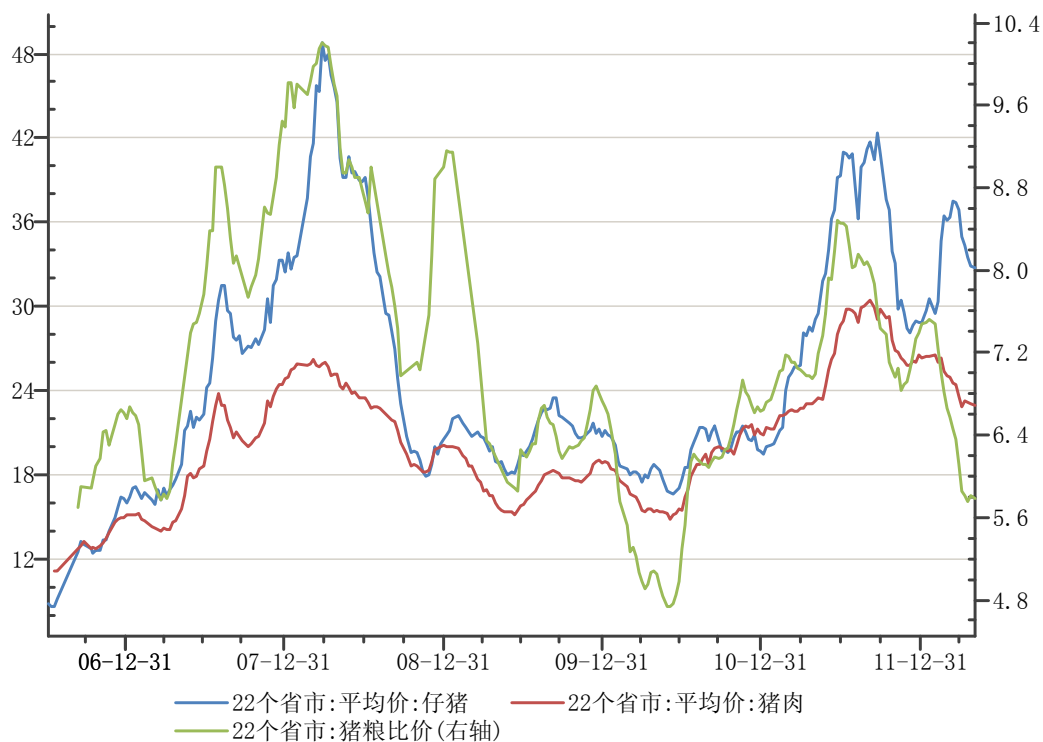
1. **未来几个月到期资金量较少，流动性压力较大。**6~12月公开市场到期资金量分别为1190亿元、710亿元、120亿元、160亿元、390亿元、1020亿元、1180亿元，到期资金量处于绝对低位，特别是8月份及9月份。本次下调存款准备金率后，估计央行会进行大量

回购操作，一方面保证 5 月份资金相对宽松，不至于流动性泛滥；另一方面将通过回购操作，将资金转移至未来几个月，以平滑未来几个月的到期资金量。

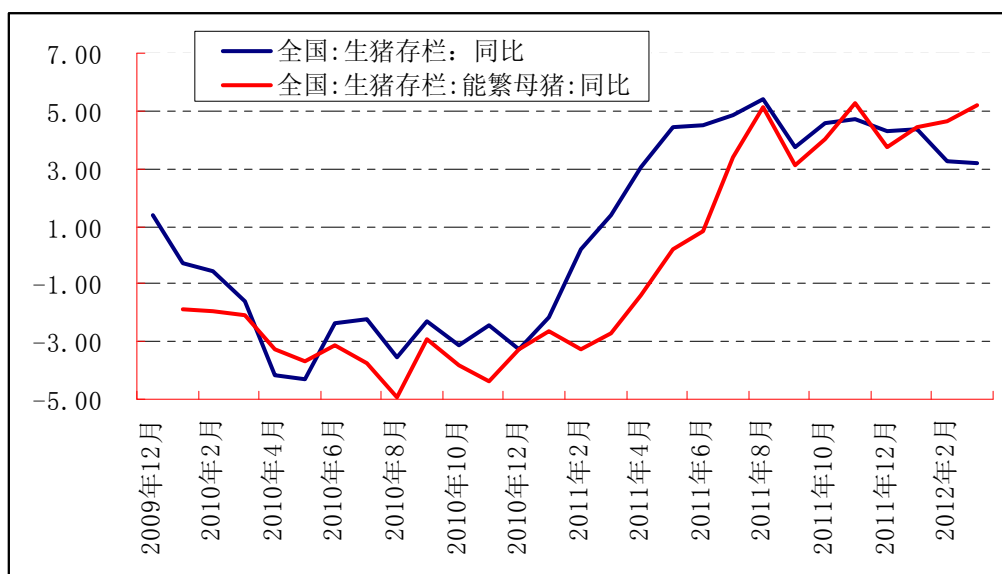
**2. 5 月中旬是 2011 年企业所得税清缴、商业银行等大型企业分红等因素影响，5 月中下旬资金压力较大，但是，5 月份第 3~5 周公开市场到期量分别仅 260 亿元、120 亿元、230 亿元。央行本次下调存准率体现了“预调、微调”的操作策略。**

**3. CPI 同比增速处于趋势性下降过程中。**4 月份 CPI 同比涨幅为 3.4%，环比为 -0.1%，而 3 月份 CPI 同比及环比分别为 3.6% 及 0.2%。由于猪肉价格在春节后持续回落及 CPI 翘尾因素大幅下降为下调存款率提供了契机。5~11 月份翘尾分别约为 1.8%、1.5%、1.0%、0.7%、0.2%、0.1%、0.3%，估计 6 月份 CPI 同比涨幅将降至 3% 以下。预计 CPI 涨幅在二、三季度还会缓步向下，四季度可能小幅回升。

从猪的养殖周期看，大约 4 年左右为一周期，估计 2013 年下半年开始猪肉价格将出现反弹回升。



数据来源:Wind资讯



**4. 经济运行不理想。**5月11日公布的宏观经济运行数据表明中国经济仍然在低位徘徊。

**(1) 国内需求出现不足。**反映社会总需求的社会融资总量规模大幅下降,4月份社会融资规模为9596亿元,同比下降约30%。4

月份 M2 同比增长 12.8%，比 3 月份低 0.6 个百分点。社会消费品零售总额同比增速为 14.1%，为近 5 年以来 4 月份增速最低值。

**(2) 投资规模下降。**前 4 个月，固定资产投资完成额累计同比持续下降至 20.2%，为 2003 年以来的最低水平；4 月份固定资产投资完成额经季节性调整后的环比仅为 0.77%，表明国内投资增速在下滑。4 月份新增贷款较 3 月份大幅回落至 6818 亿元，同比下降约 7.8%。并且，新增贷款中长期占比仅约为 28%，表明企业对未来经济仍然比较谨慎，不敢进行中长期投资。

➤ **主要影响：**

**1. 银行间回购利率 R007 可能小幅下降。**事实上，上周开始，R007 已出现大幅下降，5 月 11 日，R007 降至 3.19% 左右，较 4 月底已下降了约 59BP。2000 年以来，R007 月度均值比 1 年期定存基准利率平均低 20BP 左右，因此，据此推算目前 R007 均衡利率为 3.2%~3.3% 左右。

从当前资金面及 R007 走势看，目前资金面实际上是比较充裕。4 月份资金面呈现出资金回购利率居高难下、但是从实际操作角度感觉资金比较宽裕、融入比较容易的特征，这可能与资金分布结构及对 5 月资金供给不佳的预期有关。

**2. 为保证流动性相对稳定，5 月份正回购规模将加大。**按照央行正回购操作惯例，一般在周四进行 91 天正回购，并且每次规模在 200~300 亿元，而 28 天正回购一般在周二进行。央行可以通过 7 天

或 28 天正回购滚动操作平滑各期公开市场到期资金量。

### 3. 对债券市场的影响。

**(1) 从短期看，债市对存准率调整呈脉冲式反应。**从最近两次下调存准率对债券市场的影响看，从下调存准率公告日至实施日之间，各关键期限品种收益率下降在 10BP 以内，然后快速回调，并且基本呈现低评级品种收益率下降幅度较大。但是，中长端产品收益率下降的幅度相对较少。

**(2) 从长期看，债市主要受基本面影响。**央行此时下调存准率，意在向市场释放流动性，从而改善企业融资环境，降低企业融资成本，助推中国经济企稳。因此，从趋势上看，债券市场收益率将走高。

从刚刚发布的 4 月份经济数据看，无论是外贸、投资还是信贷、货币供应量，都比市场预期的要低。因此，此时下调存准率最主要的意图在于助推经济企稳回升。但是，在经济萧条时，扩张性政策正如弗里德曼说的“你可以将马拉到河边，但不能逼着它喝水”，短期内仅下调存准率对刺激经济增长的作用有限。

撰稿：宋球红