



央行上调存款准备金率 1%，年内加息概率降低

2007 年第 43 期 总第 188 期

2007 年 12 月 10 日

中汇银研究部

研究员

韦瑶瑶 010-58938787-806

weiyaoyao@bondcenter.cn

最新报告

- ◆ 加息步伐放缓 债市或有喘息机会
- ◆ “双防止”明年调控力度或将加大

订阅价格

全年 2800 元 半年 1500 元

与我们联系

电话: 8610-5893 8787

Email: research@bondcenter.cn

地址: 北京市海淀区万寿路

乙 15 号东楼 1515 室

邮编: 100036

<http://www.bondcenter.cn>

本期摘要

- ▶ 中央经济工作会议明确提出“明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策”。这是 10 多年来我国首次提出要实施从紧的货币政策，此前的提法一直是稳健以及稳中从紧。货币政策表述方法的变化耐人寻味。我们认为，这传达了决策层对当前经济运行中存在的物价持续上涨、货币信贷增长过快等突出矛盾和问题的高度关注，明年政策将着重解决这些矛盾和问题。
- ▶ 中央经济工作会议再次强调“要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务”，再次表明国家决策层对通胀问题的关注。同时，国家决策层把今年物价上涨定性为“结构性”上涨也意味着在抑制物价方面，加大对农业扶持力度，以稳定粮食价格、通过转移支付等手段调节收入分配，降低物价上涨给低收入家庭带来的影响，以稳定通胀预期等财政、产业政策应该有更大作为。
- ▶ 本次上调存款准备金率打破原有节奏，一次上调 1 个百分点，预计将一次性冻结资金 4000 亿。央行加大存款准备金率的上调力度一方面说明下周统计局即将公布的 11 月宏观经济运行数据仍不容乐观，另一方面说明央行对当前经济形势判断从紧，未来货币政策紧缩力度将比之前加大。对于后续紧缩政策，我们认为，在美联储进入降息周期挤压央行加息空间、中国连续加息使经济“硬着陆”风险加大的背景下，央行更倾向于用数量政策和汇率政策来对经济进行调控。央行加大存款准备金率上调力度使年内加息概率降低，下一次加息或将延至明年。
- ▶ 央行在第三季度货币政策执行报告中指出，下一阶段要逐步发挥特别国债的对冲作用，加大对冲力度。从 9 月开始，正回购在央行公开市场操作中的地位不断上升，截至本周末，央行通过正回购操作共回笼流动性 3035 亿元。对于此次发行的 7500 亿特别国债，预计以特别国债为抵押进行正回购或仍将是央行主要的操作模式。

第一部分 宏观要闻

中央经济工作会议：明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策

中央经济工作会议 12 月 3 日至 5 日在北京举行。会议指出，明年要完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的势头。要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。**明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。**加强粮食、食用植物油、肉类等基本生活必需品和其他紧缺商品的生产，加强市场监管，及时完善和落实因基本生活必需品上涨对低收入群众的补助办法。

会议指出，实现明年经济工作的目标和任务，必须坚持稳中求进，坚持好字优先，坚持改革开放，坚持以人为本。在工作具体部署上，要把发展现代农业、繁荣农村经济放在社会主义新农村建设的首位，控制固定资产规模和扩大消费需求，加快转变经济发展方式和结构调整，做好节能减排和产品质量安全工作，保持物价基本稳定，加快推进以改善民生为重点的社会建设，深化经济体制改革、提高对外开放水平，推进行政管理体制和政府自身建设。

- 在宏观调控政策方面，今年的经济工作会议延续了 2007 年经济工作会议的基本指导思想，但针对今年经济中出现的新情况和新问题，中央经济工作会议有了一些新提法和新部署，值得我们仔细揣摩。
- 一是财政政策和货币政策从“双稳健”变为“一稳”一“松”。中央经济工作会议明确提出“明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策”。这是 10 多年来我国首次提出要实施从紧的货币政策，此前的提法一直是稳健以及稳中从紧。货币政策表述方法的变化耐人寻味。我们认为，这传达了决策层对当前经济运行中存在的物价持续上涨、货币信贷增长过快等突出矛盾和问题的高度关注，明年政策将着重解决这些矛盾和问题。
- 货币政策从“稳健”转向“趋紧”发出强烈的政策信号。明年货币政策将从以下几方面加大紧缩的力度：一是进一步加大数量型政策回收流动性的力度。存款准备金率仍会进一步上调，发行央票、正回购等公开市场操作力度或将加大，特别国债在央行政策中也将扮演更加重要的角色。二是进一步加强汇率政策在宏观调控中的作用。人民币升值幅度将加快，以缓解外汇占款快速增长带来的流动性过剩压力。三是严格控制商业银行信贷规模。除了继续对商业银行进行“窗口指导”外，从目前情况看，此前市场传闻的明年商业银行新增贷款额度由年度控制转为季度控制也大为可能。四是继续加息。国际粮食价格居高不下、国内能源价格面临改革等一系列因素决定明年我国仍面临较大的通胀压力。为扭转负利率现象，央行仍可能继续加息。
- 二是“一防“变”双防”。今年 7 月 26 日召开的政治局会议提出，要把遏制经济增长由偏快转为过热作为宏观调控的主要任务。中央经济工作会

议以及 27 日召开的中共中央政治局会议均提出，“要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务”。“一防”变“双防”再次表明国家决策层对通货膨胀问题的关注。同时，国家决策层把今年物价上涨定性为“结构性”上涨也意味着在抑制物价方面，加大对农业扶持力度，以稳定粮食价格、通过转移支付等手段调节收入分配，降低物价上涨给低收入家庭带来的影响，以稳定通胀预期等财政、产业政策应该有更大作为。

- 三是经济发展目标从“又快又好”、“又好又快”等转变为“好字优先”，表明决策层更注重经济发展的质量。按照“好字优先”发展目标，明年政策的重点还包括：一是加大财政政策对农产品的补贴力度，增强农业的基础地位，提高农民生活水平；二是综合运用财政政策和产业政策，继续限制“两高一资”产品生产，加大节能减排力度；三是运用转移支付等手段调节居民收入分配，同时加大财政用于社会保障体系方面的支出，增加居民可支配收入，以刺激内需，改变我国主要依靠投资与外需拉动经济增长局面，促进经济健康发展等。

央行一次性上调存款准备金率 1 个百分点

中国人民银行 8 日宣布，从 2007 年 12 月 25 起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。此次调整后，普通存款类金融机构将执行 14.5% 的存款准备金率标准，该标准创 20 余年历史新高。

与今年以来历次均上调 0.5 个百分点不同，此次上调 1 个百分点，力度明显加大。央行指出，此次上调旨在贯彻中央经济工作会议确定的从紧货币政策要求，加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长。

- 本次上调存款准备金率打破原有节奏，一次上调 1 个百分点，预计将一次性冻结资金 4000 亿。央行加大存款准备金率的上调力度一方面说明下周统计局即将公布的 11 月宏观经济运行数据仍不容乐观，另一方面说明央行对当前经济形势判断从紧，未来货币政策紧缩力度将比之前加大。
- 对于后续紧缩政策，我们认为，在美联储进入降息周期挤压央行加息空间、中国连续加息使经济“硬着陆”风险加大的背景下，央行更倾向于用数量政策和汇率政策来对经济进行调控。央行加大存款准备金率上调力度使年内加息概率降低，下一次加息或将延至明年。

7500 亿特别国债定向发行

4 日，财政部发布通知称，将于本月 11 日通过全国银行间债券市场面向中国农业银行发行 7500 亿元特别国债。本期债券为 15 年期固定利率附息债，可以上市交易，票面利率为 4.45%。本期国债利息每半年支付一次，起息日为 2007 年 12 月 11 日，兑付日为 2022 年 12 月 11 日。

此前，财政部曾在今年8月29日向农行发行了6000亿元特别国债，央行通过公开市场操作从农行买入了当期国债。之后，财政部又直接面向市场实际发行了1739.1亿元特别国债。如果算上即将发行的7500亿元，财政部通过发行特别国债的筹资额将达到15239.1亿元，距离1.55万亿元计划额仅差260.9亿元。

- 从发行方式看，预计第七期特别国债将与首期特别国债类似，采取“借道”农行的方式，最终由央行从农行手中买入，再根据宏观经济形势择机向市场卖出，不会对市场带来直接冲击。
- 央行在第三季度货币政策执行报告中指出，下一阶段要逐步发挥特别国债的对冲作用，加大对冲力度。从9月开始，正回购在央行公开市场操作中的地位不断上升，截至本周末，央行通过正回购操作共回笼流动性3035亿元。对于此次发行的7500亿特别国债，预计以特别国债为抵押进行正回购或仍将是央行主要的操作模式。
- 无论央行未来在公开市场上投放的频率和数额如何，7500亿特别国债的存在，仍将给收益率曲线的长端带来一定的压力。目前趋稳的长债收益率仍将面临波动。

周小川：避免矫枉过正导致超调

央行行长周小川日前撰文指出，如果经济中有明显泡沫，是早晚要出问题的。在诊断具体问题并给出处方时，周小川认为要尽可能避免矫枉过正而导致的超调，避免给下一次危机埋下导火索。

周小川表示，如果经济体制或经济政策中有错，迟早必被纠正，这是市场经济运行的客观规律。美国次贷债券市场是比较明显的案例。不符合条件、没有足够偿还能力的人可以获得超量房贷，所隐含的风险隐患迟早要暴露。如果经济中有明显泡沫，也是早晚要出问题的。

周小川认为，处理问题时，要提高灵活性和适应性。也许更为重要的是，要保持理性态度，及早发现风险隐患并有所预防。发展中国家防范和应对危机要求提高对本国货币、市场和对中央银行的信心。保持币值稳定、实行灵活的汇率、保持本国货币兑换上的信心、提高经济应对各种冲击的适应性。

- 2008年世界经济增速可能放缓，将对我国出口产生不利影响。从国内情况看，一方面上游生产资料价格不断上涨加大了企业生产成本，另一方面国内物价持续上升使内需难以启动。同时，央行严控信贷以及5次加息大大增加了企业融资的成本，这些因素给我国大多数本小利微的制造企业带来了致命的打击。周行长“避免矫枉过正导致超调”的表态表明央行对经济出现拐点的担忧，未来加息政策将慎之又慎。

发改委：11月食品价格上涨

发改委7日发布消息称，11月监测的主要商品价格总体有所上升，部分商品价格有所回落。

11月食品价格仍有所上涨。其中，蔬菜价格比上月上涨10.34%，位居食品类价格涨幅前列。其次是食用油价格。集市散装豆油、菜籽油和5升桶装花生油零售价格分别比上月上涨9.24%、8.41%和4.59%。11月猪肉、牛、羊肉价格继续上涨，分别比上月上涨2.88%、2.52%和4.13%。

另外，11月主要能源价格稳中有升。煤炭、石油等价格小幅上涨。钢材、主要化工产品、化肥价格继续小幅上涨。而有色金属价格有较大幅度的回落。

- 从目前情况看，11月份经济数据不容乐观，CPI很有可能超过10月份的6.5%再创新高。随着经济数据公布日期的临近，市场加息预期再起，或在数据公布前后达到顶点。但就算11月CPI再创新高，央行也未必加息。一是因为12月美国降息可能性加大、英国降息，挤压了央行加息的空间，二是连续加息对经济的负面影响正在逐渐显现。在这种情况下，央行将更偏好采用汇率政策和包括上调存款准备金率在内的数量型货币政策来解决流动性过剩带来的系列问题。

英国央行降息25个基点 欧洲央行决定暂时维持利率不变

英国央行12月6日将主要利率下调0.25个百分点，至5.5%。英国央行指出，金融市场环境日益恶化，“家庭和企业信贷供应趋紧”，可能危及经济增长，让通胀率远低于英国央行设定的2%的目标。尽管英国央行仍然担心通胀率在未来数月可能上升，但它认为，更广泛经济领域面临的风险，证明放宽货币政策是正确之举。

同一天，欧洲央行决定维持基准利率4%不变。

第二部分 公开市场操作

本周央行公开市场操作概要

央行公开市场操作一览（12月03日~12月07日）

名称	招标时间	期限	金额(亿元)		参考收益率(%)	
			本周	同比上周	本周	同比上周(bp)
07 央行票据 130	星期二 12-05	1 年	200	100	3.9933	0
正回购	星期二 12-05	1 个月	20		3.3	
07 央行票据 131	星期四 12-07	3 年	170	70	4.47	0
07 央行票据 132	星期四 11-29	3 个月	30	-10	3.3662	5
正回购	星期四 11-29	1 个月	200		3.3	
回笼合计	--	--	620	-410		
到期央票	--		380	80		
到期正回购			640	600		
到期合计	--		1020	680		
净投放	--	--	400	1090	--	--

资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

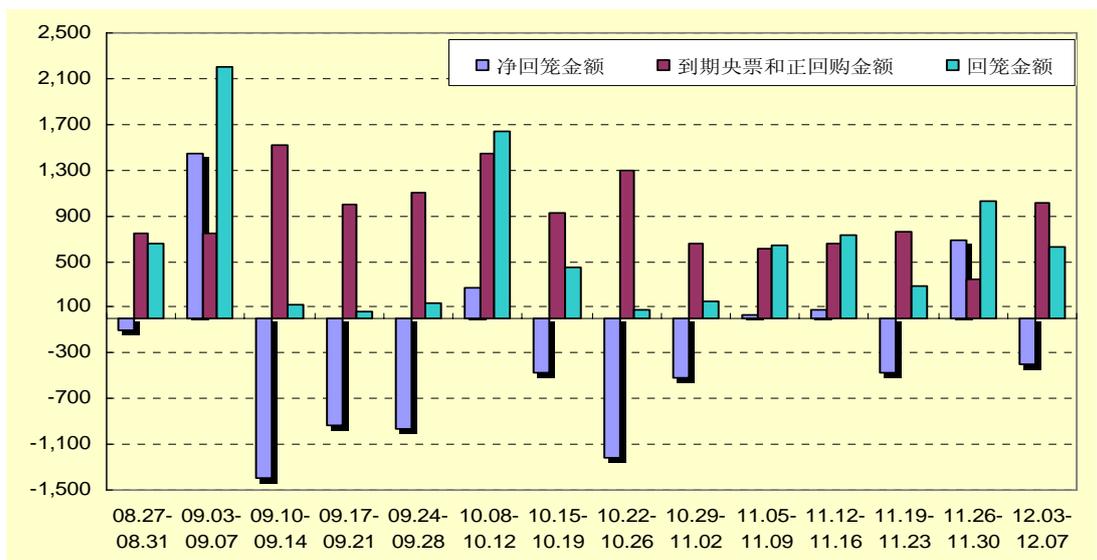
周二，央行公开市场操作发行 200 亿元一年期央票，20 亿元 1 个月正回购，周四发行 170 亿元三年期央票，30 亿元 3 个月央票，200 亿元 1 个月正回购。

本周到期央票为 380 亿元，到期正回购 640 亿元。本周央行公开市场操作净投放资金 400 亿元。

央行公开市场操作净投放资金

本周到期央票和正回购共 1020 亿元，比上周增加 680 亿元。央行公开市场操作共发行 400 亿央票，220 亿正回购，净投放资金 400 亿元，缓解了本周因新股申购市场资金面的紧张情况。

近期央行公开市场操作资金量情况（单位：亿元）

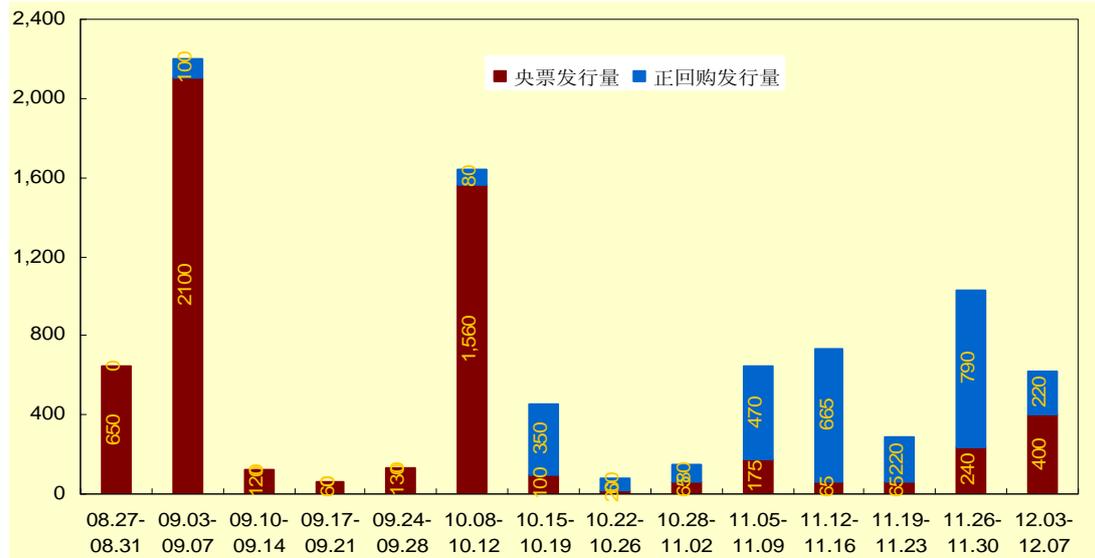


资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

三个月央票发行利率上行

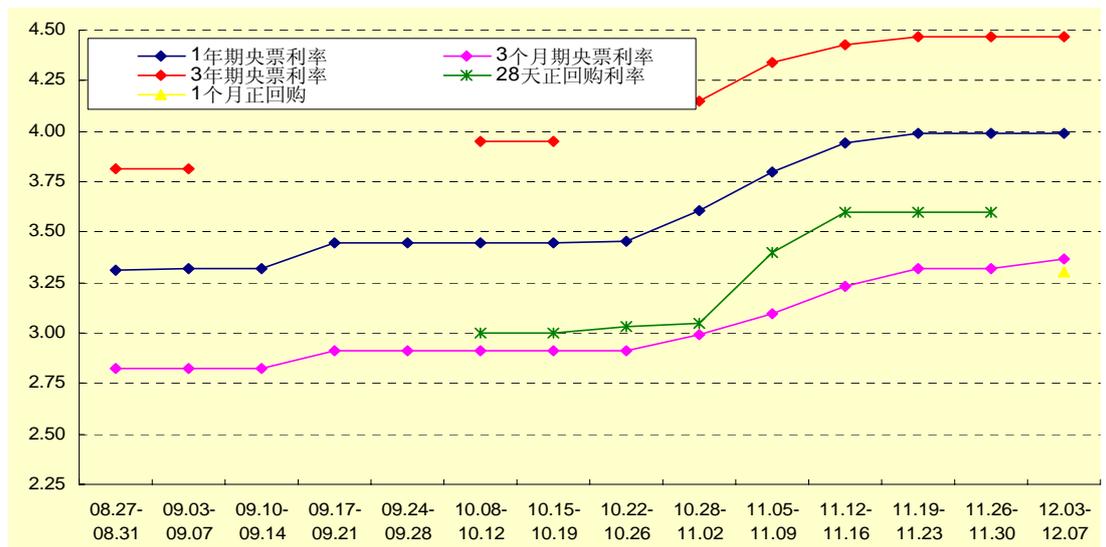
本周除三个月央票外，各期央票与正回购利率均与上周持平。三个月央票发行利率上行 5bp, 达到 3.3662% 的水平。主要原因是近期新股申购频繁，市场短期利率上升速度较快，导致三个月央票一、二级市场利差扩大。本周三个月央票发行利率小升缩小了其、二级市场利差。

近期央行公开市场操作品种结构 (单位: 亿元)



资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

近期央行公开市场操作主要品种利率 (单位: %)



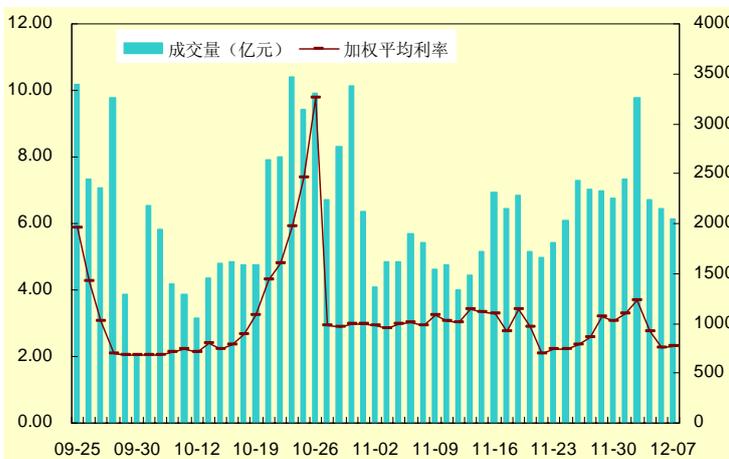
资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

第三部分 货币市场

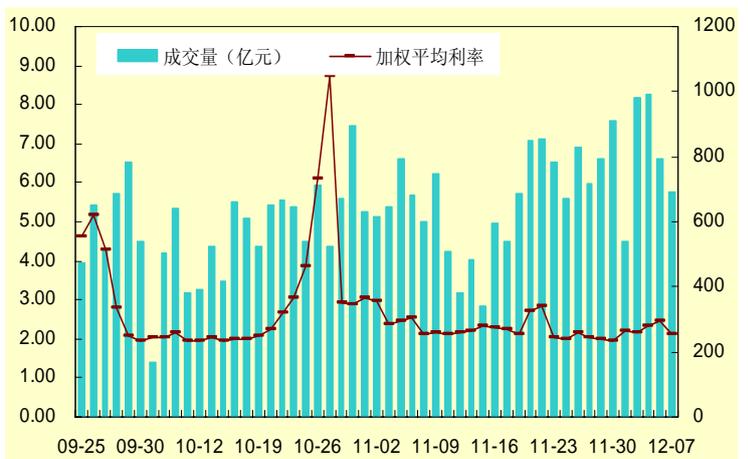
本周货币市场概要

本周，银行间同业拆借成交 713 笔，总计 4130.77 亿元，与上周 3787.71 亿元相比增加了 9.06%；质押式回购成交 2154 笔，累计 12134.07 亿元，与上周 11388.33 亿元相比增加了 6.55%。本周信用拆借加权平均利率为 2.2380%，与上周 2.0640%相比上涨了 0.1740 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.9592%，与上周 2.6986%相比上涨了 0.2606 个百分点。在交易品种方面，同业拆借以 IB0001 成交量为最大，所占份额达到 86.06%；债券质押式回购以 R001 品种的成交金额最大，所占份额达到 52.16%。

近期银行间质押式回购交易情况

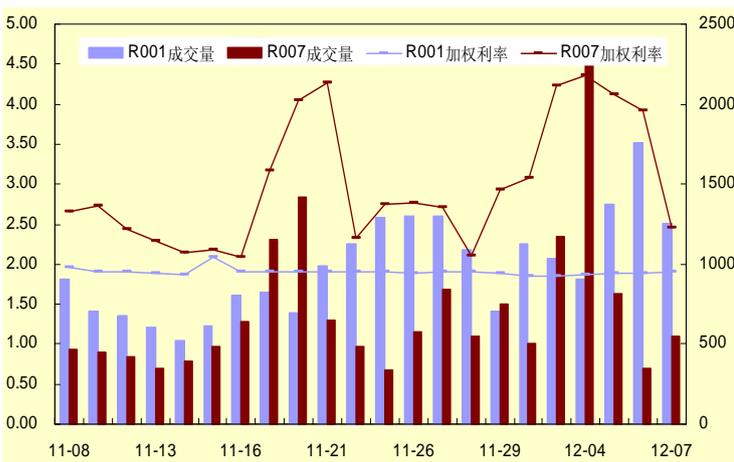


近期银行间拆借交易情况

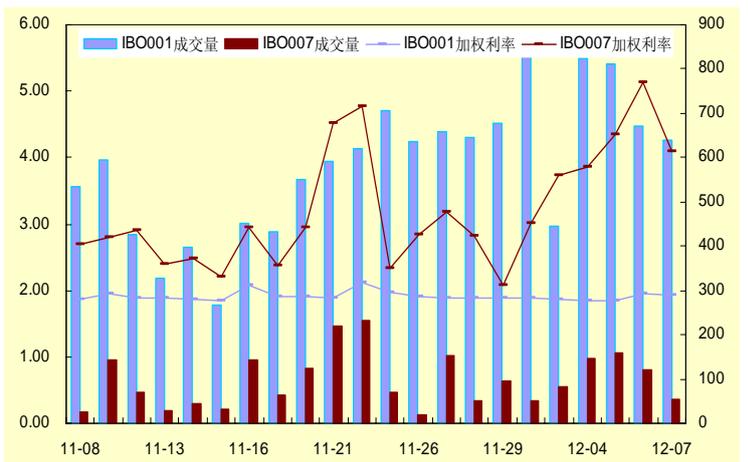


资料来源：中国货币网，中汇银研究部

近期银行间质押式 1 天、7 天回购交易情况



近期银行间同业拆借 1 天、7 天品种交易情况

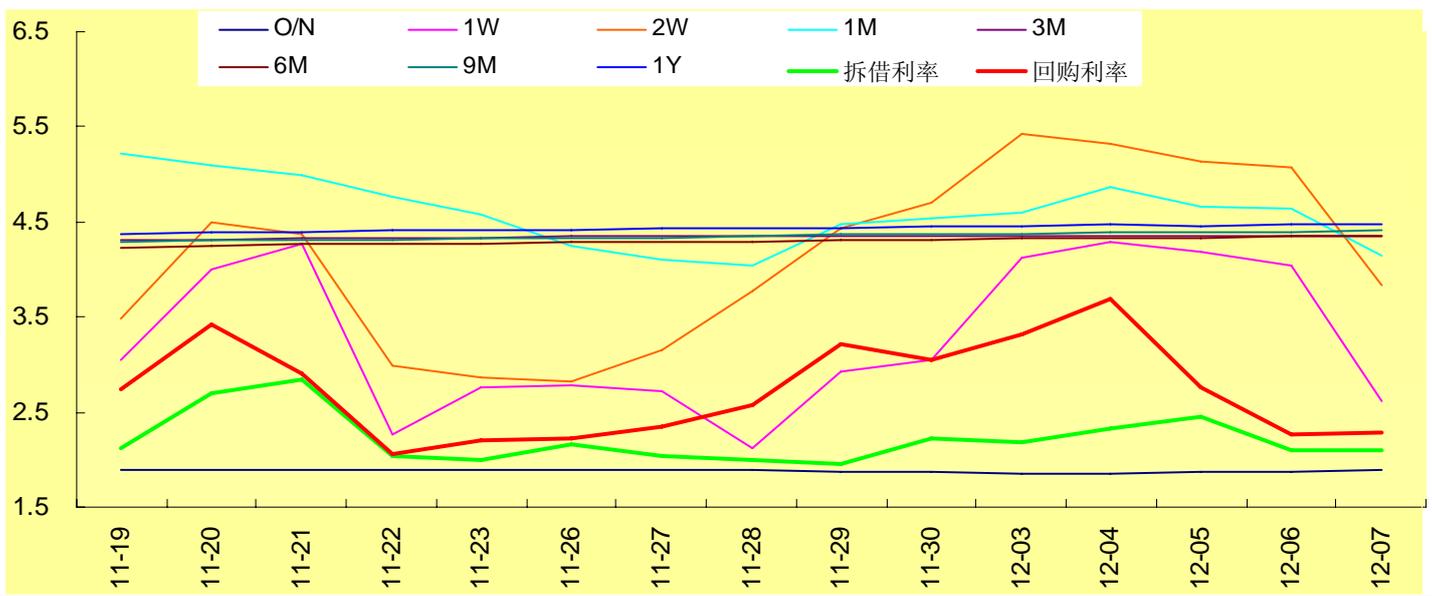


资料来源：中国货币网，中汇银研究部

SHIBOR 与 货币市场利率走势

本周中海集运、国投新集两只大盘股新股申购发行。由于最近股市震荡，打新收益受到影响，此次大盘股发行对市场资金的吸引力稍欠，申购并为给市场造成严重的资金紧张气氛，隔夜等短期资金利率波动不大。但下周太平洋保险 IPO，拟筹集资金 450 亿元，另外还将有东晶电子等多个小盘股申购发行，与 IPO 日期相近的 7 天、14 天等较长期限资金利率上升幅度较快。

SHIBOR 与 货币市场利率走势图



资料来源：中国货币网，中汇银研究部

SHIBOR 与 货币市场利率表

期限 日期	O/N	1W	2W	1M	3M	6M	9M	1Y	拆借利率	回购利率
12-03	1.8468	4.1335	5.4214	4.6047	4.3527	4.3252	4.3806	4.4522	2.1725	3.3101
12-04	1.8517	4.2877	5.3145	4.8627	4.3515	4.3311	4.3854	4.4654	2.3314	3.6806
12-05	1.8720	4.1806	5.1462	4.6646	4.3522	4.3405	4.3913	4.4636	2.445	2.7533
12-06	1.8760	4.0401	5.0773	4.6447	4.3533	4.3463	4.3968	4.4654	2.0981	2.2674
12-07	1.8973	2.6161	3.8276	4.1427	4.3472	4.3533	4.4030	4.4697	2.0955	2.2951

资料来源：中国货币网，中汇银研究部

第四部分 债券市场

债券发行

本周票据发行情况

序号	债券名称	实际发行量 (亿元)	付息方式	票面利率 (%)	期限	发行价格 (元)	参考收益率 (%)
	合计	316					
1	2007年北京市国有资产经营有限责任公司第一期短期融资券	10	利随本清	6	1年	100	
2	2007年记账式(十九期)国债	300	贴现式		3个月	99.203	3.2313
3	上海医药(集团)有限公司2007年(第二期)短期融资券	6	利随本清	6.4	1年	100	

资料来源：中国债券信息网，中汇银研究部

银行间现券交易

本周，银行间市场现券交易结算 1702 笔，比上周 1934 笔增加-232 笔，交割面额 4102.9426 亿元，比上周 5181.0084 亿元增加-1078.0658 亿元。日均结算 340.4 笔、820.58852 亿元。

本周有 353 只债券发生了结算。各品种交割额分别为：国债 896.974 亿元/30 只，政策性银行债 764.3066 亿元/84 只，央行票据 1775.5524 亿元/56 只，商业银行债 56.6455 亿元/9 只，企业债 74.095 亿元/25 只，短期融资券 515.0691 亿元/148 只。

央票和国债是本周现券交易结算的主体部分，结算量分别占本周现券交易结算量的 43.28%和 21.86%。其次是金融债和短期融资券，分别达到占比 18.63%和 12.55%。

股市波动加大，基金保险公司等机构债券持有量上升

中央国债登记结算公司发布的统计月报显示，11 月份，债市托管量增加了 23.26 亿元，扭转了前两个月托管量净减少的局面。

从债券持有者结构来看，特别结算会员、保险机构、基金等机构的托管量增加，而商业银行、信用社的托管量则大为减少。其中，基金托管量增加了 325.18 亿元，9、10 两个月分别为 76.81 亿元、-21.20 亿元，其中非央票债券的托管量增加了 229.44 亿元，前两个月均不到 140 亿元。

交易员表示，在股市波动较大的情况下，基金包括社保基金以及保险公司等均加大了对债市的配置。

国家鼓励中小企业联合发债

国家发改委 6 日发布的《关于促进产业集群发展的若干意见》提出，今后将开展以产业集群中小企业发行集合式企业债券等方式进入资本市场，这将让部分中小企业融资难的压力暂时得到缓解。

在我国债券发行结构中，国债和金融债占有绝对比重，企业债券比重很小，且绝大多

数是大型国有企业债券，单个的中小企业想通过发行企业债券募集资金较难。捆绑发债的方式，打破了只有大企业才能发债的惯例，开创了中小企业新的融资模式。