

让货币流向该去的地方

——央行387号文点评

俞平康
首席经济学家
0755-82492303
yupingkang@htsc.com

研究员：杨斌
执业证书编号：S0570513030001
电话：(0755)8277 6426
E-MAIL: yangbin@htsc.com

联系人：孙峥
电话：(0755)2388 4615
E-MAIL: sunzheng@htsc.com

相关研究

投资要点：

- ◆ **事件：**央行近期下发387号文指出，2015年起将非存款类金融机构存款纳入存款统计口径；新纳入存款口径的存款包括证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放；上述存款应计入准备金交存范围，适用的存款准备金率暂定为零。上述存款的利率按照市场化原则协商而定。
- ◆ **存贷比约束有所放松，货币正流向该去的地方。**从387号文来看，非存款类机构同业存款纳入存款口径，显著放大了贷存比分母，对于目前贷存比相对较高的部分城市商业银行及股份制银行形成利好，可贷资金显著增多。可其实我们今年也看到了定向降准、SLF/MLF等政策对于银行的输血，但似乎央行想让资金流向中小企业的愿望始终没能成行，387号文也许为我们提供了一条新路径。我们一直强调货币堰塞湖概念，间接融资渠道不畅是经济周期下行阶段银行体系风险偏好收缩与信贷需求收缩的双重作用效果。但仔细的去分析，在这种房地产产业链过剩的情况下，事实上实体经济中尚存在创造信贷需求的供需端，那就是中小银行和中小企业，二者由于风险偏好相似因此存在撮合信贷的条件，问题在于中小银行揽储能力较弱，多是依靠大型商业银行的同业存款支撑中间业务的营收来维持经营，那么387号文放宽存款口径后，一方面大型商业银行向中小银行进行同业存款的动力不减，另一方面中小银行也有了更多的资金进行信贷的操作，因此货币或许正在流向该去的地方。
- ◆ **存款口径调整或难触发大规模监管套利。**市场解读存款口径调整将激励商业银行多做同业存款以利用非存款类金融机构存款暂不缴纳存准的便利，短期来看部分风险偏好较高的城商行和股份制银行确实动机较足，原因很简单就是这些机构在一般存款争夺中处于劣势。但中期来看有三因素制约套利行为的大规模出现，一是同业存款在利率期限及利率水平上波动性较大，银行风控体系对此有规避情绪；二是非银机构通道费用抵消套利空间；三是同业存款增加推升银行端负债成本，商业银行“不交存准中获得的收益”与“存款整体利率上涨中出现的损失”很难界定，若一般存款与非银存款的加权利率上涨过快，商业银行可能会对非银存款形成倒逼，这与之前大型商业银行在对抗各类宝宝类产品们的逻辑一致。
- ◆ **表外向表内腾挪，利率市场化又进一步。**由于经济系统内的资金归集于商业银行，387号文此举将实现利率重心向银行体系的转移，为银行与非银机构利率的并轨做好铺垫，值得留心的是387号文中提出表内的同业存款利率由市场化途径决定，这事实上将表内的一部分利率提前市场化了。我们发现在今年经济下行压力不断加大的条件下，利率市场化的步骤并未减慢，存款保险制度、上调存款利率上浮区间等货币政策以及围绕打破刚兑的43号文、银行理财监管办法等政策都在稳步推进，因此今年出现的一些宽松政策甚至无法做出十分确定的宽松倾向的解读，就是因为宽松政策本身往往伴随着利率市场化改革的政策一并成型，而在利

率市场化的过程中利率中枢还存在上行的空间。

- ◆ **全面降准政策继续雪藏。**我们在前期强调了降准政策尚未出现的两大因素，一是资本市场暴涨局面还有待缓解，资产价格泡沫在迅速膨胀；二是近期人民币汇率贬值压力有所加大。但另一方面，实体经济物价、工业企业利润等数据暗示经济确实有宽松需要，387号文显性放松存贷比的举措可能给银行提供了一定的可贷资金，因此降准政策一定程度上被替代了，继续雪藏的可能性增大。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码: 210000

电话: 8625 84457777/传真: 8625 84579778

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82492388/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn