

加息的时间之窗或在6、7月份闪现 ——二季度宏观经济政策趋向研判

核心观点:

- **政策退出谨慎而温和，宏观经济政策“稳中有调”。**2010年一季度以来，围绕“稳增长、管（通胀）预期、调结构”的目标，政策退出保持谨慎，宏观经济政策在保持主基调不变的同时，已着手“微调”。积极的财政政策力度没有明显加大，货币政策主要倚重数量型工具进行“预调”和“微调”。宏观经济政策将呈现“宽财政、紧货币”的格局。
- **积极的财政政策贯穿全年，但刺激力度并未加大，更突出“调结构”。**正如我们在《2010年宏观经济政策展望》所做的预测，无论是从赤字规模还是从政府公共投资的规模看，今年的刺激增量均大大小于2009年。作为“四万亿投资计划”的最后一年，全年经济有望高速增长，重心转向调结构。
- **货币政策方面，全年不加息仍为大概率事件，但6、7月份或“闪现”加息的时间之窗，人民币升值与加息相联动。**我们维持2010年宏观年报的观点，即，综合考虑全年的经济增长率、通胀水平以及国内和国际经济环境等因素，全年不加息的可能性仍然较大，货币当局进行货币政策操作主要倚重数量型工具。但由于二季度末（或七月份）将迎来GDP和CPI高点的“双碰头”，加息的时间之窗将在此刻“闪现”，若加息，仅加一次；若彼时不加息，则基本断定全年不会加息。
- **在管理通胀预期方面，资产价格是政策关注的重点，遏制房地产价格过快上涨的调控政策在二季度将步入“深水区”。**相关调控房地产的政策力度将进一步加大，除了收紧土地、金融、原有的税收政策外，类似“物业税”的税收政策在二季度会陆续出台，政策将步入“深水区”（见《2010年宏观经济政策展望》，2010年1月1日），以实现“管（通胀）预期、保民生”的政策目标。

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

执业证书编号: S0130209051671

张新法 宏观分析师

✉: zhangxinf@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8535

执业证书编号: S0130200011530

相关研究

2010年宏观经济政策展望

2010.1.1

目 录

一、财政政策刺激力度减弱 突出“调结构”	1
（一）积极的财政政策贯穿全年，但刺激力度有所减弱	1
（二）财政政策突出“调结构”	2
二、加息升值两难 加息时间之窗或在 6、7 月份闪现	3
（一）货币政策调控主要倚重数量型工具	3
（二）全年不加息仍为大概率事件	8
（三）6、7 月份或“闪现”加息的时间之窗	10
（四）升值比加息更延后	13
三、管理通胀预期的重点仍锁定为遏制房地产价格的过快上涨	14
（一）运用组合型政策工具管理通胀预期	14
（二）调控房地产的政策力度将会进一步加大	14
插图目录	18
表格目录	18

2010年一季度以来,为进一步巩固经济回升的基础,追求在“稳增长、管(通胀)预期、调结构”多个政策目标间的平衡,宏观经济政策“稳中有调”,在保持主基调不变的同时,已着手“微调”。积极的财政政策力度没有明显加大,货币政策主要倚重数量型工具进行“预调”和“微调”。宏观经济政策将呈现“宽财政、紧货币”的格局。

一、财政政策刺激力度减弱 突出“调结构”

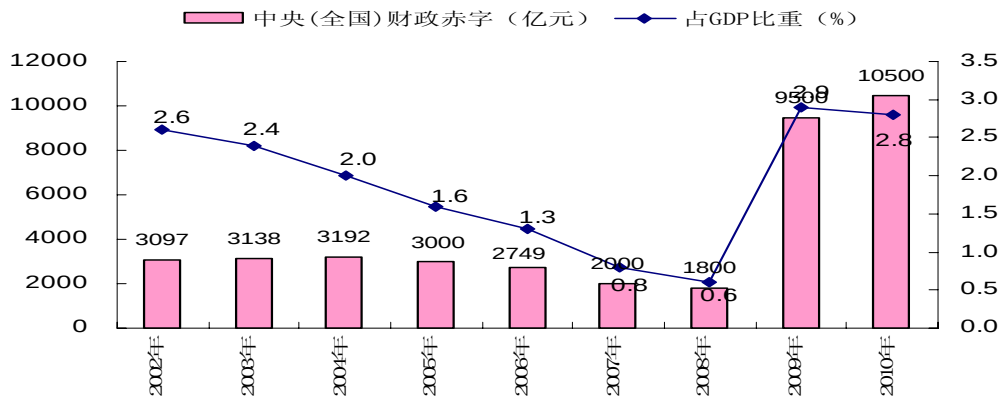
(一) 积极的财政政策贯穿全年,但刺激力度有所减弱

随着3月份“两会”的落幕及2010年财政预算案的审议通过,财政政策被正式定调:2010年将继续实施积极的财政政策,这也意味着,积极的财政政策将贯穿2010年全年。透过已公布的2010年预算案,我们认为,尽管今年的财政政策仍被正式定调为“积极”,但,仍有两处与去年不同,一是财政政策的刺激力度有所减弱,二是更加突出“调结构”。

1、财政赤字规模并未明显加大

从财政收支安排和赤字规模来看,积极财政政策的力度与上一年相比没有加大,反而有所减弱。2010年全国财政收入计划增长8%,可安排的收入为74030元;全国财政支出84530亿元,增长11.4%,全国财政收支差额(赤字)10500亿元,占GDP的2.8%。尽管赤字的绝对规模增加了1000亿元,但占GDP的比重却回落了0.1个百分点(图1)。

图1: 财政赤字规模并未明显加大



资料来源: 财政部网站 中国银河证券研究所

在2010年宏观年报里,我们曾预测2010年的财政赤字规模为10700亿元,与实际规模基本一致。预测结果之所以相差200亿元,原因有二:一是我们假定2010年GDP增长9.5%,而中央政府预期的2010年经济增长率为8%左右;二是我们预计今年赤字规模占GDP的比重与上年相同为2.9%,而今年预算案将这一指标微调为2.8%。

2、政府公共投资的增幅小于上一年

实施积极的财政政策,尤其是安排庞大的政府公共投资,对拉动经济经济增长具有决定性作用。这一点,可以从去年的经济数据中得到佐证。2009年,全年GDP增长8.7%,投资就拉动了8个百分点,投资对GDP的贡献率高达92.3%。2009年投资之所以成为经济触底回升的

头号引擎，主要源于中央政府在 2008 年四季度出台了 4 万亿元投资计划，其中中央政府安排新增投资 1.18 万亿元。

而对比去年和今年，我们发现，无论是中央政府公共投资总额还是新增投资额，2010 年的增量均小于 2009 年。在 2009 年，中央政府公共投资总支出为 9243 亿元（原定 9080 亿元），完成预算的 101.8%，比上年预算增加 5038 亿元（原定规模为 4875 亿元）；而根据今年的预算安排，2010 年中央政府公共投资规模为 9927 亿元，比 2008 年预算增加 5722 亿元，但仅比 2009 年增加 684 亿元。这两者的增量和增幅，与 2009 年相比，都要小很多，也就意味着公共投资对经济的刺激力度有所减弱。之所以会如此，主要是 2009 年新增中央政府投资的执行情况快于预期（表 1）。

表 1：2009 年新增中央政府投资进度快于预期

1.18 万亿中央投资计划安排与进度(单位:亿元)			
	计划安排	实际下达执行	规模余额
2008 年	1040	1040	10760
2009 年	4875	5038	5722
2010 年	5885	5722	5722
合计	11800	11800	0

资料来源：财政部网站 中国银河证券研究所

（二）财政政策突出“调结构”

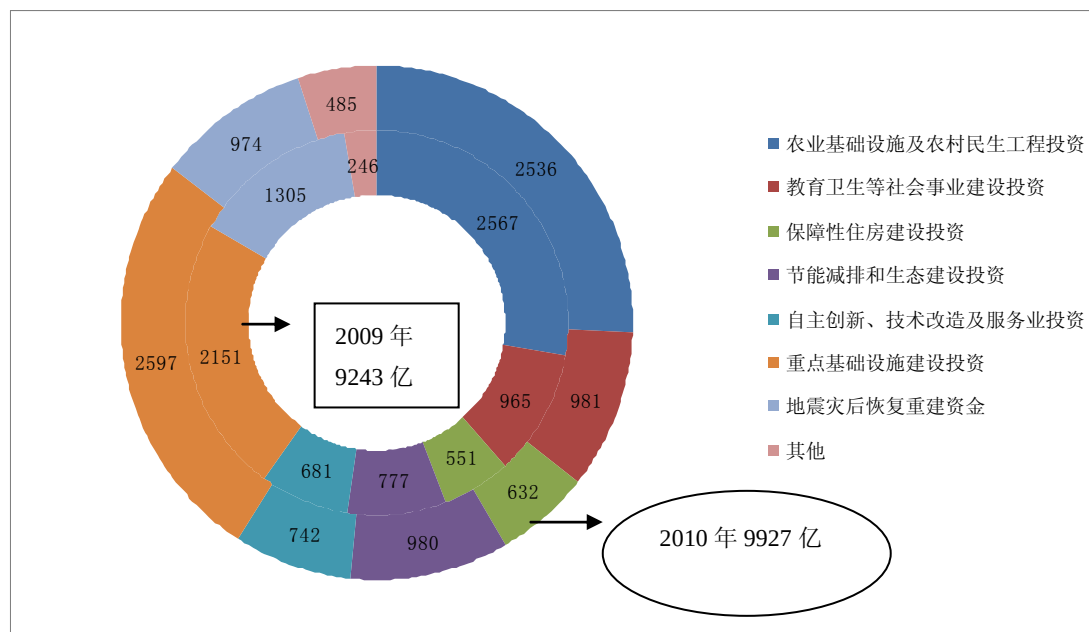
1、财政政策从五方面入手“调结构”

2010 年积极的财政政策在调结构方面，主要从以下五个方面入手：一是提高城乡居民收入，扩大居民消费需求；二是安排使用好政府公共投资，着力优化投资结构；三是落实结构性减税政策，引导企业投资和居民消费；四是优化财政支出结构，保障和改善民生；五是大力支持区域协调发展和经济结构调整，推动经济发展方式转变。

2、优化政府公共投资结构作为“调结构”的重点

2010 年，政府公共投资着力优化投资结构，突出“调结构、促转变”。政府公共投资重点支持保障性住房、农村基础设施、教育和医疗卫生等社会事业、节能环保和生态建设，以及自主创新、结构调整等领域和欠发达地区。资金安排主要用于项目续建和收尾，避免“半拉子工程”，严格控制新上项目，防止重复建设。支持地震灾区恢复重建。扩大政府公共投资“以奖代补”范围，带动社会投资。可以看出，从投向来看，政府公共投资更加优化（图 2）。

图 2: 2010 年政府公共投资的投向和结构更趋优化 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部网站 中国银河证券研究所

二、加息升值两难 加息时间之窗或在 6、7 月份闪现

(一) 货币政策调控主要倚重数量型工具

2010 年, 货币政策整体上将由 2009 年事实上的“过度宽松”回归真正的“适度宽松”, 在这个回归的过程中, 政策大幅收紧的可能性不大, 货币政策工具的运用以数量型为主。观察 2010 年一季度以来货币政策工具的操作, 可以看出, 运用公开市场操作调控银行体系流动性、倚重贷款额度管理来调控信贷投放, 存款准备金率作为备用手段应付不时之需, 构成了央行二季度货币政策操作的“路线图”, 预计这种运行格局有望在二季度之后仍得以延续。

1、运用公开市场操作调控银行体系流动性

公开市场操作 (主要是央票发行和正回购操作) 作为调控银行体系流动性的常态工具, 它的运用最为频繁。比如, 在今年 3 月份, 由于到期债券总规模高达 8541 亿元, 央行就 9 次通过发行央行票据和 91 天正回购回收流动性 (表 2), 当月净回笼流动性 6020 亿元。

表 2: 2010 年 3 月份公开市场操作明细

日期	品种	规模[亿]	期限	收益率[%]	变化[BP]
3-2	央行票据	600	1 年	1.9264	---
3-4	央行票据	900	3 月	1.4088	---
	正回购	490	91 天	1.41	---
3-9	央行票据	1000	1 年	1.9264	---
	正回购	500	28 天	1.18	---
3-11	央行票据	1200	3 月	1.4088	---
	正回购	830	91 天	1.41	---
3-16	央行票据	1100	1 年	1.9264	---
	正回购	830	28 天	1.41	---
3-18	央行票据	1300	3 月	1.4088	---
	正回购	800	91 天	1.41	---
3-23	央行票据	780	1 年	1.9264	---
	正回购	450	28 天	1.41	---
3-25	央行票据	1600	3 月	1.4088	---
	正回购	500	91 天	1.41	---
3-30	央行票据	500	1 年	1.9264	---
	正回购	300	28 天	1.41	---

资料来源: 中国人民银行网站 中国银河证券研究所

鉴于 4 月份到期债券总规模仍然较大, 达到 7408 亿 (仅次于 3 月份的 8541 亿), 估计央行仍要倚重公开市场操作调控流动性。

在信贷受到调控、银行体系流动性仍然宽裕的情况下, 回收流动性的压力日益增大。事实上, 进入 4 月份以来, 央行明显加大了调控银行体系流动性的力度。主要是发行较长期限的央行票据。4 月 8 日, 央行重新启动了 3 年期的央票发行, 规模为 150 亿元; 二周之后, 即在 4 月 22 日, 再次发行 3 年期央票 900 亿元。这是间隔 22 个月后重启发行三年期央票的第二次, 在数量上则是 4 月 8 日重启发行 150 亿元的 6 倍。

央行此举, 意在长时间内冻结商业银行的流动性, 其回收流动性的力度明显加大。3 年期央票是一种收紧货币流动性的手段, 对市场流动性冻结有着类似提高法定存款准备金率的效果, 但比调整法定存款准备金率更具灵活性, 是货币政策调控工具的较好补充。一方面, 3 年期央票能更长时间地锁定流动性, 还可以避免存款准备金率过于频繁调整, 不至于释放过于严厉的收紧信号。另一方面, 发行 3 年期央票有利于调整信贷中长期比例偏高的结构, 这一效果则是单纯的法定存款准备金率上调所无法实现的。与此同时, 这一举措也意味着整个央票和债券货币市场供给和需求结构将出现较大变化, 保持利率体系稳定成为大概率事件。今后 3 年期央票发行量和发行密度还将逐步加大, 从而使流动性维持适度均衡。

4 月份央行二度启动和放量发行 3 年期央票, 表明在适度宽松货币政策基调下, 央行仍倾向于以温和的市场化手段回笼资金, 同时也表明央行对经济复苏信心增强, 更关注管理通胀预

期。通过重启发行3年期央票来分流1年期央票回笼压力,避免1年期央票利率因发行量增加上升太多,从而达到稳定短期利率和实现回笼资金的双重效果。由于市场上一些投机资本,套利时主要盯住1年期利率,对3年期利率关注度不高。在目前加息时机尚不成熟、特殊汇率政策尚未退出的情况下,以发行3年期央票方式替代调整准备金率,可以减少对货币市场的冲击。

我们预计,在年内剩余时间内,央票发行和正回购操作,仍会是央行调控银行体系流动性的主要工具。数量型工具的运用将呈现“常态化”,对价格型工具的运用(如加息和升值),将会保持相当谨慎的态度。

2、加强信贷投放的节奏管理以熨平经济波动

我们在2010年宏观年度报告中曾指出,信贷伸缩是引致经济不稳定的源泉,尤其会对经济的短期波动产生直接影响。比如,在去年上半年,发放新增人民币贷款7.37万亿元,同比多增4.92万亿元。贷款投放的迅猛增长成为遏制经济快速下滑、拉动经济触底回升的重要力量,经济增速也从2008年四季度6.2%的低点分别回升至2009年一季度的6.8%和二季度的7.9%。可以说,2009年全年9.59万亿元的新增人民币贷款,对实现GDP8.7%的增长功不可没。

在2010年,为实现“稳增长、管(通胀)预期、调结构”的政策目标,货币政策仍将保持“适度宽松”。鉴于经济已明显回升向好,央行设定了全年M2增长17%、新增人民币贷款7.5万亿元的预期目标。我们预计,今年货币信贷预期目标的执行情况将比去年更为“靠谱”。

在总量目标已定的情况下,信贷投放的节奏管理,即贷款投放在四个季度间的分布,就成为货币管理当局调控的主要任务。中国人民银行货币政策委员会2010年第一季度例会就强调,信贷投放节奏要注重“相对均衡”。这可能表明,央行对信贷投放的节奏管理在态度上和艺术手法上更客观、理性,注重信贷的投放与实体经济需要、投放规律相适应,而不是追求简单的“均衡”。由于今年经济增速出现“前高后低”的可能性较大,信贷投放的节奏,除了遵循通常的惯例(比如上半年投放偏多)外,很可能在二季度就适度收紧,而到下半年或四季度有所放松,从而达到熨平经济波动的目的。

事实上,观察今年一季度以来的信贷投放节奏,可以发现,新增人民币贷款的投放保持了“大体适度、逐步收紧”的运行态势。

具体来看,一季度的信贷投放“大体适度”,但3月份则较为偏紧。今年一季度新增人民币贷款共计2.60万亿元,占全年7.5万亿的34.7%,而根据我们对2005年—2009年五年以来的数据统计,我们发现,在上述年份,一季度贷款占当年全部新增贷款的比例分别为31.4%、39.6%、39.1%、27.1%和47.8%(表3)。在上述5年里,若剔除掉两个异常年份(2008年初“双防”使一季度贷款异常减少,2009年极度宽松使一季度信贷投放过猛),简单算术平均水平为36.7%。可以看出今年的一季度信贷投放占全年的比例略为偏低,但,考虑到绝对量2.60万亿元的规模,仍算得上“整体适度”(图3)。之所以出现这种情况,很大的可能是货币当局突出了信贷投放的“节奏管理”,为二季度之后尤其是下半年的信贷额度预留空间。预计二季度新增人民币贷款1.65万亿元,月均5500亿元左右。

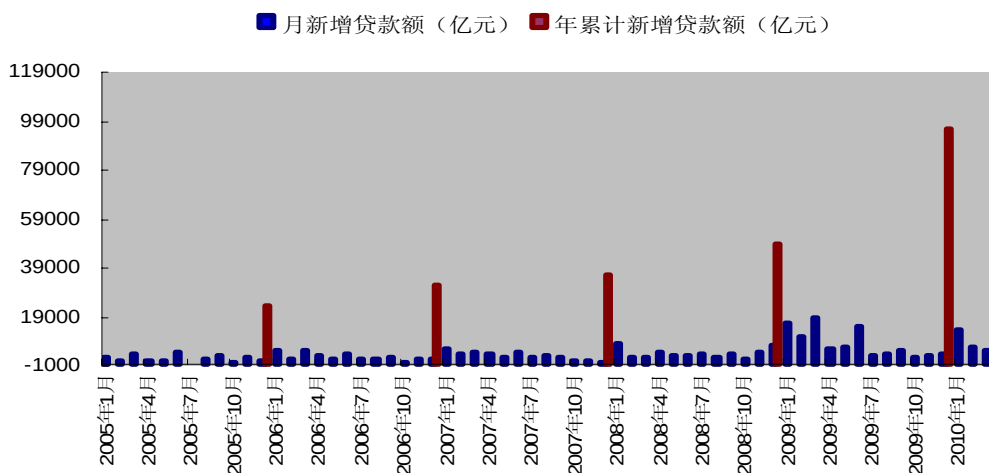
表 3: 2010 年一季度季度贷款“大体适度”但略低于于常年水平

2005 年——2010 年一季度贷款占全年的比重

年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
一季度贷款量	7375	12551	14231	13304	45800	26008
全年新增贷款量	23500	31800	36300	49100	95900	75000
一季度占比	31.38%	39.47%	39.20%	27.10%	47.76%	34.68%

资料来源: 中国人民银行网站 中国银河证券研究所

图 3: 一季度信贷投放整体适度但自 3 月份开始收紧



资料来源: 中国人民银行 中国银河证券研究所

3、信贷政策强调改善结构和风险防范

信贷政策在突出整体“适度宽松”和节奏管理的同时，将突出改善信贷结构和防范信贷风险。在信贷结构方面，强调体现金融支持经济发展方式转变和经济结构调整的意图，继续落实“有保有控”的信贷政策，进一步调整和优化信贷结构，加大信贷政策对经济社会薄弱环节、就业、战略性新兴产业、产业转移等方面的支持，努力缓解农业和小企业融资难的问题。严格控制对“两高一资”行业、产能过剩行业以及新开工项目的贷款。

在防范信贷风险方面，继续完善商业银行内部治理结构，建立科学有效的业绩考核制度和风险管理制度，对房地产开发贷款会更趋严格，对个人购房贷款将通过提高首付比例、提高优惠贷款利率门槛的方式，防范可能的风险。

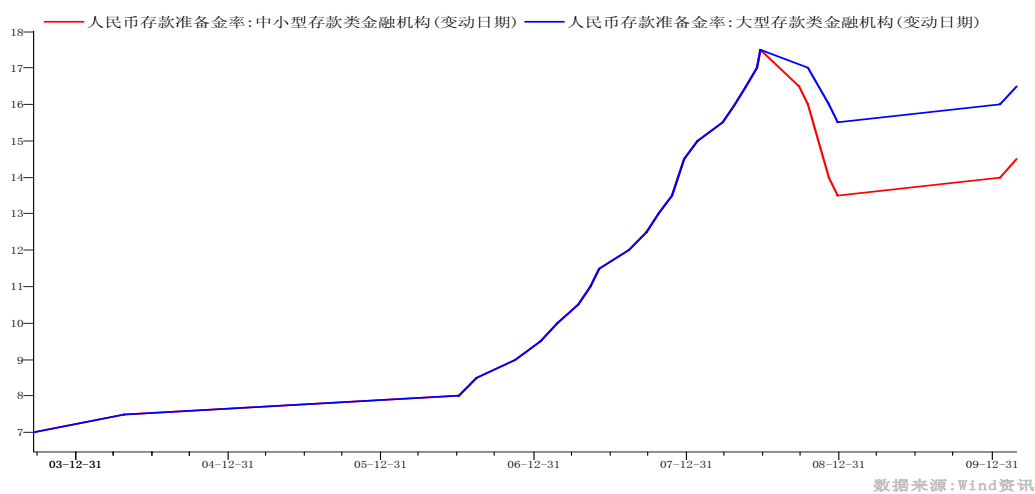
4、存款准备金率作为备用手段应付不时之需

存款准备金率兼具调控流动性和抑制商业银行贷款能力的功能，它在二季度很可能只作为

备用手段存在。这是因为，公开市场操作和信贷规模管理这两个工具分别担当了调控流动性和贷款投放的主角，只有当两者出现力有不逮的情况下，存款准备金率的上调才会成为可能。

今年一季度以来，央行曾两次上调金融机构存款准备金率，主要目的在于抑制商业银行的放贷冲动，引导贷款投放合理增长。随着信贷额度管理的力度不断加大，以及回笼银行体系流动性的力度增大，预计今后提高存款准备金率的机会将大大减少。事实上，现在金融机构存款准备金率的水平距离历史高点不是很远，目前大小金融机构的法定存款准备金率分别达到16.5%和14.5%，再大幅上调的空间已经不大（图4）。

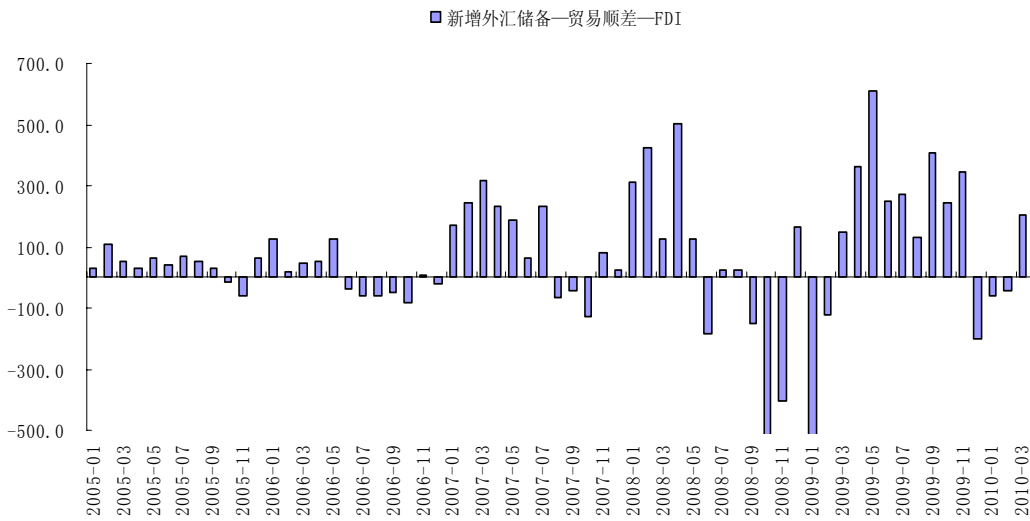
图4：存款准备金率再度上调的空间不大（单位：%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究所

我们判断，今后存款准备金率是否上调，不再取决于抑制信贷投放的需要，因为通过信贷的额度和节奏管理已经收到时明显效果；而很可能主要根据外汇占款增长的情况而定。一旦出现较强的人民币升值预期进而导致热钱流入增加较快的情况，存款准备金率的再次上调才会成为可能。然而，从一季度的金融运行数据来看，热钱（暂且以外汇储备增加额送去外贸顺差与FDI之和）的流入并不明显（图5），加上3年期央票的发行具有类似于提高存款准备金率的效果，基本上可以断定，短期内并未再次提高存款准备金率的必要。

图 5：目前热钱流入的情况并不明显（单位：亿美元 %）



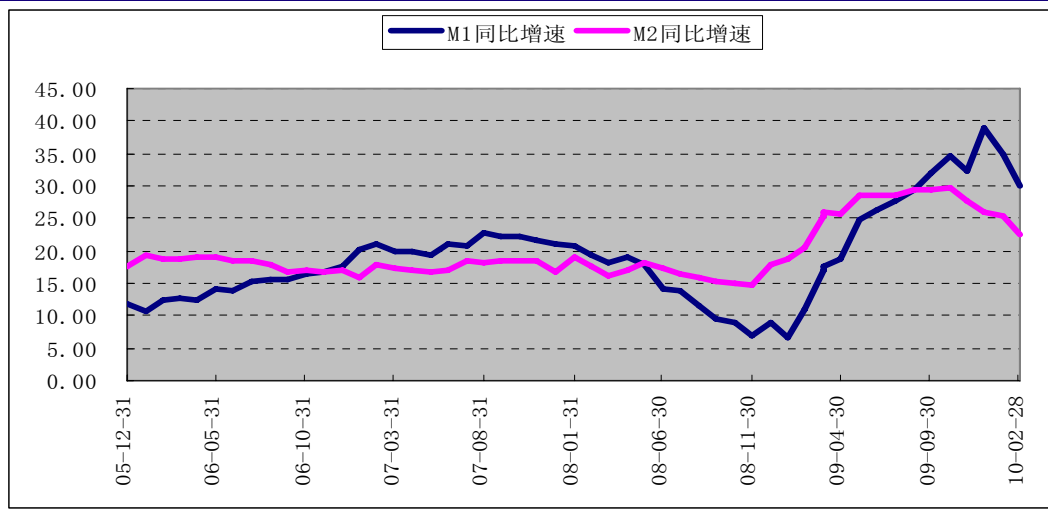
资料来源：中国人民银行 中国银河证券研究所

（二）全年不加息仍为大概率事件

保持低利率是宽松货币政策的主要标志和核心内容。尽管现在经济已企稳回升并稳步迈入复苏，一季度 GDP 增速也达到 11.9% 较高水平，但是，经济并未步入过热区间，相反，经济增长的内生动力还有待进一步培育，如民间投资还没有被有效启动，外部需求仍属恢复性增长，等等；现实的通胀压力也未明显加大，一季度 CPI 同比增长只有 2.2%，全年不会出现明显的通胀。这些因素表明，全年不加息仍为大概率事件。

况且，相关数据也表明，央行今年以来依靠数量型工具进行的调控收效明显，货币和信贷指标逐月下行，M2 已由去年 11 月份 29.74% 的高点回落至 2010 年 3 月份 22.50%，货币政策目前已步入实质性的“适度宽松”轨道，预计今后货币供应量和信贷增速将继续向预设目标靠拢（图 6、图 3），货币信贷预期目标的执行情况将比去年更为“靠谱”。

图 6：货币供应量连续下降并向预期目标靠拢（单位：%）



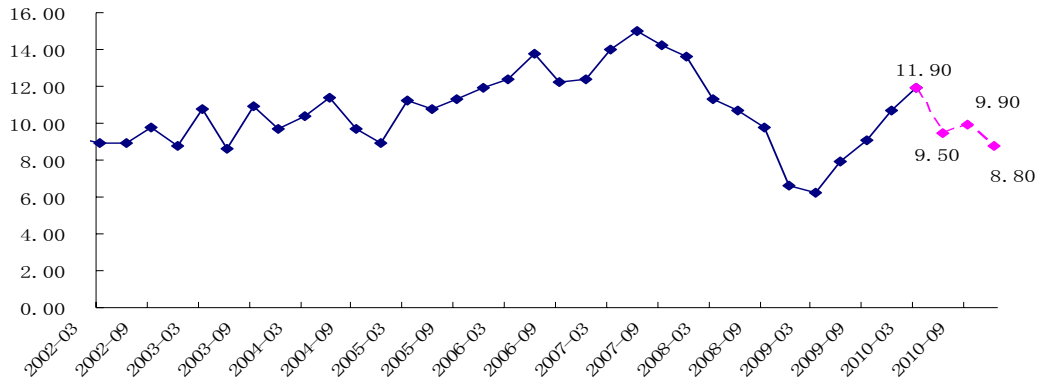
资料来源：中国人民银行 中国银河证券研究所

事实上，从实证的历史的情况来看，加息必须满足以下几个基本条件：一是经济的实际增长率经济持续高于长期潜在水平，存在经济过热的趋势；二是现实的通胀压力明显加大，物价总水平 CPI 连续三个月超过 5%，预期 6—12 个月的 CPI 涨幅高于一年期存款利率，实际储蓄利率存在持续为负值的可能；三是商业银行的息差水平，一般来说，商业银行的贷存款利率需稳定在 3 个百分点左右，在 2010 年，随着一些优惠贷款利率的终止执行（如二手房贷等），商业银行的息差幅度有可能进一步扩大，在不上浮基准利率的情况下，商业银行的息差收益将得到锁定。四是经济周期决定利率政策周期，从历史上来看，利率的上浮与下调取决于经济周期，而每一个周期的时间都在 3—5 年左右，可以看出，利率的调整不是取决于经济的短期走势，而主要与经济确定性地处于哪种周期相关。五是全球协同因素，2010 年全球经济尚处于衰退之后的恢复期，尽管已有个别经济体央行开始加息，但大部分经济体尤其是主要经济的央行仍可能维持低利率政策，若考虑到利率政策与汇率政策相协调的因素，中国与主要经济体在利率政策上实在有必要保持同步。我们据此认为，2010 年上调基准利率的条件并不具备，维持全年不加息的判断。具体来看：

1、经济增速不支持加息

当下，虽然经济复苏较为确定，但尚未步入“过热”的区间。事实上，一季度经济高增长，市场有普遍的预期。这一方面是由于基数原因。去年一季度 6.2% 的增速为当年最低点，而后三个季度的经济增长率逐季加速，因此，翘尾因素对今年影响很大，首季 11.9% 的 GDP 增速将是年内高点，全年四个季度的 GDP 走势将呈现“前高后低”的 M 运行态势。预计全年 GDP 增长率为 9.5%，仍略低于长期潜在水平，也不会步入“过热”的区间。

图 7: 2010 年 GDP 增速前高后低或成“M”形



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

长期以来的经验表明,政府对经济增速性质的判断标准大体为,12%以上为“过热”,10%以上至12%为“偏快”,9%—10%为“平稳较快”,8%以下将面临“保增长”的压力。以此衡量,2010年全年都不会出现经济过热,央行动用加息手段为经济降温的必要性也大大降低。另外,目前经济增长还存在着内生性动力有待进一步培育、经济发展不平衡、发展方式面临转型等问题,政策过早退出或突然大力紧缩,都有可能再次导致再次“保增长”的风险。

2、全年的通胀水平决定了无加息的必要

从通胀水平和走势来看,全年通胀温和可控, CPI 增幅在 3%之内。这主要是因为,从总供求来看,经济快速发展,供给能力大幅增长,供求关系决定难以发生高通胀;从短期来看,发生高通胀的可能性小, CPI 涨幅将超过 3.0%只是短期现象,全年水平约为 2.6%。

通过对经济增速和通胀水平这两个重要指标(央行决定是否加息时最重要的参考变量)的分析,不难发现,若全年整体来看,基本无加息的必要。事实上,观察今年以来央行货币政策操作的手法,也不难看出,政策调控主要依靠数量型工具进行,对加息和升值一直都比较谨慎。

3、其他因素也不支持加息

从商业银行的息差水平,目前保持在 3.06 个百分点,最近,随着一些优惠贷款利率的终止执行(如二手房贷等),商业银行的息差幅度还在进一步扩大,在不上浮基准利率的情况下,商业银行的息差收益已经得到锁定。从经济周期观察,目前正处于步入复苏的关键时期,而且距上一轮加息周期的间隔也未满 3 年。从全球来看,2010 年全球经济尚处于衰退之后的恢复期,尽管已有个别经济体央行开始加息,但大部分经济体尤其是主要经济的央行尚未启动加息进程。我们据此认为,2010 年上调基准利率的条件并不具备,维持全年不加息仍为大概率事件的判断。

(三) 6、7 月份或“闪现”加息的时间之窗

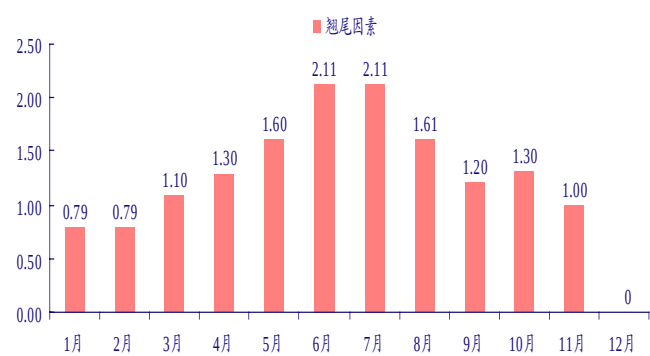
尽管综合考虑全年的经济增长率、通胀水平以及国内和国际经济环境等因素,全年不加息为大概率事件;但是,若分阶段来看,6、7 月份或将“闪现”加息的时间之窗。原因如下:

1、二季度末 GDP 和 CPI 高点“双碰头”或触发加息

由于一季度的经济增长率 11.9% 为年内高点，同时二季度的通胀水平可能明显上升，这样则会出现 GDP 和 CPI 高点的“双碰头”的情形出现。这就意味着，6、7 月份，将闪现加息的时间之窗。但，即使加息，只可能加一次。

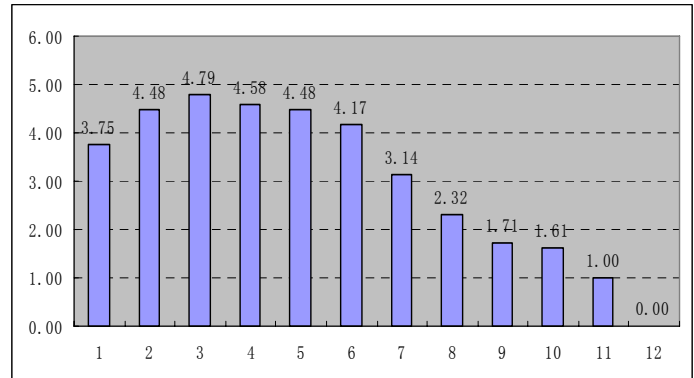
2010 年全年的 CPI 和 PPI 走势呈现“中间高、两头低”的形态，其中 6、7 月份的通胀水平可能达到最高值，其中不排除 CPI 个别月份逼近 4% 的可能。主要原因如下：一是受当前国际大宗商品价格持续上涨的影响，二季度面临的输入性通胀压力将日益加大，生产者价格指数（PPI）可能继续攀升；在食品、居住以及政策性调价因素（如成品油价格上调）的共同推动下，消费者价格指数（CPI）在 6、7 月份的 CPI 涨幅可能逼近 4%；从翘尾因素来看，无论是 CPI 还是 PPI，在二季度均处于较高水平（图 8、图 9）。正是这三方面因素的存在，将使政府和货币管理局届时面临管理通胀预期的短期压力。

图 8：从翘尾因素看 CPI 在 6、7 月份达到高点



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

图 9：二季度末或迎来 PPI 年内高点

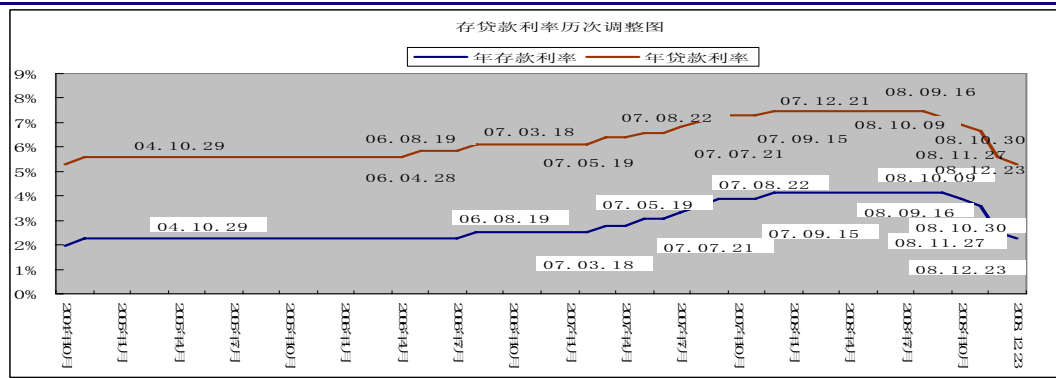


资料来源：Wind，中国银河证券研究所

2、历史经验：GDP 和 CPI 的高点往往加息

观察 2004 年以来的实证数据，可以发现，在经济增速和 CPI 均处于高点时，央行出于抑制通胀和经济过热的目的，往往动用加息这一价格型工具。如在 2004 年 10 月以及 2006 年 4 月至 2008 年 9 月期间（图 10）。鉴于今年一季度 GDP 增速接近“过热”区间，如果 6、7 月份 CPI 逼近 4%，央行加息的可能性便不能完全排除。

图 10: 历史经验: GDP 和 CPI 均在高点往往加息



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

3、不排除通过加息调控房地产价格泡沫

步入二季度以来,管理当局通过金融手段调控房地产价格泡沫的力度明显加大。这主要体现在以下几个方面。

一是进行涉房地产贷款的风险提示,进一步收紧房地产贷款。4月20日,中国人民银行首次公布了金融机构贷款投向统计报告:今年1季度房地产人民币贷款新增8457亿元(占1季度全部贷款的32.5%),季末余额同比增长44.3%,比上年末高6.2个百分点。其中,房地产开发贷款新增3207亿元,季末余额同比增长31.1%,比上年末上升0.5个百分点;个人购房贷款新增5227亿元,季末余额同比增长53.4%,比上年末上升10.3个百分点。

二是提高涉房地产贷款的门槛,以防范金融风险。一是提高了第一、二套房的首付比例,目前第一、二套房贷款的首付比例已分别从20%、30%上调至30%及不低于50%,同时对购买第三套房可以不提供贷款;二是优惠利率明显上浮,实际贷款利率明显提高。目前,首套房不再享有基准利率0.7倍的优惠,只能打85折,第二套房不得低于基准利率的1.1倍,第三套房则不得低于基准利率的1.2倍。

我们预计,随着调控力度的不断加大,上调房贷基准利率,很可能成为央行的下一步选择。

4、国际经济环境因素成为中国央行是否加息的重要参考指标

从国际经济环境因素看,美联储何时加息具有风向标意义。中美两国分别作为全球发达经济体和发展中经济体的代表,在世界经济复苏进程中,在政策退出方面保持协调和合作,具有非常重要的意义。如果美联储在二季度末开始加息,则中国央行同时加息的可能性就会大大增加。

另外,对中国央行而言,保持利率政策和汇率政策的协调,至为重要。当下,人民币汇率承受着空前的外部压力。如果在人民币升值或更具弹性的人民币汇率形成机制的预案形成之前,加息的可能性相对较小。但我们注意到,中美两国高层在二季度交流频密,尤其是在5月份,还将举行中美战略与经济对话,届时,两国就政策退出和人民币汇率方面的谈判有可能达成共识。倘若真的如此,中国央行在二季度末(或七月份)启动加息就水到渠成。

综合分析,全年不加息的可能性仍然较大,货币管理当局进行货币政策操作主要倚重数量型工具。但由于二季度末(或七月份)将迎来GDP和CPI高点的“双碰头”,加息的时间之

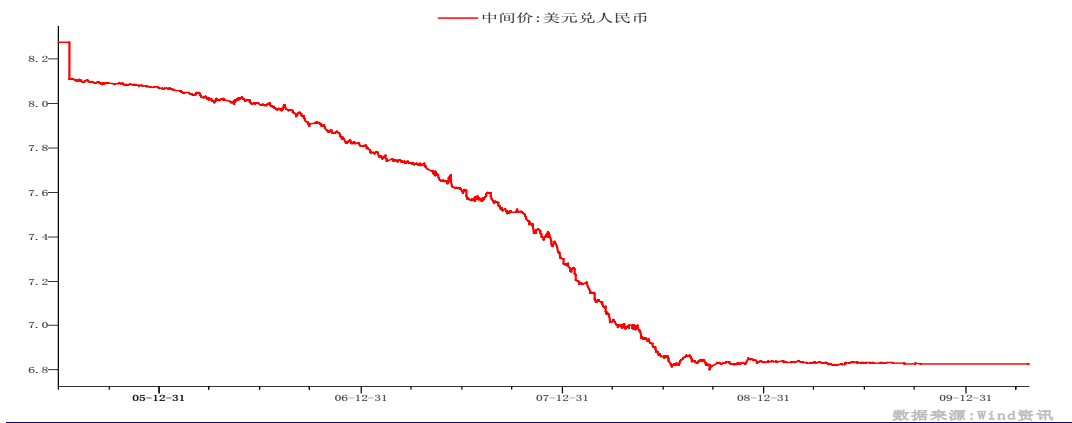
窗将在此刻“闪现”，如果加息，仅加一次；若彼时不加息，则基本断定全年不会加息。

（四）升值也两难

1、人民币升值“外有压力 内有顾虑”

（1）人民币升值压力主要来自外部。2005 年“7.21” 汇改之后，人民币汇率从原来盯住美元，改革为以市场供求为基础、以一篮子货币为参考、有管理的浮动汇率制度，人民币名义汇率也从汇改前的 1 美元兑 8.2765 元人民币升至目前的 1 美元兑 6.8264 元人民币（截止 2010 年 4 月 23 日），升值幅度为 21.24%（图 11）。金融危机爆发后，即从 2008 年 8 月起，人民币汇率事实上重新回到了盯住美元的轨道。

图 11：2005 年汇改以来人民币兑美元累计升值幅度达到 21.24%



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

以美国为代表的发达经济体以贸易不平衡为借口，声称人民币汇率被低估，频频施加压力以促使人民币升值。人民币升值的压力主要来自外部压力。

（2）人民币汇率的变化主要取决于国内国际经济形势的变化。其实，无论从购买力平价的角度还是从劳动生产率和单位劳动成本的角度来看，未来人民币汇率更具弹性，是大的趋势和方向。事实上，中国经济增长率持续高于美国，就是 2005 年 7 月汇改之后人民币对美元持续升值的根本原因。问题是，从短期来看，人民币汇率不可能只在外部压力的情况下简单地升值。目前，人民币升值的主要顾虑是，外需的增长仍是恢复性的，人民币汇率如果突然大幅升值，可能影响到劳动密集型产业的出口，进而对几千万人的就业产生比较大的负面冲击，一则打击出口，二则影响改善民生。

2、人民币升值时机或与加息联动

关于人民币升值，在事件方面，我们关注 5 月份即将举行的中美战略与经济对话。届时，中美两国就政策退出和人民币汇率方面的谈判是关注的焦点。如果双方在重要问题上达成共识，比如，两国央行如果在 6、7 月份同时启动加息，则为人民币汇率形成机制的改革提供了较好的时间窗口。我们预计，人民币“第二次汇改”的预案或在二季度即着手酝酿，如果中

美在 6、7 月份加息，则人民币汇改的时间表可能会同时或略早些时间进行；若中美年内均不加息，则汇改的时间可能延至四季度启动。

三、管理通胀预期的重点仍锁定为遏制房地产价格的过快上涨

我们在 2010 年 1 月 1 日的《2010 年宏观经济政策展望》的报告中就明确预测到，在管理通胀预期方面，政策措施需要多管齐下，而资产价格应成为政策关注的重点，其中，遏制房地产价格过快上涨是重中之重。事实上，步入二季度以来，相关调控房地产的政策力度进一步加大，除了收紧土地、金融以及原有的税收政策外，类似“物业税”的税收政策在二季度之后正在陆续出台，预计相关的调控政策在二季度之后将步入“深水区”，从而实现“管（通胀）预期、保民生”的政策目标。

（一）运用组合型政策工具管理通胀预期

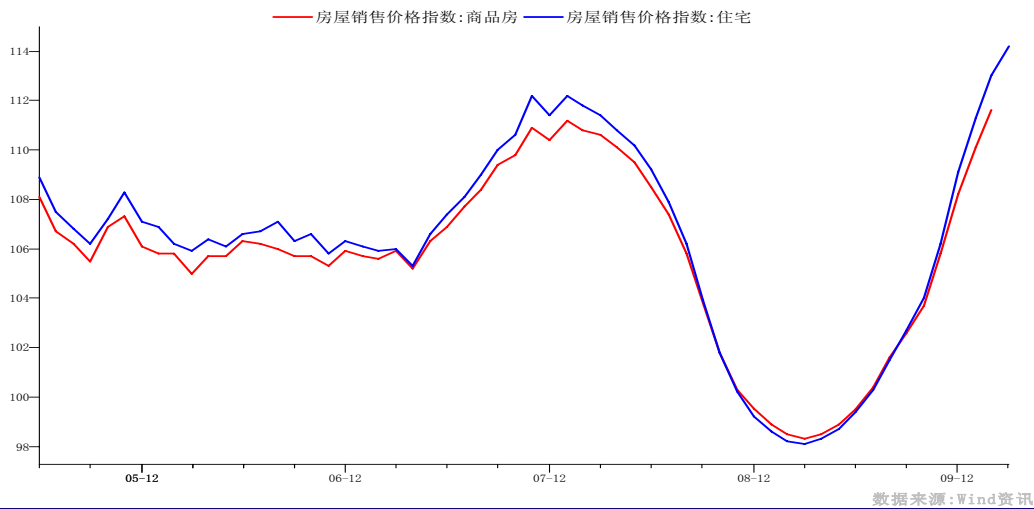
我们在年初的政策年报中曾明确提出：通胀预期是导致通胀的重要原因，管理好通胀预期，已成为政府 2010 年重要的政策目标之一。而要管理好通胀预期，就要对可控的因素进行前瞻性的调控，合理引导市场对这些因素未来走势的判断。这些措施包括：以政策宣示引导预期、做好货币调控和流动性管理、改善财政支出结构、控制财政资本性支出增长过快、必要时通过适当升值弱化输入型通胀预期，等等。

现在来看，中央政府对上述工具箱大多已进行了有效的利用，尤其是对前三项工具运用得比较好，事实上，也收到了比较好的效果，目前，市场的通胀预期和是加息预期并没有进一步强化，反而在短期还有所弱化。

（二）调控房地产的政策力度将会进一步加大

2009 年二季度以来，反映实体经济的物价指标还处于负增长状态，即使到 2010 年一季度，CPI 也只上涨 2.2%，与此形成强烈反差的是，以房地产为代表的资产价格却持续飙升，全国房屋销售价格指数连续 12 个月上涨（图 12），许多城市的房价创出有史以来的新高。资产价格过快上涨，不仅影响金融安全，还加剧了人们对未来通胀的预期，同时还可能通过财富效应以及消费、投资渠道加大通胀压力。

图 12：全国房屋销售价格指数连续 12 个月上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

在 2010 年,要保持宏观经济平稳运行,必须把防止“资产泡沫”转化为“商品通胀”作为管理通胀预期的重点,切实采取多种措施遏制以房地产为代表的资产价格过快上涨。事实上,步入二季度以来,中央政府相关调控房地产的政策力度进一步加大,明显的代表性事件是 4 月 14 日国务院常务会议颁布的“新国十条”(表 4)。我们预计,相关组合型的调控政策在二季度之后还将陆续出台,并向“深水区”迈进。

表 4:《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》(“新国十条”)的主要内容

序号	主要内容
一	各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责
(一)	统一思想,提高认识。各地区、各有关部门必须充分认识房价过快上涨的危害性,认真落实中央确定的房地产市场调控政策,采取坚决的措施,遏制房价的过快上涨,促进民生改善和经济发展。
(二)	建立考核问责机制。稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制。住房城乡建设部、监察部等部门要对省级人民政府的相关工作进行考核,加强监督检查,建立约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力,影响社会发展和稳定的,要追究责任。
二	坚决抑制不合理住房需求
(三)	实行更为严格的差别化住房信贷政策。对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭,贷款首付款比例不得低于 30%;对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款比例不得低于 50%,贷款的利率不得低于基准利率的 1.1 倍;对贷款购买第三套及以上住房的,贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高;要严格限制各种名目的炒房和投机性购房,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对境外机构和个人购房,严格按有关的政策执行。
(四)	发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用。财政部、税务总局要加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策。税务部

	门要严格按照税法及有关政策规定,认真做好土地增值税的征收管理工作,对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查。
三	增加住房有效供给
(五)	增加居住用地有效供应。国土资源部要指导督促各地及时制定并公布以住房为主的房地产供地计划,并切实予以落实。房价上涨过快的城市,要增加居住用地的供应总量。要依法加快处置闲置房地产用地,对收回的闲置土地,要优先安排用于普通住房建设。在坚持和完善土地招拍挂制度的同时,探索“综合评标”、“一次竞价”、“双向竞价”等出让方式,抑制居住用地的出让价格非理性上涨。
(六)	调整住房供应结构。各地要尽快编制和公布住房的建设规划,明确保障性住房、中小套型普通商品住房的建设数量和比例。住房城乡建设部门要加快对普通商品住房的规划、开工建设和预销售审批,尽快形成有效供应。保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的70%,并优先保证供应。城乡规划、房地产主管部门要积极配合国土资源部门,将住房销售价位、套数、套型面积、保障性住房配建比例以及开竣工时间、违约处罚条款等纳入土地出让合同,确保中小套型住房供应结构比例严格按照有关规定落实到位。房价过高、上涨过快的地区,要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价商品住房供应。
四	加快保障性安居工程建设
(七)	确保完成2010年建设保障性住房300万套、各类棚户区改造住房280万套的工作任务。住房城乡建设部要与各省级人民政府签订住房保障工作目标责任书,落实工作责任。地方人民政府要切实落实土地供应、资金投入和税费优惠等政策,确保完成计划任务。国有房地产企业应积极参与保障性住房建设和棚户区改造。住房城乡建设部要会同有关部门抓紧制定2010-2012年保障性住房建设规划(包括各类棚户区建设、政策性住房建设),并在2010年7月底前向全社会公布。
五	加强市场监管
(八)	加强对房地产开发企业购地和融资的监管。国土资源部门要加大专项整治和清理力度,严格依法查处土地闲置及炒地行为,并限制有违法违规行为的企业新购置土地。房地产开发企业在参与土地竞拍和开发建设过程中,其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利。严禁非房地产主业的国有及国有控股企业参与商业性土地开发和房地产经营业务。国有资产和金融监管部门要加大查处力度。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业,商业银行不得发放新开发项目贷款,证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
(九)	加大交易秩序监管力度。对取得预售许可或者办理现房销售备案的房地产开发项目,要在规定时间内一次性公开全部销售房源,并严格按照申报价格明码标价对外销售。住房城乡建设部门要对已发放预售许可证的商品住房项目进行清理,对存在捂盘惜售、囤积房源、哄抬房价等行为的房地产开发企业,要加大曝光和处罚力度,问题严重的要取消经营资格,对存在违法违规行为的要追究相关人员的责任。住房城乡建设部门要会同有关部门抓紧制定

	房屋租赁的管理办法，规范发展租赁市场。
(十)	完善房地产市场信息披露制度。各地要及时向社会公布住房建设计划和住房用地年度供应计划。住房城乡建设部要加快个人住房信息系统的建设。统计部门要研究发布能够反映不同区位、不同类型住房价格变动的信息。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究所

最后需要特别指出的是，房地产当前面临的诸多问题，已经到了拖不下去的地步。而自2002年以来多次房产调控政策的失灵，已经让公众失去了对调控政策效果的信心，长期以来的惯性思维让公众认为，房价真的是只能涨不能跌。对于调控政策当局而言，公众的惯性思维或许才是最大的政策落实障碍，也正是必须认真解决的关键问题所在。

但与以往历次调控失灵不同，当下的中国经济已经无法容忍调控再次失败。畸高房价所挑战的不仅仅是一个简单的行业政策，而且是中国经济体制的长期稳定运行。房地产市场的运行状况已经成为影响中国收入分配的关键问题，而收入分配的合理化则是未来经济体制改革要害所在。目前，是否买房和买了几套房，已经成为决定社会财富分配的重要标准。其间，买了一套房产的可以称为“保值”，买入两套房产的可以称为“增值”，买入三套以上房产的则为“暴发”，与之相反，从未买房者则沦为“赤贫”，因为个人的工资收入涨幅远远无法企及房价的飙升。

鉴于此次调控“只能成功、不许失败”，现有的调控政策有必要做好向“深水区”迈进的准备。其中最为紧要的，就是要加快开征物业税的步伐。物业税改革的基本框架是，将现行的房产税、城市房地产税、土地增值税以及土地出让金等税费合并，转化为房产保有阶段统一收取的物业税。这样，将过去一次性征收的各种税费，变身成为一种针对不动产的税，在房产保有期内每年进行征收。无论是从法律层面还是现实层面，都宜早日启动。

事实上，2006年10月至今，在10省市进行的物业税试点一直在“空转”。目前，为遏制高房价，减少高房价对居民消费的“挤出效应”，逐步消除地方政府对土地财政的依赖，物业税的推出已到了刻不容缓的地步。

插图目录

图 1: 财政赤字规模并未明显加大	1
图 2: 2010 年政府公共投资的投向和结构更趋优化 (单位: 亿元)	3
图 3: 一季度信贷投放整体适度但自 3 月份开始收紧	6
图 4: 存款准备金率再度上调的空间不大 (单位: %)	7
图 5: 目前热钱流入的情况并不明显 (单位: 亿美元 %)	8
图 6: 货币供应量连续下降并向预期目标靠拢 (单位: %)	9
图 7: 2010 年 GDP 增速前高后低或成“M”形	10
图 8: 从翘尾因素看 CPI 在 6、7 月份达到高点	11
图 9: 二季度末或迎来 PPI 年内高点	11
图 10: 历史经验: GDP 和 CPI 均在高点往往加息	12
图 11: 2005 年汇改以来人民币兑美元累计升值幅度达到 21.24%	13
图 12: 全国房屋销售价格指数连续 12 个月上涨	14

表格目录

表 1: 2009 年新增中央政府投资进度快于预期	2
表 2: 2010 年 3 月份公开市场操作明细	4
表 3: 2010 年一季度季度贷款“大体适度”但略低于于常年水平	6
表 4: 《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》(“新国十条”)的主要内容	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，中国银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，中国银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908