



金融让利之利率市场化渐近

发布日期：2010年9月1日

分析师：魏凤春 010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

王 洋 010-85130386 执业证书编号：S1440210080015

信息或事件：

- 中国人民银行沈阳分行行长盛松成日前表示，可考虑争取国家允许东北率先开展存款利率上浮试点。在具体操作上，采取分阶段逐步扩大存款利率上浮幅度的方法，以确保改革平稳有序。
- 商务部监测显示，上周（8月23日至29日）全国36个大中城市重点监测的食用农产品市场价格比前一周上涨0.2%，这是进入8月份以来第四周环比上涨。市场对于通胀的预期增强，农产品价格上涨有望推动8月CPI再攀年内新高。
- 应该注意到年内多种价格的陆续上涨，和越来越多行政手段的采用来干预市场价格。
- 解铃还须系铃人。过剩流动性的解决需要银行让利。

简评：

盛松成的建议与我们对于银行让利的逻辑判断包括论据（参加《银行让利的前世今生》）完全一致。这是一个积极的信号，反映了主管部门对于加快金融改革的呼声。

在《2012：廉价货币的经济后果》中，我们用M2/GDP作为中国过剩流动性的一个指标，可以看到，由于2008第四季度开始的过度宽松货币政策和滥发信贷，使得M2/GDP在2009年和2010年大幅抬升。即使是在之前M2/GDP稳重有降的2003-2008年，外汇占款的快速增长也带来了严重的流动性过剩，引发了资本市场的一轮大牛市，房地产市场的快速膨胀，和两次通胀；未来五年，我们着重分析了2009年过度信贷的恶果和“转折点”意义，认为未来总体上应该是个减货币杠杆的过程，但是由于信贷增长的惯性，新增信贷还将在数年之内维持一个相对的高位，由于流量和存量的关系，M2和信贷的增长速度还会快于GDP的增速，即使这种相对速度在放缓，由此M2/GDP还会持续上升，虽然上升趋势趋缓。

在过剩流动性持续甚至更加恶化的过渡期内，将会有什么样的后果等待着我们？存量流动性过剩的条件下，旨在调节增量流动性的货币和信贷政策的效力都大为降低，而我们讲要面对的问题又如此之繁多和复杂。伴随体制改革和博弈加剧，银行的信贷风险会逐步由“隐”到“显”，我们已经讨论过多次：资产泡沫，主要是房地产泡沫的症结和出路，在我们即将推出的报告《资产泡沫与中国经济成长》中会给予阐述；货币贬值的大背景下，长期通胀的风险和观念也在不断强化；此外，还有调控可能引起的资产贬值及随之而来的资金外流的风险。

过剩流动性的产生来源于廉价货币，而它一旦产生，由于其逐利本性，也由于廉价货币的所有者换了主体，由普通居民转移成了财产收入者，不会容忍其继续低收益，过量的资金由此在各个市场之间无序流动，资产泡沫、通货膨胀、资金外流，都是相互作用的必然后果。

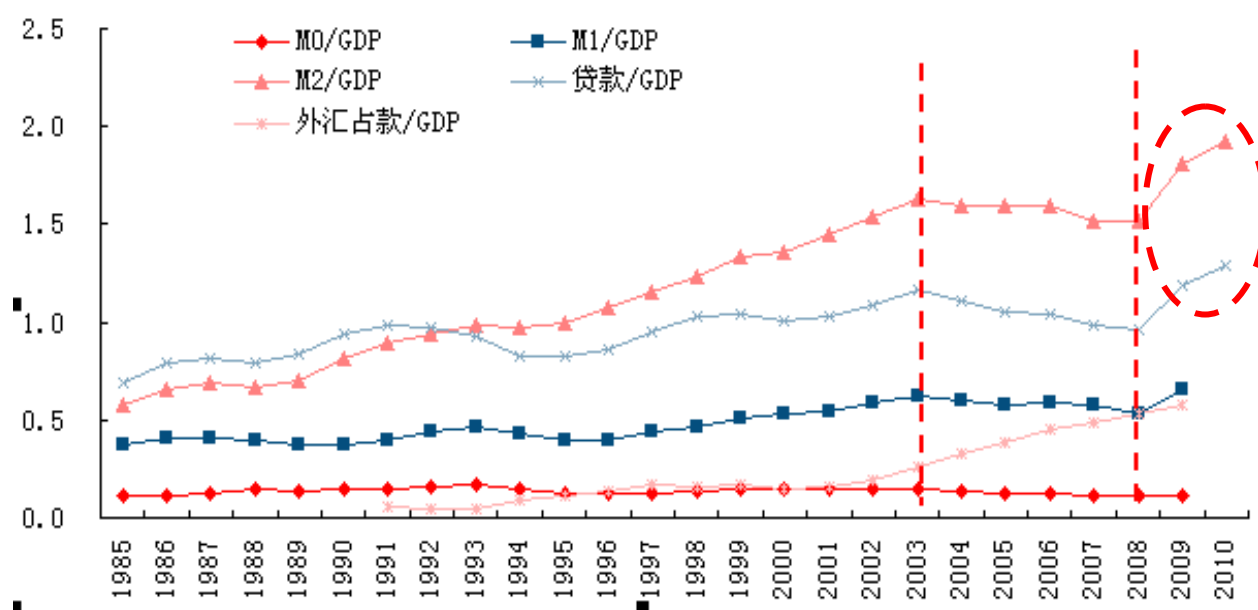


所有这些问题，一个核心的症结就是利率没有市场化，造成寻租的盛行。

解铃还须系铃人。过剩流动性的解决，治本之策一是改变过剩流动性的生成机制，二是缩减存量过剩流动性的套利空间，这两点都需要加快推进利率市场化。

利率市场化，将是银行业的被动让利。让利，特别是利益集团的让利，是一个复杂、艰难并且可能反复的过程，但是又是确定的和值得期待的。

图 5：中国的 M2/GDP 与过剩流动性



资料来源：wind，中信建投研发部



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。