

本次加息的逻辑、影响及未来货币政策走向

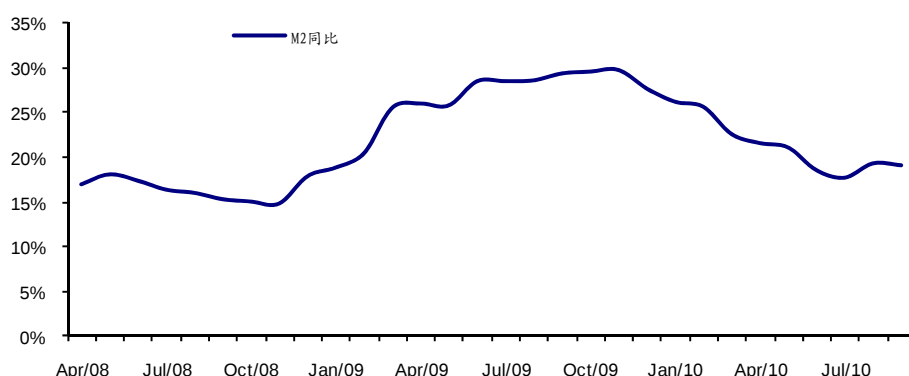
宏观经济核心分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-23219434
lml@htsec.com
联系人: 李宁
lin@htsec.com
021-23219431

中国人民银行昨天宣布, 自 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率, 一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点, 由现行的 2.25% 提高到 2.50%; 一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点, 由现行的 5.31% 提高到 5.56%; 除活期存款利率未调整外, 其他各档次存贷款基准利率均相应调整。这也是金融危机之后, 中国首次加息。

1. 本次加息主要体现央行对通胀和资产泡沫的担忧

首先, 7 月份之后, 在基础货币被动投放和信贷创造的推动下 M2 增速有所反弹, 9 月份增速为 19%, 是一个比较高的增长速度, 超出名义 GDP 增长在 6 个百分点左右, 使得准备金率和央行票据等数量型货币政策工具有些捉襟见肘。其次, 货币“粘”住食品有继续推高价格的趋势。由于商品对于货币效应的吸收能力不同, 在货币超量供应时造成的涨价效应对不同商品有所不同, 往往生产周期长, 供给弹性比较小的商品容易被货币追涨, 而占据 CPI 较大份额的食品类正是这类商品。因此目前流动性过剩以及前期的超额货币供应的滞后效应对通胀的压力将持续至 2012 年。最后, 持续的超出名义 GDP 增速的货币供应以及长达 7 个月负利率令央行担忧资产泡沫风险, 前期政府已经数次出台了遏制房地产价格的措施, 近期货币又开始追涨股票。

图 1 M2 增速三季度有所反弹



资料来源: Wind, 海通证券研究所。

2. 本次加息对国内经济短期效应不大

尽管 M1 和 PMI 库存指数显示目前企业对需求并不十分有信心, 总需求似乎并未企稳, 但近期央行对货币供应的超额供应表现了明显的担忧。11 日央行针对部分银行上调了准备金率, 回收基础货币的同时, 展示了窗口指导的威慑力。相信经济实体对央行短期货币政策走向的不确定性正在增加, 惧怕政策加码, 从而可能短期对流动性产生一定抑制作用, 引导总需求回落, 带动物价水平回落。但是加息也加大了国内货币对短期资本的吸引力, 有可能加剧“热钱”净流入, 反而增加了对冲压力, 继续被动释放基础货币。由于国内经济对利率的敏感度并不高, 在加息幅度不大的情况下恐难达到调控总需求的目的, 因此此次加息仍以传递信号, 引导预期为主, 一次性加息的政策对通胀的影响有限。实际上, 9 月份

CPI 即使保持在 8 月份的水平，加息后的负利率仍超过 1%，那么对资产价格上涨的抑制也将十分有限。因此如果后续没有政策加码，经济将可能很快消化掉这次加息的影响。

应该指出的是，虽然宏观上总体经济对利率的敏感度仍然不高，但是微观上看，私营企业对利率应该有相当的敏感性，因此上调利率对国有企业虽然影响不大，但是对私营企业影响不小。

3. 此次加息对外部经济体复苏信心有一定影响

在欧美等发达国家经济，利率是调控经济的重要货币政策工具，因为本国经济对利率具有较大的弹性，因而可能倾向于会对中国加息做更多的解读。在美联储准备施行量化宽松的货币政策和各国维持利率不变以避免汇率升值带来的对出口部门的冲击时候，中国加息实际上自我加大了人民币升值的压力，可见中国为了引导中国经济软着陆做了牺牲。中国经济主动减速可能令美国等经济主体信心受挫，使得需求回升雪上加霜，中国是否继续加息令全球经济的不确定性再次增加。而央行的意外加息也会引起各国重新开始考虑自己的货币及汇率政策，对全球汇率战的紧张情绪有些缓解作用。

4. 央行下一步“突袭”目标

央行本次加息基本超出国内外所有机构的预期，延续了央行一向“没预兆”、“不解释”的政策出台特点，“突袭”市场。今后货币政策走势以下面几个方面说明：

本次加息是否是一个加息周期的起点？

我们的答案是肯定的，考虑到超额货币供给的效应仍未完全显现，目前的通胀压力有可能延续至 2012 年，本次加息幅度很小，预留了很大的政策空间，预计央行未来会继续跟随通胀水平进行加息，但是加息的节奏则会综合考虑外围经济体的货币政策，我们认为，本轮加息周期央行将更为谨慎，加息将是一个由缓到急，频率由慢到快，幅度由小到大的过程。

下一次加息在什么时候？

从当前的加息时点看，9 月份通胀和增长水平很可能均超出预期，需求有可能高位企稳，但是考虑到人民币升值的压力和外围经济体的利率水平以及本次利率上调效果还需要评估，年内再次加息概率不大。明年一季度末二季度初再次加息概率大。

准备金率已被使用到极致？

目前四大行的准备金率为 17.5%，基本到达历史的顶峰，招商和民生银行的准备金率为 15.5%，其他中型银行准备金率为 15%，而农村信用合作社、村镇银行等仍为 13.5% 不变。差别准备金率即能够大幅回收基础货币，也充分考虑到中小企业的融资需求，目前的准备金率水平突破的空间已经不大，被动投放的吸收主要还是靠央行票据，利率的调整也给予了央票更大的对冲能力。

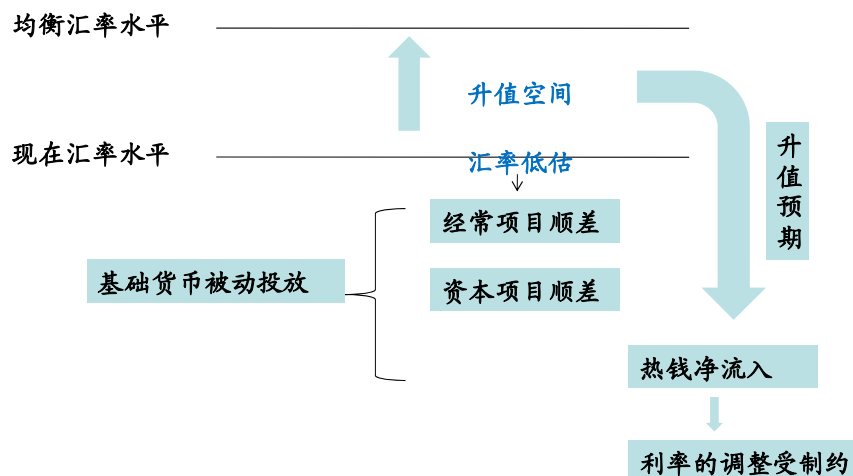
窗口指导是最后王牌

不管是增长也好，通胀也好，我国宏观经济管理保存有最后一张王牌，即进行直接干预经济。但是窗口指导的副作用是很大的。尤其表现为压制下的寻租导致资源配置的扭曲。相信央行在货币政策工具捉襟见肘的情况会加大窗口指导的使用频率。

汇率制度改革是货币政策得到独立性的必由之路

目前央行数量型工具捉襟见肘，价格型工具作用又有限，最后可能不得不回归到直接干预，实际上体现了央行货币政策受制于人的无奈。当前央行独立性实际严重受汇率制度阻碍，一方面汇率低估引致了当前的经常项目和资本项目双顺差，而资本项目不可兑换要求强制结售汇使得央行被动投放基础货币。另一方面汇率缺乏弹性，持续地升值预期吸引短期资本的套利，同样造成被动投放。正是基于对汇率制度的保护和对热钱流入的担心，央行对利率的调整也受到影响。

图2 央行独立性受汇率制度限制



资料来源：海通证券研究所。

今年6月份央行重启汇改，特点是允许人民币扩大波幅。未来的汇率改革根本方向是人民币走向均衡，更多反映市场，同时对资本项目下的人民币兑换进行改革，才能得到货币政策相对独立。

“小型的开放市场经济体可以实现汇率目标而放弃国内货币政策。例如，香港特别行政区采取货币局制度，港币汇率严格地钉住美元，其利率的调整完全跟随美联储。新加坡则选取汇率作为货币政策调控的中介目标，主要通过汇率工具而不是利率来进行宏观经济调控。对于拥有十三亿人口的大国而言，我们不应受制于其它国家经济政策而放弃自身的货币政策目标。”

——人民银行副行长，胡晓炼

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。