

“控通胀”成为政策优先

——对央行今年首次加息的评论



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问

陆磊

(0755) 8249 3567 lulei@lhqz.com

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S1000209080201
(021) 5010 6011 chen Yongsz@lhqz.com

张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156
(0755) 8249 2011 zhangjing@lhqz.com

联系人

蔡健

(0755) 8236 4415 caijian@lhqz.com

事件：央行宣布上调人民币存贷款基准利率

中国人民银行决定，自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构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%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

主要观点：

1、“控通胀”成为货币政策优先目标。更深层次或说明政策目标的优先次序已摆脱犹疑不定，短期内控通胀优先。2、加息时点意味着体现了宏观调控者对未来通货膨胀持续性的预测，而货币博弈期间，加息是需要魄力的。3、加息的期限结构还意味着对银行体系流动性的支持。它有利于遏制存款活期化趋势、鼓励中长期贷款，从而稳定银行资金来源，另一方面也隐含对未来较高的通胀预期。4、后续加息仍有可能。考虑到四季度 CPI 将有所下行，经济同比增速仍在回落，年内再现加息的概率不大；而在明年上半年，在中性假设情形下，我们预计 CPI 将较快上行，央行将择机加息 2 次左右，由此，从 2011 年全年看，负利率状况将基本消除。

评论：

一、“控通胀”成为货币政策优先目标

央行此次加息的时间点刚好在十七届五中全会公报发布之后，在国家统计局 21 日发布三季度宏观数据之前。我们分析，加息的主要目的在于“控通胀”，这意味着宽松货币政策的终结——存款准备金率已经达到历史高位，基准利率上调开始。背景在于：一方面 9 月份 CPI 或创年内新高，负利率已持续八月，居民储蓄存款活期化程度提高，另一方面资产价格有泡沫化趋势，不仅近几月房地产市场升温，资源品和农产品价格在投机因素驱动下亦上升明显。此外，21 日公布的 GDP 增长必将偏高。

进一步看，此前政策目标似乎在保增长、控通胀和调结构三者之间转圈，当局在政策目标优先次序上摇摆不定，此次加息或意味这方面的犹疑告一段落，短期内控通胀优先，而在从十七届五中全会至明年“两会”期间，中期政策定调方面调结构更优先。

二、加息时点意味着四项政策考量

一是在十七届五中全会后，加息是短期宏观收入结构调整的一项工具。提高无风险金融工具收益率（特别是中长期定期存款），降低在未来 6 个月可能继续攀升的资产价格泡沫。

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

相关研究

年度中期报告：从“伪过热”到“真增长”，
06/06/2010

年度报告：从保增长到调结构——2010 年宏观经济与政策趋势，11/27/2009

宏观周报：非对称加息可能性增大，05/14/2010

二是可能出现持续的工资上涨和能源资源价格改革（产业结构调整）形成的新型成本推动型通货膨胀，加息为上述改革预留了宏观政策工具空间。

三是在三季度宏观数据公布前，加息是体现了宏观调控者对未来通货膨胀持续性的预测，即大概率事件是在 2011 年 6 月前通货膨胀可望保持相对高位，即 3-4.5% 之间。

四是在货币博弈期间，加息是需要魄力的。这体现了当局对美元走势、人民币升值的信心，加息是本外币政策综合考虑的结果。利率平价显然是需要考虑的，但升值不见得是坏事；美国中期选举告一段落后人民币汇率升值压力会有所缓解；此外，我们可以增持美元债券，以继续支撑美元汇率。

三、加息的期限结构还意味着对银行体系流动性的支持

表现在：尽管一年期存贷款利率提高幅度相同，但较长期限的存款利率提高幅度高于贷款利率。其中，二年期存款利率上调 46bp，至 3.25%；三年期存款利率上调 52bp，至 3.85%；五年期存款利率提高 60bp，至 4.2%。而一年期以上贷款利率均仅提高 20bp。

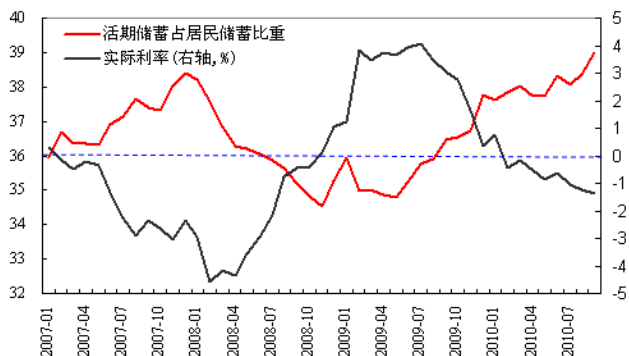
上述情况一方面说明央行意在遏制存款活期化趋势、鼓励中长期存款，从而稳定银行资金来源，而中长期存款来源的稳定性可以降低银行流动性风险，降低再融资压力。另根据华泰联合银行组测算，此次加息对银行息差的影响偏正面。

四、后续加息仍有可能

展望四季度至明年上半年，考虑到四季度 CPI 将有所下行，经济同比增速仍在回落，年内再现加息的概率不大；而在明年上半年，在中性假设情形下，我们预计 CPI 将较快上行，央行将择机加息 2 次左右，由此，从 2011 年全年看，负利率将基本消除。

但自明年一季度起，货币政策走势可能将注意两点：一是美国经济是否继续保持低迷，最终仍将反映于中国的货币政策；二是收入分配制度改革的力度和节奏，这将决定未来的通货膨胀——理想状态是，CPI 可以高一点，房价低一点。

图 1：居民储蓄存款活期化趋势明显



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 2：三季度 70 个大中城市房地产“量价齐升”

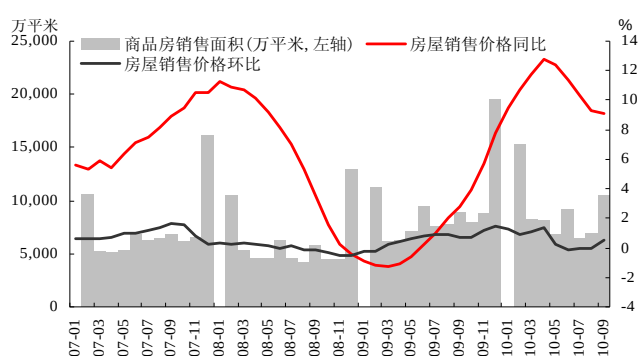
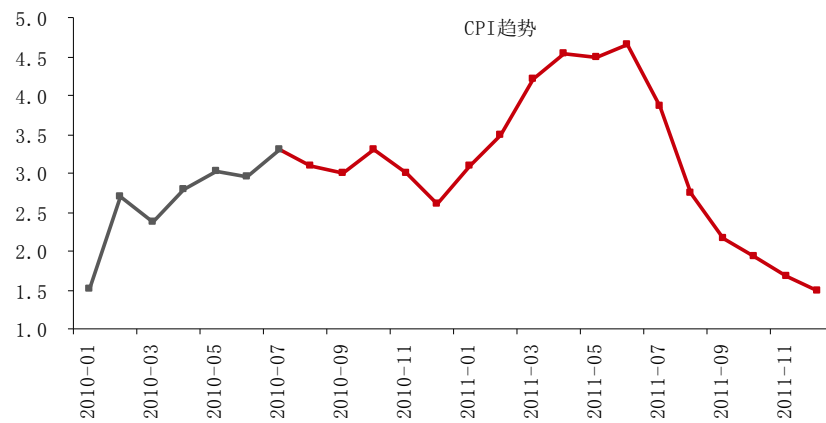


图 3：四季度至 2011 年 CPI 趋势预判(%)



数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com