



# 路演回声之二：加息：皇帝的新装和第一枪

发布日期：2010年12月22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

**路演：12.13-12.20，北京，基金，《新起点：嬗变和繁荣》、《过剩流动性：泛滥到治理》**

在11月2日《路演回声之一：繁荣之路中的货币紧缩和制度变革》中，我们准确的预测了2011年的货币紧缩——包括政策收紧和自发收紧，以及4%的通胀目标。在近期年度报告会后的路演中，我们意识到大家最关心的问题依然是加息。孤立的加息是个不确定的事件，但是如何理解和判断加息，需要我们改变观念。

## 信息和事件：

- 11月通胀破5%，人民银行再次提高准备金率0.5%。
- 中央经济工作会议再次把稳增长放在了明年政策目标首位。反常的是没有明确2011年货币信贷目标。
- 周小川表示利率市场化会在十二五期间显著进展，又认为国际经济动荡不安限制了利用升息抵制通胀。
- 刘明康提出银行业不良率上升至2%是真实和合理的。监管层不再追求双降。
- 加息周期来了没有？力度和节奏如何？市场的认识又开始反复。
- 加息不过是皇帝的新装。更重要的是，金融改革已箭在弦上。

## 一、打破加息纠结

### 1、该不该加息

加息时机已到。

- CPI还将高位持续，决策层对房地产业的态度已经趋于明朗（参见《1000万套保障房表明房地产政策明朗化》，2010.12.10），房地产市场已经回暖，要防止反弹，加息势在必行；
- 对2011年十二五开局之年的地方和银行的扩张冲动，加息是有效的警告；
- 对长期廉价货币及其恶果，加息是必要的纠偏；
- 在货币工具的选择上，信贷规模不会也不可能紧缩太多以避免对经济的太大冲击，加息就更是应有之义，必须给地方和银行2011年资金成本将上升的预期；
- 在通胀中枢上移得到认可，2011年通胀目标定为4%的时候，需要名义利率的提高相匹配，即使不是等幅的，这才应是提高通胀容忍度的含义；



- 11 月 CPI 破 5%警戒线，对市场的心理是一种冲击，而不加息对市场的心理是一种相反的但是错误的暗示和引导；提高准备金率只是针对每月的新增外汇占款冻结银行体系的新增流动性，也并未回收已经到达企业和居民帐户的流动性，因此不是不加息的依据。

早加强于晚加。晚加甚或不加，一季度的信贷井喷是个大概率事件，而信贷控制严格化和微观化会严重干扰银行和企业的正常运行；倒逼机制将使得政策收紧加快和加重。就此而言，紧缩或延迟到一季度，但不会推到二季度。

加息而不是准备金率才是货币政策的实质性收紧。我们反复强调的，加息通道已经打开，再次加息只是时间问题。

## 2、为什么不加

### 担忧经济增长

经济增长到底好还是坏？我们认为纠结于这个问题毫无意义。

- 过度看短期增长，越看越近视，无助于增强判断力；
- 十七届五中全会已经淡化增长目标，事实上增长与就业等更重要的政策目标间的关联度正在降低，不仅“无就业增长”显示的增长对就业的带动作用边际递减，也包括对就业将更多通过积极财政政策和产业调整政策加以推动，增长目标已经蜕变为地方政府政绩竞赛和掠夺更多社会资源的借口；
- 这一次的货币紧缩不能再视增长的情况而定，泡沫不消，通胀不减，繁荣难启，要增长好了再紧货币，是本末倒置的陈旧思维；
- 过渡期的增长不需要担忧，2011 年的增长有积极的财政政策和相当的信贷规模保证，还有 1000 万套保障房的投资和需求的拉动，应担忧的是在政策方向犹豫的时刻，经济突然转向过热，非理性的过热。

### 恐惧热钱流入

加息引起热钱流入是一种老生常谈。

- 我们反复强调的，加息周期旨在打击泡沫和通胀，进而从根本上遏制热钱流入的获利空间和企图，事实上，10 月加息后，11 月外汇占款和粗略估计的热钱流入比上月大幅放缓；不加息，通胀和资产泡沫预期强烈，热钱流入反而更多；
- 我们也计算过，热钱流入并未对中国的资本市场产生过一致性的重大影响，也没有热钱总是从中国资产和资本市场获取巨大利益的有力证据；对热钱有更多的且有效的管制措施；在长期升值的必然趋势下，加息对热钱流入的作用实在有限；再退一步，即使热钱阶段性流入并获取了利益，那又如何？既是不可避免的外部因素，何必为此影响到自己要做的事？



## 利益集团阻挠

上述两个原因都不是重要的，重要的是利益集团阻挠。加息周期“可能”影响到政府的短期政绩，这在一个换届时期显得较为敏感；再次加息形成银行业甚至房地产业等行业让利的开始，降低了地方政府、国有企业、特权阶层获取超额体制租金的速度，需要其改变思维模式的惰性；对加息的拖延就成为决策者和决策参与者的默契，尽管这种拖延随着时间的推移越来越不可信，因为没有投票权的大多数已经通过通胀、资产泡沫，放弃劳动转向投机，而被动的表达意见。

犹豫无助于解决问题，犹豫无法改变规律的必然性。

## 3、加了又如何

加息有多大的作用？

短期来看，通胀和资产泡沫都是前期流动性过度释放的滞后反应，加息的短期影响有限，但加息周期影响到通胀预期和资产泡沫预期，因此对二者的持续和加剧会有显著的遏制作用。但是，二者都不会通过加息周期解决，资产泡沫的解决需要更广泛的房地产调控和发展规划，城市化进程的策略和安排，这将在中央和地方的博弈中得到推进，我们在《过度流动性：泛滥到治理》中初步描述了“二元结构”这一可能的情景；而短期通胀的控制更多需要价格管制，长期通胀需要控制要素价格改革和理顺相对价格需要的调节利益分配格局的节奏和力度。

政策紧缩不会立竿见影，但是是一种必要的态度宣示。

对资本市场而言，加息使得预期落地，投资者才可以更好的进行决策。短期或是利空，中长期则是利好。我们判断，加息周期将逐步由期限的非对称转向存贷款的非对称。对地产和其他行业而言，将逐渐由负面转向中性，而对银行而言，则将逐渐由中性转向负面。由此，银行和地产的表现可能不再是一致和同步的。

## 4、如何做决策

### 政策短期化

政策的短期化、微观化和行政化趋向日益明显，看问题越来越长，做决策越来越短，直接导致政策的空间逼仄和效力降低。微观经济主体的利益计算是精确和理性的，而政策制定特别是其中价值判断的随意性和易变性，对经济的扰动是巨大的。最近的一个例子就是对 2011 年信贷目标的各种传言，在 2011 年信贷控制重要性增强的前提下，却至今未明确，以至越传越乱。

过渡期政策无方向是危险的。决策者随意调整市场参与者的观念是危险的，最终也将是徒劳的。

### 按规律办事

政策的传导越来越不顺畅，政策与受众间的信息沟通严重不对称。作为中介的研究工作，也具有了短期化甚至庸俗化的倾向。一次路演中，在 12 月尚未过半的时候，就有客户希望我们能够得到 12 月的信贷数据；而另一方面，政策的短期化，比如银监会暂停 12 月份人民币固定资产贷款投放的做法使得短期的数据变化也失去了规律性，相互“比短”何时休！



罔顾基本事实和经济规律，去“猜测”或者“探听”政策动向成为研究的主要内容，再去论证某一项既定政策的合理性作为证明自己判断力的依据。自欺欺人而已。

研究不是赌。政策的混乱状态终将结束，回归规律是必然的。政策短期化和对短期政策预见的过分追求会导致研究工作洞察力的削弱。有时候由于集体选择的悖论，个人理性选择在多数人的非理性选择的裹胁下，变得不合时宜。但按规律办事，在政策甚至是在政策的基本方向上的不确定性越来越大时，就变得更加重要了。

加息就只不过是一件皇帝的新装。

## 二、期待金融改革

我们在一系列报告中，阐释了从制度变革的角度去理解流动性的重要性。在《2012：廉价货币的经济后果》中强调了银行在未来要充当国家宏观调控、结构调整和经济改革的工具，服务政策意图的有效实施。在《银行让利的前世今生》中，指出了银行业可能出现的主动和被动两种让利方式，主动就是信贷风险适度暴露，被动就是利率市场化缩小利差。在《银行让利之利率市场化渐近》中指出行政手段干预市场价格的反常现象增多和加快利率市场化步伐以改变过剩流动性生成和无序流动的必要性。在《过剩流动性：泛滥到治理》中，指出2011年是货币政策实质紧缩、探寻过剩流动性终结方案起始年，货币紧缩为制度变革提供条件，制度变革才能终结过剩流动性，制度变革金融先行，银行需要二次改革，启动改革，担当责任，消除不信任，而不是低估值才能真正启动银行股。

有必要对金融改革加以强调和重申。加息周期将打响金融改革的第一枪，也是明确政策方向的一枪。

### 加息和利率市场化

银行业已经占有整个经济体利润的太大份额，非对称加息和利率市场化都将是银行的真实让利。十二五规划中强调了“稳步推进利率市场化改革”。在通胀高企的阶段，适时先进入一个加息周期，使利率回复到相对合理的水平，再推进利率市场化，才是可行的路径。

在《过剩流动性：泛滥到治理》中，我们提出二元金融结构或成为过渡期的一种选择，但这不是长期的方向，特别是，二元金融不应实施二元的利率机制，后者具有极大风险和危害。利率市场化的实施可以从信贷市场的边缘起步，但绝不应就此缓步甚至止步。

### 加息和信贷风险

2011年，财税体制改革如对县级财政的加强，保障房的建设对房地产财政的认可，都在一定程度上缓释了融资平台的风险。但融资平台这一源于体制的信贷风险依然是最大的和最迫切的信贷风险。当然，两个十万亿之后（2009年的9.6万亿新增贷款和2010年包括银信合作的近10万亿新增贷款）的信贷风险不止于此。

刘明康主席的谈话体现了监管层对信贷风险的态度变化，不再追求没有意义的不良贷款量率双降，允许和正面对待小幅反弹，包括银行向金融资产管理公司出售不良贷款等制度安排也重新启动。而加息周期也将增加地方政府和融资平台的压力。我们预计，2011年是信贷风险管理和控制更加“动真格”的一年，开始在中央-银行-地方的博弈中逐步消化这一新的“三角债”。

还是那句话，应该对2011年启动金融改革报以乐观的期待。



## 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。