

## 控制通胀 加息周期确认

——12月25日央行加息点评

发布日期：2010年12月26日

### 主要观点：

- 加息体现控制通胀的决心。11年CPI可能接近4%的水平，未来一年物价上涨压力较大，控制通胀水平是宏观调控的重要任务。12月份物价总体虽有所回落，但月中有所反弹，同时，房地产价格涨势延续，两者催生政策进一步收紧。而经济复苏的巩固也为加息提供了空间。
- 此次加息表明央行推动货币政策回归稳健的坚决态度。加息在央行分支行领导人会议后第二天即推出，表明要求统一思想，坚决贯彻稳健货币政策。
- 当下加息也是前期数量化工具失效和市场预期推动下的政策被动选择。市场利率不断抬升，银行资金偏紧；公开市场操作上央票1个月内地量发行，价格工具成为不得不做的选择。而12月份以来，市场对加息的预期不断提高，央行不加息将被市场误读为政府为稳增长而“投鼠忌器”，加息也可以认为是监管层对市场预期的确认。
- “内”紧“外”松的货币政策格局使得加息必将搭配数量工具，以回收流动性。欧美日继续维持宽松货币政策，加上人民币升值预期，热钱将继续流入。加息同时将继续使用数量工具将是必然。
- 加息周期到来。加息频率和力度仍取决物价和经济走势。由于货币条件宽松于2004年和2006年，但经济增长弱于2007年，因此，本轮加息频率应高于2004和2006年，但弱于2007年。鉴于物价在2011年下半年回落到3-3.5%之间，仍有加息1-2次的可能。
- 数量工具将创新使用，差别准备金率动态调整或成常态，并成主要操作工具。差别准备金率动态调整将迫使各银行的信贷按照监管层要求投放，否则就被调整。差别准备金率将在短期内成主要的数量工具，但若热钱流入过多，物价继续快速上涨，不排除全面提高准备金率0.5-1个百分点。而国债和定向央票等也有可能推出。
- 鉴于春节临近和物价有所回落，春节前再度提高两率的可能性相对较小。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

## 主要事件:

12月25日中国人民银行决定,自2010年12月26日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点,其他各档次存贷款基准利率相应调整(见表1)

**表 1: 本次利率调整内容**

|                    | 调整前利率 | 调整后利率 | 调整幅度 |
|--------------------|-------|-------|------|
| <b>一、城乡居民和单位存款</b> |       |       |      |
| (一) 活期存款           | 0.36  | 0.36  | 0    |
| (二) 整存整取定期存款       |       |       |      |
| 三个月                | 1.91  | 2.25  | 0.34 |
| 半年                 | 2.20  | 2.50  | 0.3  |
| 一年                 | 2.50  | 2.75  | 0.25 |
| 二年                 | 3.25  | 3.55  | 0.3  |
| 三年                 | 3.85  | 4.15  | 0.3  |
| 五年                 | 4.20  | 4.55  | 0.35 |
| <b>二、各项贷款</b>      |       |       |      |
| 六个月                | 5.10  | 5.35  | 0.25 |
| 一年                 | 5.56  | 5.81  | 0.25 |
| 一至三年               | 5.60  | 5.85  | 0.25 |
| 三至五年               | 5.96  | 6.22  | 0.26 |
| 五年以上               | 6.14  | 6.40  | 0.26 |

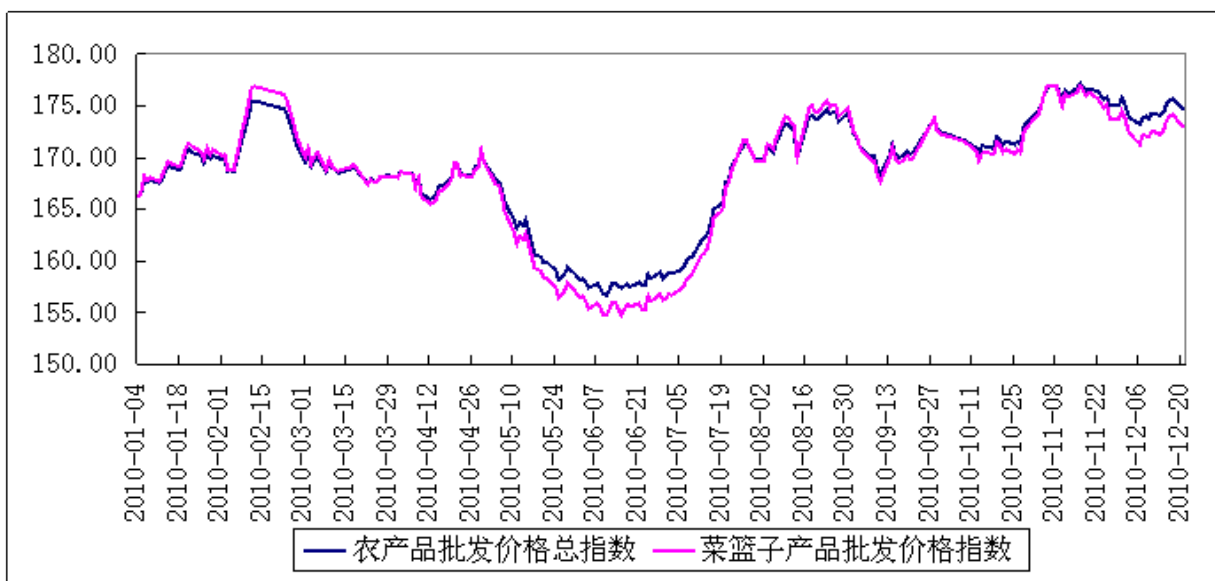
数据来源: 中国人民银行, 东北证券。

## 点评:

### 一、加息的内在原因在于物价上涨压力和房价涨势延续而经济复苏巩固

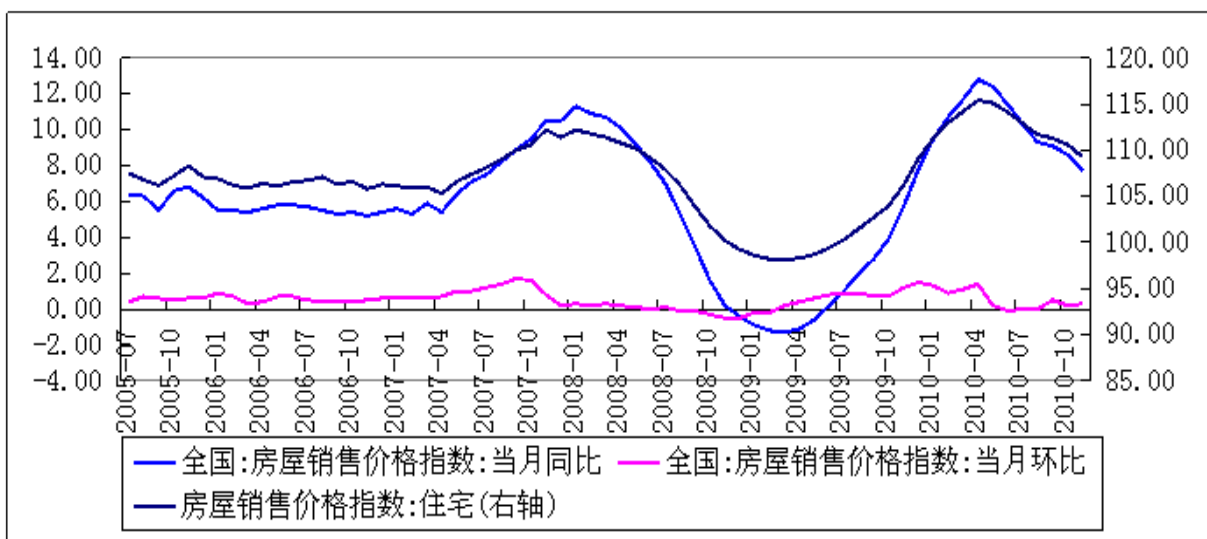
11月17日后,国家各部门密集出台了行政性价格管制措施,物价也有所回落。但是12月中下旬,物价再次反弹,仍维持高位运行,通胀压力继续高企,管理通胀预期任务艰巨。

而与此同时,房价继续上涨。国家统计局数据现实,11月份,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.7%,涨幅比10月份缩小0.9个百分点;环比上涨0.3%。其中,新建住宅销售价格同比上涨9.3%,涨幅比10月份缩小1.3个百分点;环比上涨0.4%。二手房价走势与新建住宅一致,11月份,二手住宅销售价格同比上涨5.6%,涨幅比10月份缩小0.3个百分点;环比上涨0.3%,比10月份扩大0.2个百分点。



数据来源: Wind, 东北证券。

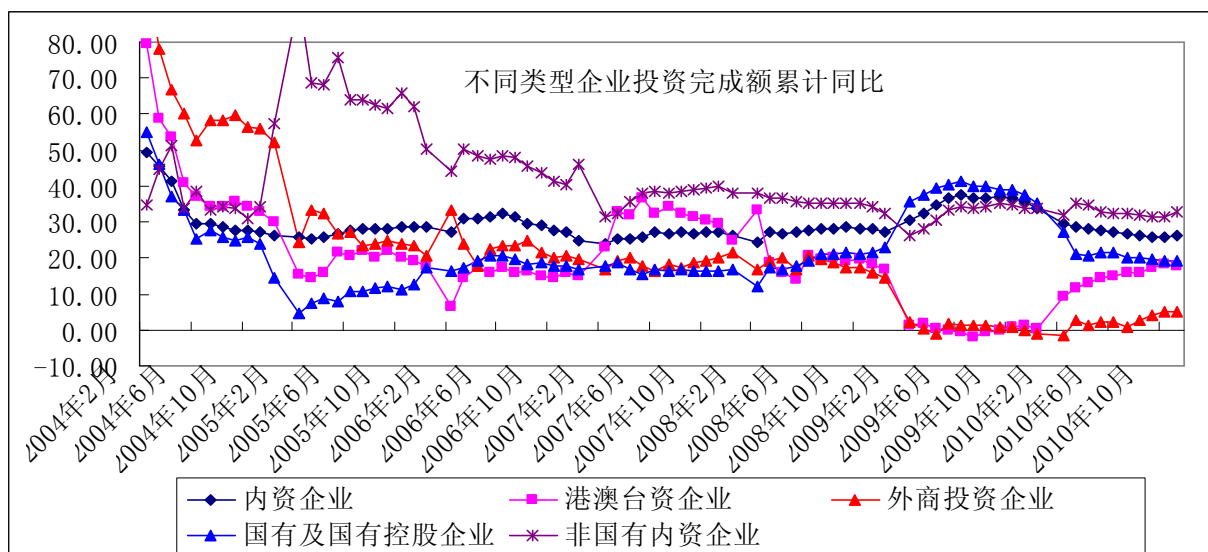
图 1: 12 月中旬农产品价格反弹, 物价上涨压力依旧较大



数据来源: Wind, 东北证券。

图 2: 11 月份房价环比增速回升, 同比保持较高增长

在物价和房价持续走高的同时, 我国经济复苏进一步巩固, 内外部条件进一步改善。11 月份, 国有及国有控股企业完成的投资额增速从 10 月份的 19.2% 下降到 19.0%, 而非国有内资企业的增速却从 31.61% 上升 1.1 个百分点至 32.73%, 既 10 月份小幅企稳后加快回升, 说明民间投资的积极性进一步得到恢复, 经济增长的内生性有所增强。而从外部条件看, 经济复苏仍处于进程中, 最坏时期已经过去。根据美国最新的统计数据, 美国商务部周三发布的最新数据显示, 美国第三季度的经济增长速度被向上修正至 2.6%, 略高于此前一次估计的增长 2.5%。该数据也表明美国经济复苏好于预期。



数据来源：Wind，东北证券。

**图 3：非国有内资企业投资回升明显，民间投资积极性提高**

因此，当前经济运行的格局是，通胀预期较强，通胀压力不断加大，而我国经济增长势头进一步巩固。在这种情况下，我们需要通过货币政策回归稳健、控制物价过快上涨的货币条件。

## 二、在央行分支行会议后加息表明统一思想、货币政策坚决回归稳健，加息周期到来

12月24日，中国人民银行召开部分金融机构及人民银行分支行主要负责同志会议，会议传达了中央经济工作会议精神，进一步分析了当前经济金融和货币信贷形势，部署了货币政策从适度宽松转向稳健的具体思路。

会上，人民银行党委委员、副行长胡晓炼指出，要深入理解实施稳健货币政策的必要性。货币政策回归稳健有利于加强通胀预期管理，防范资产价格泡沫。当前我国内外部流动性充裕，通胀预期较强，通胀压力不断加大，需要通过货币政策回归稳健、控制物价过快上涨的货币条件，彰显把稳定物价总水平放在更加突出位置、治理通胀的决心。同时，她还强调，货币政策及时回归稳健更有利于促进经济结构调整和发展方式转变，有利于防范系统性金融风险，指出稳健的货币政策比较有灵活性和针对性，既能在经济偏热时适当紧缩，也能在经济偏冷时适当放松，有助于更加积极妥善地处理好稳增长、调结构和防通胀三者之间的关系。

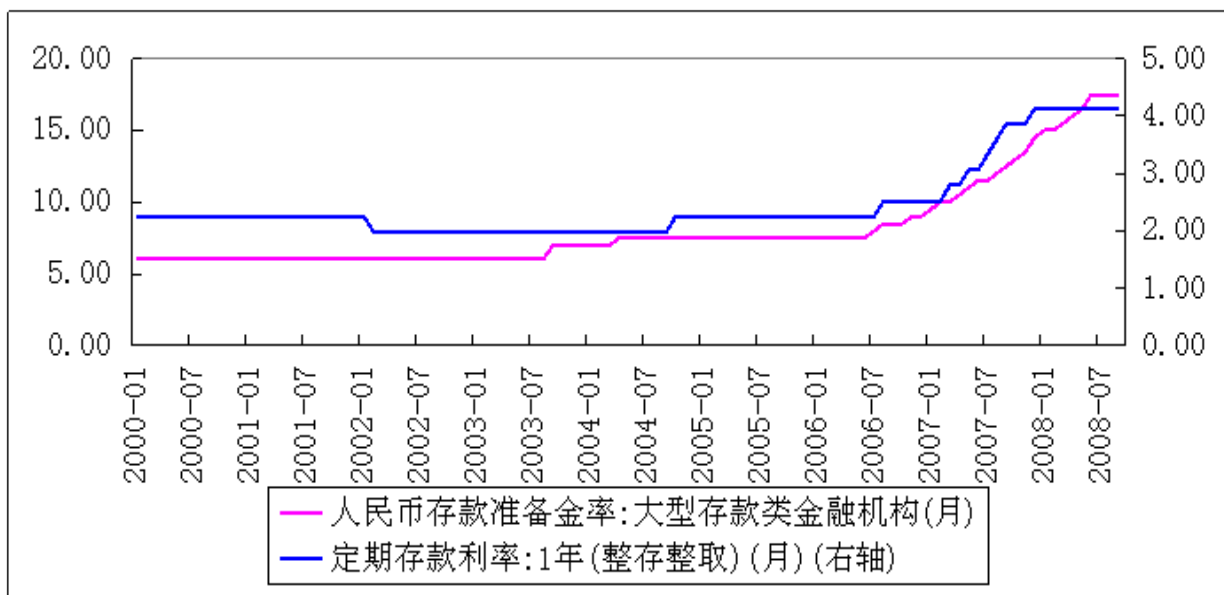
而在会后的第二天（25日），央行即宣布自2010年12月26日起上调金融机构人民币存款贷款基准利率。此表明央行要求各分支行及金融机构要统一思想，并坚决贯彻稳健货币政策态势。可以确定，加息周期已经来临。那么此次加息周期在未来将怎么走？

加息频率和力度仍取决物价和经济走势。但根据本世纪前两轮的加息经验看，央行对加息总体上比较谨慎小心。在经济增长相对合意，而物价又过快上涨时，加息来临。但2004和2006年年内都只有一次加息，而2007年却有6次加息。从经济增长条件看，当前经济复苏类似于2004年前的经济复苏阶段，不同于经济高速增长而物价连续高于5%以上运行的2007年。但是2009年以来的货币投放条件却是前期所不能比的。因此，从货币条件、经济增长条件和物价运行态势三者综合看，本轮加息频率应高于2004和2006年，但弱于2007年。鉴于物价在2011年下半年回落到3-3.5%之间，预计仍有加息1-2次的可能。

### 三、内紧外松的政策格局使流动性管理压力加大，差别准备金率动态调整将成主要工具

11月3日，美联储宣布实施QE2，将在2011年二季度前购买6000亿国债，继续实施量化宽松政策，并维持联邦基准利率维持在0-0.25%不变。同样，日本和欧盟也都继续维持现有的利率水平，宽松货币政策延续。在欧美日等经济体继续维持宽松货币政策背景下，加上我国人民币升值预期，热钱将继续流入。而这导致我国流动性管理任务继续加大。

因此，在进入新一轮的加息周期后，我们必将进一步强化数量工具的操作，加强流动性回收，提高货币政策的有效性。2007年6次加息的同时9次提高准备金率，一方面货币全面收紧，另一方面对冲热钱流入也是主要原因。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 4: 2007 年加息同时, 9 次提高准备金率

但回收流动性的数量工具将创新性使用, 差别准备金动态调整或将成主要的调节工具, 并可能常态化。按照央行的会议精神, 2011 年将运用差别准备金动态调整, 配合利率、存款准备金率、公开市场业务等常规性货币政策工具发挥作用。而差别准备金动态调整将在原差别准备金基础上进一步完善和规范, 其调整基于社会融资总量、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整个偏离的影响, 考虑金融机构的系统重要性和各机构的稳健状况及执行国家信贷政策情况等, 以更有针对性地回收过多流动性, 引导金融机构信贷合理、适度、平稳投放, 体现宏观调控的要求。

差别准备金率动态调整将迫使各银行的信贷按照监管层要求投放, 否则就被调整。差别准备金率将在短期内成主要的数量工具, 但若热钱流入过多, 物价继续快速上涨, 不排除提高全面提高准备金率 0.5-1 个百分点。而国债和定向央票等也有可能推出。

不过, 虽然加息周期来临, 而数量工具也将继续使用, 但鉴于春节临近和物价有所回落, 春节前再度提高两率的可能性相对较小。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。