



2010.12.27

加息应对通胀升温，调控手段偏向价格

——点评央行年内再次加息

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

陈岚

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880210100004

本报告导读：

对 12 月 25 日央行宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率展开点评

摘要：

- 中国人民银行 12 月 25 日决定，自 2010 年 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率各 0.25 个百分点。
- 我们认为，央行年内第二次加息的首要原因仍然是通胀和通胀预期的回升。从商务部最新公布的价格数据看，目前食品价格在经历了前三周的下跌之后，最近一周开始出现了上涨的势头，而生产资料价格指数在经历连续 3 周下跌之后，最近两周已经恢复上涨。
- 从食品价格看，之前几周对食品价格下降贡献最大的蔬菜价格止跌回稳，表明行政管制的短期效应消失，与之相应的是食品价格恢复上涨；从生产资料价格看，目前国际油价已经突破 90 美元，而国内钢铁价格指数屡创年内新高，意味着 12 月的 PPI 环比仍呈现明显上涨，并将继续推动 CPI 的上涨。
- 鉴于最新的价格数据，我们上调 12 月 PPI 同比预测至 5.3%，小幅上调 12 月 CPI 同比预测至 4.4%，尽管 12 月的物价虽比 11 月略有回落，但从环比看，均在继续上涨，而且从趋势看，我们认为直到 11 年下半年通胀才有显著回落可能。
- 央行加息除了控制通胀和通胀预期以外，通过加息使得价格工具发挥作用，恢复公开市场的回笼能力，也是其重要目的之一。由于此前 1 年期央票的一、二级市场利率严重倒挂，导致公开市场回笼功能的缺失，使得央行不得不靠准备金率强行回笼货币。而在加息以后，央票一级利率将大幅提升，而二级利率或有回落，或能逐步疏通公开市场。
- 本次加息完全确认了加息周期的启动，而绝非 04 年那样的单纯一次加息。基于经济和通胀的走势，我们认为到 11 年中之前，仍有 2 次的加息。
- 本次加息或意味着未来价格工具将取代数量工具成为主要的调控方式，而加息作为价格化的工具对经济的伤害远小于准备金率等数量工具。
- 本次加息属于存贷款对称加息，活期利率不变的情况下，对称加息对银行有利。

相关报告

《美国经济超预期复苏风险在提升——美联储议息会议简评》

2010.12.15

《通胀促消费、汽车销量升——点评 10 年 11 月消费数据》

2010.12.13

《进出口超预期增长，经济积极回升——点评 10 年 11 月进出口数据》

2010.12.13

《经济日趋回升，助推流动性需求——点评 10 年 11 月货币信贷数据》

2010.12.12

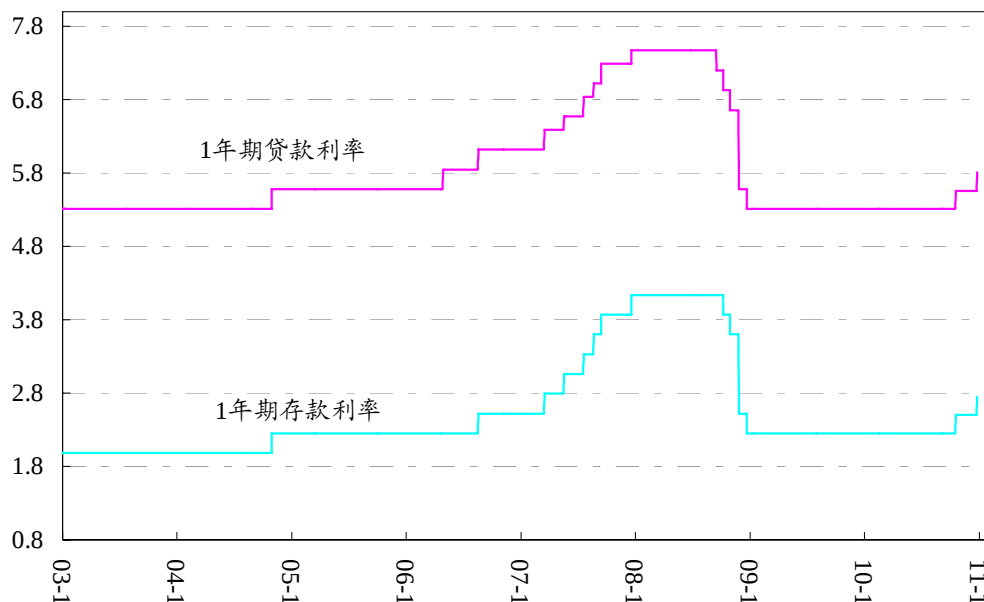
《年内物价将短暂企稳，但通胀压力增大——点评 10 年 11 月物价数据》

2010.12.12

一、央行年内再次加息

中国人民银行12月25日决定,自2010年12月26日起上调金融机构人民币存贷款基准利率各0.25个百分点,一年期贷款基准利率由现行的2.50%提高到2.75%;一年期存款基准利率由现行的5.56%提高到5.81%;其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。这是央行年内第二次加息,距离上次加息的时间仅相隔了不到两个月的时间。

图 1:
1 年期存贷款利率
 (03-10 年)
 单位: %

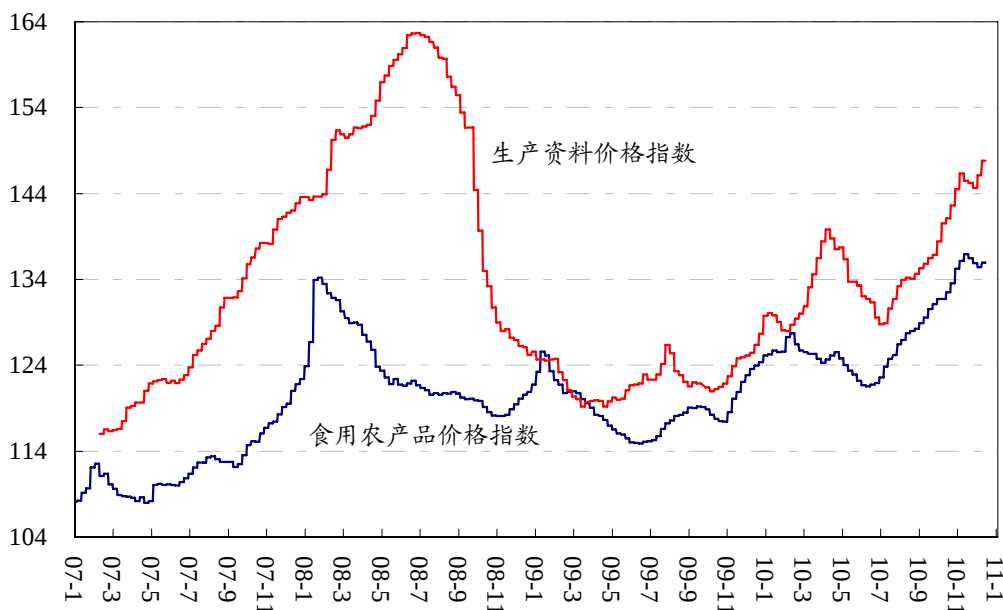


二、抑制通胀及通胀预期

我们认为,央行年内第二次加息的首要原因仍然是通胀和通胀预期的回升。

从商务部最新公布的食物和生产资料周度价格数据看,目前食物价格在经历了前三周的下落之后,最近一周开始出现了上涨的势头,而生产资料价格指数在经历连续3周下落之后,最近两周已经恢复上涨。

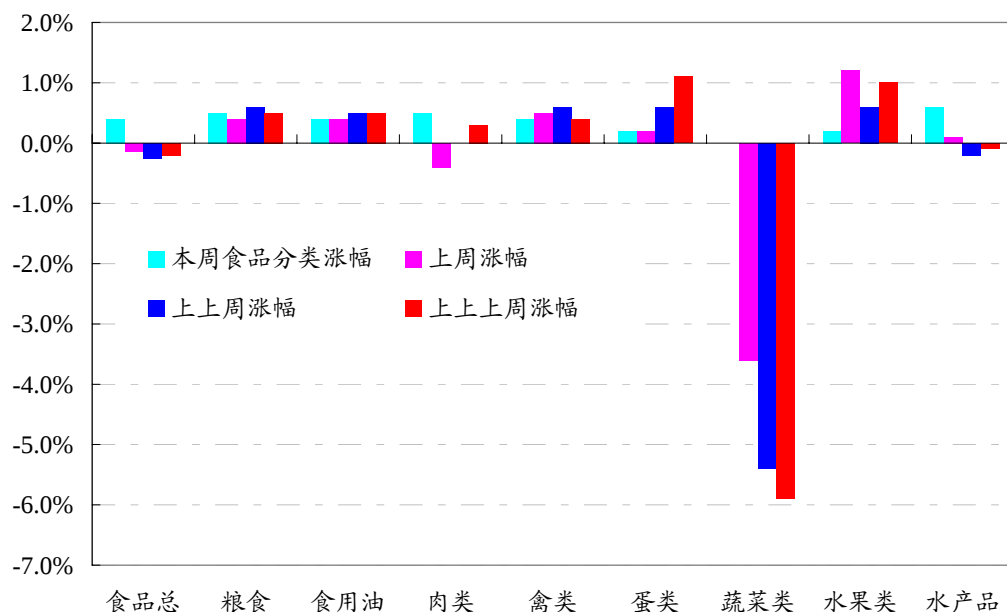
图 2:
商务部食物、生产资料价格指数
 (20072010)
 单位: 1



从食物价格来看,蔬菜价格的大幅下落是之前三周食物价格小幅回落

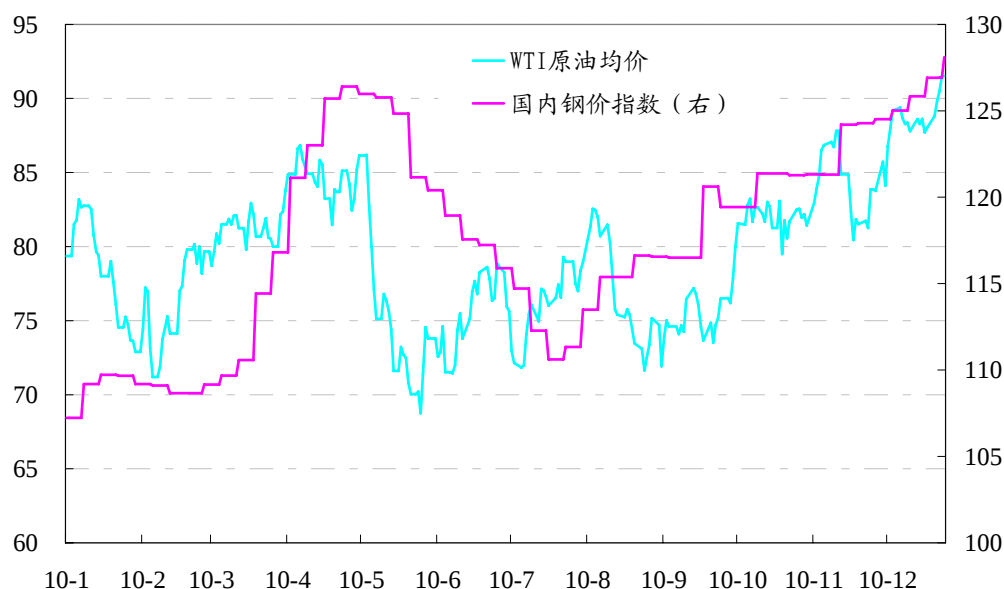
的主要原因，而这离不开政府在 11 月下旬对蔬菜价格的临时管制。然而从本周起，蔬菜价格止跌，表明行政管制的短期效应消失，与之相应的是食品价格恢复上涨。

图 3:
近几周食品价格分类涨幅
(2010)
单位: 1



从生产资料价格来看，目前国际油价已经突破 90 美元，而国内钢铁价格指数屡创年内新高。由于 PPI 中能源和钢铁价格为主要构成部分，这意味着 12 月的 PPI 环比仍呈现明显上涨，并将继续推动 CPI 的上涨。

图 4:
WTI 原油均价、国内钢价
指数
(2001-2010)
单位: 1

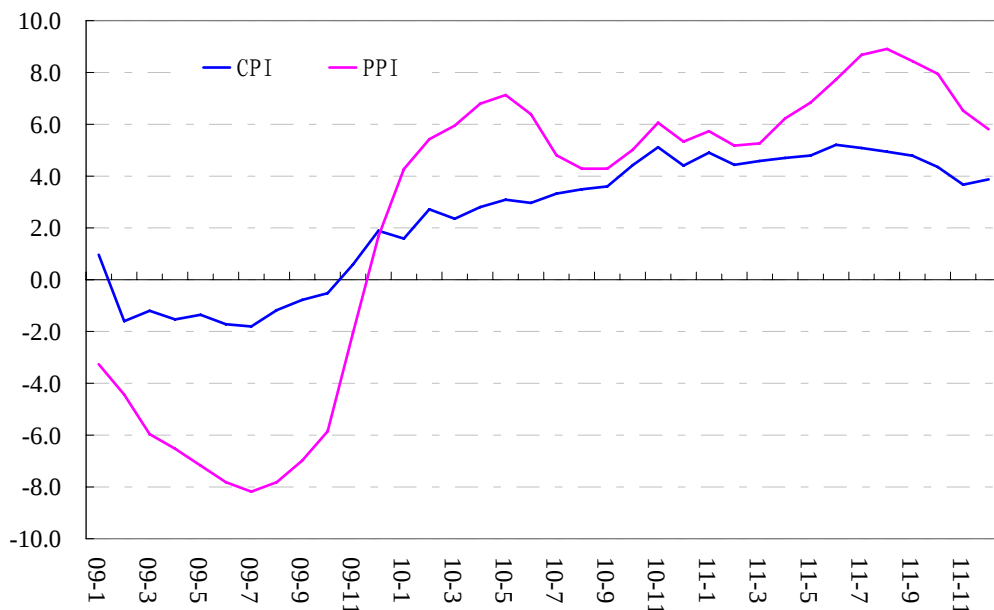


鉴于最新的价格数据，我们上调 12 月 PPI 同比预测至 5.3%，预测其环比为 0.5%；小幅上调 12 月 CPI 同比预测至 4.4%，其中食品上涨 9.4%，非食品上涨 1.9%。

尽管 12 月的物价虽比 11 月略有回落，但从环比看，均在继续上涨，而且从趋势看，我们认为直到 11 年下半年通胀才有显著回落可能。上调 11 年 CPI 预测至 4.6%，PPI 预测至 6.9%。

图 5:
CPI、PPI 同比增速及预测
(2009-2010)

单位: %



一方面实际通胀在未来半年仍将持续上行, 另一方面, 从最近央行公布的 10 年 4 季度居民未来物价预期指数来看, 已经超过了 07 年, 刷新了历史最高水平。

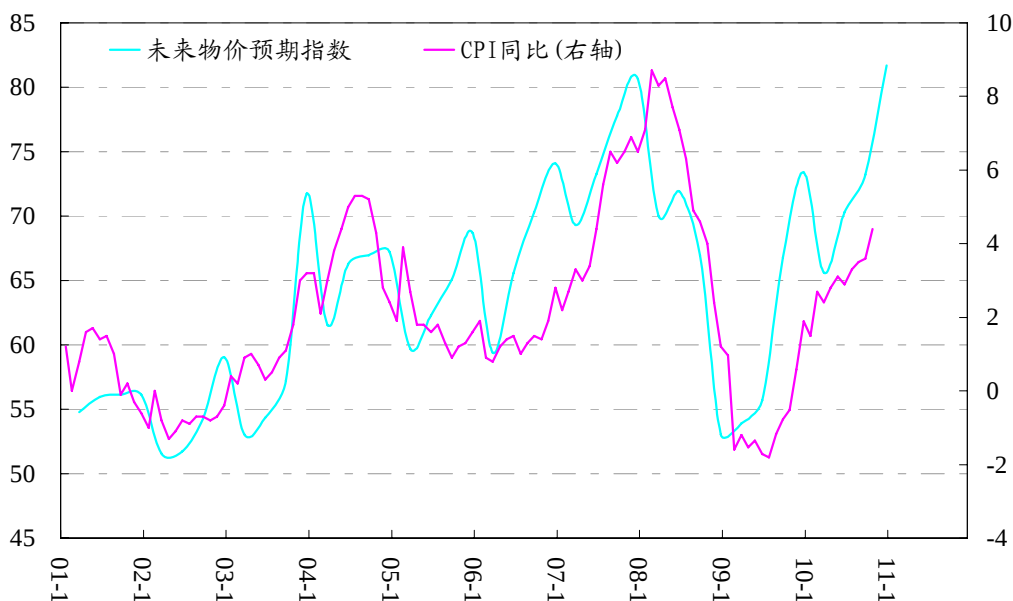
由于通胀预期对实际通胀具有一定的领先性, 反映了通胀预期会对实际通胀产生传导作用, 因此, 通胀预期的不断高企也表明未来几个月的物价总体仍将保持向上。

图 6:
未来物价预期指数、CPI
同比

(2001-2010)

左轴单位: 1

右轴单位: %

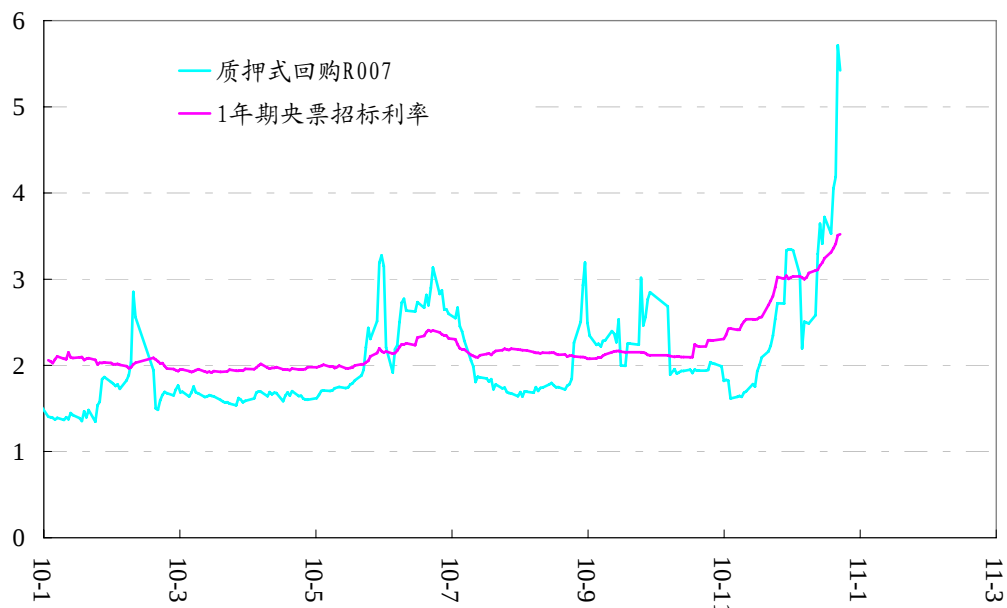


三、发挥价格工具作用

央行加息除了控制通胀和通胀预期以外, 通过加息使得价格工具发挥作用, 恢复公开市场的回笼能力, 也是其重要目的之一。

12 月中旬以来, 货币市场利率再次飙升, 其中 7 天质押式回购利率一度达到 5% 以上, 而 1 年期央票的二级市场利率也达到 3.5% 的新高水平, 反映出货币市场资金的极度紧张。

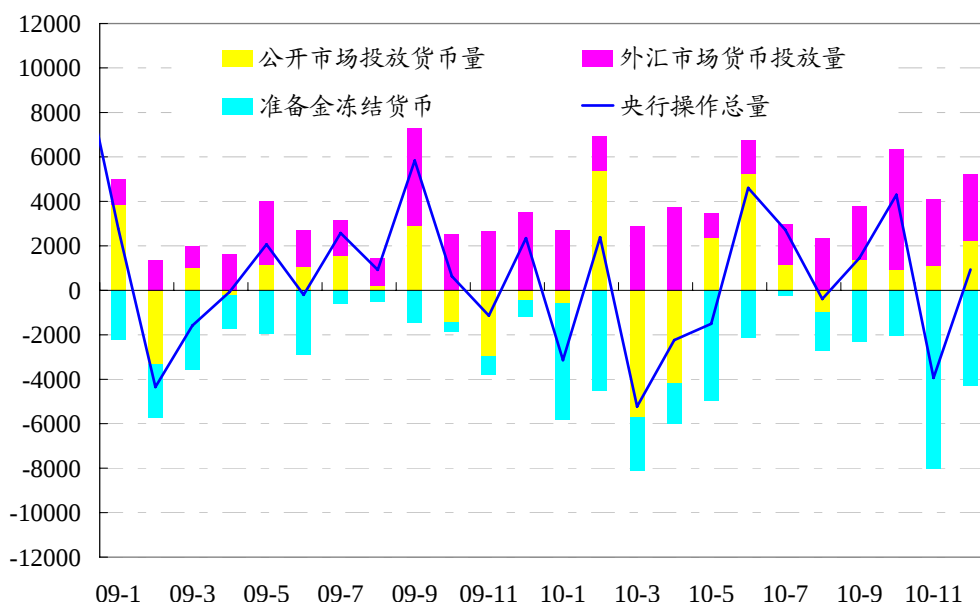
图 7:
质押式回购 7 天利率、1 年
央票招标利率
 (2010)
 单位: %



近期资金面的紧张或与准备金率的频繁提升有关。考虑到 10 月份的一次差别准备金率，以及 11 月后的三次准备金率上调，央行通过准备金率在近 3 月冻结了 14000 亿左右货币。

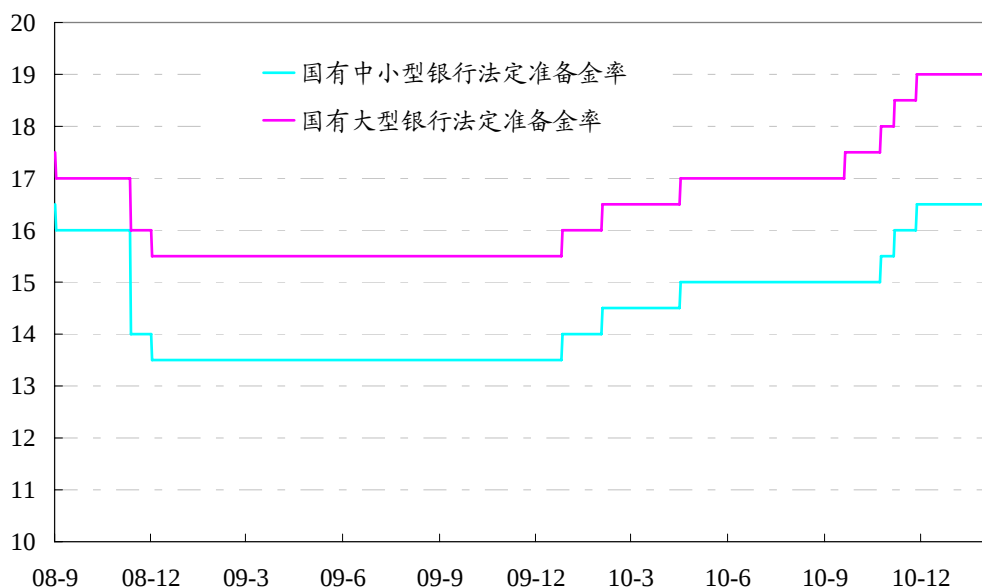
但央行的准备金率提升是为了对冲外汇占款下的资金流入，10 月份的新增外汇占款高达 5000 亿，11 月也有接近 3000 亿的外汇占款，预计 12 月仍维持在 3000 亿左右。因而从近三月央行的整体回笼情况来看，投放和回笼基本平衡，准备金率的提升还不足以解释资金的紧张。

图 8:
公开市场投放货币量、外
汇市场投放货币量、准备
金冻结货币、央行操作总
量
 (2009-2010)
 单位: 亿元



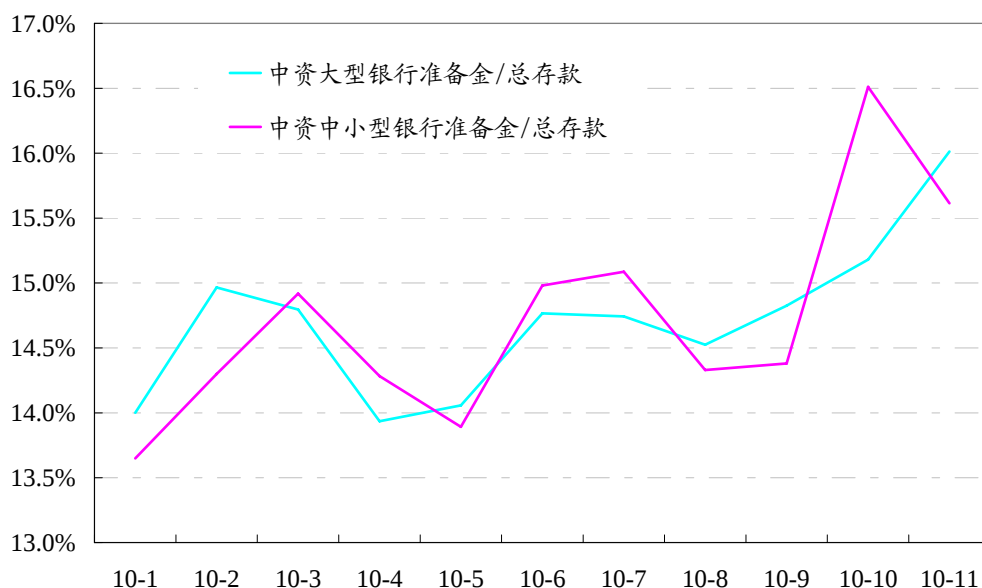
而差别存款准备金率的实施或为资金紧张的原因。自从 08 年金融危机以后，我国就实施了差别存款准备金率制度，对工农中建等中资 4 家大型全国性银行实施较高的存款准备金率，比其他机构高 2%。如果考虑 10 年 10 月的又一次临时差别存款准备金率提升，目前大型银行的存款准备金率要比其他机构高出 2.5%。

图 9:
国有大型、中小型银行法定准备金率
 (2008-2010)
 单位: %



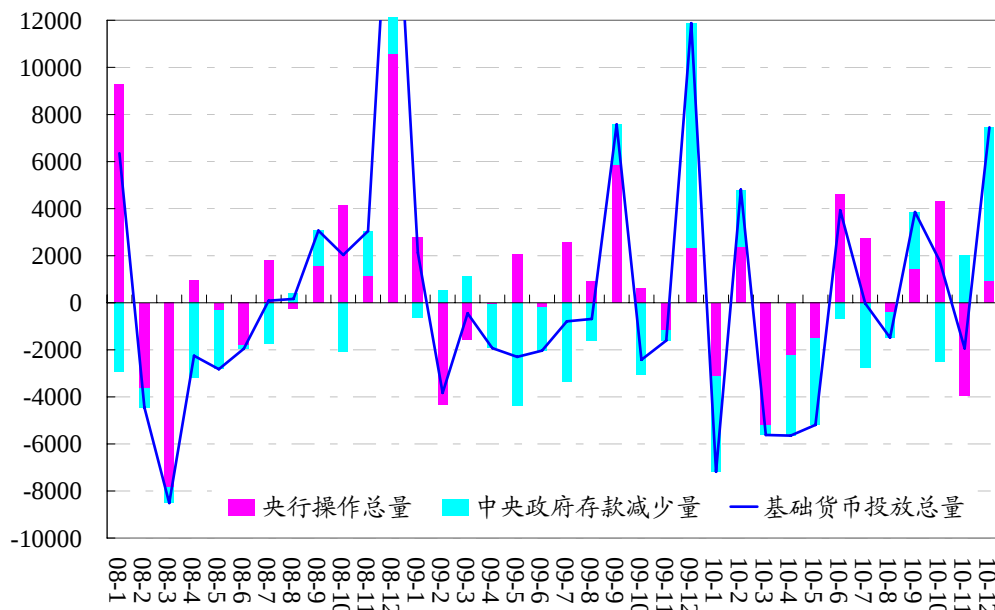
而在 11 月末，中资大型银行与中小型银行的总储备率大致相当，仅比后者高出 0.5%。因而在减去不同的法定准备金率之后，意味着大型银行的超额准备金率要比中小型银行低出近 2%。因此虽然央行资金总投放基本平衡，但在结构上对大型银行回笼了更多的资金，导致了作为传统资金拆出方的中资大行资金紧张，从而导致了货币利率的飙升。

图 10:
国有大型、中小型银行总储备率
 (2010)
 单位: 1



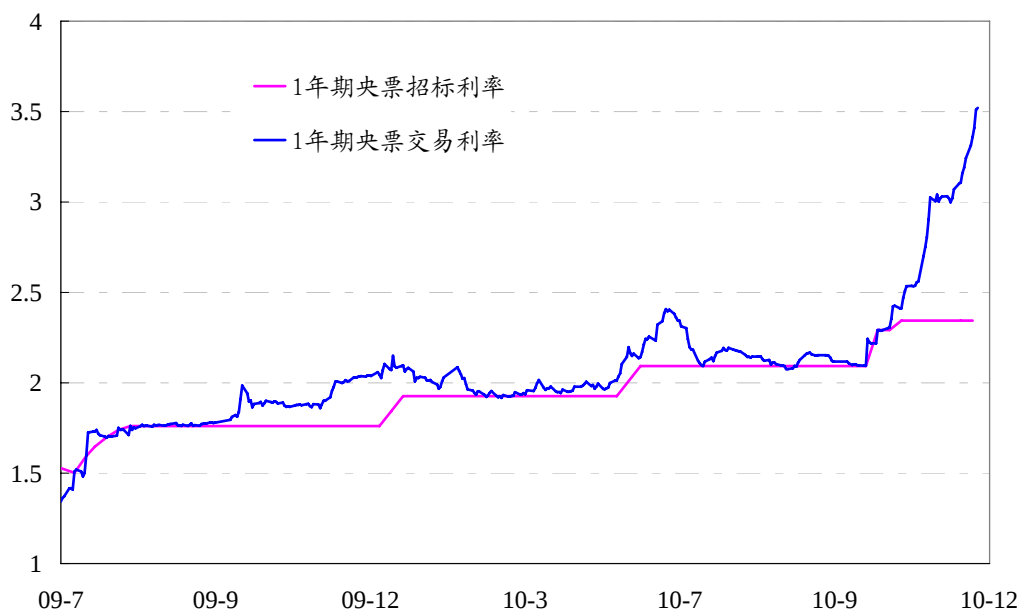
此外，财政存款变动也是影响银行货币状况的重要因素，因为财政存款存放央行，其增加等同于央行回笼基础货币。11 月的财政存款下降了 2000 亿，相当于投放了等额货币。而从历史经验看，12 月的财政存款会大幅下降，投放货币均约 10000 亿。而传闻今年 12 月的财政存款投放量或将低于预期，可能也是导致资金紧张的原因之一。

图 11:
 央行操作总量、财政存款
 减少量、基础货币投放总
 量
 (2010)
 单位: 1



由于此前 1 年期央票的一、二级市场利率倒挂一度超过 100bp，导致公开市场回笼功能的缺失，使得央行不得不靠准备金率强行回笼货币。而在加息以后，央票一级利率将大幅提升，而二级利率或有回落，或能逐步疏通公开市场，恢复公开市场操作能力，使得货币政策工具从主要依靠数量型手段转向更为灵活的价格型手段。

图 12:
 1 年央票招标利率、交易利
 率
 (2009)
 单位: %

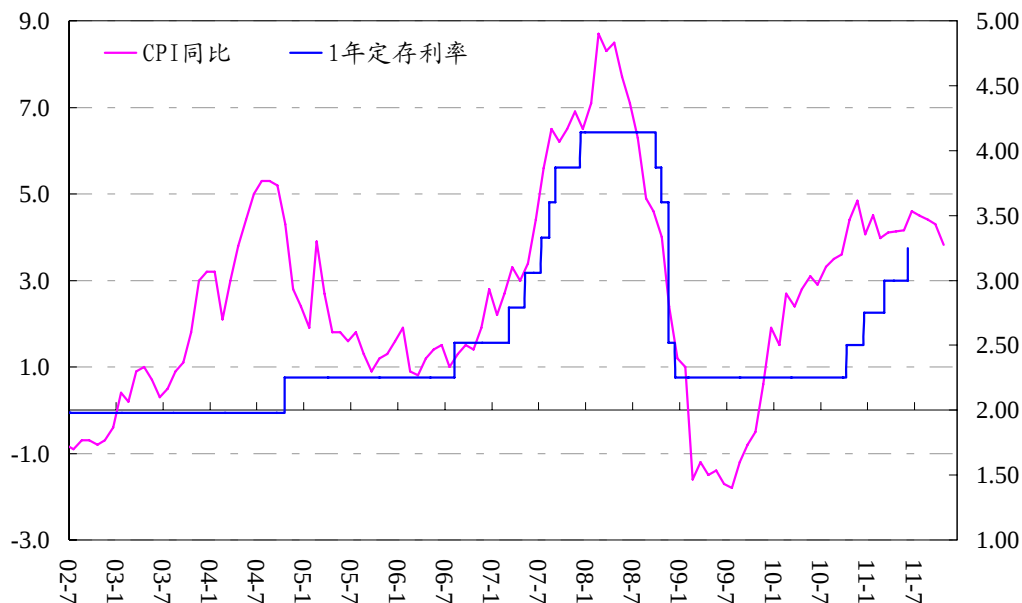


四、预计到 11 年中仍有两次加息

我们认为到 11 年中之前，仍有 2 次的加息。

从通胀来看，根据我们的预测，CPI 的下降要等到 11 年下半年之后，因而未来半年仍处于加息周期，或再有 2 次加息可能。而本次加息也完全确认了加息周期的启动，而绝非 04 年那样的单纯一次加息。

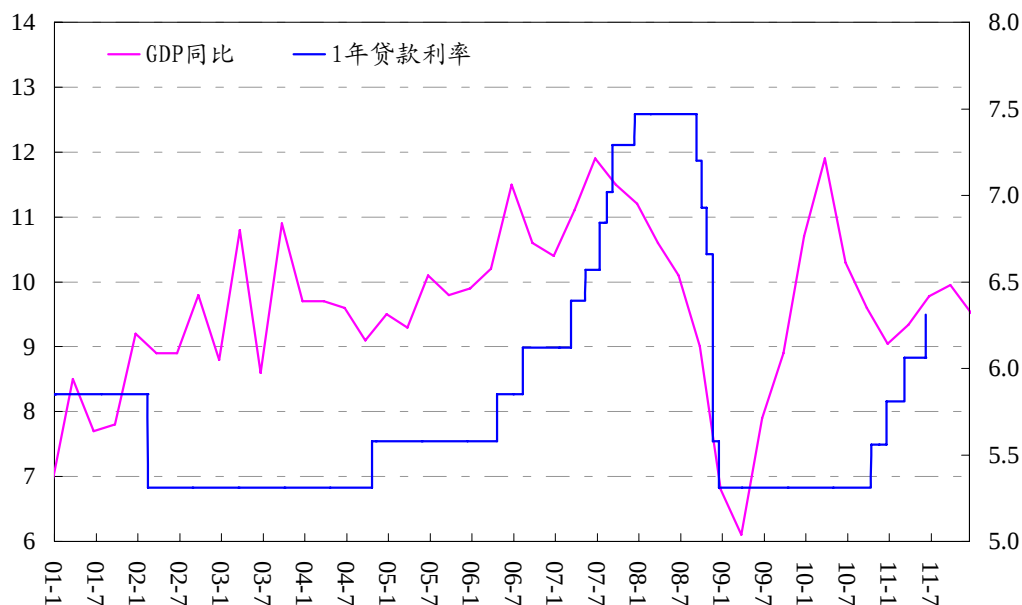
图 13:
CPI 同比、1 年定存利率
 (2002-2011)
 单位: %



从经济来看,对于 11 年的 GDP 增速,我们认为会重新回到 9%左右的偏热区间,而且考虑到 GDP 环比增速在 10 年 3 季度的见底回升,未来也存在提高贷款利率以抑制经济过热的理由。

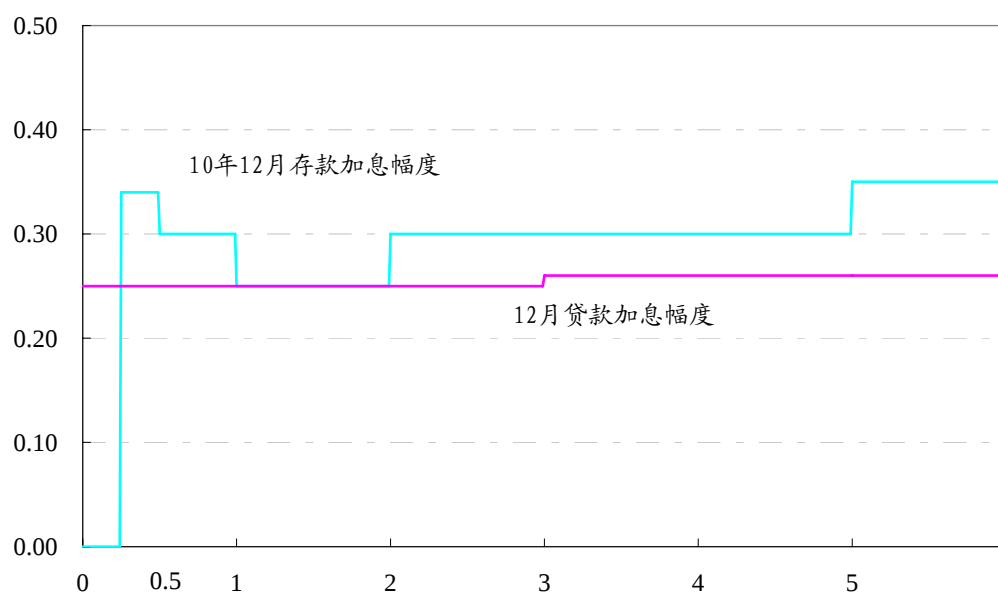
而且,本次加息或意味着未来价格工具将取代数量工具成为主要的调控方式,而加息作为价格化和市场化的工具,其对经济的伤害远小于准备金率等数量工具,从这个意义上讲,加息对经济并非完全的利空。

图 14:
GDP 同比、1 年贷款利率
 (2002-2011)
 单位: %



另外,本次加息属于存贷款对称加息,其中活期存款利率维持 0.36%不变,而其余期限存款利率上调幅度均基本大于贷款利率上调幅度。存款利率上调幅度较大表明加息主要针对通胀,而贷款利率的上调符合近期经济继续回升的背景,加上活期存款利率不变,对银行有利。

图 15:
 10 年 12 月存款、贷款加息幅度
 (10.12)
 单位: %



附注：文中涉及数据源于 Wind，CEIC，央行，统计局，商务部，国泰君安。

作者简介：

姜超：

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

陈岚：

复旦大学经济学硕士，08 年加入国泰君安证券，09 年获新财富债券最佳分析师第二名，10 年获第二名。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		