

政策密集期提前来临，“三率齐发”可期

事 项

- 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，使一年期存贷款利率上升至 2.75% 和 5.81%。这意味着 2010 年六次上调存款准备金率、一次加息之后，央行再次启动加息动作。

主要观点

- 央行选择在市场对于元旦之前加息预期弱化的时点进行加息，显示货币政策加速回归常态化，政策紧缩的密集期提前来临，“三率齐发”可期。
- 本次加息出发点有三：一是 2011 年美国经济增长有望从结构性复苏转向全面增长，部分释放了外部需求的不确定性；二是明年作为“十二五”规划开局之年，经济增长的上行风险大于下行风险；三是热钱流入的影响因素可能短期有所缓解。在中央扩大进口的战略指导下，人民币汇率升值幅度加大将是明年上半年可以见到的重要动向。一旦决定允许汇率升值幅度加大，利差则可能成为热钱流入中居于次位的因素。
- 对比年内两次非对称加息，本次加息三个月和半年期存款利率上调幅度超过上一次，反应了决策者进一步前瞻性控制通胀预期的信号；中长期贷款利率调整幅度更大，显示本次加息更为强调对中长期贷款的管理，显示了央行通过提高利率以“保持贷款总量合理适度增长”以及落实房地产调控政策的决心；贷款利率提高有助于抑制信贷过度扩张所导致的经济过热风险，从而避免 PPI 上涨传导至 CPI，引发全面通胀；
- 本次加息选择在岁末年初时点进行，主要是考虑在下一个通胀高点来临之前，前瞻性地抑制通胀预期；同时在年末的时点加息，意味着 2011 年元旦起，各项贷款的利率将以新的基准利率整体上移，有助于抑制房地产需求的，加强地方政府的债务性管理。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

:

:

联系人：华中炜 杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

相关研究报告

在 2010 年即将过去的最后一周，市场预期年内不会加息之时，央行加息动作再次意外落下。权衡对比，12 月 11 日统计局公布 11 月年内 5.1% 的 CPI 峰值前后，为市场加息预期最为强烈之时，央行并未选择加息；恰恰相反，而在年末岁初，12 月预期 CPI 从高位回落，市场加息预期有所弱化时，央行却又一次果断加息。

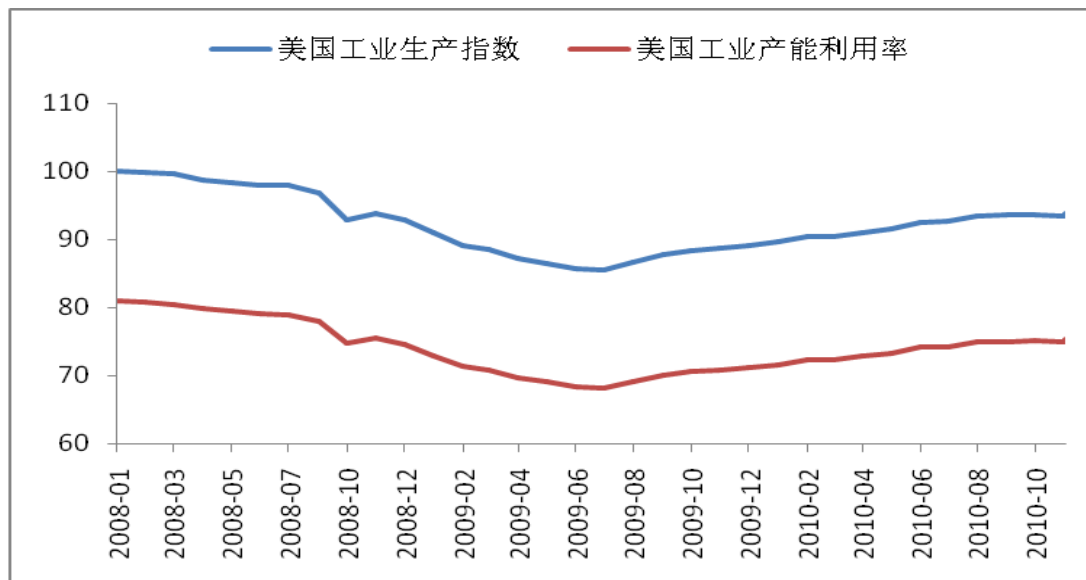
一、加息幅度与时点选择：加息传递了什么样的信号？

- 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，使一年期存贷款利率上升至 2.75% 和 5.81%。这意味着 2010 年六次上调存款准备金率、一次加息之后，央行再次启动加息动作，通过货币政策的又一次重要调整，加速回归常态化。

（一）本次加息是否意味着决策者的主要担忧已有所缓和？

- 2010 年以来，我们曾反复强调，在全球经济复苏仍存不确定性以及低利率约束没有改变的情况下，加息是慎之又慎的选择，决策层的主要担忧一是在于加息会引发热钱流入，二是在于外围经济形势恶化，出口下滑预期之下，加息会增加国内经济的下行风险。那么，本次意外加息是否意味着决策层面的主要忧虑已有所缓和？我们认为，仅从当前的情况看，答案似乎是肯定的。
- 首先，美国经济的超预期复苏可能是 11 年金融市场的超意料之处。目前来看，扣除房地产行业的影响美国的设备投资使用率已接近历史峰值，企业利润也已接近危机前的历史高点，2011 年，美国经济有望从结构性复苏转向全面增长。因此，虽然欧洲债务危机的风险仍未消退，但美国经济的超预期复苏部分释放了国外需求的不确定性，这是目前及下一次加息时需要重新评估的一个外生因素。

图表 1 需要重新评估美国经济的超预期复苏对国内政策工具选择的影响



数据来源：WIND

- 其次，从目前的趋势看，基于 2010 年四季度强劲的增长态势，2011 年经济在特定季度过热的可能性不容忽视，其中一个动力是 2011 年的“十一五”和“十二五”的衔接之年，从改革开放 30 年的经验看通常存在很强的政治周期扩张冲动，进一步考虑到美国的复苏预期可能会超乎当前，2011 年中国经济的上行风险大于下行风险，因此本次加息可以改变当前有限的紧缩措施力度和节奏，强化货币政策回归常态化、抑制通胀预期和资产泡沫、控制信贷过度扩张。

- 再者，国际投机性热钱的流入冲动及由此带来的国内对冲压力也需要重新评估。目前来看，决策者及市场对热钱的担忧可能偏悲观，原因在于：其一，如果美国经济复苏超预期，美元的短期反弹将会使得国际资本从新兴市场流出，我们之前也曾反复强调这种潜在的可能性；其二，年内两次加息动作，已在部分程度上纠正了中长期存款负利率，国内资产价格上升的动力已有所抑制，特别是考虑到目前仍在延续的房地产调控，房地产资产价格短期内大幅度上升的空间有所收缩。因此，国际热钱获取投机性资产泡沫收益的冲动将有所抑制；其三，根据我们此前的分析，在中央进一步扩大进口的战略指导下，人民币汇率升值幅度加大将是明年上半年可以见到的重要动向。一旦决定允许人民币汇率升值幅度加大，利率就成为热钱流入中居于次位的因素；其四，外管部门的资本管制政策正在取得一定的效果。央行公布的最新数据显示，11月当月新增外汇占款3196亿元，虽然从全年看仍然居于高位，但已经较上月5301亿元的规模大幅回落40%。

图表 2 2010 年两次加息对比 “一揽表”

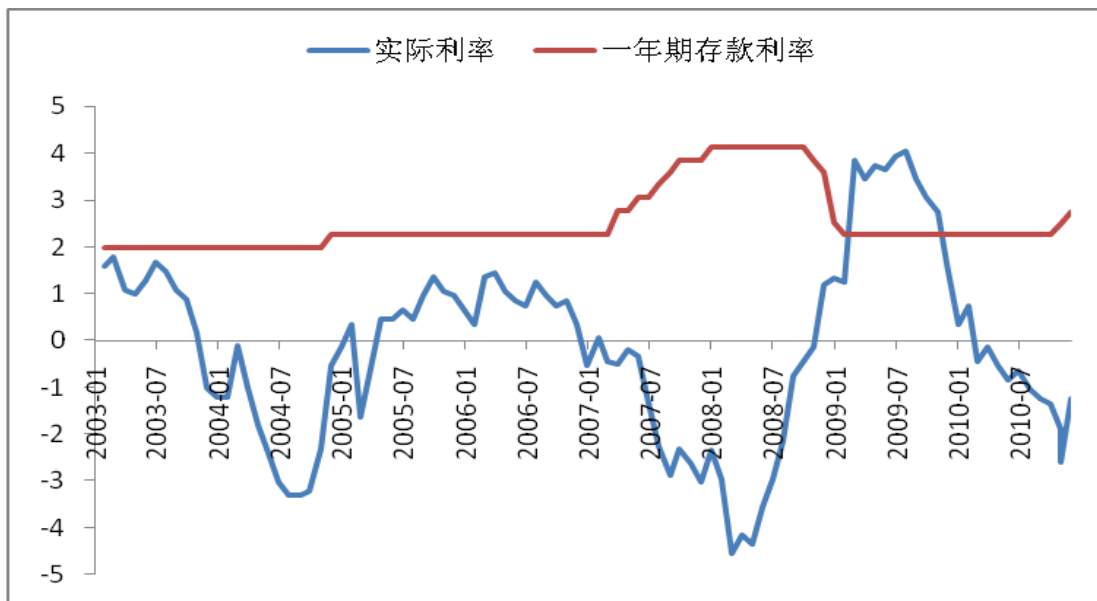
期限	加息前	加息后	本次加息幅度	上次加息幅度
一、活期存款	0.36	0.36	0.00	0.00
二、定期存款				
三个月	1.91	2.25	0.34	0.20
半年	2.20	2.50	0.30	0.22
一年	2.50	2.75	0.25	0.25
二年	3.25	3.55	0.30	0.46
三年	3.85	4.15	0.30	0.52
五年	4.20	4.55	0.35	0.60
三、贷款				
6个月	5.10	5.35	0.25	0.24
一年	5.56	5.81	0.25	0.25
1~3年	5.60	5.85	0.25	0.20
3~5年	5.96	6.22	0.26	0.20
>5年	6.14	6.40	0.26	0.20

数据来源：华创证券，作者整理

（二）加息传递了什么样的政策信号？

- 对比年内两次非对称加息，本次加息有几个典型特点：其一，三个月和半年期存款利率上调幅度超过上一次，对应这两种期限的存款，本次上调幅度分别为34和30个基点，而上次调整幅度为20和22个基点；其二，中长期存款利率上调幅度低于上一次，对应二年、三年、五年期存款，本次上调幅度分别低于上次16、22、25个基点；其三，各种期限的贷款利率上调幅度均大于上次。那么，这三个明显区别反应了什么样的政策信号？
- 其次，考虑到两次对中长期存款利率的非对称上调，目前来看，二年、三年、五年期的12个月加权利率水平已经分别达到-0.37、0.19、0.48，负利率水平已得到有效纠正。这也从一个侧面说明本次加息经过精心设计后，有所侧重地减小了中长期存款的上调幅度，在纠正中长期负利率的同时，又不至于对银行造成太大的压力，如果进一步考虑对贷款利率的较大幅度上调，这反而有可能使银行的利差甚至有所扩大。

图表 3 本次加息后，一年期存款负利率被纠正到—1.25%左右



数据来源：WIND，作者计算

图表 4 本次加息后，中长期存款加权负利率情况得到明显纠正（%）

	一年期	二年期	三年期	五年期
不考虑加权平均的当月负利率水平				
10 月份加息当月负利率水平	-1.9	-1.15	-0.55	-0.2
10 月份加息 11 月负利率水平	-2.6	-1.85	-1.25	-0.9
本次加息后预计 12 月负利率水平	-1.25	-0.75	-0.15	0.2
考虑 12 个月加权平均的当月负利率水平				
10 月份加息当月加权负利率水平	-0.45	0.10	0.65	0.93
10 月份加息后 11 月份加权负利率水平	-0.81	-0.23	0.32	0.60
本次加息后预计 12 月份加权负利率水平	-0.94	-0.37	0.19	0.48

数据来源：作者计算

- 再者，本次加息的一个最大特点就是较大幅度上调各期限贷款利率，中长期贷款利率平均上调 25~26 个基点，对比而言，这种动态调整体现的主要含义是：与上次加息更为侧重抑制通胀预期相比较，这次加息在抑制通胀预期的同时，更为强调对中长期贷款的管理；通常，在“十二五”开局之年，地方政府铺摊子、上项目的冲动比较强烈，本次对中长期贷款利率的上调将明显提高地方政府的融资成本，从而抑制贷款和投资的冲动，显示了央行通过提高利率以“保持贷款总量合理适度增长”以及落实房地产调控政策的决心。

图表 5 2010 年两次加息对住房按揭成本的累计影响

住房按揭	按揭贷款	按揭利率	月供增加额	利息累计增加额
首套房	100 万	基准利率	267 元	6.4 万
		8.5 折	217 元	5.2 万
二套房	100 万	1.1 倍	304 元	7.3 万

资料来源：华创证券，作者计算

（三）为什么选择岁末年初的时点加息？

- 综合以上分析，我们认为本次加息之所以选择岁末年初的时点，在市场加息预期逐步弱化的情况下果断加息，潜在的考虑是：1）在下一个通胀高点来临之前，通过紧缩力度较强的利率工具，前瞻性地抑制通胀预期，从而降低 11 年物价上涨压力；2）选择岁末的时点加息，意味着 11 年元旦起，房地产开发贷款、按揭贷款、地方政府融资平台的贷款的利率将以新的基准利率整体上移，从而在抑制房地产需求的同时，通过抑制贷款需求，加强地方政府的债务性管理。3）从外部情况看，本次加息的时点欧美国家正值圣诞假期，这可以在短期内避免国际热钱对中国加息动作的过度反应。

二、本次加息使货币政策的紧缩力度与节奏有了更为清晰的轮廓

- 在此之前，我们曾判断，资本市场对于 2011 年政策走势的分歧在很大程度上归结为对通胀走势的不同判断。虽然明确指出即使在对通胀走势判断比较接近的研究者中，也存在着对政策操作不同节奏的明显分歧，例如即使研究者都赞同上半年物价压力大，依然有年初启动密集政策操作、以及年中物价高点陆续出现之后才开始密集政策操作两种判断。如果在 2010 年底和 2011 年初就启动密集的政策操作，则市场会在年初开始调整；如果在年中以后再进行密集的政策紧缩操作，则上半年向上机会更大。当时，我们曾指出：从目前趋势看，在 2011 年初就启动密集紧缩政策的可能性较大。
- 现在看来，本次加息使得市场广泛争议中的货币紧缩的密集出台时间窗口有了初步轮廓，有可能使一季度“三率齐发”（利率、汇率、存款准备金率）的调整格局提前来临。而且，这次加息之后，预计会加强资本流入管制，并进一步鼓励资本流出，从而平衡加息的冲击。
- 关于下一步的政策取向，我们强调，参照历史经验，2011 年的通胀压力预计会低于 2007、2008 年，但高于 2004 年，因此整体上的政策调整力度可以参照 2004 与 07、08 年的中间状态来把握：2004 年处于新一轮上升周期起点，加息一次，2007 年第二季度 GDP 同比达到 14.5% 高点后，政策进入连续加息窗口，共计四次，综合而言，我们认为 11 年存在 2 次及以上的加息空间。

图表 6 2011 年的政策力度可参照 04、07 年的中间状态

	2004	2007	2011E
CPI	3.9	4.8	4 左右
外部流动性	宽松	较紧	十分宽松
全球经济	正常上升	偏热	缓慢复苏
国内经济	新一轮扩张	偏热	趋势性增长
加息次数与幅度	一次，0.27	六次，1.62	二次及以上
一年期存款实际利率（12 个月加权）	-1.88	-1.53	-1 左右
中长期存款实际利率（12 个月加权）	-1.27	-0.34	轻微负值
信贷同比	14%	16%	16%左右
M2 同比	15%	17%	16%左右

数据来源：作者整理

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801