

动态报告/政策快评

宏观经济

政策点评

2010 年 12 月 27 日

二度加息点评：货币政策调整仍未到位

联系人：周炳林 zhoublin@guosen.com.cn (0755)82130638
 分析师：林松立 linsl@guosen.com.cn (010) 66026312 SAC 执业证书编号：S0980209080421
 分析师：吴土金 wutj@guosen.com.cn (0755)82130638 SAC 执业证书编号：S0980210110003

事项：

央行年内再度上调基准利率

评论：

■ “与预期捉个小迷藏”

央行本次措施表明宏观调控逆周期的大原则一直存在，在整个市场加息声音甚嚣尘上之时，监管层虽可能故意“与预期捉个小迷藏”，由此造成时间上相差数周，但是“通胀高、负利率严重就要加息”的大方向是改不了的。

■ 为解决央票问题，短期基准利率调整幅度异常加大

表 1 显示，虽然存贷款 1 年期基准利率均同步上调 25BP，但两次调整实为不对称利率调整：

10 月 20 日的存款利率调整 3 个月是 20BP，至 5 年变为 60BP，调整幅度随年限的加长而加大，而 5 年以上期限贷款仅上调 20BP，幅度基本等于其他期限贷款；

12 月 26 日的调整，存款利率除 1 年期外，其他期限的定存上调为 30-34BP，远大于贷款利率（统一上调 25-26BP）。尤其异常的是 3 个月、6 个月分别上调 34、30BP。这与国信宏观组 12 月 22 日《资金价格与商品价格周报》观察到的事实有关：“短期利率比较紧张”，“央票一二级市场倒挂，在上周更加严重。二级市场 6 个月央票收益率上周继续快速上升 20BP，与 1.81% 的央票发行利率相差 126BP，而 1 年期的央票一二级市场利率差距为 90BP，又比上周扩大 17BP。”

为此，本次基准利率调整，将为央票发行利率上行打开空间，以尽快解决央票发行的不正常局面。

表1：两次基准利率调整的差别

单位：%

类型	期限	10-20 后适用利率	12-26 后适用利率	10-20 调整幅度	12-26 调整幅度
存款	活期	0.36	0.36	0.00	0.00
	3 个月	1.91	2.25	0.20	0.34
	6 个月	2.20	2.50	0.22	0.30
	1 年	2.50	2.75	0.25	0.25
	2 年	3.25	3.55	0.46	0.30
	3 年	3.85	4.15	0.52	0.30

	5 年	4.20	4.55	0.60	0.35
	6 个月(含)	5.10	5.35	0.24	0.25
	6 个月至 1 年(含)	5.56	5.81	0.25	0.25
贷款	1 至 3 年(含)	5.60	5.85	0.20	0.25
	3 至 5 年(含)	5.96	6.22	0.20	0.26
	5 年以上	6.14	6.40	0.20	0.26

资料来源：央行，国信证券经济研究所

■ 后续通胀压力仍然很大

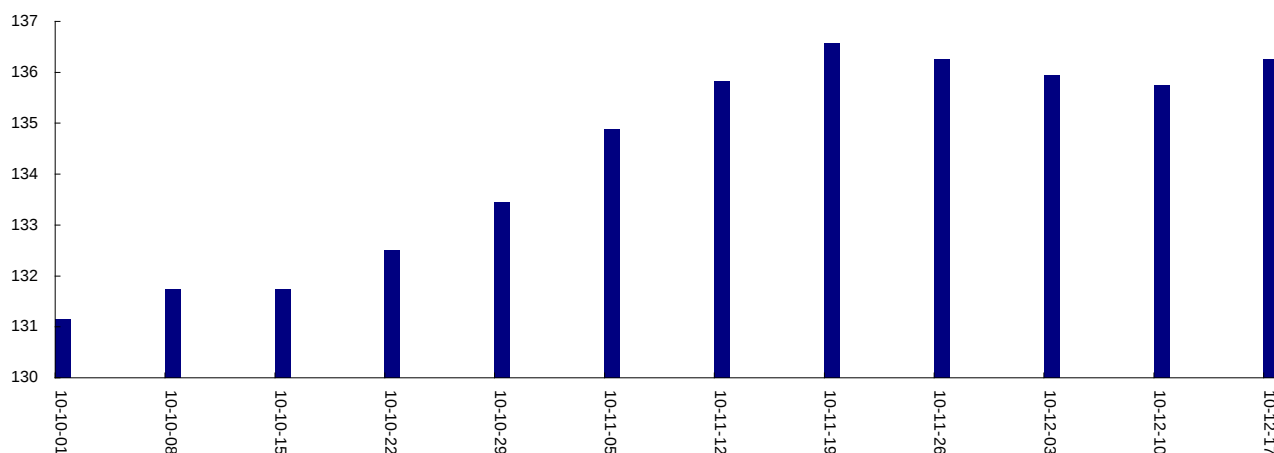
我们维持此前判断，认为后续通胀压力仍然很大：

首先，行政性价格调控措施的边际效应正在递减：图 1 显示，按照商务部分类数据进行估算，食品价格在 11 月 19 日前一周达到今年新高之后，经历 3 周的环比下调，但至 12 月 17 日前一周，环比又出现约 0.5% 的上涨。

其次，欧洲与中国部分地区的大雪降温天气令冬季价格因素开始显现，这一点不仅加剧了现实价格压力，也在隐隐中提点各类经济体的价格预期。

第三，国际大宗商品价格传导压力加大。上周，国际糖价创出 30 年新高，LME 铜、NYMEX 轻质原油、CBOT 小麦、CBOT 玉米、NYMEX 棉花期货价格均创出金融危机以来新高或快速上涨，需要高度重视。

图1：商务部食品价格指数估算值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

■ 虽二度加息，但货币政策调整仍未到位

综合看，本次加息仅是补课，但远不足够。通胀最终解决在于货币规模、实际利率水平的合理化，随着 CPI 运行水平的上升，虽然名义利率上调两次，但是负实际利率的情况在加剧，预计明年名义利率仍将上行 100-125 个基点，以保证负实际利率的情况不再恶化。

新增信贷规模的调整也将同步进行，我们提请关注《国信证券 2011 年度宏观经济报告：存量资金活化引发新增信贷大调整》的核心要点：

“由于刺激计划的建设工程陆续完工和进度款支付，存量货币资金已由行为受限、呆滞的平台公司转至大量的商业化企业手中，2009 年异动的增量资金拉动的不再是钢筋混凝土等产能过剩的行业，而是按照利润最大化的原则，偏好于投资供应面最紧，最易在资金进入后涨价，形成库存投资收益的产品和行业。

持有主体改变带来的后果是存量资金活化，从而导致 2011 年的通胀将是最大不确定因素所在。

我们担心，即使是市场预期的上限，对于 2011 年通胀的估计也是不足的；而即使是认可明年政策为反通胀的人，对于紧缩政策的力度也将估计不足，特别的，信贷紧缩规模将超出大多数人的想象。

纵观 08 年底以来异动的各项宏观数据，出口、发电量、工业增加值等 2009 年大幅下滑的指标已然通过 2010 年对应月份的大规模复苏而回归正常，而消费本身具有稳定的性质，未见大起大落，目前看起来，宏观异动指标的修复已经轮到了货币信贷领域，需要深切思考的一个问题是，2009 年以来超常规规模的信贷量，是否在 2011 年面临一次大规模的常态化回归？”

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。