

2010年12月27日

✍ 分析师：王凭
☎ 联系电话：010-66290443
✉ 邮箱：wangp@gsiq.com.cn
执业证书编号：S0600210050002

✍ 联系人：李雅娜
☎ 联系电话：021-63122950
✉ 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《纠结中的再平衡—2011 年宏观经济运行分析》

《一条“老路”已经浮现，美元中期贬值趋势已确立》

《环比角度，内需转暖，经济企稳--9月数据点评》

《季节、价格、汇率推升进出口环比回升，但内外需同处下滑周期的大趋势并未改变--宏观经济半年报》

《PMI：节日效应推动内需“阶段性”回暖--宏观经济周报》

《软着陆趋势逐渐确认，CPI 已近年内峰值--宏观经济周报》

《PMI 回升源自“季节性”和“小对冲”--宏观经济周报》

《调控微分化，经济软着陆，挖掘对冲的前瞻性信号--宏观经济周报》

《第二次“周期撞车”提前驶至--宏观经济周报》

质变正在酝酿中

宏观观点：

■ 通胀和通胀预期管理仍是加息的主要原因

从本次加息的各期限结构来看，除了 1 年期存贷款利率是对称性的各自上浮 25 个基点以外，在短期限和长期限层面均采用了非对称加息，存款基准利率上浮程度大于贷款利率上浮的程度。短期端 3 个月和 6 个月的存款基准利率分别上调 34 和 30 个基点，6 个月的贷款利率上调 25 个基点。长期端 5 年的存款基准利率上浮 35 个基点，而 3-5 年和 5 年以上的长期贷款利率上浮 26 个基点。说明央行此次加息的目的还是收窄实际负利率，稳定通胀预期，压制通胀。

■ 紧缩正在加码，对抗广义通胀异常坚决

央行高频上调存款准备金率意在压制新增信贷，在“被动”的进行流动性释放之后，可以在商业银行层面圈住货币投放，形成“池子”效应。上周银行间隔夜质押式回购利率、7 天回购利率、二级市场央票到期收益率的大幅提升已经显示出银行间流动性的严重吃紧。而两次加息显现出中国对美国 QE2 的明确态度，即“对外升值、对内通胀”的政策取向已经彻底扭转。

■ 三率齐动，经济的“质变”正在酝酿中

短期流动性层面：3 次存款准备金率的上调已经致使银行出现了“钱荒”。**资金成本层面：**如此高频的加息将会引发企业开始进行权益乘数的调整，降低杠杆率，这意味着企业去杠杆化周期可能提前启动。从历史经验来看，一旦“去杠杆化”周期启动，那么企业的净利率将进入下滑的通道，估值中枢需要再次修正。**汇率层面：**对内如此快速的升值，加大企业的资金成本，势必伴随相应的汇率升值、降低企业对外的购买成本，来缓解企业利润的下降；同时来自于外界的压力也不允许人民币的长期低估，所以升值势在必行，预计明年一季度人民币对美元的升值将再次拉开序幕。这将导致劳动密集型、代工型企业利润出现萎缩，再叠加融资成本提升，可能将引发就业层面的问题。**家庭层面：**连续加息叠加“限车”、“限房”的行政手段，消费的“去杠杆化”可能会很快浮现。

■ 滞胀已经越来越近

我们认为，目前中央在货币层面如此紧缩主要出于对通胀的高度重视。但当前通胀的成因已与过去 10 年发生了很大的变化，呈现出成本推动型的特征，这意味着加息这种需求调控型工具对通胀的抑制作用明显减弱，但对总需求的压抑依旧较强。高频的加息和准备金率的上调可能将促使企业和家庭出现“去杠杆化”加速的过程，从而可能导致经济出现超预期下滑的风险；而通胀在“要素成本”的推动下难以在短期之内回落，因此，我们预计中国经济的滞胀趋势正在深化。可能将引发市场对宏观经济预期的再次修正，进而促使 A 股估值水平的系统性下移。

- 事件：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。1 年期存贷款利率分别上调 25 个基点。上调后的 1 年期存款基准利率为 2.75%；上调后的 1 年期贷款基准利率为 5.81%。其他各档次存贷款基准利率也相应调整。

表 1：存贷款基准利率变动

存款基准利率				贷款基准利率			
	本次 2010-12-26	上次 2010-10-20	变化		本次 2010-12-26	上次 2010-10-20	变化
3 个月	2.25	1.91	0.34	6 个月	5.35	5.10	0.25
6 个月	2.50	2.20	0.30	1 年	5.81	5.56	0.25
1 年	2.75	2.50	0.25	1 至 3 年	5.85	5.60	0.25
2 年	3.55	3.25	0.30	3 至 5 年	6.22	5.96	0.26
5 年	4.55	4.20	0.35	5 年以上	6.40	6.14	0.26

数据来源：东吴证券研究所。

■ 本次加息实属“非对称”，通胀和通胀预期管理仍是加息的主要原因

从本次加息的各期限结构来看，除了 1 年期存贷款利率是“对称性”的各自上浮 25 个基点以外，在短期限和长期层面均采用了非对称加息的手段，存款基准利率上浮程度大于贷款利率上浮的程度。短期端，3 个月和 6 个月的存款基准利率分别上调 34 和 30 个基点，6 个月的贷款利率上调 25 个基点。长期端，5 年的存款基准利率上浮 35 个基点，而 3-5 年和 5 年以上的长期贷款利率分别上浮 26 个基点。说明央行此次加息的目的还是收窄实际负利率，稳定通胀预期，压制通胀。

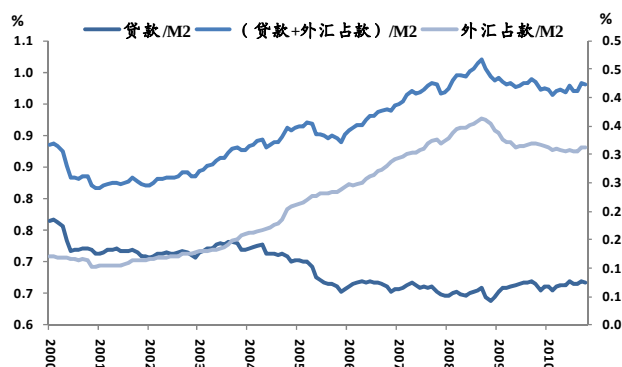
■ 紧缩正在加码，对抗广义通胀异常坚决

自今年 11 月 16 日起，央行在大约 2 个月的时间之内 3 次上调存款准备金率、两次上调存贷款基准利率，紧缩政策如此高频出台，实属罕见。我们认为当前央行的动作已经远非“稳健”、而是明确的紧缩，并且紧缩的程度已经超预期。其目的主要是防范美国“QE2”所推动的中国广义通胀的升温。注意，我们这里强调的是包括资产价格在内的广义通胀水平，应为广义通胀水平归根结底取决于货币存量，即过多的货币追捧过少的实物，因此在货币超发之后，抹平货币存量是一个必经的过程。

我们认为，中国货币超发的根源问题在于“外因”推动。自 2005 年开始，贷款余额+外汇占款余额已经占到 M2 的 90% 以上，对 M2 的解释为 99.9%。从趋势上来看，贷款余额占 M2 的比重自 2005 年以来出现了明显的下降，且趋势与 M2 趋势背离；而外汇占款占 M2 的比重呈现明显上升，且与 M2 趋势高度拟合，说明外汇占款是推动中国广义货币供给的主因。从另一个角度来看，美元汇率与外汇占款占 M2 的比重存在强烈的负相关，美元贬值之时，通常对应外汇占款占 M2 比重的显著提升。这说明 2005 年以来，“外因”已成为推动中国货币存量提升的主因。与之相对应的是中国最近 5 年包括资产价格在内的广义通胀率的显著提升。

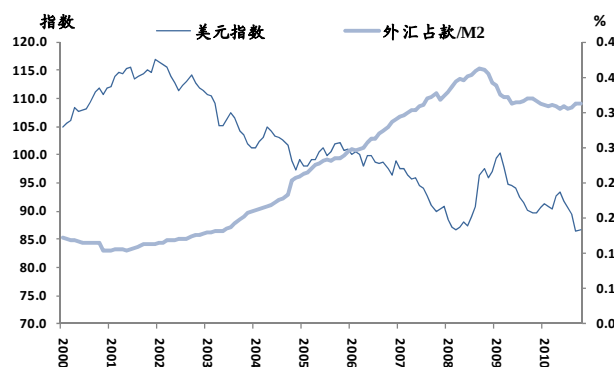
因此，央行高频上调存款准备金率意在压制新增信贷，在“被动”的进行流动性释放的之后，可以在商业银行层面圈住货币的投放，形成“池子”的效应，避免存量的进一步提升。上周银行间隔夜质押式回购利率、7 天回购利率、二级市场央票到期收益率的大幅提升主要在于资金面的严重吃紧。而两次加息显现出中央对美国 QE2 的明确态度，即“对外升值、对内通胀”的政策取向已经彻底扭转。

图 9: “外因”是推动中国货币超发的主因



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 10: 美元汇率与外汇占款/M2 存在强烈负相关



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

■ 经济增速的“质变”正在酝酿中

回顾今年 A 股 4.19 的大跌，我们认为货币面和基本面的同时紧缩引发现实政策对经济预期的修正，这种修正形成了所谓的“戴维斯双杀”。但随后由于欧债危机深化，在通胀尚未明显“起飞”的情况下，央行适度放松了流动性管制。这是 A 股自 6 月以来企稳反弹的基础。随后人民币升值预期和美联储的 QE2 推动中的广义通胀预期升温，A 股出现了一轮明显的结构性牛市。

但现在的情况再次出现了变化：首先是从短期流动性层面随着 3 次存款准备金率的上调已经致使银行出现了“钱荒”，诸如质押式回购、二级市场央票、短期拆解利率的大幅提升已经明确反映出资金面的吃紧。其二是如果上一轮加息使市场初感货币紧缩的苗头，但还没有确认紧缩的力度，那么年内如此快速的第二次加息已经使市场嗅到中央紧缩货币的坚决。对这种货币紧缩态度的确认将会引发企业提前开始进行权益乘数调整，企业“去杠杆化周期”可能提前启动。从历史经验来看，一旦去杠杆化周期启动，那么企业的净利率将进入下行通道，A 股的估值中枢需要再次修正。其三，在近 10 年的汇率和利率政策中，中国大体遵循着对外“升值”，对内“通胀”的货币政策，通过内需的扩张不断稀释外需对中国经济贡献率的下滑。但当前的局势是，对内如此快速的两次加息，加大了企业的融资成本，而来自于外界的压力又不允许人民币的长期低估，所以升值势在必行，预计明年一季度人民币对美元将再次来开升值的序幕，这将导致劳动密集型、代工型企业利润出现萎缩，结合融资成本的提升，可能导致就业层面出现问题。其四，上周北京实行了汽车限购令，虽然仅仅是区域性的政策，但这是一个明显的信号，意味着中央对汽车产业政策的态度出现了转向。这里值得注意的是，无论是发达经济体还是发展中经济体，汽车和房地产都是明确的支柱性产业，如果这两个产业受到压制，那么一个国家的经济活力就在减退。连续加息叠加“限车”、“限房”的行政手段，消费的“去杠杆化”可能也会很快浮现。

■ 滞胀已经越来越近

我们认为，目前中央在货币层面的异常坚决的“紧缩”主要出于对通胀的高度重视。但当前通胀的成因已与过去 10 年发生了很大的变化，呈现出成本推动型的特征，这意味着加息这种需求调控型工具对通胀的抑制作用明显减弱，但对总需求的压抑依旧较强。高频的加息和准备金率的上调可能将促使企业和家庭出现“去杠杆化”加速的过程，从而可能导致经济出现超预期下滑的风险；而通胀在“要素成本”的推动下难以在短期之内回落，因此，我们预计中国经济的滞胀趋势正在深化。可能将引发市场对宏观经济预期的再次修正，进而促使 A 股估值水平的系统性下移。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>