

通胀走高“倒逼”利率市场化提速



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

SAC 执业证书编号:S1000511050002
(021)6849 8613
wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)82776426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

- 时至 6 月，银行间市场利率大幅飙升，市场对银行体系流动性紧张的担忧加剧，但目前的解释更多理解为季节性因素使然。
- 考察了 2004 年以来的银行拆借和同期定存利差后，我们发现了比较有意思的结论：第一，两者利差呈现周期性波动；第二，两者利差呈现中枢上移的趋势，第三，2010 年后利差有一定系统性走高的趋势。我们认为两者利差的波动性增加、系统性走高更值得关注，前者意味着通胀变化更为频繁、以之衡量的中国经济周期变得更短，后者预示着中国利率市场化已经提速，即使官方利率调整滞后，但资金成本已经上移。
- 我们猜测通胀走高带来的“金融脱媒”已经发生：尽管基准存贷款利率尚未市场化，但居民的通胀预期变化使得银行体系资金变得不再稳定，金融创新亦加剧了这一过程。在 2003 年后，随着通胀的周期性变化，中国居民的资产配置行为已经有所改变，并在倒逼银行间市场利率系统性走高，而这一趋势或将延续和强化。这或与美国在 20 世纪 70 年代初面对石油危机引发的通胀波动和 80 年代实行金融创新废除“Q 条例”的背景相似。
- 目前中国居民的财富再配置亦受到通胀预期、资产收益的不确定影响，并在房地产、股市和短期理财产品中寻求收益与风险的平衡。由于适应性预期的作用，在房地产、股市没有赚钱效应前，对于未来通胀走升的预期使得居民目前短期资产配置比重提高，但大概率地看，“金融脱媒”引发的居民储蓄存款占比下降将是趋势性的。
- 从美国经验来看，70 年代通胀系统性走高，同时波动性增加，80 年代初“金融脱媒”加剧，引发居民要求的实际回报率上升。这两段时期均对应着股市估值中枢的下移。前者在于通胀的波动增加了盈利波动、政策调控的频率增加；后者在于实际利率走高增加了股权成本。
- 我们认为目前中国的货币条件与美国经济在 1970，1980s 初类似，未来 3-4 年存在通胀趋势走高、波动增强的趋势；未来金融脱媒、利率市场化亦引发实际利率走高，这一情形均不利于估值的提升，估值的下移将是系统性的。

目 录

通胀走高“倒逼”利率市场化提速	4
银行间市场流动性紧张，短期波动还是结构使然？	4
通胀波动、金融创新环境下资产配置变化	7
实际利率上行或降低资本市场估值	10

图表目录

图 1:	6 月短期市场利率大幅飙升	4
图 2:	2004 年以来银行同业拆借与定存利率差变化	5
图 3:	平均通胀率走高带动实际利率上行	5
图 4:	平均通胀波动增加带动实际利率上行	6
图 5:	负利率导致居民个人储蓄存款比例下滑	6
图 6:	70 年代后居民金融资产多元化加速	7
图 7:	80 年代后美国银行业净利差收入增长率下降	7
图 8:	20 实际 80 年代美国 CD 存单的实际收益率走升	7
图 9:	中国通胀系统性走高	8
图 10:	中国通胀周期波动性增强	8
图 11:	2001 年后中国 M2 与居民储蓄存款增长率比较	8
图 12:	中国负利率情况依然严重	9
图 13:	居民通胀预期仍高	9
图 14:	居民储蓄存款与股市收益率变化	9
图 15:	居民储蓄存款与房地产市场变化	9
图 16:	金融脱媒引发银行理财产品多样化	9
图 17:	银行理财产品规模逐步提高	9
图 18:	负利率导致居民投资短期化，银行间市场利率上行	10
图 19:	通胀波动和实际利率走高均不利于股票市场估值	11
图 20:	美国 1970s 的货币供给波动很大	11
图 21:	美国企业库存、企业盈利波动增加	11
图 22:	标普 500 估值变化	12

通胀走高“倒逼”利率市场化提速

银行间市场流动性紧张，短期波动还是结构使然？

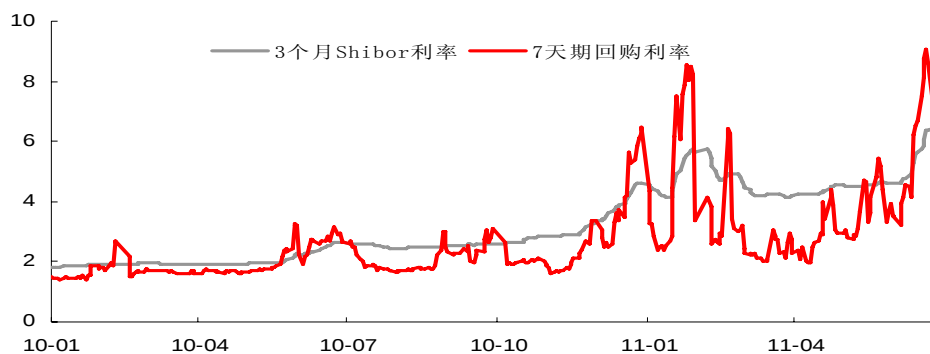
银行间市场利率走高，从周期波动到系统提升

时至6月，银行间市场利率大幅飙升，7天期回购利率一度达到9.04%，3个月shibor利率达到6.46%，市场对银行体系流动性紧张的担忧加剧。

与定存利率相比，回购利率和shibor的市场化程度更高，其更多受到银行间交易的推动，由资金供需面决定。由于我国目前依然以银行信贷的直接融资为主，该利率的变化较好地反映了市场流动性情况，也为政策调控的效果提供了观察的依据。

本次市场利率的大幅上扬既有一定季节性因素，亦与中国银行体系的结构有关。一方面，6月20日准备金调整所冻结的银行体系资金达3500亿，银行在季末进行揽储、增加现金储备以应对存贷比考核这一季节性因素冲击是主要因素，此外由于5大国有银行存款占比高达60%左右，作为主要资金拆出行，寡头垄断的市场地位使得其对中小银行报价更高。

图1： 6月短期市场利率大幅飙升



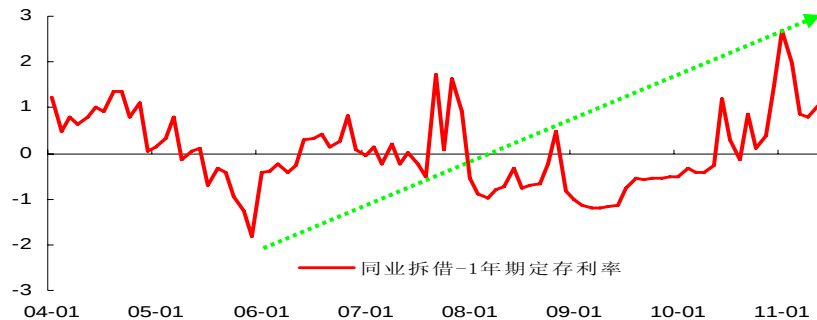
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

诚然，季节性因素可以对本次利率上行提供大部分解释，这也意味着随着7月的来到，公开市场业务到期的净投放以及外汇占款的流入将使银行间市场流动性有望得到改善。但我们考察了2004年以来的银行拆借和同期定存利差，却发现了比较有意思的结论：第一，**两者利差呈现周期性波动**，在04—06、08年底均呈现下行，而之后均出现回升，第二，**两者利差呈现中枢上移的趋势**，低点的底部不断抬升，第三，**2010年后利差有一定系统性走高的趋势**。

由于银行拆借利率市场化程度更高，而定存利率有管制成分，因此两者利差的波动部分可以由银行体系资金的稳定性得到解释：第一，在04—06年的利差下移可以由建行、工行和中行股份制改造上市筹资得到解释；第二，利率的周期波动更多反映中国应对通胀变化的调控周期，尤其是07到10年之间。由于中国的政策调控偏向于准备金和公开市场业务等数量化工具，银行同业拆借的利率变化更大。

我们认为两者利差的波动性增加、系统性走高更值得关注，前者意味着通胀变化更为频繁、以之衡量的中国经济周期变得更短，后者预示着中国利率市场化已经提速，即使官方利率调整滞后，但资金成本已经上移。在下文中，我们将对此进行解释。

图 2： 2004 年以来银行同业拆借与定存利率差变化



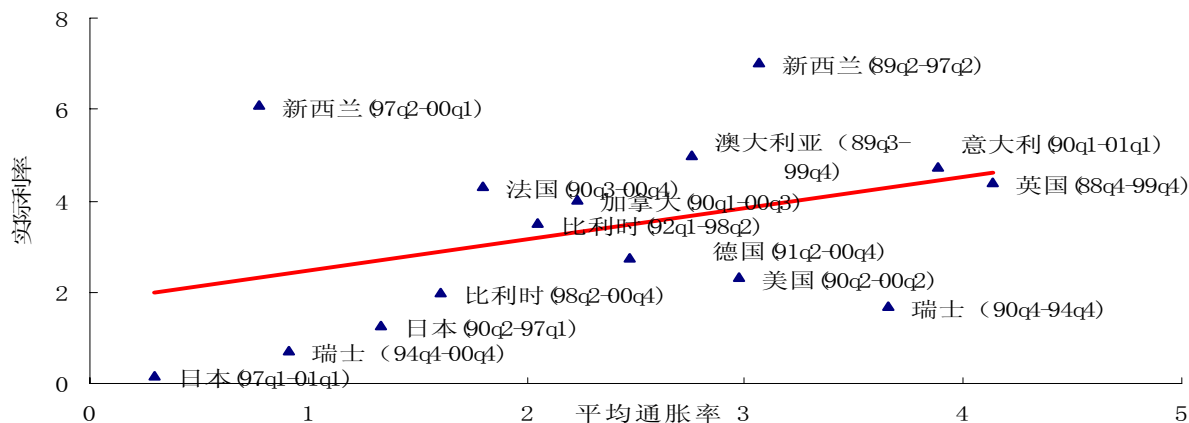
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

通胀波动增加推高居民资产实际收益率

与名义收益率相比，居民在资产配置中更多考虑实际收益率的变化，因为后者更多是对商品购买力的反映。从费雪效应来看，当通胀变得不稳定时，居民的通胀预期上行会导致其要求更高的收益率溢价补偿，这使得名义利率亦走升。

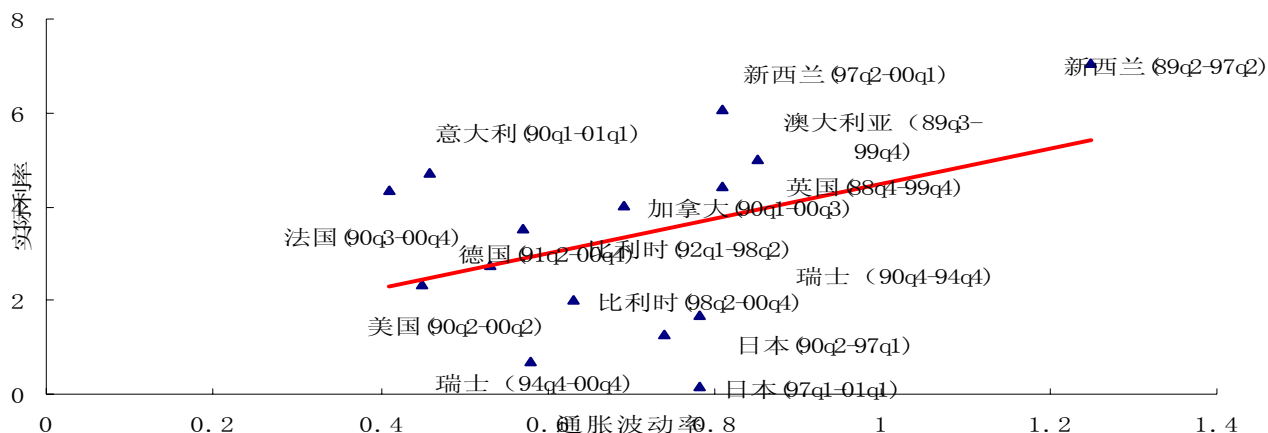
海外市场的研究表明，尽管有学者认为 80 年代后实际利率降低部分与婴儿潮一代为退休的储蓄增加、劳动生产率提高有关，但通胀仍是主导实际利率的重要因素。比较明显的是 20 世纪 70 年代实际利率的走高和 80 年代实际利率的回落。在 70 年代，石油危机的冲击促使通胀大幅走高，而 80 年代，在美联储沃尔克大幅提高利率有效控制通胀后，实际利率出现了比较明显的走低。这一看法亦得到实证的支持，从图 3 和 4 的实证结果来看，平均通胀、通胀波动率的提高往往伴有实际利率的上行，即居民要求更高的风险溢价对未知的通胀波动进行补偿。

图 3： 平均通胀率走高带动实际利率上行



资料来源：华泰联合证券研究所

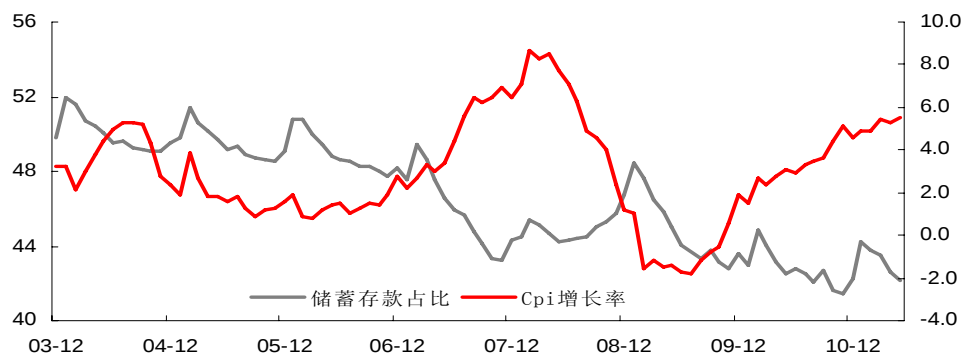
图 4： 平均通胀波动增加带动实际利率上行



资料来源：华泰联合证券研究所

结合中国的实际，我们认为通胀走高带来的“金融脱媒”已经发生：尽管基准存贷款利率尚未市场化，但居民的通胀预期变化使得银行体系资金变得不再稳定，金融创新亦加剧了这一过程。从图 5 中不难发现，2003 年后，随着通胀的周期性变化，中国居民的资产配置行为已经有所改变，居民的财富配置行为倒逼银行间市场利率系统性走高，而这一趋势或将延续和强化。这或与美国在 20 世纪 70 年代初面对石油危机引发的通胀波动和 80 年代实行金融创新废除“Q 条例”的背景相似。

图 5： 负利率导致居民个人储蓄存款比例下滑



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

通胀波动、金融创新环境下资产配置变化

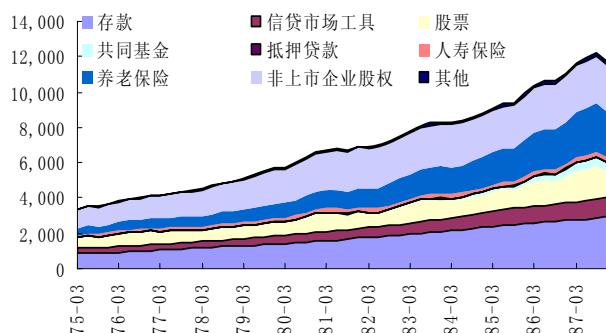
美国在 1970—1980s 的案例

我们认为，导致美国居民在 20 世纪 70、80 年代资产配置发生变化的背景在于两个方面：第一是 70 年代通胀的走升倒逼银行提供收益率更高的产品以稳定其资金来源；第二是 80 年代政府对利率管制的渐进取消，金融机构竞争的加剧促使金融产品多样化。

一方面，从 70 年代来看，美国经历了两位数的通胀，但由于 1933 年银行法禁止银行对活期存款支付利息，其他存款利率存在央行规定的利率上限，这使得居民追求更高收益的动机增加。当时的金融创新迎合了这一需求，美林公司创立了货币市场基金，以吸收投资者小额资金用于对大额可转让存款单、商业票据、银行承兑票据和国库券等票据和证券进行投资，70 年代后居民资产多元化的趋势明显（图 6）。

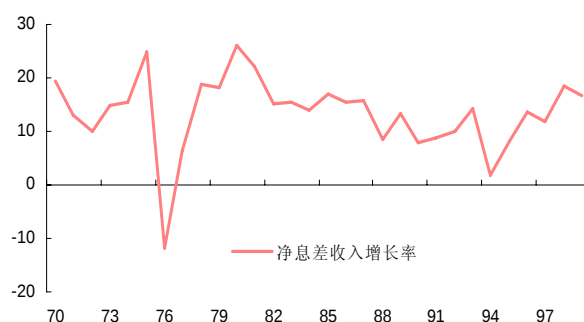
另一方面，1980 年通过的《存款机构放松管制和货币控制法》取消了 Q 条款对存款机构持有定期和储蓄存款的最高利率限制，并允许家庭和非盈利机构持有支付利息的支票存款账户等，因此在 80 年代，银行同业竞争更为激烈，为居民提供的收益率亦更高。从实际利率来看，80 年代前期持稳在 6% 的高位，与之对应的是银行净息差收入增长率从较高的 20% 出现了趋势性走低。

图 6： 70 年代后居民金融资产多元化加速



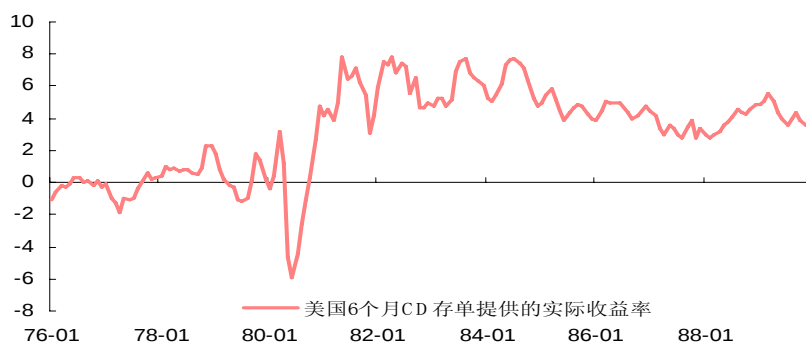
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7： 80 年代后美国银行业净息差收入增长率下降



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8： 20 实际 80 年代美国 CD 存单的实际收益率走升

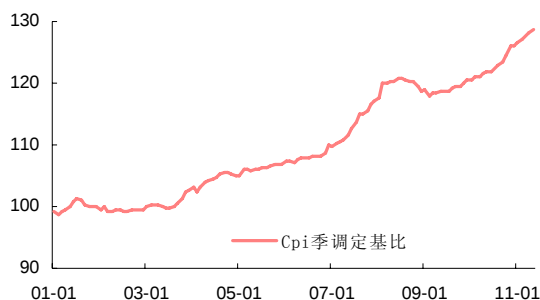


资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

中国居民的财富再配置已悄然发生

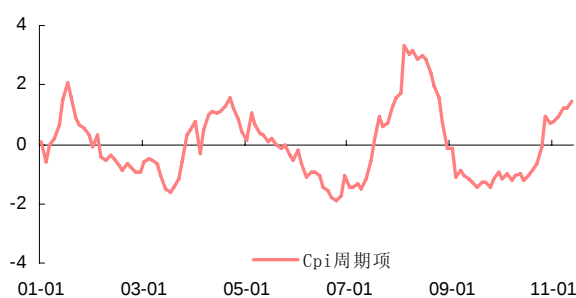
2000 年后，中国的通胀系统性走升、周期性波动增加的现象变得更为明显。从长期因素来看，跨越“刘易斯拐点”带来劳动力成本上行的压力将不断扩大，这使得 06 年后的通胀斜率相比 04—06 期间变得更为陡峭；此外，随着我国加入 WTO，通胀的周期性波动加剧：一方面，中国国内投资加速对大宗工业原材料需求增加，境内与全球经济、金融周期联系更为紧密，美元汇率波动、中国投资的周期性变动均增加了通胀的波动性；另一方面，国际农产品如玉米、大豆等价格亦影响国内对商品价格的预期，猪肉、粮食生产的周期性波动亦使得通胀波动增加。

图 9： 中国通胀系统性走高



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

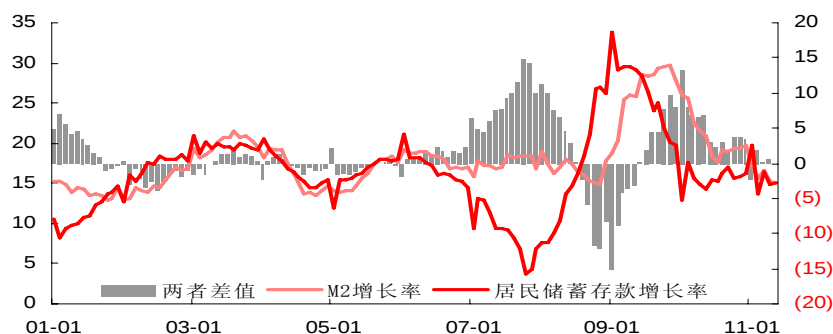
图 10： 中国通胀周期波动性增强



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

目前，由于通胀的走高，中国负利率达到 200 个基点左右，堪比 2008 年。居民的通胀预期亦不稳定，央行调查显示，居民中认为未来通胀上行的占 50% 左右，而对目前通胀不满意的比例达到 68%。在 2007 和 2009 年后，相比 20% 以上的高 M2 增幅，居民储蓄存款增速很低，两者差额最高达到 12% 左右，这暗含着居民存款的外流较为明显。

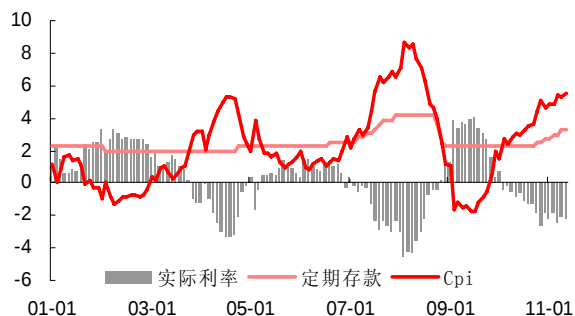
图 11： 2001 年后中国 M2 与居民储蓄存款增长率比较



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

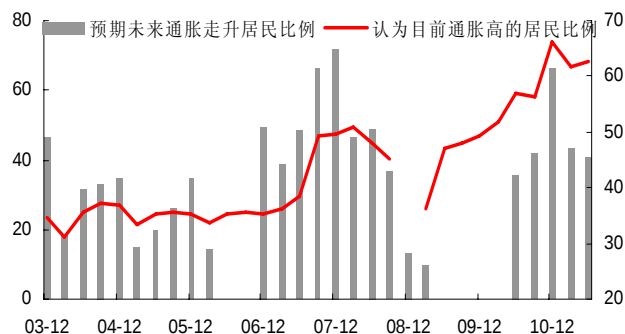
我们认为通胀的上行和周期性波动增加会引发居民加速财富再配置，银行体系资金不稳定使得资金成本提高，长期看将系统性推动实际利率走高。

图 12: 中国负利率情况依然严重



资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

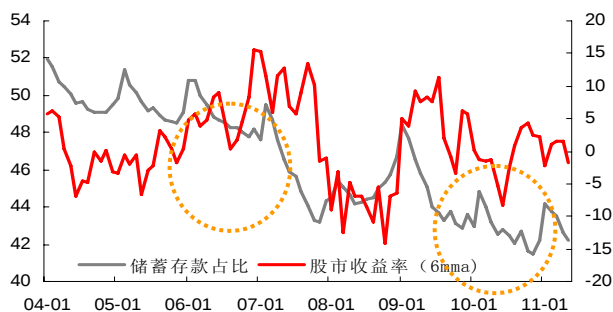
图 13: 居民通胀预期仍高



资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

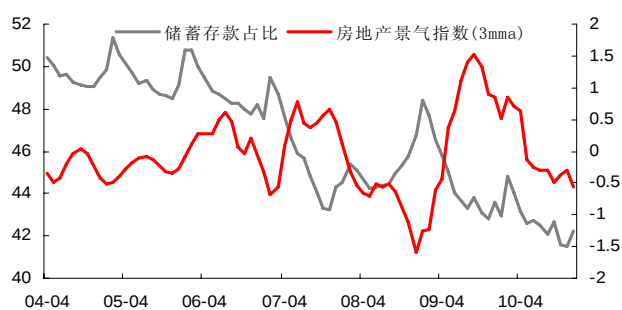
我们考察了 2004 年以后居民资产配置行为,发现几个特点:第一,从趋势上看,储蓄存款占比出现了系统性下降,其占全部存款比例从 50%下降到 42%左右,尽管出现一定的周期性波动;第二,从配置趋势上看,不同时点侧重不同。06 和 09 年的存款搬家与股市、楼市上涨有关,但 10 年后相关度明显降低;第三,相比股市、楼市,2010 年后以同业拆借与定存利差衡量的短端资产收益率出现明显的趋势性上升,居民在短期利率类理财产品上的配置大幅增加,如票据、债券和利率类产品占比达到 64%。

图 14: 居民储蓄存款与股市收益率变化



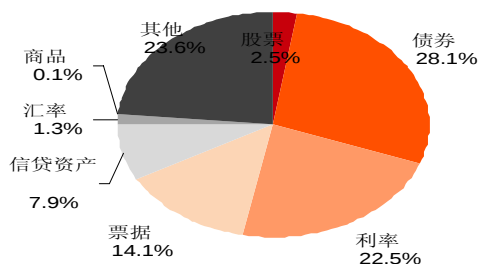
资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

图 15: 居民储蓄存款与房地产市场变化



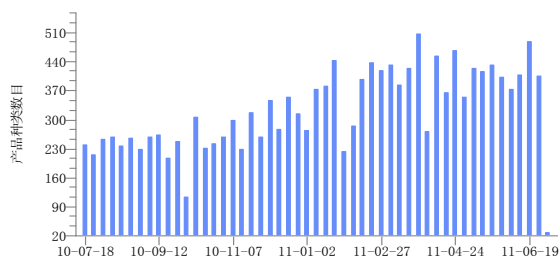
资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

图 16: 金融脱媒引发银行理财产品多样化



资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

图 17: 银行理财产品规模逐步提高



数据来源: Wind 资讯

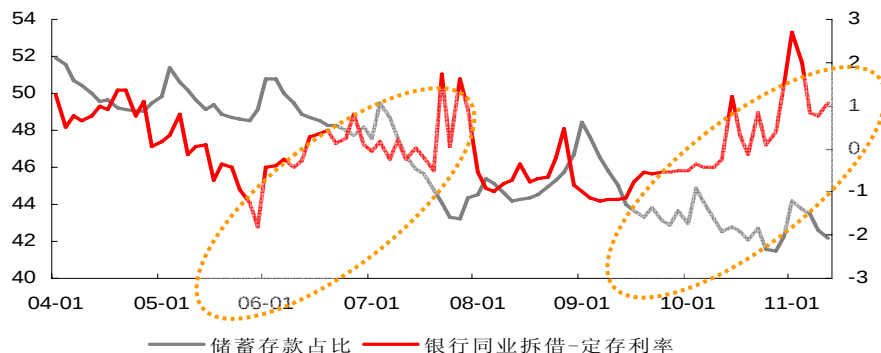
资料来源: CEIC,Bloomberg,华泰联合证券研究所

对于以上观察，我们认为居民资产配置正在多样化，促使“金融脱媒”愈发明显，居民投资可选集的扩大使得其要求的风险调整后的资产收益率回报更高。由于通胀预期、资产收益的不确定性，居民会多样化资产配置，但在考虑诸如房地产、股票等风险资产收益时，亦会衡量其风险。此外，行政管制带来的交易成本亦会改变居民的配置行为。具体来看，居民在资产配置时通常遵循“适应性预期”，并会权衡流动性、收益性等因素而定。对于风险资产，第一，只有其价格出现一定上涨趋势后居民才会增加配置，如根据我们统计，股市上涨3-6个月后，居民才会入市，对于房地产市场亦是如此。这说明对于波动率强的资产需要有足够的“赚钱效应”，并产生“持有一升值”预期后，居民才会增加配置，而这正是2010年后的市场所缺乏的。第二，居民的资产配置亦受到行政管制约束，如政府的房地产限购政策降低了房地产市场的流动性和投资的可得性，从而扭曲了居民的有效配置。当市场不确定增加时，居民更倾向于投资短期资产，并通过展期替代定期存款投资。

无论在风险资产上的配置比例如何，金融创新带来的选择集的扩大使得居民储蓄存款占比的下降却是趋势性的，这使得银行体系的资金来源波动增加，其对短期资金来源需求增加，资金成本亦出现一定上行。

结合前文对通胀的分析，我们认为促使实际利率上行的传导渠道主要有以下几个方面：第一，居民在资产配置中要求更高的收益率补偿，以应对通胀变化带来的不确定性；第二，由于银行定期存款无法提供较为满意的收益率，居民储蓄存款系统性减少，银行信贷扩张的资金来源变得更为不稳定。由于银行间同业拆借市场的利率市场化程度较高，其利率波动增加，而中枢上移；第三，金融创新推动同业竞争加剧，带动名义利率走升。

图 18： 负利率导致居民投资短期化，银行间市场利率上行



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

实际利率上行或降低资本市场估值

我们认为目前中国的货币环境类似于美国的70、80年代，前期在于通胀系统性走高，同时波动性增加，后期在于“金融脱媒”加剧引发居民要求的实际回报率上行。

无论哪种情况，就美国来看，都对应着股市估值中枢的下移，在70年代高通胀和80年代后实际利率走高期间均是如此。

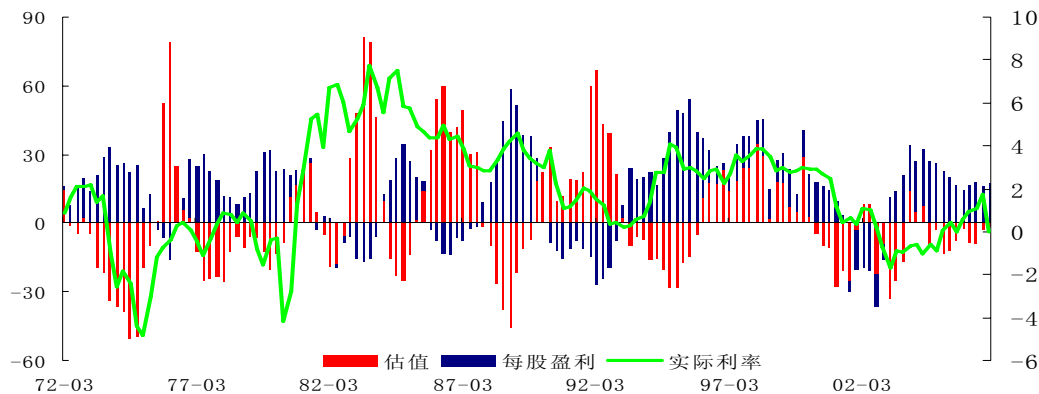
首先，从 70 年代来看，我们认为通胀走高和物价波动的不稳定对估值压制的作用体现在以下几个方面：第一，政策波动引致的经济周期加速，货币政策调整频率的加快不利于市场稳定预期的形成；第二，通胀的波动和走高易使企业产生“货币幻觉”，难以把握自身产品需求的变化，造成库存变化波动增加；第三，由于政策调控、物价波动、盈利稳定性趋弱使得估值难以得到提升。

其次，80 年代初金融创新提速导致美国居民可选择的投资品增加，金融业竞争加剧。一方面，多样化的金融产品供给，分流了股票市场资金，使得流动性趋紧；另一方面，居民要求的实际利率提高，增加了股权成本，亦对估值形成压制。

于是我们发现在整个 70 年代，标普指数的上涨更多由盈利提升带来，估值波动很大，80 年代初市场估值回落到 10 倍以下，只有之后随着实际利率下行才得以修复。

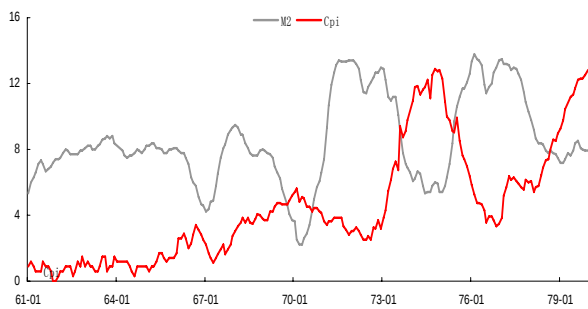
我们认为目前中国的货币条件与美国经济在 1970，1980s 初类似，未来 3-4 年存在通胀趋势走高、波动增强的趋势；未来金融脱媒、利率市场化亦引发实际利率走高，这一情形均不利于估值的提升，估值的下移将是系统性的。

图 19： 通胀波动和实际利率走高均不利于股票市场估值



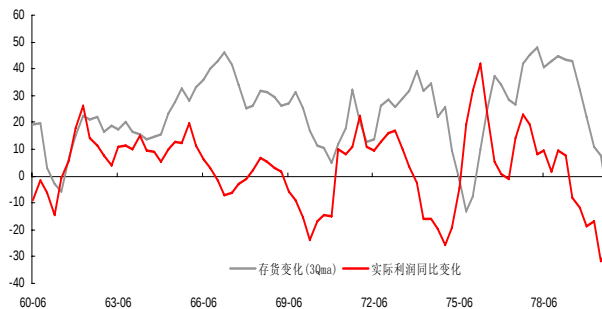
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20： 美国 1970s 的货币供给波动很大



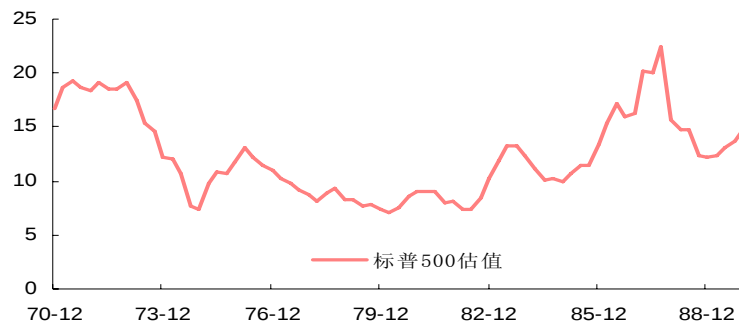
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21： 美国企业库存、企业盈利波动增加

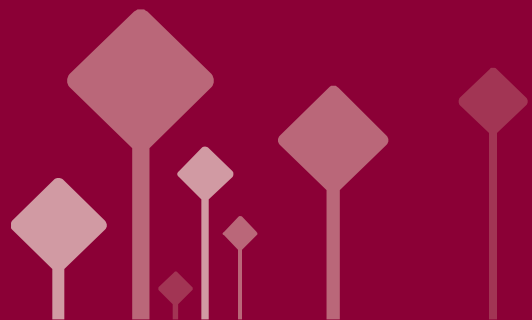


资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22： 标普 500 估值变化



资料来源: CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn