

加息预期四问



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011

chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

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

- 8月16日，央行发行一年期央票的中标收益率上涨逾8个基点，此举使得市场关于加息的预期再度升温。我们认为，加息预期升温值得重视，加息仍将是未来不得不考虑的政策选项。关于加息或不加息的理由，市场存在下面的疑问：
- 疑问1：通胀或已触顶回落，加息理由不充分。通胀回落的预期不能成为不加息的理由，相反，正因为未来有加息等紧缩政策，关于通胀回落的预期才变得可靠。2004年的加息是在通胀触顶回落之后。当金融处于被抑制状态，持续的负利率将导致通胀风险，通胀不确定性依然存在。
- 疑问2：近期人民币快速升值，加息必要性不大。从2007年底开始，加息动作停止，货币政策价格工具转而采用汇率，人民币兑美元快速升值。但是，2007年底以后，除了加速升值之外，宏观调控还有一个更有力手段——直接的价格干预。
- 疑问3：地方融资平台风险开始暴露，管理层不愿加息。加息将导致地方融资平台利息成本增加，加息25个基点增加250亿元的利息成本，对全年10万亿美元的财政收入和2万亿的土地收入来说微不足道。地方融资平台风险将是一个逐渐暴露和逐渐释放的过程，相对于通胀可能造成的经济风险和社会风险，其重要性相对较低。只有通胀得到控制，经济成功实现软着陆，地方融资平台风险才有更好条件去化解。
- 疑问4：再次加息可能导致经济硬着陆。加息对需求抑制不明显。实体经济对利率不太敏感，其融资成本早已超过基准利率。加息有利于抑制通胀预期，这是抑制通胀和实现经济软着陆的关键。在通胀如此高的情况下，避免硬着陆的唯一选择是软着陆。而软着陆的关键是通胀下行到一个可控水平。

目 录

疑问 1: 通胀或已触顶回落, 加息理由不充分	4
疑问 2: 近期人民币快速升值, 加息必要性不大	5
疑问 3: 地方融资平台风险开始暴露, 管理层不愿加息	6
疑问 4: 再次加息可能导致经济硬着陆	7

图表目录

图 1: 去年三季度以来, 通胀持续超预期	4
图 2: 2004 年的加息, 是在通胀见顶回落之后	4
图 3: 美国的利率市场化 (1970-1986, %)	5
图 4: 台湾地区的利率市场化 (1980-1989, %)	5
图 5: 2007 年底开始, 货币政策“以升值抑制通胀”	6

8月16日,央行招标发行50亿元人民币一年期央票,中标收益率上涨逾8个基点(bp)至3.5840%,打破了此前连续7周保持的3.4982%水平。此举使得市场关于加息的预期再度升温。

我们认为,加息预期升温值得重视,加息仍将是未来不得不考虑的政策选项。关于加息或不加息的理由,市场存在下面的疑问:

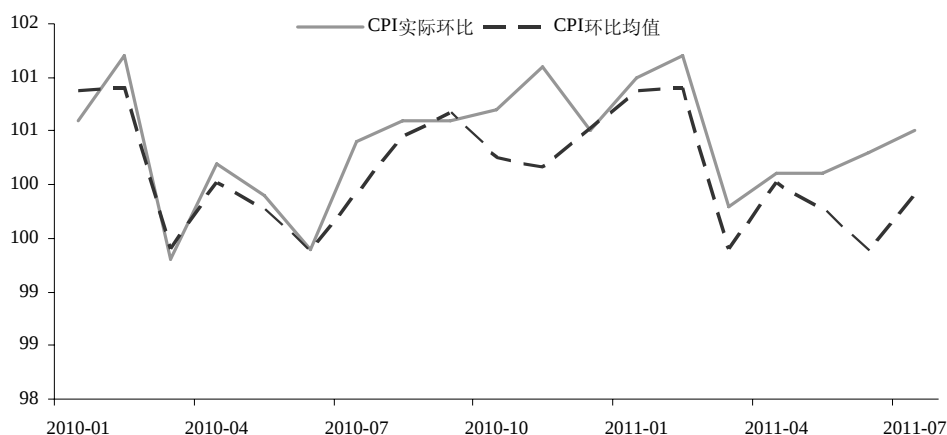
疑问 1: 通胀或已触顶回落, 加息理由不充分

这个疑问有颠倒因果之嫌。

首先,通胀回落的预期不能成为不加息的理由,相反,正因为未来有加息等紧缩政策,关于通胀回落的预期才变得可靠。

这种悖论在去年年底表现尤为明显。当管理层和市场分析师一样预期通胀回落,政策不作为或消极作为使得预期失效,实际通胀水平连连超预期。我们希望今年不再犯同样的错误。

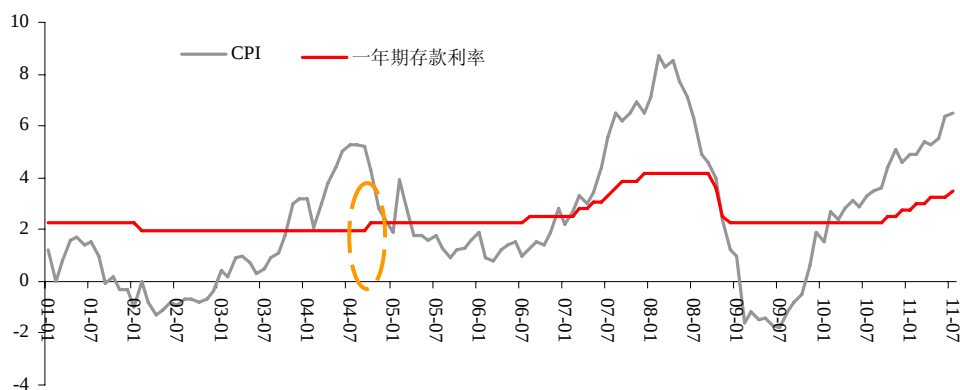
图 1: 去年三季度以来, 通胀持续超预期



资料来源: WIND,CEIC,华泰联合证券研究所

其次,2004年的经验表明,即使通胀水平真的回落,也不能排除加息。2004年8月份CPI见顶,9月份CPI开始回落,10月份加息,而10月份CPI出现了显著回落。

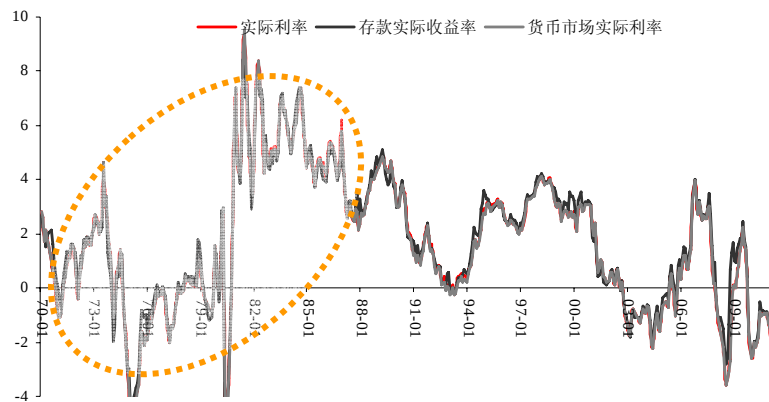
图 2: 2004 年的加息, 是在通胀见顶回落之后



资料来源: WIND,CEIC,华泰联合证券研究所

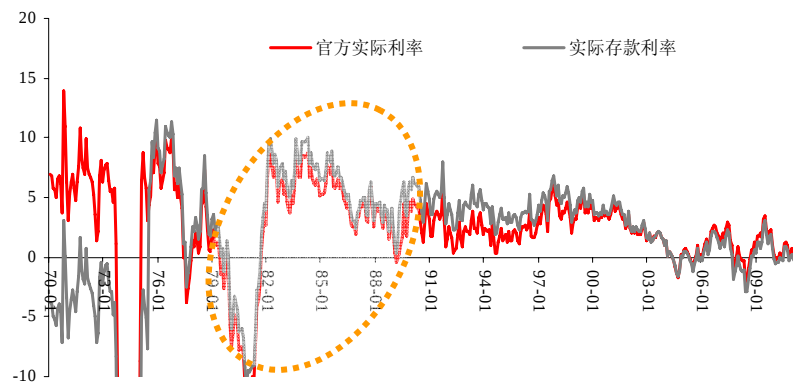
最后，负利率始终是通胀的一个隐患。当金融处于被抑制状态，持续的负利率将导致通胀风险。从美国、韩国和台湾地区利率市场化的经验看来，利率市场化之前，通胀往往经历大幅剧烈波动。当利率市场化完成之后，通胀波动才逐渐收敛。

图 3： 美国的利率市场化（1970-1986，%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 4： 台湾地区的利率市场化（1980-1989，%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

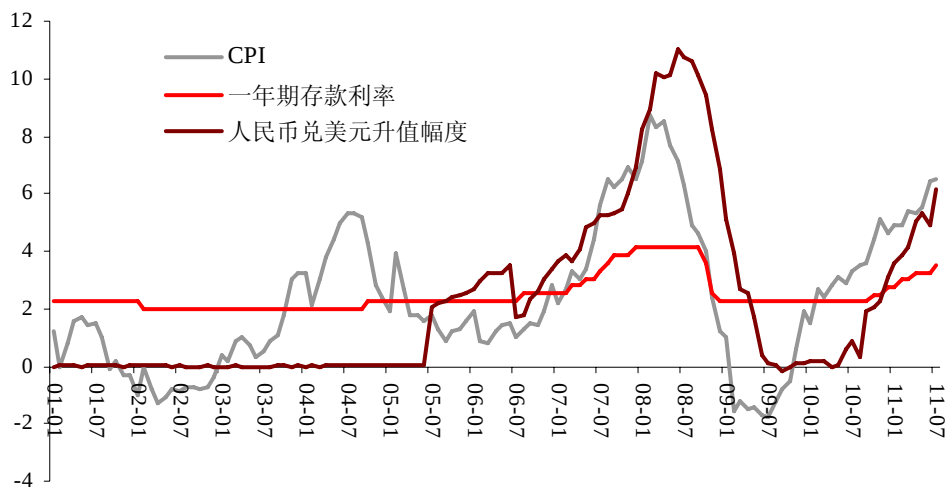
疑问 2：近期人民币快速升值，加息必要性不大

这个理由值得重视，但仍不充分。

最可靠的证据来自于 2007 年底。在连续 7 次加息以后，通胀仍然居高不下。彼时国外经济形势动荡，热钱流入明显，人民币升值预期强烈。从 2007 年底开始，加息动作停止，货币政策价格工具转而采用汇率，人民币兑美元快速升值¹。最高 12 个月内累计升幅达 11%。

¹笔者在 2007 年年 10 月写过一篇深度研究报告《以升值抑制通胀》，极力主张加快升值。

图 5： 2007 年底开始，货币政策“以升值抑制通胀”



资料来源：WIND,CEIC,华泰联合证券研究所

但是，2007 年底以后，除了加速升值之外，宏观调控还有一个更有力的手段——直接的价格干预。2008 年 1 月 16 日，国家发改委在公布了《关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》，宣布即日启动临时价格干预措施。临时价格干预措施主要是提价申报和调价备案，提价申报和（或）调价备案的品种范围主要是成品粮及粮食制品、食用植物油、猪肉和牛羊肉及其制品、牛奶、鸡蛋、液化石油气等重要商品。

这种价格干预措施的出台直接压制了物价，2 月份开始，CPI 逐波下行。

但在当前，由于企业盈利大不如 2007 年底，经济转型和结构调整更加迫切，不合时宜的政府临时价格干预措施基本取消。单靠汇率升值可能无法有效抑制价格上涨。

疑问 3：地方融资平台风险开始暴露，管理层不愿加息

这种说法经不住仔细推敲。

第一，加息将导致地方融资平台利息成本增加，但这不是风险的主要方面。假设再次加息 25 个基点，按照地方融资平台规模 10 万亿的大数计算，将在边际上增加 250 亿元的利息成本。

总体而言，250 亿边际成本的增加并不构成风险。一组数据可以说明：上半年全国财政收入为 5.7 万亿元，预计全年财政收入将突破 10 万亿；上半年，全国 130 个城市土地出让金为 7524 亿元，与去年同期相比下跌了 5.5%。2010 年全年全国土地出让金高达 2.7 万亿元，按此推算，2011 年全年土地转让收入将超过 2 万亿。

从微观情况看，地方融资平台的主要风险在于一些项目缺乏足够的现金流或有效的抵押担保。对于那些项目控制人，0.25% 的利息成本增加，甚至整个利息成本，不是他们考虑的主要因素。这才是真正风险所在。

第二，地方融资平台风险，即便存在，将是一个逐渐暴露和逐渐释放的过程。相对于通胀可能造成的经济风险和社会风险，地方融资平台问题的重要性较低。进一步地，只有通胀得到控制，经济成功实现软着陆，地方融资平台风险才有更好条件去化解。

疑问 4：再次加息可能导致经济硬着陆

这一说法似是而非。

第一，加息对需求抑制不明显。实体经济对利率不太敏感，其融资成本早已超过基准利率。

包括小额信贷或高利贷在内的民间融资成本不必多说。在正规融资渠道的融资成本也持续上升。央行二季度货币政策执行报告显示，2011 年 1-6 月，贷款利率上浮的比重从 49.2% 上升到 61.2%，也就是说，大部分企业的信贷融资成本超过了当前基准利率。享受基准或下浮利率的，除了小部分个人按揭贷款，其他都是大型国有企业，这些企业信贷需求对利率的微幅变化不敏感。

第二，加息有利于抑制通胀预期，这是抑制通胀和实现经济软着陆的关键。

在通胀如此高的情况下，避免硬着陆的唯一选择是软着陆。而软着陆的关键是通胀下行到一个可控水平。我们认为，除了用数量手段控制流动性，以加息手段控制通胀预期也必不可少。

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。