

加息周期再次启动

分析师：

刘俊郁

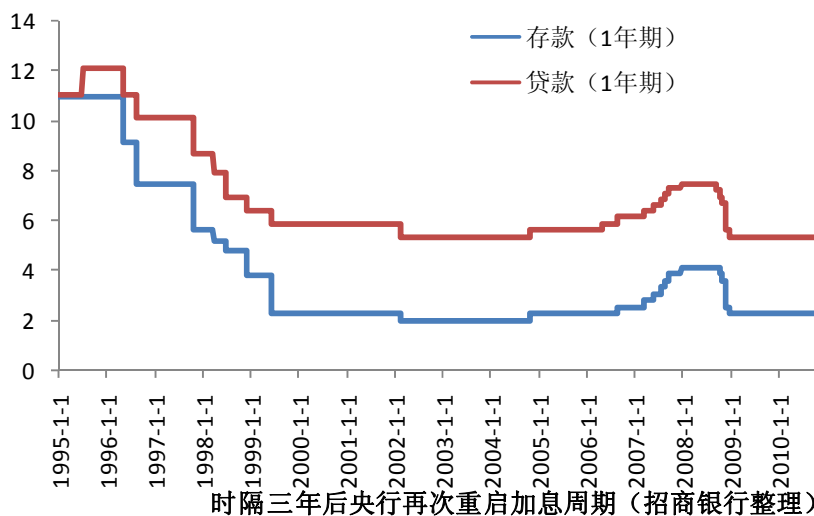
0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

中国人民银行决定，自2010年10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%。

一、 本轮加息背景：最主要的目的还是在于打压通胀预期

从上调前一交易日市场走势来看，本次加息的确超出市场大部分机构的预期，无论是股市、债市还是公开市场均没有出现任何预期，央票发行利率在此之前依然维持稳定，二级市场收益率甚至出现小幅下降的迹象。这也间接说明了本次加息完全出乎市场预期。



本轮加息最主要的目的还是在于打压通胀预期。我们认为，本次加息的背景可以概括为三个词：经济企稳、负利率以及热钱流入。

从经济基本面来看，本次存贷款利率同时上调，至少表明政府对经济企稳已经达成共识，但贷款利率的上调幅度较小，说明管理层对未来经济复苏前景还是有所保留的。

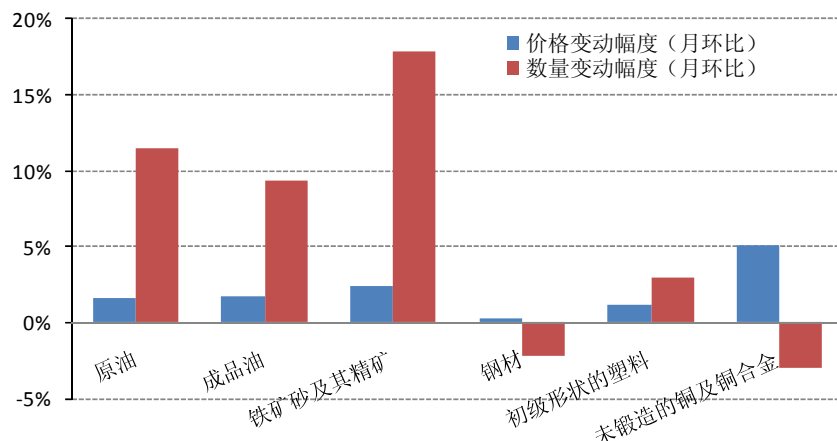
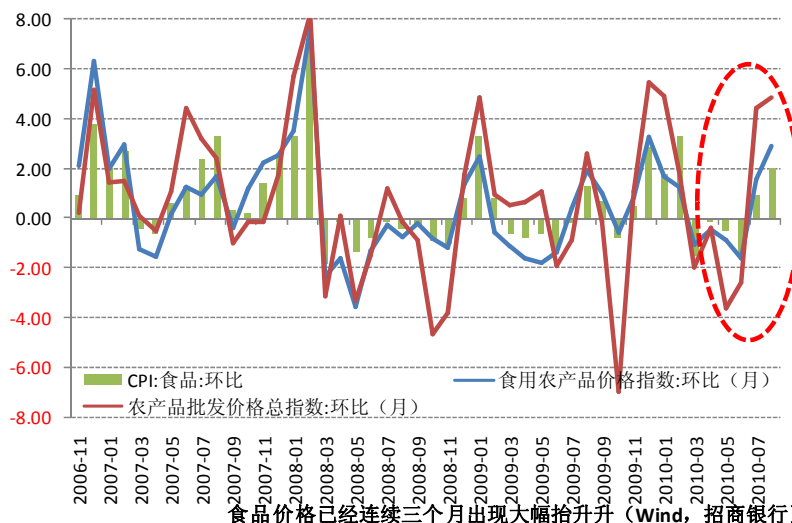
		调整前利率	调整后利率	调整幅度
存款	活期	0.36	0.36	-
	三个月	1.71	1.91	20
	半年	1.98	2.2	22

	一年	2.25	2.5	25
	二年	2.79	3.25	46
	三年	3.33	3.85	52
	五年	3.6	4.2	60
贷款	六个月	4.86	5.1	24
	一年	5.31	5.56	25
	一至三年	5.4	5.6	20
	三至五年	5.76	5.96	20
	五年以上	5.94	6.14	20

从通胀的角度来看，我们认为在经济尚未完全企稳，完全出乎市场预料的加息，其目的依然还是通胀。由于本次加息表现出较为明显的不对称，1年以上存款利率上调幅度远高于贷款，我们认为其目的主要在于改变目前的“负利率”状态。

另一方面，在人民币升值预期高涨，国外重新出现二次宽松政策的情况下进行加息，造成的另一个不利影响就是热钱流入的趋势将会加大，但这也间接表明央行对国内经济通胀的关注远大于国外热钱流入的影响，这说明目前的通胀已经超出了央行容忍的范围。在权衡两者得失的情况下，央行将天平偏向于抑制通胀上面。

事实上本轮通胀主要来源于食品价格的上升，连续三个月的食品价格上升到目前依然没有任何受遏制的迹象，尽管我们认为加息对这种成本推动型的通胀造成的影响不大。但8月份以来的大宗商品的进口价格已经开始上扬，在人民币升值的预期下，热钱流入的势头持续扩大。近两周以来，充沛的流动性推动了包括股市在内的资产价格持续上升，如果不加以压制，未来的通胀有可能从物价抬升上升为资产泡沫，我们认为本轮加息最主要的目的还是在于打压通胀预期，特别是在经济企稳的预期下，打压刚出现抬升苗头的国内大宗商品进口价格，抑制国外输入型通胀向国内传导，防止通胀从成本推动型向供求混合推动型通胀（Hybrid Inflation）演化。



大宗商品进口价格出现快速上升 (Wind, 海关总署, 招商银行)

二、 加息的影响

对通胀的影响: 正如我们前面所分析的, 加息对推动型的通胀所造成的短期影响并不大, 央行关注的可能是中长期的物价走势及通胀预期。短期内, 加息对通胀的影响微乎其微。

对资金面的影响: 加息后流动性会收紧吗? 我们并不这样认为, 短期内受银行成本上升的影响, 货币市场资金成本可能会小幅上升, 但加息周期的重启及升值预期强烈将加大热钱的流入, 我们在之前的报告中一直坚持, 在当前全球再次出现宽松货币政策的情况下, 数量型调控是控制流动性的最好手段, 这也是为什么我们一直坚持不会加息的主要原因。我们判断, 未来资金面的宽松程度并不会改变, 受资金充沛及投资需求旺盛的影响, 包括股市等资产价格反而可能出现愈调愈涨的局面。

对债市的影响：加息对本就处于调整状态的债市而言无疑又是一大利空。但我们认为，本次加息对债市的整体冲击并不大，尽管短期内对收益率曲线的造成整体抬升不可避免，但我们更关注的是未来的预期以及收益率曲线的期限变动。

收益率曲线可能将呈陡峭化变动：鉴于本次存款利率上调并非扁平化，这对银行投资成本将形成直接的抬升，特别是中长期存款利率上调的幅度较大，我们判断未来债市收益率曲线可能将呈陡峭化上升趋势。10年期国债收益率有可能创下3.7%以上的新高。

央票发行利率抬升或已提上日程：本次加息先于央票发行利率的抬升，我们判断这种情况难以持久，包括3个月在内的央票发行利率预计将会有30BP以上的升幅。

三、 未来市场期待的政策是什么

事实上，货币政策的目的在于引导市场方向及预期，本次的加息，信号作用大于实际效果。对于未来央行下一步的走势，我们判断依然还是在资金面上做文章。尽管加息周期已经开启，但步伐不会特别快，短期内需要解决的可能还是流动性过于宽泛的问题，包括央票发行利率的抬升有助于回笼市场资金，限制资产泡沫的产生。加息周期还有很长一段路要走。

招银专题分析报告

2010年10月20日

总第70期

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。