

聚焦 央行时隔三年首度加息

# 中国货币政策独立性日益彰显

证券时报记者 贾 壮

央行在意想不到的时间推出了意料之中的一项政策——加息,很显然,这是冲着通胀去的,即将公布的9月份通胀数据很有可能超过了外界的预期,实际的通胀压力或许比想象的要大。

由于物价涨幅的回升,自今年2月以来,中国已连续7个月出现“负利率”的情况。8月份CPI回升至3.5%,创下年内新高,也是2008年10月之后的最高点。更值得担忧的是,通胀有日趋恶化的趋势,一方面是占据CPI统计最大权重的食品价格节节攀升,另一方面国际大宗商品价格反弹也带来了输入性通胀压力。

央行对通胀的担忧从货币政策委员会三季度例会的表述可以看出端倪,在例会后的新闻稿中,央行表示:“我国经济运行态势总体良好,继续朝着宏观调控的预期方向发展,但管理通胀预期、保持平稳较快发展、调整经济结构和转变经济发展方式的任务依然艰巨。”与以往例会的表述明显不同的是,此次例会将“防通胀”提到了首位,并且着重强调了任务的艰巨性。

中国经济的强劲走势也为央行宣布加息增加了底气。兴业银行资深经济学家鲁政委分析称,今年6—7月之间,相关部门一度担心经济会过度下滑,但随着8月份经济运行数据的反弹,以及预期中9月份数据可能会继续反弹,调控当局对于经济继续下滑

的担忧暂告消退,多部委加码房地产调控也说明了这一点。

今年上半年开始的房地产调控以前所未有的力度向前推进,但进入三季度以来,蠢蠢欲动的房价开始逐渐吞噬已经取得的调控效果。因此,国务院再次出台更加严厉的调控措施,各部委也陆续推出相应举措,而要想从根本上遏制房价过快上涨,必须收紧银根。应该说,房地产调控效果不彰是促使央行收紧货币政策的另外一个重要原因。

加息的理由可以找出千条万条,但央行昨日宣布加息还是让绝大多数市场人士大跌眼镜,原因是目前中国加息缺少必要的国际环境。首先,世界主要经济体纷纷暂缓刺激政策的退出步伐,美、欧、日等经济体甚至在原有政策基础上增加了刺激力度;其次,世界主要经济体的宽松货币政策制造了大量流动性,这些流动性充斥全球市场,四处寻找投资标的,中国此时收紧货币政策将会继续刺激热钱流入。

基于以上判断,多数市场人士得出结论,中国短期内不会加息,但实际的情况却与预期完全相反。目前来看,中国调控当局的决策思路与研究机构的分析框架有明显差异,在现有的环境下宣布加息,说明中国央行在执行货币政策过程中更加重视在复杂国际环境中的独立性,着重以国内经济因素作为决策参考。

国内的因素不仅仅是居民消费价格快速上涨,还有潜在的资产泡沫压力。瑞银证券中国首席经济学家汪涛称,由于实际利率正随着通胀预期的升高而在负区间内越陷越深,信贷控制并不足以控制资产价格通胀。随着

量化宽松的到来,流动性的涌入会进一步升高。如果中国仍使用目前的政策组合来应对全球量化宽松的大环境,最大的风险可能并不是制造业部门相对美国或其他亚洲经济体失去竞争力,而是过度投资和资产泡沫。

当然,中国在汇率政策方面的灵活性也为增强货币政策独立性创造了条件,鲁政委称,6月19日进一步深化汇率形成机制改革后,人民币兑美元弹性的恢复,已消除了其对利率政策的制约。

## 央行加息意在履职

黄小鹏

就在媒体发表一条未经证实的年内不加息的报道之后没几天,中国人民银行宣布将存贷款基准利率上调0.25个百分点,这多少有点让市场感到意外,不过却也在情理之中。

此轮加息,最直接的原因就是对抗通胀。近期农产品价格持续上升,居民货币贬值感受明显,通胀预期强烈,8月份CPI已经攀升到了3.5%。9月份CPI虽然尚未公布,但各大机构普遍预期会在8月份的基础上进一步走高。在这种情况下,再仅仅运用数量型工具来控制流动性,显然已经力所不能及,加息已经箭在弦上。

值得注意的是,面对当前比较严重的通胀压力和强烈的通胀预期,不少专家学者却纷纷叫嚷调高通胀控制目标,言下之意就是让老百姓承受更高的通胀率。这种言论,不仅违背了经济学常识,也背离了几十年来全球各国通胀管理的共识,更是与年初两会上政府对通胀目标的承诺相冲突。高通胀的危害我们遭受过,低通胀的益处我们也享受过,从历史上看,每一轮通胀走高的过程中,都会出现类似的荒唐言论,干扰大众的视听,但是,在通胀控制目标这个问题上,民众不应该有丝毫的含糊,央行更不能却步。这次“出人意料”的加息,正是央行履行其应有职责的体现。

目前的国际经济形势复杂,各国之间经济周期不同步,导致政策之间存在冲突。一国基于本国国情作出的政策应对,很可能不利于它国,特别是作为全球影响力最大的美国,为了防范通胀风险,正准备实行第二轮量化宽松货币政策,这将明显地抑制美元汇率,从而导致其它一些主要国家货币面临升值压力。此前,经济界纷纷预期加息不会成为中国央行的选择,相当部分理由乃是基于外部制约的分析,但如果任由中国的利率政策被外部力量所挟持,那么流动性将无法真正有效地得到控制,国内已呈过热苗头的经济也将会朝着不利的方向发展。

我们不仅应该赞赏央行此次加息之举,而且更应该从理论上反思利率平价理论的适用性。在完全资本流动和自主货币政策之间,应该存在一个中间地带,这为我们实行弹性的资本管制,换取某种程度的货币政策自主权提供了理论上的依据。此次加息如果不仅仅是对通胀状况的一个短期反应,而且还是摆脱利率平价思维的一个努力和尝试的话,那么它就理应获得更多的赞赏。

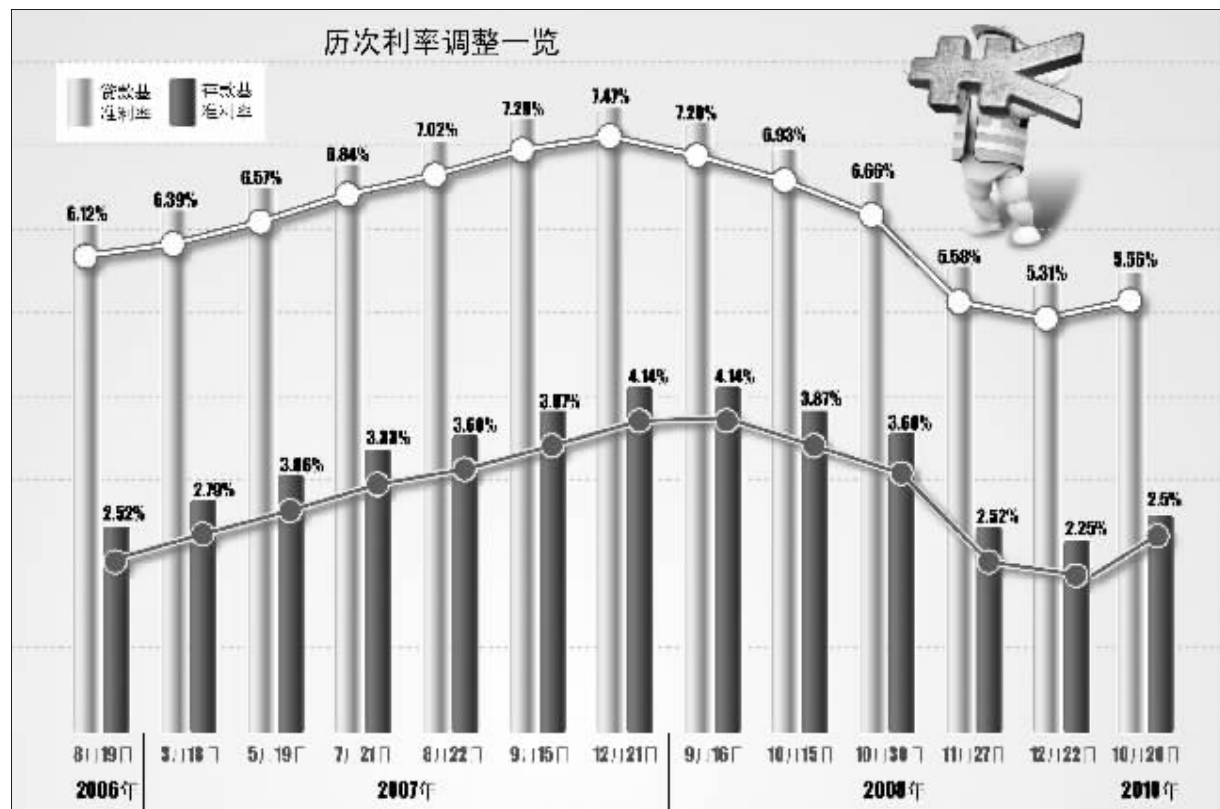
### 专家观点

国泰君安首席经济学家、总经济师 李迅雷:这次加息,有些出其不意。在很多人预期短期不会加息的情况下,央行加息0.25%,是出于收缩流动性的需要,在之前准备加息上调的情况下,加息仍然是为了对冲持续上涨的通胀压力。

央行的加息对股市是偏利空的消息,但具体影响,还要看加息是连续性行为还是单次行为。

银河证券首席经济学家 左小蕾:在人民币升值压力以及9月境外资本流入明显加快,从而推高资产泡沫等因素的共同作用下,为防止通胀出现,央行选择这个时间点加息不足以降低价格水平,预计未来还将连续加息。加息不会直接影响CPI,但会解决流动性的问题,达到控制投资的目的。在投资方面,加息对房地产行业的影响最大。

中央财经大学教授 贺强:加息主要是为了应对不断上涨的CPI。今年下半年以来CPI持续高涨,粮油等各种生活必需品价格不断攀升,目前又将面临着第三季度CPI的发布,虽然前段时间央行宣布提高了六大银行存款准备金率,但是目前来看很难遏制价格上涨的势头,因此才出台加息的措施。(丽颖才 整理)



## 加息出其不意 A股流动性无忧

中长期贷款利率上调幅度远低于存款,利于减轻企业盈利压力

证券时报记者 罗 峰

加息了!昨日傍晚消息一出,券商分析师们感觉有些突然,但研究后认为,对银行业影响中性略偏负面,对股市影响影响中性偏上。

今年春季央行上调存款准备金率后,分析师对加息预期立即升温,之后预期逐渐降低:从“二季度加息可能性低、三季度加息可能性高”逐渐变为“三季度加息可能性低”、“四季度可能不会加息”。随着年尾越来越接近,年内不会加息”成为业内比较趋同的判断,此次加息的时点出乎大多数分析师的预期。

从中长期贷款利率调整来看,实质是一次存款利率调整幅度高于贷款的不对称加息,目的非常明显:一是保护企业盈利不受太大的波动,维持当下经济回升的势头,二则重点是应对通货膨胀预期。分析人士判断,对于当下股市而言,短期可能需要消化心理影响,不影响中长期的向上趋势。中国人民银行决定,金融机构

一年期存贷款基准利率上调0.25个百分点,存款由现行的2.25%提高到2.5%,贷款由现行的5.31%提高到5.56%。表面上,这是一次对称加息,但从长期项目的利率对称则有很大差别。3年期定期存款由3.33%上调到3.85%,上调了0.52个百分点;而3至5年贷款的基准利率由5.76%上调到5.96%,只上调0.2个百分点;1至3年贷款的基准利率也只上调0.2个百分点。

再看更长一点的存贷款项目,5年期定期存款的基准利率由3.6%上调到4.2%,上调了0.6个百分点,幅度进一步加大;而贷款方面,5年以上贷款由5.94%上调到6.14%,仍然只上调0.2个百分点。由此可见,除了一年期贷款基准利率外,中长期同档存贷款的利率调整差别很大,增加贷款企业的负担有限,有利于贷款企业平和应对加息;对银行来说,需要业务调整等应对中长期项目的利差收窄问

题。不过,作为中长期存款不对称加息的对冲措施,活期存款仍维持在0.36%不变,这在居民和企业存款活期化较高的当下,对银行盈利有明显缓冲作用。分析人士认为,由于中长期存款的利率差扩大,这对资本收益率曲线将有明显影响,保险公司等可能会调整部分固定收益投资,整体而言对盈利影响不太明显。

业内人士认为,此次加息对股市影响影响中性偏上。之前分析师普遍认为目前加息可能性低,是因为人民币近期升值压力很大,同时热钱正在涌进包括中国在内的新兴市场;而我国加息之后,美国等发达国家继续保持几乎零利率,中美利差进一步扩大,人民币升值压力可能加大,热钱涌进可能加速。由此,业内人士判断,加息是收缩银根的信号,但A股的流动性不会因为此次加息而收缩,流动性可能还会更加充裕,这对目前比较强势的A股而言,有推动作用。

## 基金:加息对股市影响有限

证券时报记者 余子君  
见习记者 刘明

本报讯 加息靴子终于落下!对于此次加息,基金普遍认为其目的是管理通胀,短期A股市场可能会出现震荡,但长期来看对股市的影响有限。

诺安基金认为,此次是中国在金融危机后的首次加息,主要是针对国内的物价形势,但并不意味国内货币政策发生根本性转向,而9月以来国内实体经济的好转也为加息奠定了基础。不仅如此,在全

球量化宽松的背景下,加息可能进一步加剧热钱流入,因此,对股市影响不会太大。

大成基金表示,此轮加息幅度正常,并不是严厉地大幅调整,可以视为是货币政策的微调,相对宽松的货币政策这一大基调并没有改变。事实上,加息未必是坏事,因为这预示管理层对宏观经济有信心,在经济向好的大背景下,A股市场仍有上行空间。一般而言,经济上升初期和中期,通胀明显上升之前,紧缩政策对经济和市场影响很小,只有累计到一定程度之后负

面效应才逐渐体现,目前远未到担心负面效应的时候。不过,此前上调六家银行的存款准备金率,使市场预期加息政策会进一步延后,此次突然加息超出预期,因此可能会在短期内对市场形成冲击,A股可能会走出先抑后扬行情。

上投摩根大盘蓝筹拟任基金经理罗辉表示,此次加息在情理之中,但时间上有些超预期,加息作为周期性政策,短期可能引发市场的震荡,但从中长期看,不会影响经济发展的趋势,对于目前A股市场的上行轨道也不会造成太大影响。

## 加息时点选择的三大巧妙之处

证券时报记者 杨 冬

昨日晚间,央行突然宣布同时提高存款和贷款基准利率0.25个百分点,亦即实行了对称性的加息。对此,银河证券研究所研究总监张新法认为,央行此次突然加息既在意料之外亦在情理之中。

所谓“意料之外”是指今年以来央行为实现“管理通胀预期”的政策目标,实行了严控信贷、提高存款准备金率、公开市场操作等调控手段,加息手段却是首次使用,时间上具备突发性。

所谓“情理之中”,亦可以表述为加息时点选择隐含三大巧妙之处:一是前三季度良好经济形势为实现全年经济增长目标打下了良好的基础,也可以说今年国民经济增长实现“软着陆”已成确定性事件,经济增长数据对政府信心的提振令加息政策的出台变得底气十足。

二是目前通胀形势不容乐观。为改善居民实际收入和提升居民的幸福,政府在此时选择提高存款利率实说是经过深思熟虑的,同时也为“管理通胀预期”政策目标的实现加上筹码。

三是在选择此时加息将减缓热钱流入的速度,9月份人民币出现了较为快速的升值,同时也引发了热钱快速

的流入,在一定程度上解决了人民币升值和加息两难选择的困境,基于人民币升值的热钱大量流入减缓了加息的压力,令央行在做出加息判断时不必过分担心热钱流入的加剧。

事实上,本次中国加息的选择是在美国没有加息的背景下做出的,但这并不会过分影响热钱为赚取中美两国的息差而大量流入。据了解,虽然美国目前仍在执行较低的联邦基准利率,但其国内居民存款利率与加息后的中国存款利率却相差无几。

此外,由于此次央行动作是对称性加息,对于国内商业银行业务的影响可谓是“中性”的。湘财证券研究员杨森指出,此次加息对于银行息差上影响偏正面,但信贷增速将减缓,因此政策效果总体而言影响是中性的。

由于加息对于国内进出口影响是间接的,其结果还尚待观察。据了解,国内外进出口企业依赖的国内银行贷款基本可分为两类,即用于国内购买原材料的人民币贷款和“来料加工”类企业的外币贷款,由于加息能够增加人民币贷款企业的财务成本,因此对于出口影响略为负面,但外币贷款类企业则不受影响。

## 从央票利率看央行意外之举

证券时报记者 朱 凯

央行昨晚意外加息,这再次让市场领悟了一个非常重要的道理,那就是央行要的就是“出乎意料”的效果。

一般可以认为,央票发行利率的上行属于货币政策中价格工具的使用,央票利率上行往往意味着央行未来会加息。但事实上,央行并不希望这一传导能被市场提前“知晓”。

上周存款准备金率的“另类”上调,或许正是央行意欲加息的“替代品”。央行对6家银行规定了准备金率上调的期限为两个月,其实此前这是没有出现过的。就如同这次对1年期存贷款基准利率的上调,幅度亦为首次采用的各25个基点。

上周公开市场到期资金量高达

2950亿元,但央行因为不想释放央票利率上行的信号,结果1年期、3个月以及3年期品种,各招标了220亿、310亿和160亿元,总计对冲了不过到期量的23.39%,导致了上一周实现了今年下半年数量最多的一次净投放。

而本周到期资金1770亿元远低于上周规模,而且准备金率已经上调,对冲过剩流动性的压力按理说已有减弱,但昨日招标的1年期央票数量却较上周陡增近一倍,达到430亿元。而且,央票的发行利率也没有上行,连续第18周持稳于2.0929%,也就是说,没有释放加息的信号——但是本周却加息了。如此看来,央行越来越“独”了。