

# 首次加息后将迎来政策观察期

姜山

周二晚间,中国人民银行突然宣布加息决定,将一年期存款利率上调25个基点,其余期限的各档利率也相应调整,这是34个月以来中国央行的首度加息,也使得此前市场对于年内加息与否的猜测嘎然而止。

由于周四即将公布三季度的重要经济数据,央行选择在这一时点加息,无疑为市场带来了诸多猜想,其中有关通货膨胀数据将大幅高于市场预期的揣测成为主流,而从9月份以来的分类商品价格指数变化看,由于农副产品价格持续高位,大宗商品价格受到美元贬值影响快速走高,当月的CPI数据继续走高几无悬念,部分机构甚至预测该数据可能接近于4%一线,年内控制通胀的难度陡增或许是央行此次升息的重要动因。

从此次加息的结构看,的确显示出主要是为了应对通胀问题的政策意图,活期存款利率未做调整,而定期存款利率则出现逐级上升,五年期定期存款利率

上调幅度更是达到60个基点,超越4%的关口。相对应的,中长期贷款利率的调整幅度却明显小于短期,五年期贷款利率上调仅有20个基点,可以看出,央行试图通过利率结构上的非对称调整减轻目前快速上升的存款活期化以及流出银行体系的倾向,并且给予习惯存长期存款的中低收入群体以更多的利息补偿,来弥补快速上升的通胀水平对于该群体的不利影响。

从长期贷款提升幅度程度较低这一点分析,央行对于经济发展仍持有保护态度,不希望整体的贷款利率水平出现快速升高,而过度影响到企业的利润和投资意愿。当然,纵观历史上加息周期的首次加息情况,基本上都呈现小幅试探性加息的局面,这也是有其必然性,因为首次加息时,往往是通胀自谷底快速回升,实体经济也趋于向好,但从当时可得的经济数据分析,又无法明确得出趋势性的结论,因此小幅度的试探性加息往往成为政策当局的首选,以为未来的政策调整留下足够的弹性空间。

此次加息,将导致资金密集型行业特别是房地产业的资金成本压力出现明显增加,但由于长期贷款利率提升不多,购房者的利息支出压力上升有限,20个基点的长期贷款利率上升,甚至比不上贷款利率由7折上升至75折所带来的利息增加,这也说明此次利率调整的目标并非主要针对房地产而来。不过,在前期的系列调控政策做出之后,政策上的小幅加码也会在相当程度上对购房者的心理产生负面影响,同时,陡然增大的持续加息可能也将影响到购房者对于未来房价和支出的预期,四季度房价涨幅有可能因此而趋于回落。

在通胀快速上升之时,小幅试探性加息显然无法完全让利率“扭负为正”,这也使后续加息成为必然,由此也会为市场带来未来可能出现连续快速的加息的猜想,这也是得到过历史事实验证的,比如美联储就十分崇尚小步快跑的利率调整手段,认为这样做能够及时应对经济出现的变化,有助于熨平经济周期性的波动。

不过,小步快跑的操作,往往发生在加息周期的后几次操作之中,在加息周期的首次操作之后,通常存在的会是一个较长时间段的政策观察期,以确定加息是否会导致经济走势出现逆转。本次中国央行的加息所处的时间点更是十分微妙,一方面美联储可能于11月进行二度量化宽松操作,显示出继续放松货币的意图,另一方面,亚太经济体的通胀压力大幅攀升,迫使多国央行采取货币紧缩政策,全球经济体货币政策方向上开始出现重大分歧,这显著增加了政策制定者的判断难度,也会在相当程度上延长此次加息和下次利率调整动作之间的时间间隔。因此,我们认为除非通货膨胀在接下来的一段时间内持续走高且无法抑制,否则短期内中国央行不会采取连续加息的动作,毕竟目前全球经济仍存在重大的不确定性,需要相对宽松的

的货币政策来减少经济出现二轮衰退的可能性。

由此,我们认为央行此次在利率结构调整中决定大幅增加长期存款利率,也是为留出较长的政策观察期所做的重要举措,目前的五年期定期存款利率达到4.2%,也就意味着如果接下来几个月内CPI不突破该数值,则央行仍有充足的理由保持在政策的观察期内。

那么,CPI在短期内突破4.2%的可能性是否存在,显然就成为考量央行是否在短期内继续加息的重要指标。尽管即将公布的CPI数据可能接近于4%左右的高位,但持续走高的理由目前看来似乎仍不算十分充分。从农业部近期公布的信息看,主要粮食产区的秋粮生产形势正常,如河北省的全年粮食有望连续七年增产,前期被过度炒作的粮食价格有望在进入秋收时节后逐步走低,大宗商品价格近期虽然受美元贬值因素影响出现持续上涨,但进入高位区域后观望气氛浓厚,在周二中国央行宣布加息后,美元指数大幅反弹,商品期货价格快速走低,一旦联储二轮量化宽松规模不及预期,美元有望触底回升,抑制大宗商品涨幅。不出意外的话,中国的CPI数据在攀高至4%一线后很难出现继续的向上大幅走升,从而也将为央行的政策观察留出足够的时间。当然,假若到明年一季度末,通胀仍然维持于3%以上的高位,且没有继续走低的迹象出现,而外国的经济也排除了二次衰退的可能性,则再度加息的可能性将会逐步放大,届时如果经济增速快速上升,而通胀水平亦随之提高,那么新一轮的加息周期也将得到确认,如2007年出现的小幅快速加息的场景将会重现。

(作者系东航金融注册金融分析师)

## 焦点评论



ICLONG 供稿

### 美国大印钞给新兴经济埋炸弹

## 国际观察

### 住房止赎正常运转利于美经济复苏

刘晓忠

正在持续发酵的美国房贷止赎潮,加重了人们对美国信贷紧缩、债务紧缩恶化的忧虑。甚至部分市场人士认为,这股止赎潮的杀伤力可能不亚于次贷危机的破坏性。

近日,摩根大通发布研究报告称,银行未来因房屋止赎纠纷而产生的损失总计可能高达550-1200亿美元。高盛则估算,最糟糕的情形下银行业因违约贷款法律纠纷蒙受840亿美元损失。

摩根大通在近日的报告中指出,目前大约有2万亿美元贷款已经违约或有可能违约,占美国2005-2007年发放的总量6万亿美元抵押贷款的三分之一,这些违约贷款令银行业、两房、债券投资者以及保险商总共蒙受最高1.1万亿美元的经营损失,可见止赎问题的严重。所谓“止赎”是指银行对于那些无力再继续偿还抵押贷款的业主采取收回抵押房屋的做法,业主此后将无权再赎回这些房产,大致与国内所说的“断供、收楼”相似。事实上,自次贷危机以来,美国的止赎案件就呈激增态势。有关数据显示,今年前9个月银行就对81.6万户房屋进行了止赎,而到年底这一数据预计将达到120万户。

由于美国房贷高度结构化和衍生化,且这些结构化金融衍生产品的投资者遍布全球,大量止赎将导致基于房贷的各类金融衍生品发生亏损,因此市场确实有理由担心美国银行系统持续发酵的止赎潮风险很可能会扩散至全球,从而对全球经济产生不利影响。

然而,与次贷危机不同,当前在美国金融市场蔓延的止赎潮,市场早有预见,并非市场无准备的突发性事件,这就削弱了其对金融市场的破坏性。而且,从因果传承角度看,持续发酵的止赎潮是次贷危机的后续事件,而非独立于次贷的问题。由于次贷危

机以来,美国政府采取了极大的支持和监管政策,如入股金融机构,要求高盛和大摩等转为银行控股公司以及万亿美元的有毒资产收购计划等,只是暂时性地刹住和降低了危机冲击力,避免金融系统崩溃。这只是暂时为金融市场止血并防止病毒传染性扩散,只是把金融市场的风险暂时抑制住,而并没有根除危机病根。随着失业率的上升,房价持续下跌,出现止赎潮。因此,我更倾向于把当前的止赎潮看作是市场自发清理次贷并发症的一种危机化脓过程,止赎行为的正常运转对美国金融市场具有活血功效。虽然持续的止赎潮会给美国金融市场和全球投资者带来新的风险,但却客观上意味着美国金融市场正在通过市场化的债务重组和风险重置。毕竟,借款人的房贷止赎,严格而言是一种私人或家庭财务重组的行为,而借助财务重组将使借款人本身的资产负债结构得以重新配置,从而改善其财务状况,并在一定程度上提高其风险承受能力。显然,这是金融市场走出债务紧缩和信贷紧缩,恢复市场活力的微观基础。

止赎潮虽可能对房价产生新的压力,但却有助于为这些止赎资产寻找合适的投资人,从而在整个金融市场实现风险的重新配置,激活市场投入,为美国经济复苏提供金融支持。这类类似于不良资产重组,不良资产严格说是把资产配置给了无法有效管理的部门,而通过不良资产重组后,资产重新配置给了能够有效管理好这些资产的人手中,不良资产就变成了能创造价值的资产。

如果说次贷危机是资产价格泡沫的告别仪式,那么当前出现的持续止赎潮将可能是化危为机的复苏过程中的净化剂,是美国乃至全球经济走出危机,驶向复苏路途上的活血化脓过程,不经过止赎潮的炼狱,美国经济的复苏将始终摆脱不了脆弱,二次探底的风险也将长期潜伏。

# 洛阳北玻:立足节能环保 面向新能源发展

赵丹宁 熊庆

展望未来,随着世界能源的日趋紧张,节能环保已成为各国经济和社会发展的战略任务。随着国家相关政策的推出,节能环保和新能源的开发利用问题提升到了前所未有的高度。洛阳北方玻璃技术股份有限公司是一家居于行业领导地位的高新技术企业,北玻近年来在节能环保技术产业上取得了飞跃的发展,为面向未来的新能源产业写下了浓墨重彩的一笔。

**立足节能环保 全力推进低辐射镀膜玻璃技术发展**  
玻璃深加工及其设备制造行业的发

展是与人们对于不同行业的需求密切相关的。伴随着国际社会对人类生存所面临的环保问题、节能问题、可持续发展问题的日益重视,深加工玻璃中的镀膜玻璃发展迅速。镀膜玻璃能改变玻璃对太阳辐射的反射率和吸收率,从而减少室内热量的散失,节约室内空调和暖气的能耗和费用,满足了人们对于建筑节能环保的需求。而低辐射(Low-E)镀膜玻璃作为公认综合节能效果最好的高科技镀膜玻璃产品,发展势头日趋看好。

然而,在过去一段时间里,由于低辐射(Low-E)镀膜玻璃复杂的制作工艺以及较高技术水平要求,使得国内生

产企业基本依靠进口设备进行生产,生产成本很高,这在很大程度上制约了我国低辐射(Low-E)镀膜玻璃的推广使用。2007年北玻自主研发出国内首台具有自主知识产权的离线低辐射(Low-E)镀膜玻璃设备,而且售价控制在国外同类产品的1/2,打破了该类技术设备的国外垄断,无论在技术水平和质量上,还是在成本、价格上都有强大的市场竞争力。

经过不断的发展,北玻的低辐射镀膜玻璃技术设备已经达到国际先进水平,产品节能效果显著,比普通玻璃节能30%以上,著名企业福耀集团在2008年

购买低辐射镀膜玻璃生产线,经过一年多的成功稳定运行,各项技术指标达到国际先进水平,2010年又向北玻订购了第二条低辐射镀膜玻璃生产线,得到用户认可,市场供不应求,目前已获得10条生产线的订单,前景广阔。

随着北玻低辐射镀膜玻璃技术设备制造产业化进程的加快,将进一步改善产品结构,大幅降低低辐射镀膜玻璃的生产成本,推动低辐射镀膜玻璃这一节能效果显著的新型产品在我国快速普及,为我国节能减排和环境保护政策的实施作出贡献。

**关注新能源产业 研发新型光伏TCO镀膜技术设备**

现今,全球不可再生能源正日趋减少,因此开发太阳能等可再生能源逐渐受到各国的重视,均加大力度扶持光伏产业。在国家相关产业政策的推动下,薄膜太阳能电池作为光伏产业中最有发展潜力的产品,吸引了新奥集团、拓日新能、孚日股份等国内众多有实力的公司进行大规模投资。光伏用TCO玻璃作为薄膜太阳能电池的前电极和必须的封装材料,市场需求也将高速增长。TCO镀膜玻璃设备目前只有少数2-

3家国外设备厂商才能够生产,为了打破该种设备的国外技术垄断,2009年,北玻在集成国际领先的钢化加热温控技术和低辐射镀膜技术基础上,开始研发光伏TCO镀膜玻璃技术设备,计划在今年底之前完成TCO玻璃生产线的工艺调试。该条生产线不仅是首条国产商用TCO镀膜玻璃生产线,而且售价控制在国外同类产品价格的1/2。未来北玻的光伏TCO镀膜玻璃技术设备试制成功并批量化生产,不但将大幅度提升北玻的盈利能力,而且将大大推动国内光伏发电这一绿色新能源产业的发展。(企业形象)

## 经济时评

### 央行加息 打响中国经济保卫战

张莱楠

美国新一轮量化宽松政策呼之欲出,美元超额投放以及美元大幅贬值引发的主要货币汇率的过度波动与无序调整,不仅扰乱了全球货币秩序,也将使各国货币政策博弈更趋复杂。而中国央行突然加息则更表明捍卫货币政策立场,中国经济与财富的保卫战已经打响。

发展中国家的货币政策应该具有更加独立的自主性,而非被发达国家绑定,更不应该为发达国家货币政策充当买单。目前流入20个主要新兴经济体国家的国际游资无论速度和规模均超过金融危机爆发之前。据估计,2009年4月至今年上半年,流入这20个新兴经济体的国际资本折合成年均数字达到5750亿美元。其中,2010年上半年进入新兴经济体的国际游资78.6%都流向亚洲国家,对这些国家货币构成升值压力,埋下通货膨胀隐患。数据显示,在20个新兴经济体中有近2/3的国家实际利率为负值,价格总水平上涨的压力极其巨大。据美林预计,今年中、印、俄、巴四国的通胀率将分别为3.2%、7.9%、6.1%和5.0%。同时,由于这些国家大多是以出口导向型或资源驱动型经济体,资本流入也加大了本币升值的巨大压力。

此外,美国的定量宽松货币政策会造成这些国家国际收支和外汇储备严重恶化。而对于那些实行固定汇率的国家和地区,由于贸易顺差和巨额外汇储备中一般以美元为主要币种,在美国实行定量宽松货币政策后,其国内或者区内必然是本币被动投放过多,从而削弱了货币政策的自主性。新兴经济体国家政策普遍面临两难。

对于中国而言,美元大幅贬值也是对中国国家财富的严重稀释。国际货币基金组织数据显示,各国持有的外汇储备中,美元资产的平均比重为62%。中国的美元资产比重如以65%计算,则截至9月末我国外汇储备已达2.64万亿美元。如果按照未来人民币兑美元升值3%-5%计算,据此计算,至2010年底,今年中国美元资产汇率损失为514-856亿美元的账面损失。

美元主动贬值,人民币被动升值”导致热钱加快流入。9月初美联储表示将推行进一步的宽松货币政策以来,美元对一篮子重要货币的汇率已下跌约6.5%。人民币兑美元汇率上涨1.74%,亦创出汇改以来最大单月涨幅。在全球量化宽松的背景下,由于

中国更高的投资回报率和人民币升值预期,流入中国的境外短期资本大规模增加。以获利为目的的短期资本加速流入,是我国三季度外汇储备大幅增长的一个重要原因。从近期来看,我国仍面临较大资金流入压力,可能通过外贸、外资、银行等渠道传导,加大我国跨境资金流动的波动性。

美元贬值导致以美元作为计价货币的石油等大宗商品价格快速上升,国际基本金属、黄金、原油、农产品等期货持续走强,增加全球商品的生产成本和通胀压力的上升。8月以来,我国购进价格指数扭转前两个月的大幅下降趋势,环比上升了10.1%,9月再度攀升至65.3的高位,输入型通胀的不确定性增加,加大了我国通胀预期的管理难度。

当前我国的货币政策自主性面临严峻挑战,货币供给不仅会受到内部需求增长的影响,还会受到外部经济扩张的特殊影响,中国货币供给内生性趋势增强。尤其近几年,对非货币金融机构债权和外币占款对货币供给产生的影响较大。1994年我国外汇体制改革后,外汇储备迅猛增加,外汇占款占基础货币的比重达50%以上,成为影响我国基础货币供应最主要的因素。从历史经验看,自中国经济的外向性形成之后,通胀压力、资本流入、货币升值这种“不可能三角困境”也成为并行出现的难题。

中国如何兼顾内外平衡,如何兼顾短期增长与长期利益,采取何种政策组合以趋利避害,将协调成本降至最低是摆在我们面前的一大难题。在全球极度宽松的货币政策环境下,中国很可能成为全球流动性的“蓄水池”。9月份数据显示,目前我国广义货币M2余额达到69.64万亿元,M2/GDP将近200%左右,而美国这一比例只有0.6倍,日本、韩国不过1倍左右。对于中国而言,日本的“前车之鉴”不得不需要高度警醒。当年以日元大幅升值起点,日本货币政策在广场协议后被美国绑架,陆续出台不合时宜的利率政策,催生了上世纪80年代后期的资产泡沫,并在1990年被戳破。在之后5年期间,日本全国资产损失达800亿日元,接近两年的国内生产总值(GDP),日本陷入了“衰落的十年”。

央行三年来首次加息,尽管加息幅度不大,但表明中国货币政策“以我为主”加强独立性和前瞻性的立场,对于“货币战争”,中国已经做好了打持久战的心理准备和战略准备。

(作者单位:国家信息中心预测部)

## 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发邮件至pp111@126.com;或留言到深圳彩田路5015号证研网网络版518026。