

为什么不是加息

□本报记者 王栋琳 北京报道

央行在年底又出了一张“从紧牌”，这次利率政策仍然按兵不动。分析人士认为，内外种种因素掣肘，央行对于加息保持审慎，为避免矫枉过正，目前仍偏重从数量工具上发“从紧牌”。

上周市场就传出11月CPI可能创新高的消息，但央行没有选择加息来弥补负利率，而是比以往“双倍”上调存款准备金。加息预期似乎再次落空了。

天相投资公司高级分析师石磊认为，连续两个月市场加息预期落空，反映出加息的确定受到一些因素制约，因此央行态度比较审慎。目前至少有经济拐点、利差、资本市场三个方面的加息效应还不能够明确。

首先，继续加息会不会带来经济增长“硬着陆”？看看美国的教训，即使是美联储连续小幅频繁加息，也还是带来了突发的次贷危机。中国如果遭遇类似的风险，损失将是不可估量的。尤其在目前中国银行业刚刚开始“成长之旅”，一场坏账风暴完全可能让辛苦改革的努力付之东流。

毕竟，目前关于明年世界经济增长、贸易顺差情况的预期还很不确定。加息带来的影响将比上调存款准备金大得多，央行可能宁愿先观察一段时间。

其次，中美利差缩小甚至逆转会不会带来热钱涌入的风险？美联储已经连续两次降息，中美利差已缩小到0.5%以下，而本周美国有可能再次降息，中美利差随时可能逆转。尽管利率平价的效应目前存在争议，但人民币升值已近6%，如果再加上中美利差，热钱涌入的动力无疑会增强。

实际上，自从美联储9月18日4年来首次降息，中国央行就再没有加过息；而10月、11月通胀形势都比较严峻，从缓解负利率角度看央行本应加息。这说明，中美利差的“软约束”始终都是个问题。

再次，股市会不会受到加息影响而“雪上加霜”？股市目前处于调整中，还没有走出本轮低谷。而广州、北京等地的房价也出现了许久不见的下跌。

尽管央行一再表示“仅仅关注资产价格”，但可以看出，7、8、9连续三个月的加息正好是今年股市“滚烫”的时候，股指经历了最陡峭的上涨。而10月“小熊市”到来，加息也销声匿迹了。分析人士认为，这也许不是简单的巧合。

总之，价格性调控工具的影响往往是长远的、难以逆转的；而数量性工具影响一般是一次性、有针对面的，后果也是可以控制的。即使数量上“紧过了头”，央行随时可以通过再贷款、再贴现等渠道释放流动性，不会造成不可挽回的局面。因此，央行又一次选择了存款准备金率这一工具。

紧缩预期提前消化

股市将维持震荡格局

□本报记者 赵彤刚 北京报道

此前股市已经过较大幅度调整，因此市场人士认为，央行今年第10次上调存款准备金率对股市影响不大，市场已提前对从紧的货币政策预期有所消化，总体将维持震荡整理格局。

市场反应不会太激烈

银河证券研究中心投资策略部负责人李锋表示，央行在11月份宏观经济数据发布之前采取行动，可能是11月我国外贸出口增长速度仍然较快，需要采取进一步紧缩措施来对冲因外贸顺差过大而引起的输入性流动性过剩。

近期股市对于7500亿元特别国债将发行以及中央经济工作会议提出实施从紧货币政策等，均未做出激烈反应。“市场对于此次央行再次上调存款准备金率估计也不会有太大反应，因为前期市场经过较大幅度调整，已提前消化政策预期。”李锋说。

今年央行已10次上调存款准备金率，紧缩力度越来越大。尤其是此次调整幅度由以前的0.5%提高至1%，将冻结银行资金3500亿至4000亿元。长城证券研究所所长向威达认为，这对银行信贷扩张能力抑制作用比较大，尤其是对中小银行流动性收紧效应明显，一些银行已经感受到流动性紧张的压力。“央行再次上调存款准备金率，是贯彻中央经济工作会议提出的实施从紧货币政策的直接措施。”他说。

不过，目前全社会固定资产投资中依靠银行贷款比例逐年下降，而企业自筹资金占比逐年上升。“因此上调存款准备金率等紧缩货币政策对固定资产投资的影响，已不如以前那么明显。”向威达表示。

维持震荡格局

今年以来资本市场IPO规模比较庞大，企业直接融资比例不断上升，这也部分抵消了紧缩信贷政策的影响。监管部门已多次强调，通过大力发展公司债等多层次市场，进一步提高直接融资比例。“上市公司可以通过增发再融资或发行公司债实现再融资，所以从紧货币政策对其影响也会逐步降低。”向威达表示。

不过，目前银行营业收入中利差收入仍占很大比例，因此持续上调存款准备金率、收紧信贷，对其盈利将会产生不利影响，这对银行是负面因素。“再次上调存款准备金率可能加剧市场震荡幅度，并会使股指反弹高度受限。股市震荡格局还将维持一段时间，股指将围绕5000点反复震荡，短期内难以再创新高。”向威达认为。

李锋则表示，现在大家普遍预期明年上市公司盈利增幅将达到30%-50%，仍将维持较快增长势头。据此分析，目前市场估值水平已比较合理。“如果上市公司业绩在明年增长50%的基础上，2009年增速仍能达到30%，那股指在5000点左右是偏低水平。”

李锋认为，目前已临近岁末，股指短期内将会维持弱势反弹格局。“等到明年1至2月经济数据出来之后，只要宏观经济继续保持快速增长势头，不会出现大幅放缓，那么市场将会重拾信心，继续演绎牛市行情。”



存款准备金率上调

准备金率担当从紧货币政策“先行军”

专家认为，走出“对冲”困境需进一步改革汇率形成机制

□本报记者 郭凤琳 北京报道

又上调法定存款准备金率！在11月贸易顺差、CPI、货币信贷等方面的数据即将公布之际，中央银行上周六宣布，从12月25日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。

为何此次上调1个百分点，而不是2004年以来的每次上调0.5个百分点？在通胀预期加强的背景下，为何央行不加息，而是一再采用数量对冲手段？

一些专家认为，国际收支双顺差带来的流动性投放压力越来越大，货币政策疲于数量对冲，而利率政策空间又受到美国降息挤压。在此情形下，应加快汇率形成机制改革，不断加大汇率弹性，以帮助货币政策走出“对冲”困境。

抑制明年初信贷投放

2004年以来，央行14次上调存款准备金率。但与以往13次不同，央行此次将调整的幅度从0.5个百分点提高至1个百分点。对此，中国社科院金融所研究员彭兴韵认为主要有三个原因：

其一，积极贯彻中央经济工作会议提出的“从紧货币政策”精神，并体现出监管层加大调控力度的决心。

其二，时值岁末，贸易顺差仍维持高位运行的格局。而且由于受美国次贷危机、美联储降息和美国经济增速放缓影



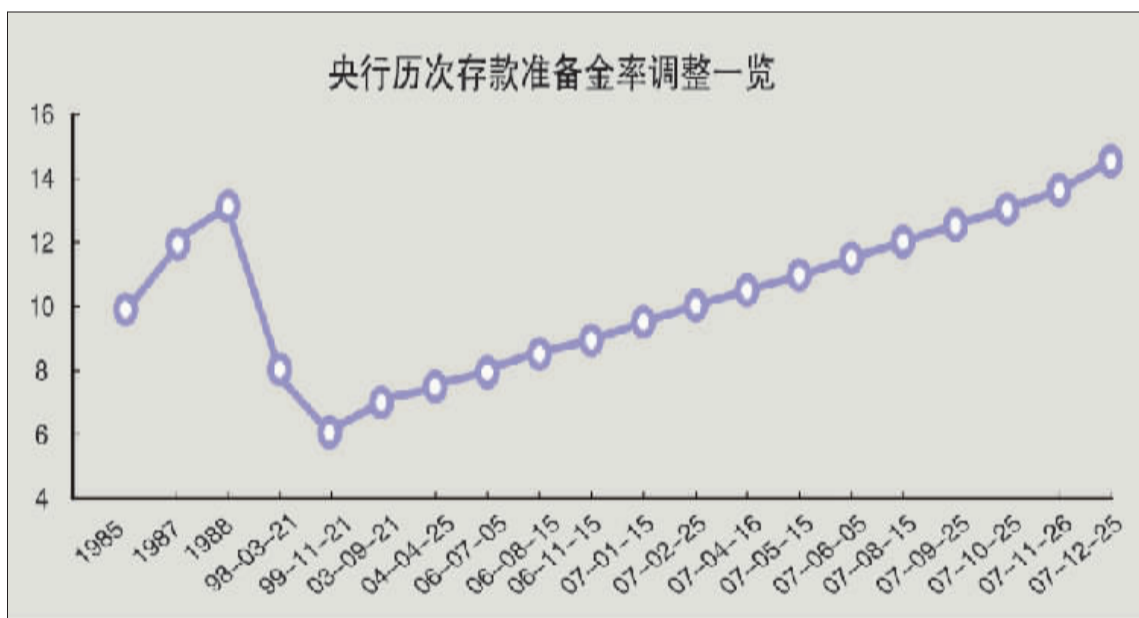
此次上调存款准备金率幅度之大超出市场预期。

本报资料图片

响，国际短期资本加速流入我国，这导致央行被动投放出大量外汇占款。加大流动性回收力度实属必然。

其三，今年以来商业银行信贷投放迅猛，截至10月底，商业银行新增贷款总量超过去年全年的1.1倍。在此情形下，央行和银监会严控商业银行的放贷规模。一边

是不让放贷，另一边是央行投放的外汇占款持续流入银行体系，在此背景下商业银行超额储备率出现较大反弹，从而大大增强其明年初投放信贷的能力。出于对这方面的预见，央行提高1个百分点的准备金率，以预防明年初商业银行猛投贷款，进而控制贷款投放节奏。



制图/郭凤琳 张秀菊

巴曙松：从紧不能仅理解为对冲

□本报记者 郭凤琳 北京报道

国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松研究员指出，从紧的货币政策不能仅仅理解为对冲。货币的大幅度对冲以及信贷控制，只能是权宜之计。政策操作的重点，应当是迅速推动结构改革，促进结构调整，从而放弃对于大规模、持续性的对冲的依赖。

他说，从近年来一直强调的稳健的货币政策，转向从紧的货币政策，是一个重要的政策基调的转变。但是，与这个政策的宣示相比更为重要的，实际上是究竟会采取什么样的政策组合来实施这种从紧的货币政策。其中既可能有总量的政策工具，例如货币供应量的控制，信贷的控制等；也包括市场价格信号的调整，例如利率、汇率的调整等。从总体上，应当主要依靠市场工具来调整，负面影响更小一些。

同时，这种从紧也不能仅仅理解为对冲。目前整个经济金融体系开始过分依赖对冲，使得货币政策产生了对于对冲操作的依赖，但是这种持续大规模的对冲可能延缓了经济结构调整的紧迫性，不能过分依赖对冲来进行货币紧缩。

与中国等被视为“金砖四国”

的印度，近年来宏观政策方面面临与中国类似的挑战。巴曙松指出，印度的货币政策调控有值得参考和借鉴的地方。在与中国类似的货币政策环境下，2007年1月底，印度的通胀加速上升至6.7%，其推动因素也主要是食品价格的上涨，在综合判断各种因素之后，印度央行的反应是将银行的现金准备金率上调100个基点，将政策利率上调50个基点，并允许卢比在一周内升值近9%。此外，印度政府还削减了部分进口产品的关税和税率。采取这些政策举措后，印度的总体通胀在几周后逐渐下降至4%以下。

中国人民银行第三季度货币政策执行报告强调：“仅仅依靠对冲银行体系过多流动性以及加强信贷调控等并不能够从根本上解决流动性不断生成和经济的结构性问题，只能为经济增长创造平稳的货币金融环境，并以此作为结构调整和加快改革赢取时间。”从政策基调看，货币的大幅度对冲以及信贷控制，不可能解决结构问题，因此只能是权宜之计，政策操作的重点，应当是迅速推动结构改革，促进结构调整，从而放弃对于大规模、持续性的对冲的依赖。

巴曙松称，任何宏观政策的操

作，都必然有政策成本与收益。如果说中国的经济结构调整需要时间、推进改革需要时间，通过大规模的对冲为这种改革赢得时间，是这种货币对冲的收益的话，那么，这种对冲也产生了许多成本，主要包括：外汇储备的大幅持续上升、对冲压力不断加大、央行的政策主动性降低而且可能面临不断升高的对冲成本、商业银行体系因为准备金比率的提高和央行票据的发行、信贷的控制等承担了较大的调控成本、较小幅度的汇率波动凸显了升值压力、持续上升的贸易顺差加大了贸易摩擦的可能性。

巴曙松指出，从目前的整个政策操作看，因为结构调整和改革涉及到许多不同的领域，不是货币政策领域或者金融领域所以可以完全推动的，央行的对冲操作和信贷控制，成为货币政策越来越依赖的重要政策工具。一个原本只能用于短期操作的，用于为结构调整和体制改革赢得时间的政策工具，因为结构调整的进展有限、因为总体改革推进的力度有限，反而成为宏观调控日益依赖的政策工具。摆脱这种对于货币对冲的过分依赖，加快结构调整和改革，应当成为当前防范通胀、防范经济过热的重要政策导向。

分析人士认为

明年银行收益仍会平稳增长

□本报记者 王栋琳 北京报道

央行此次宣布一次性提高存款准备金率1个百分点，银行年前将再次上交3500-4000亿资金。分析人士认为，尽管这将加大商业银行经营压力，但在利差显现和中间业务作用下，预计明年银行收益仍能够保持平稳增长。

中国银行高级分析师温彬认为，央行选在年底出台上调存款准备金率政策，提前收紧资金，是为了预防银行年初加快放贷一幕重演。目前银行超额存款准备金比率已经接近历史最低的水平，9月末全部金融机构超额存款准备金比率为2.8%，较2006年下降了2个百分点。银行以超额存款准备金来抵补存款准备金空间已经不大。银行可能不得不收紧信贷或其他经营资产，经营会受到影响。

不过，他仍然认为明年银行收益会继续保持平稳增长。首先，银行活期存款占比不断提高，明年银行存款活期化的趋势还会继续。只要加息时不提高活期利率，而是提高贷款利率，利差就会继续扩大，银行最主要的收益来源就可以得到保证。

其次，今年5次加息的效应明

与国际利差进一步缩小，中国的加息空间有限，在年底之前加息的可能性较小。哈继铭判断，明年最多加息两次，紧缩政策更多地依赖数量型工具对冲和加快人民币升值。

不过，也有专家指出，央行目前货币政策的核心就是“对冲”，即希望通过回收多余的流动性，抑制货币信贷的过快增长。但对冲是一种被动的货币政策，它的过度使用，不仅带来商业银行经营效率的损失，也无助于整个经济结构的调整。在当前通货膨胀已经日益显现强大压力的时期，利率作为价格信号，其扭曲可能导致金融资源配置的结构性成本可能是更为主要的成本，因此要从内部经济平衡的角度来把握利率调整的方向与力度。

应加快汇改

国际收支双顺差—央行被动投放货币回收外汇—货币信贷高位运行、金融体系流动性过剩—央行提高准备金率等手段回收流动性。在这个链条中，央行处于一种“被动投放—被动对冲”的困局中。如何才能尽快从这种困局里走出来？

从根源上说，是高储蓄、低消费的国内经济结构失衡带来了国际收支不平衡，解决之道在于采取一揽子措施解决内部结构失衡。但在目前阶段，这种格局很难尽快扭转，这就需要进一步发挥汇率机制的调节作用。

专家指出，进一步加快汇率机制改革，是货币政策走出目前困境的必要措施。通过进一步扩大汇率浮动区间，增大汇率弹性，让银行、企业和居民出于避险考虑持有更多外汇，减少国家外汇储备的增速，从而弱化货币发行和国际收支失衡的关系；另一方面，可以考虑进一步调整货币篮子的结构，增加欧元等货币的比重，并加快升值步伐以减少央行被动投放的本币供应量。此外，还应该加快资本项目开放进程，在鼓励资本流出去方面采取更宽松的政策。

而且，更为灵活的汇率机制也有利于利率工具的使用。国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松认为，虽然中美利差存在，但如果有更为灵活的汇率波动和一定程度的外汇管理，央行的利率调整空间还是存在的。

加息空间受限
此前，市场普遍预测11月CPI数据可能反弹，年底之前加息之声再起。但此次央行大幅上调存款准备金率，扭转了市场的加息预期。

有专家指出，央行加息的空间越来越小。一方面，尽管CPI仍在高位，但这种农产品供给短缺引发的食品通胀很难通过加息来抑制；美元已经进入降息周期，在12月11日的会议上美联储很有可能再次降息，市场预计今后一年将降息100-150个基点；其他国家的央行，比如加拿大、英国也纷纷于近期降息。在这种情况下，为避免

年将充分体现，不少贷款（如个人房贷）明年才开始执行上调后的利率。银行将获得更多的利差收入。

第三，银行今年中间业务增长趋势非常好，很多银行明年准备加大中间业务力度，开拓市场，这有望成为明年银行收益新的增长点。此外，明年两税合并并将带来银行成本下降。综合考虑，明年银行收益将保持平稳增长。

天相投资顾问公司高级分析师石磊认为，上调存款准备金率1个百分点，对小银行带来的资金压力会更大一些。在从紧的货币政策下，明年银行信贷可能收紧，信贷增速有所回落。而顺差仍可能较快增长，继续输入流动性。因此大行的资金仍将比较宽松。综合考虑税收和利差收入影响，银行明年净利润增幅仍有望保持在40%左右。

账户名称	单位净值	申购价
中意稳健理财账户	1.3749	1.3094
中意增长理财账户	2.1141	2.0134
中意沪深300指数理财账户	1.0514	1.0306
中意策略增长理财账户	1.0412	1.0208
中意积极进取理财账户	0.9938	0.9743

公告日期: 2007-12-10
公告时间: 15:00-17:00
公告地点: 中意理财中心及各分支机构