

湘财证券研究所

宏观研究部

余炜彬 执笔

Tel: 021-68634518-8562

E-Mail: ywb2839@xcsc.com

主要观点：

□ 加息与否主要取决于经济增速与物价水平（昨天）

我国货币政策的调整主要取决于经济增速和物价水平。1980 年以来我国经济增速平均在 10% 左右，一旦经济增长较长时间地超越这一水平，政府就会有针对性地去进行调控，使经济降温。在我国 CPI 的计算中，食品占到 33.60% 的权重。考虑到食品价格主要受当年收成而非货币投放量的影响，政府在决定加息的具体时点时，除了要求 CPI 当月同比达到相当的水平，还将非食品 CPI 作为一个重要的参考。此外，我国加息的进程不得不考虑以欧美为代表的西方发达经济体的利率变化。数据显示，我国加息周期的启动要滞后于欧美 1-2 个季度左右。

□ 今年加息可能性不大，3 季度或成关键（今天）

经我们测算，2010 年 GDP 全年增速大致在 10% 左右，并且落在右区间的可能性较大；全年 CPI 平均同比增速将在 2.9-3.2% 之间。我们认为从整体来看，今年全年的增长和通胀水平引发加息的可能性较小。但若以 3 季度为观察点，则 GDP 和 CPI 同比增速都或将触及政府启动加息的临界点。另外在前期 PPI 较高的影响下，未来几个月非食品 CPI 同比增速仍将保持在较高水平，且可能进一步走高，这或将提升加息的可能性。如若加息，我们认为很可能是不对称的：既只提升贷款基准利率，而保持存款基准利率不变。

从国际退出进程来看，欧美的加息时间表不支持我国今年加息：美国加息不会早于今年 4 季度，而且楼市复苏进程缓慢或将其延至明年；德法等主要经济体的复苏缓慢使得欧元区加息不会早于今年底明年初。

□ 加息对经济和市场的影响或将偏向负面（明天）

首先加息对于防治通胀的作用和影响并非完全正面的。农产品的价格可能会因为加息增加了相关生产环节的成本而进一步上扬。另外加息还有可能导致的“热钱”加速流入，从而对通胀起到一定的助推作用。

其次，加息有可能加速经济增速的回落。历史经验告诉我们，当经济增速已经有所趋缓时，加息可能会加快其回落，从而使调控过度：在 2004 年那次加息前，经济增速于二季度达到顶峰后已经在三季度有所趋缓，10 月加息的结果是使经济增速快速回落到 9% 以下。目前各项领先指标的走势已经表明，未来经济增速趋缓的态势已基本确定，这从持续回落的工业增加值可见一斑。若果真加息，或将使投资和出口增速趋缓所带来的经济增速回落有所加剧。

再次加息对股市具体产生的影响和当时的行情密切相关。一般而言，加息只对其时的大盘趋势起到助推的作用，并不会起到导致拐点的作用。而从目前来看，整个市场行情处在震荡且偏弱的一个态势，我们认为加息会进一步加剧大盘震幅和市场颓势。而从行业来看，加息对钢铁、地产和航空等资产负债率相对较高的周期性行业的影响将会较大。

正文目录

1、加息与否的影响因素（昨天）	6
1.1、加息与否主要取决于经济增速与物价水平	6
1.2、国际利率变化对我国加息进程亦有重要影响	9
2、今年加息可能性不大，3 季度或成关键（今天）	10
2.1、全年增长和通胀水平促成加息的可能性不大	10
2.2、欧美等发达经济体的加息进程不支持我国年内加息	15
3、加息对经济和市场的影响或将偏向负面（明天）	32
3.1、加息对经济的负面影响或超预期	32
3.2、加息会加剧市场的颓势	34

插图目录

图 1	改革开放以来我国历年 GDP 增速 (%)	8
图 2	历次加息启动与非食品 CPI 的关系 (%)	9
图 3	美国联邦基金目标利率 (%)	10
图 4	欧元区基准利率 (%)	10
图 5	各领先指标同比增速已于去年底今年初冲高回落 (%)	13
图 6	各领先指标一般领先经济增速 1-2 个季度 (%)	13
图 7	食品价格的波动对 CPI 具有明显影响 (%)	14
图 8	CPI 翘尾因素将于 2 季度末 3 季度初到达顶峰 (%)	14
图 9	PPI 增速将随经济增速趋缓而减慢 (%)	15
图 10	非食品 CPI 与 PPI 密切相关且存在滞后性 (%)	15
图 11	工业总体产出指数和失业率的好转一般领先加息 9-18 个月左右	17
图 12	耐用品新增订单好转一般领先失业率 6 个月左右	18
图 13	美国耐用品新增订单于 2009 年 4 月触底反弹 (百万美元)	18
图 14	美国失业率于去年 10 月开始好转 (%)	19
图 15	美国工业总体产出指数于 2009 年 7 月开始触底反弹	19
图 16	美国消费者信贷和 CPI 回暖一般领先加息 9-18 个月左右	20
图 17	美国 CPI 当月同比 (季调, %)	20
图 18	美国消费者信贷总计额彻底回暖仍有待时日 (百万美元)	21
图 19	美国核心 CPI (季调, %)	21
图 20	美国每月营建许可和新屋开工数 (千套)	22
图 21	美抵押贷款利率持续下降 (%)	22
图 22	美国 MBA 购买指数重回颓势	23
图 23	美国建筑业每月新增就业人数 (千人)	23
图 24	美国 CPI 与住宅类 CPI 关系密切 (当月同比, %)	24
图 25	美国房价依旧低迷不振	24
图 26	美国住宅类 CPI 一般滞后房价 6 个月左右 (当月同比, %)	25
图 27	欧元区加息启动时点与失业率和物价水平的关系 (%)	26
图 28	欧元区失业率 (%)	27
图 29	欧元区工业新订单和营建支出 (2005=100)	27
图 30	欧元区 CPI 与德、法两国 CPI 走势密切相关 (%)	28
图 31	德国经济正在缓慢恢复 (%)	28
图 32	德国 GDP 构成 (百万欧元)	29
图 33	德国工业生产正在逐步恢复 (%)	29
图 34	德国价格指数仍在低位徘徊 (%)	30
图 35	法国国内生产总值 (%)	30
图 36	法国核心 CPI (%)	31
图 37	法国工业新订单 (2005=100)	31
图 38	法国采购经理人指数 (%)	32
图 39	外汇占款当月同比增速 (%)	33

图 40 加息对经济增速影响的不同表现 (%)	34
图 41 工业增加值持续回落 (%)	34

表格目录

表 1: 21 世纪中国历次加息	7
表 2: 历次加息周期启动前经济的平均增速	7
表 3: 历次加息周期启动前 CPI 平均同比增速	8
表 4: 历次加息后市场的表现	35

1、加息与否的影响因素（昨天）

1.1、加息与否主要取决于经济增速与物价水平

国际经验表明，利率水平的确定一般需要同时关注其对经济和通胀的影响。从历史数据来看，我国货币政策的调整也主要取决于经济增速和物价水平。

进入 21 世纪以来，我国经历了三次加息年：2004 年、2006 年和 2007 年。纵观历次加息周期，都是在前 6 到 12 个月的经济平均增速达到 10% 以上的情况下启动的。我们认为这不是一个偶然现象。通过观察，我们发现，1980 年以来我国经济增速平均在 10% 左右，由此可见，10% 应该是我国经济增速的一个相对平稳的长期水平，一旦经济增长较长时间地超越这一水平，政府就会有针对性地去进行调控，使经济降温。

作为通胀水平的直观反映指标，物价一直以来都是世界各经济体调整货币政策的重要参考。数据显示，前三次加息周期启动前，CPI 当月同比都达到了相当的水平。其中 2006 年和 2007 年启动加息时 CPI 同比增速相对偏低，我们认为主要是当时相对过快的经济增速（前 6 个月的经济增速都达到了 12% 以上）吸引了政府的大部分注意力。在我国 CPI 的计算中，食品占到 33.60% 的权重。而食品中农产品的价格受当时收成的影响相对较大，受货币供应量的影响相对较小。一般而言，国际各经济体都通过剔除食品价格对物价的影响来计算得出一个核心 CPI，并将之作为制定货币政策的一个重要依据。通过考察 2004 年、2006 年和 2007 年三次加息周期来看，加息都是在非食品 CPI 当月同比增速处于上行阶段或在高位运行的时候开始启动的。由此可见，考虑到食品价格受货币投放量的影响相对较小，政府在决定加息的具体时点时，将非食品 CPI 作为一个重要的参考。

表 1：21 世纪中国历次加息

日期	调整内容
2004 年 10 月 29 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点
2006 年 4 月 28 日	一年期贷款基准利率上调 27 个基点
2006 年 8 月 19 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点
2007 年 3 月 18 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点
2007 年 5 月 19 日	一年期存款基准利率上调 27 个基点，贷款基准利率上调 18 个基点
2007 年 7 月 21 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点
2007 年 8 月 22 日	一年期存款基准利率上调 27 个基点，贷款基准利率上调 18 个基点
2007 年 9 月 15 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点
2007 年 12 月 21 日	一年期存款基准利率上调 27 个基点，贷款基准利率上调 18 个基点

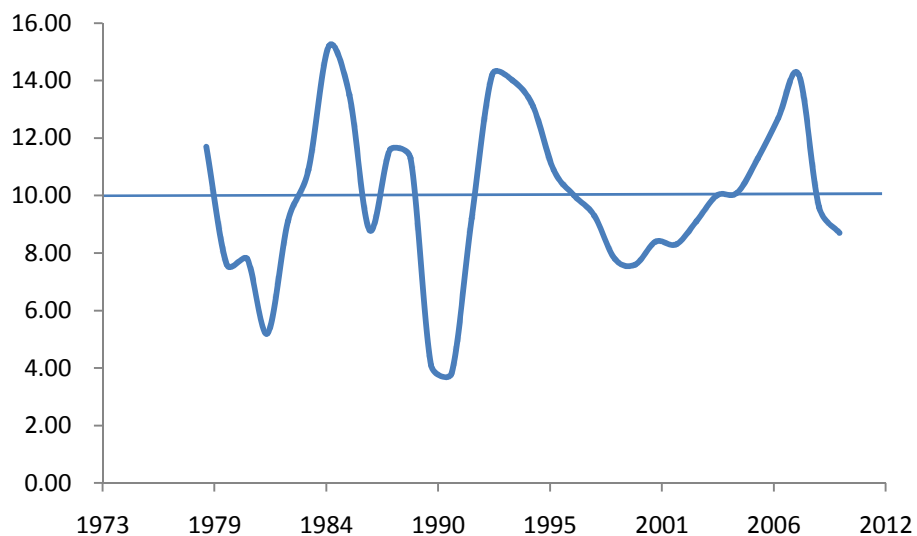
资料来源：Wind，湘财证券研究所

表 2：历次加息周期启动前经济的平均增速

日期	前 6 个月	前 9 个月	前 12 个月
2004 年 10 月 29 日	10.6%	10.5%	10.3%
2006 年 4 月 28 日	12.2%	11.9%	11.6%
2007 年 3 月 18 日	12.3%	12.8%	12.7%
平均值	11.7%	11.7%	11.5%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 1 改革开放以来我国历年 GDP 增速 (%)



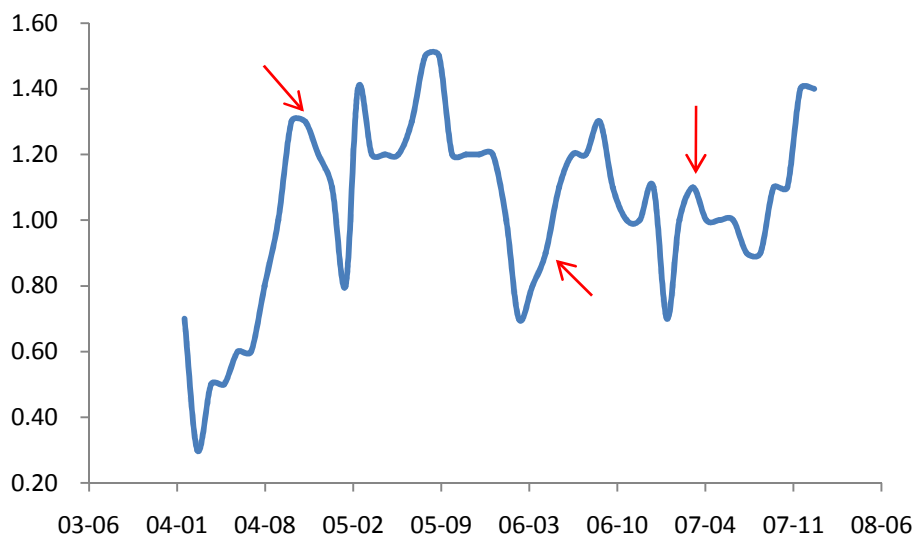
数据来源：Wind，湘财证券研究所

表 3：历次加息周期启动前 CPI 平均同比增速

日期	前 3 个月	前 6 个月
2004 年 10 月 29 日	5.3%	4.8%
2006 年 4 月 28 日	1.2%	1.3%
2007 年 3 月 18 日	2.3%	2.1%
平均值	3%	2.7%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 历次加息启动与非食品 CPI 的关系 (%)



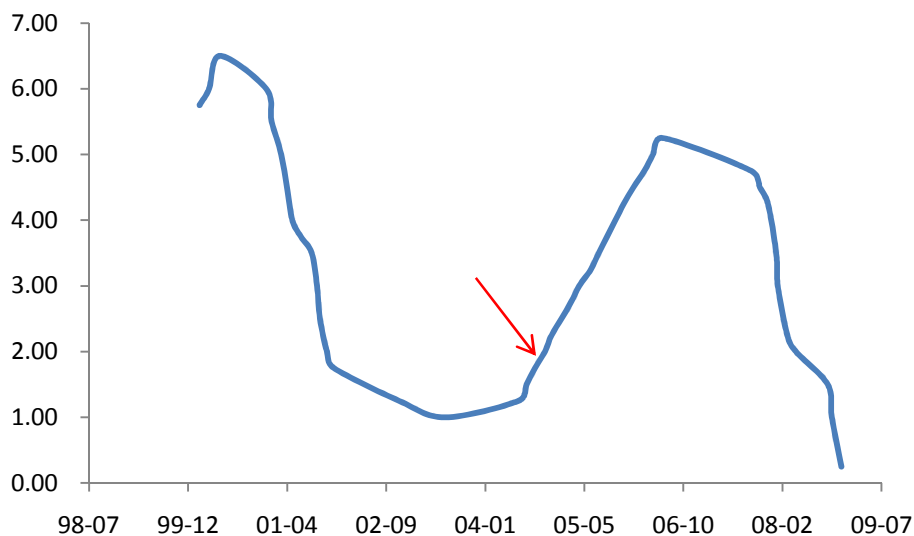
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 图中为非食品 CPI 当月同比, 红箭头所指为加息启动时点

1.2、国际利率变化对我国加息进程亦有重要影响

21 世纪以来, 随着以中印为代表的新兴发展中国家的不断崛起, 世界新兴经济体相对于欧美的高速增长无时不在吸引国际资本的关注。在这种大背景下, 如果新兴经济体中的资本投资收益率较发达经济体出现较为明显的优势, 则必将导致短期内大量国际资本流入, 从而影响经济的长期健康增长。这就在相当程度上决定了我国加息的进程不得不考虑以欧美为代表的西方发达经济体的利率变化。在 2004 年加息周期中, 我国的加息启动时间点为 10 月 29 日, 而美国联邦基金目标利率则于 6 月 30 日开始上调。两者相差 4 个月左右。而在 2006 年加息周期中, 我国加息启动时间点为 4 月 28 日, 而欧元区基准利率则于 2005 年 12 月 6 日开始提升, 较中国要早了 5 个月左右。

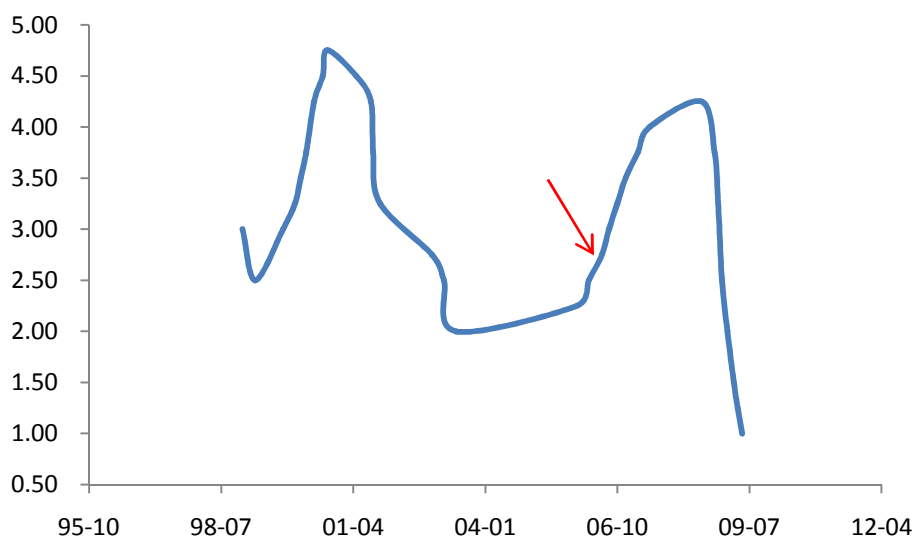
图 3 美国联邦基金目标利率 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 红箭头所指为 2004 年加息周期启动时点

图 4 欧元区基准利率 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 红箭头所指为 2006 年加息周期启动时点

2、今年加息可能性不大，3 季度或成关键（今天）

2.1、全年增长和通胀水平促成加息的可能性不大

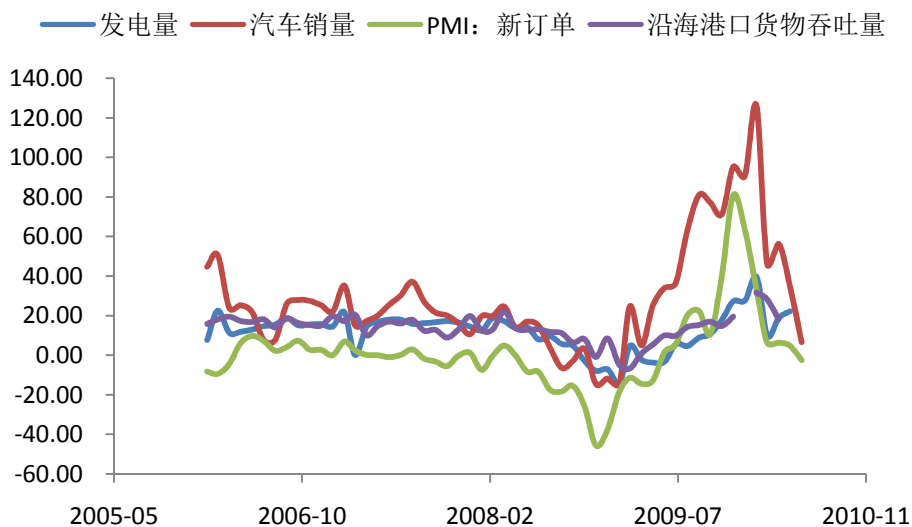
数据显示,发电量、汽车销量、PMI 新订单指数以及沿海货物吞吐量等领先指标的同比增速已于去年底今年初开始趋缓。考虑到领先指标的变化一般早于经济增速 1-2 个季度,我们认为 1 季度 GDP 增速或已经登顶,未来将逐季回落。与此同时,我们还发现,最近 5 年我国经济平均增速略有提升,大致在 11%左右。这或意味着我国政府对经济平均增速的预期有所提高,相应的,宏观调控的触发点也有所提高。这可从 2006 年和 2007 年两次加息周期启动前经济平均增速都超过 11.5%可见一斑(参见表 2)。若以第 2 季度为观察时点,则前 6、9 和 12 个月的经济平均增速分别为 11.3%、10.6% 和 9.9%,参考 2006 年和 2007 年的历史经验,照目前的情形来看,尚未触及政府的加息启动点。经我们测算,2010 年 GDP 全年增速大致在 10%左右,并且落在右区间的可能性较大。若以 3 季度为观察时点,我们估计前 6、9 和 12 个月的经济平均增速分别在 11.5%、11.2%和 10.7%左右;而若以 4 季度为观察点,我们预测前 6、9 和 12 个月的经济平均增速在 10.8%、11.1%和 11.0%左右。据此我们认为,单从经济过热角度来看,3 季度作为加息时点的可能性比较大。因为此前 6 个月的经济平均增速达到了 11.5%,而参照 2006 年和 2007 年两次加息周期可知,该水平的经济增速或会使政府在 CPI 同比增速较低时就启动加息。但我们认为,在政府调控房地产的一系列政策逐步取得实际效果的前提下,未来经济增速或有可能低于我们的预期,从而使各观察时点所考察的经济平均增速下修接近 11%甚至低于 11%,从而减弱经济过热带来的加息压力。

从 CPI 同比来看,今年 2 月以来进入一个相对较高的增速,分别为 2.7%、2.4%、2.8%和 3.1%。根据 CPI 权重计算,2010 年 2、3、4 和 5 四个月 CPI 同比增速中食品价格分别贡献了 2.1、1.7、2.0 和 2.0 个百分点,成为物价上涨的主要因素。而其时食品价格上涨的原因除了 2 月春节节假日集中消费的因素外,主要是因为今年以来的局部地区不断出现的恶劣天气导致蔬菜等农产品价格的意外上涨。未来随着夏季的到来,蔬菜的供应将日益丰富;另外据农业部调查显示,今年夏粮产量将于去年大体持平。这些都保证了未来食品价格难以出现前期那样的大幅上涨,从而使 CPI 持续快速增长的可能性大为减弱。另外前段时间 CPI 同比增幅较大的另一个重要原因是去年的基数较低所导致的翘尾因素过高。随着翘尾因素冲高回落,我们认为 CPI 的高点将出现在 3 季度,接着将逐步回落。另外在经济增速趋缓和国际大宗商品价格下降的情况下,PPI 的未来增速将逐步放缓,从而使前期 CPI 的上涨压力进一步得到缓解。我们预计全年 CPI 平均同比增速将在 2.9-3.2%之间。二季度平均同比增速或略超 3%警戒线,而三季度平均同比增速或会超过 3.5%。

通过上面的分析，我们认为从整体来看，今年全年的增长和通胀水平引发加息的可能性较小。但若以3季度为观察点，则GDP和CPI同比增速都或将触及政府启动加息的临界点。另外从非食品CPI同比增速来看，前三次加息周期的启动都是在其接近或者超过1%的时候。今年4月以来，非食品CPI保持在1%以上的水平，相信在前期PPI较高的影响下，未来几个月非食品CPI同比增速仍将保持在较高水平，且可能进一步走高。根据我们前面的分析，由于非食品CPI受货币政策的影响更加明显和直接，因此这或将进一步加大三季度加息的可能性。

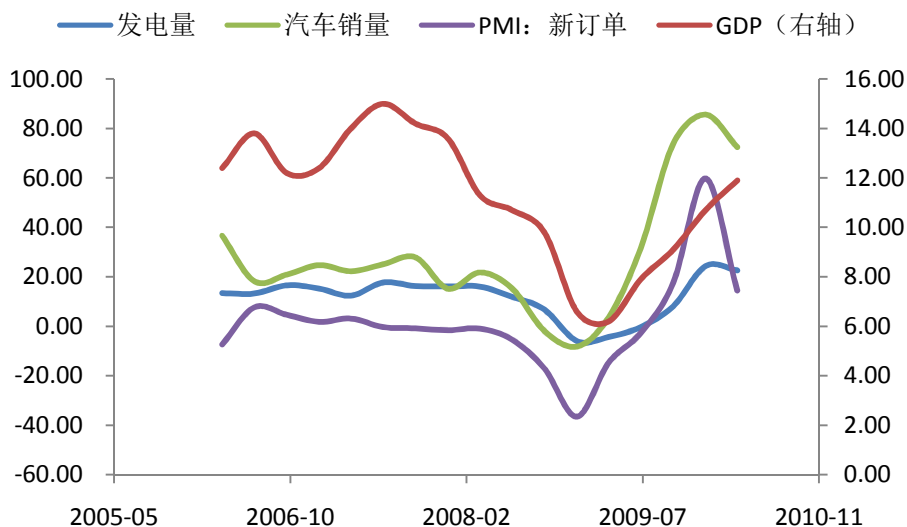
虽然21世纪以来历次加息央行一般都是同时将存贷款利率上调，但2006年那次加息周期有些特别：央行先于4月28日将贷款利率上调27个基点，然后又于8月19日将存贷款利率分别上调27个基点。我们认为可能的原因是加息启动前物价水平相对较低，而经济增速明显过快（前6个月和9个月经济增速在12%上下，参见表2）。因此政府认为相对终端消费所带来的通胀压力而言，经济增长过热以及价格传递带来的通胀压力更需得到控制，从而在其时启动了不对称加息。从目前的情况来看，加息关键时点的3季度的情形与2006年加息启动前相似。经济增速或将逼近近年来的政府所能接受的上界，与此同时物价水平虽向上突破3%警戒线，但与2004年加息前相比仍属偏低水平。因此我们认为3季度如若加息，很可能是不对称加息，既只提升贷款基准利率，而保持存款基准利率不变。

图 5 各领先指标同比增速已于去年底今年初冲高回落（%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

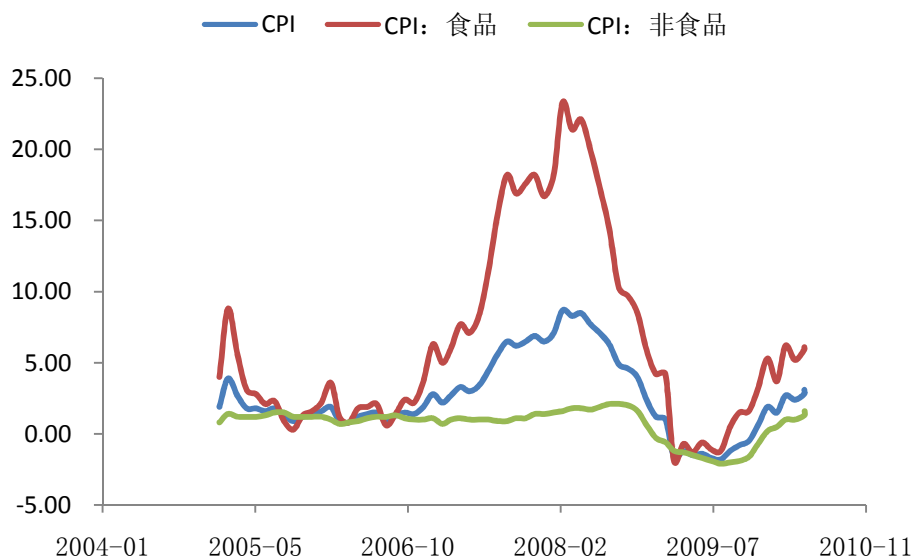
图 6 各领先指标一般领先经济增速 1-2 个季度（%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

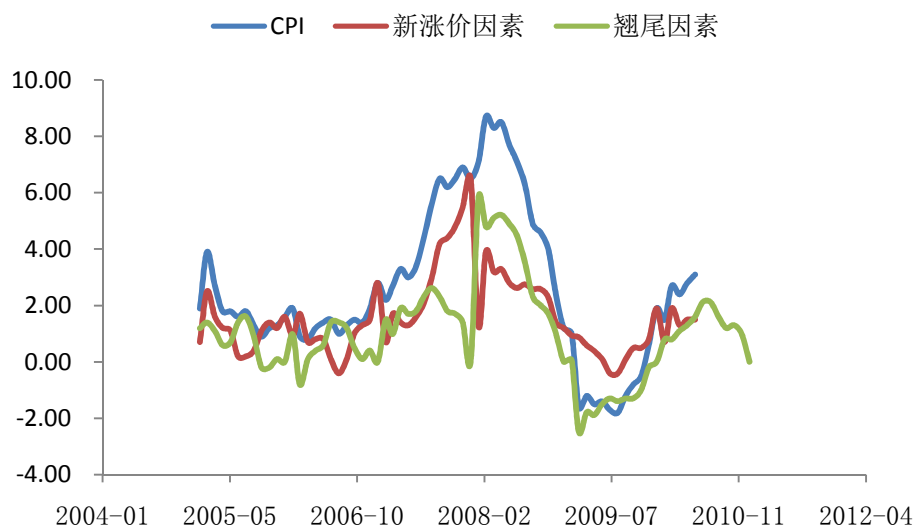
注：图中数据为各指标当季同比

图 7 食品价格的波动对 CPI 具有明显影响 (%)



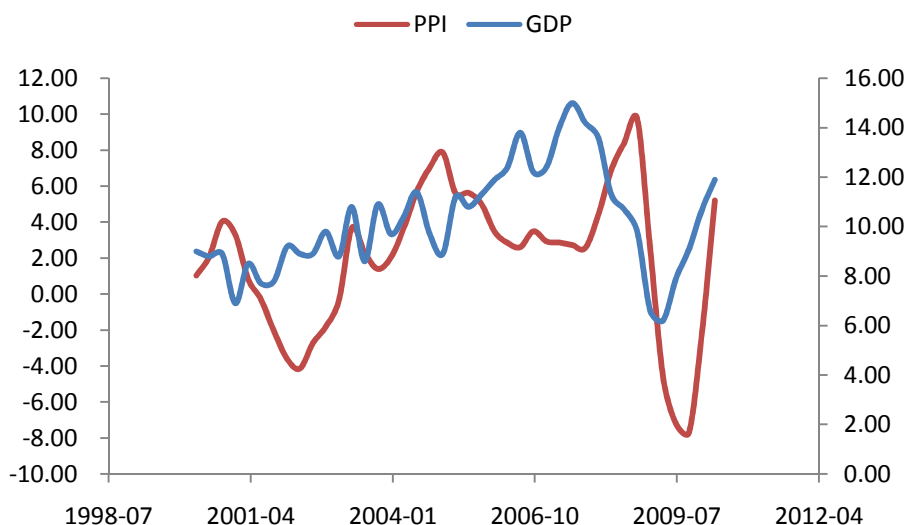
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 8 CPI 翘尾因素将于 2 季度末 3 季度初到达顶峰 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

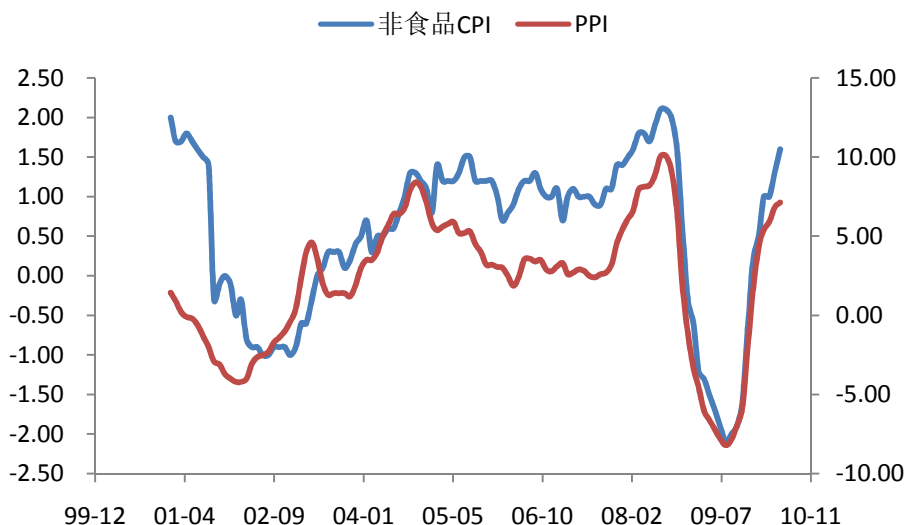
图 9 PPI 增速将随经济增速趋缓而减慢 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 图中数据为各指标当季同比

图 10 非食品 CPI 与 PPI 密切相关且存在滞后性 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

2.2、欧美等发达经济体的加息进程不支持我国年内加息

我们认为,欧美等发达经济体的加息进程不会早于今年4季度启动。前文我们已经分析过,历史经验告诉我们我国的加息进程会滞后发达经济体 1-2 个季度。因此从国际退出进程来看,目前的欧美复苏

情况不支持我国年内加息。

作为经济增长中资源利用率的代表，失业率一直被美联储当做制定货币政策时考察经济的主要指标。通过观察 1994 年、1999 年和 2004 年美联储的三次加息周期我们发现，FOMC 的加息行为一般是在失业率和工业总体产出指数等指标遭遇最坏情形后 9 到 18 个月开始实施。据我们测算，耐用品新增订单（季节调整值）的好转一般领先失业率（季节调整值）6 个月左右。数据显示，耐用品新增订单于 2009 年 4 月开始触底反弹。据此我们判断，去年 10 月美国 10.1% 的失业率应该已经到达峰顶，在未来的日子里将震荡下行。另外工业总体产出指数已于 2009 年 7 月开始触底回升。因此我们认为单从经济增长情形来看，美国加息窗口或将在第四季度开启。

在关注经济增长的同时，美国的货币政策所关注的另一个主要问题就是通货膨胀。通过综合考察最近三次加息周期中 CPI 当月同比与消费者信贷总计两个指标的表现，我们发现 FOMC 一般是在两者触底后 9 到 18 个月开始考虑加息。虽然季节调整后的 CPI 当月同比已经于去年 7 月触底反弹，但代表消费者未来消费意愿的消费者信贷总计额（季节调整值）在 2008 年 8 月进入下降通道以后，在今年 1 月才出现略微的反弹，是否触底仍有待观察。另外值得关注的是美国季调后的核心 CPI 当月同比依然位于历史低位，这或又将减弱美联储加息的动力。

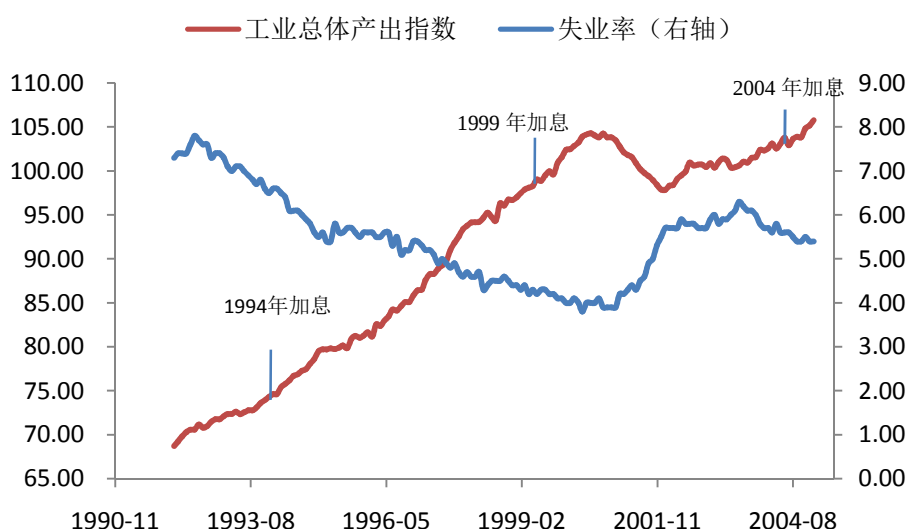
鉴于这次危机源自美国的房地产业，我们认为美联储在决定具体加息时点时除了会一如既往地兼顾增长和通胀两大目标，还会十分重视加息对房地产商的信心以及整个行业的预期所造成的中长期影响。而从目前来看，美国的房地产业仍需要相当长的时间来走出低谷。我们认为这必将会进一步拖延美联储加息的进度。预示着房地产未来前景的营建许可和新屋开工指标虽略有回升，但依旧处在历史低位，与危机前水平存在较大差距。另外虽然住房抵押贷款利率不断下行，但美国抵押贷款市场依旧没有出现明显的复苏迹象。据美国抵押贷款银行协会（MBA）最新公布的数据显示，受美国购房抵税优惠政策于 4 月底到期影响，5 月以来美国抵押贷款申请结束了今年初以来的回升势头，重回颓势。美国劳工部上周五公布的 5 月份就业数据显示，建筑业就业人数在持续增加 2 个月后出现下降，这或预示着市场对楼市复苏的进程疑虑再度抬头。

在美国的 CPI 计算中，住宅类价格的权重占到 40% 以上。因此 CPI 的变化趋势与住宅类价格的波动密切相关。自次贷危机以来，美国房价一直低迷不振。据 20 个大中城市的标准普尔/CS 房价指数与

联邦住房监督办公室（OFHEO）公布的单独购房价格指数显示，美国房价依旧处在下行通道中。据我们研究，住宅类CPI一般滞后房价6个月左右。我们认为在房地产业整体确定好转之前，美国的房价出现大幅上涨的情况属于小概率事件，这就在相当程度上决定了美国物价不会在短期内出现令美联储难以容忍的增长。这又从物价这个角度对美国加息起到了延时的效果。

据此我们判断，美国加息不会早于今年4季度，而且楼市复苏进程缓慢或将使其延至明年。

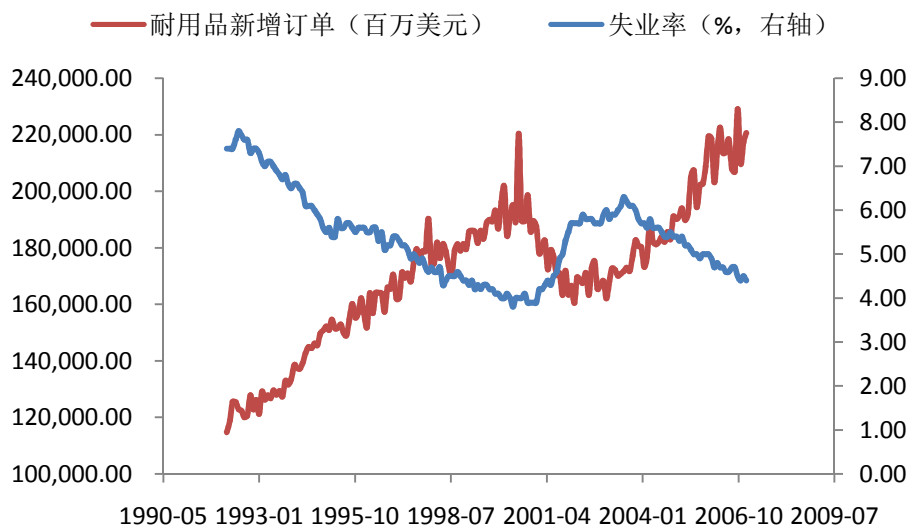
图 11 工业总体产出指数和失业率的好转一般领先加息 9-18 个月左右



数据来源：Wind，湘财证券研究所

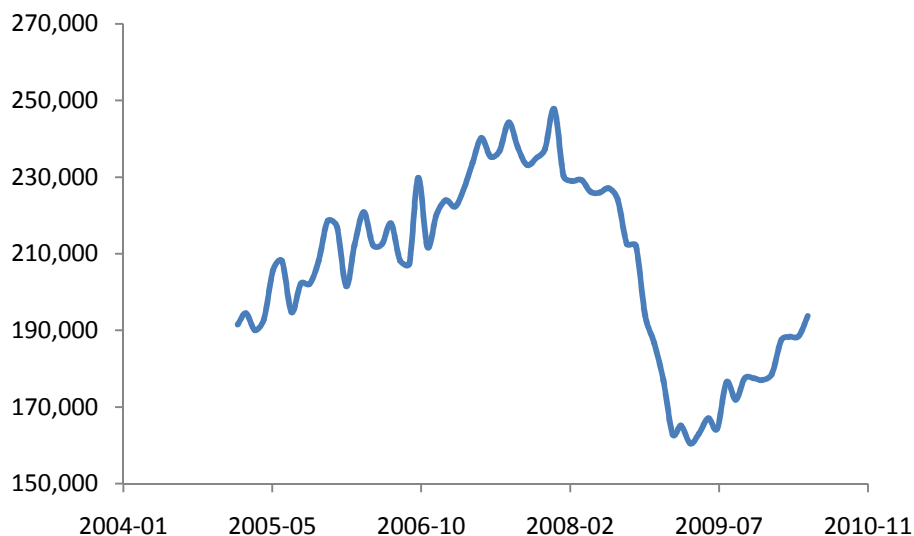
注：图中失业率单位为%

图 12 耐用品新增订单好转一般领先失业率 6 个月左右



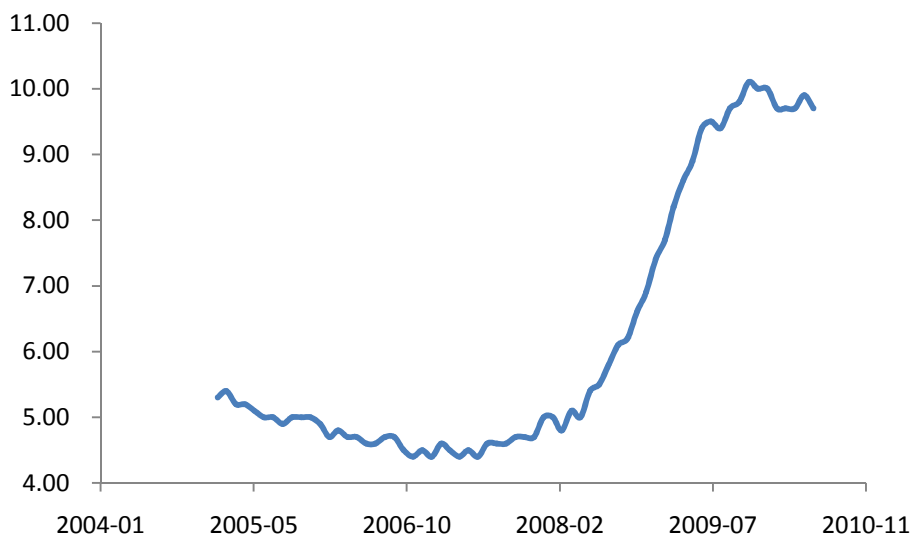
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 美国耐用品新增订单于 2009 年 4 月触底反弹（百万美元）



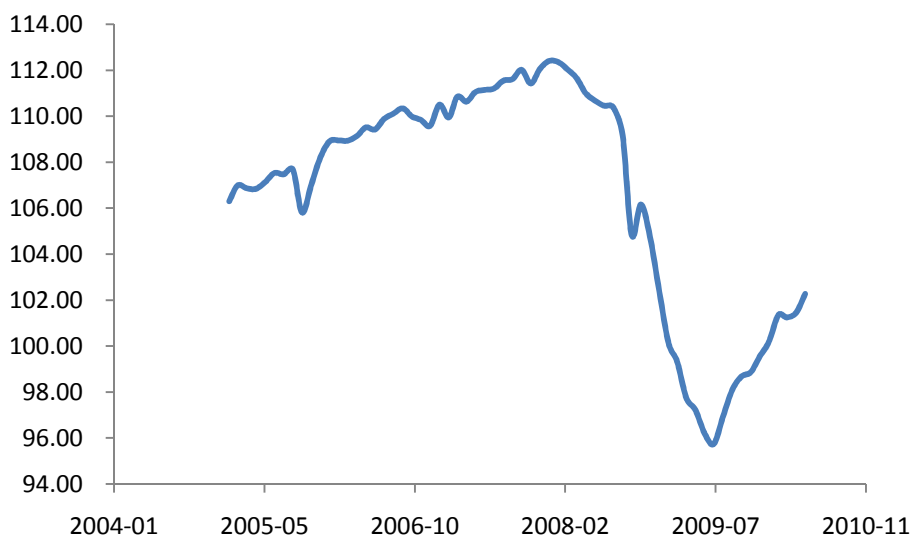
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 14 美国失业率于去年 10 月开始好转 (%)



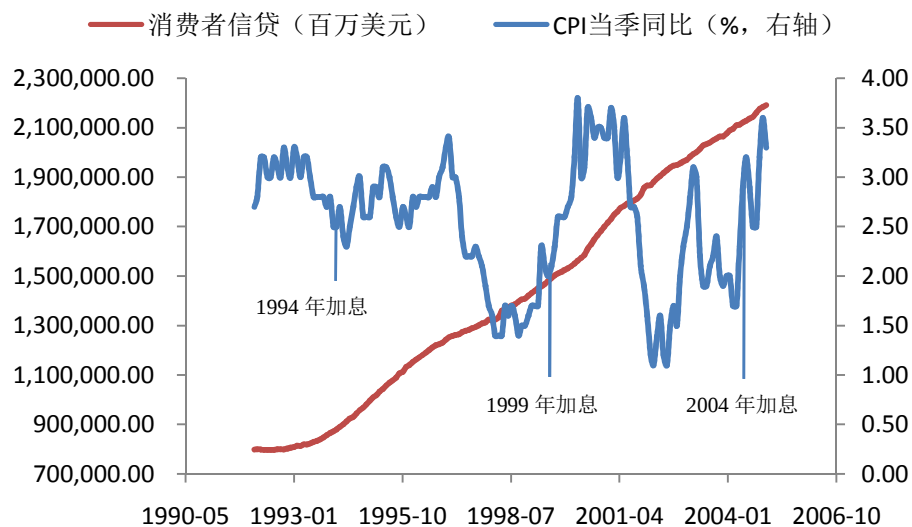
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 15 美国工业总体产出指数于 2009 年 7 月开始触底反弹



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 16 美国消费者信贷和 CPI 回暖一般领先加息 9-18 个月左右



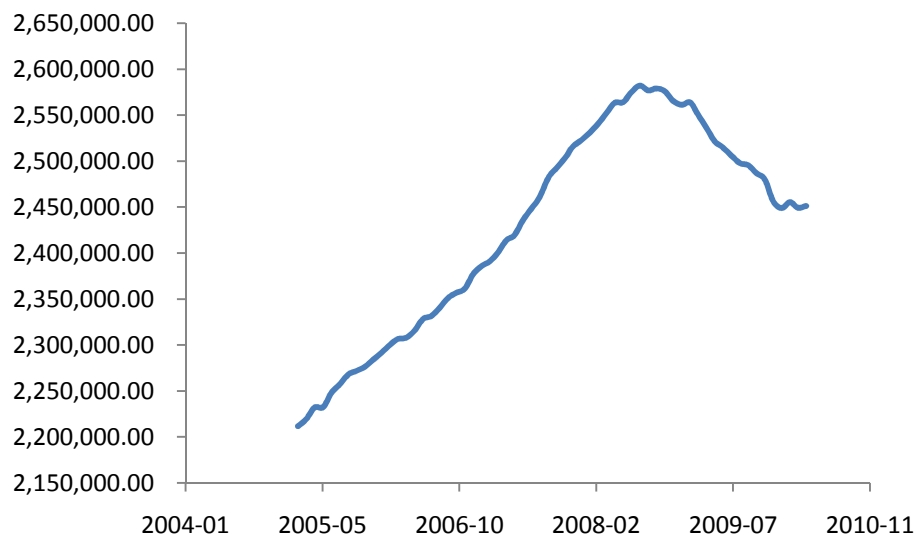
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 17 美国 CPI 当月同比（季调，%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 18 美国消费者信贷总额彻底回暖仍有待时日（百万美元）



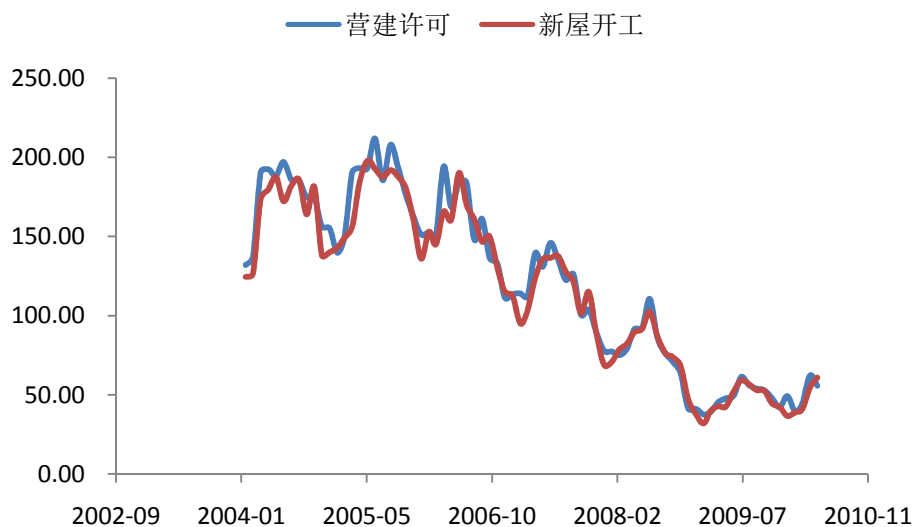
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 19 美国核心 CPI（季调，%）



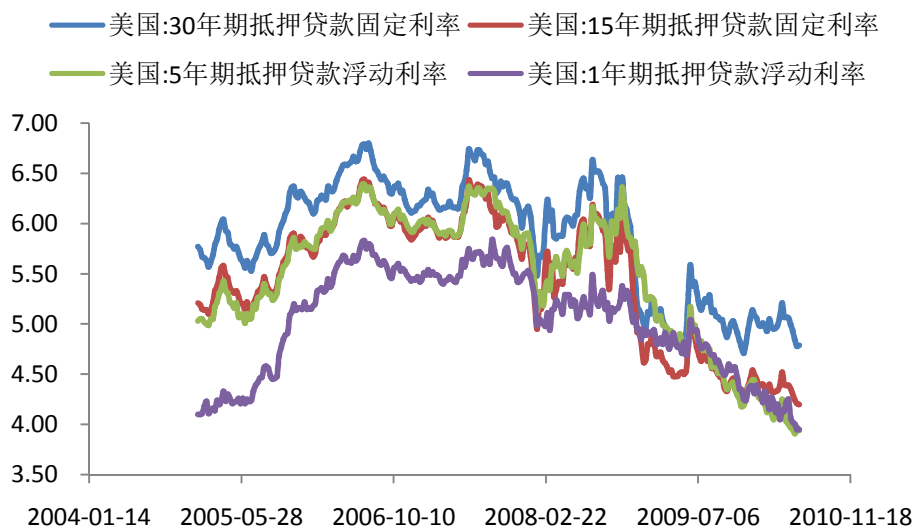
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 20 美国每月营建许可和新屋开工数（千套）



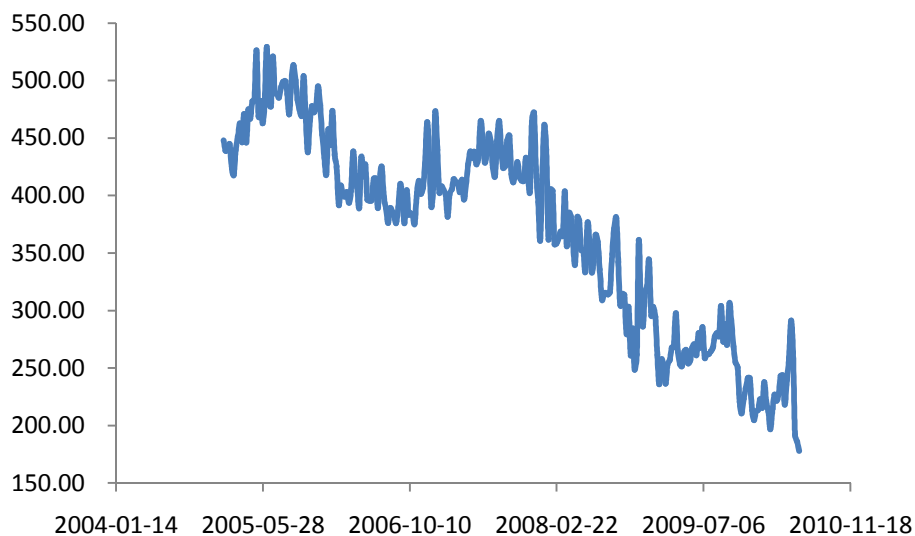
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 21 美抵押贷款利率持续下降（%）



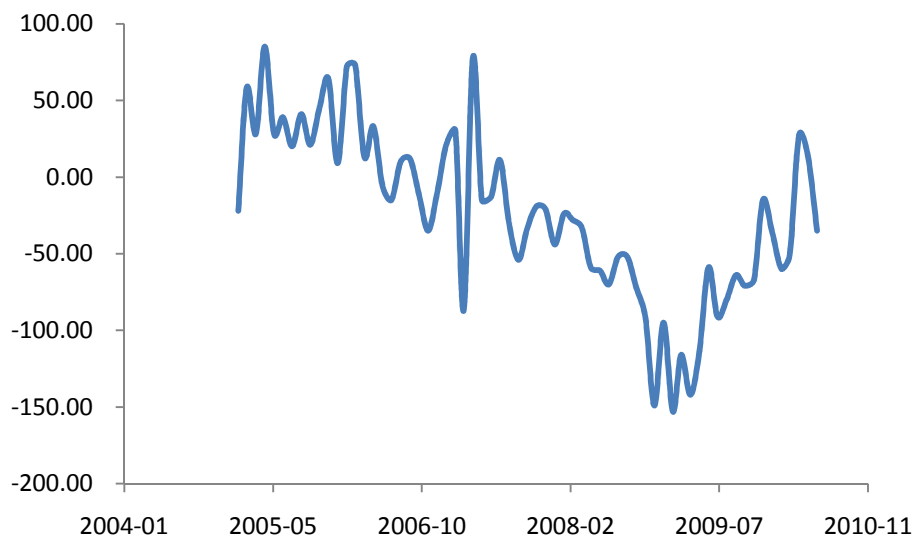
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 22 美国 MBA 购买指数重回颓势



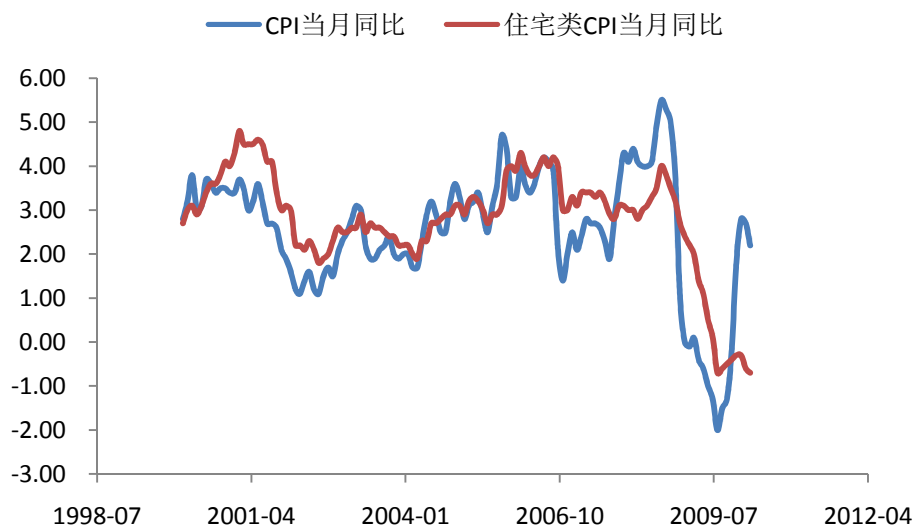
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 23 美国建筑业每月新增就业人数 (千人)



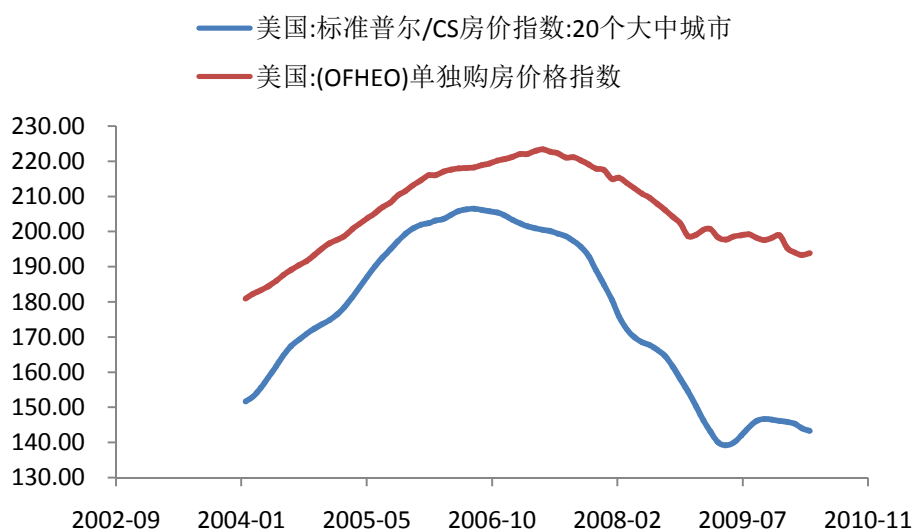
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 24 美国 CPI 与住宅类 CPI 关系密切（当月同比，%）



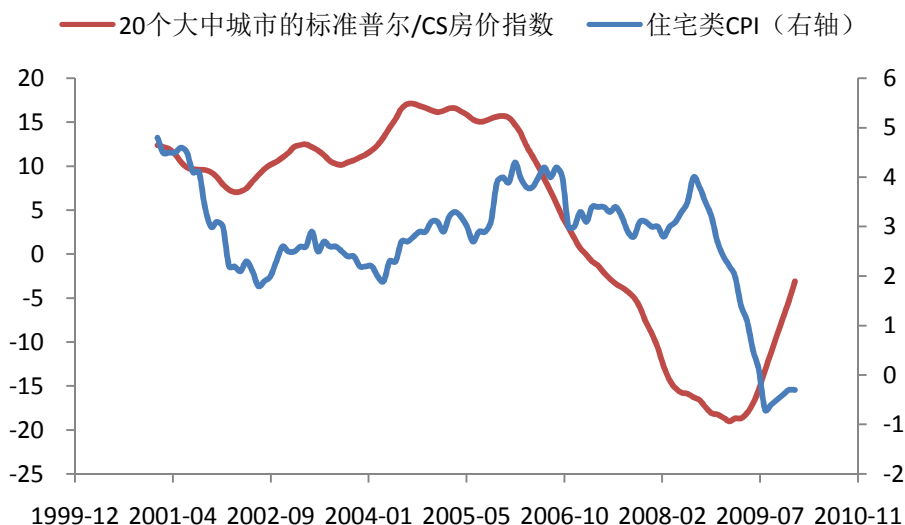
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 25 美国房价依旧低迷不振



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 26 美国住宅类 CPI 一般滞后房价 6 个月左右（当月同比，%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

历史数据显示，在欧元区基准利率于2005年12月6日开始上调前，其失业率于2005年3月到达9%的历史高位，比加息早了8个月。而在物价水平方面，CPI当月同比增速于05年1月到达1.90%的低位，并且加息前3个月和6个月的CPI平均同比增速分别为2.5%和2.3%。

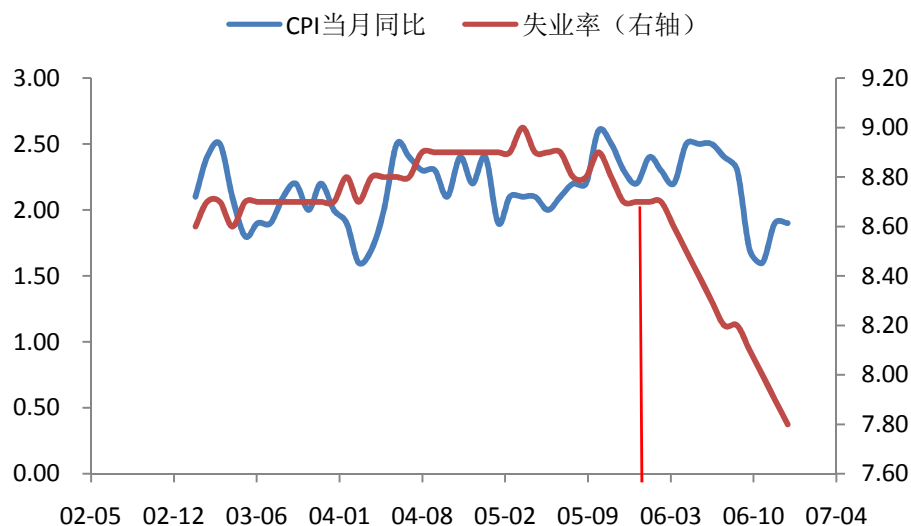
此次金融危机爆发以来，自2009年3月突破9%后，欧元区失业率持续攀升。从历史数据来看，欧元区失业率在2004年7月步入历史高位后持续了一年左右的时间，于2005年7月才开始有所回落。与此同时，我们发现，在失业率回落之前，工业新订单这一经济领先指标已经于2003年7月左右开始步入上升轨道。照此推断，欧元区工业新订单的变化要领先于失业率两年左右。数据显示，自2009年5月以来，欧元区工业新订单开始逐步回升。则根据上述分析，我们认为欧元区的高失业率情形至少仍将维持1年左右的时间。这可与失业率相关性较大的营建产出仍处于不断下行的态势得到支持。

在物价水平方面，欧元区的CPI变动与两大经济体德国和法国密切相关。德、法的经济虽然都于今年1季度同比转正，但介于终端消费复苏的迟缓，整体经济尚未进入快速回升通道，相应地以核心CPI为代表的物价水平仍处于较低水平。这就决定了欧元区的整体通胀水平在一段时间内不会触发加息时点。作为欧元区最大经济体，德国的国内生产总值于去年2季度实现环比持续正增长（不变价，

季调)后,同比也于10年1季度实现1.70%的正增长。从GDP各分项来看,在政府消费支出和固定资本形成占比有所回落的同时私人消费支出占比略有回升,表明经济增长的动力构成正逐渐回归到危机前的正常情形。从工业新订单来看,自去年11月同比转正后,增速不断加快。在此带动下,德国工业生产同比也于今年1月转正,并呈现加速增长的态势。但从最新公布的采购经理人指数来看,德国经济增长有一定趋缓的现象。5月德国综合PMI和制造业PMI分别录得55.50%和58.40%,各自较4月下降了3.8个百分点和3.2个百分点。另外4月核心CPI仅同比增长0.2%,为2001年以来新低。这表明终端消费的恢复仍较为缓慢。与此同时,PPI虽然于4月同比增速转正,但仅为0.46%。考虑到09年的低基数效应,我们认为德国的上游生产也未进入快速增长轨道。欧元区另一主要经济体法国的情形与德国大致相同:GDP在持续环比小幅增长的同时于今年1季度实现了1.10%的增长;核心CPI同比增幅在1%左右徘徊;在终端消费缓慢复苏的带动下,工业新订单开始缓慢上升;与此同时,各行业PMI涨跌不定,预示着整体经济尚未进入持续的快速增长阶段。

综上所述,我们认为欧元区加息不会早于今年底明年初。

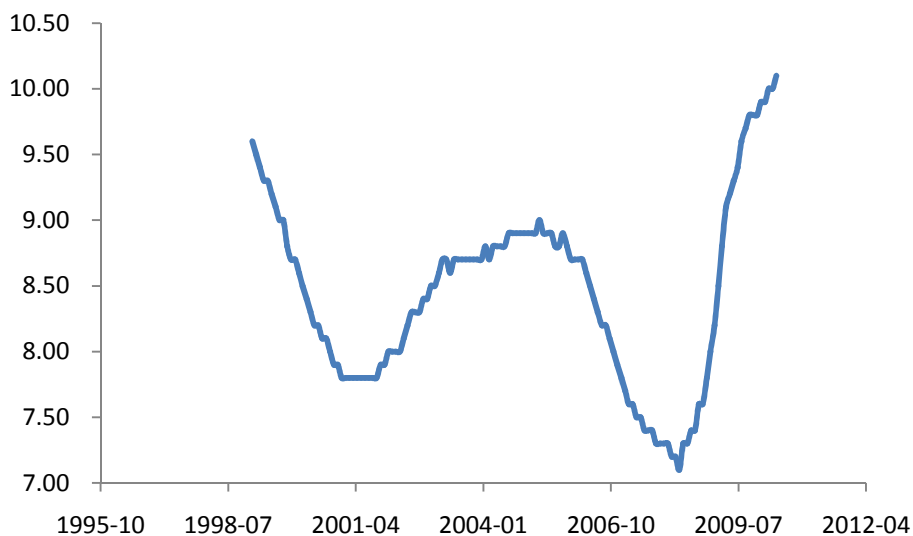
图 27 欧元区加息启动时点与失业率和物价水平的关系 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

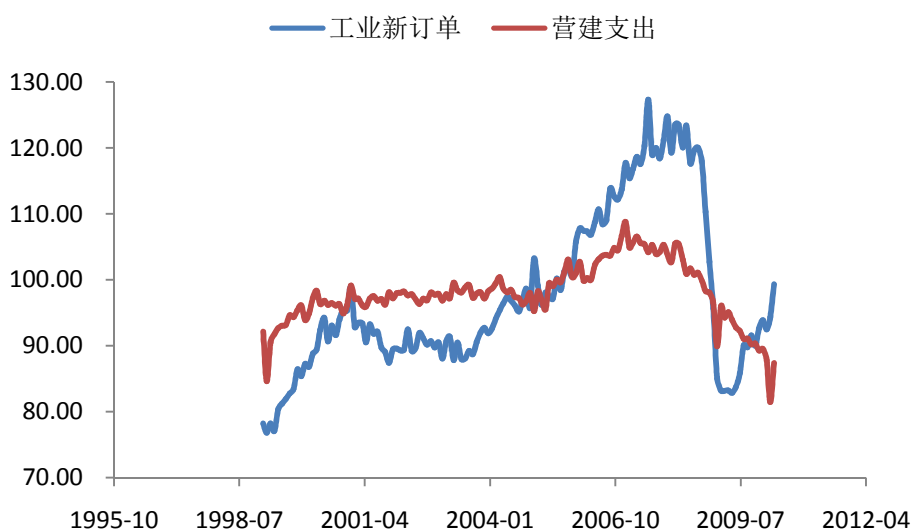
注: 图中红色直线所标为加息启动时点

图 28 欧元区失业率 (%)



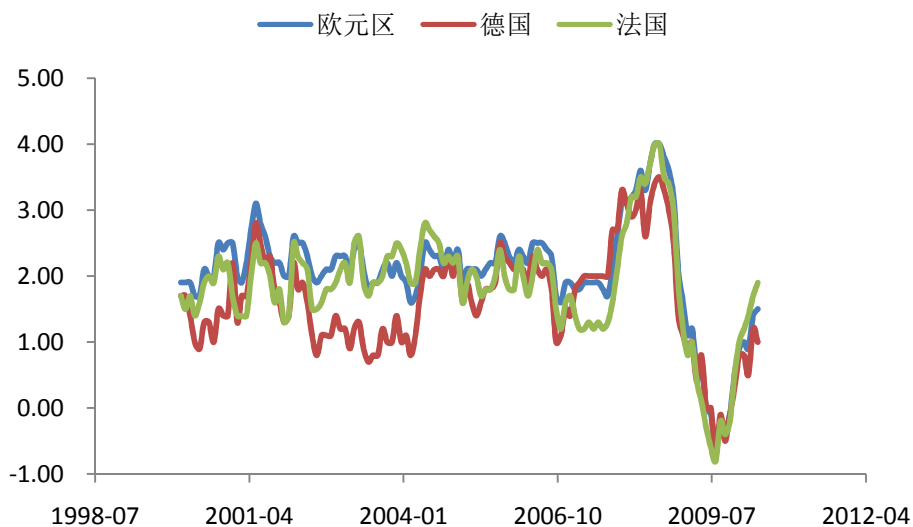
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 29 欧元区工业新订单和营建支出 (2005=100)



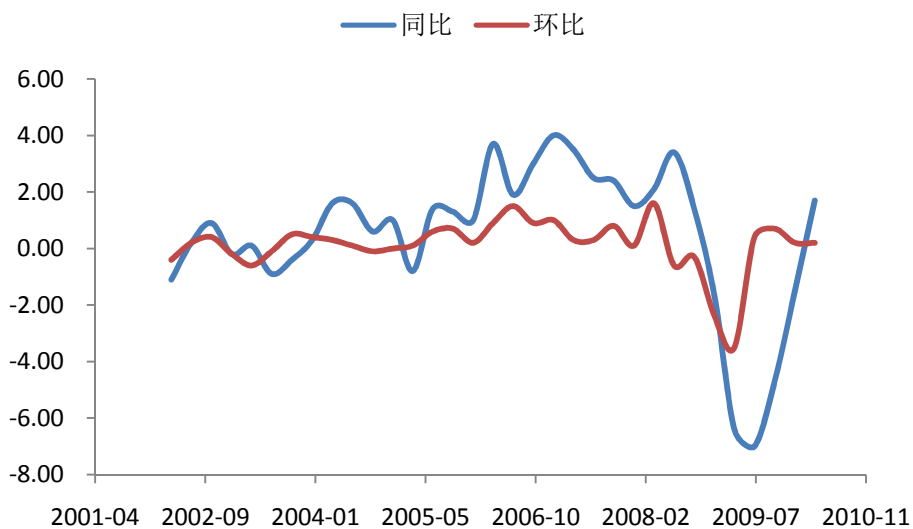
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 30 欧元区 CPI 与德、法两国 CPI 走势密切相关 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

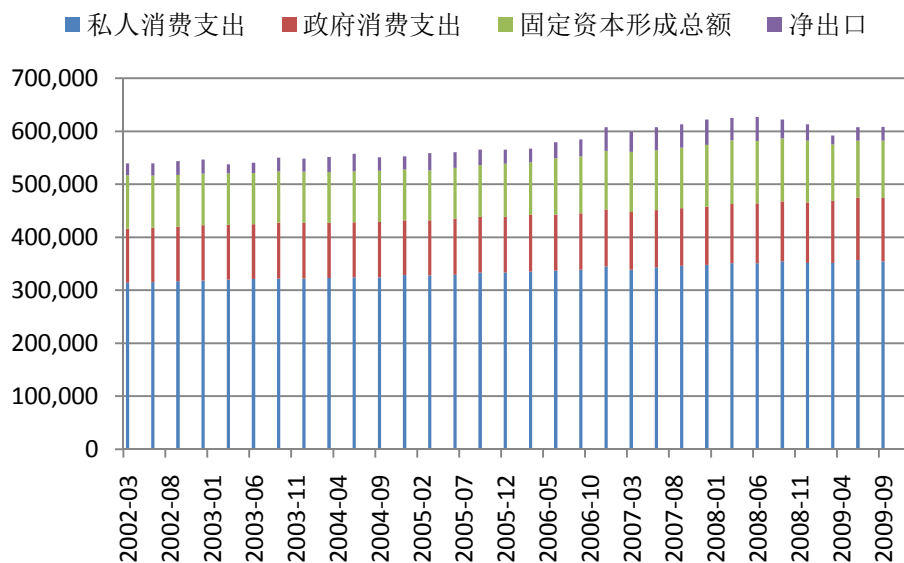
图 31 德国经济正在缓慢恢复 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 图中数据为季度数据

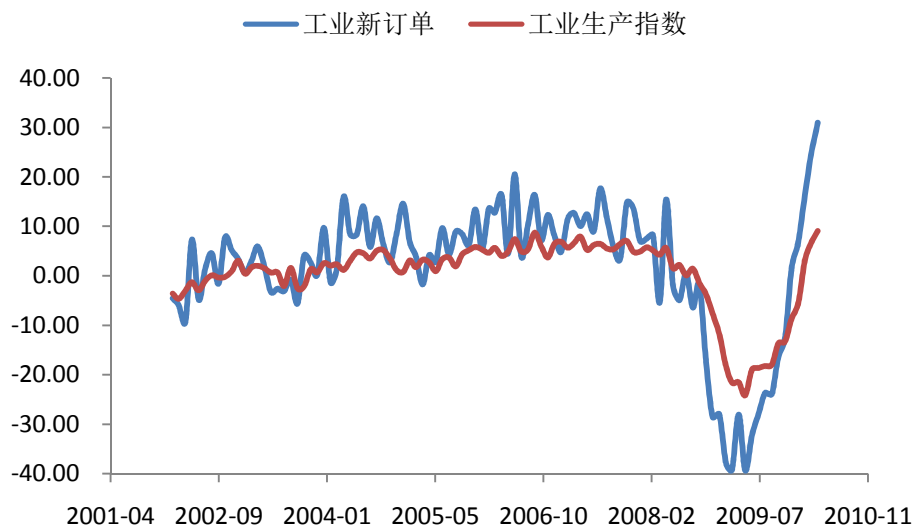
图 32 德国 GDP 构成（百万欧元）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

注：图中数据为季度数据

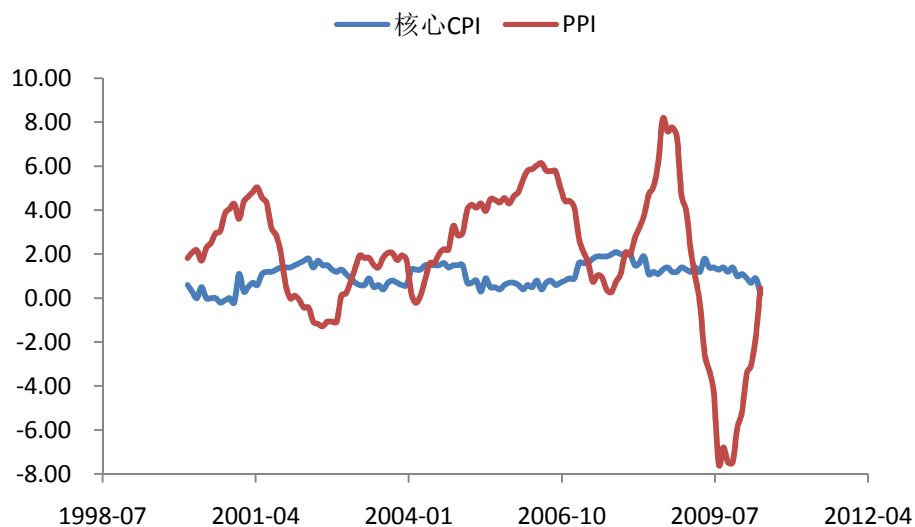
图 33 德国工业生产正在逐步恢复（%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

注：图中数据为当月同比

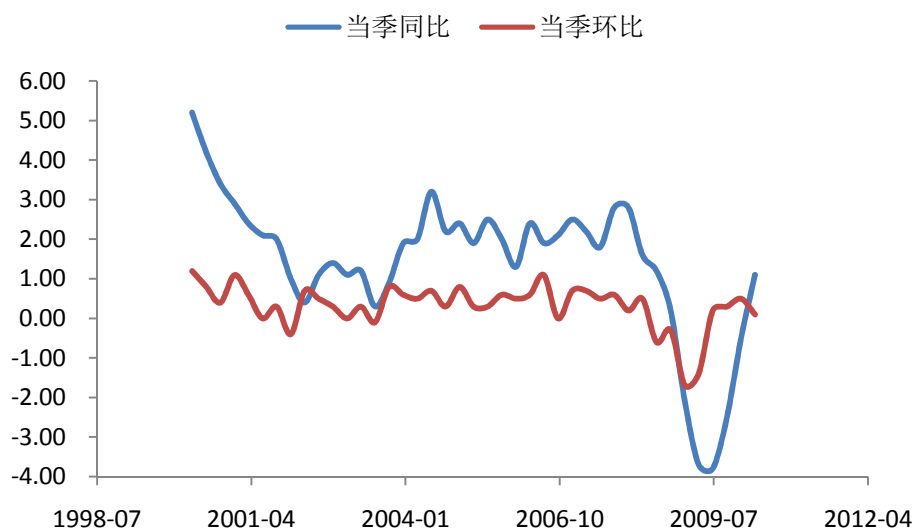
图 34 德国价格指数仍在低位徘徊 (%)



数据来源：Wind，湘财证券研究所

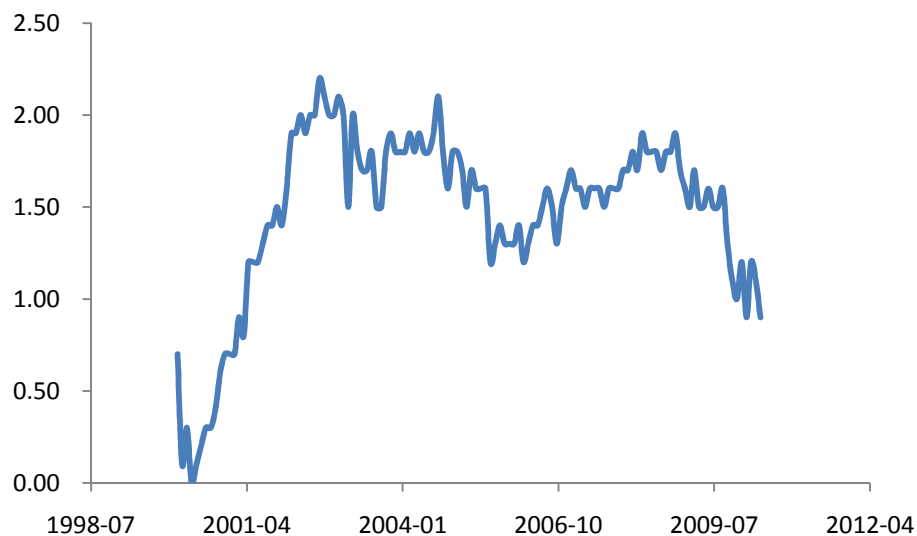
注：图中数据为当月同比

图 35 法国国内生产总值 (%)



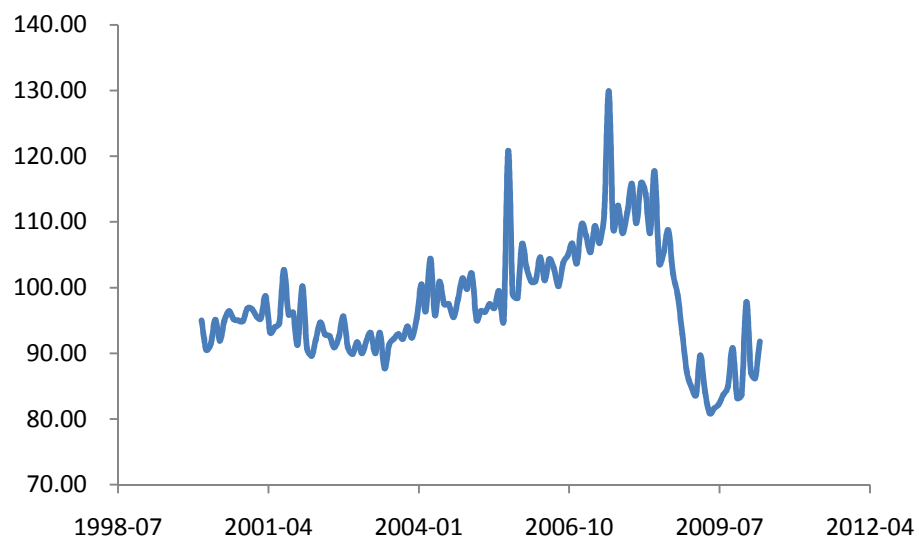
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 36 法国核心 CPI (%)



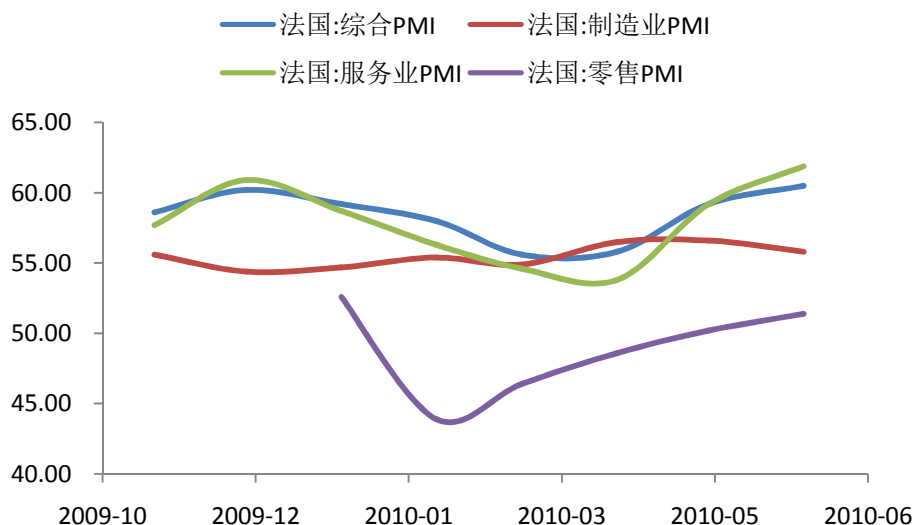
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 37 法国工业新订单 (2005=100)



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 38 法国采购经理人指数 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

3、加息对经济和市场的影响或将偏向负面（明天）

3.1、加息对经济的负面影响或超预期

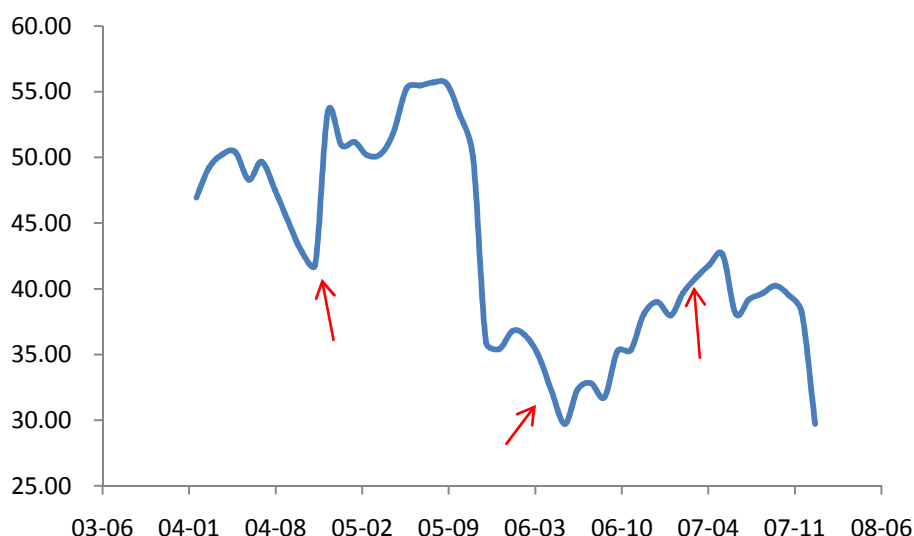
首先加息对于防治通胀的作用和影响并非完全正面的。前面我们已经提到，鉴于食品价格在我国 CPI 计算中所占比例较大。某段时间的农产品的供给情况会导致 CPI 出现趋势外的较快增长。而这种情况单纯靠简单的加息是不能得到很好解决的。如果调控不当，则本意为控制物价水平的存贷款利率的提高反而会进一步促使农产品价格上行，因为加息会促使相关生产环节的成本进一步增加，从而通过价格传递使 CPI 的上涨压力增加。另外我们还应该考虑加息所可能导致的热钱加速流入对通胀会起到一定的助推作用。通过考察 2004 年、2006 年和 2007 年三次加息周期发现，每次加息的启动都会导致外汇占款的加速增多。而这一效果在中国经济复苏一枝独秀的今天或将更为显著。

其次，加息有可能会加速经济增速的回落。具体而言，加息对企业的影响主要体现在两个方面：一是使得企业利息等资金成本和财务费用提高，从而使生产成本增加；二是在生产成本有所增加的情况下，企业的原料需求和产品产出将受影响，从而使上下游的相关企业受到冲击。历史数据经验告诉我们，当经济处于持续升温时，加

息往往不能马上使其回落，存在一定的时滞性；而当经济增速已经有所趋缓时，加息可能会加快其回落，从而使调控过度：在 2004 年那次加息前，经济增速于二季度达到顶峰后已经在三季度有所趋缓，10 月加息的结果是使经济增速快速回落到 9% 以下；而在 2006 年和 2007 年两次加息周期中，加息前经济仍都处在不断加速的进程中，加息后经济增速仍旧维持在高位相当时间。究其原因，在经济过热并且持续升温时，社会生产和需求都处在加速扩张的过程中，面对突如其来的加息，已经启动的投资项目和已经制定的产品订单不可能在短时间内充分停止和取消，这就决定了经济增速在加息后仍将继续上行并在高位运行一段时间。而在经济增速已经开始有所趋缓的阶段，企业本已经开始着手准备收缩生产规模，则资金来源的进一步收紧，则会促使它们加快步伐，从而导致经济增速的更快回落。

正如我们前面所分析的那样，各项领先指标的走势已经表明，未来经济增速趋缓的态势已基本确定，这从持续回落的工业增加值可见一斑。若期间加息，或将会进一步加剧投资和出口增速趋缓所带来的经济增速回落的幅度。

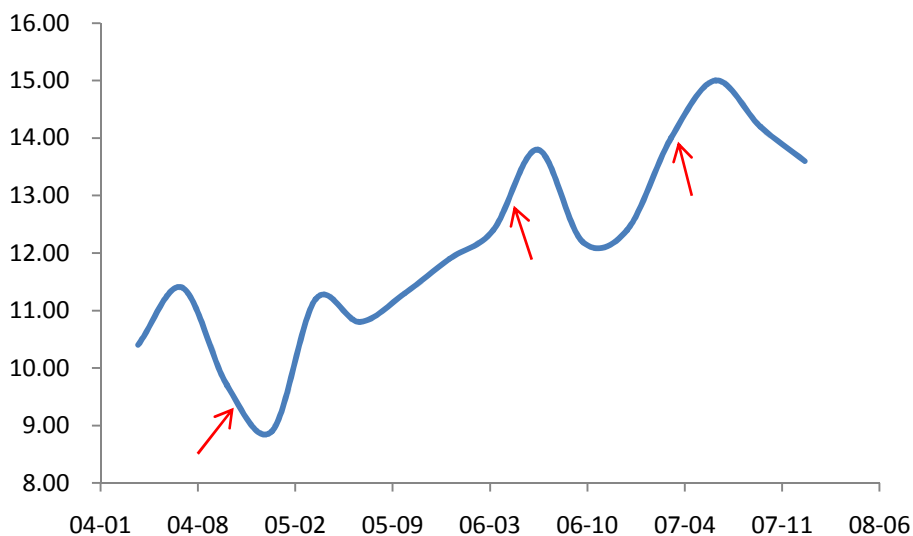
图 39 外汇占款当月同比增速 (%)



数据来源：Wind，湘财证券研究所

注：红箭头所指为加息启动时点

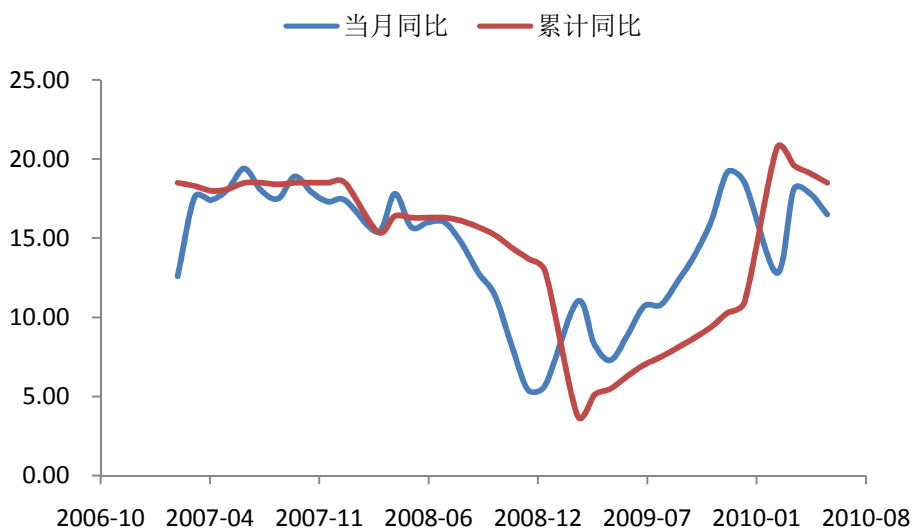
图 40 加息对经济增速影响的不同表现 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

注: 图中数据位 GDP 当季同比, 红箭头所指为加息启动时刻

图 41 工业增加值持续回落 (%)



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

3.2、加息会加剧市场的颓势

历史数据表明, 加息对股市具体产生的影响和当时的行情密切相关。一般而言, 加息只对其时的大盘趋势起到助推的作用, 并不会起到导致拐点的作用。这主要和股市是经济的晴雨表有关。当经济处于

加速上升期时，作为一个侧面反映，股市的整体趋势是上行的，所以加息只能导致短期的震荡，并不能使行情下挫；而当经济增速本已趋向平缓时，大盘的内在上涨动力已经开始下降，则加息会进一步加剧投资者和市场的看空预期，从而导致市场颓势进一步得到加强。而从目前来看，整个市场行情处在震荡且偏弱的一个态势，我们认为加息会进一步加剧大盘震幅和市场颓势。

一般而言，加息对股市的影响主要体现在投资的必要回报率随即提高，从而使企业的估值有所下降，进而改变市场资金在各资产间的配置，造成银行存款回流增加，减少股市资金的投入量。从行业来看，钢铁、地产和航空等资产负债率相对较高的周期性行业受加息的影响较大。

表 4：历次加息后市场的表现

日期	调整内容	对股市的影响
2004 年 10 月 29 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点	上证综合指数低开 24.22 点，报收于 1320 点，大跌 1.58%
2006 年 4 月 28 日	一年期贷款基准利率上调 27 个基点	上证综合指数低开 14 点，报收于 1440 点，大涨 1.66%
2006 年 8 月 19 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点	21 日，上证综合指数低开 32.56 点，报收于 1601.15 点，上涨 0.20%
2007 年 3 月 18 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点	19 日，上证综合指数低开 66.28 点，报收于 3014.44 点，大涨 2.87%
2007 年 5 月 19 日	一年期存款基准利率上调 27 个基点，贷款基准利率上调 18 个基点	21 日，上证综合指数低开 127.91 点，报收于 3892.98 点，大涨 1.04%
2007 年 7 月 21 日	一年期存贷款基准利率上调 27 个基点	23 日上证综合指数高开 32.39 点，报收于 4213.36 点，大涨 3.81%
2007 年 8 月 22 日	一年期存款基准利率上调 27 个基点，贷款基准利率上调 18 个基点	上证综合指数低开 78.86 点，报收于 4980.08 点，上涨 0.50%

2007 年 9 月 15 日	一年期存贷款基准利率上调	上证综合指数低开 3.12 点，
	27 个基点	报收于 5421.39 点，大涨 2.06%
2007 年 12 月 21 日	一年期存款基准利率上调 27	上证综合指数低开 26.35 点，
	个基点，贷款基准利率上调 18 个基点	报收于 5101.78 点，大涨 1.15%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。