

研究报告

2010 年 9 月 15 日

从多个角度看年内加息概率

从历次加息看，加息往往在经济过热出现苗头，通胀启动的起点。

从货币政策目标和当前宏观经济基本面看，加息综合考虑价格，增长和短期资本流动。而目前的宏观经济的基本特征是：随着总需求逐步回落，必然短期影响到均衡产出水平。我们认为经济下滑趋势不改，底部在 2011 年的上半年。总需求回落使得总需求曲线内移，产出缺口缩小，一定程度上减弱当前物价上涨的压力。综合考虑到翘尾因素正在不断弱化，预计今年 3 季度 CPI 到达峰值后逐步回落。外围经济利率普遍较低，内外利差已经较高。也就是说基本面不支持加息。

从本轮利率调整的逻辑看，刺激需求时期为避免商业银行惜贷，央行在保证一定利差的同时，下调存款利率在一个相对较高的底部（理论应该降到更低）。使银行经营有成本压力，推动其开展业务，释放信贷。即本来降息就没有到达理想水平，故当前也没有必要加息。

从理论上讲，泰勒准则提供了利率调整的参考方法，我国利率水平（一年期存款利率）调整的整体趋势基本与泰勒准则相符，当前根据泰勒法则及我国经济基本面模拟的利率基准水平正在下降，而当前利率同泰勒法则模拟的利率差也在减小。

从政策基调来看，决策者的政策取向可以用温总理的讲话全面概括，即：“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。”当前总需求回落是加息显然不利于经济增速保持平稳增长，与政策基调背道而驰。

从经验上来看，2.25%是标准的维稳利率。一般是经济过热时由 2.25%逐步上调，软着陆后快速回调。

所以，我们判断年内加息概率较低。

相关研究

海通证券宏观深度：本轮经济调整的原因
及宏观经济面临的新形势 2010 年 9
月 2 日

流动性供给充裕，实体经济需求信心不足
2010 年 9 月 13 日

宏观经济核心分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
李宁
021-2321 9431
lin@htsec.com

目 录

1. 历次加息时点	1
2. 我国利率政策目标与本轮利率下调的逻辑.....	3
3. 内外宏观经济基本面不支持加息.....	4
4. 从泰勒准则看利息调整.....	7
5. 政策基调以稳为主，不支持加息.....	8

图 目 录

图 1	90 年代以来的 3 轮加息	1
图 2	1993 年加息时点与 CPI 变动趋势	1
图 3	1993 年加息时点与城镇固定资产投资变动趋势	2
图 4	第二次加息与第三轮加息的时点与物价变动	2
图 5	指标显示需求回落	5
图 6	进口价格持续回落	5
图 7	M1 增速快速下降	5
图 8	美国经济下滑	6
图 9	名义出口增速有回落趋势	6
图 10	美国居民部门储蓄率上升	6
图 11	美国消费增长缓慢	6
图 12	Taylor's Rule 和基准利率（右）变化	7

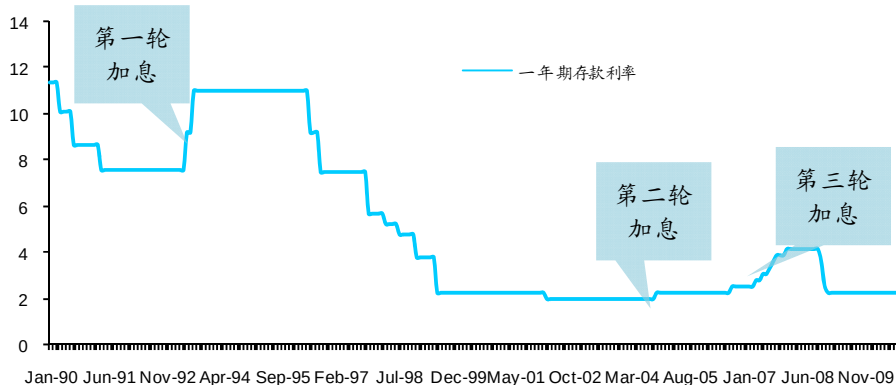
表 目 录

表 1	8 月份至今公开市场操作一览	4
表 2	PIIGS 和德国法国的政府财务状况	6

1. 历次加息时点

90年代以来我国仅经历了三轮加息周期,第一轮在1993年两次加息,第二轮在2003年10月一次小幅加息,第三轮始于2006年8月至2007年12月止共八次加息。

图1 90年代以来的3轮加息

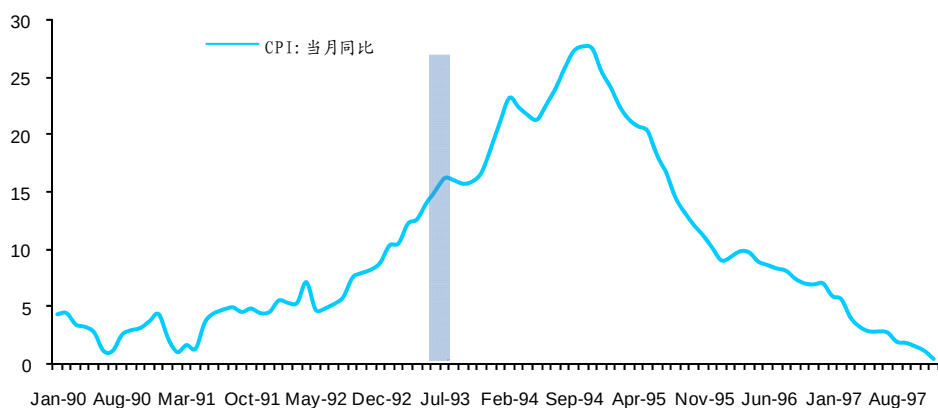


资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

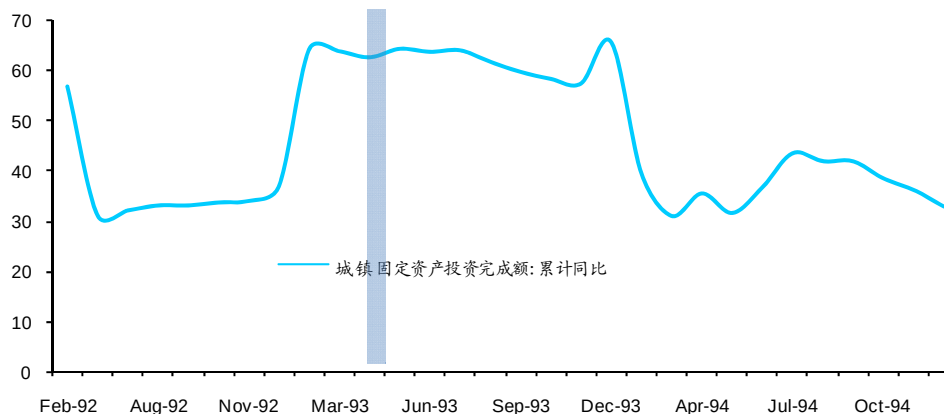
第一轮

1993年,经济在经历了1992年14.2%快速增长之后,经济开始过热。进入1993年,固定资产投资和消费者物价指数开始飙升。固定资产投资全年同比增速在60%左右,物价维持在两位数并有可能继续上升。央行在1993年5月份和7月份分别将一年存款利率大幅上调了1.62%和1.8%。

图2 1993年加息时点与CPI变动趋势



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

图3 1993年加息时点与城镇固定资产投资变动趋势


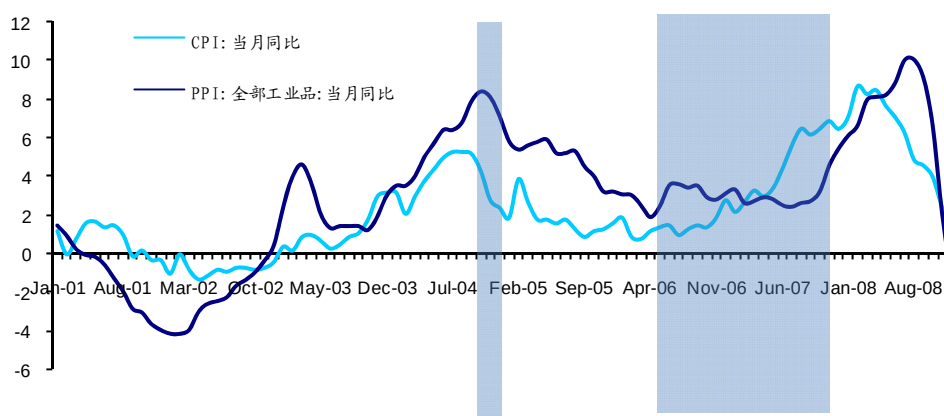
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

第二轮

这轮加息只有一次加息行动，亚洲金融危机之后，我国实施积极的财政与货币政策，成功重新走上了快速增长的轨道。而2003年开始，经济再次开始过热，煤电油运紧张，固定资产投资快速增长。CPI一度冲到5.2%。国家开始启动新一轮的宏观调控，抑制需求，央行2004年10月份才将利率从1.98%的上调至2.25%，并一直保持到2006年8月份。实际上这次小幅调整没有太大意义，央行只是把利率有过低调整为较低，预判到通胀趋稳，没有加息的后续行动。

第三轮

第三轮加息周期从2006年8月份开始，央行连续加息至2007年底的4.14%。2006年前后，受内外需增长刺激，商品价格和资产价格开始飙升，2006年和2007年经济增速达12.7%和14.2%。央行新一轮加息意在回收需求，防止物价快速上涨。

图4 第二次加息与第三轮加息的时点与物价变动


资料来源：CEIC，海通证券研究所。

小结：从三次加息周期看，央行可能基于对价格的预判做出加息决策。通胀水平平稳，利率基本不动。如果经济过热伴随物价有可能大幅快速上升，央行才会启动加息周期。

2. 我国利率政策目标与本轮利率下调的逻辑

《中国人民银行法》规定：货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。确定了货币政策盯住的是物价水平和经济增长水平。但是央行货币政策同时包括对汇率的干预。而且央行在国务院领导下有参与宏观调控的义务。实际上央行货币政策目标包含了宏观调控四大目标，即增长稳定和就业稳定、物价适度、国际收支平衡。周小川也多次指出货币政策追求“四大目标综合平衡”。因此利率政策其他货币政策工具一样目标是多元地。

抑制通胀，关注价格总水平

利率政策关注物价，同时关注消费品价格，也关注工业品价格和资产价格。央行最新表述为关注“价格总水平”。周小川明确表示：“是否加息与通货膨胀具体数字有关，央行关注消费者价格指数(CPI)，也关注工业品出厂价格(PPI)。从央行角度说，是否加息主要还不是根据已公布的CPI数字，而是需要提前有个预测的数字，根据这个提前预测的数字，确定货币供应量。因为货币政策调整的作用大概会有一年的滞后期，所以要提前对CPI、PPI及整个物价的走势有预估。同时，也看实体经济跟预估相比的出入。”

刺激信贷、促增长

央行通过调整存贷利率，可以扩大信贷需求，刺激商业银行放贷，提高商业银行货币创造能力。从而可以作为需求管理工具在有效需求不足的时候刺激内需，确保一定的增长水平和就业水平。

控制内外利差，关注短期资本流动

央行利率调整会考虑到内外利差水平，内外利差变动可能导致短期资本快速流动，从而可能对实体经济健康构成威胁。实际上是考虑国际收支平衡的问题。

本轮利率下调的逻辑

本轮利率调整始于2008年10月，止于当年12月，存款利率下调了1.89%，贷款利率下调了2.16%。在2008年金融危机严重打击需求的背景下，本轮利率向下调整主要逻辑包括两点：

- 短期内下调幅度大，一次到位刺激经济回升

下调存款利率，让资金更多留在实体经济领域。下调贷款利率，刺激信贷需求，同时也提高了银行系统的货币创造能力。短期内调整到位提振经济主体的信心。

- 相比其他国家，利率下调底部较高

金融危机时期，商业银行往往避险情绪严重。为防止银行惜贷，央行在保证一定利差的同时，下调存款利率在一个相对较高的底部（理论应该降到更低）。使银行经营仍有成本压力，推动其开展业务，释放信贷。

表 1 此轮利率下调过程一览

时间	存款利率 (%)	贷款利率 (%)
2008-09-16	4.14	7.20
2008-10-09	3.87	6.93
2008-10-27	3.87	6.93
2008-10-30	3.60	6.66
2008-11-27	2.52	5.58
2008-12-23	2.25	5.31

资料来源：WIND，海通证券研究所

小结：本轮利率下调的目标是刺激经济增长。而在利用利率刺激需求时为避免商业银行惜贷，央行在保证一定利差的同时，下调存款利率在一个相对较高的底部（理论应该降到更低）。使银行经营有成本压力，推动其开展业务，释放信贷。即本来降息就没有到达理想水平，故当前也没有必要加息。

3. 内外宏观经济基本面不支持加息

国内：增长不改放缓趋势，通胀压力逐步下降，

● 经济增长

经过 2008 年的意外冲击，我国经济在内外积极财政政策和货币政策的带动下实现“V”型复苏。经济加速增长的态势一直延续到 2010 年 1 季度，2 季度 GDP 同比实际增长 11.1%，比 1 季度回落 0.8 个百分点，开始向下调整。经济的短期调整一般是需求受到冲击的结果，本轮经济的调整是我国主动需求管理和外需增长放缓叠加的结果，国内调控的主要目标是防止价格总水平增长过快。

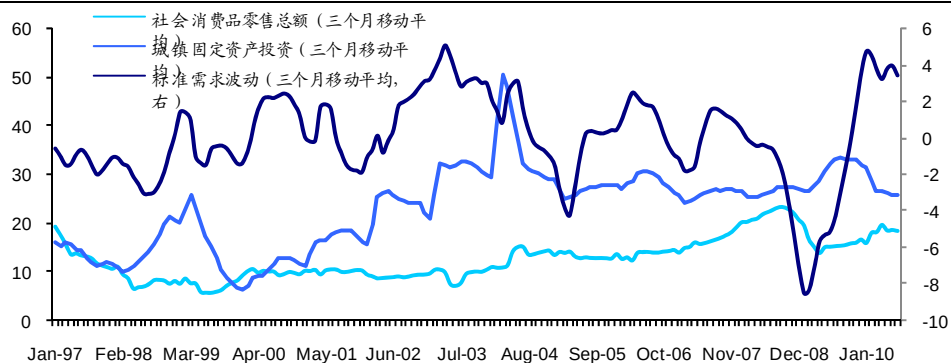
本轮总需求的回落具有明显的节奏，从 2009 年下半年到现在可以分为三个阶段。第一阶段，2009 年下半年至 2010 年初，财政政策和货币政策开始启动退出。集中表现为基建投资，中央投资增速下降，信贷投放急刹车。第二阶段为 2010 年上半年财政政策和货币政策开始从紧。集中表现为清理地方融资平台，紧住地方资金阀门和控制房地产需求，紧住地产资金阀门。第三阶段为目前所处的外需回落与存货调整阶段。

随着总需求逐步回落，必然短期影响到均衡产出水平。我们认为经济下滑趋势不改，底部在 2011 年的上半年。

● 物价水平

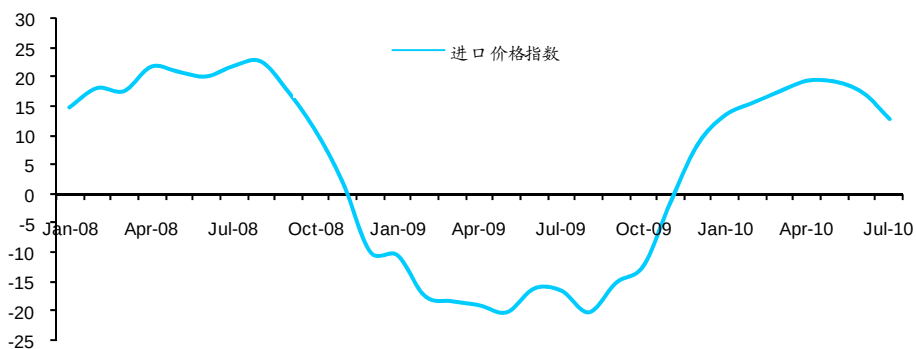
短期的经济调整取决于总需求的变动，总需求回落使得总需求曲线内移，产出缺口缩小，一定程度上减弱了上一阶段物价上涨的压力。综合考虑到翘尾因素正在不断弱化，预计今年 3 季度CPI到达峰值后逐步回落。

图5 指标显示需求回落



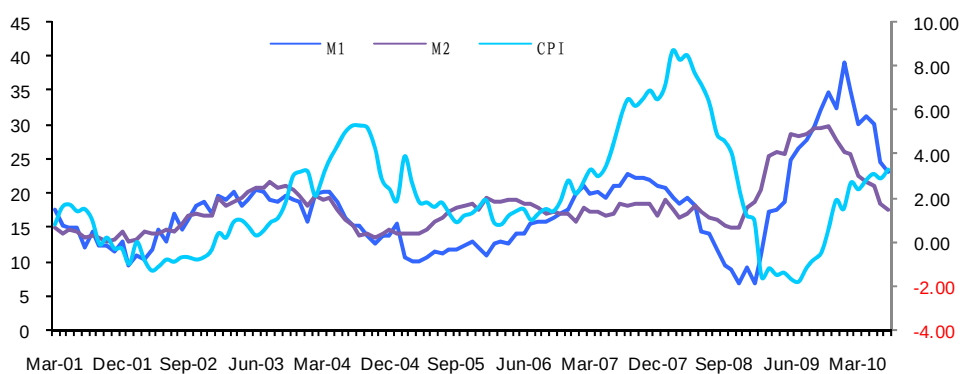
资料来源：Wind，海通证券研究所。

图6 进口价格持续回落



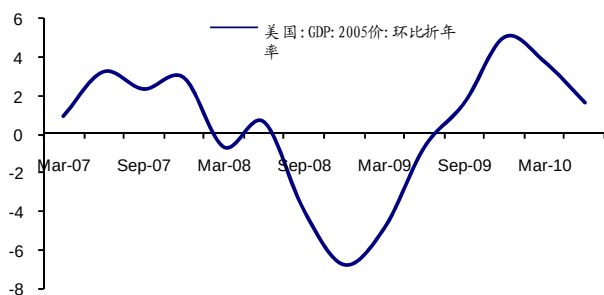
资料来源：Wind，海通证券研究所。

图7 M1增速快速下降



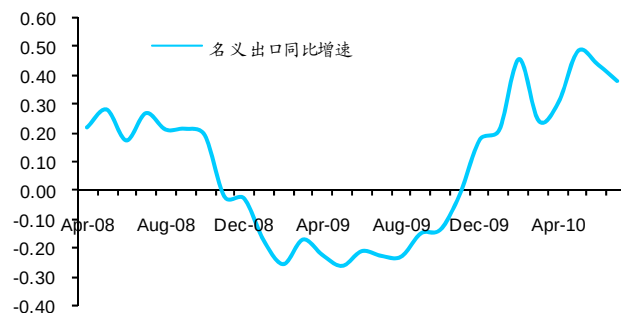
资料来源：Wind，海通证券研究所。

图 8 美国经济下滑



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 9 名义出口增速有回落趋势



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

国外，复苏动力不足，货币政策持续宽松

● 复苏动力不足

欧洲部分国家高福利与产业竞争力矛盾将在相当长的一段时间内对财政有很大压力。法国和德国较好的经济状况难以支撑整个欧元区。未来欧洲国家整顿自身资产负债表带来的去杠杆化效应令其减少开支，收紧财政政策。

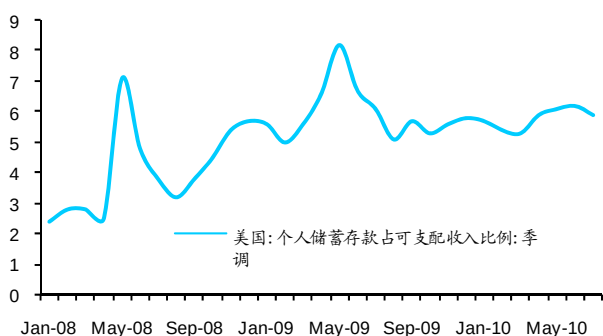
在美国，金融危机对居民部门的资产的侵蚀也令其开始正视自身债务。美国消费者增加储蓄以重建资产负债表，再加上失业率居高不下，消费支出增长缓慢。

表 2 PIIGS 和德国法国的政府财务状况

	政府预算/GDP	政府负债/GDP	国外净资产/GDP
葡萄牙	-9.3	76.8	-96.3
爱尔兰	-14.3	64.0	-54.1
意大利	-5.3	115.8	-23.2
希腊	-13.6	115.1	-73.5
西班牙	-11.2	53.2	-75.6
英国	-12.1	71.3	-3.5
法国	-6.2	78.1	-20.5
德国	-3.3	73.2	22.5

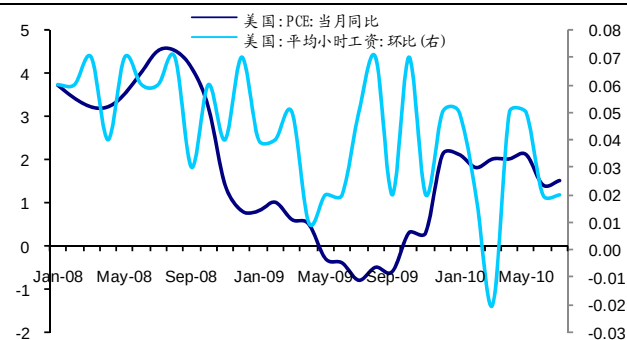
资料来源: 陈兴动,《欧洲大紧缩与中国结构性紧缩》,海通证券研究所

图 10 美国居民部门储蓄率上升



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 11 美国消费增长缓慢



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

● 多国货币政策将持续宽松

为防止经济二次见底，大部分国家维持宽松的货币政策环境。预计美国联邦基金目标利率至明年上半年都将维持在 0.25% 的超低水平。日本也将跟随美国保持接近 0 利率的水平，目前基准利率维持在 0.1%。欧洲财政趋紧，货币政策作为刺激经济复苏的主要力量，年内加息的可能性极低，目前欧元基准利率为 1%。

小结：未来经济下滑趋势，物价企稳，明年温和通胀，外部低利率环境均不支持加息。

4. 从泰勒准则看利息调整

斯坦福大学的约翰·泰勒提出了一个利率水平的简单决策规则（Taylor's Rule）。泰勒法则的基本形式为：

$$i_t = 2 + \pi_t + a(y_t - y^*) + b(\pi_t - \pi^*)$$

i_t 为当期利率，

π_t 为当前通胀水平，

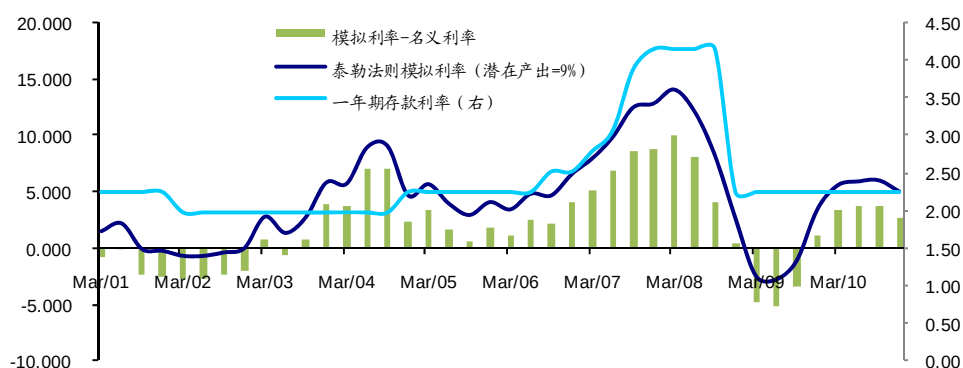
y_t 当前产出水平，

π^* 潜在通胀水平，

y^* 潜在产出水平。

我国利率水平（一年期存款利率）调整的整体趋势基本与泰勒准则相符，但是同多个国家一样，央行经济过热时加息往往不足，倾向于保护经济增长成果。经济下滑时降息也不足，避免陷入流动性陷阱。当前泰勒法则模拟的利率基准水平正在下降，而当前利率同泰勒法则模拟的利率差也在减小。（模拟条件：潜在产出=9%，潜在通胀=3%，3 季度 GDP 增速=9.5%，CPI 为 3.5，4 季度 GDP 增速=9%，CPI 为 3.0，a, b=0.5）

图 12 Taylor's Rule 和基准利率（右）变化



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

小结：从理论上讲，参考的调整利率的方向正在发生改变，也不推荐加息。

5. 政策基调以稳为主，不支持加息

政府政策面临维持增长和结构调整的两难，结构调整必然带来阵痛。从多次讲话可以看出温总理倾向于继续增量改革，维持一定增长速度下进行调整。

温总理 9 月 14 日世界经济论坛致开幕词中提到：“如果没有一定的经济增长速度，实现充分就业，提高人民福祉就是一句空话。”

温总理 7 月 20 日在中南海召开党外人士座谈会：“做好下半年经济工作，要坚持搞好宏观调控，以稳定政策为主基调，把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心，始终把握好政策实施的力度、节奏和重点。无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行。”

我们预计短期政策倾向于维持一定的增长速度，不愿看到经济快速下滑，而加息不利于防止经济下滑。

从历史上看，一般是经济过热时由 2.25% 逐步上调，软着陆后快速回调。故政策的基调来看，也不支持加息。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高 远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊 伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

李宁
宏观经济
(021) 23219431
lin@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com