

物价和经济增长或超预期 加息提前来临

——10月19日加息点评

发布日期：2010年10月19日

主要观点：

- 我们认为加息可能是21日即将公布的宏观数据超预期。第一，9月份物价可能超预期，有可能超过8月份3.5%的高点，上涨趋势延续；第二，经济增速有望好于预期。前期的PMI和工业增加值增速都已出现止跌回升，四季度经济增长小周期寻底有望实现，经济将企稳回升。
- 加息旨在调控物价，更重要的是抑制资产价格的过快上涨。目前国内流动性充裕，这直接推升了国内资产价格及物价，9月份全国70个大中城市房价同比上涨9.1%，而环比再次上涨0.5%。抑制资产价格过快上涨任务艰巨，因此，货币适度收紧，加息措施出台。
- 而经济增长好于预期，这为加息留下了空间。我们判断四季度环比见底，2011年同比见底，若经济如期回升，加息周期将开始。考虑2011年上半年物价可能趋势性上涨，一季度有可能再次迎来加息的时间窗口。
- 此次加息也给人民币汇率走势及热钱流入趋势添加了变数。在外部压力下，人民币升值压力短期仍在。但根据我们的研究判断，“热钱”流入锚定主要是资产投资收益，利息差非主要的决定因素。因此，如果资产价格能得到有效抑制，乃至资产价格走低，那么，加息不会导致热钱的加快流入。
- 此次加息也表明中美货币政策开始背离，货币政策背离的原因在于两经济体经济增长态势的背离及物价走势的背离。欧美经济复苏趋缓将是大概率事件，而其物价走势却是持续低于2%，通缩担忧增加。而我国却是相反，经济较高增长，而物价高企。货币政策的背离成为不得不做的选择。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

主要事件:

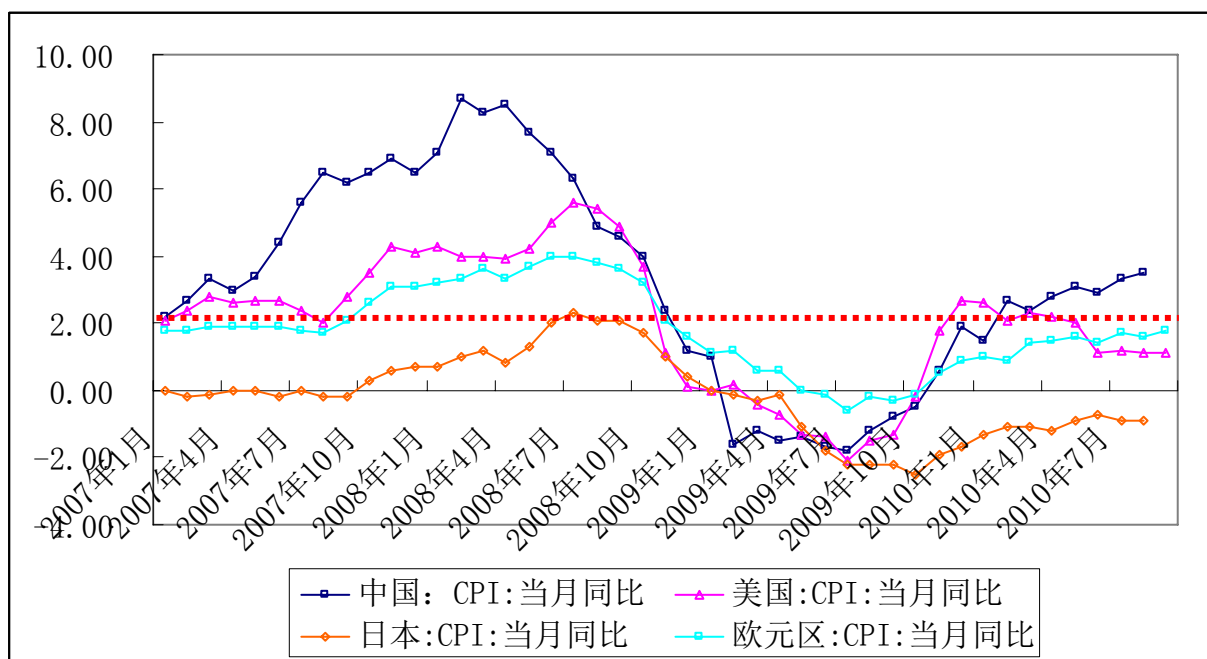
中国人民银行决定,自2010年10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点,由现行的2.25%提高到2.50%;一年期贷款基准利率上调0.25个百分点,由现行的5.31%提高到5.56%;其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

点评:

1、中美货币政策背离源于两经济体经济增长态势和物价走势的背离

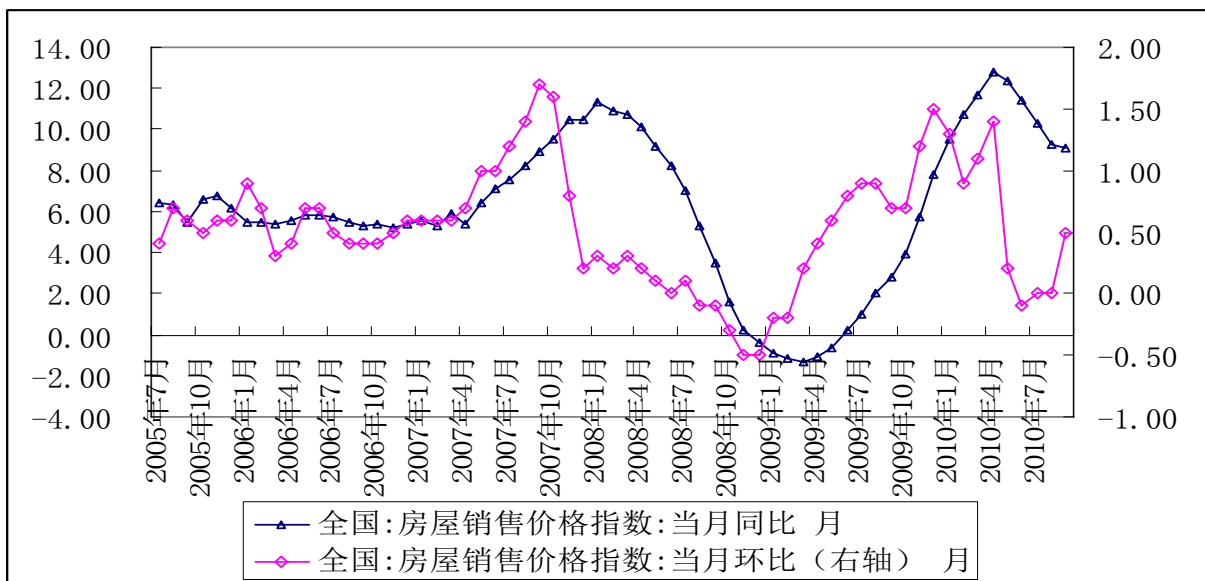
当前,欧美日发达经济体刺激政策作用逐步消费,而失业率高企,居民消费和私人投资并未完全恢复,经济增长动力弱化,经济增速将放缓。而与此同时,欧美日经济体的物价持续低于2%,其中,美国为1.8%,欧盟为1.1%,日本为-0.9%,这些经济体不是担心通货膨胀,而是担心进入通货紧缩。因此,在经济复苏趋缓而物价走低的背景下,欧美日需要也可以再次采取量化宽松的货币政策。

而不同于欧美日的物价走势,我国物价在8月份已经攀升至3.5%,且是自2010年2月份以来连续7个高于一年期存款利率,负利率还将继续。与此同时,我国的资产价格上涨趋势并未得到明显遏制,其中,9月份的房地产价格环比增长再次上升0.5个百分点,而同比增速虽下降0.2个百分点,但仍高达9.1%。及时回收流动性充裕,适度收紧货币,抑制资产价格过快上涨,乃至防止泡沫的产生是保证经济持续、健康发展的必要措施。



数据来源: Wind, 东北证券。

图1: 不同欧美日低于2%, 中国物价高企



数据来源：Wind，东北证券。

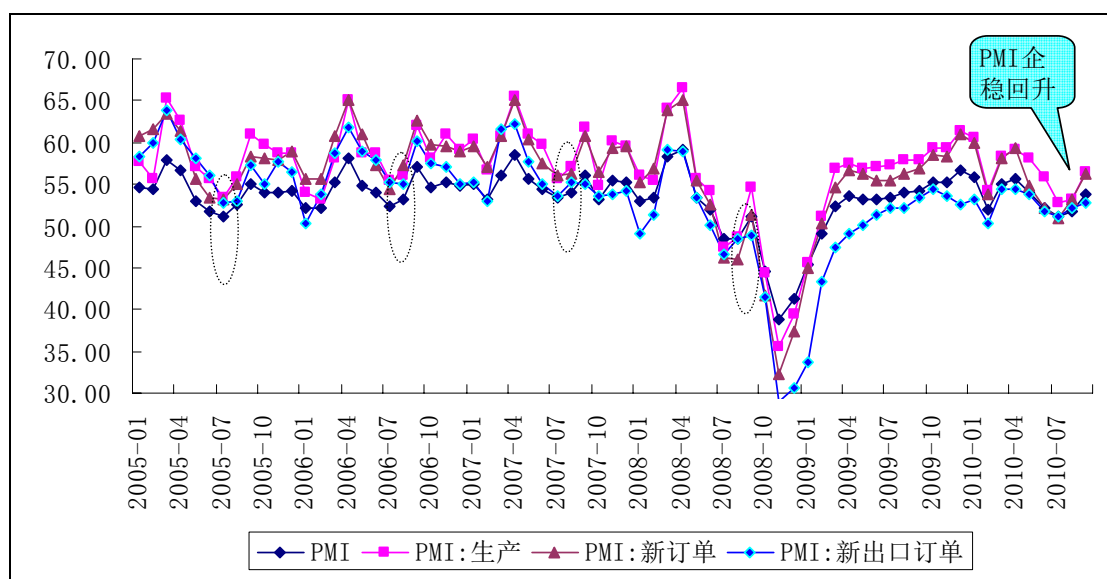
图2：9月份房地产价格环比再次上升，抑制资产价格任务艰巨

2、中国经济小周期寻底有望在四季度实现，经济企稳为加息提供了空间

保持经济平稳较快增长是我国经济运行的基本目标，从目前的情况，我国经济已经企稳。PMI已连续两个月回升，9月份升幅达到2.1个百分点，升至53.8%。

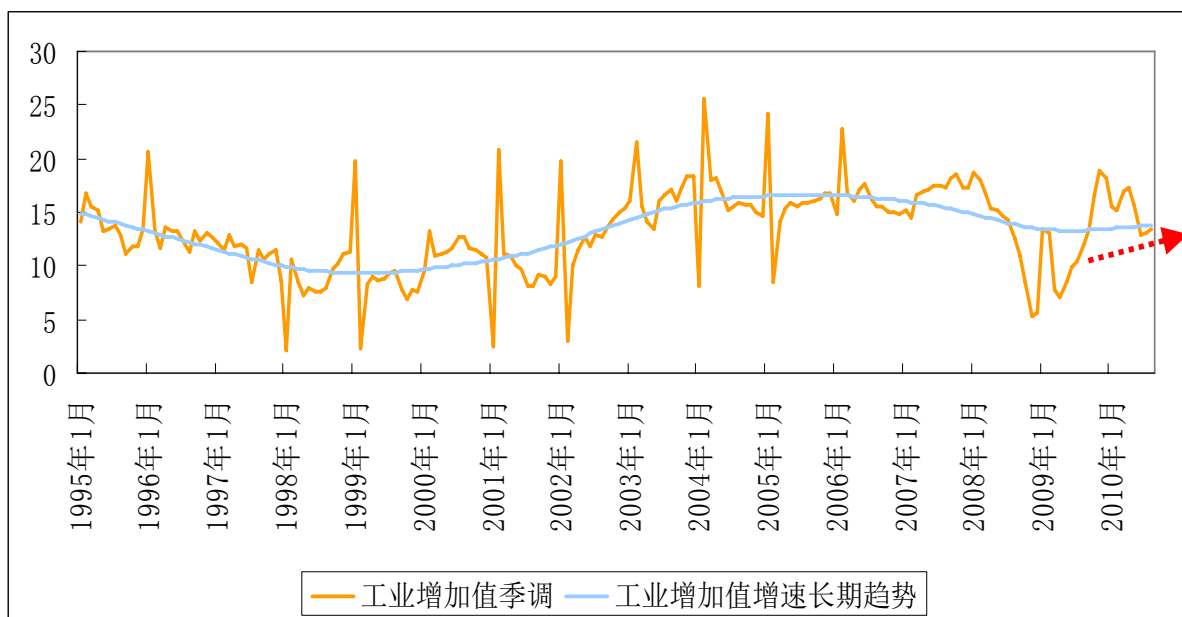
生产部门也是企稳迹象明显，8月份工业增加值同比增速回升0.5个百分点，更关键的是，占工业总产值超过70%的重工业也在8月份止跌回所，并且是开始节能减排调控下实现，增速止跌回升表明表明经济增长下滑幅度将缩小。而提出季节因素后，工业生产企稳更加显著，季调后的工业增加值增速及长期趋势已经连续两个月回升，经济系统企稳已经明确。

因此，自二季度以来的经济小周期调整有望在四季度见底。经济的企稳为加息提供了空间。



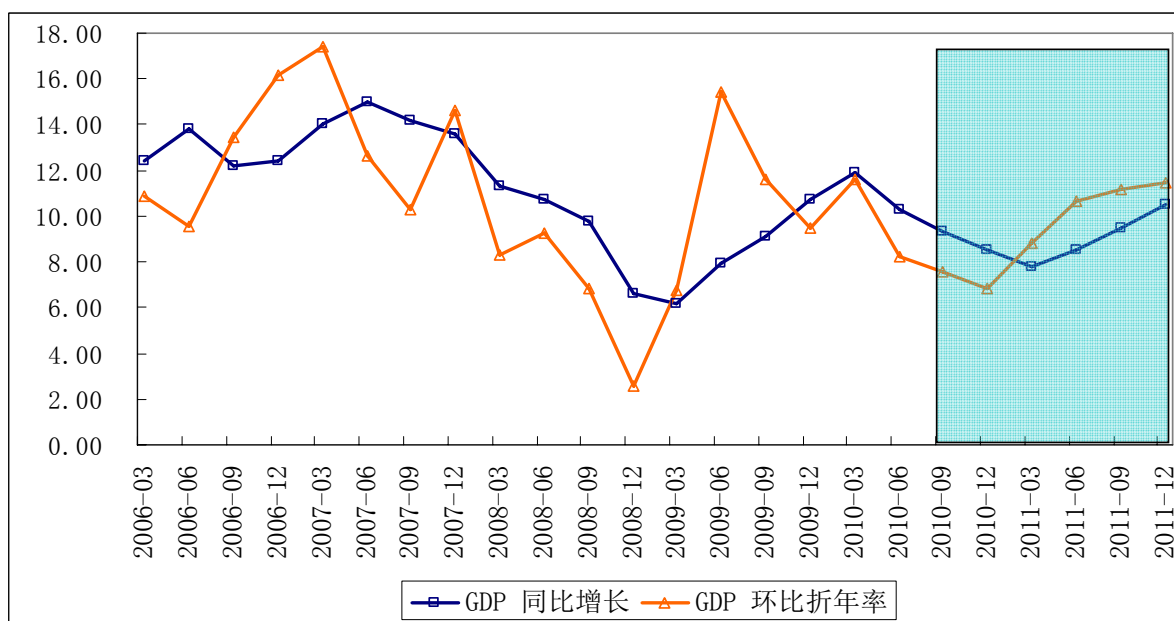
数据来源：Wind，东北证券。

图3：PMI连续两个月持续回升，预示经济有望企稳



数据来源：Wind，东北证券。

图4：工业增加值增速也已企稳回升，生产系统恢复基本确认



数据来源：Wind，东北证券。

图5：经济增长有望在四季度见底，为加息提供了空间

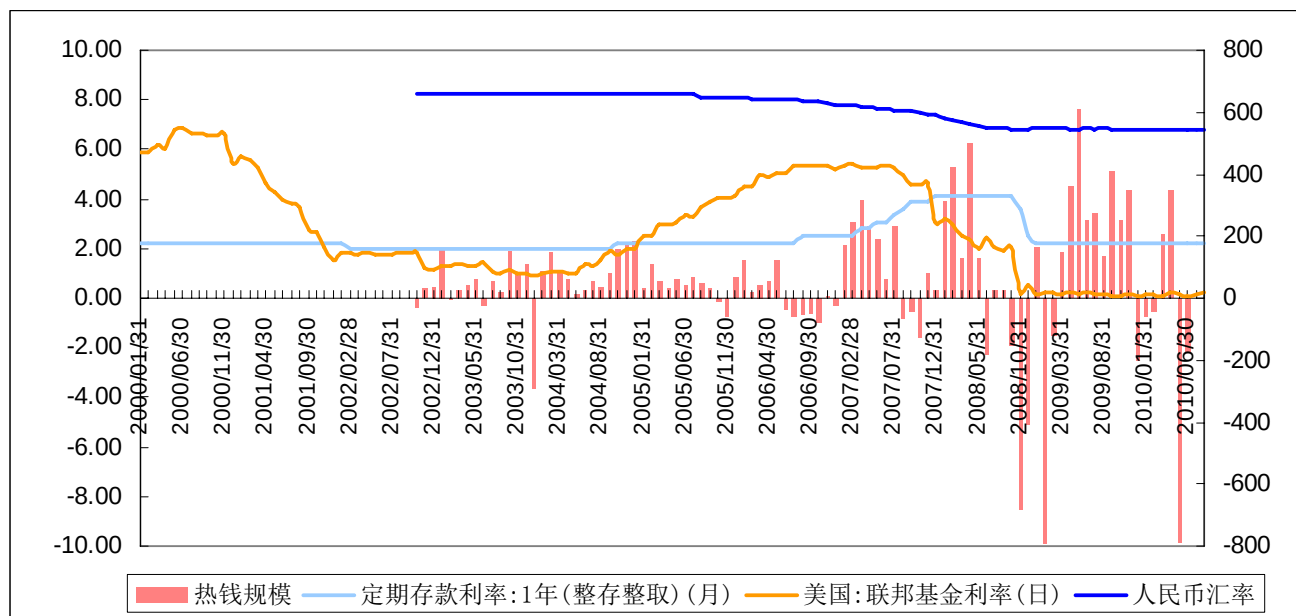
3、加息若有效抑制资产价格，不会导致热钱加速流入

从中美利差与热钱流入的关系看，热钱流入既有在中国利率低于美国利率的时候大量流入（如 2007 年），也有在高于美国利率的时候流入（如 2002-2004 年及 2009 年二季度以来）。相反，而热钱的大规模流出既在中国利率高于美国利率的时候（如 2008 年下半年-2009 年一季度），也有在相反的时候（2005-2006 年）。因此，难以说中美利差扩大会加大热钱流入。

相反，对比中国热钱大量流入的时期，都是中国资产价格快速上涨的时期，如 2003 年

到 2004 年的房价高涨，即 2007 年的房价和股市的快速上涨，以及 2009 年二季度以来的房价回升。

因此，根据我们的研究判断，热钱的流动盯得锚主要是资产投资收益，利息差非主要的决定因素。如果资产价格能得到有效抑制，乃至资产价格走低，那么，加息不会导致热钱的加快流入。



数据来源：Wind，东北证券。

图6：中美利率走势及热钱流入情况

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。