



## 9月经济形势述评及展望： 经济继续向好，通胀压力犹存

### 投资要点：

- 经济继续向好的态势和局面进一步巩固和确立
- 10月CPI或再创新高，四季度通胀压力犹存

### 报告摘要：

- 三季度经济形势运行良好，虽然经济增速逐季回落，但回落幅度逐步收窄，经济向好局面进一步巩固：（1）受去年同期基数较高、节能减排力度加大的影响，9月份工业增加值较8月份小幅回落0.6个百分点，但轻工业依旧强劲增长有力支撑了9月份工业增加值增速连续四个月保持在13.3%-13.9%之间，工业生产继续保持平稳态势。（2）9月份城镇固定资产投资增速依然高位运行，连续两个月保持在23%以上，同时，9月份房地产投资增速连续两个月回升，保障性住房建设的加力将继续提振城镇固定资产投资。（3）出口、进口同比数据虽均较8月份大幅回落，但这更主要是由于去年的高基数原因，从绝对规模来看，9月份出口、进口值分别创1月份以来的第二高和新高，直接推动9月份进出口总值再创历史新高；从环比来看，9月份出口、进口分别环比增长3.2%和7.5%，进出口势头依然强劲。（4）9月份消费较8月份大幅回升0.4个百分点，创3月份以来最高值，连续三个月回升，消费依然保持较高增长水平。（5）CPI再创新高，达3.6%，但基本可控。
- 展望四季度，我们认为，这种经济向好格局进一步延续，全年经济增长仍将保持较高增速，但四季度通胀风险犹存，具体来说有以下几点判断：（1）从三驾马车看，四季度GDP仍将保持较高增长，或将达8.4%，全年达9.5%。（2）在翘尾因素上升、食用农产品价格依旧高企、输入性通胀因素逐步凸显的共同推动下，10月CPI或将再创新高，但11、12月CPI将有所回落，四季度通胀压力犹存。（3）货币政策进入加息周期，但加息幅度和频率取决于经济形势的变化，我们认为四季度将是重要的观察窗口，央行再次加息的可能性不大，明年一季度或有一次加息。同时，加息也并不代表适度宽松的货币政策退出，在当前外围市场流动性宽松、外汇占款大幅增加的态势下，预计年内货币政策仍将适度宽松。

### 首席分析师

邵宇

电话：010-88085949

Email: shaoyu@hysec.com

### 分析师

蔡笑 李伟杰

电话：010-88085801

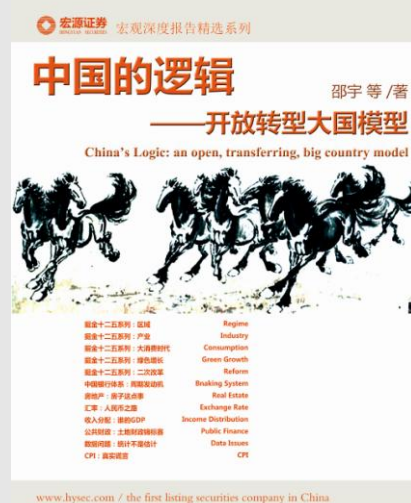
Email: caixiao@hysec.com

### 相关研究

宏源证券 \* 宏观经济专题报告 \* 房价：谁说了算！？ \* 宏观 \* 邵宇、蔡笑、李伟杰，2010年10月21日

宏源证券 \* 宏观经济点评报告 \* 10月19日央行加息点评：意在抑制通货膨胀 \* 宏观 \* 邵宇、蔡笑，2010年10月20日

宏源证券 \* 宏观深度报告 \* 掘金十二五系列 \* 三纵两横：中国均衡增长新格局 \* 宏观 \* 邵宇、金春萍，2010年10月14日



www.hysec.com / the first listing securities company in China

## 目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、经济总体情况 .....                           | 4  |
| (一) 三季度经济增速继续回落，但仍保持较高增长水平 .....         | 4  |
| (二) 工业增速小幅回落，轻工业增长依旧强劲 .....             | 4  |
| (三) 城镇固定资产投资继续回落，房地产投资高位回升 .....         | 5  |
| (四) 消费增速略有回升，热点商品持续旺销 .....              | 6  |
| (五) 进、出口同比大幅回调，但环比显示外贸增长依旧强劲 .....       | 6  |
| 1、出口绝对规模保持较高水平，同比增速大幅回落 .....            | 6  |
| 2、进口规模再创历史新高，同比增速大幅回调 .....              | 6  |
| 3、贸易收支：贸易顺差降至近 5 个月低点 .....              | 7  |
| (六) CPI 再创年内新高，PPI 涨幅环比上升 .....          | 7  |
| (七) 货币供应量基本稳定，新增人民币贷款超预期增长 .....         | 9  |
| 二、四季度经济形势展望 .....                        | 10 |
| (一) 四季度 GDP 同比增速或达 8.4%，全年仍将保持较高增长 ..... | 11 |
| (二) 10 月 CPI 或再创新高，四季度通胀压力犹存 .....       | 11 |
| (三) 货币政策或进入加息周期，但仍旧维持适度宽松态势 .....        | 13 |

## 插图

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 前三季度 GDP 增速逐季回落, 但仍保持较高水平 (%)  | 4  |
| 图 2: 9 月工业增加值增速回落部分源于去年同期基数较高 (%)   | 5  |
| 图 3: 9 月轻工业继续保持较快增长势头 (%)           | 5  |
| 图 4: 9 月城镇固定资产投资累计同比增速继续下滑          | 5  |
| 图 5: 1-9 月房地产投资增速小幅回落               | 5  |
| 图 6: 9 月社会消费品零售总额增速较 8 月小幅回升 (%)    | 6  |
| 图 7: 9 月汽车、家具、家电持续旺销 (%)            | 6  |
| 图 8: 9 月出口金额较 8 月有所增加 (亿美元)         | 7  |
| 图 9: 9 月出口同比增速继续回落, 环比增速回升 (%)      | 7  |
| 图 10: 9 月进口规模较 8 月份增加 (%)           | 7  |
| 图 11: 9 月进口同比增速回落, 环比回升 (%)         | 7  |
| 图 12: 9 月贸易顺差有所回落                   | 8  |
| 图 13: 9 月 CPI 再创年内新高 (%)            | 8  |
| 图 14: 9 月新涨价因素主要为食用农产品项和居住项         | 9  |
| 图 15: 9 月食用农产品价格指数继续高企              | 9  |
| 图 16: 9 月 PPI 同比涨幅与 8 月份持平 (%)      | 9  |
| 图 17: 9 月 M1、M2 增速“倒剪刀差”进一步收窄 (%)   | 10 |
| 图 18: 10 月 CPI 翘尾因素较 9 月上升 0.1 个百分点 | 12 |
| 图 19: 7 月份以来 CRB 指数大幅上涨             | 12 |

## 表格

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 央行 10 月 19 日上调存贷款利率幅度呈现非对称特点 | 14 |
|-----------------------------------|----|

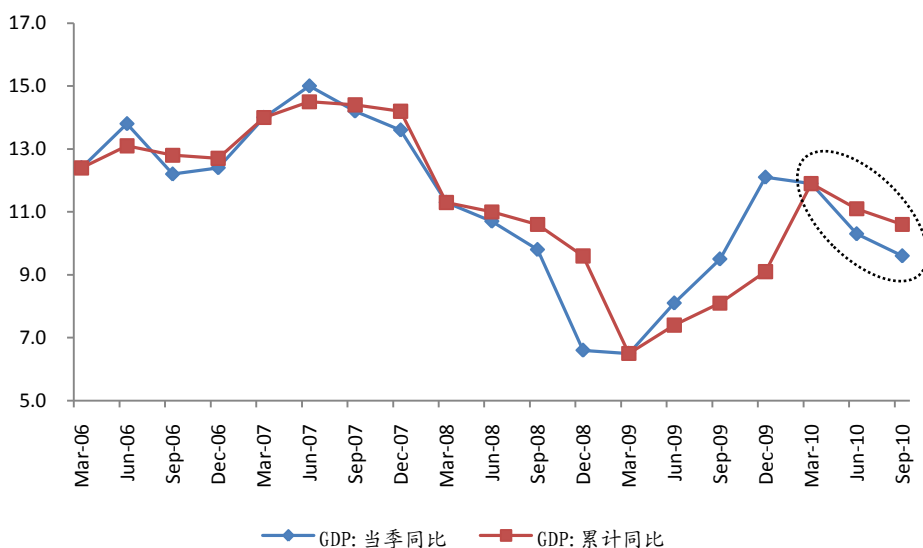
## 一、经济总体情况

国家统计局 10 月 21 日公布了前三季度国民经济运行情况,总体来看,经济向好势头进一步巩固,继续朝着宏观调控的预期方向发展。

### (一) 三季度经济增速继续回落,但仍保持较高增长水平

初步测算,前三季度国内生产总值 268660 亿元,按可比价格计算,同比增长 10.6%,比上年同期加快 2.5 个百分点。分季度看,一季度 GDP 增长 11.9%,二季度增长 10.3%,三季度增长 9.6%,呈现逐季回落态势(图 1)。分产业看,第一产业增加值 25600 亿元,增长 4.0%;第二产业增加值 129325 亿元,增长 12.6%;第三产业增加值 113735 亿元,增长 9.5%。GDP 增速逐季回落与 4 月份以来中央坚持房地产市场调控、加大节能减排力度和清理地方政府融资平台是一致的,反映经济继续朝着宏观调控的预期方向发展。

图 1: 前三季度 GDP 增速逐季回落,但仍保持较高水平 (%)



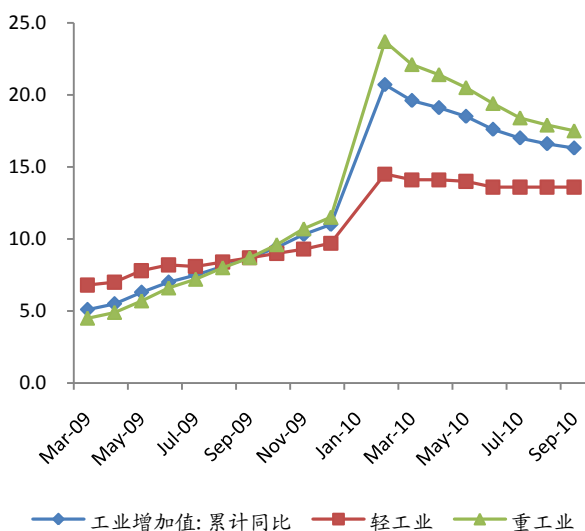
数据来源: Wind 资讯 宏源证券

### (二) 工业增速小幅回落,轻工业增长依旧强劲

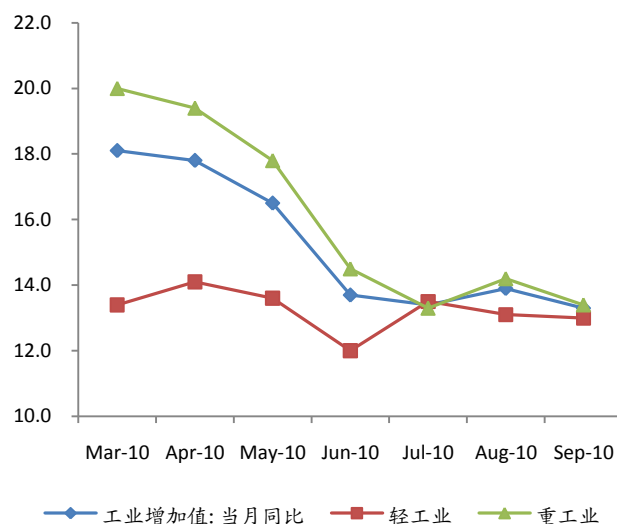
1-9 月份,规模以上工业增加值同比增长 16.3%,比 1-8 月份回落 0.3 个百分点。9 月份,规模以上工业增加值同比增长 13.3%,较 8 月份增速下滑 0.6 个百分点;分经济类型看,国有及国有控股企业增长 11.0%,集体企业增长 8.7%,股份制企业增长 14.2%,外商及港澳台投资企业增长 12.0%。9 月工业增加值增速回落部分源于去年同期基数较高(图 2),09 年 9 月工业增加值增速为 13.9%,8 月工业增加值增速为 12.3%。同时,进入 9 月份以来节能减排力度的加大也进一步压低了工业增速,9 月重工业增速较 8 月回落 0.8 个百分点。

轻工业增长依旧强劲,有力支撑了工业增速的平稳较快增长(图 3)。虽然 9 月份轻工业增速较 8 月份下降 0.1 个百分点,达 13.0%,但如果考虑到去年 9 月份增速较 8 月份增速大幅回升的事实,09 年 9 月轻工业同比增速为 11.8%,09 年 8 月轻工业增速为 9.8%,则表明 9 月份轻工业增速延续了之前几个月的较快增长势头。

图 2: 9 月工业增加值增速回落部分源于去年同期基数较高(%) 图 3: 9 月轻工业继续保持较快增长势头(%)



数据来源: Wind, 宏源证券



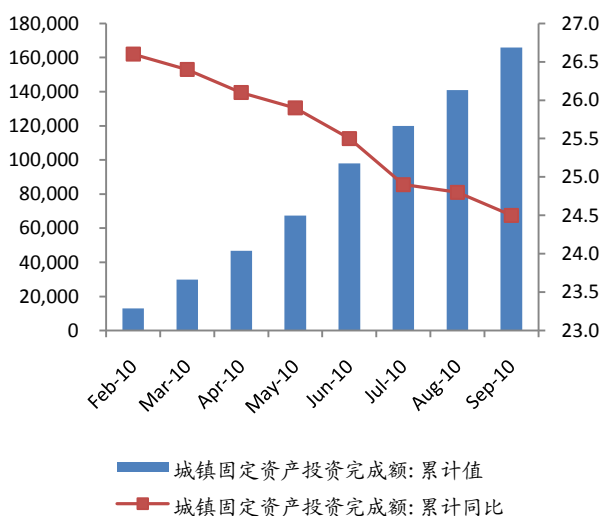
数据来源: Wind, 宏源证券

### (三) 城镇固定资产投资继续回落, 房地产投资高位回升

1-9 月份城镇固定资产投资 165870 亿元, 增长 24.5%, 较 1-8 月份回落 0.3 个百分点(图 4)。从项目隶属关系看, 1-9 月份中央项目投资同比增长 10.1%; 地方项目投资同比增长 25.9%; 分别较 1-8 月份回落 1.3 和 0.2 个百分点。分月份看, 9 月城镇固定资产投资单月增速较 8 月份放缓, 9 月份城镇固定资产投资增长 23.2%, 较 8 月份下滑 0.7 个百分点。

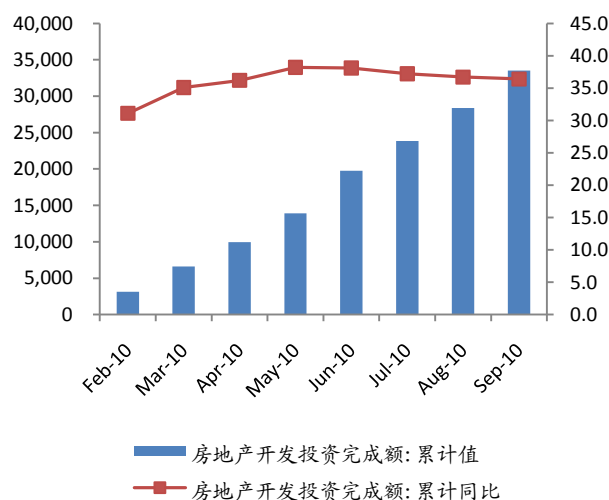
房地产投资继续保持高位(图 5)。1-9 月, 全国房地产开发投资 33511 亿元, 同比增长 36.4%, 比 1-8 月增幅收窄 0.3 个百分点。9 月当月房地产开发投资同比增长 35.0%, 高于 8 月的 34.1%, 连续两个月回升。9 月份房地产投资增速继续回升可能受到房市阶段性回暖、9 月份保障性住房建设加力的共同推动, 对支撑投资保持较快增长发挥了重要的基础作用。

图 4: 9 月城镇固定资产投资累计同比增速继续下滑



数据来源: Wind, 宏源证券

图 5: 1-9 月房地产投资增速小幅回落

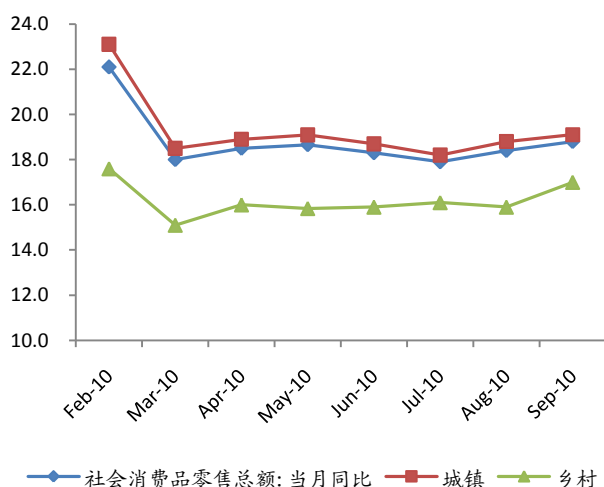


数据来源: Wind, 宏源证券

#### （四）消费增速略有回升，热点商品持续旺销

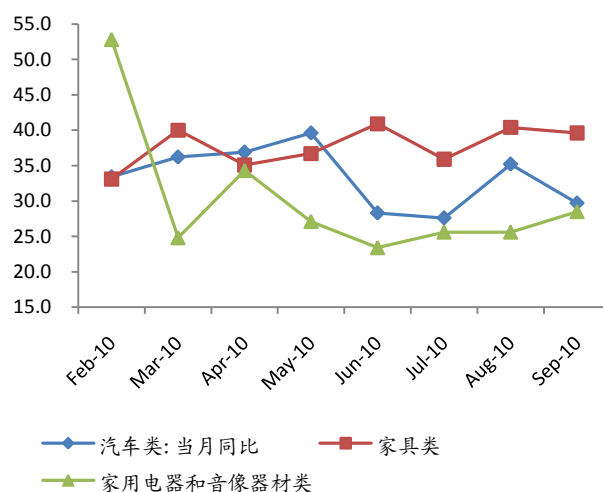
1-9 月份，社会消费品零售总额 111029 亿元，同比增长 18.3%，比 1-8 月加快 0.1 个百分点。9 月份，社会消费品零售总额 13537 亿元，同比增长 18.8%，较 8 月份加快 0.4 个百分点（图 6）。按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 11743 亿元，同比增长 19.1%；乡村消费品零售额 1794 亿元，增长 17.0%。9 月份，热点商品持续旺销，汽车类增长 29.7%，家具类增长 39.6%，家用电器和音像器材类增长 28.5%（图 7）。

图 6：9 月社会消费品零售总额增速较 8 月小幅回升（%）



数据来源：Wind，宏源证券

图 7：9 月汽车、家具、家电持续旺销（%）



数据来源：Wind，宏源证券

#### （五）进、出口同比大幅回调，但环比显示外贸增长依旧强劲

海关统计显示，9 月份我国进出口值 2731 亿美元，增长 24.7%，增速较上月大幅缩写 10 个百分点。但环比数据显示，9 月份我国外贸进出口值环比增长 5.6%，刷新今年 7 月份创下的 2622.9 亿美元的纪录，再创历史新高，外贸形势依旧良好。

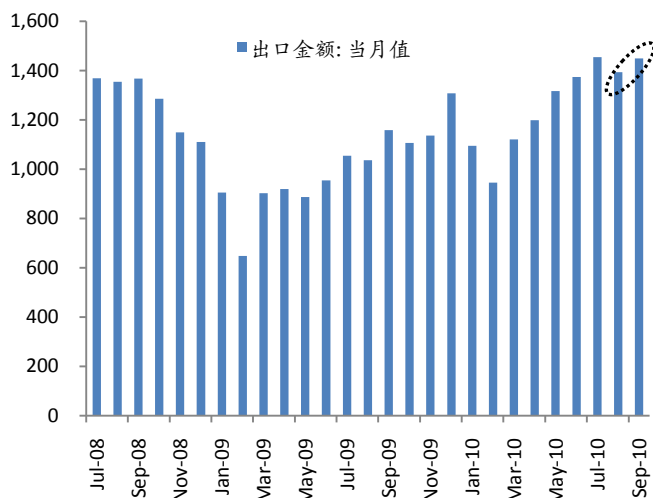
##### 1、出口绝对规模保持较高水平，同比增速大幅回落

9 月份出口 1450 亿美元，为 1 月以来单月出口规模第 2 高，季调当月环比数据增速表明，9 月出口较 8 月出口环比增长 3.2%，较上月环比增速回升 4.6 个百分点，出口绝对规模依然保持较高水平（图 8）。但受去年同期基数较高的影响，9 月份出口同比增速没有延续之前几个月的高速增长态势，同比增速大幅放缓。同比数据显示，9 月同比增长 25.1%，比上月大幅放缓 9.3 个百分点；季调当月同比增长 29.0%，较上月回调 3.9 个百分点（图 9）。

##### 2、进口规模再创历史新高，同比增速大幅回调

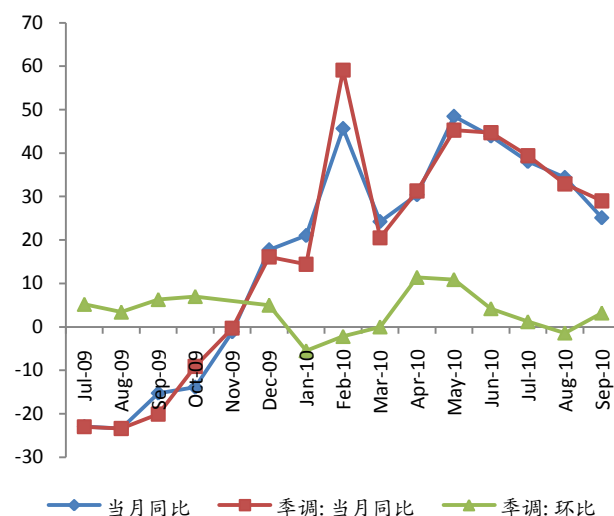
9 月进口 1281 亿美元，季调环比增长 7.5 个百分点，比上月回升 4.4 个百分点（图 10），再创历史新高。但同比增长显示，9 月进口增速较 8 月明显回调（图 11）。9 月进口同比增长 24.1%，增幅较上月大幅回调 11.1 个百分点；季调同比增长 29.2%，较上月增速小幅收窄 1 个百分点。9 月进口同比增速较 8 月大幅回落，主要是由于去年同期基数较高，拉低了同比增速。09 年 9 月进口额为 1032 亿美元，8 月进口额为 882 亿美元。

图 8：9 月出口金额较 8 月有所增加（亿美元）



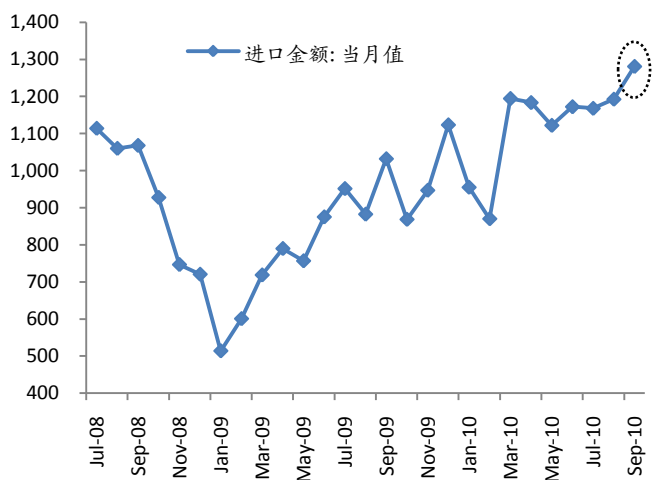
数据来源：Wind，宏源证券

图 9：9 月出口同比增速继续回落，环比增速回升（%）



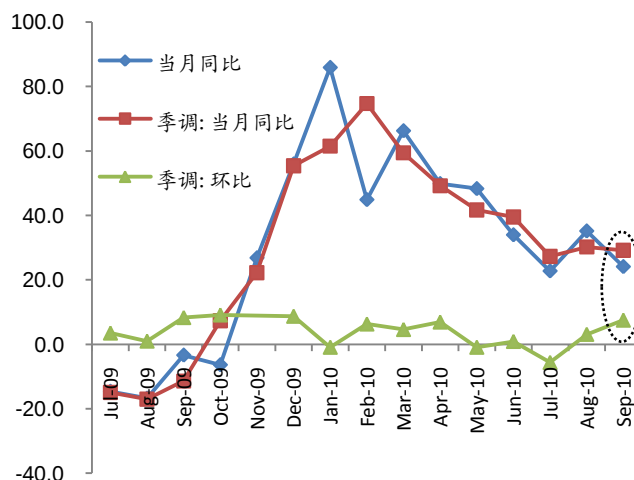
数据来源：Wind，宏源证券

图 10：9 月进口规模较 8 月份增加（%）



数据来源：Wind，宏源证券

图 11：9 月进口同比增速回落，环比回升（%）



数据来源：Wind，宏源证券

### 3、贸易收支：贸易顺差降至近 5 个月低点

受进口环比增速大幅增加、出口环比增速平稳的影响，进口环比增长 7.4% 创下历史新高，而出口环比仅增长 4.1%，致使 9 月份当月顺差降低至近 5 个月的最低点，达 169 亿美元，同比增长 33.3%（图 12）。

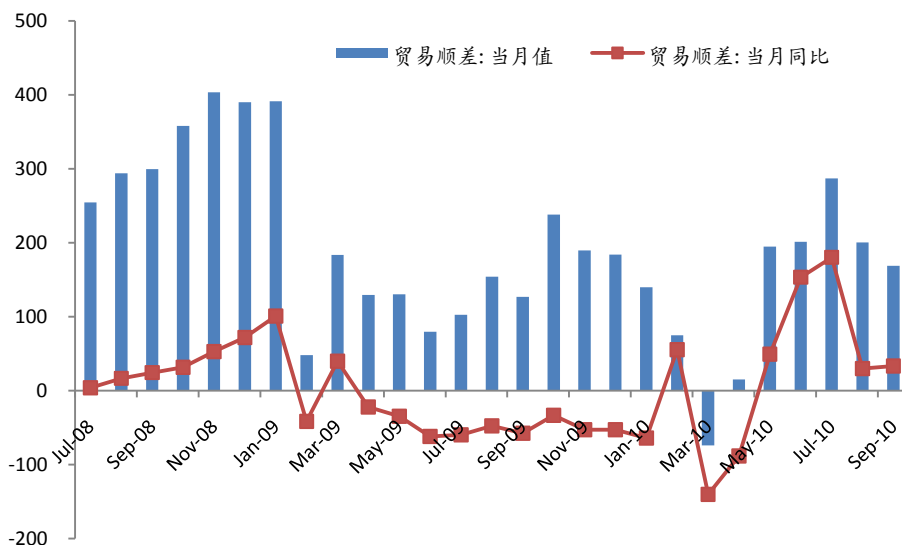
#### （六）CPI 再创年内新高，PPI 涨幅环比上升

9 月份，居民消费价格同比上涨 3.6%，涨幅比 8 月份扩大 0.1 个百分点，再创年内新高（图 13）。其中，城市上涨 3.5%，农村上涨 3.9%；食品价格上涨 8.0%，非食品价格上涨 1.4%。

从结构上看，9 月 CPI 涨幅可以分为两部分。一是翘尾因素，9 月翘尾因素为 1.3%，约占 CPI 同比涨幅 3.6% 中的 36%；二是新涨价因素，这部分约为 2.3%，主要表现为食用农产品价

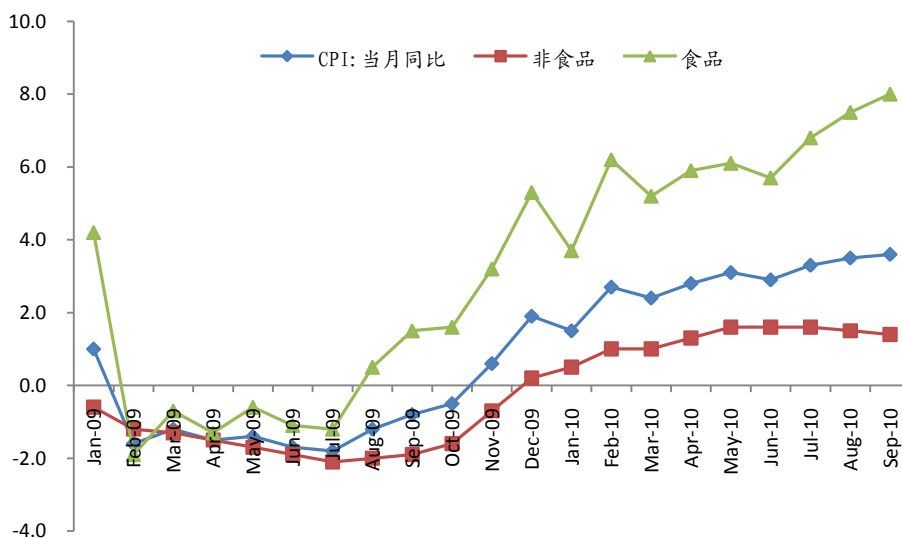
格高企和居住价格回升（图 14、15）。9 月份，蔬菜价格同比上涨 18%，肉禽价格同比上涨 5.4%，粮食价格同比上涨 12.1%，这些产品价格的上涨推动 9 月份食用农产品价格同比上涨 8.0%。而在 9 月份楼市阶段性回暖的刺激下，9 月份居住价格指数同比上升 4.3 个百分点。

图 12：9 月贸易顺差有所回落



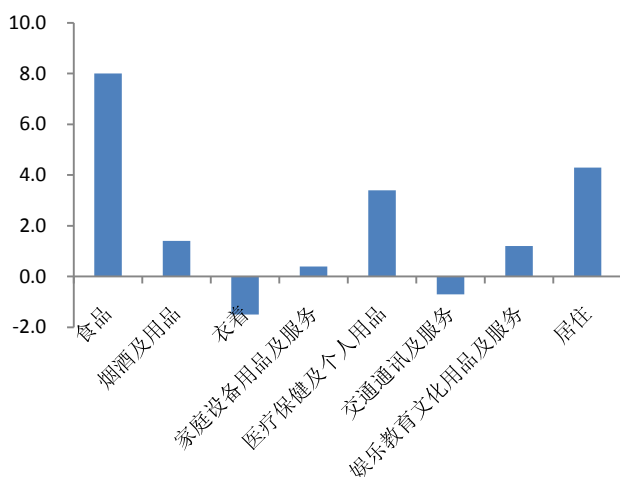
数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 13：9 月 CPI 再创年内新高 (%)



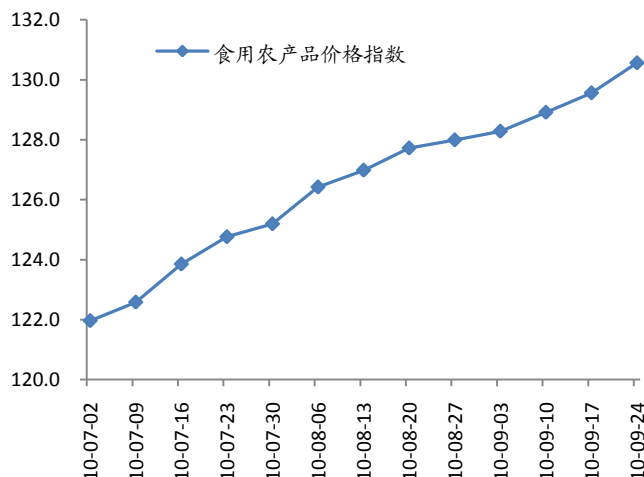
数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 14：9 月新涨价因素主要为食用农产品项和居住项



数据来源：Wind，宏源证券

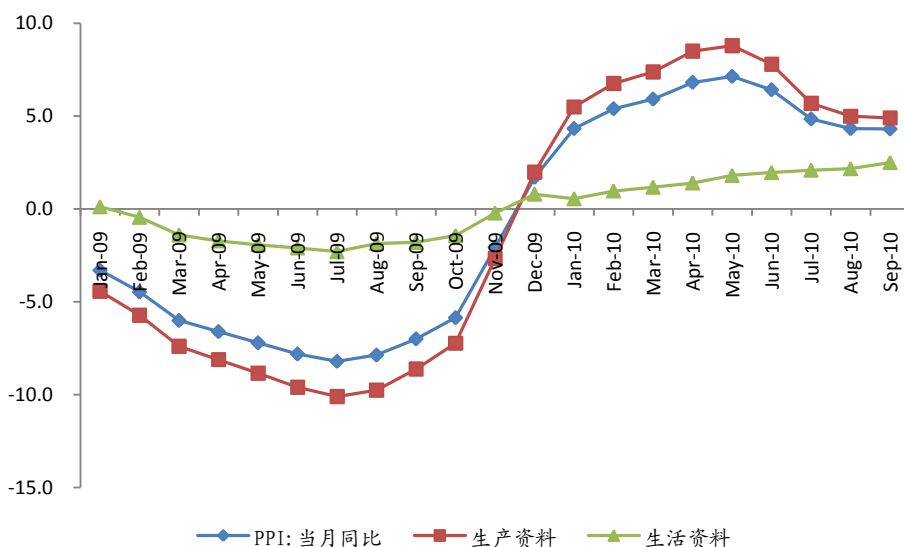
图 15：9 月食用农产品价格指数继续高企



数据来源：Wind，宏源证券

PPI 同比增速、环比增速显示 PPI 涨势趋稳。9 月份，工业品出厂价格同比上涨 4.3%，涨幅与 8 月份持平；环比上升 0.6 个百分点，涨幅较 8 月份扩大 0.2 个百分点（图 16）。分类别看，生产资料出厂价格上涨 4.9%，生活资料出厂价格上涨 2.0%。9 月份，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 7.1%。

图 16：9 月 PPI 同比涨幅与 8 月份持平 (%)



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

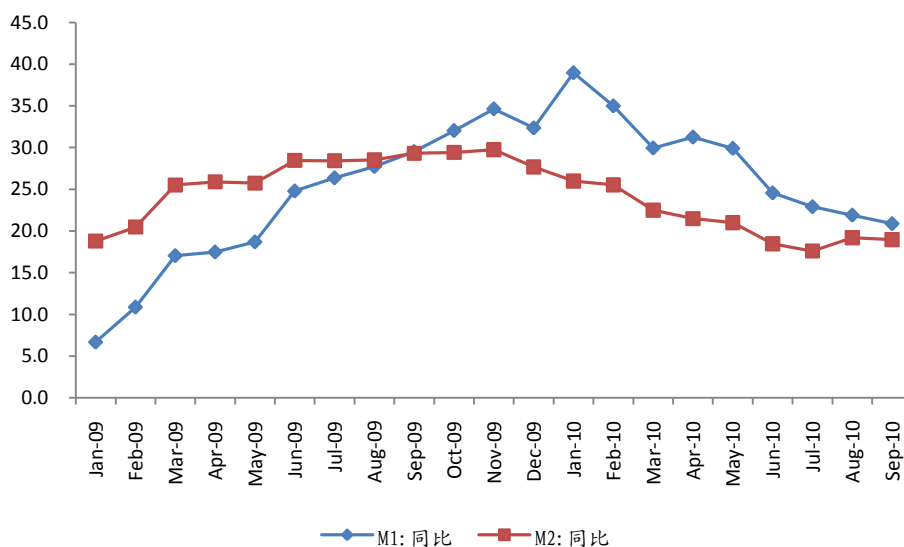
## （七）货币供应量基本稳定，新增人民币贷款超预期增长

9 月末，广义货币供应量 (M2) 余额 69.6 万亿元，同比增长 19.0%；狭义货币供应量 (M1) 余额 24.4 万亿元，增长 20.9%。M1、M2 增速“倒剪刀差”进一步收窄（图 17）。1 月 M1、M2 增速“倒剪刀差”为 12.9 个百分点，4 月缩小为 9.8 个百分点，7 月为 5.3 个百分点，8 月进一步收窄为 2.7 个百分点，9 月减少至 1.9 个百分点。

9 月末，本外币贷款余额 49.11 万亿元，同比增长 18.7%，前三季度本外币贷款增加 6.54

万亿元,同比少增 2.80 万亿元。前三季度人民币贷款增加 6.30 万亿元,同比少增 2.36 万亿元。分部门看:住户贷款增加 2.36 万亿元,其中,短期贷款增加 7667 亿元,中长期贷款增加 1.60 万亿元;非金融企业及其他部门贷款增加 3.94 万亿元,其中,短期贷款增加 1.01 万亿元,中长期贷款增加 3.63 万亿元,票据融资减少 8098 亿元。9 月份人民币贷款增加 5955 亿元,同比多增 788 亿元,高于此前市场预计的 5000 亿~5500 亿元的水平。9 月份人民币贷款超预期增长可能由几个因素造成:(1)银行季末冲规模;(2)9 月份房市回暖下个人房贷的回升、保障性住房建设的加力以及区域振兴规划的相继实施带动信贷需求的大幅上升。

图 17: 9 月 M1、M2 增速“倒剪刀差”进一步收窄 (%)



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

## 二、四季度经济形势展望

总体来看,三季度经济形势运行良好,虽然经济增速逐季回落,但回落幅度逐步收窄,经济向好局面进一步巩固和确立:(1)受去年同期基数较高、节能减排力度加大的影响,9 月份工业增加值较 8 月份小幅回落 0.6 个百分点,但轻工业依旧强劲增长有力支撑了 9 月份工业增加值增速连续四个月保持在 13.3%-13.9%之间,工业生产继续保持平稳态势。(2)9 月份城镇固定资产投资增速依然保持在较高增长水平,连续两个月保持在 23%以上,同时,9 月份房地产投资增速连续两个月回升,保障性住房建设的加力将继续提振城镇固定资产投资。(3)出口、进口同比数据虽均较 8 月份大幅回落,但这更主要是由于去年的高基数原因,从绝对规模来看,9 月份出口值达年内第二高、进口值创 1 月份以来的新高,直接推动 9 月份进出口总值再创历史新高;从环比来看,9 月份出口、进口分别环比增长 3.2%和 7.5%,进出口势头依然强劲。(4)9 月份消费较 8 月份大幅回升 0.4 个百分点,创 3 月份以来最高值,连续三个月回升,消费依然保持较高增长水平。

展望四季度,我们认为,这种经济向好格局进一步延续,经济全年经济增长仍将保持较高增速,但四季度通胀风险犹存,具体来说有以下几点判断:

## (一) 四季度 GDP 同比增速或将达 8.4%，全年仍将保持较高增长

受去年同期基数较高影响，预计四季度 GDP 同比增速或将达 8.4%，全年经济增速达 9.5% 左右，全年仍将保持较高经济增长水平。从经济增长的三驾马车看：

1、投资增速将继续受到房地产调控、节能减排力度加大的进一步打压，但保障性住房建设的加力、区域振兴规划和新兴产业发展的加速实施均将提振投资，四季度投资增速有望保持在 20% 以上的较高水平。

2、出口增速将稳中回落，全年仍将保持较高增速。四季度出口增速将受到以下几个因素的约束：一是从去年同期基数来看，由于去年出口增速呈现明显的前高后低特征，因此高基数拉低出口增速的效应将在四季度得到延续。二是从国外需求来看，国外主要经济体经济复苏放缓，将在一定程度上对四季度出口形成打压，9 月份我国对美国、欧盟出口份额开始出现下降或印证了国外需求不稳对出口的负面影响，四季度出口仍将受到国际需求不振的约束。三是从外贸环境来看，随着美国 11 月中期选举的临近，近期国际上特别是美国要求人民币升值的压力逐步增大，贸易保护主义倾向逐步加强，主要经济体之间大有爆发“货币战”、“汇率战”之势，国际贸易环境的恶化或进一步抑制国内相关企业的出口。因此，在上述三个约束因素的影响下，四季度出口增速将呈现下降趋势，但我们认为回落幅度有限，理由如下：一是出口虽然受到国际需求不振的影响，但我国机电出口产品和传统大宗出口商品强劲的国际竞争力有助于避免国际需求的大幅萎缩，机电产品和传统大宗商品出口仍将保持较高水平；二是人民币汇率问题目前更多的是一个政治问题，已经成为主要经济体博弈的一个工具，随着主要经济体博弈的加深，特别是美国中期选举的结束，主要经济体之间应会寻求相互合作淡化相关议题，“汇率战”、“贸易战”爆发的可能性很小，在这种情况下，人民币升值步伐虽会有所加快但仍有限，我们预计到年底人民币还将有 3% 的升值空间，同时 2005 年 7 月人民币汇改以来中国出口企业规避汇率风险的能力逐步增强，也使得人民币升值对四季度出口影响可控。综合考虑，由于 1-9 月份我国出口同比增速 34%，前三季度出口增速仍保持高速增长，而四季度出口增速的平稳回落，使得全年出口增速有望保持在一个较高水平，或达 25%。

3、今年以来，消费保持较快增长势头，四季度消费仍将保持平稳较快增长，有望保持在 18% 左右的较高水平，消费将成为四季度经济增长的重要稳定因素。

## (二) 10 月 CPI 或再创新高，四季度通胀压力犹存

7 月份以来，食用农产品价格不断高企，推动 CPI 连创新高。从目前形势来看，预计 10 月份 CPI 将再创新高，或达 3.8%。主要理由如下：

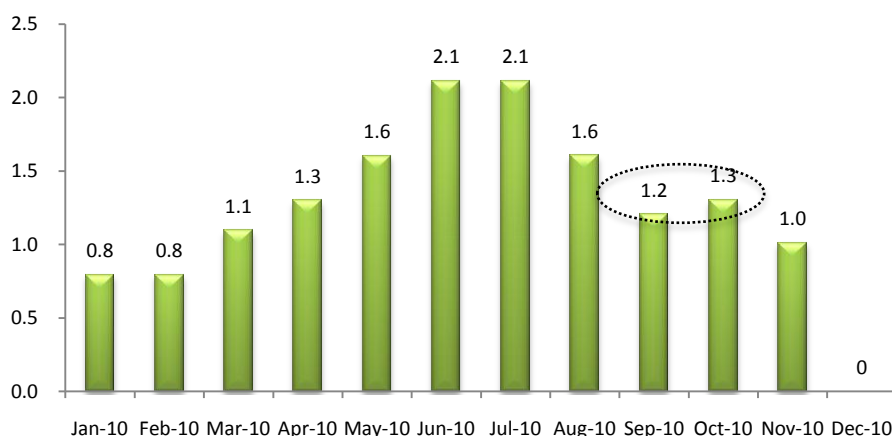
1、从翘尾因素看，10 月翘尾因素对 CPI 的推动作用将比 9 月份上升 0.1 个百分点。（图 18）；

2、10 月份食用农产品价格将继续高企。商务部公布的食用农产品价格指数显示，10 月份以来食用农产品价格指数继续保持小幅上涨趋势。10 月第一周（10 月 4 日至 10 日）全国 36 个大中城市重点监测的食用农产品市场价格比前一周小幅上涨 0.5%，第二周（10 月 11 日-17 日）虽然止涨回稳，但从趋势上看，10 月第三周（10 月 18 日-24 日）及第四周（10 月 25 日-31 日）食用农产品价格仍将上行。其一，随着气温的下降，蔬菜价格将稳中有升；其二，猪肉价格因为后期供应充足将保持平稳，但气温下降将促使羊肉和牛肉后期价格将继续小幅走高，后期肉类价格将继续保持小幅上涨趋势；其三，虽然新米大量上市、市场供给日趋宽松，但新

米价格高于陈米，后期国内大米价格将稳中有涨；其四，国内小麦供给充足，但受国家提高小麦最低收购价支撑，后期国内面粉价格将稳中略涨。

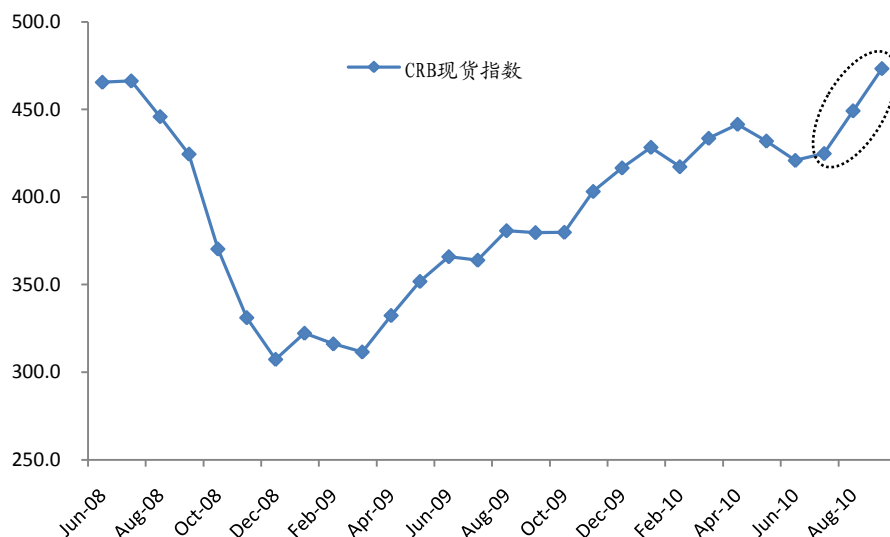
3、国际大宗商品价格近期上涨明显，将通过 PPI 传导至 CPI，输入型通胀因素逐步凸显。进入 7 月份以来，代表国际大宗商品价格走势的 CRB 指数逐步走高，7 月 CRB 指数较 6 月回升 0.9 个百分点，8 月、9 月、10 月（10 月 1 日-21 日平均）则分别较前月大幅上涨 5.7、5.4 和 3.2 个百分点（图 19）。考虑到 7 月份以来 CRB 指数大幅上涨，输入型通胀因素将逐步凸显，将进一步推高 10 月份 CPI 指数。

图 18: 10 月 CPI 翘尾因素较 9 月上升 0.1 个百分点



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

图 19: 7 月份以来 CRB 指数大幅上涨



数据来源: Wind 资讯 宏源证券

因此，综合来看，10 月份 CPI 仍将高位运行，或再创新高；同时，考虑到今年秋粮增产较多，粮食价格有望保持稳定，再加上 11 月翘尾因素的减弱，预计 11 月、12 月 CPI 指数将保持下行趋势，但仍将保持在较高水平，四季度通胀风险犹存，全年 CPI 水平或超 3% 的预期目标。其中，需要重点关注未来国际大宗商品价格对国内价格的影响以及食用农产品价格的走势。

### （三）货币政策或进入加息周期，但仍旧维持适度宽松态势

央行 10 月 19 日超市场预期加息 0.25 个百分点,表明在当前经济形势继续向好的背景下,中央政府坚决抑制通货膨胀的决心,剑指不断升温的通胀预期和资产价格泡沫。央行 34 个月来首次加息,引发了市场激辩中国是否进入加息周期的相关讨论,目前市场对此尚存较大争议。我们认为,中国已进入加息周期,但加息的步伐和幅度还有待根据经济形势的变化相机而动,预计四季度央行不会采取进一步的加息行动,四季度应是重要的观察窗口,明年一季度或有一次加息(0.25bp),以改善负利率状况。当然,不排除在四季度通胀形势依旧高企、国内流动性依然充裕的情况下,央行在四季度再次加息的可能性。同时,我们也不认为加息代表适度宽松的货币政策正在退出,为保持四季度经济平稳较快增长,货币政策仍将维持适度宽松态势。这也可从此次加息存款利率上调幅度大于贷款利率幅度得到印证,如三个月至五年存款利率的调整幅度在 0.2-0.52 个百分点之间,而六个月至五年以上贷款利率的调整幅度在 0.2-0.25 个百分点之间。从前三季度信贷完成情况看,人民币贷款累计新增 6.3 万亿元,占全年 7.5 万亿元调控目标的 84%,预计四季度新增贷款将有所回落,但考虑到实体经济信贷需求旺盛,大幅回落的可能性不大,全年新增贷款有望完成 7.5 万亿的目标。在当前外围市场流动性宽松、外汇占款大幅增加的态势下,预计年内货币政策仍将适度宽松。

**表 1: 央行此次上调存贷款利率幅度呈现非对称特点**

|                 | 调整前利率 | 调整后利率 | 调整幅度 |
|-----------------|-------|-------|------|
| <b>整存整取定期存款</b> |       |       |      |
| 三个月             | 1.71  | 1.91  | 0.2  |
| 半年              | 1.98  | 2.2   | 0.22 |
| 一年              | 2.25  | 2.5   | 0.25 |
| 二年              | 2.79  | 3.25  | 0.46 |
| 三年              | 3.33  | 3.85  | 0.52 |
| 五年              | 3.6   | 4.2   | 0.6  |
| <b>各项贷款</b>     |       |       |      |
| 六个月             | 4.86  | 5.1   | 0.24 |
| 一年              | 5.31  | 5.56  | 0.25 |
| 一至三年            | 5.4   | 5.6   | 0.2  |
| 三至五年            | 5.76  | 5.96  | 0.2  |
| 五年以上            | 5.94  | 6.14  | 0.2  |

数据来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**邵 宇:** (SAC 执业证书编号: S1250109121393), 宏源证券研究所首席分析师, 复旦大学金融学博士。复旦大学金融研究院研究员, 牛津大学圣安东尼学院 SWIRE 学者。主要研究领域: 全球(开放)宏观经济学、固定收益、金融工程。

**蔡 笑:** 宏观经济分析师, 苏州大学金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

**李伟杰:** 宏观经济分析师, 中国人民银行金融学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究领域: 国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融计量经济学。

**宏源证券机构销售团队****华北区域****牟晓凤**

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

**华东区域****曾利洁**

010-88085790

zenglijie@hysec.com

**华南区域****雷增明**

010-88085989

leizengming@hysec.com

**刘爽**

010-88085798

liushuang@hysec.com

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。