

宏观经济周报

加息频率会有多高？

崔永 研究员
电话：010-68058790
eMail: cy30@gf.com.cn

本期要点：

- ◆ 自政府开展新一轮地产调控、实行差别准备金制度之后，上周央行又出乎市场预料地加息。毫无疑问，这种出乎意料的加息不仅使得大盘次日大幅低开，而且还会对市场产生较为深远的影响，只不过这种深远的影响目前还不会立即体现。**首先**，当前的加息幅度显然还没有覆盖投资者对企业未来盈利的增长预期，表现为当前CPI和PPI的环比上涨幅度均高于0.25%的利率提高幅度。而只有利率的提高幅度大幅超过物价的上涨幅度，即泰勒规则中的物价弹性系数要大于1，物价的上涨才会收敛。**其次**，市场预期本轮加息不具有可持续性，未来加息空间有限，频率也不会很高。尽管9月份CPI高达3.6%，但1-9月份累计CPI为2.9%，且普遍预期的明年CPI不过3%，这意味着最多还有两次加息机会，且连续加息的概率很小。**最后**，当前投资者对企业的未来盈利预期开始由向下转为向上，在盈利预期再次逆转之前，包括加息在内的各种紧缩趋向政策尚无法对市场产生方向性影响。尽管“限贷令”会引发投资者对流动性现状的担忧，但在美元和日元套利交易盛行之下，国内信贷的控制已不足以扭转日趋宽松的货币条件。更何况投资者对今年新增贷款突破7.5万亿元原本就没有抱多大希望，且对明年新增贷款突破今年额度也没报任何期望。因此，股市还会沿着既有轨迹运行下去，股市将总体趋势向上直至泡沫在明年二季度前后破裂。至少截至上周所发生的事件以及公布的最新数据还在验证这一切。
- ◆ 从“量 and 价”角度看，上周公布的9月份数据基本符合市场预期，其中，投资、消费和出口的环比都出现较为明显的增长，而且VAI环比（季调后）也保持上涨态势，尽管GDP同比增速还将下降，但GDP环比在今年四季度见底回升的格局不会改变。此外，无论是CPI、PPI还是PPIRM的环比也保持正增长态势，而且有理由期待这种环比上涨的态势会持续到明年二季度。这意味着宏观层面“量”和“价”齐升的态势并没有得到改变，未来企业盈利预期还将继续改善，从而逐步抬升股市估值中枢，推起大浪。从“流动性”角度看，上周银监会推出的针对地方融资平台和房地产企业的“限贷令”无疑会引起市场对流动性的担忧，但这正如央行前期推出的差别准备金政策以及银监会推出的暂停银信合作一样，这种担忧很快就会消失。因为所有这些政策都是针对7.5万亿元的贷款目标而来。在市场预期今年甚至明年新增贷款都不会超过7.5万亿元的情况之下，再严厉的信贷紧缩政策也不会改变投资者对未来货币条件改善的预期。毕竟今年前三季度新增贷款已经达到6.3万亿元，只要未来月均新增贷款不低于4000亿元，这些政策对股市就不会产生较大负面影响。
- ◆ 需要补充的是，一些投资者担心决策者调控时会矫枉过正，进而会造成市场意想不到的大幅波动。对此，投资者无须过早担心。一是调控对市场的影响是通过影响“量”、“价”和“流动性”这三者间接实现的，只要这三者不变，即便决策者存在矫枉过正行为也并不会对市场产生较大或持久冲击。二是投资者对“量”、“价”和“流动性”的预期已综合考量决策者的期望，因此在决策者和投资者的动态博弈过程中，只要决策者的目标函数不改变，政策的调整不会轻易改变股市既定的运行轨迹。目前，投资者已普遍感到，即便明年上半年GDP同比增速降到8%以下，今年四季度到明年二季度，GDP环比继续上涨的态势不会改变，而显然决策者是不会容忍GDP持续低于8%的。关于与这一点，无论是国内投资者还是国外投资者都会看到。因此，不管决策者下多大的决心紧缩，也无法逆转流动性环境在明年二季度之前持续改善的预期。看来泡沫终将被吹起，且波浪不息，泡沫不灭。

目 录

一、加息还不能够覆盖投资者对未来盈利增长的预期	4
二、加息也还不会影响投资者对“流动性”改善的预期	5

图 表

图 1: 9 月份 PMI 继续反弹显示 VAI 继续反弹	8
图 2: 汇丰 PMI 产出指数也同样保持强劲反弹	8
图 3: VAI 同比增速小幅回落	8
图 4: PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象 (续)	8
图 5: 9 月投资增速小幅下滑	8
图 6: 如同贷款一样投资存在较明显的季末现象	8
图 7: 保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑	9
图 8: 房地产开发投资完成额同比增速	9
图 9: 居民可支配收入与零售同比增速	9
图 10: 下半年名义消费零售环比增速会明显加快	9
图 11: 名义消费随着消费物价的涨落而波动	10
图 12: 消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛	10
图 13: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大	10
图 14: 进出口环比增速变动情况	10
图 15: GDP 环比增速有可能在今年四季度见底	10
图 16: GDP 同比增速则将在明年上半年见底	10
图 17: 今年年内 CPI 环比涨幅还有望扩大	11
图 18: 但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落	11
图 19: 10 月 10 日当周生产资料价格环比大幅上升	11
图 20: 近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓	11
图 21: 10 月 23 日当周日度农产品价格基本企稳	11
图 22: 猪粮比连续两个多月维持在盈亏平衡点之上	11
图 23: 除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落	12
图 24: PPI 环比尽管还会上涨, 但同比会回落	12
图 25: 消费品、服务品价格同比上升	12
图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落	12
图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行	12
图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落	12
图 29: 10 月 22 日当周央行净回笼 610 亿元流动性	13
图 30: 截至 10 月 22 日本月净投放流动性 1450 亿元	13
图 31: 央行净投放流动性使得短端利率下行企稳	13
图 32: 10 月 19 日直贴利率因央行加息事件上扬	13
图 33: 财政渠道逐步开始净投放流动性	13
图 34: 财政收入顺周期而财政支出逆周期	13
图 35: 今年 10 月份贸易顺差缩小的态势会得到逆转	14

图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定.....	14
图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强.....	14
图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转.....	14
图 39: 新增外汇占款连续第 4 个月环比上涨.....	14
图 40: 新增贷款年内很难再超预期.....	14
图 41: 货币乘数将随着总需求的缩胀而缩胀.....	15
图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快	15
图 43: 新兴市场股指不断走高	15
图 44: 美元指数自今年 6 月份来持续下滑	15
图 45: 存贷利率调整与上证指数走势.....	15
图 46: 联邦目标基金利率调整与标普 500 走势	15
图 47: 日本隔夜利率调整与日经 225 指数走势	16
图 48: 基准利率调整与巴西 Bovespa 指数走势.....	16

为了抑制房价、物价等的快速上涨，决策层近期再次密集出台一系列措施。先是“限购令”；后是“差别准备金率”；再就是“限贷令”和“加息”。受到前期央行在不同场合一再强调要提高通胀的容忍程度，甚至明确表态成年内央行不会加息的影响，市场对央行加息的预期在“十一”之后已经几乎完全消失，所以市场在“十一”假期前的最后一天已经迫不及待地作出反应，并在“十一”之后急剧反弹。在之前的报告《加息预期何时了》（2010年9月14日）中，我们明确指出，如果不对称加息在“十一”之前兑现，市场回调之后预计很快就会迎来比较确定的增长。而如果“十一”之前没有兑现，随着CPI同比“十一”之后的逐步回落，不对称加息预期估计会逐步消失，加之未来盈利预期以及流动性预期的逐步改善，市场也会迎来较为确定的增长。目前来看，“十一”之后不对称加息预期完全消失了，但央行却出乎市场预料地加息了，不仅加息的时间出乎市场的预料，就连加息的幅度也大大出乎市场预料。毫无疑问，投资者向来是把加息与否看作是政策转向与否的风向标。因此这次加息必定会对市场带来较为深远的影响，只是目前还不会表现出来。首先，当前的加息幅度显然还没有覆盖投资者对企业未来盈利的增长预期，表现为当前CPI和PPI的环比上涨幅度均高于0.25%的利率提高幅度。而只有利率的提高幅度大幅物价的上涨幅度，即泰勒规则中的物价弹性系数要大于1，物价的上涨才会收敛。其次，市场预期本轮加息不具有可持续性，未来加息空间有限，频率也不会很高。尽管9月份CPI高达3.6%，但1-9月份累计CPI为2.9%，且普遍预期的明年CPI不过3%，这意味着最多还有两次加息机会，且连续加息的概率很小。人大财经委副主任吴晓灵于10月21日也表示，此次加息可视为中央强化管理通胀预期的意图，同时也是货币政策回归稳健的信号，但中国是否进入加息周期，还言之过早。最后，当前投资者对企业的未来盈利预期开始由向下转为向上，在盈利预期再次逆转之前，包括加息在内的各种紧缩趋向政策尚无法对市场产生方向性影响。尽管“限贷令”会引发投资者对流动性现状的担忧，但在美元和日元套利交易盛行之下，国内信贷的控制已不足以扭转日趋宽松的货币条件。更何况投资者对今年新增贷款突破7.5万亿元原本就没有抱多大希望，且对明年新增贷款突破今年额度也没报任何期望。因此，股市还会沿着既有轨迹运行下去，股市将总体趋势向上直至泡沫在明年二季度前后破裂。

一、加息还不能够覆盖投资者对未来盈利增长的预期

从“量和价”角度看，上周公布的9月份数据基本符合市场预期，其中，投资、消费和出口的环比都出现较为明显的增长，而且VAI环比（季调后）也继续保持上涨态势，尽管GDP同比增速还将下降，但GDP环比在今年四季度见底回升的格局不会改变。此外，无论是CPI、PPI还是PIRM的环比也保持正增长态势，而且有理由期待这种环比上涨的态势会持续到明年二季度。这意味着宏观层面“量”和“价”齐升的态势并没有得到改变，未来企业盈利预期还将继续改善，从而逐步抬升股市估值中枢，推起大浪。尽管本轮加息会对市场产生较为深远的影响，但很显然本次加息的幅度还没有覆盖投资者对企业未来盈利增长的预期。主要表现为：本次0.25%的加息幅度不仅覆盖不了VAI、投资、消费和出口的环比涨幅，甚至还没有覆盖0.6%的CPI和PPI环比涨幅。因此，仅仅一次加息显然还不能够逆转投资者对未来盈利的预期。而且，考虑到未来一段时期CPI同比涨幅的逐步回落加息的可持续性并不强。具体来看：

首先，VAI 环比增速的持续提高使得越来越多的投资者预期经济将触底回升。尽管今年三季度 GDP 同比增长 9.6%，继续保持下行态势，且 GDP 环比涨幅在今年三季度也在继续下降，但 GDP 环比增速在四季度见底回升的态势不会改变。关于这一点可以从 VAI 环比增速开始提升以及 PMI 继续回升等方面得到验证。9 月份，尽管 VAI 当月同比增速由 8 月份的 13.9% 回落到 9 月份的 13.3%，但 VAI 环比增速还在上行，由 8 月份的 0.85% 上升到 9 月份的 1.5%。很显然，VAI 的环比涨幅明显要高于加息的幅度。因此，投资者有理由预期未来企业盈利前景会覆盖当前利率水平的提高。

其次，投资、消费和出口等三大需求也纷纷开始见底回升。9 月份，FAI 当月同比增长 23.2%，尽管略低于 8 月的 23.9%，但高于 7 月的 22.3%，FAI 环比增速也保持在 17.7 的历史同期平均水平。零售当月同比增速也攀升至 18.8%，环比增速继续保持 7.7% 的历史同期平均水平。此外，尽管出口同比增速由 8 月份的 34.4% 大幅下降到 9 月份的 25.1%，但出口环比增速重新恢复到正增长，由 8 月份的 -4.3% 提升到 9 月份的 4.1%。可见，无论是投资、消费还是出口，9 月份的环比增速均高出利率的提高幅度。尽管未来投资、消费和出口的环比涨幅并不会持续保持这样的水平，但在没有看到确切证据表明投资利润覆盖不了利息支出之前，投资者还不会急于将未来盈利预期由向上转为向下。

最后，当前各类物价环比上涨的态势也还在延续，尽管受到基数的影响，PPI 和 PPIRM 等同比增速还会回落，尤其是 CPI 在 10 月份之后也将趋于回落。9 月份的物价数据继续验证这一点。9 月份，无论是 CPI 还是 PPI 环比都呈现明显的上涨态势，环比涨幅均为 0.6%，与此同时 CPI 同比涨幅仅一步攀升到 3.6%，而 PPI 同比涨幅则与 8 月份基本持平。分细项来看，食品类价格 9 月同比上涨 8%，非食品类 9 月同比上涨 1.4%。从农业部的月度数据来看，10 月 22 日当周，农产品批发价格指数周环比上涨 0.29%，菜篮子产品批发价格指数周环比上涨 0.12%，出现下行企稳的态势。而 10 月 12 日当周商务部公布的食用农产品价格指数环比上涨也为 0.5%。据此初步推算，10 月份 CPI 同比还可能再创新高。

综合“量”和“价”两方面经济指标，我们认为上周决策者所采取的“限贷令”和“加息”并没有改变投资者对未来盈利增长的预期，因此，我们维持在《热钱重新回流了吗》（2010 年 9 月 28 日）、《加了准备金又如何》（2010 年 10 月 18 日）等报告中，关于“十一”之后股市估值中枢将不断抬升的判断，这将掀起一轮波浪。

二、加息也还不会影响投资者对“流动性”改善的预期

考虑到在上周周报《加了准备金率又如何》（2010 年 9 月 18 日）中，我们已经对公开市场操作渠道、财政收支渠道、贸易收支渠道、FDI 渠道、短期资本渠道以及信贷渠道的流动性变动情况作了分析。且在过去的一周并没有发生较大变化，尽管央行于 10 月 22 日当周通过公开市场操作净回笼资金 610 亿元，不过 10 月迄今为止累计净投放资金 1450 亿元，因此本期周报不再详细论述流动性分项目的变动情况。我们在《热钱重新回流了吗》（2010 年 9 月 28 日）报告中指出的“短期外汇资本的增加却会让投资者感到流动性环境正在发生改善，最起码这反映了海外资金开始看好中国市场，无形中会增加国内投资者的信心，而作为信心反映

的流动性环境无疑也会增加”以及在《加了准备金率又如何》(2010年10月18日)中再次指出的“新增贷款的再次意外增加以及美日零利率政策所引发的美元回调并进而引发大量外部资金的涌入,使得流动性改善预期得到明显增强”等判断目前还不会失效。取而代之,本期周报着重讨论一下,“限贷令”和“加息”对流动性的可能影响。

首先来看“限贷令”,上周银监会推出的针对地方融资平台和房地产企业的“限贷令”无疑会引起市场对流动性的担忧,但这正如央行前期推出的差别准备金政策以及银监会推出的暂停银信合作一样,这种担忧很快就会消失。因为所有这些政策都是针对7.5万亿元的贷款目标而来。在市场预期今年甚至明年新增贷款都不会超过7.5万亿元的情况之下,再严厉的信贷紧缩政策也不会改变投资者对未来货币条件改善的预期。毕竟今年前三季度新增贷款已经达到6.3万亿元,只要未来月均新增贷款不低于4000亿元,这些政策对股市就不会产生较大负面影响。目前,投资者已普遍感到,即便明年上半年GDP同比增速降到8%以下,今年四季度到明年二季度,GDP环比继续上涨的态势不会改变,而根据历史经验,决策者显然不会容忍GDP持续低于8%。关于与这一点,无论是国内投资者还是国外投资者都会看到。因此,不管决策者下多大的决心紧缩,也无法逆转流动性环境在明年二季度之前持续改善的预期。路演过程中,许多机构投资者认为,如果决策层将明年的新增贷款目标定为7万亿元或者更低,股市将很难有跨年度的行情。在此,需要提醒投资者注意的是,我们所要看的流动性不仅仅是国内信贷,还要看外部资金。尽管明年新增贷款可能会更低,但在日元和美元零利率套利交易的大背景下,外部流入资金显然在一定程度上会抵补新增贷款的缩减。

其次来看“加息”,上周尽管央行行长周小川于10月10日在华盛顿参加国际货币基金组织(IMF)和世界银行年会时表示央行年内不会加息,但10月19日央行还是意外加息。我们曾在《加息预期何时了》(2010年9月14日)中指出,决策者在做加息决策的时候,不仅要考虑CPI,还要考虑投资尤其是私人投资、消费尤其是居民消费、出口尤其是加工贸易出口、储蓄尤其是居民储蓄,甚至股市债市等资产价格的走势也是在央行考虑之列。很显然,投资者在做投资决策的时候也会考虑这些因素。考虑到决策者和投资者这两者的目标函数基本上不会发生变化。比如:决策者的目标函数是平滑经济增长、稳定物价水平、最大化就业等;而投资者的目标函数则是最大化投资回报。因此,在决策者和投资者动态博弈的过程之中,尽管在决策者和投资者的动态博弈过程中,决策者会通过各种政策工具试图影响经济运行的轨迹,股市还是会遵循既有的轨迹运行,除非投资者认为决策者的目标函数已经发生变化。因此,我们认为,在政策并没有影响到“量”、“价”和“流动性”之前,股市本身并不会对政策做出反应的,本次加息就是这样。尽管本次加息的时间以及加息的幅度都让投资者大吃一惊,但投资者很快意识到中国的加息如同印度、巴西、澳大利亚、泰国、马来西亚等国的加息一样,并不会对中国经济甚至全球经济立即带来显著的影响。一方面,本次加息显然还没有覆盖投资者对未来盈利的增长预期,而且投资者预期本轮加息的幅度和频率不会很大,而且不具有可持续性。关于这一点可以从加息主要考虑的指标CPI数据看出,尽管9月份CPI高达3.6%,但1-9月份累计CPI为2.9%,且普遍预期的明年CPI不过3%,这意味着最多还有两次加息机会,且连续加息的

概率很小。人大财经委副主任吴晓灵于10月21日也表示,此次加息可视为中心强化管理通胀预期的意图,同时也是货币政策回归稳健的信号,但中国是否进入加息周期,还言之过早。因此,投资、消费和出口还不至于受到较大的负面影响。在盈利预期继续改善的情形之下,投资者会通过借贷、举债等方式进一步追加投资;消费者也会通过借贷、举债等方式扩大消费。整体经济的杠杆率会逐步提高,从而带来流动性环境的逐步改善。另一方面,10月20日的加息消除了悬在投资者头上长近一年之久的达摩克利斯之剑,中国开始正式像印度、巴西、澳大利亚等过一样,步入加息通道。在加息预期尚未逆转的情况之下,国际资本在利率差异以及增长率差异等的指引之下,会源源不断地涌向包括中国在内的新兴市场经济体。大量资金涌向新兴市场经济体,使得投资者对这些国家长期利率的预期水平降低,进而提升资产价格上涨的预期。尽管汇率脱钩美元的资本净流入国家会采取提升利率的方式来试图抑制经济的过快增长和不断攀升的物价水平,但实体经济“量和价”抬升所引起的未来盈利预期的改善显然覆盖了政策利率水平的提高。所以只有等到政策利率调整到一定幅度以至于投资者预感到这将抑制流动性的进一步扩张或者超过了未来盈利预期的改善或者等到外汇资金的流入受到某种冲击发生逆转,新兴市场经济体的资产价格泡沫才会破灭。看来泡沫终将被吹起,且波浪不息,泡沫不灭。

综合“量-价-流动性”三个方面因素,我们继续保留股市在未来两个季度保持总体上涨态势的判断,目前来看,加息会对市场带来较为深远的影响,但这种加息的幅度还不能够覆盖投资者对未来企业盈利增长的预期。因此,股市将总体趋势向上直至泡沫在明年二季度前后破裂。而在明年二季度之前,“量”和“价”环比的触底回升将抬高股市估值中枢,“流动性”环境的逐步改善将催生新的资产价格泡沫。

图 1：9 月份 PMI 继续反弹显示 VAI 继续反弹

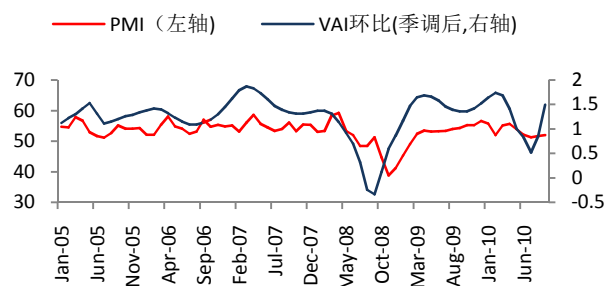


图 2：汇丰 PMI 产出指数也同样保持强劲反弹

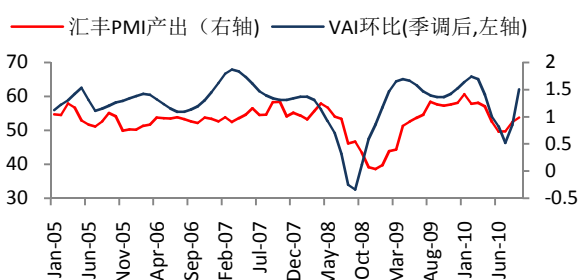


图 3：VAI 同比增速小幅回落

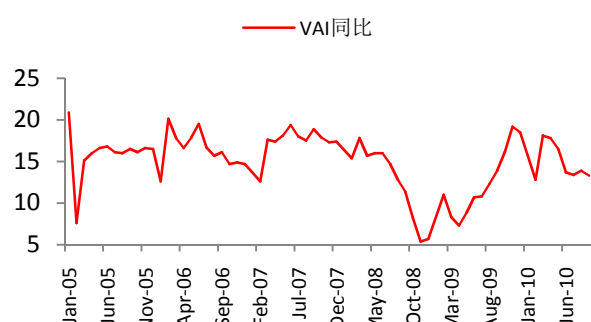


图 4：PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象（续）

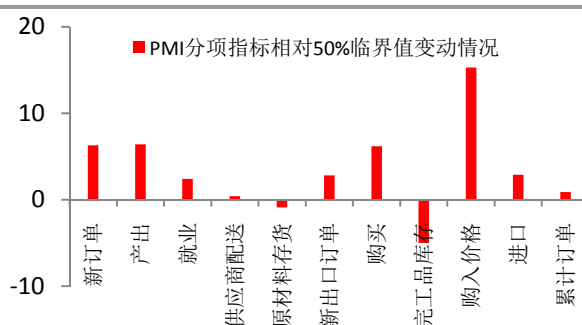


图 5：9 月投资增速小幅下滑

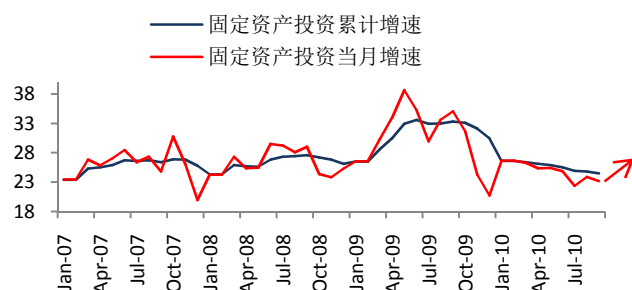
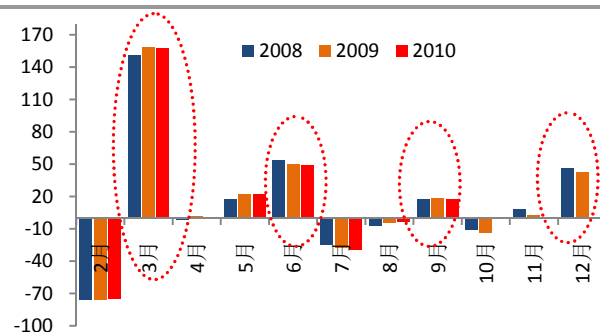


图 6：如同贷款一样投资存在较明显的季末现象



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、国家外管局、广发证券发展研究中心

图 7: 保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑

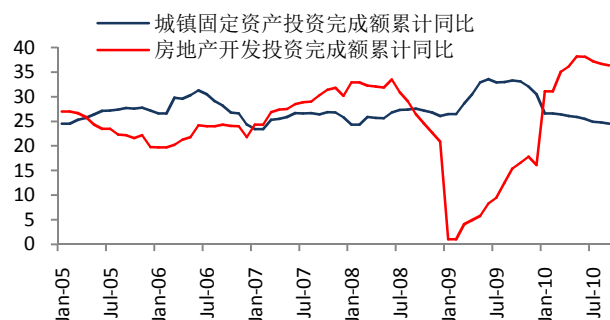


图 8: 房地产开发投资完成额同比增速

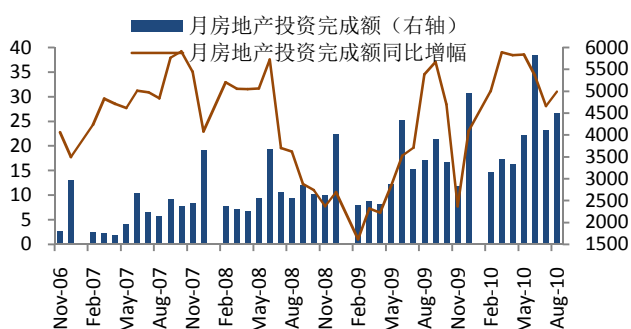


图 9: 居民可支配收入与零售同比增速

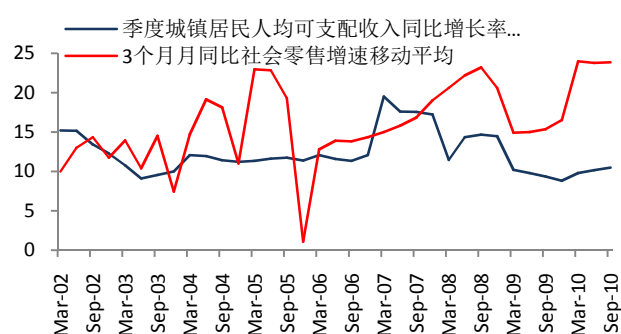
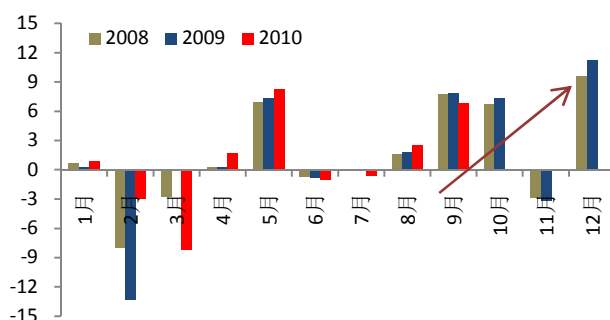


图 10: 下半年名义消费零售环比增速会明显加快



数据来源: CBIC、WIND、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11: 名义消费随着消费物价的涨落而波动

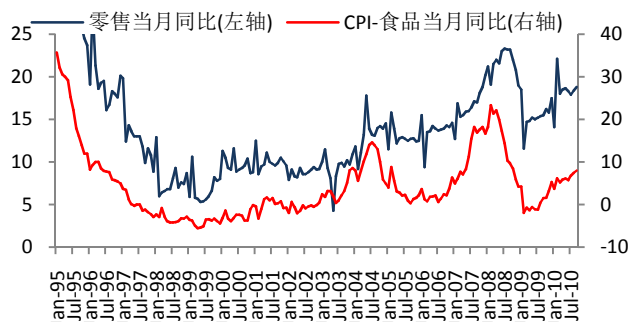


图 12: 消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛

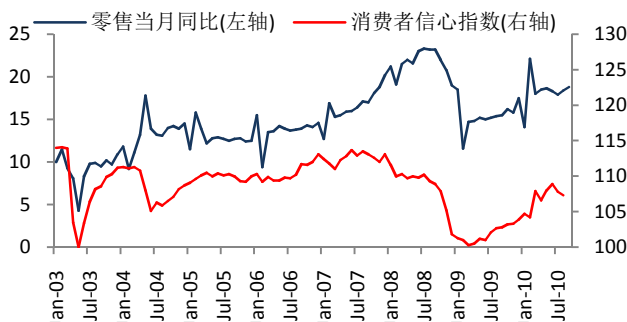


图 13: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大

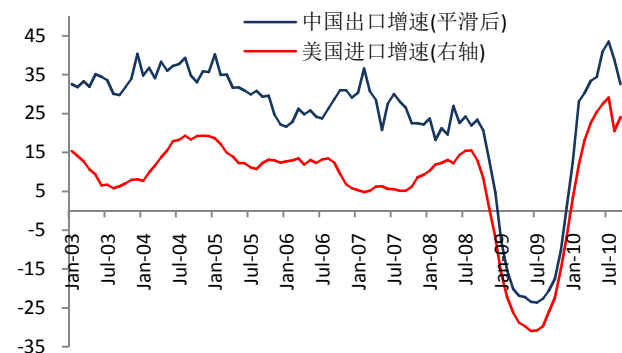


图 14: 进出口环比增速变动情况

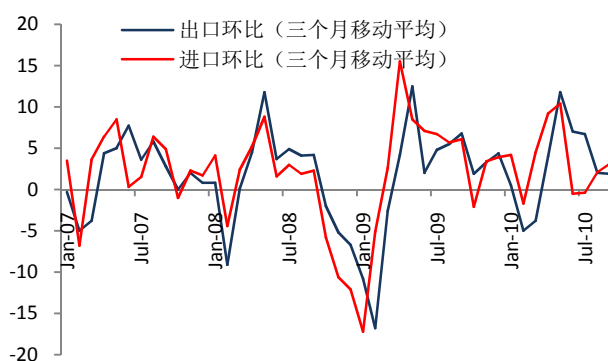


图 15: GDP 环比增速有可能在今年四季度见底

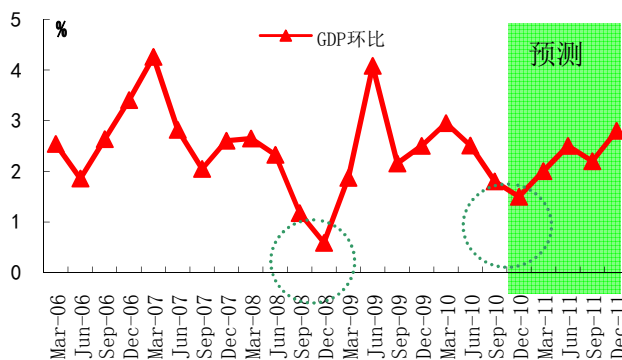
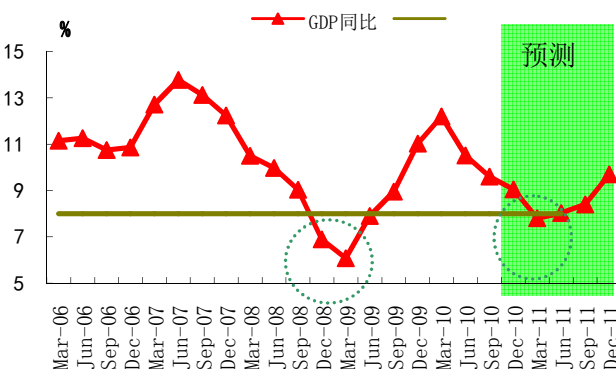


图 16: GDP 同比增速则将在明年上半年见底



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 17: 今年年内 CPI 环比涨幅还有望扩大

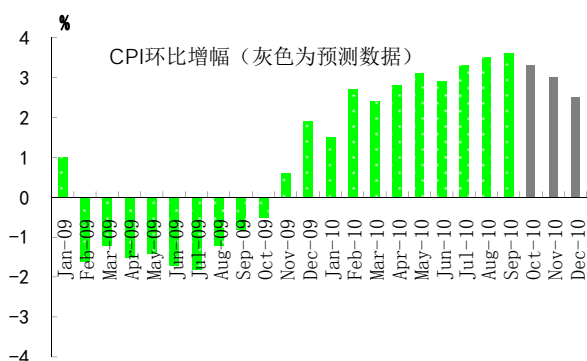


图 18: 但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落

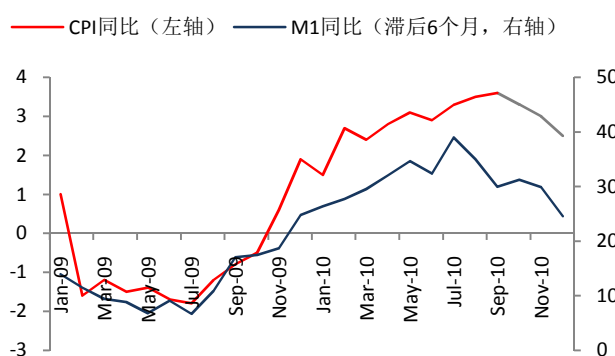


图 19: 10 月 10 日当周生产资料价格环比大幅上升

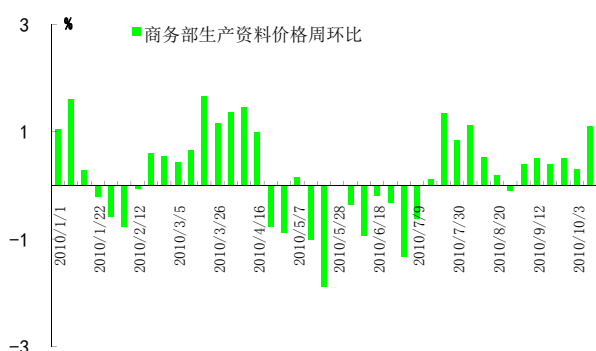


图 20: 近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓

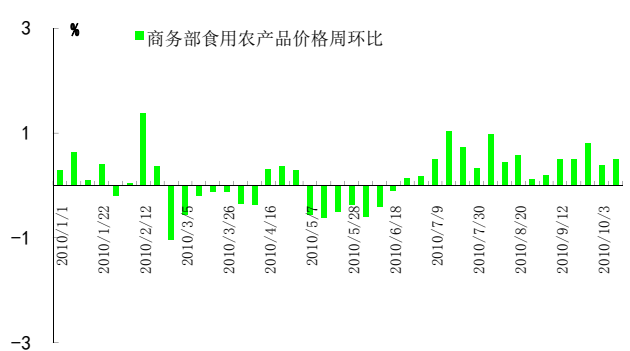


图 21: 10 月 23 日当周日度农产品价格基本企稳

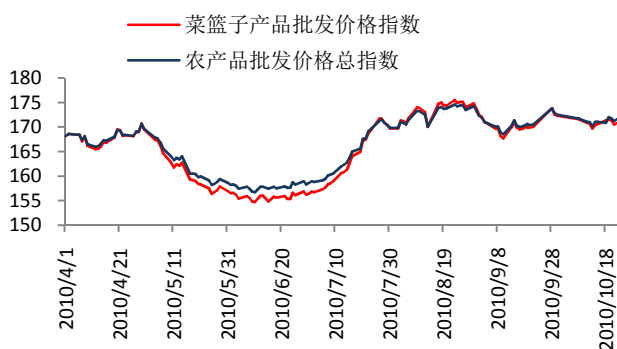
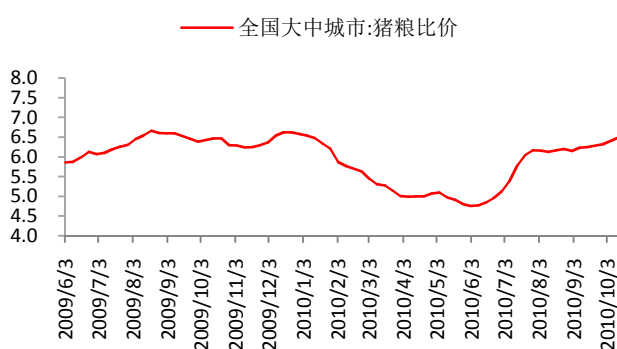


图 22: 猪粮比连续两个多月维持在盈亏平衡点之上



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、广发证券发展研究中心

图 23: 除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落

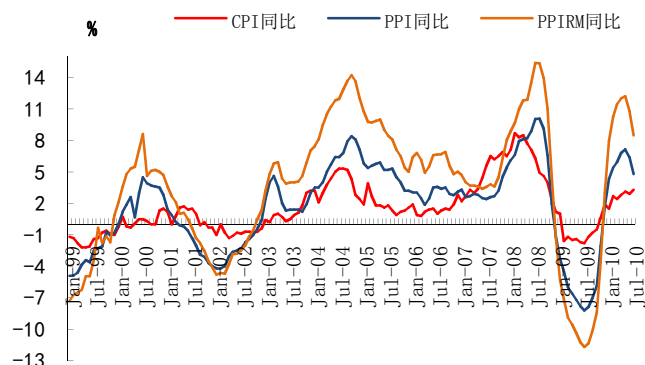


图 24: PPI 环比尽管还会上涨, 但同比会回落

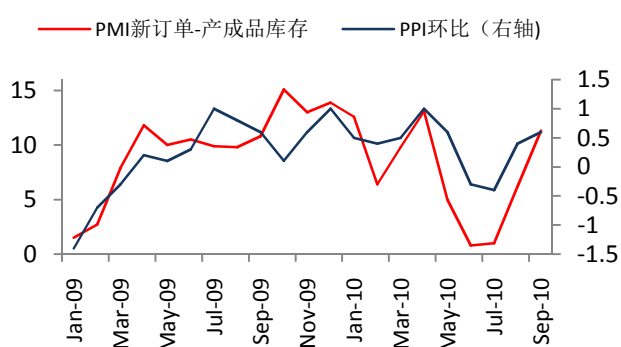


图 25: 消费品、服务品价格同比上升

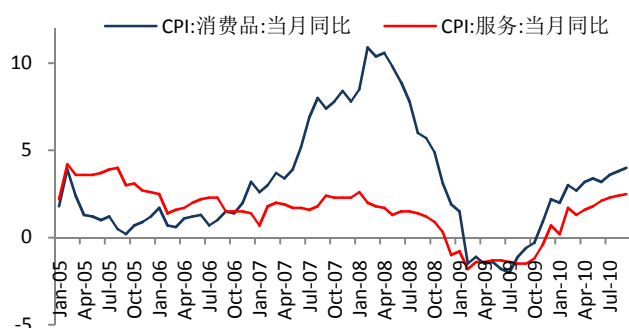


图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落

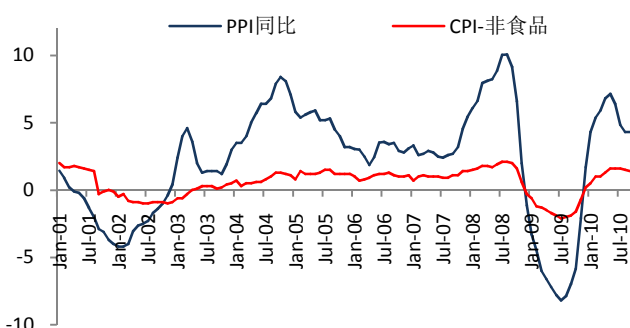


图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行

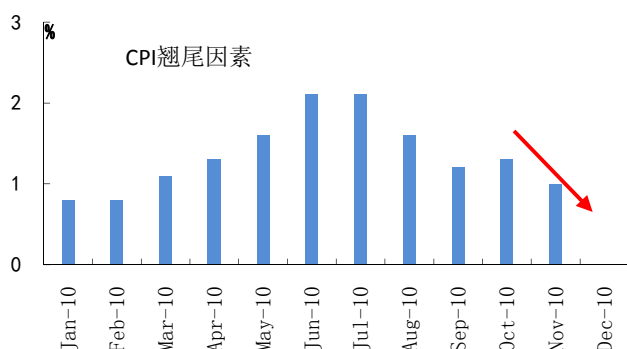
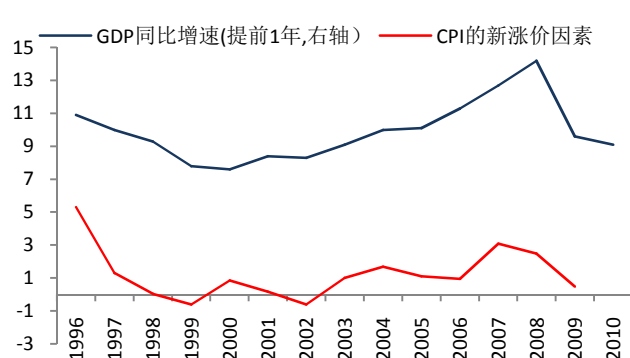


图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、广发证券发展研究中心

图 29: 10 月 22 日当周央行净回笼 610 亿元流动性

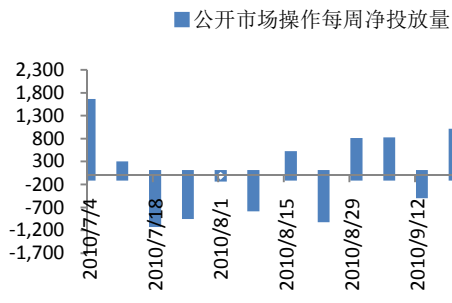


图 30: 截至 10 月 22 日本月净投放流动性 1450 亿元

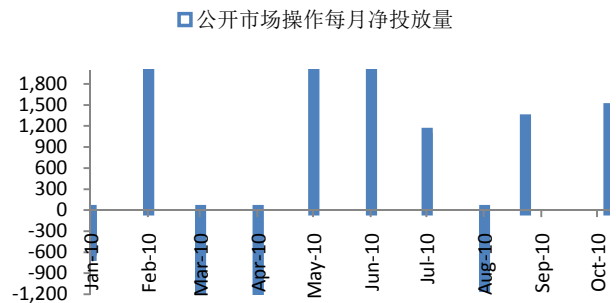


图 31: 央行净投放流动性使得短端利率下行企稳

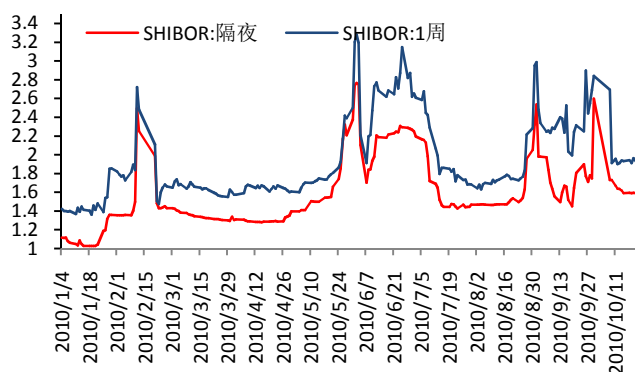


图 32: 10 月 19 日直贴利率因央行加息事件上扬



图 33: 财政渠道逐步开始净投放流动性

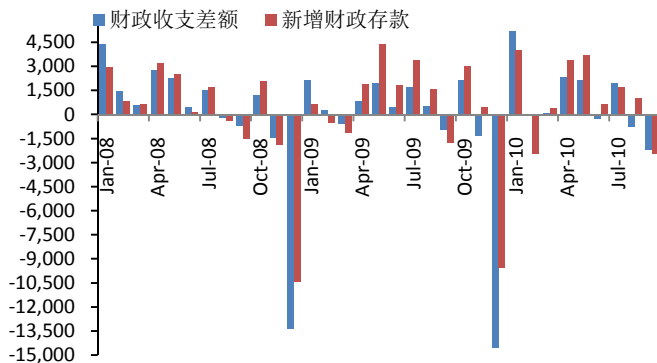
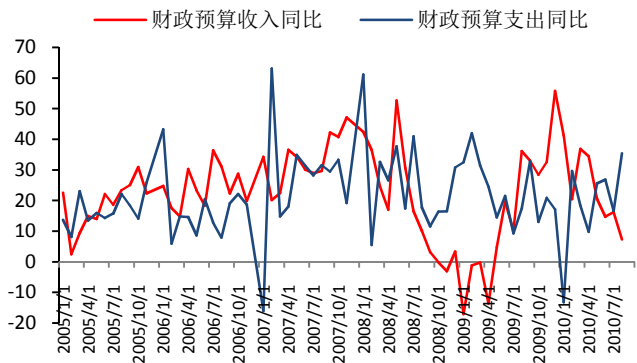


图 34: 财政收入顺周期而财政支出逆周期



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、广发证券发展研究中心

图 35: 今年 10 月份贸易顺差缩小的态势会得到逆转

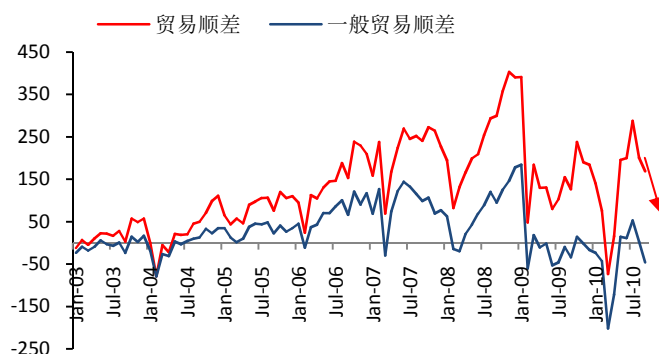


图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定

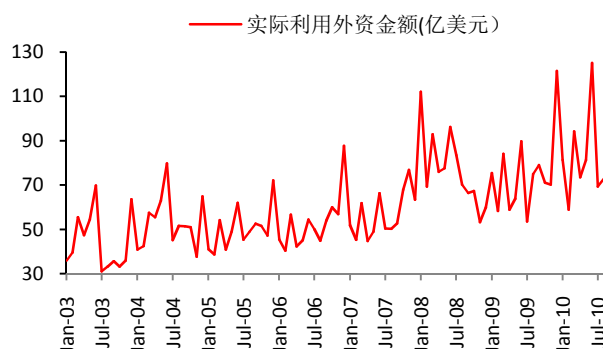


图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强



图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转

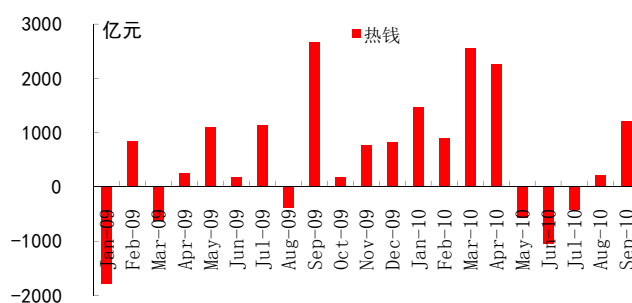


图 39: 新增外汇占款连续第 4 个月环比上涨

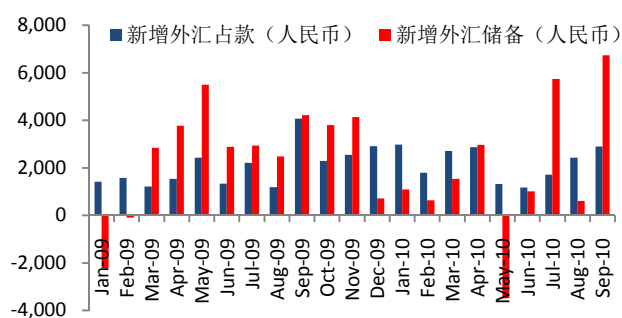
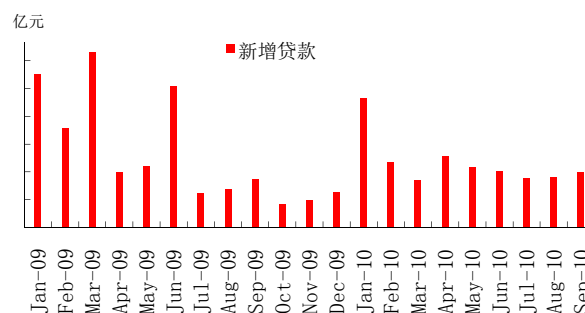


图 40: 新增贷款年内很难再超预期



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、广发证券发展研究中心

图 41: 货币乘数将随着总需求的缩胀而缩胀

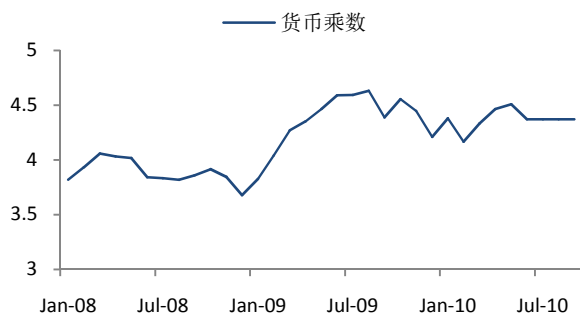


图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快

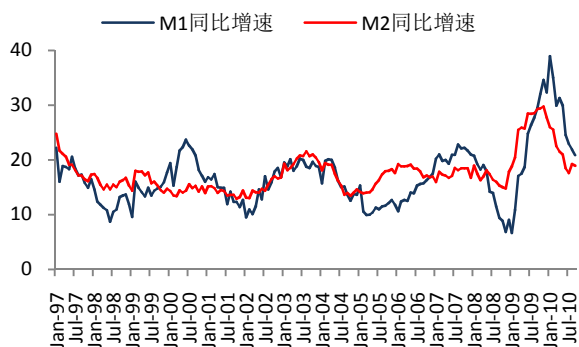


图 43: 新兴市场股指不断走高

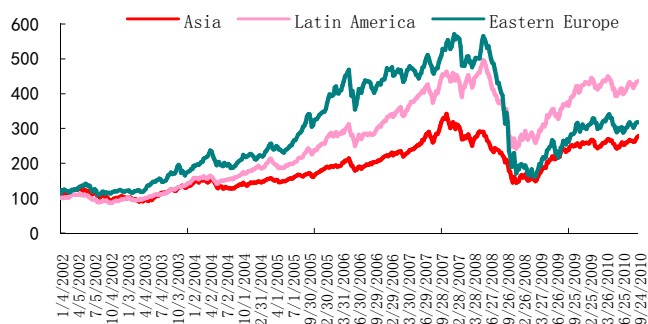


图 44: 美元指数自今年 6 月份来持续下滑



图 45: 存贷款利率调整与上证指数走势

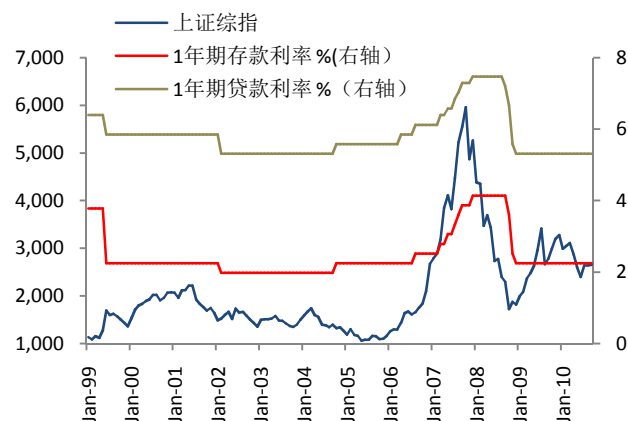


图 46: 联邦目标基金利率调整与标普 500 走势



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、广发证券发展研究中心

图 47: 日本隔夜利率调整与日经 225 指数走势



图 48: 基准利率调整与巴西 Bovespa 指数走势

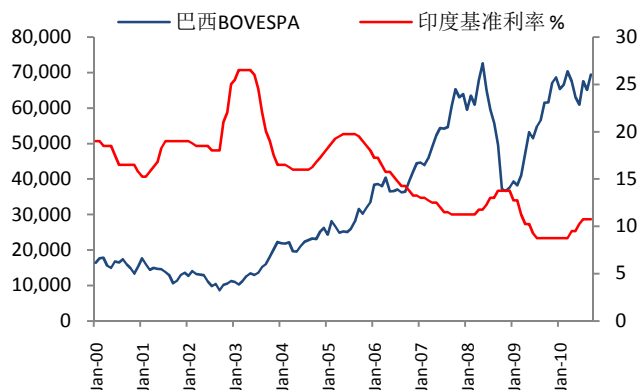


图 49: 印度隔夜利率调整与 Sensex 指数走势

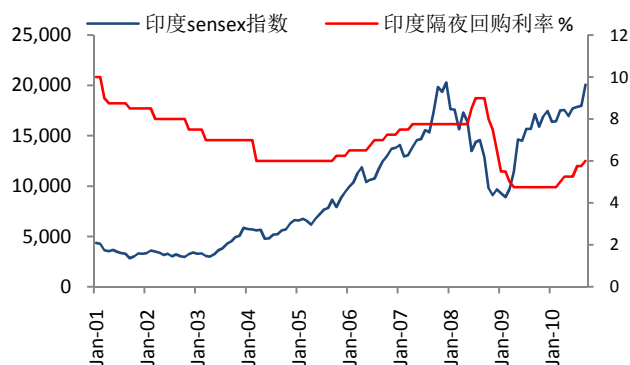
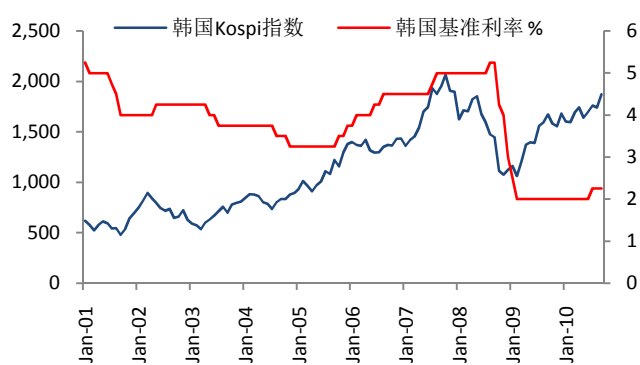
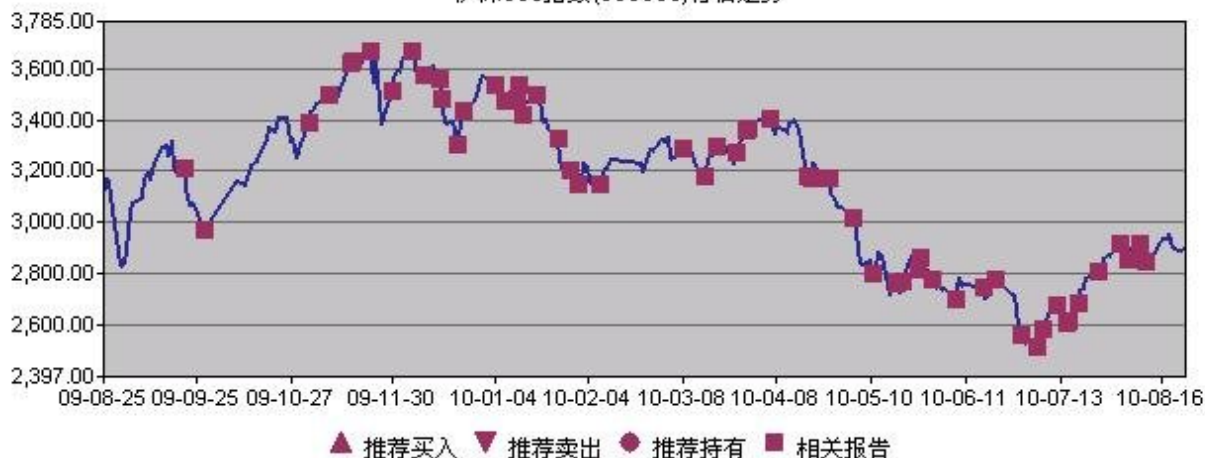


图 50: 基准利率调整与韩国 Kospi 指数走势



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、广发证券发展研究中心

沪深300指数(399300)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。