



研究员：郭世涛 电话：39673381

2010 年 12 月 27 日星期一

(市场有风险·投资须谨慎)

明年将会继续加息 3-4 次

中国人民银行 24 日宣布，自上调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点。这是中国人民银行年内第二次加息，也是自中央宣布要实施稳健货币政策以来的首次加息。经过此次加息后，一年期存款利率为 2.75%，一年期贷款利率为 5.81%。其他各档次存贷款基准利率均相应调整，活期存款利率不变，仍为 0.36%。自 2010 年 10 月 20 日起金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%。

一季度国内生产总值增长 11.9%，二季度增长 10.3%，三季度增长 9.6%，预计四季度经济增长 9%，今年增长将达到 10%。经济平稳增长为政策调整提供了空间。

12 月 3 日召开的中共中央政治局会议指出，要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。早在 1951 年英国经济学家米德就提出了政策搭配的思想，一种政策工具只能用来实现一种目标，要同时对付多个相互独立的政策目标，就要有多种不同的政策工具。积极财政政策和稳健货币政策相互搭配，有利于保增长和防通胀。

要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，是货币条件回归常态的主要表现。要根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，继续综合运用多种货币政策工具，采取数量型工具和价格性工具以及宏观审慎管理的方式。目前央票已经持续低量的发行，公开市场操作在管理流动性上的能力不足，存款准备金率已经处于高位。

人民银行 08 年连续 5 次降息，达到 2.25%，旨在保证银行体系流动性充分供应，其核心目标是为了保增长，较低的利率也降低了居民和企业以现金和银行存款保有资产的愿望，由此推动了对有价证券及其他实物资产的需求。低利率让储蓄对居民变得无利可图，限制了普通居民分享经济成果的机会，造成资金借入者与广大储户之间的收益分配不公。如果不加息，将大大加重城市百姓的经济负担。在工资性收入增长停滞或者增长异常缓慢的情况下，CPI 直线上升对广大中产阶级以下百姓的影响是巨大的。

从上世纪 90 年代开始,我国已经经历了几次负利率阶段。第一次是 90 年代初期,此次负利率出现 6 个月后,央行才第一次加息,名义利率最高到 10.98%。第二次负利率阶段始于 2003 年底,止于 2005 年初,名义利率到达了历史最低值 1.98%,央行在负利率一年后才选择加息。第三次负利率阶段开始于 2007 年 2 月,历时 21 个月。此年内,央行连续 6 次加息。今年 2 月份,居民消费价格同比上涨 2.7%,超过一年期定期存款利率。11 月份我国 CPI 同比上涨 5.1%,创 25 个月来新高。现在已经连续有 11 个月的时间呈负利率状态。我国自 2010 年 2 月份以来,实际利率一直为负,这导致资金使用成本很低,过多的货币累积到投资领域,资产泡沫化严重。10 月份,居民储蓄减少 7003 亿元,出现了历史罕见的存款搬家,同时当前居民选择投资的比例首次大于储蓄比例。

进入 21 世纪以来,我国物价经历了三次较大的波动。第一次从 2003 年 1 月 CPI 由负转正后到 2004 年开始加快上涨,到 7 月份最高涨幅达到 5.3%;第二次从 2006 年 3 月—2008 年 4 月,CPI 由最低 0.8%持续上涨至 8.7%;目前正在经历第三次波动,CPI 由 2009 年 11 月份由负转正后到今年 9 月份上涨 3.6%。从持续的时间来看,第一次经历了 18 个月的上升期,第二次为 23 个月,目前这次仅持续上涨 13 个月,且涨幅明显低于前两次,仍处于 CPI 上升阶段的中期,明年 CPI 将达到 4%,一季度可能超过 5%。中国还存在结构性的价格上行压力。当前国内劳动力和服务业等价格趋升,资源环保成本加大,资源性产品价格有待理顺,都可能影响通胀预期。

加息是应对通胀的重要选择,是央行货币政策由适度宽松转向稳健的一个信号。“稳健的货币政策”含义包括:增强针对性和灵活性;保持经济平稳较快增长;管理通胀预期;管理价格体系;加强流动性管理,引导信贷速度增长并优化信贷结构,支持经济结构调整。从长远看,加息对实现经济增长,结构调整、扶持新兴产业有着重要的作用。年内加息的政策时滞会大大缩短,稳定和引导通胀预期。预计明年春节到人代会期间开始加息,加息三到四次,每次至少 0.25 基点,逐步扭转负利率的状况。长期来看,中国的利率水平应该逐步提高,而利率的上升将推高投资成本,从而抑制投资增长和 GDP 增长的潜力。

利率上调会改变全社会资金的风险溢价水平,影响资产价格,以及实体经济的融资成本。目前企业经营状况仍在恢复之中,尤其是民营经济和广大中小企业盈利能力仍较弱。在利率市场化程度不高的环境中,利率对流动性管理甚至对控制经济过热,效果都非常有限。成本拉动价格上涨动用货币工具一般无效。

回顾历史,日本有着过早退出的教训。本世纪初,日本经济出现短暂复苏,GDP

增长率由 1999 年的 0.6% 上升到 2000 年的 2.8%。日本银行宣布终结长期的零利率政策，将银行同业间无担保隔夜拆借利率由 0.03% 上调至 0.25%。加上同期美国 IT 泡沫破灭，最终导致经济再次跌入谷底。由于紧缩政策先于经济复苏，重击了对好不容易走出泥潭的日本经济。从 70 年代美国的情况看，一旦央行货币政策由宽松向偏紧过渡，股市的反应会相当剧烈。1976 年年初是美国货币政策由宽松过渡到偏紧的一个拐点，此时道琼斯指数在 1000 点附近，随着偏紧政策的逐步实施，该指数在随后两年时间里回落到 750 点的水平，回落幅度约为 25%。

2010 年，由于不同经济体之间的经济复苏程度存在较大的差异，其宏观经济政策调整时间及力度也将呈现出较大的差别。澳大利亚、印度、韩国、加拿大、巴西已经开始逐步退出经济刺激政策。其中许多国家连续加息，是因为通货膨胀达到两位数。如果 G20 各成员国对宽松货币政策进行调整不能同步，货币政策上的利率变化出现大的差异，将有可能导致各国货币间汇率的波动和增加国际贸易中的汇率风险。继续实施宽松货币政策的国家其资金将出现大量外流，而及早退出宽松货币政策的国家将出现资金大量的流入，加息之后，中美利差继续扩大，会对热钱产生引导效应，国际资金的不均匀和无序流向将加剧国际资本市场的动荡，对中国股市带来不利影响。

加息前 A 股多出现震荡市道，而一旦宣布加息，市场走势就会明朗。在过去十次加息后的首个交易日里，3 个交易日沪指下跌，其余 7 个交易日沪指均上涨。如果与市场进行了充分的沟通，可以使其对市场冲击降到最低。2006~2007 年的牛市正是在加息初段成长起来的，只有当紧缩政策趋于极限，加息和通胀形成恶性循环时，才是泡沫真正破裂的时候。

央行保持目前的利差水平，银行业受益。扩大利差和缩小利差都不可取。扩大利差，会增加放贷动力，加剧流动性问题。缩小利差，会减弱对经济的支持力度。基准利率上调有利于增强银行的吸储能力，改善银行的资产负债结构。加息将直接提升保险公司在银行存款、债券投资以及贷款的净收益率，使保险公司的回报率趋于上升。房地产业对信贷依赖度很高，在上调存款准备金率、加息及未来出台房产税等多重政策影响下，房地产市场面临较大压力。加息将对资金密集型行业构成一定负面影响。对有色金属、钢铁、石化、航空、机械、电力等实体行业企业带来不利影响。

—正文完毕—

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司