



研究报告:

2011 年的第一次加息，比市场预期来得稍早一些！

投资策略

重大宏观事件点评

分析师

桑 俊

SAC 执业证书编号: S0350210100013
(0755)83707385
sangj@ghzq.com.cn

邹 璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008
(0755)83707473
zoulu01@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

事件

中国人民银行决定，自 2011 年 2 月 9 日起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，其他各档次存贷款基准利率相应调整。

点评

本次加息幅度和时间点与我们的预期相符，但略早于市场预期。我们在一季度策略中已经形成了对当前“政策密集期”和“三率齐发”的看法，本次加息并不会改变我们的判断，因此认为“最后一只靴子”已经落地，为时尚早。在央行货币政策目标达到之前，政策紧缩的压力不减。

加息是必须的，也是必然的！

本次加息已经在市场预期内，无论是已经被观测到的农产品价格，还是从央行难以为继的公开市场操作。

1、CPI 高涨。尽管公布的 12 月 CPI 数据显著回落，但是受 1 月份春节物价季度性上涨以及极端天气（北旱南冻）的影响，商务部农产品批发价格指数仍然处于持续上升中，春节前市场已经开始预期 1 月份 CPI 会超过 11 月份，达到本轮经济新周期以来的新高。

2、流动性回笼压力。去年四季度以来的流动性紧缩以及通胀预期已经使得货币市场流动性压力显现，加上春节的资金需求压力，短期市场利率已经处于高位，央行公开市场操作难以为继。考虑到春节前央行连续两周暂停央票发行以及上半年仍然存在的较大的流动性回笼压力，基准利率的提高势在必行。

本次利率上调仍然着眼于缓解“负利率水平”和“存款活期化”，引导资金适度回流。

1、活期利率 94 年以来第二次上调，政策意图明显。前一次上调活期存款利率为 2007 年 7 月，上调 9bp，如果考虑到当前同期实行的利息税减征（由 20%降低为 5%），实际上调幅度接近 19bp。本次上调活期存款利率 4bp，尽管显著低于上次上调幅度，但是仍然体现央行对于流动性压力的担忧，回收流动性，引导资金回流仍然是其政策根本意图。

2、长期利率已经接近通胀目标水平。本次利率上调之后，两年期利率已经达到 3.9%，基本接近 4%的中长期通胀目标水平，有助于从中长期缓和通胀压力。

这不会是“最后一只靴子”

1、2011 年仍然还有 1-2 次的加息可能。我们延续此前的观点，认为 2011 年央行的目标利率水平为 3.5%，考虑到经济转型的资金需求，以及未来通胀的潜在回落，适度的负利率水平是可以接受的。

2、“政策密集期”尚未结束。除了央行传统的“三率齐发”之外，1 月份针对于房地产市场的调控也密集出台，政策的密集程度超出市场预期。但是这并不意味着“政策密集期”已经结束，未来差额存款准备金、公开市场操作仍将使得流动性呈现趋紧的态势，M2 增速在一季度将持续回落。

对市场的影响

流动性或再度趋紧，市场会二度承压。节前市场有所反弹，中小市值股票前期快速下跌存在反弹的必要，同时春节前流动性阶段性宽松。我们预计加息仅是节后流动性回笼的措施之一，考虑到 1 月份信贷投放额度不低，差额存款准备金或将浮出水平，此外央行公开市场操作也将再度恢复，流动性趋紧仍在持续。

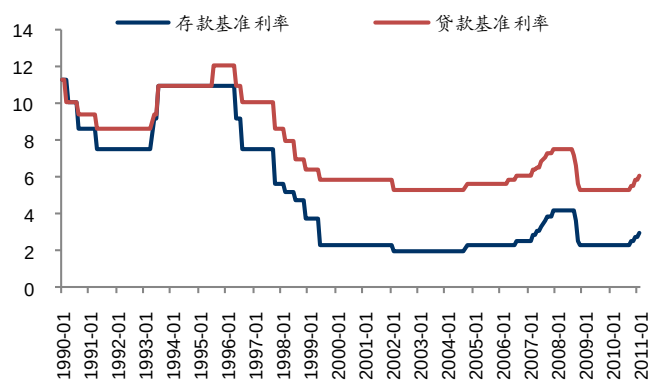
提防市场对于经济“硬着陆”的悲观预期再现。此前 PMI 数据已经连续两月下滑，考虑到当前信贷规模限制以及房地产行业的三度调控，经济增长的压力不可避免。尽管当前市场估值开始逐步回归，但是如果经济预期恶化，“戴维斯双杀”仍然是当前市场下行的潜在压力。

图表 1 金融机构人民币存贷款基准利率调整表（单位：%）

	调整前利率	调整后利率	调整幅度	上次调整幅度	累计调整幅度
一、城乡居民和单位存款					
（一）活期存款	0.36	0.40	0.04	0.00	0.04
（二）整存整取定期存款					
三个月	2.25	2.60	0.35	0.34	0.89
半年	2.50	2.80	0.30	0.30	0.82
一年	2.75	3.00	0.25	0.25	0.75
二年	3.55	3.90	0.35	0.30	1.11
三年	4.15	4.50	0.35	0.30	1.17
五年	4.55	5.00	0.45	0.35	1.40
二、各项贷款					
六个月	5.35	5.60	0.25	0.25	0.74
一年	5.81	6.06	0.25	0.25	0.75
一至三年	5.85	6.10	0.25	0.25	0.70
三至五年	6.22	6.45	0.23	0.26	0.69
五年以上	6.40	6.60	0.20	0.26	0.66

资料来源：中国人民银行、国海证券研究所

图表 2 2011 年货币供应量增速预测



资料来源：国海证券研究所

图表 3 2011 年 CPI 同比增速预测



资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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。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。本报告版权归国海证券所有。