

从方式看加息近尾声 从经济运行看将结束

——7月6日加息点评

发布日期：2011年7月07日

主要观点：

- 7月6日晚央行宣布年内第三次加息。加息时点符合市场和我们的预期，但选择平衡加息的方式仍超我们预期。
- 加息主要有四点因素：（1）进一步稳定和引导通胀预期；（2）数量工具受限，加息成受选；（3）有利于再次激活公开市场操作功能；（4）进一步改善负利率。
- 本月加息符合我们的判断。但是除了活期存款外，不同期限基准利率同幅调升的方式超过我们预期。本次加息中，3、5年期存款仍同幅提高0.25个百分点，似乎表明央行仍未满意中长期利率的水平。根据央行在结束加息前少加长期存款利率的规律，以及全年通胀将高达4.8%左右的预期，似乎仍有一次加息的可能。
- 但我们仍倾向于认为紧缩货币政策将结束。原因有三点：（1）货币紧缩程度接近甚至超过2007-2008年那轮的水平；（2）经济基本面仍有较快下行的可能，继续加息将进一步恶化宏、微观经济基本面；（3）继续加息对控制当前通胀走势的效果甚微。
- 本月央行再次加息表明其继续稳定控通胀效果的决心，但同时也必将进一步牺牲经济增速。虽然未来一个季度的物价水平仍将处于较高水平，但回落可期。而经济进一步下行的底部仍不敢确认。因此，从物价和加息方式看，年内虽有在加息的可能性，但我们仍然倾向于认为将结束本轮的紧缩政策。
- 而当前的市场资金紧缺程度已经高于2007年的高点。当时1个月的shibor超过7%的高水平仅维持1周左右，而6月份半个月维持在7%以上，当前仍高于6%。
- 因此，我们认为7月份“双率齐飞”的局面难以出现，谨慎判断三季度进入政策观望期和平稳期，加息的可能性较小，提高准备金率也或将暂停，即使有也顶多在8月份再提高一次。乐观估计本轮的紧缩政策基本结束。而根据财政政策明显放松的事实，信贷采取结构性的定向放松值得期待。总体看，政策微调已经开始。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

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2011年7月7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及个人住房公积金贷款利率相应调整。

点评:

一、加息基于4点考虑

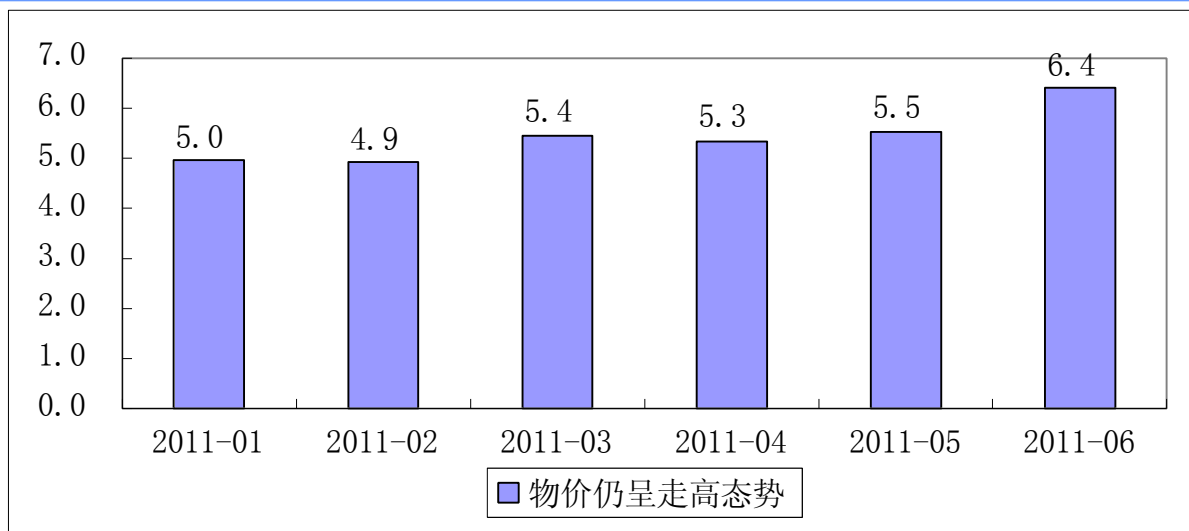
加息主要有四点因素考虑:(1)进一步稳定和引导通胀预期;(2)数量工具受限,加息成受选;(3)有利于再次激活公开市场操作功能;(4)进一步改善负利率。

5月份的通胀5.5%,而6月份的通胀将超过6%,我们预计在6.2-6.4%之间,通胀继续走高,压力很大。因此,从稳定通胀预期看,有必要继续加息来促进通胀预期的下行。

而年内已6次提高准备金率,市场资金紧张,提高准备金率的空间也受到限制。在通胀走高情况下,对央票的预期收益率也在提高,央票等公开市场操作在近期近乎停止。因此,加息成为了首选。

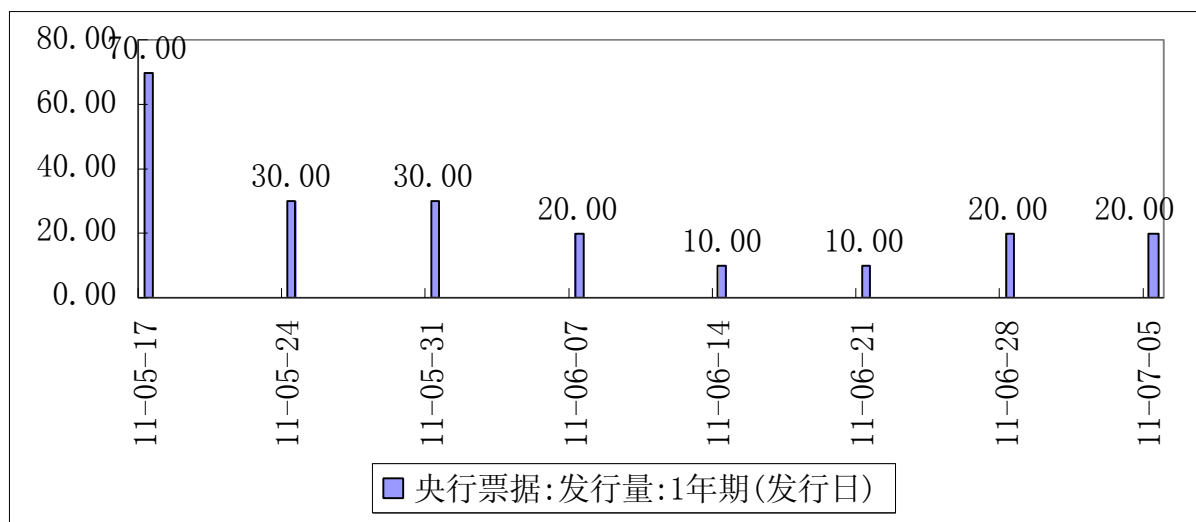
加上当前仍然严重负利率,为纠正扭曲的价格机制,有必要提高利率,以改善负利率的局面。

图 1: 物价仍呈走高态势,加息以引导通胀预期成为必要



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 近 1 个月来地量央票发行反映公开市场操作的困局



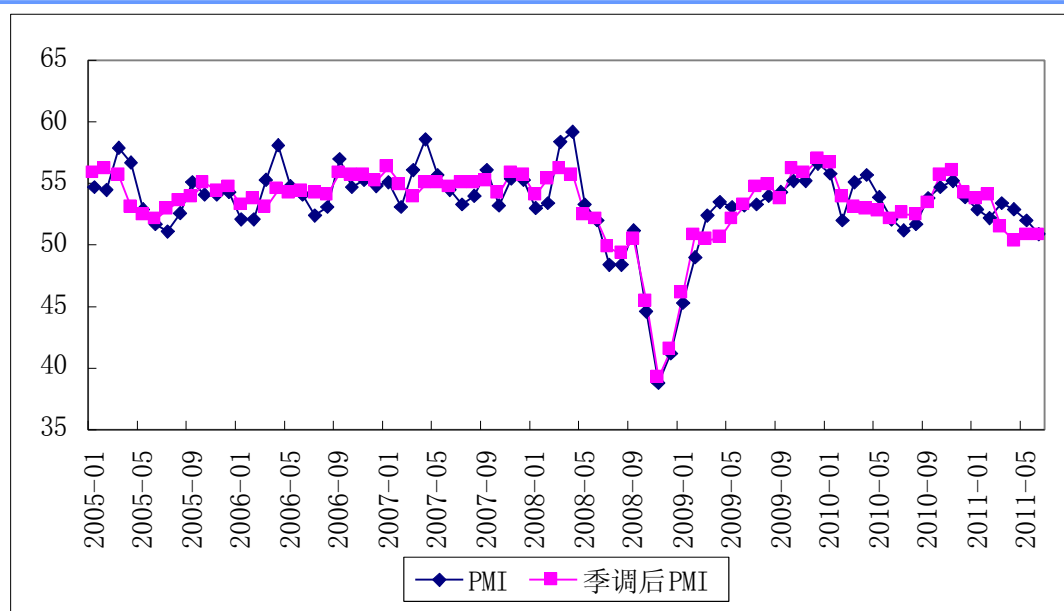
资料来源: wind, 东北证券

二、倾向于认为紧货币政策将结束

原因有三点: (1) 货币紧缩程度接近甚至超过 2007-2008 年那轮的水平; (2) 经济基本面仍有较快下行的可能, 继续加息将进一步恶化宏、微观经济基本面; (3) 继续加息对控制当前通胀走势的效果甚微。

7 月份 PMI 数据反弹回落 1.1 个百分点至 50.9%, 回落幅度加快。加上产成品库存反弹至 51%, 去库存必须加快进行。因此, 7、8 月份的工业将继续下滑, 而 PMI 将回落至 50% 的冷热临界点附近。经济仍存快速下调的可能。

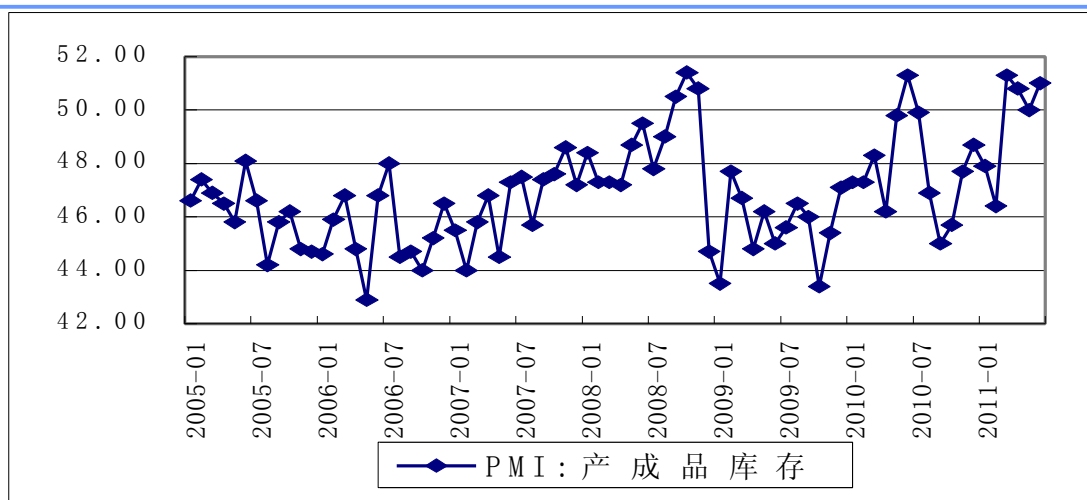
图 3: PMI 回落 1.1 百分点, 未来几个月逼近 50% 的临界点



资料来源: wind, 东北证券

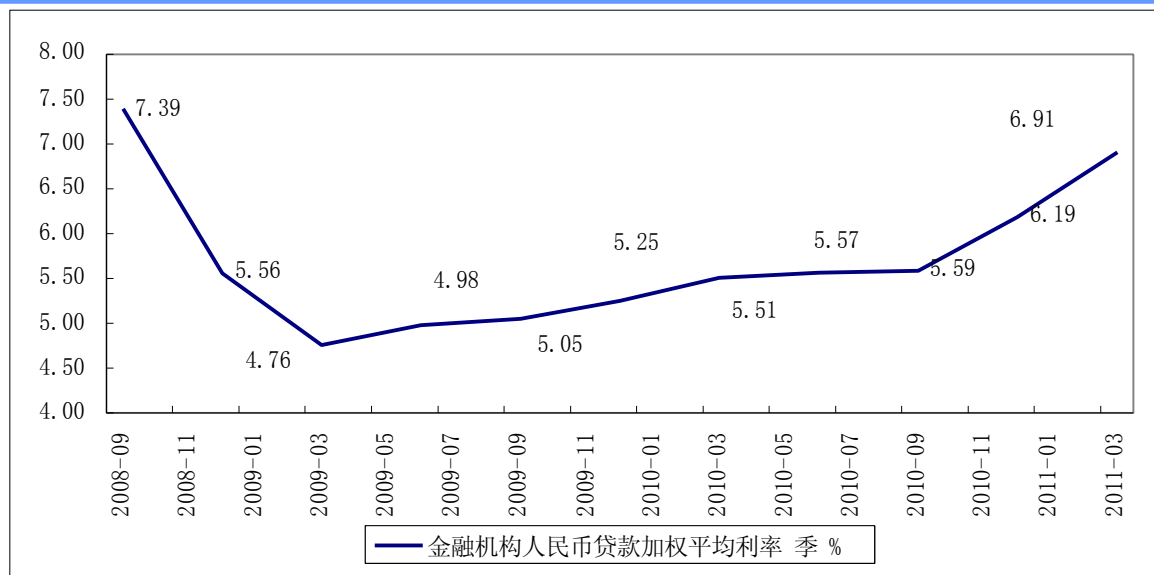
一季度的贷款加权平均利率为 6.9%, 高于 1 年期基准贷款利率 0.85 个百分点, 考虑到二季度以来的紧缩效应及 2 次加息, 当前的加权平均利率将超过了 7.5%, 高于 2008 年 9 月份的贷款利率。

图 4：产成品库存反弹至 51%，去库存必须加快进行



资料来源：wind，东北证券

图 5：一季度加权平均利率已高达 6.9%，两次加息后将高于 2008 年的水平



资料来源：wind，东北证券

当前物价的上涨 80% 来源于猪肉等食品价格，而农产品价格上涨主要是受到气候等因素带来的供给不足，加息对控制通胀的效果将被弱化。

三、货币政策至少进入观察期，乐观估计将结束紧缩

本月央行再次加息表明其继续稳定控通胀效果的决心，但同时也必将进一步牺牲经济增速。虽然未来一个季度的物价水平仍将处于较高水平，但回落可期。而经济进一步下行的底部仍不敢确认。因此，从物价和加息方式看，年内虽有在加息的可能性，但我们仍然倾向于认为应该结束本轮的紧缩政策。

而当前的市场资金紧缺程度已经高于 2007 年的高点。当时 1 个月的 shibor 超过 7% 的高水平仅维持 1 周左右，而 6 月份半个月维持在 7% 以上，当前仍高于 6%。

因此，我们认为 7 月份“双率齐飞”的局面难以出现，谨慎判断三季度进入政策观望期和平稳期，加息的可能性较小，提高准备金率也或将暂停，即使有也顶多在 8 月份再提高一

次。乐观估计本轮的紧缩政策基本结束。而根据财政政策明显放松的事实，信贷采取结构性的定向放松值得期待。总体看，政策微调已经开始。

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。