

两个层面看调控，加息正开始步入后期

——4月5日加息点评

发布日期：2011年4月05日

主要观点：

- **4月5日晚央行的年内第二次加息符合预期。**加息的原因还是物价的高企。3月份CPI破五的可能并且上半年高位运行的压力导致央行再次提高利率，以引导市场供求关系。我们此前的报告一直提出4月份加息一次的判断，因此，此次加息完全在我们及市场的预期之内。
- **虽然加息如期来临，但我们认为货币政策正开始步入后期。**原因两点：一是经济基本面；二是货币政策调控的技术层面。
- **从基本面看，“控物价和稳增长”间的天平决定了货币政策的调控力度。**我们倾向于认为上半年高物价，但全年难以失控；而经济下行或超预期；随着经济增幅的进一步下降，需求下降有助于稳定物价。**物价和增长的天平中稳增长的分量提高，调控难以加量，更可能趋缓。**
- **而从调控技术面看，货币政策的调控效果有1-2个季度的滞后。**前两个季度的高强度调控对物价和增长的作用将在逐步显现。因此，政策调控需要一定的前瞻性。
- **而本次不同期限存准利率的同幅调升更是确认加息进入中后期。**考虑央行的操作习惯，我们可以发现，在加息初期，长期的多加息，活期的少加息，在后期则相反，而在中期，平衡加息。本轮加息仍符合这一规律，本次存准利率全部提高25个基点，而活期加息0.1个百分点，相对幅度更大。这种情况出现在2007年的7、8、9月份加息操作。这种规律不仅是操作习惯，更是符合理论。据此，可以基本确认进入加息的中后期。
- **后期政策工具将主要依赖数量化工具，特别是央票等公开市场操作。**提高利率进一步打开了央票的发行空间，而市场资金仍旧相对宽裕，则为公开市场操作提供了保障。流动性管理的短期压力在于4月份，而我们认为公开市场已恢复有效实现回笼资金的作用。因此，我们认为随着两率的调整落地，4、5月份将是政策观望期，维持6、7月份加息一次的判断，但提高准备金率的可能性趋小。

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4月6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:

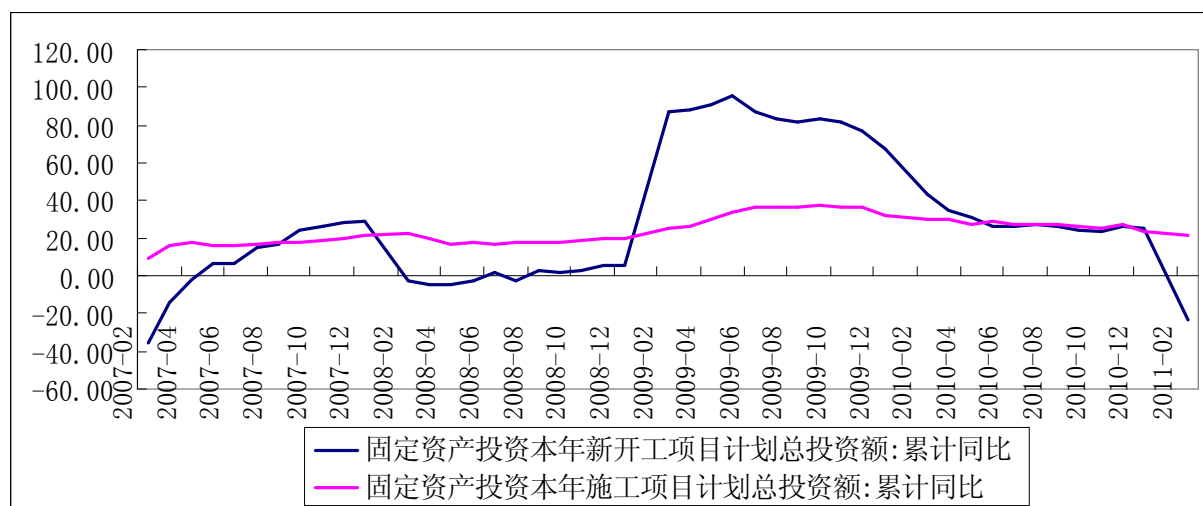
一、经济下行或超预期,经济基本面不支持政策趋紧

政策调控根本在于经济运行态势。目前监管层和市场对物价的上涨压力高度重视,也提出控制物价为年内的首要任务。但是我们认为上半年物价将维持高位,不排除个别月份突破前期高点,甚至像6月份有突破5.5%的可能,但更多主要在于4.5-5%之间运行,而全年失控的可能性较小。

但我们认为当前对经济下行的预期不足,我们认为随着外部经济的不确定性及复杂性,而在消费和投资下降的情况下,二季度经济有超预期下降的可能。我们认为有两点需要关注:一是2月份消费的大幅度下降以及投资的“名升实降”的情况;二是3月份PMI数据的低速反弹。

1-2月份,固定资产投资(不含农户)17444亿元,同比增长24.9%。貌似增加的固定资产投资实际上来源于统计口径的扩大。原口径下,对比2010年13014亿元的投资规模,同比增速20.7%。显然该数据不仅远低于公布的24.9%的数据,也低于23%的市场预期(见3月11日《“迷惑”的数据难掩“经济下、物价高”态势——2月份宏观数据点评》

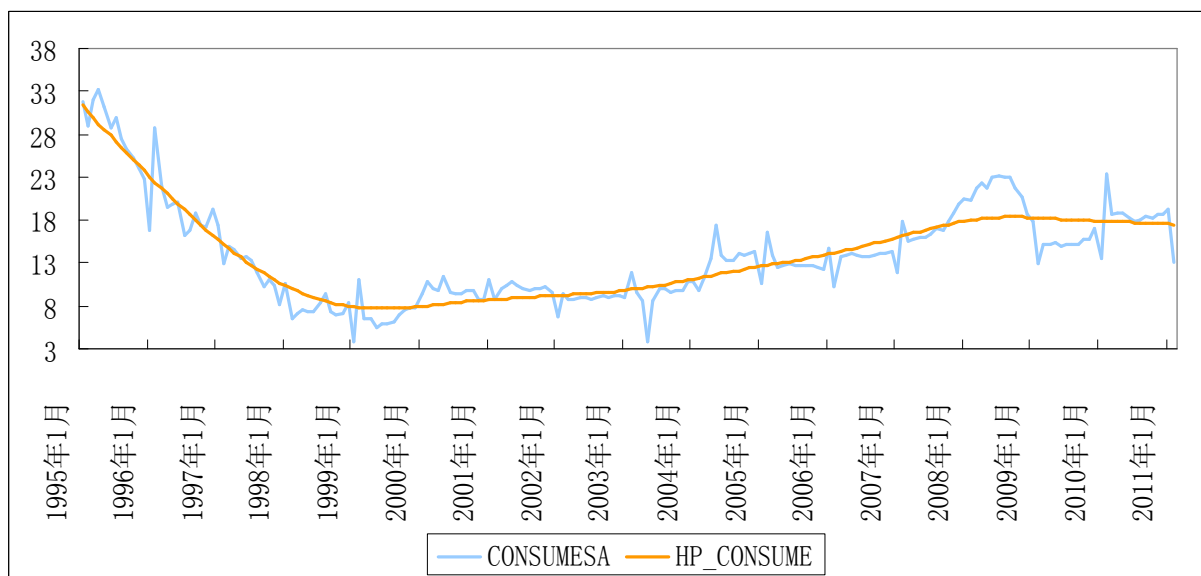
图1:新开工项目计划投资大幅下降



资料来源: wind, 东北证券

1-2月份,社会消费品零售总额29018亿元,同比增长15.8%,比2010年12月份回落3.3个百分点。

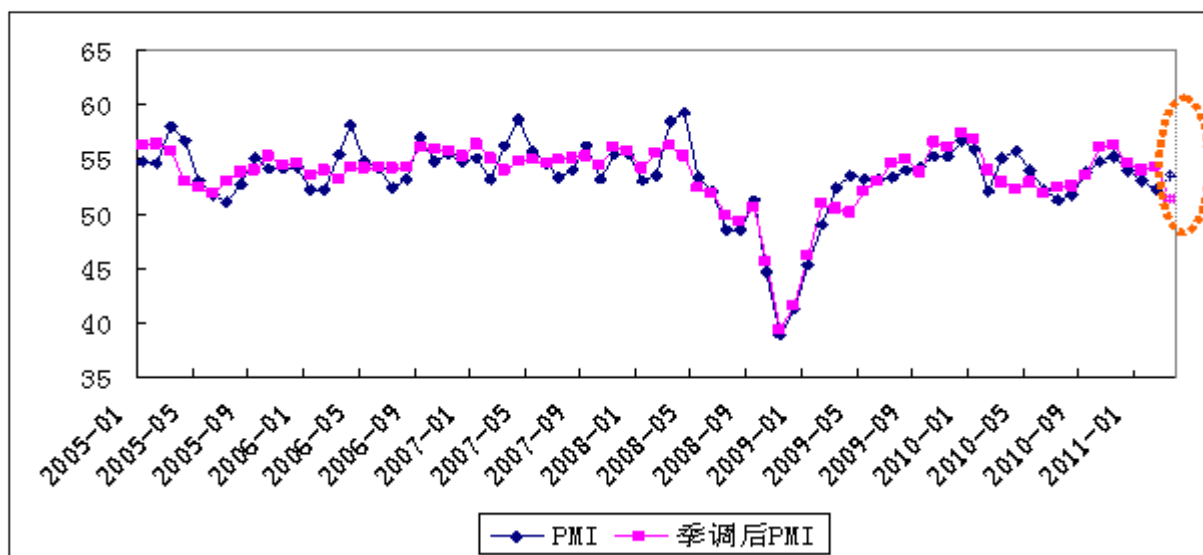
图 2: 1-2 月份消费累计同比大幅下降



资料来源: wind, 东北证券

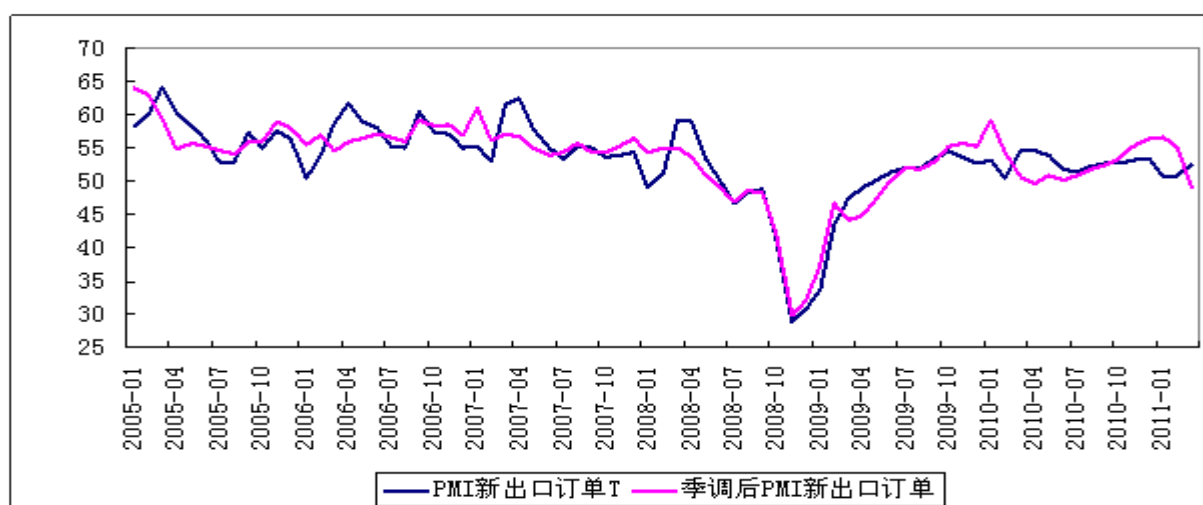
3 月份 PMI 数据反弹至 53.4%，但回升 1.2 个百分点的幅度远低于 3.5 个百分点的历史平均水平。而季调后的 PMI 环比反而下降 3 个百分点，而新订单及新出口订单指数季调后的数据也出现了大幅下降，分别下降 5 和 6 个百分点。说明开工建设期的到来和欧美经济复苏并未带来内外需的强劲反弹。

图 3: PMI 回升 1.2，但是季调后下降 3 个百分点



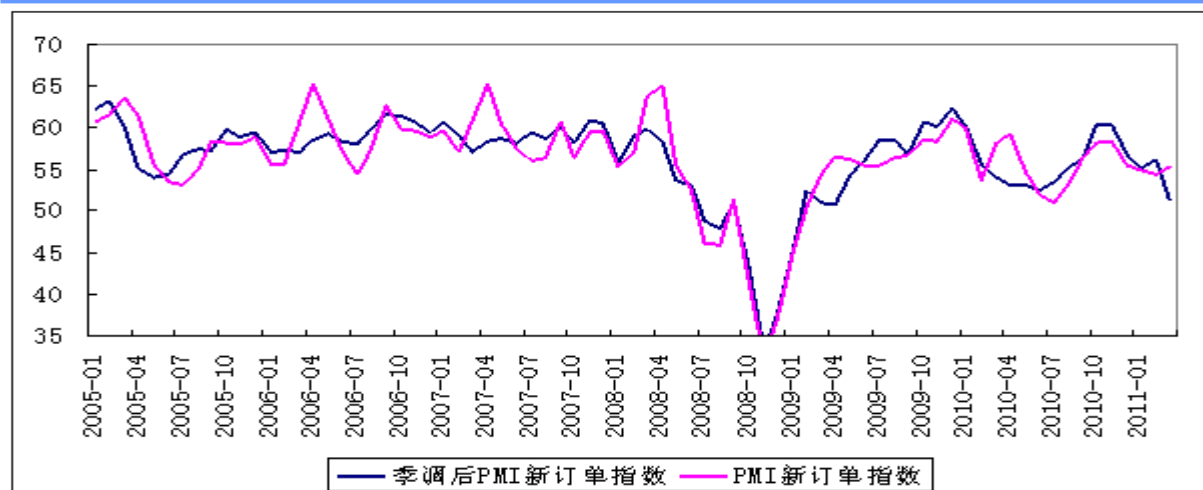
资料来源: wind, 东北证券

图 4：新出口订单和季调后也出现了背离，实际上下降明显



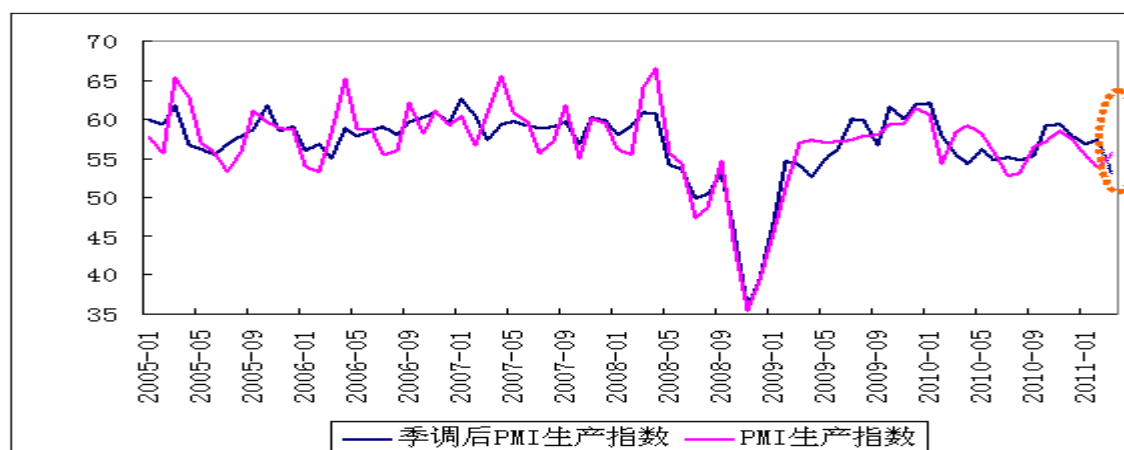
资料来源：wind，东北证券

图 5：新订单和季调后同样背离，内需增长存担忧



资料来源：wind，东北证券

图 6：生产指数也是季调后回落表明生产增幅有限



资料来源：wind，东北证券

二、存准利率同幅度调升预示加息进入中后期

从调控技术面看，货币政策的调控需要 1-2 个季度的滞后。前两个季度的高强度调控对物价的作用将在 3、4 季度显现。政策调控需要一定的前瞻性。

而本次不同期限存准利率的同幅调升更是确认加息进入中后期。考虑央行的操作习惯，我们可以发现，在加息初期，长期的多加息，活期的少加息，在后期则相反，而在中期，平衡加息。本轮加息仍符合这一规律，而本次存准利率全部提高 25 个基点。这种情况出现在 2007 年的 7、8、9 月份加息操作。这种操作不仅是操作习惯，更是符合理论。基本确认进入加息的中后期。

表 1：本轮和上一轮各次各期限加息幅度的比较

	2011-4-5	2011-2-9	2010-12-26	2010-10-20	2007-12-21	2007-9-15	2007-8-22	2007-7-21	2007-5-19	2007-3-18	2006-8-19
活期	0.1	0.04	0	0	-0.09	0	0	0.09	0	0	0
3 个月	0.25	0.35	0.34	0.2	0.45	0.27	0.27	0.27	0.09	0.18	0.09
6 个月	0.25	0.3	0.3	0.22	0.36	0.27	0.27	0.27	0.18	0.18	0.18
一年	0.25	0.25	0.25	0.25	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
二年	0.25	0.35	0.3	0.46	0.18	0.27	0.27	0.27	0.36	0.27	0.36
三年	0.25	0.35	0.3	0.52	0.18	0.27	0.27	0.27	0.45	0.27	0.45
五年	0.25	0.45	0.35	0.6	0.09	0.27	0.27	0.27	0.54	0.27	0.54

资料来源：天相 2008，东北证券

三、货币政策调控趋缓，公开市场操作是重要依赖工具

后期政策工具将主要依赖数量化工具，特别是央票等公开市场操作。提高利率进一步打开了央票的发行空间，而市场资金仍旧相对宽裕，则为公开市场操作提供了保障。流动性管理的短期压力在于 4 月份，而我们认为公开市场已有效恢复实现回笼资金的作用。我们认为随着两率的调整落地，4、5 月份将是政策观望期，维持 6、7 月份加息一次的判断，但提高准备金率的可能性趋小。

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。