



2010.10.20

无碍经济回暖，流动性未必下降

——点评 10 月央行加息

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

本报告导读：

本报告对 10 月 20 日央行加息展开点评。

摘要：

- 10 年 19 日，央行宣布将于 10 月 20 日加息。这是自 08 年金融危机以来中国央行的首次加息。本次加息超出我们以及市场的预期。
- 从对称式加息的形式以及利率上调幅度来看，本次加息充分照顾了银行的利益。表面上看，存款利率的上调幅度大于贷款利率，但是占据存款总额一半左右的活期存款利率并未上调，这意味着存贷款利率的平均上调幅度基本相当。
- 本月 21 日统计局即将发布 3 季度经济数据，因而本次加息或暗示 9 月的 CPI 数据超预期。我们认为加息有助于控制通胀预期，加上高基数效应，CPI 很可能将于 10 月见顶回稳，因而年内基于通胀再次加息的可能性不大。
- 如果加息只是针对通胀，就应该只上调存款利率，因而贷款利率的上调从侧面反映出经济的好转，而即将公布的 3 季度 GDP 同比增速有可能超出我们此前预期的 9%。
- 加息对经济以及流动性的影响主要通过信贷来实现，但我们认为本次加息作用有限。
- 央行 2 季度货币政策报告显示，2 季末的居民房贷实际利率为 4.95%，即便考虑到 3 季度的上升以及本次加息，目前的房贷实际利率应在 5.5% 左右，远低于 07 年初 7% 左右水平，而当时的居民房贷规模仍在持续上升。
- 其次，由于年初管理层制定了 7.5 万亿的信贷目标，而目前信贷超增，信贷的发放明显受到窗口指导的限制，信贷供给远小于需求。在这样的背景下，影响实际信贷发放量的是供给端的信贷额度，而非需求端的贷款利率。
- 从 07 年的经验看，在人民币升值的同时启动加息会增加中美利差，从而引发更多的热钱流入。
- 因此，加息以后信贷未必下降，而热钱则肯定增加，流动性的总量未必会有下降，反而可能上升，而经济回暖的趋势也不会改变。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《生产已见底、PMI 续回升》

2010.10.08

《出口增长放缓，内需见底转强》

2010.09.13

《消费符合预期，汽车销量回升》

2010.09.13

《工业见底回升，投资趋势向下》

2010.09.13

《流动性明显改善，政策维持中性》

2010.09.13

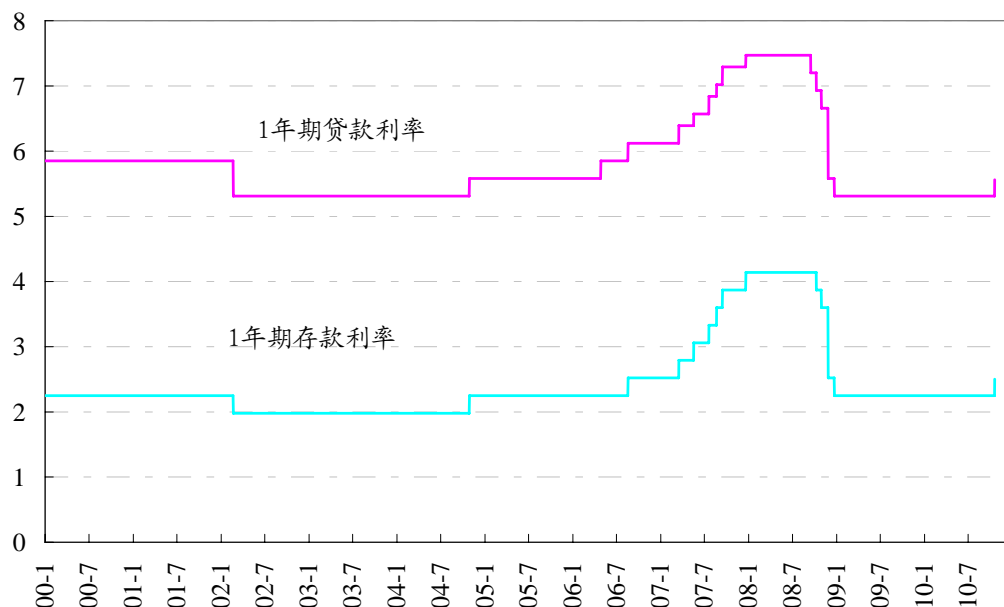
目 录

| | |
|---------------|---|
| 一、加息超出预期..... | 3 |
| 二、考虑银行利益..... | 3 |
| 三、主要针对通胀..... | 4 |
| 四、印证经济好转..... | 5 |
| 五、信贷下降有限..... | 5 |
| 六、利率仍处低位..... | 6 |
| 七、额度影响更大..... | 6 |
| 八、吸引热钱流入..... | 7 |

一、加息超出预期

10 年 19 日，央行宣布将于 10 月 20 日加息。这是自 08 年金融危机以来中国央行的首次加息。本次加息超出我们以及市场的预期。

图 1:
1 年期存款利率、贷款利率
 (2000-2010)
 单位: %

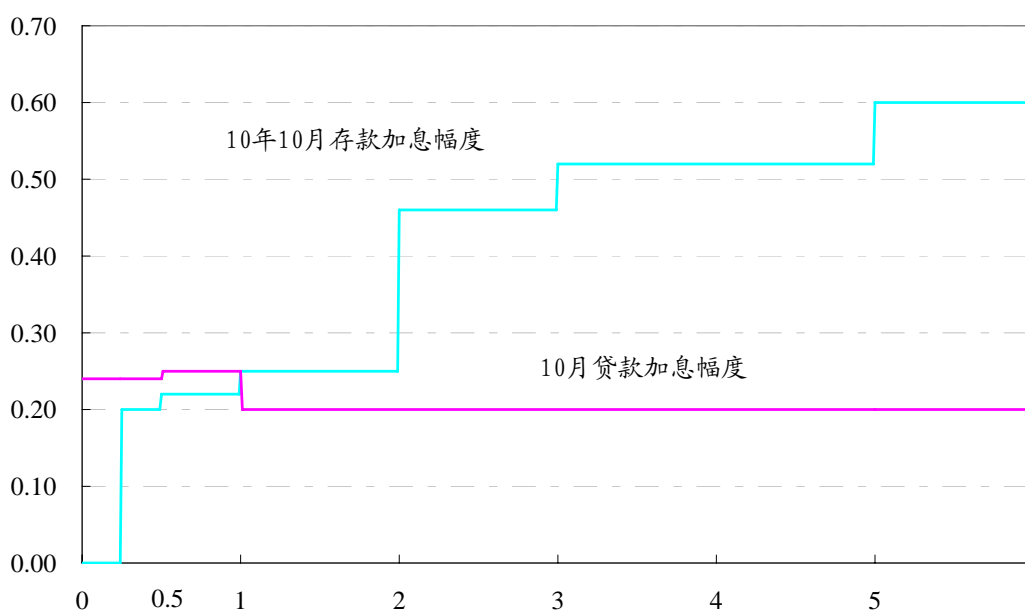


二、考虑银行利益

从加息形式上看，本次加息基本属于对称式加息，存贷款利率均有上调。

从加息幅度来看，贷款利率的上调幅度比较平均，界于 20bp 至 25bp 间。而存款利率的上调幅度呈阶梯状，其中活期存款利率不变，其余期限越长加息幅度越大，1 年期上调 25bp，而 5 年期上调幅度达 60bp。

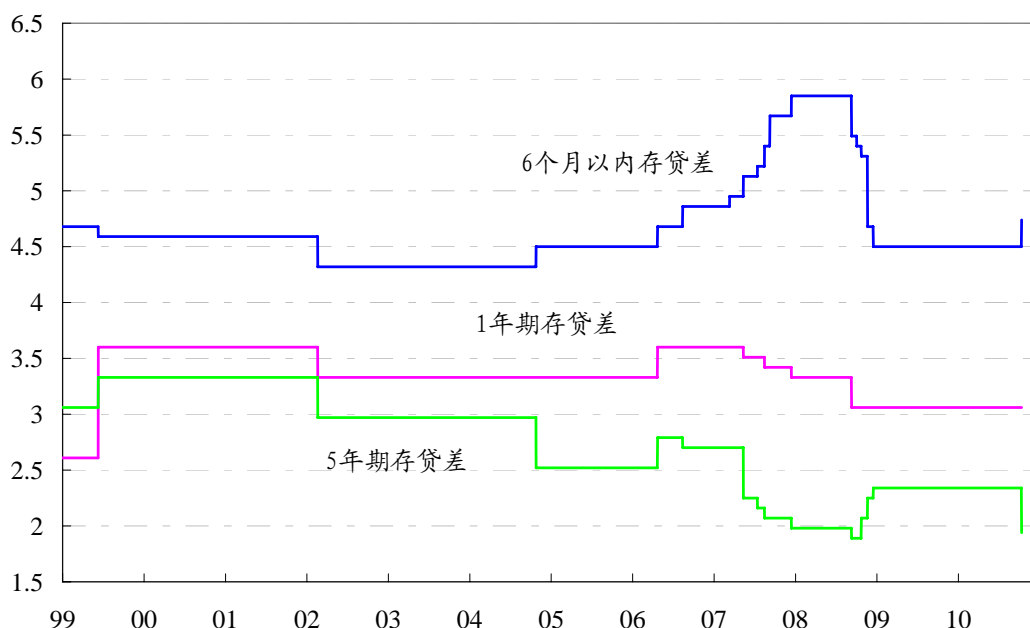
图 2:
10 年 10 月存款加息幅度、
贷款加息幅度
 (10 年 10 月)
 纵轴单位: %
 横轴单位: 年



从对称式加息的形式以及利率上调幅度来看，本次加息充分照顾了银行的利益。

表面上看，存款利率的上调幅度大于贷款利率，但是占据存款总额一半左右的活期存款利率并未上调，这意味着存款利率的平均上调幅度在 25bp 以内，与贷款利率的上调幅度基本相当。银行长期存贷差的下降部分通过短期存贷差的上升得到了弥补。

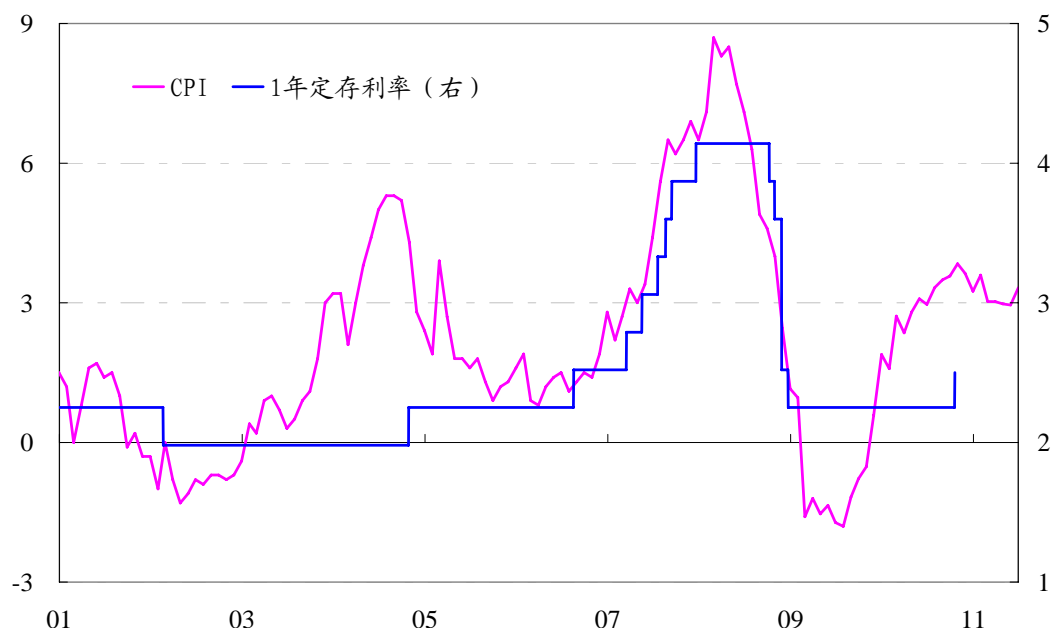
图 3:
 各期限存贷款利差变化
 (99-10 年)
 单位: %



三、主要针对通胀

本月 21 日统计局即将发布 3 季度经济数据,因而本次加息或暗示 9 月的 CPI 数据超预期。我们认为加息有助于控制通胀预期,加上高基数效应,CPI 很可能将于 10 月见顶回稳,因而年内基于通胀再次加息的可能性不大。

图 4:
 CPI、1 年期定存利率
 (2001-2011)
 单位: %

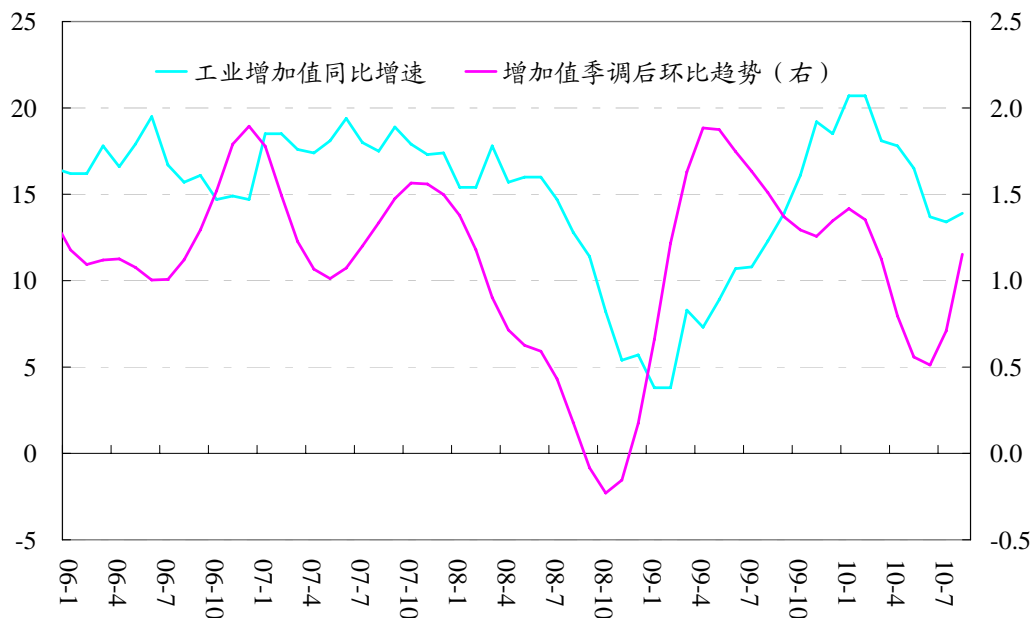


四、印证经济好转

如果加息只是针对通胀，就应该只上调存款利率，因而贷款利率的上调从侧面反映出经济的好转，而即将公布的3季度GDP同比增速有可能超出我们此前预期的9%。

而从8月份以来的工业增加值数据看，工业在3季度环比增速见底，因而GDP很有可能同时见底。

图 5:
工业增加值同比增速、季
调后环比趋势增速
(2006-2010 年)
单位: %

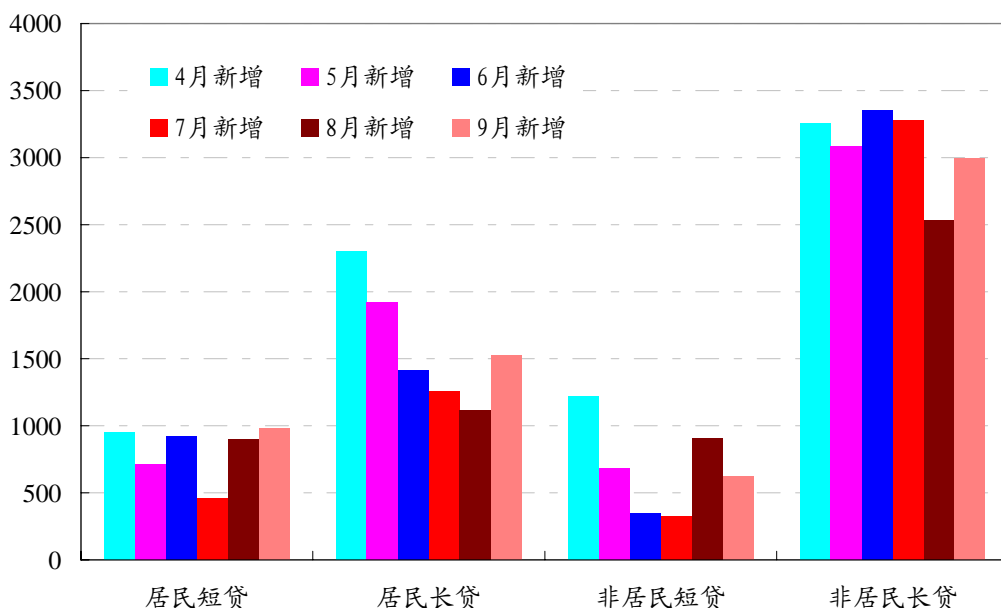


五、信贷下降有限

加息对经济以及流动性的影响主要通过信贷来实现，但我们认为本次加息作用有限。

从新增信贷的构成来看，无论是与车市相关的居民短贷、与房市相关的居民长贷、还是与经济相关的企业长贷，其下降幅度均将十分有限。

图 6:
居民、非居民新增短期贷
款、中长期贷款
(2010 年)
单位: 亿元人民币

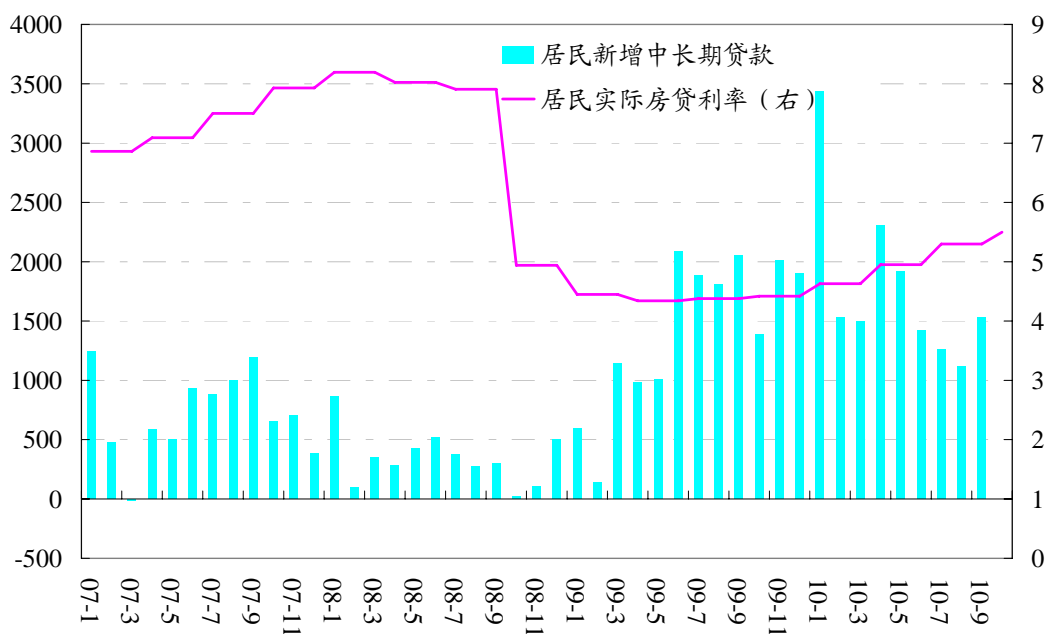


六、利率仍处低位

首先，本次贷款利率加息幅度不大，对信贷需求影响有限。

央行 2 季度货币政策报告显示，2 季末的居民房贷实际利率为 4.95%，即便考虑到 3 季度的上升以及本次加息，目前的房贷实际利率应在 5.5% 左右，远低于 07 年初 7% 左右水平，而当时的居民房贷规模仍在持续上升。

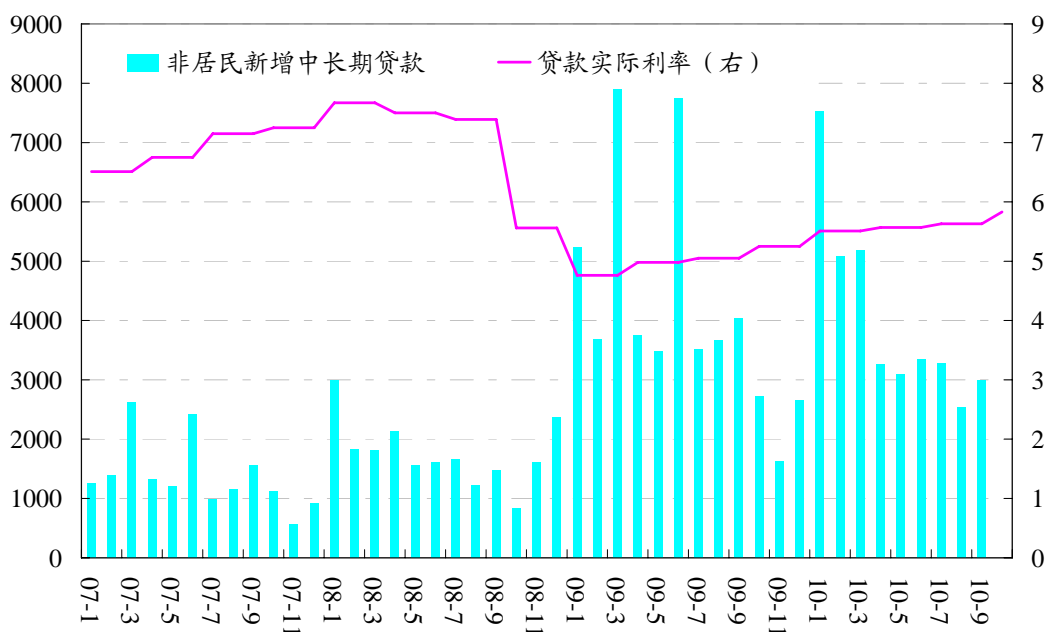
图 7：
居民新增中长期贷款、住
房抵押贷款实际利率
(2007 - 2010)
左轴单位：亿元
右轴单位：%



七、额度影响更大

其次，由于年初管理层制定了 7.5 万亿的信贷目标，而目前信贷超增，信贷的发放明显受到窗口指导的限制，信贷供给远小于需求。在这样的背景下，影响实际信贷发放量的是供给端的信贷额度，而非需求端的贷款利率。

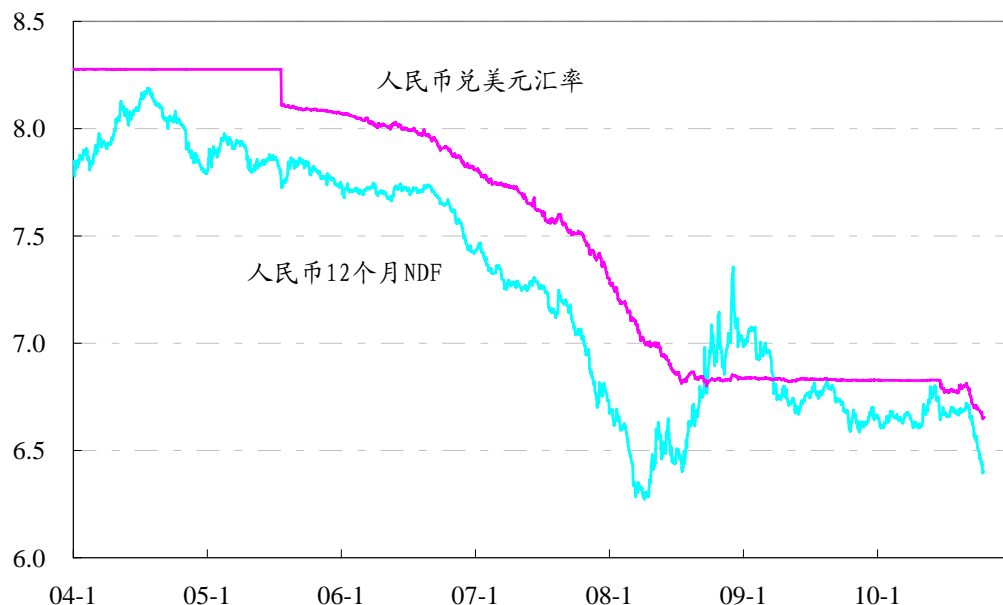
图 8：
非居民新增中长期贷款、
金融贷款 1 年期贷款实际
利率
(2007 - 2010)
左轴单位：亿元
右轴单位：%



八、吸引热钱流入

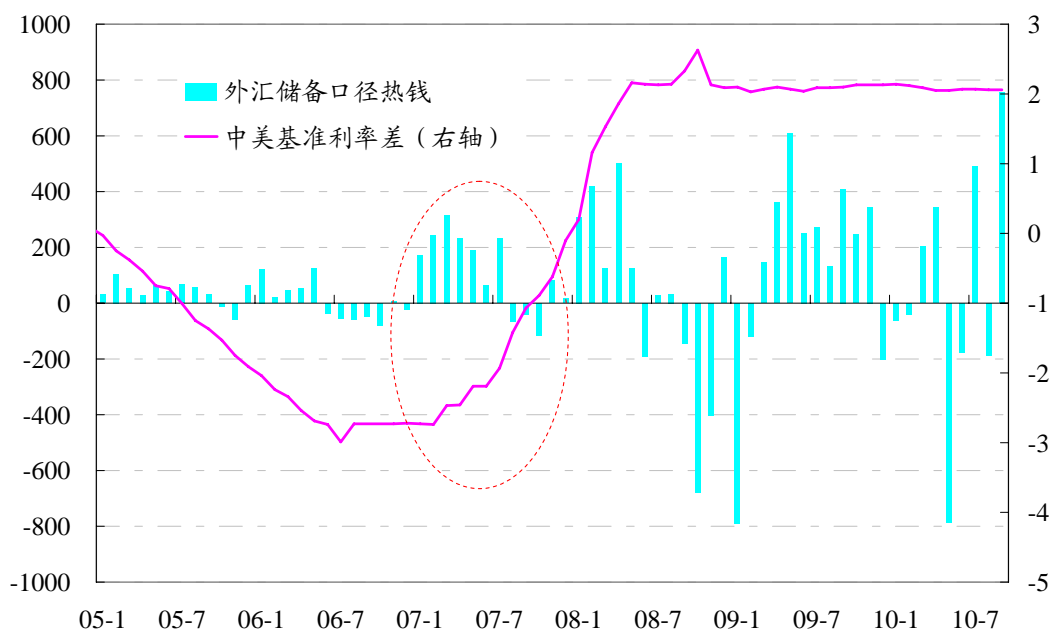
此外，本次加息的背景是9月以来人民币升值的加速，近两月的人民币升值幅度已经达到2.3%。而市场预期人民币短期仍将继续升值。

图 9:
 人民币兑美元汇率、人民
 币 12 个月 NDF
 (2004-2010)
 左轴单位: 1



从 07 年的经验看，在人民币升值的同时启动加息会增加中美利差，从而引发更多的热钱流入。

图 10:
 外汇储备口径热钱、中美
 基准利率差
 (2005 - 2010)
 左轴单位: 亿美元
 右轴单位: %



因此，加息以后信贷未必下降，而热钱则肯定增加，流动性的总量未必会有下降，反而可能上升，而经济回暖的趋势也不会改变。

附注1：文中涉及数据源于wind，统计局，商务部，统计年鉴，国泰君安。

作者简介：

姜超：

清华大学经济学学士/数量经济学博士；

06至09年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com | | |