

短期内加息概率较低

(2010年9月20日)

要点:

- 全球经济缓慢复苏，二次探低风险不足为虑。美国就业市场有所好转，8月CPI、PPI连续回升有助于缓解市场的通缩预期。欧洲经济表现不容乐观，区内差异化特征依旧明显。欧元区7月工业产值创今年2月以来的新低，英国复苏不尽人意。日本当局6年来首次直接干预汇市。印度、新西兰、巴西央行上周分别上调利率25个基点至75个基点不等。
- 国内经济继续平稳运行态势。央行调查显示，城镇居民收入和就业预期有所好转，储蓄、消费意愿略有下降，投资意愿有所上升。8月外商直接投资增速显著回落，投资投向逐渐发生转变。房地产销售继续回暖，房价上涨预期大幅上升，但居民购房意愿变化不大。
- 市场上关于加息议论增多，我们认为，短期内央行上调利率的可能性较小。从历史上看，央行加息会综合考虑经济增长、物价和国际利率变化等因素；从利率与房价的关系看，当前加息对于抑制房价上涨作用不大；从实际操作层面看，央行更偏好于更灵活可控的公开市场操作等数量工具而非利率等价格工具。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李莉
金惠卿 伍桂

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

培育新兴产业，推动结构调整
(宏观经济周评，
20100913)

我国汇改路径逐渐清晰(宏
观经济周评，20100906)

房市将继续调控，银行宜未
雨绸缪(宏观经济周评，
20100830)

声明:

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

短期内加息概率较低

上周公布的经济数据显示，全球主要经济体继续维持缓慢复苏态势，世界经济二次衰退风险不足为虑。美国经济复苏形势逐步向好；欧洲经济总体表现并不乐观，且差异化特征依然显著；日本当局时隔六年之后重新开始干预汇率，以降低日元升值预期；国内宏观经济继续平稳运行，短期内加息可能性较小。

美国经济复苏显现积极信号，但依然存在不确定迹象。一是美国首次申请失业救济人数连续四周下降，提升了市场对就业市场正在改善的信心。美国劳工部上周四公布的数据显示，截至9月11日当周的首次申请失业救济人数减少 3,000 人，降至两个月以来的最低水平 450,000 人。二是消费者信心增强。上周二公布的调查数据显示，美国9月 IBD/TIPP 经济乐观指数¹升至 45.3，与8月相比上升 3.9%；消费者对于联邦经济政策的信心指数也上升 2.2 点至 38.8。表明消费者对于经济政策效果和未来复苏信心回升。三是零售额增幅高于市场预期。美国商务部周二公布的数据显示，美国8月份零售额环比增长 0.4%，连续第二个月上升。美国8月份零售额增长主要受服装、汽油和杂货销售额推动。四是通货紧缩担忧有所缓解。美国劳工部公布的数据显示，8月份美国 CPI 连续第二个月上升，环比增长 0.3%，增速

¹ IBD/TIPP 指数由美国 Investor's Business Daily 和 TechnoMetrica Market Intelligence 发布，调查访问超过 900 人，访问在每月的第一周进行。

与7月持平;进口价格环比上升**0.6%**,涨幅比7月份修正数据高出**0.5**个百分点;经季节性因素调整后,8月PPI环比也是连续第二个月上升,环比上升**0.4%**,上升幅度比7月份扩大**0.2**个百分点;8月份PPI同比上升**3.1%**,为连续第**10**个月同比上升。

但是,美国经济复苏进程中也显现出一些不确定迹象。一是经济增长缺乏就业支持。尽管上周首次申请失业救济人数下降,但是这可能是受短期因素影响,按照历史经验,首次申请失业救济人数下降至**425,000**且持续数周,才能表明就业市场好转。此外,最近的一份报告也显示,尽管私营部门上月增加了**67,000**个工作岗位,但8月平均周工作时间为**34.2**小时,与7月持平,这表明美国经济增长缺乏就业支持。二是核心通胀压力依然非常低。美国8月份剔除波动较大的食品和能源价格的核心PPI仅上升**0.1%**,核心CPI则与上月持平,低于市场预期。

欧洲经济总体表现并不乐观,差异化特征依然明显。上周欧盟委员会上调欧盟和欧元区今年的经济增长预期分别至**1.8%**和**1.7%**,高于5月时预计的**0.9%**和**0.7%**,主要是因为欧洲二季度经济增长强劲提升了对全年的增长预期。近期欧洲经济表现则不太乐观,欧盟统计局上周二公布的数据显示,欧元区7月工业产值环比基本持平,同比增速**7.1%**,创下了今年2月份以来的新低,且弱于市场预期。工业产值弱于预期,主要原因是受欧债危机影响严重的成员国目前正在削减巨额财政赤字,希腊7月工业产值环比减少**2.5%**,葡萄牙与西班牙7月产值环比则分别减少**1.2%**和**0.3%**。而法国7月工业产值则环比增长

0.9%，德国环比基本持平，这表明欧元区内经济复苏差异化特征依然明显。此外，欧元区8月按年率计算的通货膨胀率为1.6%，比7月下降0.1个百分点。

与此同时，英国经济表现也不尽人意，主要表现在三个方面。一是就业市场形势不容乐观。英国8月申请失业救济人数增加2,300人，为今年1月份以来首次出现上升。尽管8月当月失业率4.5%与7月持平，但是由于英国新政府正在大力削减开支以降低财政赤字，所以英国公共部门失业人数可能会进一步上升，下一阶段英国就业市场形势不容乐观。二是通胀隐忧加剧。英国国家统计局周二公布的数据显示，8月份CPI同比增长3.1%，增长幅度连续第八个月高于英国央行的通货膨胀目标2%；英国央行周四公布的季度民意调查显示，英国民众8月对未来一年的通胀预期升为年增3.4%，高于5月预期的3.3%，为2008年8月以来最高。此外，英国工业联合会公布的数据显示，9月价格指数预期由8月的+11上升至+15，这表明英国物价上涨压力较大。三是消费和房地产市场疲弱。8月份英国零售额为今年1月份以来的最低水平，环比下降0.5%，同比增幅放缓至0.4%。英国皇家特许测量师学会公布的数据显示，8月份英国房屋市场价格指数由7月份的-8下降至-32点，为2009年5月以来最低。这主要受到房屋供应量增加及财政紧缩影响。

日本第三产业复苏迹象显现，当局六年来首次直接干预汇率。日本经济产业省公布的数据显示，日本7月第三产业活动指数月增1.6%，

增幅为今年4月以来的最高水平。截至7月的3个月第三产业活动性指数也提升了0.4个百分点，表明日本第三产业有复苏迹象。上周三，日本央行在东京外汇市场上抛售日元直接干预日元汇率。这是日本当局自2004年3月以来首次直接干预外汇市场，干预规模高达1万亿日元，而日本最新公布的财政刺激计划才9150亿日元。从干预动机来看，政治上，菅直人首相希望通过干预安抚小泽的支持者与国内的出口商；经济上，日元贬值有助于维持经济和金融市场稳定、促进出口以及缓解通缩。从干预效果来看，日本此次干预是单独行动。如果缺乏其他国家配合，日本的干预很有可能难以达到效果。美国和欧洲都不愿意本币升值，而乐见其他国家货币升值。从外部影响上看，由于今年以来韩国、台湾、新加坡等国的货币也升值强劲，日本的外汇干预可能会引起亚洲其他国家的效仿，进而可能引起亚洲外汇市场的剧烈波动。

国内宏观经济保持平稳运行态势。城镇居民收入和就业预期有所好转，储蓄、消费意愿略有下降，投资意愿有所上升；外商直接投资增速显著回落，投资投向优化；房地产销售继续回暖，房价上涨预期大幅上升；通胀压力上升导致市场加息争议显现。

人民银行19日发布的《2010年第3季度全国城镇储户问卷调查综述》显示，城镇居民对未来收入和就业预期有所转好，居民储蓄、消费意愿略有下降，投资意愿有所上升。三季度城镇居民收入和就业未来预期指数分别为55.7%和51.5%，较上季提高2.1和1.6个百分点，较去年同期上升1和0.6个百分点。3季度当季，44.4%的城镇居民倾向于选择“更多储蓄”，较上季下降1.3个百分点。38.8%的居民倾向

于“更多投资”，较上季提高 2.5 个百分点。

外商直接投资增速回落显著，外资投向逐渐发生转变。商务部外资快报统计显示，8 月实际使用外资金额 70.02 亿美元，同比增长 1.38%，同比增速大幅下降（7 月同比增速为 29.2%）。1-8 月，全国实际使用外资金额 659.56 亿美元，同比增长 18.06%，增速较 7 月回落 2.59 个百分点。数据还显示，外资投向逐渐发生转变，服务业吸收外资保持大幅增长。1-8 月，全国服务业实际使用外资金额 297.41 亿美元，同比增长 36.75%，占同期全国总量的 45.09%。同期，制造业实际使用外资金额 314.91 亿美元，同比增长 1.46%，占同期全国总量的 47.75%，占比较上年同期下降 7.81 个百分点。外资投向转变主要受两大因素影响：一方面，随着制造业的劳动、土地成本逐渐上升，制造业对外资的吸引力下降；另一方面，随着我国不断推进经济结构调整和增长模式转变，服务业成为政策支持的投资领域。8 月份，国家旅游局、商务部共同发布《中外合资经营旅行社试点经营出境旅游业务监管暂行办法》，允许合资旅行社试点开展出境旅游业务的经营；商务部发布通知明确外商投资生产性企业、商业企业可以直接从事网上销售业务。这是我国主动开放旅游服务业、零售服务业的政策措施，对鼓励外商投资服务业起到了积极的促进作用。

房地产市场呈量涨价跌态势，居民房价上涨预期大幅上升。根据中国指数研究院统计，上周监测的 35 个城市中，商品房销售回暖态势依然强劲。多数城市楼市成交量上涨，北京、大连和三亚成交面积环

比涨幅都在70%以上，广州、深圳、厦门等城市销售增长也在20%以上。北京成交面积均环比大幅上涨72.47%，剔除保障性住房集中交付因素后，涨幅仍在20%左右。成交量回暖的同时，有超过一半城市楼市成交价格下滑，其中，北京、天津等5个重点城市价格下跌，跌幅在8%左右；苏州、厦门等城市价格下跌幅度较大，在15%以上。

《2010年第3季度全国城镇储户问卷调查综述》显示，居民房价上涨预期大幅上升，但是购房意愿没有显著变化。36.6%的居民对未来房价持上涨预期，比上季大幅上升7.2个百分点，但仍低于去年同期水平4.9个百分点。虽然房价上涨预期增强，但城镇居民购房意愿没有变化。未来3个月意欲购房的居民占比为15.6%，与上季基本持平。

通胀压力上升导致近期市场加息争议颇多。8月CPI同比上涨3.5%，负利率格局进一步强化，房地产市场在新的调控政策下，全国房价仍没有出现明显回调，市场加息预期有所加强。我们认为，尽管负利率格局强化增加了加息压力，而工业增加值增速小幅回升扩大了加息空间，但是短期内央行加息的可能性不大。

首先，通货膨胀压力既非加息的充分条件，也非必要条件。从历史上看，央行上调利率时通常会综合考虑经济增长、通货膨胀和国际利率水平等因素。2003年10月到2004年9月，CPI从1.8%一路攀升到5.3%，而一年期存款利率一直维持在1.98%不变，负利率持续了将近1年的时间。2004年10月份，央行将利率从1.98%的上调至2.25%，而此时的CPI已经从高位回落，原因就在于经济增长比一年前有了更加明确的强劲势头。此外，美国也是从2004年6月起进入了加息通道，

在人民银行加息前，美联储已经连续三次加息。2006年8月份开始，央行又连续加息至2007年底的4.14%，而这次加息主要旨在减缓经济过热势头，物价因素的作用则不是特别明显，2006年和2007年经济增速达12.7%和14.2%，但是2006年除了12月，CPI均在2%以内，通货膨胀压力并不明显。

从上述三个决定利率调整的因素来看，目前加息的可能性不大。一是8月经济增长依然是稳定态势占主导，没有明显的过热迹象，加息反而可能影响经济增长；二是尽管8月CPI同比涨幅较大，但CPI高企主要受农产品价格上涨推动。而农产品价格受季节因素和供给因素影响较大，且近期已经开始回落，加息无助于改变其价格上涨态势；三是虽然近期部分发展中国家上调利率，但是全球主要经济体仍维持利率不变。上周，印度、巴西、新西兰央行先后宣布加息，其中印度分别上调回购和逆回购利率25个基点、50个基点，巴西和新西兰央行分别上调基准利率75个基点和25个基点。但是，欧洲央行、英国央行以及日本央行均维持原利率水平不变；而最新一期美联储褐皮书显示7月中至8月底美国经济增长显著放缓，表明美联储近期加息的可能性也极低。

其次，加息对房地产价格调整难以起到实质性作用。有观点认为负利率格局会导致民众的保值情绪提升，推动资产价格飙升，加息将能遏制房价上升。但事实上，房价高企与负利率并没有必然的联系。从我国房地产市场的实际情况来看，过去十年中物价走势波动较大，

实际利率多次正负交替，而以平均销售价格衡量的房价除2008年以外一直都呈上升趋势，2008年房屋平均销售价格下降，而当年恰恰是负利率比较严重的一年。实际上，我们认为房价不断攀升主要有三大推动因素：一是供给不足，而刚性需求持续旺盛；二是宽松的货币政策导致市场流动性过剩；三是收入分配不均引致的投机性需求强劲。因此，目前条件下，依靠上调利率来调控房价作用可能不大。至于市场上讨论的非对称加息，我们认为也应该慎重。一方面，小幅的存款利率上调，不足以改变负利率的局面，幅度太大又会因影响银行部门利润而不现实；另一方面，非对称加息属于利率市场化改革的一部分，需要综合考虑中国金融市场的发育程度等多种因素，不宜作为短期的权宜之计。

再次，在政策工具选择上，央行可能更偏好公开市场操作等数量工具而非价格工具。由于利率直接影响宏观经济和金融市场稳定以及微观主体的决策，央行在动用时通常会比较谨慎。与之相比，公开市场操作则具有灵活、可控、易于操作等优点。上周人民银行净回笼资金380亿元，前两周的央行公开市场操作连续净释放资金，而在近期节假日之前，将公开市场操作转为净回笼资金，可看作是央行对物价上涨做出的反应。此外，最近人民币兑美元汇率连创新高，尽管这可能有外部压力因素，但升值与加息在某种程度上也是一种替代关系。

附 1：宏观经济主要数据概览

		09-8	09-9	09-10	09-11	09-12	10-1	10-2	10-3	10-4	10-5	10-6	10-7	10-8
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿	23114			34051			8162			17284			
	同比增长, %	8.1			9.1			11.9			11.1			
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5		12.80	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9
其中: 轻工业	同比增长, %	9.8	11.8	11.3	12.6	12.1		7.50	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1
重工业	同比增长, %	13.2	14.8	18.1	22.2	21.4		15.20	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1011	1091	1171	1133	1261	1271	1233	1132	1151	1245.5	1233	1225.3	1257
	同比增长, %	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	14.1	22.10	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4
其中: 城市	人民币, 十亿	693.5	714.5	796.8	760.6	854.6								
固定资产投资 自年初累计														
城镇固定资产投资	人民币, 十亿	11298	13317	13317	16863	19413		1301	2979	4674.3	6735.8	9804.7	11986.6	14099.8
	同比增长, %	33.0	33.3	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8
房地产投资	人民币, 十亿	2114	2505	2843.9	3127.0	3623.1		314.3	659.4	993.2	1391.7	1974.7	2386.5	2835.5
	同比增长, %	14.7	17.7	18.9	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7
外商直接投资 自年初累计														
实际利用金额	美元, 十亿	55.8	63.7	70.87	77.89	90.03	8.13	14.02	23.44	30.80	38.90	51.40	58.35	65.96
	同比增长, %	-17.50	-14.26	-12.60	-9.86	-2.60	7.79	4.86	7.65	11.28	14.31	19.60	20.65	18.06
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	103.7	115.9	110.8	113.6	130.7	109.4	94.5	112.1	119.9	131.8	137.3	145.5	139.3
	同比增长, %	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7	21	45.70	24.3	30.5	48.5	43.9	38.1	34.4
进口	美元, 十亿	87.9	103	86.8	94.56	112.2	95.3	86.9	119.3	118.2	112.2	117.3	116.8	119.3
	同比增长, %	-16.7	-3.5	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.70	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2
贸易差额	美元, 十亿	15.7	12.7	23.79	18.09	18.43	14.1	7.6	-7.2	1.7	19.6	26.0	28.7	20.0
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数同比, %		-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.70	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5
商品零售价格指数同比, %		-2	-1.5	-1.3	0	1.4	1.8	2.50	2.3	2.8	3.1	2.7	2.8	
工业品出厂价格指数同比, %		-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.39	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3
货币														
M0	人民币, 十亿	3440	3678	3570	3630	3824	4080	4290	3908	3970	3870	3890	3950	3990
	同比增长, %	11.52	15.96	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.65	15.50	16.00
M1	人民币, 十亿	20039	20172	20750	21250	22000	22960	22430	22939	23390	23650	24058	24070	24430
	同比增长, %	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.56	22.90	21.90
M2	人民币, 十亿	57670	58541	58643	59460	60622	62510	63600	65001	65660	66340	67391	67410	68750
	同比增长, %	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.0	18.46	17.60	19.20
金融机构存款	人民币, 十亿	57393	58399	58688	59272	59774	61290	62250	63815	64990	66070	67410	67570	68650
	同比增长, %	27.43	28.35	28.05	28.19	28.21	27.26	24.97	22.1	21.95	21.0	19.0	18.5	19.6
金融机构贷款	人民币, 十亿	38524	39041	39294	39588	39968	41370	42070	42578	43350	43990	44605	45140	45680
	同比增长, %	34.1	34.16	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.8	21.95	21.50	18.20	18.40	18.60
贷款利率	一年期, %	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
存款利率	一年期, %	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率(期末)	人民币/美元	6.831	6.829	6.828	6.827	6.828	6.827	6.827	6.826	6.826	6.828	6.791	6.775	6.811

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

附2：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	涨跌幅(%)				
		最近一周	最近两周	最近一月	2010年至今	2009年至今
主要股指						
上证指数	2598.69	-2.42	-2.14	-2.74	-19.89	42.72
深成指	11208.25	-2.80	-2.26	-0.65	-17.18	72.82
道琼斯工业平均指数	10607.85	1.39	1.53	1.94	0.23	17.41
标准普尔500指数	1125.59	1.45	1.91	3.03	-0.65	20.80
FT100	5508.45	0.12	1.48	2.95	0.15	20.75
东京日经225指数	9626.09	4.19	5.62	5.07	-9.65	8.65
香港恒生指数	21970.86	3.36	4.77	3.94	0.68	46.06
利率						
3个月LIBOR	0.2916	-0.22	-0.43	-17.22	14.62	-79.36
3个月SHIBOR	2.5644	1.01	1.99	3.88	40.04	46.99
汇率						
美元/人民币	6.7251	-0.66	-1.15	-0.98	-1.50	-1.60
欧元/人民币	8.8345	2.90	0.69	0.94	-9.66	-8.54
美元指数	81.40	-1.57	-2.05	-1.01	5.00	-0.13
欧元/美元	1.3050	2.93	1.19	1.28	-8.89	-6.43
国际原油						
伦敦期货	78.21	0.06	2.01	1.66	-2.38	66.72
纽约期货	73.66	-3.65	-1.26	-3.28	-9.63	58.96
有色金属						
铜	7720.00	3.13	0.97	4.58	2.93	138.94
铝	2180.00	3.81	1.54	1.49	-3.84	38.85
农产品						
小麦	739.25	4.90	4.38	13.56	24.19	6.83
玉米	513.25	10.61	14.12	23.75	16.38	6.76
大豆	1069.00	4.45	3.81	2.27	2.79	4.70
秦皇岛动力煤						
山西优煤	715.00	-0.69	-0.69	-2.05	-8.92	19.17
山西大混	615.00	-0.81	-0.81	-2.38	-9.56	18.27
焦煤	1650.00	-2.94	-2.94	0.00	-4.07	0.00
黄金						
黄金	1274.30	2.25	2.21	4.04	16.13	44.31
钢铁	4270.00	-2.36	2.32	3.02	11.75	13.93
波罗的海干散货指数	2676.00	-10.65	-6.95	6.40	-14.78	246.18

注：本数据报告日期为2010年9月17日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。

美元指数为纽约期货交易所DXY美元即期收盘价；原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，山西优煤及山西大混为平仓价格，元/吨；焦煤为山西太原焦煤价格，单位为元/吨；铜、铝为伦敦金属交易所LME3个月期货价格，美元/吨；小麦、玉米、大豆为芝加哥期货交易所价格，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略管理部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。