

宏观经济

关注存货调整和政策效应

——2008年4季度货政执行报告简评

事件：2009年2月23日，中国人民银行公布08年4季度货币政策执行报告。以下是我们的简评：

- **08年货币政策经历大幅调整。**央行对08年货币政策的变化过程和原因进行了总结：08年上半年基本延续了08年的从紧基调，严控通胀；但随全球金融危机的深化，货币政策适时适度做出调整，并最终在9月份全面转变为适度宽松。我们认为，尽管事后来看，多种因素影响下，央行政策基调转变存在一定时滞，但总体看，货币政策在前期控制通胀和后期为“保增长”提供宽松货币环境方面发挥了积极作用。
- **企业存货调整加剧经济周期波动。**央行认为，由于存货变化具有显著的顺周期特征，这加剧了本轮经济和价格的波动，降低了生产和进口速度，导致周期转换时产出波动强于真实需求波动。我们认为，四季度以来经济的快速下行以及近期的回暖，都与存货调整密切相关。未来随着存货调整的逐步结束，生产资料价格将趋于稳定，工业生产可能逐步回升。
- **近期通缩风险较大，但中长期仍有通胀压力。**央行认为，在国际初级价格总体处于低位、外需减弱、国内产能过剩、总需求萎缩等影响下，近期通缩风险较大。但由于当前全球货币条件总体宽松、财政刺激政策频频出台，中长期通胀压力不可忽视。我们认为，上半年多数月份，CPI和PPI可能都将处于同比负增长阶段，但由于流动性复苏、存货调整结束、经济转暖、美元贬值等影响，09年潜在通胀的压力可能在三季度末、四季度初逐步显现。
- **经济有近忧，但无远虑。**央行认为，外需收缩、产能过剩、就业压力影响下，宏观经济仍有近忧。长期看，国民经济有望保持平稳较快增长：工业化、城市化、国际化以及产业和消费结构升级主导的经济中长期趋势没有改变；良好的物质、技术和制度基础以及微观主体自主调整的能力的提高奠定了中国经济的优势；金融改革和金融稳定以及宏观调控的加强和改善等政策有利于熨平经济波动。**近期宏观经济走向有两方面值得重点关注：一是存货调整因素的影响，二是内外需求的变化以及宏观政策的效应。**
- **降息空间有限，但流动性仍将保持充裕。**央行在专栏中分析了中外利率体系差异，这与前期易纲副行长的观点一致，这可能进一步暗示了央行降息空间有限。我们认为，近三月新增贷款的大幅增长，已在一定程度上降低了降息可能性。尽管未来半年存在通缩压力，但程度可能较轻，因此我们预计央行降息空间有限并接近尾声。但央行仍将认真落实适度宽松货币政策——确保银行体系流动性充足、促进货币信贷稳定增长、引导资金投向、推进利率和汇率改革、大力发展直接融资等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009年2月24日

高义 宏观经济高级分析师
021-63325888 # 6106
gaoyi@orientsec.com.cn

冯玉明 宏观经济首席分析师
021-63325888 # 6110
fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

- 《短期因素致货币信贷异常——2009年1月金融运行数据点评》 2009年2月12日
- 《宽松货币政策效果开始显现——2008年12月金融运行数据点评》 2009年1月14日
- 《低迷中静待流动性的恢复——2008年11月金融运行数据点评》 2008年12月16日
- 《中国经济之舟必将快速前行——对国办三十条金融政策的点评》 2008年12月15日
- 《流水不腐——对国务院九条金融政策的点评》 2008年12月4日
- 《适度宽松货币政策将很快落实——近期央行票据发行数据点评》 2008年11月19日
- 《将计入历史的极端低迷的一个月——2008年10月金融运行数据点评》 2008年11月13日
- 《货币政策将是市场真正转暖的契机——“救市”之后的A股趋势展望》 2008年9月19日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

分析师承诺

高义、冯玉明：宏观经济分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn