

# 数量意义更甚于价格意义

## ——从央行近期公开市场操作谈起

### 分析师

张 晶

(0755) 8249 2011

zhangjing@lhqz.com

### ■ 事件与主要结论:

4 月份的前 3 周, 央行通过公开市场操作实现净回笼资金 1460 亿元。

我们认为, 由于宏观经济趋势并未出现大的转折, 央行的货币政策取向也将不会发生本质的转变。但短期内央行有必要控制商业银行的放贷数量, 以维持全年商业银行适度平稳的总体放贷规模。故而, 2 季度的公开市场操作有可能出现整体的净回笼格局, 但货币市场的利率水平因此走高的概率并不大。央行未来的操作思路仍然是从数量角度出发, 同时维持价格的稳定, 数量的意义更甚于价格的意义。

### ■ 基本分析:

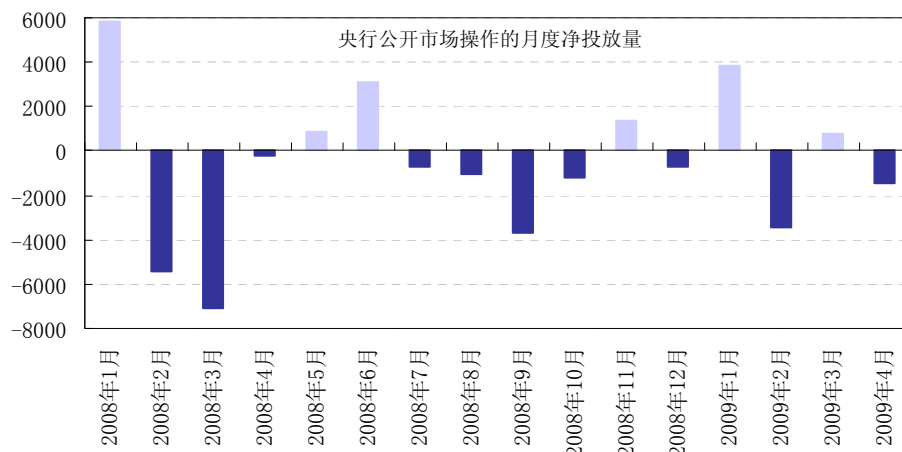
央行公开市场操作的力度在 4 月份明显加大了, 当然, 这其中有对冲到期票据与回购的因素, 但在扣除了这些因素之外, 央行在 4 月份的前 3 周里, 依然实现净回笼 1460 亿元。市场开始怀疑央行后续政策取向的是否会出现转变。毕竟, 今年一季度商业银行的信贷额已高达 4.58 万亿。

**图 1:**  
央行公开市场操作的月度净投放统计

(08 年 1 月 — 09 年 4 月)

单位: 亿元

数据来源: Wind、联合证券研究所



在展开分析之前, 需要列出本文的两个基本前提:

1、我国经济下行风险尚未消除, 经济即便“见底”, 但“回升”并不易, 或者说目前经济复苏的基础仍很不牢固; 2、由于宏观经济趋势并未出现大的转折, 央行的货币政策取向也将不会发生本质的转变。关于这两个前提, 我们前期已做了较多分析, 在此就不再展开。

央行公开市场操作调控的中介目标, 大部分时候体现为对商业银行体系内部资

金流动性、资金的价格进行控制。长期来看，央行公开市场操作的取向跟随前期确定的货币政策基本方向。当然，也不排除在经济趋势发生大的转变时，央行需要配合经济政策的整体趋势而彻底改变其前期操作方向。比如去年 10 月份之后，央行转变了前面 3 个季度从紧的货币政策取向，开始刻意加大对商业银行的货币投放。需要说明的是，从央行历来的操作思路看，即便是在未改变政策取向的背景下，公开市场操作的力度和方向也从来都不是固定不变的，而是根据商业银行近期的资金宽裕程度采取相应地调整。

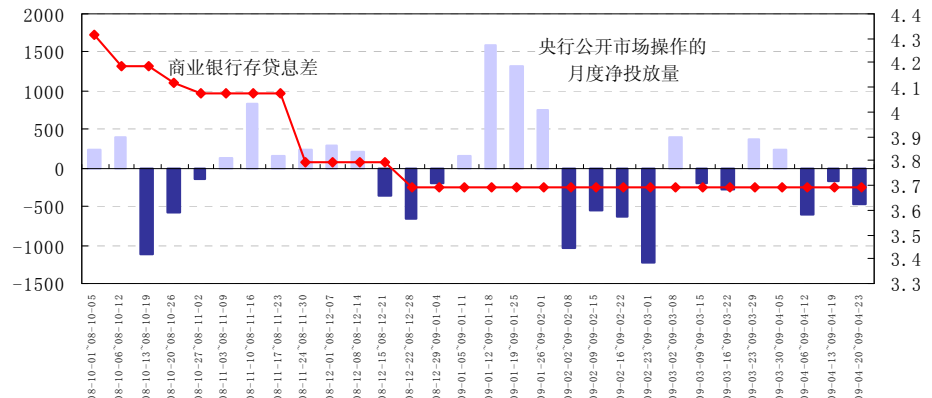
图 2:  
央行公开市场操作的每周  
净投放统计

(08 年 10 月 — 09 年 4 月)

单位: 亿元

注: 商业银行的存贷息差根据  
存贷款权重估算, 采用右轴

数据来源: Wind、联合证券研  
究所



前文中提到了央行公开市场操作调控的中介目标。进一步地，我们再来分析其最终调控目标——信贷投放水平。

首先，商业银行的流动资金数量多少，即流动性宽裕还是紧张，可直接影响商业银行下期信贷投放的能力。公开市场操作力度小、实施货币净投放可导致商业银行体系流动性宽裕，理论上商业银行可放贷的能力就较大。这是数量对数量的角度。

其次，商业银行内部资金价格的高低，即银行间市场利率的高低，又直接关系到商业银行资金成本的大小。央行可通过持续大量净回笼的方式，特别情况下，甚至可以通过直接确定资金价格的方式令利率走高，大型商业银行作为货币市场的资金出借方，与放贷这个商业银行的主要业务相比，可比类资产的收益相应提高。在利率高到一定程度时，商业银行的整体放贷意愿将会降低。这是价格对价格的角度。

在本文的分析前提下，央行仍将采取适度宽松的货币政策，即仍需要维持商业银行体系适当的流动性水平。那么，央行 4 月份较大规模的净回笼的原因还在？（2 月份的净回笼有其春节后回收前期大量资金投放的因素。）可能的原因有两个：一是商业银行当前的资金状况仍然非常充裕；二是央行认为需要短期内控制商业银行的放贷数量，以维持全年商业银行适度平稳的总体放贷规模，这一点显然是最直接的原因。

那么，接下来我们需要分析的是，大量净回笼的方式会否持续？货币市场的利率水平会否走高？

大量净回笼的方式会否持续？央行货币政策取向不发生变化，并不意味着呈现出持续的、放任的货币宽松局面。因此，在 1 季度信贷投放已接近全年基本目标的背景下，2 季度政策的制定者会采取适度收缩的方式来控制商业银

行的整体放贷水平。2 季度的公开市场操作有可能出现整体的净回笼格局。

货币市场的利率水平会否走高？从实际操作的角度来分析，央行要令货币市场的利率走高，在当前情况下，要么采取天量回笼的方式抬高实际利率水平，要么直接给与较高的指定利率。这两个方面的可能性都由于其操作难度较大而降低。更为重要的是，利率相对于数量，向来是更为敏感的指标。特别是在目前宏观经济形势尚未出现稳固复苏迹象的背景下，央行引导市场利率走高的可能性不大。故而，目前看来，央行未来的操作思路仍然是从数量角度出发，同时维持价格的稳定，即数量的意义更甚于价格的意义。

但是，一个重要的问题是：当前的情况下，商业银行会不会因为资金成本的高低而放松对贷款信用评级的基本要求？如果答案是不能（这个答案，我们可从 1 季度天量信贷的投放项目中来推测，我们也可以从我国中小企业长期以来融资难的局面中来推测），那么，央行通过公开市场操作的方式来调控商业银行放贷水平，如果是期望调整商业银行的放贷结构，将很难起到预想的效果。

---

### 相关研究：

《“一指引三办法”评论：现行的贷款管理模式将改变》2009/04/16

《一季度金融、出口数据评论：出口难言企稳，信贷跃进需再审视》2009/04/12

《关于降息预期的思辨：价量不可偏废》2009/03/04

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。