



2009年5月7日

中国经济

中金公司研究部

联系人:

哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

徐剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

货币政策强调连续性

——评1季度央行货币政策执行报告

5月6日人民银行发布了2009年1季度货币政策执行报告。我们的解读是:

- 央行认为尽管经济刺激计划已初见成效,经济运行出现积极变化,但金融危机对我国的影响还需观察,因此强调了政策连续性,宽松货币政策将不变;
- 对于1季度信贷天量增长,则表示了谨慎肯定(“总体看利大于弊”),短期内并无针对贷款的调控措施;
- 由于各国的量化宽松政策,央行对未来全球通胀形势表示担忧,我们认为维持利率年内已无下调空间的判断,近期也不会出台降准备金率等措施;
- 央行对于主要发达国家货币贬值、债券价值缩水表示了担忧,我们认为中国将稳步推进人民币国际化,近期中日韩及东盟十国财长同意组建1200亿美元的亚洲区外汇储备库,在紧急需要时提供流动性,中国在其中出资32%,也有利于人民币区域地位的提
- 央行在未来政策思路部分提出发展多层次直接融资体系。我们认为近期股市表现强劲,使得资本市场具备了为保增长分担融资功能的基础,这将减轻完全依赖银行信贷进行融资而可能带来的风险。
- 央行在文末建议,我国有待改革和调整的空间还很广阔,在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时,更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐,增强经济的内在活力。这与我们的建议不谋而和。应对本次金融危机,我国前两轮政策分别为刺激政策(降息+4万亿投资计划)和产业政策,我们认为未来如需进一步的政策,应当是以改革促增长,包括放开垄断行业的准入、一些行业的价格放松管制市场化,以及创新性的实现用外汇储备支持国内减税、刺激消费(由财政部发行“经济转型债券”,所筹资金用来弥补降低增值税和个人所得税带来的赤字,再由人民银行来认购这一债券,参见我们4月27日的宏观周报)。

央行货币政策报告摘要:

- **下一阶段宏观经济展望和主要政策思路:认为形势依然严峻,强调政策延续性**

“也要看到,影响国内经济平稳较快发展的风险和挑战依然存在。国际金融危机还在蔓延,外部需求持续萎缩,外贸形势不容乐观。……就业压力较大、企业利润及居民收入增长放缓等,都可能对未来的消费需求产生不利影响。总的来看,目前经济回升的基础还不牢固,特别是民间投资意愿偏低,内生增长动力尚待强化。我们既要看到经济社会发展的有利条件和积极因素,也要充分估计形势的复杂性和严峻性。”

“中国人民银行将根据党中央、国务院的统一部署,继续深入贯彻科学发展观,坚定不移地落实适度宽松的货币政策,保持政策的连续性、稳定性,促进经济平稳较快发展。继续保持银行体系流动性充裕,引导金融机构合理增加信贷投放,优化信贷结构,防范潜在的风险,提高信贷支持经济发展的质量。继续推进利率市场化改革,完善人民币汇率形成机制。继续推进金融体制改革,提高金融机构竞争力和金融市场资源配置效率,维护金融稳定。”

- **对于1季度信贷天量增长的看法:谨慎肯定**

“总体看,在国际金融危机的特殊环境下,近期我国货币信贷适度较快增长利大于弊,是适度宽松货币政策有效传导的体现,有利于稳定金融市场,提振市场信心,促进经济平稳较快发展。也要看到,3月份贷款猛增一定程度上也受到商业银行季末考核等因素影响,有“冲时点”的成分。4月份以至未来几个月,金融机构和企业都需要一段时间“消化”。

下一阶段如果国际金融危机继续深化，则信贷仍需要一定力度的增长。同时，在继续落实适度宽松货币政策的过程中，要加强引导金融机构调整和优化信贷结构，防范由于信贷结构问题可能引发的风险。”

➤ 对主要发达国家采取量化宽松政策可能带来的通胀、美元贬值、债券缩水表示了担忧：

“以量化宽松为特点的非常规货币政策也蕴藏着较大的风险，对国际金融市场及全球经济可能产生较为深远的影响。一是加大了未来全球通货膨胀的风险。如果中央银行在经济复苏时不能及时回收巨额流动性，可能再次埋下资产泡沫和通货膨胀的隐患。此外，近年来通货膨胀带有明显的全球性，某个主要中央银行出现政策失误就可能给全球带来通货膨胀的风险。二是加大了主要货币汇率波动的不确定性。尽管前期美元对主要货币汇率保持升值，但美联储3月18日大量购入债券的声明一度引发美元贬值。随着更多经济体采取量化宽松等非常规的货币政策，主要货币汇率贬值风险可能加大。三是对主要经济体债券市场产生影响。大规模购买中长期国债和增加购买普通机构债的政策，短期内或能维持债券收益率在较低水平，但从中长期看，随着金融市场趋于稳定、经济逐步恢复，通胀预期强化、利率上升、中央银行回收流动性等因素可能导致债券价格大幅调整。”应当看到，在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时，更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐，增强经济的内在活力。中国经济在2002年后摆脱通货紧缩影响、进入持续上升周期，与亚洲金融危机后我国加快国有企业调整与改革、开拓房地产、汽车等新兴消费市场以及扩大开放、加入世界贸易组织等一系列重大调整和改革举措密切相关。作为一个发展中国家和转轨经济体，我国可以释放的发展潜力巨大，有待改革和调整的空间还很广阔，在保持经济平稳较快发展的同时，应努力实现扩内需、调结构、抓改革和惠民生的有机结合。

➤ 对经济下滑的政策建议

“应当看到，在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时，更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐，增强经济的内在活力。中国经济在2002年后摆脱通货紧缩影响、进入持续上升周期，与亚洲金融危机后我国加快国有企业调整与改革、开拓房地产、汽车等新兴消费市场以及扩大开放、加入世界贸易组织等一系列重大调整和改革举措密切相关。作为一个发展中国家和转轨经济体，我国可以释放的发展潜力巨大，有待改革和调整的空间还很广阔，在保持经济平稳较快发展的同时，应努力实现扩内需、调结构、抓改革和惠民生的有机结合。”

图 1: 09 年 1 季度与 08 年 4 季度央行货币政策执行报告对比

对货币运行的看法	
08年4季度	货币信贷保持平稳较快增长, 银行体系流动性充足, 有力支持了经济平稳较快发展。总体来看, 我国与美国的利率水平比较接近, 部分利率品种还低于美国。
09年1季度	银行体系流动性充裕, 货币信贷快速增长, 金融体系平稳运行。总体来看, 在国际金融危机的特殊环境下, 近期我国货币信贷适度较快增长利大于弊, 是适度宽松货币政策有效传导的体现, 有利于稳定金融市场, 提振市场信心, 促进经济平稳较快发展。也要看到, 3月份贷款猛增一定程度上也受到商业银行季末考核等因素影响, 有“冲时点”的成分。4月份以至未来几个月, 金融机构和企业都需要一段时间“消化”。下一阶段如果国际金融危机继续深化, 则信贷仍需要一定力度的增长。同时, 在继续落实适度宽松货币政策的过程中, 要加强引导金融机构调整和优化信贷结构, 防范由于信贷结构问题可能引发的风险。
对宏观经济的看法	
08年4季度	2008年我国经济增长虽然有所放缓, 但总体保持平稳较快发展。进入9月份以后, 国际金融危机急剧恶化, 对我国经济的冲击明显加大。外部需求明显收缩, 部分行业产能过剩, 企业生产经营困难, 城镇失业人员增多, 经济增长下行的压力明显加大。在外需不足的情况下, 拉动经济增长必须通过增加投资或消费。但投资主导型的发展模式会增大资源环境的压力, 引起居民之间和城乡之间收入差距的扩大, 部分行业还会出现较严重的产能过剩, 容易导致经济增长大起大落, 是不可能长期持续下去的。
09年1季度	经济运行出现积极变化, 形势比预料的好: 从2009年第一季度经济运行情况看, 虽然GDP同比增速仍低于上年第四季度水平, 但环比增长已较上季度有明显改善, 有利于经济企稳和回暖的因素不断增多。新开工项目计划总投资规模增长较快, 金融对经济发展的支持力度较强, 投资可能继续保持较快增长。也要看到, 影响国内经济平稳较快发展的风险和挑战依然存在。国际金融危机还在蔓延, 外部需求持续萎缩, 外贸形势不容乐观。中国人民银行第一季度企业家问卷调查显示, 反映海外需求的出口订单指数跌幅虽有所收窄, 但仍较上季下跌了5个百分点。就业压力较大、企业利润及居民收入增长放缓等, 都可能对未来的消费需求产生不利影响。总的来看, 目前经济回升的基础还不牢固, 特别是民间投资意愿偏低, 内生增长动力尚待强化。
对通货膨胀的看法	
08年4季度	价格近期仍有下行压力, 通货紧缩风险大。不过也要看到, 当前全球货币条件总体宽松, 部分重要经济体已经采取量化宽松的货币政策, 在这样的格局下, 一旦市场信心恢复, 国际商品价格还可能重拾涨势。当前不少经济体及其央行的大规模注资和金融救援计划, 都会导致货币增发和财政赤字增长, 从中长期看有可能转化为通货膨胀压力, 对此也要给予关注。
09年1季度	正确认识价格指数。未来一段时期价格将受产能过剩、大宗产品价格波动等多方面因素影响。当前全球经济处于衰退之中、经济在潜在产出水平之下运行的格局未变, 产能过剩及需求不足构成下一阶段价格下行的主要压力。国内经济回暖和货币信贷较快增长有利于抑制价格下行, 全球经济下行调整也有缓和迹象, 价格连续大幅下降的可能性减小。受连续大规模注入流动性及经济刺激计划影响, 目前全球货币条件较为宽松, 一旦信心恢复, 初级产品和资产价格也可能较快反弹。
对货币政策的展望	
08年4季度	中国人民银行将把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务, 认真执行适度宽松的货币政策, 进一步理顺货币政策传导机制, 保持银行体系有充足的流动性, 促进货币信贷合理平稳增长, 按照国务院有关金融促进经济发展的政策措施, 加大金融对经济发展的支持力度。以高于GDP增长和物价上涨之和约3-4个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标, 争取广义货币供应量M2增长17%左右。 一是确保银行体系流动性充足。 二是促进货币信贷稳定增长。继续主动做好均衡合理放款工作。 三是引导金融机构优化信贷资金投向。 四是稳步推进利率市场化
09年1季度	坚定不移地落实适度宽松的货币政策, 保持政策的连续性、稳定性, 促进经济平稳较快发展。继续保持银行体系流动性充裕。 一是继续保持银行体系流动性充裕, 引导金融机构合理增加信贷投放。 二是引导金融机构优化信贷结构, 提高信贷支持经济发展的质量。 三是继续推进利率市场化改革, 完善人民币汇率形成机制。 四是继续推进金融体制改革, 提高金融机构竞争力和金融市场资源配置效率, 维护金融稳定。扩大债券发行规模, 大力发展债务融资工具, 稳步推进和创新资产证券化, 引导民间融资健康发展。
对人民币汇率的展望	
08年4季度	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
09年1季度	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。积极呼应周边国家和地区的需求, 与韩国、香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷等六个经济体货币当局签署双边本币互换协议, 支持双边贸易和投资, 共同应对国际金融危机。开展跨境贸易人民币结算试点, 有利于规避汇率风险, 促进对外贸易稳定增长。

资料来源: 中国人民银行, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。