



货币政策微调可能超预期

宏观研究小组

二季度央行货币政策执行报告点评

联系人

邹璐

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

事件

8月5日,中国人民银行发布《中国货币政策执行报告(2009年第二季度)》(具体内容详见央行网站)。

点评

适度宽松的货币政策基调将继续保持不变

在央行最近发布的《中国货币政策执行报告(2009年第二季度)》报告中,央行重申“未来将坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策,以保持政策的连续性和稳定性。”央行认为,当前中国经济发展正处在企稳回升的关键时期,面临的困难和挑战仍然很多,经济回升基础还不稳固,国际国内不稳定不确定因素仍然较多。因此要保持政策的连续性和稳定性,坚定不移地继续实施适度宽松的货币政策,巩固经济企稳回升的势头。我们在8月份的宏观经济报告中经过对2003年货币政策的比较分析,亦指出,货币政策发生转向需建立在经济稳定增长以及现实的通胀及较强的通胀预期基础上,而目前经济尚不稳固,货币政策基调发生转变的可能性小(参见《2009年8月宏观经济报告:货币政策将如何演绎?》)。

但是央行明确提出要进行动态微调

同时,报告中亦指出,随着应对危机的一揽子计划进一步贯彻落实,国内需求有望进一步扩大,国民经济将继续保持平稳较快增长。同时,在对价格总水平分析中,从一季度货币政策执行报告认为“产能过剩及需求不足构成下一阶段价格下行的主要压力”转变为“当前我国价格总水平出现止跌迹象。未来价格走势尚有不稳定性,需求不足仍可能构成价格下行的压力,但也存在价格上行压力”。

我们认为由于上半年信贷快速增长，以及国内需求的逐步回升，央行对于未来价格可能快速上升已有一定担忧。因此，央行在明确适度宽松货币政策基调不变的前提下，亦明确表示要“根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调，把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏，及时发现和解决苗头性问题。”

若经济或通胀超预期回升，则货币政策微调亦可能超预期

事实上，7 月份起央行货币政策已开始逐步微调，目前货币政策执行报告明确提出微调，表明了货币政策确切性的结构性调整。如果未来出现超预期事项，如宏观经济超预期回升，内生性经济增长快速好转，信贷继续超预期增长，或者 CPI 超预期快速上行，我们认为都可能引起微调力度的加大，包括加强对银行的窗口指导，加大央票发行量以及 1 年期央票利率提高到 2% 以上，对银行控制风险能力的提高等。同时，为防控房地产价格上升过快以及炒房行为，政策也可能会对房地产市场这块的部分政策进行调整。但是，如果宏观经济及 CPI 回升低于预期，则微调动作的力度也可能相应减小。

对于后续货币政策，我们认为应密切关注月度新增信贷数据以及公开市场操作力度，包括其发行量以及利率水平等。同时，我们也将对宏观经济及通胀情况进行密切跟踪研究。

表 1 一季度和二季度货币政策执行报告比较

	一季度货币政策执行报告	二季度货币政策执行报告
相同点	中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署， 坚定不移地落实适度宽松的货币政策 ，保持政策的连续性和稳定性。	中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署， 坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策 。
不同点	在引导信贷结构优化的基础上，采取灵活、有力的措施加大金融支持经济发展的力度，保证货币信贷总量满足经济发展的需要。	根据国内外经济走势和价格变化， 注重运用市场化手段进行动态微调，把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏 ，及时发现和解决苗头性问题，妥善处理支持经济发展与防范化解金融风险的关系，进一步增强调控的针对性、有效性和可持续性，维护金融体系的稳定，巩固企稳向好的经济形势。中长期看，要通过深化改革和加快结构调整，提升我国经济增长潜力，实现可持续发展。
不同点	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。科学安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度，灵活适度管理银行体系流动性，继续保持我国银行体系流动性充裕，维持货币市场利率平稳运行。进一步观察经济金融形势发展和政策效应，灵活运用多种货币政策工具，调节市场资金供求，保证货币信贷总量满足经济发展需要。	灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长 。合理安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度，保持银行体系流动性及货币市场利率水平的合理适度。进一步观察经济金融形势发展和政策效应，创新货币政策工具，调节市场资金供求，合理满足经济发展需要。

资料来源：中国人民银行、国海证券研究所

表 2 近期以来货币政策的微调

时间	具体微调措施
2009-6-30	央行正回购利率年内首次走高，3 天后央票利率也开始走高。
2009-7-9	7 月 9 日央行决定发行 1000 亿央票，其中包括 500 亿的 1 年期央票，1 年期央票停发 8 个月重启；至近期，1 年期央票发行量有所加大，央票利率也逐步回升。
2009-7-14	从 7 月 14 日起，媒体陆续报道央行向部分商业银行发行定向央票。
2009-7-17	银监会召开 2009 年第三次经济金融形势通报会，刘明康在会上指出要严守拨备覆盖率底线，在年内必须将拨备覆盖率提高到 150%以上；并提出要控制房地产贷款风险，严格执行“二套房”标准，严格按照规定执行住房按揭贷款首付款比例和贷款利率，对投资性住房要坚持首付高成数、利率严格风险定价和资信严格审查的原则，严格执行与借款人 100% “面谈” “面签” 制度，采取切实有效措施防范“假按揭”、“假首付”现象的发生。
2009-7-30	从 7 月 30 日起至最近，银监会近日接连发布《固定资产贷款管理暂行办法》、《项目融资业务指引》与《流动资金贷款管理暂行办法》等征求意见稿。

资料来源：国海证券研究所

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。