

经济企稳回升 政策动态微调



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论：

- **央行认为下半年全球经济复苏过程仍将曲折。**目前出现的部分正面信号是否意味着经济衰退已经结束尚待观察。尽管全球经济企稳大趋势已基本确定，但复苏过程可能是缓慢而曲折的。风险因素包括：美元汇率、大宗商品价格、各项政策对通胀预期的影响、保护主义等。
- **央行认为国内经济回升基础仍不牢固，尚处在企稳回升的关键时期。**有利因素包括：存货已调整到适度水平以及企业投资意愿的回升，将使投资有望继续快速增长；一系列政策影响下消费有望继续保持平稳较快增长。不利因素包括：外需严重萎缩的负面影响仍将持续；内需回升基础不牢固，民间投资意愿偏低，部分行业和企业困难，经济结构不合理，自主创新能力弱。就业压力及收入预期影响下，不利于消费需求的增长。
- **通货膨胀方面，央行认为价格同时存在下行和上行的压力。**内外部不确定性较大的环境下，需求不足仍可能构成价格下行压力。但大规模注入流动性及经济刺激计划影响，全球货币条件较为宽松；同时，上半年国际初级商品价格已大幅上涨。这对未来物价上涨构成上行压力。
- **下半年央行将更加注重适度宽松货币政策的动态微调。**央行提出要继续坚定不移落实适度宽松货币政策，但也新提出要“根据经济形势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调”。具体措施上，央行不再强调“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”，而是指出要“灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长”。
- **我们认为，宽松政策效果已经显现，下半年流动性相对降低。**连续执行三个季度的适度宽松货币政策后，效果开始逐步显现，信贷实现超预期增长、贷款结构逐步优化，货币供应增速快速回升，存款活化开始加速，经济逐步企稳回升，但与此同时，相对上半年宽裕的流动性而言，受经济复苏对资金需求增加以及信贷投放规模下降等影响，相对上半年充裕的流动性而言，下半年流动性将有所降低。
- **我们认为，货币政策基调是否转变以及如何转变将更可能在四季度召开的中央经济工作会议上确定。**这是由于，一是过去的经验显示，重大经济政策更多会在年底中央经济工作会议上决定，二是到四季度左右，政府在确信全年“保八”的基础上，可能才会对货币政策是否调整进行讨论。

报告日期 2009年8月12日

闫伟 首席经济学家
021-63325888×6105
yanwei@orientsec.com.cn

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

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

王骏飞 宏观经济助理分析师
021-63325888×6114
wangjunfei@orientsec.com.cn

相关研究报告

《经济向好，政策微调——6月新增贷款数据简评》 2009年7月9日

《存款活化趋势明显——2009年5月金融运行数据点评》 2009年6月12日

《经济形势好转货币政策不变》 2009年5月7日

2009年8月5日，央行发布2009年第二季度货币政策执行报告，以下是我们的分析与解读：

一、下半年流动性的充裕程度将相对有所下降

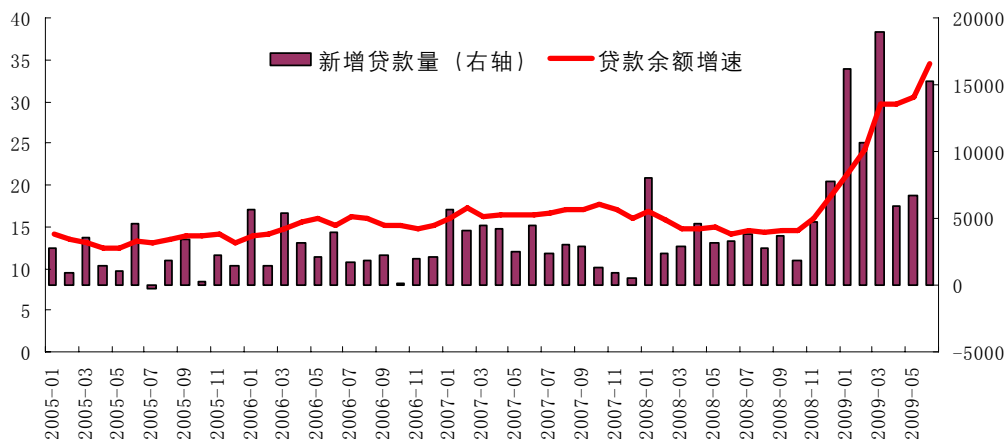
从去年4季度到今年上半年，在执行了三个季度的适度宽松货币政策后，效果开始逐步显现，例如信贷实现超预期增长、货币供应增速快速上升，经济逐步企稳回升等，但与此同时，相对上半年充裕的流动性而言，受经济复苏对资金需求增加以及信贷投放量下降等影响，下半年流动性将有所降低。

新增贷款实现超预期增长，贷款结构有所优化。实际上，自08年11月以来，近8个月新增贷款达到8.6万亿元，今年6个月达到7.37万亿元，实现超预期增长，远高于同期水平。同时，二季度贷款结构相对一季度进一步优化，票据贷款占比快速下降，短期和中长期贷款占比有所增加。

我们认为，从过去经验看，下半年新增贷款数量将会快速回落到往年的正常水平，且三季度相对四季度会多一些（如2：1的比例或更高）。但尽管如此，全年新增贷款总额的爆炸式增长仍是非常可能的，预计全年新增贷款总量将达到9-10万亿元，这意味着下半年每月新增贷款3000亿元左右即可达到这一目标。

图1 月度新增贷款及贷款余额同比增速

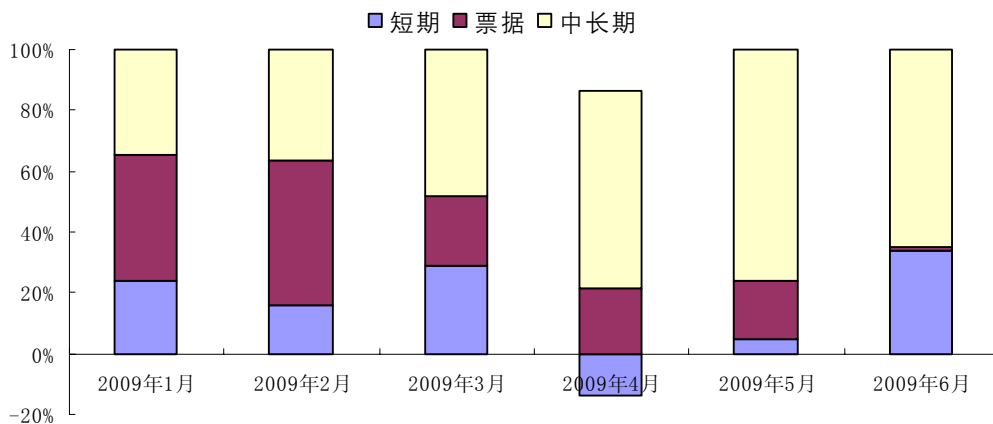
单位：亿元，%



资料来源：WIND，东方证券研究所

图2 09年以来企业新增贷款结构

单位：%



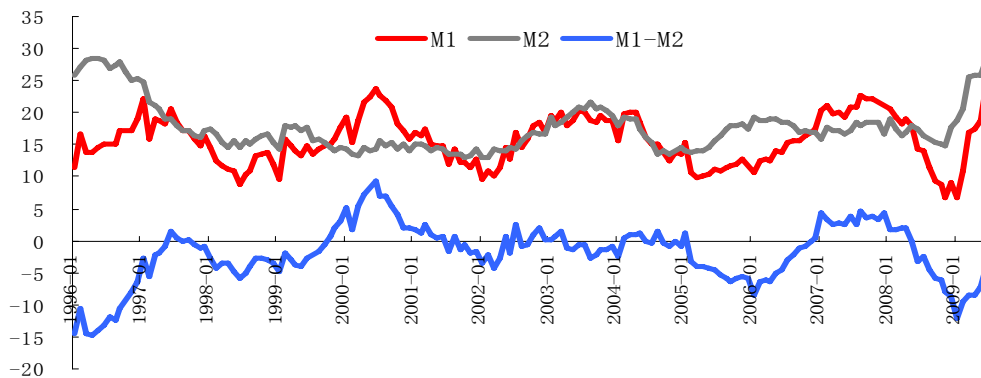
资料来源：中国人民银行，WIND，东方证券研究所

货币供应增速快速回升，存款活期化趋势加速。货币供应量（M2）增速在08年11月见底后开始回升，并在6月份达到28.46%，也超过此前力争全年达到17%的目标。狭义货币供应量（M1）增速在经过1月春节因素影响出现短暂回落后，2、3月份逐步回升，并在6月份开始加速上升，其根本原因在于存款活期化趋势有所加速——企业活期存款余额增速由5月份的20%上升到29%，增长9个百分点，而定期存款余额增速则维持45%不变。

我们认为，由于企业利润回升还需要一定时间，当前存款活化趋势的加速现象，更多的是与企业对未来经济向好的信心增强有关。从近期公布的企业家和银行家信心指数看，二者的上升趋势非常明显。同时，城镇固定资产投资的高速增长也间接反映了企业投资信心的增强。总体上，我们认为，下半年M1回升的趋势还将延续，其推动力主要来自于存款活期化趋势以及企业盈利的恢复

图3 月度货币供应增速

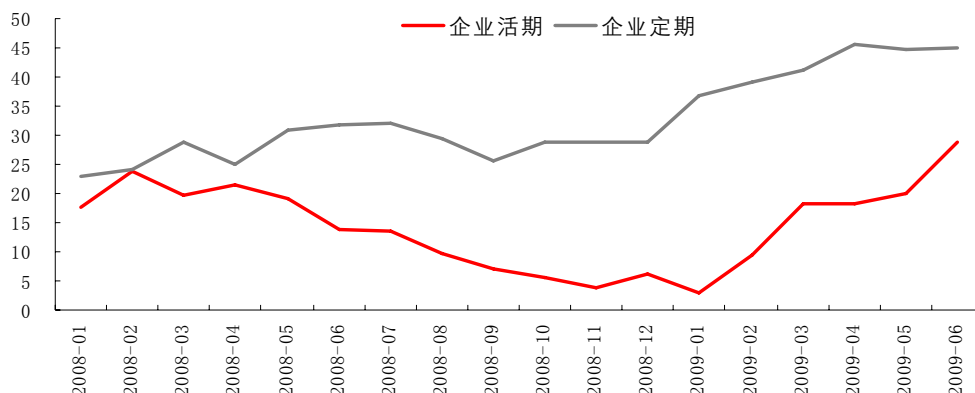
单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4 企业活期与定期存款余额同比增速

单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

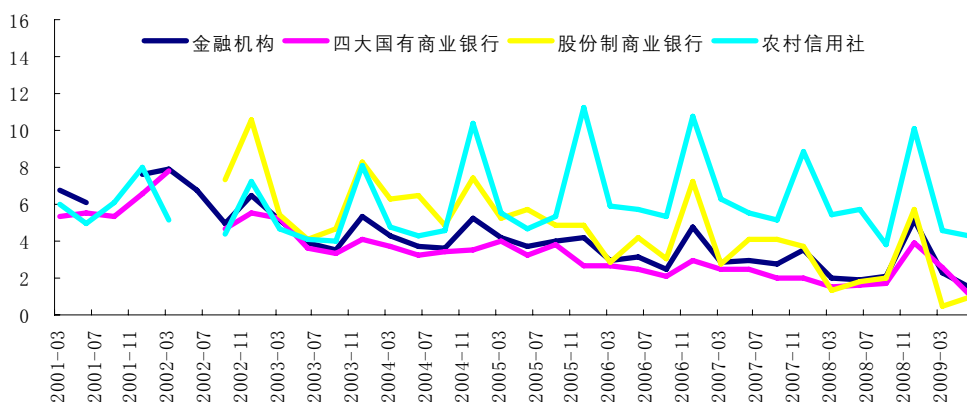
下半年流动性相对上半年将有所降低。

从流动性的需求看，实体经济复苏对迅速增加对资金的需求。我们预计三季度CPI和PPI都将见底回升，而市场预计三季度GDP实际增速可能达到9%左右，这样名义GDP相对一二季度将显著回升，从而增加对资金的需求。

但从流动性的供给看，银行信贷投放能力受到限制，下半年信贷投放规模将显著下降。6月末金融机构超储率为1.55%，比3月末的2.28%下降了0.73个百分点，特别是四大国有商业银行下降较快。尽管股份制银行超储率有所回升，但绝对水平仍然处于较低水平。超储率的下降，使得银行信贷投放能力受到限制，下半年信贷投放规模将显著下降。

图 5 金融机构超额准备金率

单位：%



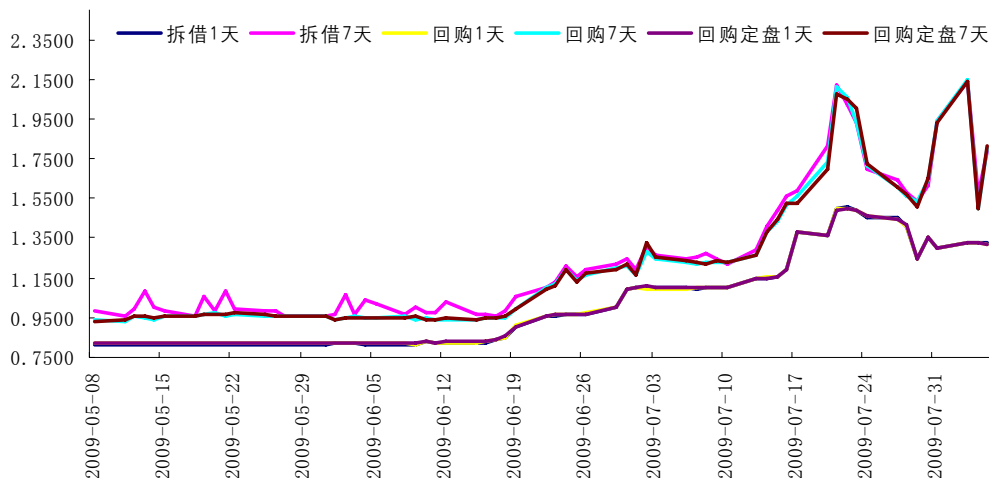
资料来源：WIND，东方证券研究所

例如，一个明显的现象是，二季度以来，银行间市场利率相对前期有所上升。此外，6月份贷款加权平均利率为4.98%，尽管比年初下降0.58个百分点，但比3月份的4.76%则上升了0.22个百分点，

显示出流动性充裕程度的下降。

图 6 银行间同业拆借与回购市场利率

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

二、对世界经济形势的分析

央行认为下半年全球复苏过程仍将曲折。尽管各国大规模的应对政策效果正逐步显现，全球经济衰退初步放缓，但仍有许多不确定性因素，复苏将是缓慢曲折的过程。发达经济体方面，美国经济出现企稳迹象，欧元区经济衰退放缓，日本经济仍然低迷；新兴市场及发展中国家在经济急剧恶化后出现复苏迹象，但由于外需环境不稳定，这些国家的复苏基础不牢固，且各国之间还有分化的趋势。

央行认为，目前出现的部分正面信号是否意味着经济衰退已经结束尚待观察。经济企稳大趋势已基本确定，但复苏过程可能是缓慢而曲折的。风险因素包括：美元汇率、大宗商品价格、各项政策对通胀预期的影响、保护主义等。

表 1 货政报告对世界经济形势的分析

	2009年1季度	2009年2季度
世界经济金融形势——发达经济体	2009年以来，全球经济持续低迷、同步衰退的风险继续增大。主要发达经济体陷入全面衰退，	政策效果逐步显现，衰退初步放缓。但仍有许多不确定性因素，复苏将是缓慢曲折的过程。 美国经济出现企稳迹象，欧元区经济衰退放缓，日本经济仍然低迷。
世界经济金融形势——新兴市场	信心疲弱和出口大幅下滑使得新兴市场经济体在面对金融市场压力时更加脆弱。	经济急剧恶化后出现复苏迹象，但外部环境稳定前，发展中国家复苏基础仍不牢固，各国分化趋势。
世界经济金融形势——	国际金融市场动荡加剧，美元整体	主要货币汇率宽幅波动，美元先强

金融市场	走强,主要经济体国债收益率上行,全球股市先抑后扬。	后弱。国债收益率整体上行。全球股市反弹。
世界经济金融形势——通货膨胀形势	在经济前景黯淡和大宗商品价格急剧回落背景下,近期全球物价水平持续回落,部分经济体出现通货紧缩苗头。	发达经济体和发展中经济体的通货膨胀都将相对2008年出现大幅下滑。
世界经济金融形势——主要政策	为应对危机、缓和衰退,主要经济体央行大幅降息,“量化宽松”等非常规手段开始成为主要发达经济体货币政策的新取向。	利率维持低位,非常规货币政策成为主要选择。
国际经济形势展望——增长率预测	国际货币基金组织2009年4月预测,2009年全球经济增长率将大幅放慢至-1.3%,比2008年的3.2%大幅下降,为二战以来的最低水平。	IMF7月预测,全球经济开始走出衰退,但复苏仍将疲弱,全球增长率比4月预测值低0.1个百分点,而10年经济复苏程度将高出4月预测0.6个百分点,达到2.5%。
国际经济形势展望	金融危机继续蔓延和深化的风险、近期部分主要经济体出现的微弱的企稳和复苏迹象能否持续、全球各国应对危机的举措在遏制衰退与提振信心方面的效力及潜在影响、国际金融体系改革与发展动向、通货膨胀形势的不确定性都将成为影响未来全球经济增长的主要因素。	目前出现的部分正面信号是否意味着经济衰退已经结束尚待观察。经济企稳大趋势已基本确定,但复苏过程可能是缓慢而曲折的。风险因素包括:美元汇率、大宗商品价格、各项政策对通胀预期的影响、保护主义等。

资料来源:人民银行,东方证券研究所

三、对国内宏观经济的分析

央行认为国内经济积极因素不断增多,企稳向好势头日趋明显。09年上半年,积极因素不断增多,企稳向好势头日趋明显:工业生产、投资持续加快,内需拉动作用显著增强,外需大幅下降。当前处于企稳回升的关键时期。随着应对危机的一揽子计划进一步落实,内需有望进一步扩大,我国经济将继续保持平稳较快发展。

但尽管如此,央行认为目前经济回升的基础仍不牢固,尚处在企稳回升的关键时期。有利因素包括:存货已调整到适度水平以及企业投资意愿的回升,将使投资有望继续快速增长;一系列政策影响下消费有望继续保持平稳较快增长。不利因素包括:外需严重萎缩的负面影响仍将持续;内需回升基础不牢固,民间投资意愿偏低,部分行业和企业困难,经济结构不合理,自主创新能力弱。就业压力及收入预期影响下,不利于消费需求的增长。

通货膨胀方面,央行分析了价格同时存在下行和上行的压力。内外部不确定性较大的环境下,需求不足仍可能构成价格下行压力。大规模注入流动性及经济刺激计划影响,全球货币条件较为宽松。上半年,国际初级商品价格已大幅上涨。

表 2 货政报告对国内经济形势的分析

	2009年1季度	2009年2季度
过去一个季度（年度）的经济形势分析	2009年第一季度，我国国民经济运行出现了积极变化。消费较快增长，投资增速加快，国内需求稳步提高；农业形势总体稳定，工业生产逐步企稳；社会信心提振，市场预期改善。	09年上半年，积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显：工业生产、投资持续加快，内需拉动作用显著增强，外需大幅下降。当前处于企稳回升的关键时期。
未来经济形势判断	随着扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子措施初见成效，经济运行出现积极变化，形势比预料的好，但我国经济回升的基础还不稳固，外部经济形势依然严峻，不确定性因素依然存在。	随着应对危机的一揽子计划进一步落实，内需有望进一步扩大，我国经济将继续保持平稳较快发展。
主要不确定因素	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。	有利因素：存货已调整到适度水平以及企业投资意愿的回升，将使投资有望继续快速增长；一系列政策影响下消费有望继续保持平稳较快增长。 不利因素：外需严重萎缩的负面影响仍将持续；内需回升基础不牢固，民间投资意愿偏低，部分行业和企业困难，经济结构不合理，自主创新能力弱。就业压力及收入预期影响下，对消费需求不利。
价格下行压力	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。	内外部不确定性较大的环境下，需求不足仍可能构成价格下行压力。
价格上行风险	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。	大规模注入流动性及经济刺激计划影响，全球货币条件较为宽松。上半年，国际初级商品价格已大幅上涨。

资料来源：人民银行，东方证券研究所

四、下一阶段货币政策展望

在坚定不移执行适度宽松货币政策的同时，央行将更加注重货币政策的动态微调。从总体政策思路看，央行在2季度的政策展望与1季度基调一致（如坚定不移落实适度宽松货币政策），但也有细微差异，如央行新提出了“根据经济形势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调”，“把握好重点、力度和节奏，及时解决苗头性问题，妥善处理支持经济发展与防范金融风险的关系，增强调控针对性、有效性和持续性”，而不再强调“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”。

从具体措施看，这种“动态微调”的倾向也有所显露。例如，与09年1季度略有不同，央行不再强调“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”，而是指出要“灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长”。

我们认为，货币政策基调是否转变以及如何转变将更可能在四季度召开的中央经济工作会议上确定。这是由于，一是过去的经验显示，重大经济政策更多在中央经济工作会议上决定，二是到四季度左右，政府在确信全年“保八”的基础上，才会对货币政策是否调整进行讨论。

表 3 货政报告对未来货币政策的展望

	2009年1季度	2009年2季度
政策思路	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，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。	保持经济平稳较快发展仍是首要任务。坚定不移继续落实适度宽松货币政策，根据经济形势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调，把握好重点、力度和节奏，及时解决苗头性问题，妥善处理支持经济发展与防范金融风险的关系，增强调控针对性、有效性和持续性。
主要政策措施	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。	一是灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长。二是继续引导金融机构优化信贷结构。三是继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。此外，要抓住有利时机，继续推动改革和结构调整，增强经济内生增长动力。

资料来源：人民银行，东方证券研究所

分析师承诺

闫伟、冯玉明、高义、王俊飞，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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn