

招商证券股份有限公司
债券销售交易部
秦龙 010-82291872
qinl@cmschina.com.cn

《2010 年第一季度货币 政策执行报告》简评

【摘要】

5 月 10 日，央行公布了《2010 年第一季度货币政策执行报告》。

我们认为央行在本次报告中传递的主要观点包括：

- 1、一季度经济开局表现良好，回升向好势头进一步巩固；
- 2、通胀压力并不显著，但进一步强调管理通胀预期；
- 3、继续以数量化工具加强流动性管理；
- 4、继续控制信贷规模和节奏，严控贷款投向；
- 5、再次强调与财政政策的协调，控制地方投资，关注地方融资平台风险；
- 6、人民币汇率适时转向盯住一篮子货币。

一、对宏观经济看法：

经济增长预期更加乐观，内外需均有望继续回升

外需方面，央行认为全球经济总体保持复苏态势，全球经济“二次探底”的风险降低。但欧洲主权债务风险上升、贸易保护主义抬头、经济复苏速度不一致导致各国刺激政策退出不同步、局部地区资产价格增长过快是主要的四个不确定因素等。

内需方面，央行认为我国经济有望保持较快增长的基本态势。国内经济活力和信心逐步增强，地方加快发展和扩大投资的热情较高，城镇化和消费结构升级对经济增长的拉动作用正在增强，内需有望继续保持较快增长。但央行也指出，内需回升的基础还不平衡，民间投资和内生增长动力有待强化，持续扩大居民消费、改善收入分配、促进经济结构优化的任务艰巨，财政金融领域的潜在风险也不容忽视。

与 2009 年四季度报告相比，央行对经济增长的态度更加乐观，认为“增长的空间依然较大”。

通胀压力并不显著，但更加强调管理通胀预期

央行认为当前外需还在恢复之中，国内工业产能较为充裕，有利于稳定价格。央行也指出，在全球货币条件较为宽松、经济总体复苏的大背景下，国际初级产品价格和国内内需的恢复使得我国价格上行的压力在增加；此外国内劳动力价格趋升，资源环保成本加大，也可能影响价格水平；总体来看价格上行压力相对更大，价格稳定的潜在威胁有所增加。我们认为，“价格上涨的潜在压力值得关注”，这样的措辞显示央行对未来通胀压力并不是十分担忧。2010 年以来 CPI 涨幅明显低于 2009 年市场的预期，主要涨价因素粮食、猪肉、工业品的供需压力不大，价格上涨动力不足。

但在本次报告中，央行进一步强调了管理通胀预期的理念。报告以专栏方式解读了管理通胀预期的理念、提出管理通胀预期的五大手段，特别是较为详尽的介绍了稳步推进资源性产品价格改革的必要性。我们认为，“管理通胀预期”专栏一方面反映央行希望向市场更好的介绍其货币政策指导理念，让货币政策达到更好的调控效果；另一方面也反映出资源品价格改革已经进入实质性阶段。

二、 货币政策思路

继续以数量化工具加强流动性管理

央行提出继续实施适度宽松的货币政策，并在保持政策的连续性和稳定性的同时，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，加强银行体系流动性管理。

与上季度报告相比，央行提出“灵活开展公开市场操作”，充分发挥公开市场操作的预调和微调作用。央行对春节前后，灵活调整短期正回购操作品种和频率，有效熨平了季节性因素引起的短期流动性波动表示满意。最近一段时间央行加大了 3 年央票的发行规模，缩减 1 年央票的发行规模也是在提前规划明年的流动性。我们认为央行在公开市场操作上的手法更加娴熟，

央行指出，“适时上调存款准备金率”。我们认为央行对目前银行体系流动性的判断仍为过于充裕，尤其是 4 月份新增外汇占款规模达到 3800 亿，超出市场预期。未来如果外汇占款增加较快，存款准备金率仍存在上调的可能。

本期报告中的专栏“套利交易”对未来货币政策思路具有一定启发性。专栏强调了国际间保持货币政策一致的必要性，以避免各国由于利率之间的差异造成经济体中货币量受到冲击，使金融市场波动。目前美日欧主要经济体均保持超低利率水平不变，俄罗斯等东欧国家仍在降息，只有澳洲、印度、巴西近期宣布升息。加息会导致套利交易更加活跃，外汇占款增速加快，给流动性管理和人民币汇率造成压力。因此在当前背景下，中国在美国之前加息的概率较小。

继续控制信贷规模、节奏，严格控制贷款投向

央行提出要加强窗口指导和信贷政策引导，要求合理把握信贷投放总量，优化信贷结构，平滑投放节奏。下阶段央行将保持货币信贷适度增长，相对均衡地安排全年贷款投放节奏，防止大起大落。

央行进一步强调了贷款投向的问题，要求信贷政策与产业政策、环保政策协调配合，支持重点产业结构调整振兴，促进文化产业、服务外包、战略性新兴产业、低碳经济发展，抑制部分行业产能过剩，严格控制对高耗能、高排放行业贷款。为与地产调控政策配合，央行还提出要实行更为严格的差别化房贷政策。同时央行再次强调要加强地方融资平台公司贷款风险管理。

本期报告的专栏“关注中长期贷款”中，央行提示金融机构长期贷款比重较高而存款活期化趋势明显，金融机构资产负债期限错配风险加大。基于央行对

中长期贷款以及其带来的风险的关注，我们预计下阶段贷款规模控制很可能会加入对中长期贷款的考核，尤其是新开工项目。根据前4个月的贷款投放及央行窗口指导情况，以及中长期贷款增长的受限，我们预计今年新增信贷很可能达不到7.5万亿元的规模，保持17%的增长可能会成为新的调控目标。

人民币汇率形成机制适时转向盯住一篮子货币，兑美元升值压力暂缓

本期报告中，央行对人民币汇率形成机制的表述再次提出“参考一篮子货币进行调节”。我们认为从长期来看人民币汇率盯住一篮子货币而不是美元是更加合理的选择；但在近期美元走强，人民币兑其他货币实际升值的背景下，提出盯住一篮子货币的目的是降低人民币兑美元升值的压力。

	2010 年一季度	2009 年四季度	2009 年三季度
对 上 一 阶 段 货 币 政 策 回 顾	货币信贷增长逐步向常态方向回归,货币供应量增速高位有所回落,金融机构贷款增速稳步回落,金融机构贷款利率小幅回升 继续实施适度宽松的货币政策,引导金融机构合理把握信贷投放总量、节奏和结构。加强窗口指导和信贷政策引导, 严格控制对高耗能、高排放行业、房地产贷款。按照“有保有控”的信贷政策要求,中国人民银行加强对金融机构的窗口指导。适时上调存款准备金率。	09 年以来,认真贯彻适度宽松的货币政策,引导金融机构扩大信贷投放。三、四季度起强调信贷平稳可持续增长 适时适度开展公开市场,保持银行体系流动性合理充裕。货币信贷保持快速增长,货币流动性增强,中长期贷款增长较快。	认真贯彻落实适度宽松的货币政策,引导金融机构合理把握信贷投放节奏。 适时适度开展公开市场,保持银行体系流动性合理充裕。货币信贷保持快速增长,货币流动性增强,中长期贷款增长较快。
对 宏 观 经 济 看 法	我国经济面临的有利因素较多,有望继续保持较快增长的基本态势。全球经济总体仍保持复苏态势,我国面临的外部环境继续好转。国内经济活力和信心逐步增强,内需有望继续保持较快增长。 全球经济新的增长点尚不明朗,同时内需回升的基础还不平衡,民间投资和内生增长动力还要强化	2010 年经济增长的有利因素较多,有望保持平稳较快发展。出口有望实现对 GDP 的正向贡献,国内经济信心和活力逐步增强。 但全球经济新的增长点仍不明确,外需面临贸易摩擦和刺激政策退出的不确定性。民间投资和内生增长动力尚待增强。	刺激计划继续发挥效用,内需对经济增长的拉动作用显著增强,经济企稳回升的势头逐步增强得到巩固。 但仍面临不少困难,外需不足仍将持续,经济增长的内生动力不足,民间投资意愿不强,产能过剩更加凸显,产业结构调整压力增大, 信贷结构不合理,流动性管理难度增加。
对 物 价 看 法	居民消费价格继续回升、生产价格上涨较快、进口价格大幅上涨、劳动报酬增长有所加快、资源性产品价格改革稳步推进。一些推动价格上涨的因素逐步显现, 强化了通胀预期,价格上涨的潜在压力值得关注,总体来看价格上行压力相对更大, 价格稳定的潜在威胁有所增加	价格走势有不确定性,外需不足、粮食连年丰收、工业产能充裕有利于保持物价稳定;但经济好转、货币宽松,美元和初级商品价格、国内资源价格改革是不确定性因素,整体来看, 价格稳定的潜在风险有所加大。	国际初级商品价格大幅上涨及国内资产价格反弹反映出一定的通胀预期。当前经济好转,货币宽松,要密切关注各类价格,并注意更长期及广泛意义上的整体价格水平稳定。
下 一 阶 段 货 币 政 策 展 望	继续实施适度宽松的货币政策,把握好政策实施的力度、节奏、重点,保持政策的连续性和稳定性,增强针对性和灵活性,处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。 引导金融机构根据宏观调控要求和实体经济部门的信贷需求,相对均衡地安排全年贷款投放节奏,防止大起大落。严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。执行好差别化房贷政策,加强地方融资平台公司贷款风险管理。 按照人民币汇率形成机制改革的原则,进一步完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持市场机制与宏观调控结合,处理好经济增长、结构调整和管理通胀预期的关系。继续实施适度宽松的货币政策,提高政策的针对性、灵活性、可持续性。预计 M2 全年增长 17%。 合理安排货币政策工具,保持市场流动性合理适度,引导金融机构合理放贷,保持月度、季度投放量的平稳。 严格控制两高、产能过剩和新开工项目贷款。 进一步加强与财政政策的协调配合, 保持投资适度增长,发挥财政在结构调整和改善民生方面的作用 按照主动性、可控性、渐进性的原则,完善人民币形成机制,保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	继续实施适度宽松的货币政策,把握好政策的节奏和力度,增强政策的灵活性、可持续性,注意管理好通胀预期。加强财政政策与货币政策的协调配合, 科学合理地安排投资计划。 合理安排货币政策工具,保持市场流动性合理适度。合理把握信贷投放节奏,增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性。完善地方政府债务融资体制。 按照主动性、可控性、渐进性的原则,并结合国际资本流动和主要货币走势,完善人民币汇率形成机制。(去掉了“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”)

免责声明

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。