

“控通胀”仍然优先，“微调”将成主基调

——《2010 年第二季度中国货币政策执行报告》点评



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084

联系人

蔡 健

+755-82364415 caijian@lhqz.com

事件：央行公布《2010 年第二季度中国货币政策执行报告》

主要观点

我们认为，本次报告体现了央行如下政策倾向：其一，作为政策目标，“控通胀”将优先于“稳增长”；其二，流动性将继续保持“适度”宽松；其三，在政策工具的运用方面，预计未来加息或上调存款准备金率的概率都偏小，“微调”将成主基调；其四，人民币汇率浮动区间暂维持不变，预计未来升值空间有限。

评论：

一、政策目标：“控通胀”仍然优先

一方面，报告提出“当前我国经济总体向着宏观调控的预期方向发展，下一阶段国民经济在快速回升的基础上有望逐步趋向稳定和可持续增长”，这说明央行认为上半年经济增速逐步回落正常合理；另一方面，报告提出“价格形势比较复杂，通胀预期管理仍需加强”，这虽然较一季度“价格上涨的潜在压力值得关注”的说法有所缓和，但也说明央行认为通胀压力尚未解除。

特别的，报告认为包括“经济趋向稳定增长”在内的若干因素，都有利于“稳定价格水平”。——可见，在政策目标排序上，“稳增长”与“控通胀”孰先孰后，已不言而喻。

二、流动性：保持“适度”宽松

结合央行在其他场合的表态，我们认为，报告体现了对上半年流动性管理成效的认可，未来政策将继续保持“适度”宽松。首先，一季度报告重点强调的“均衡放贷”要求，在本次报告中已然不见；其次，报告认为已成事实的“货币信贷增速有所回落”（图 1、图 2）有利于稳定价格水平，提出下一阶段流动性管理的思路是“既要满足经济发展的合理资金需求，又要为价格总水平的基本稳定创造良好的货币环境，切实管理好通胀预期”，这或许恰恰说明，央行认为当前的流动性管理并未失之偏颇，而是兼顾了两个目标、两种要求。

三、政策操作：微调为主

首先，加息受多方因素制约，可能性较小。制约因素包括：1）经济已经面临下行压力；2）通胀压力主要来自供给冲击（天气灾害等），影响或局限于短期，这也是本次报告认为“价格形势比较复杂”，而非仅仅面临“上涨的潜在压力”的原因。此外需说明的是，6 月份贷款利率上浮比例占比有所下滑，显示金融机构议价能力下降（图 3），未来这一趋势如延续，则非对称加息的可能应可排除。

相关研究

年度中期报告：从“伪过热”到“真增长”，06/06/2010

宏观周报：如何看待本轮房地产调控，04/26/2010

宏观周报：汇改再启——这次与 2005 年有什么不同？，06/25/2010

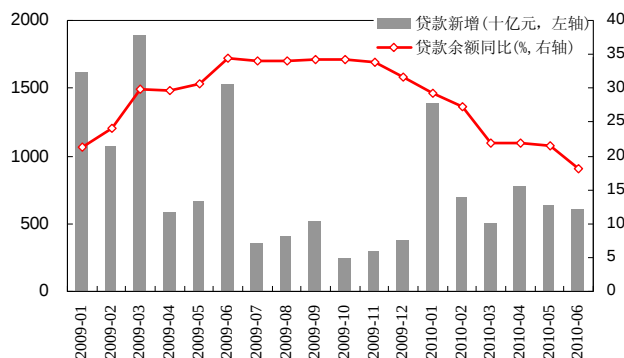
其次，除非出现 CPI 涨幅和新增信贷均大幅超出预期的情况，存款准备金率上调可能也不大。理由在于：1) 金融机构超储率与历史同期相比，处在相对低位（图 4）；2) 金融机构存款增速回落（图 5），最近两个月表现尤为明显；3) 金融机构面临的资本约束增强（见本次报告“专栏 1”）。

最后，在加息和准备金率上调概率均偏小的情况下，我们预计“微调”将成为未来一段时间政策的主基调，即央行将更多通过公开市场操作来进行流动性管理。

四、人民币汇率：浮动区间不变

关于人民币汇率政策，我们注意到本次报告的表述为“按照人民币汇率形成机制改革的原则，进一步完善人民币汇率形成机制，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。同时，报告在专栏 3 里再次重申“当前人民币汇率不存在大幅波动和变化的基础”。由此，我们认为未来人民币汇率将维持窄幅双边波动态势，未来升值空间有限，而防范贬值预期导致资本外逃将成为政策面重要考虑。

图 1：上半年均衡合理放贷目标基本实现



数据来源：CEIC, Wind,, 华泰联合证券研究所。

图 2：上半年流动性明显回落(%)

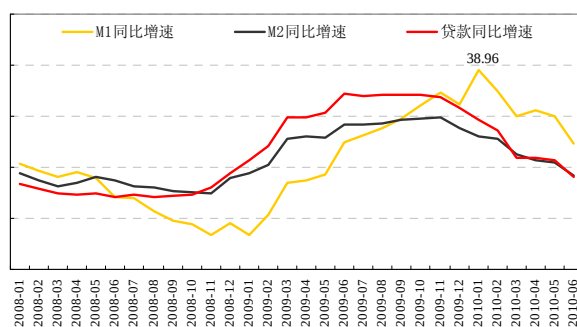
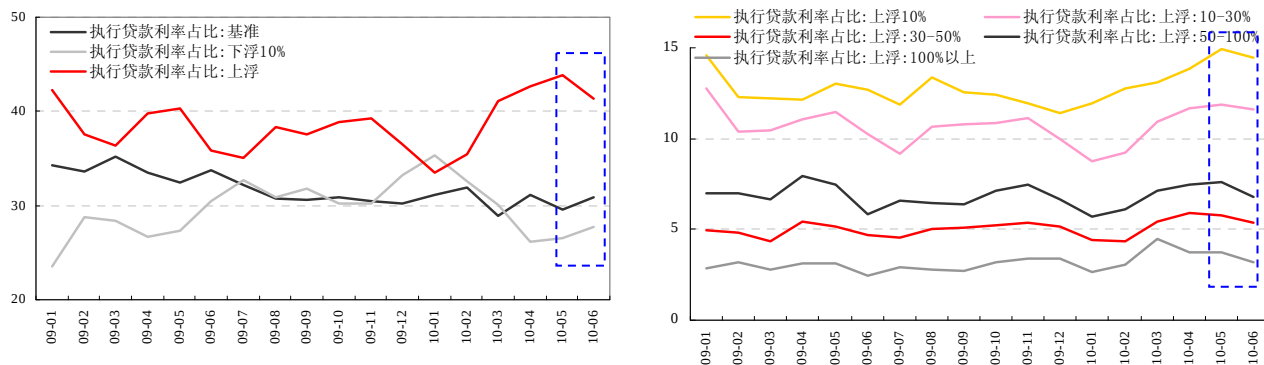


图 3：6 月份执行贷款上浮利率上浮占比有所回落，显示金融机构议价能力下降(%)



数据来源：CEIC, Wind,, 华泰联合证券研究所。

图 4：金融机构超储率与历史同期相比，处在相对低位

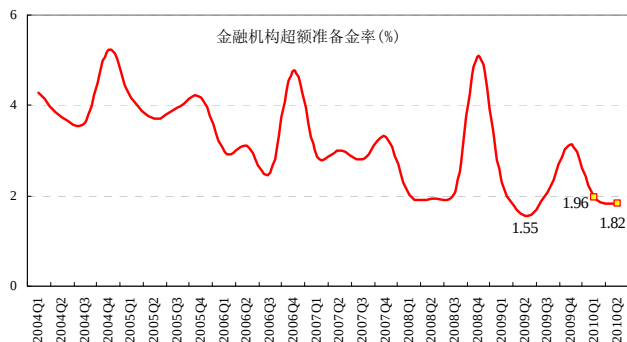
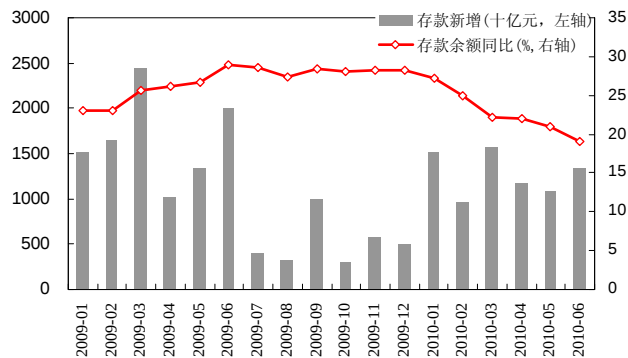


图 5：人民币存款增速放缓



数据来源：CEIC, Wind,, 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: 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
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com