

流动性调控或成政策重心，下半年经济有望趋稳

—— 第二季度央行货币政策执行报告点评

事件：

央行发布 2010 年第二季度货币政策执行报告。我们点评如下：

研究结论

- **央行认为中国经济增速可望逐步趋向稳定和可持续增长，“二次见底”风险减退。**与一季度央行报告中“中国经济开局良好，回升势头更加巩固”的表述相比，二季度央行报告认为中国经济在政府调控下将在“快速回升的基础上”逐步趋稳并实现“可持续增长”。我们认为这说明经济增速的下滑央行认为更多的是一种在宏观调控引导下的正常现象，并没有太多对“二次探底”的担忧，也符合央行报告中“中国经济继续朝着宏观调控预期方向发展”的论述。央行的表述和我们对中国宏观经济的看法相似。
- **价格形势比较复杂，管理通胀预期仍需加强。**央行在二季度报告中用“物价温和上涨”取代了一季度中“价格水平基本稳定”对价格水平的描述，同时认为当前价格水平比较复杂，管理通胀预期仍需加强。在有关价格方面的报告中，央行特别提到居民物价满意指数创出新低，未来物价预期指数持续上升，并处于较高水平。
- **流动性管理或成为政策重点。**虽然央行认为目前国内外需求萎靡，国内生产能力充裕，货币信贷有所回落，这都有利于稳定价格水平，但是央行同时强调了“全球货币条件比较宽松，富余资金可能寻找各种途径和出口，潜在通胀压力依然存在。”可见央行认为通胀最大的风险来自于国内外的流动性。与一季度报告政策展望部分对流动性管理的按部就班相比，二季度报告特别说明：“加强流动性管理”，“促进货币信贷的适度增长，既要满足经济发展的合理资金需求，也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。”（最后一句为从前报告所无）
- **下半年将继续实施适度宽松的货币政策，保持政策的“连续性和稳定性”，增强“针对性和灵活性”。**我们认为下半年的货币政策在总体上维持稳定性、连续性的同时，也会重视“针对性”和“灵活性”。“连续性与稳定性”主要体现在 7.5 万亿的信贷投放规模会继续维持，货币供应量整体维持在 17% 上下。“针对性、灵活性”则主要体现在继续落实“有保有控”的信贷政策和对流动性的调节。考虑到这次央行报告没有谈到“均衡放贷”的基调，我们预判下半年央行极有可能根据经济运行情况将对信贷投放结构进行微调，对“两高”行业以及新开工项目的贷款、地产贷款依旧实行紧缩政策，对重点基建项目、助学贷款等实行信贷保障。同时，我们预计下半年央行将进一步调控流动性，采取数量型货币工具，如公开市场操作等或是最佳的政策工具。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2010 年 8 月 6 日

闫 伟 首席经济学家
021-63325888#6105
yanwei@orientsec.com.cn

樊 磊 宏观策略助理分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121345

李立峰 宏观经济助理分析师
8621-63325888×6083
lilifeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110070052

冯玉明 宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010045

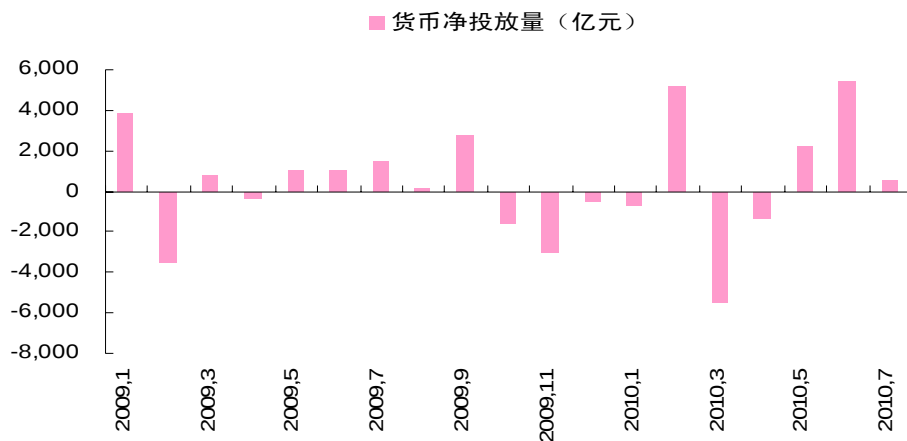
相关研究报告

《指数降幅收窄，企业主动收缩生产致库存减少》	2010 年 8 月 2 日
《流动性成隐忧，信贷结构或微调》	2010 年 7 月 28 日
《工业生产增速继续回落，未来数月需求总体趋于下降》	2010 年 7 月 15 日
《调控效果渐显，通胀压力减缓—6 月份 CPI、PPI 数据点评》	2010 年 7 月 15 日
《房市量跌价平，政策驻足观察—上半年房市数据点评》	2010 年 7 月 13 日
《流动性仍然充裕，政策处在观察窗口》	2010 年 7 月 12 日
《突击出口减缓增速下滑，基数效应助推出口增速继续下降》	2010 年 7 月 12 日
《涝灾、房租、高温闹“市”，难挡通胀减弱》	2010 年 7 月 8 日
《需求回落，经济增长动能开始减退—6 月 PMI 数据分析》	2010 年 7 月 2 日
《企业利润增速将继续快速回落—5 月份工业企业效益数据分析》	2010 年 6 月 26 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

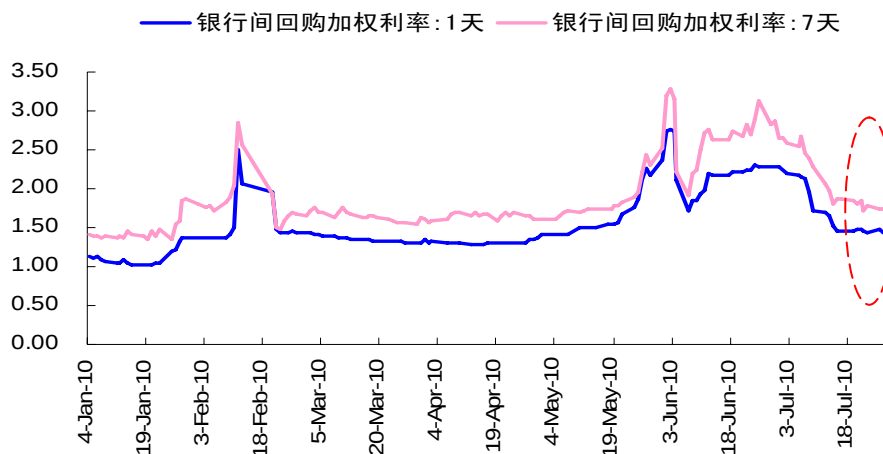
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

图 1：央行公开市场操作状况（单位：亿元）

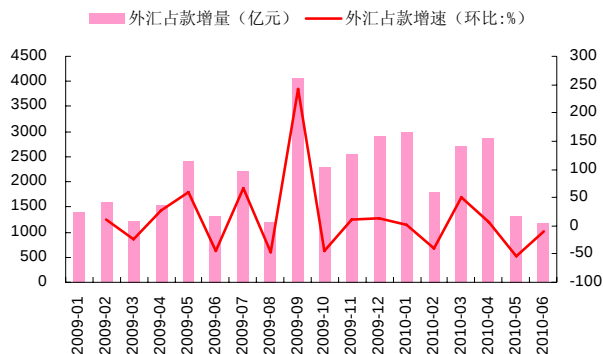


资料来源：中国人民银行统计数据 东方证券研究所。

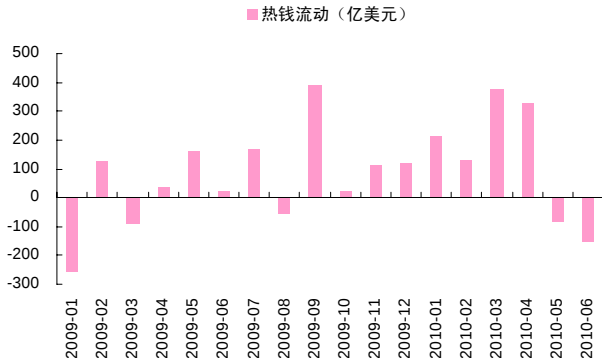
图 2：信贷投放情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，东方证券研究所。

图 3：外汇占款增量变化情况（单位：亿元）


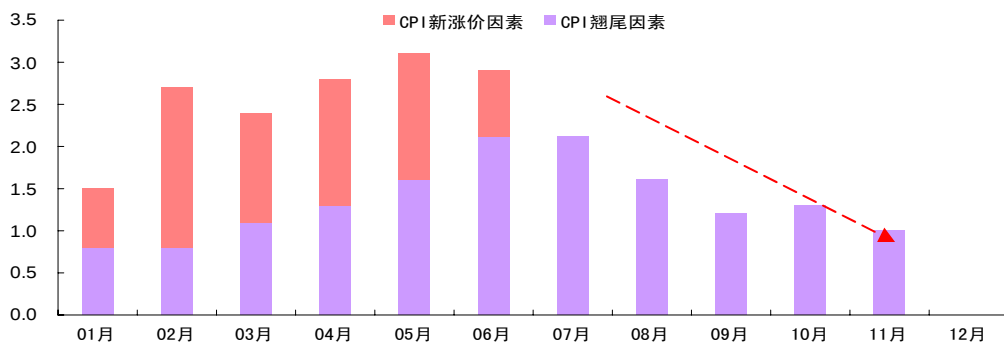
资料来源：WIND 资讯、东方证券研究所

图 4：热钱流动状况（单位：亿美元）


资料来源：WIND 资讯、东方证券研究所

图 5：下半年 CPI 翘尾因素有助缓解通胀压力

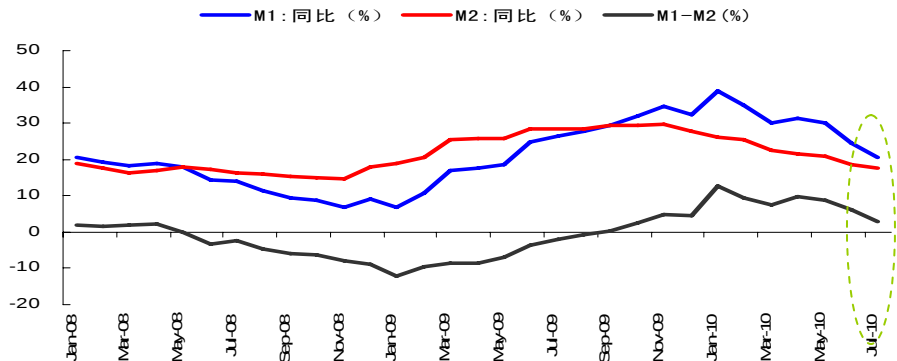
单位：%



资料来源：国家统计局、东方证券研究所。

图 6：货币供应增速及 M1-M2 “剪刀差”

单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn