

点评报告

关注通胀形势、突出宏观调控两难局面

2010年8月10日

2010年第二季度中国货币政策执行报告点评

主要预测

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	10.9
进口	-11.2	15.7
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
人民币贷款余额	31.7	18.8
1年期存款利率	2.25	2.52
1年期贷款利率	5.31	5.58
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据(5月)

工业	16.5
城镇投资	25.6
零售额	18.0
CPI	3.1
PPI	5.9

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090210040004

赵文利

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

 86-755-82943231
 sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2010年8月5日, 中国人民银行公布《2010年第二季度中国货币政策执行报告》。

评论:

1、从报告透露的货币政策思路来看, 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。央行报告在思考我国货币政策的同时, 进一步传递了宏观调控陷入两难局面和通胀预期管理任务艰巨的信号。

2、央行报告认为推动未来通胀走高的根本还是在于前期宽松的货币投放。这是潜在的通胀压力来源, 但是根据我们的测算, 从货币流通速度的角度来看, 应对危机期间的巨额货币供给在很大程度上被货币流通速度下降所抵消, 因此这一潜在压力相对较小。

3、从报告中可见央行并不认为近期市场所关注的粮食价格走高会演变成严重通胀, 央行报告更多的是从成本推动的角度对通胀预期进行分析。央行报告认为国内劳动力价格趋升、资源环保成本加大和资源性产品价格改革继续推进是当前可能影响通胀预期的主要因素。

4、总体来看, 央行二季度货币政策执行报告对于价格形势和通胀的分析与我们的观点基本一致。我们维持对于下半年通胀的走势判断: 只要通胀预期能够得到有效管理, 目前的自然灾害和粮食等农产品价格连续较快上涨的情况不会导致严重通胀的出现。

5、根据以上分析, 我们认为虽然政策陷入两难, 但是货币政策不会重新转回超宽松, 全年7.5万亿的信贷投放规模不会突破。政策走向更多的是局部微调, 近期信贷投放节奏应该会有所加快。

1、政策目标表述不同于央行货币政策委员会二季度例会新闻稿彰显宏观调控两难局面

央行二季度货币政策执行报告延续了一季度对于政策目标的表述：“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”。而央行货币政策委员会二季度例会提出的央行货币政策目标任务则是：“管理通胀预期、保持经济平稳较快发展、调整经济结构和转变经济发展方式”。

对于货币政策目标表述的不同，明显传递了以下两点信号：

1) 政策陷入两难困局

我们从目标表述的反复中可以看出当前政策明显陷入两难的局面。一方面要保持住国民经济增长的势头，提高经济的内生增长动力，形成更可持续的经济增长举措；另一方面，在当前突出的财政金融风险、复杂的价格形势和通胀压力面前，管理好通胀预期成为货币政策不能放松地重要原因。因此，报告在下阶段流动性和货币信贷政策思路的表述中特别提出：“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。”

2) 管理通胀预期的任务艰巨

虽然政策目标顺序与一季度的表述一致，但是报告对于通胀的关注和描述却着墨甚多。这不仅显示了货币当局对于当前不断上升的通胀压力的关注，同时也突出了下半年管理通胀预期的任务艰巨性。

特别是报告中提到为了保持经济增长主要经济体继续实行宽松的货币政策，同时越来越多的新兴经济体和发达经济体央行为缓解经济过热、通胀及资产泡沫压力上调基准利率。面对各国货币政策的不一致性，央行在思考我国的货币政策的同时，报告进一步传递了货币政策两难和通胀预期管理任务艰巨的信号。

根据以上分析，我们认为虽然政策陷入两难，但是货币政策不会重新转回超宽松，全年7.5万亿的信贷投放规模不会突破。

2、报告突出价格水平稳定的积极因素，同时关注潜在通胀压力和通胀预期

对于下半年价格形势，央行报告从三个方面进行了分析：

首先，从价格水平保持稳定的因素来看：

央行报告认为从总体上来看，当前全球经济复苏较为缓慢，国际初级产品价格总体回稳，国内生产能力较为充裕，经济趋向稳定增长，货币信贷增速有所回落。这些因素都有利于价格总水平保持稳定。

其次，从潜在通胀压力来源来看：

央行报告认为推动未来通胀走高的根本还是在于前期宽松的货币投放。由于受主权债务危机等不确定因素影响，各国政策退出较为谨慎，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。这是潜在的通胀压力来源，但是根据我们的测算，从货币流通

速度的角度来看,应对危机期间的巨额货币供给在很大程度上被货币流通速度下降所抵消,因此这一潜在压力相对较小。

再次,从通胀预期来源来看:

国内劳动力价格趋升、资源环保成本加大和资源性产品价格改革继续推进是当前可能影响通胀预期的主要因素。从报告中可见央行并不认为近期市场所关注的粮食价格走高会演变成严重通胀,央行报告更多的是从成本推动的角度对通胀预期进行分析。

特别是对劳动力成本上升的问题,报告中辟出专栏进行具体解读。报告认为对于劳动力成本变动是否会在价格中有所反映,取决于劳动力成本与劳动生产率变动之间的比较关系。对于是否会出现“工资-价格”螺旋式上升的格局还是要取决于两者变动的情况。报告认为短期内劳动力成本会加重通胀上行压力,但是较长时期内,会刺激企业调整要素投入比例,改善劳动生产率。此外,报告还认为劳动力成本上升有利于推动产业结构升级和消费、投资、出口协调增长。

总体来看,央行二季度货币政策执行报告对于价格形势和通胀的分析与我们的观点基本一致,虽然由于食品类占比原因,农产品价格在通胀预期的影响下会继续走高,导致CPI的走高,但是我们维持对于总体物价水平或者通胀的走势判断。只要通胀预期能够得到有效管理,目前的自然灾害和粮食等农产品价格连续较快上涨的情况不会导致严重通胀的出现。

参考报告:

- 1、《粮价波动在于通胀预期—关于自然灾害、粮食价格和通胀的思考》2010/8/9
- 2、《在对话宏观经济: CPI 走势判断的逻辑》2010/8/2
- 3、《长株潭调研纪实-中国经济增长的内在动力充足》2010/7/25
- 4、《2010 年 6 月宏观数据点评-经济增长加速回落》2010/7/16
- 5、《2010 年 6 月份金融货币数据点评-信贷投放节奏可能加快》2010/7/14
- 6、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第二季度例会点评-半年调控目标基本实现、下半年管理通胀预期》2010/7/12
- 7、《2010 年 6 月份进出口数据点评-进出口增速呈现明显回落》2010/7/12
- 8、《人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革点评-重启汇改显示央行对经济复苏的信心》2010/6/21
- 9、《2010 年 5 月宏观数据点评-产出增速稳步回落》2010/6/11
- 10、《宏观经济 2010 年中期投资策略-在刀锋上跳舞》2010/6/11
- 11、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 12、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路, 欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 13、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29
- 14、《2010 年二季度宏观经济报告-被宏观政策烫平的经济增长》2010/4/14
- 15、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第一季度例会点评-一季度例会揭示多点新信息》2010/4/1
- 16、《2009 年宏观经济数据评述-以多快的速度走向过热? 》2010/1/21

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：南开大学经济学学士、硕士和香港大学经济学博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观策略研究。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。