

货币条件常态化释放收紧信号

——央行三季度货币政策执行报告点评



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S1000209080201
021-50106011 chenryongsz@lhqz.com

事件：《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》发布

中国人民银行 11 月 2 日发布《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》。

主要结论

三季度货币政策执行报告释放了货币政策收紧的信号。

央行对经济形势的预期变得乐观，认为经济持续增长的动能较为充足。但在全球经济复苏不同步的情况下，发达国家的宽松货币政策有输出流动性和通胀的效果，正因为如此，央行对通胀的担忧加重。

货币政策操作上，如果货币条件回归常态，意味着汇率工具的重要性提高，汇率和利率工具都将被用来调节总需求、抑制通胀。未来货币政策选项包括升值、汇率双向波动增大、利率市场化和流动性收紧。

分析

央行对经济形势的判断变得乐观

对于国内经济，央行认为，国民经济有望继续保持平稳较快发展态势，这主要是基于“各地发展热情较高，投资动力较强，消费升级和城镇化都在发展过程中，经济持续增长的动能较为充足”。

联系到刚刚公布的 10 月份 PMI 指数，国内需求显著增长，国外需求平稳，叠加新一轮补库存因素，这些给央行态度的变化提供了支持。

对于海外经济。虽然存在不确定性，央行认为全球经济整体保持复苏势头，美国经济二次探底的可能性不大。

通胀警惕增强，地方融资平台担忧缓解

对于外部风险，央行在报告中多次提到，“发达经济体货币条件宽松，新兴市场经济体面临通胀及资本流入压力”。在全球经济复苏不同步的情况下，发达国家的宽松货币政策客观上有输出流动性和通胀的效果，增加了发展中国家复苏的成本。

对于国内经济挑战，报告主要变化有两个：

一是对通胀看法更加谨慎，强调通胀的不确定性。二季度报告中央行列举了通胀的稳定因素：“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，这些都有利于稳定价格水平”，三季度报告中央行只分析通胀的刺激因素：我国经济增长较快、发达国家货币宽松、资本流入、劳动力成本上升、资源品价格改革等。

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

二是对地方融资平台的担忧缓解。三季度报告不再强调财政金融领域风险。

引导货币条件逐步回归常态水平，货币政策释放趋紧信号

三季度货币政策执行报告最值得关注的变化是：对于未来的货币政策取向，央行增加了新的表述：“继续引导货币条件逐步回归常态水平……充分运用有弹性的市场化手段”。这可以视为货币政策趋紧的信号。如何理解货币条件逐渐回归常态？

第一，利率和汇率都将成为抑制通胀和调节总需求的工具。按照货币条件的定义，主要涉及两个关键指标：利率和汇率（见附件：“什么是货币条件”）。

第二，人民币继续升值具有较大的确定性。如何使用利率和汇率工具？央行提出将充分运用有弹性的市场化手段，以此理解，当经济平稳回升、通胀高企时，升值、汇率双向波动增大、利率市场化都将成为货币政策选项。

第三，流动性继续收紧，也将回归历史正常区间。M2 和 M1 增速的历史均值分别 17.5% 和 16.9%，按此判断，M1 和 M2 仍有下行空间。

央行对经济形势判断和货币政策取向的变化

主要内容	变化	2010 年三季度	2010 年二季度
中国经济判断	向好	国民经济有望继续保持平稳较快发展态势。各地发展热情较高，投资动力较强，消费升级和城镇化都在发展过程中，经济持续增长的动能较为充足。	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。各地加快发展热情依然较高，城镇化和消费结构升级发挥着持续拉动经济增长的作用，这些都有利于经济实现平稳较快增长。
主要挑战		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； 持续扩大居民消费、改善收入分配、促进经济结构调整优化的任务依然艰巨； 价格走势的不确定性较大，仍需加强通胀预期管理	内需发展的基础还不平衡； 民间投资和内生增长动力还要强化； 持续扩大居民消费、改善收入分配、促进经济结构调整优化的任务艰巨； <u>节能减排形势严峻，财政金融领域风险值得关注；</u> 价格形势比较复杂，通胀预期管理仍需加强。
海外经济判断	向好	全球经济整体保持复苏势头，但不确定性仍然存在	全球经济缓慢复苏，但欧洲部分国家的主权债务危机和金融部门风险增加了全球经济前景的不确定性
主要风险		<u>新兴经济体需求增长尚不足以弥补发达经济体的需求缺口；</u> 主要发达经济体公共债务、银行体系脆弱性可能威胁经济增长； 失业率居高不下，贸易保护主义抬头； 新兴市场经济体面临的通胀及资本流入压力加大	<u>欧洲主权债务危机尚未得到有效遏制；</u> 部分经济体财政赤字严重； 主要经济体失业率居高不下，贸易保护主义抬头； <u>大宗商品价格上涨；</u> 新兴市场经济体通胀及资本流动压力加大
政策思路	趋紧	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，在保持政策连续性和稳定性的同时，增强针对性和灵活性， <u>根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。</u> 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，提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。进一步加强政策协调配合，优化政策组合， <u>充分运用有弹性的市场化手段</u> ，着力于体制机制改革和经济结构调整，加快转变经济增长方式，进一步提高经济发展的内生动力。	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，提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。进一步加强政策协调配合，优化政策组合，着力于体制机制改革和经济结构调整，加快转变经济增长方式，进一步提高经济发展的内生动力。

资料来源：央行，华泰联合证券研究所整理。

附：什么是货币条件？

货币条件,也是货币条件指数 (MCI monetary condition index), 可以定义为相对于基期的利率和汇率变化的加权平均, 权重反映了利率和汇率变化在一定时期内(通常为 2 年)对总需求的影响程度。实践上的 MCI 一般用名义利率和汇率计算, 用真实利率和真实汇率加以计算的 MCI 只有理论上的意义。

货币条件最初由加拿大银行在 1994 年率先采用作为货币政策的操作目标。20 世纪 90 年代中后期, 新西兰、澳大利亚等国家曾经先后使用 MCI, 成为部分国家应对汇率冲击的货币政策工具。

加拿大银行公布 MCI 作为操作目标后, 瑞典和挪威, 新西兰、澳大利亚等国家也相继仿效加拿大银行的这一技术。IMF 于 1996 年的《世界经济展望》公布了意大利、德国、法国、英国、日本、美国的 MCI。

采取 MCI 的理论基础主要有三个:

- (1)货币政策的传导机制理论。相对于货币和信贷总量, 货币政策更依赖于利率和汇率来传导。在小型开放经济中, 国内外资产有很强的替代性, 因此通过国内外利率差, 利率与汇率有紧密的联系, 这意味着冲击可以通过外汇市场迅速地传导。
- (2)汇率可能外生地波动(如信心受到冲击), MCI 可以清晰地指示应该采取措施以冲销由此对总需求产生的影响。
- (3)发展中国家货币贬值还容易引发金融危机, 因此应该对汇率特别关注。

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 45 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