

点评报告

2010 年 12 月 28 日

对“把好流动性总闸门”的解读

中国人民银行货币政策委员会2010年第四季度例会点评

主要预测

%	10E	11E
GDP	9.8	9.5
CPI	2.9	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.0	18.0
工业增加值	16.0	15.1
出口	30.0	12.3
进口	35.4	16.5
固定资产投资	22.8	20.0
M2	17.5	16.5
人民币贷款余额	18.8	14.7
1 年期存款利率	2.50	3.2
1 年期贷款利率	5.56	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (11 月)

工业	13.3
城镇投资	24.9
零售额	18.7
CPI	5.1
PPI	6.1

资料来源: CEIC, 招商证券

事件:

2010 年 12 月 27 日, 中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会日前在北京召开。会议认为, 明年世界经济有望继续恢复增长, 但不稳定不确定因素仍然较多; 我国经济向好势头进一步巩固, 金融体系继续平稳运行, 但货币信贷和流动性管理及防范金融风险的任务仍然艰巨。(见附件一)

评论:

1、明确明年世界经济走势判断, 外围继续恢复增长, 国内经济向好势头进一步巩固, 这为相关货币政策的出台奠定了一定的经济基础, 也为货币政策“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”腾出了调节有度的空间, 也是“完全可以通过实施稳健的货币政策继续保持经济平稳较快增长”的话外之音。

2、稳健货币政策的重心是把好流动性这个总闸门。而把好流动的总闸门关键在于货币供应总量增速和货币信贷向常态回归。

3、对于差别准备金动态调整, 我们认为央行将从更广义的货币角度, 综合考虑社会整体的资金需求, 进行相应的信贷调控, 而调控目标将更注重结构。即在社会融资总量一定的情况下, 引导和调节直接融资和间接融资的比重, 同时依托资本市场, 考察具体金融机构的资金状况, 从而进行差别化动态调整。最终目标是把好流动性这个总闸门。

4、货币供应总量要降至以往稳健货币政策阶段的一般水平, 大约 16.7%, 对应明年新增贷款规模大约 7 万亿左右。

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

1、明确明年世界经济走势判断，外围继续恢复增长，国内经济向好势头进一步巩固，这为稳健货币政策腾出了调节有度的空间

对国际经济，此次例会言简意赅的突出“明年世界经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多”。这一表述相对三季度例会要更为明确和突出，三季度例会的表述为：“世界经济正在逐步复苏，但结构性问题和风险仍然比较突出”。这表明央行货币政策委员会对明年世界经济形势的判断进一步明确，表述上虽然保持一定的审慎性，但是总体评价肯定而且正面积极。在近期美国经济数据走好和外围环境相对稳定的背景下，管理当局对明年经济的判断也更为乐观。

当然外围风险和不确定因素仍在，一方面；美国经济好于预期是否会带来原油等大宗商品价格的继续上涨从而推高国内物价压力是一大不确定。另一方面；由于财政整固是一个艰难又漫长的过程，欧债危机会长期困扰市场，我们预计欧债问题对市场造成的冲击会较今年小。

对于国内经济，此次会议指出，“我国经济向好势头进一步巩固”。而三季度例会的表述为：“我国经济运行态势总体良好，继续朝着宏观调控的预期方向发展”。该表述总体上延续了央行和央行货币政策委员会对当前国内经济持续向好的乐观判断。这为相关货币政策的出台奠定了一定的经济基础，也为货币政策“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”腾出了调节有度的空间，比如上周末的再次加息。

这也正是胡晓炼在《中国人民银行召开部分金融机构及人民银行分支行主要负责同志会议》（具体内容见附件三）上所表述的：“完全可以通过实施稳健的货币政策继续保持经济平稳较快增长”的话外之音。

2、运用差别准备金动态调整，配合利率、存款准备金率、公开市场业务等常规性货币政策工具，把好流动性这个总闸门，引导货币信贷向常态回归，实现合理适度增长

按照之前中央经济工作会议的精神，四季度例会再次强调了明年工作重点是认真实施稳健的货币政策。对于稳健的货币政策，此次例会新闻稿所述基本在中央经济工作会议的范畴。我们认为之前央行胡晓炼的文章可能对稳健货币政策进一步解读有较好的帮助。稳健货币政策的重心是把好流动性这个总闸门。而把好流动的总闸门关键在于货币供应总量增速和货币信贷向常态回归。

首先，货币供应总量要降至以往稳健货币政策阶段的一般水平，大约 16.7%。

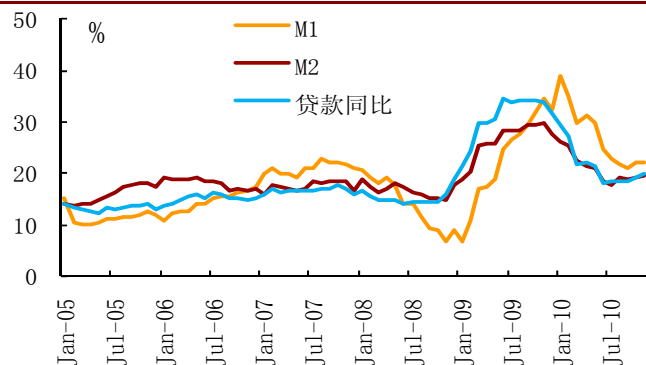
之前央行在相关政策文件中的表述是要引导货币工资增速回归常态，一个标准是央行在《三季度中国宏观经济形势分析》报告中提到的 2004 年-2008 年的平均增速，大约为 16.5%。而稳健的货币政策始于 2001 年，2001 年-2007 年均为实施稳健货币政策的年份，其平均增速水平为：16.7%。

其次，货币信贷向常态回归，实现合理适度增长。

从胡晓炼的会议报告中可以看到，货币信贷调控将建立在社会融资总量的基础上，同时银行信贷增长要与实现社会经济发展主要目标相吻合，特别要考虑经济增长目标和通胀

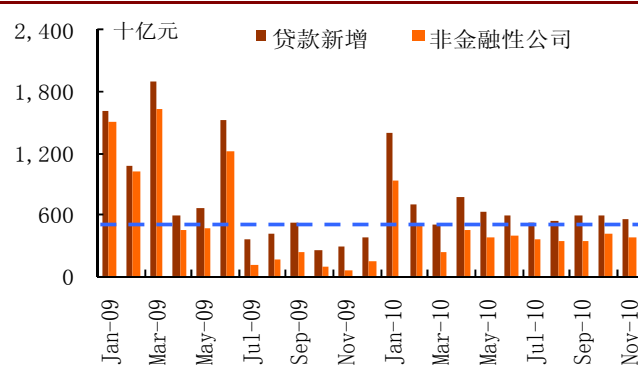
控制目标，从反危机特殊时期的非常态应对，转向合理适度的增长。结合货币供给增速降至以往稳健货币政策阶段的一般水平，2001年-2007年贷款增速对应的历史平均水平为15.3%，对应明年新增贷款规模大约7万亿左右。

图 1：货币供给增速将降至稳健货币政策阶段一般水平



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：估计贷款规模将控制在 7 万亿左右



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

最后，突出货币政策工具的综合运用，特别是差别准备金率动态调整。

胡晓炼指出：“差别准备金动态调整要在原差别准备金基础上进一步完善和规范，其调整基于社会融资总量、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整个偏离的影响，考虑金融机构的系统重要性和各机构的稳健状况及执行国家信贷政策情况等，以更有针对性地回收过多流动性，引导金融机构信贷合理、适度、平稳投放，优化信贷结构，体现宏观调控的要求。”根据这一表述，我们认为央行将从更广义的货币角度，综合考虑社会整体的资金需求，进行相应的信贷调控，而调控目标将更注重结构。即在社会融资总量一定的情况下，引导和调节直接融资和间接融资的比重，同时依托资本市场，考察具体金融机构的资金状况，从而进行差别化动态调整。最终目标是把好流动性这个总闸门。

表 1：前三季度社会融资总量情况

	融资量(亿元人民币)		比重 (%)	
	2010年 前三季度	2009年 前三季度	2010年 前三季度	2009年 前三季度
国内非金融机构部门融资总量	85865	111930	100.0	100.0
贷款 ^①	65444	93458	76.2	83.5
股票 ^②	4142	2513	4.8	2.2
国债 ^③	7288	7218	8.5	6.4
企业债券 ^④	8991	8741	10.5	7.8

资料来源：中国人民银行，招商证券

附件一：中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会新闻稿

中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会日前在北京召开。

会议认为，明年世界经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多；我国经济向好势头进一步巩固，金融体系继续平稳运行，但货币信贷和流动性管理及防范金融风险的任务仍然艰巨。

会议强调，2011 年要认真实施稳健的货币政策，增强金融调控的针对性、灵活性、有效性，把稳定价格总水平放在更加突出的位置。要按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，综合运用多种货币政策工具，把好流动性这个总闸门，引导货币信贷向常态回归，实现合理适度增长。要把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，促进经济结构战略性调整。要健全多层次资本市场体系，提高直接融资比重，保持社会融资总量的合理规模。要进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

附件二：中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会新闻稿

中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会日前在北京召开。

会议认为，世界经济正在逐步复苏，但结构性问题和风险仍然比较突出。我国经济运行态势总体良好，继续朝着宏观调控的预期方向发展，但管理通胀预期、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的任务依然艰巨。今年以来我国货币信贷合理增长，银行体系流动性基本适度，人民币汇率双向浮动，弹性增强，金融体系继续平稳运行。

会议强调，下一阶段，要按照党中央、国务院的统一部署，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，增强调控的针对性和灵活性。要密切关注国内外经济金融形势的新变化，灵活运用多种货币政策工具，保持货币信贷适度增长；认真落实“有扶有控”的信贷政策，继续调整优化信贷结构；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，增强汇率弹性。

附件三：贯彻落实中央经济工作会议精神，有效实施稳健货币政策

为贯彻落实中央经济工作会议精神，有效实施稳健的货币政策，日前，中国人民银行召开部分金融机构及人民银行分支行主要负责同志会议，人民银行党委委员、副行长胡晓炼同志出席并作讲话。会议传达了中央经济工作会议精神，进一步分析了当前经济金融和货币信贷形势，介绍了货币政策从适度宽松转向稳健的具体考虑，并对 2011 年加强流动性管理、改善货币信贷总量调控、防范系统性风险进行了部署。

胡晓炼指出，要深入理解实施稳健货币政策的必要性。货币政策从适度宽松转向稳健，是宏观政策导向的一个重要变化，是我国经济在当前国际国内大环境下的正确选择。当前国际金融危机极端动荡状态已经有所缓和，发达经济体复苏较为缓慢且仍然不够稳定，总体上外需形势有相应改善，我国经济增长势头进一步巩固，完全可以通过实施稳健的货币政策继续保持经济平稳较快增长。货币政策回归稳健有利于加强通胀预期管理，防范资产价格泡沫。当前我国内外部流动性充裕，通胀预期较强，通胀压力不断加大，需要通过货币政策回归稳健、控制物价过快上涨的货币条件，彰显把稳定物价总水平放在更加突出位置、治理通胀的决心。货币政策及时回归稳健更有利于促进经济结构调整和发展方式转变，有助于银行调整信贷结构，有保有压有扶有控，合理引导投资和消费行为，为调整经济结构、提高资源配置效率提供平稳适度的货币环境。稳健的货币政策还有利于防范系统性金融风险，引导金融机构加强资金规模和结构的调整，合理把握信贷投放力度、投向和节奏，控制风险资产，避免银行体系风险进一步积累，促进金融机构稳健运营，提升风险抵御能力，提高金融支持经济发展的可持续性。从历史上看，稳健的货币政策比较有灵活性和针对性，既能在经济偏热时适当紧缩，也能在经济偏冷时适当放松，有助于更加积极妥善地处理好稳增长、调结构和防通胀三者之间的关系。

胡晓炼提出，要正确把握稳健货币政策的内涵。首先，要控制好货币总量。货币政策从适度宽松转向稳健意味着以 M2 为主的货币供应总量增长应低于适度宽松时期，降至以往稳健货币政策阶段的一般水平。货币供给总量回归常态是明年货币政策最主要的任务，只有回归常态，才能实现中央提出的把好流动性总闸门的要求。其次，要保持贷款总量合理适度增长。随着资本市场的发展和直接融资比例的提高，支持实体经济发展的资金供给会体现在社会融资总量上，社会融资总量调控应按满足经济平稳健康发展的正常需要掌握。银行信贷是社会融资总量的一个重要组成部分，银行信贷增长要与实现社会经济发展主要目标相吻合，特别要考虑经济增长目标和通胀控制目标，从反危机特殊时期的非常态应对，转向合理适度的增长。第三，要继续优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，严格控制对“两高”行业和产能过剩行业的贷款，服务于经济结构调整的大局，为经济可持续发展提供动力支持。第四，要有效防范系统性金融风险。高度重视经济较快发展中存在的流动性宽松、信贷投放较大等可能积累的顺周期系统性风险隐患，加快构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。

胡晓炼强调，当前和未来一段时期，我国金融宏观调控仍将面临国内外流动性宽松的压力，必须控制好流动性的总闸门，引导货币信贷合理适度增长。2011 年是“十二五”开局之年，各方面发展热情高，基于流动性偏多之上的货币信贷扩张压力必然较大。为做好下一阶段宏观调控工作，保持经济平稳健康运行，人民银行将按照中央的要求，健全宏观审慎政策框架，综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等价格和数量工具，提高货币政策的有效性。

胡晓炼介绍，下一阶段，人民银行要继续运用各种常规货币政策工具，同时进一步完善货币政策工具。按照中央关于加快构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架的要求，把货币信贷和流动性管理的总量调节与健全宏观审慎政策框架结合起来，运用差别准备金动态调整，配合利率、存款准备金率、公开市场业务等常规性货币政策工具发挥作用。差别准备金动态调整要在原差别准备金基础上进一步完善和规范，其调整基于社会融资总量、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整个偏离的影响，考虑金融机构的系统重要性和各机构的稳健状况及执行国家信贷政策情况等，以更有针对性地回收过多流动性，引导金融机构信贷合理、适度、平稳投放，优化信贷结构，体现宏观调控的要求；并为金融机构提供主动按宏观审慎政策要求，从提高资本水平和改善资产质量两个方面增强风险防范能力的弹性机制，达到防范顺周期系统性风险积累的作用。人民银行将统筹协调使用多种货币政策工具，增强宏观调控的灵活性、针对性和有效性，切实贯彻实施好稳健的货币政策。

参考报告:

1. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》 2010/12/26
2. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》 2010/12/6
3. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》 2010/12/3
4. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》 2010/11/21
5. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》 2010/11/12
6. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》 2010/11/11
7. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》 2010/11/11
8. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》 2010/11/2
9. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》 2010/10/29
10. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》 2010/10/26
11. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》 2010/10/20
12. 《通胀的全球视角: “脱钩”难以持久 通胀仍是中长期主要风险》 2010/10/19
13. 《美联储九月议息会议声明点评: 第二轮量化宽松如箭在弦》 2010/10/18
14. 《2010 年 9 月份金融货币数据点评-货币信贷维持总量控制不放松》 2010/10/14
15. 《2010 年 9 月份进出口数据点评-顺差收窄源于内需相对稳定》 2010/10/14
16. 《宏观经济 2010 年第四季度投资策略-全球政策分歧加剧_货币宽松上演变奏曲》 2010/10/13
17. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会点评-强调人民币汇率双向浮动和增强汇率弹性》 2010/10/11
18. 《2010 年 9 月份 PMI 数据点评-经济主体去库存小周期或已接近尾声》 2010/10/8
19. 《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将稳中有降》 2010/9/13
20. 《2010 年 8 月份进出口数据点评-维持未来进出口增速震荡下滑的走势判断》 2010/9/12
21. 《2010 年 8 月份金融货币数据点评-货币供给增速将回归趋势值》 2010/9/12
22. 《全球宏观经济数据图册_2010 年 8 月份》 2010/9/10
23. 《你误读了“伯南克”吗? -评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲》 2010/9/9
24. 《中国管理通胀预期目标下的六个宏观政策取向》 2010/9/9

分析师承诺

负责本研究报告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：现任招商证券（香港）研究部分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。