

宏观经济点评

何谓“稳健的货币政策”？

——央行《2010 年第四季度中国货币政策执行报告》点评

崔永 分析师

电话：010-59136700

eMail: cy30@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260210090010

本期要点：

- ◆ 自从 2010 年 12 月召开的中央经济工作会议明确提出 2011 年要实施“稳健的货币政策”以来，央行先后动用准备金率、利率、信贷管制等政策工具，政策调整频率之高、紧缩力度之大，史上罕见。过度紧缩的政策使得市场流动性日益紧张，资金富裕的金融机构在不明了央行紧缩力度会有多大的情况之下，也不愿意轻易拆出资金，致使 7 天银行间同业拆借利率急剧攀升至 8% 以上，最终又迫使央行于 2011 年 1 月 20 日三个月之内第四次正式上调准备金率当日，重启逆回购向市场注入流动性，与此同时，央行已经连续三周暂停央票发行。频繁的正反向操作使得投资者很难搞清楚何谓“稳健的货币政策”。
- ◆ 究竟何谓“稳健的货币政策”，按照央行于 2010 年 1 月 30 日在《2010 年第四季度中国货币政策执行报告》中的论述，应该包括以下几个方面：首先，M2 为代表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。其次，要保持社会融资总量及贷款总量合理适度增长。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。银行信贷作为社会融资总量的一个重要组成部分，也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。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支持。第四，要有效防范系统性金融风险。高度重视和防范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。
- ◆ 央行进一步表态，与稳健货币政策相适应的 M2 增长目标为 16% 左右。这一明确表态使得政策不确定性很大程度上削弱了，而政策不确定的消弱有利于市场形成稳定的一致性预期，从而有效阻止大盘进一步下探。且当前中国乃至世界经济仍然处在复苏进程之中，并不存在 2008 年金融危机和 2010 年 4 月欧债危机那样致使大盘深度调整的系统性风险，一旦政策不确定性消除，大盘向上突破还将是大概率事件。毕竟目前中国的加息幅度还没有像印度那样即将覆盖盈利预期的增长，而准备金率等对冲工具很难实现完全对冲。尽管 1 月 20 日前后受到上调准备金率、暂停房地产贷款、表外资产转表内等因素的影响，投资者流动性预期发生较大变化，股市也发生较大调整，但随着央行重启逆回购以及央票到期量的放大，这种情况在节后可能再次逆转。此外，尽管 1 月份 CPI 创新高可能性较大，但 2 月份 CPI 回落也将是大概率事件，政策紧缩预期也将弱化。
- ◆ 不过，与稳健货币政策相适应的社会融资总量或者新增贷款情况，央行却没有给出明确答案。尽管根据 16% 的 M2 增长目标可以大体推算出 2011 年新增贷款为 7.5 万亿元左右。但如果新增外汇占款偏离 4 万亿元太远，对应的新增贷款目标就不再是 7.5 万亿元。不过，考虑到央行表示要“加强对社会融资总量的监测与调节，保持合理的社会融资规模和节奏”，央行似乎已经无意明确给出新增贷款目标，而是通过监测的“社会融资总量”变动情况灵活调整新增贷款目标，并通过差别准备金动态调整机制保证这一目标的实现。目前来看，贷款等间接融资在社会总融资中的占比在下降，2010 年贷款占社会融资总量的 75.2%，比 2009 年下降 5.9 个百分点，而股票融资占比则由 2009 年的 3% 上升到 2010 年的 5.5%，企业债融资占比由 2009 年的 9.5% 上升到 2010 年的 10.5%。随着贷款占比的下降，央行监测更广义的“社会融资总量”对于控制物价和调控经济无疑具有很大的帮助。考虑到 2010 年融资总量为 11.1 万亿元，假定融资总量也按照 12% 的 GDP 名义增速来控制，再假定 70% 左右的贷款占比，然后扣除外币贷款之后，2011 年新增贷款应当为 8 万亿元左右。这 8 万亿元左右的新增贷款可能要包含 1 万亿元的表外资产，所以 2011 年实际的贷款额度估计还是 7 万亿元左右。

附表：2008 年下半年金融危机以来央行货币政策执行报告的主要内容

货币政策执行报告		主要内容
2008 年第三季度 2008 年 11 月 17 日	经济展望	国内经济运行的不确定性增加，经济下行风险增大，宏观调控面临复杂多变的局面。但我国经济持续增长仍有较大潜力，国民经济平稳增长的基本态势没有改变。 当前经济中既存在可能引起价格上涨的成本推动因素，也有价格出现持续回落的可能。
	政策取向	实行适度宽松的货币政策，进一步提高金融调控的预见性、针对性和灵活性，根据形势变化及时、灵活、适度调整政策操作，确保银行体系流动性充分供应，保持货币信贷合理增长，维护货币和金融稳定，与积极财政政策相配合，积极支持扩大内需，加大金融对经济增长支持力度。
	金融安全	根据形势变化及时启动保障经济金融稳健运行的各项应对预案，加强国际协作，应对金融危机的不确定冲击……
	公开市场操作	确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。适时适度调减公开市场操作力度，密切关注银行体系流动性分布结构变化，充分运用TAF等工具对流动性出现暂时困难的金融机构提供资金支持。
	信贷投放政策	促进货币信贷总量稳定增长，加大银行信贷对经济增长的支持力度。……同时继续限制对“两高”行业和产能过剩行业劣质企业的贷款。
	金融市场	进一步发挥债券市场融资功能。大力发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等非金融企业债务融资工具，拓宽企业融资渠道。
2008 年第四季度 2009 年 2 月 23 日	利率、汇率资本项目改革	加强对国际经济金融形势和资本流动的监测分析。进一步完善金融服务，促进贸易、投资便利化。加强对外投资的风险提示和监管，稳步推进资本项目可兑换。
	经济展望	需求明显收缩，部分行业产能过剩，企业生产经营困难，城镇失业人员增多，经济增长下行的压力明显加大…… 从价格形势看，近期仍有下行压力……
	政策取向	把促进经济平稳较快发展作为金融宏观调控的首要任务，认真执行适度宽松的货币政策，进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系有充足的流动性，促进货币信贷合理平稳增长……加大金融对经济发展的支持力度。
	公开市场操作	确保银行体系流动性充足……
	信贷投放政策	适度运用利率、存款准备金率等多种工具，引导货币信贷合理平稳增长，满足经济发展对银行信贷的合理需求。引导金融机构在积极支持经济增长的同时，继续主动做好均衡合理放款工作。引导金融机构优化信贷资金投向……
	金融市场	……扩大债券发行规模，大力发展短期融资券、中期票据等债务融资工具，稳步推进和创新资产证券化。规范和引导民间金融健康发展。
	利率、汇率资本项目改革	稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革。……，继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定……
	经济发展与结构调整建议	要加快以扩大消费内需为核心的结构调整和改革，转变经济发展方式，提高经济发展质量……

央行货币政策执行报告		主要内容
2009 年第一季度 2009 年 5 月 6 日	经济展望	我国经济回升的基础还不稳固，外部经济形势依然严峻，不确定性因素依然存在。 当前全球经济处于衰退之中、经济在潜在产出水平之下运行的格局未变，产能过剩及需求不足构成下一阶段价格下行的主要压力。
	总体政策取向	坚定不移地落实适度宽松的货币政策 ，保持政策的连续性和稳定性，在引导信贷结构优化的基础上，采取灵活、有力的措施 加大金融支持经济发展的力度 ，保证货币信贷总量满足经济发展的需要。
	公开市场操作	继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放。... ..
	信贷投放政策	引导金融机构优化信贷结构，提高信贷支持经济发展的质量。 加强对金融机构信贷投向的指导，保证符合条件的中央投资项目配套贷款及时落实到位 ，... ..
	金融市场	发展多层次直接融资体系，扩大债券发行规模，大力发展短期融资券、中期票据等债务融资工具，... ..
	利率、汇率资本项目改革	继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。... .. 按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制 ，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，... ..
	经济发展与结构调整建议	在发挥好需求管理政策熨平经济波动作用的同时，更重要的是加快经济调整、创新和改革步伐，增强经济的内在活力
2009 年第二季度 2009 年 8 月 5 日	经济展望	我国经济发展 正处在企稳回升的关键时期 未来价格走势尚有不确定性。当前外部需求依然疲弱，国内经济回升基础还不稳固，在内外不确定性较大的环境下， 需求不足仍可能构成价格下行的压力。但也存在价格上行压力 ，... ..
	总体政策取向	坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策 ，根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调，把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏... ..
	公开市场操作	灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长... ..
	信贷投放政策	继续引导金融机构优化信贷结构... .. 保证符合条件的中央投资项目配套贷款及时落实到位 ，认真做好中小企业、“三农”、就业、助学、灾后重建等改善民生类信贷支持工作。 大力发展消费信贷，落实好房地产信贷政策 ，... ..严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业劣质企业的贷款... ..
	利率、汇率、外汇改革	继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。加快货币市场基准利率体系建设，努力提高金融机构风险定价能力和水平，更大程度发挥市场在利率决定中的作用。密切关注国际主要货币汇率变化， 继续按照主动性、可控性和渐进性原则，完善人民币汇率形成机制 ，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。... ..
	经济发展与结构调整建议	要抓住当前经济回升向好的有利时机，继续推动改革和结构调整，增强经济内生增长动力。外需减弱具有中长期性，实现我国经济平稳较快发展根本上还是要加快以扩大消费内需为核心的改革和结构调整，转变经济发展方式

货币政策执行报告		主要内容
2009 年第三季度 2009 年 11 月 11 日	经济展望	2010 年我国经济面临的有利因素较多, 国民经济有望继续保持平稳较快增长的基本态势, 但也面临国内外复杂局面的挑战。同时, 要关注价格走势, 加强金融风险防范。
	总体政策取向	继续实施适度宽松的货币政策, 把握好政策实施的力度、节奏和重点, 保持政策的连续性和稳定性, 根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性, 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。
	公开市场操作	加强流动性管理, 保持银行体系流动性合理适度, 促进货币信贷合理增长。
	货币信贷政策	引导金融机构根据实体经济的信贷需求, 切实把握好信贷投放节奏, 使贷款保持均衡, 防止季度、月度间过大波动。继续落实改革, 完善人民币汇率形成机制。实行“有保有控”的信贷政策, 调整优化信贷结构。
	金融市场政策	进一步拓宽企业直接融资渠道, 丰富金融机构发债主体类型, 稳步扩大在境内发债的境外主体范围。加快债券市场发展, 丰富金融衍生产品。继续推动非金融企业债务融资工具创新, 在现有债务融资工具基础上, 继续扩大市场规模, 进一步推动中小企业短期融资券、集合中期票据的发行, 研究中小企业发行可转换债务融资工具的可行性, 研究并推动企业发行资产支持票据。
	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革, 完善人民币汇率形成机制, ……按照主动性、可控性和渐进性原则, 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。
2009 年第四季度 2010 年 1 月 11 日	经济展望	经济企稳回升的势头逐步增强。……外部环境可能逐步趋好, 加之应对危机的一揽子计划进一步落实、补充和完善, 总体看我国经济仍将保持平稳较快增长的基本态势
	总体政策取向	继续实施适度宽松的货币政策……把握好政策的节奏和力度, 增强政策的灵活性和可持续性, 妥善处理支持经济平稳较快发展与防范化解金融风险的关系。
	公开市场操作	综合运用多种货币政策工具, 合理安排货币政策工具组合、期限结构和操作力度, 保持市场流动性合理适度, 引导货币信贷合理增长……
	货币信贷政策	合理把握信贷投放节奏, 增强信贷支持经济发展的均衡性和可持续性, 维护金融体系稳定。引导商业银行平滑贷款投放, 调整优化信贷结构。
	金融市场政策	大力发展金融市场, 促进民间直接投资。在控制风险、完善制度的基础上, 完善地方政府债务融资体制, 增强地方政府负债行为透明度和内外部约束……
	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革, 完善人民币汇率形成机制, ……按照主动性、可控性和渐进性原则, 结合国际资本流动和主要货币走势变化, 完善人民币汇率形成机制。……
	经济发展与结构调整建议	继续推进以扩大消费内需为核心的经济结构调整和改革, 转变经济发展方式。财政政策应在优化结构、改善分配、扩大民生支出等方面发挥更加突出的作用。……

货币政策执行报告		主要内容
2010 年第一季度 2010 年 5 月 10 日	经济展望	我国经济面临的有利因素较多， 有望继续保持较快增长的基本态势 。不过也要看到，当前经济发展环境仍比较复杂。价格上涨的潜在压力值得关注。
	总体政策取向	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。
	公开市场操作	综合运用多种货币政策工具，合理安排货币政策工具组合、期限结构和操作力度，加强流动性管理，保持银行体系流动性合理适度，促进货币信贷适度增长。
	货币信贷政策	引导金融机构根据宏观调控要求和实体经济部门的信贷需求， 相对均衡地安排全年贷款投放节奏，防止大起大落 。……继续落实“有保有控”的信贷政策，调整优化信贷结构。
	金融市场政策	继续深化金融企业改革，加快建立现代金融企业制度。进一步拓宽企业直接融资渠道，加快债券市场发展，丰富金融衍生产品。继续推动非金融企业债务融资工具创新，进一步推动中小企业短期融资券、集合中期票据的发行，研究中小企业发行可转换债务融资工具的可行性，研究并推动企业发行资产支持票据。
2010 年第二季度 2010 年 8 月 5 日	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。按照人民币汇率形成机制改革的原则，进一步完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	经济展望	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 。当然，也要看到，当前国内外环境依然复杂严峻，经济运行中不确定、不稳定因素较多，宏观调控面临两难局面。 价格形势比较复杂，通胀预期管理仍需加强 。
	总体政策取向	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。
	公开市场操作	强流动性管理，保持银行体系流动性合理适度，促进货币信贷适度增长，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。
	货币信贷政策	引导金融机构根据宏观调控要求和实体经济部门的信贷需求， 安排好全年贷款投放的进度和节奏 。认真落实“有扶有控”的信贷政策，调整优化信贷结构。
	金融市场政策	继续深化金融企业改革……加快金融产品创新，大力加强市场基础设施建设。进一步拓宽企业直接融资渠道，加快债券市场发展，积极、稳妥地推动银行间债券市场对外开放。
	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革，进一步完善人民币汇率形成机制。……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。

货币政策执行报告		主要内容
2010 年第三季度 2010 年 11 月 2 日	经济展望	当前我国经济总体向着宏观调控的预期方向发展，下一阶段国民经济有望继续保持平稳较快发展的态势。但也要看到，当前经济发展环境仍比较复杂。价格走势的不确定性较大，仍需加强通胀预期管理。
	总体政策取向	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，根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。
	公开市场操作	加强流动性管理，保持银行体系流动性合理适度，促进货币信贷适度增长，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。
	货币信贷政策	引导金融机构根据宏观调控要求和实体经济部门的信贷需求，安排好下一阶段贷款投放的进度和节奏。……认真落实“有扶有控”的信贷政策，调整优化信贷结构。
	金融市场政策	继续深化金融企业改革……。加快金融产品创新，大力加强市场基础设施建设。进一步拓宽企业直接融资渠道，加快债券市场发展，积极、稳妥地推动银行间债券市场对外开放。
2010 年第四季度 2011 年 1 月 30 日	利率、汇率、外汇等金融改革	稳步推进利率市场化改革，进一步完善人民币汇率形成机制。增强价格杠杆调控作用。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。
	经济展望	当前我国经济继续向着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的态势进一步巩固。……价格上行风险不容忽视。
	总体政策取向	实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，增强政策的针对性、灵活性和有效性，更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，把稳定价格总水平放在更加突出的位置……。
	公开市场操作	继续加强流动性管理，保持货币信贷适度增长。……加强对社会融资总量的监测与调节，保持合理的社会融资规模和节奏。
	货币信贷政策	实施差别准备金动态调整措施。……引导金融机构把握好贷款投放进度和节奏，按照“有扶有控”的信贷政策要求，着力优化信贷结构。
	金融市场政策	充分发挥金融市场在资源配置中的基础性作用，进一步扩大直接融资渠道。……稳步扩大在境内发债的境外主体范围，积极、稳妥地推动银行间债券市场对外开放。
	利率、汇率、外汇等金融改革	进一步发挥利率杠杆在调节总需求、管理通胀预期中的作用。……有计划、有步骤的推进利率市场化改革。按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，发挥市场供求在汇率形成中的基础性作用，参考一篮子货币进行调节，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡。

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

CPI 会再创新高吗	崔永	2011-01-27
差别准备金率动态调整机制影响几何	崔永	2011-01-12
信贷管制的后果严重吗	崔永	2010-12-31
利润增长能否抵消加息的影响	崔永	2010-12-06
价格管制改变了什么	崔永	2010-11-23
资金转战股市了吗	崔永	2010-11-03
加息频率有多高	崔永	2010-10-25
加了准备金率又如何	崔永	2010-10-19
热钱重新回流了吗	崔永	2010-09-28

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。