

控物价再加力 但维持货币政策趋缓的判断

——3月18日提高准备金率点评

发布日期：2011年3月19日

主要观点：

- **央行出于对物价上扬的担心再次提高准备金率。**商务部公布的农产品周环比在前两周连续上涨是央行此次提高准备金率的主因，也是对政府工作报告提出要把控制物价过快上涨作为今年首要任务，并提出的“控制物价过快上涨的货币条件”这一要求的快速响应。
- **此次调高准备金率也传递出两个信息：**一是央行的调控工具依然**偏重数量工具**，预期的加息并未来临，提高准备金率仍属中性；二是**加息工具谨慎使用**表明调控政策仍希望在“控物价和稳增长”间保持平衡。
- **展望后期**，物价上涨压力无疑仍然较大，农产品价格处于高位，而全球大宗商品价格上涨和PPI的上升使控制物价过快上涨的难度加大。但是，春节因素的消除、天气转暖和货币政策的累积效应将有利于CPI回落。
- 而经济增长在短期内虽将保持平稳，但经济下行因素并未消除。16日央行公布调查数据看，一季度的消费者预期指数、订货水平以及固定资产投资都为下降，表明自主增长动力在下降。
- 因此，此次调控时间略超我们预期，但**基于“经济下、物价高”的判断，我们维持原来的判断：**货币政策将继续维持一定的调控力度，将告别“偏紧”操作，进入“平衡”的稳健操作。
- **后期货币政策组合选择将进一步回归到以公开市场操作和信贷管理为主的柔性管理**，如果信贷能按照预定节奏投放，上半年再次调高准备金率的可能性较小。当前新增M2/新增贷款的比值处于历史低值，资金需求有下降趋势，货币创造能力降低；四月份到期资金7200亿，外汇占款增幅也有望缩小，公开市场操作能有效回笼资金。
- 如3月份CPI突破高点，**不排除4月份再次加息，但上半年也就再加一次。**在货币选择“稳健”操作下，为了稳增长，针对区域经济、保障房、文化旅游等消费以及新兴产业等领域的财政扶持政策有望提前和加大力度。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

主要事件:

中国人民银行决定,从 2011 年 3 月 25 日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

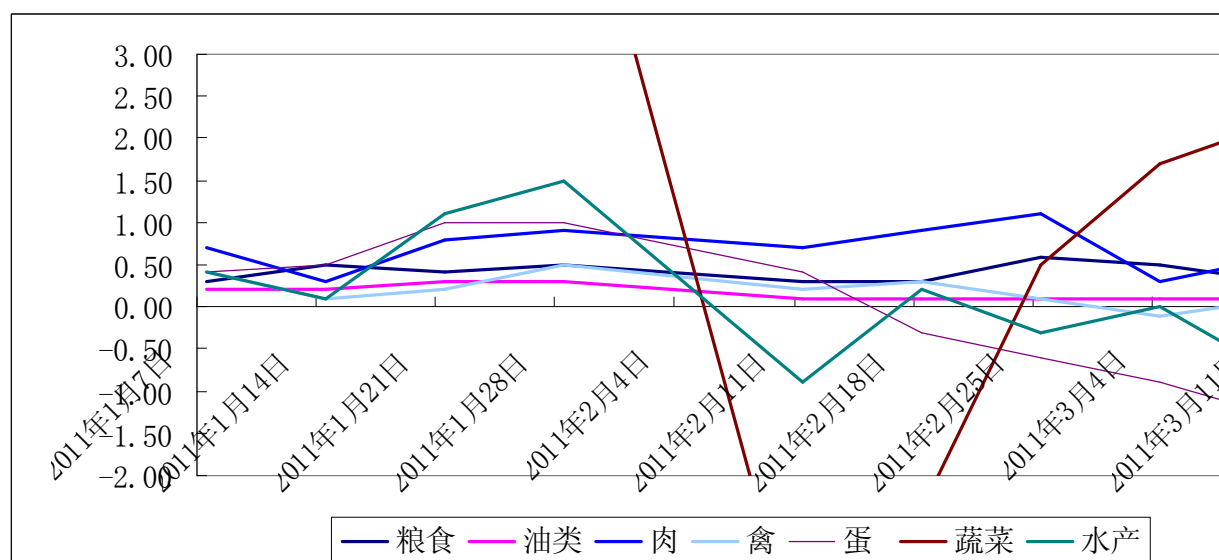
点评:

一、物价上涨压力是提高准备金率的主因

此次准备金率的提高主要 3 月初农产品价格的环比上涨,而非明显回落。尤其是商务部公布的前两周农产品价格周环比除了蛋类和水产为负增长外,粮食、肉类等都表现为正增长。

由于 3 月份 CPI 的基数较高,为防止 CPI 再次冲高,央行提早动用准备金率,这也是对政府工作报告提出要把控制物价过快上涨作为今年首要任务,并提出的“控制物价过快上涨的货币条件”这一要求的快速响应。

图 1: 商务部公布的前两周农产品价格周环比仍以上升为主



资料来源: wind, 东北证券

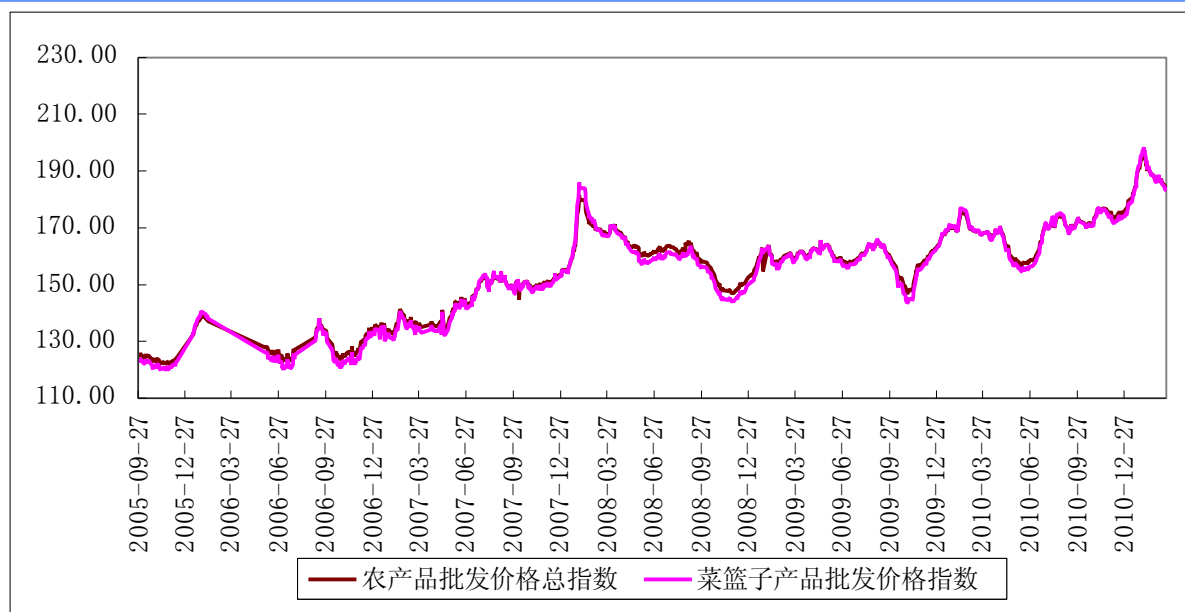
二、3 月份物价水平是关键, 而经济下行趋势决定了政策趋缓

按照商务部检测的农产品价格在前两周出现环比上升,但是农业部检测的农产品指数在本月的第三周出现了较明显的下降,前三周累计比 2 月份环比下降了 2.39%。3 月份的 CPI 水平将决定政策调控的手段和力度。如果 3 月份 CPI 的环比增长能够变为负增长到 0.5 个百分点左右,那么后期的物价走势将难以突破 5.5% 的高点,全年有望控制在 4-4.5% 之间。若 3 月份 CPI 环比仍为正增长,那么 CPI 的高点可能突破 6% 的水平,全年 CPI 将突破至 4.5%-5% 左右。

但我们认为后期农产品推高 CPI 的动力将进一步趋弱,原因是: 1、春节因素的消除; 2、天气转暖,利于农产品供应; 3、货币政策的累积效应。而影响物价的成本因素——国际大宗商品价格和 PPI 上涨也将逐渐现象,但货币政策对输入型通胀难以奏效,除非下猛药下拉国内投资和生产需求。因此,我们认为上半年的物价将主要在 4.5-5% 运行,但不排除个别月份突破高点至 5.5% 左右。

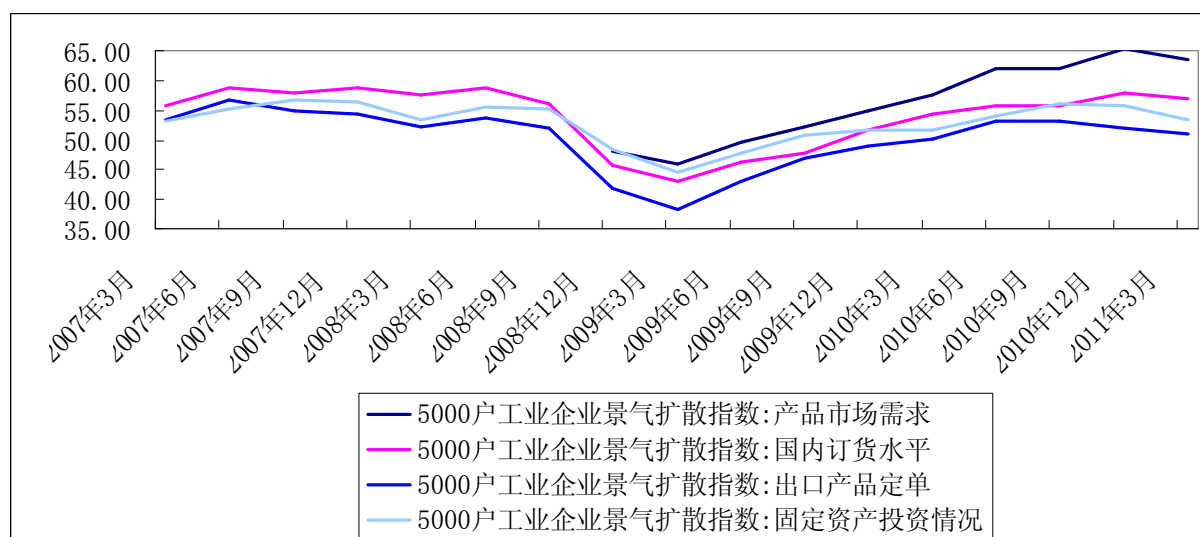
政策难以下猛药的原因是,经济增长并非高枕无忧,刺激政策的退出、房地产调控的影响、外部经济体复苏的脆弱性和全球再平衡的冲击以及日本地震海啸带来的经济复苏不确定性都可能导致我国经济增长下降。这也是党中央和国务院为什么在2010年12月的政治局会议和2011年政府工作报告提出经济发展面临的形势“极其复杂”。而经济下行风险继续累计,根据16日央行公布的调查看,当前经济发展的同步指标仍保持较高水平,说明经济仍有望平稳发展,但是经济内生增长动力在减弱,集中体现在产品需求、订货水平、新出口订单以及固定资产投资在一季度都出现了下降!

图2: 农业部公布的农产品价格指数在本月的第三周明显回落



资料来源: wind, 东北证券

图3: 央行公布的景气指数显示未来企业活动趋于疲软



资料来源: wind, 东北证券

三、政策调控继续，但维持“告别偏紧，进入平衡操作”的判断

因此，此次调控时间略超我们预期，但基于“经济下、物价高”的判断，我们维持原来的判断：货币政策将继续维持一定的调控力度，将告别“偏紧”操作，进入“平衡”的稳健操作。

后期货币政策组合选择将进一步回归到以公开市场操作和信贷管理为主的柔性管理，如果信贷能按照预定节奏投放，上半年再次调高准备金率的可能性较小。因为当前新增 M2/新增贷款的比值处于历史低值，资金需求有下降趋势，货币创造能力降低；而四月份到期资金 7200 亿，规模虽大，但是公开市场操作已基本能对冲。

如 3 月份 CPI 突破高点，不排除 4 月份再次加息，但上半年也就再加一次。在货币选择“稳健”操作下，为了稳增长，针对区域经济、保障房、文化旅游等消费以及新兴产业等领域的财政扶持政策有望提前和加大力度。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。