

点评报告

货币政策难有实质性放松、再次加息概率较低

2011 年 4 月 6 日

2011 年 4 月 5 日央行上调人民币存款准备金率点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.2
1 年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (2 月)

工业	14.9
城镇投资	24.9
零售额	11.6
CPI	4.9
PPI	7.2

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:

中国人民银行决定, 从 2011 年 4 月 6 日起, 上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点。

评论:

1、此次加息时点与调整活期存款利率的表现与 2 月 9 号相似, 表明当前货币政策的力度和节奏与年初一致, 没有改变。因此, 我们认为央行再次上调基准利率, 其主要目标仍是维持紧缩态势以应对当前仍处高位的通胀压力, 同时稳定通胀预期。

2、以通货膨胀为首要政策目标的基本含义是: 在通胀预期和通胀得到控制之前, 决策层将保持从紧的货币等宏观政策, 保持总需求和整体经济增速的稳步回落。

政策能够由从紧到稳定的前提条件至少需要包括: 经济增速接近潜在产出水平 (我们认为在 9.3% 左右), 通胀的同比绝对值低于 5%, 季节调整后的环比不再持续上升。

3、观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况, 货币政策出现实质性放松的条件有如下几项: 1) 货币增速稳定在合理水平 (16% 以下), 2) 通胀水平有明显的趋势性下降; 3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。

从目前的情况来看, 上述条件无法同时具备, 因此紧缩政策难有实质性放松, 预计流动性偏紧的状况仍将持续。

4、我们认为再次上调基准利率, 除了稳定通胀预期外, 目标之二是缓解 4 月份公开市场回笼压力, 把好流动性的总闸门。4 月份平均到期的央票和正回购约 9110 亿, 公开市场操作压力较大。再加上近期银行间市场和社会资金流动性仍相对宽裕。此时, 上调基准利率无疑有助于缓解公开市场操作压力, 巩固前期紧缩政策的效果。

5、我们认为再次加息概率较低, 但存在继续上调存款准备金率的可能性。通过改善持续负利率状态从而稳定物价总水平和资产价格是加息工具运用的主要目标。按照我们一贯的逻辑, 二季度通胀见顶随后逐步震荡回落, 则年内再次加息的概率较低。

存款准备金的调整则主要在于外汇资金流动和公开市场操作的压力, 存在一定的被动性。相对国内经济, 外国不确定性和风险更大, 对国内货币政策可能造成新的影响。欧美主要发达国家可能在近期退出超宽松货币政策, 从而可能导致资金进一步从发达国家流向发展中国家, 香港市场的近期表现可以作为资金流向的一个观察窗口。此外, 当前银行间市场的流动性仍偏宽裕, 存款准备金再次被动上调的概率较高。

1、稳物价仍是首要目标，货币政策难有实质性放松

此次加息时点与调整活期存款利率的表现与 2 月 9 号相似,表明当前货币政策的力度和节奏与年初一致,没有改变。

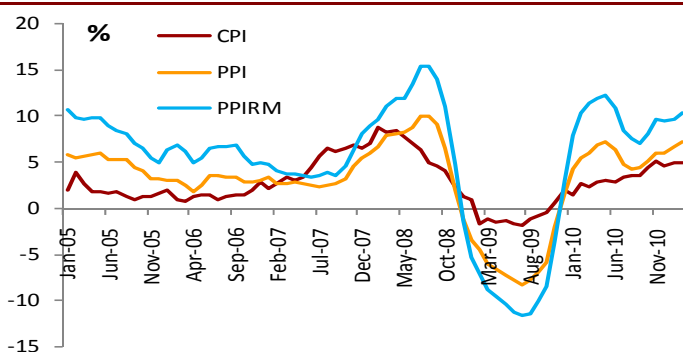
因此,我们认为央行再次上调基准利率,其主要目标仍是维持紧缩态势以应对当前仍处高位的通胀压力,同时稳定通胀预期。当前原油、农产品和非食品因素导致整体通胀压力仍处高位。在通胀压力偏高的情况下,防通胀仍是宏观调控的首要目标。

以通货膨胀为首要政策目标的基本含义是:在通胀预期和通胀得到控制之前,决策层将保持从紧的货币等宏观政策,保持总需求和整体经济增速的稳步回落。政策能够由从紧到稳定的前提条件至少需要包括:经济增速接近潜在产出水平(我们认为在 9.3%左右),通胀的同比绝对值低于 5%,季节调整后的环比不再持续上升。

观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况,货币政策出现实质性放松的条件有如下几项: 1) 货币增速稳定在合理水平(16%以下), 2) 通胀水平有明显的趋势性下降; 3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。

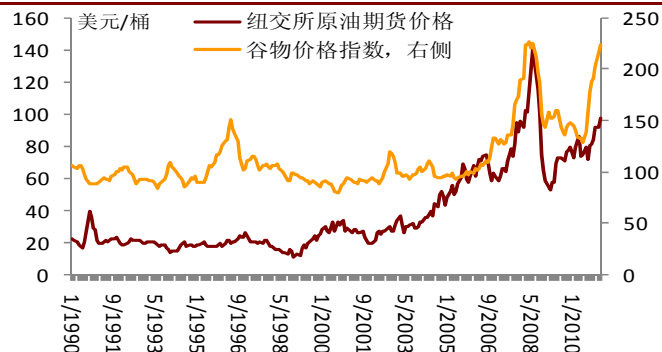
从目前的情况来看,上述条件无法同时具备,因此紧缩政策难有实质性放松,预计流动性偏紧的状况仍将持续。

图 1: 通胀水平仍处高位



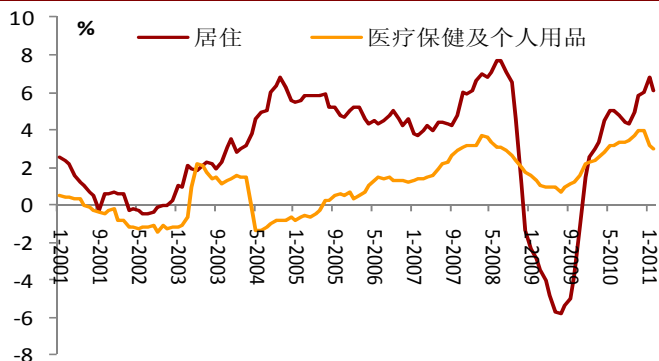
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 2: 原油价格上涨领先农产品



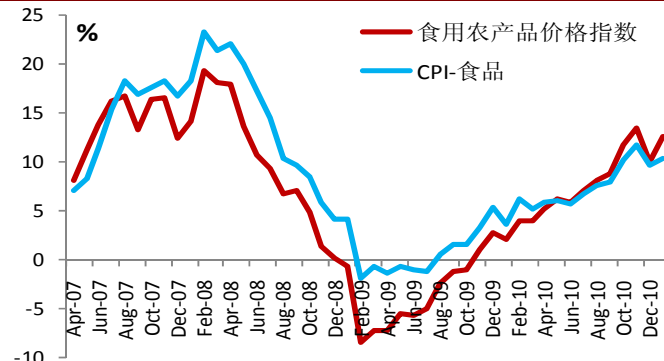
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 3: 居住类和医疗保健类价格维持高位



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 食品类价格继续走高



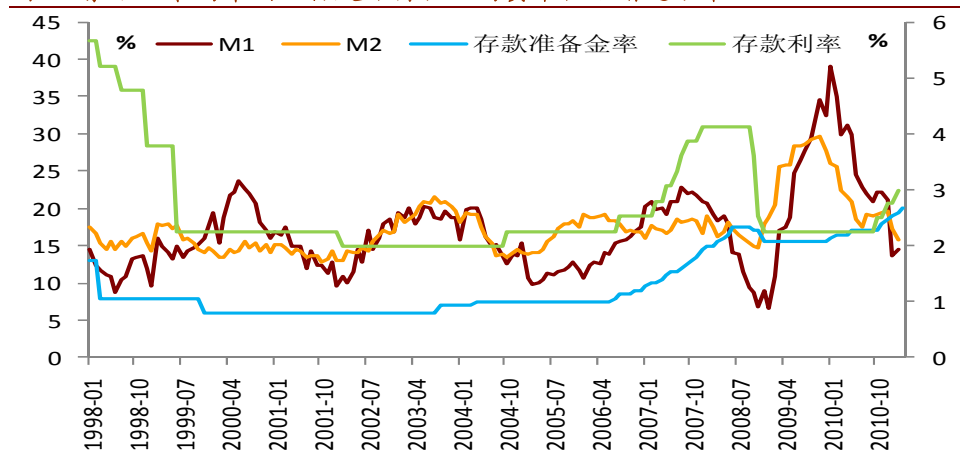
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

观察 2001 年以来稳健货币政策的执行情况,除非看到明显的政策效果,偏紧的政策仍将维持。

2003 年-2004 年通胀周期中，2004 年初货币供应增速水平已经明显回落，而且通胀在同年 3 季度见顶，但是依然在上调两次存款准备金后，于当年的 10 月份加息一次。

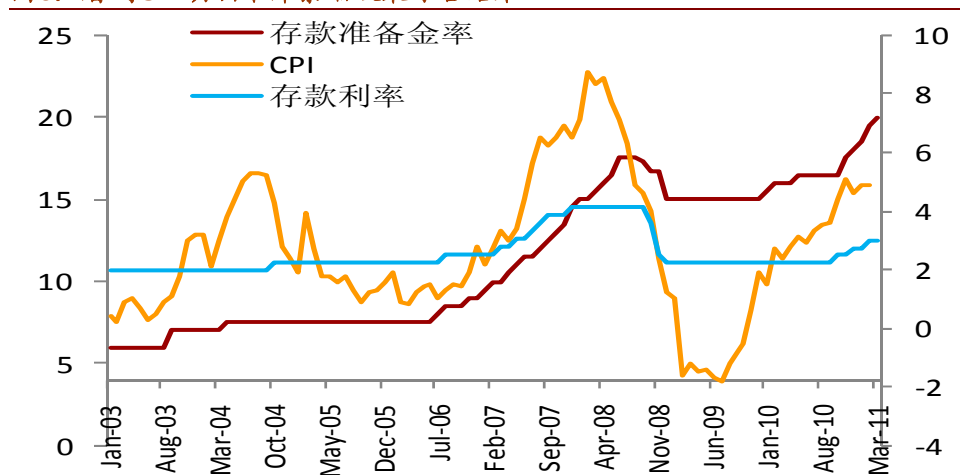
2007-2008 年的通胀周期中，同样在货币供给增速开始回落之后继续上调存款准备金和基准利率。此轮 CPI 高点出现在 2008 年 1 季度，但二季度依然继续上调存款准备金率，从 16%上调至 17.5%。

图5：紧缩政策的中间目标是保持合理的货币供给增速水平



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图6：看到CPI明确下降紧缩政策才告结束

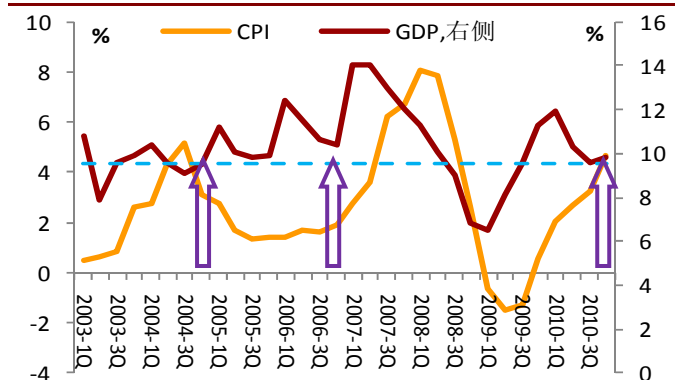


资料来源：WIND，招商证券研发中心

同时，我们发现在明确的紧缩政策开始后，经济增速的初始下降并不是紧缩政策终止的信号。2004 年和 2008 年均可以看到这一状况。当然自 2003 年以来稳健时期政策对应的 GDP 增速一般不低于 9.5%（图中蓝线所示）。

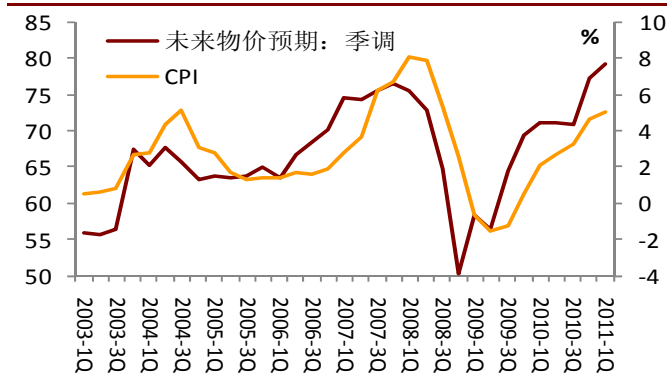
此外，货币政策的另一目标是稳定市场预期，我们观察发现当季调后通胀预期出现两个季度回落，紧缩政策才会有实质性放松。

图 7：紧缩政策开始后通胀是首要问题



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：紧缩政策目的之一是稳定市场预期

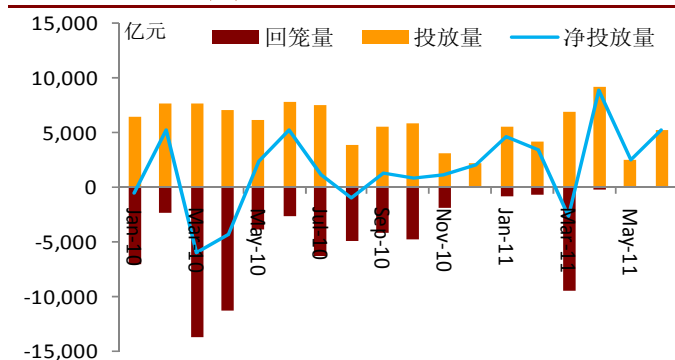


资料来源：Wind，招商证券研发中心

2、缓解公开市场操作压力，把好流动性总闸门

我们认为再次上调基准利率，除了稳定通胀预期外，目标之二是缓解 4 月份公开市场回笼压力，把好流动性的总闸门。4 月份平均到期的央票和正回购约 9110 亿，公开市场操作压力较大。再加上近期银行间市场和社会资金流动性仍相对宽裕。此时，上调基准利率无疑有助于缓解公开市场操作压力，巩固前期紧缩政策的效果。

图 9：4 月份公开市场回笼压力依然较大



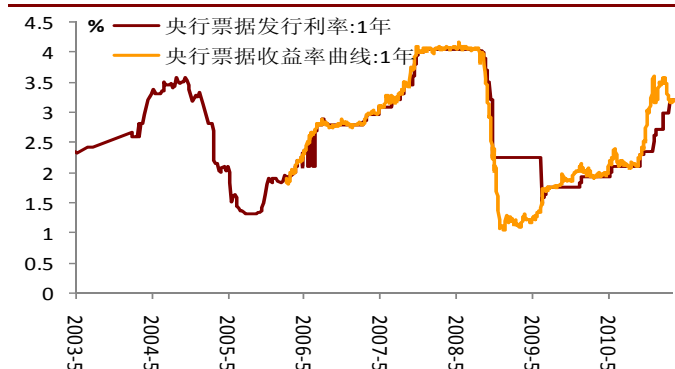
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 10：社会资金流动性近期有所改善



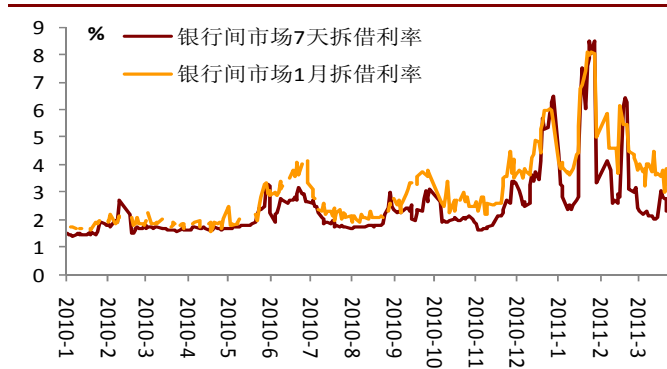
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 11：一、二级市场央票利率倒挂有所减缓



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 12：近期银行间市场流动性较为充裕



资料来源：wind，招商证券研发中心

3、我们认为再次加息概率较低，但存在继续上调存款准备金率的可能性

通过改善持续负利率状态从而稳定物价总水平和资产价格是加息工具运用的主要目标。按照我们一贯的逻辑，二季度通胀见顶随后逐步震荡回落，则年内再次加息的概率较低。如果通胀水平持续超过 5% 并走高，则不排除进一步加息的可能。

存款准备金的调整则主要在于外汇资金流动和公开市场操作的压力，存在一定的被动性。相对国内经济，外围不确定性和风险更大，对国内货币政策可能造成新的影响。欧美主要发达国家可能在近期退出超宽松货币政策，从而可能导致资金进一步从发达国家流向发展中国家，香港市场的近期表现可以作为资金流向的一个观察窗口。此外，当前银行间市场的流动性仍偏宽裕，存款准备金再次被动上调的概率较高。

参考报告:

1. 《中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评-政策调整需要关注国际经济金融的最新动向》2011/3/29
2. 《一波才动万波随——谈通胀态势对资本市场的影响》2011/3/28
3. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》2011/3/21
4. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》2011/3/19
5. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》2010/3/15
6. 《2011 年 2 月份宏观数据点评-通胀仍居高位、货币政策继续偏紧》2011/3/14
7. 《2011 年 2 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》2011/3/11
8. 《2011 年 2 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》2011/3/2
9. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》2011/2/20
10. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》2011/2/15
11. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》2011/2/9
12. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》2011/2/9
13. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》2011/1/20
14. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》2010/1/15
15. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》2010/1/12
16. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》2010/1/10
17. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》2011/1/7
18. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》2011/1/3
19. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》2011/1/3
20. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》2010/12/28

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。