

宏观快报

2011 年 5 月 4 日

央行货币政策执行思路更为清晰

宏观经济高级分析师：李明亮

SAC 执业证书编号：S0850203100099

lml@htsec.com

021-23219434

联系人：李宁

lin@htsec.com

021-23219431

央行昨日发布了《2011 年第 1 季度货币政策执行报告》，同 2010 年 4 季度货币政策执行报告相比，央行对宏观经济的判断与下一步货币政策有些变化，并有一些数据值得我们关注。主要体现在以下几个方面：

1. 央行对当季度货币政策执行的总结

应该说在中央政治局经济工作会议之前，央行货币政策受制于前期要求“适度宽松货币政策”制约。货币政策调整较为被动。随着中央政治局决定将目前适度宽松的货币政策转向稳健的货币政策。2011 年 1 季度央行的货币政策实施获得了很大的自主权，4 次提高存款准备金率共 2.0 个百分点，2 次上调存贷款基准利率共 0.5 个百分点。

2010 年 4 季度央行对当年货币政策表述为：“随着经济平稳较快发展势头逐步巩固，中国人民银行着力提高政策的针对性和灵活性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，逐步引导货币条件从反危机状态向常态水平回归。”

2011 年 1 季度央行对当季货币政策执行的表述为：“坚持处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，围绕保持物价总水平基本稳定这一宏观调控的首要任务，认真落实稳健的货币政策，交替使用数量型和价格型货币政策工具，加强流动性管理和货币信贷总量调控，保持合理的社会融资规模，促进经济平稳健康发展。”

2. 央行对宏观经济形势的判断

● 国际经济

央行对国际经济的看法基本延续去年 4 季度的看法，略有悲观，特别是对美国经济的看法。

央行去年 4 季度认为：2010 年，全球经济持续复苏，但各经济体复苏不均衡，主要发达经济体复苏缓慢，财政可持续性堪忧，失业率居高不下，美国经济复苏在第四季度出现积极迹象，但欧元区和日本仍较疲弱。新兴市场经济体增长强劲，但面临的资本流入及通胀压力上升，部分国家逐步收紧了货币政策。

2011 年第 1 季度央行认为：全球经济继续“双速复苏”。受西亚和北非政局动荡、极端天气和日本地震等重大突发性事件影响，国际原油和粮食等大宗商品价格持续攀升，金融市场动荡加剧，国际经济环境中的不稳定和不确定因素增多。美国经济温和增长，失业率缓慢回落，但房地产市场仍然低迷，财政和贸易赤字问题严重；欧元区部分国家主权债务风险犹存，由于通胀压力增加，欧央行开始收紧货币政策；日本地震导致海啸和核泄漏事故，为日本乃至全球经济复苏蒙上阴影；新兴经济体需求旺盛，但为应对跨境资本大规模流动和经济过热等风险，部分经济体主动收紧了宏观政策。

央行对美国经济看法有所变化，去年 4 季度央行认为美国经济复苏出现积极迹象，但前景仍不明朗。1 季度央行则美国经济继续复苏，但增速有所放缓，房地产市场和双赤字问题仍无明显改善。4 季度的前景不明朗在 1 季度明朗化央行认为经济增长有所放缓成为事实。

● 国内经济增长

央行 1 季度对国内经济的看法基本和去年 4 一致。经济增长符合预期，各个方面看都没有太大的问题。唯一的不同点在于更加强调了通胀的压力。

2010 年 4 季度央行货币政策执行报告认为：“中国经济继续朝宏观调控的预期方向发展，运行态势总体良好。消费平稳较快增长，固定资产投资结构改善、对外贸易复苏较快；农业生产形势较好，工业生产平稳增长，居民收入稳定增加，物价涨幅扩大”。

2011 年 1 季度央行货币政策执行报告认为：“中国经济开局良好，继续朝宏观调控的预期方向发展。消费需求保持稳定，固定资产投资和进出口增长较快，农业生产形势向好，工业企业效益改善，居民收入稳定增加，但物价上涨较快。”

● 国内通胀

对于近期通胀的看法，央行在本次报告中基本的观点没有变化，重新审视了这轮通胀的过程。在分析通胀的原因方面做了更更深入的研究。特别强调输入型通胀，以及劳动力上涨幅度过大带来的系统性涨价。首次提出应当关注结构性和趋势性价格上涨和通胀预期交织对于价格的影响，实际将抗通胀长期化。

去年以来央行对于通胀的看法从 2010 年 3 季度才意识到通胀的严重性。央行二季度还表示 “当前全球经济复苏较为缓慢，国际初级产品价格总体回稳，国内生产能力较为充裕，经济趋向稳定发展，货币信贷增速有所回落，这些都有利于稳定价格水平”。三季度央行则说：“国际经济复苏还比较缓慢，我国经济增长较快，通胀预期和价格上行压力不容忽视。”

2010 年 4 季度货币政策报告中说，2010 年我国价格涨幅总体上延续了 2009 年下半年以来的回升态势，下半年尤其是第四季度以来价格上涨压力明显增大。在承认国内货币宽松是通胀的重要原因的同时，提出外围经济体宽松的货币环境以及国内的资源价格改革和劳动力趋势性上涨对于通胀的影响。

今年 1 季度央行则大篇幅的将通胀的原因归于外围宽松的货币环境造成的输入性通胀以及资源、劳动力等供给方面的原因。

在 1 季度货币政策报告中，央行表示“受主要经济体货币政策持续宽松和世界经济逐渐复苏的影响，国际大宗商品价格持续上涨，全球通胀预期明显上升，国内输入性通胀压力进一步加大。同时在国内投资需求拉动和能源、资源、劳动力、土地等成本上升多种因素推动下，我国价格总水平自 2009 年第二季度开始逐步回升，2010 年下半年尤其是第四季度以来价格上涨压力明显增大。”

3. 央行对下一步工作的表述

与上一次货币政策执行报告相比，央行对当前的货币政策思路更为清晰。去年 4 季度货币政策执行报告中认为紧盯通胀并兼顾经济增长与结构调整。而今年 1 季度的货币政策报告中提高紧缩的货币政策可以实现两个方面的目标，第一方面是可以用来调结构，即不同层次上有松有驰。第二可以抗通胀。央行认为现在的经济增长水平没有担忧的必要，重要的是控制通胀。

央行去年 4 季度对于下一步货币政策思路的表述：“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，维护金融体系安全稳健运行，促进经济平稳健康发展。随着直接融资比重的不断提高，贷款在社会融资总量中的占比逐渐下降，在宏观调控中需更加注重货币总量的预期引导作用，更加注重从社会融资总量的角度来衡量金融对经济的支持力度，要保持合理的社会融资规模，强化市场配置资源功能，进一步提高经济发展的内生动力。2011 年，广义货币供应量 M2 初步预期增长 16% 左右。”

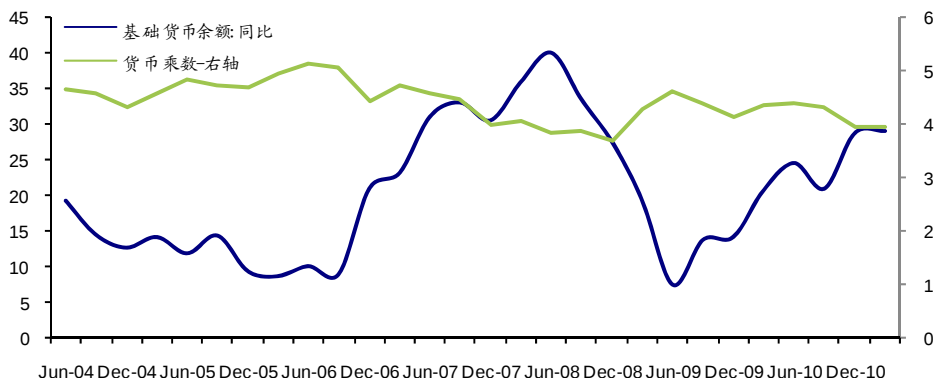
央行今年 1 季度对于下一步货币政策思路的表述：“注意把握调控的节奏和力度，保持政策的连续性和稳定性，提高针对性、灵活性和有效性。一方面要处理好控制货币总量和改善结构的关系。在满足经济发展合理资金需求的同时，消除通货膨胀的货币条件，同时着力优化结构，更好地满足多样化的投融资需求。另一方面，要处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系。当前增长速度和就业都处在合理水平，稳定物价和管好通胀预期是关键，也是宏观调控的首要任务。要保持必要的调控力度，巩固和加强前期调控成果，进一步巩固经济发展的良好势头。”

4. 报告中的重要数据

货币政策报告另外还公布了一些数据。值得关注的是，1 季度央行基础货币增加 8000 亿，增长 29%，超出我们之前的预期。央行对于货币供应的控制主要以控制信贷为主，基础货币的大幅增长隐含了两方面的含义，一是货币政策特别是数量型工具的压力仍然较大。二是下面几个季度对冲力度不够，未来一旦货币政策有松动，基础货币的再生能量释放，货币供应将快速增长。

另外央行连续的上调准备金率已经使得金融机构的超额准备金率压缩到 1.5%，为 2004 年以来的最低水平。因此目前每一次上调准备金率对于商业银行的冲击都会非常明显。

图 1 基础货币余额大幅增长 (%)



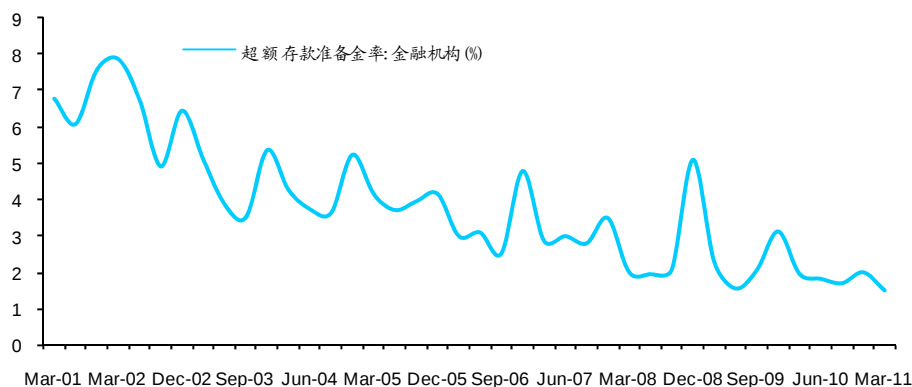
资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 1 贷款加权利率上行

	2010 四季度末 (%)	2011 一季度末 (%)	变化
金融机构人民币贷款加权平均利率	6.19	6.91	0.72
金融机构人民币贷款加权平均利率:一般贷款	6.34	7.10	0.76
金融机构人民币贷款加权平均利率:票据融资	5.49	6.26	0.77
金融机构人民币贷款加权平均利率:个人住房贷款	5.34	6.17	0.83

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

图 2 超额准备金率跌至历史低位



资料来源：CEIC，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。