

政策调控的稳定性凸显

——央行货币政策委员会二季度例会

研究员：崔红霞

执业证书编号：S0570510120023

电话：025-84457777

E-mail: cuihongxia@mail.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

中国人民银行货币政策委员会 2011 年第二季度例会日前在北京召开，会议分析了当前国内外经济金融形势。会议认为，当前我国经济金融运行正向宏观调控预定的方向发展，但经济金融发展面临的形势依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但面临的风险因素仍然较多；我国经济继续平稳较快发展，但通胀压力仍然处在高位。

点评：

对于此次央行货币政策委员会二季度例会，我们的分析如下：

我们认为，与一季度例会相比，此次会议传递出以下几个信号：

一是着重提出了“通胀压力仍然处在高位”，显示当前通胀形势仍不乐观。对当前的国内外经济金融形势，会议认为，当前我国经济金融运行正向宏观调控预定的方向发展，但经济金融发展面临的形势依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但面临的风险因素仍然较多；我国经济继续平稳较快发展，但通胀压力仍然处在高位。与上次会议中的表述相比，着重提出了“通胀压力仍然处在高位”，表明当前的通胀形势仍不乐观，通胀压力仍未见到明显的缓解。即将发布的 6 月份 CPI 数据将上行至 6% 附近，在翘尾因素抬高以及新涨价因素未见回落的态势下上行挑战前期的新高。

二是着重提出了“稳定性”，并将其放在政策调控的首要位置。会议强调，要密切关注国际国内经济金融最新动态及其影响，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度。与一季度例会中“提高货币政策的针对性、灵活性和有效性”的措辞比较，央行着重提出了“稳定性”，并将其放在首要的位置，对“有效性”的淡化以及对“稳定性”的重视传递出央行下半年政策调控思路的微妙变化。

我们认为，“有效性”的淡化是基于在去年四季度以来一系列的政策紧缩调控效果已经逐步显现，其中货币信贷已恢复至常态增势，5 月末，M1、M2 增速已分别降至 12.7% 和 15.1%。其中，M2 增速已较年初 16% 的预期目标低近 1 个百分点，也较 2002 年-2008 年平均增速低 1.9 个百分点。前 5 个月新增信贷规模 3.55 万亿元，较去年同期减少了 4600 万元左右，5 月末人民币贷款余额增速 17.1%，比上年末低 2.8 个百分点。

“稳定性”的强调一方面是基于防范政策超调风险的考虑。从制造业 PMI 指数的情况看，4 月份以来连续 3 个月呈现出明显的回落势头，显示制造业景气度在持续下行，经济处在平稳减速的进程当中。考虑到制造业 PMI 指数与经济运行的领先关系，三季度经济预计仍将呈现出减速调整的态势。虽然目前来看，经济的放缓仍比较平稳，暂无硬着陆的忧虑，但持续密集的政策调控对经济增长和实体经济运行的负面影响需要防范。从下半年看，考虑到公开市场到期资金压力的减轻以及持续紧缩调控对金融机构资金面的累计冲击效应扩大，前期“一月一调”的存准率上调节节奏将适度放缓，已居高位的存准率继续上调的空间已渐趋收窄。

“稳定性”的强调另一方面也表明当前的政策调控方向和基调不会轻易改变，一是巩固调控成效的需要，二是基于目前的通胀形势仍处于筑顶的进程之中的考虑。行至当前的紧缩调控进一步加码或者显著放松的时机和条件都不具备。当然在7月份伴随着6月份CPI数据的冲高，利率预计仍将会有一次上调的可能，但此次上调之后，进一步的收紧空间伴随着通胀形势的稳定有望逐步收尾，政策调控的稳定性进一步趋强。持续出手的货币紧缩调控需要进入一个相对稳定的效果观察期，巩固成效、边走边看、择机微调将是下半年政策调控的主要特点。需要关注7月份召开的中共中央政治局会议对上半年经济形势的分析以及对下半年政策调控的定调。

另外，我们注意到，在政策的针对性上，会议提出，要着力优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持，特别是对“三农”、中小企业的信贷支持。与一季度例会相比，此次会议中突出强调了对“三农”、中小企业的信贷支持。这表明，在持续紧缩的政策调控下，中小企业面临的资金面压力和困局不断加大，有针对性的提升对小企业贷款的支持力度将有助于缓解其资金困局，这其实是政策基调不变情况下有针对性的结构性放松举措，也是调控政策灵活性的体现。我们预计，下半年政策基调不变下的政策调控灵活性和针对性更强。

表：央行货币政策委员会季度例会情况

	对当前经济形势的表述	会议强调
一季度例会	会议认为，当前我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展，但经济金融面临的环境依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但复苏的基础仍不够牢固，我国经济继续保持平稳较快发展， 但发展中的问题依然突出。	要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，强调稳定价格总水平的宏观调控任务，认真贯彻实施稳健货币政策，提高货币政策的 针对性、灵活性和有效性 。要综合运用多种货币政策工具，逐步健全宏观审慎政策框架，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量。要着力优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持， 严格控制对“两高”行业和产能过剩行业贷款 。要发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求。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。
二季度例会	会议认为，当前我国经济金融运行正向宏观调控预定的方向发展，但经济金融发展面临的形势依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但面临的风险因素仍然较多；我国经济继续平稳较快发展， 但通胀压力仍然处在高位。	要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的 稳定性、针对性和灵活性 ，把握好政策节奏和力度。要综合运用多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量。要着力优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持， 特别是对“三农”、中小企业的信贷支持 。要继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求。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的基本稳定。

资料来源：根据央行网站资料整理。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。