

央行对物价走势的判断在谨慎中趋于乐观

——对二季度货币政策执行报告的解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011年8月15日 星期一

闫伟

首席经济学家

010-66210681

yanwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110110025

事件：

8月12日，中国人民银行发布了二季度货币政策执行报告。

研究结论：

央行对物价走势的判断在谨慎中趋于乐观

二季度的物价水平明显要高于一季度，但央行在5月初发布一季度货币政策执行报告时，本轮通胀正处于上行阶段，因此央行在一季度报告中对价格形势的表述为“价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题”，显示了央行当时对物价走势的忧心忡忡。而在刚刚出台的二季度报告中，央行对价格走势的表述转变为“货币条件向常态回归，加之全球经济增长有所放缓，国际大宗商品几个近期相对平稳，有利于价格稳定的因素增多。但也要看到，稳定物价的基础还不牢固，形势并不乐观。”与一季度报告相比，可以明显感受到央行在二季度报告中对物价走势的判断在谨慎中趋于乐观。尽管与发改委“下半年价格总水平将有所回落”的观点相比，央行在对物价走势的文字表述上显得更为谨慎一些，但实际上央行的这一表述是其在物价下行阶段的常规用语，因此其所表达的含义与发改委的观点基本一致。所以，虽然央行在二季度报告中仍然表示将继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，但从以往的经验看，在通胀下行阶段，货币政策调控的力度通常会有一定程度的放缓。

央行更进一步强调对社会融资规模的调控

2010年中央经济工作会议的报告中正式提出了“保持合理的社会融资规模”这一概念。随后央行在多种场合不断的强调社会融资规模的重要性，其核心理念是随着多样化的融资方式和工具的出现，银行信贷已不能全面反映实体经济的融资总量，如果只关注贷款规模，就可能出现“按下葫芦浮起瓢”的情况，影响宏观调控的最终效果。今年4月，央行首次发布社会融资规模数据。在一、二季度的货币政策执行报告中，央行都强调了在社会融资规模中人民币贷款占比的明显下降，其含义非常明显，就是只降低银行贷款并不能达到调控流动性的目标。在两次报告的专栏1中，央行对社会融资规模的有关概念进行了详细介绍和分析。而在二季度的报告中，央行还正式把社会融资规模与货币信贷及管理通胀预期一起列为了货币政策调控目标，并且把社会融资规模放在了第一位。

9月中旬前货币政策调控可能进入真空期

在国内流动性日益趋紧而国际经济金融形势扑朔迷离的情况下，除了常规性的公开市场操作外，货币政策在未来一个月内可能进入一个真空期。尽管近期的市场利率有所下降，但市场的流动性并不算宽松，目前采取数量工具的必要性和可能性都不大，信贷额度不太可能进一步收紧，而在外汇占款流入趋缓的情况下，上调存款准备金率0.5个点的操作会再次使市场的流动性变得异常紧张，因此除非降低准备金率的调整幅度，否则近一个月内上调准备金率的可能性也不是很大。关于利率，我们仍维持通胀不创新高加息的可能性就不是很大的判断，而从目前的情况看，预计8月CPI将回落至6.2%左右，而9月CPI应该在6%以下，因此尽管在二季度货币政策执行报告中利率被放在了货币政策调控工具的首位，但我仍然认为加息作为管理通胀预期的工具，其使命在今年已基本完成，如果再加息则其负面作用会明显大于正面效应，因此利率这一工具应该再度被马放南山暂不使用。近期人民币快速升值，因此在二季度货币政策执行报告中央行史无前例地把汇率与利率、公开市场操作以及存款准备金率等政策工具并列放在一起作为调控工具使用，这预示着短期内汇率仍然将被作为调控工具使用，但这一过程可能不会持续太久，商务部已经示警欧洲近期内可能较大幅度较大范围地增加关税，不管这一消息的可靠性有多大，但对出口的担忧可能会使人民币升值的进程在8月底趋缓。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

➤ **维持全年信贷 8 万亿的观点**

近期政府部门明显加大了对保障房工程的政策支持力度。先是 8 月 20 日的国务院常务会议落实了保障房的用地，随后央行和银监会开始落实保障房的资金。但正如保障房的用地上半年未落实一样，按照上半年的信贷节奏所推导出 7 万亿的信贷也没有包括保障房的融资需求。如不增加信贷，那么保障房的贷款就势必要挤压其他融资需求特别是中小企业的信贷需求，这将使中小企业雪上加霜，2008 年两个月之内 2000 万工人下岗的那一幕就有可能在今年重现；而且，银监会规定了保障房的贷款利率为基准利率的 0.9，而商业银行对其他项目的贷款大多上浮 20%—30%，巨大的利差使得商业银行肯定不大愿意舍弃其他项目而转而向保障房贷款，所以如果不增加总体信贷规模，保障房的计划就可能完不成，使政府面临声誉风险。此外，近期银监会加强了对理财产品的监管，叫停了一些理财产品，这就使得一些企业和项目失去了资金来源，在减少表外业务的同时客观上也需要适当增加银行信贷。

图 1：一季度货币政策执行报告中对物价的表述

随着经济增长态势进一步巩固，价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题。应当看到，货币信贷增速自 2010 年下半年以来保持回落态势，一系列价格调控措施正在逐步发挥作用，我国粮食连续增产、库存充裕，主要工业品供给能力充足，都有助于抑制未来价格上涨。但当前全球货币条件依然宽松，流动性总体充裕，大量资金向增长较快的新兴经济体流入，在经济总体趋好的大背景下，国际初级产品价格出现持续较快上涨，全球范围内的通胀压力上升，加之前两年为应对国际金融危机我国投资规模大幅度扩张，在建项目较多，总需求回升较快，这些都推动全社会通胀预期增强，价格上行压力加大。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 2：二季度货币政策执行报告中对物价的表述

物价形势仍不乐观。随着一系列政策措施效应逐步显现，当前总需求总体较为稳定，货币信贷增速自 2010 年下半年以来保持回落态势，货币条件向常态回归，加之全球经济增长有所放缓，国际大宗商品价格近期相对平稳，有利于价格稳定的因素增多。但也要看到，稳定物价的基础还不牢固，形势并不乐观。在当前主要经济体新的增长

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 3：一季度报告中对国际经济形势的展望

展望未来，全球经济“双速复苏”的趋势仍将持续。发达经济体的增长和就业问题难以在短期内改善，新兴经济体则面临经济过热和跨境资本大幅波动的风险。国际货币基金组织 4 月预测，2011 年发动机今天和新兴与发展中经济体的经济增长了分别为 2.4%和 6.9%。遏制通胀成为当前各国面临的共同挑战。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 4：二季度报告中对国际经济形势的展望

展望未来，全球经济主要面临以下风险：一是美国等发达经济体失业率居高不下，将抑制全球需求。二是发达经济体债务问题堪忧，可能在中长期内对复苏形成制约。三是能源、食品等大宗商品价格波动将给生产者和消费者带来负面影响，成为经济运行中的不确定因素。四是主要新兴经济体面临抑制通胀和防止跨境资本波动的挑战，政策制定难度加大。五是金融体系风险隐患依然存在。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 5：一季度报告中对贷款占比下降的强调

从结构特点看，一是贷款融资占比继续下降，当季人民币贷款融资占同期社会融资规模的 53.5%，同比低 4.1 个百分点。二是金融机构表外融资占比明显下降。当季实体经济通过金融机构的委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票融资占比分别为 7.6%、0.2%和 18.2%，合计占比为 26%，同比低 2.1 个百分点。三是直接融资占比明显上升，为 2002 年以来同期最高水平。企业债券和非金融企业境内股票融资占比分别为 10.9%和 3.7%，同比分别高 4.9 个和 1.0 个百分点。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 6：二季度报告中对贷款占比下降的强调

从结构看，一是人民币贷款占比下降，除人民币贷款外的其他方式数量和占比明显上升。上半年新增人民币贷款占同期社会融资规模的 53.7%，同比下降 3.2 个百分点。除人民币贷款以外的其他方式融资合计 3.59 万亿元，同比多增 649 亿元。二是外币贷款占比明显上

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 7：一季度专栏 1 详细介绍了社会融资规模**专栏 1：社会融资规模**

2010 年 12 月中央经济工作会议和 2011 年政府工作报告提出“保持合理的社会融资规模”，社会融资规模成为宏观监测的重要指标之一。

社会融资规模是指一定时期内（每月、每季或每年）实体经济（即企业和个人）从金融体系获得的全部资金总额。这里的金融体系是整体金融的概念。从机

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 8：二季度专栏 1 详细介绍了商业银行理财产品**专栏 1 商业银行理财产品概况**

银行理财产品是由银行销售并负责投资运营的资金投资和管理计划。可由银行单独设计运营，也可由银行主导，信托公司、证券公司参与设计运营。目前，市场上银行理财产品种类繁多，但从产品合同、会计准则以及外部审计原则关于风险承担约定及认定角度看，理财产品可分为两大类，即表内理财和表外理财。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 9：银监会年中工作会议对理财产品的监管要求

受益权转让业务，严肃查处违规开展票据业务合作“绕规模”等问题。禁止银行通过相互购买理财产品或发行理财产品投资另一款理财产品变相调节监管指标，禁止通过向大众化客户发行标准化的理财产品募集资金发放所谓的“委托贷款”，禁止通过理财产品或其它任何方式变相高息揽储和违规揽储。要严格审核商业银行提交的理财产品报告，及时否决不符合“成本可算、风险可控、信息充分披露”原则的产品。

资料来源：中国银监会、东方证券研究所

图 10：二季度报告正式把社会融资规模列为了调控目标

一是合理运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等多种政策工具组合，保持合理的社会融资规模。继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。根据经济金融形势和外汇流动的变化

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 11：汇率首度被列入了调控工具中

一是合理运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等多种政策工具组合，保持合理的社会融资规模。继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，合理安排政策工具组合、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。合理

图 12：利率仍是管理通胀预期的首要工具

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。合理运用利率等价格调控手段，调节资金需求和投资储蓄行为，管理通胀预期。健全宏观审慎政策框架，把货币信贷和流动性管理的总量调节

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 13：对农业和小企业的信贷支持迫在眉睫

二是着力优化信贷结构，提高金融服务水平，加大对结构调整特别是农业、小企业的信贷支持。引导金融机构把握好贷款投放进度和节奏，加强金融产品和服务创新，加大对重点领域和薄弱环节的资金支持。在保持必要总量调控力度的同时，引导更多的资金投向“三农”和中小企业，做好就业、助学、扶贫等金融服务。按照国家经济结构

济协调发展的金融支持。进一步落实好差别化住房信贷政策，对符合条件的保障性住房建设项目及时发放贷款，促进房地产市场健康平稳发展。加强系统性风险防范。继续加强地方融资平台公司贷款、表外资产和房地产金融的风险管理。

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 14：保障房

资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 15：银监会对保障房贷款的支持政策

继续加大保障性住房建设支持力度，支持设立省级、计划单列市政府保障性住房融资平台，督促银行业金融机构在符合要求的前提下，加大力度抓紧放贷，增强责任意识，全力支持完成今年的保障性住房建设任务。鼓励以银团贷款形式发放贷款，对于资本金足额到位、管理精细的，优先支持。对保障性住房项目与商业性房地产、限价商品房、经济适用房和一般性融资平台项目要进行严格区分。建立违约报告和通报制度，做实交叉违约信息共享机制。督促贷款行密切关注当地保障性住房建设的实施进展，对发现的新情况、新问题及时报告。坚持推动科学设定还款方式，项目建成之后一年两次还本、利随本清。贷款利率按央行利率政策执行，根据风险原则定价，不准收任何其他费用。

资料来源：中国银监会、东方证券研究所

图 16：人行和银监会对保障房工程的支持文件

中国人民银行 中国银行业监督管理委员会
关于认真做好公共租赁住房等

保障性安居工程金融服务工作的通知

银发〔2011〕193 号

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 17：人行和银监会对保障房工程的支持文件

一、对于政府投资建设的公共租赁住房项目，凡是实行公司化管理、商业化运作、项目资本金足额到位、项目自身现金流能够满足贷款本息偿还要求的，各银行业金融机构应按照信贷风险管理的有关要求，直接发放贷款给予支持。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 18：人行和银监会对保障房工程的支持文件

二、对于不符合本通知第一条要求的，各银行业金融机构可按下列要求予以支持：

（一）直辖市、计划单列市、省会（首府）城市政府投资建设的公共租赁住房项目，各银行业金融机构可在符合《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号）规定的前提下，向资本金充足、治理结构完善、运作规范、自身经营性收入能够覆盖贷款本息的政府融资平台公司发放贷款。融资平台公司公共租赁住房贷款偿付能力不足的，由本级政府统筹安排还款。在同一个城市只能有一家融资平台公司承贷公共租赁住房贷款。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 19：人行和银监会对保障房工程的支持文件

（二）地级市政府投资建设的公共租赁住房项目，各银行业金融机构可向符合上述条件且经银行业金融机构总行评估后认可、自身能够确保偿还公共租赁住房项目贷款的地级市政府融资平台发放贷款。其他市县政府投资建设的公共租赁住房项目，可在省级政府对还款来源作出统筹安排后，由省级政府指定一家省级融资平台公司按规定统一借款。

图 20：人行和银监会对保障房工程的支持文件

三、政府投资建设的公共租赁住房项目须符合国家关于最低资本金比例的政策规定，贷款利率按中国人民银行利率政策执行，利率下浮时其下限为基准利率的0.9倍，贷款期限原则上不超过15年，具体由借贷双方协商确定。项目建成后，贷款一年两次还本，利随本清。鼓励银行业金融机构以银团贷款形式发放贷款。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 21： 人行和银监会对保障房工程的支持文件

图 22： 人行和银监会对保障房工程的支持文件

四、政府以外的其他机构投资建设并持有且纳入政府总体规划的公共租赁住房项目，各银行业金融机构可按照商业原则发放贷款。

五、公共租赁住房项目若改变租赁关系，所获得的资金应首先用于归还公共租赁住房贷款。

六、经济适用住房、廉租住房、棚户区改造等其他保障性安居工程贷款，按照人民银行、银监会联合发布的《经济适用住房开发贷款管理办法》（银发〔2008〕13号文印发）、《廉租住房建设贷款管理办法》（银发〔2008〕355号文印发）和《中国人民银行 中国银行业监督管理委员会关于做好城市和国有工矿棚户区改造金融服务工作的通知》（银发〔2010〕37号）等现行政策执行，各银行业金融机构应在加强风险管理的基础上加大支持力度。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 23： 人行和银监会对保障房工程的支持文件

七、各银行业金融机构要制定和完善公共租赁住房等保障性安居工程贷款管理办法，加强贷款管理，对负责公共租赁住房建设的地方政府融资平台公司实行名单制管理，自主决策、自担风险，并采取切实措施确保贷款资金用于保障性安居工程项目。

八、各银行业金融机构要完善公共租赁住房等保障性安居工程贷款统计制度，全面掌握贷款项目的立项、审批、开工、资本金到位、项目施工、信贷资金流向等情况，加强动态监测。对因贷款条件不落实而不能支持的项目，要逐个分析具体原因，提出可行的解决办法，相关信息应按月向当地人民银行分支机构和银监局报送。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 24： 人行和银监会对保障房工程的支持文件

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 25： 人行和银监会对保障房工程的支持文件

九、人民银行分支机构、银监局要密切关注当地公共租赁住房等保障性安居工程实施进展，将当年在建、新开工项目清单以适当方式向辖区内银行业金融机构发布；要动态监测公共租赁住房等保障性安居工程贷款发放情况，及时将银行业金融机构遇到的具体问题向相关部门反映。

资料来源：中国人民银行、中国银监会、东方证券研究所

图 26： 维持全年信贷将达到 8 万亿的观点

预计2011年全年信贷将达到8万亿 —— 国务院出台保障房用地政策后的形势和政策的展望



报告发布日期 2010年7月21日 星期四

周伟 首席经济学家
010-66210681
执业证书编号：S0650110080007

事件：

7月20日国务院常务会议决定要加快保障房供地速度。同一天，银监会主席刘明康强调要高度警惕近期民间借贷等领域的风险。

研究结论：

尽管通胀压力依然很大，对经济增速回落的担忧在减小，但完成保障房目标的融资需求及中小企业陷入困境所带来的潜在的失业问题可能致使中央政府在纠结中极不情愿地被迫适度放松信贷。放松的时点应在三季度末四季度初，估计全年信贷不是由目前信贷节奏所决定的7万亿，而是接近或达到8万亿。这意味着下半年月均信贷为6000亿出头。

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn