

点评报告

货币政策不放松、调控进入巩固期

2011年8月16日

2011年第二季度中国货币政策执行报告点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
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	3.5
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（7月）

工业	14
城镇投资	25.4
零售额	17.2
CPI	6.5
PPI	7.5

资料来源：CEIC，招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2011年8月12日，中国人民银行公布《2011年第二季度中国货币政策执行报告》。

评论:

1、**稳定物价基础不牢固、货币政策基本取向不改变、控通胀仍是当前调控首要目标。**中国经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，但国内通胀预期依然较强，稳定物价的基础还不牢固。因此央行将继续实施稳健的货币政策，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持调控的基本取向不变。

2、**我们注意到，二季度货币政策执行报告未再突出提及通货膨胀的货币条件问题。这可能隐含当前货币条件基本合意。那么，目前应该属于政策调控的巩固期，**

此前，我们提出货币政策实质性放松的三个条件是：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。目前来看，上述条件很可能在三季度末同时具备，这就意味着四季度初稳健货币政策将更具灵活性和操作空间。

3、**注意政策前瞻性，外围因素进展可能导致政策微调。**一直以来，管理当局对于外围不确定性的重视程度较高，外围因素的进展经常会导致相机抉择政策的迅速出台。最近的例子就是2010年欧债危机的冲击。当宏观调控政策突出强调前瞻性时，外围因素的进展将是重要的参考变量。

而微调的方向无外乎：农业水利、小企业和保障房建设。

4、**政策工具选择变化不大。**比较一季度和二季度货币政策执行报告，前后提法有两个方面的差异：一是突出经济金融形势和外汇流动情况；二是货币政策工具顺序作出调整。但是通读二季度货币政策执行报告，我们发现数量型工具仍是货币政策的首选，一方面是由于利率工具对市场利率传导有效性有待进一步提高；另一方面则处于外汇流动变化的调控角度。因此在最后部分下一阶段主要政策思路中，政策工具的基本排序依然是：先数量后价格，突出流动性管理。

1、稳健货币政策基本取向不变

央行二季度货币政策执行报告关于当前和下一阶段的货币政策明确传递两点信息：

首先，稳物价仍是调控首要任务，稳健货币政策基本取向不变。

二季度央行货币政策执行报告明确强调：中国经济增长由政策刺激向自主增长有序转变。但国内通胀预期依然较强，稳定物价的基础还不牢固。

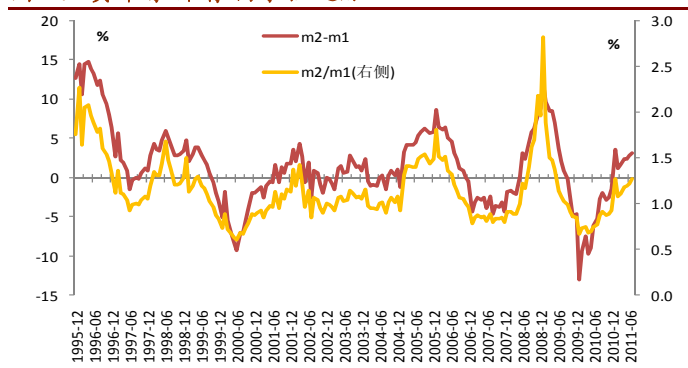
通胀预期依然较强的表现在于房地产价格仍居高位。稳定物价基础不牢固则主要来自于需求因素和非货币因素，如当前经济增长和投资扩张的动力依然比较强劲，总需求内在扩张和膨胀的压力依然较大；劳动力成本、资源价格改革、输入型通胀压力等依然较高。

因此，将实施好稳健的货币政策，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，坚持调控的基本取向不变……巩固前期调控成果，科学评估判断政策的当期和预期效果

我们注意到，二季度货币政策执行报告未再突出提及通货膨胀的货币条件问题。这可能隐含当前货币条件基本合意。那么，目前应该属于政策调控的巩固期。

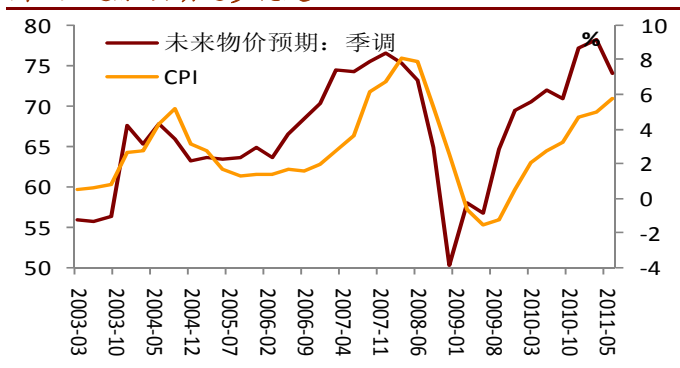
此前，我们提出货币政策实质性放松的三个条件是：1）货币增速稳定在合理水平（16%以下），2）通胀水平有明显的趋势性下降；3）季调后通胀预期出现两个季度的回落。目前来看，上述条件很可能在三季度末同时具备，这就意味着四季度初稳健货币政策将更具灵活性和操作空间。

图 1：货币条件有利于控通胀



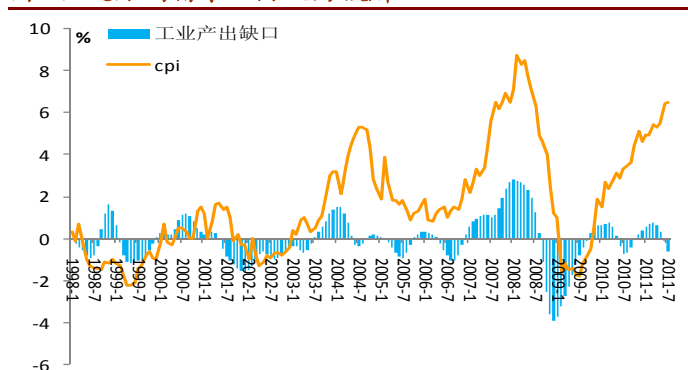
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：通胀预期逐步稳定



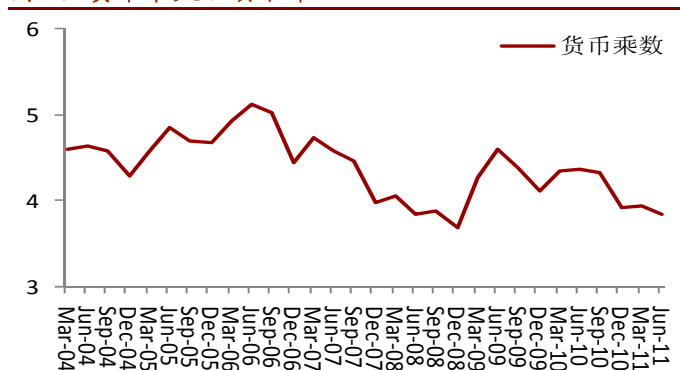
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：通胀的需求压力大为缓解



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：货币乘数继续下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、注意政策前瞻性，外围因素进展可能导致政策微调

二季度货币政策执行报告提出，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。需要密切关注国际形势发展变化，及时应对重大变化。

一直以来，管理当局对于外围不确定性的重视程度较高，外围因素的进展经常会导致相机抉择政策的迅速出台。最近的例子就是 2010 年欧债危机的冲击。当宏观调控政策突出强调前瞻性时，外围因素的进展将是重要的参考变量。

而微调的方向无外乎：农业水利、小企业和保障房建设。

3、政策工具选择变化不大

二季度货币政策执行报告提出：根据经济金融形势和外汇流动的变化情况，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，继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。

此前一季度时的提法是：要切实加强流动性管理，把好流动性总闸门。根据形势发展要求，综合运用好公开市场操作、存款准备金率、利率等多种价格和数量工具，健全宏观审慎政策框架，配合常规性货币政策工具发挥合力，保持合理的社会融资规模和节奏，管理通胀预期。

总体来看，前后提法有两个方面的差异：一是突出经济金融形势和外汇流动情况；二是货币政策工具顺序作出调整。但是通读二季度货币政策执行报告，我们发现数量型工具仍是货币政策的首选，一方面是由于利率工具对市场利率传导有效性有待进一步提高；另一方面则处于外汇流动变化的调控角度。因此在最后部分下一阶段主要政策思路中，政策工具的基本排序依然是：先数量后价格，突出流动性管理。

参考报告:

1. 《2011年7月份宏观数据点评-通胀已见顶,库存调整负面影响逐渐显现》2011/8/12
2. 《2011年7月份进出口数据点评-维持三季度进口增速继续向下的判断》2011/8/12
3. 《通胀已见顶、回落趋势明确---2011年7月CPI、PPI数据点评》2011/8/10
4. 《2011年6月工业企业利润点评-规模以上工业企业盈利好于预期》2011/7/28
5. 《美元变奏下的中国国际资本流动》2011/7/28
6. 《负面信息已开始影响国际资本流入的积极性-国际资本与国内流动性监测周报(2011年7月第3周)》2011/7/23
7. 《债务危机火烧连营 欧元保卫战打响--欧元区债务危机发展动向点评》2011/7/22
8. 《美欧近期热点聚焦-风险释放接近尾声 外围环境有望趋稳》2011/7/20
9. 《国际资本与流动性监测周报(2011年7月第2周)-7月银行间利率将回到央行合意的水平》2011/7/16
10. 《2011年二季度宏观数据点评-控通胀仍为宏观调控首要目标》2011/7/14
11. 《2011年6月份金融货币数据点评—谈货币条件拐点为时尚早》2011/7/13
12. 《2011年6月份进出口数据点评-预计三季度进口增速将继续下滑》2011/7/11
13. 《2011年6月CPI、PPI数据点评-维持三季度开始通胀逐季回落的判断》2011/7/10
14. 《国际资本与流动性监测周报(2011年7月第1周)-7月国内流动性状况可能较宽裕》2011/7/10
15. 《2011年7月6日央行上调人民币存贷款基准利率点评-未来货币政策将出现预期性放松》2011/7/6
16. 《中国人民银行货币政策委员会2011年第二季度例会点评-总体稳健、调节有度》2011/7/5
17. 《2011年6月份PMI数据点评-维持二季度即是全年通胀高点的判断》2011/7/3
18. 《国际资本与流动性监测周报(2011年6月第5周)-国内流动性紧张的局面开始缓解》2011/7/3
19. 《2011年4月工业企业利润点评-维持企业盈利能力进一步向下调整的判断》2011/6/29
20. 《2011年6月14日央行上调人民币存款准备金率点评-价格工具运用慎重、管理预期态度明确》2011/6/15

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。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，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。