

政策微调仍将择机推进

研究员：崔红霞 执业证书编号：S0570510120023

☎ 025-84457777 ✉ cuihongxia@mail.htsc.com.cn

🌐 <http://t.zhangle.com/4027>

——央行《2011年第三季度货币政策执行报告》解读

投资要点：

◆ 在宏观经济展望中，央行报告认为，总体看国内外环境十分复杂，需要密切关注国内外形势的发展变化，加强系统性风险防范。与上期报告相比，“加强系统性风险防范”的表述显示，随着世界经济复苏放缓和下行风险增加，我国经济增长面临的外部环境日益严峻，国际经济形势的动态变化对我国经济的传导和影响受到央行更多的关注。

◆ 央行报告认为，在一系列政策措施综合作用下，物价过快上涨的势头得到初步遏制，政策效果逐步显现。但央行也认为，未来物价走势仍有不确定性，物价稳定的基础还不牢固。央行对物价形势的担忧较前期有所舒缓，但同时仍保持相对的谨慎。

◆ 在下一阶段的货币政策思路，央行指出，继续实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势发展变化，把握好政策的力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定，加强系统性风险防范。

点评:

中国人民银行 11 月 16 日发布了《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》，以下是我们的分析与解读。

通过分析，我们认为此次报告中需要关注以下三个方面：

一是央行对当前以及未来宏观经济形势的看法。

对于第三季度的宏观经济形势，央行报告认为，2011 年第三季度，国民经济保持平稳较快发展，经济增长由政策刺激向自主增长有序转变。消费需求稳定，固定资产投资增长较快，对外贸易更趋平衡，内需增长动力更强，农业生产形势良好，工业生产增长平稳，居民收入继续增加，物价过快上涨势头得到初步遏制。

在宏观经济展望中，央行报告认为，总体看国内外环境十分复杂，需要密切关注国内外形势的发展变化，加强系统性风险防范。从国际看，国际金融危机深层次影响继续显现，主要发达经济体仍处于去杠杆化过程中，主权债务等问题持续恶化，发达国家银行体系受到严重威胁，复苏过程不稳定、不确定因素增大，并可能通过贸易、资本流动以及预期等渠道影响中国。从国内看，前两年中国总需求回升较快，随着经济增长向常态调整，一些新情况、新问题也可能逐步显现。与上期报告相比，“加强系统性风险防范”的表述显示，随着世界经济复苏放缓和下行风险增加，我国经济增长面临的外部环境日益严峻，国际经济形势的动态变化对我国经济的传导和影响受到央行更多的关注。

我们注意到，央行指出，在外需相对疲弱、国内经济增长方式逐步转变的情况下，中国的潜在增长水平也会逐步趋缓，保持经济平稳适度增长，既有利于抑制物价过快上涨，中长期看也有利于经济结构调整和经济的健康可持续发展。由此看出，随着国内外经济环境以及驱动力的变化，我国经济正处于前一轮增长周期的末端和新周期的酝酿阶段，长期潜在增长率水平将面临放缓的态势，进一步加快以扩大消费内需为核心的经济结构调整步伐将是关键。

二是央行对物价形势的看法。

央行报告认为，在一系列政策措施综合作用下，物价过快上涨的势头得到初步遏制，政策效果逐步显现。有利于价格稳定的因素增多，主要表现在：当前总需求较为稳定，货币条件总体向常态回归，秋粮可望再获丰收，加之全球经济增长有所放缓，国际大宗商品价格相对平稳。

但央行也认为，未来物价走势仍有不确定性，物价稳定的基础还不牢固。主要体现在三个方面，一是当前物价仍在较高水平，尤其是在全球极度宽松的货币条件仍将持续、前两年国内需求扩张较快的大环境下，通胀预期短期内难以轻易改变。二是目前经济内在扩张的压力依然存在，物价调控不能松懈，需要宏观政策继续把握好力度和节奏。三是中国劳动力成本、服务业及非贸易品价格等可能会有持续和刚性上升的过程，资源性产品价格也有待理顺，这些因素都可能会加剧通胀预期，物价对总需求扩张的敏感性也会更强。

我们认为，随着物价数据的高位回落，通胀压力在逐步缓解，央行对物价形势的担忧较前期有所舒缓，但同时仍保持相对的谨慎，一方面当前物价涨幅水平并不低，10 月份 CPI 同比仍保持在 5.5% 的高位，从 11、12 月份的情况分析，我们预计 CPI 虽延续回落的势头，但涨幅仍将在 4% 以上的区间运行。另一方面，考虑到新涨价因素仍居高位，当前物价的调控仍需要进一步的稳固，全面放松的时机并不具备。结合央行报告中以专栏的形式指出，当前货币条件与经济平稳较快增长仍是基本相适应的，我们预计货币政策面仍将保持结构性微调的思路，短期内进一步宽松的力度和空间相对有限。

三是央行下一阶段的货币政策主要思路。

在下一阶段的货币政策思路，央行指出，继续实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势发展变化，把握好政策的力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定，加强系统性风险防范。

与上期报告相比，央行在表述上强调了“适时适度进行预调微调”、“巩固经济平稳较快发展的良好势头”、“保持物价总水平基本稳定”、“加强系统性风险防范”。我们认为，“适时适度进行预调微调”是 10 月份以来政策调控思路的贯彻和延续。“巩固经济平稳较快发展的良好势头”显示出在经济逐季下滑形势下对稳增长予以更多的重视。“保持物价总水平基本稳定”与上期报告中“继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”的表述相比，显示出央行对物价的关注度较前期已有适度的降低。“加强系统性风险防范”表明对国内外经济形势的发展变化仍需要保持一定的警惕。

在具体的政策思路，央行提出了四个方面的内容。一是综合运用多种货币政策工具组合，健全宏观审慎框架，保持货币信贷总量和社会融资规模的合理适度增长。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。三是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。四是继续推动金融市场健康发展，深化金融企业改革。

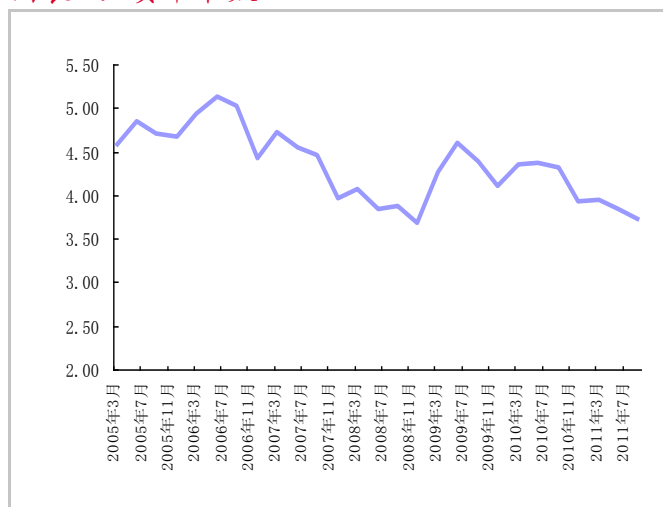
总体看仍延续了上期报告中的思路。但我们注意到，在表述上，与上期报告中“保持合理的社会融资规模”的表述相比，本期报告中指出“保持货币信贷总量和社会融资规模的合理适度增长”，对货币信贷总量合理适度增长的强调显示央行对前期趋紧的信贷调控已出现一定的结构性松动，这在 10 月份的信贷数据方面已经有所体现，我们预计这种态势还将延续至 11、12 月份。

图表 1: 主要政策思路比较

	一季度货币政策执行报告	二季度货币政策执行报告	三季度货币政策执行报告
主要政策思路	切实实施好稳健的货币政策，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。	实施好稳健的货币政策，坚持调控的基本取向不变，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，加强对国内外经济形势的观察和分析，把握好政策的力度和节奏，提高调控的针对性、灵活性和前瞻性，巩固前期调控成果，科学评估判断政策的当期和预期效果，处理好保持经济平稳较快增长、调整经济结构和管理通胀预期之间的关系。	继续实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势发展变化，把握好政策的力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定，加强系统性风险防范。
具体	一是继续加强流动性管理，把好流动性总闸门。 二是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。 三是着力优化结构，加强对实体经济的支持。 四是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。 五是继续推动金融市场健康发展，深化金融企业改革。	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。 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。 三是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。 四是继续推动金融市场健康发展，深化金融企业改革。	一是综合运用多种货币政策工具组合，健全宏观审慎框架，保持货币信贷总量和社会融资规模的合理适度增长。 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。 三是稳步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革。 四是继续推动金融市场健康发展，深化金融企业改革。

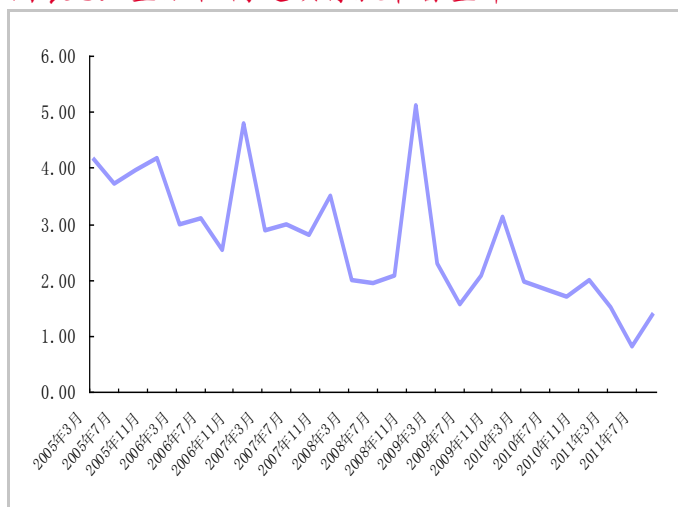
资料来源：根据央行一至三季度货币政策执行报告整理

图表 2: 货币乘数



资料来源: WIND 资讯、华泰证券研究所

图表 3: 金融机构超额存款准备金率



资料来源: WIND 资讯、华泰证券研究所

免责声明:

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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。本公司保留追究相关责任的权利。

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。