

署名人：邢微微

S0960511020009

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人：张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

国内宏观经济点评报告

货币政策微调期 倾向“保增长与稳物价”

15号IMF发布中国“金融部门评估计划”(FSAP)报告,16号央行发布三季度货币政策执行报告,我们对这两大报告进行了仔细的解读

主要观点:

■ 央行三季度货币政策执行报告:虽维持总的“稳健”基调,但在政策目标上,在通胀回落趋势明确后,着手平衡通胀与经济成长之间的关系

- 对于经济形势,央行报告对国内经济形势并未显示出过分的担忧,着重警惕全球经济未来面临的风险
- 对于通货膨胀,央行报告表述相较二季度要乐观很多,并指出“若国内外经济增长进一步放缓,物价涨幅回落还可能加快”。同时,对通胀的走势还是保持了较为审慎的态度
- 对于下阶段的货币政策,总的基调未变,强调稳增长。三点细微变化值得注意:(1)不再提“稳定物价总水平”作为宏观调控首要任务,强调“根据经济形势的变化,适时适度进行预调微调”;(2)强调“密切监测国内外经济金融形势发展变化”;(3)货币政策调控目标首要强调稳增长

■ 对IMF金融稳定评估报告有关我国金融体系风险评价的解读不应片面和放大

- 中国金融体系风险不断累积,但单一因素、短期内不会造成很大影响。IMF核心强调中国金融体系的中长期风险,并警示近期潜在风险的累积,但是报告对于金融体系的判断是“总体稳健”,只看单一风险因素,短期内IMF并不认为会造成很大影响
- 房价下跌牵动银行业和金融稳定,满足两个条件,且具有政治目的。房价下跌影响银行业和金融稳定的两个条件是“房价回调”同时“伴随经济增长冲击”;在当前欧洲经济有衰退风险的情形下,IMF报告的相关表述包含一定的政治意图;在欧美主要经济体政策维持总体宽松,其他新兴经济体货币政策已经或即将开始转向背景下,我国宏观调控政策面临较大的外部压力
- 银行业体系风险,基于多重冲击互动。IMF报告指出,多数银行有能力抵御单独出现的冲击,但如果多重风险同时发生,银行体系可能受到严重影响。IMF强调的此风险并不是中国银行业独有的

风险提示:

- 经济增速进一步下滑,企业盈利恶化

相关报告

《“量松价调”显示货币政策微调确认

-10月份金融运行简评》2011-11-14

《经济延续下行 通胀温和回落-10月份

经济运行简评》2011-11-10

一、央行三季度货币政策执行报告

央行三季度货币政策执行报告虽维持总的“稳健”基调，但在政策目标上，在通胀回落趋势明确后，着手平衡通胀与经济增长之间的关系，倾向“保增长与稳物价”（表1）。

第一、对于经济形势，央行报告对国内经济形势并未显示出过分的担忧，指出“当前经济增长趋稳是主动调控的结果，经济本身平稳增长的内在动力较强”，但是着重警惕全球经济未来面临的风险，强调“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”。

第二、对于通货膨胀，央行报告表述相较二季度要乐观很多：“物价过快上涨的势头得到初步遏制”，“若国内外经济增长进一步放缓，物价涨幅回落还可能加快”。同时，对通胀的走势还是保持了较为审慎的态度，强调“未来物价走势仍有不确定性，物价稳定的基础还不牢固”。

第三、对于下阶段的货币政策，总的基调未变，强调稳增长。对下阶段货币政策总的判断是“继续实施稳健的货币政策”，这表明货币政策总的基调并未发生根本转变，但有三点细微变化值得注意：（1）不再提“稳定物价总水平”作为宏观调控首要任务，强调“根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调”；（2）强调“密切监测国内外经济金融形势发展变化”；（3）货币政策调控目标强调稳增长，表示先是“巩固经济平稳较快发展的良好势头”，再是“保持物价总水平基本稳定”。

从以上表述的变化中，我们可以看出，央行总的基调仍为“稳健”，但是在政策目标上，在通胀回落趋势明确后，货币政策着手平衡通胀与经济增长之间的关系，目前更加强调稳增长。对于政策工具，我们预计未来央行还将主要依靠数量型政策工具进行市场调节，考虑1年期央票利率累计下行近9个BP，以及11月份以来货币市场利率明显下行，我们预计12月份下调存款准备金率可能性增大，但降息可能在2012年中期前后。

二、IMF 金融稳定评估报告

国际货币基金组织(IMF)于北京时间11月15日发布了该组织对中国金融部门的首次正式评估报告——“金融部门评估计划”(FSAP)报告。此报告核心强调中国金融体系近期以及中长期的风险，我们认为对IMF报告三方面的核心结论和表述的解读不应片面和放大。

第一、中国金融体系风险不断累积，但单一因素、短期内不会造成很大影响。近期风险主要包括：快速的信贷扩张导致贷款质量恶化；影子银行和表外活动导致银行脱媒现象加剧；房价下跌；全球经济形势不明朗。中期而言，“中国金融体系目前正在发生巨大的结构性变化；金融机构和金融市场之间的相互连接性和依赖性正不断上升；监管政策也在不断变化”。我们认为，IMF核心强调中国金融体系的中长期风险，并警示近期潜在风险的累积，但是报告对于金融体系的判断是“总体稳健”，只看单一风险因素，短期内IMF并不认为会造成很大影响。

第二、房价下跌牵动银行业和金融稳定，满足两个条件，且具有政治目的。

IMF 的报告指出，银行业对房地产贷款的间接敞口很高，房价下跌影响银行业和金融稳定的两个条件是“房价回调”同时“伴随经济增长冲击”，如果仅仅是房价回调，“房地产信贷质量恶化对银行业构成的影响温和”。结合日前 IMF 总裁拉加德到中国来时，暗示中国有必要放松货币政策，以房地产拉动内需，表明在当前欧洲经济有衰退风险的情形下，IMF 报告的相关表述也包含一定的政治意图，这也说明在欧美主要经济体政策维持总体宽松，其他新兴经济体货币政策已经或即将开始转向背景下，我国宏观调控政策面临较大的外部压力。

第三、银行业体系风险，基于多重冲击互动。报告对中国最大的 17 家商业银行开展的压力测试表明，多数银行有能力抵御单独出现的冲击，但如果资产质量大幅恶化(包括房地产市场的调整)、收益率曲线的移动及汇率的变化等多重风险同时发生，银行体系可能受到严重影响。实际上，没有哪个国家银行体系可以同时抵挡坏账上升、收益率下降以及汇率大幅上升多重风险的冲击，IMF 强调的此风险并不是中国银行业独有的。

表 1：货币政策执行报告中对物价的相关表述

时 间	对经济形势	对通货膨胀	对下阶段货币政策
2011-Q3	1、当前经济增长趋稳是主动调控的结果，经济本身平稳增长的内在动力较强 2、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	总体判断： 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；若国内外经济增长进一步放缓，物价涨幅回落还可能加快；未来物价走势仍有不确定性，物价稳定的基础还不牢固	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
2011-Q2	1、经济呈现高位趋稳态势，朝着宏观调控的预期方向发展，经济运行的情况总体良好 2、虽然国际经济中的不确定、不稳定因素不时出现，但仍处在缓慢复苏过程之中	总体判断： 物价形势仍不乐观 三个因素： 极度宽松的国际货币条件短期内难以改变；国内劳动力成本以及资源性产品价格趋于上升；总需求“内在扩张和膨胀的压力”	“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”、“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”

资料来源：中国人民银行，中投证券研究所

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-14	“量松价调”显示货币政策微调确认 -10 月份金融运行简评
2011-11-10	经济延续下行 通胀温和回落-10 月份经济运行简评
2011-11-01	PMI 回落凸显经济回调压力
2011-10-18	经济隐现“内外交困”-三季度经济运行简评
2011-10-17	信贷维持收紧 货币延续回落走势-9 月份金融运行简评
2011-10-14	通胀压力趋于下降 CPI 呈回落走势-9 月份 CPI、PPI 简评
2011-10-14	2012 年中国总出口及产品展望
2011-09-13	工业生产疲软 货币紧缩未现超调-8 月经济、货币运行简评
2011-09-09	CPI 仍处高位 PPI 或已“见顶”-9 月份 CPI、PPI 简评

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

邢微微，中投证券宏观经济分析师。中国人民大学经济学硕士，5 年证券从业经验，研究主要覆盖国内经济、货币与财政政策等

张捷，中投证券研究所宏观研究员，中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇，研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖，目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434