

2012年2月16日

内部资料



宽松是方向，但审慎是短期的主旋律

固定收益证券研究参考

央行四季度货币政策执行报告点评

事件

中国人民银行2012年2月15日发布《2011 年第四季度中国货币政策执行报告》称：2011 年，面对复杂多变的国内外经济环境，国家宏观政策注意把握好力度和节奏，取得了明显成效，国民经济朝着宏观调控的预期方向发展。2012年将继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，密切监测国内外经济金融形势发展变化，增强调控的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，保持物价总水平基本稳定，促进经济平稳较快发展。2012年M2增速初步预期在14%。

点评

宽松是方向，审慎仍是短期的主旋律

在前期紧缩货币政策和外围经济困境的冲击下，经济下行压力在增大，央行对经济的信心也在减弱，稳增长仍是央行下一步工作的重点，逆周期调节已经进入考虑范围。

但是央行对经济并不过分悲观，关键是物价仍然存在上涨的压力，短期内货币政策明显放松的可能性不大。可以说，宽松是货币政策的方向，但审慎仍是短期的主旋律。

稳增长仍然是央行下一步工作的重点

报告中对下一步工作的提法与中央经济工作会议的提法一脉相承：“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系”，而且报告中也强调了要优化信贷结构，更好的服务于实体经济，并且要发挥动态差别准备金的逆周期调节功能。这都说明，稳增长仍然是央行下一步工作的重点。

央行对经济的信心在减弱，宽松是方向

央行在三季度货币政策执行报告中指出：“中国经济本身平稳增长的内在动力较强，宏观经济有望继续保持平稳较快发展”，对经济的态度偏乐观。而在四季度执行报告中非但还没有出现“内生动力”的字眼，而且还提到了目前“中国经济发展中不平衡、不协调、不可持续的矛盾和问题仍

2012 年 2 月 16 日

内部资料

很突出，经济增长下行压力和物价上涨压力并存”、“发挥好差别准备金动态调整措施的逆周期调节功能”。用词上的差别，一方面体现了当前经济下行压力增大的现实，另一方面也表明央行对经济的信心在减弱，逆周期调节已经进入了央行的视线。紧缩货币政策周期已经告一段落，结合中央经济工作会议“稳中求进”的定调，宽松将是未来货币政策的方向。

短期内货币政策明显放松的可能性不大，物价是核心原因

宽松虽然是货币政策未来的发展方向，但短期内出现明显放松的可能性并不大，将以动态差别准备金等预调微调的措施为主，审慎仍然是短期的主旋律。主要理由是：

首先，央行对经济并不过分悲观。央行认为，目前经济保持平稳较快发展具备不少有利条件。各地推动城镇化、工业化和区域协调发展的热情很高，消费扩张势头较好，服务业潜力巨大，经济长期增长的基本面没有发生变化。

其次，通胀预期仍不稳定，是制约货币政策放松的核心原因。央行认为当前通胀预期还不稳定，劳动力成本、资源价格改革以及全球流动性宽松格局可能会固化通胀预期，仍有必要防范未来物价出现反弹。而且央行认为，价格总水平的基本稳定不会无条件或自动实现，需要宏观政策继续把握好力度和节奏，因此，货币政策在物价出现明显回落之前不会出现较大的调整。

M2 预定目标 14%，货币政策目标偏谨慎

报告中指出，央行 2012 年 M2 的预定目标是 14%，较 2011 年的 13.6%略微上升，以此对应着新增贷款增速约为 15%，规模约在 8.2 万亿左右。总体来看，2009 年以来央行快速放松带来的一系列后遗症导致了央行对货币政策放松态度的偏谨慎，在经济不出现断崖式下行风险、外汇占款大规模持续流出的情况下，对央行货币政策放松的空间并不能抱有太大的期望。

报告还将三季度执行报告中“保持社会融资总量合理增长”的提法重新改为了“保持合理社会融资规模”，2011 年社会融资规模 12.83 万亿，同比下降 1.1 万亿，除了委托贷款和企业债融资规模上升外，其他项目均出现下降，随着央行对表外业务的收紧，信贷受限，企业债融资规模虽能扩大，但总体来看社会融资总量仍将下降。

联系人：范小阳（0755-83716831）

免责声明：

本材料中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。材料中的内容和意见仅供公司及内部客户研究参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有材料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。本材料版权归国海证券所有。