

短评

2012 年 5 月 11 日

物价担忧趋缓，加大稳增长政策力度

——2012 年第一季度货币政策执行报告短评

相关报告

《进出口低于预期，政策加码迫在眉睫》

2012 年 5 月 11 日

《投资需求待回升 小微企业是亮点——2012 年一季度金融机构贷款投向数据短评》

2012 年 4 月 27 日

《号角已吹响 可以更积极——对当前宏观形势的基本看法》

2012 年 4 月 16 日

《从减法到加法——2012 年春季宏观报告》

2012 年 3 月 23 日

《新增外汇占款降低、通胀压力缓解，打开政策调整空间——2012 年 2 月外汇占款数据分析和展望》

2012 年 3 月 19 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)23297484

zhongjn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

5 月 10 日，央行发布《2012 年第一季度货币政策执行报告》，对当前经济形势、通胀形势和货币政策基调作了全面阐述。

评论：

- 央行对短期内经济形势判断的担忧有所减缓。一方面，央行认为欧债及国际经济复苏虽然不乐观，但至少不会更差；另一方面，对于国内增长减缓的看法则认为是“需求结构转换”的短期影响。当然，央行的观点一般是重物价，轻增长，因此其中对物价的担忧下降的观点更为值得关注。
- 关于一季度的贷款形势，央行认为，三月份新增 1 万亿贷款“总体看，贷款需求基本得到满足，信贷支持经济发展力度较强”，这意味着央行是把三月份突击放贷作为“金融支持实体经济”的成绩之一。如果这一态度得到确认，那么接下来几个月，央行主动去压制信贷的可能性就很小了。
- 随着最近几个月 CPI 下行趋势确立，央行对通胀的担忧终于趋缓，对于未来物价可能出现的反弹则主要是从供给端寻找原因，这一表述正是为当前货币政策在将来通胀可能出现反弹时寻找到的自我辩护理由。此外，央行对于货币条件的总体看法是“较为适宜”。综合上述两点，央行倾向于维持当前的货币条件。
- 未来一段时间，央行货币政策操作的主要模式将：综合考虑各方面因素，运用逆回购、正回购、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合。因此，从政策措施排序来看，短期内，央行主要还是通过公开市场操作维持流动性处于合理的水平。
- 执行报告开辟专栏阐述了央行对于民间借贷监管的相关问题。其中明确指出监管适用的法规主要为：《刑法》、《治安处罚法》、《刑法修正案》、《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》。此外报告提出了五条监管措施和原则，包括：引导民间借贷规范化、阳光化运作；依据新非公 36 条，放开金融市场准入；建立当地民间借贷活动的监测分析制度；区别对待、分类管理；以及明确政府没有承担民间借贷损失的直接责任，避免将民间借贷的风险引向政府部门。

表 1：对短期经济走势担忧有所减缓

1 季度货币政策执行报告	4 季度货币政策执行报告
中国经济长期保持平稳较快发展的基本面没有发生变	中国经济与社会发展仍处于重要战略机遇期，经济保持
化。	平稳较快发展具备不少有利条件。
欧洲主权债务问题尚未得到根本解决，国际经济复苏	国际国内经济形势仍然极为复杂和严峻。
的不确定性依然存在。	中国经济发展中不平衡、不协调、不可持续的矛盾和问
需求结构转换 短期内 可能对增长产生影响，物价形势	题仍很突出， 经济增长下行压力和物价上涨压力并存。
仍存在一定的不确定性。	经季节调整后的主要经济数据环比增速略有回升，显示
把握好“ 稳中求进 ”的工作总基调，	经济内生增长动力依然较强。
	在外需相对疲弱、国内经济增长方式和要素结构逐步转
	变的情况下，中国经济的潜在增长水平也在逐步趋缓。

资料来源：央行、申万研究

央行对短期内经济形势判断的担忧有所减缓。一方面，央行认为欧债及国际经济复苏虽然不乐观，但至少不会更差；另一方面，对于国内增长减缓的看法则认为是“需求结构转换”的短期影响。当然，央行的观点一般是重物价，轻增长，因此其中对物价的担忧下降的观点更为值得关注。

表 2：理财产品又一次成为货币增速偏低的辅助论据

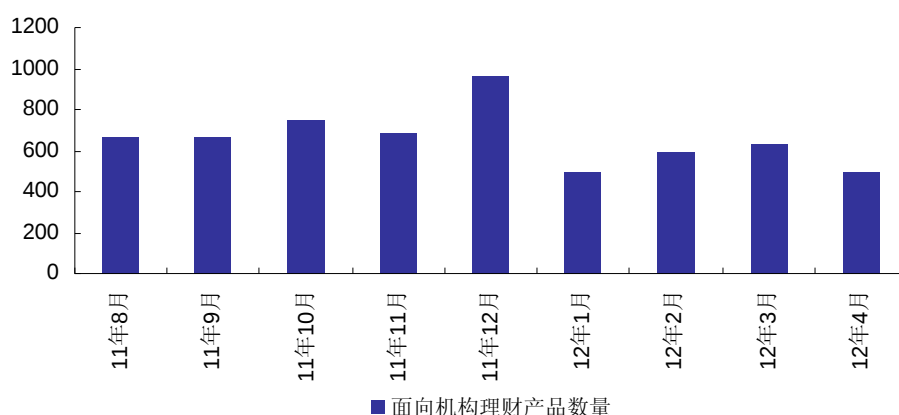
1 季度货币政策执行报告	4 季度货币政策执行报告
M1 增速较低主要与当前经济增长回稳、企业生产经（年底 M2 增速回升）与部分表外理财产品于年末回归表	
营处于相对平缓期有关；同时，还存在一些 特殊因素 内存款以满足考核要求、财政支出较多、信贷投放增加	
导致 M1 低估，主要是 企业活期存款向理财产品 分等因素有关。金融创新不断增多等因素加快了传统存款	
流。	分流， M2 统计较实际货币条件可能有所低估。

资料来源：央行、申万研究

与去年四季度报告类似，央行在解释货币增速放慢的原因时，一方面承认经济方面的原因，另一方面也指出理财产品对货币统计的影响。因此从央行的角度而言，M1、M2 增速的参考意义正在逐步降低。

虽然央行指出了问题所在，但是理财产品的实际影响会有多大，在货币政策执行报告中并没有详细的说明。这里，我们从 Wind 统计出最近半年面向机构的理财产品发行情况：

图 1：面向机构发行的理财产品数量



资料来源：Wind、申万研究

由于 Wind 里面没有提供规模数据，因此我们只能统计数量。从数量来看，今年年初以来面向机构发行的理财产品其实在减少。

关于一季度的贷款形势，央行认为，三月份新增 1 万亿贷款“总体看，贷款需求基本得到满足，信贷支持经济发展力度较强”，这意味着央行是把三月份突击放贷作为“金融支持实体经济”的成绩之一。如果这一态度得到确认，那么接下来几个月，央行主动去压制信贷的可能性就很小了。

接下来一句话令人匪夷所思：“信贷结构继续改善，短期贷款明显多增，小型微型企业、‘三农’的信贷支持力度较强。”，如果说对小微、三农贷款上升还能算是“信贷结构继续改善”，那么中长期贷款迅速下降这一论据跟信贷结构改善似乎没有太大的关系。实际上，由于短期贷款对于投资的支持作用不显著，当前贷款结构对经济增长而言有一定的不利影响。但是，倘若央行认为短期贷款占比上升意味着贷款结构改善，那么未来就很难出政策支持企业中长期贷款。

表 3：通胀担忧谨慎趋缓，倾向于维持当前货币不变

1 季度货币政策执行报告	4 季度货币政策执行报告
物价涨幅总体 保持回落态势 ，但并不稳定，对未来物价上行风险也需关注。	现，物价涨幅总体保持回稳态势，但对未来通胀风险仍
当前国内总需求处于合理区间， 货币条件较为适宜 。不可掉以轻心。	当前通胀预期还
当前经济增长与物价之间的 匹配关系正在发生变化 ，物价对需求扩张的反应较之前更为敏感。	2012 年 1 月份 CPI 涨幅超出市场预期，当前通胀预期还
经济增长、就业和通胀之间的关系与前些年相比可能	不稳定，尤其是存在劳动力等要素供给趋紧的结构性因
已发生较为明显的变化。更好地平衡增长与通胀之间	素，资源性产品价格也有待理顺，都可能会固化通胀预
的关系，需要改善供给管理、提高生产效率、降低交	期，并使物价对总需求的变化更为敏感，……，仍有必
易费用、改善收入分配。	要防范未来物价出现反弹。
	价格总水平的基本稳定不会无条件或自动实现，需要宏

随着最近几个月 CPI 下行趋势确立，央行对通胀的担忧终于趋缓，对于未来物价可能出现的反弹则主要是从供给端寻找原因，这一表述正是为当前货币政策在将来通胀可能出现反弹时寻找到的自我辩护理由。此外，央行对于货币条件的总体看法是“较为适宜”。综合上述两点，央行倾向于维持当前的货币条件。

表 4：央行货币政策工具将继续以公开市场操作为主

1 季度货币政策执行报告	4 季度货币政策执行报告
继续优化流动性管理，综合考虑外汇流入、市场资金需求变动、短期特殊因素等情况，运用 逆回购、正回购 放增加的形势变化及其可持续性； 购、央行票据、存款准备金率 等各种流动性管理工具保持政策的连续性和稳定性，密切监测国内外经济金融组合。	中国人民银行将密切关注外汇占款恢复增长、流动性投 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， 促进物价总水平基本稳定和经济平稳较快发展。

资料来源：央行、申万研究

既然是维持当前的货币条件，那么具体怎么做？央行给出的答案是综合考虑各方面因素，（其中值得关注的是“短期特殊因素”，这一暧昧的表述令人遐想，毕竟最特殊的春节已经过去了，未来什么短期因素能够成为黑天鹅？），具体措施方面则是运用逆回购、正回购、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合。因此，从政策措施排序来看，短期内，央行主要还是通过公开市场操作维持流动性处于合理的水平。

报告开辟专题论述了民间借贷，这意味着自从 3 月 28 日国务院常务工作会议上正式提出引导民间借贷纳入监管后，央行正式公布对民间借贷监管的具体规定。

其中监管民间借贷适用的法律条文包括：《刑法》、《治安处罚法》、《刑法修正案》、《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》。虽然报告坚持认为“关于民间借贷的法律制度相对系统和完善”，实际从所列举的条文可以看出，还没有专门适用于民间借贷的正式的法律文件，因此，民间借贷行为受到的法律约束和保护都具有较大的不确定性。例如，关于民间借贷利率的规定：“民间借贷的利率可以适当高于银行的利率，各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握，但最高不得超过银行同类贷款利率的 4 倍（包含利率本数）。超出此限度的，超出部分的利息不予保护。”实际上，去年温州，即使正常的民间借贷利率也曾经超过 35%，因此，相关的约束还是比较大。

此外，央行对于民间借贷的监管措施和原则包括：

- 第一， 制定和完善相关法律和法规，引导民间借贷规范化、阳光化运作。
- 第二， 在加强监管、风险可控的前提下，放开金融市场准入。主要依据是《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》
- 第三， 探索建立当地民间借贷活动的监测分析制度，及时预警和处置风险，防范发生群体性事件和区域性风险。

央行温州中心支行一直都在做民间借贷的检测工作，因此这一工作目标有现成的借鉴。

- 第四， 区别对待、分类管理。对合理、合法的民间借贷予以保护。
- 第五， 引导树立“合同意思自治”、“独立责任”、“诚信原则”等市场意识和法律观念。

在第五条内，明确提出：“政府没有承担民间借贷损失的直接责任”，从而在一开始就避免政府出于维稳目的而作的间接担保隐性承诺。

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。