

短期内政策将“相机抉择”

——对刺激政策退出的分析

分析师

张 晶

(0755) 8249 2011

zhangjing@lhq.com

■ 事件与主要结论:

近期杭州对房贷政策做出了局部调整;央行在公开市场上重启了1年期央票的发行,同时,维持了半年之久的3个月央票利率及短端利率出现上调。这一系列因素引发了市场对政策调控的预期。

我们认为,当前的政策动向,只能定义为前期刺激政策的逐步退出,而非调控。在目前的形势下,预期政策仍将保持稳定,短期内的调整必定是政策“相机抉择”的结果,而长期来看,刺激政策的退出也应该是缓慢的、循序渐进的。

■ 基本分析:

是调控? 还是刺激政策的退出?

这是首先需要明确的。和07年调控的目的不一样,当前肯定不是为了防经济过热。未来最大的不确定性在于如何将今年的巨额信贷投放转化为真实的、可持续的需求增长,若没有实际需求的持续增长,未来信用风险出现的概率将明显加大。那么,在需求增长不确定、产能过剩风险增加的背景下,“调控”不成立。当前的政策动向,只能定义为前期刺激政策的逐步退出。

“主旋律”未变,短期调整为政策“相机抉择”的结果

当前宣传层面的“主旋律”仍是强调宏观经济还面临诸多不确定性:

据媒体统计,温家宝总理在最近的40天里五提“积极财政宽松货币政策”不动摇。其中,最近的一次是中央7月7日和9日召开两次经济形势座谈会,温家宝指出,经济发展正处在企稳回升的关键时期,保持经济平稳较快发展仍然是我们面临的首要任务。必须坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,全面贯彻落实应对国际金融危机的一揽子计划,并根据形势变化,丰富和完善政策,及时发现和解决苗头性问题,进一步增强宏观政策的针对性、有效性和可持续性。

在此之前,更有中央最高决策层于6月份在全国15个省(自治区、直辖市)密集调研经济形势。6月17日,国务院常务工作会议认为,我国经济处于企稳回升的关键时期,但基础还不稳固。

我们认为,在目前的形势下,政策仍将保持稳定,短期内的调整必定是政策“相机抉择”的结果,而长期来看,刺激政策的退出也应该是缓慢的、循序渐进的。

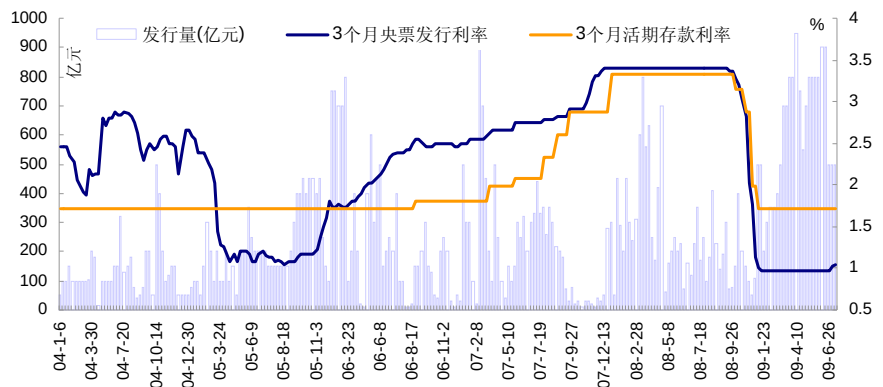
央票加大发行、央票发行利率上扬显示央行的什么意图？

首先，相比 3 个月期央票，1 年期央票可以在更长的时间里锁定金融机构的流动性。故而，重发 1 年期央票是对前期充分释放流动性的结构调整，反映央行对未来的流动性布局。

其次，对于商业银行而言，投资银行间债券市场的产品与投放信贷业务存在较明显的替代关系。提高央票利率与短端利率将会从整体上提高债券市场的收益率曲线。因此，从央行的意图来看，提高央票利率水平可以令商业银行放贷的可比资产投资收益率上升，从而起到适度约束商业银行放贷行为的作用。未来，要判断央行意图，从公开市场角度看，商业银行的资金成本与短期央票、正回购之间的收益率差将是一个重要的参考指标。不过需要说明的是，与当前的情况不同，2005 年出现的央票利率低于商业银行资金成本的背景是：固定资产投资增速过快，引发管理层严格控制信贷投放，在流动性充裕的环境下，资金转向货币市场，导致货币市场利率快速降低。

最后，预期未来公开市场操作或将逐步重回正常轨道，即多品种化，市场利率灵活化。

图 1:
3 个月央票利率走势
(04 年 1 月 — 09 年 7 月)
左轴单位: 亿元
右轴单位: %
数据来源: Wind、联合证券研究所



相关研究:

《美国赤字财政政策研究：美国财政赤字扩大将引导通胀预期上升》
2009/06/18

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。