

2012 年 8 月 3 日

央行：适时适度加大微调力度 提高货币政策的有效性

——宏观日报 2012.08.03

相关研究

地方投资冲动凸显, 积极拓展资金来源——宏观日报 2012. 08. 02

下半年政策力度有望进一步加大——宏观日报 2012. 08. 01

议息会议：欧央行或将出手, 美英暂时观望——宏观日报 2012. 07. 31

积极深化资源性产品价格改革, 拉开保障民间资本投资回报序幕——宏观日报 2012. 07. 30

成本高企导致企业日子比 08 年更难过——宏观日报 2012. 07. 27

营改增试点扩大至十省市——宏观日报 2012. 07. 26

7 月汇丰 PMI 初值回升, 信号值得关注, 但不宜过分乐观——宏观日报 2012. 07. 25

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@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>

om

- 中国人民银行今日发布 2012 年第二季度中国货币政策执行报告。报告指出，2012 年上半年，中国经济增速保持在预期范围之内，经济运行总体呈缓中趋稳态势。央行将继续实施稳健的货币政策，根据经济增速有所放缓、通胀水平有所降低等形势变化，适时适度加大预调微调力度。
- 整体上看，央行对物价的担忧有所减轻，并提出要进一步提高货币政策的有效性，有效解决信贷资金供求结构性矛盾，符合中央政治局会议提出的加大货币政策对实体经济的支持。预计下半年会再次出现降准和降息操作，以支持实体经济发展。
- 发改委项目审批跟踪：8 月 1 日，发改委网站公布了 27 项新审批的项目，其中有 4 项是医院借用境外贷款的项目，其余 23 项主要是涉及到信息技术、生物医药等研发相关的研究中心、实验室项目。
- 其他重点关注：（1）8 月 2 日，央行逆回购 500 亿元，这是继周二逆回购 50 亿后本周再次通过逆回购向市场回购资金。但是由于本周逆回购到期量巨大，计 1450 亿元，从而导致本周公开市场操作净回笼 860 亿元。（2）日前，国家税务总局副局长解学智表示，2012 年下半年要继续实施税制改革和结构性减税政策，扎实做好扩大营业税改征增值税试点工作（3）英国央行维持 0.5% 的利率和 3750 亿英镑的资产购买项目规模不变，未来 3 个月继续通过发行国债来购买高质量的私营部门资产；欧央行也决定维持利率不变，而且未宣布任何非常规措施，低于我们的预期。

1、适时适度加大微调力度 提高货币政策的有效性

中国人民银行今日发布2012年第二季度中国货币政策执行报告。报告指出，2012年上半年，中国经济增速保持在预期范围之内，经济运行总体呈缓中趋稳态势。央行将继续实施稳健的货币政策，根据经济增速有所放缓、通胀水平有所降低等形势变化，适时适度加大预调微调力度。

对物价的表述：“受到基数降低等影响，8月份后同比CPI有可能出现一定回升，目前看回升力度不会太大。从实证检验显示，国际金融危机后CPI对产出缺口变化的弹性明显提高，也需关注未来需求变化可能对物价的影响。”总体而言，央行对物价的判断要比前期乐观，物价的回落为货币政策的预调微调提供空间。

对货币政策的表述：“进一步提高货币政策的有效性，有效解决信贷资金供求结构性矛盾。加大对事关全局、带动性强的重大项目和战略性新兴产业、节能环保、文化传媒、现代服务业、高端制造业、自主创新、农田水利建设等的金融支持，满足铁路等国家重点在建建项目的资金需求严格控制高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。继续严格执行差别化的各项住房信贷政策，支持保障性住房、中小套型普通商品住房建设和居民首套自住普通商品房消费，坚决抑制投机投资性购房需求。”央行的表态符合预期，下半年不可能看到货币政策基调的改变，主要是集中在信贷结构的调控方面。

对公开市场操作的表述：“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、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合，灵活调节银行体系流动性，引导市场利率平稳运行”。下半年央行降准还是大概率事件，我们预计还将有两次降准操作。

对人民币汇率的表述：“将继续改进央行外汇操作方式，降低干预频率，增加灵活性，使市场供求在汇率形成中发挥更大作用。扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，稳步拓宽人民币流出和回流渠道”。

整体上看，央行对物价的担忧有所减轻，并提出要进一步提高货币政策的有效性，有效解决信贷资金供求结构性矛盾，符合中央政治局会议提出的加大货币政策对实体经济的支持。预计下半年会再次出现降准和降息操作，以支持实体经济发展。

2、央行持续逆回购，银行间市场流动性改善

8月2日，央行逆回购500亿元，中标利率3.35%，期限7天。这是继周二逆回购50亿后本周再次通过逆回购向市场回购资金。

但是由于本周逆回购到期量巨大，计1450亿元，从而导致本周公开市场操作净回笼860亿元。

表 1、近期公开市场操作统计（单位：亿元）

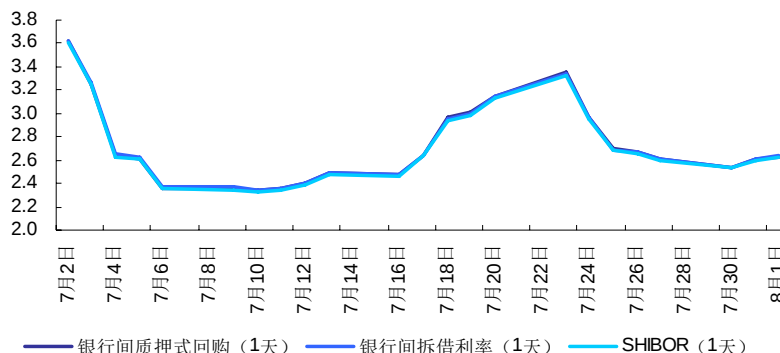
	投放合计	回笼合计	净投放量
07/02~07/08	2,250		2,250
07/09~07/15	1,280	1,680	-400
07/16~07/22	1,450	2,050	-600
07/23~07/29	1,460	1,000	460
07/30~08/05	590	1,450	-860
08/06~08/12	20	580	-560
08/13~08/19	350		350
08/20~08/26	330		330

08/27~09/02	310	310
09/03~09/09	230	230

资料来源：WIND，申万研究

银行间市场利率略有上升，但总体流动性情况比7月中旬有较大改善。

图 1：银行间利率有所上升（单位：%）



资料来源：WIND，申万研究

3、加大结构性税制改革，减轻企业税负扩大内需

5月23日，温总理在国务院常务会议中强调将稳增长放在更加重要的位置，并将继续落实好结构性减税政策，减轻企业税负作为未来工作重点。将税制改革作为重要的政策工具助推经济发展，但是在结构性减税方面并未取得很大进展。

日前，国家税务总局副局长解学智表示，2012年下半年要继续实施税制改革和结构性减税政策，扎实做好扩大营业税改征增值税试点工作。此前国务院常务会议也决定，自今年8月1日起至年底，将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省（直辖市、计划单列市）。明年继续扩大试点地区，并选择部分行业在全国范围试点。

结构性减税将向小微企业倾斜，向国家鼓励和支持的产业倾斜，预计未来文化产业、战略新兴产业等结构性税收的落实程度将不断加大。结构性税制改革将在减轻企业税负和扩大内需上起到积极的效果。而改革税制也是深化我国分配制度变革的重要手段，预计未来省级以下的财政体制将逐步完善，以深化经济体制转型力度，推动二次分配，扩大国内需求。

4、欧英央行均按兵不动，让市场失望

英国央行维持0.5%的利率和3750亿英镑的资产购买项目规模不变，未来3个月继续通过发行国债来购买高质量的私营部门资产，符合我们以及市场预期。因考虑到7月已增加过量量化宽松的额度，所以此次议息会议刺激空间不大。但鉴于英国二季度经济超预期地萎缩-0.7%，陷入自1995年有数据以来最长的双底衰退；本周三公布的制造业PMI下滑3个点至45.4，为三年最低值，显示英国制造业在加速萎缩；而且，英国零售业受到奥运会的提振也许低于预期。因此，经济下滑令英国央行不得不考虑采取进一步刺激措施，以挽救下行的经济，我们预计今年年底前将再度扩大资产购买规模，甚至不排除进一步降息的可能性。

而欧央行也决定维持利率不变，而且未宣布任何非常规措施，低于我们的预期，也令市场失望，尤其是西班牙的股市暴跌5.16%、而10年期国债收益率飙升至6.17%。德拉吉表示，欧央行启动债券购买计划（SMP）的必要充分条件是成员国政府必须申请EFSF救助，这也意味着欧央行提高了购买边缘国家国债的门槛，即需要满足一些其他条件，如成员国

政府履行其承诺。不过，德拉吉暗示，欧央行未来几周将努力设计一个不同于债券购买计划的二级市场操作细则，来实现压低国债收益率曲线的短端部分，这将对市场有所提振。目前看来，由于西班牙和意大利不同意EFSF所附带的艰难的财政紧缩计划和结构性改革条件，这意味着欧央行重启债券购买计划仍面临诸多障碍。同时，德拉吉坚决否认了授予ESM银行牌照的可能性。

综合来看，此次议息会议没有出台实质性的刺激措施，政策力度显著弱于预期，其决议引发市场失望情绪，但暗示将制定不同以往的二级市场操作细则，进一步刺激的希望犹在。

5、欧元区 6 月 PPI 超预期下滑

欧元区6月PPI年率上升1.8%，较5月的上升2.3%下跌；按月下降0.5%，与5月持平。主要由于能源价格按月下降0.1%，年率仅上扬6.8%。如果制造业维持萎缩趋势，那么CPI或将继续下滑，逐渐靠近2.0%的目标值。6月PPI超预期跌落，显示通胀压力进一步减轻的迹象，为欧央行加大刺激奠定基础。

6、美国 6 月工厂订单意外下滑 0.5%

美国6月工厂订单下滑0.5%，低于前值与预期的0.5%。分项数据中，制造业新订单下跌0.5%，再度预示着美国制造业萎缩趋势将延续至下半年。扣除运输业工业订单月率则下跌1.8%，创三年多来最大降幅。数据显示，美国工厂是最容易受到欧债危机冲击的领域，6月工厂订单意外下滑意味着美国经济复苏动力变弱。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟，谢伟玉：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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。