



流动性短期偏空，长期偏多

——点评二季度货币政策执行报告

⑤ 事件：央行公布二季度货币政策执行报告（2014.08.01）

央行公布二季度货币政策执行报告，和一季度相比，本次报告内容有三处较大变化：第一，对经济判断更加谨慎，提示下行风险。第二，对潜在通胀高度关注，暗示对前期放松政策的担忧。第三，明确指出定向宽松政策工具不可长期持续。

⑤ 点评

和以往相比，本次央行货币政策执行报告明显更贴近实践，对二季度实施的定向宽松工具进行了专栏介绍，同时对国务院关心的“社会融资成本居高不下”问题作出直接回应。

报告释放出谨慎宽松的信号，不仅对全面宽松非常谨慎，对结构性宽松也持保留态度。另外，对下半年通胀压力的表现出担忧，可能对债市短期影响偏空。但是，长期展望，有望从降低实体融资利率角度，释放出价格降低信号，带动公开市场利率、短期利率向长期利率的传导。

1、提示经济下行风险，对地产行业景气下行担忧更多

二季度的报告对经济下行风险作出更多阐述。指出“目前制造业和房地产投资在波动中趋于下行，经济增长在较大程度上依靠基础设施投资托举，加之低效率企业大量占用资源、资金使用效率不高，全社会债务水平上升较快，经济金融领域的潜在风险值得关注。”

和一季度相比，央行对地产景气度下行的表述语气更为严峻，明确指出经济对基建依靠程度加深，负面后果较多。说明央行对于经济下行较为担忧，但是又对刺激基建的政策有所忌惮，“微刺激”政策境地尴尬。

2、对通胀的担忧，暗示央行全面宽松不可期

二季度报告用较大篇幅阐述通胀潜在压力：“受供给面变化，劳动力、服务业价格存在潜在上行压力等因素影响，物价对需求面变化总体上较为敏感。前期经济回升在物价上即有所反映。未来若总需求持续回升可能会加大物价上行压力。2013年就曾出现需求回暖后物价连续较

相关报告

债券周报：《关注股市上涨对短期资金影响》——20140729

债券周报：《市场短期难改弱势格局》——20140722

数据点评《由“宽财政”向“宽货币”的转化中》——20140716

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：马书博

电话：010-58568297

邮箱：mashubo@hrsec.com.cn

快回升的现象。”

此段表述和一季度报告大为不同，降低了市场对于三季度央行总量宽松政策的预期。因为一般金融数据对经济刺激的时滞大约 3 个月左右，如果按此估计，5-6 月份的宽松政策大约在三季度末显露效果。央行提前预警物价上行压力，大概率也是出于此判断，因此，三季度很可能重演去年的货币市场流动性情况。综合上周四的公开市场操作调整来看（期限缩短、规模下调、利率下调），量跌、价跌同时作用条件下，量的影响占据上风，短期市场影响偏空。

3、对结构性宽松持保留态度

央行专栏介绍了二季度两次定向降准的实施范围、目的和作用。除了此前公开信息之外，央行专栏透露两个重要判断：

第一，结构性宽松在效果上和总量宽松无异，“这两次定向降准的实施范围基本上包括了除农信社和村镇银行以外的全部金融机构”。

第二，央行的结构性宽松工具，是学习发达经济体量化宽松的经验，属于非常规性操作，不具有长期持续性。“定向降准等结构性措施若长期实施也会存在一些问题，如数据的真实性可能出现问題，市场决定资金流向的作用可能受到削弱，准备金工具的统一性也会受到影响。”

这两处判断明显透露出央行的保留态度，说明央行在可独立性调控条件下，更倾向于市场化手段调节。

4、对融资贵问题的讨论更贴近实践

在央行专栏中，还对实体经济融资难题给予了解读。这可以看作是央行对国务院“金十条”精神的解读和贯彻方向。对比央行专栏和“金十条”的表述，明显看出央行对融资成本高企的原因判断有不同：

第一，在根本原因方面，国务院“金十条”将融资难题归因于银行融资乱象，而央行指出“由于前期杠杆率较高和融资较多，会产生持续的融资需求并可能推高利率水平”。

第二，在操作实践上，国务院“金十条”将融资难题归因于债务链条延长，层层加价，而央行明确提到是“财务软约束”拉高了融资利率，将深层次的体制问题概述更多。

第三，在体制层面上，央行着重提出融资成本高和直接融资萎缩有直接关系，尤其是股市融资的功能弱化，造成企业对债务融资依赖程度上升。

从这三个方面对比来看，央行不倾向以压缩银行息差方式来降低融资成本，更多寄希望于推进金融体制改革和调整产业结构，考虑得更加长远。

⑤ 结论：透露对三季度流动性谨慎预期，可能“紧货币、宽信贷”

1、无论从经济展望、货币政策工具表述，还是从专栏讨论中，都可以看出央行二季度货币政策执行报告对经济下行风险较为看重，但金融风险更加看重。

2、无论央行独立性如何，三季度实施全面宽松概率较低，降低实体经济融资成本更多需要依靠价格工具。第一种工具是抵押补充再贷款利率，第二种工具是公开市场操作利率。

3、从一季度和二季度报告专栏对比看，央行关注焦点明显从市场化改革切换到经济刺激，侧面说明二季度刺激力度不弱。按照历史规律，三季度在货币市场更易收紧，以控制流动性总量。

图表 1：二季度货币政策执行报告和一季度表述对比

	一季度	二季度
经济	海外经济：复苏继续向好 国内经济：整体平稳	海外经济：复苏势头仍待巩固 国内经济：面临一定下行压力
货币政策	继续发挥再贷款、再贴现、存款准备金率在引导信贷结构优化方面的作用	两次实施定向降准；实施加大调整差别准备金政策参数；加大信贷政策支持再贷款发放力度；开发性金融
金融市场价格	利率呈下降态势	各项利率均有回落，房贷利率上升
融资成本高问题	——	经济中可能存在影响供求平衡的结构性问题。一是企业债务率较高，二是“财务软约束”拉高了融资利率，三是股本融资发展不足，企业对债务融资依赖较高。
地方债务风险	加强对地方政府融资平台、产能过剩行业和房地产行业贷款信用违约风险监测	继续加强对地方融资平台、各类影子银行业务、企业互保等风险监测
专栏关注	经济潜在增速 人民币汇率 利率市场化相关问题	社会融资成本问题 定向降准工具介绍 欧洲央行的非常规货币政策

数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn