

点评报告

政策调整需要关注国际经济金融的最新动向

2011 年 3 月 29 日

中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.2
1 年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (2 月)

工业	14.9
城镇投资	24.9
零售额	11.6
CPI	4.9
PPI	7.2

资料来源: CEIC, 招商证券

事件:

2011 年 3 月 28 日, 中国人民银行货币政策委员会 2011 年第 1 季度例会日前在北京召开。会议认为, 当前我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展, 但经济金融面临的环境依然复杂, 世界经济继续缓慢复苏, 但复苏的基础仍不够牢固, 我国经济继续保持平稳较快发展, 但发展中的问题依然突出。(见附件一)

评论:

1、会议明确我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展, 突出了前期政策的效果显著。我们认为央行紧缩货币政策特别是差别准备金动态调整和信贷规模控制得到很好贯彻和执行。只要整体政策节奏和力度得到维持, 我们判断 2011 年全年货币增速能够得到有效控制, 即能够回归到稳健时期一般水平, 大约 16% 左右。

我们认为当前货币信贷形势向宏观调控的方向发展, 不仅有利于全年货币政策的针对性、灵活性、有效性, 更加有利于在面对复杂的经济金融环境时实施“调节有度”的稳健货币政策。

2、央行货币政策委员会对今年世界经济形势的判断进一步明确。总体来看, 虽然表述上保持一定的审慎性, 但是总体评价进一步肯定而且积极。

对于国内经济形势的判断也明显好于 2010 年以来历次货币政策季度例会新闻稿, 在经济相对平稳的状况下, 预计当前货币政策仍将维持紧缩态势以应对仍处高位的通胀压力, 同时稳定通胀预期。

我们认为相对国内经济, 外围不确定性和风险更大, 对国内货币政策可能造成新的影响。因此, 货币政策的调整可能更需要关注国际经济金融的最新动向。

3、在当前通胀预期依然维持高位的情况下, 我们预计紧缩货币政策还将维持一段时间, 改善持续负利率的状态和稳定资产价格水平是加息的目标, 因此未来至少还有一次加息, 时点可能在 2 季度初; 存款准备金的调整主要参考外汇资金流动情况和公开市场操作的压力。

谢亚轩

86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090210040004

赵文利

852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
 sunbb@cmschina.com.cn

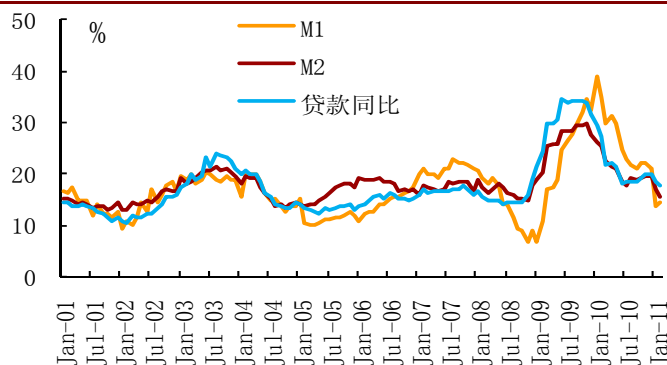
1、明确我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展，但经济金融面临的环境依然复杂

会议新闻稿开篇即明确我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展，突出了前期政策的效果显著。我们认为央行紧缩货币政策特别是差别准备金动态调整和信贷规模控制得到很好贯彻和执行。从 M2 增速和新增信贷两个方面来看，虽然春节因素影响很大，但是相关货币调控政策的有效性得到了验证。只要整体政策节奏和力度得到维持，我们判断 2011 年全年货币增速能够得到有效控制，即能够回归到稳健时期一般水平，大约 16% 左右。

我们认为当前货币信贷形势向宏观调控的方向发展，不仅有利于全年货币政策的针对性、灵活性、有效性，更加有利于面对复杂的经济金融环境实施“调节有度”的稳健货币政策。

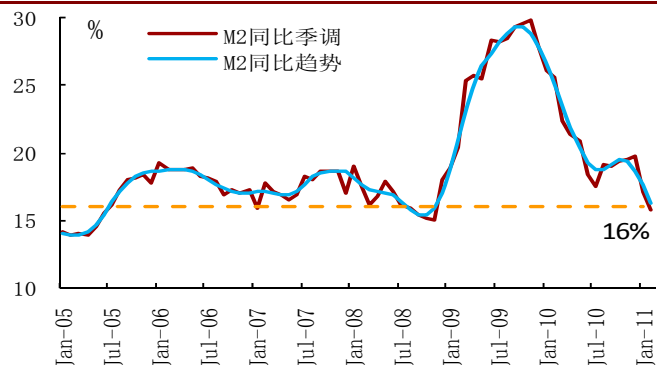
在当前通胀预期依然维持高位的情况下，我们预计紧缩货币政策还将维持一段时间，改善持续负利率的状态和稳定资产价格水平是加息的目标，因此未来至少还有一次加息，时点可能在 2 季度初；存款准备金的调整主要参考外汇资金流动情况和公开市场操作的压力。

图 1：货币供给增速快速向稳健回归



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：近期紧缩货币政策效果显著



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、强调要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响

对国际经济，此次例会言简意赅的突出“世界经济继续缓慢复苏，但复苏的基础仍不够牢固”。这一表述相对 2010 年四季度例会要更为明确和突出，当时的表述为：“明年世界经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多”。这表明央行货币政策委员会对今年世界经济形势的判断进一步明确。总体来看，虽然表述上保持一定的审慎性，但是总体评价进一步肯定而且积极。

当然外围风险和不确定因素仍在，我们预计欧洲央行很可能将于 4 月加息 25bp，但同时继续维持非常规货币政策，以支持银行系统流动性和欧元区国债市场。英国通胀将会越过 4%，加息也箭在弦上。美联储议息会后声明对经济复苏的评估更加乐观，并开始加入关注通胀风险的字眼，但房地产市场仍然疲弱，新增就业不足，预计 6 月如期结束 QE2，并于 2012 年初加息。由于叠加了核危机，日本地震损失将超过阪神地震。日本

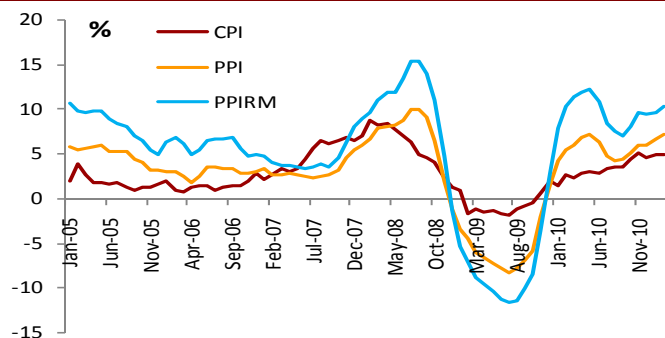
央行的紧急注资对海外流动性外溢效应有限，G7 干预日元升值，将有利于舒缓套息交易平仓压力。未来如果日本经济一蹶不振，日本央行持续进行量化宽松，会使日元再次成为套息交易(carry trade)的主要载体，资金会重新流出日本。

我们认为相对国内经济，外围不确定性和风险更大，对国内货币政策可能造成新的影响。因此，货币政策的调整可能更需要关注国际经济金融的最新动向。

3、突出当前国内经济保持平稳较快发展，稳定价格仍是首要目标

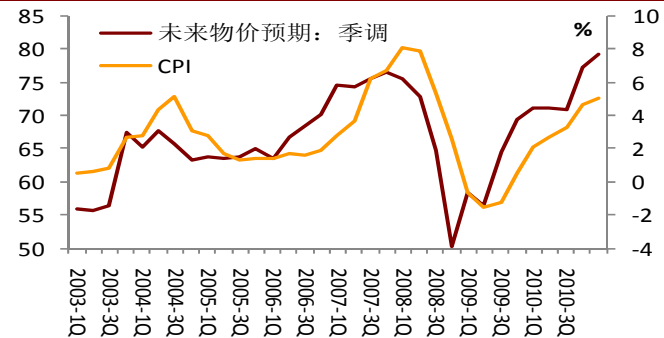
会议新闻稿明确：我国经济继续保持平稳较快发展，但发展中的问题依然突出。同时强调稳定价格总水平的宏观调控任务。对于国内经济形势的判断明显好于 2010 年以来历次货币政策季度例会新闻稿，在经济相对平稳的状况下，当前货币政策主要是维持紧缩态势以应对当前仍处高位的通胀压力，同时稳定通胀预期。2 月份 CPI 虽与 1 月份持平，但是总体通胀压力依然较高，1 季度央行调查的通胀预期虽然有所下降，但是季调后数据显示短期内通胀预期并不低。特别是食品类价格继续走高，蔬菜价格可能进入新一轮的两年上涨周期，猪肉价格也持续上升。虽然我们认为全年通胀可控概率较高，但是在当前非食品价格和石油价格的上涨压力下，特别是中东北非局势难以预料，稳定预期必然是当前央行货币政策的重心。

图 3：通胀水平仍处高位



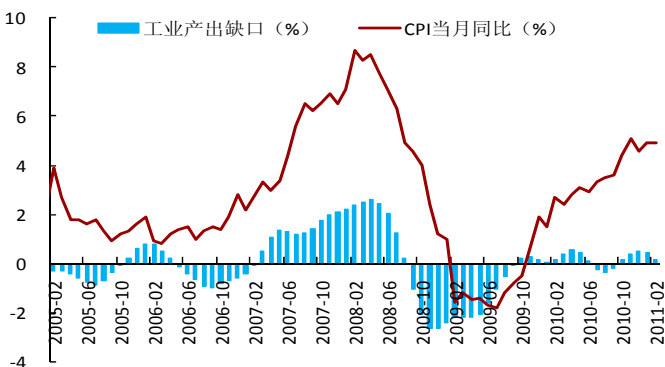
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：季调后通胀预期仍然较高



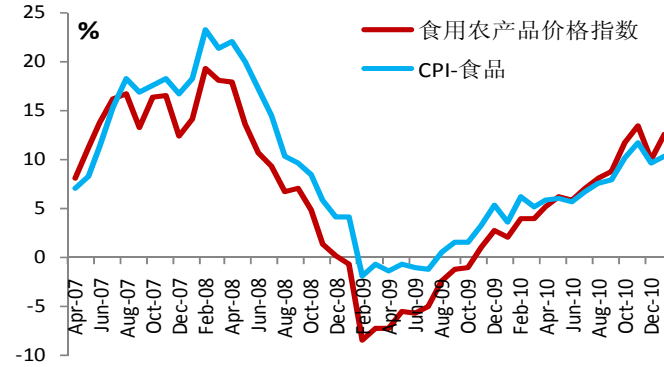
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5：工业产出缺口略有下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：食品类价格继续走高



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

附件一：中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会新闻稿

中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会日前在北京召开。

会议分析了当前国内外经济金融形势。会议认为，当前我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展，但经济金融面临的环境依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但复苏的基础仍不够牢固，我国经济继续保持平稳较快发展，但发展中的问题依然突出。

会议强调，要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，强调稳定价格总水平的宏观调控任务，认真贯彻实施稳健货币政策，提高货币政策的针对性、灵活性和有效性。要综合运用多种货币政策工具，逐步健全宏观审慎政策框架，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量。要着力优化信贷结构，引导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持，严格控制对“两高”行业和产能过剩行业贷款。要发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求。进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

。

附件二：中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会新闻稿

中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会日前在北京召开。

会议认为，明年世界经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多；我国经济向好势头进一步巩固，金融体系继续平稳运行，但货币信贷和流动性管理及防范金融风险的任务仍然艰巨。

会议强调，2011 年要认真实施稳健的货币政策，增强金融调控的针对性、灵活性、有效性，把稳定价格总水平放在更加突出的位置。要按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，综合运用多种货币政策工具，把好流动性这个总闸门，引导货币信贷向常态回归，实现合理适度增长。要把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，促进经济结构战略性调整。要健全多层次资本市场体系，提高直接融资比重，保持社会融资总量的合理规模。要进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

参考报告:

1. 《一波才动万波随——谈通胀态势对资本市场的影响》 2011/3/28
2. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》 2011/3/21
3. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》 2011/3/19
4. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》 2011/3/15
5. 《2011 年 2 月份宏观数据点评-通胀仍居高位、货币政策继续偏紧》 2011/3/14
6. 《2011 年 2 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》 2011/3/11
7. 《2011 年 2 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前判断》 2011/3/2
8. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》 2011/2/20
9. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》 2011/2/15
10. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》 2011/2/9
11. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》 2011/2/9
12. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》 2011/1/20
13. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》 2010/1/15
14. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》 2010/1/12
15. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》 2010/1/10
16. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》 2011/1/7
17. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》 2011/1/3
18. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》 2011/1/3
19. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》 2010/12/28
20. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》 2010/12/26

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部副董事，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。