



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简评

固定收益研究报告

2011 年 3 月 29 日

利率

固定收益研究组

徐寒飞

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080208110089

xuhanfei@cicc.com.cn

徐小庆

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080200010015

xuxq@cicc.com.cn

一季度央行货币政策委员会例会简评

事件：

3 月 28 日，央行召开 2011 年第一季度货币政策委员会例会。会议分析了当前国内外经济金融形势，并就未来货币政策的目标和走向做了一定的阐述。

评论：

与去年四季度例会报告相比较，本次会议的内容有以下三点重要的变化：

1、对经济增长尤其是外部经济增长偏乐观的态度有所减弱。央行在四季度例会报告中认为“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”。本次则认为“世界经济继续缓慢复苏，但复苏的基础仍不够牢固”，对国内经济增长的态度仍然保持比较乐观的态度，“我国经济继续保持平稳较快发展”，更为担心的是“发展中的问题依然突出”，即经济结构的问题。

2、对完成“稳定价格总水平”的宏观调控目标更加有信心。如表 1 所示，2010 年四季度首次提出“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”，这次会议则提出“强调稳定价格总水平的宏观调控任务”。我们认为，四季度的措辞意味着央行正在“稳定价格水平”，在目标未达到之前，政策的力度是加大的（事实上我们也看到了），而当前则只需要维持现在的政策力度就可以了，至少从边际上看，货币政策收紧的力度和幅度应该是减弱的。

3、“货币信贷”可能已经回归“常态”，而未来央行的调控会更加关注“社会融资规模和货币总量”的整体变化。在四季度例会上，央行提出“引导货币信贷向常态回归，实现合理适度增长”，以及“提高直接融资比重，保持社会融资总量的合理规模”，而这次将这两句话合在一起，变成了“保持合理的社会融资规模和货币总量”。这里可能有两层含义：第一，就货币总量层面，M2 增速已经下降到目标值 16% 以下，央行认为已经实现了向常态的回归；第二，但在流动性整体层面，不仅要考虑货币总量，也要考虑社会融资规模，所以未来央行会更加关注广义流动性的变化，即我们在 3 月 21 日年内第三次准备金比率上调简评中谈到的，不仅会参照 M2 增速的变化，也会参照市场利率的变化。

表 1. 历次央行货币政策委员会例会措辞

	货币政策
2008Q3	根据国内外形势变化采取灵活审慎的宏观政策
2008Q4	落实适度宽松的货币政策
2009Q1	落实适度宽松的货币政策
2009Q2	落实适度宽松的货币政策
2009Q3	继续落实适度宽松的货币政策
2009Q4	继续实施适度宽松的货币政策
2010Q1	要按照党中央、国务院的统一部署，继续实施适度宽松的货币政策
2010Q2	要按照党中央、国务院的统一部署，继续实施适度宽松的货币政策
2010Q3	要按照党中央、国务院的统一部署，继续实施适度宽松的货币政策
2010Q4	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
2011Q1	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

资料来源：PBOC，中金公司研究

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

附：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。

本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席周小川主持，货币政策委员会委员李勇、胡晓炼、杜金富、马建堂、易纲、刘明康、尚福林、吴定富、姜建清、周其仁、夏斌、李稻葵出席会议，尤权、朱之鑫因公务请假。中国人民银行济南分行、广州分行和重庆营业管理部负责同志列席会议。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED