

固定收益

署名人: 何欣, CFA

S0960209060272

0755-82026833 hexin@cjis.cn

署名人: 申俊华

S0960210080003

0755-82026754 shenjinhua@cjis.cn

一季度货币政策执行报告点评

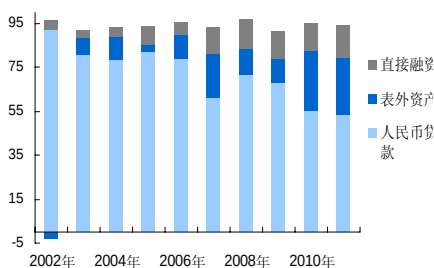
紧缩政策仍将保持“必要的力度”

事件:

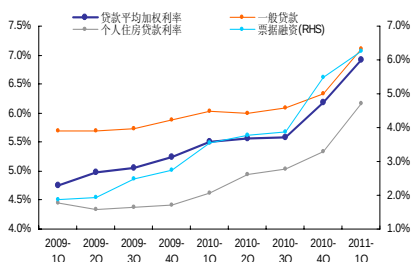
2011年5月3日人民银行发布《2011年第一季度货币政策执行报告》。

点评:

1 季度贷款和表外融资占比下滑



贷款平均加权利率快速上行



相关报告

利率市场 2011 年 5 月投资展望——债券市场将回暖

2011/5/3

利率市场每周评论 (2011-4-25) —— 美债评级展望下调难起波澜

2011/4/25

利率市场每周评论 (2011-4-18) —— 货币市场利率将触底反弹

2011/4/18

利率市场每周评论 (2011-4-11) —— 欧洲加息难逆转资金流入

2011/4/11

➤ **紧缩政策仍将保持“必要的力度”**: 一季度货币政策执行报告对宏观经济增速和就业形势较为乐观, 认为“稳定物价和管好通胀预期是关键”(表 2、表 3)。因此政策口径依然是围绕管理通胀预期而实施的稳健货币政策, 并指出“要保持必要的调控力度, 巩固和加强前期调控成果”(表 1)。这与我们此前对货币政策的判断是一致的, 即不会放松, 但也不会加大紧缩力度。

➤ **数量型调控仍为主力, 利率运用根据“形势发展要求”**: 1 季度报告中特别指出“准备金工具针对由外汇流入等导致的偏多流动性, 其运用力度和调整空间取决于多个可变的条件, 因此并不存在绝对上限”; 但对于利率价格调控, 则要根据形势发展要求。整体来看, 在上述央行政策保持调控力度的情况下, 我们认为未来以存款准备金和公开市场操作为手段的数量型调控仍为主力。

➤ **贷款利率快速上升, 在一定时间下必使经济增速放缓**: 本期央行货币政策报告中, 贷款利率快速上行值得关注。1 季度商业银行加权平均贷款利率升至为 6.91%, 较上年末上升了 72BP。各类贷款利率都有所上行, 幅度最大的是个人住房贷款利率(图 2), 是对严厉地产调控政策效果的反映。社会资金成本的走高, 或使经济出现明显减速, 这已反映到近期制造业的收缩迹象。

表 1: 货币政策执行报告中对货币政策的相关表述

时 间	对下阶段“货币政策”的相关表述
2011-Q1	“切实实施好稳健的货币政策，注意把握调控的节奏和力度，保持政策的连续性和稳定性，提高针对性、灵活性和有效性”、“要保持必要的调控力度，巩固和加强前期调控成果”
2010-Q4	“实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，增强政策的针对性、灵活性和有效性。更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，把稳定价格总水平放在更加突出的位置”
2010-Q3	“继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点，在保持政策连续性和稳定性的同时，增强针对性和灵活性，根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。”
2010-Q2	“继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点，保持政策的连续性和稳定性，增强针对性和灵活性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系，提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。”
2010-Q1	“继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点，保持政策的连续性和稳定性，增强针对性和灵活性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系，提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。”
2009-Q4	“继续实施适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏和重点，保持政策的连续性和稳定性，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。”

资料来源：中国人民银行，中投证券研究所

表 2: 货币政策执行报告中对宏观经济展望的相关表述

时 间	对下阶段“宏观经济展望”的相关表述
2011-Q1	“中国经济开局良好”，“经济增长和就业形势较好”、“总体看经济持续增长的动能依然充足”
2010-Q4	“中国经济继续朝宏观调控的预期方向发展，运行态势总体良好”、“经济持续增长的动能较为充足”
2010-Q3	“中国经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固”、“经济持续增长的动能较为充足”
2010-Q2	“当前我国经济总体向着宏观调控的预期方向发展”、“下阶段国民经济在快速回升的基础上有望逐步趋向稳定和可持续增长”、“中央出台了一系列推动经济增长的新举措”、“形成更可持续的经济增长点”
2010-Q1	“下一阶段我国经济面临的有利因素较多，有望继续保持较快增长的基本态势”
2009-Q4	“2010 年我国经济面临的有利因素较多，有望继续保持平稳较快增长的基本态势”
2009-Q3	“我国经济依靠强劲的内需增长抵御了罕见的外部冲击，较快地扭转下滑局面，经济企稳回升的势头逐步增强”；
2009-Q2	“我国经济运行中的积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显”；“当前我国经济发展正处在企稳回升的关键时期”

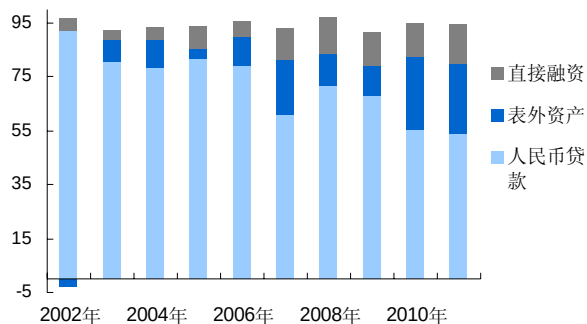
资料来源：中国人民银行，中投证券研究所

表 3: 货币政策执行报告中对物价的相关表述

时 间	对“物价”的相关表述
2011-Q1	“物价上涨较快”、“价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题”、“稳定物价和管好通胀预期是关键”
2010-Q4	“价格上涨压力较大”、“价格上行风险不容忽视”、“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”
2010-Q3	“价格走势的不确定性较大，仍需加强通胀预期管理”、“通胀预期和价格上行压力不容忽视”、“潜在的通胀压力须高度关注”
2010-Q2	“价格形势比较复杂，通胀预期管理仍需加强”；“当前国内劳动力价格趋升，资源环保成本加大，资源性产品价格改革继续推进，都有可能对通胀预期产生影响”；“潜在的通胀压力依然存在”
2010-Q1	“一些推动价格上涨的因素逐步显现，强化了通胀预期”；“价格上涨的潜在压力值得关注”；“价格上行压力相对更大，价格稳定的潜在威胁有所增加”
2009-Q4	“要关注价格走势”；“未来价格尚有不不确定性”、“价格稳定的潜在风险有所加大”
2009-Q3	“价格走势值得关注”；“通缩预期显著缓解”；“要密切关注各类价格走势，并注意更长期及广泛意义上的整体价格水平稳定”
2009-Q2	“未来价格走势尚有不不确定性”；“在内外不确定性较大的环境下，需求不足仍可能构成价格下行的压力。但也存在价格上行压力”

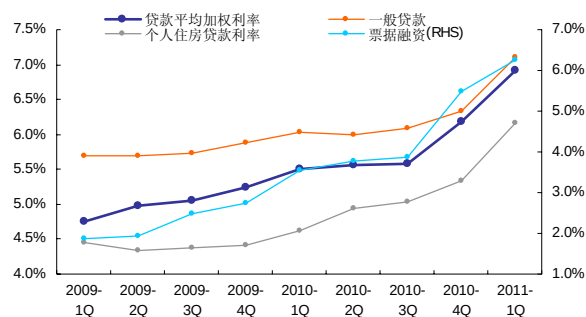
资料来源：中国人民银行，中投证券研究所

图 1: 1 季度贷款和表外融资占比下滑



数据来源：人民银行，中投证券研究所

图 2: 贷款平均加权利率快速上行



数据来源：人民银行，中投证券研究所

信用评级及说明

评分原则

以债券投资人的立场，本着客观、公正和审慎原则，基于公司全部可得公开信息，对市场公开发行的信用产品进行信用分析。

评分说明

评分以主体评分为主，债券条款为补充，通过公司行业现状、公司治理、财务状况以确定主体信用状况，综合还款顺序与担保情况确定债券信用评级结果。

评分结果

评分范围为 0-5 分，0.25 分为基本划分区间，随着公司信用的增加分数依次递增，最高为 5 分。
(目前评分不涵盖 B 以下级别债券，未来如出现 B 以下债券将再做跟踪调整)

研究团队简介

何欣，中投证券研究所债券首席分析师，拥有证券从业资格，特许金融分析师（CFA）。

申俊华，中投证券研究所债券分析师，主要研究领域包括货币政策、固定收益各产品研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041

传真: (0755) 82026711

传真: (010) 66276939

传真: (021) 62171434