



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 7 月 5 日

利率

固定收益研究组

徐小庆

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010015
xuxq@cicc.com.cn

徐寒飞

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208110089
xuhanfei@cicc.com.cn

货币政策调控或已进入观察期

评 2011 年 2 季度央行货币政策委员会例会

事件:

7 月 4 日, 央行召开 2011 年第二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:

与今年一季度例会报告相比较, 本次会议的内容有以下四点重要变化:

1、最重要的变化是重新强调政策的“稳定性”以及“把握好政策节奏和力度”, 而此前从去年三季度例会开始就不再提这些字眼, 正好对应的是政策调控进入密集期, 由此我们判断货币政策调控或已进入观察期。一季度央行描述货币政策时用的是“针对性、灵活性和有效性”, 而本次会议则采用“稳定性、针对性和灵活性”, 用“稳定性”取代了“有效性”, 同时增加了“把握好政策节奏和力度”的措辞。值得注意的是, 如表 1 所示, 上一次提到“保持政策的连续性和稳定性”是在去年的三季度例会, 而四季度和一季度例会就不再提及; “把握好政策实施的力度、节奏和重点”最后一次出现在去年的二季度例会, 之后就不再出现。而货币政策调控力度加大、节奏加快是从去年四季度开始的, 正好与这些字眼消失的时间不谋而合, 本次例会这些字眼重新提及, 或许意味着货币政策调控的密集期已经结束, 未来可能进入观察期, 更多的采取“以静制动”的方式, 尽量少调或甚至不调(观察期并不意味着一定完全不调, 但会十分谨慎, 力度和节奏会明显放缓)。

2、对国内经济的下滑认为是在预期之中, 对外部经济的风险开始更加重视。央行认为“我国经济继续平稳较快发展”, 与一季度措辞没有差异, 而且指出“当前我国经济金融运行正向宏观调控预定的方向发展”, 多了“预定”两字, 说明目前经济的小幅下滑是在央行预期之中的。对外部经济的评价措辞有所变化, 从一季度的“复苏的基础仍不够牢固”变为“面临的风险因素仍然较多”, 表现出更多的忧虑。

3、虽然承认“通胀压力仍然处在高位”, 但是“稳定价格总水平”的宏观调控任务已经不再被重点“强调”, 说明央行认为通胀在高位企稳的可能性较大, 虽然未必能快速回落, 但通胀预期可能会趋于稳定。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”, 一季度改为“强调稳定价格总水平的宏观调控任务”, 本次会议则删去了“强调稳定价格总水平的宏观调控任务”, 但在描述国内经济状态时增加了“通胀压力仍然处在高位”这句话。我们认为, 二季度的措辞变化意味着央行承认通胀的中枢较以前已经明显上移(近期温总理也提到全年通胀控制在 4% 有难度, 但 5% 以内的问题应该不大), 并且在短期内难以迅速回落, 但是价格水平可能已经在高位企稳, 所以货币政策从稳定通胀预期的角度而言已经基本实现目标, 未来的问题主要是如何调整货币政策力度, 在新的均衡态下既能保证经济的平稳增长, 又能防止通胀预期不再卷土重来。

4、对信贷从强调控到鼓励定向支持。一季度报告强调“严格控制对‘两高’行业和产能过剩行业贷款”, 二季度则强调“对‘三农’、中小企业的信贷支持”。

表 1. 历次央行货币政策委员会例会对于货币政策取向的措辞

	货币政策
2010Q1	继续实施适度宽松的货币政策，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。要把握好货币政策实施的力度、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。
2010Q2	继续实施适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点。
2010Q3	继续实施适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性和灵活性。
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。
2011Q2	要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度。

资料来源：PBOC，中金公司研究

附：二季度例会新闻稿

中国人民银行货币政策委员会 2011 年第二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，当前我国经济金融运行正向宏观调控预定的方向发展，但经济金融发展面临的形势依然复杂，世界经济继续缓慢复苏，但面临的风险因素仍然较多；我国经济继续平稳较快发展，但通胀压力仍然处在高位。

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，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度。要综合运用多种货币政策工具，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，特别是对“三农”、中小企业的信贷支持。要继续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、易纲、杜金富、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、马建堂因公务请假。中国人民银行济南分行负责同志列席了会议。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

