中国宏观周报

货币政策继续宽松

在过去几周，市场一度存在对货币政策立场可能转向收紧的担心。从流动性看，具有代表性的 7 天回购利率从 5 月 15 日的近期低点 1.94%攀升至上周五的 3.21%（图表 1）。此外，早前媒体报道*，人民银行通过定向正回购操作从一些金融机构回收了部分闲置的流动性，而且未续作部分近期到期的中期借贷便利（MLF）。

但在上周末央行果断宣布降息 0.25 个百分点和定向降准 0.5 个百分点之后，关于货币政策宽松的怀疑都应该已被打消。如果说货币政策立场发生了变化，那也是朝着宽松步伐加快的方向转变。除了周末降息和定向降准，上周四央行亦重启逆回购操作，向市场注入了 350 亿元的流动性，利率为 2.7%。这是央行 10 个星期后再次发行逆回购，部分原因是为了缓解季节性的流动性紧张。

我们认为，货币政策将继续保持宽松态势，直至经济进入持续复苏的轨道。我们仍然预测今年余下时间内央行还将下调存款准备金率 3 次，每次 0.5 个百分点。短期利率将需要保持在相对较低的水平上，因为：

- **长期借贷成本仍然居高不下**（图表 2）。政策宽松对银行体系内或债券市场上长期利率的传导仍显滞后，而流动性紧缩会妨碍此前系列宽松行动充分发挥其作用。央行可能会通过向金融机构发放额外的抵押补充贷款（PSL）或者从公开市场购买长期国债来引导长期利率下行，但这些操作只有在适当的流动性环境下才能充分发挥有效的影响。
- **作为央行中间政策目标的 M2 增速仍低于目标增长率**（图表 3）。随着外汇流入放缓，基础货币增长乏力，央行将不得不大幅下调存款准备金率来提升货币乘数，以保持 M2 增速在合理水平上。为对冲外汇流入放缓的影响，央行需要持续释放流动性，盘活存量基础货币。
- **经济增长仍然面临下行压力，通缩风险依然存在**（图表 4）。虽然 5 月份价格指数在低位弱企稳，但以此来确认经济迎来复苏仍为时尚早。尽管政策效果通常存在 6 至 12 个月的滞后期，但为更好地实现经济增长和通货膨胀目标，货币政策应等到经济出现更多复苏迹象时方可收紧。

图表见下页

联系人 **余向荣**
SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref：BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

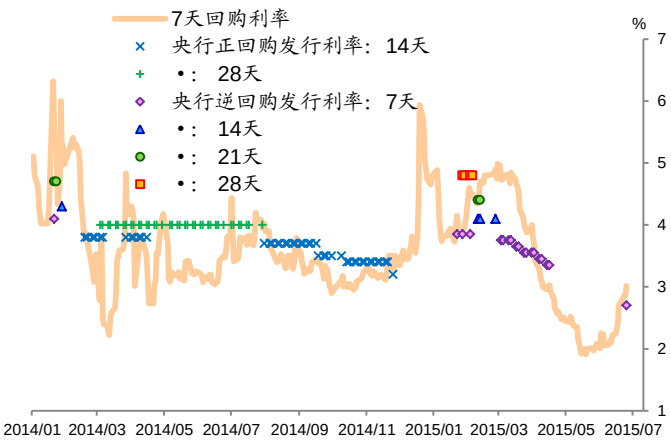
分析员 **梁红**
SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref：AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 央行宣布降息 0.25%及定向降准 0.5% (2015.06.27)
- 宏观经济 | 2015 年下半年宏观经济展望 (2015.06.23)
- 宏观经济 | 资本账户开放：你准备好了吗？ (2015.06.23)
- 宏观经济 | 美联储加息的赢家和输家 (2015.06.23)
- 宏观经济 | 余额宝收益率—中国货币市场利率—首次跌破 4% (2015.06.19)
- 宏观经济 | 更缓慢的加息步伐——美联储 6 月 FOMC 会议点评 (2015.06.18)

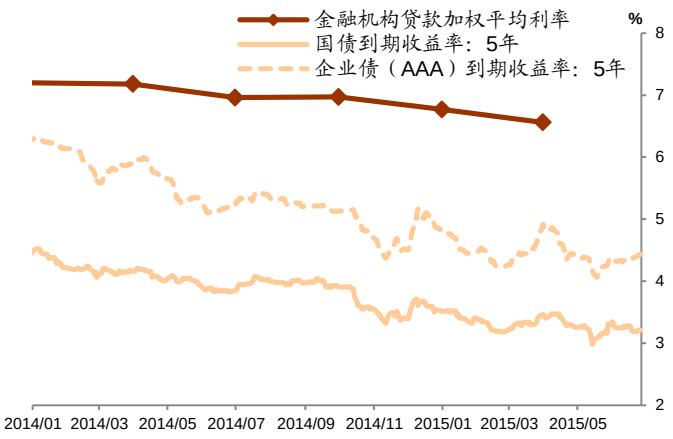
本中金公司报告仅授权给 zhangs@cicc.com.cn 阅读。

图表 1：银行间利率和央行回购操作



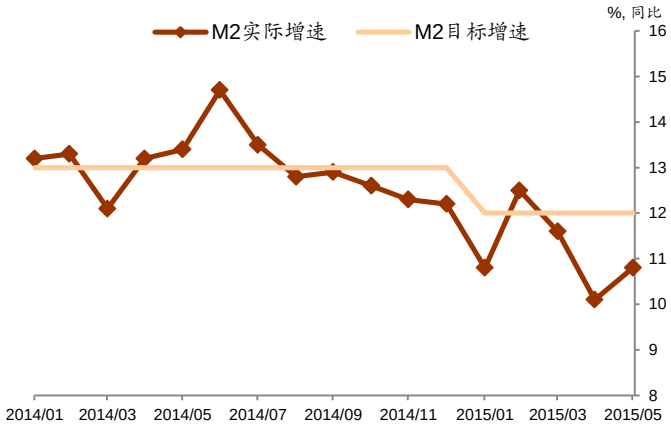
资料来源：中国人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 2：贷款利率和债券收益率



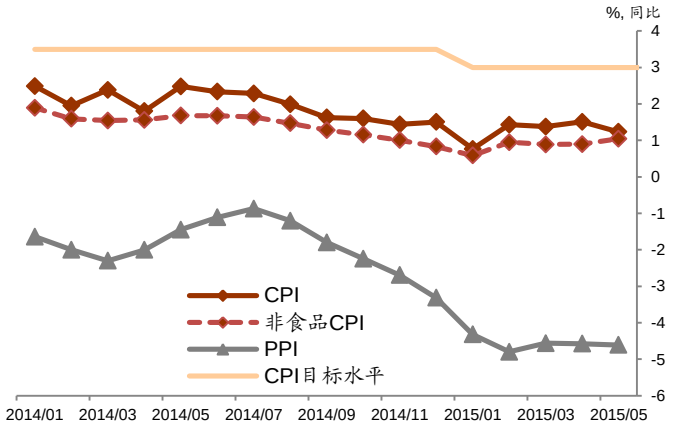
资料来源：中国人民银行，中央结算公司，万得资讯，中金公司研究部

图表 3：M2 实际和目标增速



资料来源：中国人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 4：实际和目标通胀水平



资料来源：国家统计局，万得资讯，中金公司研究部

* 资料来源：
http://www.reuters.com/article/2015/06/19/markets-china-bonds-idUSL3N0Z51E620150619
http://www.reuters.com/article/2015/06/05/markets-china-bonds-idUSL3N0YR26R20150605

本中金公司报告仅授权给 zhangs@cicc.com.cn 阅读。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。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。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将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一参考依据。

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

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。

V150602
编辑：张莹

本中金公司报告仅授权给 zhangs@cicc.com.cn 阅读。

北京
中金公司
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

上海
中金公司上海分公司
上海市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

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

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

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

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
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

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

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 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

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

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

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

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

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

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

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

CICC
中金公司

本中金公司报告仅授权给 zhangs@cicc.com.cn 阅读。