

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——“宽货币”还是“宽信贷”？

- 上周存准率普降 0.5 个百分点。本次存准率的下调，实际上从前一周的农信社差别存准率恢复已经可以得到启示，也与我们前一周出台的专题报告结论相一致。目前看，数量型宽松政策已经开启，我们认为这将在未来较长的一段时间内给予市场释放单向性信号：政策未来仅会放松而不会收紧。一旦市场再度收紧时，政策放松的预期就会随之加强。
- 尽管我们判断短期内存准率下调的目的在于对冲因外汇占款疲软导致的资金流失。但从一个政策转向的周期角度看，有必要了解央行这一系列的政策的目的究竟是为了“宽货币”还是“宽信贷”？存准率普降能够将冻结的法定存准转化为超额存准，相当于银行可动用的资金增加了，而理论上，降存准率也能够增加货币乘数。但实际上，由于提高超储率并无法直接增加表内存款，还必须经历“超储资金-贷款-存款”的转化方能实现，但这如前所述受到存款存量及存贷比的限制。这也就意味则如果央行要实现“宽货币”的话，降低存准率就行了，但要进一步实现“宽信贷”的话，还需要放松存贷比等其他政策的支持。
- 对于债市而言，宽货币意味着未来资金面对债市的支撑将是一个长期的过程，秉持“早投资早受益”的理念，那么现在加大投资力度是适宜的；但对于宽信贷，配置步伐则不宜过快。我们倾向于认为，目前央行降准的直接效果仅能提高银行超储率，但如果经济进一步下行的话，宽信贷将是必不可少的途径。目前这种“资金面已松但信贷未松”的状态应该只是过渡行情，收益率在明年一季度还存在反弹向上的可能性。

一、宏观经济分析及展望

1.1 存准率下调为哪般？

上周存准率普降 0.5 个百分点。本次存准率的下调，实际上从前一周的农信社差别存准率恢复已经可以得到启示，也与我们前一周出台的专题报告结论相一致。目前看，数量型宽松政策已经开启，我们认为这将在未来较长的一段时间内给予市场释放单向性信号：政策未来仅会放松而不会收紧。一旦市场再度收紧时，政策放松的预期就会跟随加强。

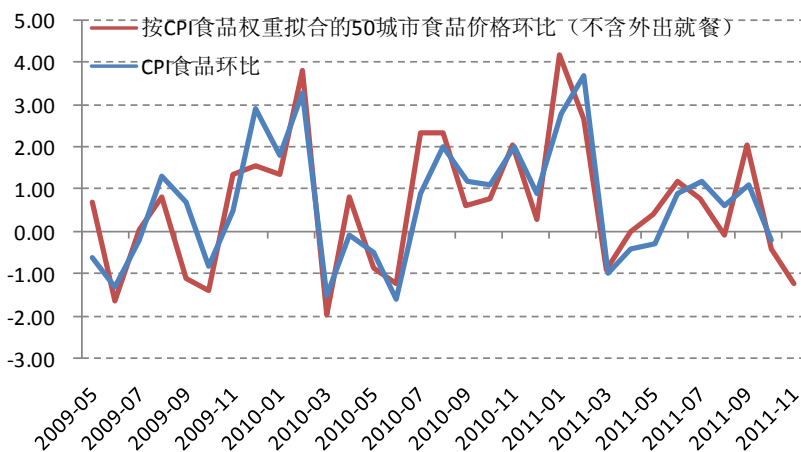
尽管存准率普降在市场上已经传言好久，但这次出台还是普遍超前于市场预期，我们认为，了解其出台的目的及内在原因能够为我们在未来更有把握看清央行调控的方向及节奏。目前市场对存准率下调的解释有两部分：一个是推动信贷；另一个是对冲资金流失。从信贷看，目前信贷增长的确较为疲软，货币乘数已经跌至 08 年调控末期的水平，降低存准率的确对推动信贷有帮助。但我们认为，这一逻辑忽略了目前制约信贷的短板其实是存贷比，存款增长不力才是制约贷款增长的主要因素，而降存准虽然能够提高超储率，但其释放出来的资金无法直接增加存款。事实上，脱媒导致存款流失才是真正导致贷款增长疲软的主要原因。

我们认为，存准率下调更大的目的在于对冲因外汇占款疲软导致的资金流失。近几年来，基础货币一直维持正增长，外汇占款的被动投放对其的贡献占主导地位，由于外汇占款一直保持月均 2500-3500 亿的投放量，而这也导致了央行在实行较高的存准率用于抑制货币乘数时，M2 的增量不至于过低。由于 11 月外汇占款疲软程度很可能再度超出预期。在 12 月份基础货币缺乏更大的增长途径（外汇占款、公开市场到期量不大），货币乘数难以马上抬升，M2 增速持续下滑的背景下，促使本轮数量型放松政策出台。

我们判断，除非外汇占款能够恢复，否则存准率一次小幅调降仅能短期内令资金面宽松，随着脱媒化的愈演愈烈，目前的局面还将持续重演，我们判断，进一步的政策宽松依然可期，如存贷比限制及存准率的再度下调，在明年一季度还将进一步为债市释放利好信息。

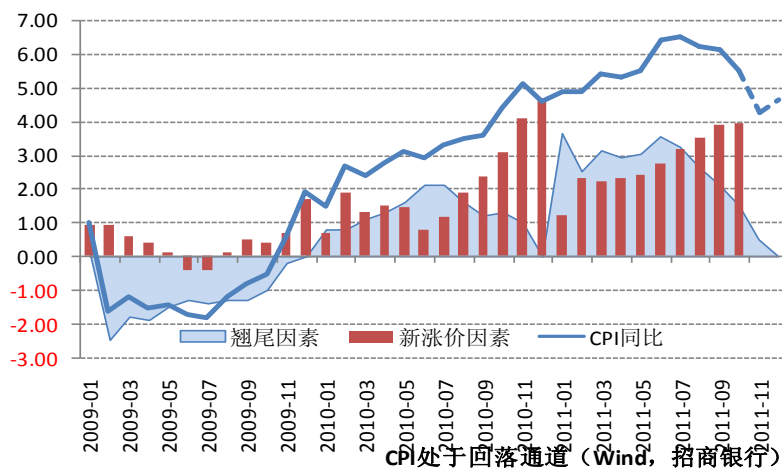
1.2 通胀加速下行

11月份的通胀已经显示出加速下行的趋势。从目前已经确认的高频数据可以看出，一方面，食品价格还将延续负增长态势，且幅度较10月份有所加大，我们预计环比将达到-0.9至-1.1%之间，另一方面，受房地产不景气的影响，居住价格涨幅进一步受限，非食品价格走势还将延续低于季节性增速的局面。综合看，11月份CPI环比涨幅将在-0.19%至-0.27%之间，相对于10月份的环比增速，有了较大幅度的下滑，且远低于历史均值。



11月50城市食品价格环比进一步下滑（Wind，招商银行）

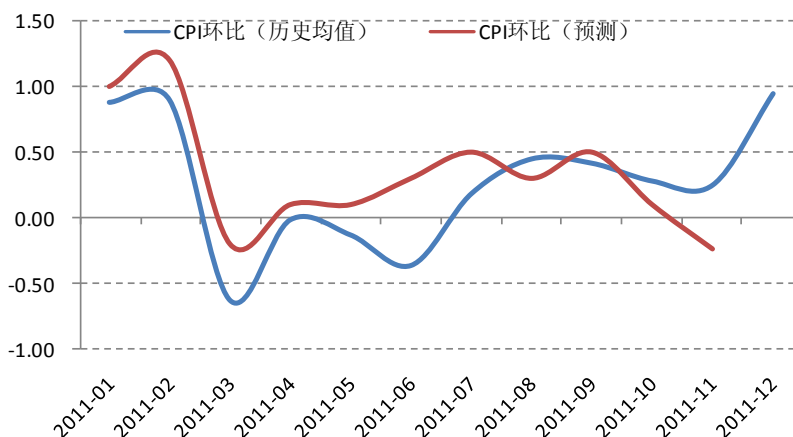
真正影响11月份同比数据的主要是翘尾因素。尽管环比负增长将拉低新涨价因素，但真正造成11月份同比数据大幅下降的主要是翘尾因素回落1个百分点。综合翘尾及环比等因素，我们调降10月初的预判，11月CPI同比增速落在4.2%-4.3%之间。



CPI处于回落通道（Wind，招商银行）

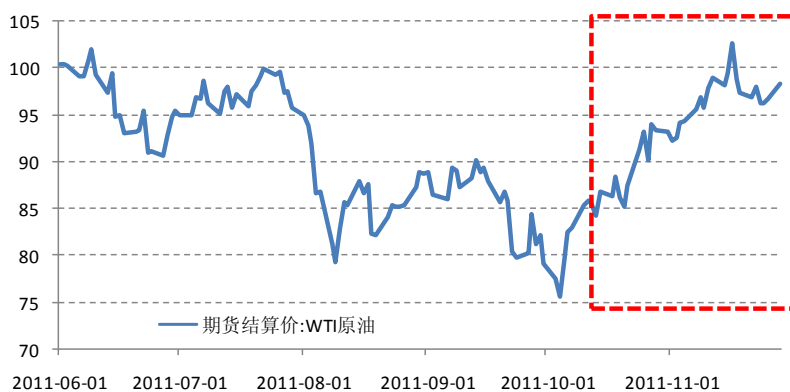
明年翘尾因素对CPI的影响不大。明年翘尾呈前高后低的趋势，

最高月份出现在1月份，幅度达到3.5%，从9月份开始，翘尾将下行到1%以下的水平。除了年初对CPI同比的抬升影响较大外，明年翘尾因素的CPI的影响不大。我们认为，影响明年CPI的最主要因素还在于食品价格的波动。

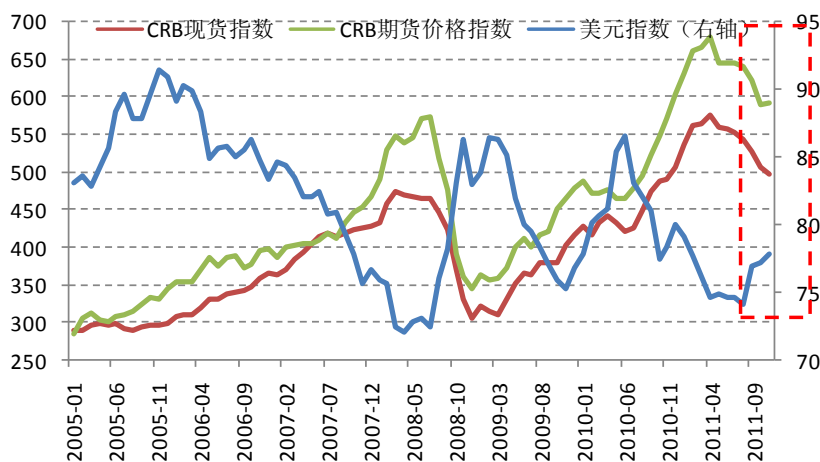


11月CPI环比有较大概率进入负区间 (Wind, 招商银行)

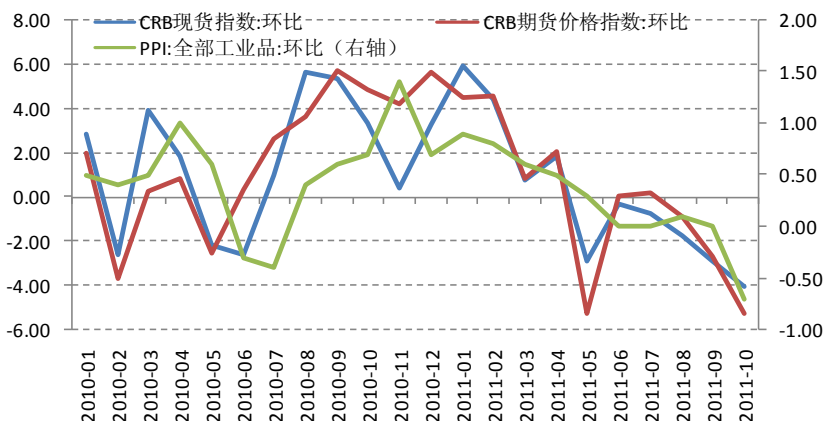
从近期大宗商品的走势看，除了油价依然延续高位外，近期美元指数再度走强，CRB指数延续回落趋势。基于对未来外围经济疲软的假设，我们判断大宗商品难以再度复制2010-2011年上半年持续抬升的走势。从短期看，除了煤炭价格依然维持上涨外，其余主要的工业品出厂价格依然延续下降趋势，我们判断，11月份PPI环比还将延续负增长态势。



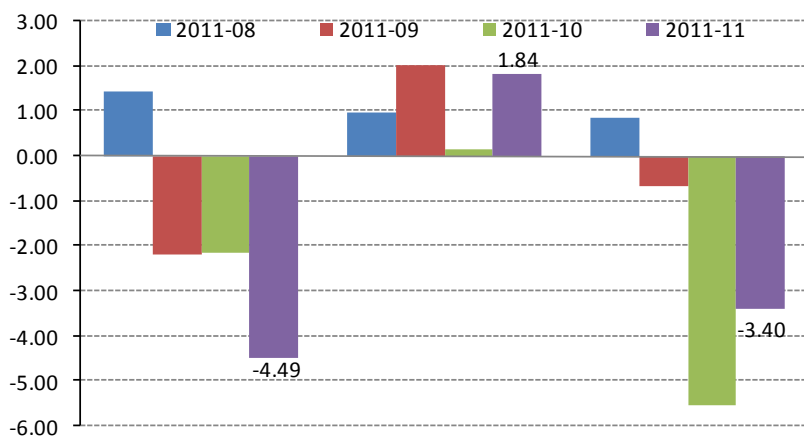
WTI原油价格已经再度回升至近100美元的高位 (Wind, 招商银行)



美元指数与CRB指数 (Wind, 招商银行)



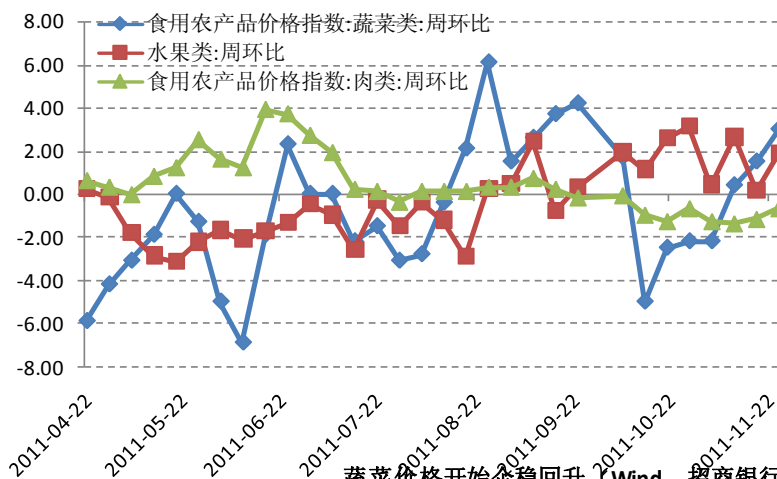
9月份以来CRB及PPI呈加速下行趋势 (Wind, 招商银行)



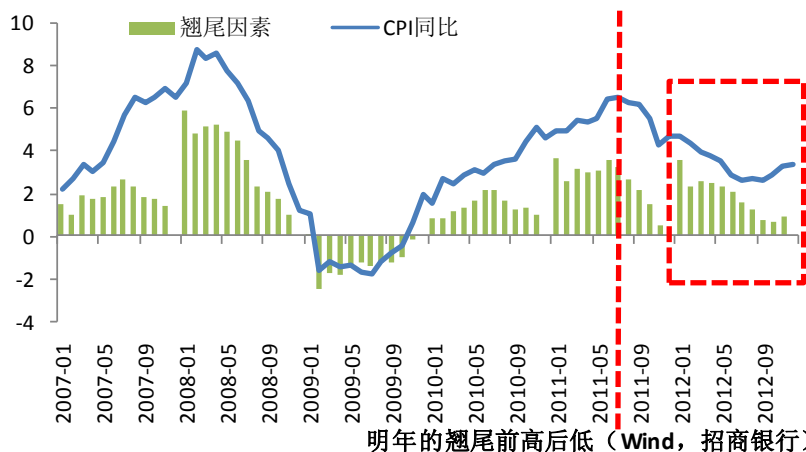
主要工业品出厂价格依然延续负增长 (Wind, 招商银行)

目前不确定性比较大的依然是食品价格。11月份蔬菜虽然较10月份有较大幅度的下滑，但中旬开始，已经可以看到蔬菜价格出现企稳迹象，加上传统上12月至明年2月份的季度性上涨，短期内出现波动的可能性依然比较大。我们认为，影响明年1季度将是CPI

的高点,而影响CPI上限的主要因素就在于食品价格能否维持平稳。



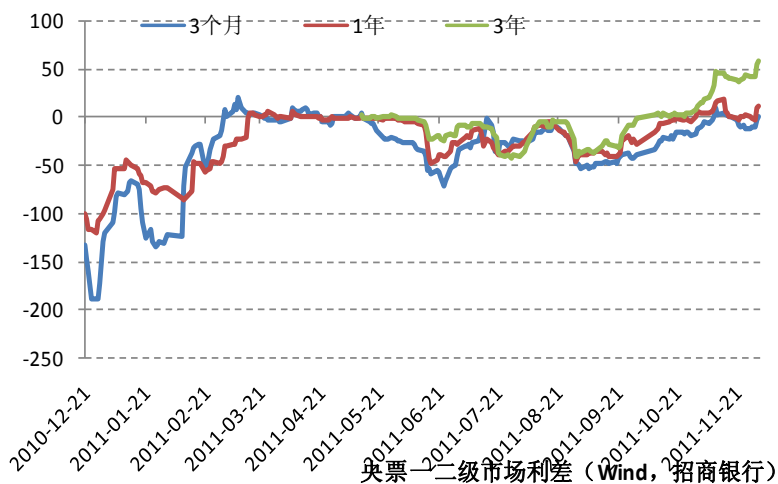
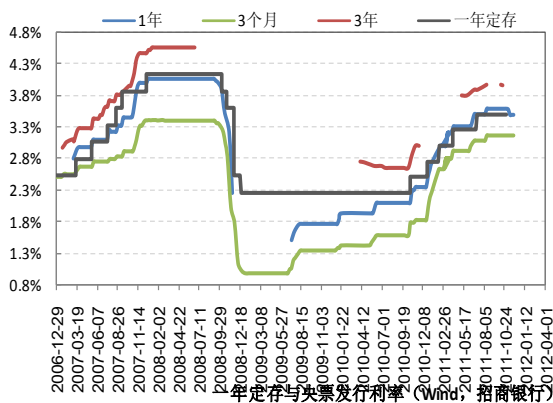
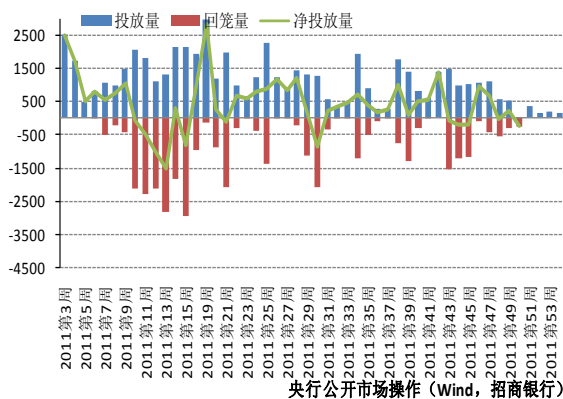
对于明年整体走势,我们判断,CPI将呈现前高后低的走势,高点可能出现在一季度1-2月份期间,主要原因是受翘尾及春节食品因素的影响,三季度是年内低点,同比增幅有望下穿3.0%。受全年翘尾因素进一步走低的影响,我们将全年CPI增幅预测调降至3.5%左右的水平。



二、债市回顾及展望

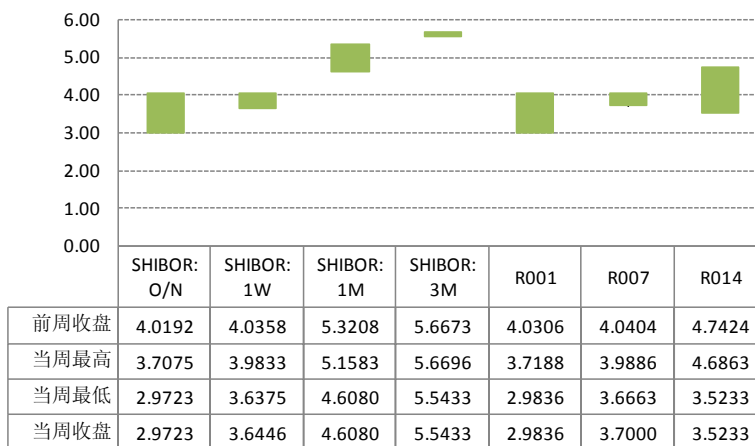
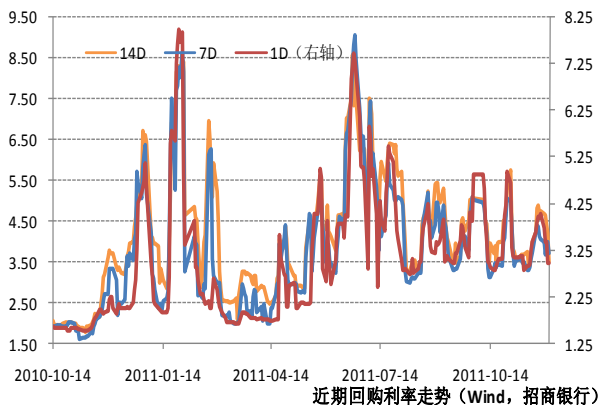
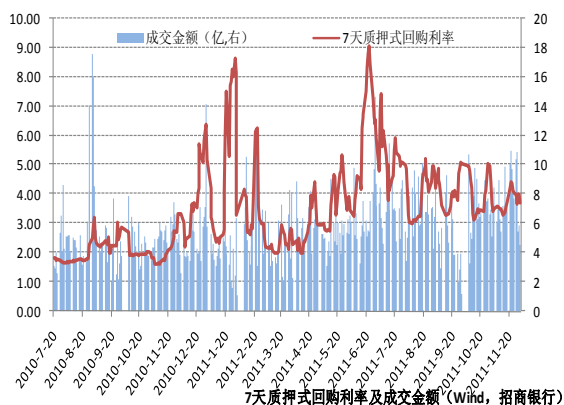
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净回笼资金 240 亿，其中到期资金 20 亿，央票发行 160 亿，28 天正回购操作 100 亿。3 个月、1 年期央票发行利率持平。



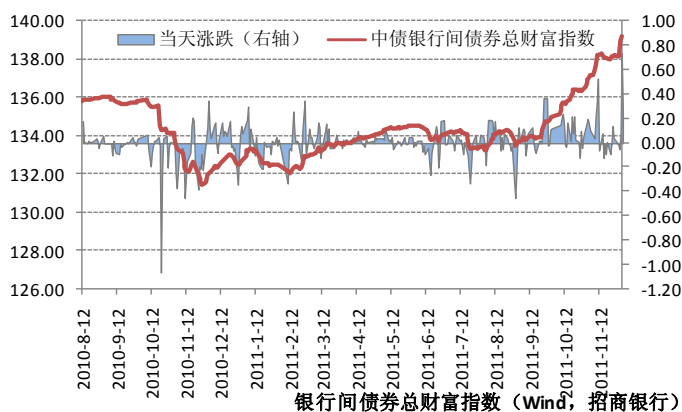
2.2 资金面及货币市场

上周资金面进一步放宽，但受月末因素的影响，7 天回购依然维持在 3.7-4.0% 的范围内波动，短期内市场资金面尚未完全放缓。但我们预计，未来资金面走宽的预期已经形成，本轮存准率下调释放资金 3700 多亿，加上年末大概有超万亿的财政存款投放，在预期上对资金面的支撑将进一步形成。

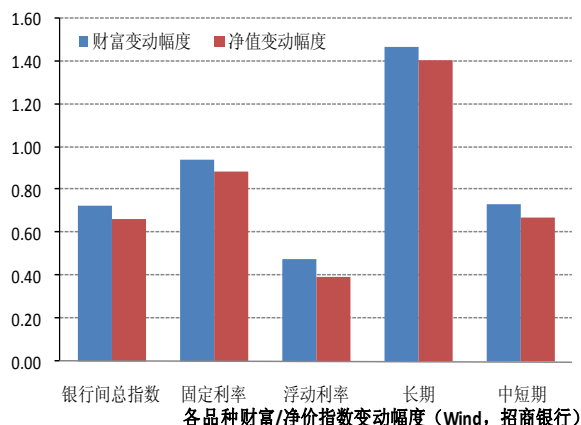
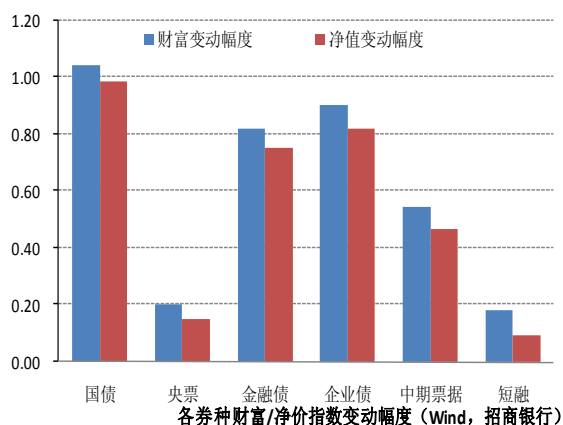


2.3 利率走势及债券市场

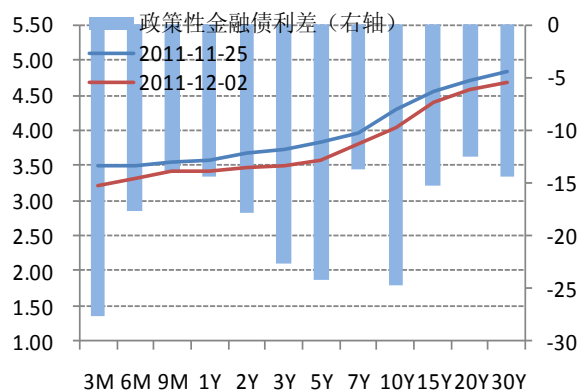
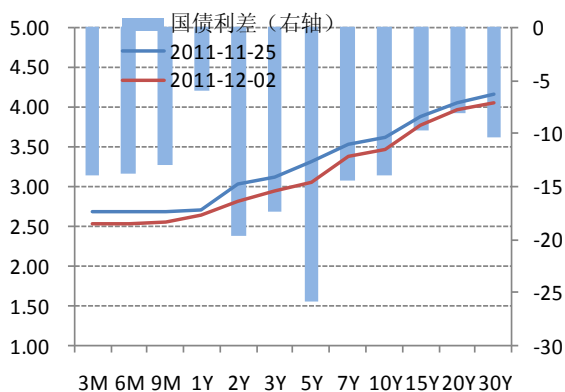
一级市场方面，上周仅发行一期 5 年固息农发债，由于是下调存准后的第一次一级市场招标，市场普遍关注本次招标情况。从最终中标利率及投标倍数看，中标利率为 3.55%，比降准后的预测值低了近 10BP，首场投标倍数高达 2.37 倍，显示数量型扩充政策开启后，市场重新找回做多动力，对政策放松及经济下滑预期进一步加强。



现券市场方面，周一至周三市场关注焦点主要集中在经济基本面上，收益率维持震荡，没有明显的方向性趋势。但从周四开始，受存准率下调及PMI进入萎缩区间的影响，银行间利率产品交投活跃，各品种估值均出现不同程度的上涨，涨幅较大的主要集中在国债、金融债及企业债等长久期品种、此外固息涨幅也大于浮息，长期品种优于中短期。

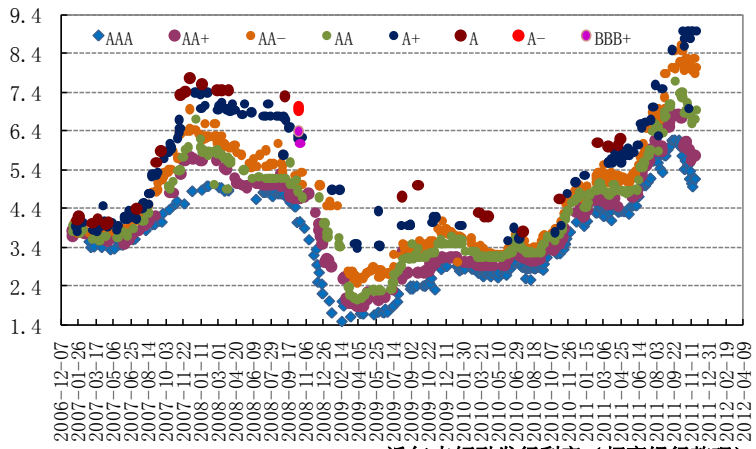


上周国债及金融债收益率均出现全线下行。国债下行幅度较大的主要集中在2-5年中端，下行幅度有17-26BP，其余年限也有14BP以内的跌幅；金融债方面，3年、5年及10年下行幅度较大，达到23-25BP，其余年限跌幅也在14-15BP之间。

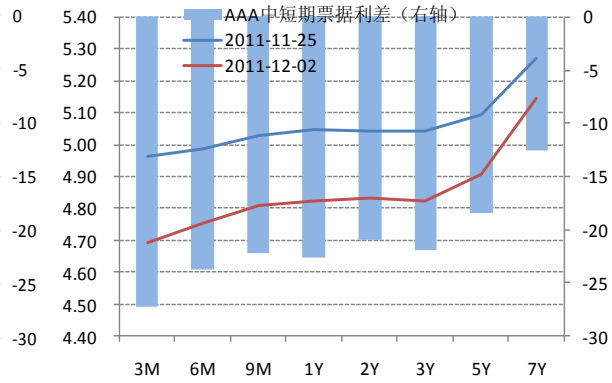
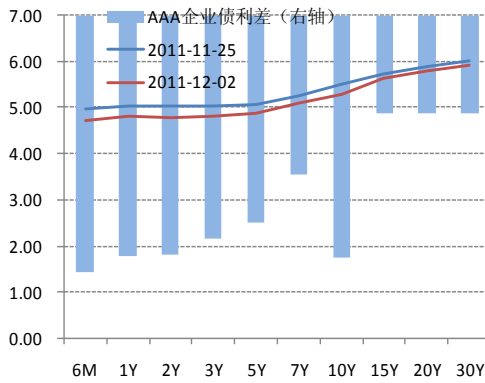


2.4 信用市场走势

上周信用市场的买盘也有所恢复，交投活跃程度明显提高，但主要集中在高评级券种。3年以内短融及中票整体下滑21-27BP，5-7年长端跌幅较小，但幅度也有13-18BP。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

上周存准率普降 0.5 个百分点。本次存准率的下调，实际上从前一周的农信社差别存准率恢复已经可以得到启示，也与我们前一周出台的专题报告结论相一致。目前看，数量型宽松政策已经开启，我们认为这将在未来较长的一段时间内给予市场释放单向性信号：政策未来仅会放松而不会收紧。一旦市场再度收紧时，政策放松的预期就会随之加强。

尽管我们判断短期内存准率下调的目的在于对冲因外汇占款疲软导致的资金流失。但从一个政策转向的周期角度看，有必要了解央行这一系列的政策的目的是为“宽货币”还是“宽信贷”？存准率普降能够将冻结的法定存准转化为超额存准，相当于银行可动用的资金增加了，而理论上，降存准率也能够增加货币乘数。但实际上，由于提高超储率并无法直接增加表内存款，还必须经历“超储资金-贷款-存款”的转化方能实现，但这如前所述受到存款存量及存贷比的限制。这也就意味则如果央行要实现“宽货币”的话，降低存准率就行了，但要进一步实现“宽信贷”的话，还需要放松存贷比等其他政策的支持。

对于债市而言，宽货币意味着未来资金面对债市的支撑将是一个长期的过程，秉持“早投资早受益”的理念，那么现在加大投资力度是适宜的；但对于宽信贷，配置步伐则不宜过快。我们倾向于认为，目前央行降准的直接效果仅能提高银行超储率，但如果经济进一步下行的话，宽信贷将是必不可少的途径。目前这种“资金面已松但信贷未松”的状态应该只是过渡行情，收益率在明年一季度还存在反弹向上的可能性。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。