

分析师：

刘俊郁

0755-83076506
jerryjyliu@cmbchina.com

山雨欲来风满楼

——2012年中国经济及债市展望

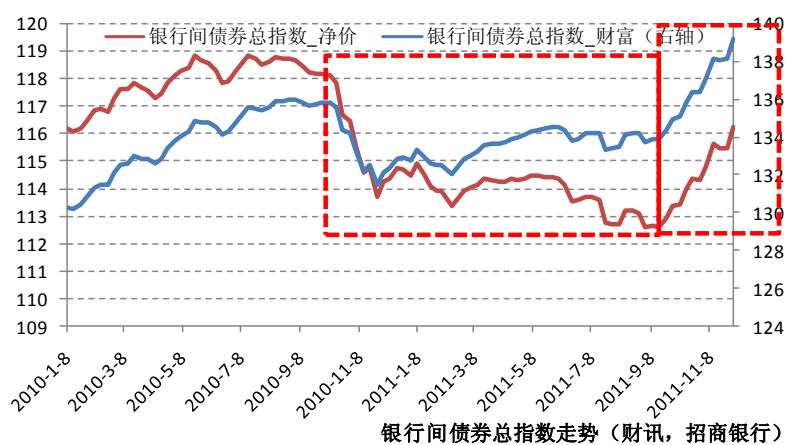
- 自10月份开始，欧洲债务危机进一步深化，同时欧美经济疲软程度再度超出市场预期，外需大幅下滑，外汇占款负增长，市场对国内经济放缓甚至硬着陆的预期再度上扬，对全球经济前景也出现全面性下调。但另一方面，数量型宽松政策已经再度重启，包括资金面放宽、存准率普降等政策也陆续出台。此情此景均与08年末的金融海啸似曾相识。究竟未来的欧债危机是否会演变为当年的金融海啸？未来希腊、意大利对于欧盟而言是否堪比贝尔斯登、雷曼之于美国？未来经济及货币政策是否会重蹈08-09年老路，这一切均有待时间去证实。山雨欲来风满楼，这是我们站在当前时点上对明年经济及债市的展望。
- 国内经济增速短期内还将延续放缓趋势。从三驾马车的动力看，内需情况要远远好于外需，但整体经济环境面临内外交困的局势并没有发生改变。在房地产政策维持紧缩的大前提下，基建投资独立难支，类似09年大规模投资难以重启。未来经济软着陆的可能性较大，环比见底至少需要二季度之后才能看到。短期内的不确定性主要在外需大幅疲软对国内造成的冲击及房地产去库存对上下游产业链的影响上。
- 明年的通胀高位在一季度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，同比增幅有望下穿至2.6%。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3.2%左右的水平。未来的不确定性主要是年初食品的涨幅（关系到全年新涨价因素）及国际大宗商品的走势。
- 对于明年的资金面及货币政策，一是资金脱媒还将持续；二是外汇占款还将维持疲软态势，导致基础货币投放明显减少，在货币乘数难以马上放大的情况下，M2增速下行趋势难以改变。随着脱媒化愈演愈烈，未来存贷比定向放松及存准率下调等政策依然可期，预计全年降准次数为2次，但如果外汇占款低迷超预期，降准有望增加到4次；明年一季度降息可能性极微，但如果经济加速下行，降息概率将进一步增加，但全年降息次数不超过2次。在此基础上继续降准及降息的空间有限。
- 对债市而言，经济增速在二季度末之前还将延续下行趋势，而通胀见底的时间很可能出现在明年三季度。受此影响，政策方面也将在1-2季度进一步释放利好消息，从全年的角度看，上半年债市还将延续牛市格局，收益率底部应该出现在2季度末3季度初，如果国内经济放缓超预期，底部出现时点还将进一步延后。从全年配置的角度看，我们建议可在一季度收益率高点时拉长久期，借助“经济+通胀”双下行的动力及政策放松的助推以获取估值收益；而三季度开始，经济及通胀有望见底，投资策略应从侧重估值收益转化为侧重持有利息收入。

一、2011年债市回顾

作为我国经济及政策的晴雨表，2011年的银行间债券市场，体现为冰火两重天的局面。

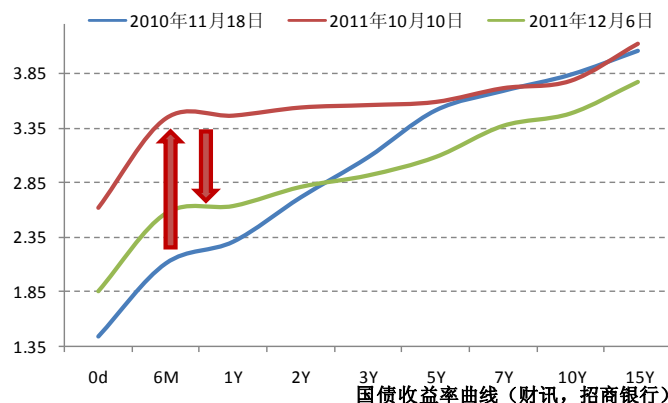
前三季度央行提了6次存准率，加了3次息，在利率及数量型政策上实行双重紧缩的策略，但尽管如此，通胀一直持续抬升，直至9月份才开始回落。体现在债市上表现为牛皮市行情，自去年10月份第一次加息以来，债市收益率出现大幅抬高，1-3季度市场并没有实质性的趋势性机会，同时在脆弱的资金面的影响下，收益率持续居高不下。

这一情况直至9月下旬才出现改变，受欧洲债务危机再度深化及外围经济前景回落的影响，市场对国内经济硬着陆的预期开始增强，债市走势重回经济基本面的主导，加上CPI拐点已经出现，同时监管层释放出政策微调的信号，市场做多热情释放，债市重归牛市。

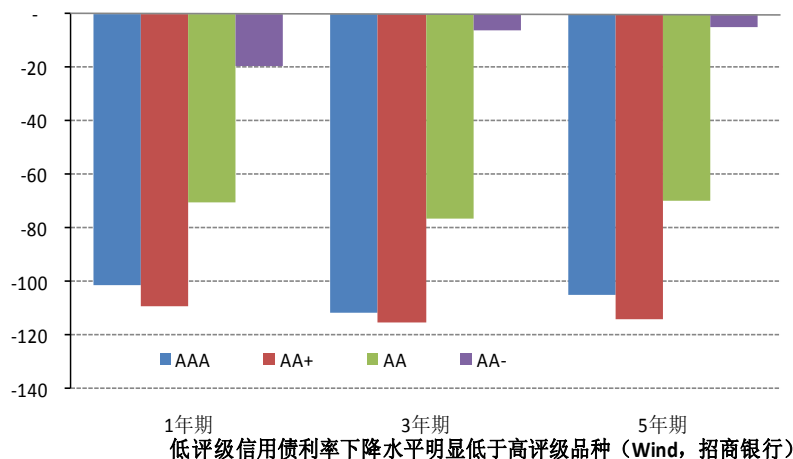
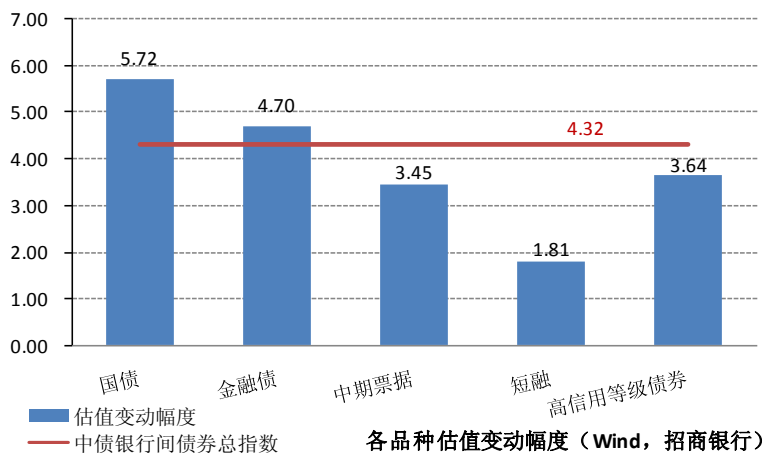


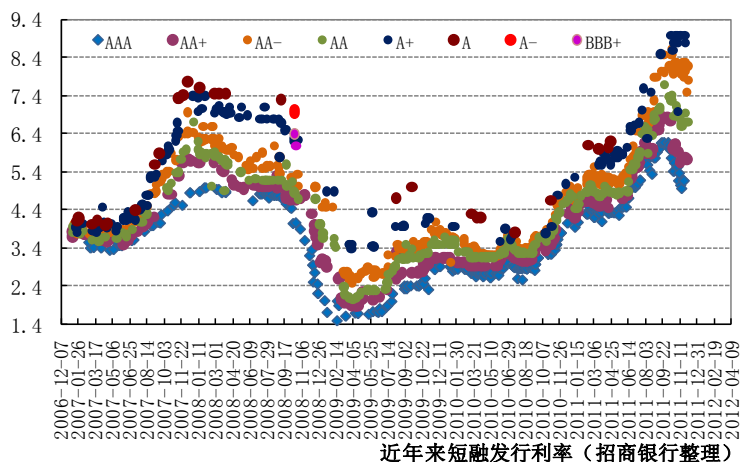
纵观全年走势，我们认为前期的债市体现为如下特点：

1、收益率曲线“牛市增陡”但扁平化态势依然严重。长端方面，5年以上国债收益率已经全面低于去年同期（第一次加息后）水平，但另一方面，市场普遍预期短期内不会降息，受央票发行利率的制约，收益率难以下行，曲线扁平化趋势依然较为明显；



2、信用溢价持续位于高位。从4季度的反弹来看，信用产品涨幅普遍低于利率产品。同时一二级市场低评级信用债收益率下降幅度远远小于高评级品种。我们认为这主要源于市场对未来经济前景依然信心不足，同时对前期城投债的信用危机心存余悸，特别是近期国内经济增速持续放缓，企业资金链断裂，造成虽然市场转牛，但信用溢价反而愈发高涨。





未来的债市，何去何从？ 作于对国内外经济及政策的高度敏感的银行间市场，我们认为，影响明年经济基本面及资金格局的主要有以下几个问题：

1、欧债危机是否会影响到未来的债市格局？ 目前来看欧债危机主要影响层面在于宏观经济方面，但未来随着欧洲银行业对希腊及意大利敞口进一步爆发危机，这场欧债危机是否会进一步传导到核心国家并引起系统性风险，进而传导到国内经济及债市的前景？

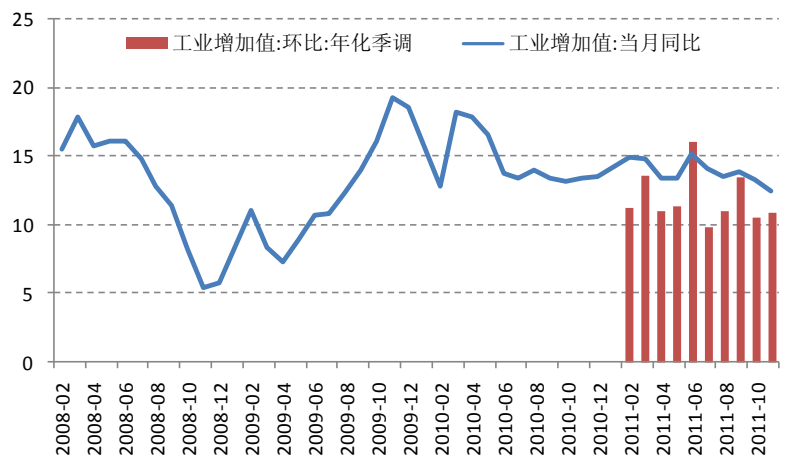
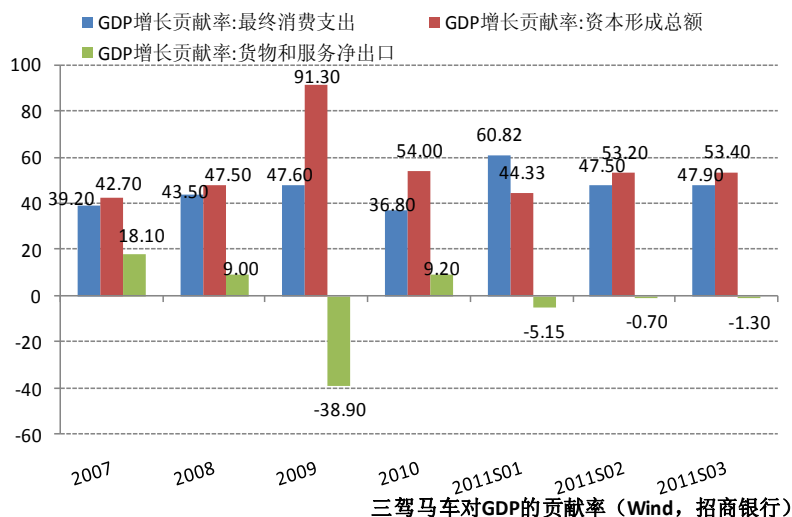
2、未来通胀是否会持续下行？ 今年CPI最高增幅达到6.5%以上的高位，目前虽然高位下行，但这种下行趋势是否能够在明年进一步稳固，将关系到未来货币政策的取向及力度，进而影响到未来的经济前景及债市走势。

3、央行政策微调的方向及幅度会有多大？ 前段时间温家宝的微调论显示信贷层面上政策可能会有微调或定向宽松的可能性，央行三季度货币政策执行报告也释放出政策转向的信号，这对未来的经济及债市的影响如何？

二、国内经济还将延续放缓趋势

国内经济增速短期内还将延续放缓趋势。从三驾马车的动力看，内需的情况要远远好于外需，但并不能改变目前经济放缓的趋势。从近两个月工业增加值的增速看，无论是环比还是同比，增速下行的趋势并没有改变，虽然受到基建投资放开的影响，固定资产投资依然维持较为平稳的态势，而由于通胀下行，零售消费实际增速也有所反弹，但整体经济环境面临内外交困的局势并没有发生改变。

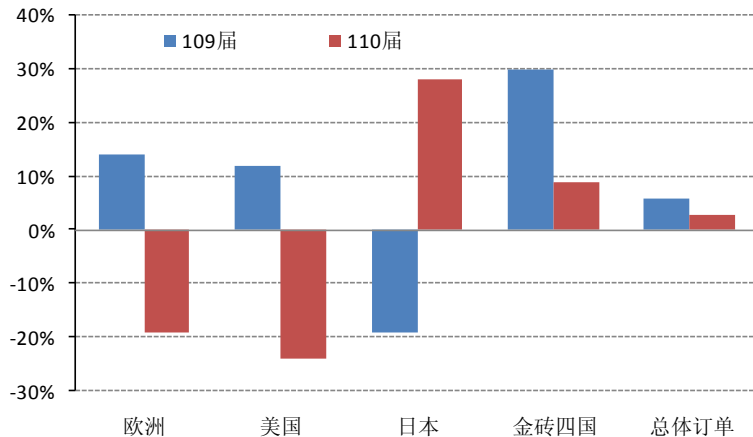
我们判断，短期内经济还将延续疲软态势，至少在明年2季度之前，难以看到经济反弹的可能性。短期内我们认为最大的不确定性是外需大幅疲软对国内经常账户及国际账户造成的冲击及房地产行业去库存对上下游产业链的影响上。



1、 外需疲软对国内经济的冲击已经开始显现

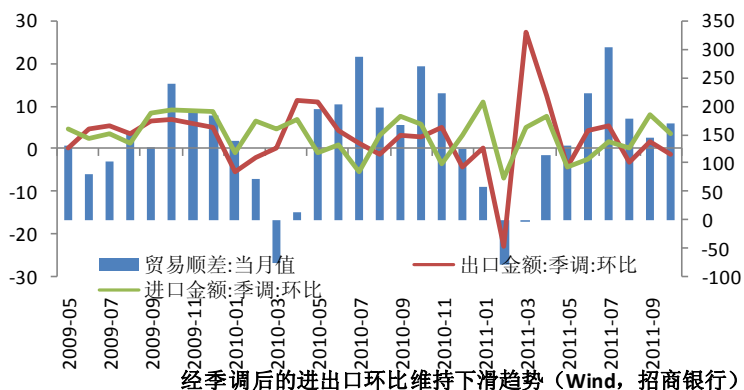
对于第一个问题，即外需对国内经济的冲击，今年广州秋交会已经显示出外需进一步遇冷的征兆。具体表现在欧美订单大降，短单比重接近 90%，显示欧美经济共振对我国经常账户的影响已经开始体现出来。

➤ 11 月份结束的秋交会显示，除了日本因重建需求导致外需有所增长外，欧美传统发达国家外需疲软的影响已经开始显现。



本次广交会显示出外需进一步遇冷的征兆（招商银行整理）

虽然目前贸易顺差并没有出现明显回落，但主要源于进口的下滑幅度高于出口，从环比季调后的数据看，出口出现负增长，而进口也延续大幅下挫的趋势，表明未来的外贸前景并不乐观。近两个月制造业 PMI 也显示出，新出口订单已经处于萎缩区间，且其下滑幅度远大于新订单幅度，表明外需遇冷情况远大于内需，我们判断外需不振对中国经常账户的拖累在明年上半年还将持续。



经季调后的进出口环比维持下滑趋势（Wind，招商银行）

无独有偶的是，今年 10 月份外汇占款首度出现负增长，再度引发市场对未来资金面前景的担忧。

我们在今年的四季度专题报告中已经强调：外围经济疲软

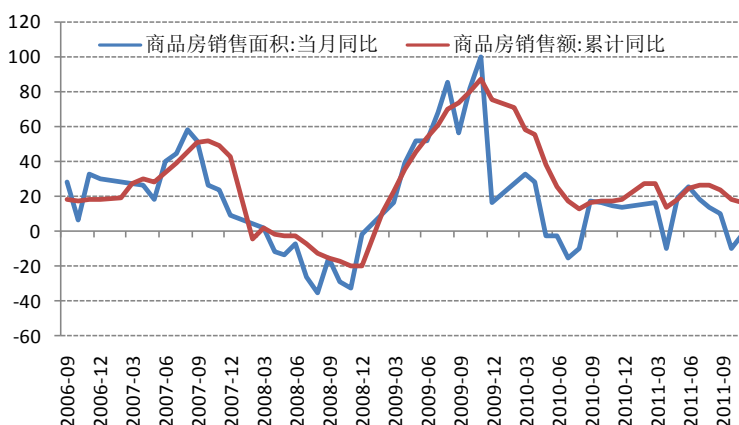
对我国的传导，在前15年主要是以对经常账户，即对外贸的冲击为主，但自09年以来，随着我国国际账户进一步放开及中国与全球工业生产链和供应链结合得进一步紧密，外围环境对中国的影响已经进一步演化成为集合热钱、输入型通胀及外贸出口等多方位的影响。

我们判断本次外汇占款负增长爆发的背景源于四季度欧债危机进一步加深，同时国内连续爆发出房地产销售低迷，民间资金链断裂等事件，令海外市场对未来中国经济出现硬着陆的预期进一步强化，导致了资金开始从国内市场撤离。

虽然目前仅凭一期的外汇占款负增长难以断定未来是否还会延续热钱主动出逃的趋势，但如果这种趋势得以持续，将对未来基础货币形成挤压，那么不排除数量型放松政策会进一步放松的可能性。（具体见第四节：资金面及货币政策展望）

2、 房地产去库存化拉动上下游产业链出现连锁下滑

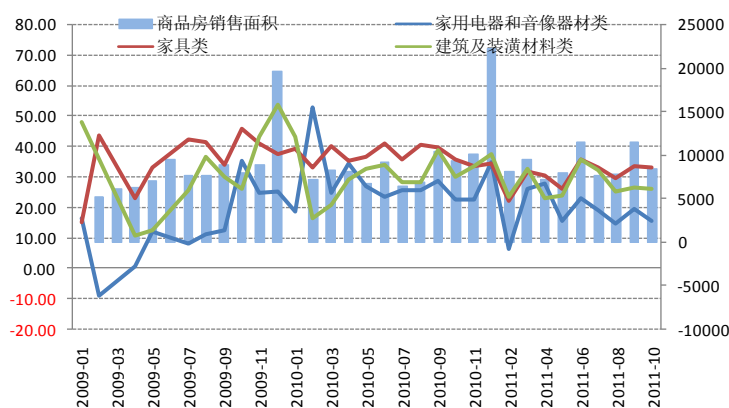
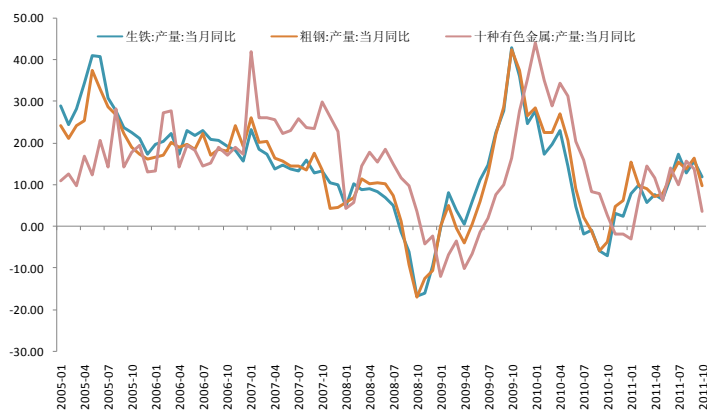
而对于房地产开发投资而言，4季度以来商品房销售额出现较大幅度的下滑，单月商品房销售面积更是出现负增长。由于近期政策层多次强调未来房地产调控基调不会发生改变，销售的下滑预计还将对房地产开发产生进一步的压力。从领先指标看，自9月份以来，新开工面积增速已经下行到个位数，这将加速未来房地产施工面积的下滑。



10-11月房地产销售面积均出现负增长 (Wind, 招商银行)

近期分行业工业增加值及零售消费均已经显现出房地产去库存化对上下游产业链的影响。上游钢铁、有色金属等基础材料均已经出现一定幅度的下滑；同时房地产销售的疲软也对建

筑装潢、家具及家电等消费产生不利影响。我们认为到明年一季度，房地产开发投资增速将出现更大幅度的下行，并进一步拉动上下游产业链出现连锁下滑。



房地产销售疲软带动下产业零售消费出现下滑 (Wind, 招商银行)

3、 2012 年经济展望

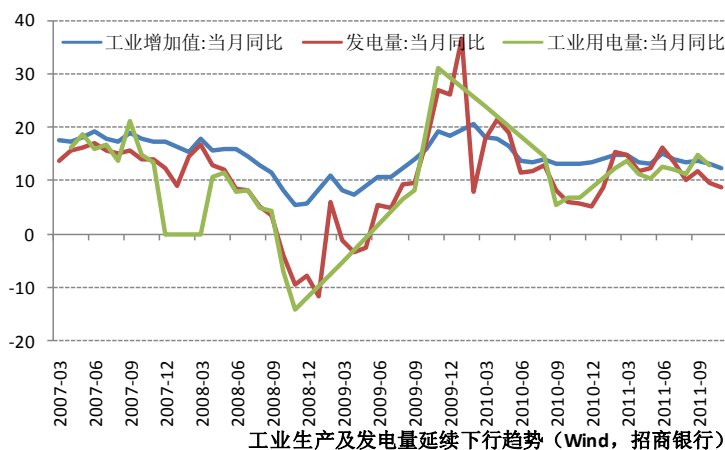
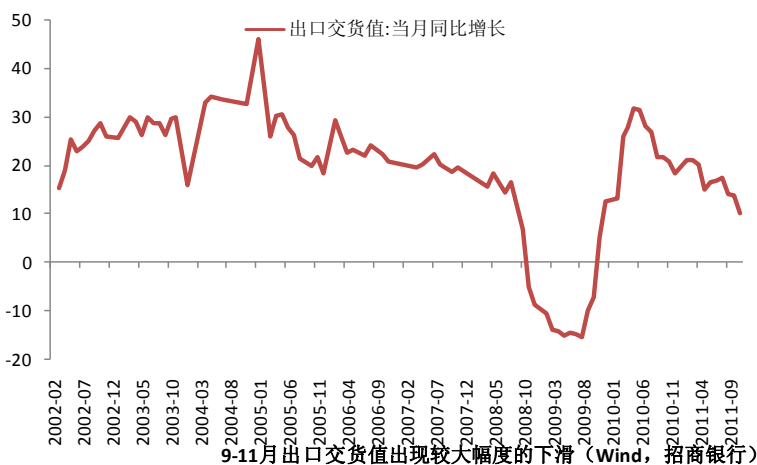
展望明年，我们一个基本假设是，未来欧债危机还将持续发酵，所带来的经济疲软及外需下滑还将在明年年内长久影响我国经济。即使危机有所平复，海外经济也将进入较为长久的资产负债修复过程，在缺乏新的经济增长动力及面临财政收入——支出轮番减少的恶性循环的情况下，外需的不振还将延续较长的一段时间。

主导未来经济前景的还是在内需方面。在房地产政策维持紧缩的大前提下，基建投资独立难支，类似 09 年的大规模投资已经难以重启，我们倾向于认为，未来经济增速下行的风险正在加大，但内需的主导作用趋于加强，无论是消费还是投资对经济增速的贡献率均较 2011 年有所增大，未来经济软着陆的可能性较大，环比见底至少需要等到二季度之后才能看到。

[专题分析]: 内需所受到的冲击远远小于外需

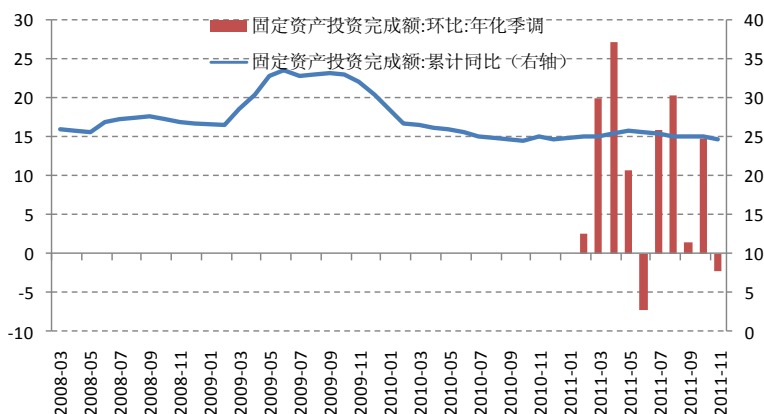
从工业生产的明细数据看, 4 季度以来的发电量数据进一步下行, 除了煤电紧张等因素外, 工业生产的放缓也是原因之一。此外, 机电产品受外贸疲软的影响, 钢铁等工业基础产品受房地产开工大幅锐减等影响, 均出现不同程度的下行。由于工业增加值一般为经济的同步指标, 反映出最终经济产出的增速, 这表明目前的经济下行的趋势依然在延续。

➤ 四季度开始, 出口交货值延续下行趋势, 同时产销率也出现一定幅度的下滑, 显示需求的减弱是导致最终工业生产增速下行的主要原因。

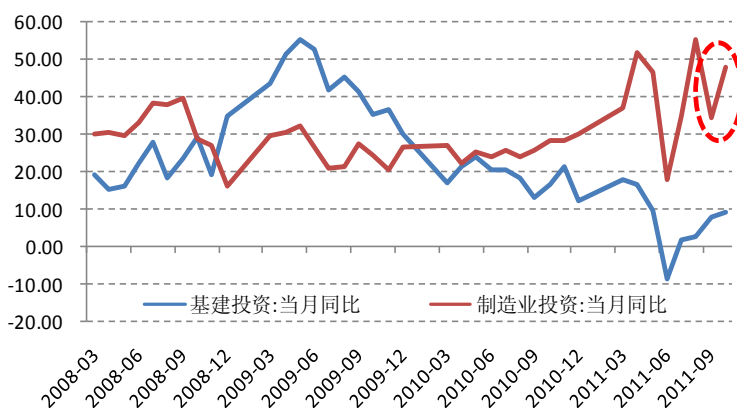


固定资产投资此消彼长。虽然 4 季度开始房地产对投资的支撑有所减弱, 但受基建投资加速, 固定资产投资增速依然维持在较高的水平。但我们判断这种趋势难以持久。随着房地产开发投资的进一步下行, 整体投资增速难以持续延续高位。

从资金来源上看, 国家预算内资金从 10 月份开始已经出现较大幅度的增长, 与基建投资的加速增长相匹配, 显示国家预算资金有所放开, 这将对未来因房地产下滑产生的缺口提供一定的补充。

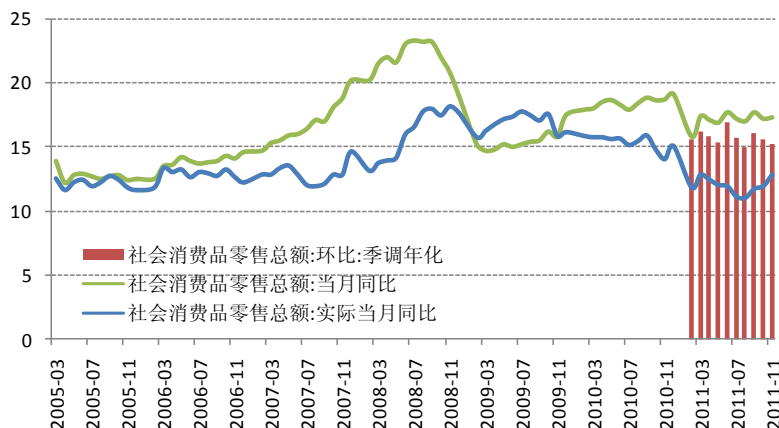


11月份固定资产投资延续下行趋势 (Wind, 招商银行)



基建投资加速是推动固定资产投资维持高速增长的主要原因 (Wind, 招商银行)

名义消费下滑，实际消费抬升。近三个月零售消费虽然出现小幅下滑，但是受物价加快下行的影响，实际零售消费增速依然延续加速增长的态势，环比增速也延续稳定趋势，诸如食品、日用品等日常消费依然维持稳定，表明目前内需零售方面受到国外市场动荡的影响较小。

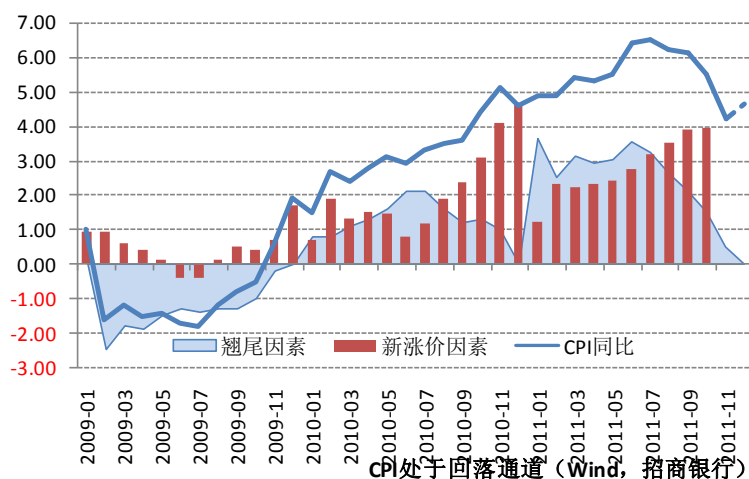


名义消费小幅下降但实际消费有所抬升 (Wind, 招商银行)

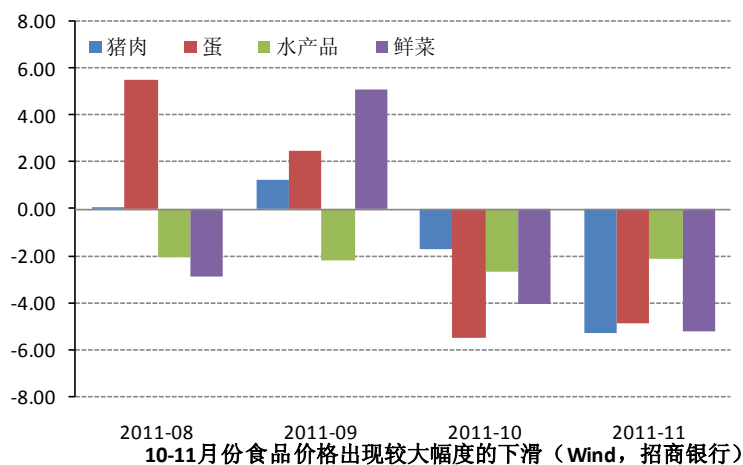
三、 明年通胀前高后低

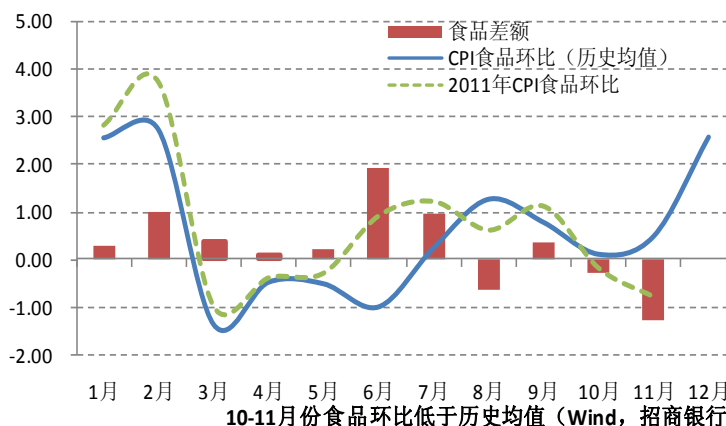
通胀下行的趋势已经确定。自8月份CPI创下6.5%的新高后，10-11月份CPI已经出现加速下行的趋势，但从原因看，推动CPI加速下行的原因主要有两个：一个是翘尾因素；另一个是食品价格。

从翘尾因素看，10-11月份的翘尾因素大幅下滑0.6%及1.0%，对当月同比下滑的贡献率均超过80%，是造成CPI同比下滑的最主要原因。

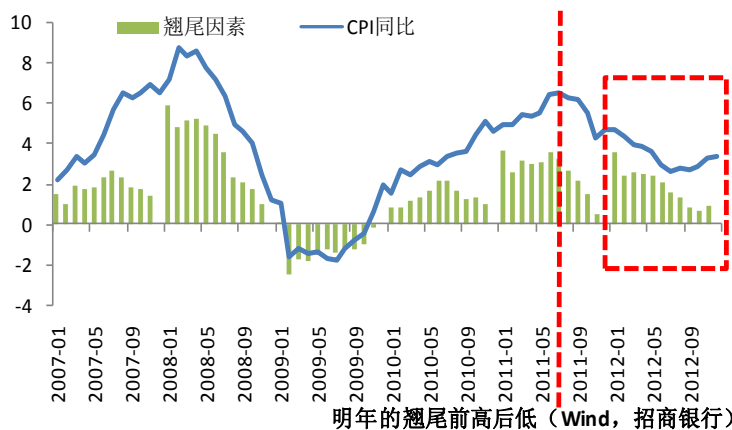


而食品因素方面，10-11月份的食品价格出现加速下滑的趋势，尤其是猪肉与鲜菜价格均出现较大幅度的下滑，导致食品出现超季度性下滑。





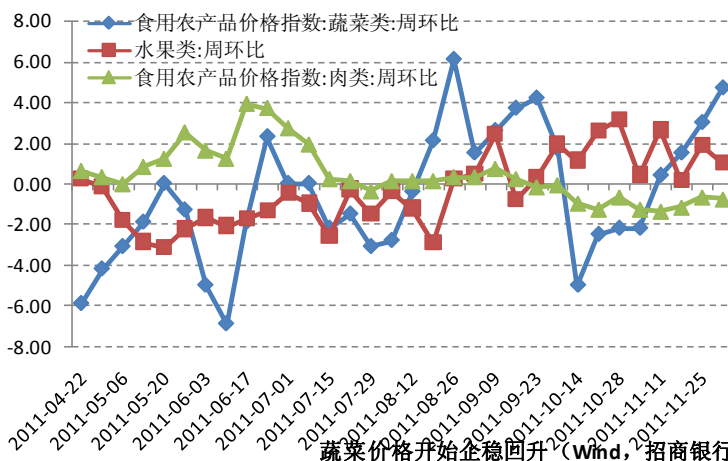
明年翘尾因素对 CPI 的影响不大。明年翘尾呈前高后低的趋势，最高月份出现在 1 月份，幅度达到 3.5%，从 9 月份开始，翘尾将下行到 1% 以下的水平。除了年初对 CPI 同比的抬升影响较大外，明年翘尾因素对 CPI 的影响不大。如果未来物价因素符合季度性走势，明年通胀高位应该出现在一季度 1-2 月份期间，主要原因是受翘尾因素及春节食品价格高涨的影响，三季度是年内低点，同比增幅有望下穿至 2.6%。受全年翘尾因素前高后低的影响，我们将全年 CPI 增幅预测调降至 3.2% 左右的水平。



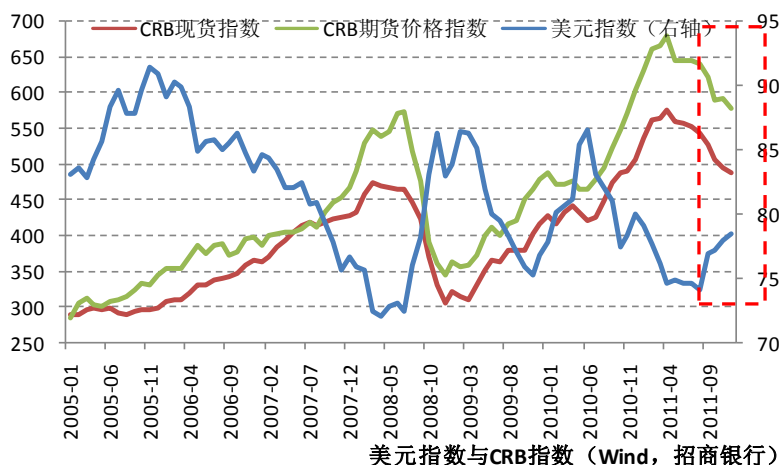
但是，翘尾因素的影响降低也意味着明年通胀的走势更加考验监管层对 CPI 环比的控制。这也意味着未来通胀具备更大的不确定性。目前存在的不确定性主要有两个：

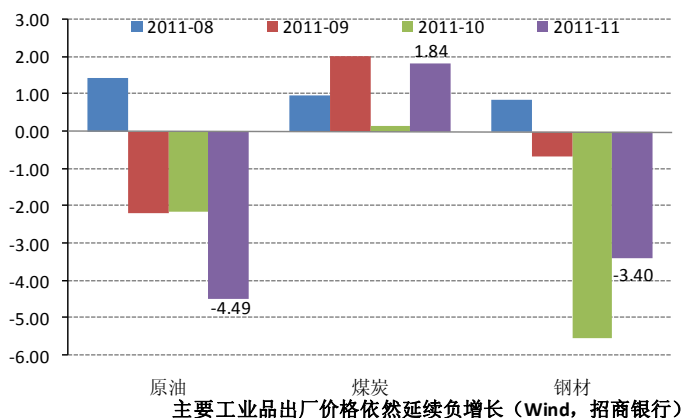
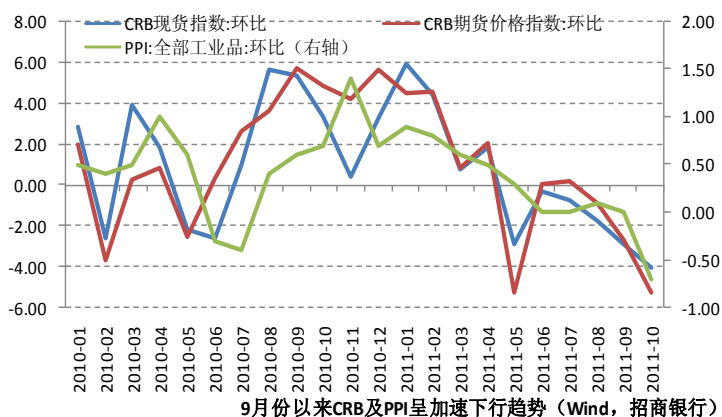
一个依然是年初食品的涨幅，这将关系到全年新涨价因素的高低。事实上从 11 月中旬开始，已经可以看到蔬菜价格出现企稳迹象，加上传统上 12 月至明年 2 月份的季度性上涨，此期间食品价格出现大幅抬升的可能性并不能排除。我们认为，明

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。



第二个因素是国际大宗商品价格的波动。这对我国非食品的传导将更为复杂。从国际大宗商品的走势看，近期美元指数的再度走强，CRB指数延续回落趋势。目前外围经济的局面维持弱势，国际大宗商品似乎难以再度复制2010-2011年上半年持续抬升的走势。反观国内工业原材料价格，除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，PPI已经连续两月呈负增长态势，CPI非食品价格也连续两月低于季度性涨幅。





但值得关注的是，目前国际原油价格已经重回 100 美元左右的高位，远高于 8-9 月份的水平，这说明国际大宗商品市场并不完全仅仅由经济基本面主导，诸如中东局势及外围货币政策的影响也将长久影响国际大宗商品价格及对我国的输入型通胀。从未来外围货币政策的走向上看，前期欧美六大央行联手向市场提供流动性，表明未来外围政策的协调性会大大增加，虽然短期内难以改变美元升值和外汇占款的持续降低的大方向，但扩充性货币政策对国际大宗商品价格所带来的不确定性将进一步增加。



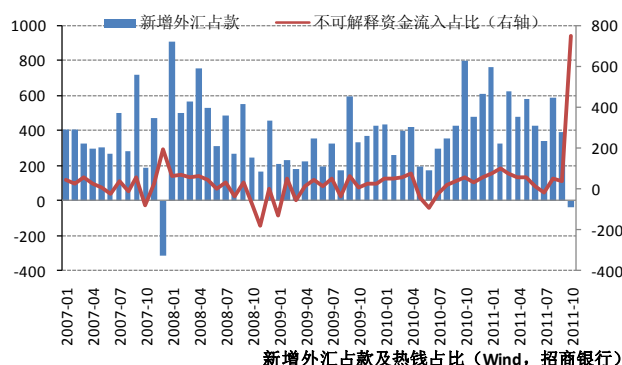
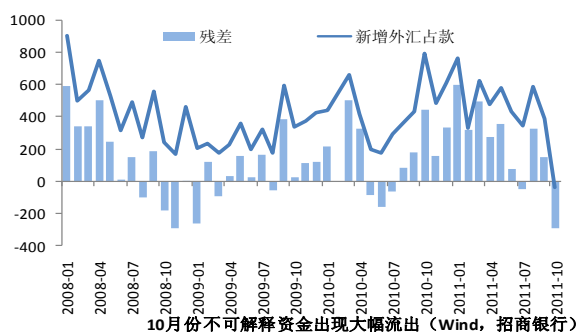
四、 资金面及货币政策展望

数量型扩充政策正式开启。11月底，央行宣布普降存准率0.5%，本次数量型扩充政策的开启，事实上从前一周央行取消全国20多家农信社的差别存款准备金率（调降0.5个百分点至16%）的操作上已经可以得到启示。

1、 资金面困境

从当前的资金面看，10月份的外汇占款已经出现负增长，同时11月份的外汇占款也延续疲软态势，这是自07年12月以来外汇占款首次出现负增长，剔除贸易顺差与FDI后的资金余额也出现较大幅度的流出，显示热钱出现主动撤离的现象。

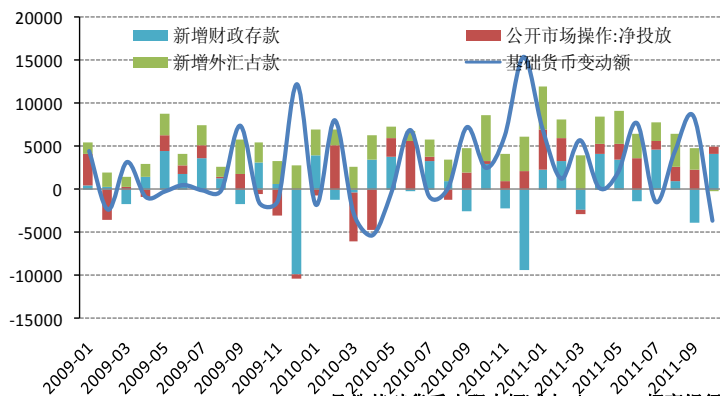
此前历史上出现连续性的热钱流出的时期主要发生在08年上半年金融海啸时期及2010年年中经济出现悲观论调时期。但这两个时期外汇占款一直维持正增长，所以本次“外汇占款+热钱”双双出现负增长自然引起市场的重视。



虽然债市自9月中开始迎来牛市，但资金成本并没有出现预期般大幅下滑，即使在资金宽松时期，7天回购也一直维持在3.0-3.5%左右的水平。我们认为，基础货币增长乏力是导致近期资金面难以持续放松的主要原因。

2、M2 低增源于数据低估还是外生流动性枯竭？

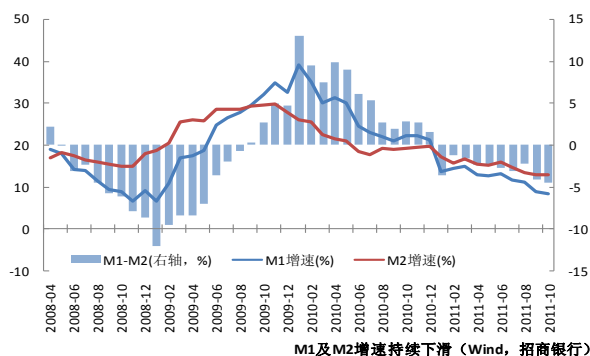
目前仅凭一期的外汇占款负增长难以断定未来热钱是否还会延续主动出逃的趋势，但明年外汇占款持续维持弱势的判断已经成为市场共识，如果基础货币再度出现负增长，在货币乘数难以马上提高的情况下，M2 的下行幅度将进一步加快。



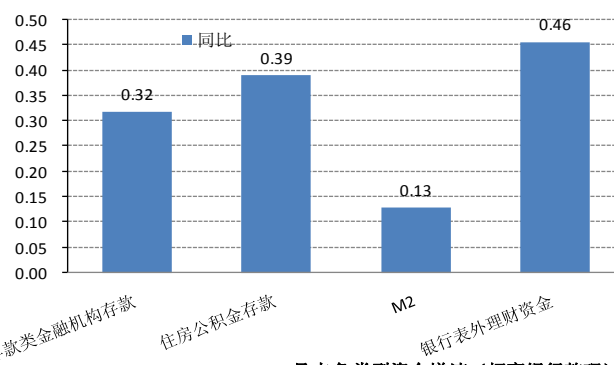
10月份基础货币出现大幅减少 (Wind, 招商银行)

目前 M2 增速已经下行至不到 13%，较 09 年底近 30% 的增速有较大幅度的下行。从二季度开始，下行速度有所加快，从原因上看，除了因政策紧缩引起的货币乘数下降外，更大的因素是因脱媒引起的资金流失。而这也是央行在 10 月份修订 M2 范围的主要原因。

从本次央行对 M2 的扩容看，扩容的对象为非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款这两大类。尽管这两者相对于调整前 M2 规模占比不足 5%，但从同比增速看，这两者在今年增幅均达到了近 30-40% 的水平，远远大于原始 M2 的增速。尽管如此，修订过后的 M2 依然没有把银行表外理财的规模纳入统计，这一部分在 9 月份的同比增速也达到了 46%，如果加上这一部分，同样还会提高 M2 增速。



M1及M2增速持续下滑 (Wind, 招商银行)



9月末各类型资金增速 (招商银行整理)

那么，M2的低增究竟是源于因脱媒引起的低估还是实际增速已经出现变化？如果是低估的话，那么目前资金面的名紧实松并不足以引起数量型政策的放松；但如果真的已经发生变化，那么适当提高货币乘数来提高M2水平还是有必要的。

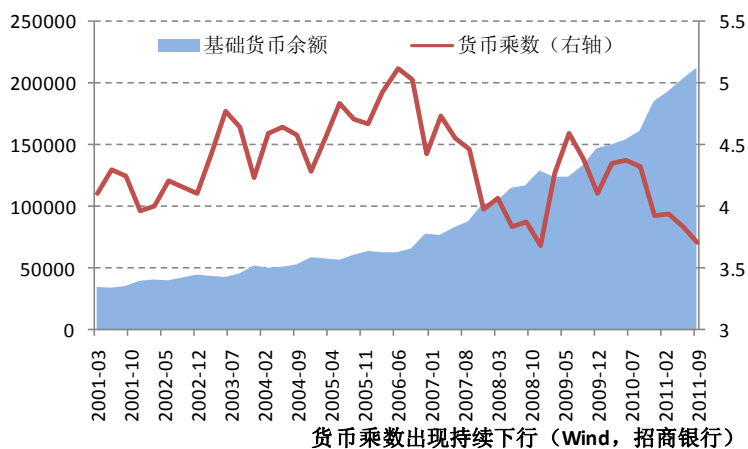
由于年末公开市场的到期量已经很低，并不足以对基础货币产生显著性影响，那么未来影响资金面的因素主要有两个：一个是存款增幅是否依然疲软，这在当前存贷比的限制下将影响银行放贷意愿。第二个未来几个月的外汇占款是否还会出现趋势性的负增长。这将影响市场对未来基础货币增速的判断。

如果原因仅仅是第一个因素，在基础货币维持稳定的基础上，M2疲软主要是源于数值的低估，那么M2范围有望进一步扩容，政策的选择上很可能向放松部分中小银行的存贷比限制上倾斜以及限制表外资金规模的进一步膨胀，存准率的调降对资金面的推动作用不如存款的增长及存贷比的放松更为直接；如果是第二个因素的话，那么M2的实际增速回落主要源于外部流动性的急剧枯竭，直接通过逆回购等手段向公开市场投放资金及更高频率的存准率普调的可能性将大大增加。

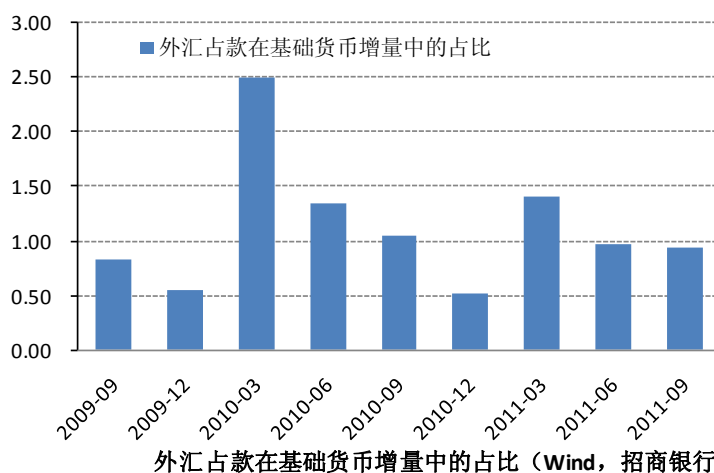
3、存准率普降源于信贷疲软还是对冲资金外流？

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，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，促使本轮数量型宽松政策的提前出台。

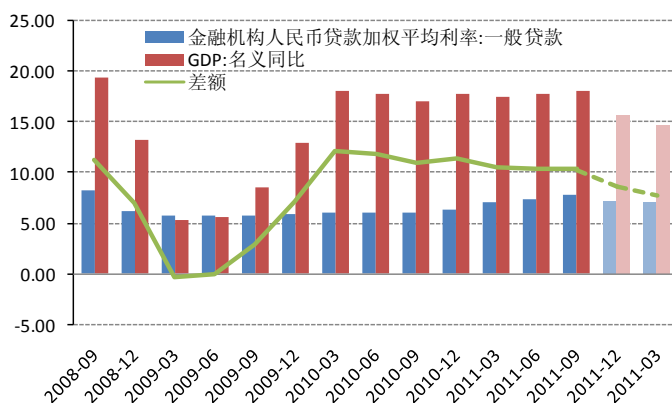


4、未来降息的可能性有多大？

目前市场对加息周期已经结束基本已经达成共识，而随着存准率的下调，市场已经零星出现关于降息的预期。随着经济及通胀的下行以及资金脱媒的加快，利率政策的确面临两难境地。

今年的资金脱媒愈演愈烈，在基础利率对资金的吸引力不大的情况下，降息对存款造成的效果无疑是雪上加霜，加上目前对房地产信贷的紧缩政策尚未松动，通胀下行的趋势尚未稳固，降息短期内出台的可能性不大。我们判断，除非经济出现超预期下行，否则降息周期在可预见的明年一季度内重启的可能性极微。

但如果从一个较为长期的角度，考察贷款与名义GDP的关系，可以得出，虽然近一年来加了4次息，且实际GDP增速延续下行趋势，但名义GDP增速与一般贷款加权利率之间的差距一直稳定在10%左右的水平，这一差距从长期而言可粗略看为社会产出与资金成本之间的差距。08年12月后经济增速与贷款利率大幅下降后，这一差距一度接近于0，09年三季度后随着经济的复苏开始拉升，2010年一季度后基本维持稳定。而恰恰从这一时期开始，存准率开始抬升，进而加息周期启动，目前虽然维持稳定，但如果经济增速及通胀(反映在名义GDP里面)在明年一季度进一步下滑的话，即使考虑贷款利率维持在基准利率的水平(3季度一般贷款加权利率较基准上浮了近10%)，名义GDP与贷款利率之间的差距也将出现一定幅度的下滑，表明剔除资金成本后的经济产出趋于下降，经济活力进一步减弱，我们不排除降息周期在2012年二季度开始重启的可能性。



贷款利率与名义GDP之间的关系 (Wind, 招商银行)

综上所述,对于明年的资金面及货币政策,我们判断如下:

一、资金脱媒在明年还将持续,这意味着银行负债端还将面临存款流失的局面;而从资产端看,受存款流失及存贷比的限制,贷款的增长依然还会受到限制。我们预计,未来存贷比定向放松或微调等政策有望出台;

二、M2增速的下行,资金脱媒居功至伟,但近期外部流动性的急剧枯竭对M2的影响趋于加大。这一方面导致M2的扩容将进一步提上日程,同时,也将对央行对表外资金的流向及监管提出更高的要求。

三、外汇占款增量还将在较长一段时间内延续疲软态势,这将导致前期基础货币的投放途径发生明显萎缩,在货币乘数难以马上放大的情况下,M2增速还将延续下行趋势。我们判断,除非外汇占款能够恢复,否则存准率一次性的小幅调降仅能在短期内令资金面宽松,随着脱媒化的愈演愈烈,这种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,在明年一季度还将持续为债市释放利好信息。

四、在可预见的明年一季度内,降息重启的可能性极微。但是如果经济出现加速下行的情况的话,降息的可能性将进一步增加。

五、站在全年的角度看,我们预计全年降准次数可能在2次左右,如果外汇占款持续低迷,降准次数有望增加到4次;利率政策发生变动的不确定性比较大,我们预计有0-2次降息的可能性,但在此基础上继续降准及降息的空间有限。

五、 债市展望及策略

经济基本面将对债市形成持续支撑。在经济增速及通胀“双下行”的背景下，我们判断整体宏观基本面还将在明年上半年对债市走强形成有力的支撑。但在收益率下行的步骤及幅度上，我们认为市场还存在分歧。

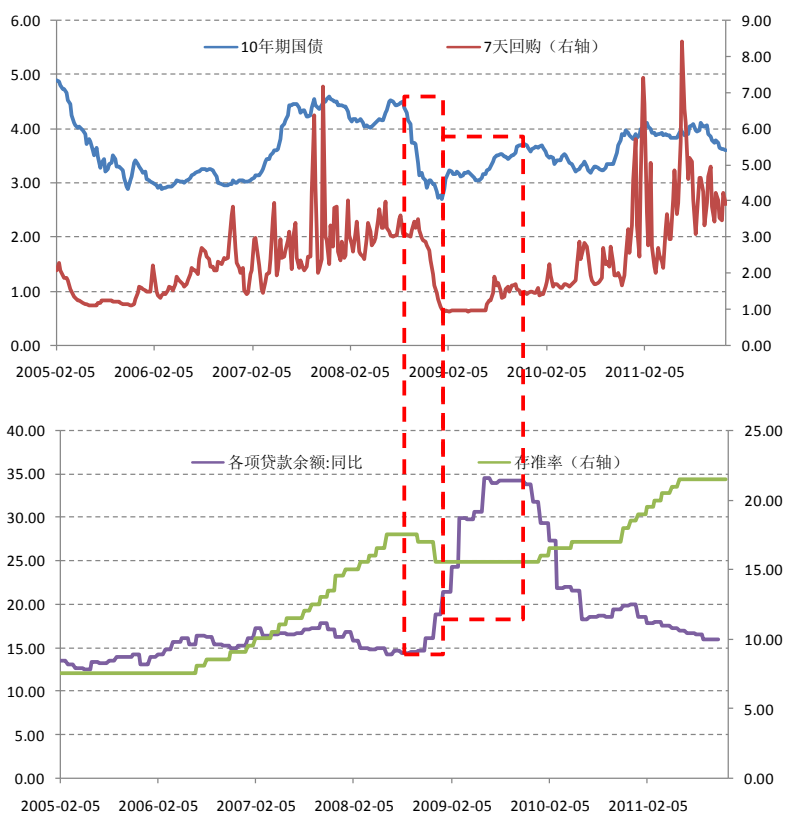
以目前的数据判断，经济增速在二季度之前还将延续下行趋势，而通胀见底的时间很可能出现在明年三季度。受此影响，政策方面也将在 1-2 季度进一步释放利好消息，从全年的角度看，上半年债市还将延续牛市格局，收益率底部应该出现在 2 季度末 3 季度初，如果国内经济放缓超预期，出现底部时点还将进一步延后。对于一季度而言，最大的不确定性主要在于资金面及政策面的力度及放松方向上。

“宽货币”还是“宽信贷”？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。一旦市场资金再度收紧时，政策放松的预期就会跟随加强。从一个政策转向的周期看，有必要了解央行这一系列政策的目的是为“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。这也就意味如果央行要实现“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，还需要存贷比放松等其他政策的支持。

目前债市处于“资金面已放宽但信贷未松”的局面，在资金面政策出现松动及年末供给较少的情况下，投资需求推动债市持续走强。如果未来央行奉行“宽货币”政策，那么意味着未来资金面对债市的支撑将是一个长期的过程，在资金面及政策面只松不紧的预期下，债市走势将反映经济基本面的趋势呈现慢牛格局，那么秉持“早投资早受益”的理念，年初加大投资力度是适宜的。

但如果是“宽信贷”的话，配置步伐则不宜过快，源于信贷的分流，资金面的情况反而变得更不确定，对债市而言，收

益率反而有出现波动的可能性。一个较为典型的例子是 08-09 年初的那波市场走势。自 08 年底降息之后，经济下滑、政策大幅放松的预期，以及资金宽松但信贷尚未启动等因素为债市提供了做多的动力，但 09 年二季度开始随着信贷投放力度的加大，资金成本开始回升，债市收益率也出现一波反弹走势，10 年国债最高出现近 50BP 的反弹。



我们倾向于认为，短期内数量型宽松政策所带来的效果是银行超储率提高了，但如果经济进一步下行的话，宽信贷将是必不可少的政策手段。目前这种“资金面已松但信贷未松”的状态只是过渡行情，收益率在明年一季度还存在反弹向上的可能性。即使乐观一点假设资金面在信贷放开后还将维持宽松，但随着回购利率下降到一定程度，收益率下行的幅度也会开始放缓，也就是说资金面对债市的推动力存在边际递减的效应。我们建议配置时机宜选择在一季度上述因素已被市场所充分消化后再进行。

从明年一季度的策略看：

一方面，政策持续放松在一季度还会持续显现出来，12月份财政存款释放资金将显著提高超储率，同时也将提高银行信贷增速，加上年初一般为银行放贷高潮，我们判断资金面存在一定的不确定性。

另一方面，CPI 在一季度存在反弹向上的可能性，但我们判断央票发行利率难以出现较大幅度的下滑，这将制约短端收益率的再度下行。前期的牛市增陡行情很可能会终结。

在投资步伐上，我们倾向于认为近期经济基本面的利好信息基本上已经释放完毕，如短期内无新的宽松性政策推动，一季度债市受上述资金面及通胀因素的影响将会有调整的可能性，我们建议建仓时机拟选择在春节前后上述因素消散后。

在品种上，基于一季度不降息的判断，央票再度下行的幅度已经不大，短端收益率可供下行的空间不大，甚至存在调整的可能性，我们建议配置品种以长端为主，考虑到外围经济危机再度爆发的概率依然较高及一季度将是通胀高点，长端收益率依然具备较高的投资价值，且未来下行的空间也应该更大。我们推荐 7-10 年期国债及金融债的投资价值。

从全年配置的角度看，我们建议可在一季度收益率高点时拉长久期，借助“经济+通胀”双下行的动力及政策放松的助推以获取估值收益，品种的选择上可考虑 7-10 年以上国债及金融债；而三季度开始，经济及通胀有望见底，投资策略可以从侧重估值收益转化为侧重持有利息收入，久期可适当缩短，品种的选择上可适当偏重高收益信用产品。

招银专题分析报告

2011年12月9日

总第86期

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
的客观与公正,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。