

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjliu@cmbchina.com

报告摘要：

——对政策出台频率不应期望过多

- 中央经济工作会议上周三闭幕，从会议基调看，明年经济工作的总基调是“稳中求进”，政策目标顺序已由此前的“防通胀，调结构，保增长”调整为“稳增长，调结构，管通胀”，稳增长位列政策目标之首，这表明未来的经济工作重点又回到经济基本面上，但同时，经济增长由“保”转“稳”，表明未来对经济的政策将侧重于在稳定基础上的结构调整及需求转型，而非片面的强调保持经济增速快速增长。虽然宏观政策仍然定调为“积极的财政政策和稳健的货币政策”，但由于今明两年经济基本面及通胀已经明显不同，未来货币政策“稳中偏松”的看法已经被市场所接受。
- 从上周市场走势看，市场延续调整态势，原因主要有两个：一个是资金成本受存准金补缴及公开市场加大回笼的影响，依然维持在高位，直至周末才有所回落，限制了短端收益率的进一步下行；二是临近年末市场交投均不积极，加上中央经济工作会议并未给市场利好造成进一步刺激，短期内市场进入了政策等候期，导致了债市近两周出现了暂时性的牛皮市行情。我们判断短期内政策出台的频率不会过快，未来能够缓解的因素主要是资金面的因素，市场对短期内的政策再度放松不应该放过大的期望。我们倾向于认为，春节前会降准一次，但年末之前出台的可能性不高。

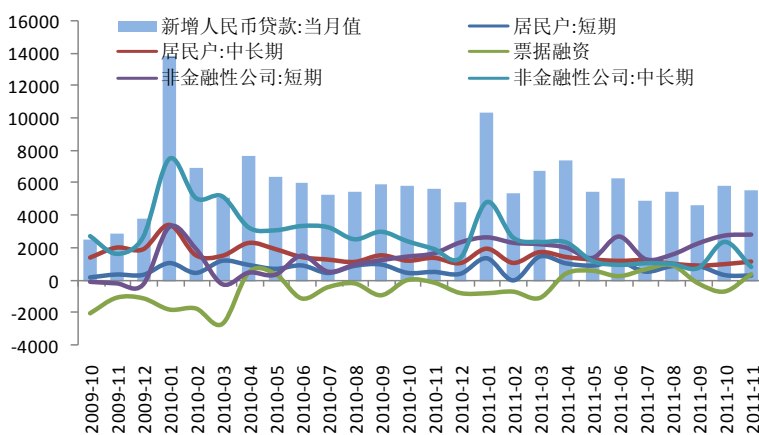
短期关注点：

- 一、财政存款释放资金将在今明两周内进行，资金成本维持高位的局面很可能有所缓解；
- 二、存准率年内再度调降的可能性较低，原因一是制约信贷的主要是存贷比而非存准率，二是存准率的释放资金难以直接转化为存款增加 M2 增速，如果仅仅是为了放宽市场资金面，公开市场央票停发就行，无需调降存准率。加上近期财政存款释放在即，政策短期内可能将进入观察期。

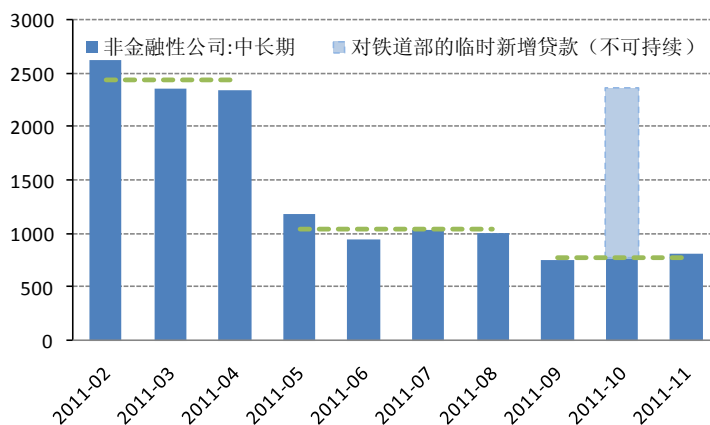
一、宏观经济分析及展望

1.1 存贷款延续低迷态势

11月份新增人民币贷款5622亿元，连续两个月维持在5500亿左右的水平。同时，中长期贷款出现明显减少，取而代之的是票据融资的大幅度增加（从-701增长到360亿）。特别是非金融性公司的中长期贷款，从10月份的2370亿减少到11月份的813亿，但如果考虑到10月新增贷款中有1600亿是不可持续的铁道部的临时新增贷款，近三个月实际非金融性公司的中长期贷款月均增幅不到780亿，远小于前8个月月均水平。我们认为，这反映出目前贷款依然疲软，规模的增长依赖于临时信贷及票据融资。

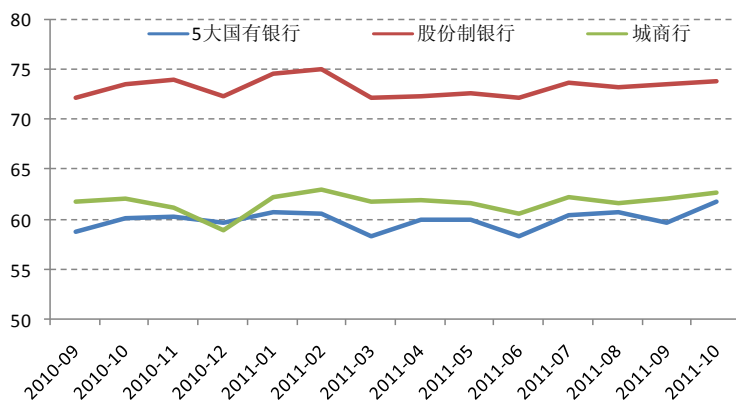


10-11月新增信贷维持在5500亿以上的水平 (Wind, 招商银行)

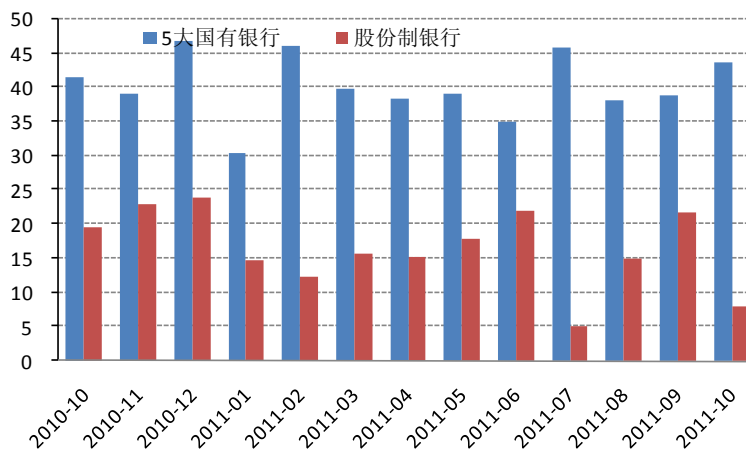


新增非金融性公司中长期贷款持续低迷 (Wind, 招商银行)

制约信贷增长的究竟是什么？从10月份的数据看，股份制商业银行的存贷比普遍接近75%左右的临界点，这是导致近四个月来股份制商业银行信贷增长乏力的主要原因。我们的统计显示，10月份12家股份制银行的有近一半出现自营贷款负增长的现象，表明存贷比已经成为制约股份制商业银行贷款发力的主要原因。

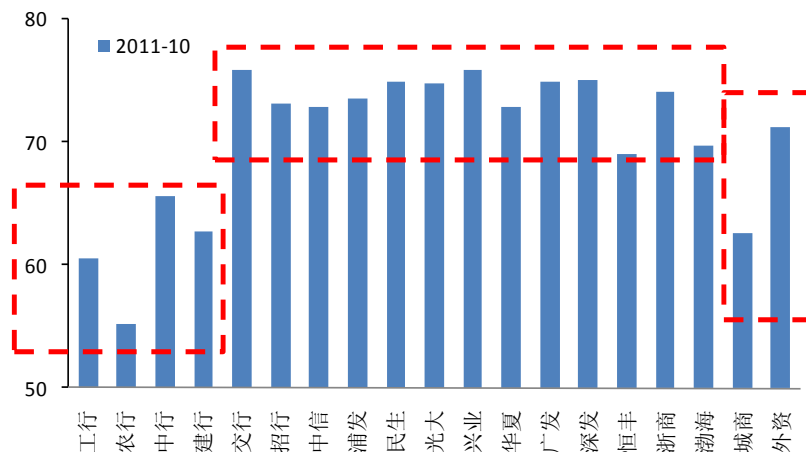


股份制银行存贷比已经接近临界点 (招商银行整理)

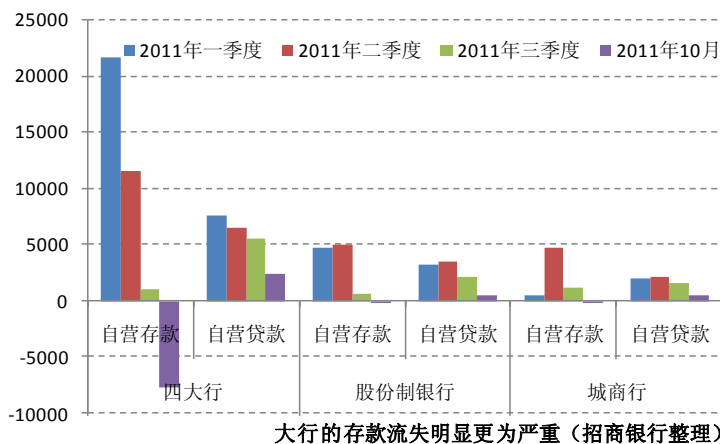


股份制银行新增贷款占比趋于减少 (招商银行整理)

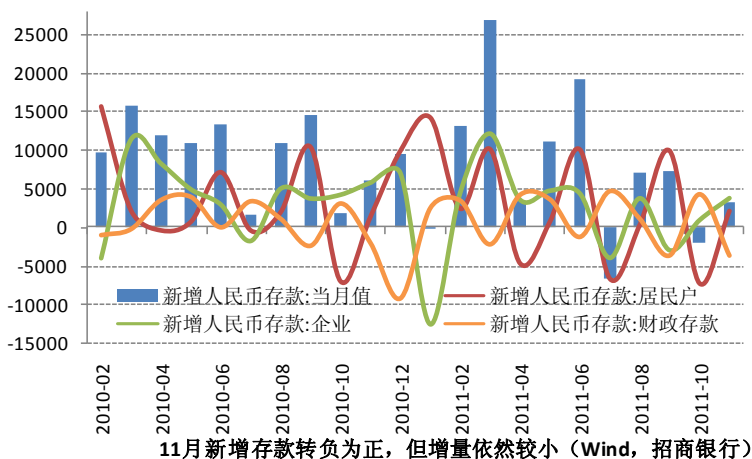
而对于四大行而言，虽然存贷比处于 55%-65% 左右的水平，但自下半年开始自营存款增长出现急剧流失，导致了在贷款增量上不敢放量。也就是说大行的存款流失更为严重，新增量的存贷比出现深度负值。这是大行信贷没有大规模放量的主要顾虑。



截至10月底各银行存贷比 (招商银行整理)



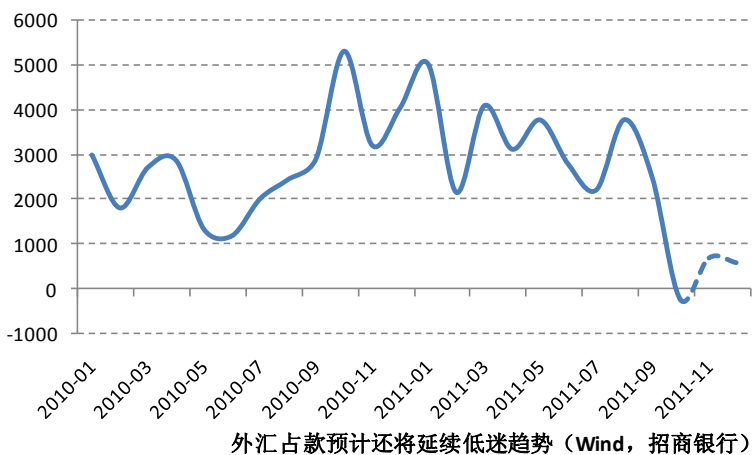
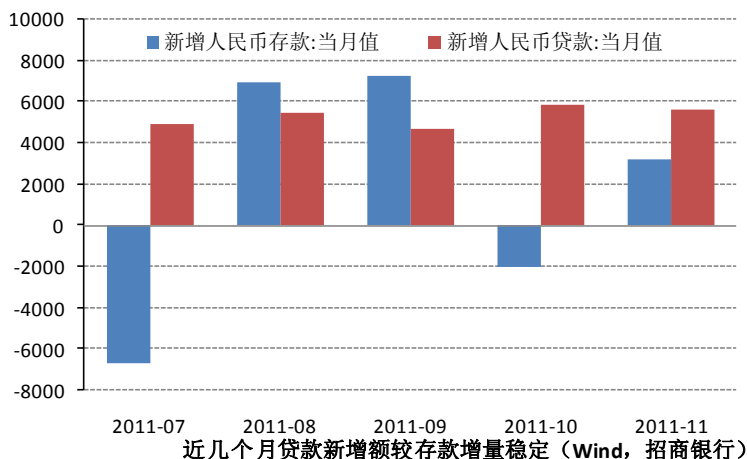
反观存款，11月人民币存款增加3247亿元，如果考虑到财政存款减少3763亿元，银行实际存款层面上的可用资金有所放宽。但考虑到本次新增存款居民户回流幅度较大，临近年末其稳定性值得担忧，且从幅度上，11月存款新增规模依然属于历史较低水平，存款流失现象并没有消散，还将对贷款规模及资金面继续产生压制作用。



未来存款流失很可能还将进一步加剧。今年一年的存款流失情况估计远远超出市场及监管层的预期，原因市场上早已有多方面讨论，理财产品等资金脱媒的发展是首要因素，而且未来还将源源不断的产生影响。

从资金流动的途径看，脱媒化是源于资金没有脱离银行表内循环，但即使进入到银行体系内，银行存款派生机制也面临进一步冲击。传统的存款派生机制，不外乎两个途径，一是贷款派生的存款，另一个是因银行与企业结汇派生的存款（在商业银行账面上反映为外汇占款）。近期新增贷款增幅远大于存款，并不具备可持续性，且

在 75% 的存贷比限制下，未来贷款派生的渠道进一步减弱。而结汇派生方面，商业银行结售汇产生的轧差反映为外汇占款，这一部分新增额也面临大幅减弱趋势，对存款派生的支撑力度面临较大的不确定性。

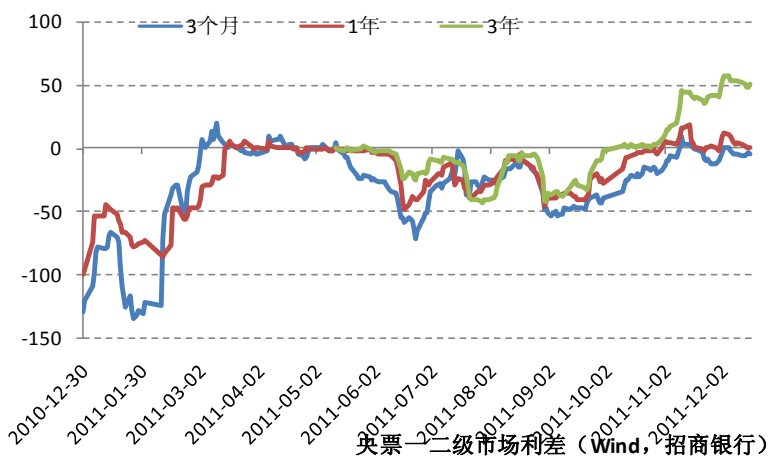
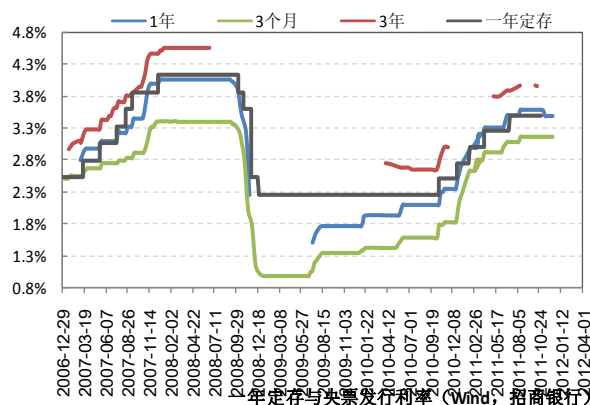
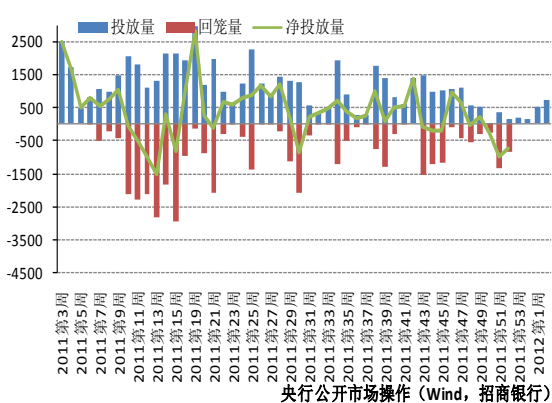


从以上的逻辑看，未来存款及贷款均不具备可持续性的增长，进一步的政策调整可期。其中制约信贷增长及派生机制的主要是存贷比及存准率；而限制外汇占款的则取决于外需的复苏程度及游资的外流程度。

二、债市回顾及展望

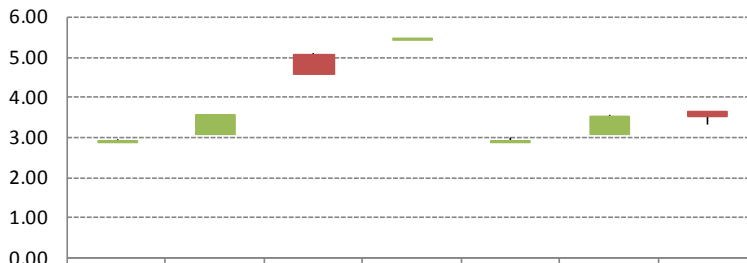
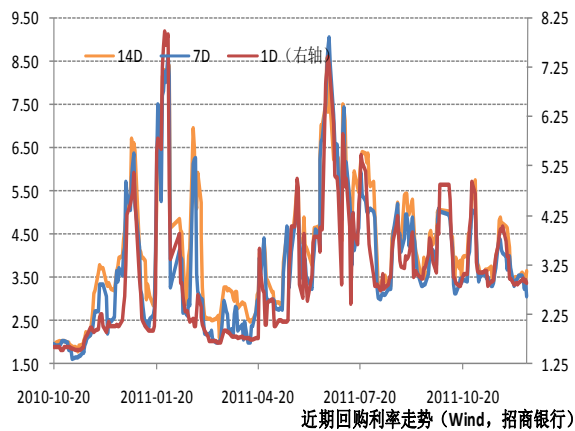
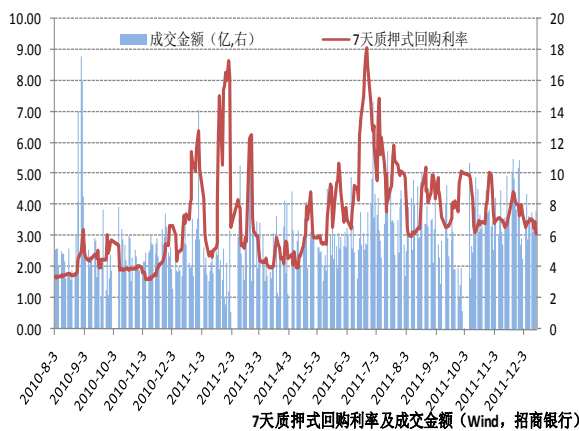
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净回笼资金 730 亿，其中到期资金 130 亿，央票发行 410 亿，其中 1 年期央票发行 380 亿。正回购操作方面 1 个月及 3 个月正回购分别回笼资金 350 亿及 100 亿。



2.2 资金面及货币市场

上周资金面维持稳定，隔夜及 7 天回购周一至周四一直延续在高位，直至周五才有所回落。15 日中小型银行存准金补缴 800 亿及连续两周的公开市场大幅回笼（近 1800 亿）对市场造成了一定的压制。预计未来两周财政存款投放资金对银行体系存款将形成较大的支撑，未来资金面改善的大环境不变。

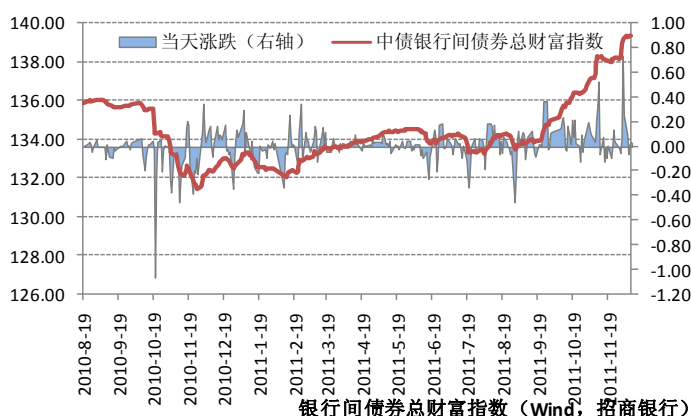


	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	2.8900	3.5308	4.5743	5.4682	2.8956	3.5239	3.5028
当周最高	2.9513	3.5392	5.0975	5.4607	2.9649	3.5380	3.6379
当周最低	2.8758	3.0583	4.7305	5.4459	2.8857	3.0762	3.3020
当周收盘	2.8758	3.0583	5.0583	5.4506	2.8857	3.0762	3.6379

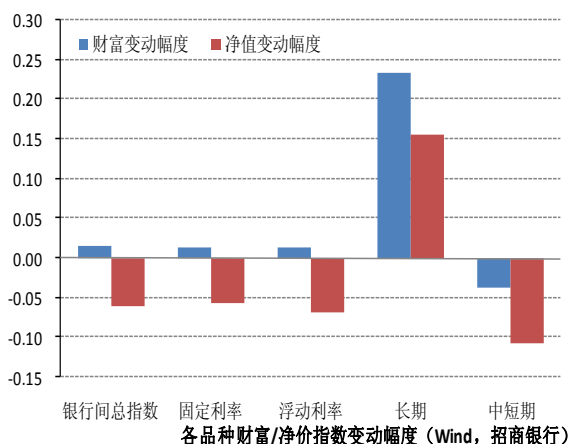
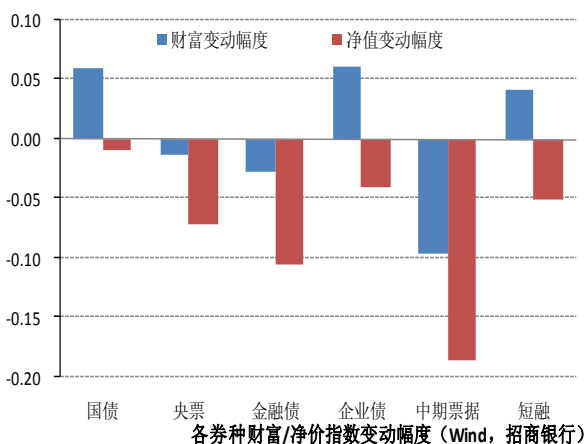
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行一期10年续发国债，最终中标利率为3.4509%，边际利率3.4825%，基本与市场预期及二级市场收益率相一致，全场认购倍数1.41，显示临近年末及政策空窗期市场配置氛围有所减弱，一级市场对二级市场的带动作用及指导意义明显减弱。

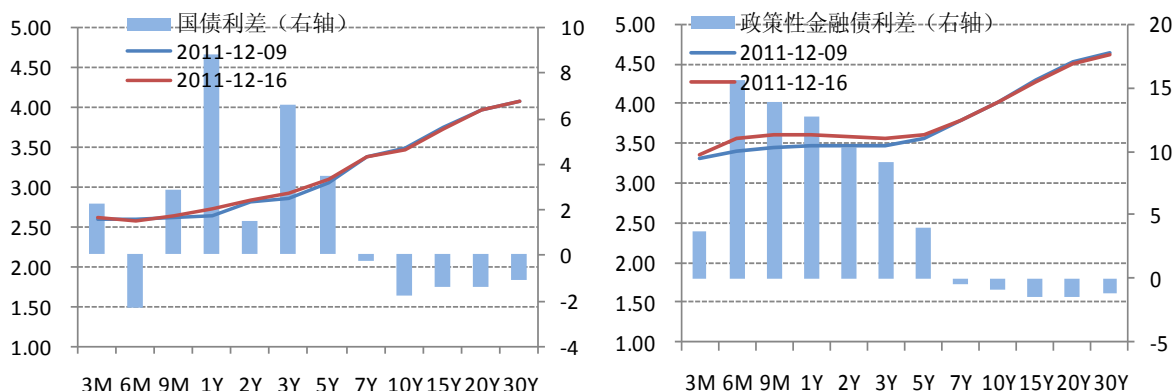
上周发行了两期金融债，其中7年期农发固息债，中标3.74%，与市场预期差别不大，全场认购倍数1.51，需求较弱；而国开行发行的附回售权的3+7年固息债，最终中标利率3.49%，如果选择将其看成10年债，其持有期收益率在3.82%左右，远低于国开同期限债收益水平，如果将其视同3年国开债进行估值，其期权价格大概在12BP左右。认购倍数超过2倍，显示市场对本期含权债的认购较为活跃。



现券市场方面，虽然上周股市创年内新低，但股债跷跷板并未带动债市出现好转，加上中央经济工作会议定调并为给予市场更多的利好刺激，全周市场延续盘整趋势，机构投资者普遍采取观望态度，整体收益率波动不大。

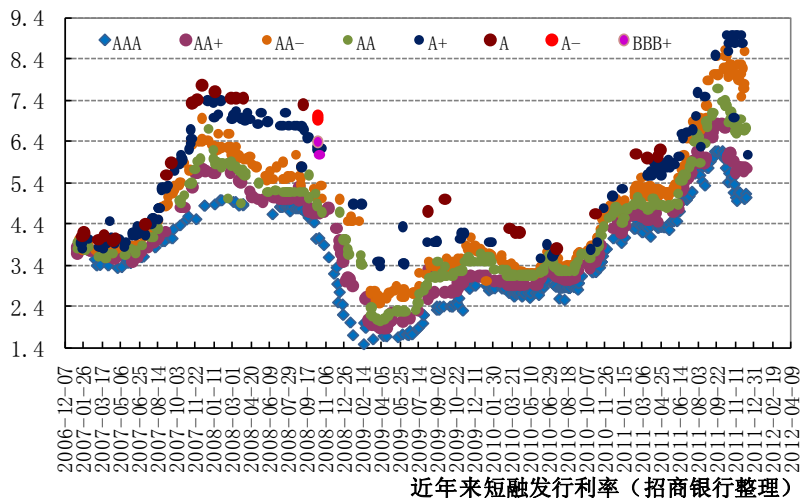


上周国债及金融债收益率出现扁平化变动趋势。1-5年国债中短端收益率走势各异，但总趋势延续抬升，抬升幅度在1-9BP之间，7年以上中长端受10年国债中标延续下行趋势的影响，收益率小幅下移，幅度在0-2BP之间；金融债方面，5年以内短端整体抬升4-16BP，7年以上中长端小幅抬升，幅度在1BP以内。

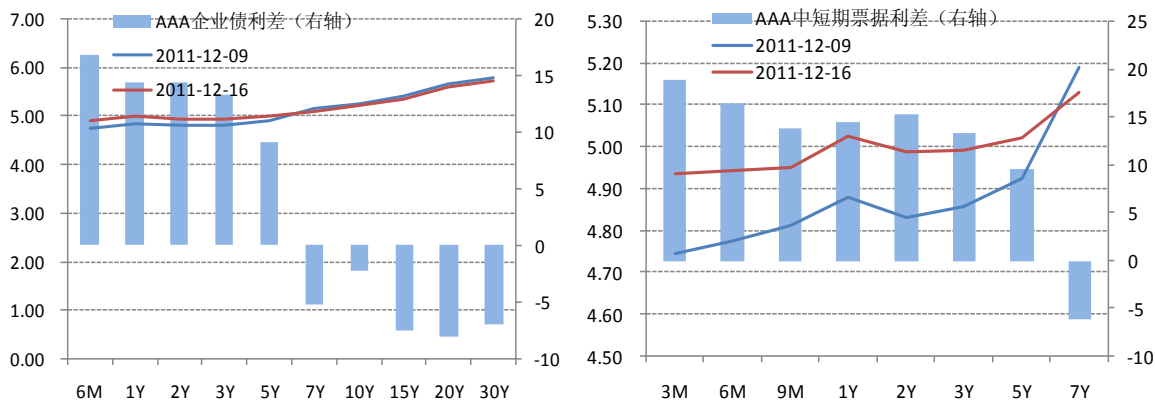


2.4 信用市场走势

上周信用市场依然较为平静，收益率延续小幅调整态势。短融成交活跃，中票较为低迷，受年末银行信用额度已满的影响，全周卖盘略微占上风。1年以内短融及中票整体抬升14-19BP，2-5年中票整体上涨10-15BP。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

中央经济工作会议上周三闭幕，从会议基调看，明年经济工作的总基调是“稳中求进”，政策目标顺序已由此前的“防通胀，调结构，保增长”调整为“稳增长，调结构，管通胀”，稳增长位列政策目标之首，这表明未来的经济工作重点又回到经济基本面上，但同时，经济增长由“保”转“稳”，表明未来对经济的政策将侧重于在稳定基础上的结构调整及需求转型，而非片面的强调保持经济增速快速增长。虽然宏观政策仍然定调为“积极的财政政策和稳健的货币政策”，但由于今明两年经济基本面及通胀已经明显不同，未来货币政策“稳中偏松”的看法已经被市场所接受。

从上周市场走势看，市场延续调整态势，原因主要有两个：一个是资金成本受存准金补缴及公开市场加大回笼的影响，依然维持在高位，直至周末才有所回落，限制了短端收益率的进一步下行；二是临近年末市场交投均不积极，加上中央经济工作会议并未给市场利好造成进一步刺激，短期内市场进入了政策等候期，导致了债市近两周出现了暂时性的牛皮市行情。我们判断短期内政策出台的频率不会过快，未来能够缓解的因素主要是资金面的因素，市场对短期内的政策再度放松不应该放过大的期望。我们倾向于认为，春节前会降准一次，但年末之前出台的可能性不高。

短期内关注点：

一、 财政存款释放资金将在今明两周内进行，资金成本维持高位的局面很可能有所缓解；

二、 存准率年内再度调降的可能性较低，原因一是制约信贷的主要是存贷比而非存准率，二是存准率的释放资金难以直接转化为存款增加 M2 增速，如果仅仅是为了放宽市场资金面，公开市场央票停发就行，无需调降存准率。加上近期财政存款释放在即，政策短期内可能将进入观察期。

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。