

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——政策再度放松依然可期

- 上周市场延续盘整直至周末才有所回落。尽管年末因素过去后，资金成本有所回落，但整体收益率并没有下行，依然延续胶着状态。周末央行宣布节前停发央票并择机进行逆回购，令市场心态有所转变，成交量出现放大，但收益率变动主要集中在长端，短端依然维持盘整。我们认为虽然逆回购的出台也将减轻节前资金紧张的氛围，但政策放松力度比之前市场期望的存准率下调明显较轻，且逆回购得益的主要还是以大行为主的一级交易商，即使传导到回购市场上也并不一定会对回购利率造成较大的下行，资金面紧张缓解的程度并不会特别大。
- 1月份银行面临的是传统的资金备付及信贷投放高峰期，在财政存款回笼、公开市场到期量过低及外汇占款低迷的共同影响下，资金面难以单靠1-2次逆回购来进行缓解，收益率依然存在波动甚至反弹的可能性。
- 目前的收益率格局，主要体现为：短端受央票发行利率的限制，下行空间被封死，而长端受经济及通胀短期内出现反弹的影响，下行空间也不大。此外，目前1-5年政策性金融债期限利差基本为零、1-3年央票甚至为负，短期内市场配置格局并不支持收益率倒挂，这也限制了长端下行的动力。我们认为，短期内收益率能否再下一城只能期望于节前政策面的再度放松、特别是存准率能否出现下调。
- 从未来资金备付的角度看，节前存准率下行的概率还是比较大的。假设存准率下调真的如约而至，但央票发行利率下调的可能性依然较低，短端收益率下行空间并不会因此而变大，进而制约1-5年金融债的下行；但如果存准率没有下调，在节前资金成本再度上升的影响下，短端很可能出现反弹，但长端方面很可能因此吸引配置盘入场，调整幅度不会过大。
- 短期内，我们认为具备配置机会的主要存在于7-10年长端。一方面，7-5年及10-5年期限利差不像5-1年那么平，无论存准率下调与否均具备较好防御价值；另一方面，如果节后资金成

本及通胀加速下行，长端方面估值优势也将进一步体现。

短期内关注点：

- 关注政策进一步放松的可能性。包括接下来两周逆回购的投放量及存准率下调的可能性。
- 关注财政存款释放后，银行超储增长幅度及年初信贷投放的速度。
- 关注央票停发的真空期能否成为一级市场利率下调或一二级市场利率脱钩的契机。

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。