

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——分歧加大推动信用债受热捧

- 上周出台的通胀数据显示出年末通胀反弹的趋势并没有市场预想的那么强烈，同时中长期信贷依然较为疲软，显示短期内市场调整的风险很可能没有那么大。但从长期角度看，PMI指数出现回升，回购利率没有明显下行，令投资者对经济基本面及资金面长期走势的分歧进一步加大。
- 上周中石油信用债的火爆正好显示目前市场的这种分歧：高等级长久期信用债既可以在经济下行时带来估值收益，同时又能在经济反弹时提供足够的利差保护，这表明市场投资偏好正在趋于谨慎。在经过9月份以来的这一轮牛市后，目前市场对债市收益率能下行到哪种程度的不安感进一步增强。
- 我们认为经济虽然近期出现反弹的迹象，但从上游产业链及微观数据上并不支撑经济会马上反转，整体通胀及经济在较长时间内还将延续下行走势。值得关注的主要还是政策放松的力度及方向，这将影响未来资金流向及流动性的松紧程度。

短期内关注点:

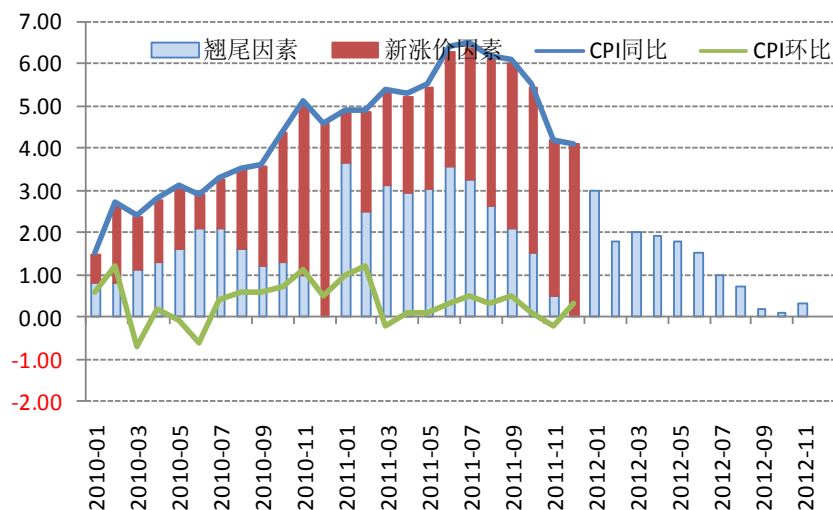
- **关注政策进一步放松的方向。**未来四周公开市场到期资金仅为40亿，政策放松是大概率事件，但央行选择下调存准率还是逆回购将影响投资者对未来的预期及回购市场的资金成本。
- **关注年初银行信贷的投放情况。**
- **依然关注央票停发的真空期能否成为一级市场利率下调或一二级市场利率脱钩的契机。**央票及短久期利率品种是否有进一步交易及波动操作的机会。

一、宏观经济分析及展望

1.1 通胀延续下行趋势

12月份的CPI同比增长4.1%，大大低于我们的预期，显示通胀数据并没有出现明显反弹。从回落的因素看，翘尾下拉CPI 0.5个百分点，但环比涨幅低于翘尾降幅导致了同比增速延续下行趋势。

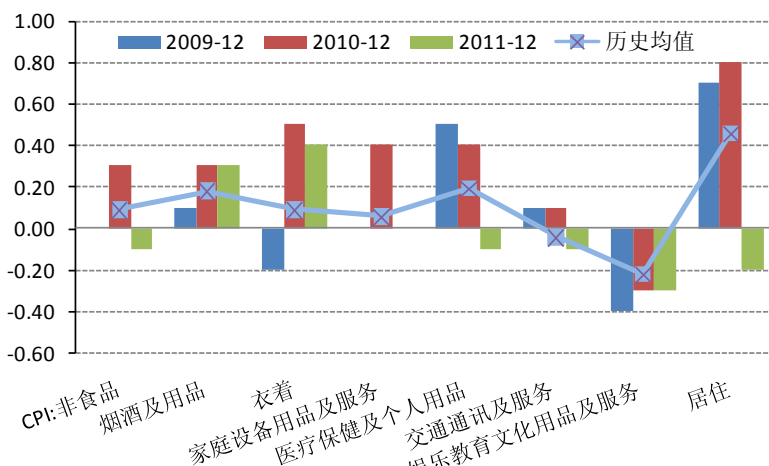
12月的CPI环比有所反弹，但幅度并不及我们的预期。其中，食品价格符合季节性走势，环比抬升1.2%，与我们的预期差别不大，但非食品价格的涨幅出现负增长（-0.1%），特别是权重占比较大的居住、娱乐教育、衣着及医疗保健均出现超历史均值的下滑，导致了增提CPI环比涨幅低于预期。



12月CPI同比依然延续下行趋势（Wind，招商银行）

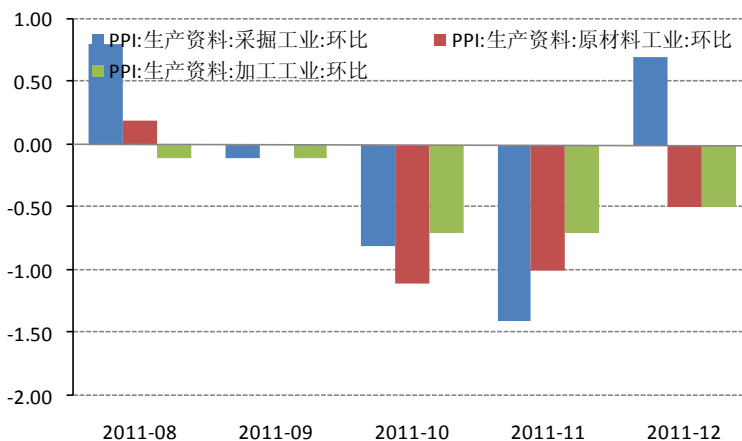


12月50城市食品价格环比开始显现季节性上涨（Wind，招商银行）

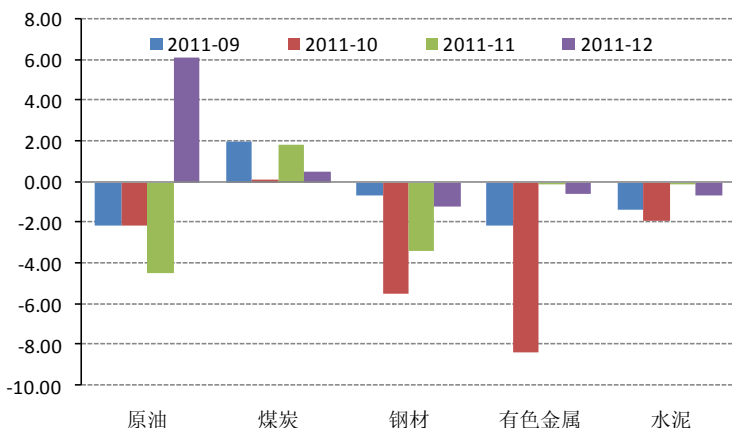


12月份非食品价格出现超季度性下滑 (Wind, 招商银行)

PPI 同比创近两年以来的最低值 (1.7%)。虽然采掘工业如煤炭及石油等价格出现回升，但其余原材料价格如有色金属、钢材等依然延续下行趋势。这将在未来继续拉低上游成本价格。我们判断，除1月份食品价格还会具备一定的不确定性外，1-3季度的通胀还将延续前高后低的下行走势。



12月份PPI原材料工业价格延续下滑趋势 (Wind, 招商银行)



原材料价格延续下行走势 (Wind, 招商银行)

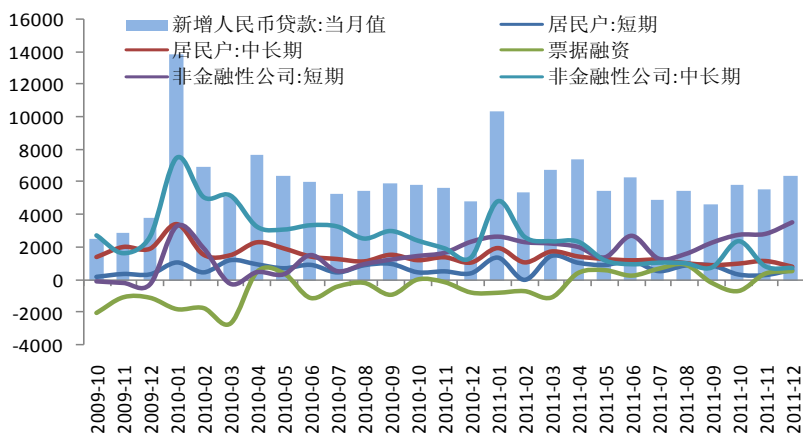
1.2 不应忽视信贷对债市资金的“挤出效应”

12月份数据陆续公布出来，整体来看，经济+通胀“双下行”的格局并没有发生改变，市场预期依然延续乐观态势。但我们认为，上述预期虽然已经成市场主流，但市场依然不应选择性的忽视长期资金面所存在的不确定性。

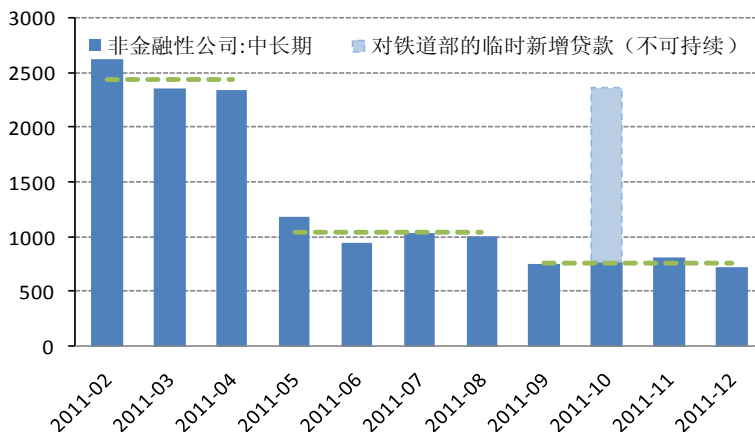
目前市场对12月份的信贷新增及M2反弹均假定为年底效应的综合反映。但未来是否如市场预期般乐观，特别是中长期信贷的增长是否还会持续疲软，我们认为还需观察一段时间。

虽然12月份的新增信贷超出我们的预期，但增幅较大的主要是短期贷款，非金融机构中长期贷款无论是占比还是实际值依然延续下行趋势。这表明目前的新增信贷主要来源于年底银行层面的供给端的主动放松，而这种放松并非是以市场需求端的大幅复苏为支撑（如果是市场需求复苏的话，中长端信贷也将呈比例增长，且银行也有动力发放期限更长、收益率更高的贷款）。

➤ 包括票据融资、非金融性公司短期贷款及居民短期贷款三者占12月份新增额度的73%。而非金融性公司中长期贷款依然维持下滑趋势，仅新增717亿。



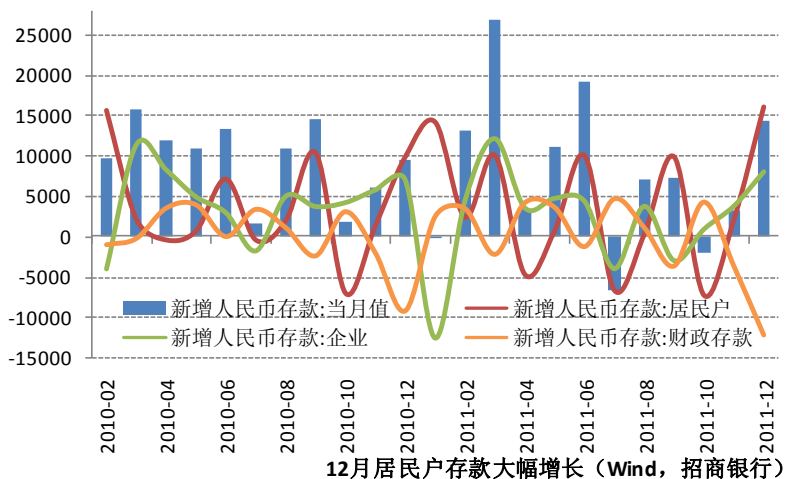
12月新增信贷超预期增长 (Wind, 招商银行)



新增非金融性公司中长期贷款持续低迷 (Wind, 招商银行)

如果从12月份信贷结构出发，的确能够得出未来信贷增幅难以有效放大的观点。但我们认为更值得关注的是存款的增长对未来信贷的支撑。

从存款层面看，12月份的存款巨额增长，原因主要有两个：一是12月末各银行拉存款结果；二是财政存款释放资金。12月财政存款释放资金1.2万亿，基本符合我们的预期，但由于财政存款释放资金在最后一周才释放，12月信贷增速并非存款增长后带来的结果。我们预计存款对信贷的影响将在1季度开始显现出来。

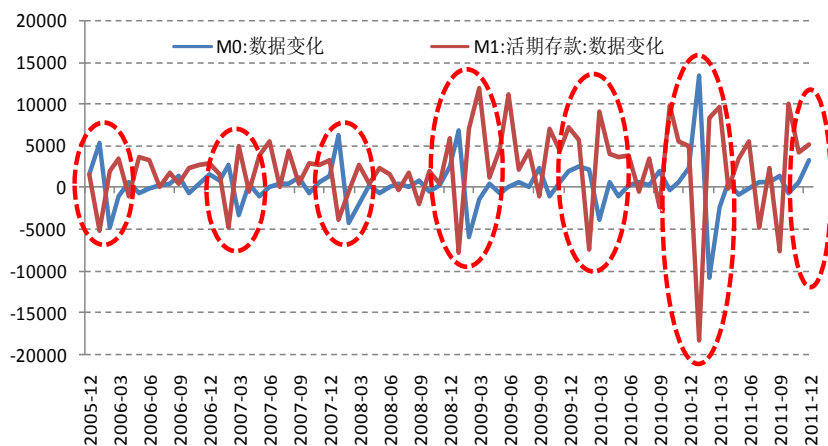


我们认为对未来资金面所存疑的问题主要有两个：

1、财政存款释放资金后，银行资金成本为何依然偏高？ 剔除财政存款负增长的影响，银行层面新增可用资金高达2.66亿，但年末因素过去后，市场一方面体现为信用债的申购火爆，对中石油7、10年的认购倍数高达34倍，显示市场认购需求踊跃，投资资金充沛；但另一方面，回购利率依然还是维持在较高的水平，1年国债及10年国开债认购遇冷。我们认为，高等级、长久期信用债由于在市场上涨时具备估值优势，在资金收紧时又具备信用利差保护。正是由于投资机构对未来市场不确定性趋于加大，导致了本轮长久期信用债受到热捧，市场资金融出方、特别是银行则依然维持谨慎态度，导致资金成本依然维持在较高的水平。

从银行资金来源看，12月份存款增长来源于两部分，一是企事业单位部分的存款，这主要来源于财政存款释放的资金，二是居民户存款，主要来源于银行年末拉存款的效应。其中居民户的新增额（1.6万亿）明显高于企事业单位，但我们认为这部分仅仅是拉存款带来

的时点因素，随着年末因素过去后，存款转回理财产品（这部分虽然计提为存款，但实际已经被占用）或重新流出银行系统，导致银行间市场实际可用资金并没有数据统计的那么多。而另一个原因是，临近节前，实体经济（居民户及企业）会倾向于将存款转化为流动中的现金 M0，加上银行出于资金备付的考虑，短期内资金面不会出现特别大的松动。

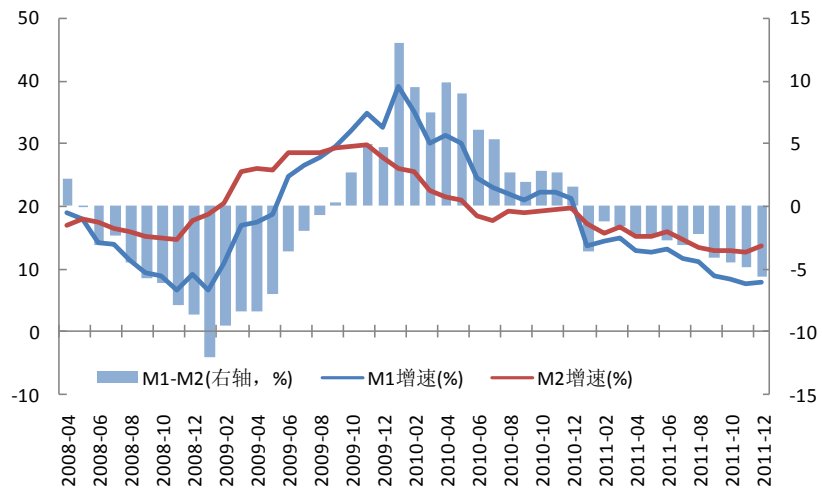


每年春节前都有一波活期存款转化为M0的资金流动（Wind，招商银行）

2、信贷能否持续复苏？受财政存款释放资金的影响，股份制银行存贷比紧张的格局将有所缓解，但信贷能否复苏并非仅仅是存贷比等银行供给限制的问题，需求的复苏同样也将影响未来的信贷增量。同时信贷需求的复苏又是经济活跃度开始复苏的前兆。我们认为这是目前长期资金面面临的最大的不确定性。

我们认为信贷的回升主要还在于政策的支撑及固定资产投资的复苏。目前政策对信贷的支撑是有利的，供给的瓶颈在于存贷比；而随着存准率下调，基准利率下调的可能性也在增大，对信贷需求的复苏有利条件也将进一步增加，这在长期上将加大信贷对银行间资金“挤出”的不确定性。目前想12月份PMI等数据均出现反弹，如果需求真的提前复苏，那么信贷的复苏很可能远远快于市场的预期，09年二季度债市资金受挤压那一幕很可能会重演，那么从长期角度而言，资金面的不确定性还是比较大的。

➤ 目前 M1-M2 的剪刀差已经创 09 年 6 月以来的新低, 显示经济活力已经处于近 2 年多以来的低点。

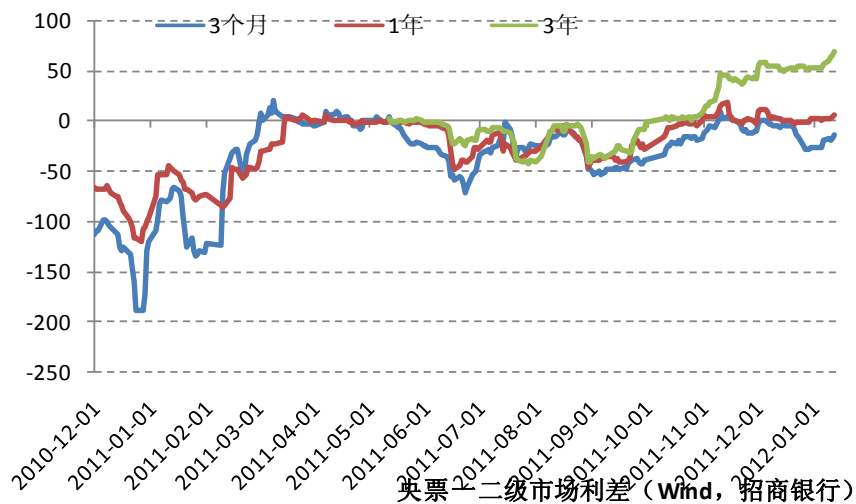
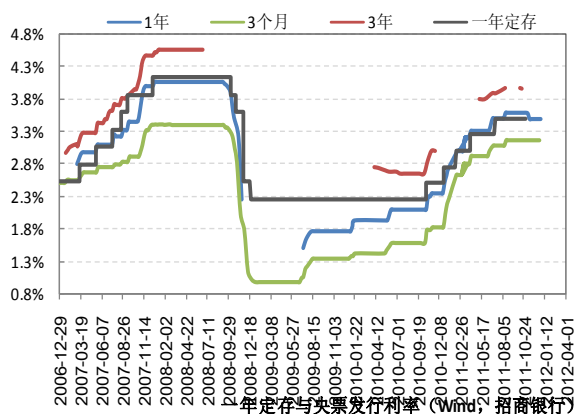
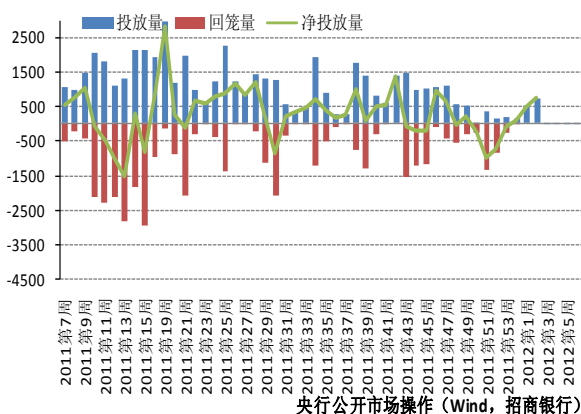


M1与M2的剪刀差持续扩大 (Wind, 招商银行)

二、债市回顾及展望

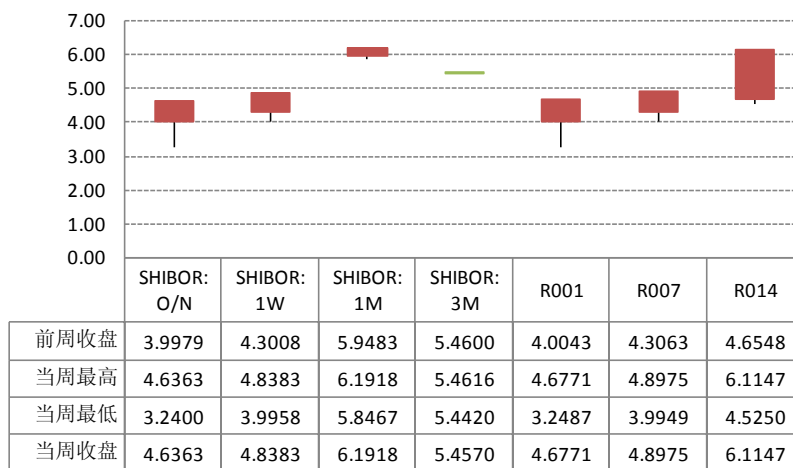
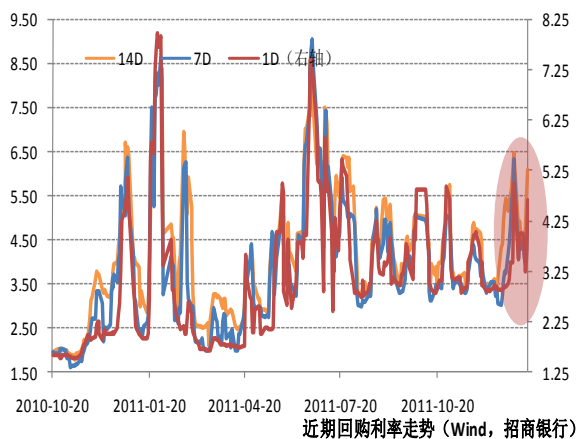
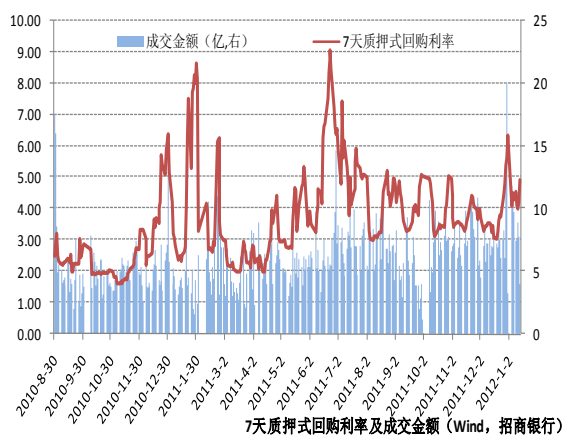
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场到期释放资金 730 亿，全周无公开市场操作。未来四周的到期量仅仅为 40 亿，预计央票待发等操作还将持续到节后。下周是节前最后一周，到期量仅为 10 亿，预计央行逆回购操作有望展开。



2.2 资金面及货币市场

上半周资金面延续缓慢回落趋势，源于前一周央行宣布将择机进行逆回购推动了资金面放缓的预期，隔夜回购开始出现松动。但下半周受跨节资金需求的影响，回购利率开始回升，7 天回购延续高位，进而带动隔夜利率再度回升。我们判断下周开始，7 天以内主要期限回购利率开始跨节，预计资金成本又将出现较大幅度的抬升。

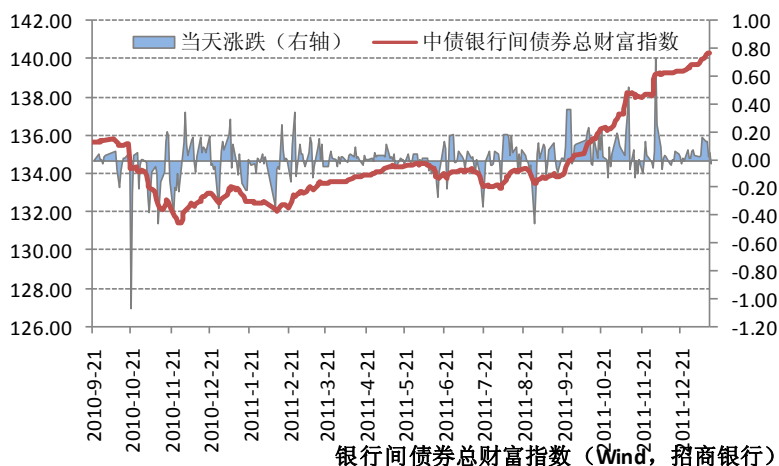


2.3 利率走势及债券市场

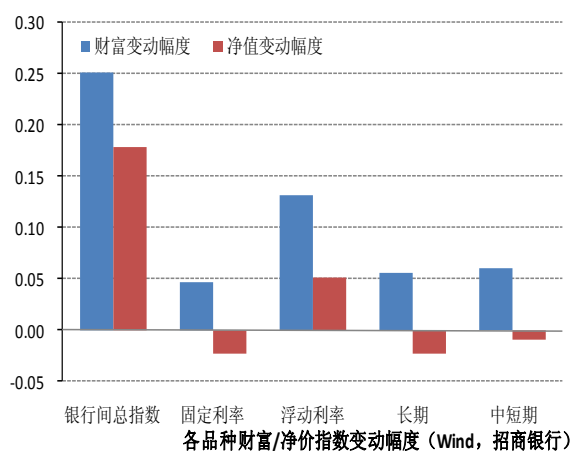
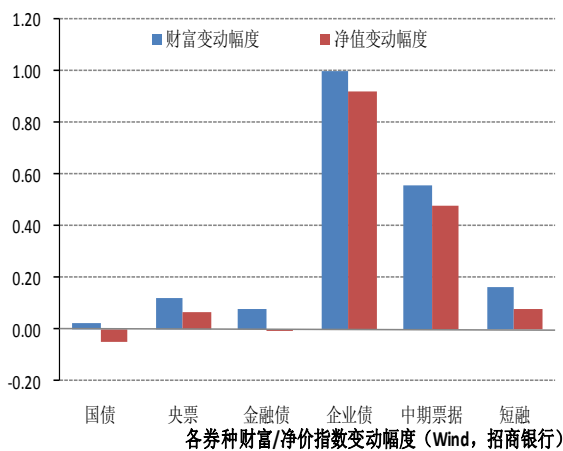
一级市场方面，上周发行了一期1年期固息国债及一期10年固息国开债。

从本期国债发行收益率看，由于近期鲜有短久期国债成交，市场对该期国债的利率预期分歧较大，最终中标利率2.78%，边际利率2.86%。全场认购倍数1.69，并未受到热捧。

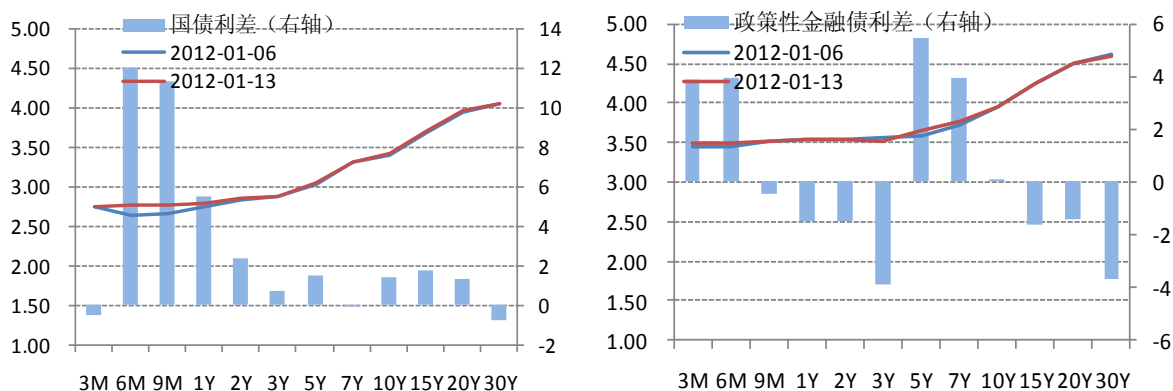
10年期国开债最终中标利率3.85%，符合市场预期，认购倍数1.48，显示市场需求并不是预期那么高，此前市场预期1季度将是收益率高位，拉长久期的呼声较高，但近期市场对政策放松的预期有所减弱，导致了本轮长久期金融债没有受到明显追捧。



现券市场成交开始分化，上周信用债成交火爆，但中长期利率债出现小幅调整，全周成交热点呈哑铃型结构，短端主要集中在短融及央票，中长端则主要以长久期信用债为主。从估值看，企业债、中票及短融均呈上涨格局，而国债、金融债则出现调整，央票小幅上涨。

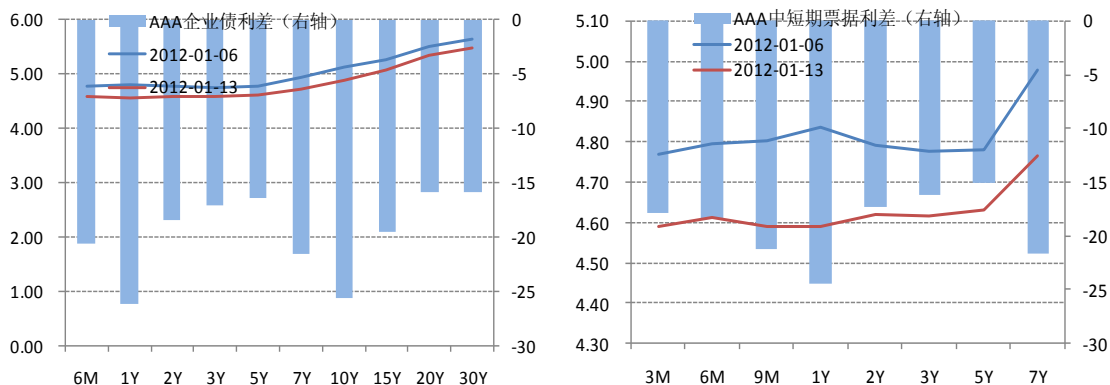
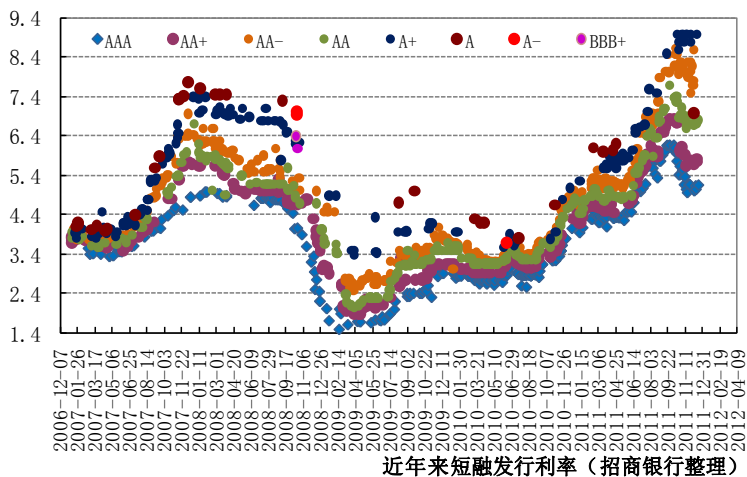


上周国债及金融债收益率呈涨跌互现趋势，国债受一级市场 1 年期发行利率走高的影响，1 年端收益率出现 5BP 的抬升，1 年以上收益率波动不大，收益率整体呈抬升趋势，幅度在 2BP 以内；金融债方面，除了 5-7 年调整 4-5BP 外，其余年限依然延续下行趋势，幅度在 2-4BP 之间。



2.4 信用市场走势

上周信用市场加速升温，一级市场方面，中石油 7 年期、10 年期品种认购倍数均超过 34 倍，创历史新高，显示市场对高评级信用债的热情进一步高涨，同时也提振了二级市场买入兴趣。全周收益率曲线呈普遍下行趋势，短融及中票收益率均有一定幅度的下行，1 年短端及 7 年以上长端下行幅度较大，超过 20BP，其余年限在 15-17BP 之间。



三、 预测与展望

上周出台的通胀数据显示出年末通胀反弹的趋势并没有市场预想的那么强烈，同时中长期信贷依然较为疲软，显示短期内市场调整的风险很可能没有那么大。但从长期角度看，PMI指数出现回升，回购利率没有明显下行，令投资者对经济基本面及资金面长期走势的分歧进一步加大。

上周中石油信用债的火爆正好显示目前市场的这种分歧：高等级长久期信用债既可以在经济下行时带来估值收益，同时又能在经济反弹时提供足够的利差保护，这表明市场投资偏好正在趋于谨慎。在经过9月份以来的这一轮牛市后，目前市场对债市收益率能下行到哪种程度的不安感进一步增强。

我们认为经济虽然近期出现反弹的迹象，但从上游产业链及微观数据上并不支撑经济会马上反转，整体通胀及经济在较长时间内还将延续下行走势。值得关注的主要还是政策放松的力度及方向，这将影响未来资金流向及流动性的松紧程度。

短期内关注点：

- **关注政策进一步放松的方向。**未来四周公开市场到期资金仅为40亿，政策放松是大概率事件，但央行选择下调存准率还是逆回购将影响投资者对未来的预期及回购市场的资金成本。
- **关注年初银行信贷的投放情况。**
- **依然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。**央票及短久期利率品种是否有进一步交易及波动操作的机会。

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。