

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

[jerryjyliu@cmbchina.com](mailto:jerryjyliu@cmbchina.com)

## 报告摘要：

### ——经济及政策运行路径并未改变

- 本次存准金的下调，上周四以来的资金大幅抽紧是触发因素，而银行资金面持续处于紧平衡状态以及信贷投放低迷是推动本次存准率下调的内在原因。本次存准率释放资金大约 4000 亿，考虑到上周中小银行刚补缴存准金，股份制银行贷存比约束并没有实质放松，公开市场到期量较小，以及外汇占款持续不振，本次存准金对市场预期的引导大于实质影响。实际上，制约信贷的更重要的是需求的疲软，这从 1 月份中长期信贷疲软及票据直贴利率的大幅下挫可以得到印证。本次存准率下调虽然给予市场释放出政策放松基调不变的信号，但提升实体经济需求不可能单靠短期政策效果一蹴而就，未来更大的放松力度及节奏依然可期。
- 在此之前，市场对政策面迟迟不见放松引发了债市调整，中长端收益率出现一波反弹走势，市场心态上，机构避险及降低杠杆的情绪非常明显。一级市场认购需求明显减弱，同时发行利率开始上扬，进而带动二级市场收益率回升。本次降准虽然并不意味着这轮调整将结束，但也给市场较为正面的反馈。这也从另一方面表明，信贷弱势局面很可能超出预期，这未来经济局面很可能未如前期市场预期的那么乐观。
- 我们认为，确立当前经济及资金面运行路径将是决定未来一段时间债市的走势的关键因素。虽然部分市场观点将当前经济环境与 09 年初的经济快速反弹并拉动收益率回升的情景作比较，认为债市底部已经提前到来，但我们认为目前经济环境难以复制当年货币政策快速放松并与大规模投资相配合的环境。更为可能的路径是，经济呈“L”型或“U”型缓步触底的过程。
- 而从资金面上看，未来“宽信贷”相关政策出台的可能性较为明朗，但央行对资金面的态度则隐晦得多，今年 M2 的目标定位 14%，低于前期水平，同时在公开市场操作上，目前回购利率并未明显回落到“宽松”区间，但公开市场回笼力度并未明显放松，未来货币政策究竟是运行在“宽货币，宽信贷”还是“紧货币，宽信贷”将决定市场资金的流向。这

也是导致市场分歧较大的关键之处。

## 短期关注点:

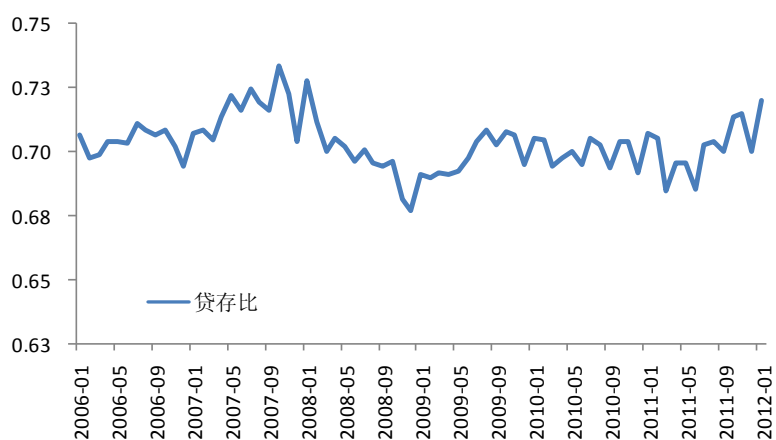
- **短期内，不排除收益率还将小幅调整。**长端收益率很可能将成箱体震荡趋势，10年国债在3.5%左右将是一个中性的区间，在此区间内收益率向上或向下的幅度均不会过大，可择机进行波段操作。而从中期角度而言，债市“慢牛”氛围并未结束。
- **关注2月份信贷投放。**如果2月份信贷投放依然低迷，不排除有新的放松政策出台；
- **关注物价下行的幅度。**2月份1-2周的商务部食品农产品价格持续下滑，但统计局50城市食品价格回落幅度不明显，2月份物价先行数据依然值得关注。
- **关注外汇占款投放情况。**市场普遍预期1月份外汇占款有所恢复。其复苏程度及未来持续性情况将关系到货币政策取向。值得进一步关注。

## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 年初信贷低于预期

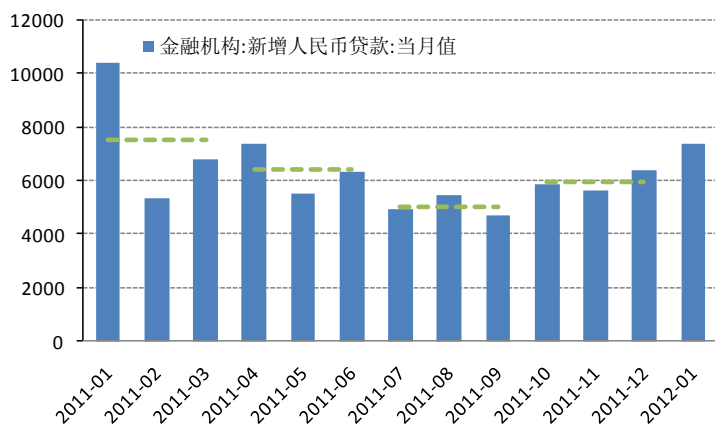
1月份的信贷数据明显低于市场预期。在数据发布之前市场预期信贷新增可能将达到9000-10000亿,后来进一步降低至8000-9000亿,但从最终出台的数据看,1月份信贷新增仅7381亿,大幅低于市场预期。

由于此前市场传言今年新增信贷额度将达到8万亿。按银行集中投放的节奏,一季度投放的额度至少应该在2-3万亿。1月份的数据明显低于预期值。从原因看,我们认为主要有两个:一是监管原因,贷存比的限制依然制约信贷空间,特别是对中小型银行及股份制银行而言,虽然12月份财政存款释放资金推高了超储率,但季末冲存款因素过去后,存款流失及春节存款转现金抑制了信贷的投放冲动。这从1月份大行供给比例显著上升也可以得到印证。



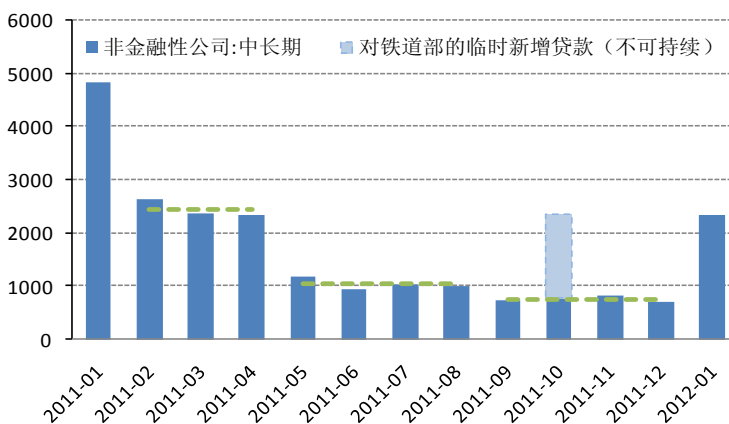
1月份的贷存比有所上升 (Wind, 招商银行)

另一方面,我们认为更重要的需求原因。去年四季度的信贷需求并没有受到明显压制,表现为四季度的信贷投放高于三季度水平,这有别于前两年四季度因为信贷超额而将大部分需求延迟到下一季度才释放。加上1月份工作日较少等因素,导致了1月份新增信贷低于预期。

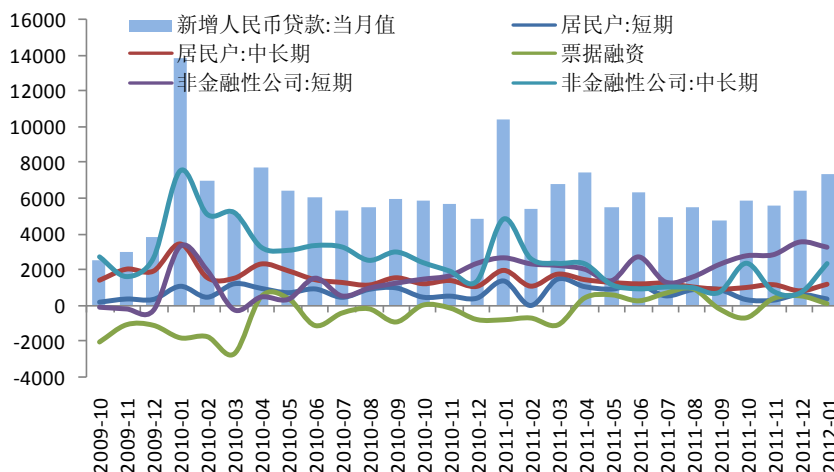


四季度信贷需求并没有收到明显压制 (Wind, 招商银行)

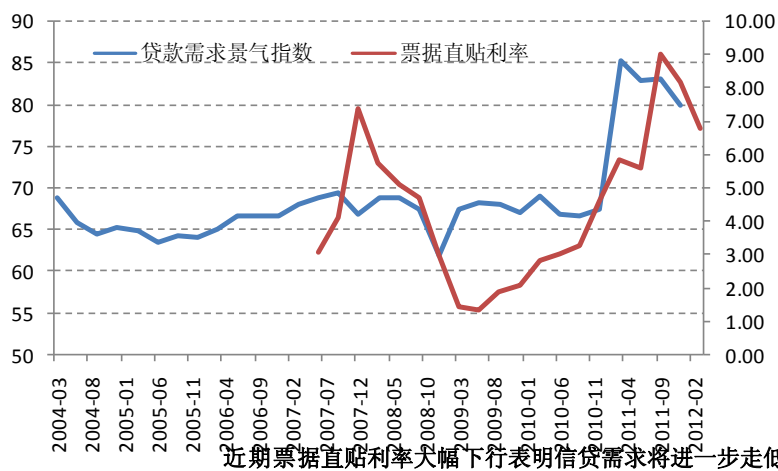
**供给还是需求制约了信贷的增长?** 从反映实体经济信贷需求的非金融性公司中长期贷款新增额来看, 去年四季度新增量维持低迷, 表明实体经济需求较为疲软。尽管 1 月份新增对公中长期贷款(2350 亿)有所增加, 但也依然低于历史月均值, 更低于往年年初月均投放水平。这表明未来制约信贷更多是需求的力量。



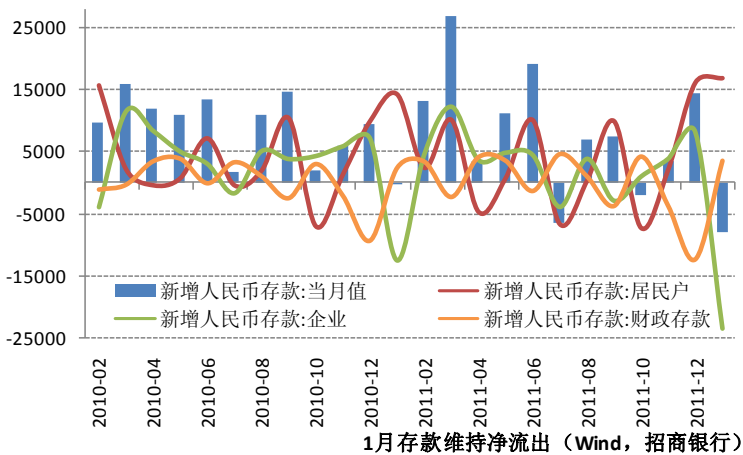
新增非金融性公司中长期贷款持续低迷 (Wind, 招商银行)



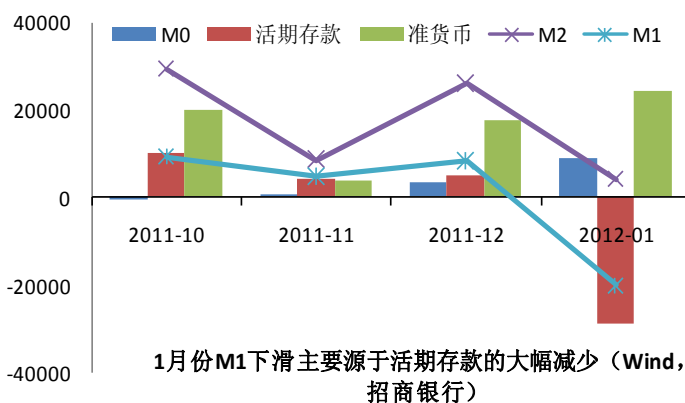
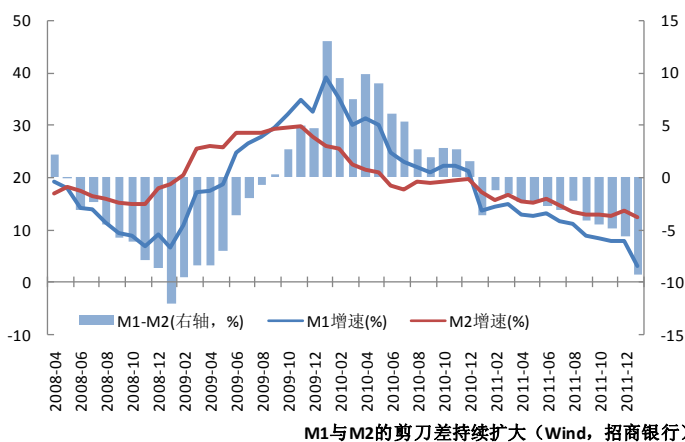
1月新增信贷低于预期 (Wind, 招商银行)



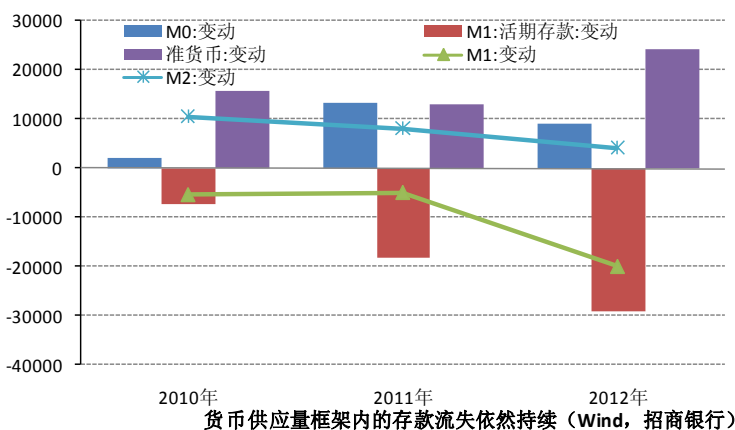
**存款流失依然持续。**从存款结构上看，企业存款大幅减少，同时居民户存款维持高位，短期原因主要源于节前发奖金因素，但依然可以看出资金有外流趋势（两者之差为-6900 亿）。1 月份存款整体负增长 8000 亿，我们认为主要因素还是前面提到的季末效应消失后存款加速表外化。这将在未来持续压制潜在的信贷增长空间。



从货币供应量上也同样体现这种趋势，1 月份 M1 负增长 1.95 万亿，同比创下 3.1% 的历史低位，原因主要源于企事业单位的活期存款向现金及储蓄存款转化（体现为 M1 中的活期存款向 M0 及 M2 准货币腾挪）。这导致了 M2 增速并未发生较大的波动，但 M1-M2 的剪刀差进一步扩大。我们认为这有季度因素在里面，不能仅仅用实体经济活力的大幅减弱来概括。



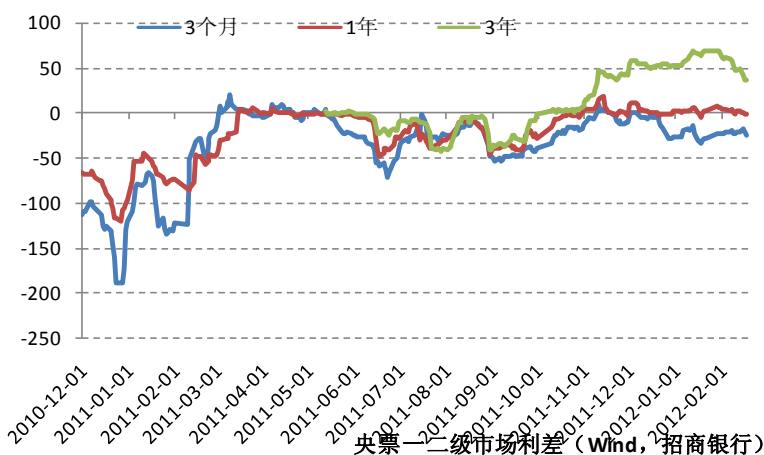
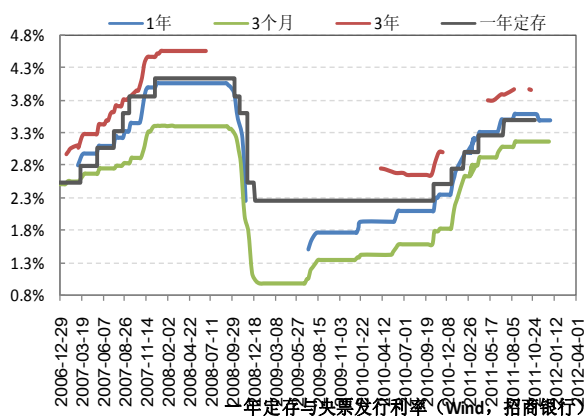
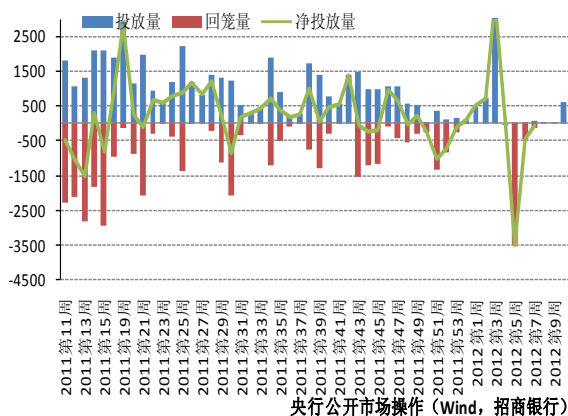
但另一方面，从历史同期对比看，1月份广义货币框架内的存款流失远远高于历史同期。M1活期存款减少幅度远远大于前两年，难以仅仅用发奖金来解释。资金漏损及流失同样较为严重。虽然近期银行表外理财收益率出现小幅下降，发行支数也有明显减少，但存款搬家现象并没有明显受到抑制。我们认为，如果2月份信贷需求没有出现明显增长，货币政策再度放松的可能性并非不可能。但是提升需求还有较长的一段路要走，并非短期的政策效果而能一蹴而就。



## 二、债市回顾及展望

### 2.1 政策面及公开市场

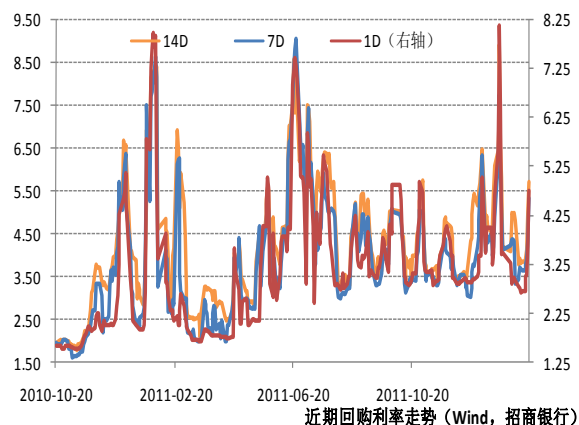
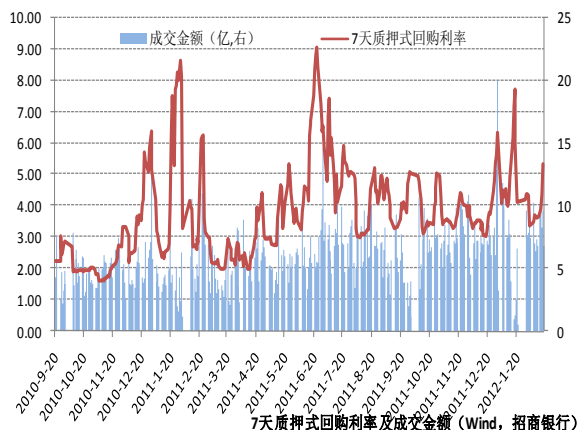
上周净回笼资金 90 亿元，其中到期资金 70 亿，28 天及 91 天正回购各发行 60 亿及 100 亿。央票发行依然暂停。周五传央行小范围内对机构进行逆回购，以缓解周三以来的资金紧张局面。



### 2.2 资金面及货币市场

尽管上周初资金成本有所回落，但受周三中小银行补缴存准金的影响，资金成本开始回升，周四开始，由于中交建 50 亿元 IPO、中石化 150 亿超短融发行的叠加冲击，大行从净融出方转变为融入方或停止融出，回购利率大幅抬升，资金面再度出现紧张局面，交易时间被迫延长 20 分钟以满足部分机构拆入资金需求。周五央行小范围对市场成员做逆回购，但资金成本依然维持高位。这与我们之前一直强调的资金面紧平衡情况基本一致。上周末降准的影响预计到本周末才能显示出实际效果，但对市场预期的引导作用预计将在本周有所体现。但如果本周央行公开市场依然维持回笼态势，那么

资金紧张对短端收益率的影响依然存在。



	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	2.6867	3.6408	4.5147	5.3142	2.6928	3.6344	3.8482
当周最高	4.4958	5.1792	5.8244	5.3061	4.7433	5.3142	5.7142
当周最低	2.6883	3.6515	4.4175	5.2774	2.6998	3.6570	3.8489
当周收盘	4.4958	5.1792	5.8244	5.3061	4.7433	5.3142	5.7142

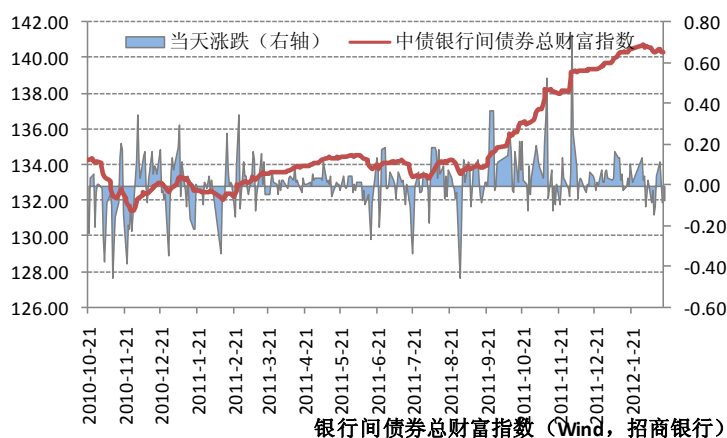
## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期5年期国债及四期金融债。

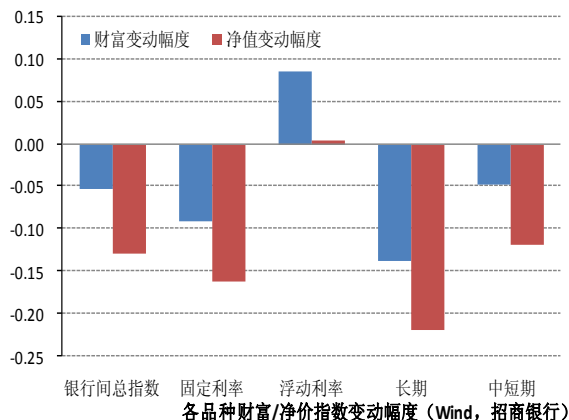
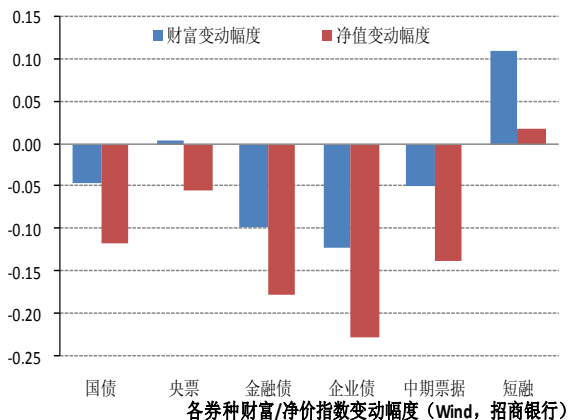
5年期国债中标利率3.14%，略高于3.11%的市场预期，全场认购倍数仅1.59倍，显示市场认购需求较弱。

金融债方面，上周二发行的两期7年国开债中标利率均高于预期，其中7年固息债中标利率为3.94%，7年Depo浮息债中标利差为70BP，认购倍数分别为1.48及1.38。

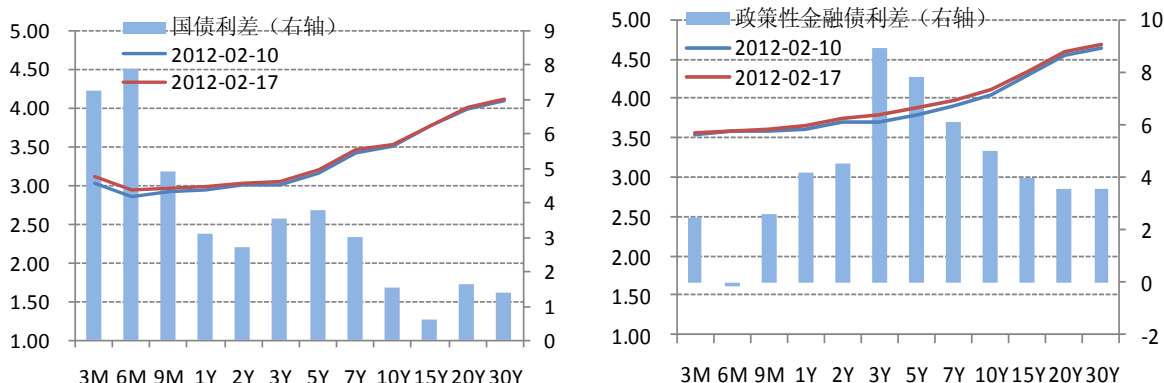
而周五发行的一期3年及一期5年的口行固息债，因资金紧张而导致发行利率均高于预期，其中3年期中标3.78%，5年3.87%，均高于市场此前预测的3.76%及3.85%。但认购倍数有所回升，3年期为1.79，5年期1.78，显示受利率持续抬高的影响，市场需求有所回暖。



现券市场方面，周一受前一周末信贷及 M1 数据低于预期及温总理预调微调论的影响，收益率出现明显回落，但周二开始又受中小银行补缴存准金，回购利率上升的影响，市场氛围转向谨慎，短端收益率有所回升；周四开始，受资金面大幅上行及一级市场走高的引导，市场观望氛围进一步加剧，卖盘涌现。全周除短融及浮息债外，各期限、各品种估值均呈下滑趋势。

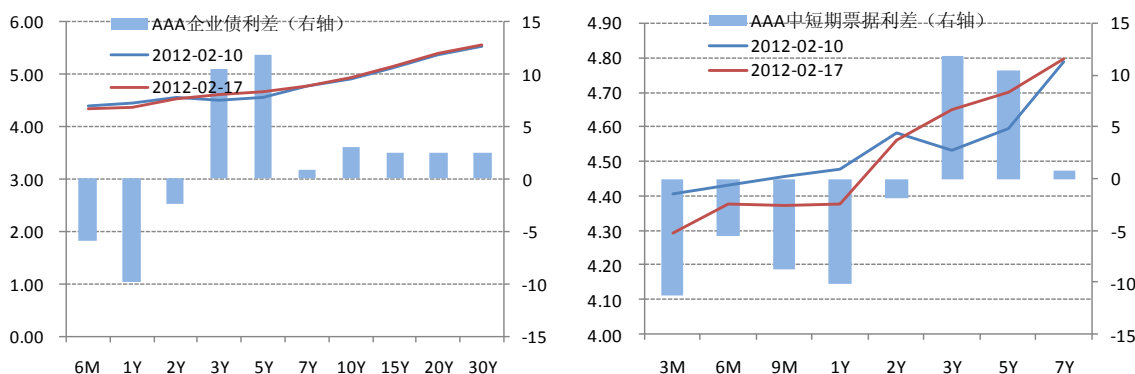
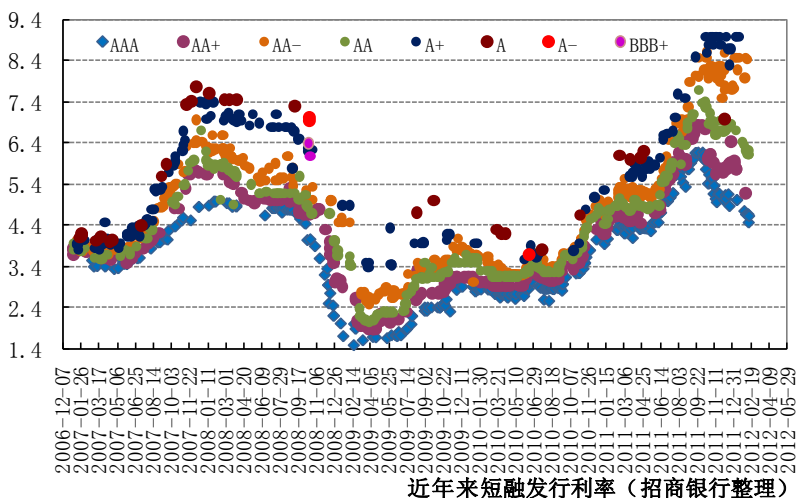


国债及金融债收益率上周均出现不同程度的抬升。国债收益率曲线呈扁平化抬升趋势，短端抬升幅度较大，1 年以内短端中债估值抬升幅度达到 7-8BP，1-5 年升幅也在 3-4BP，10 年端小幅上涨 2BP 到 3.54%；金融债方面，涨幅最大的主要集中在 3-5 年端，幅度有 8-9BP，其余年限也有 4-5BP 的涨幅。



## 2.4 信用市场走势

信用市场依然多空交织。虽然卖盘有所增加，但需求并未明显减少。短融交投踊跃，收益率继续下行，成交放量。但中长端中票及企业债收益率上行态势则依然持续。整体收益率成陡峭化变动趋势。1年以内短融及中票整体下滑 6-11BP, 3-5 年中票抬升幅度较大，达到 10-12BP。



## 三、 预测与展望

本次存准金的下调，上周四以来的资金大幅抽紧是触发因素，而银行资金面持续处于紧平衡状态以及信贷投放低迷是推动本次存准率下调的内在原因。本次存准率释放资金大约 4000 亿，考虑到上周中小银行刚补缴存准金，股份制银行贷存比约束并没有实质放松，公开市场到期量较小，以及外汇占款持续不振，本次存准金对市场预期的引导大于实质影响。实际上，制约信贷的更重要的是需求的疲软，这从 1 月份中长期信贷疲软及票据直贴利率的大幅下挫可以得到印证。本次存准率下调虽然给予市场释放出政策放松基调不变的信号，但提升实体经济需求不可能单靠短期政策效果一蹴而就，未来更大的放松力度及节奏依然可期。

在此之前，市场对政策面迟迟不见放松引发了债市调整，中长端收益率出现一波反弹走势，市场心态上，机构避险及降低杠杆的情绪非常明显。一级市场认购需求明显减弱，同时发行利率开始上扬，进而带动二级市场收益率回升。本次降准虽然并不意味着本轮调整将结束，但也给市场较为正面的反馈。这也从另一方面表明，信贷弱势局面很可能超出预期，这未来经济局面很可能未如前期市场预期的那么乐观。

我们认为，确立当前经济及资金面运行路径将是决定未来一段时间债市的走势的关键因素。虽然部分市场观点将当前经济环境与 09 年初的经济快速反弹并拉动收益率回升的情景作比较，认为债市底部已经提前到来，但我们认为目前经济环境难以复制当年货币政策快速放松并与大规模投资相配合的环境。更为可能的路径是，经济呈“L”型或“U”型缓步触底的过程。

而从资金面上看，未来“宽信贷”相关政策出台的可能性较为明朗，但央行对资金面的态度则隐晦得多，今年 M2 的目标定位 14%，低于前期水平，同时在公开市场操作上，目前回购利率并未明显回落到“宽松”区间，但公开市场回笼力度并未明显放松，未来货币政策究竟是运行在“宽货币，宽信贷”还是“紧货币，宽信贷”将决定市场资金的流向。这也是导致市场分歧较大的关键之处。

### 短期关注点：

➤ 短期内，不排除收益率还将小幅调整。长端收益率很可能将成

箱体震荡趋势，10年国债在3.5%左右将是一个中性的区间，在此区间内收益率向上或向下的幅度均不会过大，可择机进行波段操作。而从中期角度而言，债市“慢牛”氛围并未结束。

- **关注2月份信贷投放。**如果2月份信贷投放依然低迷，不排除有新的放松政策出台；
- **关注物价下行的幅度。**2月份1-2周的商务部食品农产品价格持续下滑，但统计局50城市食品价格回落幅度不明显，2月份物价先行数据依然值得关注。
- **关注外汇占款投放情况。**市场普遍预期1月份外汇占款有所恢复。其复苏程度及未来持续性情况将关系到货币政策取向。值得进一步关注。

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。**