

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要：

### ——关注长期资金面的演变情况

- 存准率下降对市场的引导作用不大。虽然前一周末降准消息超出市场预期，但受累于降准实施时间较为滞后，上周资金面紧张的氛围并未缓解，整体收益率没有出现较大幅度的下行。我们认为本次降准对债市及资金面的实质利好在于确立政策放松的方针及运行路径并未发生改变。但在存款搬家持续及股份制银行贷存比硬约束的限制下，揽存大战及资金面紧张依然难以避免，本次降准对长期资金面的缓解程度有限。
- 本周之后，经济数据将陆续公布，这将有利于引导及纠正市场对经济基本面的预期。短期看，宏观环境不会有特别超预期的反弹或下滑。值得市场多加关注的主要还是未来的信贷投放能否复苏。这也将关系到未来较长一段时间内政策风向的走势。我们判断，在政策放松预期确立及信贷增长尚未放量的阶段，债市收益率依然具备一定的下行空间。目前存在的不确定性依然是资金紧平衡的趋势何时能打破以及将向何方演变。

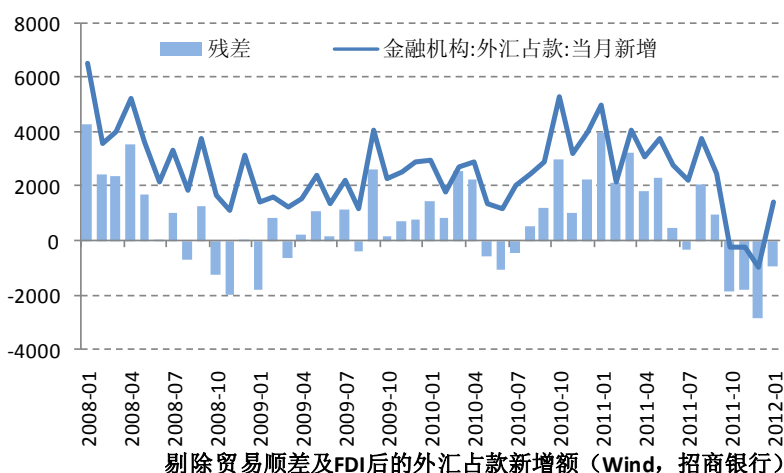
### 短期关注点：

- **关注2月份信贷投放。**市场传言2月前三周四大行信贷仅增长700亿，远远低于预期，同时存款流失依然严重，这或许是本次存准下调的内在原因，如果信贷持续不景气，不排除进一步的政策放松还将出台。
- **关注3月初PMI指数。**3月汇丰PMI初值为49.7，高于上月终值48.8，连续第三个月回升，但依然处于萎缩区间，显示目前经济增速仍未脱离放缓通道。由于近期处于数据空窗期，本周官方PMI及汇丰终值出台，市场定位将进一步获得确认。
- **关注一级市场是否显示出债市回暖的先兆？**自周三开始，10年国债及7年农发债发行利率均有所走低，并未出现前期一级市场引导二级市场走高的态势，我们认为资金面预期的放宽是关键，但流动性是否真的能得到实质性放松依然有待观察。

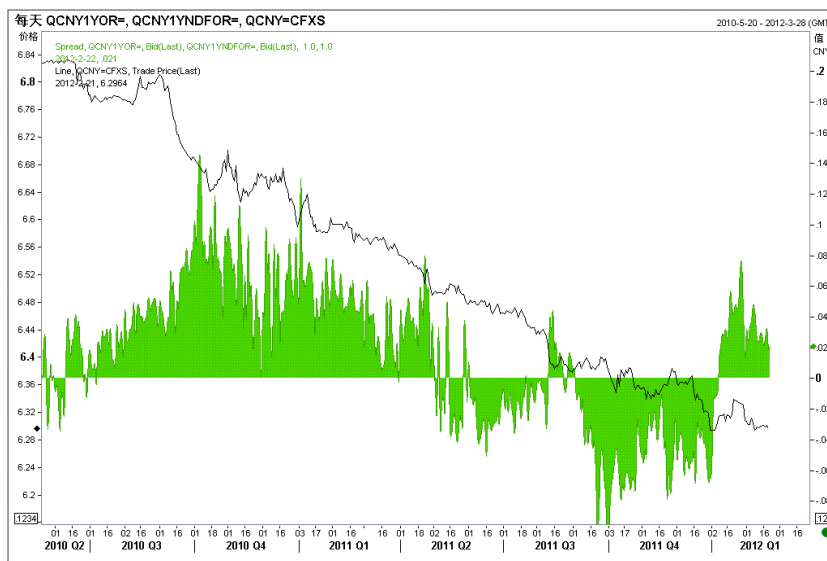
## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 1月外汇占款恢复正增长

1月份的外汇占款新增1409亿，小幅高于市场预期，但剔除贸易顺差及FDI后，游资依然延续负增长态势。



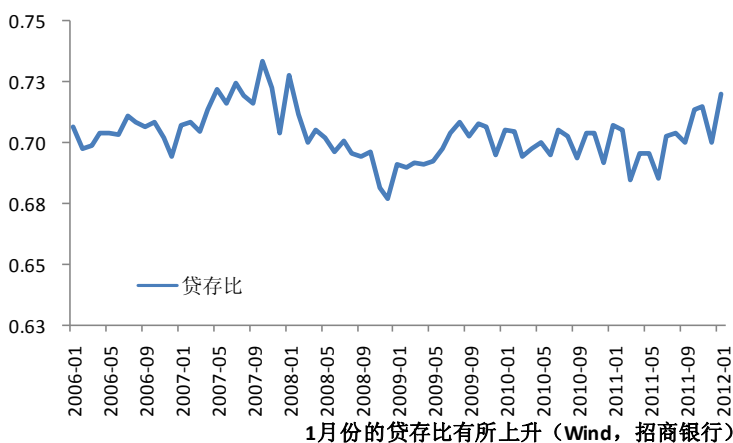
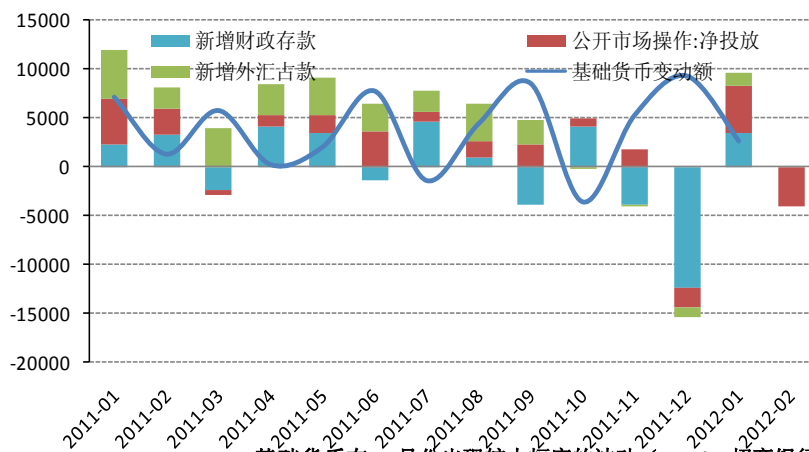
从预期上，自1月上旬开始，NDF对人民币的贬值预期已经发生反转，这可能是导致外汇占款有所恢复的原因之一。但从实体经济资金流入看，外贸与FDI弱势局面并未发生好转，我们判断，仅根据1个月的数据依然难以断定未来外汇占款增量是否能够持续恢复，但即使能够恢复正增长，未来增量也依然难以达到前两年月均水平。



资金面缓解情况并不乐观。虽然下调存准率释放资金近3800-4000亿，但实际对资金面的缓解有限。1月新增财政存款达到

3500 亿，而公开市场虽然投放 4780 亿，但其中 3520 亿是节前 14 天逆回购，这也加剧了 2 月份公开市场回笼的力度。

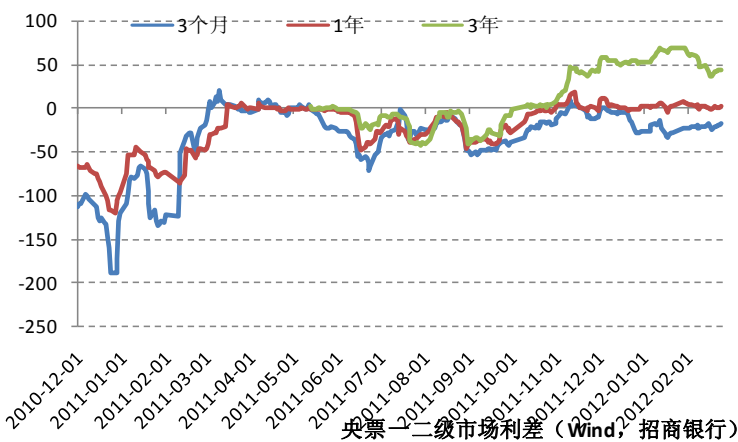
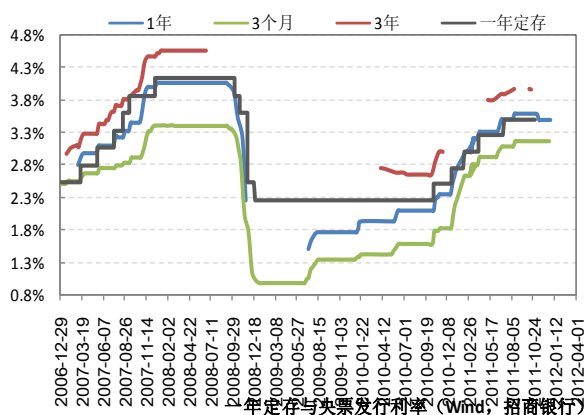
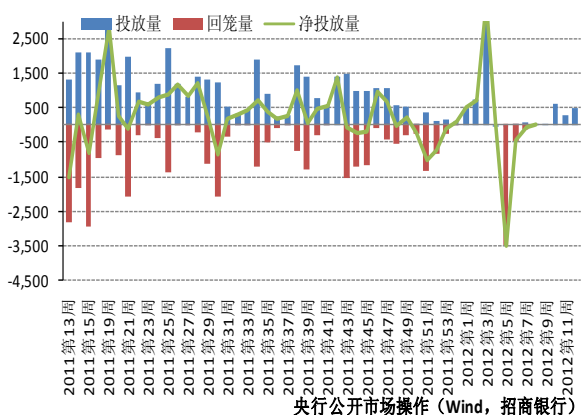
即使不考虑近期央行非公开的定向逆回购及其延期，截至本周的 2 月份公开市场回笼量也已经超过 4000 亿，基本抵消掉存准率下调所释放的资金。这导致了基础货币在 1-2 月份将发生较大幅度的波动。加上考虑 2 月份最后一期中小银行补缴存准金近千亿元，存款搬家现象并没有明显减弱以及股份制银行贷存比约束并没有实质放松，资金面的缓解情况并不乐观。



## 二、债市回顾及展望

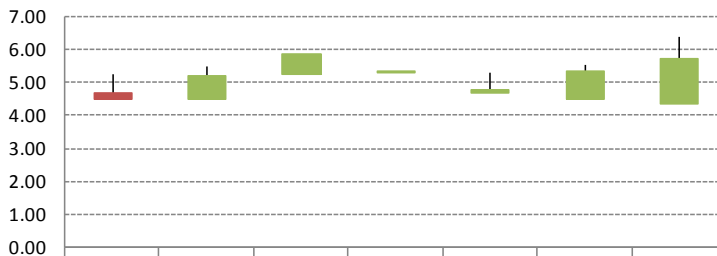
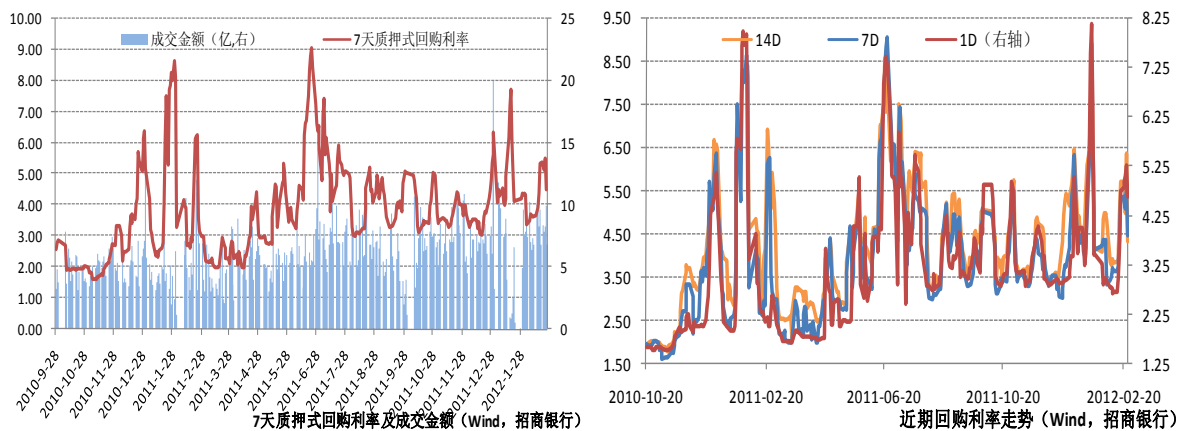
### 2.1 政策面及公开市场

上周公开市场到期资金 20 亿，受流动性紧张局面未改的影响，全周没有正回购及央票发行。虽然周一央行依然要求一级交易商上报 28 天和 91 天两种正回购需求，但最终并未成行。本周到期量依然为 20 亿，但从下周开始，到期量将逐步加大，预计央票及正回购有望重启。



### 2.2 资金面及货币市场

虽然降准对后市的影响会逐步显现，但上周资金成本大部分时间维持在高位，周一至周四，回购利率均呈持续抬升趋势，周五虽然略有下降，但隔夜及 7 天依然位于 4.64% 及 4.48% 的高位。下周开始，又面临月末效应，银行揽存可能还将制约资金成本下行。短期内的资金面情况并不乐观。



	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	4.4958	5.1792	5.8244	5.3061	4.7433	5.3142	5.7142
当周最高	5.2192	5.4850	5.7958	5.3148	5.2563	5.5056	6.3836
当周最低	4.6433	4.4817	5.2525	5.3043	4.6424	4.4810	4.3336
当周收盘	4.6433	4.4817	5.2525	5.3043	4.6424	4.4810	4.3336

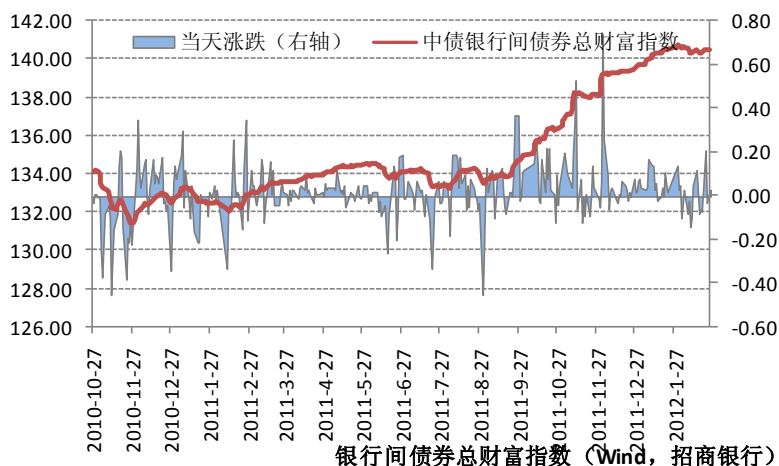
## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期 10 年期国债及两期金融债。

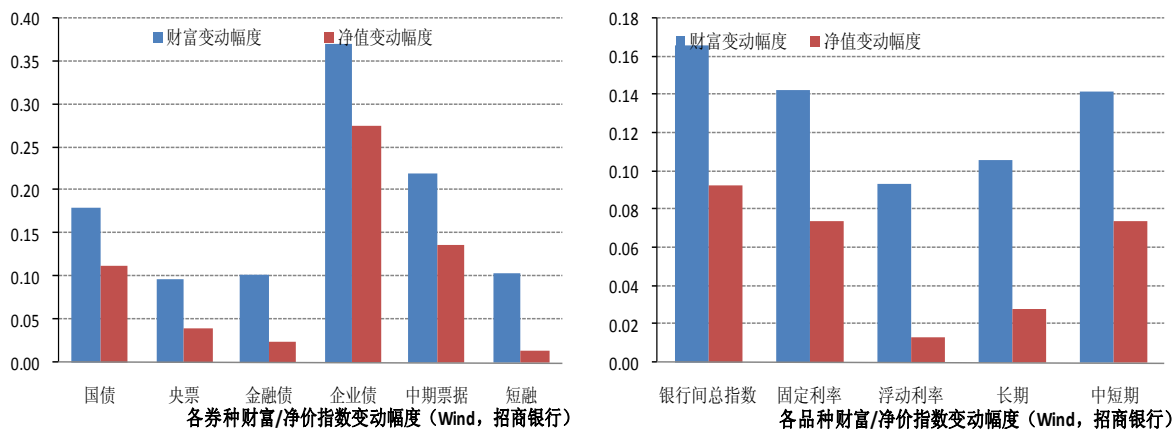
上周二发行的一期 10 年国开债（增发 110220，剩余 9.14 年，票面 4.50%），最终中标利率为 4.1017%，大幅高于市场预期，由于本期缴款日在 24 日降准之前，导致本期金融债投标并没有享受到降准带来的利好，认购倍数仅为 1.29 倍，资金紧张是抑制投标热情的主要原因。

周三 10 年期国债中标利率 3.51%，边际利率 3.54%，小幅低于市场预期，我们认为原因依然是资金面，由于最后缴款日在周一，市场普遍预期周五降准实施后资金面将逐步缓和，进而推动收益率回落，全场投标倍数 2.02，也显示出市场需求有所复苏。

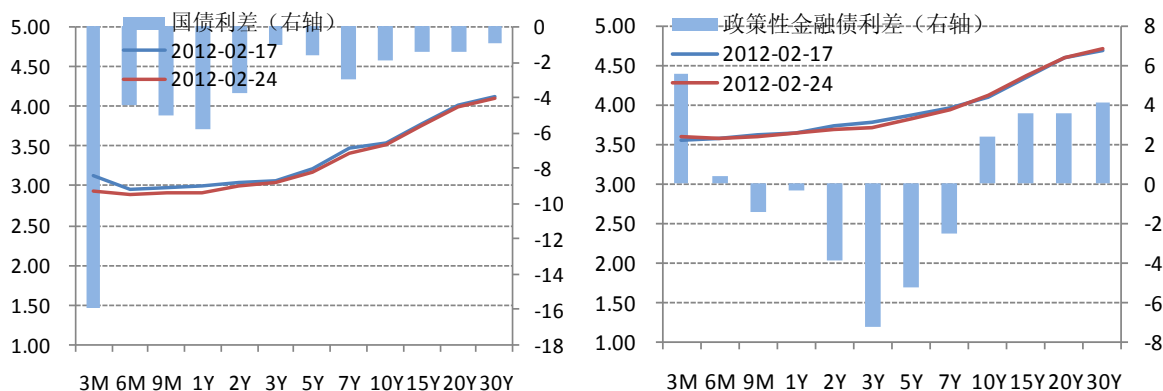
而周四发行 7 年农发固息债，中标利率 3.92%，基本符合预期。虽然并未如国债般出现明显走低，但也略低于二级市场成交价格，全场认购倍数 1.64，亦略高于前期，显示需求有所增加。



现券市场方面，前一周末的降准消息并未对市场产生较大的冲击，收益率在周一出现跳跌之后，缓慢回升，特别是在资金面没有明显改善的情况下，一级市场发行收益率依然维持在高位，制约了二级市场收益率的下降幅度。整体看，现券市场成交依然疲软，各期限估值均有不同程度的回升。其中，信用产品涨幅高于利率产品，中短端涨幅高于短端。

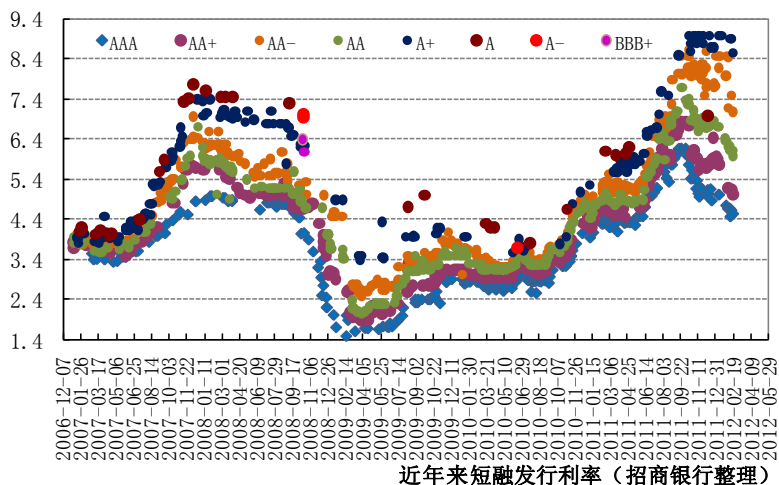


利率产品方面，国债各期限收益率均有不同程度的下滑。1 年以内短端下降幅度较大，有 4-6BP，5-10 年略降 2-3BP，其余年限波动不大。金融债方面，呈陡峭化变动趋势。1-7 年短端整体下行了 0-7BP，10 年以上中长端受周末基金等机构抛盘的影响，出现 2-4BP 不等的抬升。

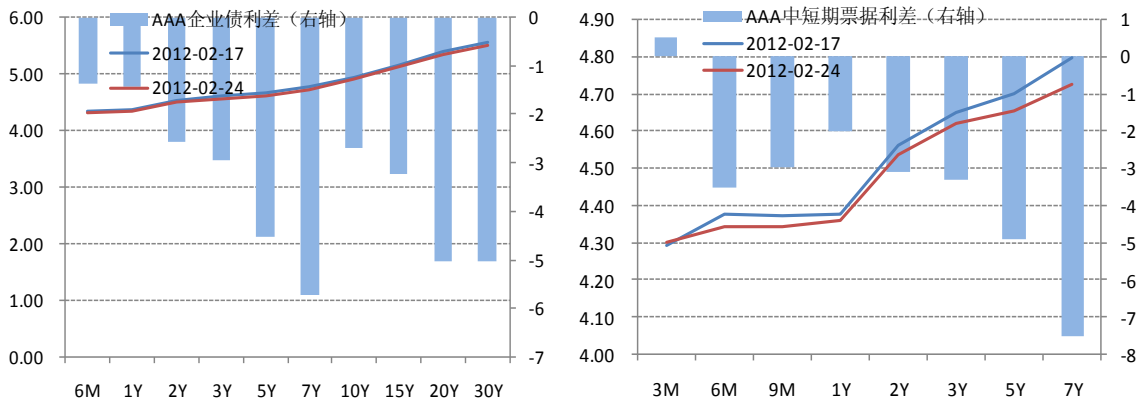


## 2.4 信用市场走势

信用市场受资金面影响，交投并不活跃，短融及中票成交主要集中在新发券种及高评级品种上。1年以内短融及中票整体下行2-4BP，2-7年中票也有3-7BP的降幅。



近年来短融发行利率（招商银行整理）



## 三、 预测与展望

存准率下降对市场的引导作用不大。虽然前一周末的降准消息超出市场预期，但受累于降准实施时间较为滞后，上周资金面紧张的氛围并未缓解，整体收益率没有出现较大幅度的下行。我们认为本次降准对债市及资金面的实质利好在于确立政策放松的方针及运行路径并未发生改变。但在存款搬家持续及股份制银行贷存比硬约束的限制下，揽存大战及资金面紧张依然难以避免，本次降准对长期资金面的缓解程度有限。

本周之后，经济数据将陆续公布，这将有利于引导及矫正市场对经济基本面的预期。短期看，宏观环境不会有特别超预期的反弹或下滑。值得市场多加关注的主要还是未来的信贷投放能否复苏。这也将关系到未来较长一段时间内政策风向的走势。我们判断，在政策放松预期确立及信贷增长尚未放量的阶段，债市收益率依然具备一定的下行空间。目前存在的不确定性依然是资金紧平衡的趋势何时能打破以及将向何方演变。

### 短期关注点：

- **关注2月份信贷投放。**市场传言2月前三周四大行信贷仅增长700亿，远远低于预期，同时存款流失依然严重，这或许是本次存准下调的内在原因，如果信贷持续不景气，不排除进一步的政策放松还将出台。
- **关注3月初PMI指数。**3月汇丰PMI初值为49.7，高于上月终值48.8，连续第三个月回升，但依然处于萎缩区间，显示目前经济增速仍未脱离放缓通道。由于近期处于数据空窗期，本周官方PMI及汇丰终值出台，市场定位将进一步获得确认。
- **关注一级市场是否显示出债市回暖的先兆？**自周三开始，10年国债及7年农发债发行利率均有所走低，并未出现前期一级市场引导二级市场走高的态势，我们认为资金面预期的放宽是关键，但流动性是否真的能得到实质性放松依然有待观察。

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。**