

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

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

报告摘要：

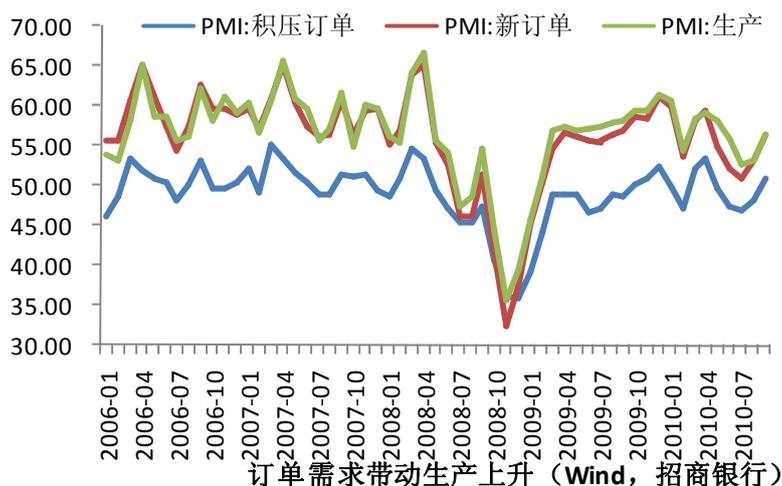
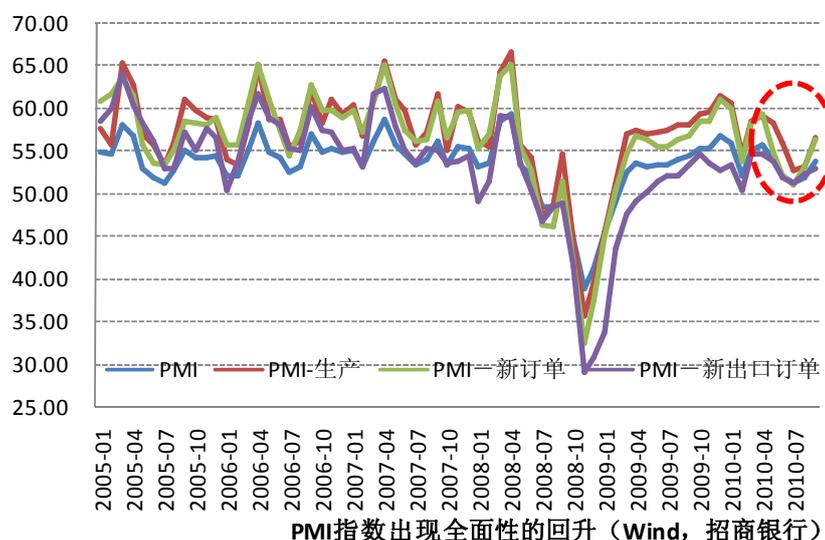
## ——调控重点依然是资金面

- 又临数据公布前夕，市场观望气氛依然浓厚，当从月初至今的市场数据来看，大家对经济企稳的预期持续高涨，尽管央行差额存款准备金出台后可能对流动性有所影响，但整体市场反应不大，相反落靴效应反而使得市场预期利率政策出台的时机将再度延后。
- 从上周公布的信贷数据来看，银行体系内的流动性依然充裕，即使考虑到9月底银行冲存款的数据并不具备可持续性以及存款准备金的上缴，市场流动性充裕的局面依然难以改变。目前的资金充足也体现在一级市场的投标上，上周7年期国债的投标显示市场投资需求依然较为充足。我们建议关注本周宏观数据的出台，特别是通胀的走势，这将是决定未来债市走势的关键因素。

## 一、宏观经济分析及展望

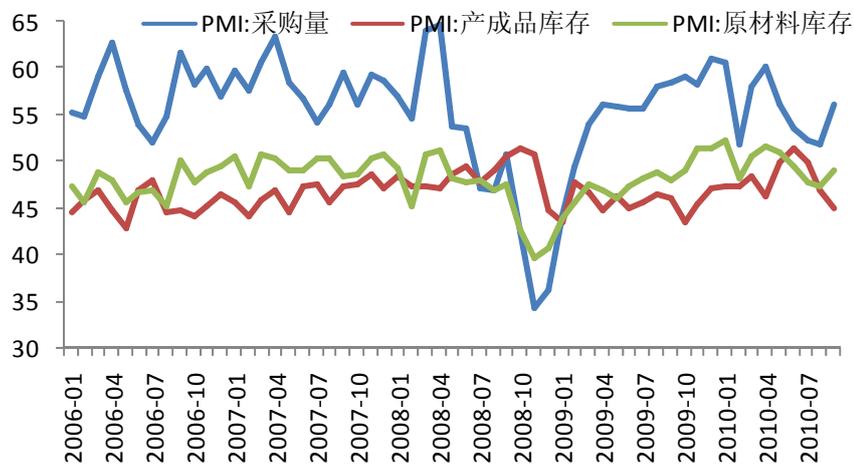
### 1.1 9月份数据前瞻：生产周期有望再度启动

月初公布的 PMI 指数出现全面性的回升，显示经济企稳有望在 9 月份数据上再度得到确认。从升幅来看，除了购进价格外，订单、采购及生产的上升幅度最大，表明工业生产的上升主要来源于需求的复苏。而新订单升幅明显高于新出口订单则表明内需复苏力度显著大于外需。

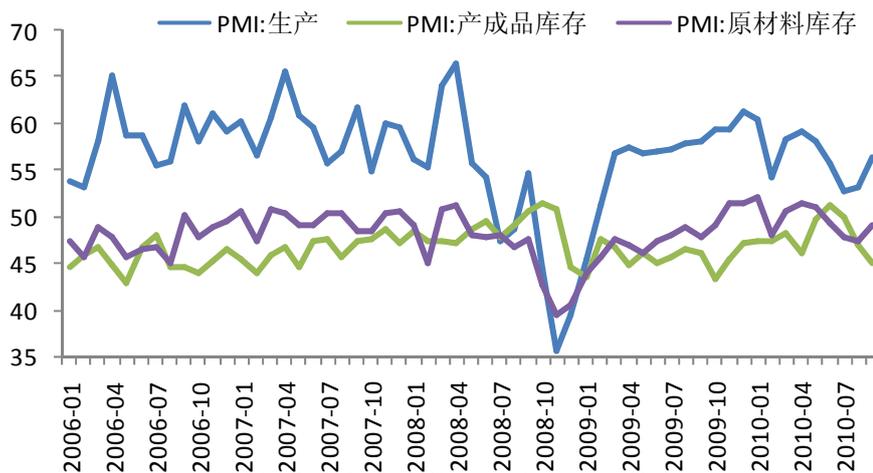


从库存来看，尽管产成品库存依然处于下滑阶段，显示工业的去库存话还没有结束，但受订单上升的影响，采购量及原材料库存已经出现了明显回升，结合生产指数的大幅回暖，我们判断，四季度传统的生产销售旺季及圣诞订单的带动将带来内外需求的明显增加，新一轮的生产周期有望启动，如果这种趋势得以持续，本轮去

库存化有望提前结束。

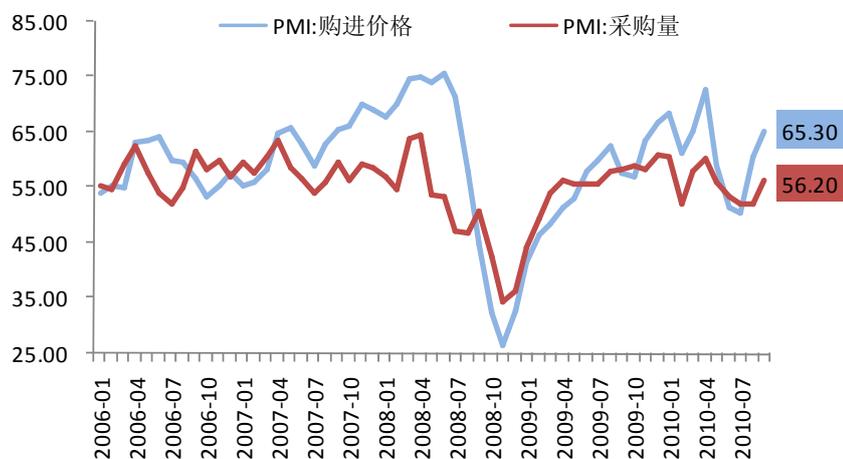


采购量与原材料库存有所上升，去库存化阶段有望结束  
(Wind, 招商银行)

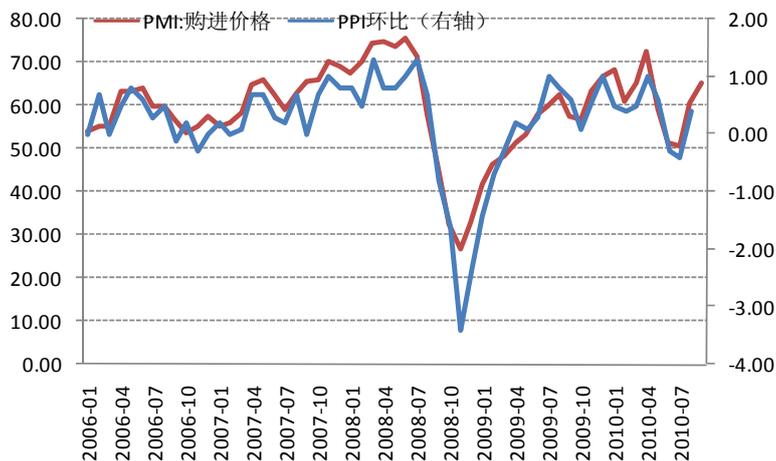


原材料库存与生产均出现上升，尽管产成品库存依然萎缩，但生产周期有望开始启动 (Wind, 招商银行)

订单与采购量的增加带来的另一个隐患是购进价格再度出现大幅上升的态势，尽管目前 PPI 同比依然回落，但受国际大宗商品价格上涨的影响，PPI 环比回升的格局已经开始显现，如果未来外国大宗商品价格没有回落的话，本轮由国内农产品引起的成本推动型通货膨胀有可能演化为供求混合推动型通货膨胀 (Hybrid Inflation)。



受采购量的带动，购进价格大幅上升 (Wind, 招商银行)



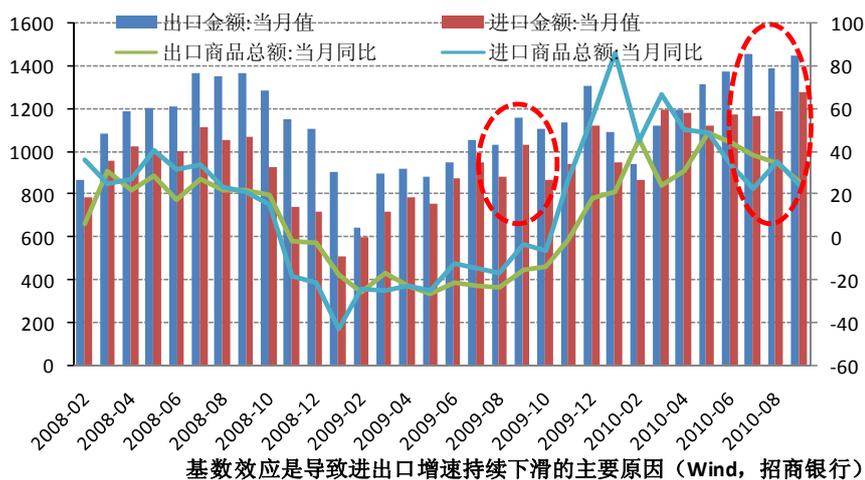
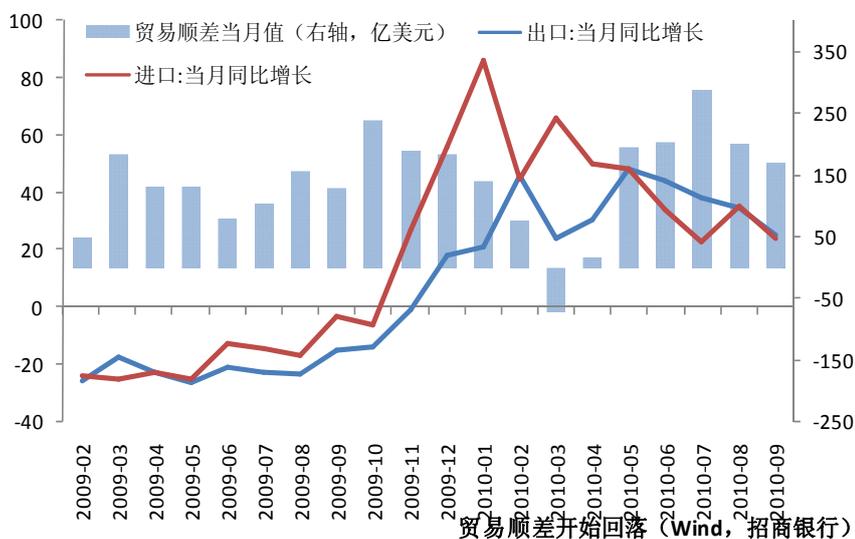
PMI购进价格与PPI环比 (Wind, 招商银行)

## 1.2 进出口放缓态势不变

9月份的进出口增速均出现较大幅度的放缓，同时贸易顺差也再度出现收窄。这与我们之前提出的判断十分吻合，前期顺差创新高的利好并无法掩盖外围需求不振的前景。

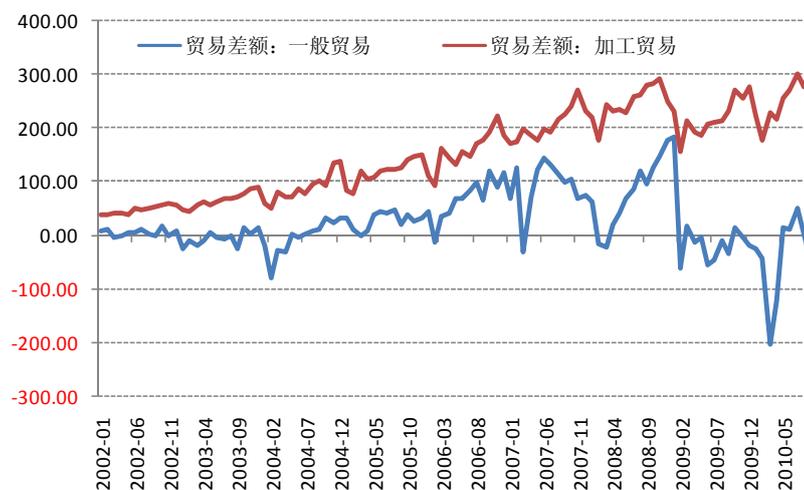
我们之前提出，基数的抬升及海外数据的弱势将导致进出口增速持续下滑及前期持续高增的顺差难以持续。从9月份的数据来看，这种现象正逐步显现。

三季度传统密集型产品的出口旺季及国外圣诞订单效应会为出口带来新的增长动力，而目前大宗商品进口也出现复苏的迹象，但去年的进出口基数还将稳步抬升，而国外财政紧缩政策的实施以及消费的不振将制约外贸前景的好转，我们认为未来的贸易顺差将呈现回落态势。

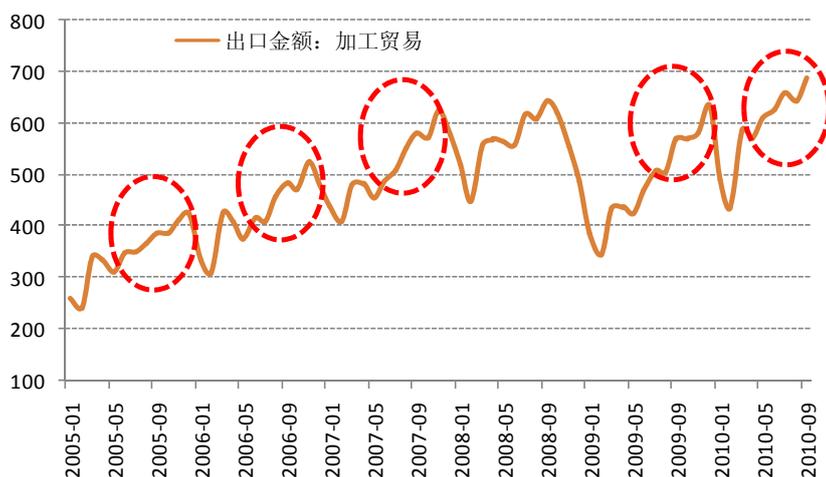


从今年贸易顺差的创造模式来看，顺差主要来源于加工贸易。前9个月一般贸易有5个月处于逆差局面，加工贸易是推动前期贸易顺差创出新高的主要原因。

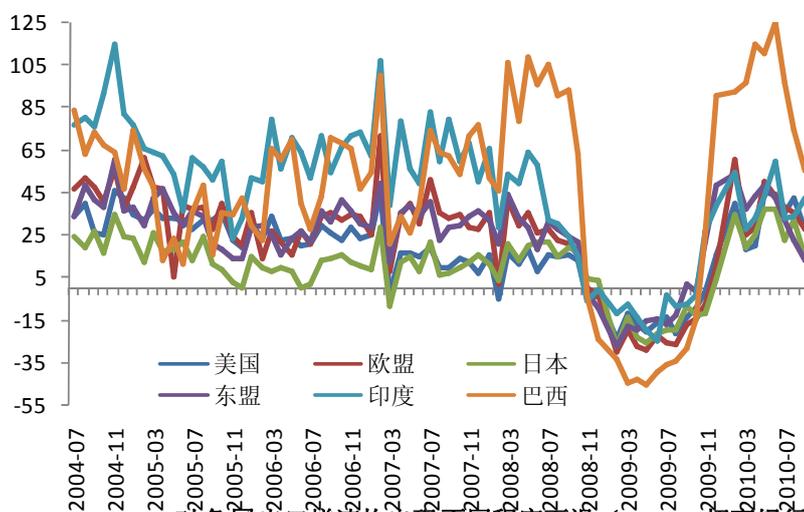
从对各国的出口来看，9月份对欧美等国的出口均出现大幅度的下滑，鉴于美国近期推出的《汇率改革促进公平贸易法案》将加大两国的贸易摩擦，而欧盟各国受财政紧缩的影响，贸易保护主义也有进一步抬头的趋势，尽管我们判断本次汇率纠纷实质上并非贸易的问题，但汇率的被动升值将明显打压加工贸易出口的积极性，我们判断未来出口难以有较为明朗的前景。



今年以来的贸易顺差主要来源于加工贸易 (Wind, 招商银行)



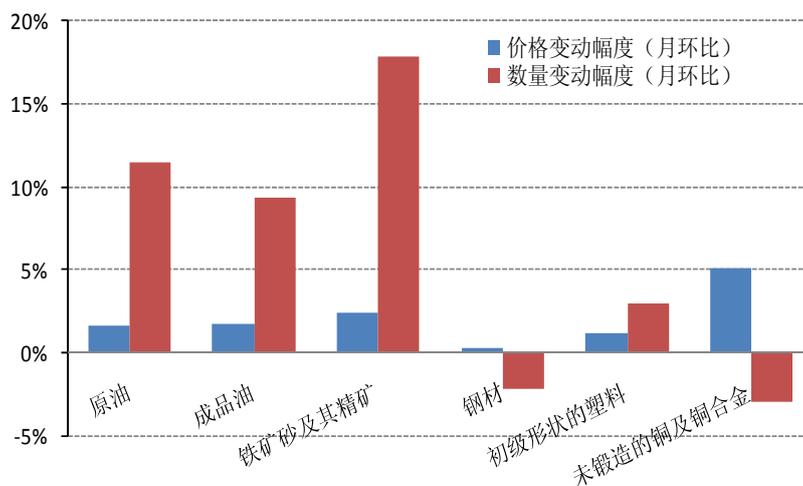
三季度劳动密集型产品的出口旺季及未来的圣诞订单将对加工贸易有显著的拉动作用 (Wind, 招商银行)



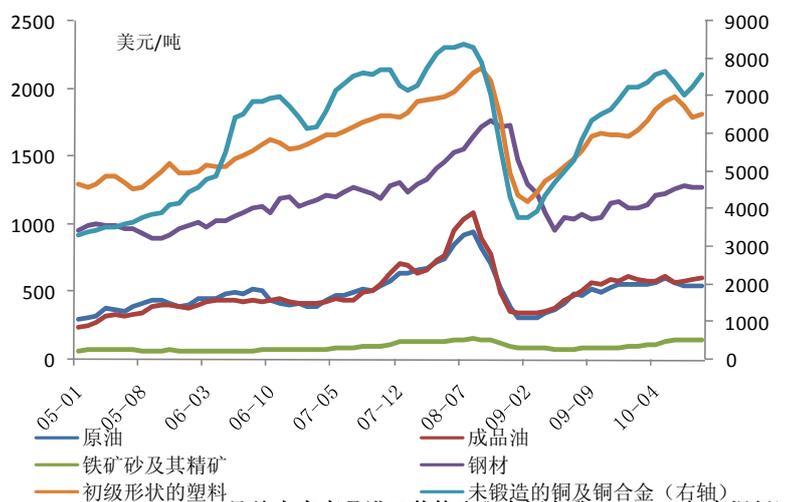
对各国出口增速均出现不同程度下滑 (Wind, 招商银行)

而进口方面，大宗商品的进口呈价量齐升走势。特别是对于进

口价格而言，前三个月尽管国际大宗商品市场涨势强劲，但国内进口价格并没有出现上升，但自8月份以来，国内经济放缓势头开始企稳，大宗商品进口数量开始上升，进口价格也随着国际市场而水涨船高，这与我们前期对 PMI 的断言相一致，目前 PPIRM 及 PPI 环比回升的格局已经开始显现，如果情况得以持续的话，输入型通胀压力或将成为下一个拉动物价抬升的主要动力。



大宗商品进口价格出现快速上升 (Wind, 海关总署, 招商银行)



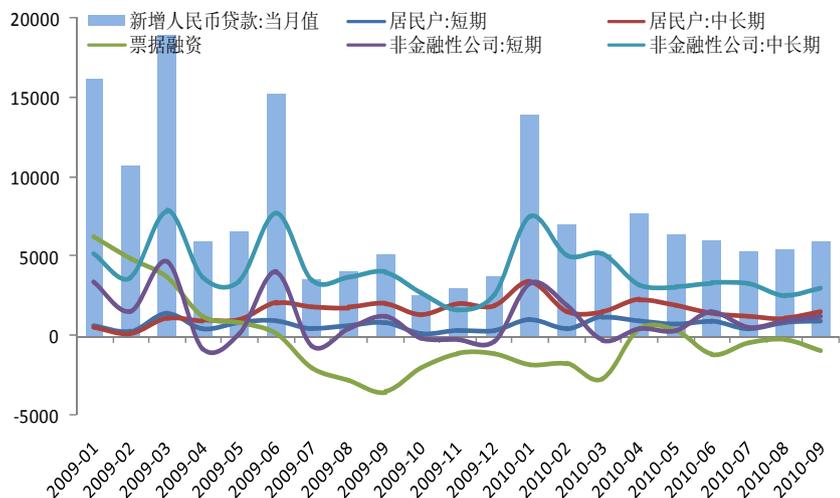
9月份大宗商品进口价格出现大幅上升 (Wind, 招商银行)

### 1.3 信贷调控并未放松

9月份的新增信贷 5955 亿，小幅超出市场预期，也突破了央行宣布的均衡投放的信贷标准。

在此背景下央行宣布针对 6 家银行差额上调存款准备金率，难免让市场理解为是针对本次信贷超限的“惩罚”措施，也间接说明

了目前央行对信贷额度的调控并没有放松。



9月份的新增信贷小幅超出预期 (Wind, 招商银行)

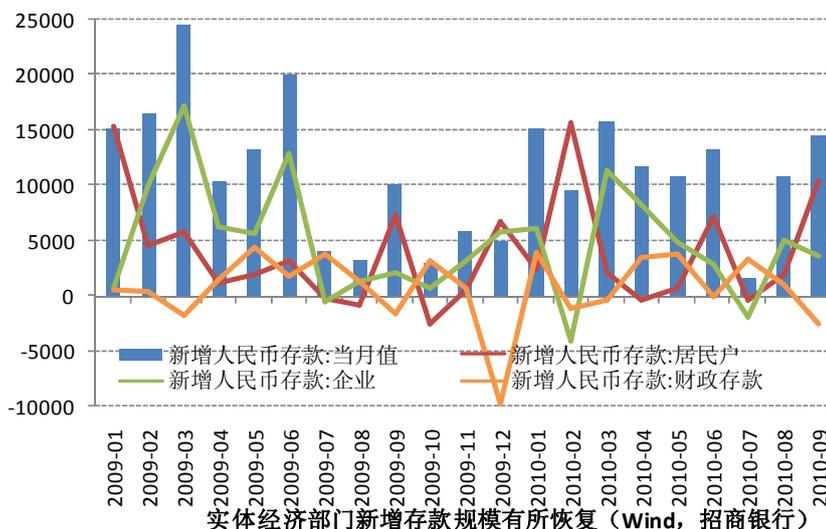
单位: 亿元	9月份呢 新增信贷	8月份呢 新增信贷	7月份呢 新增信贷	9月各明 细项占比	8月各明 细项占比	7月各明 细项占比
<b>居民户贷款</b>	<b>2,470</b>	<b>2,010</b>	<b>1,720</b>	<b>41.48%</b>	<b>36.87%</b>	<b>32.28%</b>
其中: 短期贷款	982	896	460	16.49%	16.43%	8.63%
中长期贷款	1,526	1,114	1,260	25.63%	20.43%	23.65%
<b>非金融性公司及其他部门贷款</b>	<b>3,368</b>	<b>3,436</b>	<b>3,596</b>	<b>56.56%</b>	<b>63.02%</b>	<b>67.49%</b>
其中: 短期贷款	1,247	965	527	20.94%	17.70%	9.89%
中长期贷款	2,996	2,530	3,274	50.31%	46.40%	61.45%
票据融资	-933	-205	-436	-15.67%	-3.76%	-8.18%
<b>当月总新增贷款</b>	<b>5,955</b>	<b>5,452</b>	<b>5,328</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
剔除票据融资的非金融性公司贷款	4,243	3,495	3,801	71.25%	64.10%	71.34%
短期贷款 (剔除票据融资)	2,229	1,861	987	37.43%	34.13%	18.52%
中长期贷款	4,522	3,644	4,534	75.94%	66.84%	85.10%

事实上本次信贷超预期主要源于居民中长期贷款出现超额增长, 这主要源于房地产“金九银十”的传统销售旺季及部分城市限购令颁布之前出现的“抢闸”放贷。

从长期/短期、对公/居民等具体的信贷结构来看, 其结构依然保持稳定, 并没有受到较大的冲击, 唯一有所变化的是票据融资继续受到挤压, 并被短期贷款所替代, 我们判断这主要源于9月份货币市场利率持续处于高位 (这与6月份非常相似), 导致企业转向短期贷款筹集资金。整体信贷依然处于央行控制范围内。

而从存款的角度来看, 9月份存款有别于前两个月的疲软势头, 特别是居民户存款, 出现较大幅度的增长, 这与6月末的情形异常

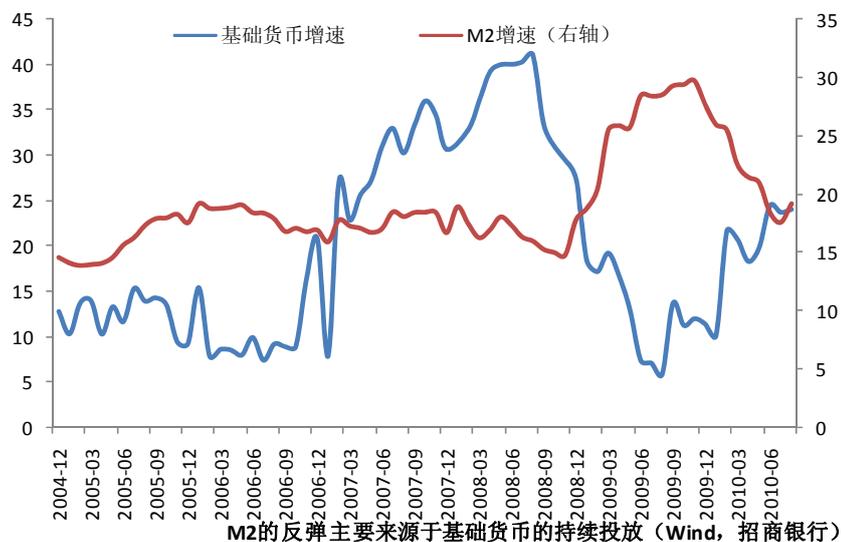
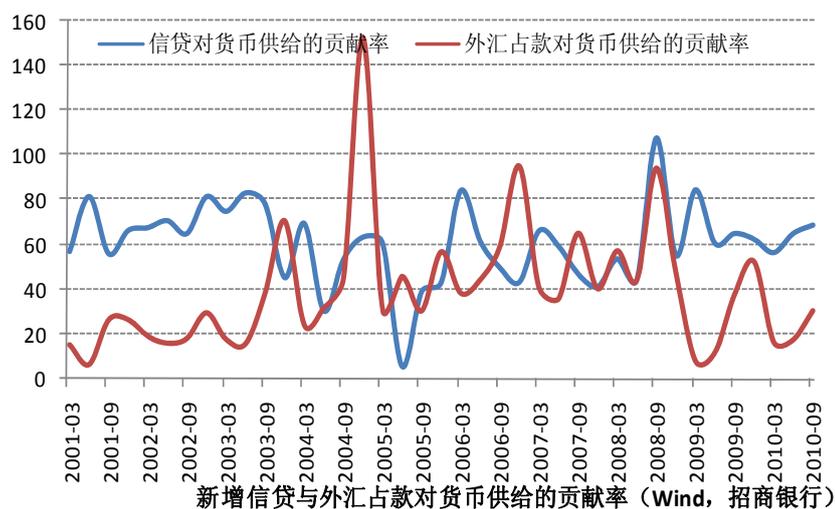
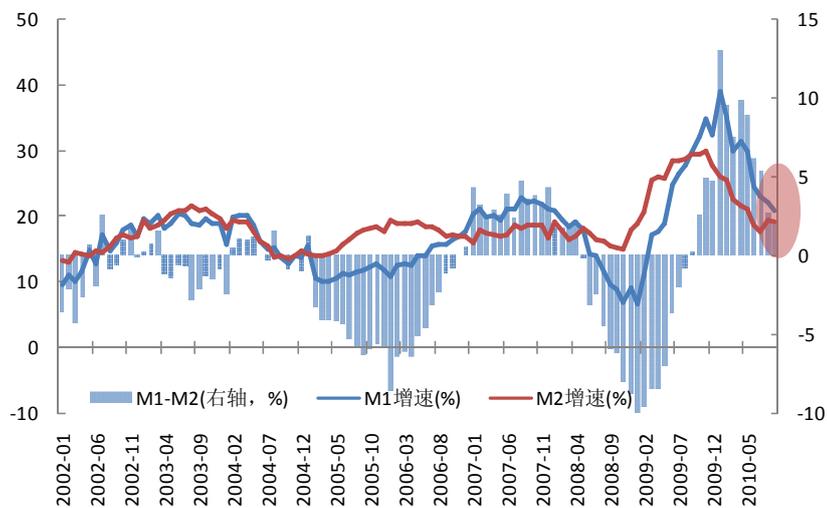
相似，我们判断这主要源于季末银行存贷比的考核压力使然。从资金来源的角度看，新增存款远大于新增贷款与外汇占之和，我们认为这种增幅难以持续。



**8-9 月份的 M2 反弹主要来源于基础货币的投放。** 尽管 9 月份 M2 的增速较上个月小幅下滑，但依然处于 6 月份央行对银行进行存贷比调控以来的高位，导致 M1-M2 的剪刀差持续收窄。事实上，我们认为本轮 M2 的重新抬头，信贷的贡献并不大，从货币创造的角度看，更大的原因主要来源于基础货币的投放。

从内在原因看，为保持节前资金备付需求，9 月份公开市场回笼量较小，加上几次定向央票的集中到期，央行在货币源头上的连续几周出现净投放，而从外在原因上看，尽管外贸顺差开始萎缩，但升值预期愈发强烈，8-9 月的新增外汇占款远大于 5-7 月份，造成了基础货币的被动投放。

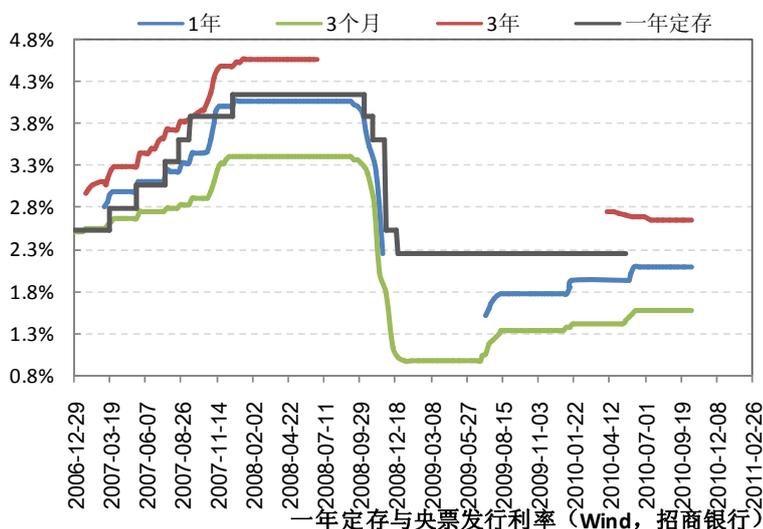
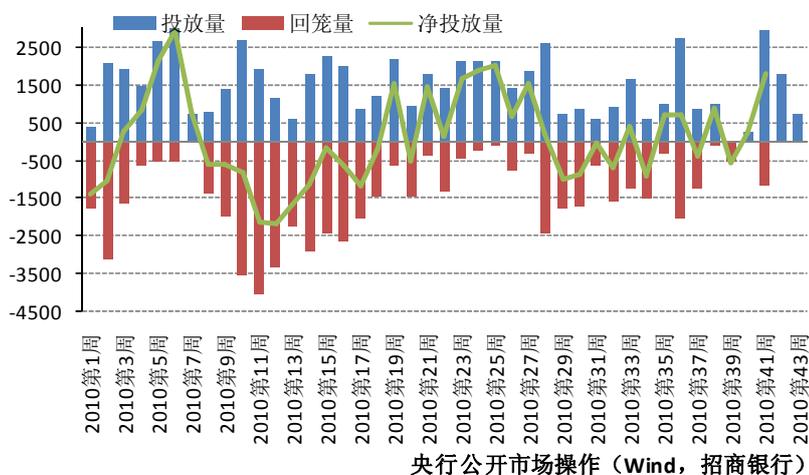
在这种背景下的存款准备金上调，我们倾向于将其理解为短期内资金分配。一方面，限制未来两个月的信贷投放冲动，将整体信贷控制在年初既定的目标内；另一方面，控制 M2 增速，回笼一部分资金以便在年底恢复时为市场提供充足的流动性（12 月初至春节前夕公开市场到期量锐减为每周 400 亿元的规模）。从中期角度而言，我们判断未来货币政策调整的重点依然在于资金面，涉及利率变动的可能性依然较小。



## 二、债市回顾及展望

### 2.1 政策面及公开市场

上周数据：央行上周公开市场三个月、一年期及三年期央票分别发行310亿、220亿及160亿，发行收益率持平，总回笼量为1140亿，上周到期量2950亿，如果考虑上上缴的准备金1800亿及传闻的2000亿“定向回购”到期，实际净投放近2000亿。



央行于上周一下午宣布对四大行及招商、民生两股份制银行的存款准备金率进行差额上调50BP。这一带“惩罚性”的调整政策出台超出大部分的市场预期，由于实施期限只有短短两个月，从效果来看，本次差额存款准备金上调完全可以用定向央票来加以代替，之所以采取调整两个月准备金的“长期工具短期化”的行为我们预计央行的目的在于将流动性转移到未来两个月之后（具体见前面分

析)。

从利空方面看，差额存款准备金可能会对节后逐步放松的资金面产生压力，对开始缓和的市场气氛造成影响，但预计这种影响较弱。而从利好方面看，准备金调整政策出台也意味着利率的调整将进一步延后，包括央票发行利率的调整预计短时间内成行的可能性不大。



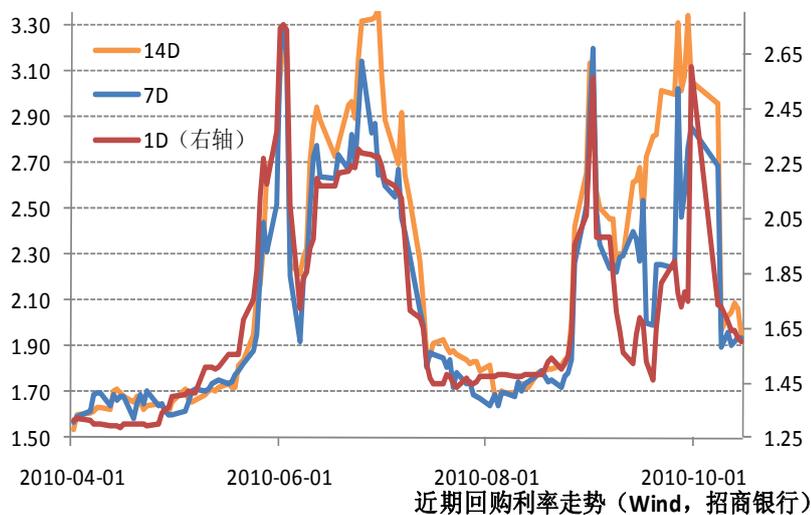
1年期央票一二级市场收益率及利差水平 (Wind, 招商银行)

## 2.2 资金面及货币市场

上周差额存款准备金并没有对货币市场产生较大的影响，从各期限资金成本来看，节后各期限回购利率均出现较大幅度的下滑，表明前期资金成本的上升主要源于假日因素而非流动性的明显紧张。短期内，随着差额存款准备金的影响渐行渐远，我们判断资金面还将暂时持续维持宽裕，这将对短端收益率的下行提供较大的支撑动力。

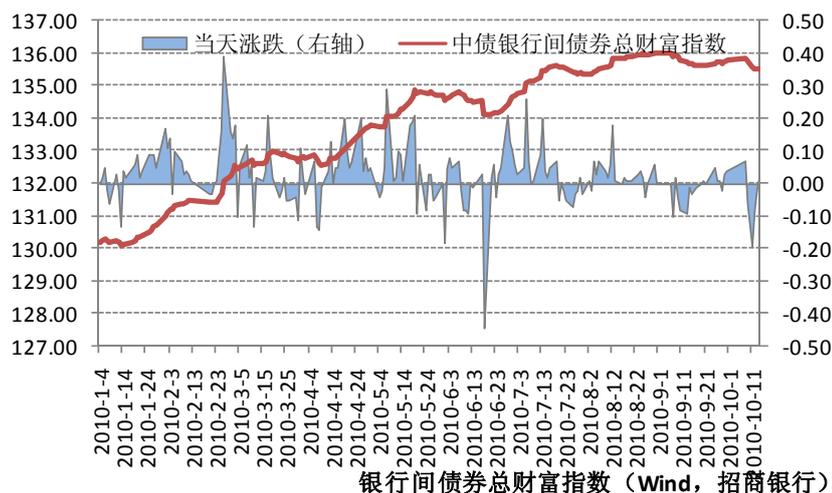


7天质押式回购利率及成交金额 (Wind, 招商银行)

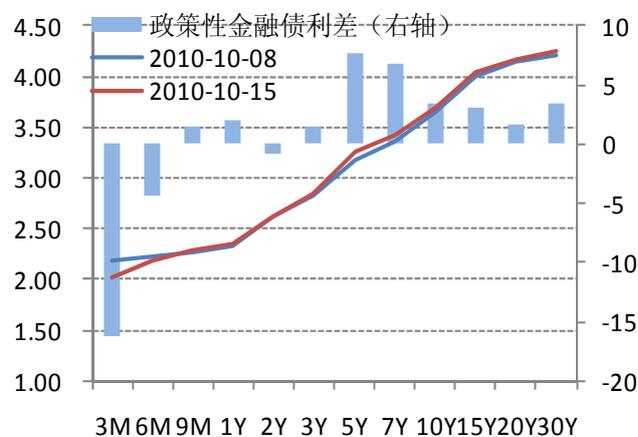
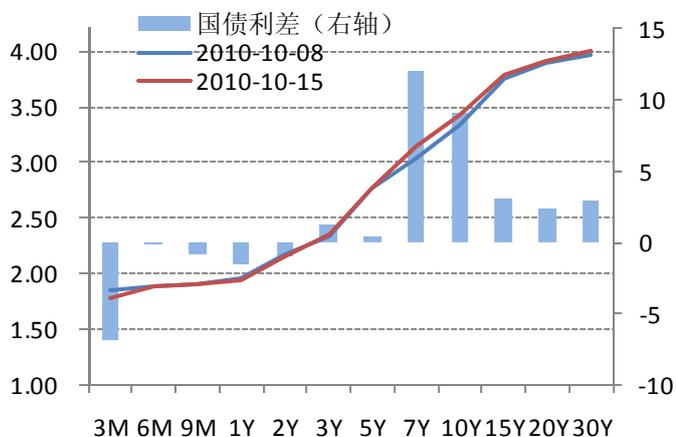


## 2.3 利率走势及债券市场

上周一级市场走势平稳，7年期国债中标利率3.10%，贴近二级市场，而1.66的认购倍数显示市场需求依然较大。同样，一年期国开债（2.25%）也获得了较高的追捧（1.75倍）。整体而言，节后充沛的流动性让机构投资需求开始复苏，配置需求有所释放，但目前市场分歧依然较大，观望气氛浓厚，一级市场收益率随行就市，并未给市场带来指引性方向。

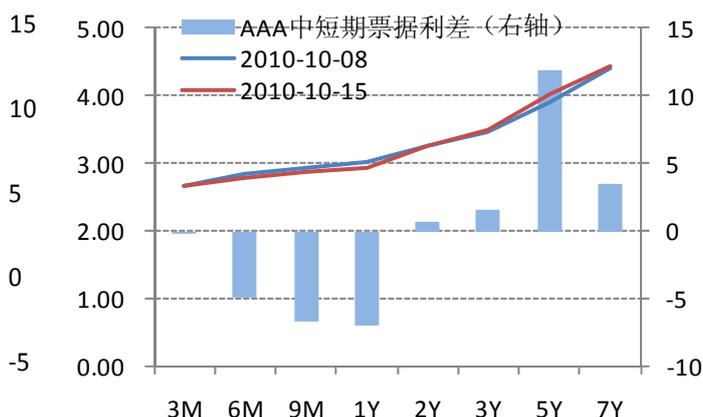
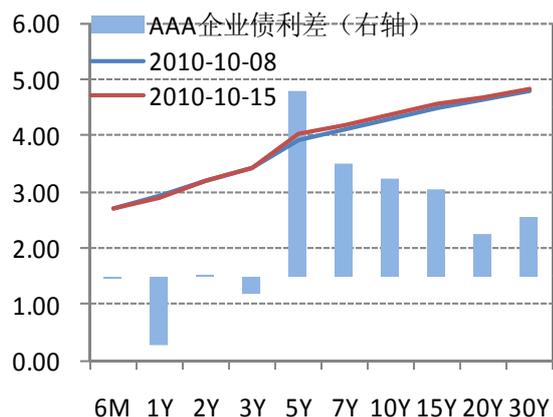
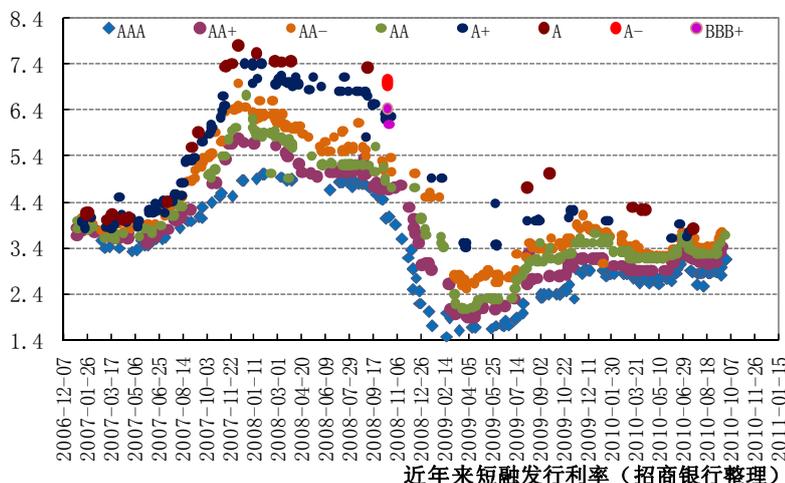


现券市场方面，在数据公布前夕，市场谨慎气氛依然浓厚，成交并不活跃，受7年期国债发行的影响，二级市场7-10年中长端收益率变动较大，幅度在7-12BP之间；而短端受资金成本下滑的影响，整体下滑7-16BP；其余年限变动不大，波动幅度在4BP之内。



## 2.4 信用市场走势

信用市场方面，受资金面宽松的影响，短融成交较为活跃，收益率有所回落，1年以内短端小幅下滑5-7BP，符合我们节前的预期，但中票及企业债依然维持疲软格局，2到7年中票收益率有所上浮，5年端上升了12BP，其余年限也有1-3BP的升幅。



## 三、 预测与展望

又临数据公布前夕，市场观望气氛依然浓厚，当从月初至今的市场数据来看，大家对经济企稳的预期持续高涨，尽管央行差额存款准备金出台后可能对流动性有所影响，但整体市场反应不大，相反落靴效应反而使得市场预期利率政策出台的时机将再度延后。

从上周公布的信贷数据来看，银行体系内的流动性依然充裕，即使考虑到9月底银行冲存款的数据并不具备可持续性以及存款准备金的上缴，市场流动性充裕的局面依然难以改变。目前的资金充足也体现在一级市场的投标上，上周7年期国债的投标显示市场投资需求依然较为充足。我们建议关注本周宏观数据的出台，特别是通胀的走势，这将是决定未来债市走势的关键因素。

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。**