

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要：

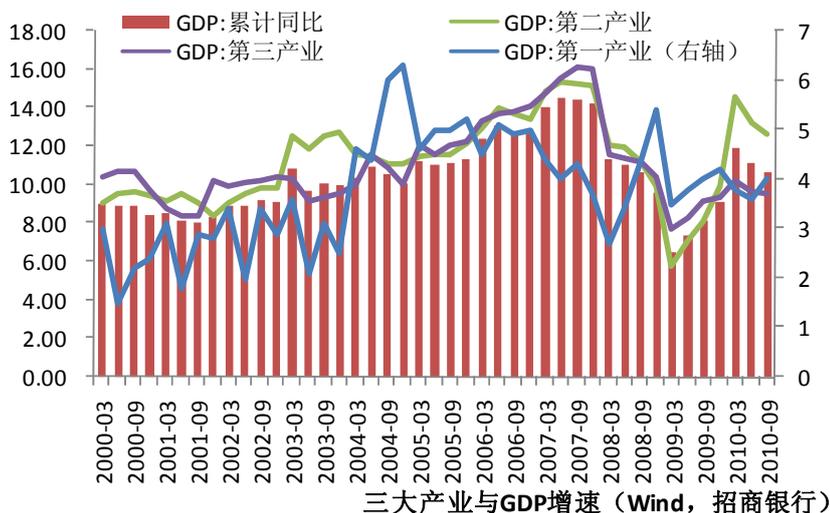
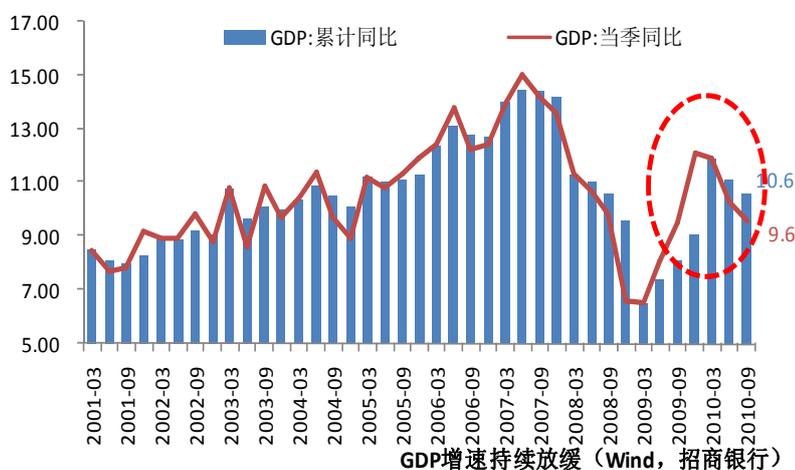
### ——陡峭化变动不可避免

- 央行在没有市场预期选择的情况下选择了加息，之所以说是意料之外，说明市场估值基本没有反映本轮加息的提早到来。事实上，货币政策的目的在于引导市场方向及预期，本次的加息，信号作用大于实际效果。对于未来央行下一步的走势，尽管加息周期已经开启，但步伐不会特别快，短期内需要解决的可能还是流动性过于宽泛的问题，我们判断未来货币政策依然还是在资金面上做文章，包括央票发行利率的抬升有助于回笼市场资金，限制资产泡沫的产生，但加息周期还有很长一段路要走。从影响上看：
  - **通胀：**加息对推动型的通胀所造成的短期影响并不大，央行关注的可能是中长期的物价走势及通胀预期。短期内，加息对通胀的影响微乎其微。
  - **资金面：**加息后流动性会收紧吗？我们并不这样认为，短期内受银行成本上升的影响，货币市场资金成本可能会小幅上升，但加息周期的重启及升值预期强烈将加大热钱的流入，我们在之前的报告中一直坚持，在当前全球再次出现宽松货币政策的情况下，数量型调控是控制流动性的最好手段，这也是为什么我们一直坚持不会加息的主要原因。我们判断，未来资金面的宽松程度并不会改变，受资金充沛及投资需求旺盛的影响，包括股市等资产价格反而可能出现愈调愈涨的局面。
  - **债市：**加息对本就处于调整状态的债市而言无疑又是一大利空。尽管收益率曲线已经整体抬升 20-30BP，但我们认为加息周期的重启将对市场预期带来更加深远的影响。未来收益率曲线陡峭化变动将不可避免，鉴于本次存款利率上调并非扁平化，这对银行投资成本将形成直接的抬升，而未来估值也将对利率的抬升有所预期，这都将推动中长期收益率进一步重估，我们判断未来债市收益率曲线可能将呈陡峭化上升趋势。

## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 三季度经济数据公布：消费是亮点

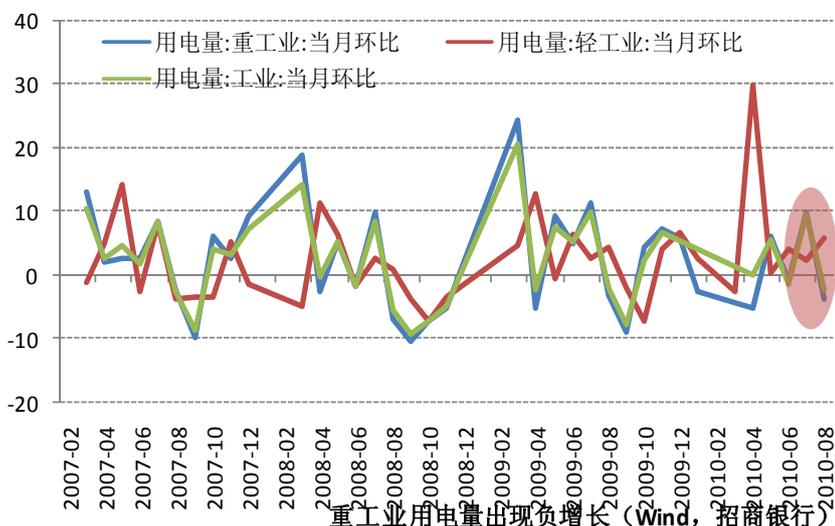
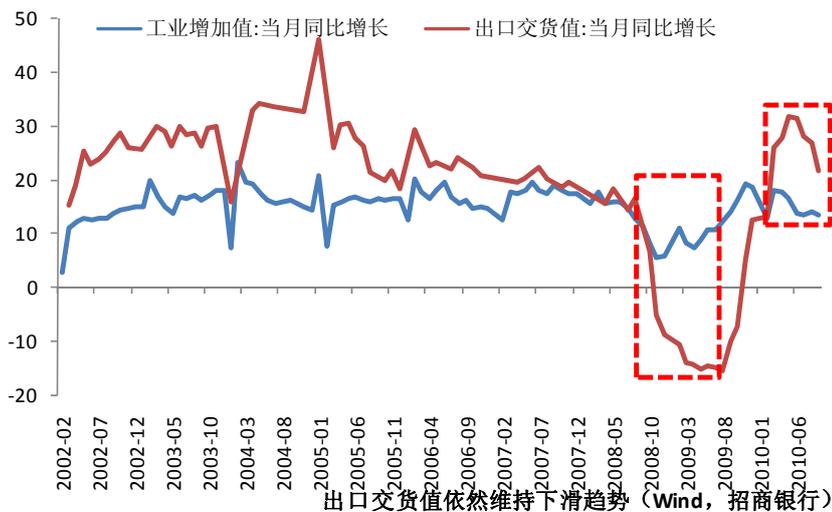
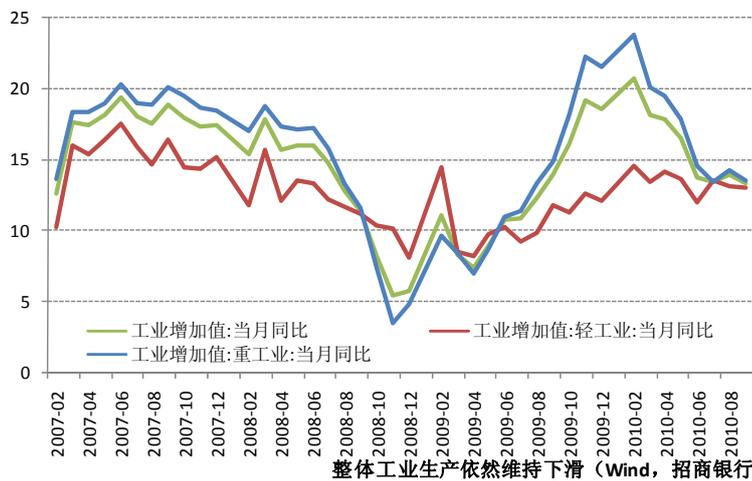
三季度的GDP增速依然呈现持续下滑的趋势，但从下滑幅度来看，这种趋势已经有所放缓，表明经济企稳的趋势正在逐步巩固。从三大产业来看，第一及第三产业均出现加速现象，但占比最高的第二产业依然延续小幅下滑的趋势，我们认为，这主要与前期国家节能减排及关停并转高耗能产业的政策有较大的关系。

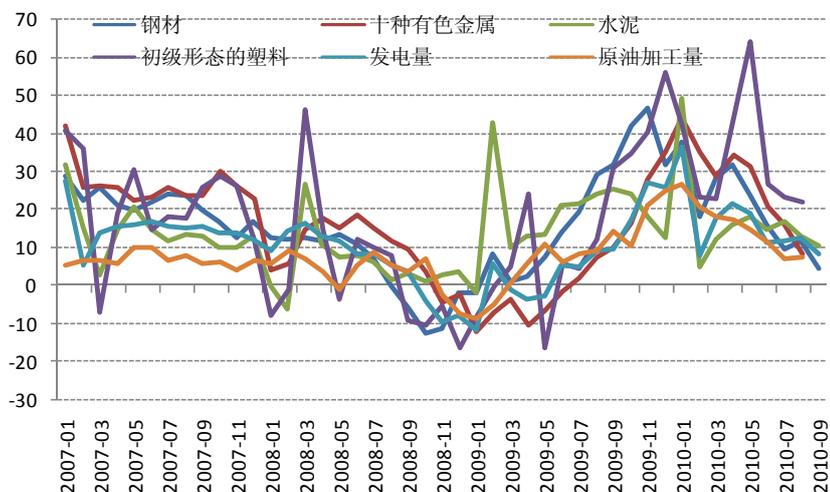


占据经济支配地位的工业生产前景依然尚未明朗。从工业生产来看，轻、重工业增加值增速在8月份出现小幅上升后，9月份又开始掉头向下，这主要源于去年同期的基数效应。

我们之前一直强调，在用电量依然维持下滑的情况下，8月份的工业生产出现反弹并不具备可持续性。在欧美借汇率问题推动贸易战的背景下，出口交货值增速还将维持加速下滑的趋势，而国内

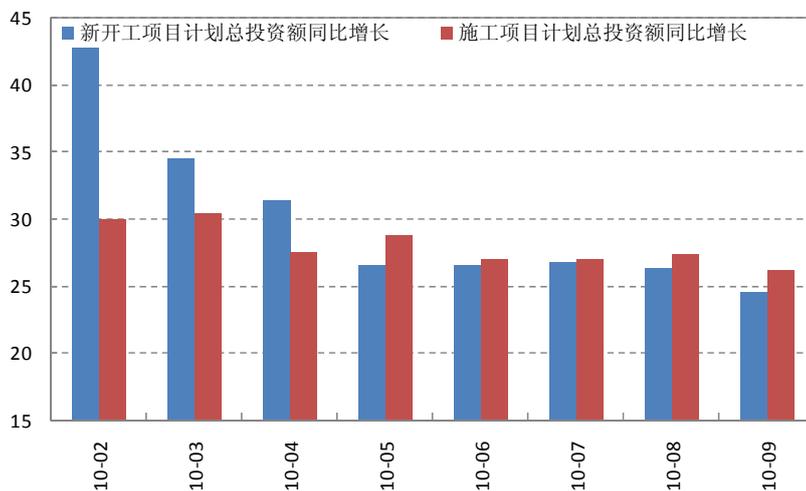
受节能减排政策的影响，六大高耗能产业下滑幅度有所加快，这也将制约工业生产的复苏。我们判断，尽管近期经济的确出现企稳迹象，但短期内的工业生产难以有较为明朗的前景。



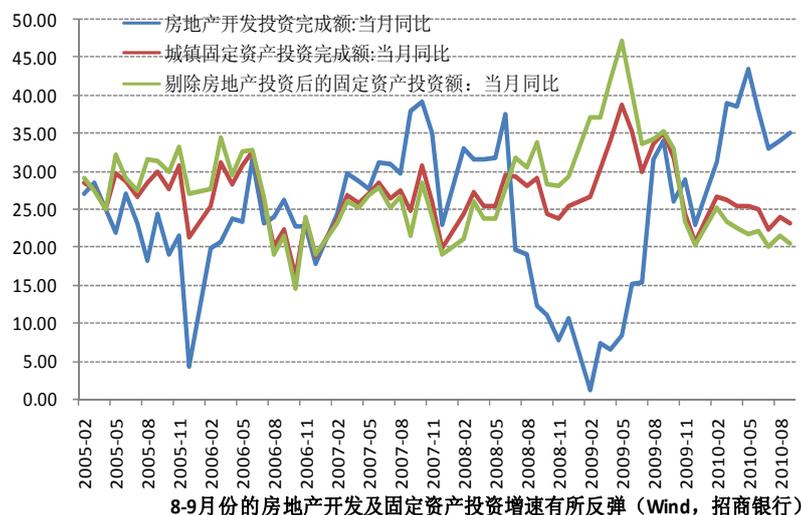
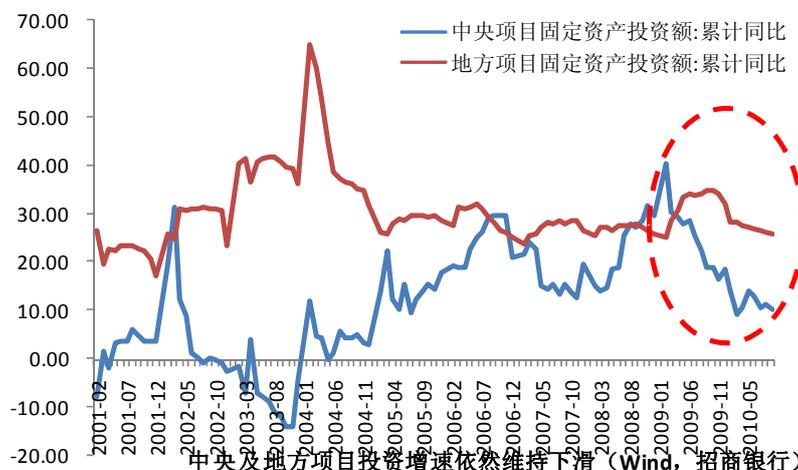


六大高耗能行业生产增速依然维持下滑趋势 (Wind, 招商银行)

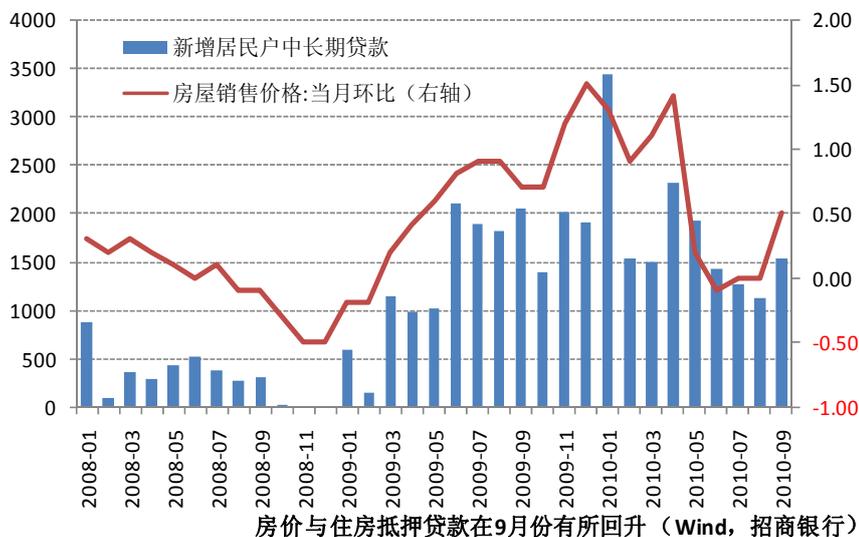
投资增速依然维持下滑趋势。新开工项目连续4个月维持稳定后在9月份再度出现较大幅度的下滑；而中央及地方投资增速也依然维持疲软格局，难以对固定资产投资提供较大的支撑。尽管从当月的增速来看，投资增速在8-9月份有所反弹，但这主要源于8月份开始后保障性住房项目的全面开工，如果剔除房地产开发投资的话，固定资产投资增速并没有明显变化。



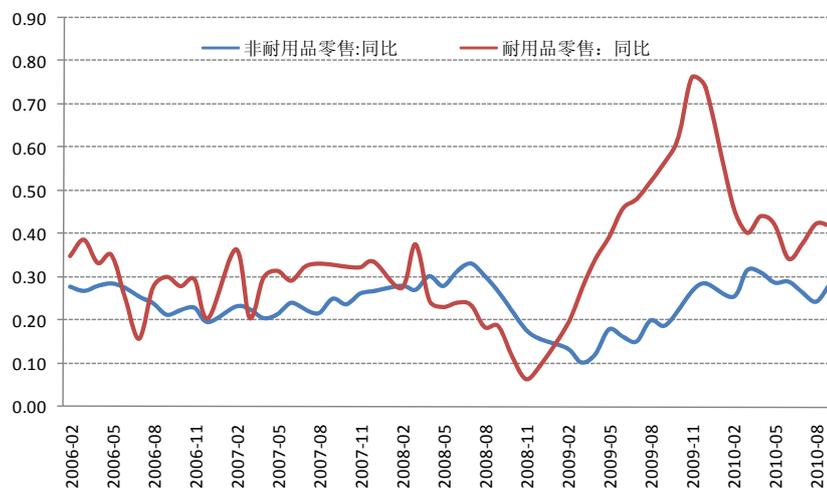
9月份新开工项目出现较大幅度的下滑 (Wind, 招商银行)



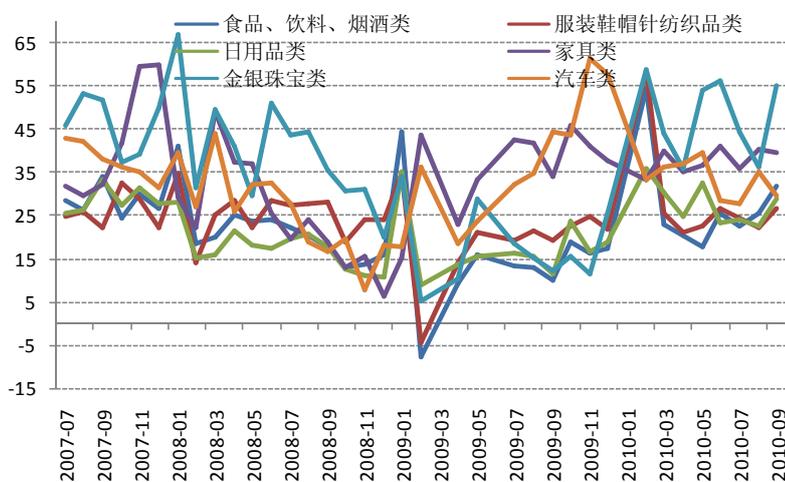
房地产销售与开发有所回升，但趋势难以持续。9月份的房地产销售及价格呈价量回升的态势。从原因来看，“金九银十”传统的销售旺季及部分城市限售令的出台令部分需求有所复苏，这从9月份个人中长期贷款的发放也可以得到证明。但随着国家对货币政策及房产政策的进一步收紧，未来房地产销售下滑难以改变，这将抑制房地产开发的回暖。仅凭保障性住房投资难以支撑整体固定资产投资保持高位，我们判断固定资产投资还将延续回落态势。



**消费持续好转。**自8月份开始，消费增速开始出现反弹迹象，但9月份所体现出来的一个新特点是日用品及非耐用品的消费增速出现较大幅度的上升。我们判断这与9月份与“两节”相邻有较大的关系。



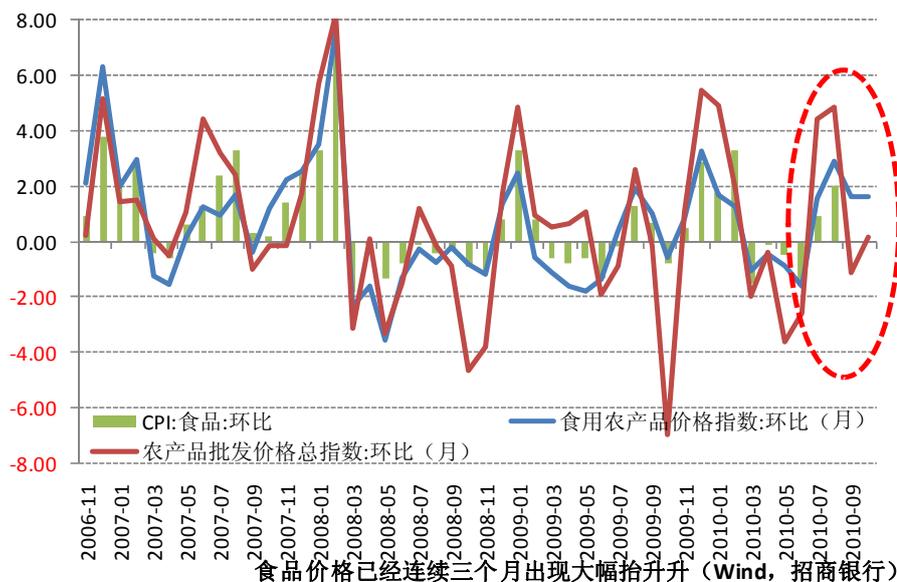
从明细数据来看，9月份消费增长主要来源于假日相关的消费，表现为日用品、奢侈品的消费出现较大幅度的增长，而汽车及家具等耐用品的消费反而出现下滑，我们认为这主要受去年同期汽车及相关耐用品消费的基数出现较大幅度的抬升所致，无论是从绝对量还是占比上来看，耐用品消费依然是制约整体消费能否复苏的关键力量，能否实现持续复苏依然受制于国家消费政策的推行力度。

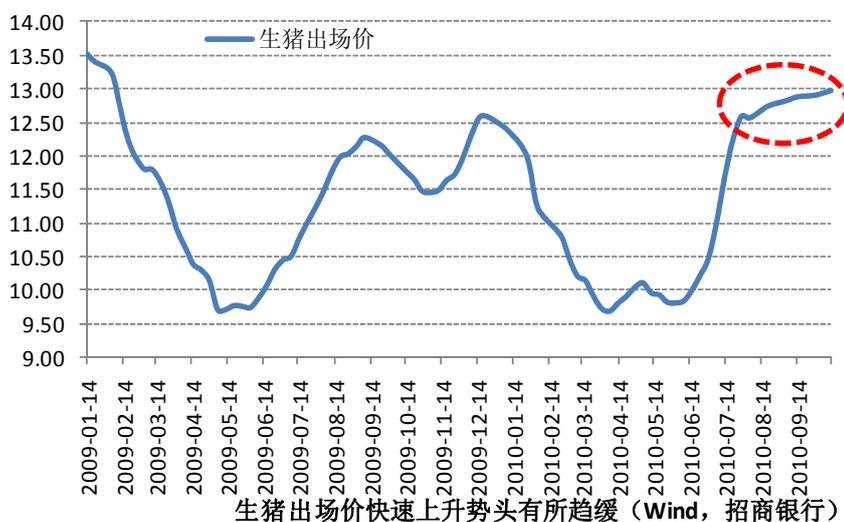


## 1.2 9月份CPI低于预期

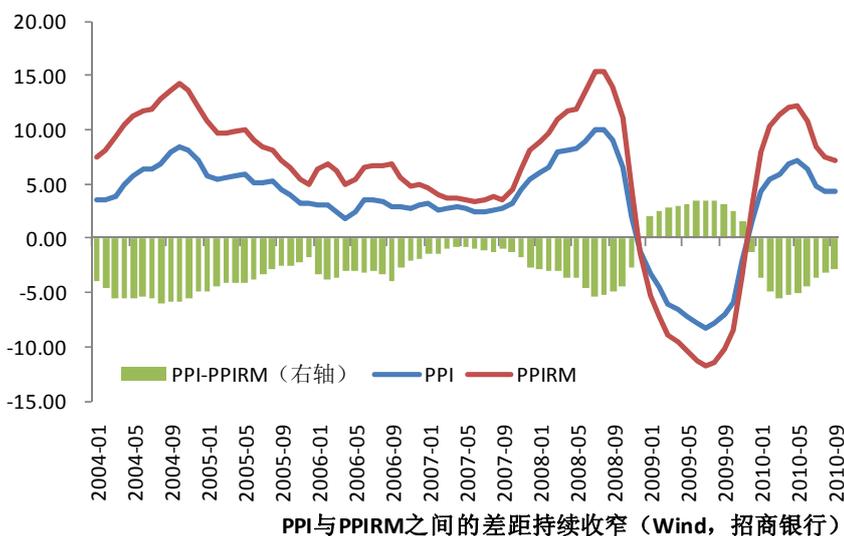
9月份的CPI为3.6%，位于我们预测区域的下限，创下了近23个月以来的新高。

从CPI的传导途径来看，前期CPI的抬升动力主要来源于食品价格连续三个月的大幅度上升，但从目前农业部公布的数据来看，目前农产品批发价格已经出现企稳迹象，加上秋粮丰收及猪肉价格上升势头有所企稳，我们判断这轮农产品价格上涨已经接近尾声。

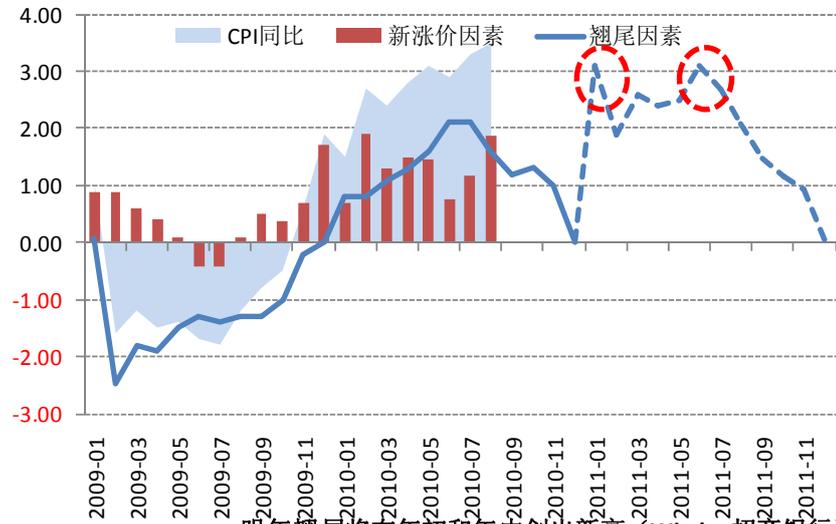




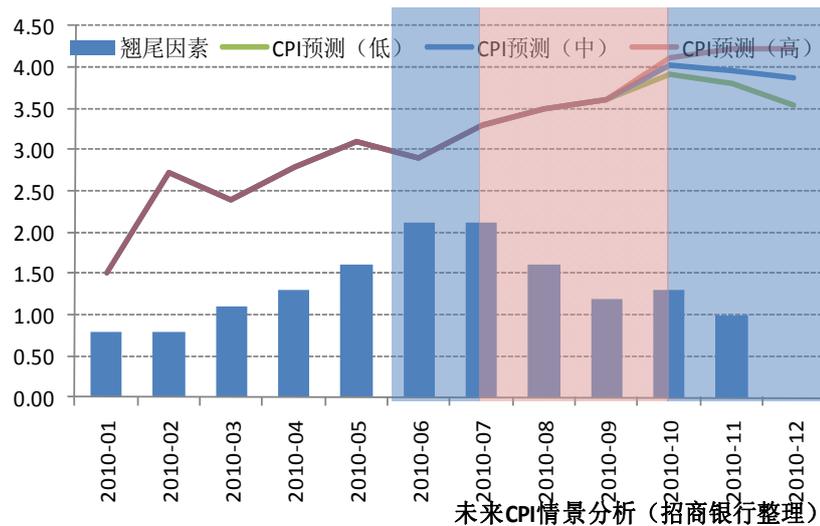
目前出现的新的不确定性是国际大宗商品价格的涨幅已经开始传递到国内，9月份的国内大宗商品进出口价格出现较大幅度的上扬，尽管我们判断国际大宗商品的这轮上升仅仅来源于美元贬值带来的价值重估，但目前PPI及PPIRM已经出现环比加速上升的趋势，如果不加以遏制，输入型通胀将成为下一轮物价抬升的动力。这也是本轮央行加息的动机之一。



通胀是否会在明年年初卷土重来？即使未来两个月CPI开始回落，但明年年初及年中的翘尾因素也将达到3.1%的水平，加上春节期粮油价格的周期波动（一般12月之次年2月三个月食品价格均有5-9%的涨幅），我们判断年初CPI将达到4%以上的涨幅。这有可能带来另一轮的货币政策收紧。



明年翘尾将在年初和年中创出新高 (Wind, 招商银行)

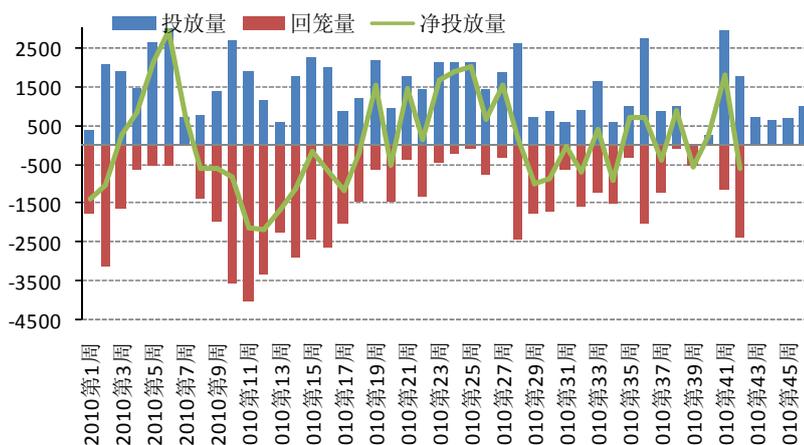


未来CPI情景分析 (招商银行整理)

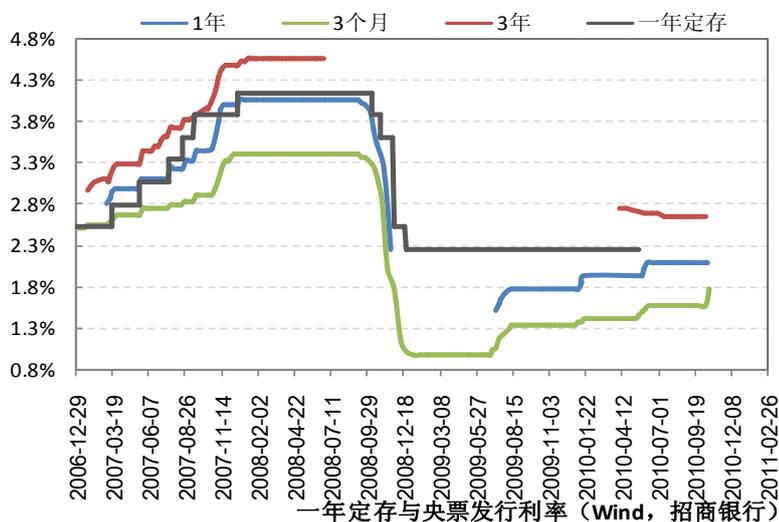
## 二、债市回顾及展望

### 2.1 政策面及公开市场

上周数据：央行上周公开市场净回笼资金610亿元，其中票据发行930亿，正回购1450亿。受加息的影响，三个月央票大幅抬升20BP至1.7726%，一年期暂时维持不变。



央行公开市场操作 (Wind, 招商银行)

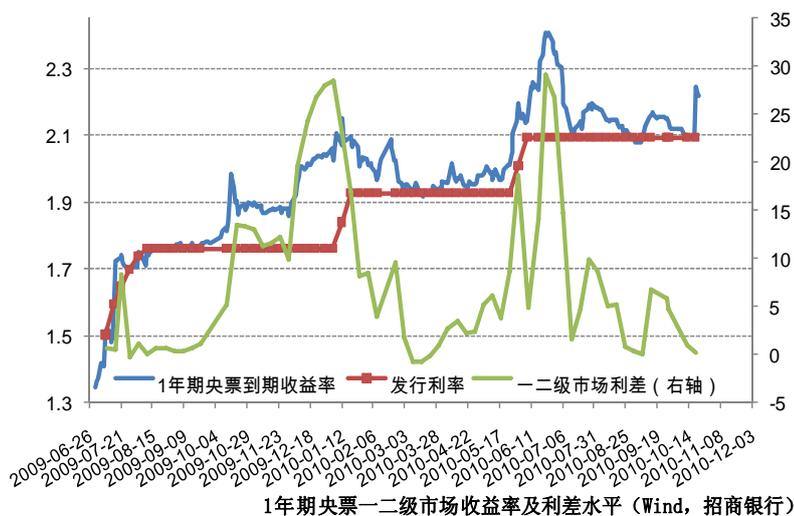


一年定存与央票发行利率 (Wind, 招商银行)

近两周来，央行连续抬升了准备金率及存贷款基准利率，我们倾向于将其理解为央行在回笼流动性及压制通胀上面打出的组合拳。

一方面，采取调整两个月准备金的手段，限制未来两个月的货币乘速的进一步扩大，将整体信贷及M2控制在年初既定的目标内，同时将流动性转移到未来两个月之后，以便在年底公开市场到期量萎缩时，为市场提供充足的流动性。

另一方面，采取不对称加息的手段，对近期持续上升的资产价格予以压制，防止通胀从物价抬升上升为资产泡沫。我们认为，本轮加息最主要的目的还是在于打压通胀预期，特别是在经济企稳的预期下，打压刚出现抬升苗头的国内大宗商品进口价格，抑制国外输入型通胀向国内传导。



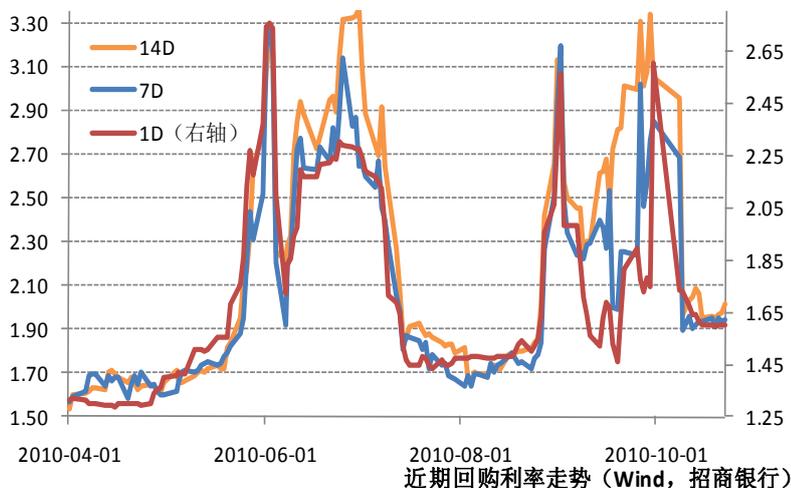
1年期央票一二级市场收益率及利差水平 (Wind, 招商银行)

## 2.2 资金面及货币市场

接连两周的货币收紧并没有对货币市场产生多大的影响，从各期限资金成本来看，加息对资金面产生的效果有限。7 天质押式回购依然维持小幅震荡，周末收于 1.94%，基本持平于前一周；隔夜回购也基本维持平稳。这也间接说明了目前市场流动性异常充沛，但债市推动力量已经发生转换，在加息周期重启的预期下，资金面对市场的支撑有限。



7天质押式回购利率及成交金额 (Wind, 招商银行)

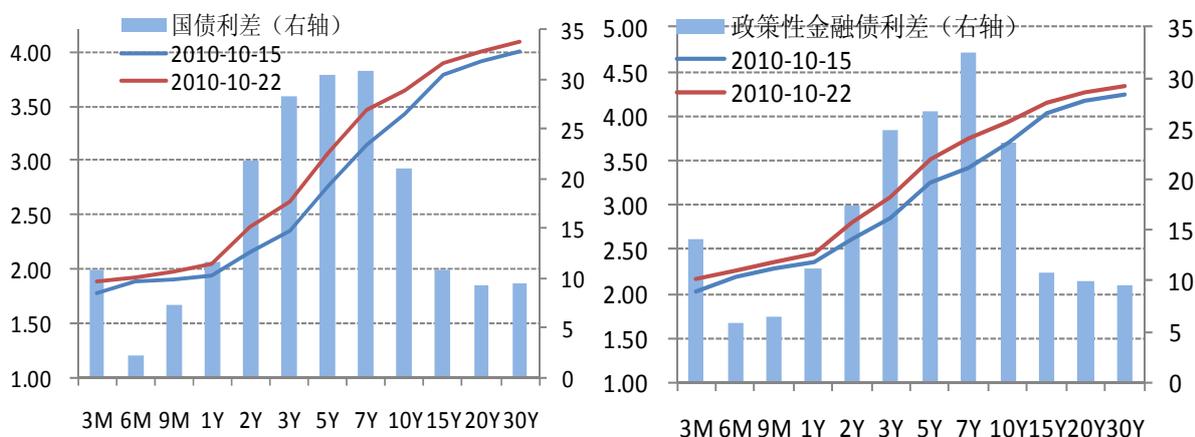


## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，5 年期国债受央行意外加息的影响，中标利率大幅走高（2.91%），远高于加息前市场普遍预期的 2.71%，但依然小于二级市场的抬升幅度，认购倍数仅为 1.53 倍；金融债方面，国开行三年期固息债中标利率为 3.08%，小幅高于加息后的预期值，10 年期浮息债受加息的影响较小，中标利差为 43BP，略低于市场预期，但从两者的认购倍数来看，1.21 倍及 1.24 倍的认购需求表明市场情绪趋于谨慎，与货币市场充沛的流动性现状明显不符，显示需求受到明显打压。

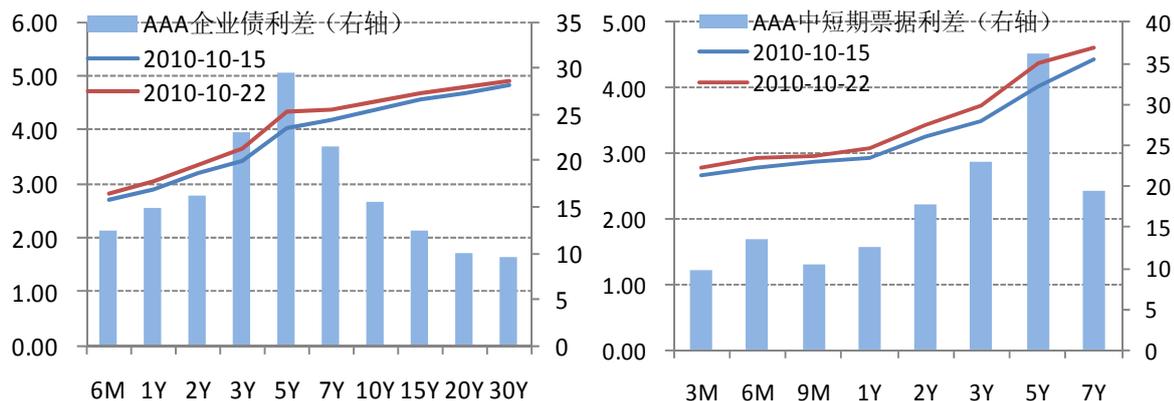
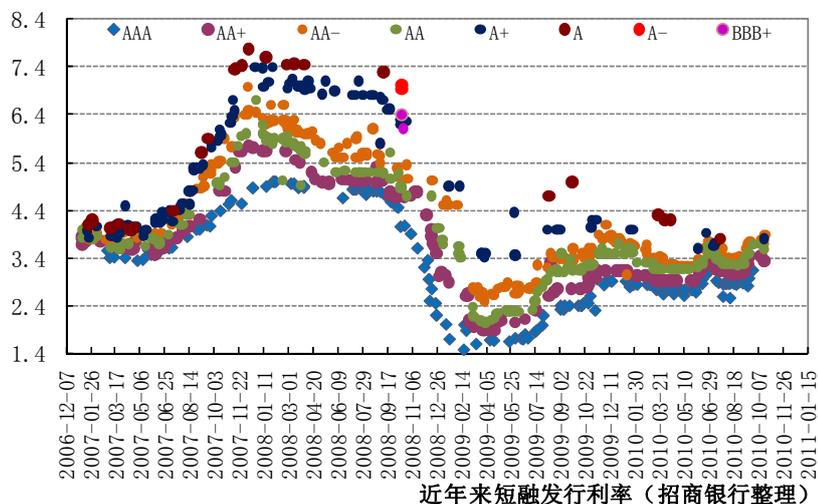


现券市场方面，加息后市场一度出现恐慌性抛售，现券收益率呈现普涨态势，利率产品涨幅较大，陡峭化趋势较为明显，3-7 年收益率上升幅度较大，国债及金融债均有 27-32BP 的涨幅，其余年限也整体抬升了 9-22BP。



## 2.4 信用市场走势

信用市场方面，受加息影响，短融和中票收益率估值普涨，涨幅在 10-36BP 之间，其中短融成交较为活跃，涨幅明显滞后于利率产品，仅小幅上升 10-13BP，中票成交较为低迷，5 年期收益率上涨幅度较大，达到 36BP，其余年限也有 18-23BP 的涨幅。



## 三、 预测与展望

央行在没有市场预期的情况下选择了加息，之所以说是意料之外，说明市场估值基本没有反映本轮加息的提早到来。我们认为目前最需要解决的主要是两个问题：一是政策的目的是市场的预期是什么？二是市场是否会按照央行既定的目标走，这将决定下一轮政策变动的频率和力度。

事实上，货币政策的目的在于引导市场方向及预期，本次的加息，信号作用大于实际效果。从影响上来看，短期内对市场的造成的冲击显而易见，但更为关键的是政策效果能否影响市场的预期及未来的走势，达到监管机构既定的目标。

**对通胀的影响：**加息对推动型的通胀所造成的短期影响并不大，央行关注的可能是中长期的物价走势及通胀预期。短期内，加息对通胀的影响微乎其微。

**对资金面的影响：**加息后流动性会收紧吗？我们并不这样认为，短期内受银行成本上升的影响，货币市场资金成本可能会小幅上升，但加息周期的重启及升值预期强烈将加大热钱的流入，我们在之前的报告中一直坚持，在当前全球再次出现宽松货币政策的情况下，数量型调控是控制流动性的最好手段，这也是为什么我们一直坚持不会加息的主要原因。我们判断，未来资金面的宽松程度并不会改变，受资金充沛及投资需求旺盛的影响，包括股市等资产价格反而可能出现愈调愈涨的局面。

**对债市的影响：**加息对本就处于调整状态的债市而言无疑又是一大利空。尽管收益率曲线已经整体抬升 20-30BP，但我们认为加息周期的重启将对市场预期带来更加深远的影响。**未来收益率曲线陡峭化变动将不可避免**，鉴于本次存款利率上调并非扁平化，这对银行投资成本将形成直接的抬升，而未来估值也将对利率的抬升有所预期，这都将推动中长期收益率进一步重估，我们判断未来债市收益率曲线可能将呈陡峭化上升趋势。

**央票发行利率抬升或已提上日程：**本次加息先于央票发行利率的抬升，我们判断这种情况难以持久，包括 3 年期在内的央票发行利率预计将会有 30BP 以上的升幅。

对于未来央行下一步的走势，尽管加息周期已经开启，但步伐

不会特别快，短期内需要解决的可能还是流动性过于宽泛的问题，我们判断未来货币政策依然还是在资金面上做文章，包括央票发行利率的抬升有助于回笼市场资金，限制资产泡沫的产生，但加息周期还有很长一段路要走。

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。**