

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要:

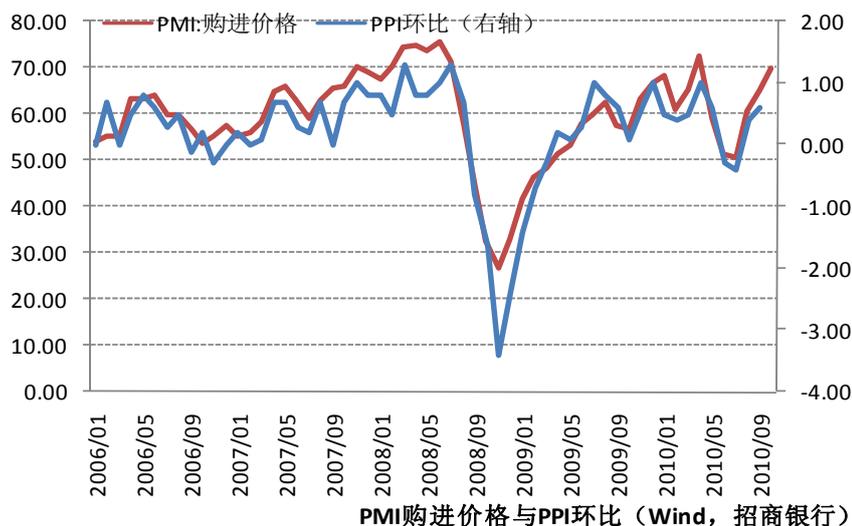
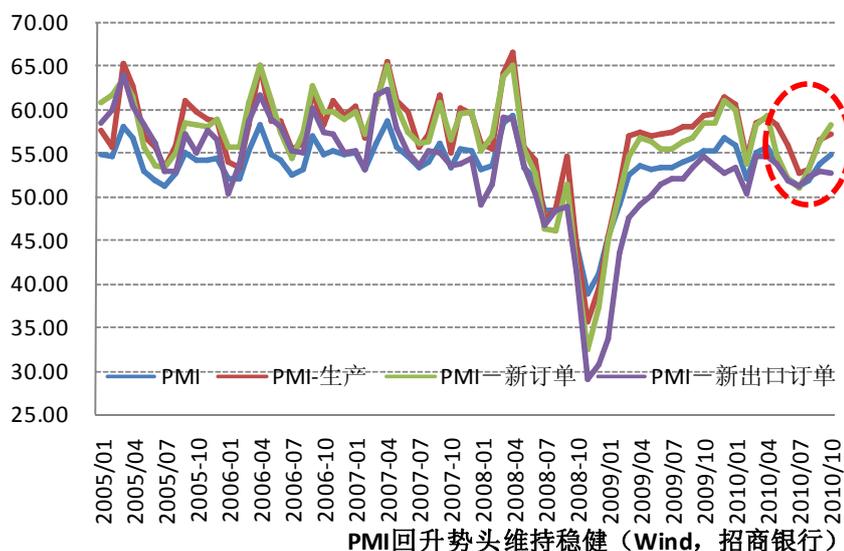
### ——货币政策回归常态意味着什么?

- 本周又将面临数据公布，从目前市场的预期来看，通胀还将维持上升态势，前一个月涨幅有所收缓的 CPI 有可能将再度突破4%的市场心理线。这将加大市场对政策变动的预期。短期内债市还将以调整为主。
- 央行宣布货币政策将回归常态化，与美日的再度量化宽松政策（EQ2.0）再度出现背离，造成了上周市场的再度调整，但我们认为目前货币政策“被动调整”的迹象还是较为明显，除非国内资金面及通胀出现失控现象，否则这种政策背离不可能持续加大。我们判断，相对物价抬升而言，热钱流入导致资产泡沫可能更值得央行关注，下一轮的加息远没有市场预期的那么快，如果债市持续调整，那么出现超调的可能性将大增。
- **货币政策回归常态意味着什么？**我们认为本次货币政策变动的促发条件主要是国内外货币政策背离引发的国外热钱的大量涌入。
- 由于这么多年来贸易及 FDI 项一直成为热钱流入的主要渠道，在资金流入无法受到特别大限制的情况下，蒙代尔“不可能三角”的中国版事实上演变成为央行在通胀（包括物价通胀及资产泡沫）、稳定汇率及适度的流动性水平这三项中做选择，央行多年来似乎竭力想将三者均控制在一个暂时的平稳状态中，在某一时期选择性的放松控制某一项。而当这种失衡状态最终面临取舍时，再被动的调整另一项。
- 对于未来，是否再次将这三者调整到另一暂时性平稳状态中，将是未来央行面临的主要问题，而且我们相信这一问题在明年将会变成市场最为关注的焦点。

## 一、宏观经济分析及展望

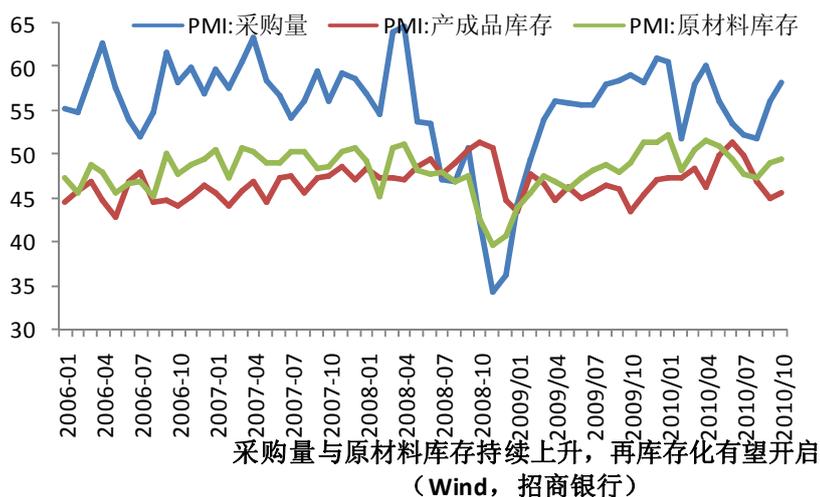
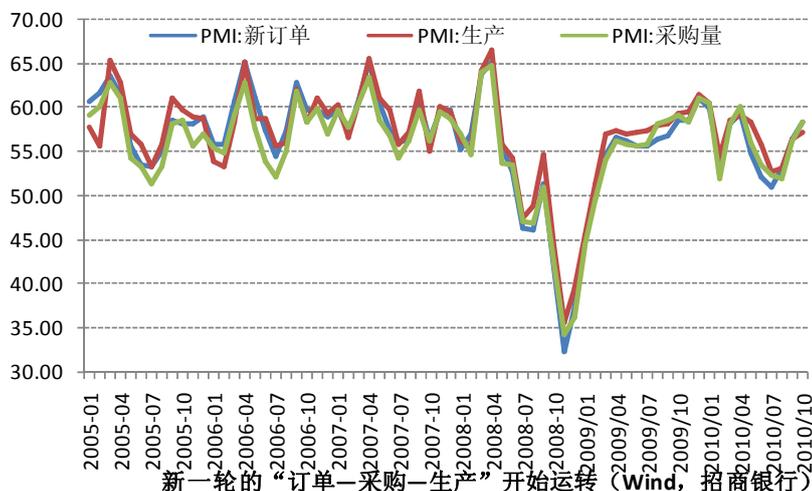
### 1.1 PMI 维持稳健增长

尽管 10 月份的 PMI 指数涨幅没有 9 月份那么大，但依然维持较为稳健的增幅。特别是与 PPI 环比相关性较为紧密的购进价格指数，依然维持大幅抬升的趋势，令市场对输入型通胀的担忧进一步加剧。



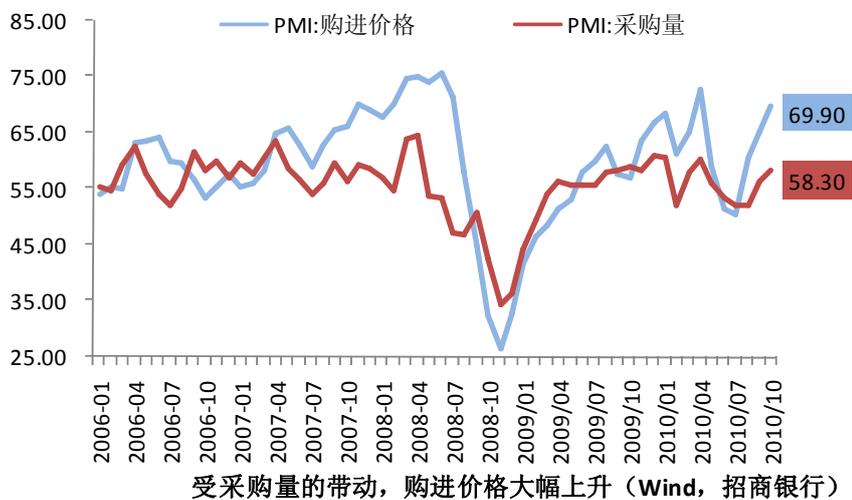
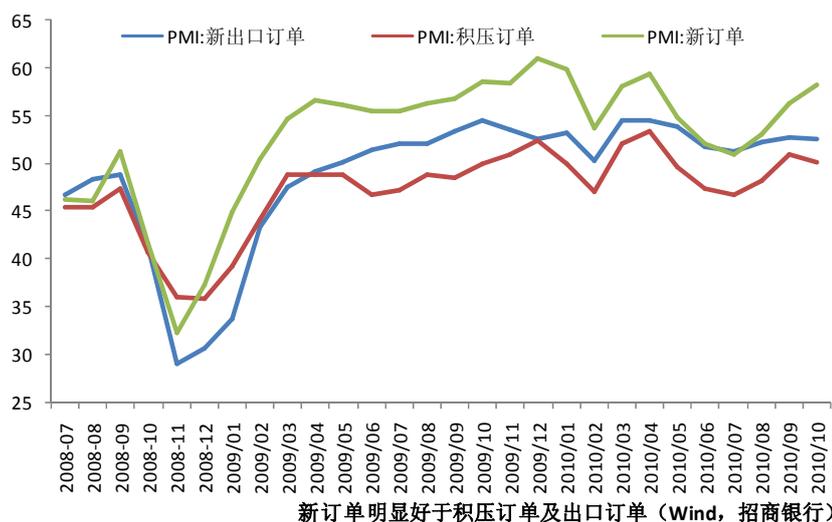
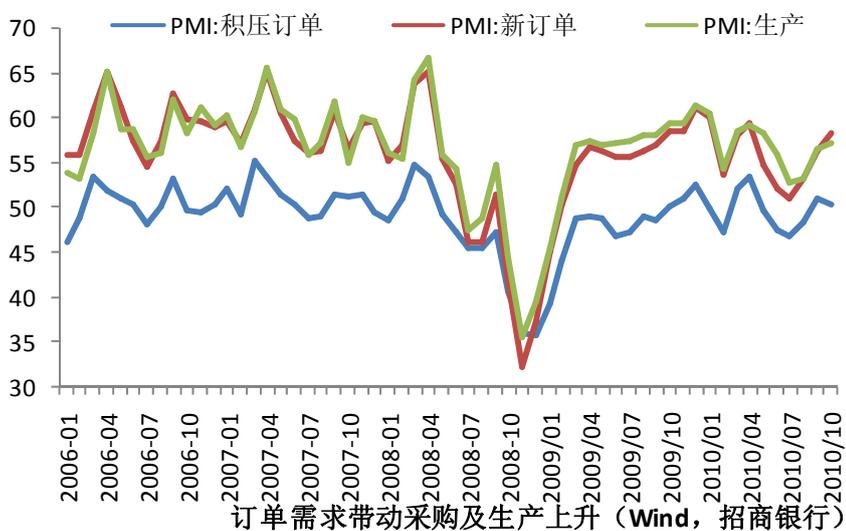
从各明细项来看，除了购进价格指数大幅抬升外，新订单、采购量、原材料库存、生产及产成品库存均有不同程度的上升，尽管幅度没有 9 月份那么大，但这与 10 月份工作日较少有关。从连续三个月的数据来看，新一轮的“订单-采购-生产”流程有望再度重启，目前去库存化阶段已经基本结束。这从采购量、原材料库存及产成

品库存的反弹可以得到印证。



本轮制造业复苏主要来源于需求的复苏。且主要来源于内需的增长。新订单大幅抬升而新出口订单出现回调（两者反向变动的差额为 2.1 个百分点），我们认为这与近期升值预期强烈及外贸环境恶化有较大的关系，这说明目前的复苏并非来源于外需的增长而是内需的触底企稳。

而内需的反弹带来的另一个问题是大宗商品购进价格的抬升，这种抬升从上个月的 PPI 中已经开始显现，我们相信 10 月份的数据将会进一步验证这一现象。随着以美国为首的国家再度重启量化宽松 (EQ 2.0)，以美元计价的大宗商品的“价格重估”将在较长的一段时间内持续，近期关于输入型通胀的担忧已经再度被市场所关注，国内外货币政策背离已经引起市场关于热钱及货币被动投放的争议。



货币政策回归常态意味着什么？近期央行货币手段的确比较大，但总体来看，无论是目前的加息抵御通胀还是差额调整存款准备金对冲流动性，货币政策依然延续前期的被动策略。我们认为本次货币政策变动的促发条件主要是国内外货币政策背离引发的国外热钱的大量涌入。

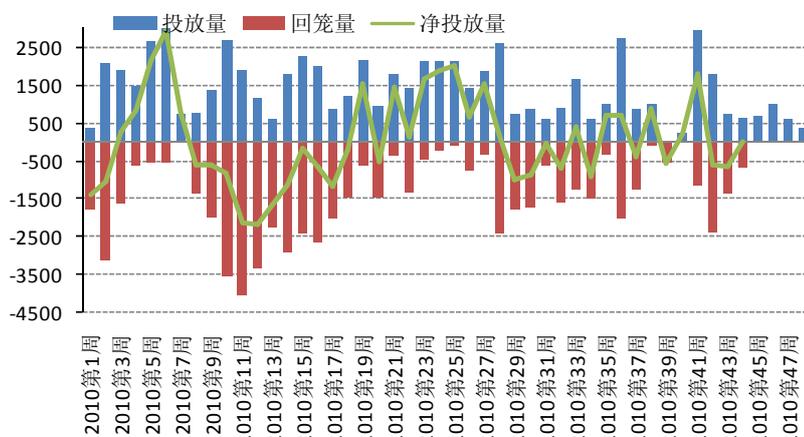
由于这么多年来贸易及 FDI 项一直成为热钱流入的主要渠道，在资金流入无法受到特别大限制的情况下，蒙代尔“不可能三角”的中国版事实上演变成成为央行在通胀（包括物价通胀及资产泡沫）、稳定汇率及适度的流动性水平这三项中做选择，央行多年来似乎竭力想将三者均控制在一个暂时的平稳状态中，在某一时期选择性的放松控制某一项。而当这种失衡状态最终面临取舍时，再被动的调整另一项。

对于未来，是摒弃汇率维持低通胀，还是选择汇率稳定而承担某种程度的高通胀，或者是再次将这三者调整到另一暂时性平稳状态中，将是未来央行面临的主要问题，而且我们相信这一问题在明年将会变成市场最为关注的焦点。

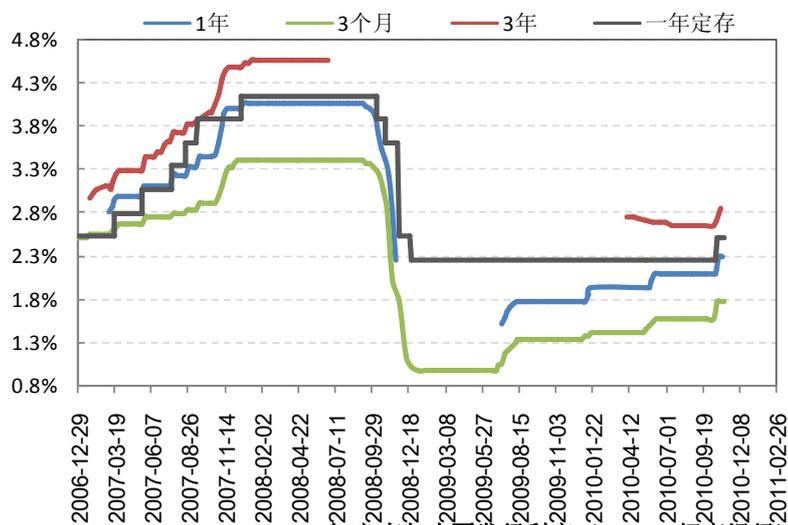
## 二、债市回顾及展望

### 2.1 政策面及公开市场

上周数据：上周公开市场资金到期释放 655 亿元，同时央行回笼资金共计 660 亿。三个月及一年期央票维持不变，体现央行维稳的意图，但受市场偏空预期及三个月央票一二级市场利率倒挂等影响，央票需求并不大，上周回笼量大幅缩减至 5 亿元。

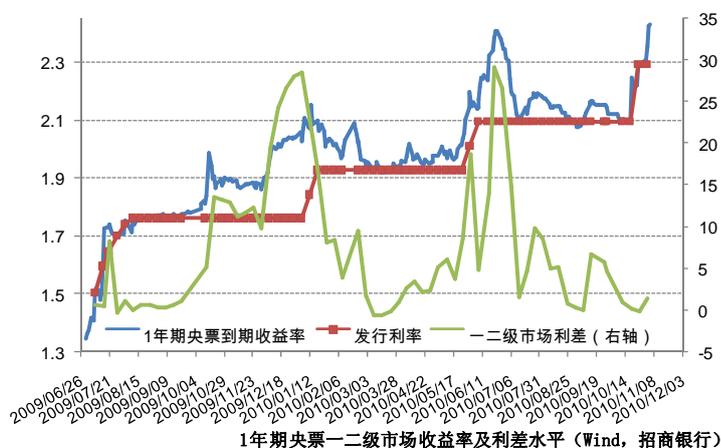


央行公开市场操作 (Wind, 招商银行)



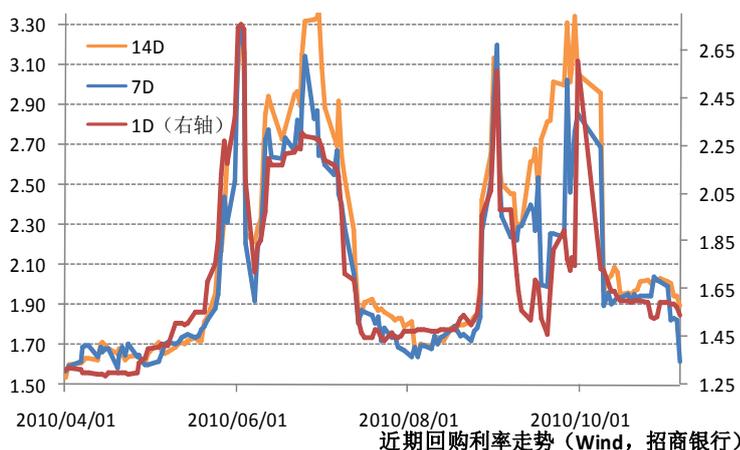
一年定存与央票发行利率 (Wind, 招商银行)

央行日前在三季度货币政策报告对“继续引导货币条件逐步回归常态水平”的表述，加重了市场对政策收紧的预期，导致收益率出现一波明显的抬升，在市场维持观望的情况下，央行的表态无疑对债市又是一轮大的打击，市场空头气氛浓厚，抛盘进一步涌现。



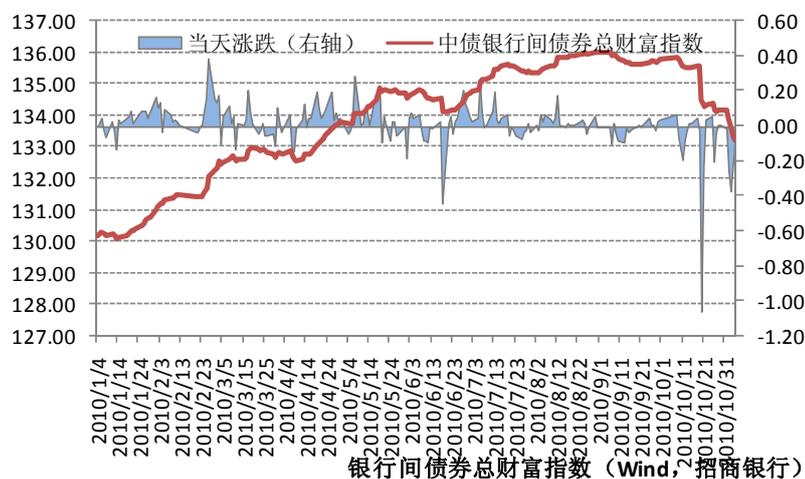
## 2.2 资金面及货币市场

流动性宽松依旧。上周五 7 天质押式回购大幅下挫，收于近 6 个月以来的最低值 1.6143%；隔夜回购也有所回落，收于 1.5418%，较前一周下滑 5BP。显示资金成本持续位于低位，这与市场空头浓厚的氛围不符。我们在第三季度的季报中提过，资金面在四季度不会成为影响债市的主导因素。

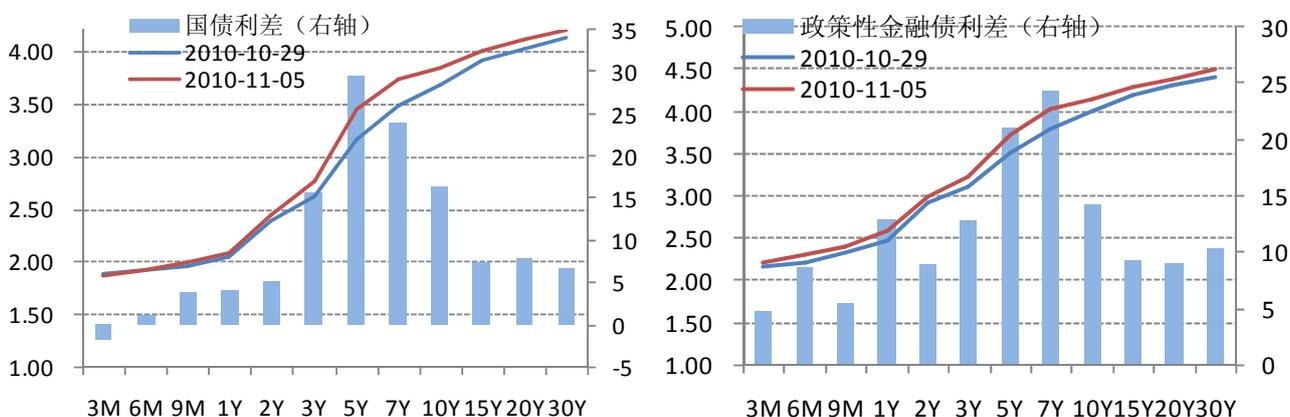


## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行量较少，但受政策将进一步收紧的预期的打压，机构参与一级市场的热情低落，需求不足再度推高中标利率水平，3年期国债最终中标2.68%，略高于市场预期，认购倍数更创出1.23倍的低位，而国开行1年期金融债同样以惨淡收场，中标利率为2.61%，明显高于此前市场预期值，认购倍数1.28，处于今年以来的地位水平，显示在市场资金宽裕的环境下，机构持币观望的态度进一步加剧。我们预计这种现状短期内难以更改，下周新的数据出台，预计通胀还将有所抬升，我们依然维持谨慎观点。

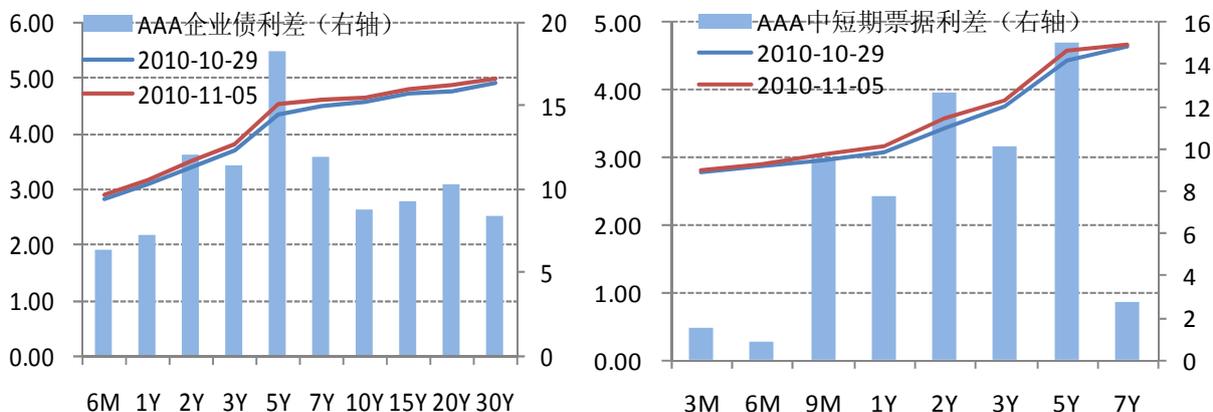
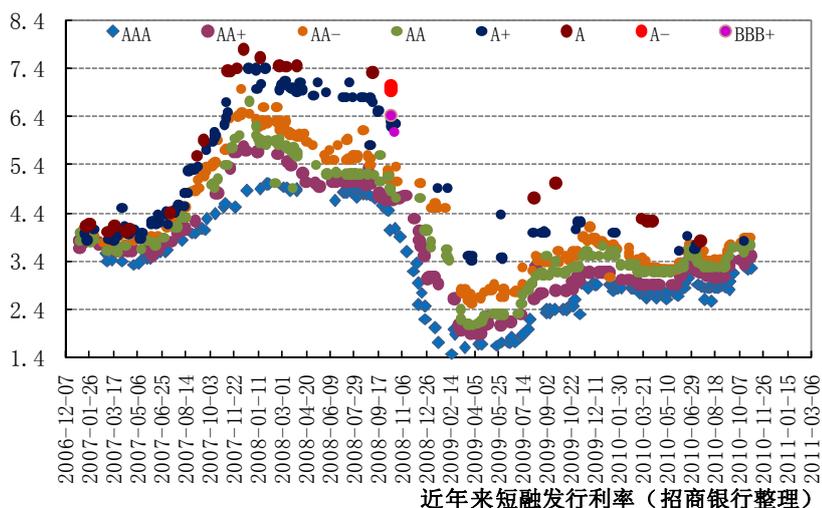


现券市场方面，央行表态引致市场另一轮抛盘，现券收益率呈现普涨态势，3-10年收益率上升幅度较大，国债及金融债均有13-30BP的涨幅，其中10年期国债收益率（3.85%）已经创下近两年以来的高位，其余年限也整体抬升了4-10BP。



## 2.4 信用市场走势

信用市场方面，信用债收益率继续维持调整，中长期依然是本轮调整的重点，2-5年中票整体抬升10-15BP；而短融方面，需求主要集中在一级市场及新发券种，收益率变动相对较小，整体抬升1-10BP，相对于利率产品所受的影响较小。



## 三、 预测与展望

本周又将面临数据公布，从目前市场的预期来看，通胀还将维持上升态势，前一个月涨幅有所收缓的 CPI 有可能将再度突破 4% 的市场心理线。这将加大市场对政策变动的预期。短期内债市还将以调整为主。

央行宣布货币政策将回归常态化，与美日的再度量化宽松政策（EQ2.0）再度出现背离，造成了上周市场的再度调整，但我们认为目前货币政策“被动调整”的迹象还是较为明显，除非国内资金面及通胀出现失控现象，否则这种政策背离不可能持续加大。我们判断，相对物价抬升而言，热钱流入导致资产泡沫可能更值得央行关注，下一轮的加息远没有市场预期的那么快，如果债市持续调整，那么出现超调的可能性将大增。

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。**