

# [债券市场研究]

首席研究员：康海荣  
SAC 证书号：S0640207100075  
电话：010—84801800—8115  
Email: kang0920@hotmail.com

联系人：刁志学  
电话：0755—83520942  
2010 年 11 月 15 日

## 流动性泛滥助推通胀水平 货币政策由适度宽松转向紧缩

### 核心观点：

- 连续 2 年的超常规放贷使得市场中存量资金大增；近期连续高水平的贷款投放、逐月上升的外汇占款带给市场宽裕的流动性，季节因素年底贸易顺差仍可能保持较高水平，呈现泛滥态势的流动性使得央行频频出手回收资金。
- 流动性冲击下 CPI 不断创新高，继 10 月份的 4.4% 新高之后、11 月份 CPI 极可能继续创新高、预估将达到 4.6% 以上的新高水平。据此明年全年的翘尾因素将在 2.4% 以上，春节因素影响下明年 1、2 月份的 CPI 将继续创新高，预计在 4.8% 左右。高通胀预期下货币政策开始转向。
- 经模型测算，政策干预临界点为：GDP 低于 8%，经济需要激励，低于 7% 伴随着通缩，强烈激励。GDP 高于上界 9.5 一个百分点到 10.5% 并伴随 5% 的通胀宏观开始微调，或者 GDP 超过潜在增长率较多也开始微调；超过 2 个百分点到 11.5% 并伴随着趋向更高的通胀预期则强烈干预，紧缩货币等，甚至采取冻结物价等行政措施。
- 故我们认为：下一步预计央行将会依据外汇占款情况调整存款准备金率和相应的公开市场操作。11 月份 CPI 一旦如预测继续创新高则 12 月初再次加息的概率就极大，2011 年前 2 个月因为春节效应 CPI 继续创新高的可能也较大、由此两会前第三次加息也将变成现实。但由于 2011 年我国经济仍面临较多的不确定性，所以我们认为像 07 年那么密集的紧缩政策不会出现，预计 2011 年我国一年定期存款利率最多上升到 3.5%。
- 根据以往国债收益率和 CPI 关系可以预测，未来国债收益率也将紧随 CPI 的走势，所以当前 10 年期 3.95% 的收益率仍不是阶段高点，未来极有可能达到 4.2% 的高度，所以从这方面来看债券市场整体风险仍较大。



中航证券金融研究所发布

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83689524  
传真：0755-83688539

## 目 录

|                       |   |
|-----------------------|---|
| 一、 市场流动性非常宽裕.....     | 3 |
| 二、 高通胀预期引发货币政策转向..... | 5 |
| 三、 债券市场收益率仍将继续回升..... | 7 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1: 10月继续高放贷, 全年新增贷款仍将超标完成.....        | 3 |
| 图表 2: 近2年来银行超常规放贷.....                   | 3 |
| 图表 3: M1、M2 维持较高水平.....                  | 4 |
| 图表 4: 中短期SHIBOR利率加速下行显示出银行间资金非常宽裕状况..... | 4 |
| 图表 5: 近期人民币兑美元升值较快.....                  | 4 |
| 图表 6: 11月份的农产品、菜篮子产品批发价格指数加速上扬.....      | 5 |
| 图表 7: 11月份CPI为4.6%的概率较高.....             | 5 |
| 图表 8: 潜在增长率8%-9.5%为最优区间.....             | 5 |
| 图表 9: 通胀和高增长提升基准利率.....                  | 6 |
| 图表 10: M2 将引发CPI继续上扬.....                | 6 |
| 图表 11: 10年期国债收益率仍将随着CPI的上涨而上涨.....       | 7 |
| 图表 12: 金融债收益率上升幅度稍大于国债收益率.....           | 8 |
| 图表 13: 各别信用债收益率仍有上升空间, 建议观望.....         | 8 |

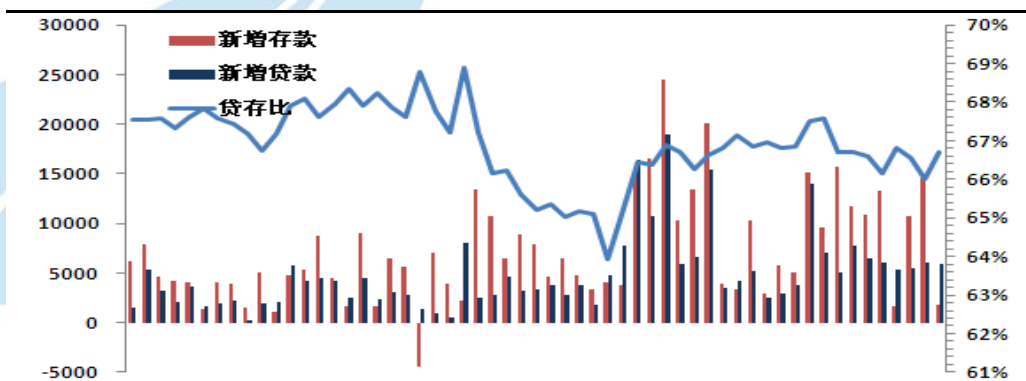
## 一、 市场流动性非常宽裕

10月份，新增贷款仍达到5877亿元的较高水平，至此2010年已经放贷6.9万亿，相比年初预定的7.5万亿贷款目标仅剩6000亿元左右。从08年金融危机爆发以来2年间我国新增贷款超过17万亿元，比常规时期多出10万亿以上，相比GDP大幅放大。连续的货币投放使得货币供给大增，10月份M2总量已经达到69.98万亿元，已经是全年GDP的近2倍。

我国经济增长仍能保持较快的速度，相比美国经济中国经济更具吸引力，美国两波量化宽松货币政策都引发国际热钱的逐利运动，中国也时不时受到热钱冲击；今年5月份以来贸易顺差大幅回升，4季度季节因素顺差更有放大可能，这些都使得我国流动性更加的宽裕。长时期的经济高增长、贸易顺差带来了升值的基础，近期人民币相对美元有加速升值的趋势，11月前11天升值了近1%，继续升值预期下热钱预计继续流入、外汇占款也将继续攀升，10日央行公布提升存款准备金率预计一大原因也是看到10月外汇占款超多引发。

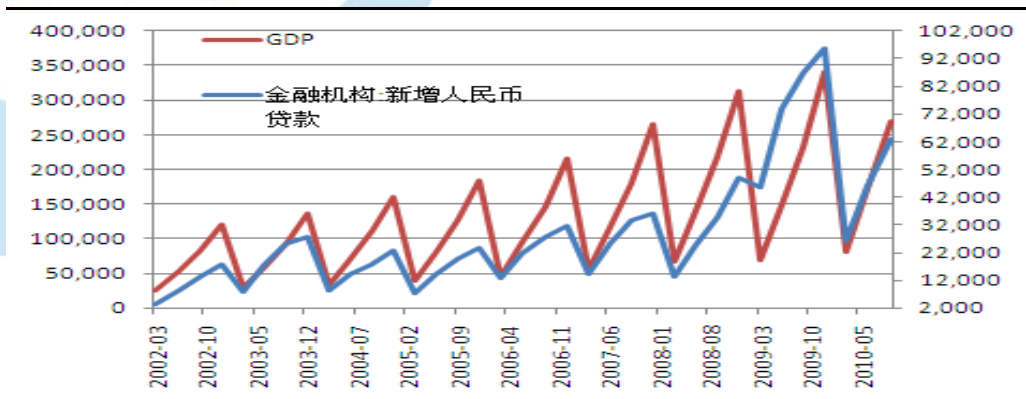
近期公开市场也是连续4周净回笼了1535亿元资金，同期短期SHIBOR利率却在不断下行，显示出银行间资金非常宽裕的状况，也反应出债市较弱的情况下资金需求相应也有所下降。

图表 1: 10月继续高放贷，全年新增贷款仍将超标完成



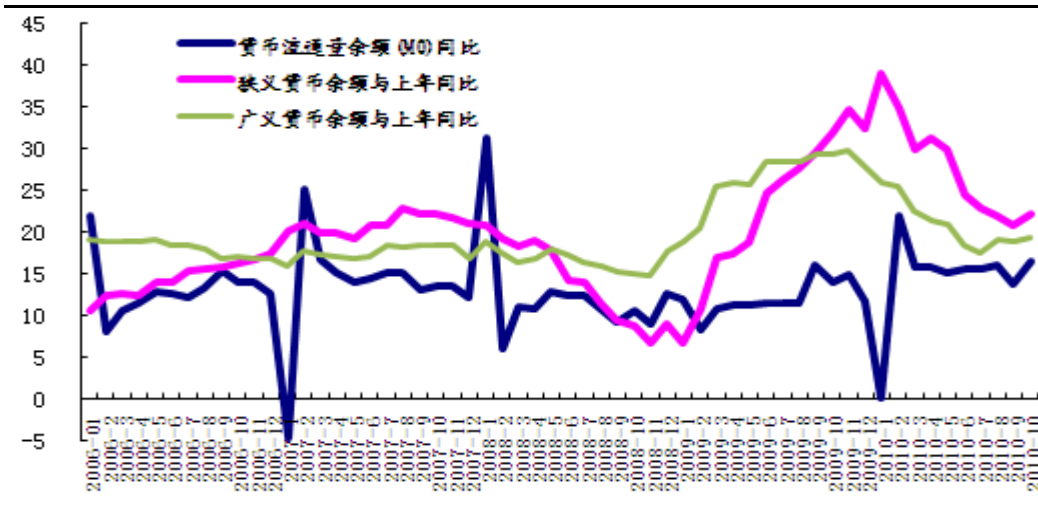
资料来源：中航金融研究所，WIND

图表 2: 近 2 年来银行超常规放贷



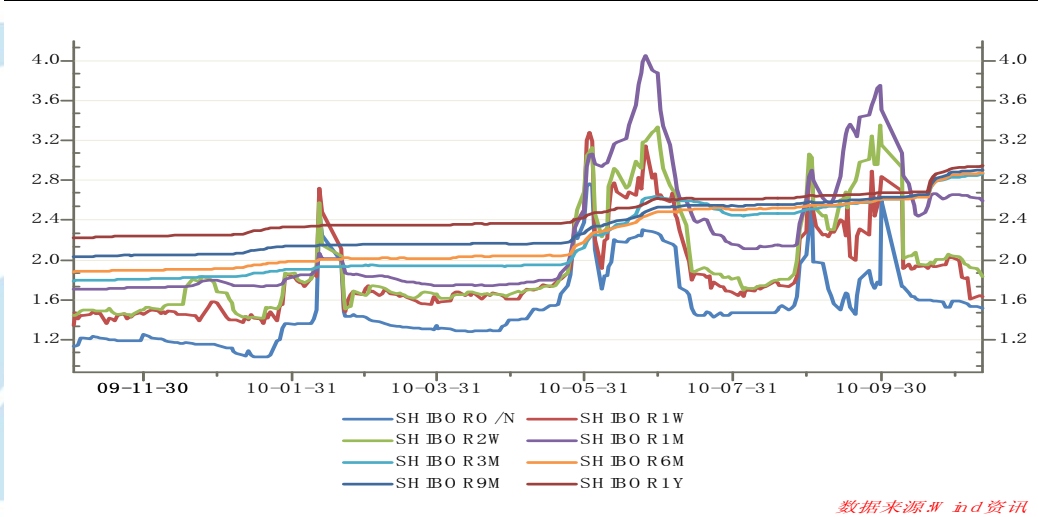
资料来源：中航金融研究所，WIND

图表 3: M1、M2 维持较高水平



资料来源: 中航金融研究所, WIND

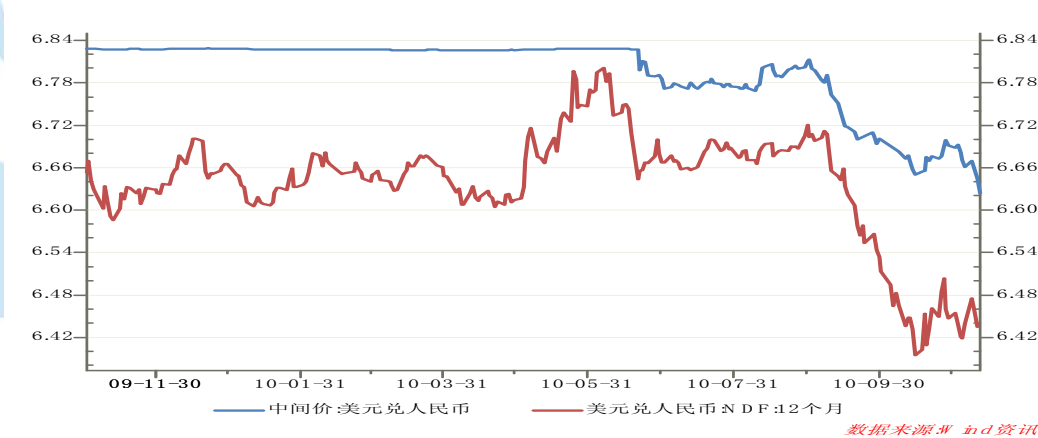
图表 4: 中短期 SHIBOR 利率加速下行显示出银行间资金非常宽裕状况



数据来源: WIND 资讯

资料来源: 中航金融研究所, WIND

图表 5: 近期人民币兑美元升值较快



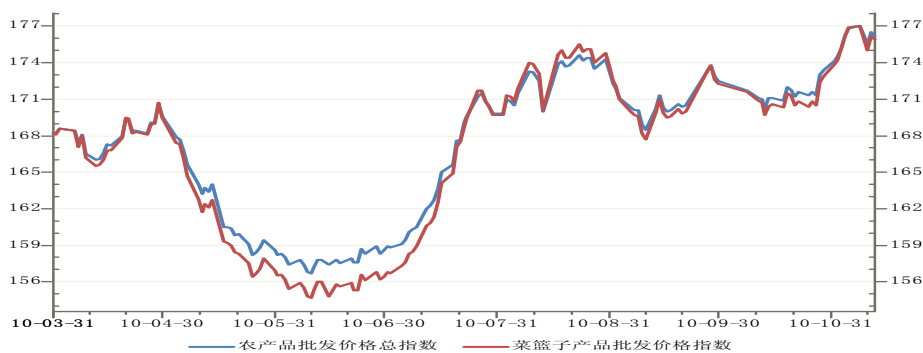
数据来源: WIND 资讯

资料来源: WIND

## 二、 高通胀预期引发货币政策转向

10月份食品类价格环比再次大涨1.1%，推动CPI创出4.4%的新高水平；进入11月份，食品类价格继续上扬，农业部公布的农产品批发价格总指数以及菜篮子产品批发价格总指数相比10月份上涨幅度均超过2%，按照均值计算11月份CPI极可能继续创新高、预估将达到4.6%甚至4.8%的新高水平。据此明年全年的翘尾因素将在2.4%以上，春节因素影响下明年1、2月份的CPI将继续创新高，预计在4.5%-4.8%左右。高通胀预期下货币政策开始转向。

图表 6：11月份的农产品、菜篮子产品批发价格指数加速上扬



数据来源：wind资讯

资料来源：WIND

图表 7：11月份CPI为4.6%的概率较高

| 11月CPI预测   |        | 食品类环比 |      |      |      |
|------------|--------|-------|------|------|------|
|            |        | 0.5%  | 1.0% | 1.2% | 1.5% |
| 非食品<br>类环比 | 0.20%  | 4.4%  | 4.6% | 4.7% | 4.8% |
|            | 0.10%  | 4.4%  | 4.5% | 4.6% | 4.7% |
|            | -0.10% | 4.2%  | 4.4% | 4.5% | 4.6% |

资料来源：中航金融研究所，WIND

我们根据CPI和GDP关系以及结合政策点变化统计出以潜在增长率为基准的政策干预为：GDP低于8%，经济需要激励，低于7%伴随着通缩，强烈激励。GDP高于上界9.5一个百分点到10.5%并伴随5%的通胀宏观开始微调，或者GDP超过潜在增长率较多也开始微调；超过2个百分点到11.5%并伴随着趋向更高的通胀预期则强烈干预，紧缩货币等，甚至采取冻结物价等行政措施。

图表 8：潜在增长率8%-9.5%为最优区间

|     |     |     |     |     |     |     |   |     |   |     |      |      |      |      |    |      |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---|-----|---|-----|------|------|------|------|----|------|
| CPI | -5  | -4  | -3  | -2  | -1  | 0   | 1 | 2   | 3 | 4   | 5    | 6    | 7    | 8    | 9  | 10   |
| GDP | 4.8 | 5.3 | 5.9 | 6.4 | 6.9 | 7.4 | 8 | 8.5 | 9 | 9.5 | 10.1 | 10.6 | 11.1 | 11.7 | 12 | 12.7 |

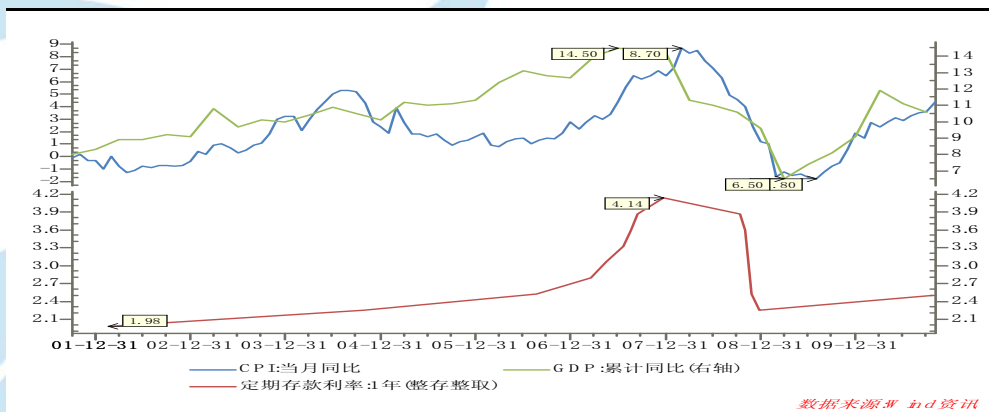
(增长——自然增长率是指无通胀的增长。30年长期增长均值为9.7%，如果按无通胀和通缩的增长8-9.5%为最优区间，政策中性。物价——5%温和通货膨胀，10%以上恶性通货膨胀，负值则为通货紧缩，最优区间1-4%，对应的速度为8~9.5%。)

分析 2000 年以来通胀和 GDP 引起紧缩货币的具体界限为：

2000 年以来月度通胀超 4% 的有 04 年的 5-10 月、07 年 6 月—08 年 9 月；04 年 10 月在通胀超 5% 达 4 个月后一年定存加息 27 个 bp，当年 GDP 为 10.1%。07 年在通胀达到 4% 之前从 06 年的 8 月份已经开始加息，当时的政策变化界限源于自 06 年上半年高达 13.1% 的 GDP；07 年上半年 GDP 更是高达 14.5%，由此引发 07 年 3 月和 5 月加息一次，当时的 CPI 仅为 3% 左右；07 年下半年，GDP 连续的高增长以及猪肉猛涨引发了通胀的来临，6 月份以后 CPI 开始超过 4% 并到 12 月份达到 6.5%，由此引发了 7 月、8 月、9 月和 12 月的 4 次密集型加息。

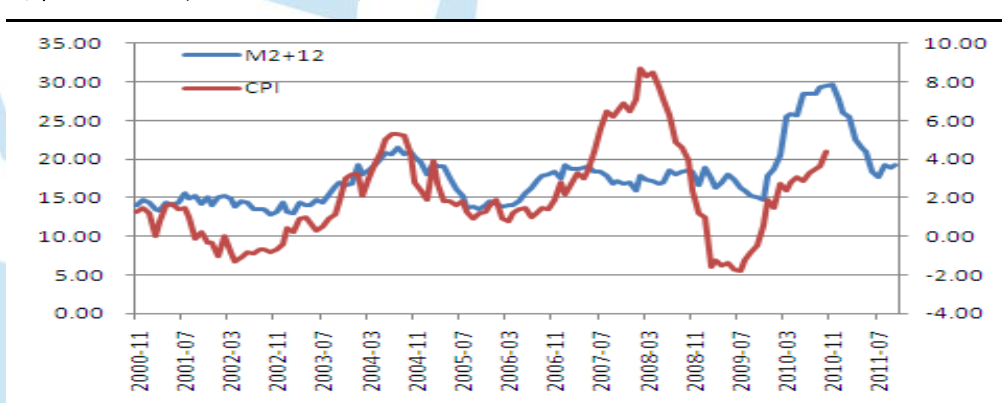
2010 年十一长假之后，随着美国继续量化宽松货币政策向市场注入更多的流动性、人民币升值加速引发更多热钱流入、以及银行月度放贷维持高水平，市场掀起一股强大的流动性躁动。流动性泛滥导致高通胀预期推动紧缩性货币政策密集出台：10 月 11 日央行提升 6 大银行的存款准备金率以减少放贷；9 月份再次提升的 CPI 数据推动 10 月 20 日央行动用加息提升一年期存款利率 25 个 BP；11 月 10 日数据公布前央行再次提升商业银行存款准备金率。

图表 9：通胀和高增长提升基准利率



资料来源：WIND

图表 10：M2 将引发 CPI 继续上扬



资料来源：中航金融研究所，WIND

近期流动性较强的情况下货币紧缩 3 方面同时实施：提升存款准备金率、加息、公开市场操作净回笼资金，通货膨胀预期已经推动货币政策由适度宽松转向紧缩，未来央行仍会根

据多项指标而采取相应的措施。

下一步预计央行将会依据外汇占款情况调整存款准备金率和相应的公开市场操作，也就是说如果外汇占款上升较温和的话通过公开市场操作基本就能解决，但如果热钱流入过多导致外汇占款上升过快的情况下上调存款准备金率仍有可能发生。

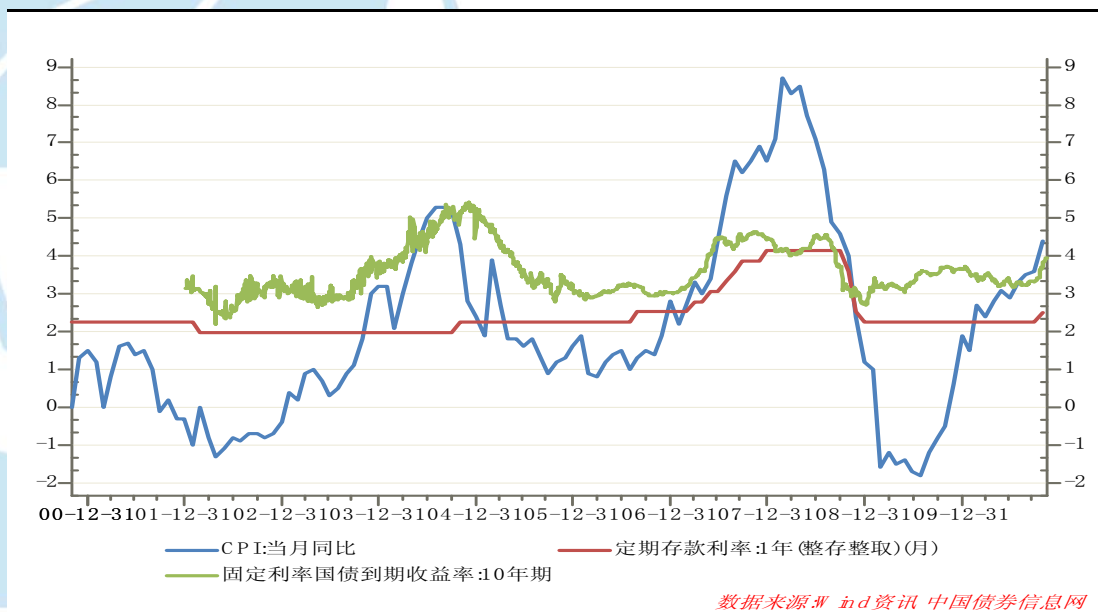
CPI 超过 4%以后就成为加息的制动点，所以 11 月份 CPI 一旦如预测继续创新高则 12 月初再次加息的概率就极大，2011 年前 2 个月因为春节效应 CPI 继续创新高的可能也较大、由此两会前第三次加息将变成现实。但由于 2011 年我国经济仍面临较多的不确定性，所以我们认为像 07 年那么密集的紧缩政策不会出现，预计 2011 年我国一年定期存款利率最多上升到 3.5%。

如果未来通胀管理达不到效果的情况下，行政性的银行贷款窗口指导将会加剧，以从实质上来减少货币的供应。

### 三、 债券市场收益率仍将继续回升

由于 CPI 未来几个月都将受季节影响而继续攀升，在 2011 年全年通胀预期较高的情况下，根据以往国债收益率和 CPI 关系可以预测，未来国债收益率也将紧随 CPI 的走势，所以当前 10 年期 3.95%的收益率仍不是阶段高点，未来极有可能达到 4.2%的高度，所以从这方面来看债券市场整体风险仍较大。

图表 11: 10 年期国债收益率仍将随着 CPI 的上涨而上涨

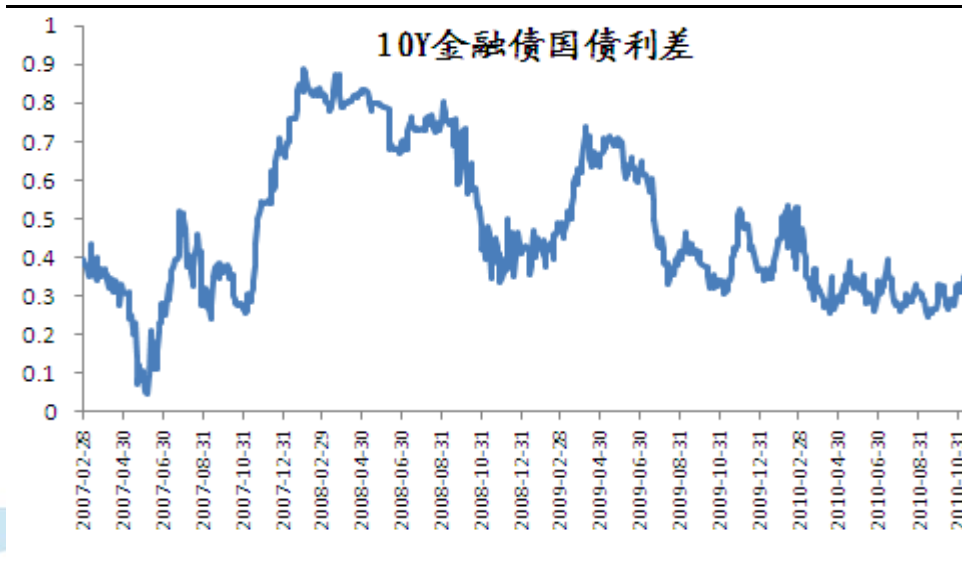


资料来源: 中航金融研究所, WIND

从金融债国债的利差走势、以及企业债国债利差走势可以看到，金融债和各信用级别企业债近期收益率下降幅度略大于国债收益率下降幅度，但利差仍处于较低水平，从这方面来

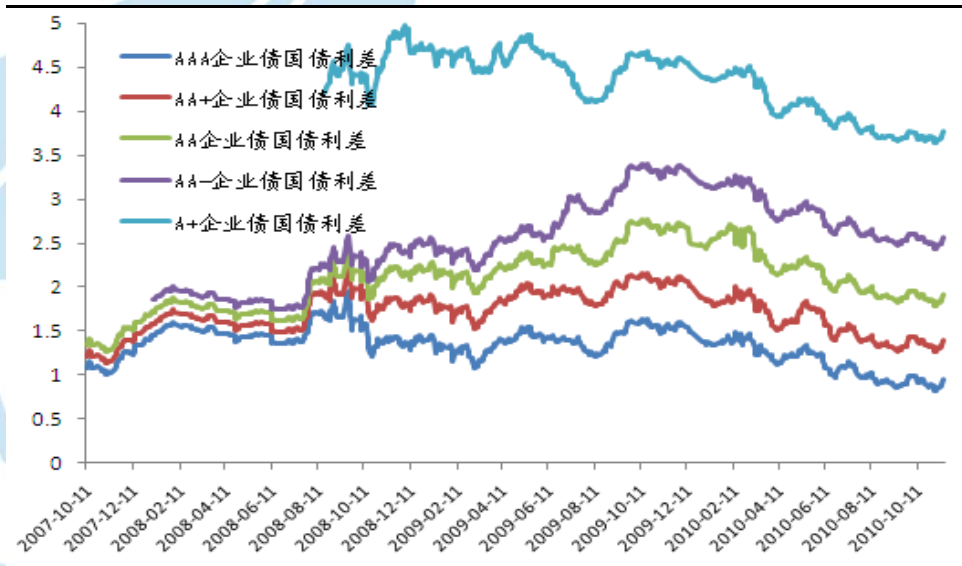
看金融债以及各信用等级企业债仍不具备投资优势，未来收益率仍会跟随CPI升高而继续回升，仍建议观望、不建议买入。

图表 12: 金融债收益率上升幅度稍大于国债收益率



资料来源：中航金融研究所，WIND

图表 13: 各等级信用债收益率仍有上升空间，建议观望



资料来源：中航金融研究所，WIND



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

康海荣，SAC 执业证书号：S0640207100075，数量经济学硕士。2004 年 5 月进入中航证券金融研究所，固定收益证券研究，任首席研究员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它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映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。