

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

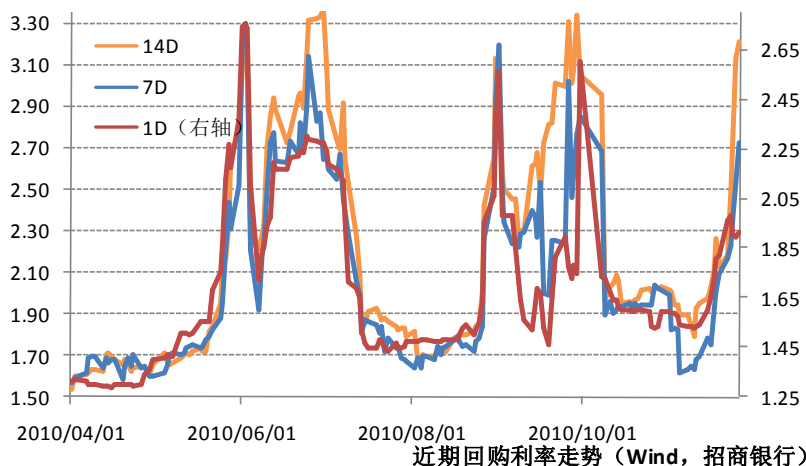
——市场是不是过于情绪化了?

- **市场是不是过于情绪化了?** 上周1年期央行债及3个月贴现国债流标, 中标利率高达3.18%及2.74%, 同时7天质押式回购收于2.72%, 6个月票据转贴现利率也飙升到5.2%, 一二级央票利差还在飙升中, 而正如我们分析的, 12月份资金面还会出现大额正投放, 即使考虑到年内还有加息的预期, 但目前市场的紧张情绪是否有点过头?
- 短期看, 11月份CPI及新增信贷冲新高已经成为大概率事件, 踏入12月份后, 尽管公开市场到期量不大, 但流动性的宽裕水平将远远高于前期, 那么无论是出于抑制通胀、放贷冲动还是回收流动性, 政策再度收紧的预期依然强烈。那么在政策预期, 经济基本面, 通胀水平均利空于债市的情况下, 市场是否会发生超调的可能性? 当然, 我们并不认为目前是配置的时机, 但至少目前短端的大幅上调我们认为已经超越了当前的加息预期。如果未来资金面宽松导致配置盘需求有所复苏, 那么这将是一个较好的波段操作机会。

一、宏观经济分析及展望

1.1 资金面难以持续收紧

央行连续两次调整存款准备金率对市场资金面的影响已经开始显现效果，上周回购利率大幅抬升，同时市场“惜借”情绪开始发酵。

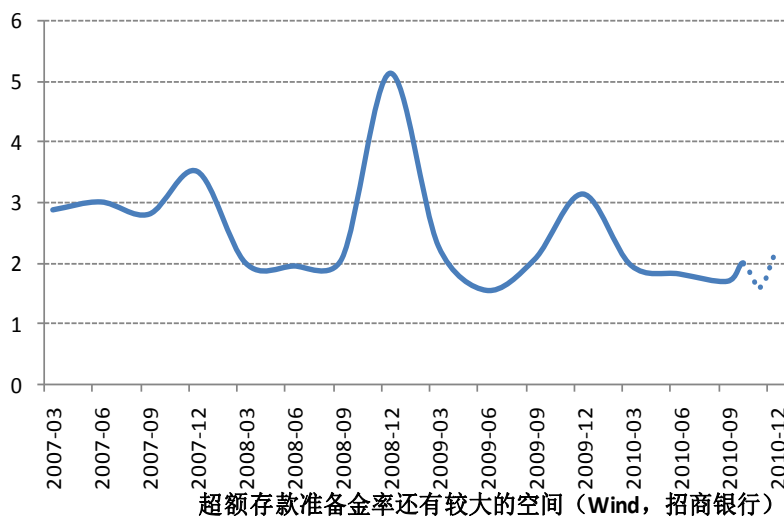


对市场资金面进行分析可知，短期内，两次存款准备金大概回笼资金 7000 亿左右，这是造成目前市场资金成本小幅收紧的主要原因。但另一方面，10 月份六大行的差额存款准备金即将到期释放资金近 2500 亿；而 10 月份的新增外汇占款预计高达 5500 亿，我们预计 11-12 月份的增量依然不低，加上目前市场传言 11 月中旬的信贷投放已经达到 6000 亿以及年底财政的“突击花钱”，我们判断短期内的资金面还将保持宽裕。

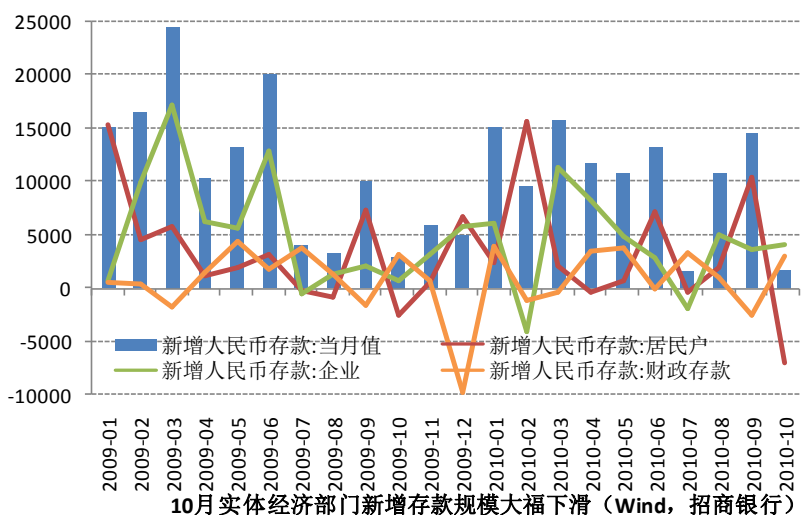
11-12 月资金面分析	回笼资金	投放资金
两次上调存款准备金率	7000	
10 月份差额存款准备金率到期		2500
11-12 月新增外汇占款		6000-9000
年底财政释放资金		16000-20000
公开市场操作		截至 11 月 27 日净投放 1050 亿，12 月份还有 2230 亿资金到期)

存款准备金率还有多大的空间？从超额存款准备金率来看，9 月底的超额存款准备金率是 1.7%，受资金宽裕的影响我们预计 10 月份大概是 2.0% 左右，11 月受两次存款准备金率提高的影响，将下

滑到 1.6% 以下的水平，但如果不考虑进一步政策紧缩的话，12 月份超储率将再度升高 2% 以上的水平。这就意味着如果资金面不发生变化的话，那么年底之前存款准备金率还有 1% 的上调空间。这也说明尽管存款准备金率已创历史新高，但从理论上来看，准备金的抬升并没有上调限制。在美国 QE 再度重启的背景下，数量型的回笼将在较长的一段时间内维持。

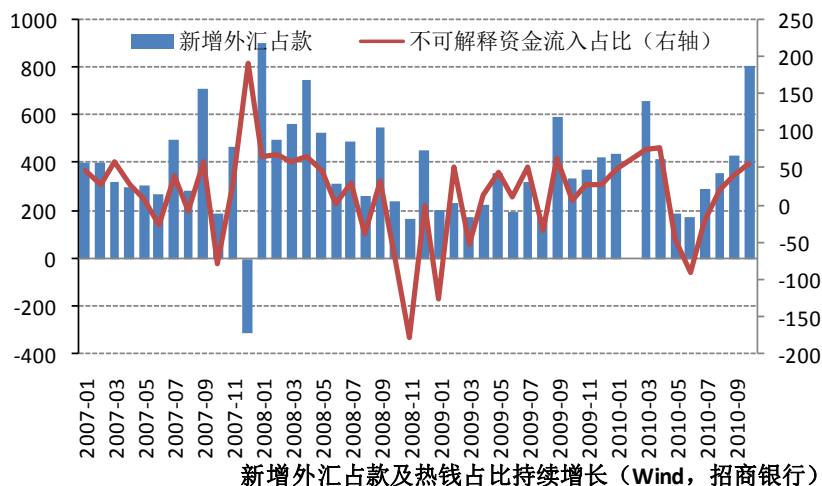
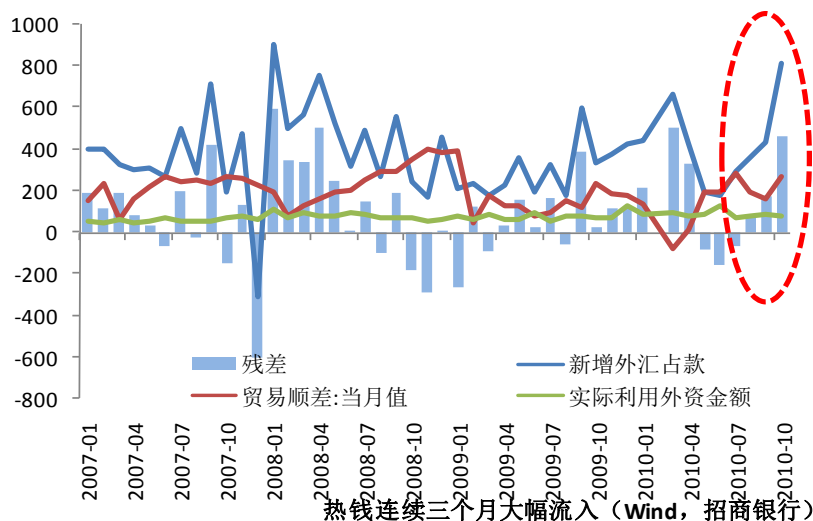


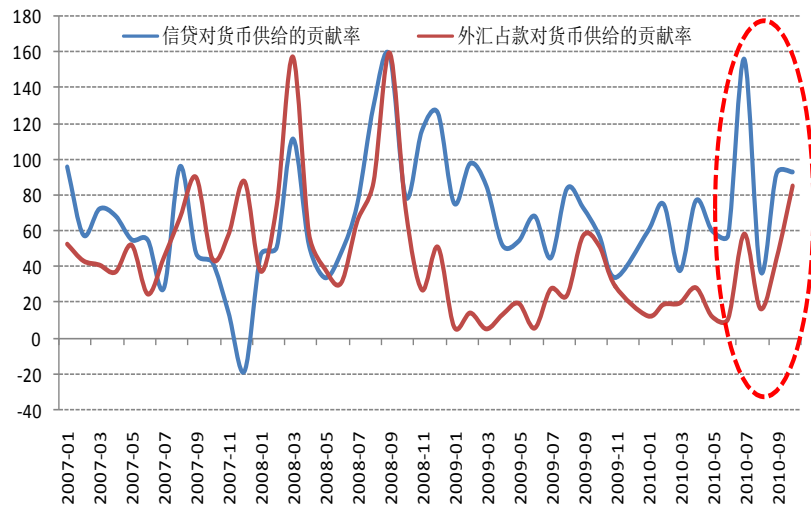
事实上，存款准备金率的调整意在抑制货币乘数的上升，从而起到抑制整体货币供给的作用。但其前提是，实体经济的流动性必须进入银行体系内。如果流动性不以存款形式存在的话，那么存款准备金这一回笼工具就无能为力。10 月份新增存款大幅下滑，特别是居民户新增存款出现负增长的现象正加剧这种担忧。如果受负利率的影响，“存款搬家”现象持续以及热钱持续激增的话，那么央行回笼的对象将面向基础货币。



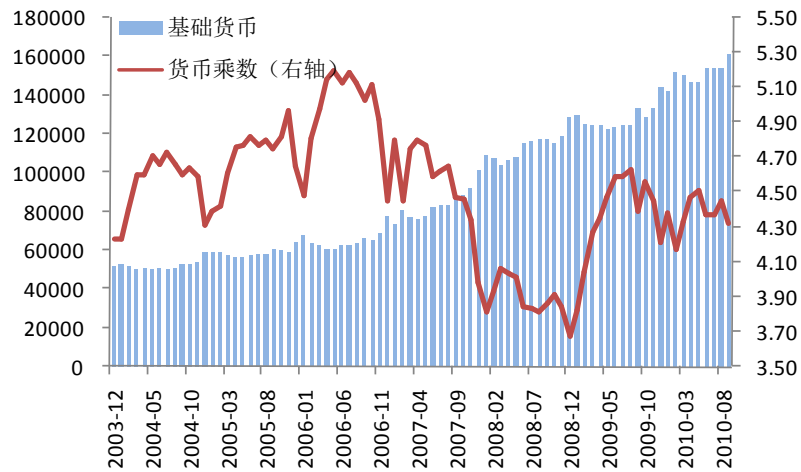
热钱对资金面的影响有多大？自8月份以来，用残差法计算的热钱已经出现连续三个月净流入，特别是10月份以来，外汇占款大幅激增，不可解释的资金占整体外汇占款的比例已经超过50%。

我们判断近几个月的 M2 再度抬升主要源于基础货币的大幅增加，尽管信贷增速有所回升，但并非拉动 M2 上升的主要贡献力量。从 10 月份的数据可以看出，外汇占款对 M2 的贡献率已经逼近新增信贷的水平。基础货币的巨额投放如果不进入银行系统的话，那么势必引发实体经济输入型通胀以及资本市场泡沫，这也是前段时间周小川提出“池子论”的主要依据，但我们认为建立这种蓄流动性的机制任重而道远。短期来看，11 月底资金面受存款准备金缴款的影响，资金成本将会有所抬升，但从长期而言，未来资金面宽裕局面并不会发生改变。





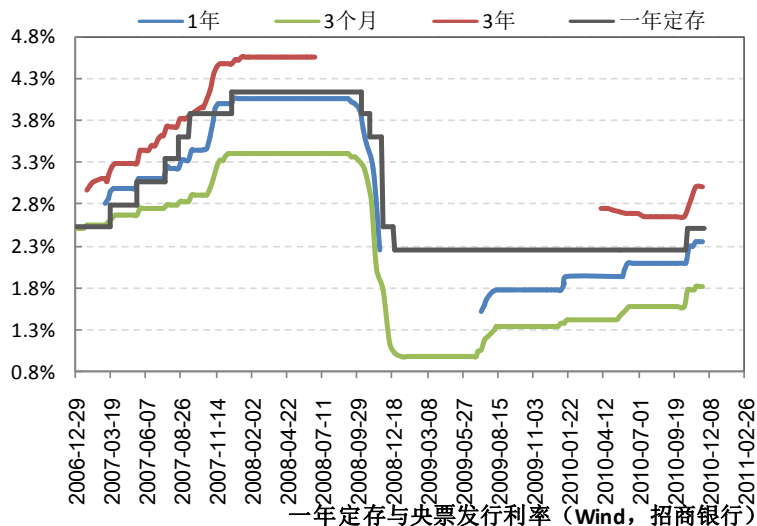
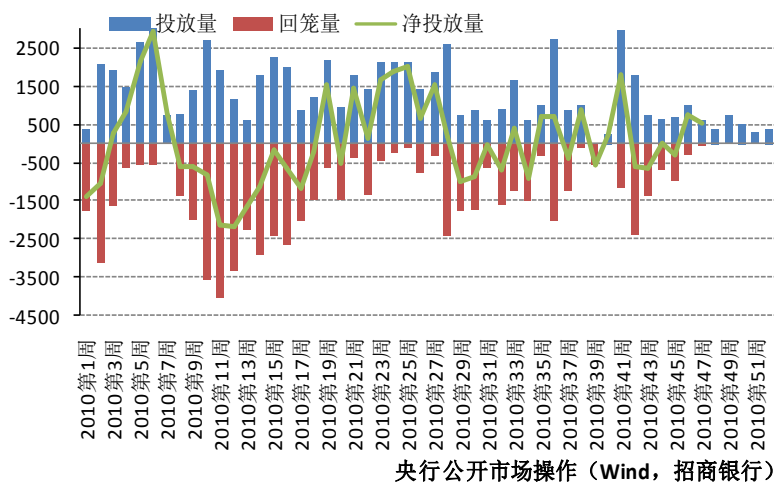
信贷及外汇占款对货币供给的贡献率 (Wind, 招商银行)



二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

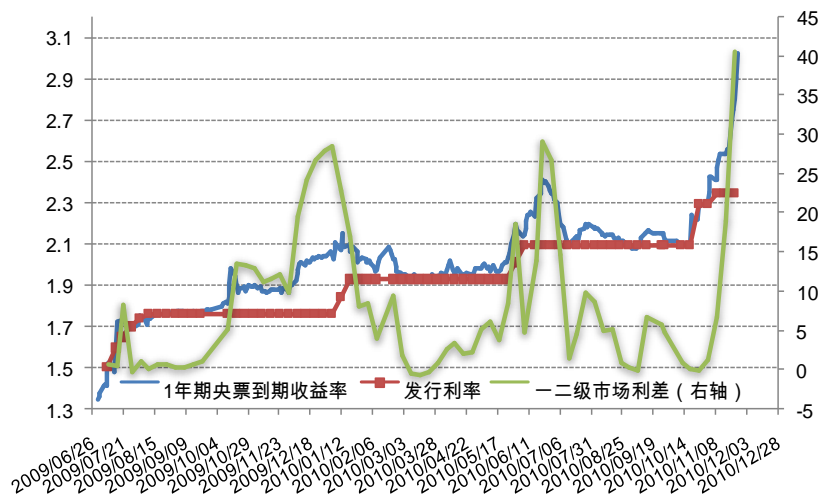
上周数据：上周公开市场净投放资金540亿元，3个月、1年及3年期央票大幅缩量，分别发行30亿、20亿及10亿。上周并无进行正回购操作。



央行上周发行量锐减，这主要源于维持市场流动性方面考虑，而之所以不持续调整央票利率，我们认为这主要源于一二级市场倒挂严重，小幅多次的抬升央票利率将加大资金成本及二级市场调整的预期，进而反过来拉大央票一二级市场的利差，造成“滚雪球”效应，这是目前公开市场面临的主要困境。

而展望未来，12月份流动性大释放，如何回笼流动性将成为央行最为头疼的问题，再度抬高存款准备金率虽然可以暂时回笼巨额

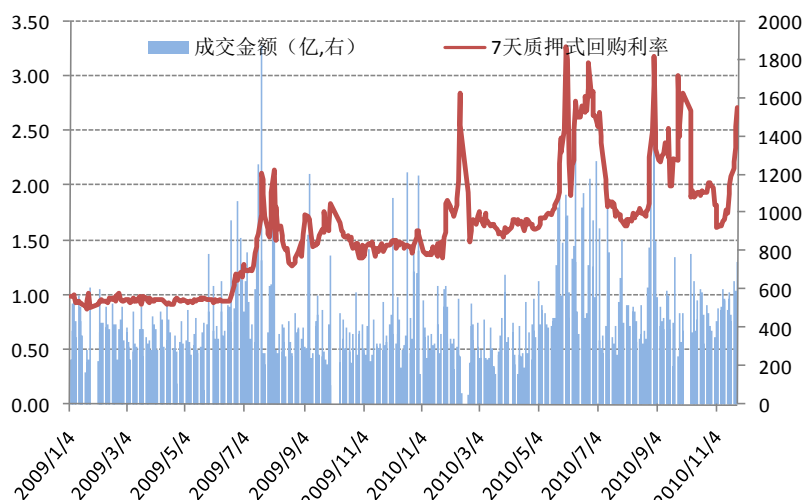
资金，但这种工具难以持续使用，而且将加大二级市场利率及未来公开市场回笼难度，未来解决这种困境或许仅能寄希望于一次性加息及抬升央票利率以抹平一二级市场利差。



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

流动性开始收紧。月底恰逢存款准备金缴款，市场流动性大幅收紧，资金成本整体上抬，周末隔夜回购收于 1.92%，上升 9BP；7 天质押式回购大幅上升 63BP，收于 2.72%，进而带动短端收益率再度抬升。我们认为目前这种短端资金成本及利率的大幅抬升已经过于情绪化，12 月份开始预计资金面将会趋于放缓。



7天质押式回购利率及成交金额 (Wind, 招商银行)

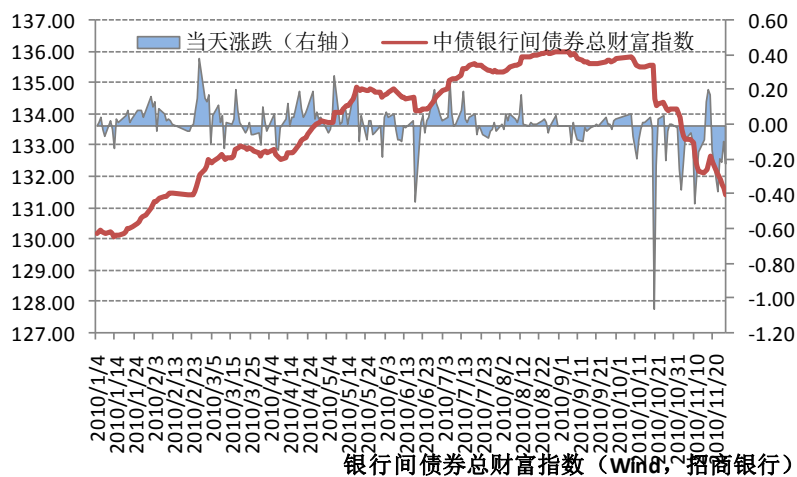
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周利率产品发行呈冰火两重天的格局，7 年

期国债中标利率 3.83%，再次创出新高，而农发行 5 年期固息债也创出 4.02% 的年内新高。认购倍数分别为 1.75 及 1.53，显示市场对长端利率产品的配置需求依然存在，但热情并不高。而短端的口行 1 年固息债及 3 个月贴现国债则遭遇部分流标，其中 3 个月贴现国债实际发行 115.5 亿，仅占计划发行额（200 亿）的 57.75%，中标利率高达 2.7372%，远高于二级市场水平（目前 R07D2.54%，三个月央票 2.92%，三个月国债 2.70%），显示市场对资金面收紧及加息的预期依然强烈。

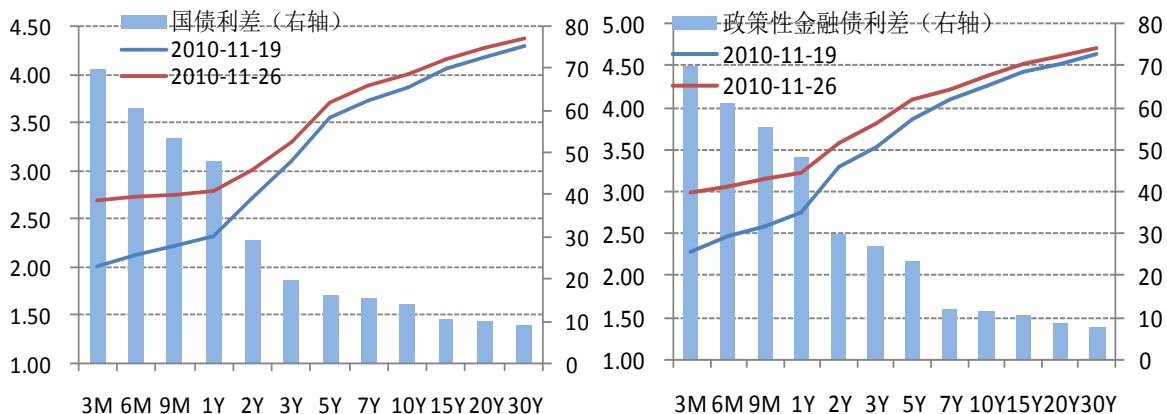
值得关注的是国开行 5 年期可转换债券，由于上午国开行将固息债发行利率下限定为 3.7%，给予迟疑的投资者一个较高的保护，导致认购踊跃，同时也给下午浮息券种的认购提供了较大的动力，三个品种均获得高额认购，认购倍数最高达到 7.48 倍、最低也有 4.41 倍。

品种	发行量	中标利率/利差	中债估值	路透利率互换报价
5 年固息	100	3.70%	4.05%	-
5 年 DEPO	160	45BP	71BP	3.90%
5 年 Shibor	160	5BP	14BP	4.59%



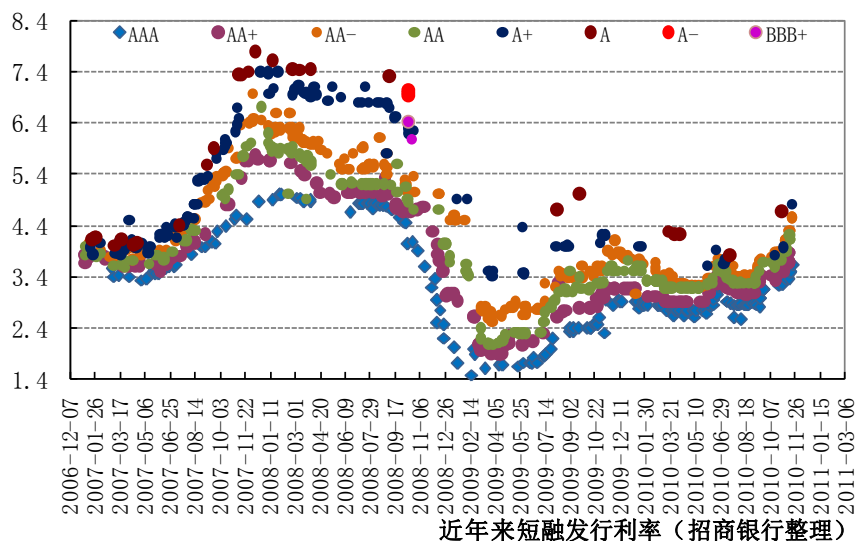
现券市场方面，受到 11 月份信贷再度攀高的传闻影响，市场对央行紧缩政策的担忧依旧难以消除，抛盘持续，收益率持续抬升。国债方面，成交不是很活跃，受贴现国债流标的影响，1 年以内短端大幅上调 48-70BP，2-7 年也有 15-29BP 的升幅，10 年以上长端涨幅较小，幅度为 9-14BP；金融债方面，同样受一级市场的影响，涨幅较大的分别为 1 年以内短端及 2-5 年终端，分别有 48-70P 及

23-30BP 的涨幅。

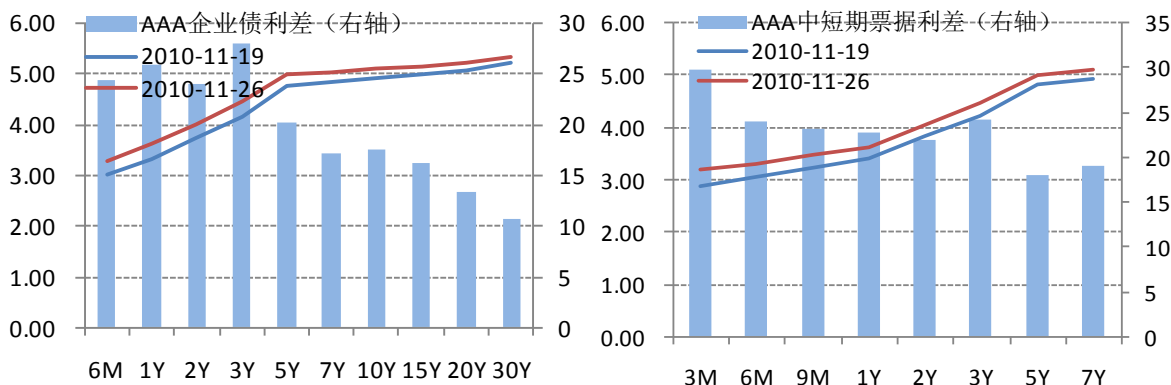


2.4 信用市场走势

银行间信用市场继续调整，收益率维持上行，短融受资金成本整体抬升的影响，调整幅度相对较大，有 23-30BP 的涨幅；3-5 年期中票目前已处于市场高位，整体抬升 18-24BP。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

市场是不是过于情绪化了？上周1年期国债及3个月贴现国债流标，中标利率高达3.18%及2.74%，同时7天质押式回购收于2.72%，6个月票据转贴现利率也飙升到5.2%，一二级央票利差还在飙升中，而正如我们分析的，12月份资金面还会出现大额正投放，即使考虑到年内还有加息的预期，但目前市场的紧张情绪是否有点过头？

短期看，11月份CPI及新增信贷冲新高已经成为大概率事件，踏入12月份后，尽管公开市场到期量不大，但流动性的宽裕水平将远远高于前期，那么无论是出于抑制通胀、放贷冲动还是回收流动性，政策再度收紧的预期依然强烈。那么在政策预期，经济基本面，通胀水平均利空于债市的情况下，市场是否会发生超调的可能性？当然，我们并不认为目前是配置的时机，但至少目前短端的大幅上调我们认为已经超越了当前的加息预期。如果未来资金面宽松导致配置盘需求有所复苏，那么这将是一个较好的波段操作机会。

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。