

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要:

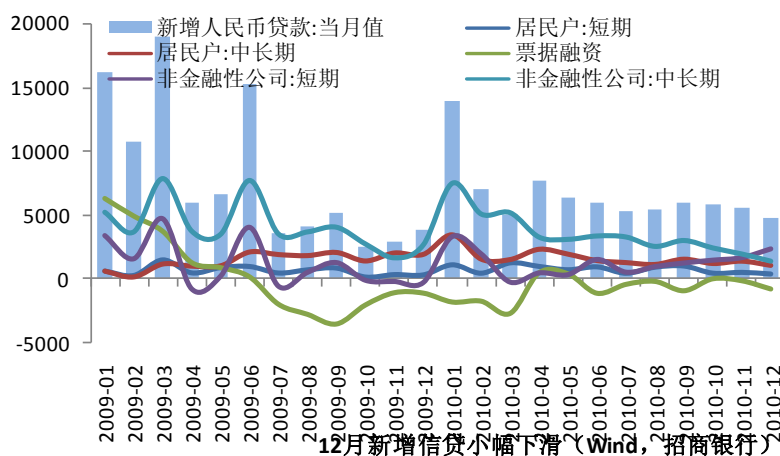
### ——市场做多动力明显不足

- **市场为做多寻找理由。** 上周进出口数据及货币数据均略低于市场预期，结合月初的 PMI 小幅下滑，令市场解读为经济走势有所趋冷。我们认为，12 月份数据尽管略低于预期，但并不具备趋势性特征。从前期债市的反弹动力来看，主要还是来源于货币市场利率的超调回归。无论从未来的经济基本面及通胀形势而言，债市依然缺乏做多动力。
- 目前关注的应该是公开市场的操作。受财政释放资金的影响，目前的资金面已经全面趋于缓和，加上公开市场资金到期高峰已经到来，依靠短期回笼这种“滚雪球”的方式来回笼资金难以持续，而目前央票发行利率已经持平甚至超过了基准利率，如果再度上调发行利率，将导致加息预期重启，这也是不论存款准备金再度普调的原因。这也印证了我们在年报的预测，存款准备金的抬升并没有时间及空间的限制，存款准备金工具将是 2011 年央行常态化的货币工具。

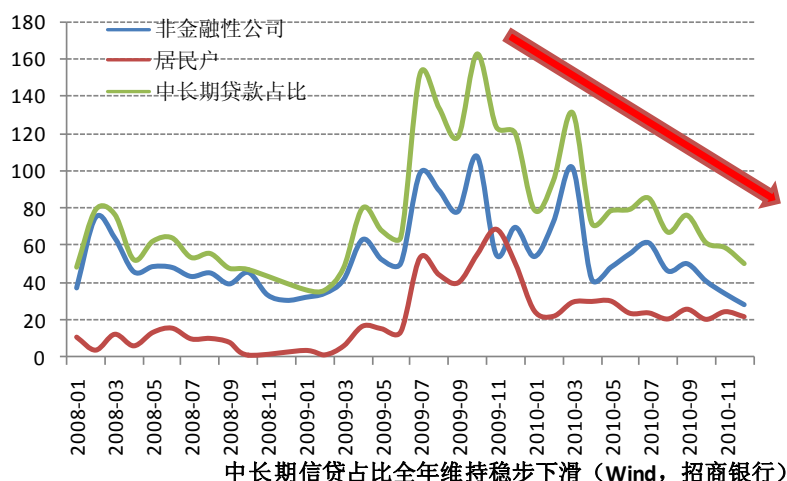
## 一、宏观经济分析及展望

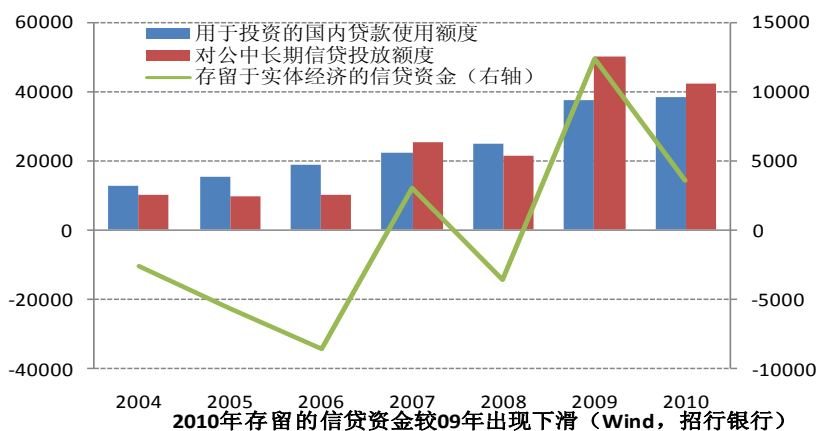
### 1.1 12月货币运行数据点评

尽管12月份的新增信贷（4807亿）小幅低于前几个月水平，但2010年全年信贷数据（7.92万亿）依然超出7.5万亿额度。12月份小幅下滑的原因，我们认为主要源于行政调控的结果。值得关注的是12月份的认为调控有可能导致1月份的挤压信贷需求集中爆发，加大节后调控的力度。

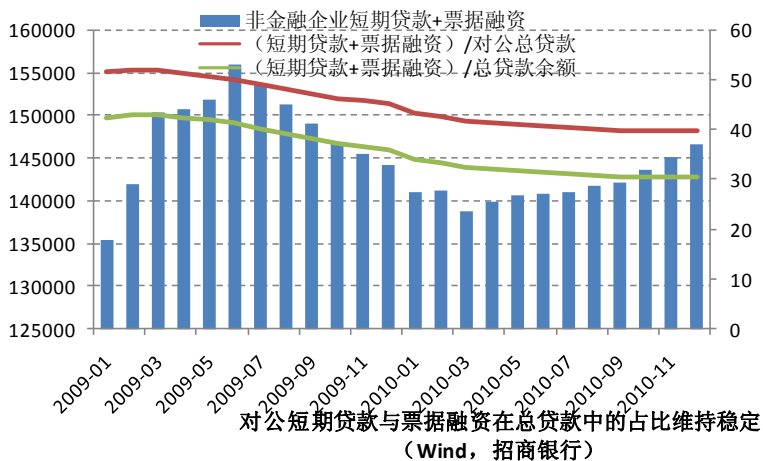
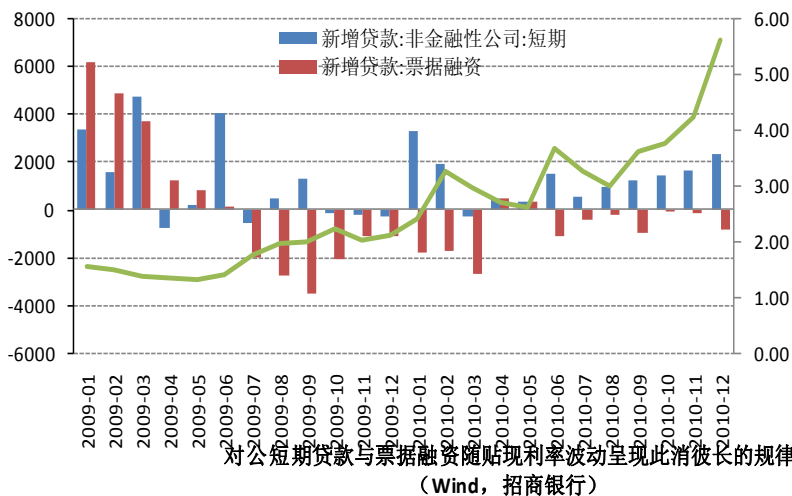


我们在年报上已经对2011年的信贷有所阐述，我们认为，2011年新增信贷难以有较大的压缩空间，其增量基本持平于2010年。从2010年全年体现出来的信贷结构来看，中长期信贷占比（包括居民户、非金融性公司）维持稳步下滑趋势，但10年的信贷泡沫已经较09年受到大幅挤压，在固定资产投资在建工程维持高位的情况下，中长期信贷难以持续压缩。

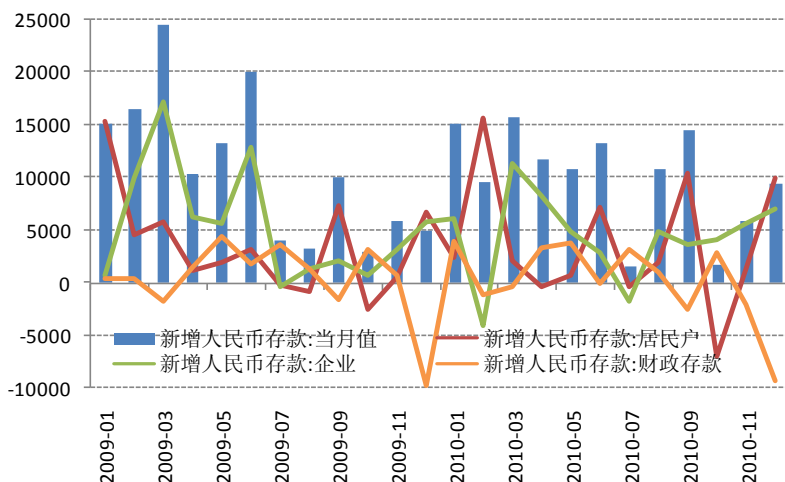




短期贷款方面，受月底贴现利率创新高的影响，新增票据融资大幅萎缩，但从全年来看，非金融性公司短期贷款与票据融资存在此消彼长的趋势，并随着贴现利率波动，从余额来看，短期贷款与票据融资在信贷总量的占比一直维持在一个稳定的水平，表明目前短期贷款可受压缩的空间也不大。

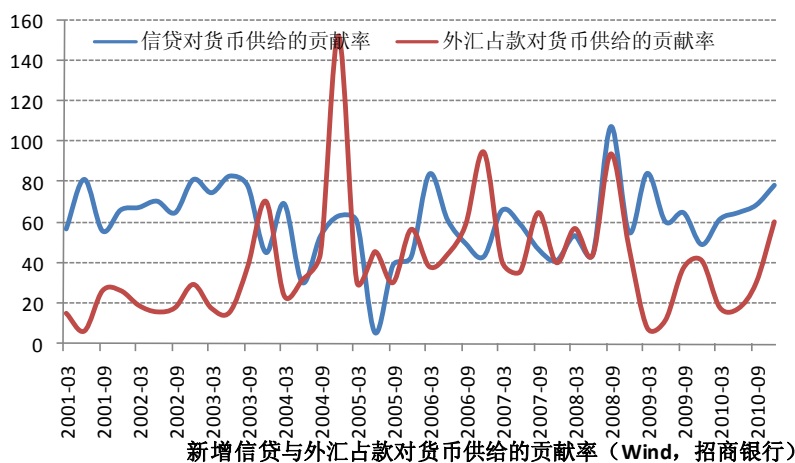


存款大幅增长主要源于居民户存款的增长，而财政存款减少9328亿，表明年末财政的确有释放资金。尽管从市场利率上体现不出来，我们认为可能是由于临近月底，导致效果并不明显。

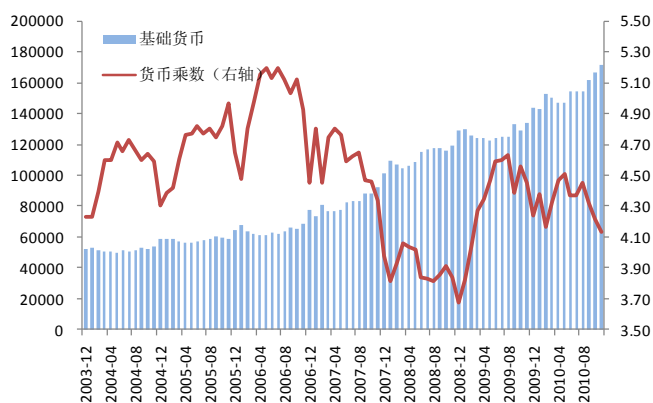


存款大幅增长源于财政存款释放资金 (Wind, 招商银行)

外汇占款对货币供应量的影响持续增大。12月份的新增外汇占款4033亿元，略低于新增信贷水平。从对货币供应量的贡献率来看，两者的差距已经不大，这在我们的年报上已经有所阐述，在货币乘数持续下滑的情况下，资金回笼的主要对象还是基础货币。而从资金衍生的角度来看，我们认为对信贷的行政调控目的主要在于控制信贷节奏与力度，总量控制难以有较大的收缩空间，未来货币紧缩的区域主要是对外生的资金流入加以对冲。



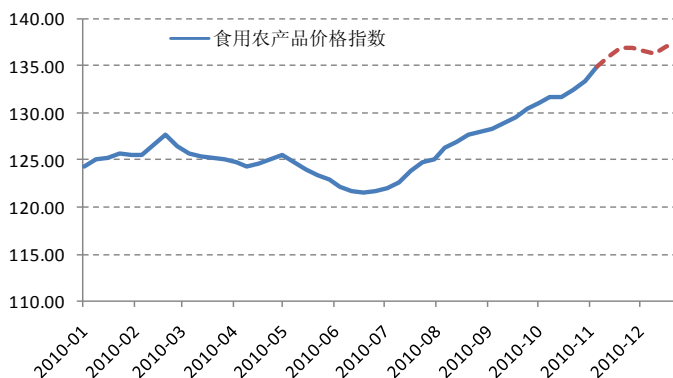
新增信贷与外汇占款对货币供给的贡献率 (Wind, 招商银行)



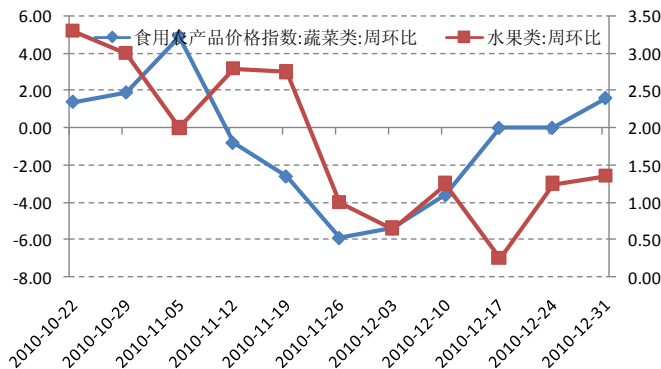
基础货币持续增长但货币乘数反而有所缩小 (Wind, 招商银行)

## 1.2 12 物价回落并不代表通胀已经成为过去式

从12月份最新的食用农产品价格指数来看，尽管肉、禽、蛋类产品价格抬升幅度大幅减少，蔬菜价格甚至一度出现负增长，但占比较大的粮食及水果价格依然维持稳步抬升的趋势，整体而言，食用农产品价格并未下滑，仅仅上涨幅度有所减少。



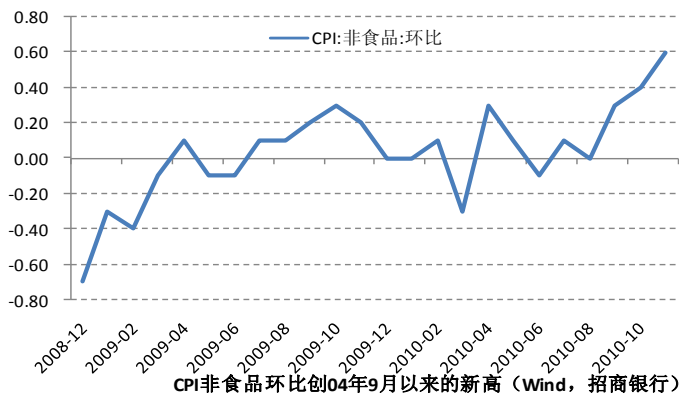
12月份食用农产品价格指数小幅上涨 (Wind, 招商银行)



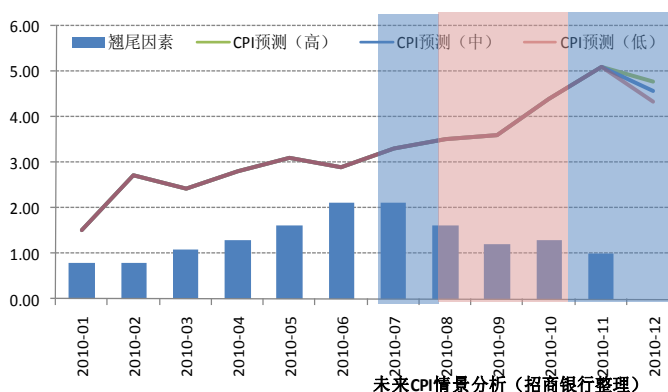
12月蔬菜价格有所回落，水果维持上涨 (Wind, 招商银行)

事实上，更值得关注的是非食品价格的涨幅，11月份的非食品价格环比抬升0.6%，是04年9月份以来的最高值，我们判断12月

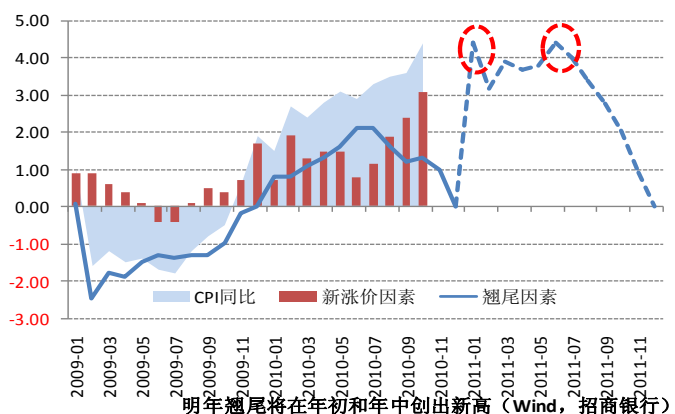
份非食品价格的涨幅依然不低。



由于 12 月份翘尾因素减弱为 0，综合来看，12 月份 CPI 将在 4.34% 至 4.78% 之间，均值为 4.56%，较 11 月份小幅下滑。但这并不意味着 CPI 已经开始出现趋势性回落。

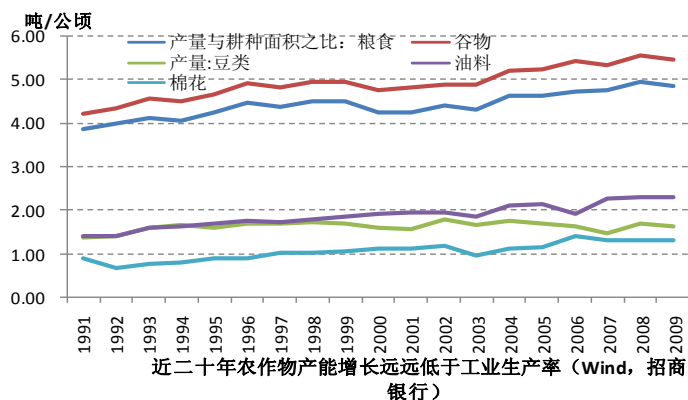
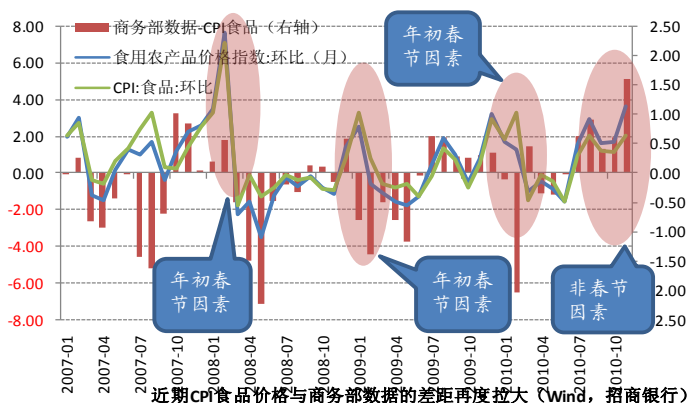


翘尾因素在 2011 年年初及年中创出新高。通过对翘尾的分析可知，虽然翘尾因素在 12 月份对 CPI 的拉动将减弱到 0，但 1 月份将重新上升到 4.4% 以上的高位，整个上半年仅翘尾因素，就为 CPI 同比贡献 3.2-4.4 个百分点的涨幅。2011 年通胀压力将远大于 2010 年。



对于本次通胀的根源，我们认为主要源于结构性通胀。从农产品的产出来看，受客观技术限制，近二十年来农产品生产率并没有出现较大的增长，远低于工业生产率增速。年中的低端劳动力的加薪潮事实上直接对中国社会劳动力成本下限产生抬升作用，从而拉动了上游成本的提高。这对于生产率相对较低的部门来说，由于其价格弹性较小，这种成本的抬升无法通过产能的释放加以稀释，从而造成了最为直接的成本抬升。

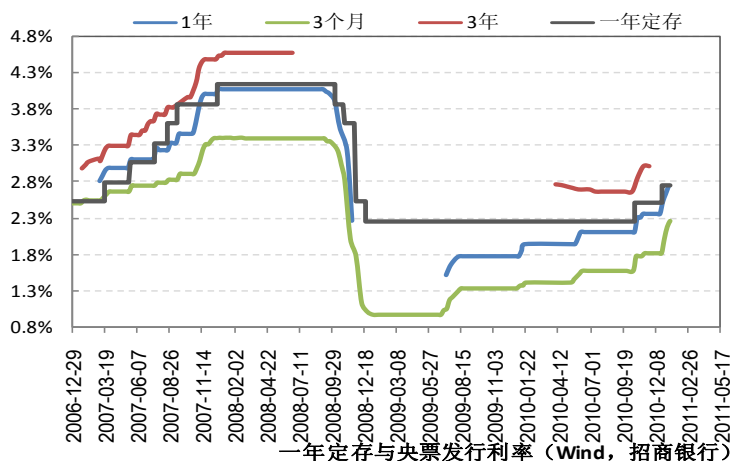
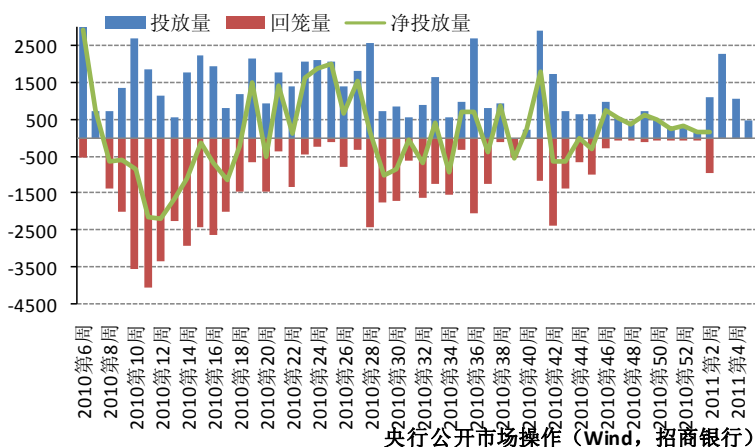
我们认为，从2010年下半年以来，人力成本的抬升推动整体物价水平的结构性上涨，特别是食品部门价格的持续抬升，从而系统推高通胀的中轴。目前的通胀将是一轮长期趋势，难以通过诸如压制货币增量及加息等手段进行抑制。



## 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190亿元，3个月、1年期央票发行利率各抬升8BP及11BP到2.2588%及2.7221%，同时央行重启14天正回购，发行量高达600亿。

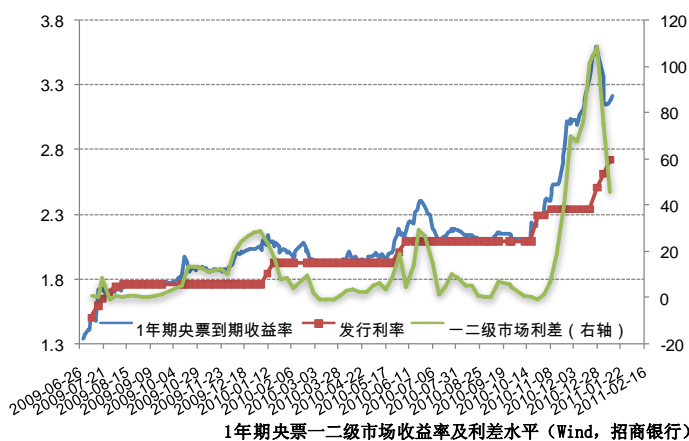


上周是新年伊始公开市场首次迎来到期高峰，尽管1年期发行利率再度上调11BP，但一二级市场利差依然维持在40-50BP左右。抹平一二级市场利差在短期内并不现实，央票发行量也一直维持地量水平，公开市场回笼资金只能依靠回购加以维系。

我们认为，一级市场发行利率持续抬升的可能性已经不大，目前3个月及1年期发行利率已经达到2.26%及2.72%，基本持平于基准利率，再度抬升势必造成加息预期再起。在资金到期高峰持续逼近时期，政策收紧的压力并没有真正消失过，而这也是本轮存准率普调的主要原因。

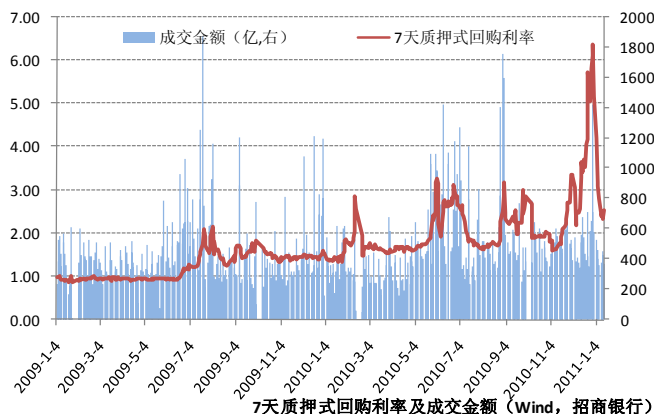


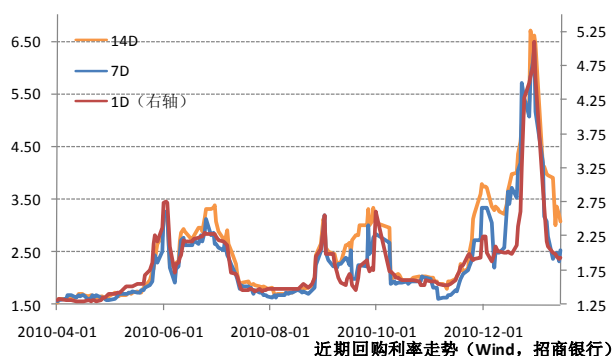
之前市场一直认为，在保持节前资金备付需求的背景下，央行将有意识的保持资金面的宽裕，节前出现存准率普调的可能性较低。但今年的情况较为特殊，现券市场的收益率水平早于发行利率对政策收紧加以反映，导致公开市场难以有效回笼资金。在12月末财政存款释放资金开始显现效果、公开市场面临到期高峰及年初信贷可能超发的背景下，重启存准率工具就变成央行最后可以依赖的手段。



## 2.2 资金面及货币市场

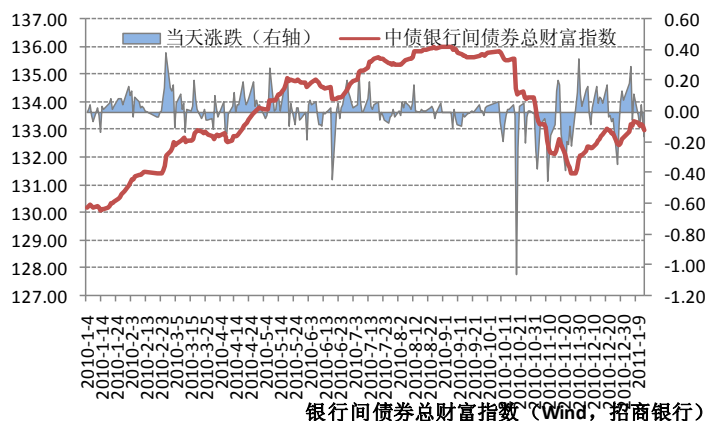
上周资金面依然延续大幅缓解的过程，我们判断节前资金面重回宽松的局面已经确定，但这并不意味着月末效应不会再度出现。特别是每年年初均为放贷高峰期，将加大月末银行存贷比压力，加上节前资金备付需求要求资金面维持在较为宽裕水平，由于月末与春节前夕刚好相连，两个效应相互叠加，将导致春节前夕资金市场上惜贷现象再度出现。



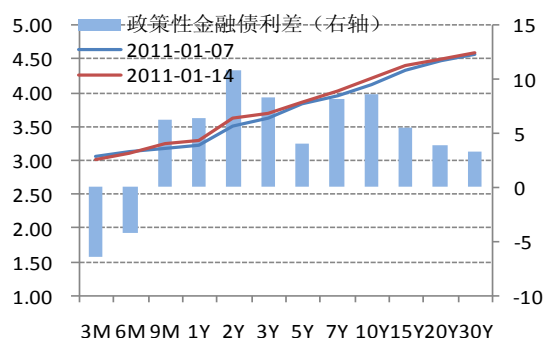
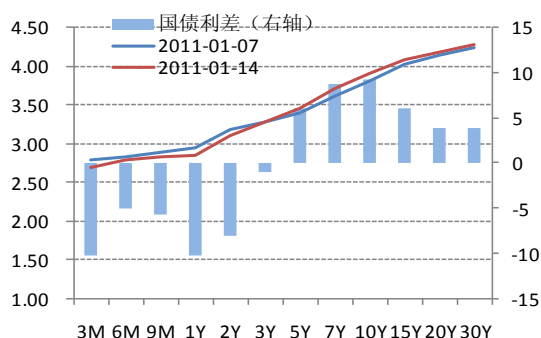


## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周 1 年期国债发行利率为 2.81%，较二级市场同期限品种低了近 10BP，且认购倍数高达 1.73 倍，表明短端品种已经回暖，但国开行发行的 3 年期固息债票面反而出现上行迹象，3.70% 的发行利率不仅远超预期，并且高出二级市场水平，表明这轮债市抬升动力明显不足。而国开行另一期 5 年期定存浮息债中标利差为 56BP，基本符合预期，反映市场偏好集中在短久期产品，机构态度依然维持谨慎。

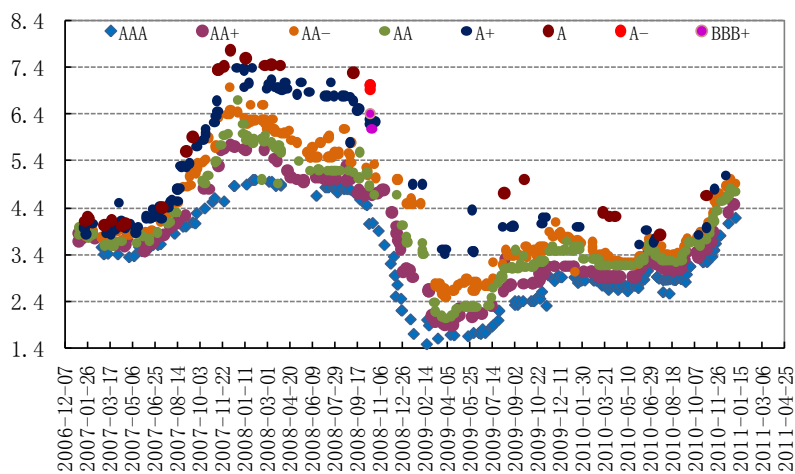


现券市场方面，我们认为前期反弹的动力主要来源于资金面的回缓，表现为短端及超短端收益率出现明显下滑，但下半周开始，债市抛盘再度出现，中长端收益率反转上升。上周国债金融债呈陡峭化变动趋势，跌幅主要集中在 2 年以内短久期，5-7 年中长期品种出现 8-10BP 的抬升幅度，表明市场并没有真正回暖。

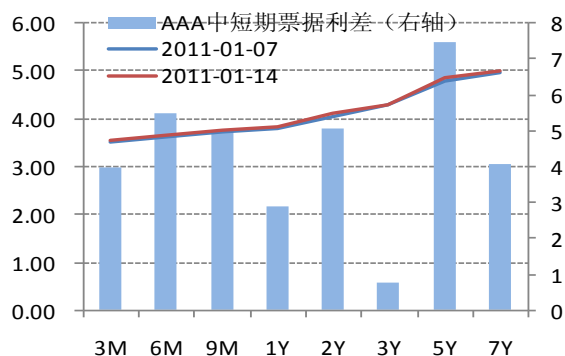
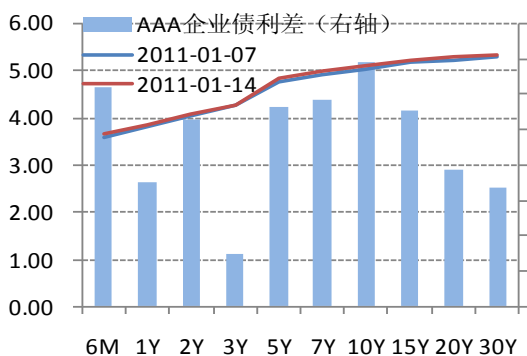


## 2.4 信用市场走势

银行间信用市场卖出气氛依旧浓厚，抛盘明显，短融中票收益率均有不同程度的上行。1年以内短久期普涨3-6BP，2年以上中两端涨幅略小于1年以内短端，但也有1-7BP的涨幅。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



## 三、 预测与展望

**市场为做多寻找理由。**上周进出口数据及货币数据均略低于市场预期，结合月初的PMI小幅下滑，令市场解读为经济走势有所趋冷。我们认为，12月份数据尽管略低于预期，但并不具备趋势性特征。从前期债市的反弹动力来看，主要还是来源于货币市场利率的超调回归。无论从未来的经济基本面及通胀形势而言，债市依然缺乏做多动力。

目前关注的应该是公开市场的操作。受财政释放资金的影响，目前的资金面已经全面趋于缓和，加上公开市场资金到期高峰已经到来，依靠短期回笼这种“滚雪球”的方式来回笼资金难以持续，而目前央票发行利率已经持平甚至超过了基准利率，如果再度上调发行利率，将导致加息预期重启，这也是不论存款准备金再度普调的原因。这也印证了我们在年报的预测，存款准备金的抬升并没有时间及空间的限制，存款准备金工具将是2011年央行常态化的货币工具。

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。**