

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要：

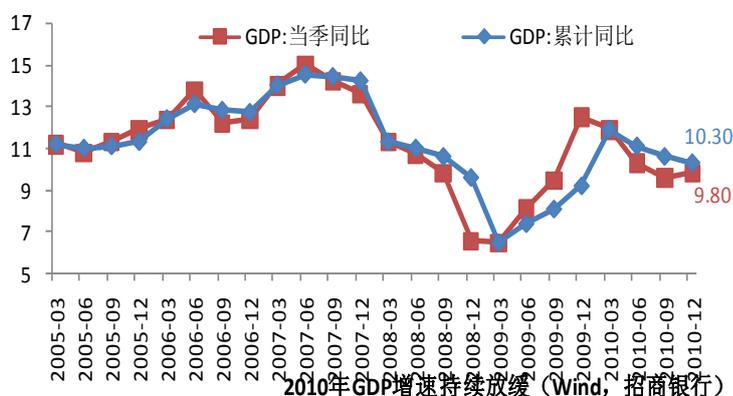
### ——政策收紧的预期并没有因靴子落地而减轻

- 政策收紧的预期并没有因靴子落地而减轻。上周央票停发，回笼力度有所减少，但市场预期这种政策空窗期难以持久，缺乏有效回笼工具必将迫使央行在近期内出台力度更大的紧缩政策，而这也是市场目前担忧所在。
- 上周刚刚经历存款准备金缴款与12月数据出台，政策靴子刚刚落地、数据也基本符合预期，但并没有是市场再度紧张的神经得到一丝松懈。一个隐忧是月末资金因素，市场传出1月新增信贷已超万亿，存贷比的压力将更加突出，加上节前资金备付刚好处于月底，月末资金面紧张程度将进一步加大。另一个隐忧是节后如何回笼流动性，节前如果资金愈发宽裕，则节后回笼的压力也将更大，加上1月通胀高开等因素，政策恐将面临更大的不确定性。目前市场并没有因靴子落地而好转。

## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 经济增速重回抬升轨道

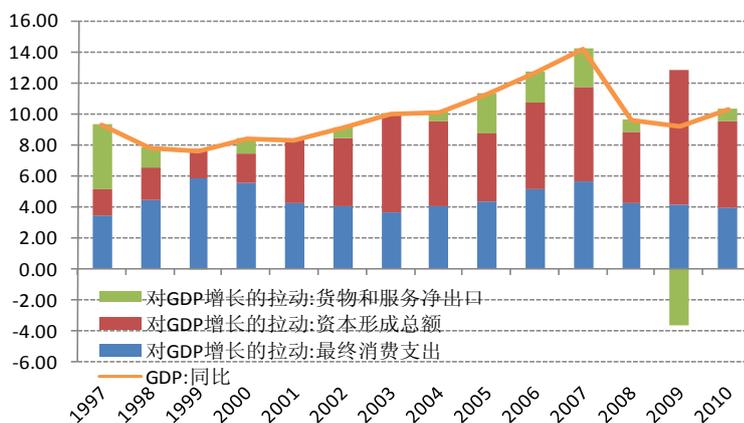
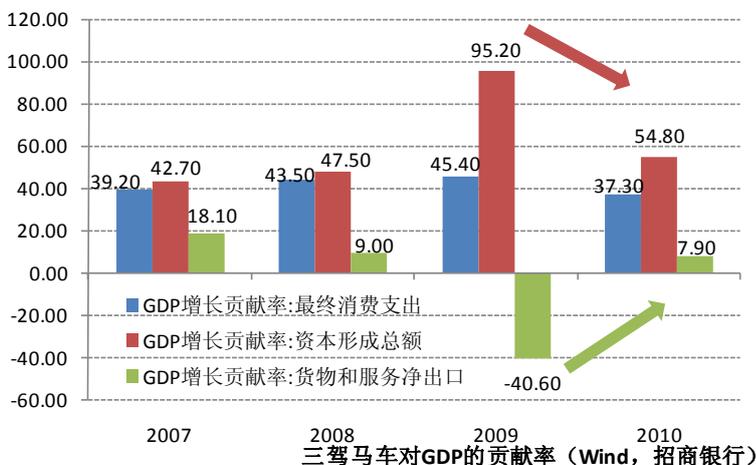
12月经济运行数据基本符合市场预期，从全年GDP走势来看，前高后低的趋势较为明显，但四季度经济增速已经出现明显反弹趋势，当季增速9.8%，比第三季度加快0.2个百分点。表明中国经济结束了连续两个季度疲软态势，重新回到抬升轨道。



从三架马车的贡献率来看，最终消费对GDP增长的贡献率为37.3%，拉动GDP增长3.9个百分点。资本形成对GDP增长的贡献率是54.8%，拉动GDP增长5.6个百分点。货物和服务的净出口对GDP增长的贡献率是7.9%，拉动2010年GDP增长0.8个百分点。

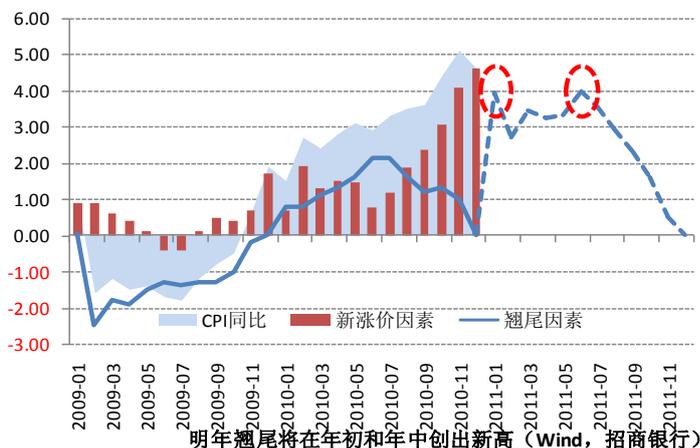
尽管净出口对GDP的贡献率恢复为正，但受大规模财政刺激政策退出的影响，投资一枝独秀的局面已经有所改观，值得注意的是，消费对GDP的贡献率也有所降低，这与我们之前的预测一致：以耐用品为消费主力的消费结构必然难以持久，今年将是消费模式转变的一年。

	最终消费支出	资本形成总额	净出口
2008	4.20	4.60	0.80
2009	4.10	8.70	-3.70
2010	3.90	5.60	0.80
2011E	4.40	5.20	0.50



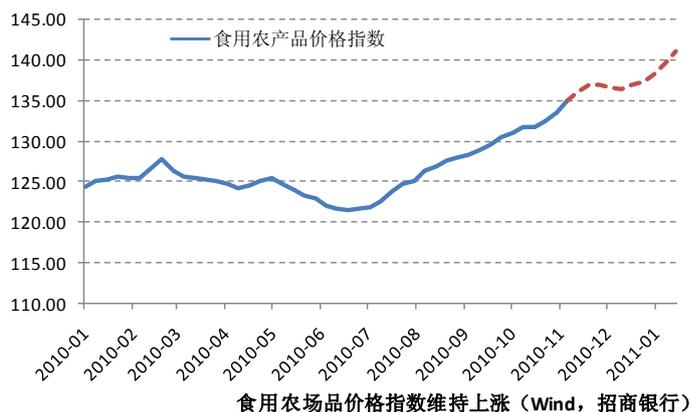
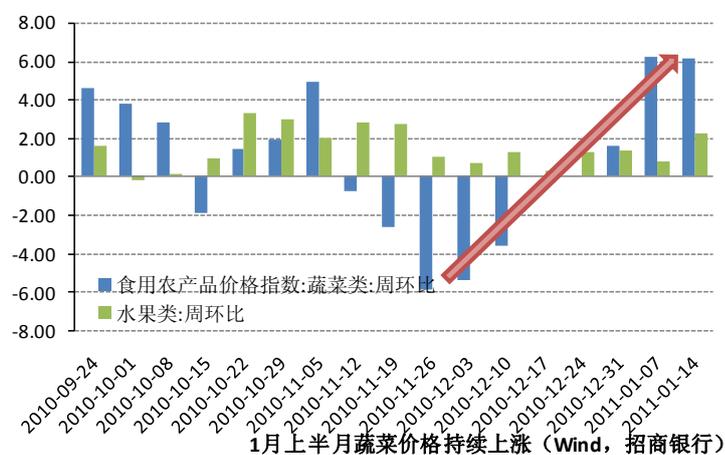
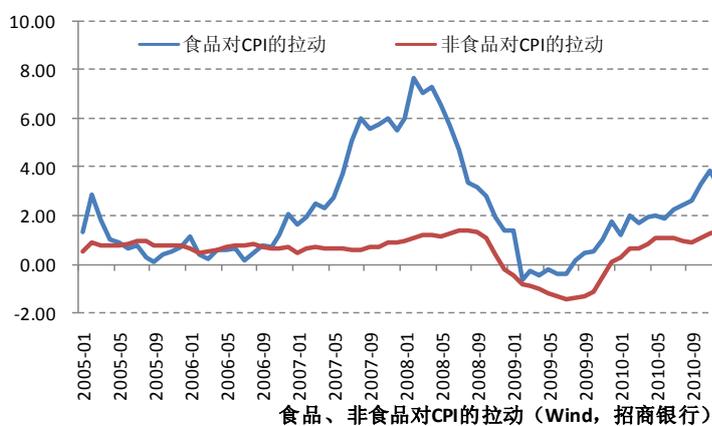
## 1.2 物价抬升幅度暂时放缓

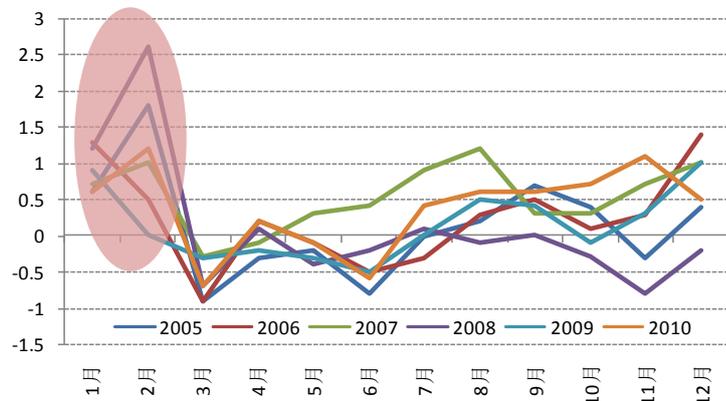
12月份的物价走势与我们的预测完全一致，当月CPI同比增长4.6%，较11月份小幅下降了0.5个百分点。但从环比来看，由于翘尾因素下降了1个百分点，实际环比增幅还在0.5%左右，这表明目前的物价抬升趋势并没有发生趋势性的改变。



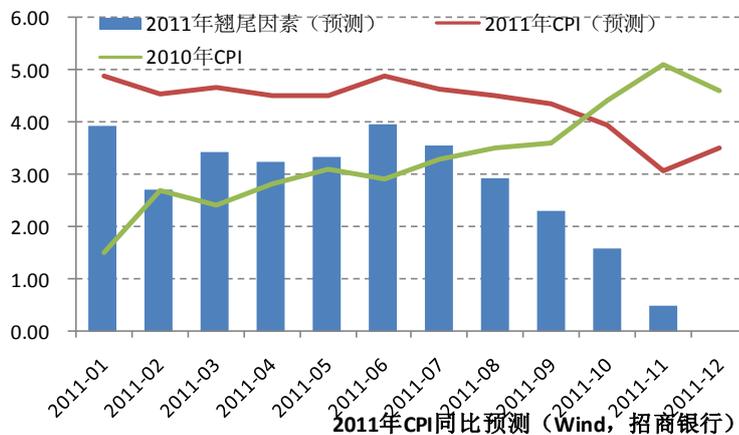
**1月CPI恐创近期新高。**从目前的食品价格涨幅来看，尽管12月份食品对CPI的贡献率有所减少，但从12月中旬开始，蔬菜价格增幅已经转负为正，1月份前两周蔬菜价格周涨幅已经创下09年12月以来的新高，我们判断1月份CPI的环比涨幅不可小觑。

1月份的翘尾最终确定为4%，按照历年春节前的食品波动幅度，我们判断，1月份的CPI环比将达到1.2%-1.4%的涨幅。1月份CPI恐将突破11月份高位，创出近期新高。





年初春节因素将导致CPI环比再度高涨 (Wind, 招商银行)

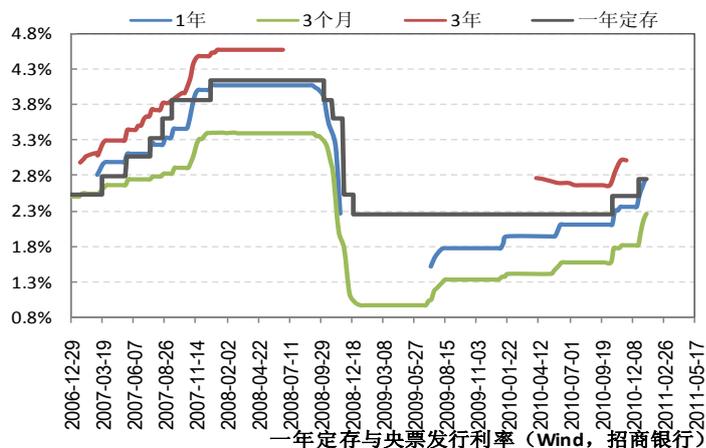
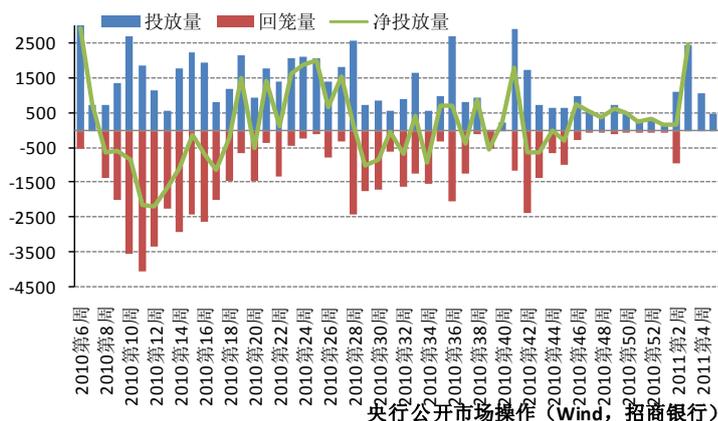


2011年CPI同比预测 (Wind, 招商银行)

## 二、债市回顾及展望

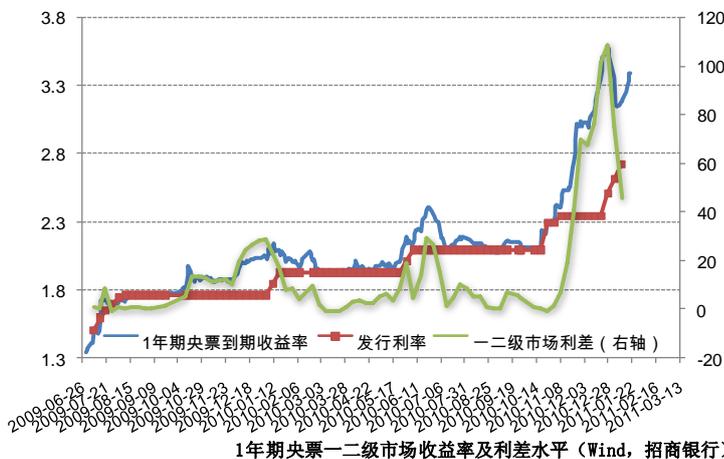
### 2.1 政策面及公开市场

上周数据：上周公开市场操作全面停止，全周到期净投放资金2490亿元。



上周央行停发了3个月及1年期央票，原因尽管有观点解读为央行为节前保持流动性宽裕所致，但一二级利差过宽是停发的客观原因。上周公开市场到期2490亿，未来几周还将维持天量到期量，即使节前资金备付维持宽裕，但这也意味着节后回笼的压力将更大，而回笼流动性的手段依然只有那几个，即使短期内存准率还有上调空间，但我们也不认为央行会在年初就将存准率打到年内最高位，那么未来回笼的手段除了发行定向央票或继续采用“滚雪球”式的短期回购外，就只能依靠继续提高央票发行利率或直接加息了。而央票发行利率已经与基准利率持平，继续上调央票发行利率事实上与承认加息并没有区别。我们判断1月份数据公布将显示CPI再度冲高的趋势，那么节后数据公布前后将是政策再次收紧的敏感期，

不排除再度加息的可能性。

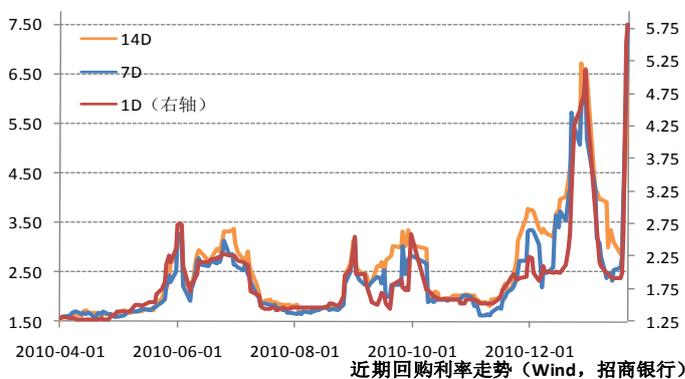
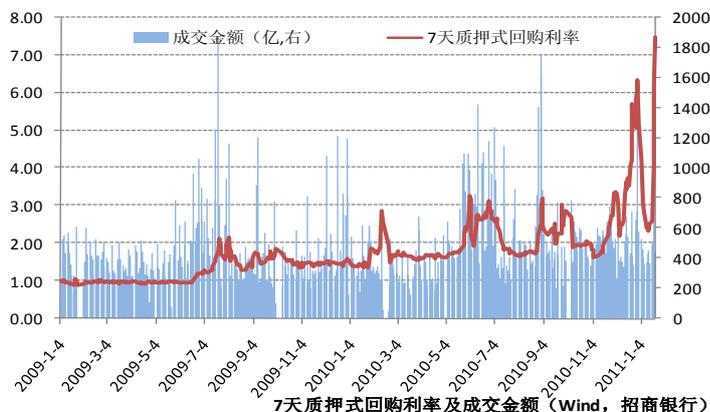


## 2.2 资金面及货币市场

受周四存款准备金缴款的影响，市场资金面再度收紧，7天与1个月回购利率大幅飙升，尽管我们预期未来资金面将持续承压，但没有料到时点大幅提早，即使缴款日过后，由于存贷比的限制及临近春节导致大行减少资金融出，未来货币市场利率回落的可能性不大。

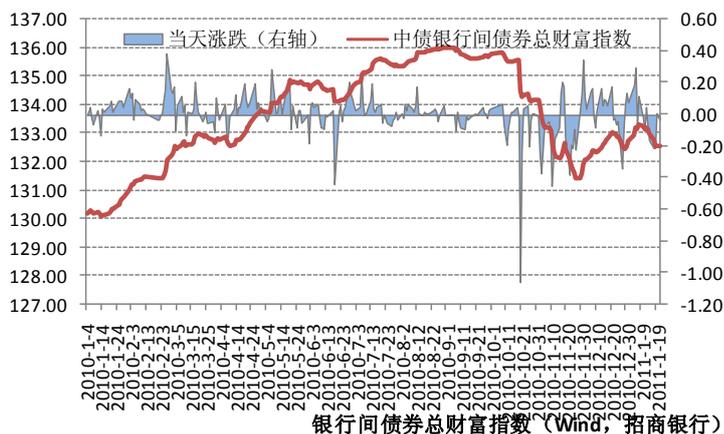
从1月份的资金投放来看，虽然央行面临回笼资金的压力，但银行层面资金面并不宽松，上周传出央行为某些大行做逆回购以解决资金紧张的问题，如果情况属实的话，那说明目前这轮紧缩的目的在于压制信贷投放冲动（在上调存款准备金率的同时对银行做你回购，央行的这种组合相当于在保持总资产不变的情况下拉高银行的“资产负债率”——或者说至少冻结部分资金，同时抬高负债规模，降低其扩大杠杆的能力）。但另一方面，央行必须向大行融出资金也间接表明存准率的普调已经碰到瓶颈，未来难以持续使用，这也增加了未来政策的不确定性。

资金面分析	投放量	回笼量
新增信贷	10000+	
财政存款释放资金	9300	
公开市场到期量	5480	(940)
存款准备金缴款		(3500)
<b>小计:</b>	<b>24780+</b>	<b>(4440)</b>

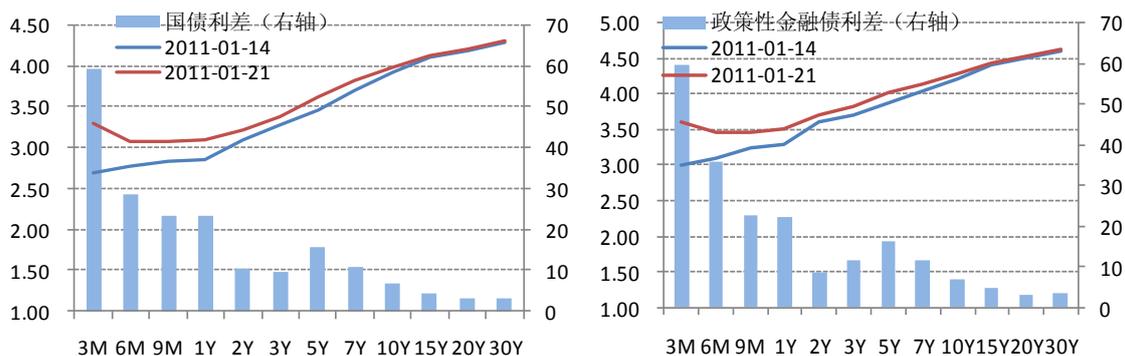


## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周 10 年期国债中标利率为 3.94%，小幅低于市场预期，认购倍数也高达 1.92 倍，表明配置需求还可以，从这两周的市场走势来看，中长期债券需求并没有明显受到资金面波动的影响，显得不温不火。而国开行 5 年期固息债中标利率 4.04%，基本符合市场预期，投标倍数高达 2.65 倍；3 年期 shibor 浮息债中标利差为-10BP，略低于市场预期，投标倍数也达到 1.92 倍，节后缴款是造成本轮金融债受追捧的主要原因。

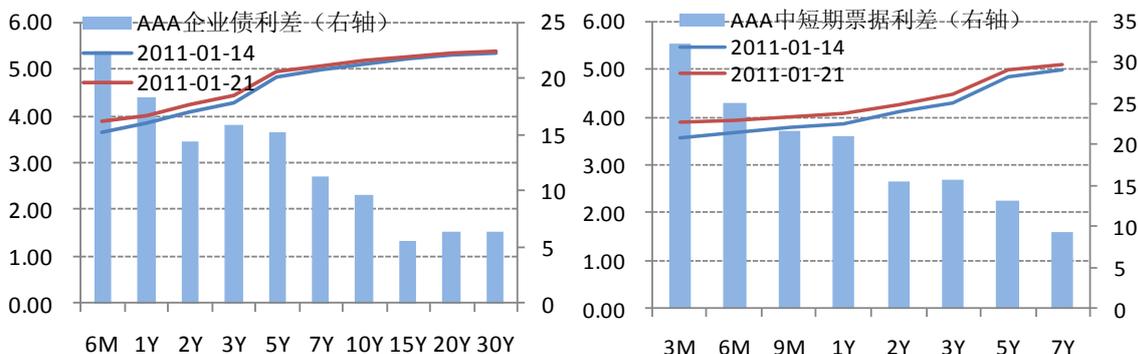
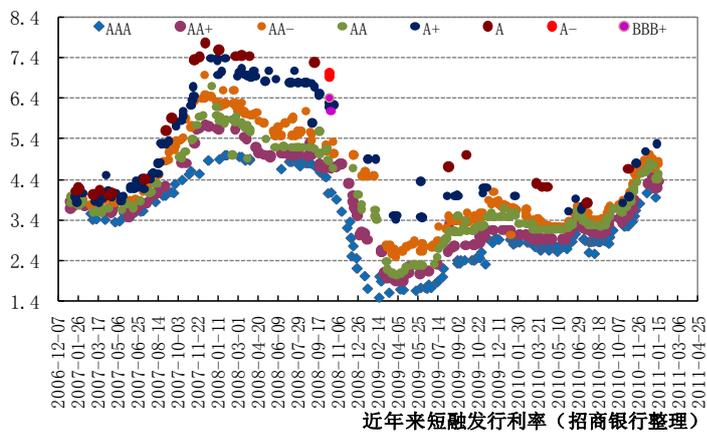


受法定存款准备金缴款及货币市场利率再度抬升的影响，机构态度维持谨慎，短端收益率受资金面再度收紧的影响，这两周市场走势呈冰火两重天局面，短端收益率反转抬升 22-60BP，而中长端受 10 年期国债招标利率略低于市场预期的影响，波动不大。



## 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 年以内短端涨幅较大，达到 21-32BP；而 2-7 年中长端也有 9-16BP 的抬升幅度。



## 三、 预测与展望

政策收紧的预期并没有因靴子落地而减轻。上周央票停发，回笼力度有所减少，但市场预期这种政策空窗期难以持久，缺乏有效回笼工具必将迫使央行在近期内出台力度更大的紧缩政策，而这也是市场目前担忧所在。

上周刚刚经历存款准备金缴款与12月数据出台，政策靴子刚刚落地、数据也基本符合预期，但并没有使市场再度紧张的神经得到一丝松懈。一个隐忧是月末资金因素，市场传出1月新增信贷已超万亿，存贷比的压力将更加突出，加上节前资金备付刚好处于月底，月末资金面紧张程度将进一步加大。另一个隐忧是节后如何回笼流动性，节前如果资金愈发宽裕，则节后回笼的压力也将更大，加上1月通胀高开等因素，政策恐将面临更大的不确定性。目前市场并没有因靴子落地而好转。

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的主观与公正，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。**