

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要:

### ——市场赋予加息太多的期望及目的

- 尽管市场对加息时点有一定的分歧，但本轮加息对债市的影响有限。这一方面是由于预期已经有较大一部分被市场消化，另一方面，也是由于经过前一段时间密集式的政策出台，相对于基准利率而言，目前市场收益率与基准利率的利差已经较大。我们依然维持我们年报上的观点，上半年每次政策出台引发市场动荡都是相应的介入时点。
- **市场赋予加息太多的期望及目的。**从目前来看，年前的加息预期基本上消化完毕，短期内对政策再度收紧的预期应该趋于平缓，加上资金面缓解，债市可能将迎来一段短暂的喘息期。但市场对通胀的担忧将在上半年延续，这也是投资者一直持币观望的原因之一。事实上，正如我们前面所言，市场对利率工具赋予太多的期望，通胀从目前来看难以通过加息或回笼流动性加以抑制，与其踌躇于规避政策风险还不如顺势而为择机进行波段操作。

## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 市场赋予利率工具过多的期望和目的

央行在节后第一天加息，我们节前一直强调整节后将面临回笼流动性与通胀数据出台的压力，结果最终符合我们的预期，但与市场相比，央行本轮加息还是早于市场的预期。我们认为，市场赋予利率工具过多的期望和目的，这是市场对本轮加息时点的分歧所在。

我们认为寄希望于仅仅通过利率工具就解决通胀、回笼流动性、负利率等所有问题无异于痴人说梦。本轮加息的直接因素无疑来自于我们上面所述的回笼节后流动性及通胀压力。但从内在因素来看，1月份CPI创新高的最主要原因是春节的错位所致，从更为长期的角度来看，这轮由成本抬升所引发的通胀中枢能否得到抑制才是关键所在。从本轮存款利率的抬升幅度来看，2-5年存款抬升幅度高于1年期的，表明央行对未来的通胀形势并不乐观。而本轮3个月定存利率抬升幅度高达35BP，明显是为未来央票利率的抬升预留空间，这或者可以理解为央行为缓解目前公开市场困境的无奈之举。但1年期抬升幅度小于3个月，表明未来央行回笼的工具将偏向于短期化。

		利率水平				上调幅度(BP)		
		2008-12-23	2010-10-20	2010-12-26	2010-2-9	2010-10-20	2010-12-26	2010-2-9
存款	活期	0.36	0.36	0.36	0.4	0	0	4
	三个月	1.71	1.91	2.25	2.6	20	34	35
	六个月	1.98	2.2	2.5	2.8	22	30	30
	一年	2.25	2.5	2.75	3	25	25	25
	两年	2.79	3.25	3.55	3.9	46	30	35
	三年	3.33	3.85	4.15	4.5	52	30	35
	五年	3.6	4.2	4.55	5	60	35	45
贷款	六个月以内(含六个月)	4.86	5.1	5.35	5.6	24	25	25
	六个月至一年(含一年)	5.31	5.56	5.81	6.06	25	25	25
	一至三年(含三年)	5.4	5.6	5.85	6.1	20	25	25
	三至五年(含五年)	5.76	5.96	6.22	6.45	20	26	23
	五年以上	5.94	6.14	6.4	6.6	20	26	20

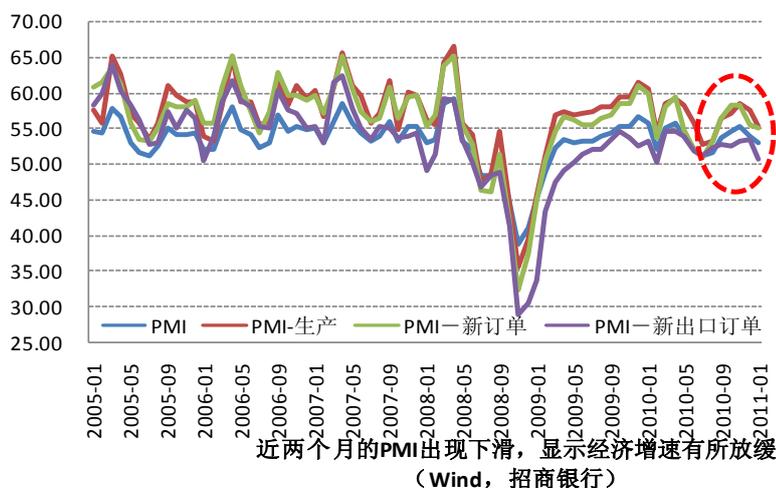
从本轮加息的特征看，主要有两点值得我们关注：一个是存款利率抬升幅度大于贷款；另一个是存款期限利差增大但贷款期限利差减少。这除了反映央行希望修正目前“负利率”状态外，另一方

面，贷款利率的调整小于存款，且长端调整也小于短端，表面来看好像表明贷款的控制有所松懈，但我们认为目前对新增贷款规模的控制主要依靠行政手段，而前期较大规模的贷款存量也限制了央行对贷款的上调幅度。目前来看，央行对利率工具的使用更加集中在存款层面，而存贷款利差的缩小事实上也限制了商业银行的扩大杠杆的能力。

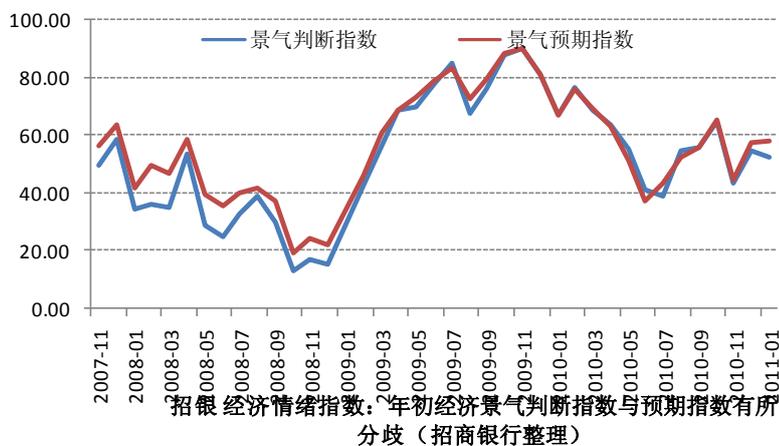
**加息预期还有几次？** 目前来看，不考虑未来长端利率的再度抬升，10年期国债隐含的年内加息幅度已经剩下0-1次，从绝对数来看，3%的一年定存基本上符合央行对“稳健货币政策”的表述。尽管短期内的加息预期已经基本实现，但并不意味着目前利率已经调整到位，1月份春节错位对CPI的影响将在2月份消去，但在目前通胀中枢整体抬升的情况下，旱灾，非食品价格等不稳定因素依然还将影响长期的通胀水平，2月份依然面临数量型回笼压力，而利率工具再度波动的敏感期可能将出现在一季度末二季度初。

## 1.2 经济情绪小幅下滑

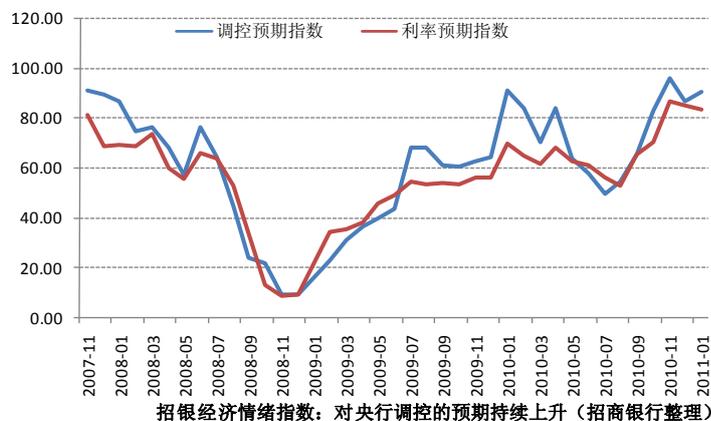
尽管年初以来官方PMI出现持续放缓的迹象，与汇丰公布的PMI指数出现一定的分歧。从明细项看，经济预期放缓的原因主要来源于订单的减弱及生产扩张速度的减缓，但整体而言，经济扩张的局面并没有出现改变。这与我们收集编制的招银经济情绪指数较为一致（见后附录）。



从1月底收集到的招银景气判断指数及预期指数来看，尽管目前两者均位于50以上的扩张线上，但1月份的数据出现一些分歧，对目前的景气判断出现小幅下滑，但对未来的预期依然持续向好。

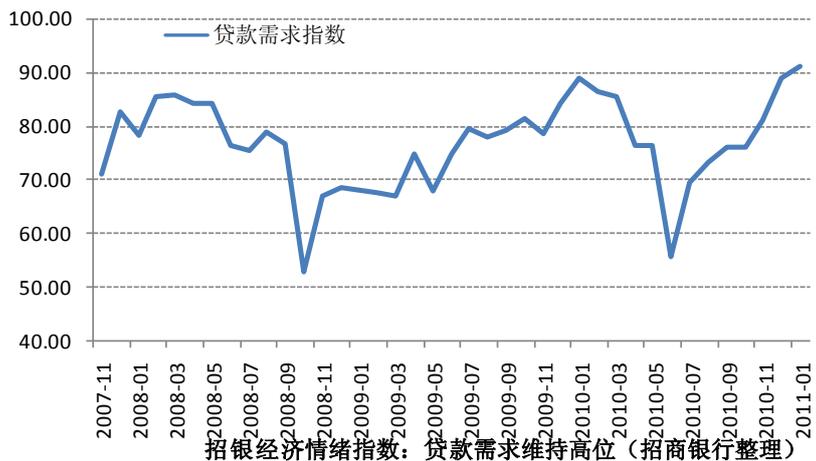


我们认为，市场对本轮经济景气放缓的判断，更多是源于对紧缩政策的接连出台及能否有效控制房价及通胀的担忧。从我们获取的数据来看，目前市场对政策调控及利率抬升的预期已经超过07年底的高位，而尽管接连出台对房地产的调控措施及货币收紧政策，但市场对物价的预期及房价的预期依然维持上涨趋势，进而又抬升了政策调控的预期。





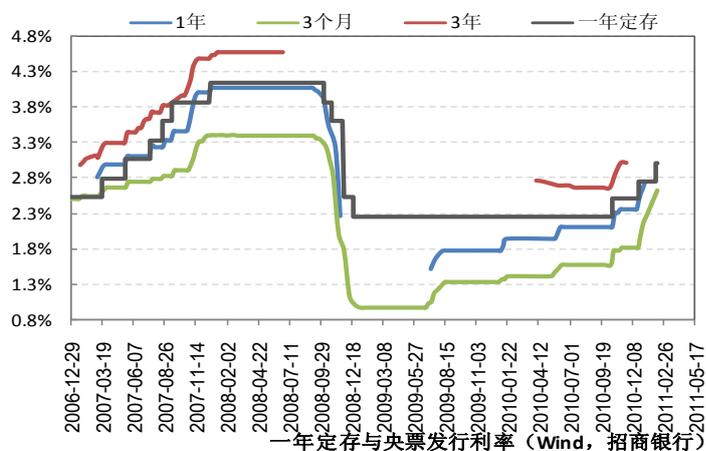
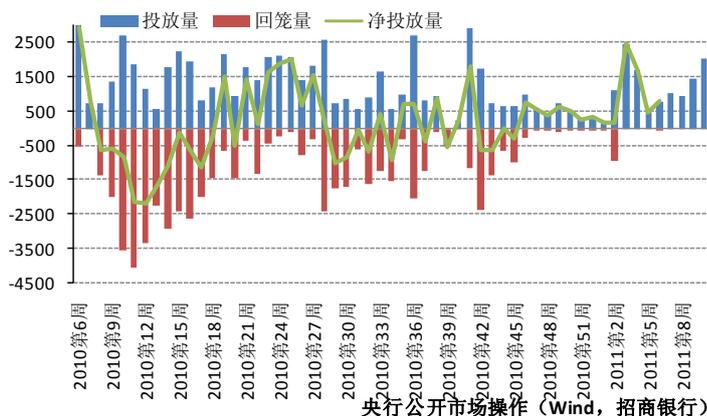
从未来的经济基本面看，我们依然维持较为乐观的态势，目前存在的不确定性主要还是担心这种持续收紧的货币政策能否真正抑制通胀且不会对处于复苏反弹的经济造成不利影响，我们判断目前货币政策已经回归到稳健水平，如果未来房价及物价没有出现下滑，那么货币政策收紧的步伐将进一步加快。我们在之前的报告中一直强调，目前的通胀主要源于成本推动，利用利率手段难以有效抑制，如果货币政策收紧过快，不排除政策出现矫枉过正的情况（事实上节前普调存款准备金率造成大行资金紧缺及央行被迫进行逆回购就是较好的例子），那么对实际贷款需求及经济增速的不利影响将在下半年逐步显现。



## 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 780 亿, 其中到期资金 790 亿, 同时央行发行 10 亿三个月央票, 发行利率进一步抬高到 2.6242%, 创近 7 年以来的新高。

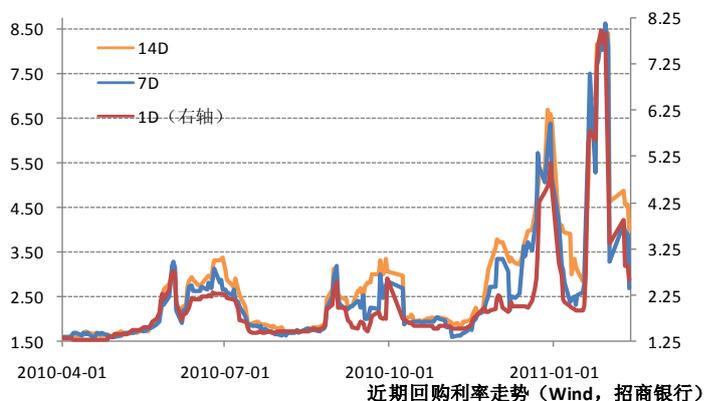
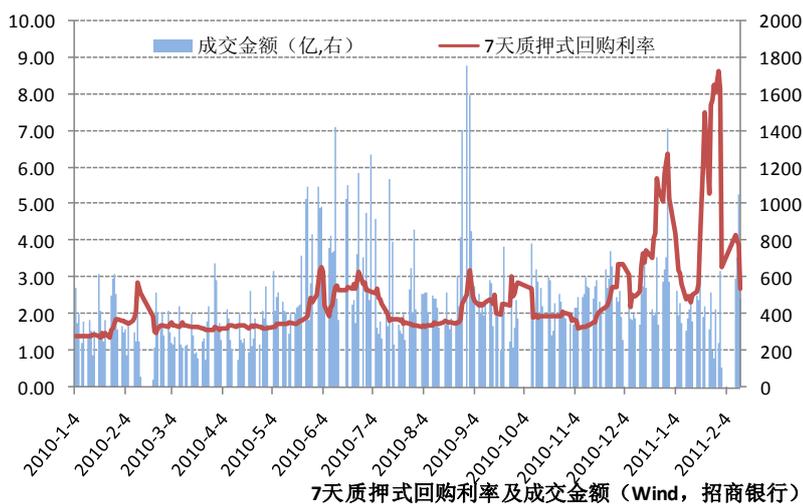


上周央行新发行的 3 个月央票利率大幅抬升 37BP, 与同期限基准利率上调幅度基本一致, 但依然低于二级市场 50bp 左右, 这表明目前公开市场回笼依然面临一定的困境。上周传言央行开始对中小型银行实施差别存款准备金率, 这表明目前存准率工具常态化已经迈出实质性的一步, 我们判断, 这将有利于加强监管机构对未来信贷的控制力度, 减轻公开市场压力, 同时也意味着存准率普调的可能性进一步降低。

### 2.2 资金面及货币市场

节后资金面呈逐步缓解趋势, 回购利率有所下滑, 隔夜及 7 天

质押式回购周六收于 2.60%及 2.68%，较节前大幅下滑 78BP 及 59BP，但 14 天以上回购依然位于 4.0%以上高位。但由于节前的逆回购逐步到期，未来资金成本及流动性能否持续下滑依然有待进一步观测。

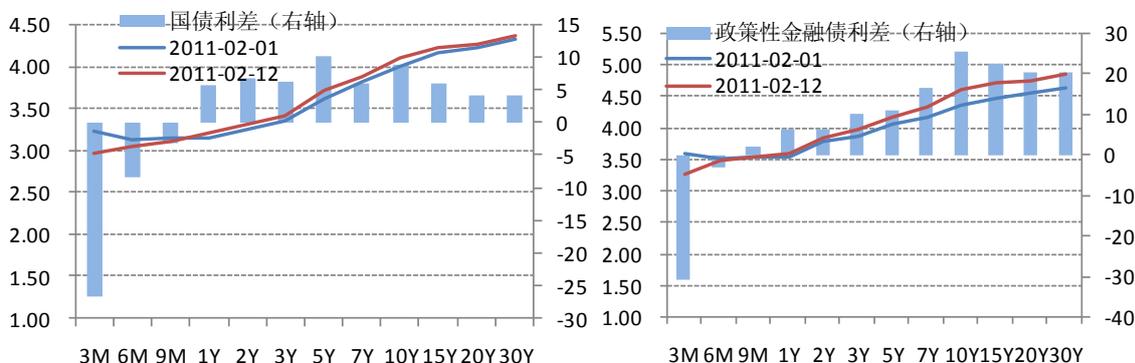


## 2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面, 上周发行的 10 年期国开债中标利率高达 4.62%，大幅高于此前市场预期及二级市场水平，并进一步带动二级市场及中长期国债收益率上扬。投标倍数仅有不到 1.3 倍，显示机构认购并不积极，我们认为，短期内政策的密集式出台是造成市场投资气氛谨慎的原因，加上下周通胀数据出台，投资者普遍呈观望态度，需求疲软造成了本次的招标利率大幅高于预期。

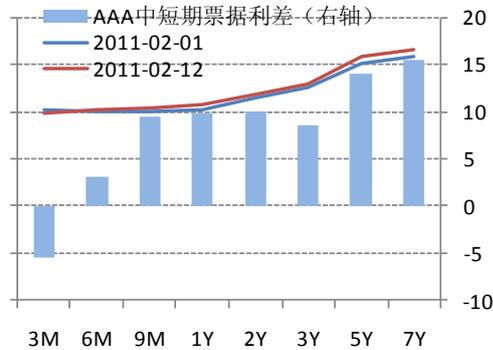
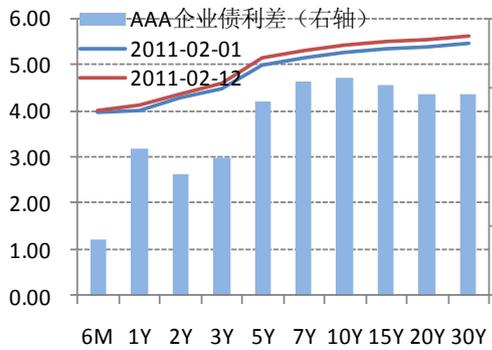
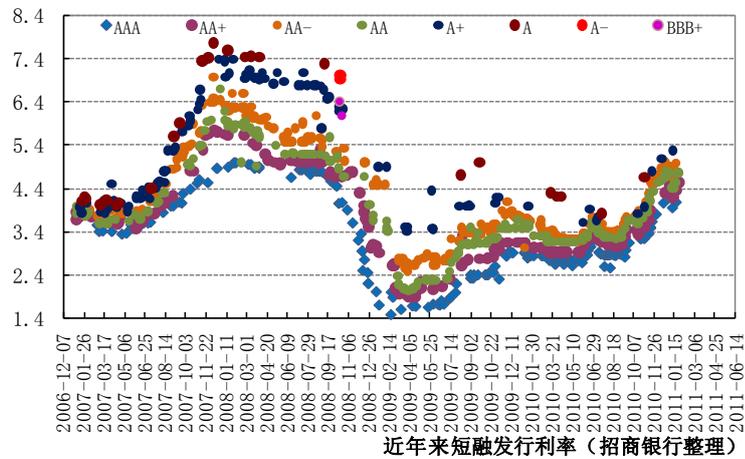


除短端受资金面缓解有所下滑外，由于加息的冲击，利率市场收益率曲线整体上行，但本轮加息调整幅度明显弱于前两次加息，这主要源于市场已经提前消化了一部分的加息预期。从调整期限来看，中长期债券收益率上升幅度较大。国债 5-7 年期整体抬升 6-10BP，金融债调整较大的也主要集中在 5 年以上中长期，10 年以上抬升幅度达到 20-26BP。



## 信用市场走势

信用市场同样卖盘为主导，整体交投清淡，买卖价差有所拉宽。短融受资金面改善的影响，成交有所复苏，但中票成交依然清淡，1-5 年中票整体抬升 9-15BP，1 年以内短端除了 3 个月期限受流动性恢复的影响有所下滑，其余期限也有 3-9BP 的调整幅度。



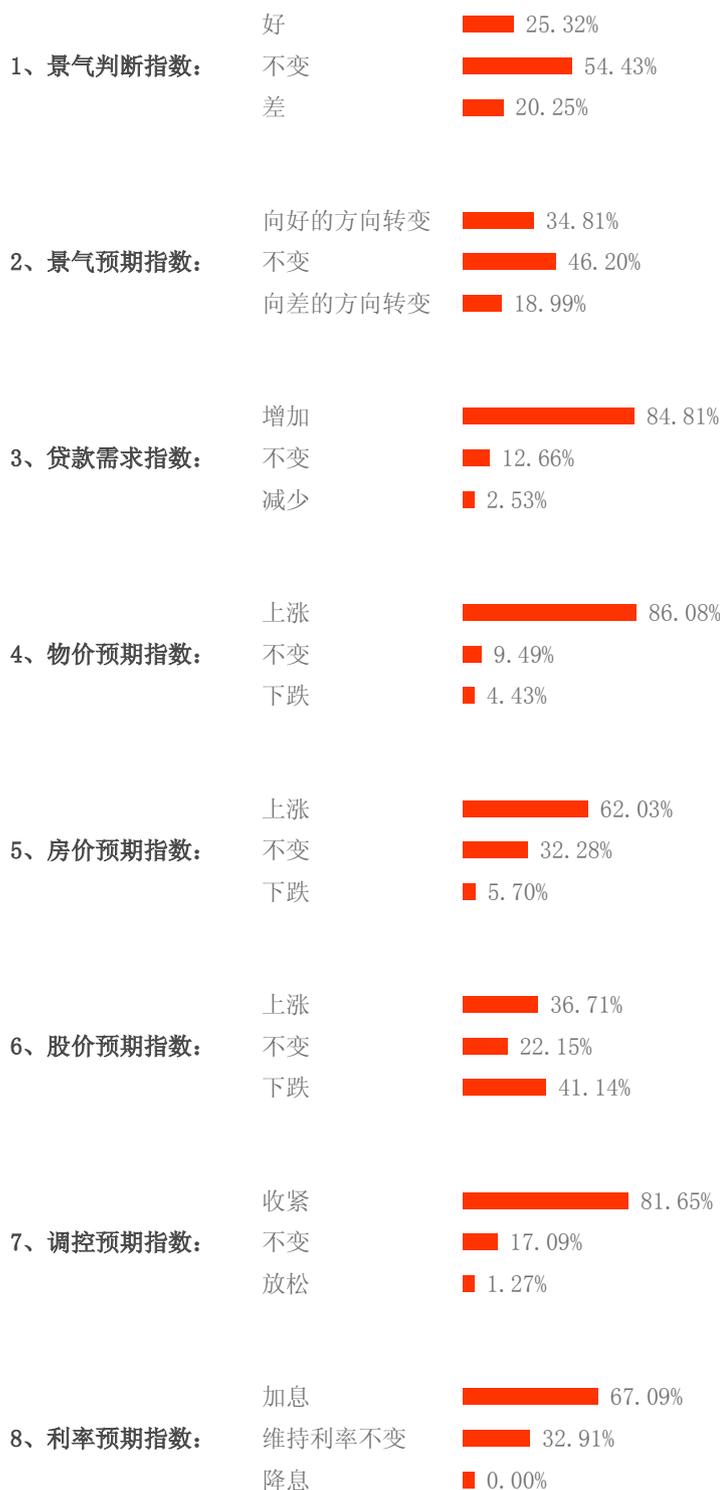
## 三、 预测与展望

尽管市场对加息时点有一定的分歧，但本轮加息对债市的影响有限。这一方面是由于预期已经有较大一部分被市场消化，另一方面，也是由于经过前一段时间密集式的政策出台，相对于基准利率而言，目前市场收益率与基准利率的利差已经较大。我们依然维持我们年报上的观点，上半年每次政策出台引发市场动荡都是相应的介入时点。

**市场赋予加息太多的期望及目的。**从目前来看，年前的加息预期基本上消化完毕，短期内对政策再度收紧的预期应该趋于平缓，加上资金面缓解，债市可能将迎来一段短暂的喘息期。但市场对通胀的担忧将在上半年延续，这也是投资者一直持币观望的原因之一。事实上，正如我们前面所言，市场对利率工具赋予太多的期望，通胀从目前来看难以通过加息或回笼流动性加以抑制，与其踌躇于规避政策风险还不如顺势而为择机进行波段操作。

## 招银经济情绪指数调查结果，参与人数 158

2011年1月末



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。**