

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

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

## 报告摘要:

### ——资金紧张局面还将持续多久?

- 上周出台的外汇占款延续负增长态势，同时受年末临近的影响，资金成本重新回到高位，年末财政存款释放推动资金面放松的市场预期依然尚未兑现。我们判断，前期债市走牛的推动力主要来源于经济及通胀的“双降”，而此后政策开始发生微调，市场推动力逐步由经济基本面转化为基于政策面放松的预期。但目前来看，经济下滑的预期已经大部分被市场所消化，通胀虽然大趋势延续下行，但食品价格已经开始反弹，通胀在未来2个月内可能会出现波动。而政策面上中央经济工作会议的对货币政策的表述及央行在对央票发行利率上持稳的态度也令市场大失所望，缺乏更多想象空间及做多动力是这两周债市进入盘整的主要原因。
- 我们认为，短期内债市支撑债市再度走强的动力寄希望于1、存准率等政策再度放松；2、资金面走宽。而这两者背后隐含的是同一个逻辑：均预期央行对数量型放松的态度会出现软化。我们判断，在外汇占款疲弱的情况下，未来数量型宽松政策陆续推出仅是时间问题。这将为短端收益率下行开放更多的空间。目前的问题仅是财政存款释放资金有多大及何时释放，以及是否还需辅以存准率进行调节而已。

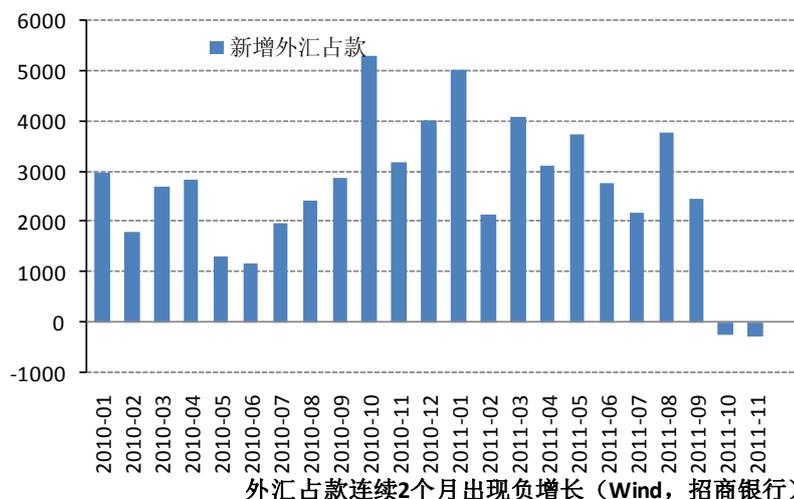
### 短期关注点:

- 一、上周出台的食品高频数据显示，以鲜菜及猪肉为主导的食品价格已经出现连续性快速抬升趋势，我们判断12月份食品价格环比将转负为正，12月份CPI难以延续11月快速下滑的趋势。
- 二、财政存款迟迟未见释放资金，明显滞后于往年，这波资金释放是否会如市场预期那么大，值得关注。如果投放资金量（实质性反映为存款）低于银行冲存款的需求，那么资金面还会维持在较为紧张的局面。这也为未来政策是否会进一步放松带来更多的不确定性。

## 一、宏观经济分析及展望

### 1.1 资金外流将持续多久？

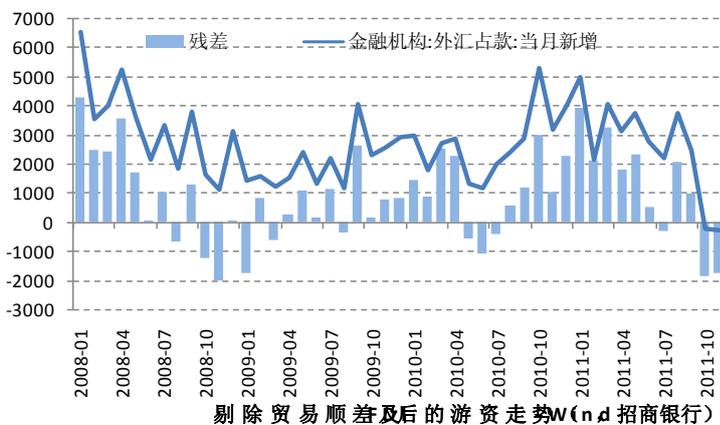
上周一公布的金融机构信贷收支表显示 11 月份外汇占款依然延续负增长态势 (-279 亿)，继 10 月份减少 249 亿后，负增长幅度再度出现扩大。



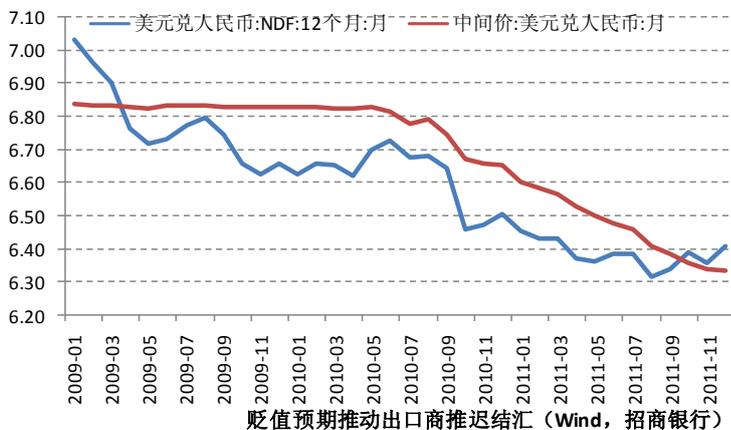
外汇占款持续减少的原因是什么？从外汇占款对贸易顺差及外商直接投资的差值看，残差额也保持两个月负增长态势，且远大于外汇占款减少额。这说明目前游资主动撤离的迹象非常明显。

从历史上看，游资连续性的外逃在近几年内并非没有，从原因看，不外乎是出口疲软或对未来经济前景出现担忧，但外汇占款层面也出现负增长就非常少见，近年内仅 07 年 12 月有出现过一个月的负增长 (-2303 亿)，但 08 年 1 月份就恢复正常，且增量创出历史新高 (6541 亿)，明显有数据统计波动的因素在里面。但 10-11 月份外汇占款及游资均出现连续性的负增长，令市场开始担心资金外逃是否将具备连续性，并对未来基础货币的投放也产生担忧。

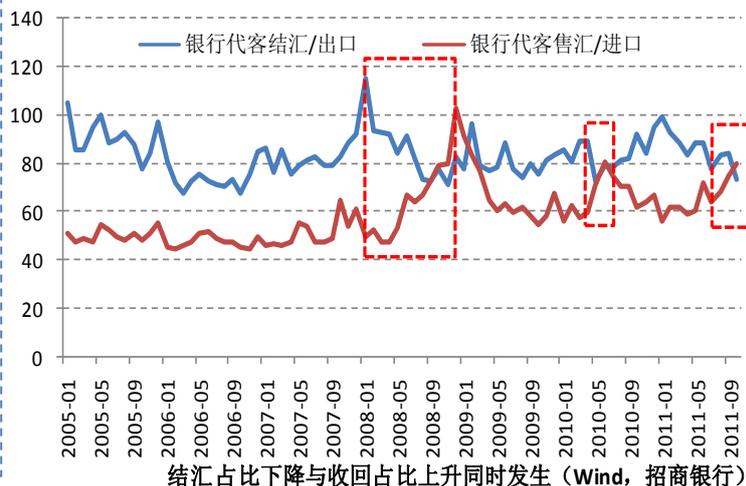
历史上出现连续性的热钱流出的时期主要发生在08年上半年金融海啸时期及2010年年中经济出现悲观论调时期。但这两个时期外汇占款一直维持正增长，所以本次“外汇占款+热钱”双双出现负增长自然引起市场的重视。



我们认为，外汇占款负增长无疑有游资外流的原因在里面，但我们也强调另一点，外汇占款减少也与跨国公司主动购汇及出口商推迟结汇等因素有关。而这一方面与市场人民币预期发生转变有莫大关系。近两个月来贬值预期的出现推动了人民币连续12个交易日触及跌停，市场预期的转变推动了结汇的推迟。而另一方面临近年末跨国公司主动购汇也是导致外汇占款减少的主要原因。



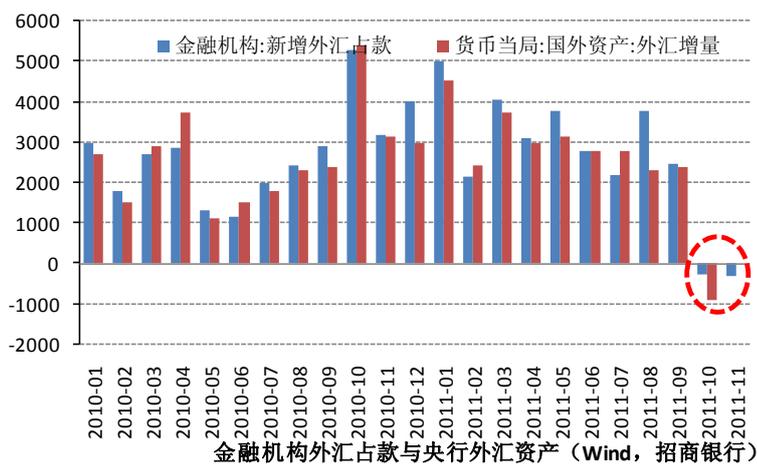
发生游资外逃的时期的典型特征是，银行结汇/出口与银行售汇/进口的走势出现分歧。如果是经济基本面疲软(强劲)或外需萎缩(扩张)，这两者的走势应该方向一致或维持稳定。但历史上这三个时期表现为结汇结构性减少、售汇结构性增加，表明资金明显向外币资产流动，资金外流现象明显。



外汇占款的疲软还将延续多久？我们认为未来外汇占款走势取决于三个因素：

一个是流动性缺口因素。由于跨国公司购汇仅是时点因素，并不具备持续性，我们倾向于认为这种因素的影响只是暂时性的，但值得关注的是欧洲银行及企业层面受欧债危机的影响所带来的流动性缺口将考验资金回流的大小。

另一个是人民币汇率预期因素。我们倾向于认为人民币发生贬值的可能性极低。原因一是央行对中间价的控制依然维持稳定，实质性贬值机制无法形成，二是从央行资产负债表中外汇资产与金融机构外汇占款的变动额可以看出，自10月份以来，这两者出现差距，表现为央行外汇资金出现近-900亿的负增长，远大于金融机构外汇占款的减少量，由于这两者一个是央行与商业银行的结售汇净额，一个是商业银行与企业及居民的结售汇净额，从历史上看，这两者应该趋于一致，10月份出现的差额表明央行对外投放外汇资产大于商业银行，说明央行也在外汇市场上平复人民币汇率波动。这至少说明央行的实际行动并不支持汇率贬值的预期。我们倾向于认为，随着人民币汇率走势进一步稳定，NDF、CNH 和境内远期所表现出来的贬值预期终将消失，贬值预期对外汇占款的影响不会持续太久。

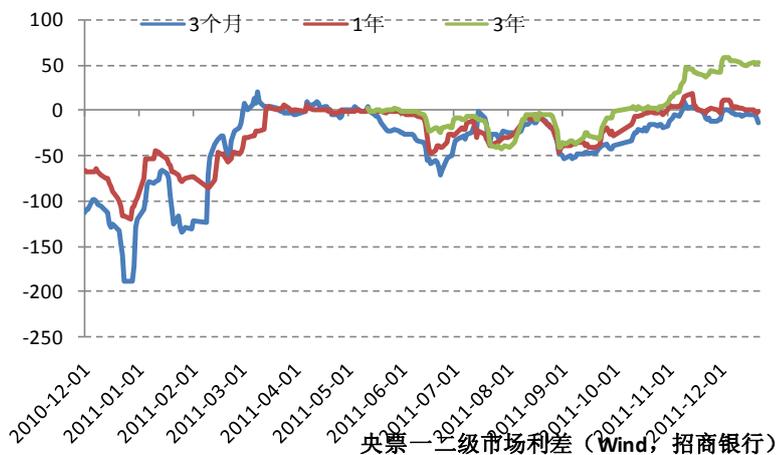
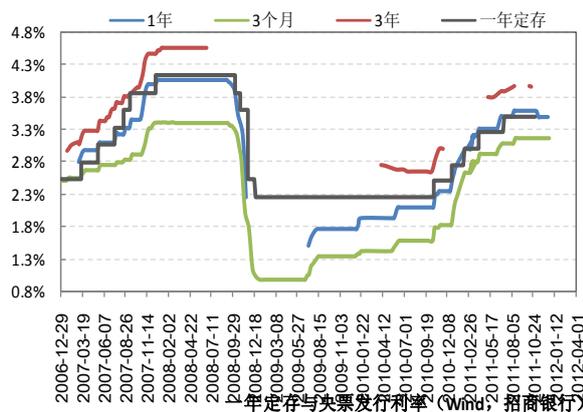
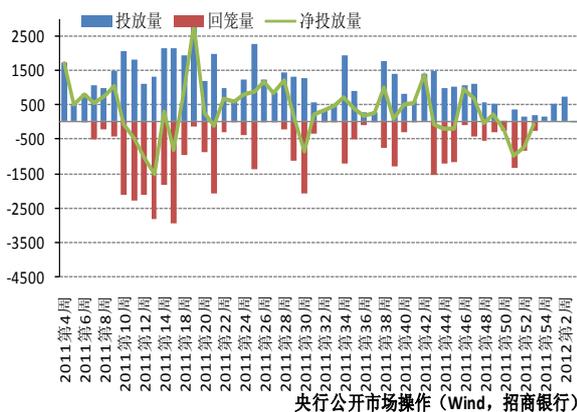


最后一个因素是外部避险情绪。目前游资外逃有较大一部分是自9月份以来持续发酵的对中国经济将出现硬着陆的预期。这一部分则有待市场进一步印证。如市场对未来中国经济硬着陆担忧的消退，游资外逃的长期原因将不复存在；但如果市场对经济走低预期进一步增强，这种担忧最终还将体现在资金流动上。

## 债市回顾及展望

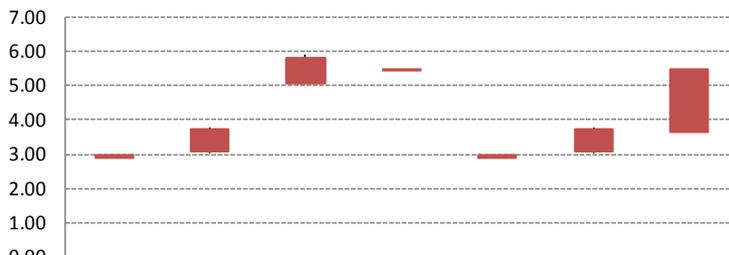
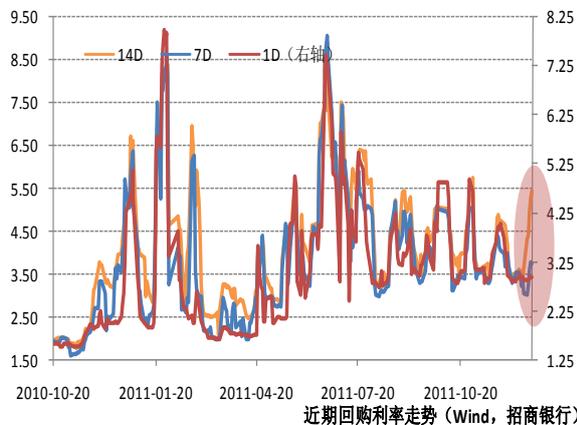
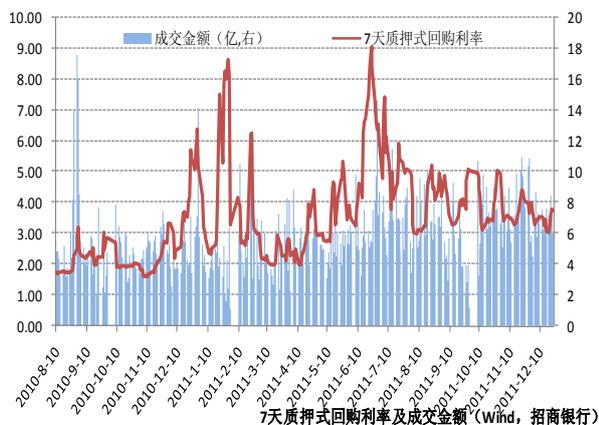
### 2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净回笼资金缩小至100亿，其中到期资金170亿，全周央票发行270亿，其中1年期央票发行占其中的260亿。受资金收紧的影响，全周回笼有所缩量，无正回购发行。



### 2.2 资金面及货币市场

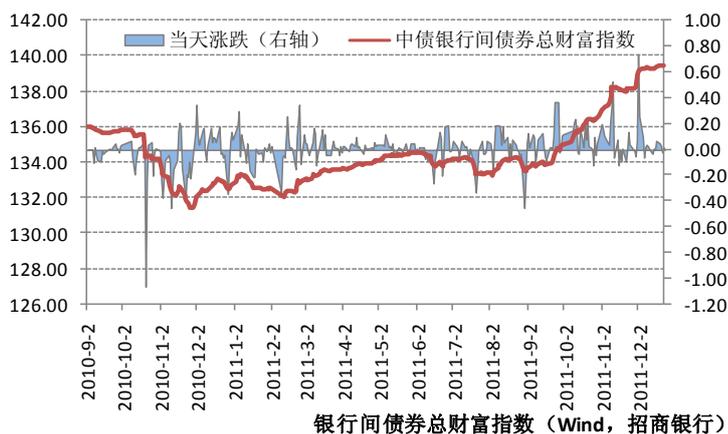
上周前两天资金面延续下行趋势，但周三开始，回购利率开始回升，周末隔夜及7天回购回升至3.74%，14天回购由于刚好跨年，收益率在周四大幅攀升31bp至5.28%，周末收于5.45%，较前一周抬升了181BP。显示资金面依然趋紧，市场预期财政存款释放对资金面的缓解尚未发生。



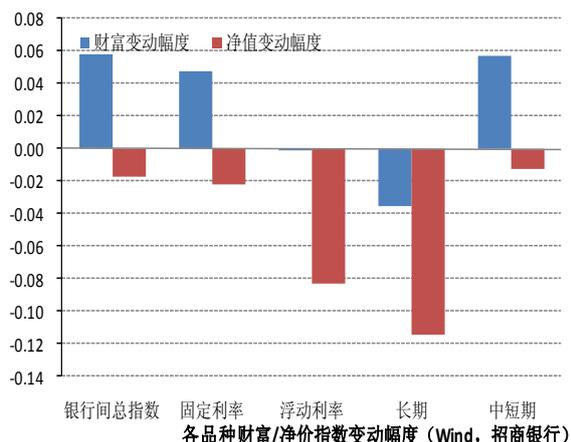
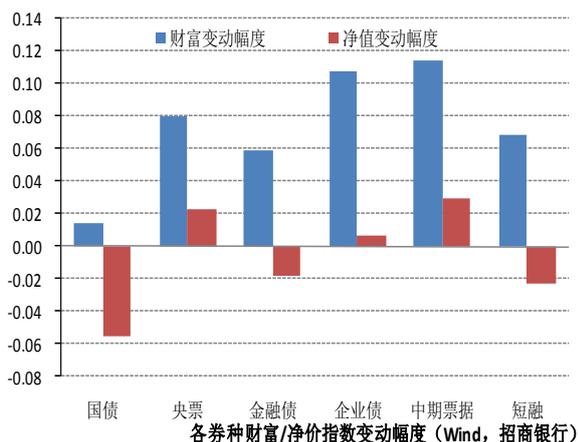
	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	2.8758	3.0583	5.0583	5.4506	2.8857	3.0762	3.6379
当周最高	2.9392	3.7733	5.8917	5.4612	2.9415	3.7678	5.4496
当周最低	2.8763	3.0075	5.3900	5.4484	2.8819	3.0249	4.3486
当周收盘	2.9392	3.7392	5.8172	5.4612	2.9415	3.7359	5.4496

## 2.3 利率走势及债券市场

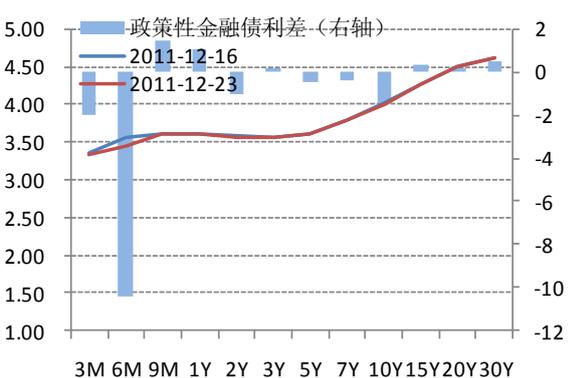
一级市场方面，上周仅发行一期 5 年口行固息债（增发，110322）。最终中标利率为 3.6020%，远高于市场预期的 3.54%。由于发行量仅为 13.2 亿，大行参与与否成为本轮招标利率波动的最大影响因素，虽然最终投标倍数高达 3.2，但由于绝对招标数量较小，加上年底将近，机构参与兴趣不高，推高了本轮发行收益率水平。



现券市场方面，周一外汇占款数据公布推动了市场对政策放松的预期，但收益率波动幅度不大，周三受资金成本再度回升的影响，中长端收益率出现小幅的回升，但幅度不大。由于接近年底，市场交投情绪不高，全周各品种维持小幅盘整，变动不大。



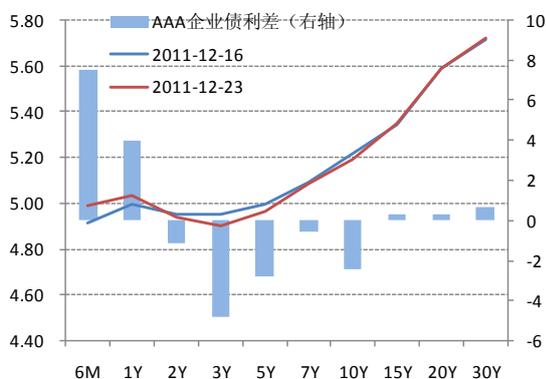
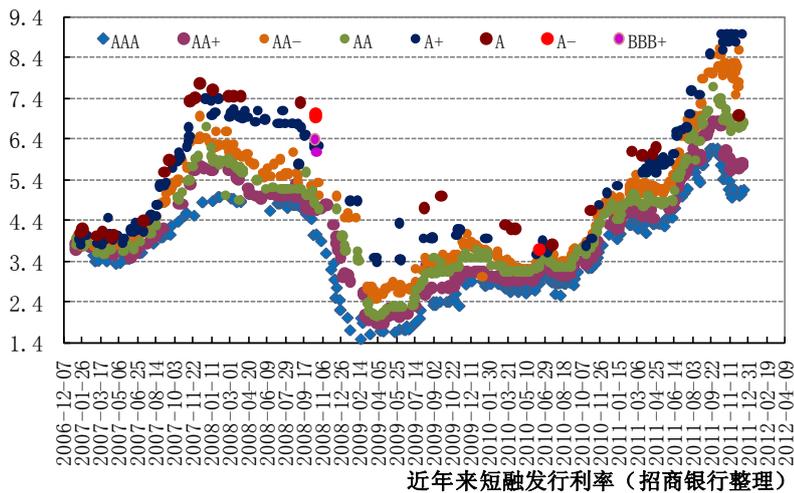
上周国债及金融债收益率受回购利率上升影响，收益率有小幅波动，但总体维持稳定。1年以上国债小幅抬升1-2BP，金融债波动的幅度也在1BP以内。两者波动较大的主要集中在短端，我们认为原因主要有两个：一是回购利率持续延续高位，短端缺乏做多空间，调整幅度较大；另一个是短端实质成交并不多，目前估值实质性意义并不大。



## 2.4 信用市场走势

上周初信用市场买盘有所增加，成交有所活跃，但周三开始受山东海龙评级再次调降及湖南高速展望调为负面的影响，市场对低评级信用债的避险情绪再度上升，信用债走势两极分化明显，低评级债券明显承压，乏人问津。

此外，从期限利差上看，目前 2-5 年收益率普遍低于 1 年以内短端收益率，受资金成本抬升的影响，AAA 评级 1 年以内短融及中票整体抬升 4-10BP；而 2-5 年中票有所下滑，幅度在 1-5BP 左右。3-1 年期限利差高达-13.5BP，倒挂现象愈发严重。



## 二、 预测与展望

上周出台的外汇占款延续负增长态势，同时受年末临近的影响，资金成本重新回到高位，年末财政存款释放推动资金面放松的市场预期依然尚未兑现。我们判断，前期债市走牛的推动力主要来源于经济及通胀的“双降”，而此后政策开始发生微调，市场推动力逐步由经济基本面转化为基于政策面放松的预期。但目前来看，经济下滑的预期已经大部分被市场所消化，通胀虽然大趋势延续下行，但食品价格已经开始反弹，通胀在未来2个月内可能会出现波动。而政策面上中央经济工作会议的对货币政策的表述及央行在对央票发行利率上持稳的态度也令市场大失所望，缺乏更多想象空间及做多动力是这两周债市进入盘整的主要原因。

我们认为，短期内债市支撑债市再度走强的动力寄希望于1、存准率等政策再度放松；2、资金面走宽。而这两者背后隐含的是同一个逻辑：均预期央行对数量型放松的态度会出现软化。我们判断，在外汇占款疲弱的情况下，未来数量型宽松政策陆续推出仅是时间问题。这将为短端收益率下行开放更多的空间。目前的问题仅是财政存款释放资金有多大及何时释放，以及是否还需辅以存准率进行调节而已。

### 短期关注点：

一、上周出台的食品高频数据显示，以鲜菜及猪肉为主导的食品价格已经出现连续性快速抬升趋势，我们判断12月份食品价格环比将转负为正，12月份CPI难以延续11月快速下滑的趋势。

二、财政存款迟迟未见释放资金，明显滞后于往年，这波资金释放是否会如市场预期那么大，值得关注。如果投放资金量（实质性反映为存款）低于银行冲存款的需求，那么资金面还会维持在较为紧张的局面。这也为未来政策是否会进一步放松带来更多的不确定性。

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。**