

## 沪市债券每日行情

## 债市观察

资金流向影响央行货币政策变迁 央行或倾向资金流入货币市场和债券市场

## 债市高位盘整有望持续

□国泰君安证券研究所 孙建平

一季度，货币信贷投放出现回升势头，外汇占款压力的减轻也增加了国内货币政策操作的独立性，虽然央行后期是否采取紧缩性货币政策尚待观察，但至少从目前来看，资金流向货币市场和债券市场或许更为央行所乐见，如此来看，债券市场当前的高位盘整仍将持续。

## 信贷投放有回升势头

第一季度公开市场操作冲销外汇储备增加比率为89%。3月末M2同比增长14%，虽低于15%的全年预期目标，但依然有低速增长，这种格局可能为央行所乐见。3月新增存款6499亿元，创下至少2000年1月以来的新高。储蓄存款占新增存款比重不足40%，为近两年来罕见。反之，流动资金贷款占新增存款比重则大幅提高，占到59.4%，比上月提高了14个百分点。3月新增贷款相比今年1、2月出现萎缩。企业存款大幅增长受

3月季度财务结算和当月企业贷款派生存款双重推动。

3月末外币贷款余额和人民币贷款余额均同比增加13%，受连续下降惯性影响，比上月分别下降0.5和0.4个百分点。当月新增贷款3607亿元，创去年3月份以来新高。考虑到2月份的春节因素，3月新增存款比1月增加798亿元，相当于1月新增存款的28%。结构上，中长期贷款和流动资金贷款集体反弹。前者增加1352亿元，比1月份增加104亿元，占1月增加额的8.3%。流动资金贷款(不含中长期流动资金贷款，下同)当月增加2142亿元，比1月增加639亿元，是去年4月份以来的新高。新增存款中，中长期贷款占37.5%，比上月下降15.7个百分点。中长期贷款占新增存款比重不足40%，为近两年来罕见。反之，流动资金贷款占新增存款比重则大幅提高，占到59.4%，比上月提高了14个百分点。3月新增贷款相比今年1、2月出现萎缩。企业存款大幅增长受

流动资金贷款在新增贷款中唱主角又弱化了货币政策紧缩预期。

## 外汇占款压力减轻 货币政策独立性增强

第一季度外汇储备增加492亿元，同比虽增加126亿元，但是第一季度外汇储备增加额比上一年第四季度下降了416.9亿元，并且每个月份都出现递减走势。从扣除贸易顺差和外国直接投资的外汇储备增加变动情况看，套取人民币升值的热钱正在流出国内，人民币升值压力也将得到缓解。货币政策独立性将获得更大空间，这就意味着国内经济因素对货币政策的影响力将有所增加。但套汇热钱流出和人民币升值压力并不必然导致汇率制度将有“出其不意”的改革，因为国际套汇资金压力只会影响汇率制度改革的时机选择，和汇率改革的条件和基础、外汇市场结构完善与否无关。目前中国汇率制

度改革进入以完善外汇市场结构为主的第二阶段，人民币重估时间相比以往稍有清晰，但短期内人民币重估发生的概率较小。

## 资金流向影响货币政策变迁

对货币政策是否将紧缩的判断还需要观察3月固定资产投资和通胀指标。同时，3月贷款激增现象在以后如何演绎？流动资金贷款激增是否会和固定资产投资资金来源挂钩？货币资金外循环会否重来？央行对货币市场利率走高的趋势？(2)央票利率降低，流入境内非合规资金套利收益空间缩小，减轻升值的资金投机压力。这部分资金本来是冲人民币升值来的，进来后发现还可以享受冲销外汇占款导致货币市场利率推高的好处。(3)市场利率下行，向法定利率靠拢，央行加息压力

得到一定缓解。因此，货币政策倾向于维持现状。从过去近5个月来的表现看，央行非常希望看到把以前扩张性货币政策下产生的过多流动性留在货币市场和债券市场。

利率加息。如果涌入借贷市场，则可能引起加息和提高准备金率。如果涌向货币市场呢？货币市场资金增加，需求也增加，货币市场利率走低。可以说在一定程度上央行比较愿意看到货币市场利率走低的，因为：(1)市场利率走低，央票招标利率下行，央行冲销成本降低，即央行“准财政赤字”降低。按照国际经验，央行冲销外汇占款是只会加强货币市场利率走高的趋势。(2)央票利率降低，流入境内非合规资金套利收益空间缩小，减轻升值的资金投机压力。这部分资金本来是冲人民币升值来的，进来后发现还可以享受冲销外汇占款导致货币市场利率推高的好处。(3)市场利率下行，向法定利率靠拢，央行加息压力

得到一定缓解。因此，货币政策倾向于维持现状。从过去近5个月来的表现看，央行非常希望看到把以前扩张性货币政策下产生的过多流动性留在货币市场和债券市场。

数据来源：北方之星(α)债券分析系统					
品种	收盘价	加权	成交量	成交金额	
00 国债 01	101.14	1.16	151.74		
00 进出 02	99.17	—	49.59		
01 国开 19	99.61	—	29.88		
02 国债 01	92.7	—	30.24		
02 进出 02	97.18	—	215.67		
03 国债 07	98.18	—	5.46		
04 国债 14	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
04 国债 15	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
04 国债 16	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
04 国债 17	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
04 国债 18	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
04 国债 19	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 15	97.64	-0.03%	100.804	2.75%	2.575
05 国债 16	112.258	-0.02%	122.595	0.82%	1.156
05 国债 17	99.43	-0.16%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 18	100.43	-0.1%	101.88	1.88%	1.159
05 国债 19	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 20	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 21	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 22	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 23	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 24	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 25	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 26	97.64	-0.03%	98.716	3.49%	4.636
05 国债 27	96.56	3.54%	4.841	2.66%	
05 国债 28	100.38	3.12%	3.016	3.27%	
05 国债 29	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 30	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 31	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 32	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 33	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 34	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 35	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 36	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 37	97.64	-0.03%	100.804	2.75%	2.575
05 国债 38	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 39	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 40	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 41	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 42	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 43	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 44	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 45	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 46	97.64	-0.03%	98.716	3.49%	4.636
05 国债 47	96.56	3.54%	4.841	2.66%	
05 国债 48	100.38	3.12%	3.016	3.27%	
05 国债 49	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 50	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 51	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 52	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 53	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 54	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 55	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 56	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 57	97.64	-0.03%	98.716	3.49%	4.636
05 国债 58	96.56	3.54%	4.841	2.66%	
05 国债 59	100.38	3.12%	3.016	3.27%	
05 国债 60	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 61	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 62	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 63	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 64	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 65	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 66	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 67	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 68	97.64	-0.03%	98.716	3.49%	4.636
05 国债 69	96.56	3.54%	4.841	2.66%	
05 国债 70	100.38	3.12%	3.016	3.27%	
05 国债 71	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 72	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 73	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 74	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 75	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 76	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 77	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.433
05 国债 78	105.812	3.40%	4.507	4.30%	
05 国债 79	97.64	-0.03%	98.716	3.49%	4.636
05 国债 80	96.56	3.54%	4.841	2.66%	
05 国债 81	100.38	3.12%	3.016	3.27%	
05 国债 82	101.43	-0.1%	103.655	3.12%	3.016
05 国债 83	101.12	0.01%	102.141	2.28%	1.66
05 国债 84	104.46	-0.06%	103.655	2.62%	2.34
05 国债 85	98.79	-0.21%	99.793	3.35%	3.668
05 国债 86	104.41	-0.17%	108.818	3.23%	4.005
05 国债 87	99.55	-0.26%	97.111	3.53%	4.329
05 国债 88	99.89	-0.18%	100.781	3.57%	4.43