

重新审视资金面

二季度资金面趋紧，供给结构有变

何秀红 固定收益研究小组 研究员
电话：020-87558888-626
eMail: hxh7@gf.com.cn

商业银行的资金充裕程度趋于下降

在资金供给总量上，商业银行的流动性已经由 2005 年前后的过剩逐渐趋向于平衡，主要体现在：2007 年下半年银行系统的资金运用（包括贷款、债券投资和法定准备金）已经接近 M2，商业银行的固化比例也从 2005 年年底触底后大幅回升；商业银行的超储率逐渐下降，其中，国有商业银行的超储率降至 2% 的历史新低；剔除商业银行的资金成本上升的影响之后，货币市场利率仍然是趋于上升。在存量资金趋于供需平衡时，银行体系流动性对于增量资金的敏感性增强。未来债券市场的资金能否保持充裕关键还看外汇占款能否持续增加、央行的数量型调控力度以及信贷能否有效控制。

保险公司和基金公司增仓明显，为市场注入少量“血液”

07 年四季度以来，股市出现较大的调整，保险公司和基金公司开始增仓债券，其债券投资量占债券市场总规模的比例明显上升，我们预计 08 年保险公司和基金公司的债券托管量将有较大幅度上升。但是，由于保险和基金的投资规模占市场存量比例较小，因此他们的增仓行为对于市场贡献仍然有限。

二季度资金面值得关注

二季度债券市场资金面将明显紧于一季度，主要体现在：二季度到期资金明显下降；外汇占款能否持续大幅增加的不确定性较大，而央行加大数量型调控的力度却是比较确定的；二季度债券供给量远远大于一季度。对二季度资金供需进行详细分析，发现新增的资金供给很可能低于债券净发行量。

资金供给结构变动或孕育新的投资机会

在资金供给结构上，商业银行的比例将趋于下降，保险公司和基金公司的供给比例将趋于上升。从投资结构来看，保险公司在企业债投资比例较大，而新发行的债券基金当中有一半偏重投资信用产品。虽然保险和基金的资金规模较小，但是由于信用产品的市场规模较小，因此保险和基金的增仓行为对于信用产品的收益率也有可能产生明显影响。

目录

一、银行系统的流动性充裕程度趋势回落	3
(一) 央行对冲有效，银行资金供需趋于平衡	3
(二) 增量资金如何变动？外汇占款 VS 资金回笼	5
(三) 资金价格上升，成本推动还是供需失衡？	7
(四) 其他影响因素：存款活期化与新股发行影响	7
二、保险和基金增仓明显，为市场注入少量“血液”	8
(一) 保险公司和基金公司近期增仓明显	8
(二) 新债券基金发行，投资重点落在信用产品	9
(三) 股市波动增大，保险公司债券投资规模有望上升	10
三、二季度债市资金面值得关注	11
(一) 二季度资金面明显紧于一季度	11
(二) 资金供需预测：二季度资金面偏紧	13
四、资金面变动与投资机会	14
(一) 资金面并非如想象中宽裕，债市表现不可期望过高	14
(二) 资金供给结构有变，或孕育投资机会	15

一、银行系统的流动性充裕程度趋势回落

外汇占款的快速增长，导致基础货币扩张，市场流动性泛滥。为了吸收过多的流动性，央行大量发行央票、大幅上调存款准备金率以及启用正回购等方式回收流动性。从总体来看，央行对冲策略还是比较有效。受美国降息以及世界经济减速的影响，央行从紧的货币政策更加倚重于数量型调控，估计未来回收资金的力度会加强。

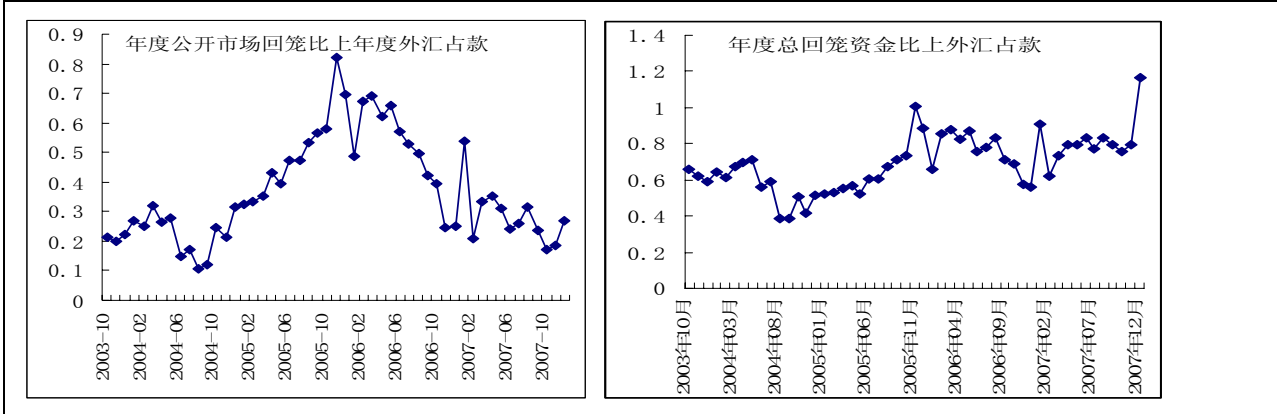
目前，我们需要衡量的是银行系统的流动性是否和市场预期那样充足？如果银行系统的存量资金已经从过剩转向平衡，那么我们认为数量型调控政策也应当相机决策，否则银行的流动性将变得非常脆弱，在突发事件冲击下有可能出现短期的紧张。

从各个指标来看，银行系统的流动性已经从2005年前后的流动性过剩趋向平衡。从短期来看，外汇占款仍将维持高速增长，增量资金过多，因此央行的对冲仍然有必要，但是，由于银行的存量资金已经从过剩趋向于平衡，因此对冲力度也需要把握。

（一）央行对冲有效，银行资金供需趋于平衡

2006年以来，由于到期央票增多，因此央行公开市场操作回收流动性的效率受到影响，为了更有效回收流动性，央行自从2006年开始采用公开市场操作和上调法定存款准备金率两种手段，总体来看，回笼流动性的效果不错。至2007年底，年度净回笼资金超过上年度外汇占款增加额。

图表 1：公开市场回笼资金力度下降（左图），但是准备金上调导致外汇占款回笼效率大幅提升（右图）

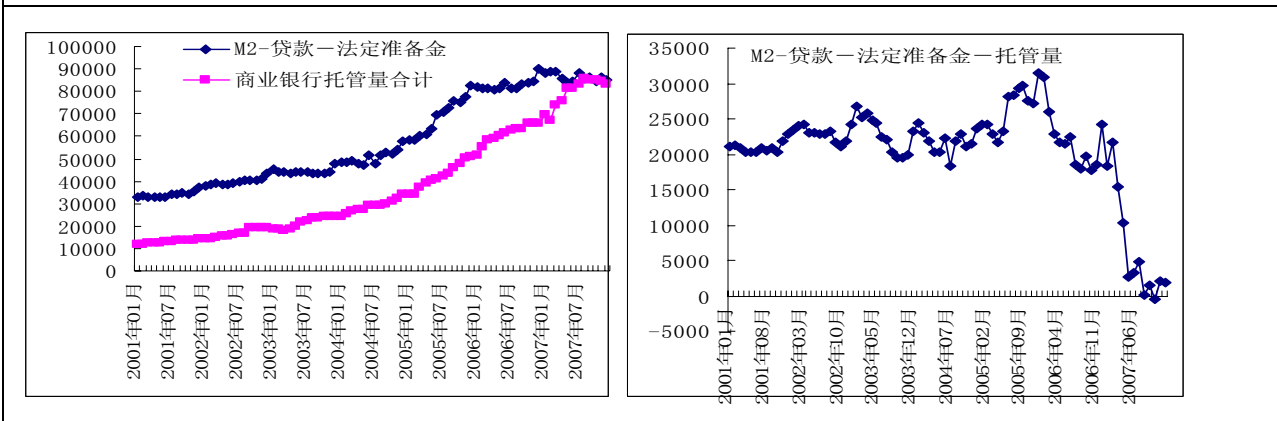


数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

央行对流动性的有效对冲，导致银行系统的资金由2005年前后的过剩趋向于平衡。从几个指标可以看出：

第一，银行系统的资金运用（包括贷款、债券投资和法定准备金）已经接近M2。这个指标至少可以说明两个问题，其一是银行系统外的资金逐渐回流银行；其二，银行的三大块资金运用接近市场总体流动性，意味着银行剩余的存量资金已经由过剩转向平衡，如果增量资金无法持续，那么银行将不得不调整其资产结构，降低信贷或者降低债券投资。

图表 2：总体流动性和银行系统的资金使用已经趋于一致

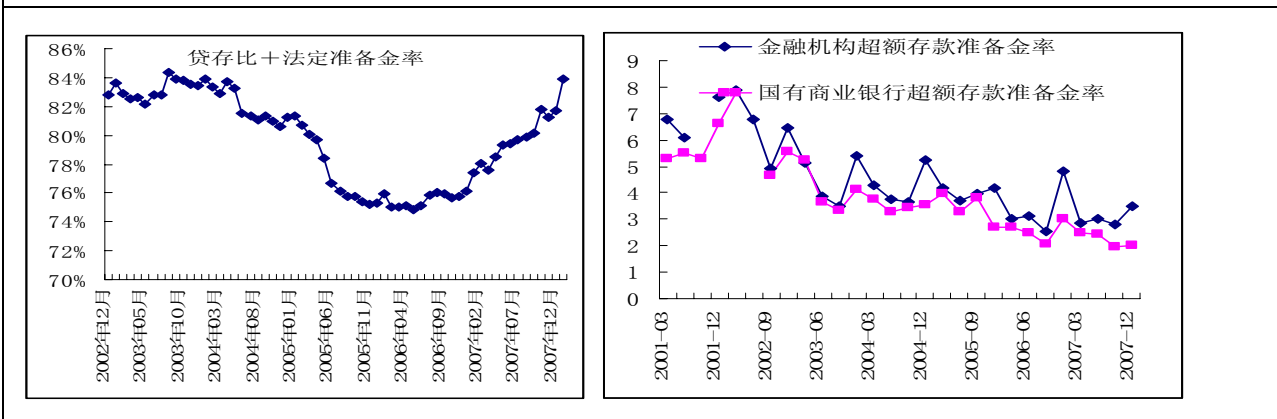


数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

第二，银行体系的固化比率（贷存比+法定准备金率）从2006年初开始加速上升，至2007年12月已经达到84%。这个指标表明，银行的体系的存款用于贷款和缴纳法定准备金比例逐渐上升，剩余用于债券投资和备用现金的比率逐渐下降，这个指标下降显然不利于债市。

第三，银行体系的超储率呈现逐年下降的趋势。2007年四季度，全国金融机构超储率为3.5%，虽然绝对数仍然比较高，但是这与银行系统资金的季节性有关，四季度的超储率一般比较高。与2006年同期比，全国金融机构超储率下降了1.3%，其中，国有银行的三季度和四季度的超储率只有1.97%和2%，比2006年下降0.09%和1%，并创下2001年以来的新低。

图表 3：银行体系的固化比率达到 84%，超储率逐年下降



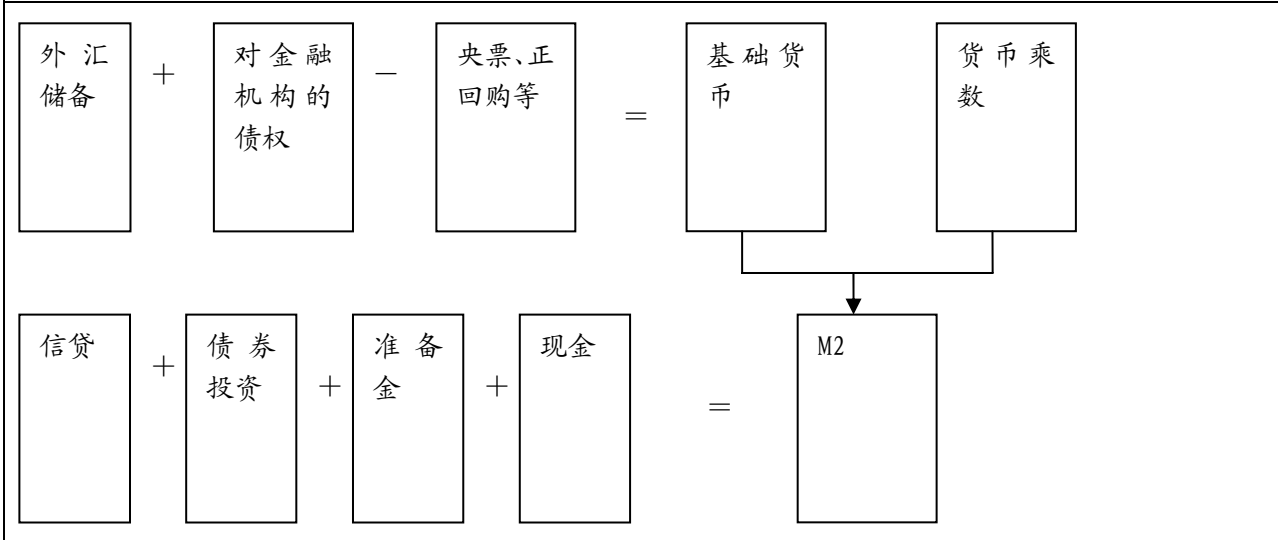
数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

银行系统存量资金趋于平衡，未来流动状况将取决于市场的增量资金。我们可以从资金的来源和运用来理解银行体系未来的资金面状况。

M2包括银行体系的存款和现金以及银行体系外的现金，由于银行体系外的资金量占比非常少，因此M2可以用于衡量银行体系的资金供给。从货币当局的资产负债表中可以看出，外汇占款的增加是货币投放增长的主要原因，而央行采取发行央票和正回购方式吸收部分流动性，另外法定准备金率的上调导致货币乘数下降，因此未来M2的增长主要看外汇占款增长状况、央行公开市场操作和法定准备金率变动这三个因素。在资金运用方面，信贷、债券投资、存款准备金和商业银行资金运用的四大块。银行体系的现金一般与资产规模成稳定的比例，因此，商业银行可用于债券投资的增量资金可以表示成： $(\text{外汇占款增量} - \text{央票、正回购净发行}) \times$

货币乘数 - 信贷增量 - 准备金增量，外汇占款增长和信贷收紧为债券投资提供充裕资金，但是如果央行加大数量型调控力度，可用于债券投资的资金量也不一定会增加。

图 4: 资金的流动 (近似将 M2 看成是银行资金来源总量)



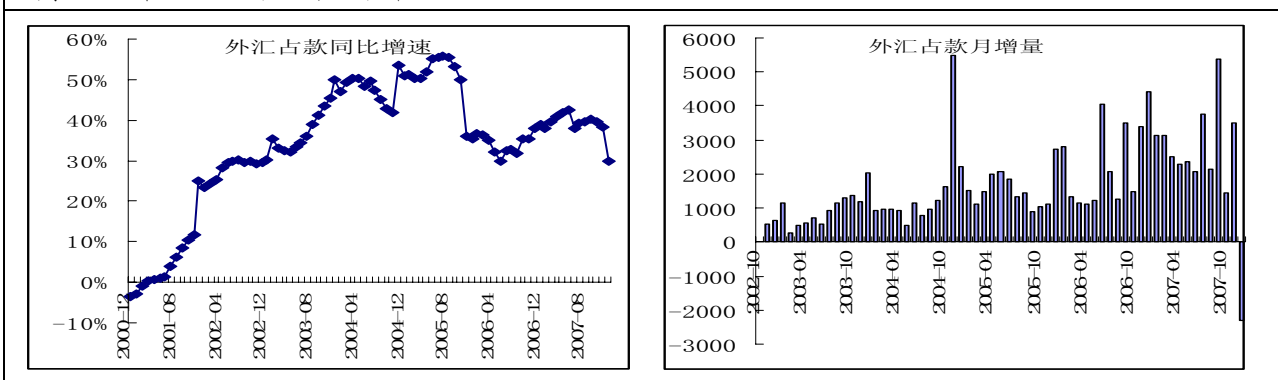
数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 增量资金如何变动? 外汇占款 VS 资金回笼

在存量资金趋于供需平衡时，银行体系流动性对于增量资金的敏感性增强。而增量资金将取决于外汇占款与央行的资金回笼力度，对于债券市场而言，新增债券投资资金量还要看信贷增速能否控制在预期之内。

2002年以来，外汇占款维持在20%以上的增长，2004年增速甚至达到50%，但是近期外汇占款的增速已经开始下降，2007年12月外汇占款首次出现负值。

图表 5: 外汇占款同比增速下降

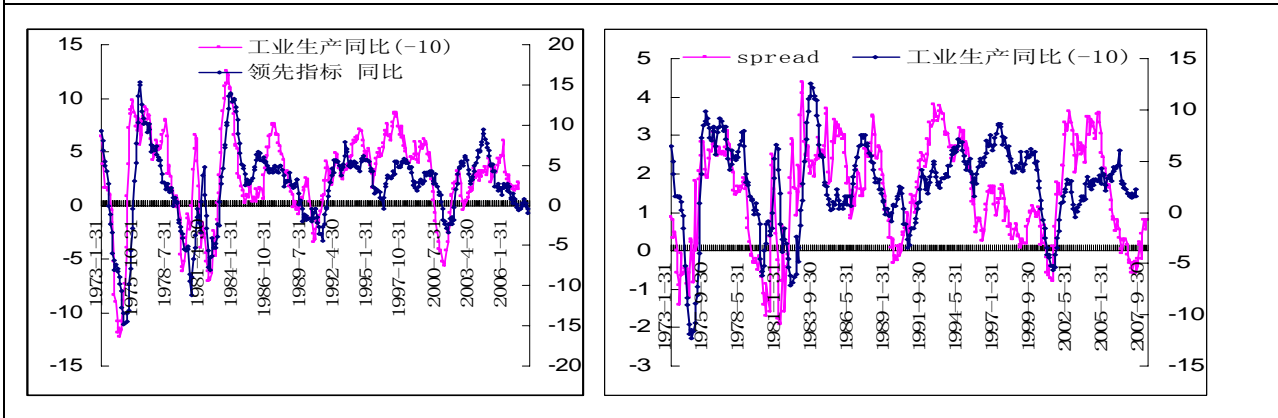


数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

外汇占款来源于贸易顺差、FDI和热钱流入三大块。对于贸易顺差，我们认为2008年增速回落是比较确定的。主要原因在于外需下降和人民币升值。美国房地产市场继续恶化，至今还未见底，实体经济也受到影响，近期的经济数据表明美国经济的衰退风险正在上升。领先指标同比增速已经连续4个月出现负增长，长短期国债利差在2007年中期出现倒挂。美国十年期和3个月国债收益率利差被视为宏观经济的领先指标之一。1973年、

上世纪80年代初期、1991年、2001年的衰退都被国债的利差预期到。从时间分布来看，利差与滞后10个月的工业生产值同比增速相关度最强。领先指标和长短期国债利差走势都表明08年上半年步入衰退的风险较大。

图表 6：领先指标和长短期国债利差显示 08 年上半年步入衰退风险较大

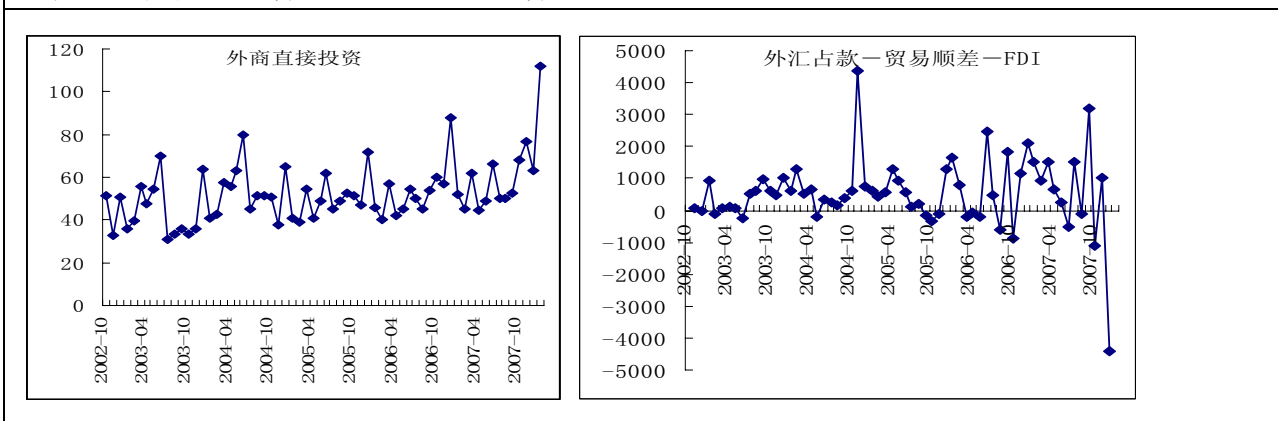


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从近期来看，美国经济下滑对于欧洲的影响还不明显，但是如果美国经济持续恶化，欧洲也将难以幸免，而欧洲经济回落将进一步影响我国的出口，这种连锁反应机制将导致外需大幅回落，出口增速下滑将难以避免。因此，世界经济减速以及人民币升值对于2008年出口的影响将逐渐呈现，而内需较为强劲以及人民币升值将导致进口需求增大，继续维持年报中出口增长17%-20%，进口增长20%-25%的判断，全年净出口为2800-3000亿元，同比增速下降到10%左右。

2002年以来，流入中国的FDI每月维持在40-60亿美元之间，但是2008年1月突然上升112亿美元，一次性跳跃上升并不能说明FDI未来趋势，我们仍然认为中国对于外资实业投资的吸引力正在下降。原因在于国内劳动力成本上升、人民币加速升值、税收优惠的逐渐取消等。

图表 7：外商直接投资与金融账户的流入资金



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

对于热钱流入，人民币加速升值提高了国内市场对于外部热钱的吸引力，但是热钱流入可能更多与国内资本市场有关。目前，中国的资本账户尚未完全放开，热钱流入的成本仍然比较大，如果股市和房地产市场持续调整，年内10%的升值对于外部热钱的吸引力仍然有限。

因此，从各个角度来看，2008年外汇占款增速将趋势性下降，但是由于外需变动以及市场转变仍然需要一段时间，因此外汇占款短期内仍然可

维持高位。

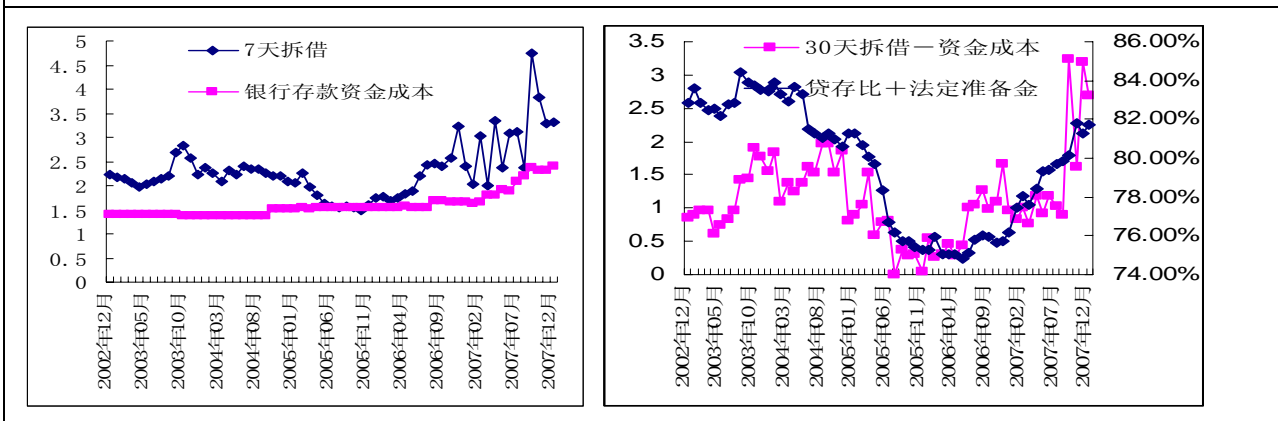
在资金回笼方面，2008年的回笼力度有可能会大于2007年。从央行《2007年4季度货币政策执行报告》以及本次两会期间的主要领导人的言论可以看出，从紧的货币政策基调不变，但是对于加息趋于谨慎，数量型调控仍然是主要手段，因此，可以预见2008年数量型调控力度增强。

外汇占款增速回落，央票到期减少、债券发行增加以及数量型调控力度增强，将导致银行资金面趋紧。但是由于资金变动是一个动态过程，而且短期内外汇占款仍然维持较快增长，银行间市场资金充裕状态短期还难以逆转。在银行存量资金已经由过剩趋于平衡、外汇占款增速回落的情况下，我们认为数量型调控力度也应当相机决策，否则流动性出现逆转的风险将大幅增加。

（三）资金价格上升，成本推动还是供需失衡？

货币市场长短期利率自从2005年开始逐渐上升，其中3个月以上的同业拆借和回购利率平稳上升，期限在1个月内的同业拆借利率底部抬升，同时波动也增大。货币市场利率上升的原因可能有两个，其一是2006年以来多次加息，导致银行资金成本上升，而银行资金成本往往也是货币市场利率的底限，因此银行资金成本上升推动货币市场利率底部抬升；其二，银行间流动性由2006年以前的过剩逐渐趋于平衡，因此市场供需也是造成银行体系资金价格上升的原因之一，从历史数据来看，30天拆借利率减去银行资金成本自2006年以来也呈上升趋势，而且此指标还与固化比率成明显正相关关系。

图表 8：货币市场利率随着银行资金成本上升而上升，而银行体系资金趋紧也抬升货币市场利率

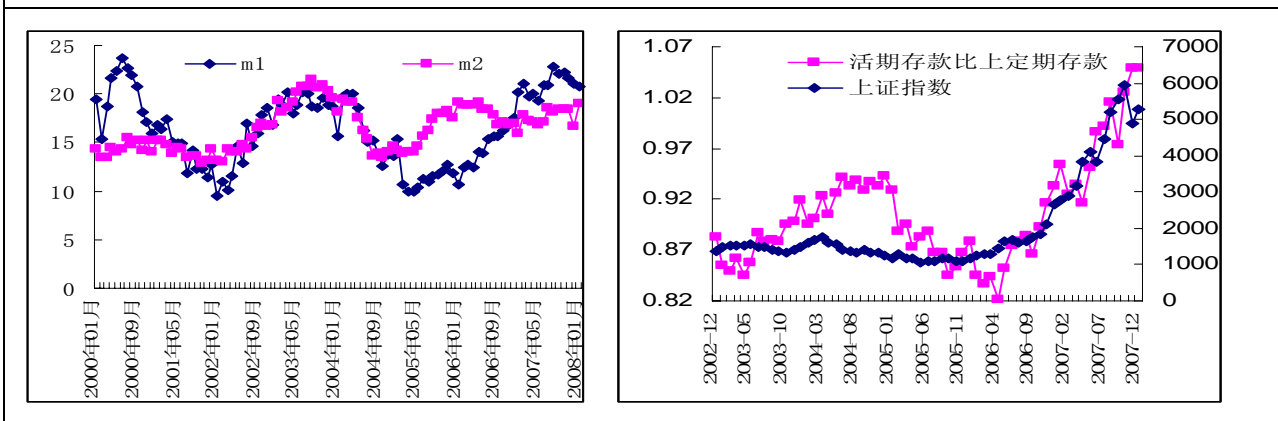


数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

（四）其他影响因素：存款活期化与新股发行影响

2006年以来，存款呈现活期化趋势，M1的增长明显高于M2的增长，活期存款与定期存款的比例大幅上升。另外，贷款还呈现长期化特征，长期贷款增长明显快于短期贷款，因此，银行的资产负债期限错配程度上升，而期限错配将导致银行的利率风险暴露增大，为了降低利率风险暴露，缩短债券投资久期或者是银行可行的选择之一。另外，需要注意的是，银行存款活期化对于债市也不利。

图表 9：06 年以来存款活期化非常明显



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

银行存款活期化显然与本轮股市牛市行情有关，股市上涨导致银行定存吸引力下降，定存开始转成活期并投入股市中。因此，存款活期化是否延续还要看股市行情能否持续。

大盘股发行对于货币市场的影响非常明显。2007年9月份和10月份多个大盘股相继发行造成7天回购利率上升至10%。市场曾传闻新股发行机制将要改革，新股发行机制改革或可以降低股票发行对于货币市场的影响，但是改革的时间和改革方案至今还是未知数，因此，短期内货币市场仍然难以避免大盘股发行的冲击。

二、保险和基金增仓明显，为市场注入少量“血液”

近期，股市大幅调整导致风险偏好较低的保险公司和部分股票型基金开始增仓债券，另外，在上半年加息到顶的预期下，机构对于债市也偏乐观，因此一季度债券基金密集发行。但是由于保险公司和基金公司在债券市场中的投资份额约9%和5%，因此，他们的增仓行为也只能为债券市场输入少量的“血液”，银行资金变动仍然是影响市场的主导力量。考虑到保险公司和基金公司对于债券品种偏好和银行有所区别，因此他们的增仓行为或者会影响某些债券品种的走势。

（一）保险公司和基金公司近期增仓明显

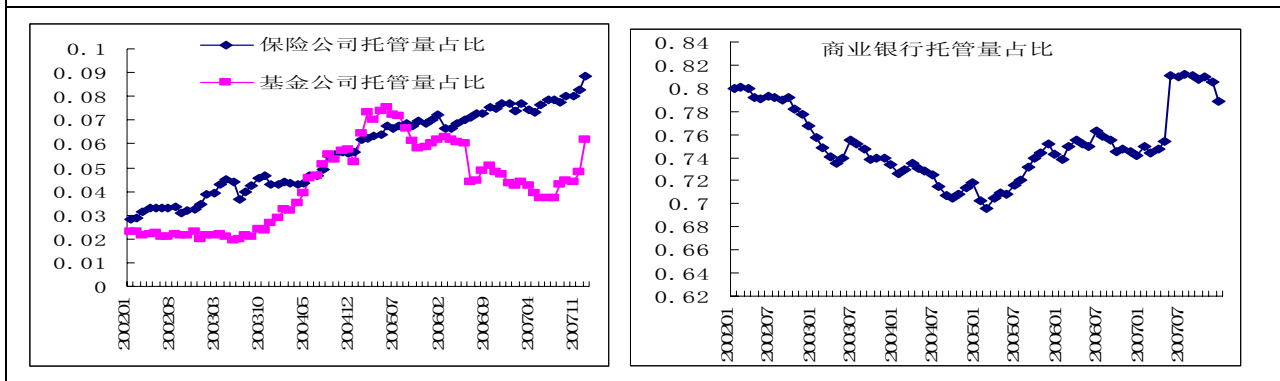
07年四季度以来，股市出现较大的调整，保险公司和基金公司开始增仓债券，其债券投资比例明显上升，其中基金公司的债券托管量呈现明显的V型反转。股票型基金增仓债券（见表1）以及新债券型基金的发行是近期基金公司持有债券占比大幅上升的主要原因。

表 1: 股票型基金未来三个月资产配置计划 (%)

	2007年9月	2007年10月	2007年11月	2007年12月	2008年1月	2008年2月
股票	77.8	78.3	77.2	78.3	77.78	72
债券	7.8	7.8	11.1	9.5	12.22	16.1
现金	14.4	13.9	11.7	12.2	10	11.9

数据来源: Reuters

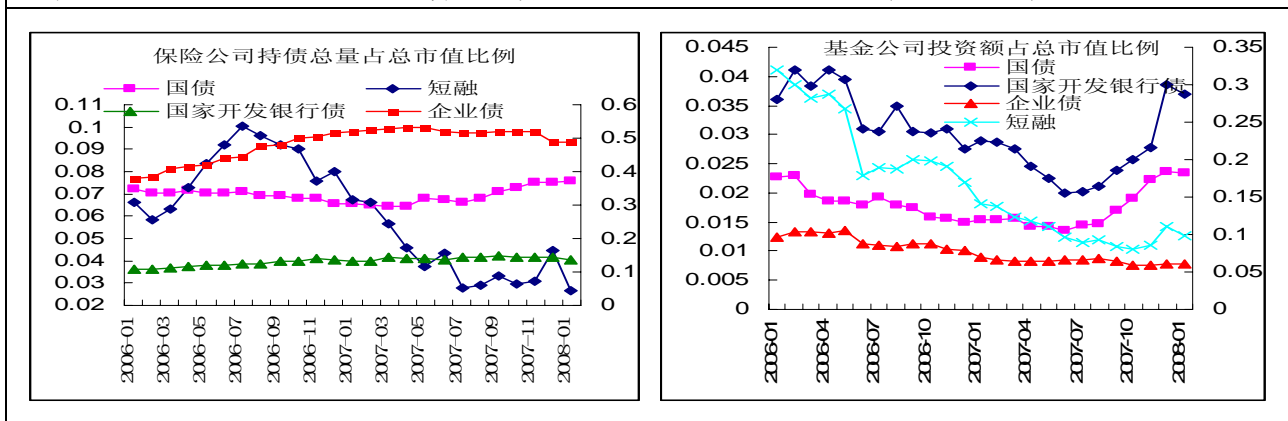
图表 10: 保险公司和基金公司债券托管量占债券规模比率大幅上升 (剔除特殊结算成员的持有量)



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

从保险公司在各品种的配置比例来看, 保险公司增仓较为明显的是国债, 在企业债和金融债的配置比例仍然维持稳定, 在短融上配置则徘徊在低位。基金公司在国债和金融债的配置占这两个品种的总市值比例明显上升, 表明基金公司近期增仓的品种主要是国债和金融债, 另外短融的配置也有所上升, 企业债的配置比例则出现下降。

图表 11: 保险公司和基金公司投资各种债占总市值比例 (剔除特殊结算成员的持有量)



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

(二) 新债券基金发行, 投资重点落在信用产品

2008年一季度债券型基金密集发行, 至统计日期3月5日为止, 已经有8只债券型基金公告发行, 其中7只为强债型, 一只收益型。已经认购结束的三只基金-国投瑞银稳定增利、汇添富增强收益、华夏希望债券募集资金都超过40亿元, 估计今年新发行的债券型基金募集资金规模可以达到400-500亿元。

新发行的债券基金的资金规模占整个市场规模的比例不到1%, 因此总体来看, 新基金发行对于市场影响不大。但是, 新近发行的债券基金在

资产配置方面都强调增大信用类固定收益产品的配置比例。如交银施罗德增利债券型基金的投资对象为以企业为主体发行的债券。由于信用债券规模较小，企业债券的市值4480亿元左右，短融市值3350亿元左右，如果新发行的债券型基金将投资重点放在信用产品方面，对于信用产品市场应该有一定影响。

表 2: 最近发行的基金

名称	资产配置	截止日份额(亿份)	认购起始日期	认购结束日期
工银瑞信信用添利	新股申购+债券投资, 信用类固定收益产品投资比例不 低于债券类资产的 80%	-	2008-3-5	2008-4-9
交银施罗德增利	新股申购+债券投资, 投资对象重点: 承载一定信用风 险、具有较高息票率的债券(以企业为主体发行的债券)	-	2008-3-3	2008-4-3
易方达增强回报	新股申购+债券投资, 信用类固定收益品种不低于固定 收益资产总值的 50%	-	2008-2-28	2008-3-28
广发增强债券	新股申购+债券投资	-	2008-2-25	2008-3-25
华夏希望债券	80%以上的资产投资于债券类金融工具, 将不超过 20% 的资产参与新股申购及二级市场绩优个股投资。	80	2008-2-14	2008-3-5
汇添富增强收益	新股申购+债券投资	50.5	2008-1-21	2008-2-29
国投瑞银稳定增利	新股申购+债券投资	41.956	2007-12-17	2008-1-9

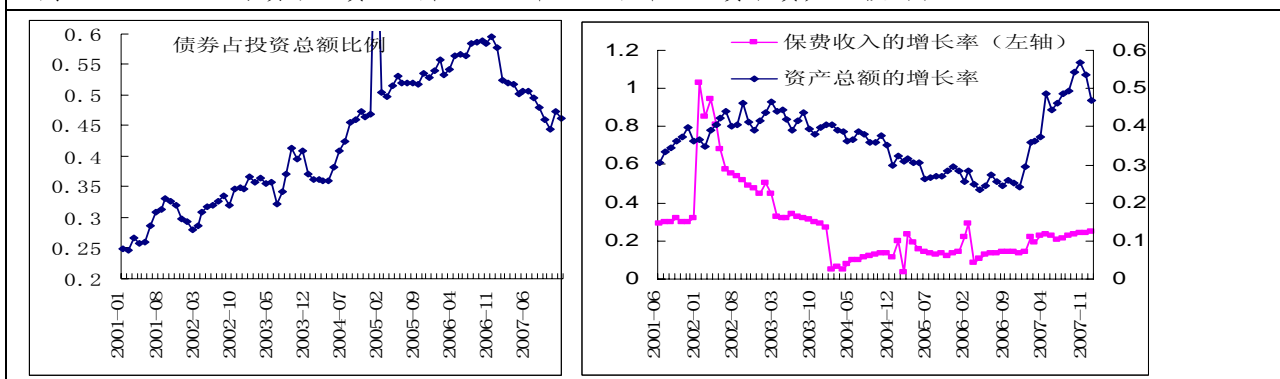
数据来源: 基金公告, 广发证券发展研究中心

(三) 股市波动增大, 保险公司债券投资规模有望上升

随着保险公司投资范围的放开, 其资产配置将更多考虑投资品种的风险和收益的匹配, 2007年股市行情火爆与债市大幅调整导致保险公司在债券资产的配置比例大幅下降。

从资金的供给来看, 保险公司保费收入自从2003年以来维持在15%以上增长, 资产总额增长率在2001年以来维持在20%以上, 并且在2007年还出现50%的增长。因此, 保险公司的资金来源仍然是非常充裕, 对于固定收益类型的投资能否增加则要看股市和债市的相对吸引力。2007年年底以来, 股市出现大幅调整, 全球股市在美国次贷危机的影响下也大幅跳水, 从宏观面来看, 美国经济衰退风险正在上升, 全球经济放缓也难以避免, 因此2008年的股市表现预期不如2007年, 保险公司在固定收益类的资产配置比例有望上升。

图表 12: 保险公司债券投资比例在 2007 年大幅下降, 保费和资产规模增长迅速



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

三、二季度债市资金面值得关注

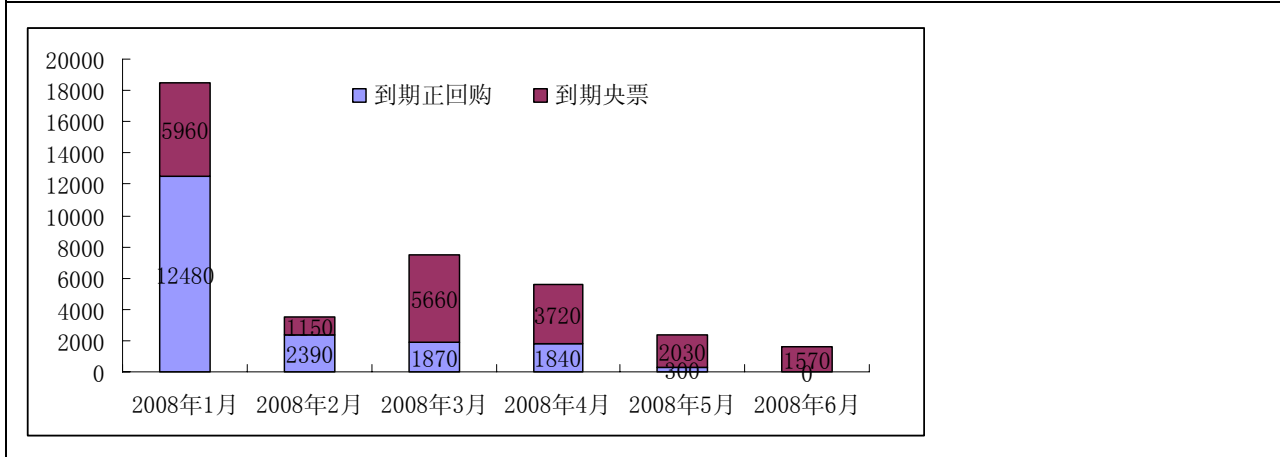
一季度，外汇占款维持高增长、大量央票和正回购到期、债券发行量少等几个因素导致市场资金充裕，债券市场在充裕的资金推动下走出一波行情。二季度，债市资金面将如何变化？

(一) 二季度资金面明显紧于一季度

到期资金减少

二季度到期资金明显低于一季度。1月份和3月份是央票到期的“洪峰”，二季度到期央票逐渐下降，其中6月份只有1570亿元。而到期正回购也呈现逐月下降的趋势。

图表 13：二季度到期资金明显减少



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

数量型调控力度增大，增量资金具有不确定性

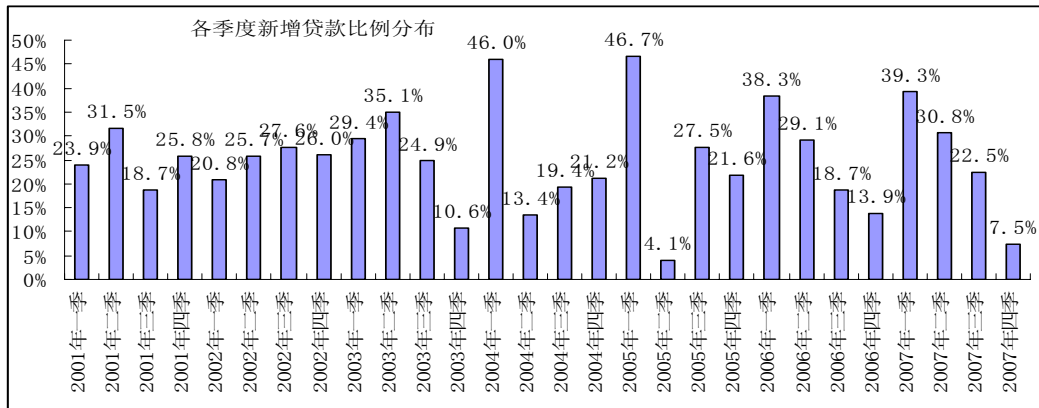
债市的增量资金取决于货币增量、信贷增量和存款准备金增量等因素，从更深一层来看则取决于外汇占款变动、公开市场操作的资金回笼力度、准备金率变动、信贷投放等。

对于外汇占款方面，短期内维持较高增长应该问题不大，但是央行的数量型调控力度将增大。从近期央行公开市场操作力度以及两会期间对于数量型调控的强调可以预见未来流动性回收力度应当继续加大，预计二季度法定准备金会上调1-2次。

在信贷投放方面，2004年以来信贷投放呈现比较明显的季节性特征，一季度信贷投放占全年的40%左右。2008年信贷按季度管理，四个季度投放比例为35%: 30%: 25%: 10%，从历年的数据来看，今年二季度30%的比例已经是比较高，而且考虑到灾后重建需要更多信贷支持，因此，尽管2008年信贷从紧，但是二季度信贷投放同比增长难以大幅回落。

从各个角度来看，二季度的增量资金不确定性大，货币增速估计会回落至16%-16.5%，信贷增速维持在14%-15%之间，货币增速高于信贷增速可以为债市腾出部分资金，但是如果期间存款准备金上调2次以上，二季度银行体系中可供债市投资的增量资金仍然有可能为负数。

图表 14: 2001 年来每年各季度新增贷款的比例分布



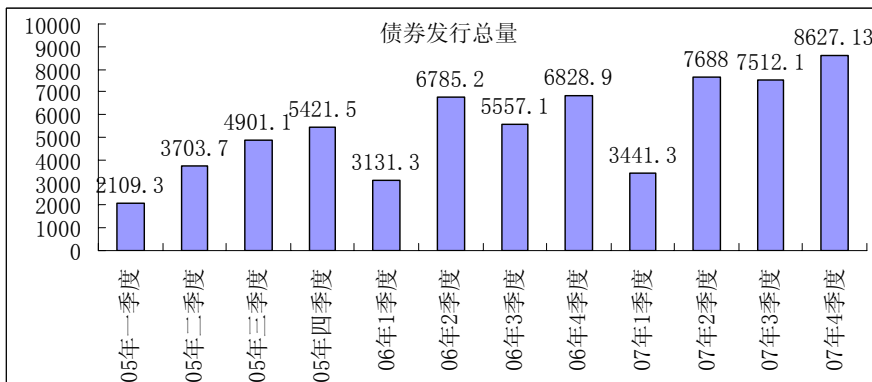
数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

债券发行增多

债券发行具有明显的季节性因素, 一季度往往是债券发行的淡季, 二季度以后发行量逐渐上升。

从国债和金融债的发行计划来看, 一季度的发行期数明显低于二季度, 因此国债和金融债的供给量在二季度将大幅上升。对于企业债方面, 银行担保禁止之后, 企业债和公司债发行难度增大, 我们预计这种状况在上半年仍将持续, 因此二季度企业债和公司债供给变动仍然会比较小。

图表 15: 一季度为债券发行的淡季, 二季度的发行量明显增多



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

表 3: 2008 年部分国债、金融债发行计划

记帐式国债		国开行中长期债		进出口中长期债		农发行中长期债	
期限	时间	时间	时间	发行金额	时间	发行金额	
7 年期	2 月 1 日	1 月 11 日	3 月 20 日	100	1 月 7 日	120	
10 年期	3 月 19 日	1 月 23 日	4 月 10 日	100	1 月 11 日	120	
3 年期	4 月 11 日	2 月 20 日	6 月 5 日	100	1 月 25 日	100	
7 年期	5 月 16 日	3 月 12 日	6 月 26 日	100	2 月 22 日	100-150	
1 年期	6 月 6 日	3 月 26 日	7 月 10 日	100	3 月 14 日	100-150	
10 年期	6 月 20 日	4 月 16 日	10 月 23 日	100	3 月 21 日	100-150	
3 年期	7 月 11 日	4 月 23 日	11 月 13 日	100	4 月 9 日	100-150	

7 年期	8 月 15 日	5 月 21 日	11 月 27 日	100	4 月 18 日	100-150
1 年期	9 月 5 日	6 月 11 日			5 月 9 日	100-150
10 年期	9 月 19 日	7 月 2 日			5 月 23 日	100-150
3 年期	10 月 10 日	7 月 16 日			6 月 13 日	100-150
7 年期	11 月 21 日	8 月 6 日			6 月 25 日	100-150
1 年期	12 月 5 日	8 月 20 日			7 月 25 日	100-150
10 年期	12 月 12 日	9 月 10 日			8 月 1 日	100-150
		10 月 29 日			9 月 12 日	100-150
		11 月 19 日			10 月 24 日	100-150
		12 月 3 日			11 月 7 日	100-150
		12 月 10 日			12 月 19 日	100-150

数据来源: Chinabond, 广发证券发展研究中心

(二) 资金供需预测: 资金面偏紧的可能性大

从资金变动趋势来看, 二季度资金面将较一季度紧, 但是由于一季度资金面非常充裕, 因此我们需要进一步分析二季度资金供需是偏紧还是虽然较一季度紧但是总体仍然充裕。

根据前面分析, 二季度货币同比增长预计为16.5%, 信贷按照年度36500亿元的30%投放, 那么二季度新增资金有3200亿元左右。但是如果央行上调准备金率1%, 那么新增资金将为负数。乐观估计央行上调准备金0.5%, 那么商业银行新增资金为1200亿元左右。2008年新发行的债券基金将在二季度集中建仓, 估计可以贡献500亿元资金, 而保险公司今年也将增加债券配置, 预计二季度资金供给应不低于去年, 粗略估计为1000亿元左右, 那么三大机构的资金供给为2700亿元左右。当然这里还未考虑到商业银行存量资金供给影响, 但是根据我们前面的分析, 商业银行的资金来源减去信贷、债券投资和法定准备金之后剩余资金已经不到1000亿元, 因此二季度商业银行可供债券投资的资金比较有限。

表 4: 2007 年主要投资者的资金供给 (亿元)

	商业银行新增债券托管量	保险公司新增债券托管量	基金公司新增债券托管量
200701	4028.2	79.29	96.12
200702	-2598.37	82.09	4.08
200703	6528.76	339.71	171.93
200704	1807.24	36.61	-174.86
200705	5603.41	294.01	64.38
200706	148.38	246.37	-2.47
200707	1940.52	173.47	81.09
200708	2481.33	123.18	597.62
200709	-912.39	207.54	76.81
200710	276.01	45.97	-21.2
200711	-727.51	239.55	325.18
200712	-1078.26	667.27	1075.19

数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

表 5: 二季度主要投资者的资金供给预测

银行	资金供给 (亿元)	其他机构	资金供给 (亿元)
新增货币投放 (16.5%增长)	14200	基金	500
新增信贷 (年度额度的 30%)	11000	保险	1000
新增资金	3200		
准备金上调 0.5%	2000		
资金净增加	1200	资金净增加	1500

数据来源: 广发证券发展研究中心

在债券发行方面, 由于财政赤字预算略有下降, 今年国债发行量也将小幅下降, 二季度计划发行4期记帐式国债, 每期发行量可能在300-400亿元之间, 再考虑到凭证式国债一般为记帐式国债的50%, 因此二季度国债发行量为2500亿元左右。三大政策性银行公布金融债计划发行量为10000亿元左右, 再考虑到商业银行发债量, 以及二季度金融债发行占全年25%-30%之间, 因此估计二季度发行量为3200亿元左右。短期融资券一般滚动发行, 因此今年的发行量和去年相差不远。另外企业债和公司债上半年估计难以大幅扩容, 粗略估计为500亿元。2008年分离债发行量大幅增加, 一季度已经发行450亿元, 目前公告发行的还有1000亿元, 考虑到证监会审批仍然需要一段时间, 估计二季度分离债发行量为500亿元左右。根据以上分析, 2008年二季度的债券净发行量为4000亿元左右。

表 6: 债券发行与到期

	2008 年二季度		2007 年二季度	
	债券发行	债券到期	债券发行	债券到期
国债	2500	2296.5	3146	2248.28
金融债	3200	400	3297	1626.3
企业债与公司债	500	50	318	33.2
短期融资券	1000	927	927	933.6
分离债	500	0		
合计	7700	3673.5	7688	4841.38

数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

根据以上分析, 新增资金供给低于资金需求, 二季度资金面将趋紧, 但是, 由于资金的趋利性, 如果二季度股市继续调整, 而且通胀触顶回落, 债市基本面好转, 那么不排除部分股市资金分流至债市, 资金面充裕状况仍然有可能维持。

四、资金面变动与投资机会

(一) 资金面并非如想象中宽裕, 债市表现不可期望过高

在资金供给总量上, 商业银行的流动性已经由2005年前后的过剩逐渐趋向于平衡, 主要体现在: 2007年下半年银行系统的资金运用 (包括贷款、债券投资和法定准备金) 已经接近M2, 商业银行的固化比例也从2005年年底触底回升; 商业银行的超储率逐渐下降, 国有商业银行的超储率降至

2%的历史新低；货币市场利率底部和均值逐渐上升，踢除银行的资金成本上升的影响之外，货币市场利率仍然是趋于上升的。

尽管保险和基金在2008年将增仓债券，但是由于商业银行的债券托管量占债券总托管量的70%左右，其资金充裕状况趋于下降意味着整个市场的资金供给也难以增加，因此，2008年资金面并非如市场预期那样非常充裕。

在资金的季节分布上，一季度的资金最为充裕，随着二季度债券发行的增加以及央行数量型调控力度增强，二季度以后资金面将趋紧，至年底由于信贷投放收紧，以及财政存款的投放，资金面将重归充裕。

在资金面充裕状况下降、加息周期尚未完毕、存款准备金率仍将继续上调的情况下，银行的资金成本将继续上升，货币市场利率也将继续上行。2007年7天回购利率均值为2.7%左右，我们预计2008年7天回购利率将达到3%。

在7天回购利率回升至均值3%的情况下，下半年即使债市环境转好，收益率回落的幅度也将远远低于2005年时的幅度。

（二）资金供给结构有变，或孕育投资机会

在资金供给结构上，商业银行的比例将趋于下降，保险公司和基金公司的供给比例将趋于上升。从投资结构来看，保险公司在企业债投资比例较大，新发行的债券基金当中有一半偏重投资信用产品。虽然保险和基金的资金规模远远低于商业银行，但是由于信用产品的市场规模小，因此保险和基金的增仓行为对于信用产品的走势也有可能产生明显影响。

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。