

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

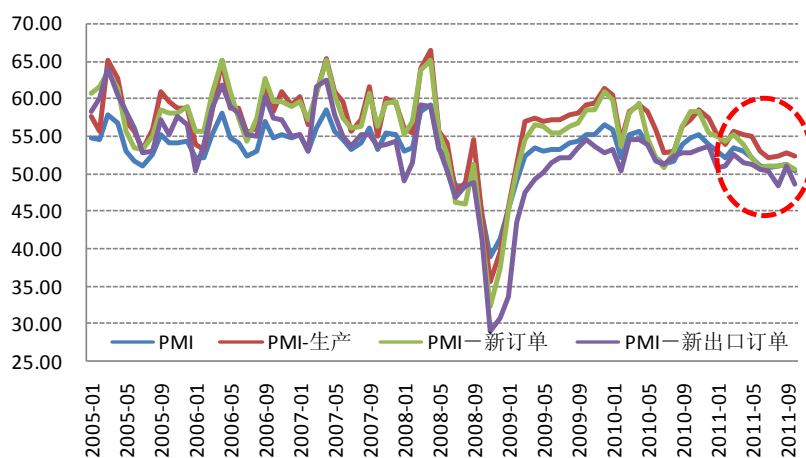
——供需矛盾难以持续支撑债市走牛

- **市场概况:** 上周市场消息面平静, 经过10月份的快速上涨, 前两周盘整, 上周市场再度出现一波涨幅。虽然先后经历了汇丰及官方 PMI 的分歧及政策微调等消息的影响, 但短期内现券市场并未受特别大影响, 收益率整体重心下行的趋势并没有改变, 上涨-盘整-再上涨的格局并未改变。
- **基本面分析:** 前期我们已经对经济增速、通胀及资金面进行回顾及分析, 我们认为, 未来的不确定性主要有两点: 一是通胀在年底及下年初节前的波动情况, 我们判断 CPI 在同比方面还将存在反弹的可能性; 二是政策微调的空间有多大, 虽然从目前公开市场的操作看, 央行对年内市场资金面还将维持适度宽松及平稳的局面, 但影响整体资金格局的更多的依然是信贷投放。目前信贷已经有定向放松的迹象, 不出意外的话, 应该可以看到11-12月份的新增信贷已经会出现小幅高增, 这将加大未来债市调整的概率。
- **有别于市场的观点:** 从目前市场格局看, 需求对一级市场的拉动异常明显, 进而造成一级市场带动二级市场收益率接连走低的局面。但我们认为这种格局可能仅能存在于年末新发债大幅锐减而资金面又处于持续宽裕的时期。对前期涨幅较大的品种, 我们更强调防御甚于加大投资。如果明年供给复苏及银行信贷放开, 收益率能否持续维持在目前水平依然存在未知数。在投资品种上, 我们依然强调3-5年国债或7-10年金融债攻守兼备的配置机会。

一、宏观经济分析及展望

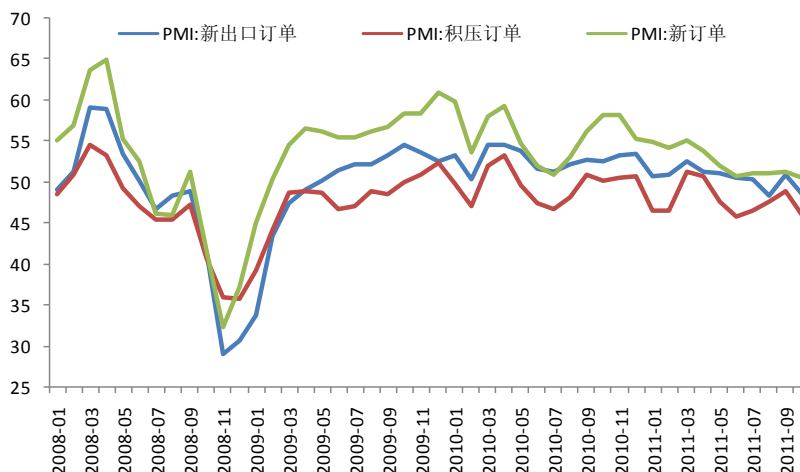
1.1 PMI 指数大幅下挫

10 月份官方 PMI 指数为 50.4%，继 8-9 月份的反弹后再度回落，且回落幅度高达 0.8 个百分点，创出了 2009 年 3 月份以来的新低。从各分项来看，除了产成品库存外，其余指标均出现全面性回落。虽然没有对市场预期造成打击，但这与汇丰 PMI 指数出现分歧，消息公布后，各期限收益率均出现 3-5BP 左右的下滑。

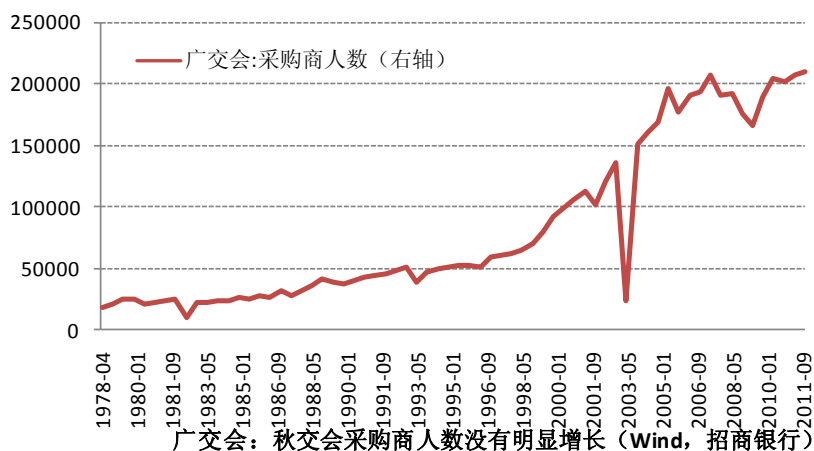


PMI再度大幅下滑 (Wind, 招商银行)

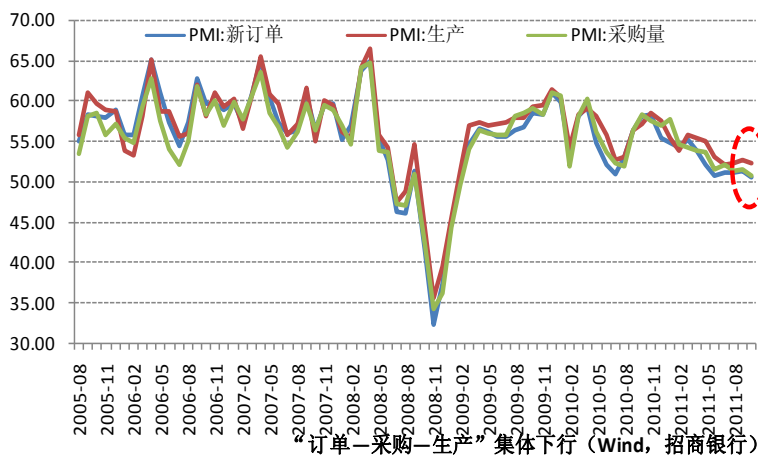
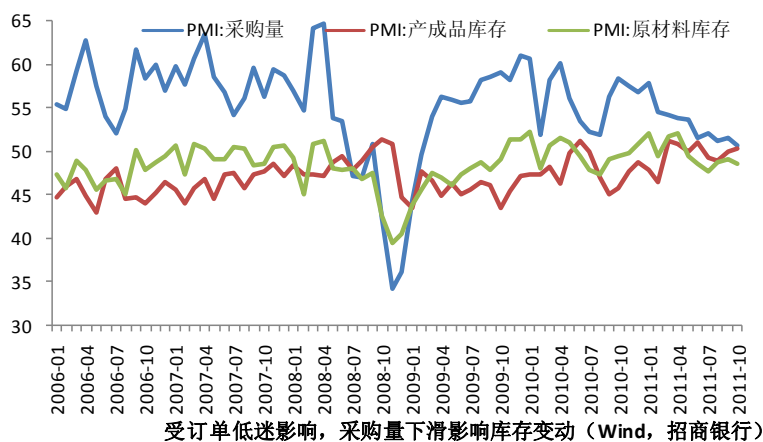
本次下滑较大的除了购进价格指数 (46.2, -10.4) 外，主要是新出口订单 (48.6, -2.3) 及积压订单 (46, -2.9)，表明出口需求出现较大幅度的下降。结合本届秋季广交会情况，境外采购商人数并没有出现明显增长，外需遇冷的冲击是促使 PMI 大幅减少的主要原因。



各项订单需求均出现不同程度的下滑 (Wind, 招商银行)

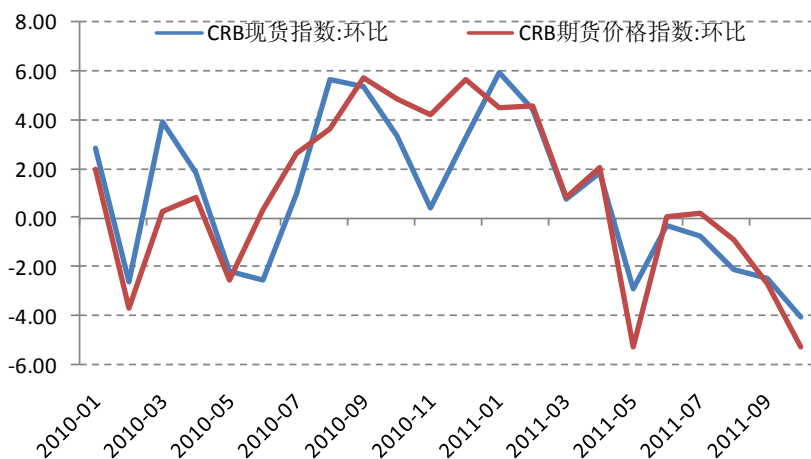


外需的减少导致了工业生产产生链式反应。采购量下滑 0.8 至 50.7, 原材料库存也相应下滑 0.5 至 48.5, 同时产成品再度恢复到扩张状态 (50.3, +0.4)。需求-订单-采购-生产均出现不同程度的下行, 反映出因外需收缩、企业订单减少导致生产疲软以及库存因而上升的状况。

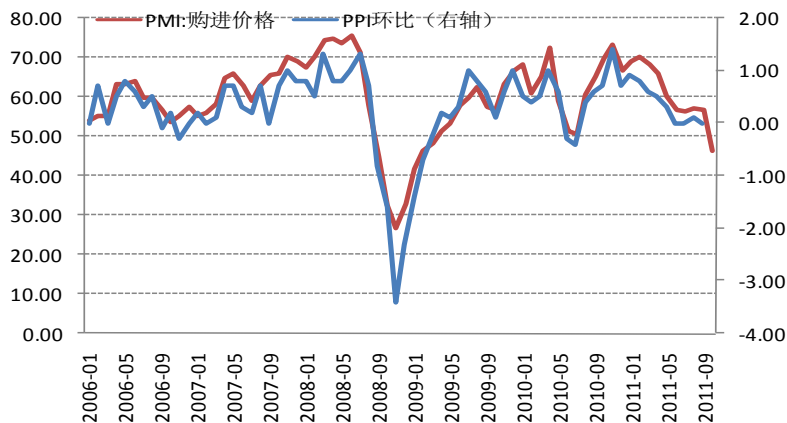


购进价格指数进一步大幅下滑。受 10 月份大宗商品大幅下滑的

影响，PMI 购进价格指数也出现相应的回落。从 CRB 指数看，现货指数已经连续 6 个月环比负增长，期货指数也有持续 3 个月的跌幅。10 月份以来，跌幅进一步增大到 4.03% 及 5.25%，这是购进价格指数大幅回落的主要原因，我们判断 10 月份 PPI 环比很可能将转正为负。



下半年以来CRB指数出现连续负增长 (Wind, 招商银行)



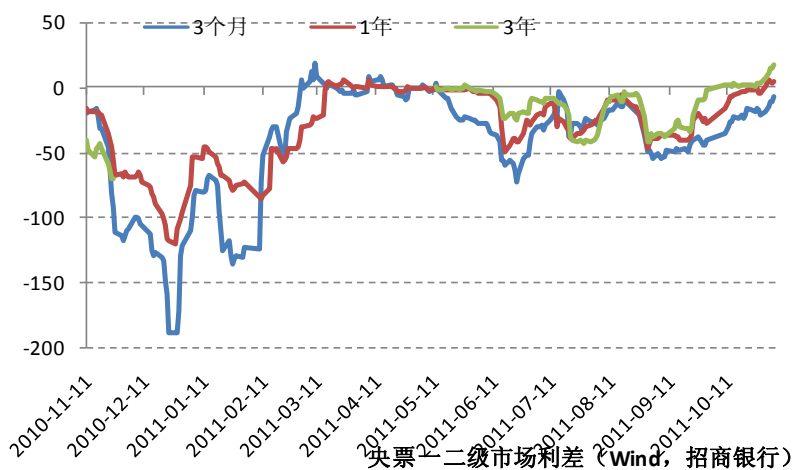
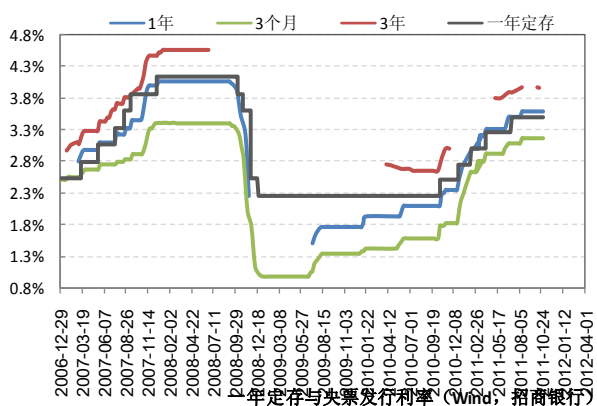
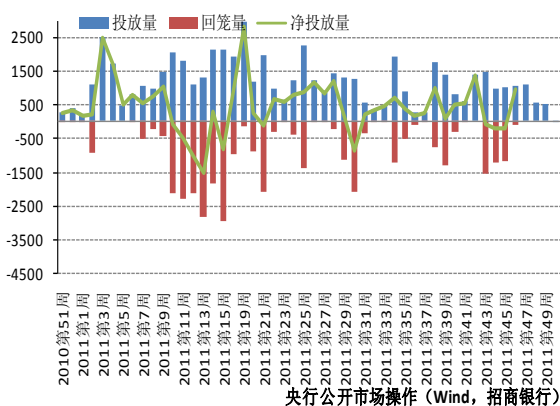
PMI 购进价格与 PPI 环比 (Wind, 招商银行)

我们认为，短期内经济企稳的可能性不大，但也不会出现大幅下滑的局面，目前信贷政策已经出现放松的征兆，对未来投资及消费的支撑将会逐步增大，这将为明年经济提供较大的支撑，但短期内，过分强调经济反弹或回落均不可取，截至 11 月初，长端收益率已经出现较大幅度的下滑，10 年国债已破 3.70%，我们认为这波牛市难以全部归结于经济放缓及通胀下滑带来的影响，对经济过分悲观或对收益率下行过分乐观并不可取。

二、债市回顾及展望

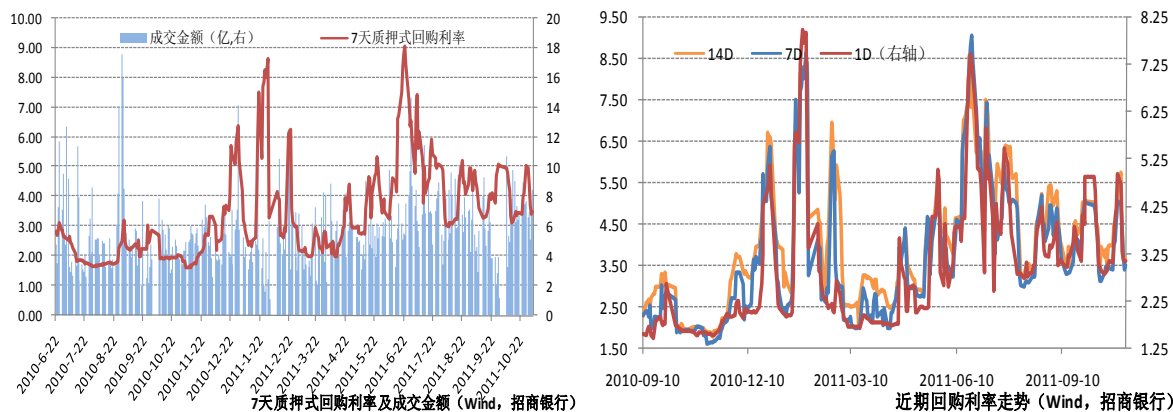
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净投放资金 960 亿，其中到期资金 1070 亿，央票发行 110 亿。上周正回购取消，同时市场重回净投放，我们认为主要是基于大行近期补缴存准金方面考虑。从政策的角度而言，目前银行超储率正处于逐步回升阶段，短期内制约信贷放松的主要是存款增长疲软及存贷比限制，短期内存准率出现下调的可能性较低。



2.2 资金面及货币市场

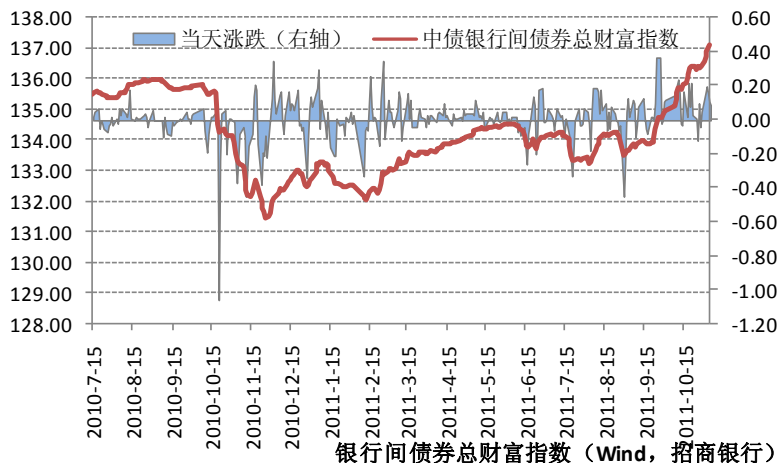
受上周五央行进行逆回购操作的影响，市场情绪有所提振，回购利率开始回落，月末过后 7 天回购利率更是一路跌至 3.50% 的水平，5 日补缴存准金似乎并未对市场造成扰动。从目前央行公开市场操作所体现出来的意图看，央行似乎有意将资金面维持在一个适度宽松的水平，以保证资金成本平稳，未来两个月我们判断资金面出现大幅波动的可能性已经不大。



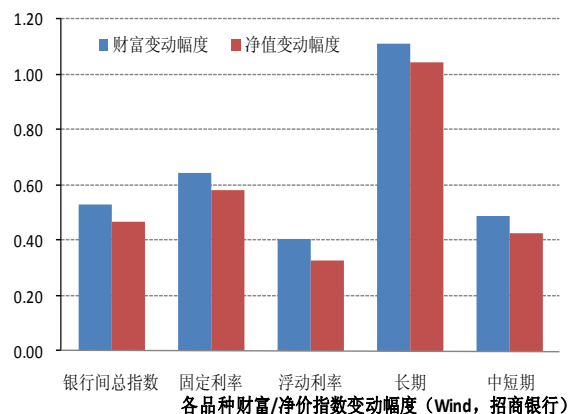
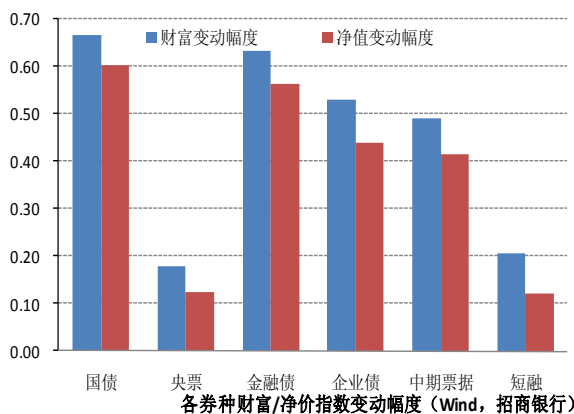
	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	4.8983	4.9792	5.8317	5.6643	4.9457	5.0437	5.2685
当周最高	4.6950	4.9433	5.9107	5.7693	4.7120	4.9696	5.7539
当周最低	3.0900	3.3975	5.0775	5.7017	3.1020	3.4022	3.6238
当周收盘	3.0900	3.4983	5.0775	5.7043	3.1020	3.5003	3.6238

2.3 利率走势及债券市场

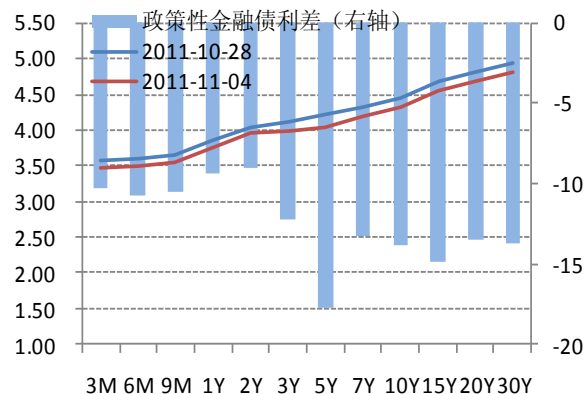
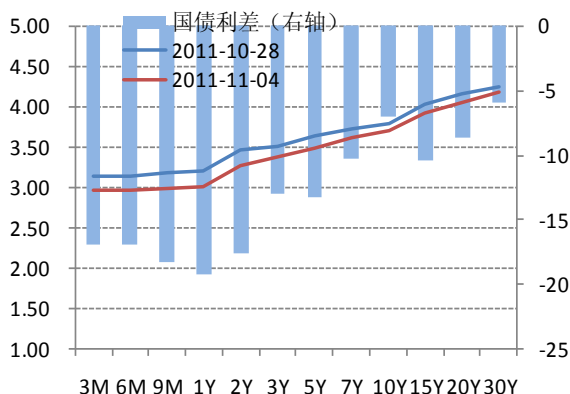
一级市场方面，上周发行一期 5 年固息国开债，由于近期一级市场供给大幅减少，本期国开债受到热捧，全场认购倍数高达 2.04，最终中标利率大幅下滑到 4.0%，大幅低于市场预期，更是显著低于 9 月发行的同期限国开债（4.68%），这表明目前收益率的下行主要还是受需求的拉动。



现券市场方面，周二开始，PMI 指数低于预期及资金面全面下行推动了各期限收益率下滑，周三受到希腊公投的影响，避险情绪再度上升，但下午受股市好转的影响，有一定的获利盘出现。周四受到 5 年国开债一级市场创新低的影响，现券市场收益率以 5 年金融债为首再次出现一波下行趋势。全周各品种均呈普涨态势。央票受发行利率的限制，涨幅较低，此外，利率债涨幅高于信用债，长端大于短端，固息高于浮息。



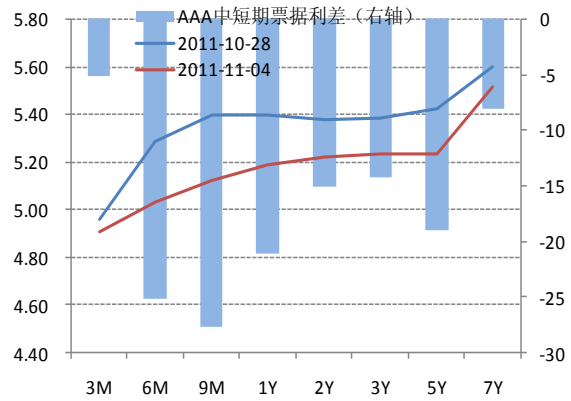
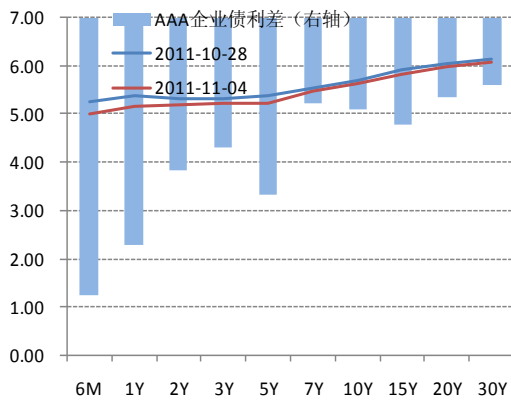
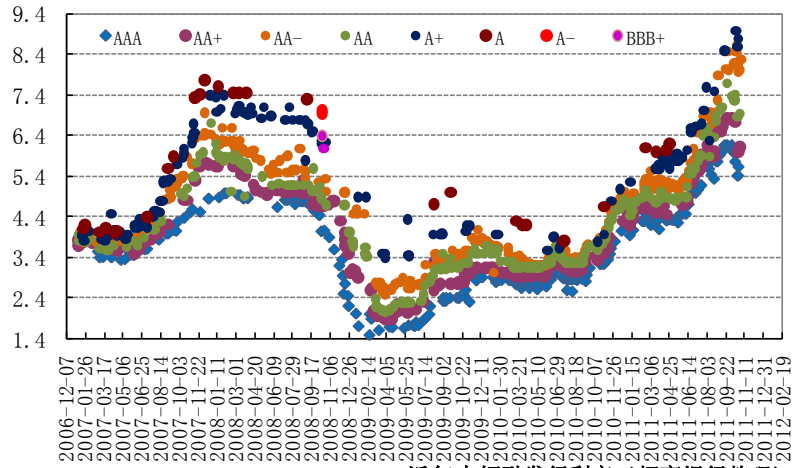
上周国债及金融债收益率均呈下滑趋势，国债下滑幅度较大的主要集中在 2 年以内短端，幅度在 17-19BP 之间，3 年以上长端也有 6-13BP 的跌幅；金融债方面，受 5 年国开债发行创新低的影响，现券市场 5 年金融债大幅下滑 18BP。此外，7 年以上中长端下滑幅度在 13-15BP 之间，3 年以下短端回落 9-12BP。



2.4 信用市场走势

信用市场方面，受资金面放宽的影响，信用市场收益率有所走低，短融中票成交均放量，AAA 及 AA+ 等高评级券种均出现全面性下行。1 年以内短融及中票下行幅度高达 21-28BP，2-7 年中票下

行幅度没有短端大，但幅度也达到 8-19BP。



三、 预测与展望

市场概况: 上周市场消息面平静, 经过 10 月份的快速上涨, 前两周盘整, 上周市场再度出现一波涨幅。虽然先后经历了汇丰及官方 PMI 的分歧及政策微调等消息的影响, 但短期内现券市场并未受特别大影响, 收益率整体重心下行的趋势并没有改变, 上涨-盘整-再上涨的格局并未改变。

基本面分析: 前期我们已经对经济增速、通胀及资金面进行回顾及分析, 我们认为, 未来的不确定性主要有两点: 一是通胀在年底及下年初节前的波动情况, 我们判断 CPI 在同比方面还将存在反弹的可能性; 二是政策微调的空间有多大, 虽然从目前公开市场的操作看, 央行对年内市场资金面还将维持适度宽松及平稳的局面, 但影响整体资金格局的更多的依然是信贷投放。目前信贷已经有定向放松的迹象, 不出意外的话, 应该可以看到 11-12 月份的新增信贷已经会出现小幅高增, 这将加大未来债市调整的概率。

有别于市场的观点: 从目前市场格局看, 需求对一级市场的拉动异常明显, 进而造成一级市场带动二级市场收益率接连走低的局面。但我们认为这种格局可能仅能存在于年末新发债大幅锐减而资金面又处于持续宽裕的时期。对前期涨幅较大的品种, 我们更强调防御甚于加大投资。如果明年供给复苏及银行信贷放开, 收益率能否持续维持在目前水平依然存在未知数。在投资品种上, 我们依然强调 3-5 年国债或 7-10 年金融债攻守兼备的配置机会。

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。