

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

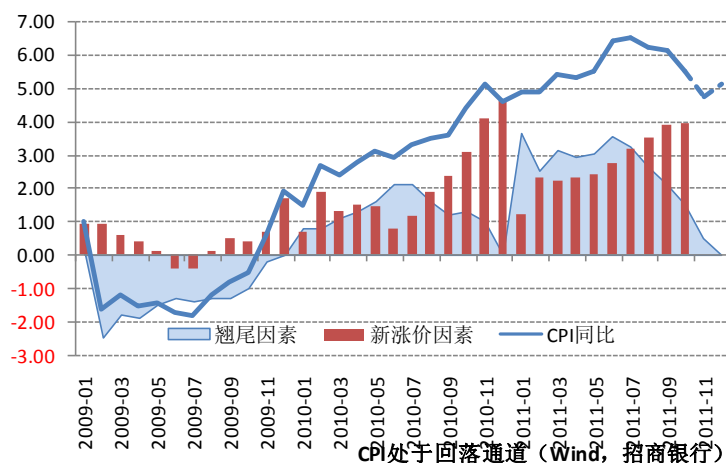
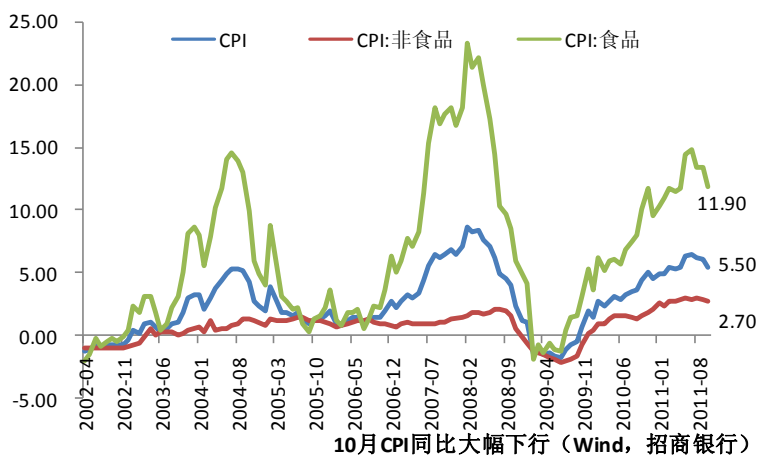
——未来收益率下行的空间还有多大？

- 上周 10 月份经济数据公布，显示“通胀+经济”双下行的局面还将延续，受 PPI 低于预期及房地产销售、新开工数据全面下行的影响，市场对未来通胀下行及经济放缓的预期更为强烈，同时在央票发行利率微调的影响下，市场对政策放宽的预期进一步强化。受此影响，市场需求踊跃，上周利率品种及信用品种收益率均进一步大幅下行，10 年国债失守 3.60%，3-5 年金融债也全面下行到 3.80% 以下的水平。
- 本轮牛市，驱动因素主要是经济基本面因素，但真正会对市场产生实质影响的还应归结到政策因素层面。市场对经济疲软及通胀下行的判断推动了政策预期的进一步放松，但这种预期还有待真正落实及实现。短期看，可以看到放松的方向有两个：一个是资金面，另一个是信贷层面。目前的市场正处于资金面已经放松但信贷尚未放开的阶段。资金尚未向实体经济流动，加上年末供给大幅缩水，供需极度失衡是导致债市收益率呈现持续下跌的主要原因。
- 那么未来收益率下行的空间还有多大？资金面虽然会延续宽裕，但对债市继续追涨的支撑动力已经不大，目前限制信贷的主要还是新增存款疲软及存贷比的限制，短期内政策面出现较大的放松性信号的可能性不大。那么除非央票发行利率能够获得实质下行，以及年末通胀下行到 4.5% 并推动利率政策预期进一步放松的情况下，未来短端下行的空间才能够被打开，否则，相对于当前的经济政策面来说，目前的收益率吸引力已经不大。

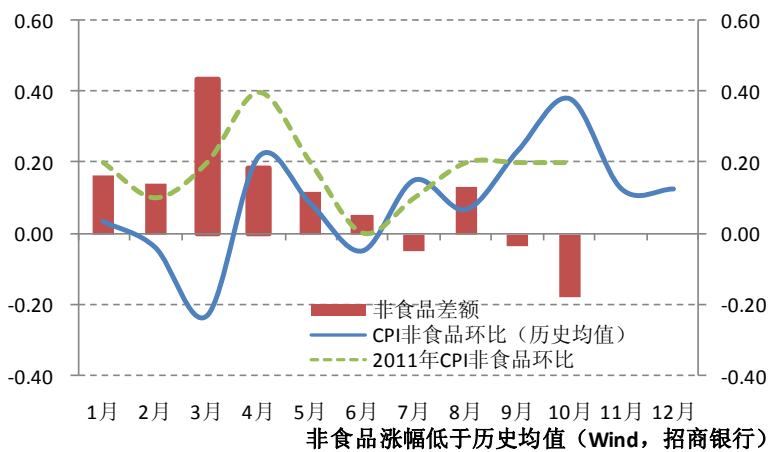
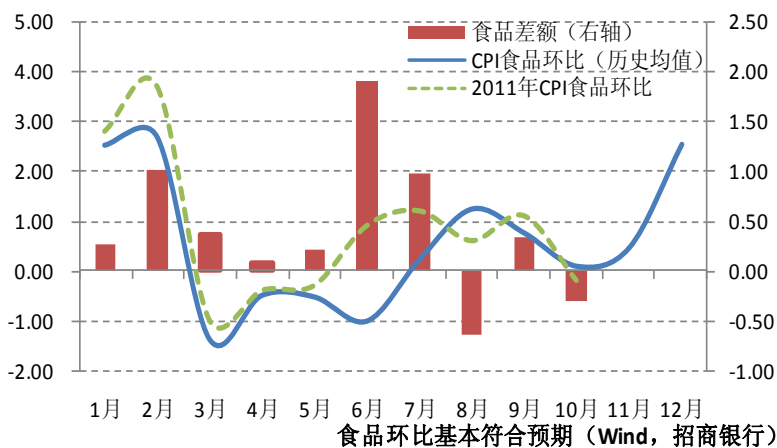
一、宏观经济分析及展望

1.1 通胀加速回落的趋势尚未稳固

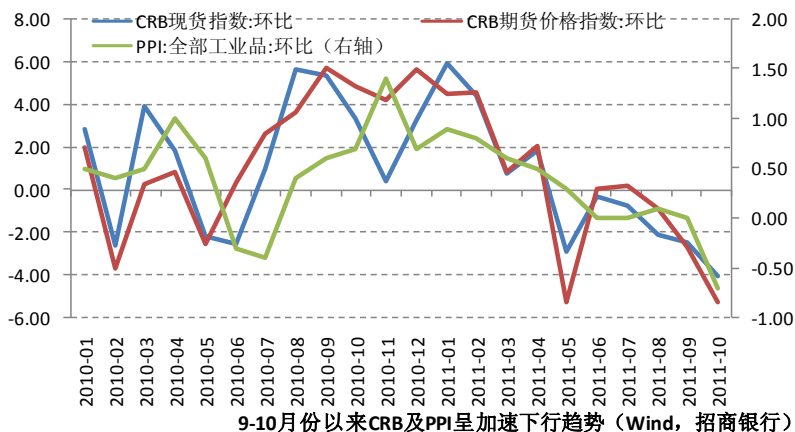
10月份CPI 5.5%，略低于我们5.6%的预期值，较9月份大幅下滑0.6个百分点。从原因看，除了翘尾因素回落0.6个百分点外，非食品价格涨幅放缓及食品价格的环比回落均值本次CPI下行较大的主要原因。

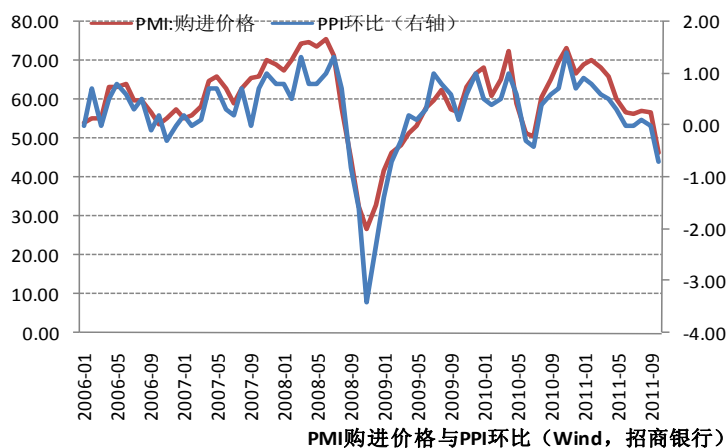


本轮通胀的下行，非食品价格居功至伟。从更能反映通胀实质性走势的环比趋势看，食品环比下滑0.2%，基本符合预期，也与历史上同期走势相一致（历年10月份的食品环比均呈下行趋势），但非食品价格上涨幅度大幅下降到0.2%，远低于历史均值，是造成本次CPI的降幅趋于加大的主要原因。

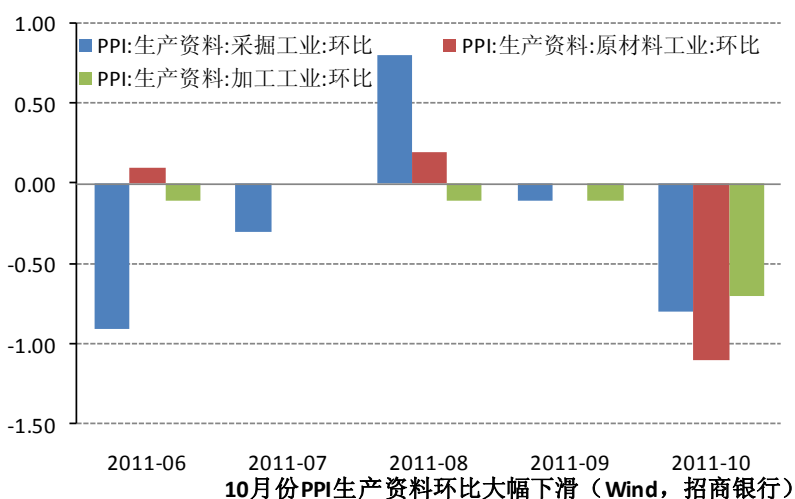


从PPI的走势也可以看出目前非食品价格的波动情况，自10月份以来，国际大宗商品出现加速下跌趋势，CRB现货及期货指数当月环比回落4.03%及5.25%，同时官方PMI购进价格指数(46.2)也出现10.4个点的下行，创下09年1月以来的最低值。





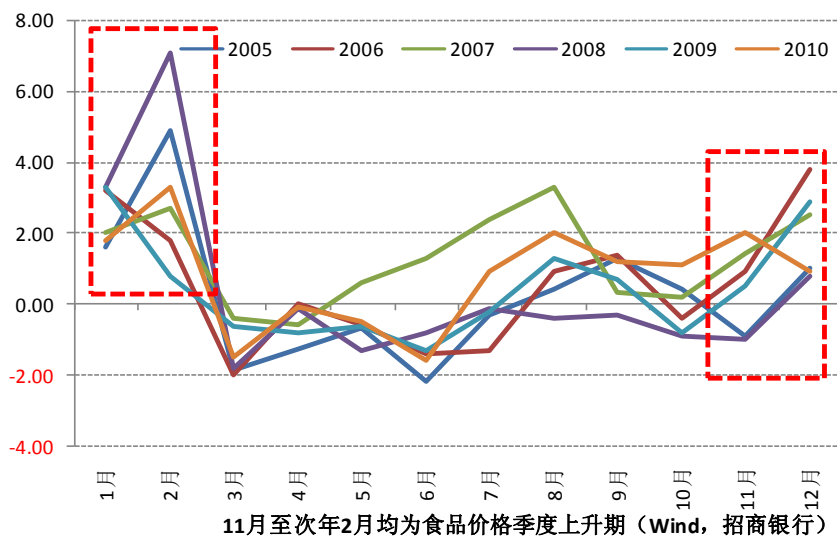
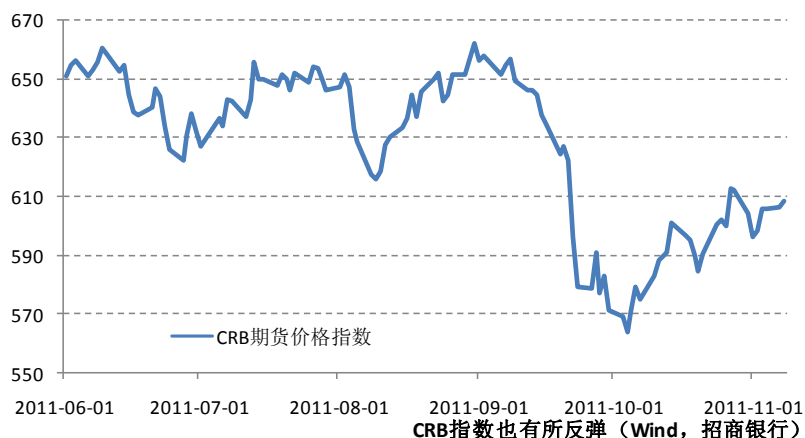
国际大宗商品暴跌是非食品价格下行的主要原因。从环比看，PPI 环比转正为负，主要源于生产资料的下滑（10 月份生产资料增速-0.8%，生活资料环比增速为 0），特别是原材料工业的增幅出现环比 1.1% 的负增长。这与国际大宗商品 9 月底 10 月初出现暴跌的情况相符。



11 月物价同比数据还将技术性下行。我们认为，11 月份 CPI 及 PPI 还将延续下行趋势，但贡献主要来源于翘尾的大幅下滑。从环比方面看，不确定性要大的多。目前非食品价格的大幅下滑主要源于 9 月底 10 月初的国际大宗商品暴跌，但目前部分商品已经出现企稳回升的情况，原油价格已经重回 95 美元的高位，超过了 8-10 月份的平均值，而 CRB 指数近期也出现的小幅反弹。这表明 11 月份非食品价格环比很可能会再度反弹。

而食品方面，虽然 10 月份食品价格出现下行，但从季度因素看，10 月份 11 月份食品将开始出现加速上涨的迹象，12 月份环比涨幅

将进一步扩大，从11月至次年2月份均为食品价格的涨幅高峰期，我们判断未来食品价格难以延续负增长态势。



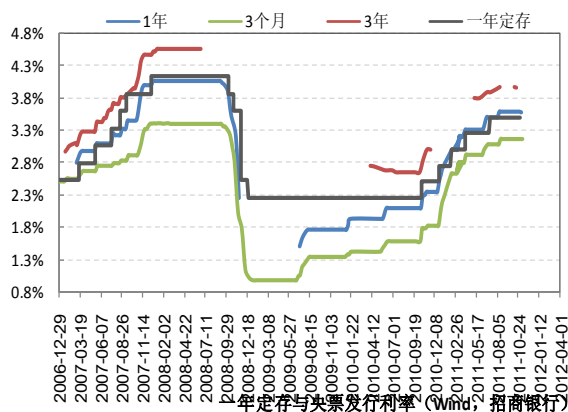
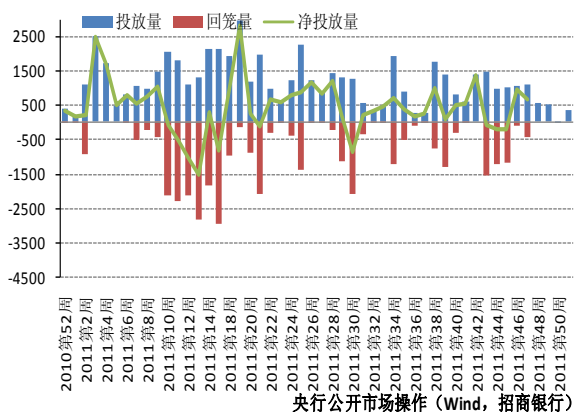
对于未来 CPI 的走势，我们判断，11 月份受翘尾的下行，CPI 同比有很大概率将破 5.0%，我们预计可能将在 4.8%左右的水平波

动，但12月份开始受食品季度回升的影响，CPI很可能出现反弹走势。12月至明年的春节期间，通胀依然还会出现反复的可能性，而CPI的回落幅度也不会特别快，本次CPI及PPI大幅下滑尽管有实际价格回落的因素在里面，但实质性的环比下滑幅度并不大，目前通胀的回落较大部分原因属于季度性因素及翘尾等技术原因，实质性的回落还需等到明年1季度末才可能实现。

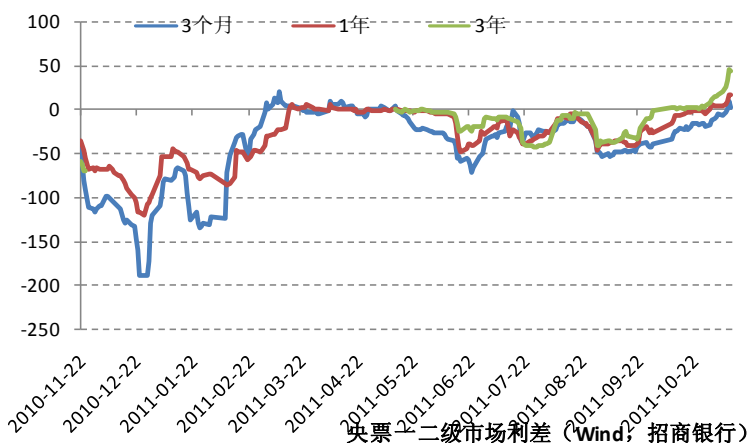
二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净投放资金 670 亿，其中到期资金 1090 亿，央票发行 120 亿。正回购操作 300 亿，同时 1 年期央票再度下行 1BP 至 3.57%。



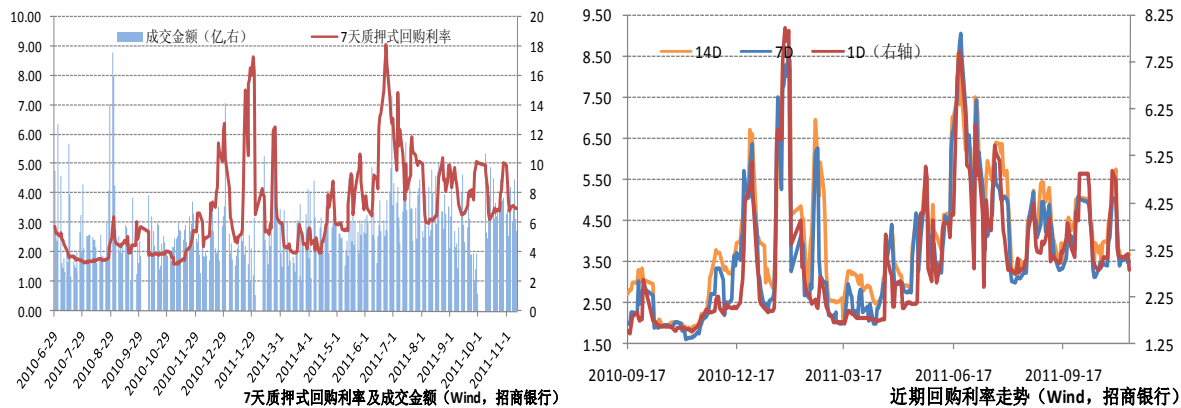
上周 1 年期央票重蹈 3 年期央票的覆辙，发行收益率小幅下行 1BP，从原因上看，我们认为依然是需求的推动，受资金宽裕的影响，加上年底利率品种发行频率大幅减少，3 年期央票停发，本次 100 亿 1 年期央票发行利率再度被动下行。但是，这也说明目前央行在对待央票发行利率上态度并没有那么坚决，否则，通过加大发行量或采取数量招标也可以稳定当前的利率水平。



2.2 资金面及货币市场

上周资金面依然平稳，尽管收益率近期出现大幅下降，但各期限回购利率波动幅度不大，7 天回购基本稳定在 3.4-3.5% 左右的水平震荡。这将限制了机构对杠杆的进一步使用，但另一方面，也可以

认为目前的资金面对未来收益率进一步走低的支撑已经大幅减弱。

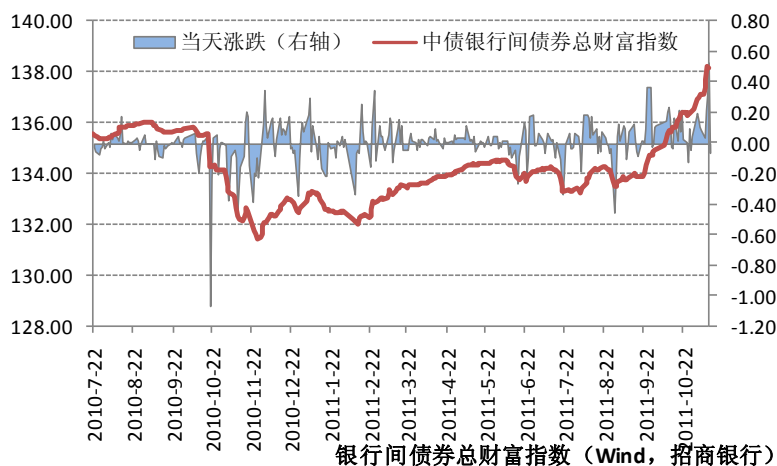


	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	3.0900	3.4983	5.0775	5.7043	3.1020	3.5003	3.6238
当周最高	3.1254	3.5683	4.9242	5.7221	3.1399	3.5814	3.6800
当周最低	2.8233	3.4767	4.5358	5.6542	2.8337	3.4808	3.6222
当周收盘	2.8233	3.5000	4.5358	5.6542	2.8337	3.5049	3.6711

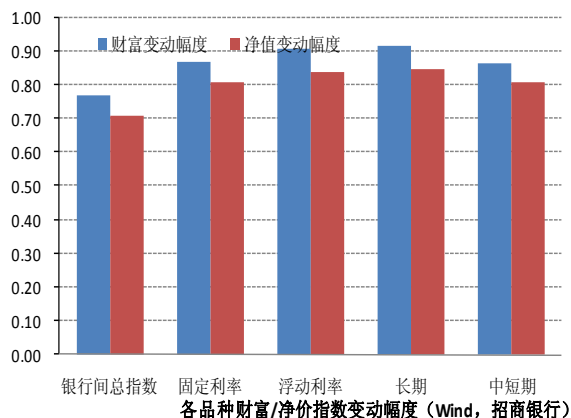
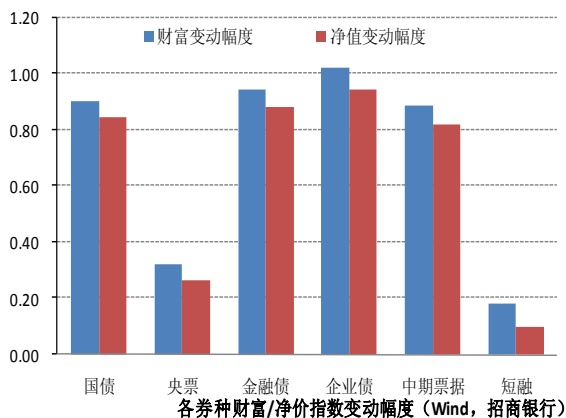
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行的 50 年超长期国债最终中标利率 4.33%，基本上与市场预期相符，由于需求主要来源于保险等投资户，认购倍数为 1.52。

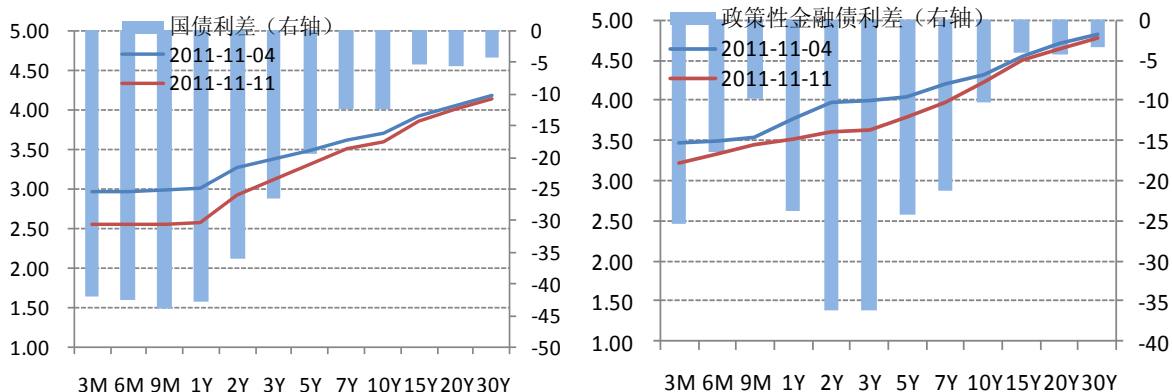
周四发行的 3 年固息农发债，中标利率 3.58%，再次大幅走低，大幅低于此前 3.8% 的预期值，并进一步引发现券市场收益率下行，投标倍数约为 2.67 倍，显示市场需求依然火爆。



现券市场方面，周二央票发行利率再度下行 1BP 对市场提供进一步支撑，交投兴趣有所提振，中短期品种收益率出现一波下行趋势，收益率曲线陡峭化下行。周三受 PPI 低于预期及房地产投资数据下滑的影响，市场买入兴趣显著增加，收益率再度大幅下行，10 年国债（110019）一度被 taken 到 3.58%。周四周五又受 3 年农发债发行利率大幅低于预期，进出口数据不乐观以及意大利债务风险上升的影响，债券做多情绪继续上升，现券收益率再度出现一波下行走势。从整体估值看，除了央票及短融涨幅较小外，各品种均呈大幅普涨态势。

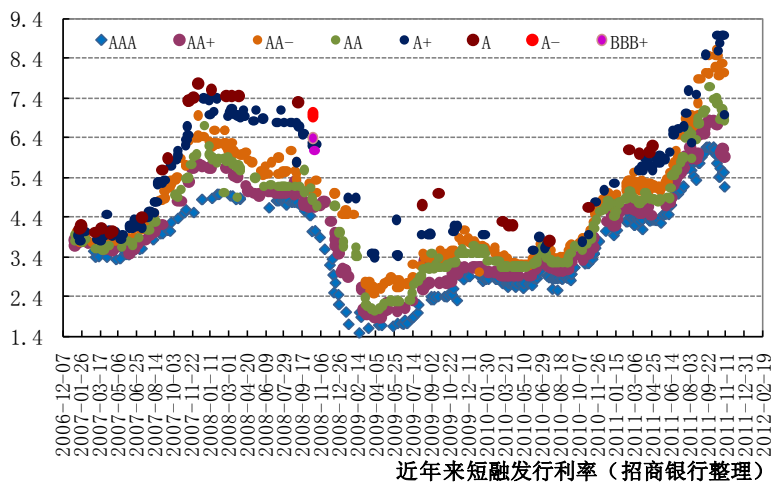


上周国债收益率呈陡峭性下行的趋势，1 年以内短端整体下行 42-44BP，3-5 年期限下行 19-27BP，7 年以上长端下滑幅度有所减弱，在 6-13BP 之间；金融债方面，受 3 年农发债发行利率大幅走低的影响，2-3 年现券品种整体下行 36BP，此外，3 个月、1 年、5 年及 7 年等重点期限品种下行幅度均在 21-25BP 之间。

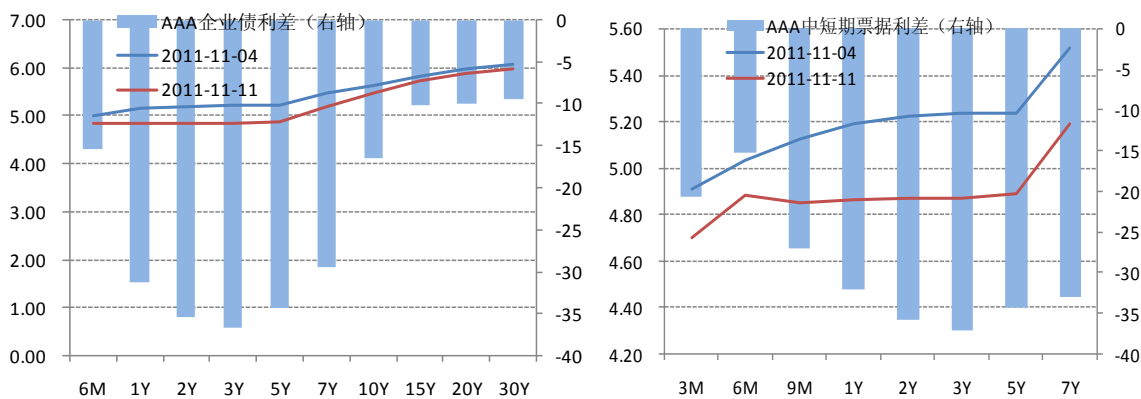


2.4 信用市场走势

信用市场同样买盘活跃，交投兴趣较强，收益率继续快速走低，短融及中票收益率均出现较大幅度的回落，但各期限下行幅度有所分化。1年以内短融及中票下行跨度达到15-32BP，2-7年中票下行幅度较为集中，在33-37BP之间。



近年来短融发行利率（招商银行整理）



三、 预测与展望

上周 10 月份经济数据公布，显示“通胀+经济”双下行的局面还将延续，受 PPI 低于预期及房地产销售、新开工数据全面下行的影响，市场对未来通胀下行及经济放缓的预期更为强烈，同时在央票发行利率微调的影响下，市场对政策放宽的预期进一步强化。受此影响，市场需求踊跃，上周利率品种及信用品种收益率均进一步大幅下行，10 年国债失守 3.60%，3-5 年金融债也全面下行到 3.80% 以下的水平。

本轮牛市，驱动因素主要是经济基本面因素，但真正会对市场产生实质影响的还应归结到政策因素层面。市场对经济疲软及通胀下行的判断推动了政策预期的进一步放松，但这种预期还有待真正落实及实现。短期看，可以看到放松的方向有两个：一个是资金面，另一个是信贷层面。目前的市场正处于资金面已经放松但信贷尚未放开的阶段。资金尚未向实体经济流动，加上年末供给大幅缩水，供需极度失衡是导致债市收益率呈现持续下跌的主要原因。

那么未来收益率下行的空间还有多大？ 资金面虽然会延续宽裕，但对债市继续追涨的支撑动力已经不大，目前限制信贷的主要还是新增存款疲软及存贷比的限制，短期内政策面出现较大的放松性信号的可能性不大。那么除非央票发行利率能够获得实质下行，以及年末通胀下行到 4.5% 并推动利率政策预期进一步放松的情况下，未来短端下行的空间才能够被打开，否则，相对于当前的经济政策面来说，目前的收益率吸引力已经不大。

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。