

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

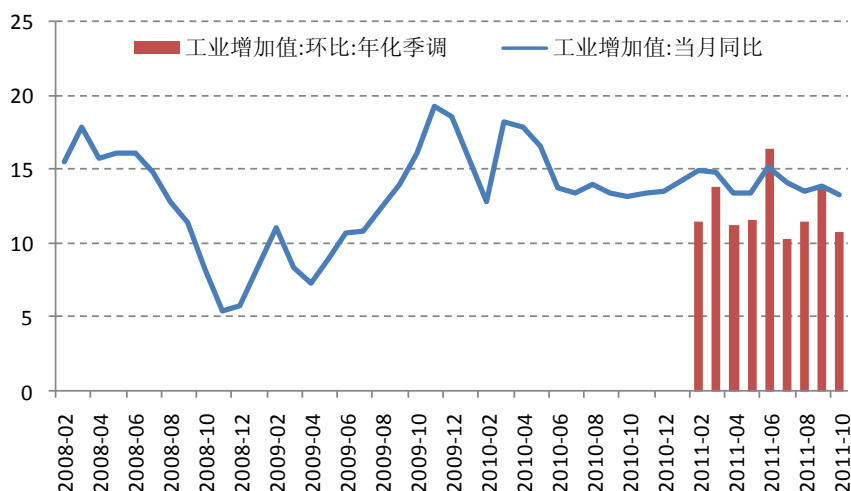
——阶段性底部还是蓄势待发?

- 上周市场如我们预期出现调整，全周以获利盘为主导。尽管1年期央票发行利率下调到了3.4875%，略低于1年定存的水平，给予市场更多想象的空间。但利好消息并没有对市场提供强的做多动力，从市场反映看，在获利回吐的压力下，收益率略有上升，表明短期内市场已经缺乏做多动力。如无新的实质性支撑动力或政策出台，目前的收益率难以再度下行。
- 本周央票发行利率很可能将是决定短期债市走势的关键因素。如果收益率再度下行至3.40%附近，市场对降息的预期就会开始上升，这将为短端收益率的下降打开空间。但是如果站在利率政策暂时不会下调的预期上，那么维持支撑债市再继续走强的动力就只能寄希望于存准率等数量型政策的进一步放松。
- 从央行发布的第三季度货币政策执行报告上可以看出，央行的政策重心已经从二季度的“把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，转变为三季度“以加快转变经济发展方式为主线”，政策转向的信号已经较为明确。但目前市场对存准率政策是否会马上放松的分歧较大。我们倾向于除非政策的进一步放松，否则短期内的债市收益率将是阶段性底部。

一、宏观经济分析及展望

1.1 外需的冲击将远大于内需

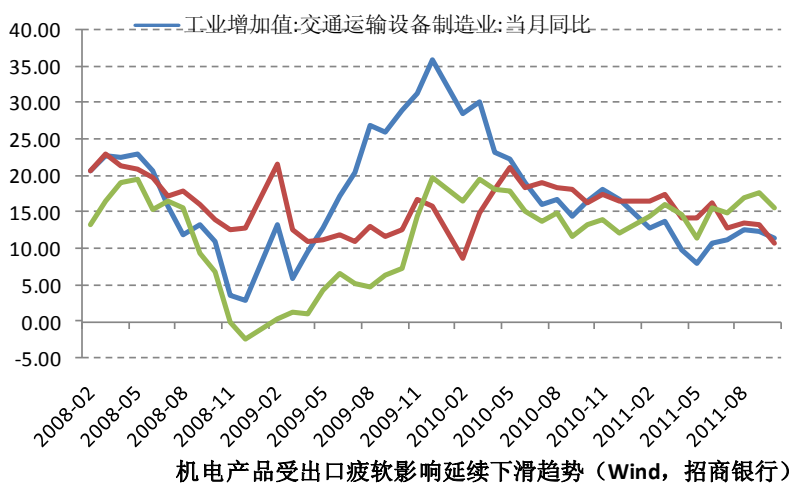
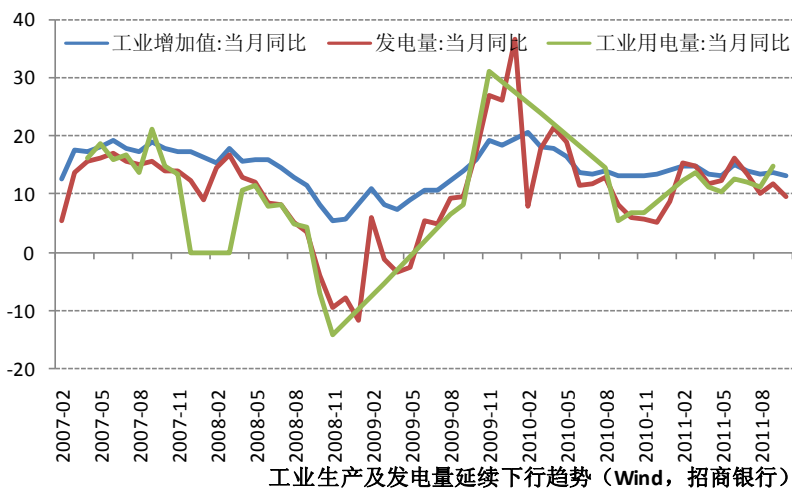
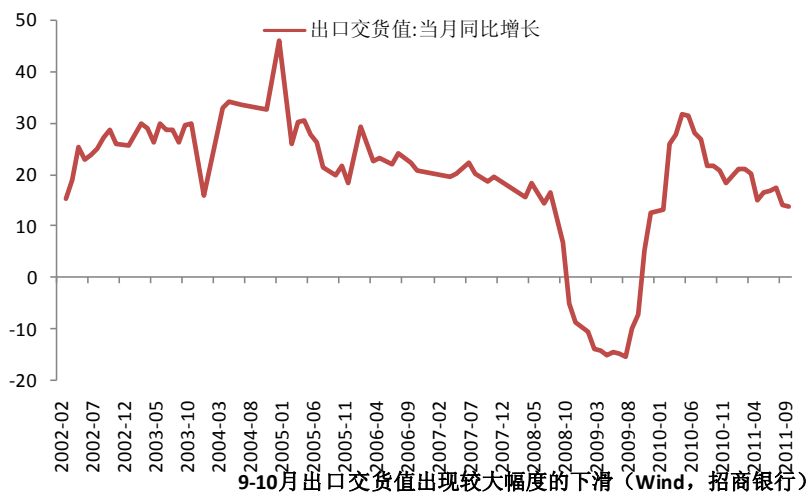
尽管 10 月份的工业增加值同比及环比均出现下行趋势，但我们认为，经济下行幅度并非那么悲观，相反，内需方面走势一直想对平稳，短期内我们认为最大的不确定性是在外需大幅疲软的冲击及房地产行业去库存对上下游的影响上。

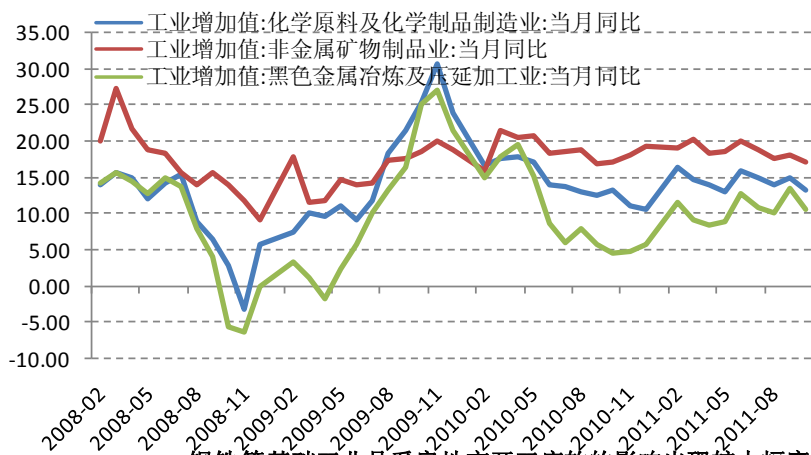


10月工业增加值同比及环比均出现小幅下行 (Wind, 招商银行)

从工业生产的明细数据看，10月以来的发电量数据进一步下行，除了煤电紧张等因素外，工业生产的放缓也是原因之一。此外，机电产品受外贸疲软的影响，钢铁等工业基础产品受房地产开工大幅锐减等需求的影响，均出现不同程度的下行。由于工业增加值一般为经济的同步指标，反映出最终经济产出的增速，这表明目前的经济下行的趋势依然在延续。从原因上看，工业产出下滑的原因主要源于需求的下滑，尤其是外需对终端产出的影响。

10月份的出口交货值延续下行趋势，同时产销率也出现一定幅度的下滑，显示需求的减弱是导致最终工业生产增速下行的主要原因。

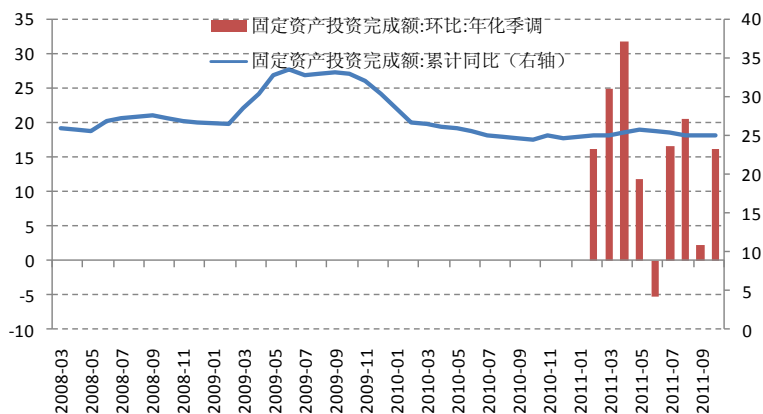




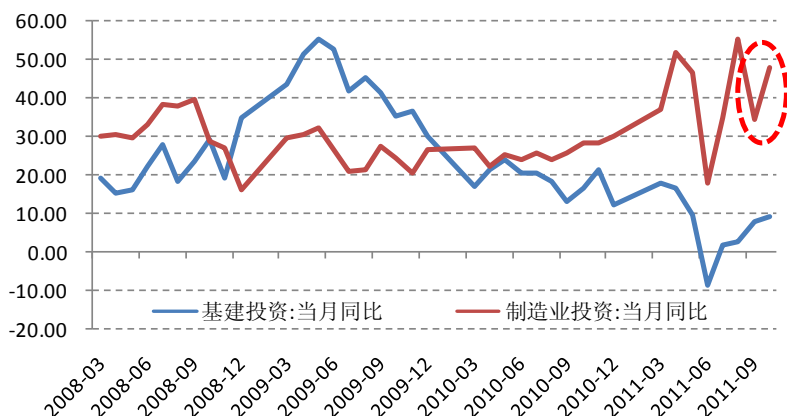
钢铁等基础工业品受房地产开工疲软的影响出现较大幅度的下滑 (Wind, 招商银行)

从三驾马车的动力看，内需的情况远远好于外需，也并没有市场预期预期的那么悲观。固定资产投资呈现同比持平环比加速增长的趋势。

虽然房地产对投资的支撑有所减弱，但受基建投资加速的影响，固定资产投资增速依然维持在较高的水平，这表明目前的内需依然稳定，同时从资金来源上看，国家预算内资金在10月份出现较大幅度的增长，与基建投资的加速增长相匹配，显示国家预算资金有所放开，这将对未来因房地产下滑产生的缺口提供一定的补充。

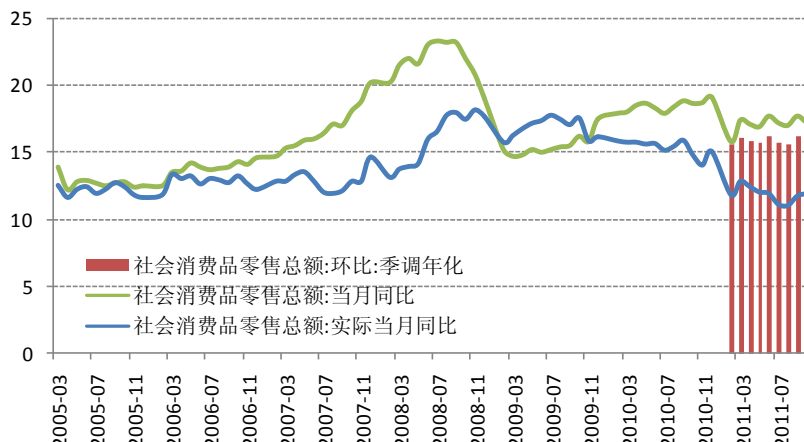


10月份固定资产投资同比持平环比加速增长 (Wind, 招商银行)

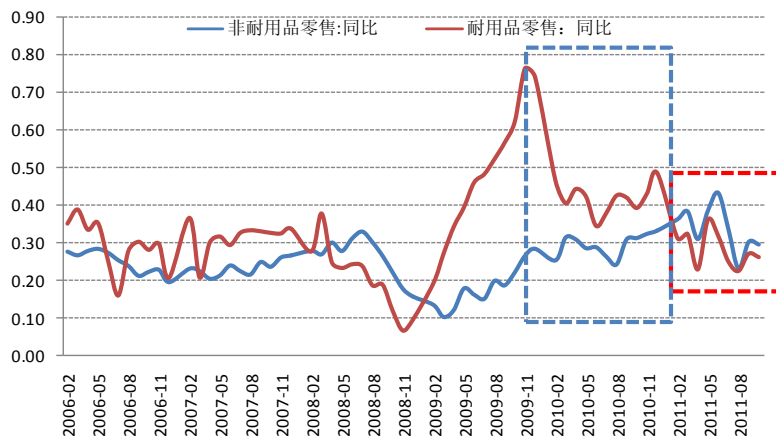


基建投资加速是推动固定资产投资维持高速增长的主要原因 (Wind, 招商银行)

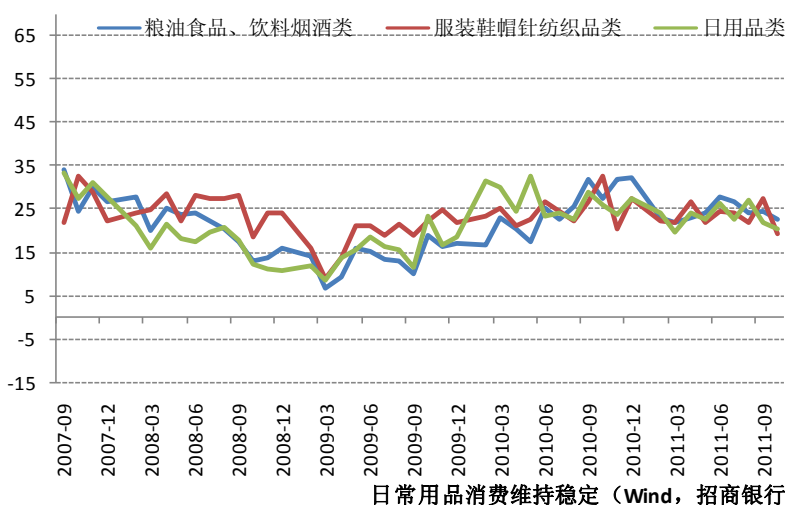
10月份零售消费虽然出现小幅下滑，但是受物价加快下行的影响，实际零售消费增速依然延续加速增长的态势，环比增速也延续稳定趋势，诸如食品、日用品等日常消费依然维持稳定，表明目前内需零售方面并没有过多受到国外市场动荡的影响。



名义消费小幅下降但实际消费有所抬升 (Wind, 招商银行)

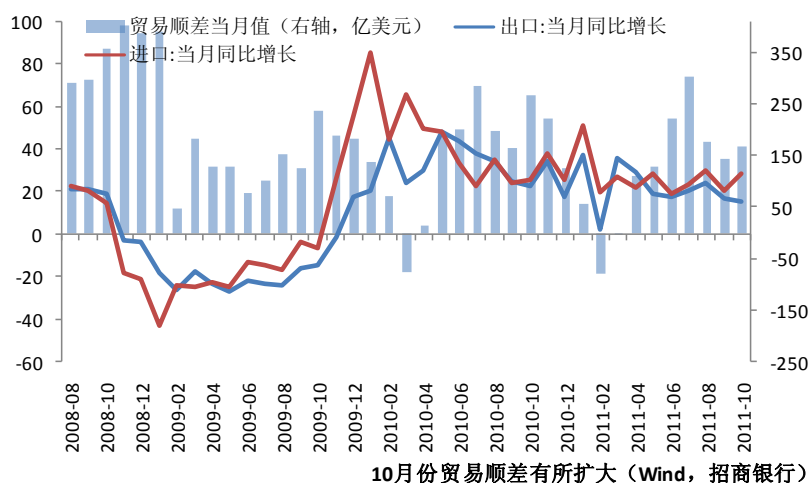


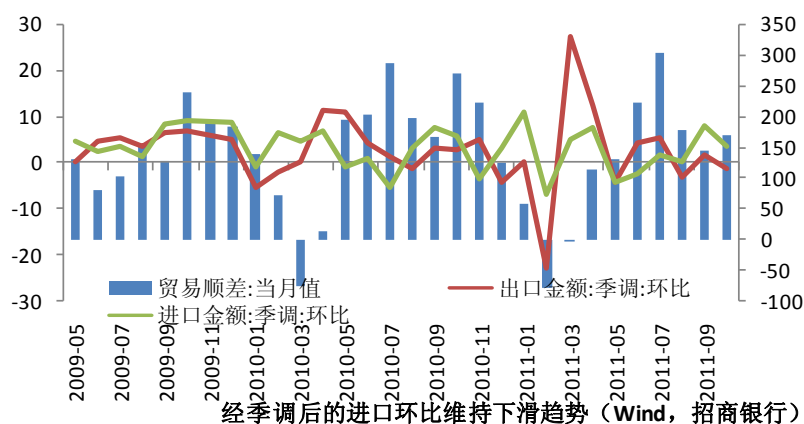
耐用品/非耐用消费增速趋于一致 (Wind, 招商银行)



目前值得关注的问题主要有两个：一个是外围需求下滑对经常账户造成的冲击；二是国内房地产政策延续调控对房地产开发投资及其上下游产业链的影响。

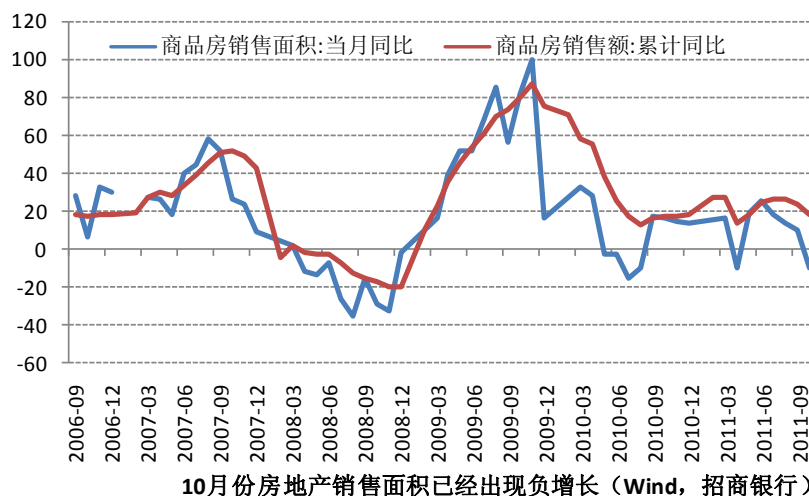
从进出口看，10月份虽然贸易顺差略有增长，但主要源于进口的下滑幅度高于出口，从环比季调后的数据看，出口出现负增长，而进口也延续大幅下挫的趋势，表明未来的外贸前景并不乐观。从10月份制造业 PMI 显示出来的信息看，新出口订单已经处于萎缩区间，且其下滑幅度远大于新订单幅度，显示外需遇冷情况大于内需，我们判断外需不振对中国经济的拖累在明年上半年还将持续。

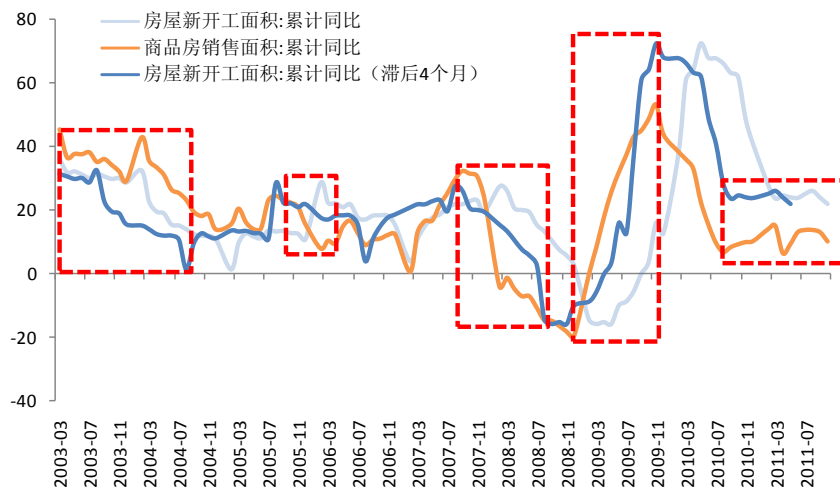




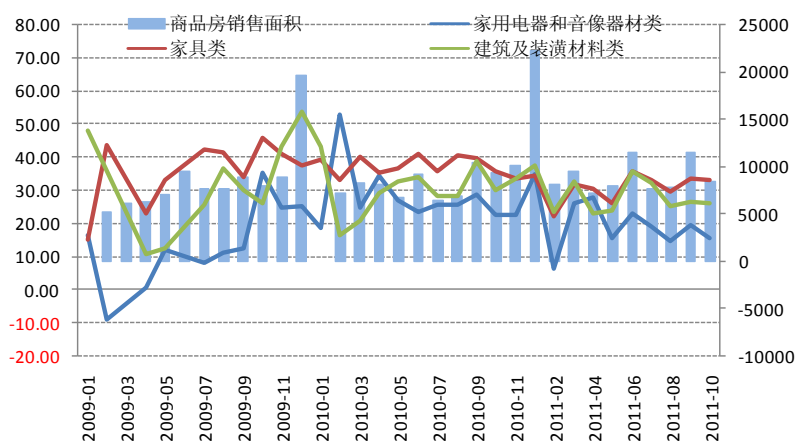
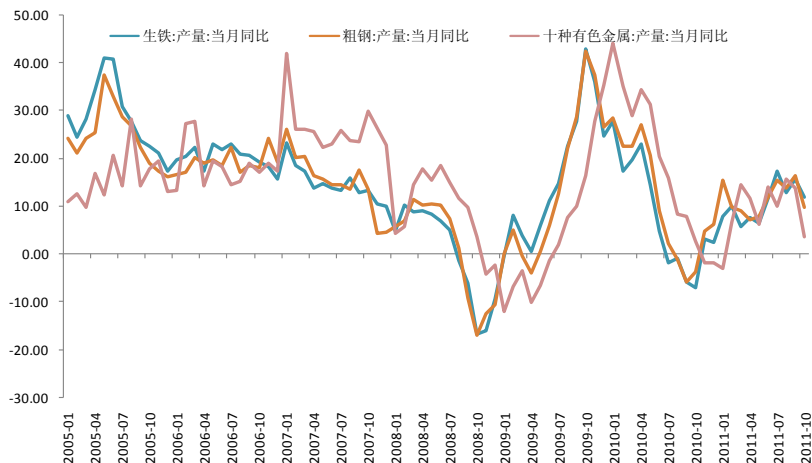
而对于房地产开发投资而言，10月份商品房销售额出现较大幅度的下滑，单月商品房销售面积更是出现负增长。由于近期政策层多次强调未来房地产调控基调不会发生改变，销售的下滑预计还将对房地产开发产生进一步的影响。从领先指标看，自9月份以来，新开工面积增速已经下行到个位数，这将加速未来房地产施工面积的下滑。

从近期工业增加值及零售消费均可以看到房地产行业对上下游产业链的影响已经开始进一步显现。上游钢铁、有色金属等基础材料均已经出现一定幅度的下滑；同时房地产销售的疲软也对建筑装潢、家具及家电等消费产生不利影响。我们认为到明年1季度，房地产开发投资增速将出现更大幅度的下行，并进一步拉动上下游产业链出现连锁下滑的趋势。





房地产“销售”领先于“开发”4-6个月 (Wind, 招商银行)

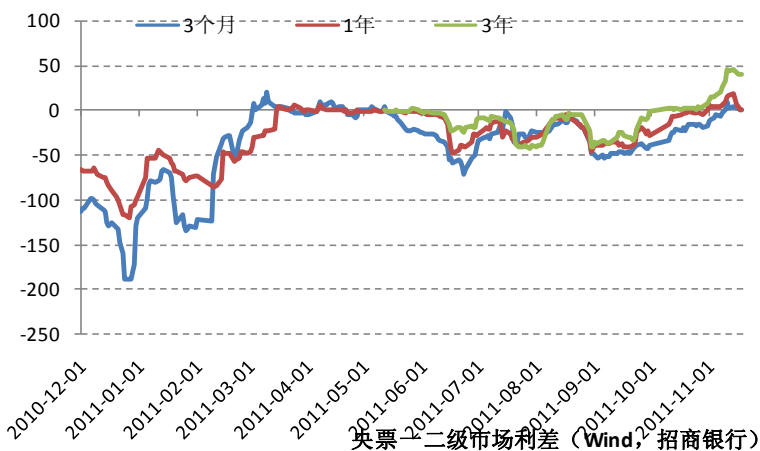
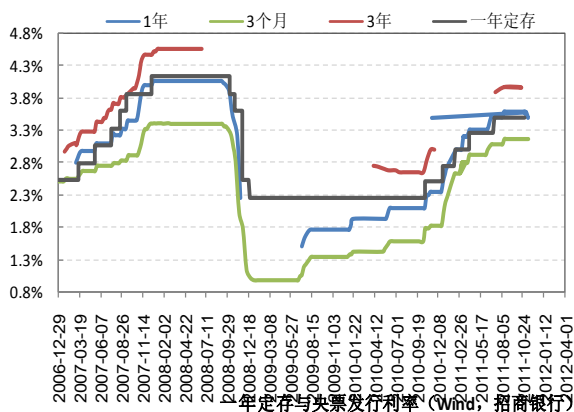
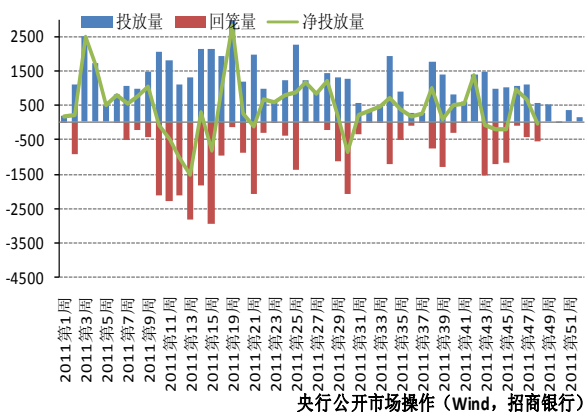


房地产销售疲软带动下产业零售消费出现下滑 (Wind, 招商银行)

二、债市回顾及展望

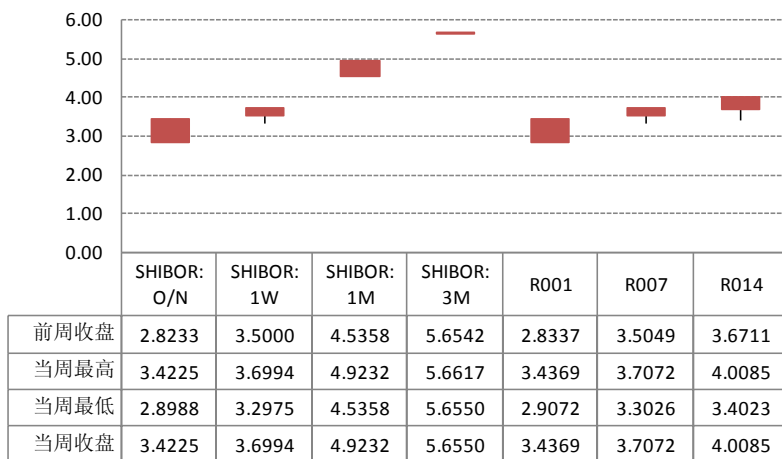
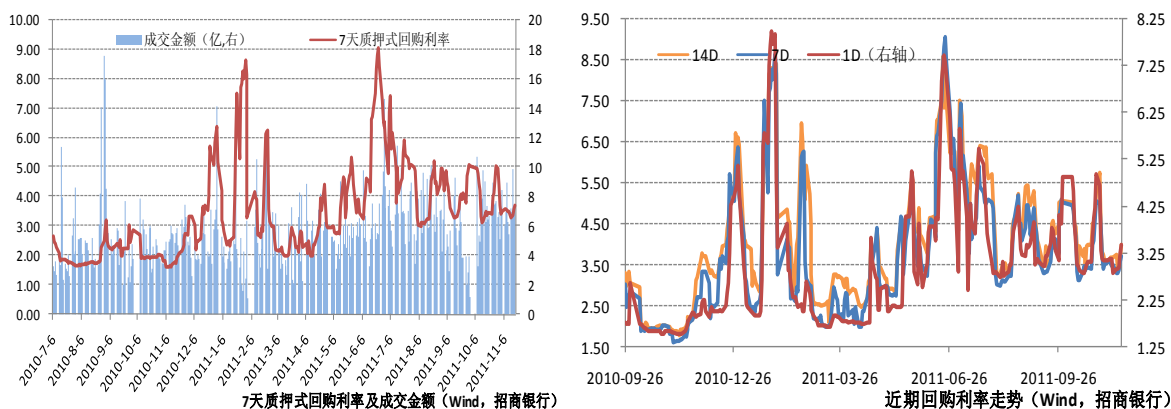
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场小幅回笼资金 20 亿，其中到期资金 560 亿，央票发行 580 亿，无正回购操作。同时 1 年期央票再度下行 8.5BP 至 3.4875%。



2.2 资金面及货币市场

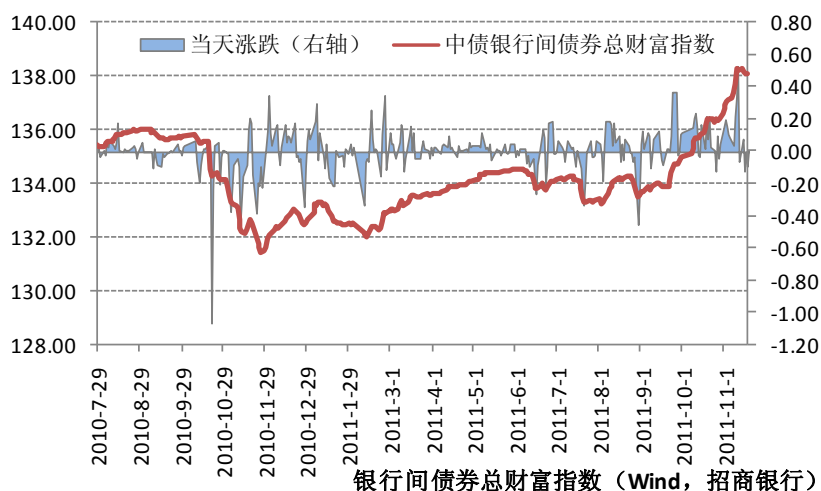
上周管临近周末时点资金面有所收紧，隔夜及 7 天回购各回升 60 及 20BP 至 3.44% 及 3.71%，并进而引起一波减持及获利盘，但我们判断这波资金面紧张不会持续太长。在政策面逐步放松的大预期下，随着市场预期 12 月份财政存款净投放的到来，资金面不会出现较大的波动空间。



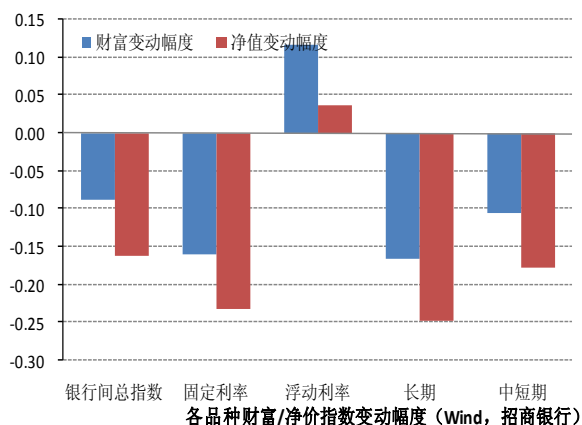
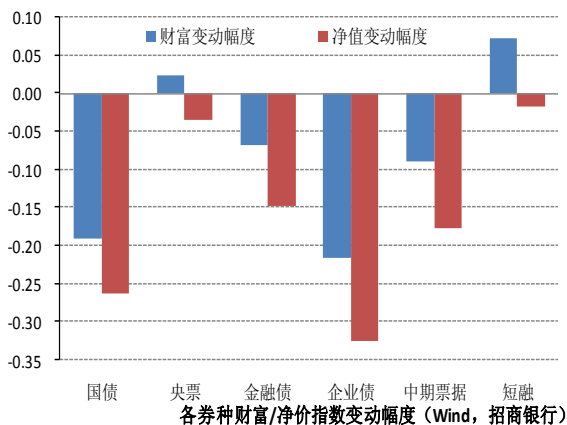
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行一期 10 年国债及 4 期地方市政债。从收益率看，10 年期国债中标利率 3.57%，基本符合市场预期，认购倍数为 1.52 倍，不温不火。市政债方面，由于首次发行，市场普遍估计收益率大概较同期限国债上浮 5-10BP 左右，最终上海市政府地方债 3 年期和 5 年期中标利率分别为 3.10% 和 3.30%。而广东债 3 年及 5 年品种中标利率也分别为 3.08% 及 3.29%，均低于市场预期，中标及认购更多的是受非市场因素的影响，认购倍数更是高达 6.4 以上的高位。

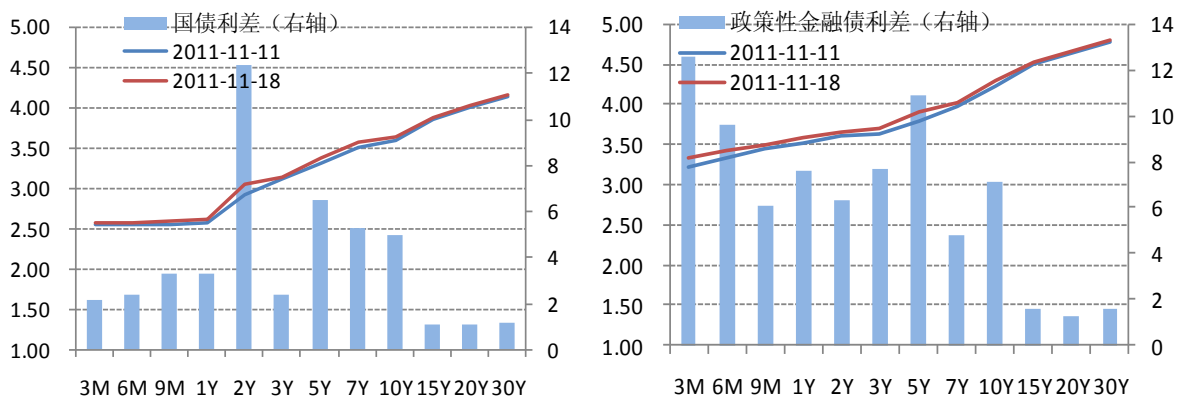
金融债方面，上周发行了 3 期金融债，分别为两期口行固息债（剩余期限为 10 个月及 7 年）及一期国开定存浮息债。从发行利率看，两期固息债发行利率分别为 3.4357% 及 3.83%，均低于市场预期，认购倍数分别为 1.52 倍和 1.95 倍，并没有如前期一样引起市场热捧，我们认为原因主要是由于市场认为当前收益率下行的空间有限，对投资者吸引力已经不大所致。



现券市场方面，周二虽然央票发行利率出现实质性下调以及口行两期债券中标利率低于预期，但市场出现获利回吐的迹象，在部分获利盘的抛压下，收益率出现小幅回升。周四开始，资金面小幅收紧，推动获利盘减持动力，收益率继续小幅上升。全周看，市场观望氛围较浓，对后市观点也出现分歧，央票及短融估值延续上涨，但国债、企业债出现较大幅度的回调。此外，长端调整幅度大于中短端，浮息估值延续上涨而固息下滑，整体银行间总指数出现下行。

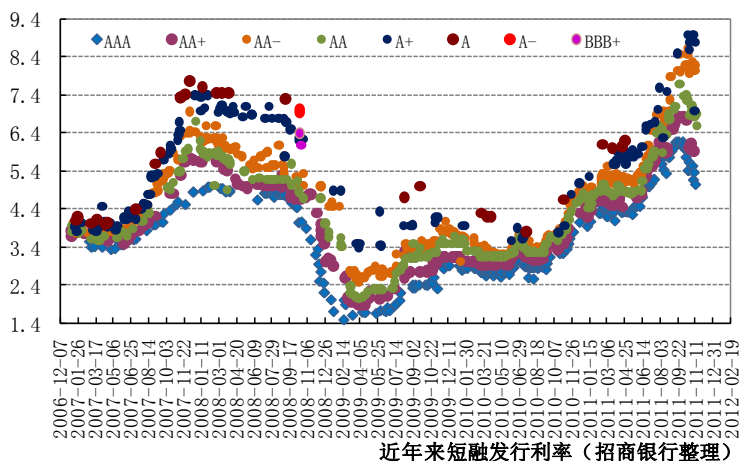


上周国债及金融债收益率均出现调整。国债2年期上行12BP，5-10年中长端也有5-6BP的涨幅；金融债方面，10年以内收益率均呈普涨趋势，1年以内短端上涨6-13BP，2-5年上涨6-11BP，7-10年长端也有5-7BP的涨幅。

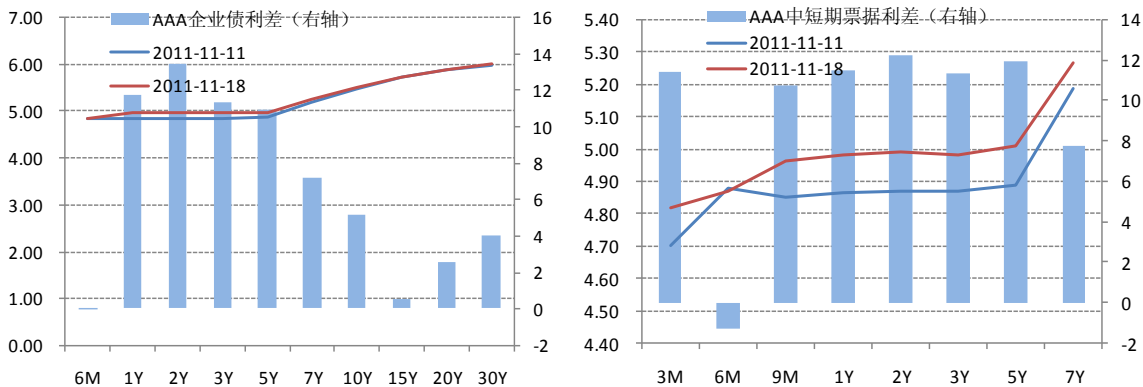


2.4 信用市场走势

上周信用市场主要以获利盘主导，成交量萎缩，收益率上行。市场投资氛围谨慎，以观望为主，各期限收益率均呈普涨态势，1-5年短融及中票涨幅达到 11-12BP。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

上周市场如我们预期出现调整，全周以获利盘为主导。尽管 1 年期央票发行利率下调到了 3.4875%，略低于 1 年定存的水平，给予市场更多想象的空间。但利好消息并没有对市场提供强的做多动力，从市场反映看，在获利回吐的压力下，收益率略有上升，表明短期内市场已经缺乏做多动力。如无新的实质性支撑动力或政策出台，目前的收益率难以再度下行。

本周央票发行利率很可能将是决定短期债市走势的关键因素。如果收益率再度下行至 3.40% 附近，市场对降息的预期就会开始上升，这将为短端收益率的下降打开空间。但是如果站在利率政策暂时不会下调的预期上，那么维持支撑债市再继续走强的动力就只能寄希望于存准率等数量型政策的进一步放松。

从央行发布的第三季度货币政策执行报告上可以看出，央行的政策重心已经从二季度的“把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，转变为三季度“以加快转变经济发展方式为主线”，政策转向的信号已经较为明确。但目前市场对存准率政策是否会马上放松的分歧较大。我们倾向于除非政策的进一步放松，否则短期内的债市收益率将是阶段性底部。

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。