

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjliu@cmbchina.com

报告摘要:

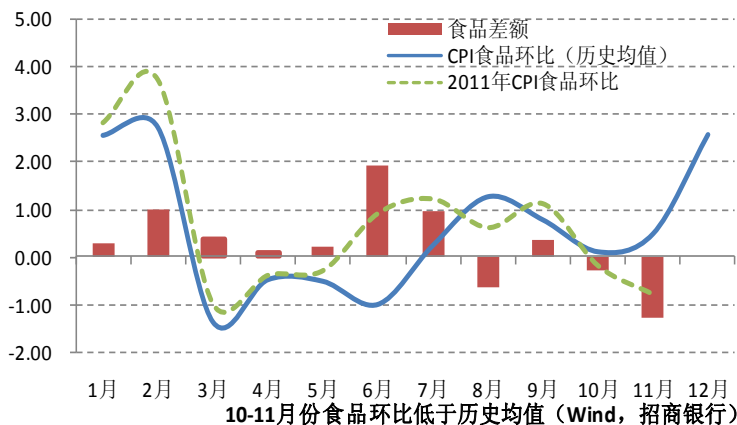
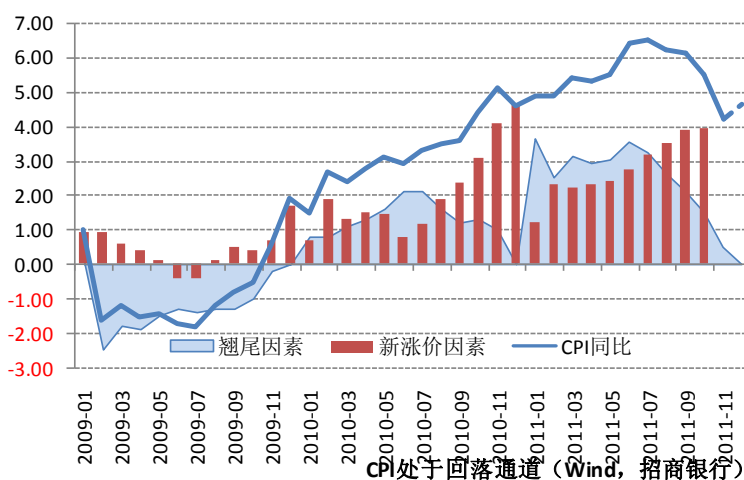
——配置步伐不宜过快

- 上周出台的宏观经济数据依然延续下调趋势，显示经济基本面对债市的支撑依然持续。但我们判断，对经济放缓及通胀下行的预期基本上已经被市场所接受，除非其放缓速度超预期，否则短期内很难形成债市收益率下行的直接动力。未来债市进一步走强，还得依靠政策面的推动，而这也是市场目前关注的主要方向。
- 中央经济工作会议召开在即，市场普遍呈观望态度，受此影响，上周交投氛围谨慎，收益率并未发生明显变动，市场重回震荡局面。短端收益率受央票发行利率维稳的影响，出现小幅上涨，长端波动幅度不大。
- 另一方面，上周存准下调释放资金后，回购利率依然无法突破 3.0-3.5% 的区间，反映出超储率虽然有所提高，但由于近期外部流动性急剧减少，人民币连续 6 个交易日触及跌停，预计 11 月份外汇占款增量依然表现疲软，从而对冲了本轮数量型放松的效果。我们判断，12 月底财政存款的投放有望推动资金成本的进一步下行。
- 短期内应关注的两个方面：
 - 1、**央票发行利率下调 or 停发？**未来两周公开市场到期量锐减，除非央行希望大规模回笼资金，否则，利率下调或停发的可能性较大。下调的话，未来债市还将延续“牛市增陡”行情；但如果是停发的话，说明央行不希望过度引导债市对政策放松的预期，尤其是利率政策的变动短期内出台的可能性降低，债市出现盘整的可能性比较大；
 - 2、**CPI 食品价格的走势。**虽然 11 月份食品价格延续环比负增长态势，但从 11 月中旬开始，鲜菜价格已经开始企稳反弹，从商务部数据看，目前鲜菜价格连续四周出现快速反弹，如果未来持续，那么 12 月至明年 2 月份的 CPI 将出现一定幅度的反弹，并影响明年全年的新涨价因素。

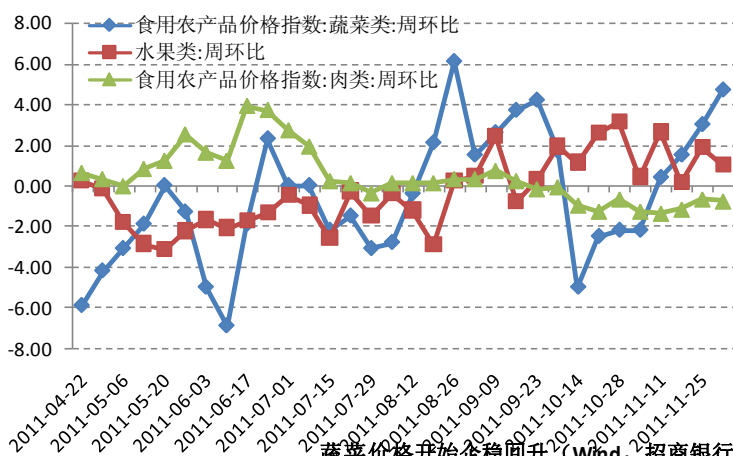
一、宏观经济分析及展望

1.1 11月份宏观数据公布

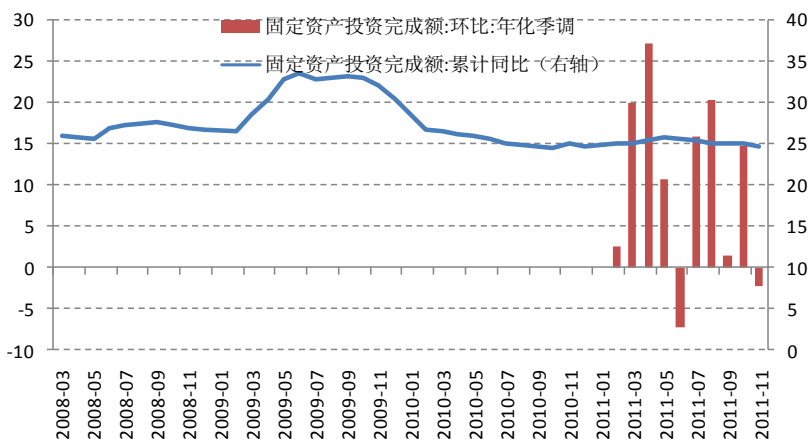
警惕食品价格的反弹。11月CPI同比为4.2%，落于我们4.2-4.3%的预测区间的下限，较10月份下降了1.3个百分点。从下滑动力看，翘尾因素贡献了其中的1个百分点，其余贡献主要来源于食品的反季度性负增长。但值得关注的是目前的食品价格已经出现企稳反弹的迹象。



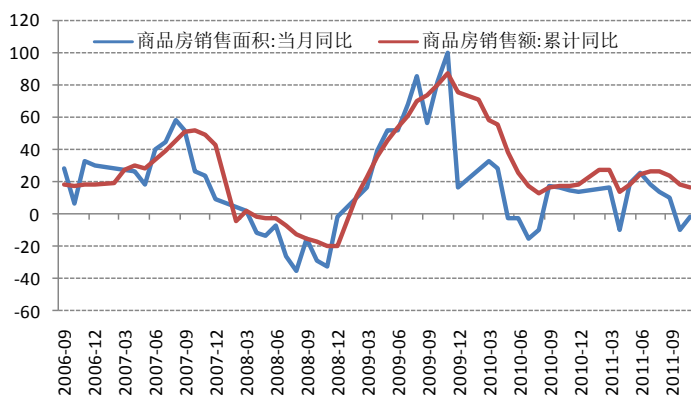
虽然11月份食品价格延续环比负增长态势，但从11月中旬开始，鲜菜价格已经开始企稳反弹，从商务部数据看，目前鲜菜价格连续四周出现大幅增长，如果未来持续，那么12月至明年2月份的CPI将出现一定幅度的反弹，并影响明年全年的新涨价因素。



固定资产投资延续下行趋势 (24.5%)，且环比季调已经出现负增长。从房地产开发投资的数据看，商品房销售已经连续两个月呈现负增长趋势，显示房地产销售下滑还将对房地产开发产生进一步的压力。



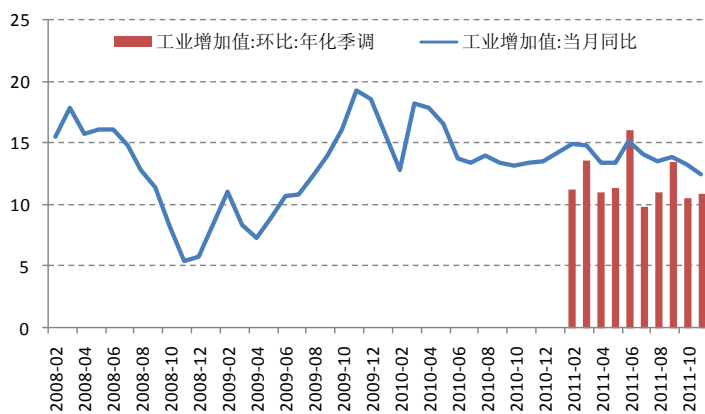
11月份固定资产投资延续下行趋势 (Wind, 招商银行)



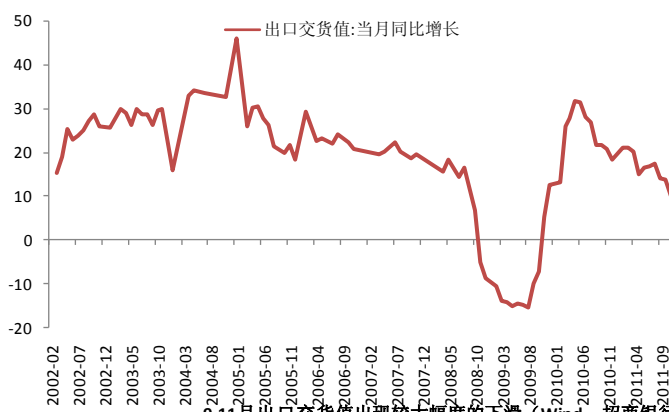
10-11月房地产销售面积均出现负增长 (Wind, 招商银行)

出口低迷对工业增加值的影响进一步显现。11月工业增加值增

速（12.4%）较10月份再度下滑0.8个百分点。但我们认为，由于市场对此已经有普遍预期，我们认为对未来债市的影响不大。

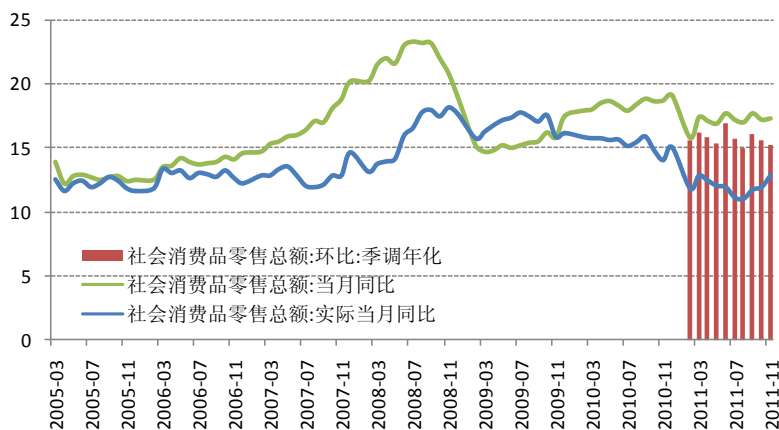


下半年以来工业增加值同比延续下行态势 (Wind, 招商银行)



9-11月出口交货值出现较大幅度的下滑 (Wind, 招商银行)

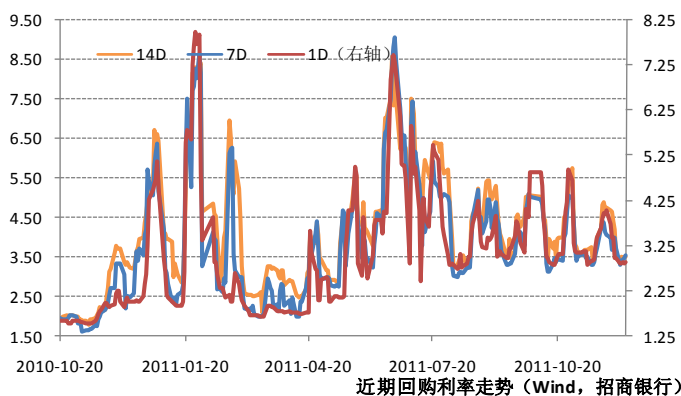
实际消费增速继续抬升。近三个月零售消费虽然延续小幅下滑，但是受物价加快下行的影响，实际零售消费增速依然延续加速增长的态势。此外，环比季调后的数据依然维持稳定，我们判断零售消费在4季度对GDP的贡献率还将延续抬升趋势。



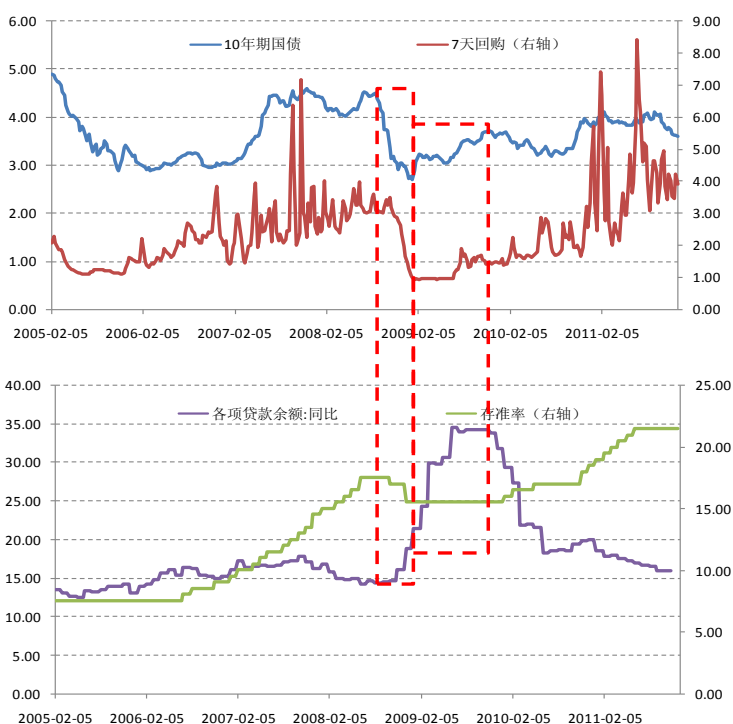
名义消费小幅下降但实际消费有所抬升 (Wind, 招商银行)

1.2 配置步伐不宜过快

虽然上周存准率下调向市场释放资金，但回购利率并未出现较大幅度的下行，同时，市场对未来信贷增速依然维持悲观。我们倾向于认为，短期内数量型宽松政策所带来的效果是银行超储率提高了，但如果经济进一步下行的话，宽信贷将是必不可少的政策手段。这将对未来的资金面带来更多的不确定性。



一个较为典型的例子是 08-09 年初的那波市场走势。自 08 年底降息之后，经济下滑、政策大幅放松的预期，以及资金宽松但信贷尚未启动等因素为债市提供了做多的动力，但 09 年二季度开始随着信贷投放力度的加大，资金成本开始回升，债市收益率也出现一波反弹走势，10 年国债最高出现近 50BP 的反弹。

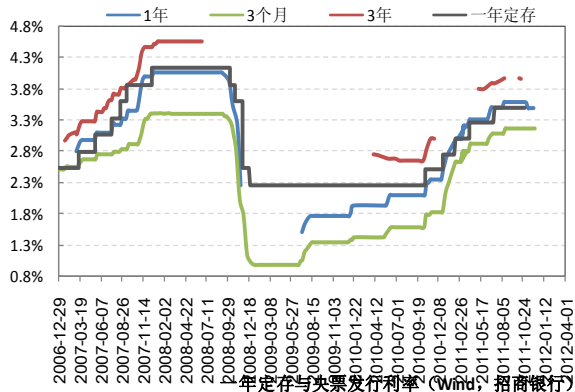
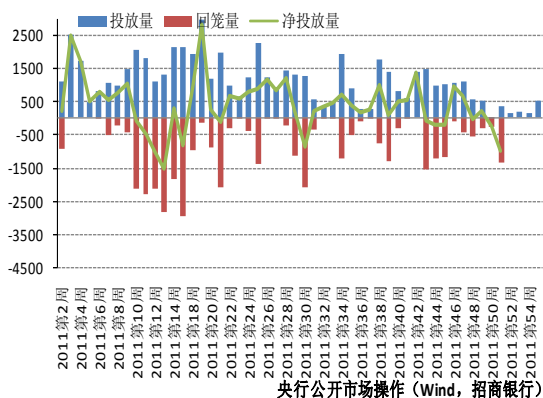


目前这种“资金面已松但信贷未松”的状态只是过渡行情，收益率在明年一季度还存在反弹向上的可能性。即使乐观一点假设资金面在信贷放开后还将维持宽松，但随着回购利率下降到一定程度，收益率下行的幅度也会开始放缓，也就是说资金面对债市的推动力存在边际递减的效应。我们建议配置时机宜选择在一季度上述因素已被市场充分消化后再进行。

二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净回笼资金大幅增加到 1010 亿，其中到期资金 350 亿，央票发行 560 亿，其中 1 年期央票放量至 500 亿。正回购操作方面 1 个月及 3 个月正回购分别回笼资金 500 亿及 300 亿。



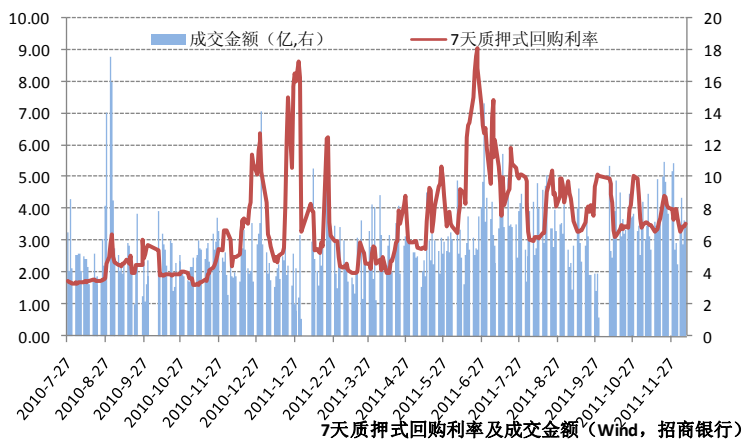
本次净回笼放量，原因依然是为了平滑周一释放的存准资金，而央票发行利率并没有如市场预期般出现下调，也表明央行现在不想令市场对未来的货币政策产生过多的预期。我们认为，短期内央行的政策依然是以稳定市场资金面及预期为主，政策发布的频率不会过高。建议关注召开在即的中央经济工作会议。



2.2 资金面及货币市场

上周一虽然存准下调释放资金，但资金成本一直维持稳定，回购利率甚至较周一略有上行，并未显示出资金大幅放宽的态势。我们认为，周二央行大幅提高 1 年期央票发行量，以及央票利率持平，均对市场预期造成打击，目前资金虽然并不紧张，但已经难以对收

益率下行形成进一步推动。

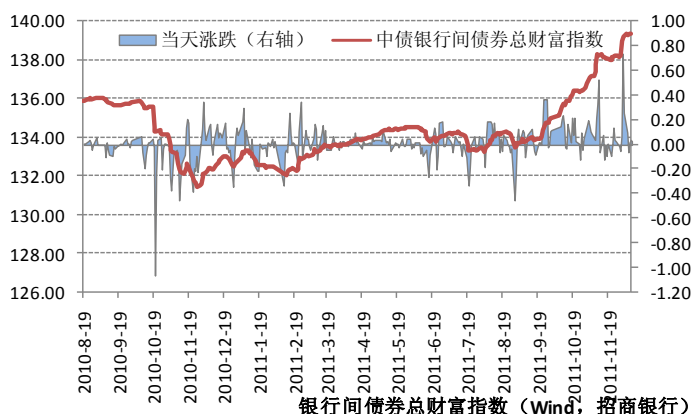


| | SHIBOR: O/N | SHIBOR: 1W | SHIBOR: 1M | SHIBOR: 3M | R001 | R007 | R014 |
|------|-------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|
| 前周收盘 | 2.9723 | 3.6446 | 4.6080 | 5.5433 | 2.9836 | 3.7000 | 3.5233 |
| 当周最高 | 2.8900 | 3.5308 | 4.8042 | 5.5300 | 2.8956 | 3.5239 | 3.5030 |
| 当周最低 | 2.8504 | 3.2933 | 4.5743 | 5.4682 | 2.8577 | 3.2917 | 3.3508 |
| 当周收盘 | 2.8900 | 3.5308 | 4.5743 | 5.4682 | 2.8956 | 3.5239 | 3.5028 |

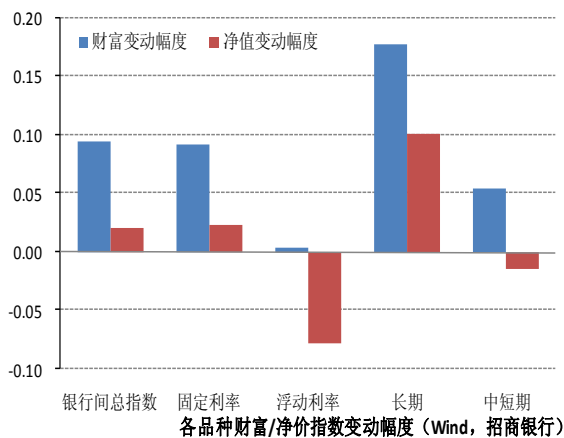
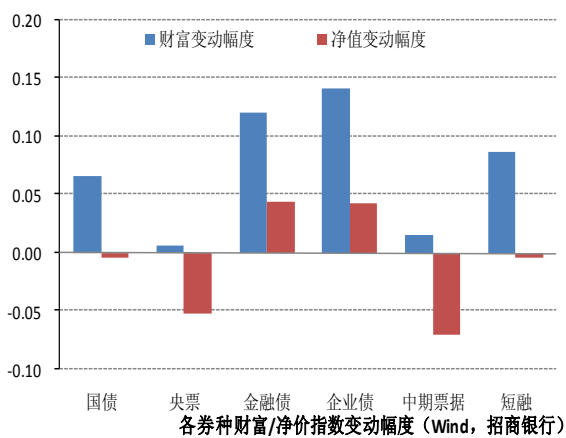
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行一起 3 年期固息国债，中标利率为 2.82%，略低于市场预期，认购倍数仅为 1.39，明显受到了一年期央票利率持平的影响，市场投资氛围趋于谨慎，导致本次国债认购倍数并不高。

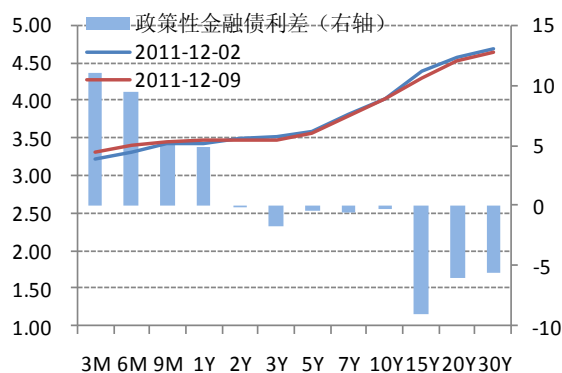
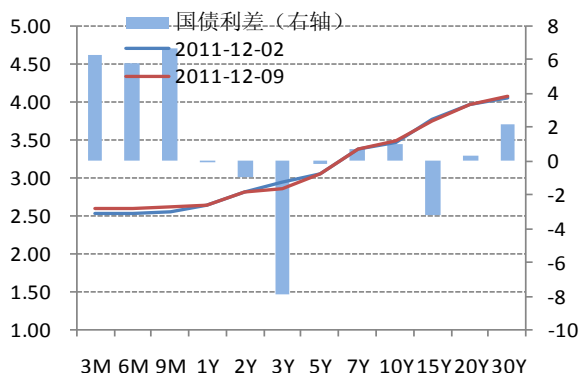
金融债方面，周五发行的 3 年及 5 年期口行债，最终中标利率分别为 3.43% 及 3.52%，基本符合市场预期，但略低于二级市场价格水平，全场认购倍数分别为 1.44 及 1.68，认购热情也不算特别高，显示临近年末机构配置力度开始减少，预计一级市场对二级市场的引导在年末两周将趋于弱化。



现券市场方面，周二 1 年期央票发行利率并没有如市场所愿下调引发市场调整，收益率普遍出现反弹，但幅度不大，周五虽然通胀略低于市场预期，但市场反应平静，收益率并未出现较大的波动。全周整体估值呈涨跌互现趋势，各品种财富指数涨幅均高于净价指数。同时，长久期涨幅依然由于中短期及浮息品种，金融债、企业债涨幅优于国债、中票及短融。

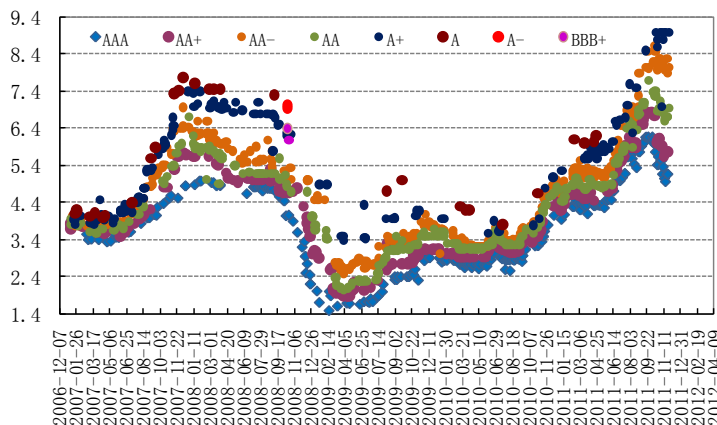


上周国债收益率涨跌互现，没有明显方向性变化，3 年期品种受一级市场中标低于预期的影响，下滑了 8BP，其余年限涨跌幅度有限，全周波动幅度在 3BP 以内；金融债则呈扁平化变动趋势，1 年以内期限中债估值出现 5-11BP 的涨幅，15 年以上长久期下滑 6-9BP，3-10 年重点期限实质成交波动并不大，全周涨跌幅度在 2BP 以内。

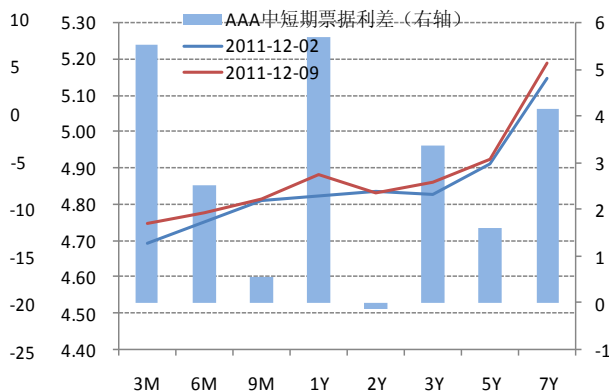
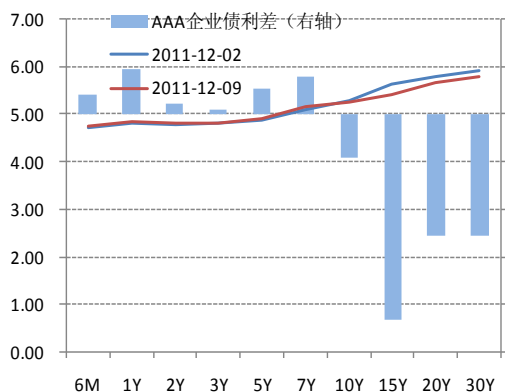


2.4 信用市场走势

上周信用市场维持稳定，受经济数据月底公布的影响，市场观望氛围较重，成交主要集中在高评级债券，但收益率波动幅度不大。AAA 评级 1 年以内短融及中票整体上涨 1-6BP；3-7 年中长端收益率涨幅不大，在 2-4BP 之间。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

上周出台的宏观经济数据依然延续下调趋势，显示经济基本面对债市的支撑依然持续。但我们判断，对经济放缓及通胀下行的预期基本上已经被市场所接受，除非其放缓速度超预期，否则短期内很难形成债市收益率下行的直接动力。未来债市进一步走强，还得依靠政策面的推动，而这也是市场目前关注的主要方向。

中央经济工作会议召开在即，市场普遍呈观望态度，受此影响，上周交投氛围谨慎，收益率并未发生明显变动，市场重回震荡局面。短端收益率受央票发行利率维稳的影响，出现小幅上涨，长端波动幅度不大。

另一方面，上周存准下调释放资金后，回购利率依然无法突破3.0-3.5%的区间，反映出超储率虽然有所提高，但由于近期外部流动性急剧减少，人民币连续6个交易日触及跌停，预计11月份外汇占款增量依然表现疲软，从而对冲了本轮数量型放松的效果。我们判断，12月底财政存款的投放有望推动资金成本的进一步下行。

短期内应关注的两个方面：

1、央票发行利率下调 or 停发？未来两周公开市场到期量锐减，除非央行希望大规模回笼资金，否则，利率下调或停发的可能性较大。下调的话，未来债市还将延续“牛市增陡”行情；但如果是停发的话，说明央行不希望过度引导债市对政策放松的预期，尤其是利率政策的变动短期内出台的可能性降低，债市出现盘整的可能性比较大；

2、CPI 食品价格的走势。虽然11月份食品价格延续环比负增长态势，但从11月中旬开始，鲜菜价格已经开始企稳反弹，从商务部数据看，目前鲜菜价格连续四周出现快速反弹，如果未来持续，那么12月至明年2月份的CPI将出现一定幅度的反弹，并影响明年全年的新涨价因素。

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。