

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——春节前资金面依然是瓶颈

- 上周市场大致稳定，虽然买盘有所增加，但整体交投依然清淡，年末因素过去后，这种局面有望得以缓解。
- 展望一季度，我们认为资金面依然是瓶颈，元旦过后资金面会有一定程度的放松，但期望不应该过大，如无新的政策支持，春节前资金面出现大幅放松的可能性不大，节后虽然通胀会加速下行，但这已经被市场所充分消化，预计对债市的推动不大，反而是年初信贷是否会对债市资金造成较大的“挤出效应”将影响市场未来的走势。
- 目前收益率扁平化特征非常明显，特别是1-5年金融债收益率期限利差基本为零或小幅负值，我们认为出现这种局面的原因主要有三个：一是年末5年以内短端成交量不大，估值难以反映实际供需；二是资金成本维持高位，导致短端下行空间被封锁；三是市场对经济基本面及通胀下行的预期已经基本消化，但对于政策放松，特别是利率政策是否会下行的预期依然有分歧，加上央行有意在央票利率上维稳，导致短端下行的空间严重不足。前两个因素在年末因素过后将逐步消退，但第三个因素则有待政策面的进一步清晰，如果降息短期难以成行的话，我们判断短端收益率可供下行的幅度不会特别大。

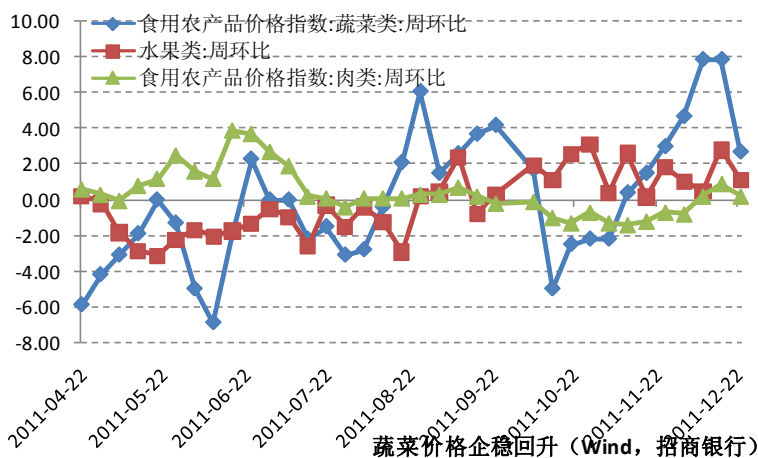
短期内关注点：

- **一、年末因素过去后资金面情况如何。**年末已过，5日又有存准金补缴，如果没有新政策放松，1月份初的资金面将考验年底财政存款的释放力度及效果，最终影响到的是市场对未来政策面及收益率走势的判断。
- **二、通胀情况。**12月份对CPI的预期分歧有所加大，但在年末食品波动加大的背景下这种程度的分歧尚属正常，我们认为这波食品价格反弹属于季节因素，不会太快结束，12月至1月份的CPI还将延续盘整局面，难以如前期一般快速下行。在资金面及通胀的限制下，收益率快速下行的可能性不大，年初可逢高配置，波动操作。

一、宏观经济分析及展望

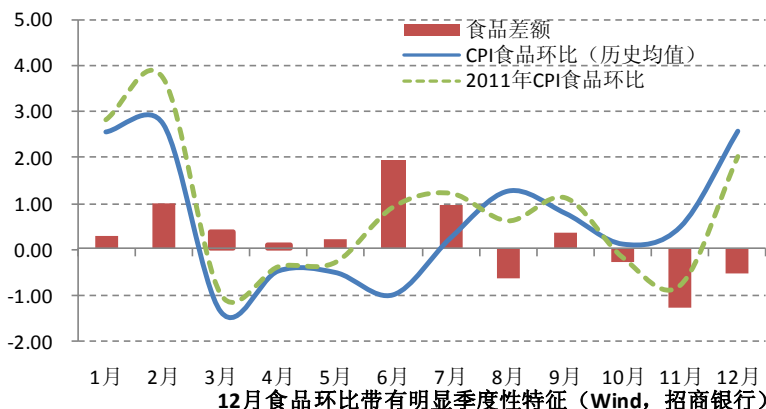
1.1 12月份CPI可能将有所反弹

近期食品价格呈连续反弹趋势，截至12月25日的商务部频密数据显示食品价格已经连续6周延续抬升趋势，特别是占比较大的鲜菜及猪肉，两者均出现明显抬升趋势，显示前期压低CPI走势的食品价格已经出现反转势头。

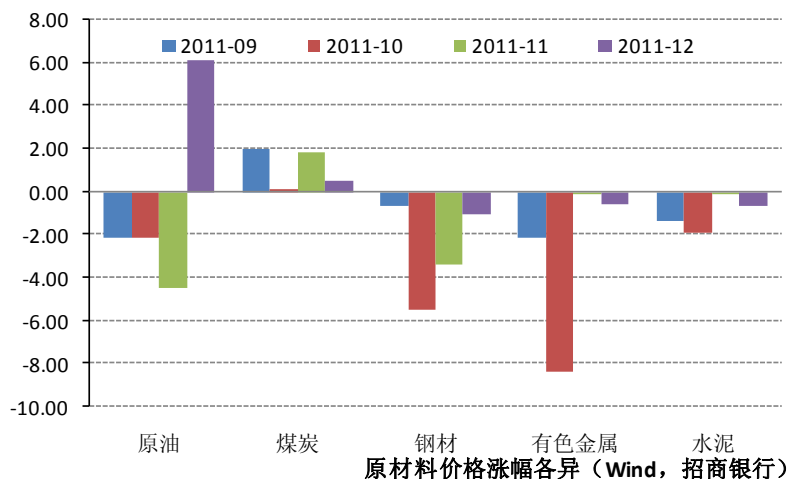


本轮食品价格的上涨带有明显的季节性特征，反映出12月开始的食品价格拉升周期开始出现。这将为未来的CPI下行带来短期的波动及不确定性。目前看，市场对12月份食品价格的分歧比较大，原因主要是蔬菜等价格上涨幅度较快，反映出来的统计差异也较大，这从统计局公布的50城市食品价格与商务部及农业部公布的频密数据出现的分歧可以得到印证。

我们预计12月份食品价格环比涨幅不会特别低，环比将在2.0%左右的水平，即使最终出台的食品价格低于预期，也将反映在明年1月份的涨幅中，进而推动12月至1月份CPI维持高位震荡。



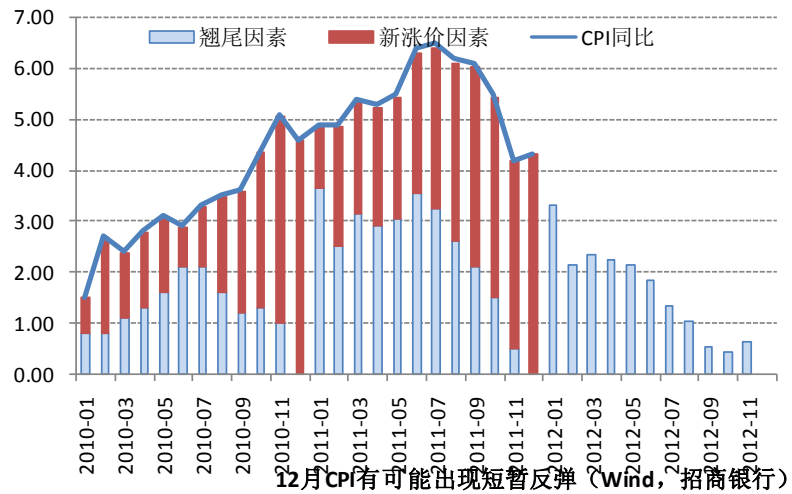
非食品价格延续盘整格局。虽然 12 月份的商务部公布的生产资料价格延续 5 周回落的态势，但从我们监测的指标看，前期大幅回落的各项原材料价格其回落的幅度已经在收窄，原油及煤炭则依然延续环比抬升趋势。我们判断，12 月份的非食品价格波动与 11 月份差别不大，基本持平。



结合食品及非食品价格的走势，我们判断 12 月份 CPI 价格将落在 4.3-4.4% 的区间内，预期均值为 4.4%。这一预期值虽然相对于市场整体预期而言小幅偏高，但我们认为未来两个月价格环比的波动以趋势性向上为主，相对于未来两个月的涨幅而言，12 月份的预测值并不高。

		食品价格							
		1.2	1.4	1.6	1.8	2	2.2	2.4	2.6
非食品价格	-0.2	3.91	3.97	4.03	4.10	4.16	4.22	4.28	4.34
	-0.1	3.98	4.04	4.10	4.16	4.23	4.29	4.35	4.41
	0	4.05	4.11	4.17	4.23	4.30	4.36	4.42	4.48
	0.1	4.12	4.18	4.24	4.30	4.36	4.43	4.49	4.55
	0.2	4.19	4.25	4.31	4.37	4.43	4.50	4.56	4.62
	0.3	4.26	4.32	4.38	4.44	4.50	4.56	4.63	4.69

明年 1 月份为翘尾高点。明年 1 月份翘尾有可能达到 3.3% 左右的水平，这意味着，即使食品价格在春节前不会出现较大的反弹，年初的 CPI 依然不会出现较大的下降；但如果 1 月份食品价格出现较大的反弹的话，这将加大明年新涨价因素的基数，明年 CPI 整体走势将呈前高后低。

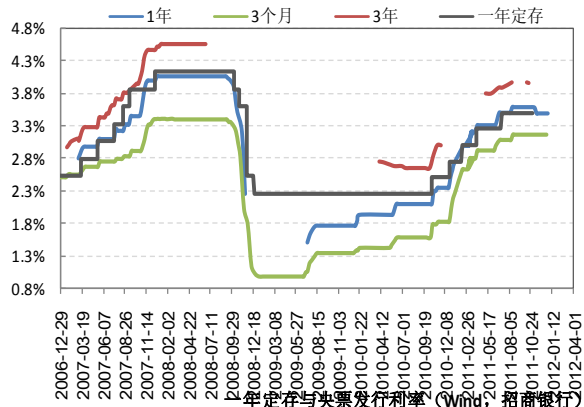
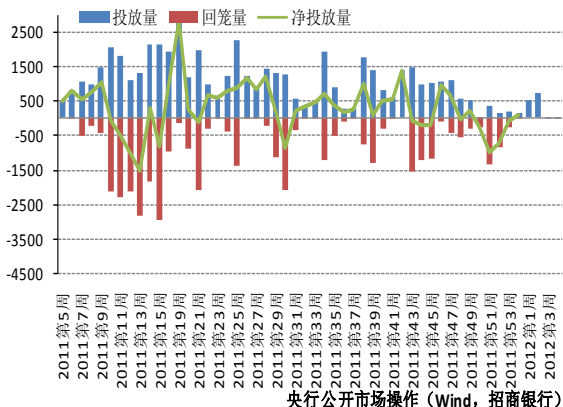


二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

上周公开市场重回净投放，全周释放资金 90 亿，其中到期资金 130 亿，全周央票发行 40 亿，3 个月央票停发。受资金收紧的影响，全周没有正回购操作。

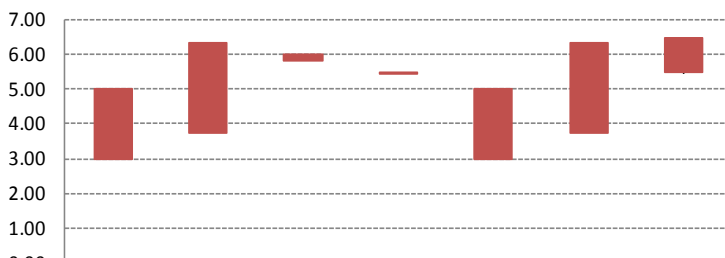
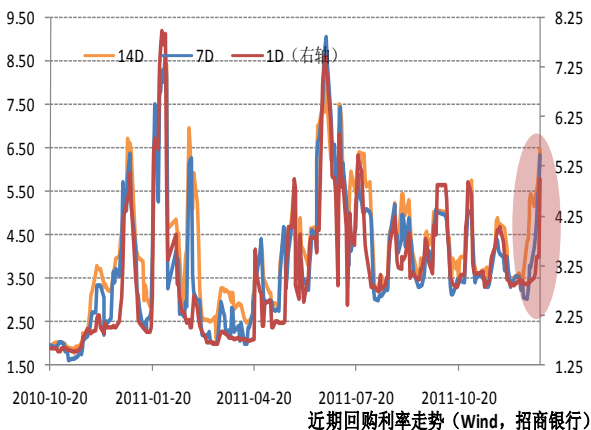
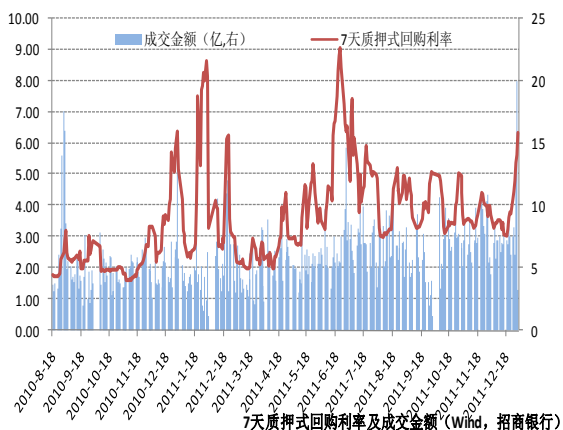
3 个月央票停发，固然有资金紧张的原因在里面，但更值得我们关注的是目前一二级市场的利差。从前一周开始，3 个月期限二级市场收益率持续走高到 3.45%，较一级市场高出近 30BP，显示出目前收益率曲线扁平化态势已经十分严重，央票期限利差基本为零或小幅负值。本次 3 个月央票停发，揭示出短端收益率居高不下的矛盾，而这并非仅仅是资金面紧张可以解决的，前三季度资金最紧张期间，收益率曲线亦无如此扁平过。最终这种局面能否在年末因素过后得到缓解，还需市场证实。



2.2 资金面及货币市场

上周开始，受跨节资金需求的影响，回购利率延续高位，7天、隔夜等品种全线上升，周末收于6.33%及5.01%，较前一周大幅抬升200BP以上。但我们认为，即使年底财政存款释放资金量低于目前银行揽存需求，但只要年末因素过去后，资金面也将有所恢复，区别仅仅是回购利率能够下降到何种程度而已。

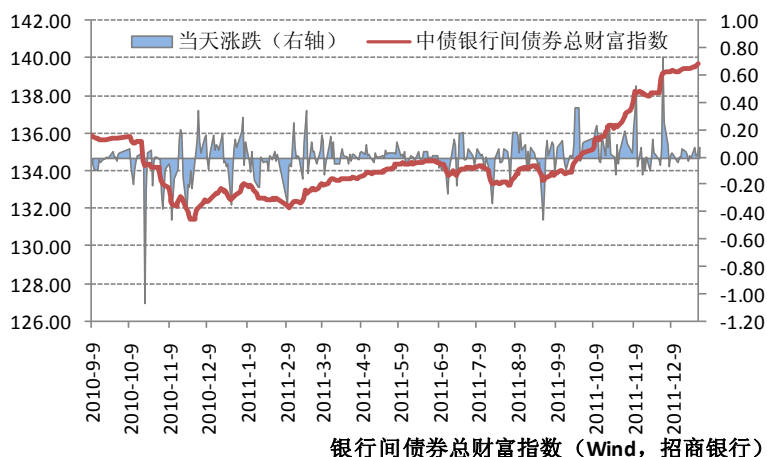
如果没有进一步的货币政策放松，春节前，资金还将延续偏紧趋势。其中，5日中小银行存准金补缴可能会令市场再起波澜，但我们认为其影响效果有限。值得关注的是节前银行资金备付的需求及节前实体经济资金从存款转化为M0，将对银行资金面产生较大的冲击。我们延续节前下调1次存准金的判断不变。



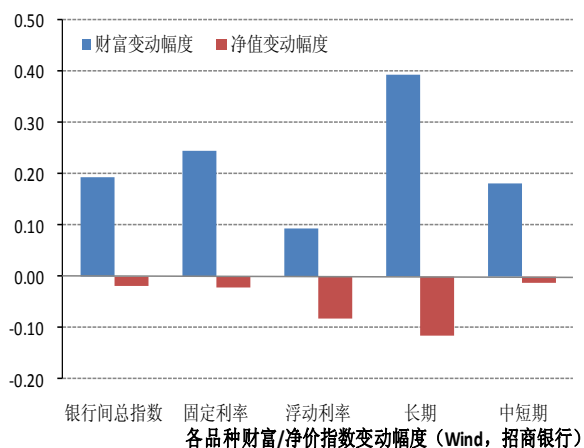
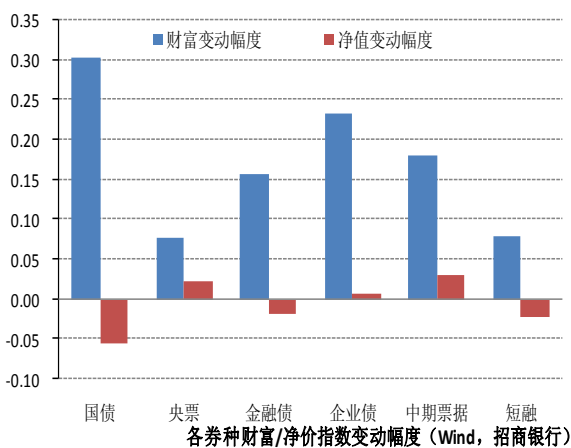
	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	2.9392	3.7392	5.8172	5.4612	2.9415	3.7359	5.4496
当周最高	4.9992	6.3300	6.0000	5.4757	5.0109	6.3298	6.4810
当周最低	3.0775	4.3842	5.8500	5.4686	3.0838	4.4523	5.4005
当周收盘	4.9992	6.3300	6.0000	5.4691	5.0109	6.3298	6.4810

2.3 利率走势及债券市场

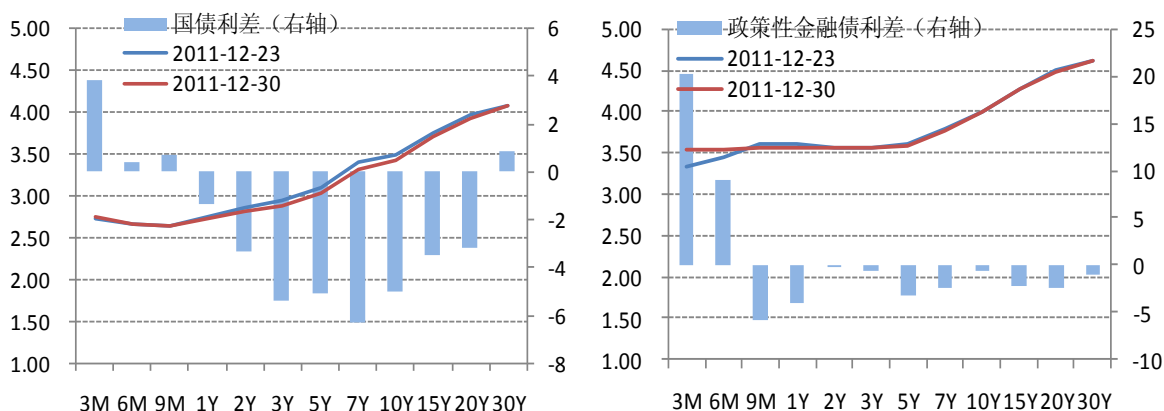
一级市场方面，上周没有新债发行。



现券市场成交有所好转，但收益率变动不大，机构受年末结算影响，交投意愿不强，利率产品短端受资金面压制，成交甚少，长端方面，配置型机构买盘有所增加，收益率小幅下行，但幅度有限。全周各品种估值小幅上涨，国债涨幅居前，固息优于浮息，长端好于短端。

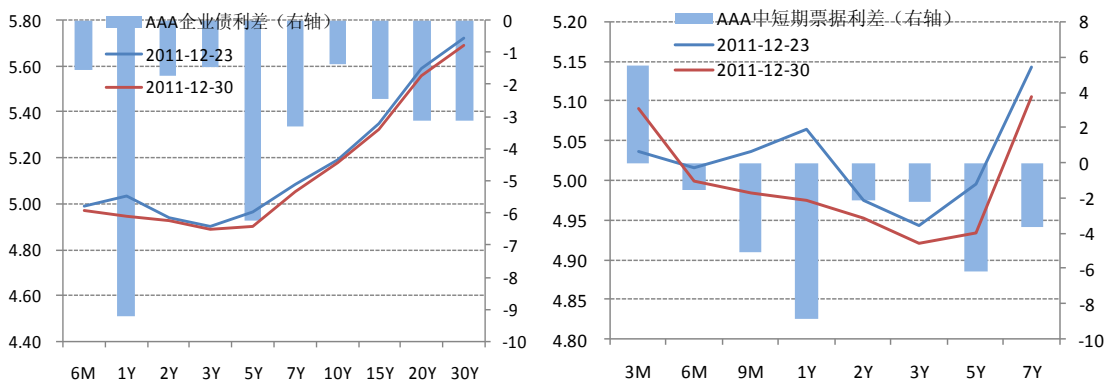
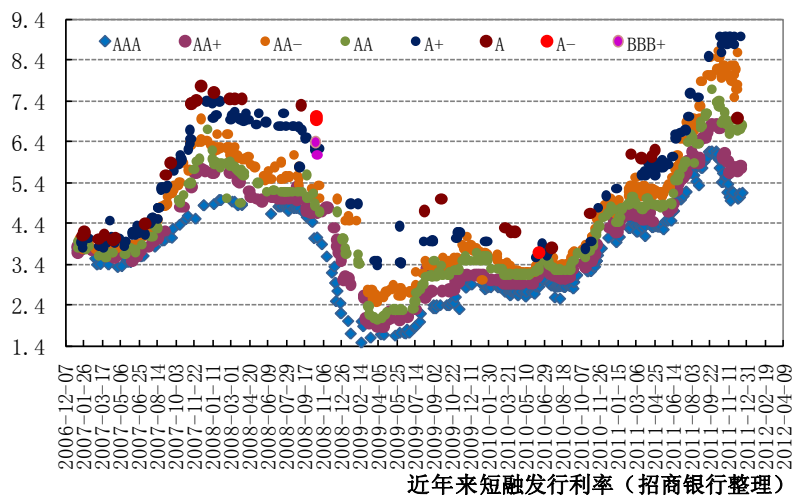


上周国债及金融债收益率延续下移趋势。国债短端成交甚少，受基金保险等配置盘入场的影响，中长端收益率出现一定幅度的下行，3-10年中长端整体下行了5-6BP，1年以上其余年限也有1-3BP的降幅；金融债走势依然低迷，未见明显波动，短端成交寥寥，中长端维持窄幅盘整，幅度在3BP以内。



2.4 信用市场走势

信用市场走势继续分化，近期接连出现信用展望负面及评级下调的消息对低评级的品种造成了持续的压制，市场热点主要集中在高评级短久期品种，短融需求高于中票，收益率小幅下行，资金面紧张程度何时缓解对信用债的走势将起关键作用。AAA 评级 1 年以内短融及中票整体下行 2-9BP，2-5 年降幅较小，在 2-6BP 之间。



三、 预测与展望

上周市场大致稳定，虽然买盘有所增加，但整体交投依然清淡，年末因素过去后，这种局面有望得以缓解。

展望一季度，我们认为资金面依然是瓶颈，元旦过后资金面会有一定程度的放松，但期望不应该过大，如无新的政策支撑，春节前资金面出现大幅放松的可能性不大，节后虽然通胀会加速下行，但这已经被市场所充分消化，预计对债市的推动不大，反而是年初信贷是否会对债市资金造成较大的“挤出效应”将影响市场未来的走势。

目前收益率扁平化特征非常明显，特别是1-5年金融债收益率期限利差基本为零或小幅负值，我们认为出现这种局面的原因主要有三个：一是年末5年以内短端成交量不大，估值难以反映实际供需；二是资金成本维持高位，导致短端下行空间被封锁；三是市场对经济基本面及通胀下行的预期已经基本消化，但对于政策放松，特别是利率政策是否会下行的预期依然有分歧，加上央行有意在央票利率上维稳，导致短端下行的空间严重不足。前两个因素在年末因素过后将逐步消退，但第三个因素则有待政策面的进一步清晰，如果降息短期难以成行的话，我们判断短端收益率可供下行的幅度不会特别大。

短期内关注点：

一、年末因素过去后资金面情况如何。年末已过，5日又有存准金补缴，如果没有新政策放松，1月份初的资金面将考验年底财政存款的释放力度及效果，最终影响到的是市场对未来政策面及收益率走势的判断。

二、通胀情况。12月份对CPI的预期分歧有所加大，但在年末食品波动加大的背景下这种程度的分歧尚属正常，我们认为这波食品价格反弹属于季节因素，不会太快结束，12月至1月份的CPI还将延续盘整局面，难以如前期一般快速下行。在资金面及通胀的限制下，收益率快速下行的可能性不大，年初可逢高配置，波动操作。

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。