

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——节后债市如何演变?

- 经历资金成本大涨后,节后市场将如何演变?从资金面上看,资金成本回落将是大概率事件,但回落到何种程度市场普遍没底。而从政策上看,央行选择逆回购而非降准说明目前决策层在政策放松上还有顾虑,节后政策节奏快慢以及是否涉及到如央票发行利率下行等利率手段的调节也将影响市场的预期并制约整体债市的走势。
- 从节前市场需求看,虽然节前最后一周资金面持续紧张,回购利率最高时呈超过8-9月份的高位,但市场交投并不沉闷,有别于去年8-9月份资金紧张时期一潭死水的市场氛围。我们认为这主要是源于一方面资金成本上升有较大一部分是源于跨节带来的暂时上升,市场对后市的预期依然乐观,加上普遍预期节后资金成本会回落,推动了投资者在收益率高位时建仓。而另一方面,银行资金备付也将在节后缓解,加上实体经济资金回流,资金面的缓解预期推动了做多的动力。
- 尽管市场普遍对节后呈乐观预期,但我们认为资金面不确定性的风险依然存在,除了信贷造成分流的可能性外,央行的含糊的态度也将制约资金面的放宽。12月份经济数据出现反弹迹象,同时通胀在1月份极可能出现上涨,这将制约央行政策进一步放宽的步伐。如果逆回购节后到期,但市场普遍期待的降准迟迟没有到来,资金面依然具有较大的不确定性。

短期内关注点:

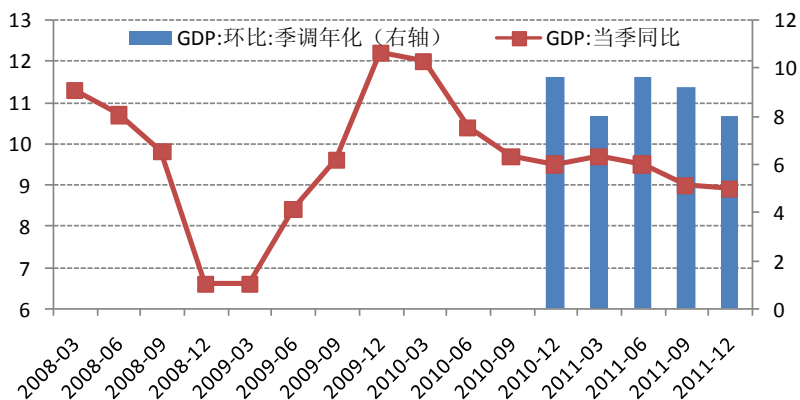
- 节后资金成本回落幅度。特别是7天回购利率能否恢复到3.5%以下的水平将极大限度影响市场的做多热情。
- 关注股债跷跷板效应。节前股市出现大涨,债市心态趋于谨慎,如果节后股市依然火爆,那么债市难免出现资金外流倾向。
- 关注信贷投放力度。1月份前两周的信贷已经显示出放量增长的迹象,未来情况如何值得进一步关注。
- 关注央行后续动作。节后央行是直接让14天逆回购到期,还

是有新的政策出台，值得进一步审视。本轮逆回购的投放远远低于市场需求，资金面持续紧张，央行态度如何，也将决定资金成本在节后将运行在哪个区间内。

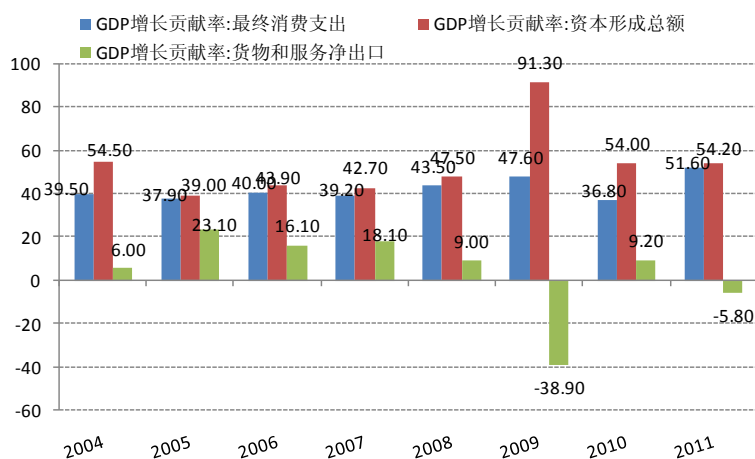
一、宏观经济分析及展望

1.1 宏观经济增速小幅超预期

四季度 GDP 同比增长 8.9%，略高于我们 8.8% 的预期数，全年增速依然维持在 9.2%，从同比来看，四季度以来的经济放缓对全年的拖累不是特别大。但从环比看，增速下行已经体现出来，四季度季调年化后的环比增速仅为 8.0%，已经较三季度大幅下行 1.2 个百分点。

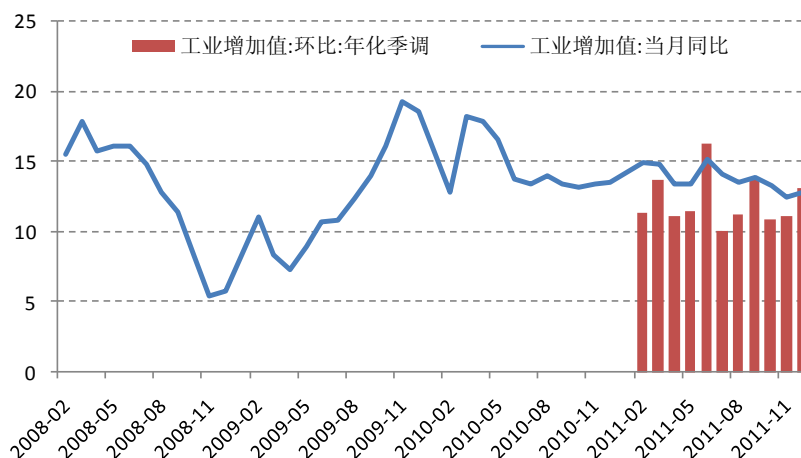


四季度GDP同比环比延续放缓趋势 (Wind, 招商银行)

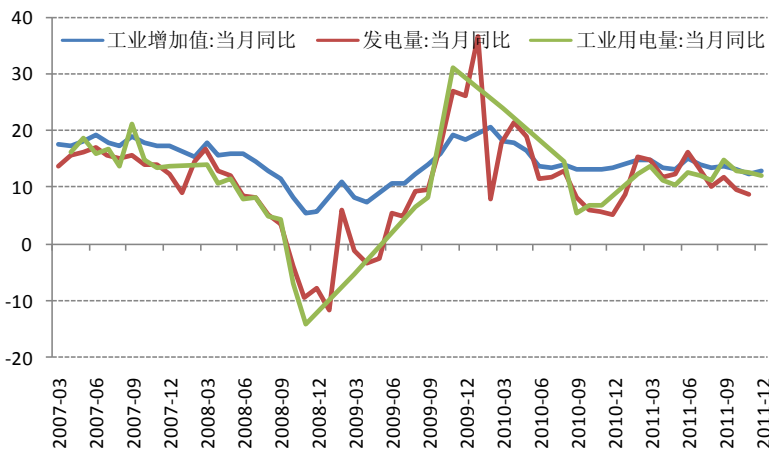


三驾马车对GDP的贡献率 (Wind, 招商银行)

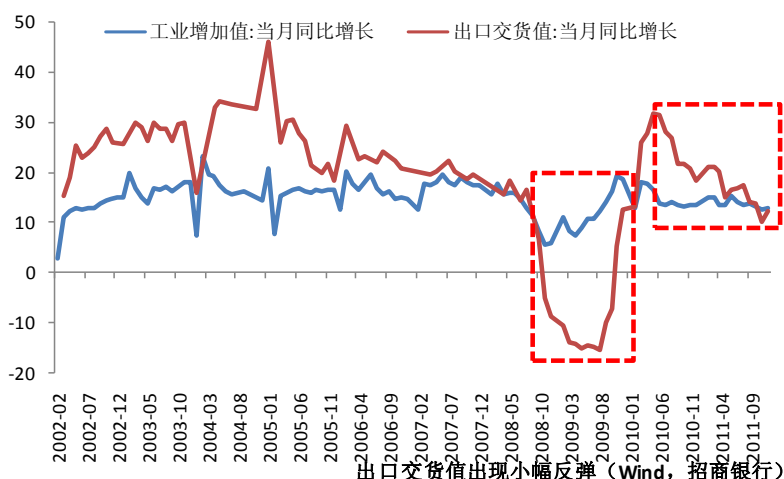
工业增加值小幅反弹。12月工业生产同比小幅反弹，年化环比出现较大幅度的抬升。从原因上看，环比增速的回升有较大一部分原因是源于春节停工期的备货需求，由于今年春节较为提前，导致备货需求也早于预期，在12月份就已经出现。这从出口交货值也可以得到印证，春节停工导致出口需求集中在12月份进行。



工业增加值也出现反弹趋势 (Wind, 招商银行)



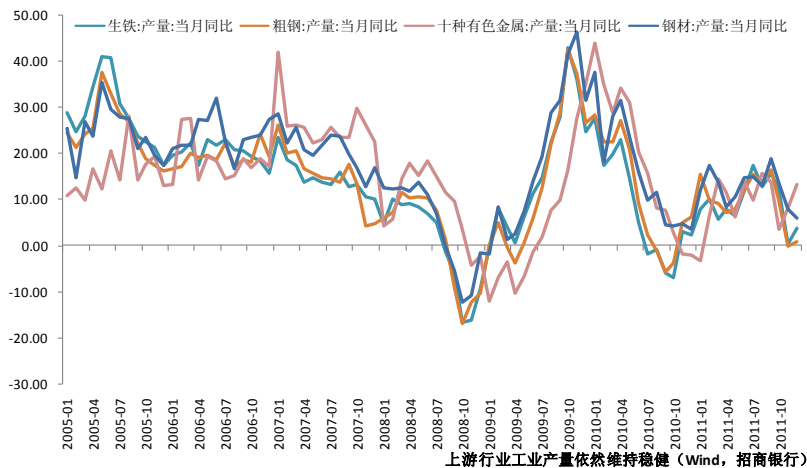
工业生产及发电量 (Wind, 招商银行)



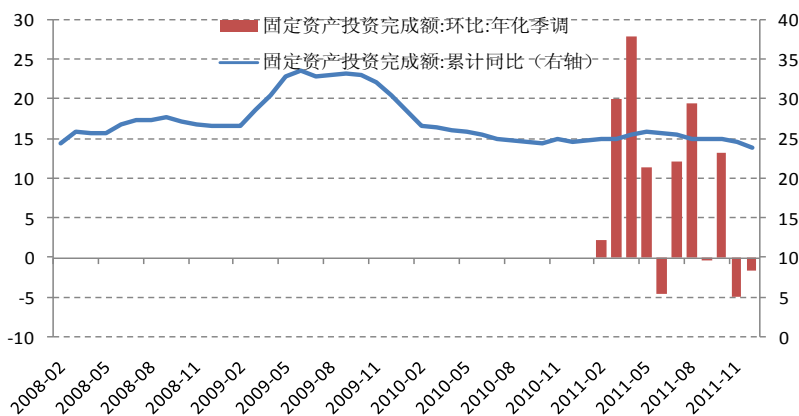
出口交货值出现小幅反弹 (Wind, 招商银行)

但值得关注的是，增速维持较高的行业基本上还是重工业或处于上游的行业，下游工业生产，如汽车（环比负增长 6.5%），以及一部分中端产业如钢材及发电量，依然维持较为疲软的态势。我们认为，这一轮的经济疲软主要来源于终端需求的下滑，进而沿产业

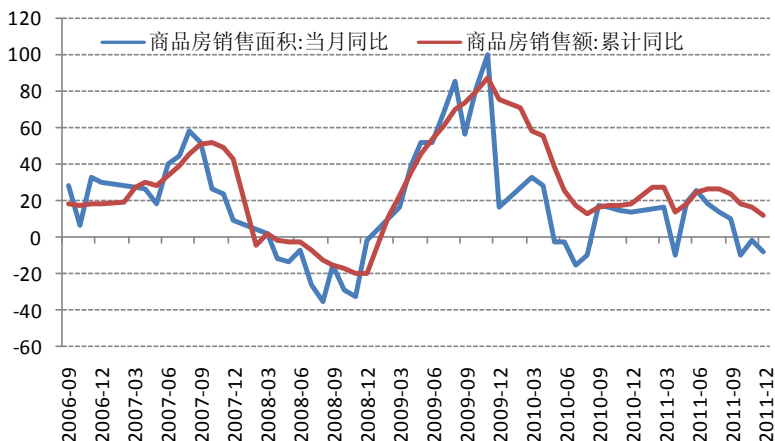
链自下向上传导，最终还是将传导到上游行业。



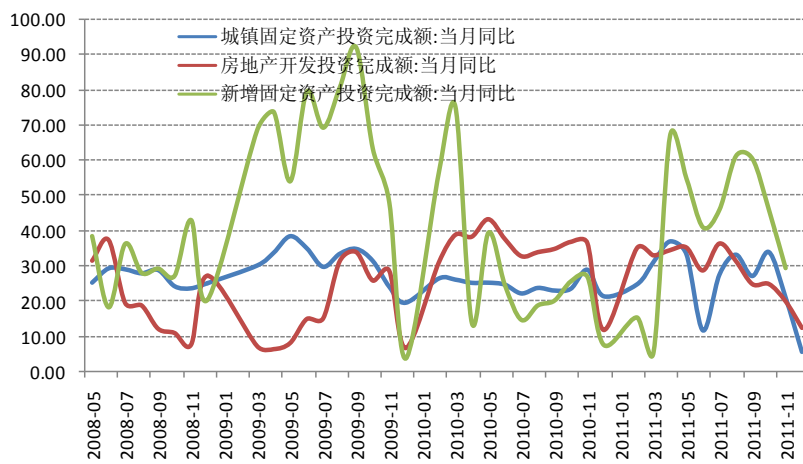
固定资产投资延续下行趋势。尤其是房地产开发投资，在销售持续负增长的推动下，近两个月房地产投资当月呈加速回落态势。在房地产政策没有明显转变的情况下，我们判断这种趋势在上半年还将持续。



12月份固定资产投资延续下行趋势 (Wind, 招商银行)

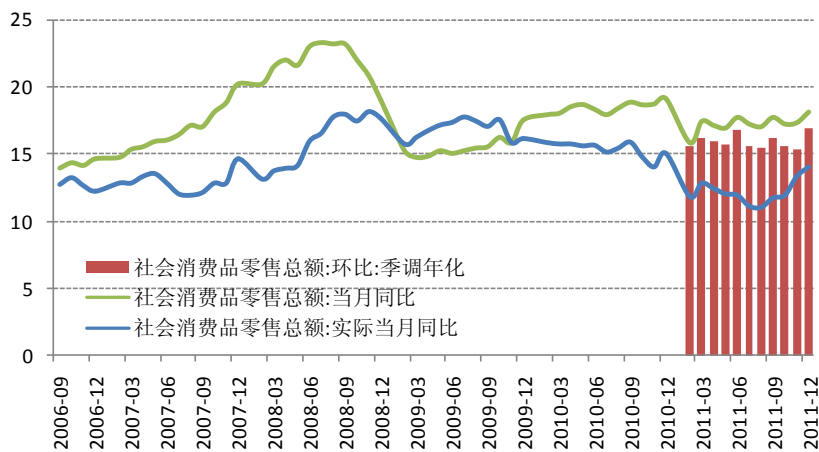


四季度房地产销售面积均出现负增长 (Wind, 招商银行)

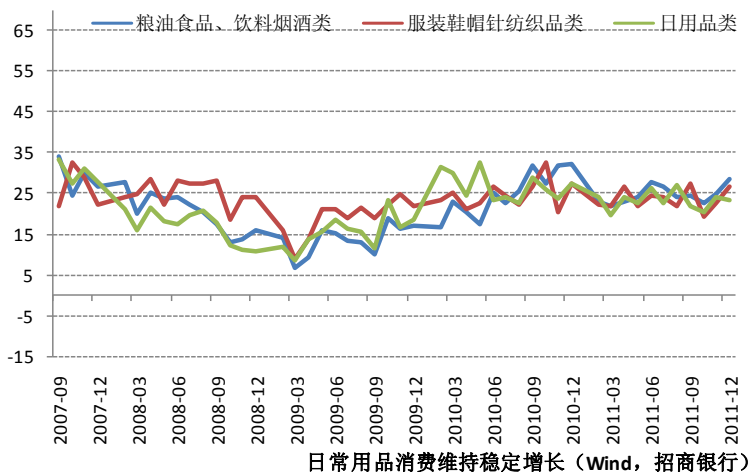
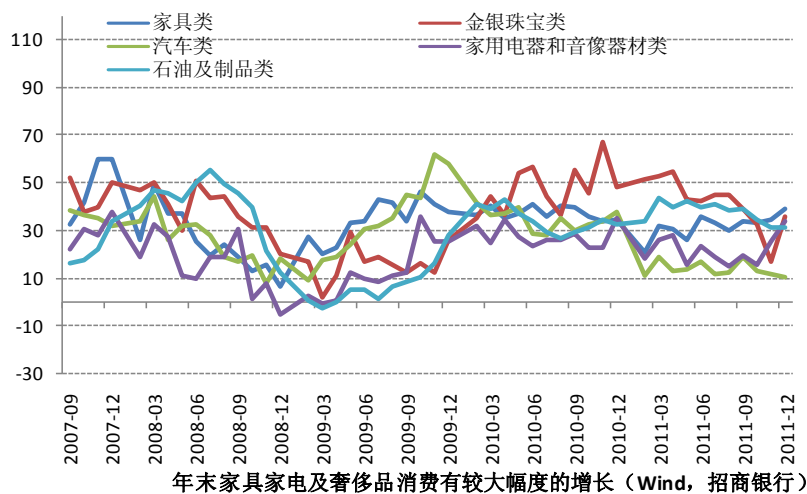


固定资产及房地产投资当月增速均出现大幅度下行 (Wind, 招商银行)

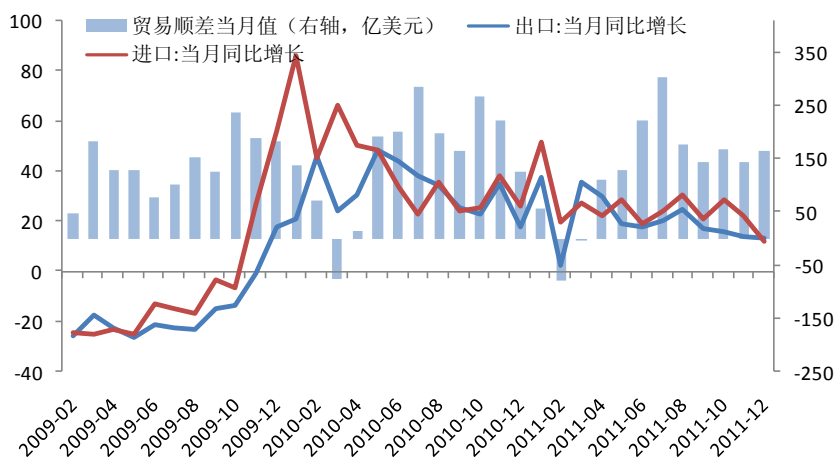
零售消费快速上涨。无论是名义增速还是实际增速，零售消费均出现较大幅度的增长，我们认为这一方面与年末消费旺季的季度因素及抢搭政策末班车（12月31日家电以旧换新政策退出，12月份家电零售出现爆发性增长）有关；但另一方面我们依然可以看到，像日常消费品，尽管增幅不是特别快，但也呈稳步上升的态势，显示零售消费对经济的贡献率正在进一步增强。



名义与实际消费均出现较大幅度的抬升 (Wind, 招商银行)

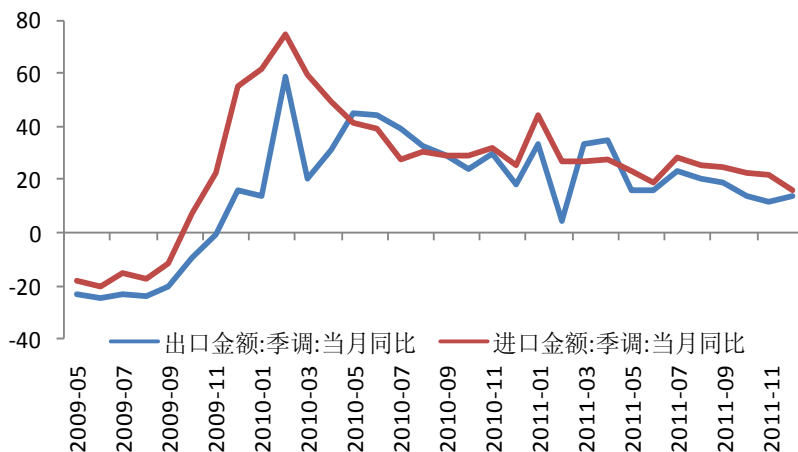


贸易顺差扩大并不具备指导性。虽然 12 月份的贸易顺差出现扩大，但进口及出口增速均出现下滑。我们认为在出口、进口增速均持续低迷的过程中，贸易顺差出现扩大并不具备代表性，仅能代表内需下行幅度快于外需（体现为进口下滑幅度大于出口）而非外贸环境的改善。



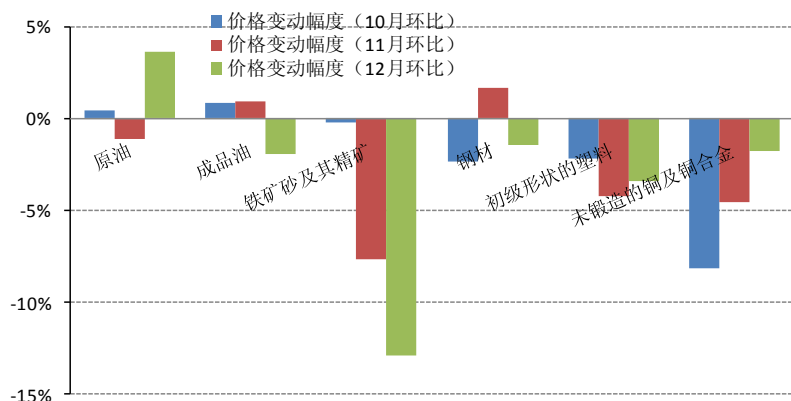
12月份贸易顺差有所扩大 (Wind, 招商银行)

对于本次出口下行较低的原因，我们认为主要有两个：一是源于圣诞订单带来的外需季节性反弹因素；二是春节假期及年初返乡潮导致一部分的出口产量提前到了12月份进行。这些因素推动了12月份的出口金额基本持平于11月份，并未出现明显下行。这也可以从工业生产的出口交货值得到印证。



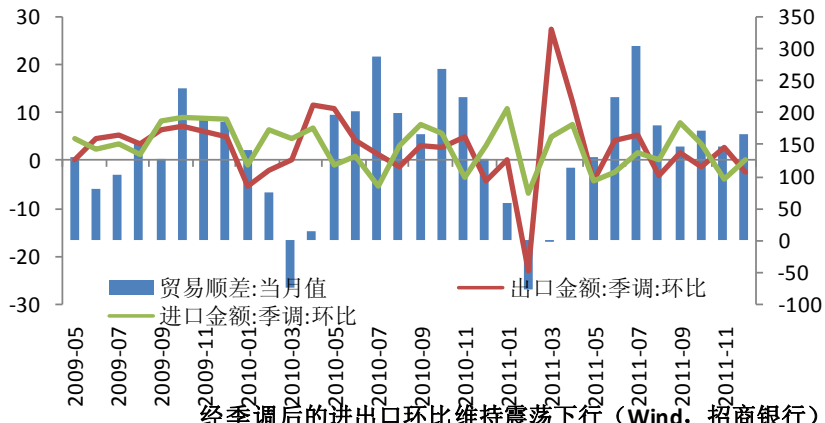
进出口季调同比 (Wind, 招商银行)

进口的快速下行表明目前内需的回落速度开始趋于加快。从大宗商品的进口看，大宗商品进口价格出现持续下滑的迹象，从客观上加速了本轮进口的下滑。尽管目前大宗商品进口数量依然维持稳健，但我们判断随着终端需求疲软向上游产业链传导，未来进口增速进一步下行的趋势还将持续。



四季度大宗商品进口价格持续下滑 (Wind, 海关总署, 招商银行)

前两周标普连续下调了欧洲 9 国评级，法国和奥地利都失去 AAA 评级，严重打击市场情绪。我们预计一季度欧洲经济基本面恶化的消息还将陆续冲击市场，这对于中国的外贸环境来说，还将面临新一轮的冲击与波动。结合目前终端从下游向上游传导的进程远未结束，我们判断，中国经济还将重演新一轮的去库存及去产能化进程。

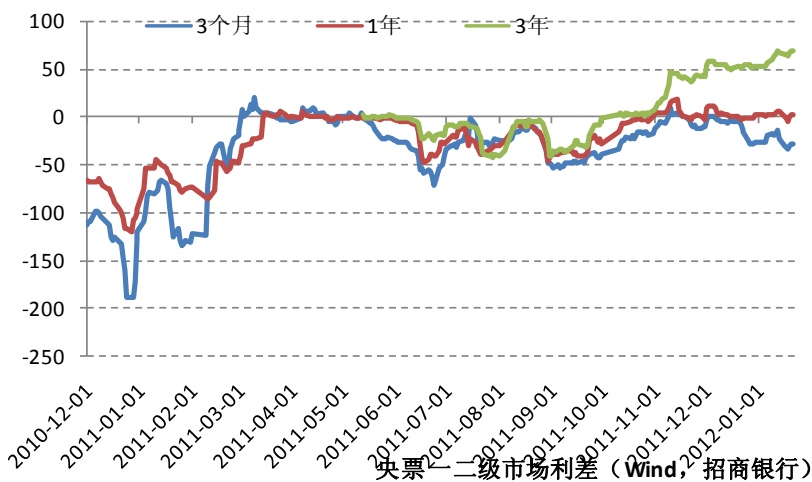
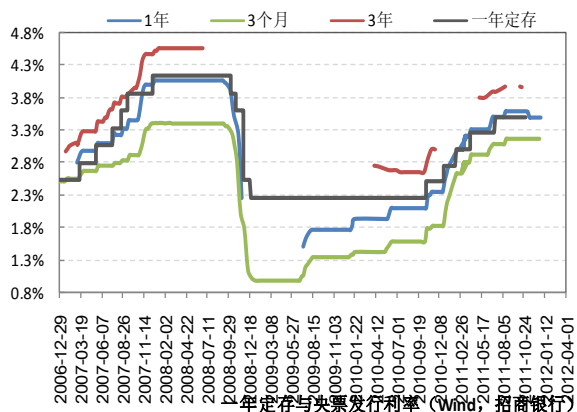
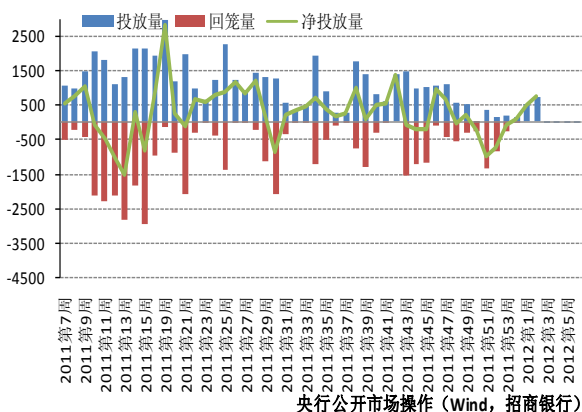


经季调后的进出口环比维持震荡下行 (Wind, 招商银行)

二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

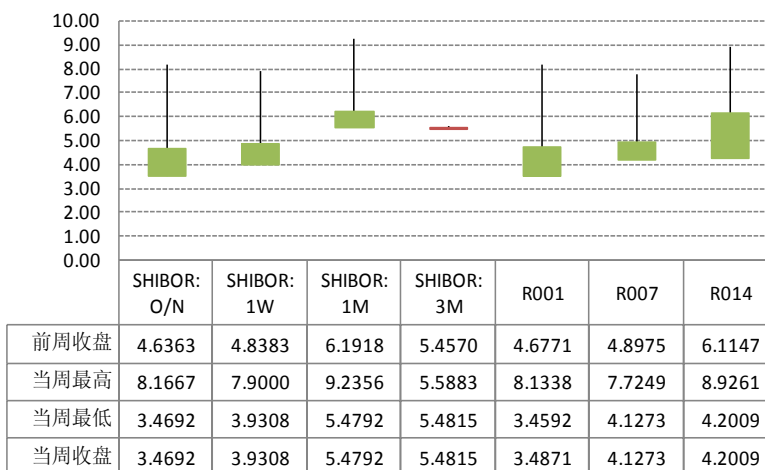
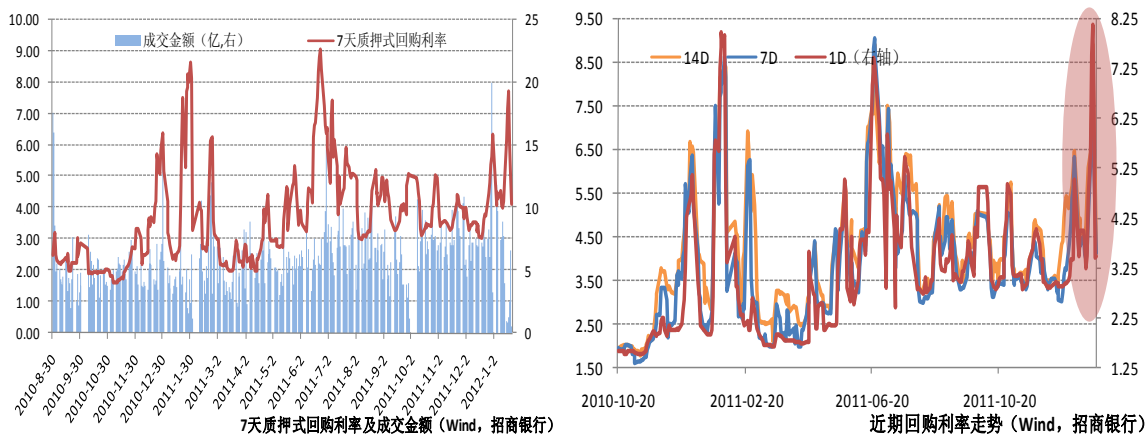
节前最后一周公开市场到期释放资金仅为 10 亿。央行先后在周二及周四分别进行了 1690 亿及 1830 亿元的逆回购，同时周三央行还对特定机构进行定向逆回购，表明节前资金面紧张程度远超市场预期。我们判断，节后公开市场操作依然存在不确定性，特别是 14 天逆回购到期后，资金面的演化情况如何将制约未来的政策走向。目前市场对节后降准的节奏还存在分歧，预计节后公开市场操作不会马上转向，还将延续净投放态势。



2.2 资金面及货币市场

节前资金面大幅波动，这一方面来源于 7 天等品种的跨节，另一方面，市场期待的降准并没有实现，加上逆回购金额小于市场预期，推动了资金成本持续上涨。我们判断，节后资金面有望开始回落，但能回落到何种程度依然尚是未知数，主要的不确定性在于 1

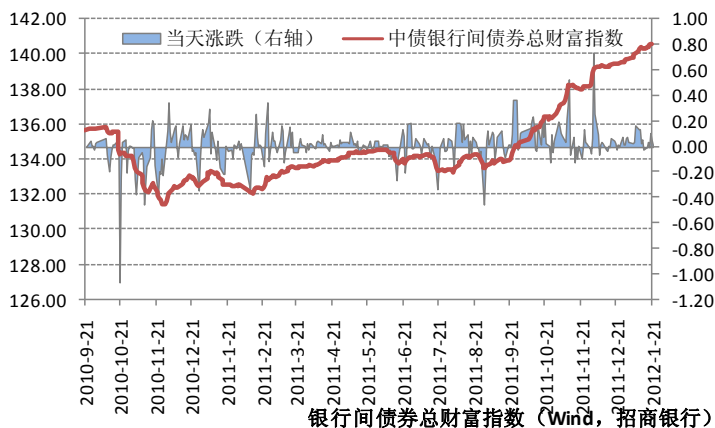
月份信贷已经出现大幅反弹的征兆，推动投资者对未来政策方向及力度的预期持保留态度，从而影响资金成本回落的幅度。



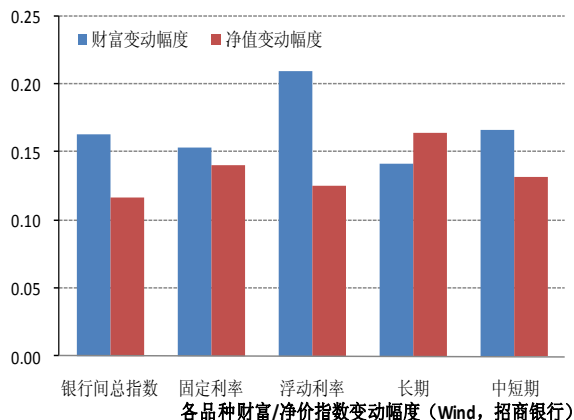
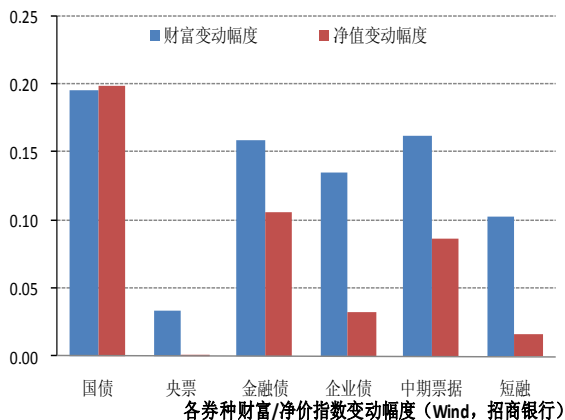
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期5年国开 Depo 浮息债及7年国开固息债。

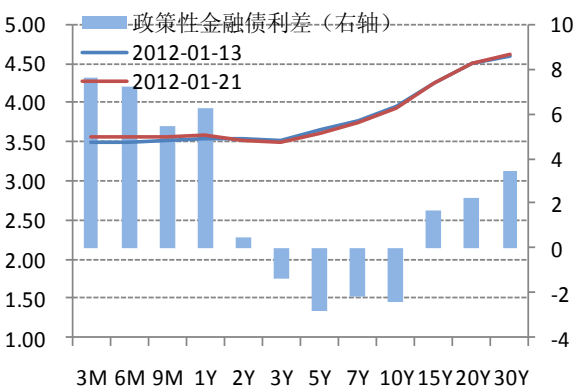
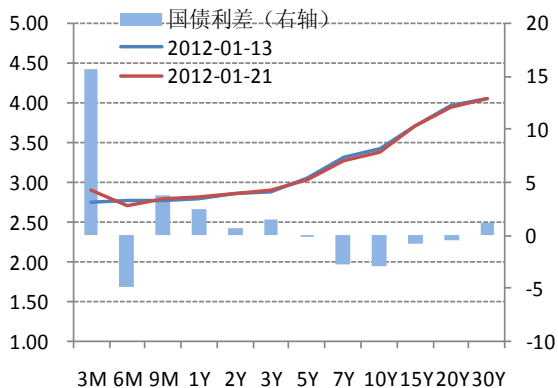
从发行利率看，5年 Depo 浮息债由于需求较大，导致中标利率明显低于预期，仅为 0.63%，低于中债估值近 10BP，认购倍数高达 2.08，显示市场需求较高。而7年固息债受近期中长端调整的影响，中标利率 3.83%，高于此前市场预期的 3.78% 的收益率，全场认购倍数 1.62，需求略逊于浮息品种。



现券市场方面，节前最后一周回购利率大幅飙升，周一开始收益率小幅走高，但受央行逆回购消息的影响，买盘有所增加，收益率延续高位震荡，周四开始，资金面开始有所放松，1年以内短久期产品如央票等大幅下滑十几个BP，但长端方面依然维持稳定，收益率未见明显松动。

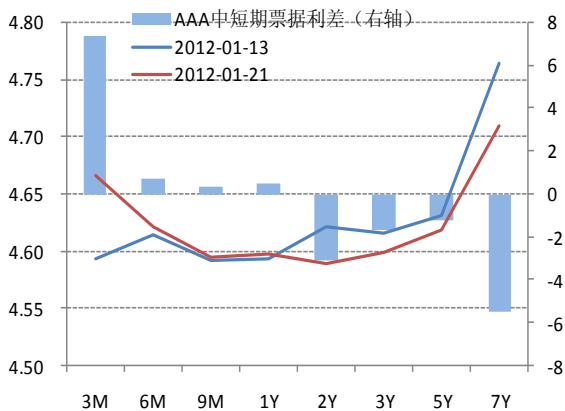
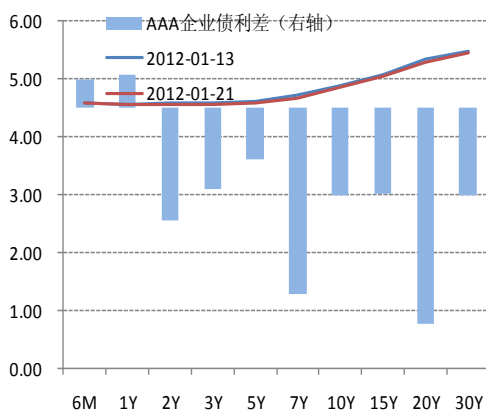
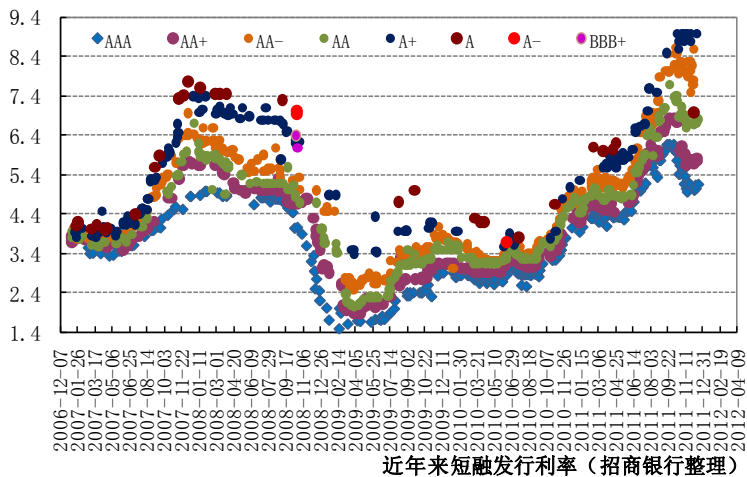


节前国债收益率前高后低，延续小幅震荡，波幅在3BP以内；金融债方面，呈扁平化变动趋势，1年以内短端受资金紧张的影响，抬升6-8BP，2-10年中长端小幅下行，幅度在3BP以内。



2.4 信用市场走势

节前初期信用市场受资金紧张及股市上涨的驱动，收益率全线上涨，但节前最后三天市场资金面开始放缓，信用市场买盘进一步涌现，收益率有所回落，2-7年中票整体下行1-5BP。



三、 预测与展望

经历资金成本大涨后，节后市场将如何演变？从资金面上看，资金成本回落将是大概率事件，但回落到何种程度市场普遍没底。而从政策上看，央行选择逆回购而非降准说明目前决策层在政策放松上还有顾虑，节后政策节奏快慢以及是否涉及到如央票发行利率下行等利率手段的调节也将影响市场的预期并制约整体债市的走势。

从节前市场需求看，虽然节前最后一周资金面持续紧张，回购利率最高时呈超过8-9月份的高位，但市场交投并不沉闷，有别于去年8-9月份资金紧张时期一潭死水的市场氛围。我们认为这主要是源于一方面资金成本上升有较大一部分是源于跨节带来的暂时上升，市场对后市的预期依然乐观，加上普遍预期节后资金成本会回落，推动了投资者在收益率高位时建仓。而另一方面，银行资金备付也将在节后缓解，加上实体经济资金回流，资金面的缓解预期推动了做多的动力。

尽管市场普遍对节后呈乐观预期，但我们认为资金面不确定性的风险依然存在，除了信贷造成分流的可能性外，央行的含糊的态度也将制约资金面的放宽。12月份经济数据出现反弹迹象，同时通胀在1月份极可能出现上涨，这将制约央行政策进一步放宽的步伐。如果逆回购节后到期，但市场普遍期待的降准迟迟没有到来，资金面依然具有较大的不确定性。

短期内关注点：

- **节后资金成本回落幅度。**特别是7天回购利率能否恢复到3.5%以下的水平将极大限度影响市场的做多热情。
- **关注股债跷跷板效应。**节前股市出现大涨，债市心态趋于谨慎，如果节后股市依然火爆，那么债市难免出现资金外流倾向。
- **关注信贷投放力度。**1月份前两周的信贷已经显示出放量增长迹象，未来情况如何值得进一步关注。
- **关注央行后续动作。**节后央行是直接让14天逆回购到期，还是有新的政策出台，值得进一步审视。本轮逆回购的投放远远低于市场需求，资金面持续紧张，央行态度如何，也将决定资金成本在节后将运行在哪个区间内。

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。