

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——中期“慢牛”格局并未改变

- **PMI 反弹并不改变经济弱势运行的局面。**12 月份宏观数据有所反弹，加上 1 月份的 PMI 进一步走高，令市场对未来经济反弹的预期进一步升高。但我们认为 12 月份的这轮经济反弹主要源于春节错位引起的生产及出口的提前，从终端需求看，外需及投资均延续疲软态势，消费在抢搭“以旧换新”政策末班车及节假日消费高峰后，也将面临增速难以为继的危机。我们判断，目前的总体经济环境并不会对债市造成方向性上的影响，债市中期“慢牛”格局依然不会发生改变。
- **资金面依然是市场关注的重点。**近期市场关注的热点主要围绕逆回购到期后，央行的态度及政策方向进行。从目前市场对于降准的预期看，分歧还是比较大的，我们认为在年初信贷高增，通胀未出现明显下行的情况下，降准短期内出台的可能性不大，未来公开市场投放力度很可能将趋于加大，以抵补因外汇占款负增长所带来的基础货币流失。短期内，我们依然判断资金成本难以持续维持在低位，紧平衡态势很可能将持续一段时间。

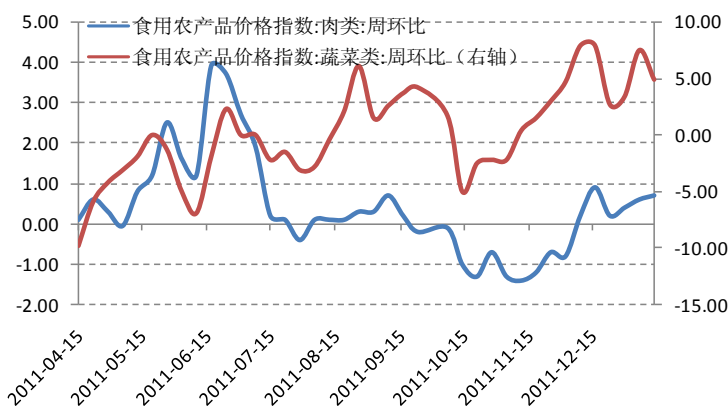
短期内关注点:

- **关注 1 月份通胀数据。**1 月份数据较少，本周将出台的物价数据。关注春节及春节错位对食品价格的影响及国外大宗商品反弹的态势是否会持续。这将影响未来几个月通胀下行速度的快慢。
- **关注年初信贷数据。**市场对 1 月份信贷普遍预期在近万亿左右，如果信贷投放进一步加快，政策放松及经济反转的速度也将相应发生变化。
- **下周公开市场操作。**上周公开市场操作停发。本周到期量只有 20 亿，公开市场工具的选择也将反映央行对市场的态度及未来的操作方向。

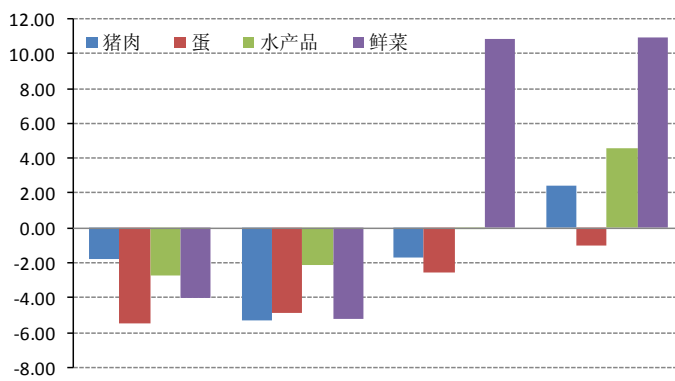
一、宏观经济分析及展望

1.1 1月CPI很可能持平于前期

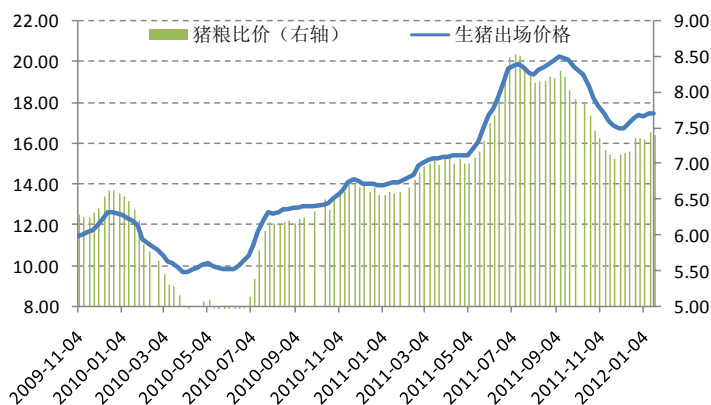
春节过后的各类食品价格频密数据均已尘埃落定。从数据看，无论是商务部还是统计局数据，春节期间的食品价格的确出现较大幅度的环比上涨。尽管目前像猪肉及鲜菜价格相对于以前历史高位依然还有较大的差距，但本轮的快速上涨，特别是鲜菜价格，连续两个月超过两位数的回升也给CPI食品环比带来较大的抬升压力。



猪肉及禽类环比涨幅均出现季节性抬升 (Wind, 招商银行)

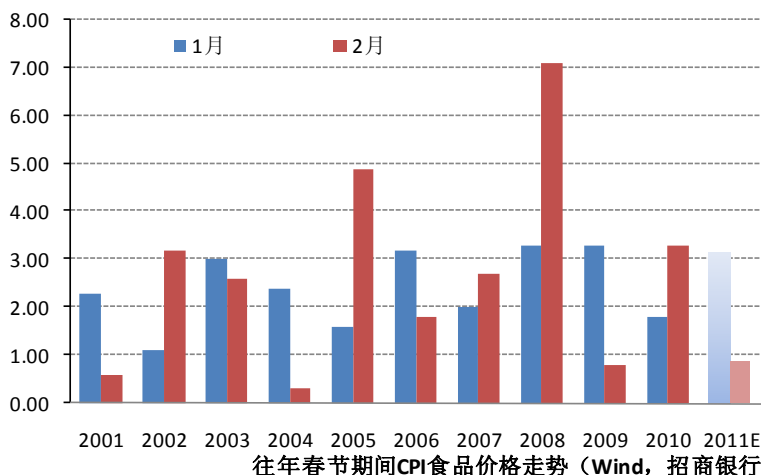


节前各食品价格均出现一定幅度的回升 (Wind, 招商银行)



生猪出场价及猪粮比 (wind, 招商银行)

从各年的横向数据看，12月至次年2月份均是食品价格抬升的主要区间，今年的涨幅同样不容小觑，特别是食品价格刚刚经历了去年四季度连续两个月的下滑，导致了1月份的涨幅显得尤为明显。我们判断，1月份CPI食品涨幅将在2.9-3.2%左右的水平。

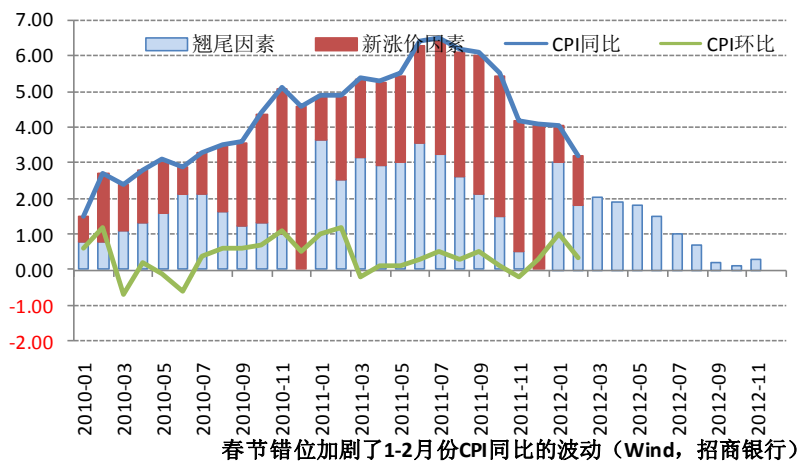


非食品维持平稳，但弱于历史同期均值。虽然春节期间对非食品价格会产生一定的推动，但受制于居住类价格的疲软，整体涨幅依然弱于历史均值。未来值得关注的主要还是大宗商品价格。目前原油价格还是维持在100美元左右的水平震荡，CRB期货在经历9月份大跌之后，延续震荡态势，1月份下半月又出现了快速抬升的迹象，对RMPPI产生的影响还有待观察。我们判断1月份CPI非食品价格均值可能落在0.1%左右的水平。





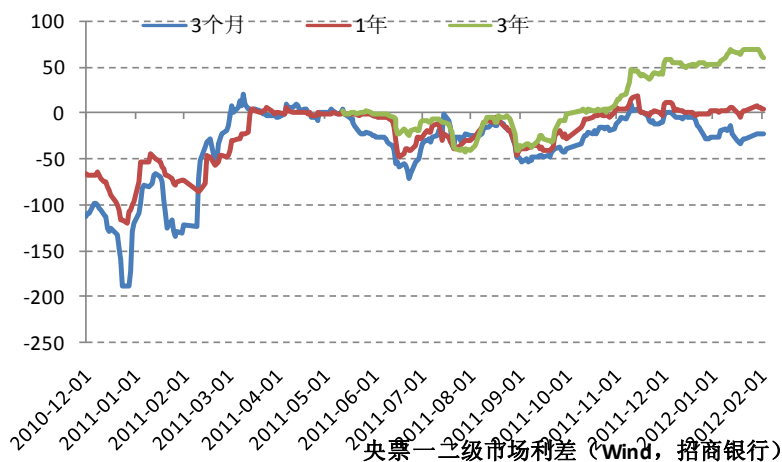
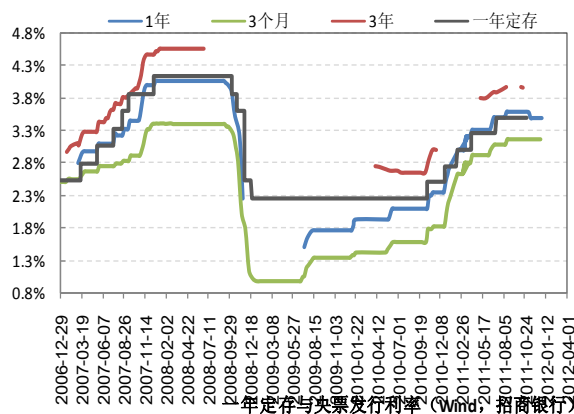
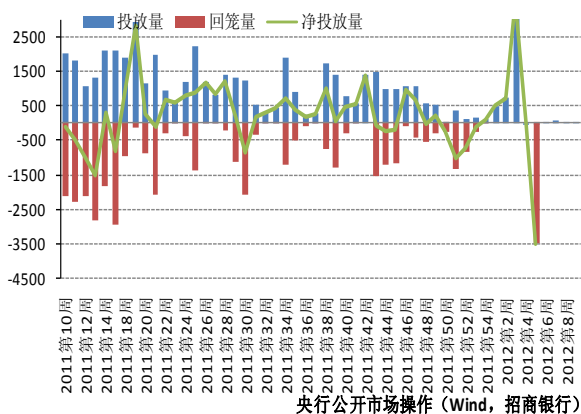
春节错位影响也将对CPI同比带来一定的不利影响。今年春节提前到1月份加剧了食品价格的波动，在同比上表现为1月份虚增而2月份将加速下滑。我们判断，1月份CPI均值可能落在4.0-4.2%的水平，均值为4.1%，持平于去年12月份。但2月份开始，CPI同比将加速下滑，很可能跌落到3.0-3.4%左右的水平（预测均值为3.2%）。



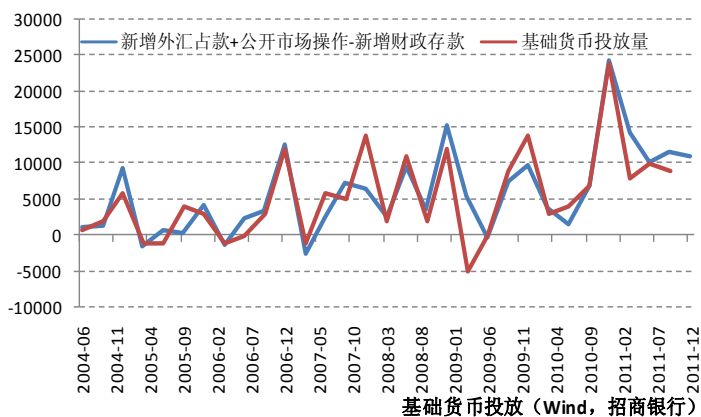
二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

尽管央行暂停了公开市场操作，以平复逆回购到期对资金面带来的冲击，但上周大部分时间资金面并不宽松，市场对未来资金面前景依然维持谨慎。

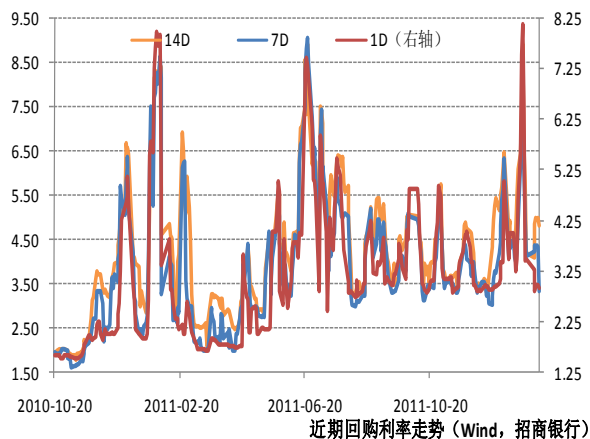
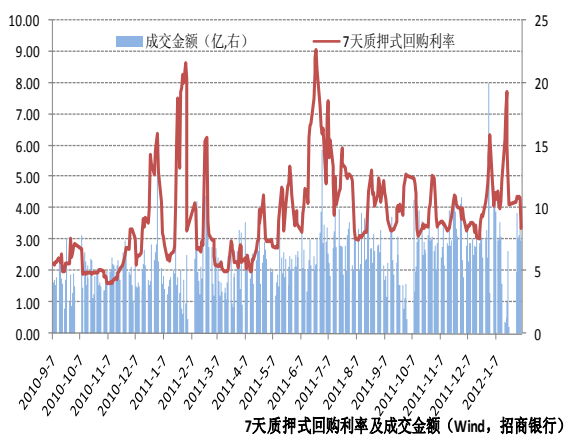


随着外汇占款从净流入转化为净流出，未来公开市场在央行政策中所扮演的角色也将相应的发生调整。自08年以来，外汇占款月均释放资金近3000亿元，成为基础货币释放的主要途径。如果保持基础货币依然延续历史均速增长的话，这意味着公开市场投放量也将出现较大幅度的增长，我们判断，像逆回购等投放手段很可能会成为未来公开市场的常用工具。



2.2 资金面及货币市场

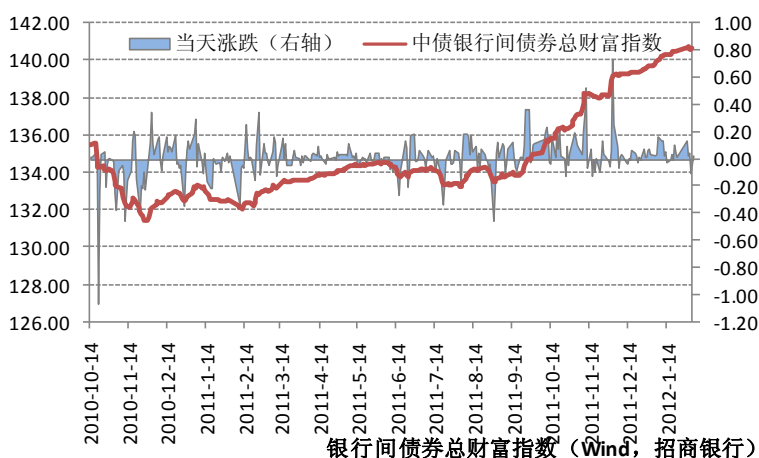
节后隔夜回购虽然出现较大幅度的下行，但7天回购依然维持高位，直到周末才有所回落。上周两期逆回购陆续到期，但资金回流银行系统对冲了逆回购到期的影响。短期看，资金面依然还将处于紧平衡的状态，这种趋势能够改变一个是有待于央行在政策支撑力度上的明确；二是银行自身资金头寸的调节，特别是节后存款回流程度的大小将制约短期资金面的放松力度。



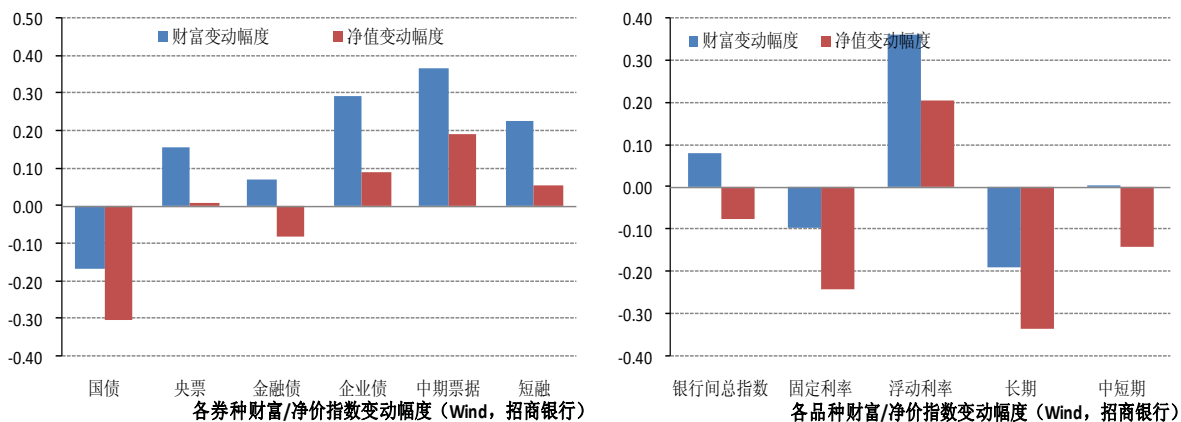
	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	3.4692	3.9308	5.4792	5.4815	3.4871	4.1273	4.2009
当周最高	2.9675	4.3567	5.4208	5.4705	2.9728	4.3558	5.0016
当周最低	2.8578	3.3125	4.9293	5.4391	2.8576	3.3506	4.8131
当周收盘	2.9242	3.3125	4.9293	5.4391	2.9264	3.3506	4.8131

2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期3年国开 Depo 浮息债。受经济反弹预期的影响，浮息债近期持续受到热捧，本期3年浮息债中标利差大幅下滑至45BP，不仅远小于市场预期的57BP，也远低于节前发行的5年国开 Depo 债（63BP），较中债估值低了近15BP。全场认购倍数也相应提高到了2.86，反映出市场对浮息债的追捧进一步升温。

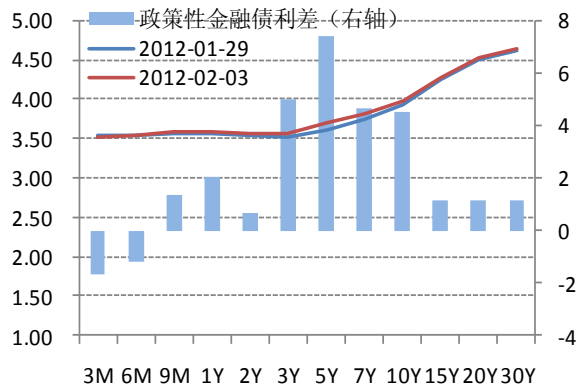
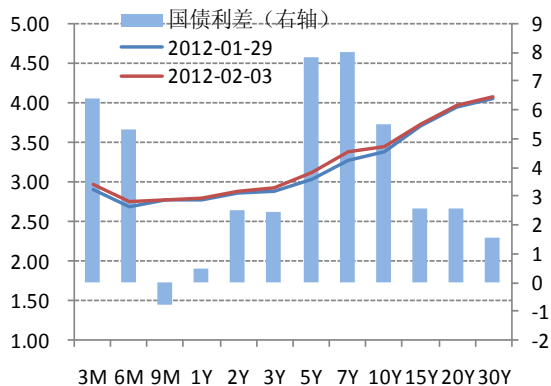


现券市场方面，周二周四分别有两期逆回购到期，令市场资金面依然处于紧平衡状态，同时由于PMI数据反弹，令市场对经济反转的预期有所升温，现券收益率出现一波3-5BP涨幅。总体看，固息债收益率小幅回升，而浮息债受一级市场的影响，收益率有所回落，依然受到市场的欢迎。



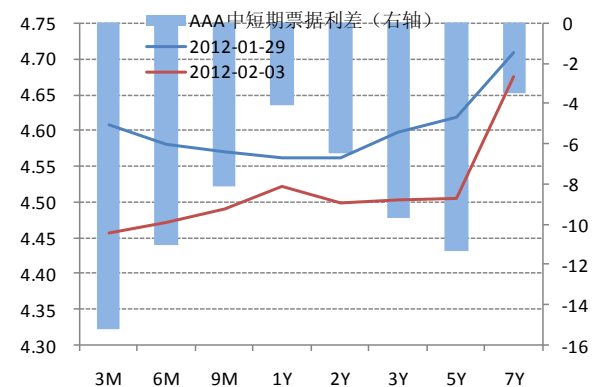
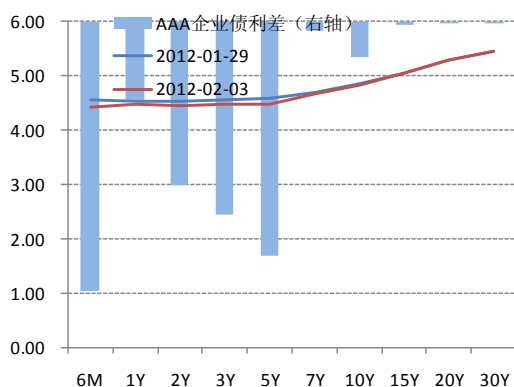
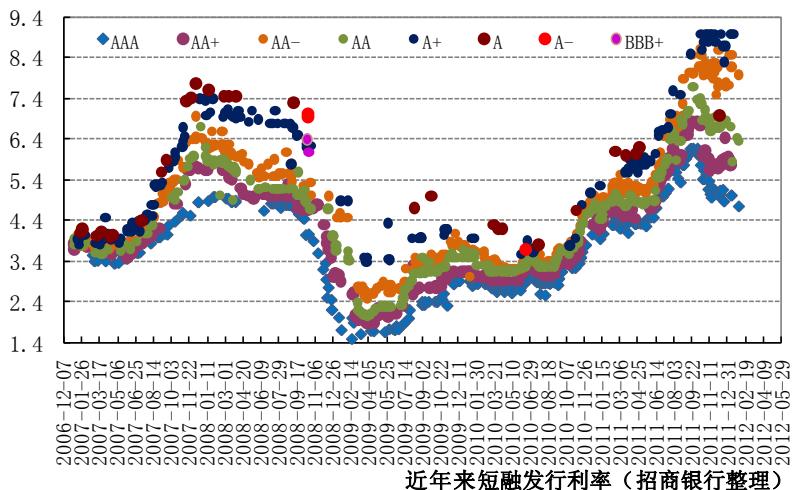
国债及金融债上周出现调整。国债整体收益率均出现抬升趋势，幅度较大的主要在5-10年中长端，整体上升5-8BP，其余年限也有2-3BP的抬升幅度；金融债3-10年端也整体抬升了5-7BP，其余年

限波动幅度不大，在 2BP 以内。



2.4 信用市场走势

信用产品交投依然活跃，成交较大的主要集中在 3-5 年中票，收益率延续下行态势。1 年以内短融及中票整体下行 4-11BP 之间，3-5 年期限下行幅度较大，达到 10-11BP，其余年限也有 3-6BP 的下行幅度。



三、 预测与展望

PMI 反弹并不改变经济弱势运行的局面。12 月份宏观数据有所反弹，加上 1 月份的 PMI 进一步走高，令市场对未来经济反弹的预期进一步升高。但我们认为 12 月份的这轮经济反弹主要源于春节错位引起的生产及出口的提前，从终端需求看，外需及投资均延续疲软态势，消费在抢搭“以旧换新”政策末班车及节假日消费高峰后，也将面临增速难以为继的危机。我们判断，目前的总体经济环境并不会对债市造成方向性上的影响，债市中期“慢牛”格局依然不会发生改变。

资金面依然是市场关注的重点。近期市场关注的热点主要围绕逆回购到期后，央行的态度及政策方向进行。从目前市场对于降准的预期看，分歧还是比较大的，我们认为在年初信贷高增，通胀未出现明显下行的情况下，降准短期内出台的可能性不大，未来公开市场投放力度很可能将趋于加大，以抵补因外汇占款负增长所带来的基础货币流失。短期内，我们依然判断资金成本难以持续维持在低位，紧平衡态势很可能将持续一段时间。

短期内关注点：

- **关注 1 月份通胀数据。**1 月份数据较少，本周将出台的物价数据。关注春节及春节错位对食品价格的影响及国外大宗商品反弹的态势是否会持续。这将影响未来几个月通胀下行速度的快慢。
- **关注年初信贷数据。**市场对 1 月份信贷普遍预期在近万亿左右，如果信贷投放进一步加快，政策放松及经济反转的速度也将相应发生变化。
- **下周公开市场操作。**上周公开市场操作停发。本周到期量只有 20 亿，公开市场工具的选择也将反映央行对市场的态度及未来的操作方向。

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。