

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——市场不应过度恐慌

- 近期各期限收益率出现持续性调整。我们认为原因主要是还是债市推动力的缺失。前期持续下行的经济增速及通胀在近两个月均出现反弹，虽然市场对通胀在年初走高早已有预期，但普遍没料到会有这么大的反弹，加上经济数据也出现复苏的迹象，导致了市场分歧持续加大。另一方面，在政策上，市场寄予厚望的政策面放松并未成行，加剧了市场的恐慌。
- 我们认为，这一轮市场的调整主要是源于预期的落空。前期市场已经消化了今年经济及通胀“双下行”的预期，但近期经济的反弹及缺乏政策面的推动令市场担心收益率底部将提前到来，加上2月份处于数据真空期，市场观点分歧加大导致了一些交易盘提早获利了结。
- 但是，预期落空真的意味着市场底部就来临了吗？CPI整体趋势依然是下行的，通胀见底时间依然要等到2季度末；而经济基本面目前面临的分歧是，经济底部是否会提前到1季度末？但从目前投资及外贸的走势看，情况并不乐观，12月份及1月份的经济数据并不具备代表性。我们认为更应该考虑的因素是政策面因素对预期的引导。上周央行公开市场操作的加码令市场大跌眼镜，未来政策、特别是量化政策的方向将直接决定资金面及信贷的走势，进而制约债市收益率的方向及空间。
- 我们倾向于认为，上次节前的调整主要源于资金面紧张，从收益率上看，交易机会及波动操作主要集中在短端。但本次的调整主要集中在中长端，如果以上论述属实的话，配置盘可考虑在市场预期分歧较大时择机加大配置力度或进行波段操作。

短期关注点：

- 关注央票重启的可能性。上周尽管央票并没有重启，但依然可以感受到央行回笼力度正在加码，央行在公开市场的操作力度超出市场的预期，本周央票是否会重启及发行利率大小将影响到市场对短期政策面的判断。

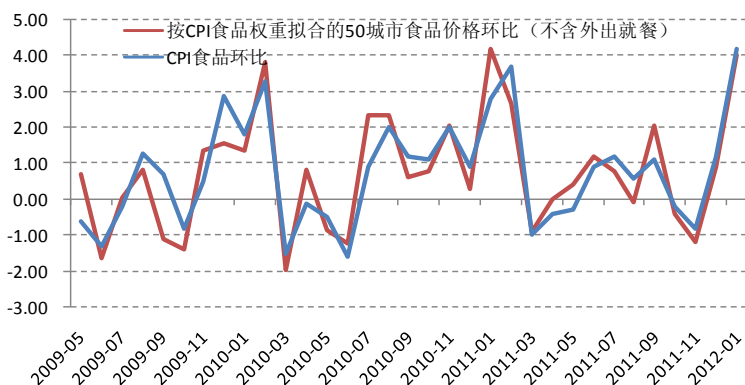
- **留意央行公开市场操作背后的意义。**虽然近期政策出台的可能性虽然降低了，但并非意味着微调的可能性不存在。特别是央行在回购利率在3.5%以上的水平时加大回笼力度，是基于通胀反弹考虑，还是源于对冲回笼银行的资金，或是外汇占款近期再度出现大幅增长，值得进一步关注。
- **关注物价频密数据下行的幅度。**2月份的CPI下行基本确定，幅度的大小取决于春节因素消退对食品价格的影响，这将在未来较长的一段时间内影响市场对收益率走势的判断及预期。

一、宏观经济分析及展望

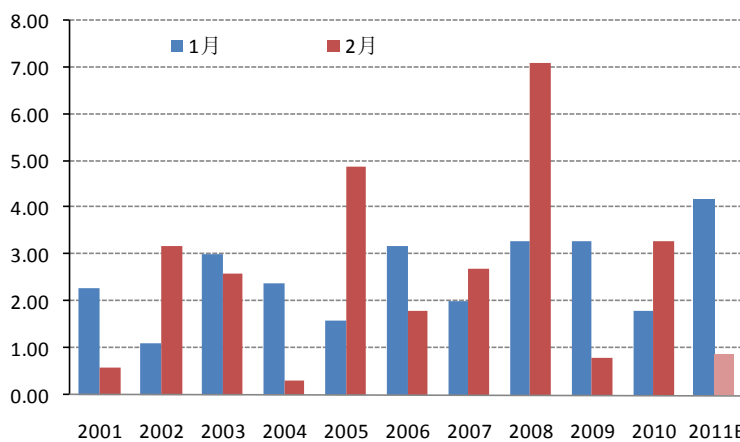
1.1 1月CPI出现超预期反弹

1月份CPI同比增长4.5%，大幅超出市场预期。从明细数据看，造成1月份数据大幅抬升的原因主要有三个：一个是翘尾因素重回到3.0%以上的高位；另一个是我们前期所分析的春节错位因素；最后一个是某些分项的环比涨幅的确出现了超预期及超季度性因素。

从环比看，食品环比上涨4.2%，非食品环比上涨0.2%。均超出了我们的预期，我们认为，这其中诸如鲜菜（环比上涨高达26.1%）、水产品、肉禽类及非食品中的娱乐教育文化用品及服务类涨幅（环比上涨1.1%，贡献了非食品涨幅的近80%），主要归因于季度性原因，并不具备可持续性，加上今年春节错位，在同比表现上加剧季度性因素的波动。



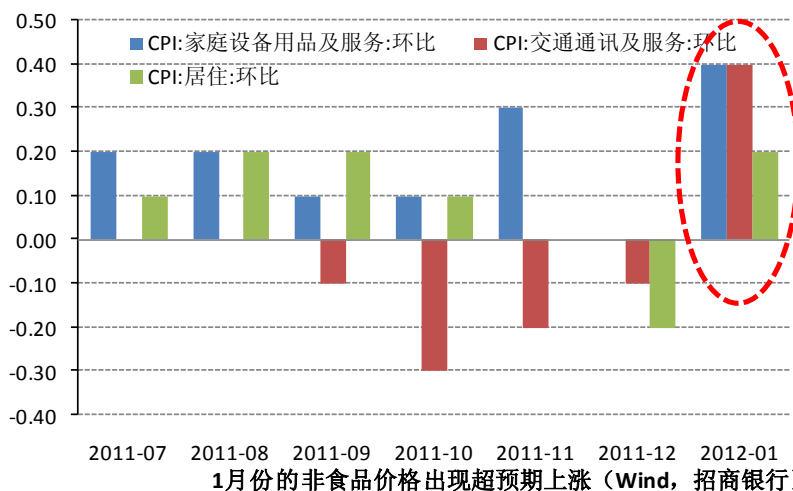
1月份食品价格环比季节性上涨 (Wind, 招商银行)



往年春节期间CPI食品价格走势 (Wind, 招商银行)

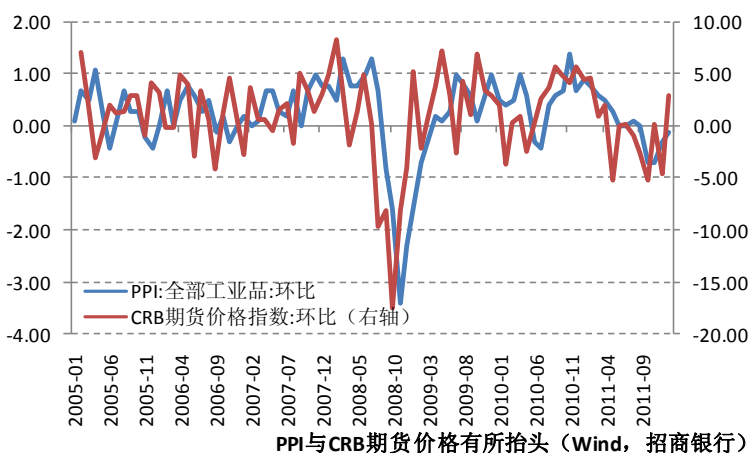
春节因素的影响在2月份将会消除，同时也将加剧CPI食品环比的下滑，但是诸如居住、交通通信、家庭设备用品及维修等价格出现超季度性上涨，我们认为更值得进一步关注。1月份上述非食

品价格的上涨难以用季度因素加以解释，从环比上也远超前几个月的增幅。此外，虽然PPI环比(-0.1%)依然为负，但可以明显感受到其环比负值正在收窄，同时1月份的PMI购进价格也开始重回50均线。非食品价格有进一步回升的迹象。

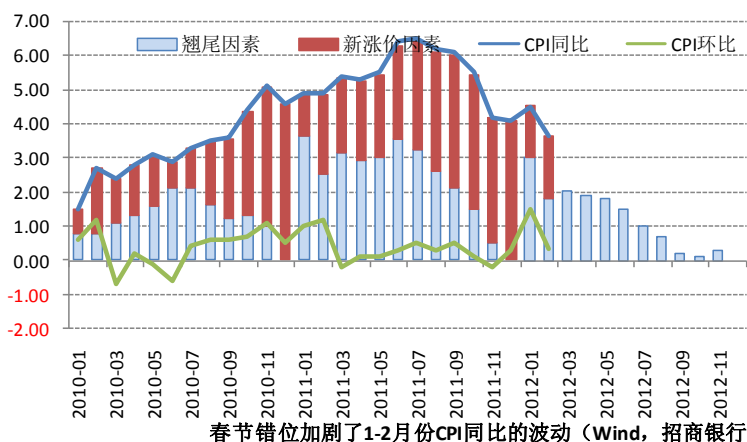


非食品依然具备较大的不确定性，特别是大宗商品价格近期的动向。受中东政局持续动荡的影响，原油期货价格持续抬升，有望再度突破100美元的价位，加上近期中国油价整体上调，对PPI及PPIRM的传导作用将进一步加大。此外，CRB期货价格近期也出现较大幅度的抬升。这些因素尚未对国内生产及非食品价格形成趋势性抬升效应，但值得警惕。





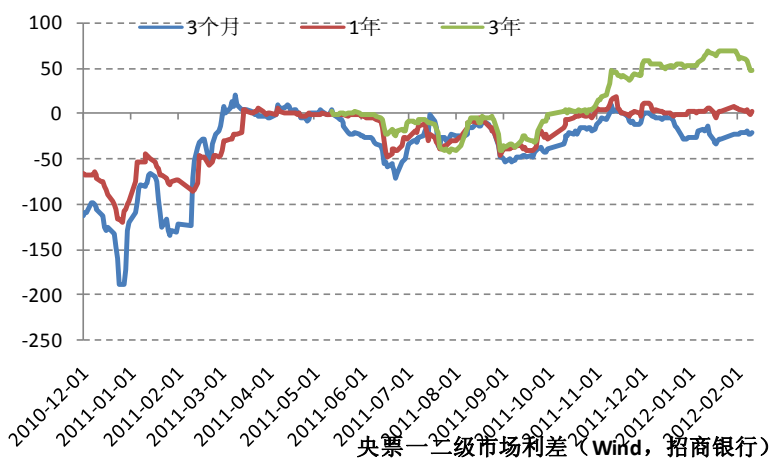
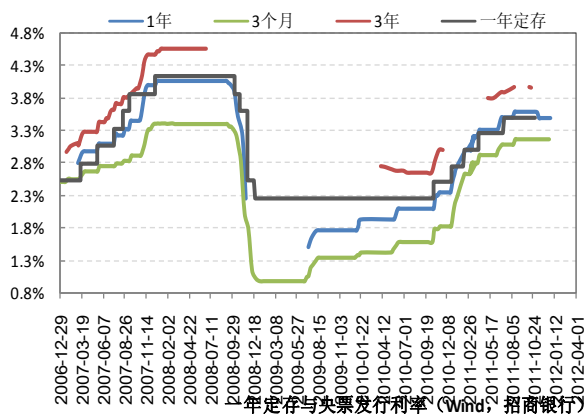
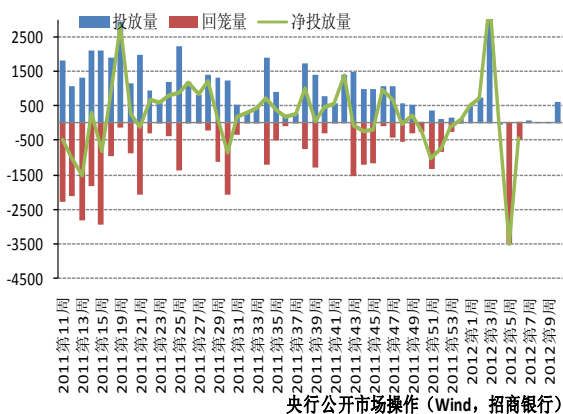
CPI 同比下行依然是主要趋势。虽然 1 月份 CPI 超预期，但我们依然认为不应过分恐慌，由于季度性因素占其中的绝大部分贡献，市场早已有所消化，同时**春节错位影响在 2 月份还将继续显现**。商务部数据已经显示 2 月第一周的肉、蛋及水果价格均出现较大幅度的下滑，蔬菜价格周环比下滑幅度更是高达 5.8%。春节错位效应将使得 2 月份数据的在同比上表现的更为明显。我们判断，2 月份开始，CPI 同比将加速下滑，重回回落区间，很可能跌落到 3.6-3.9% 左右的水平。



二、债市回顾及展望

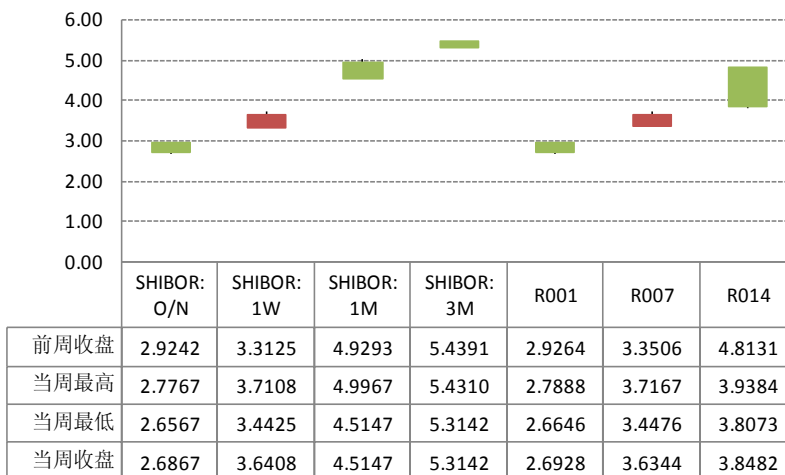
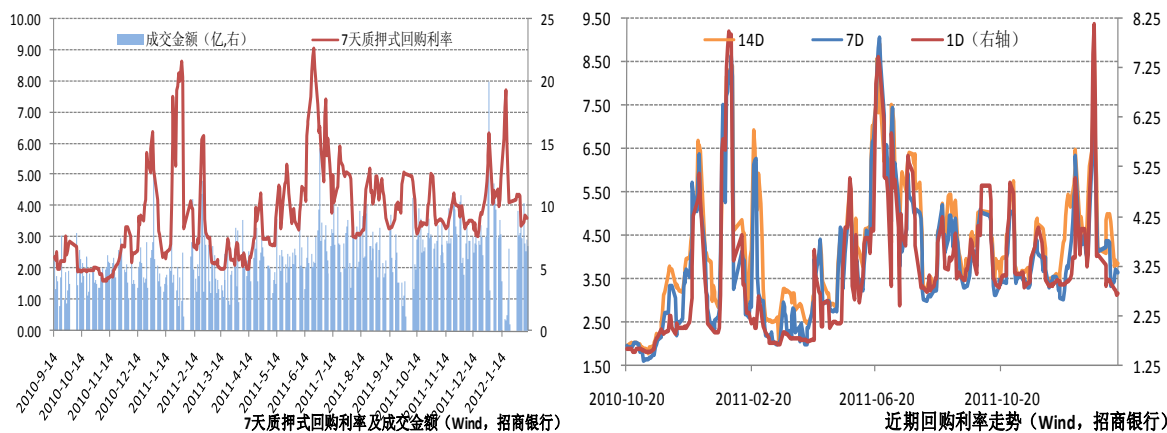
2.1 政策面及公开市场

上周到期资金仅有 20 亿，但全周净回笼 440 亿。尽管央行周一及周三就央票和正回购需求向市场询量，但最终央票发行没有成行。全周分别发行 28 天及 91 天正回购 260 亿及 200 亿。



2.2 资金面及货币市场

资金成本延续震荡趋势，尽管 7 天回购已经恢复到 3.4-3.7% 左右的水平，但受到央行公开市场回笼放量的影响，市场对未来政策放松的预期进一步降低，市场心态依然维持谨慎，现券收益率出现持续震荡及反弹，我们判断，短期内的资金面依然有较大的不确定性，回购利率的下行有部分原因源于机构去杠杆带来的资金面宽松，如果未来政策出台无望，资金面紧平衡的局面可能将持续较长一段时间。

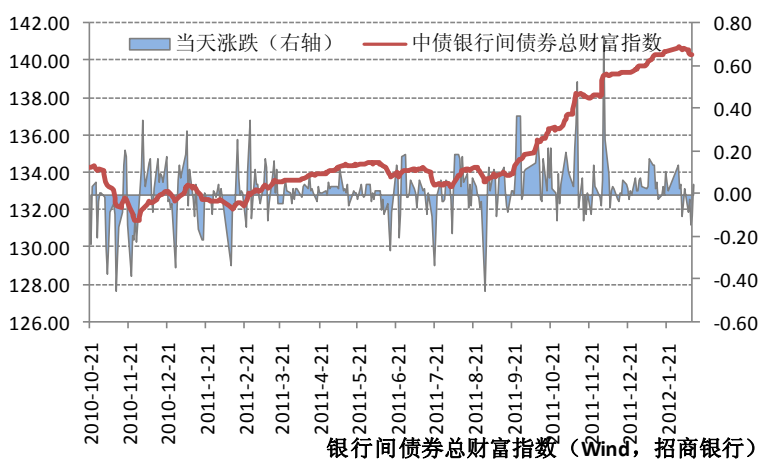


2.3 利率走势及债券市场

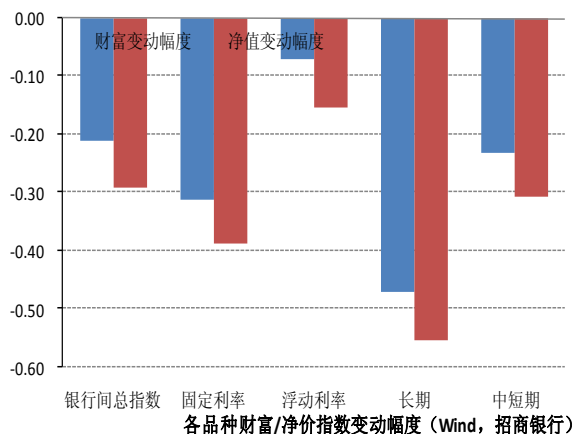
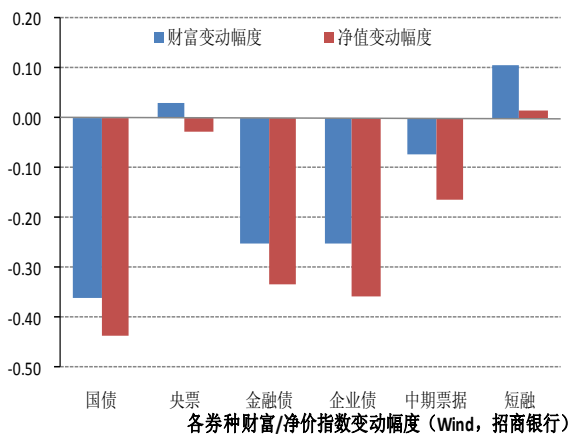
一级市场方面，上周发行了一期1年期国债及两期国开债。

1年期国债最终中标利率2.87%，边际利率2.95%，远高于预期，较1月中旬同期限国债2.78%的发行利率高出9BP，受市场调整的影响，认购需求亦略显不足，全场认购倍数仅为1.34倍。

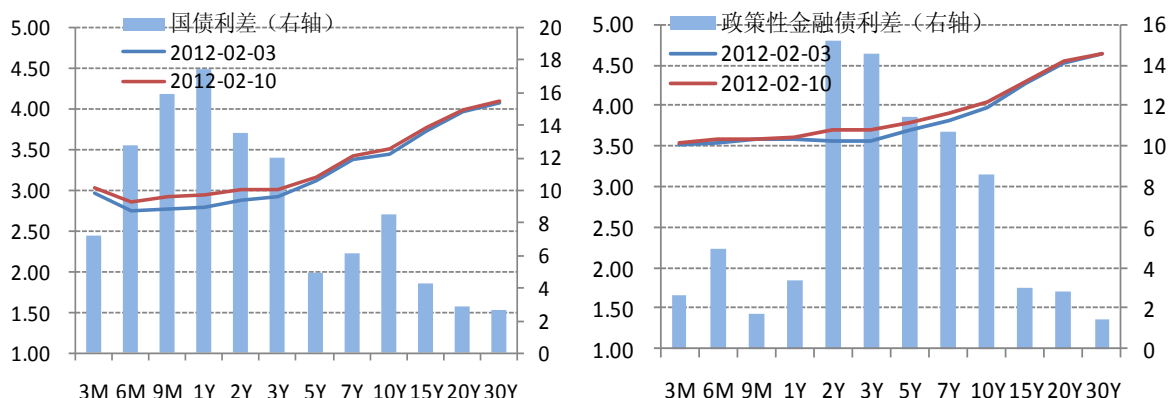
金融债方面，上周发行了一起5年固息债及仪器10年定存浮息债。5年固息最终发行利率落在3.80%，超出市场3.75%的预期值，但同时招标的10年Depo债中标利差则明显低于预期，仅为77BP，低于市场80-90BP的预期值。显示出目前市场对固息及浮息的态度出现明显分化。而这从市场招标量也可以得到印证，5年固息债的投标倍数为1.38，明显弱于10年Depo债1.84的投标倍数。



现券市场方面，周一央行重新向市场询问央票和正回购需求，市场一度出现较多抛盘。但周二央票最终没有发行推动了短期收益率再度回落。周四开始，受CPI同比超预期的影响，市场对政策放松的预期再度降低，中长端收益率进一步大幅上升。全周看，除央票外，利率产品估值全线大幅下调，降幅远大于信用产品，同时长端估值降幅大于中短端，固息大于浮息。

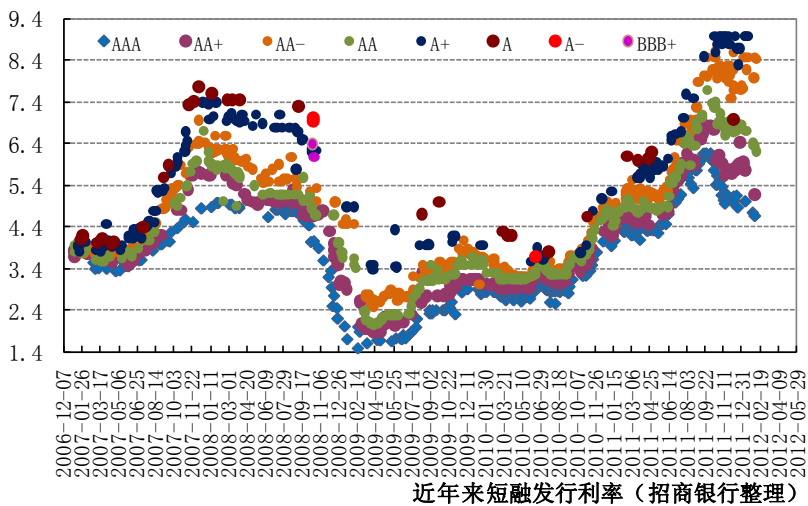


国债及金融债上周均出现调整。国债及金融债整体抬升的幅度均达到了3-17BP。虽然从估值上短端变动幅度较大，但从实际数据看，活跃成交及调整的重点主要来源于中长端。国债7-10年端整体上移了6-9BP，金融债5-10年也有9-11BP的涨幅。

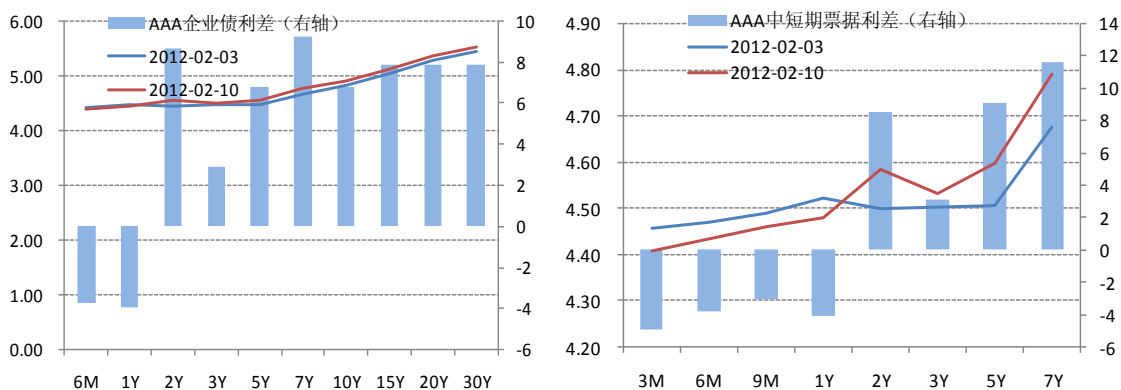


2.4 信用市场走势

信用产品多空交织，在经历连续两周收益率大幅下滑后，市场再度出现盘整格局。短融品种收益率依然延续小幅震荡下行的趋势，但中票及企业债收益率有所上扬。整体看，信用债受到的冲击小于利率债，表现为需求依然较强，但依然集中在高评级产品。全周1年以内短久期下滑了3-4BP，3-5年中票整体抬升了3-9BP。



近年来短融发行利率（招商银行整理）



三、 预测与展望

近期各期限收益率出现持续性调整。我们认为原因主要是还是债市推动力的缺失。前期持续下行的经济增速及通胀在近两个月均出现反弹，虽然市场对通胀在年初走高早已有预期，但普遍没料到会有这么大的反弹，加上经济数据也出现复苏的迹象，导致了市场分歧持续加大。另一方面，在政策上，市场寄予厚望的政策面放松并未成行，加剧了市场的恐慌。

我们认为，这一轮市场的调整主要是源于预期的落空。前期市场已经消化了今年经济及通胀“双下行”的预期，但近期经济的反弹及缺乏政策面的推动令市场担心收益率底部将提前到来，加上2月份处于数据真空期，市场观点分歧加大导致了一些交易盘提早获利了结。

但是，预期落空真的意味着市场底部就来临了吗？CPI整体趋势依然是下行的，通胀见底时间依然要等到2季度末；而经济基本面目前面临的分歧是，经济底部是否会提前到1季度末？但从目前投资及外贸的走势看，情况并不乐观，12月份及1月份的经济数据并不具备代表性。我们认为更应该考虑的因素是政策面因素对预期的引导。上周央行公开市场操作的加码令市场大跌眼镜，未来政策、特别是量化政策的方向将直接决定资金面及信贷的走势，进而制约债市收益率的方向及空间。

我们倾向于认为，上次节前的调整主要源于资金面紧张，从收益率上看，交易机会及波动操作主要集中在短端。但本次的调整源头来源于中长端，如果我们前面的论述逻辑成立的话，配置盘可考虑在市场预期分歧较大时择机加大配置力度或进行波段操作。

短期关注点：

- **关注央票重启的可能性。** 上周尽管央票并没有重启，但依然可以感受到央行回笼力度正在加码，央行在公开市场的操作力度超出市场的预期，本周央票是否会重启及发行利率大小将影响到市场对短期政策面的判断。
- **留意央行公开市场操作背后的意义。** 虽然近期政策出台的可能性虽然降低了，但并非意味着微调的可能性不存在。特别是央行在回购利率在3.5%以上的水平时加大回笼力度，是基于通胀

反弹考虑，还是源于对冲回笼银行的资金，或是外汇占款近期再度出现大幅增长，值得进一步关注。

- **关注物价频密数据下行的幅度。**2月份的CPI下行基本确定，幅度的大小取决于春节因素消退对食品价格的影响，这将在未来较长的一段时间内影响市场对收益率走势的判断及预期。

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客观与公正，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。