

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——静待经济基本面明朗化

- 2月份PMI数据再度走高,但对市场收益率的影响较为中性,我们认为走高的原因主要源于节后开工潮的出现,加速了订单、采购及生产等流程的展开,其可持续性还有待观察。目前市场关注点主要集中在经济基本面上。我们预计前期经济加速下行的阶段已经过去,本周即将公布的经济数据更多的是体现出“筑底”的信号,而通胀数据还将加速下行,对债市的影响依然是较为利好。
- 虽然上周开始资金成本大幅下降,但未来不确定性依然比较大。目前市场普遍判断货币政策短期内将不会出现明显的松动,即使有所松动也主要集中在信贷层面,如果信贷能够有效启动,对债市资金面而言无疑是一把双刃剑。而央行在公开市场的执行力度上也表明目前的监管层目标仅仅是维持资金面“中性”或维持资金面平稳。我们判断3月份7天回购还将围绕3.5%的区间波动。这表明短端收益率依然难以突破前期低点。而目前中长端收益率已经经历一波较大的调整,如果市场转暖,交易盘可择机进行波段操作。

短期关注点:

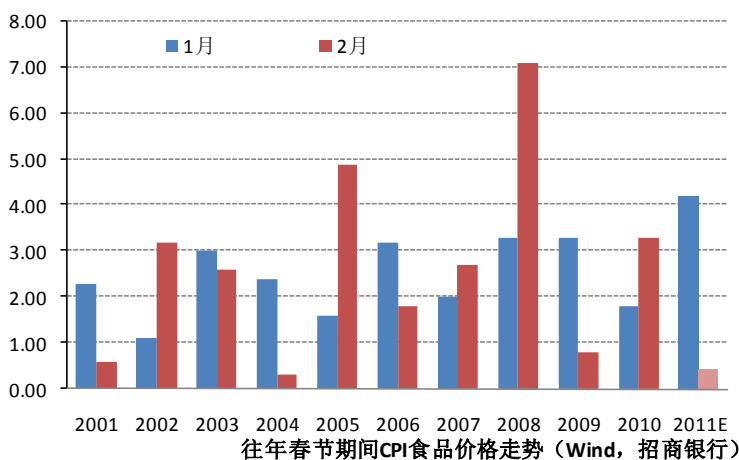
- 关注“两会”因素对经济基本面及政策面的影响。“两会”召开在即,市场普遍持观望态度,“两会”期间对经济及政策的“定调”或将影响债市后市行情。
- 关注本周经济数据公布。周五将公布2月份经济数据,经济基本面有望进一步明朗,特别是工业增加值及投资等数据将对市场预期产生进一步引导作用。
- 关注“股债轮动”效应。在资金面紧平衡的状态下,股债轮动很可能会表现得更为明显。目前大盘较年初低点已经上涨了近14%,如果上涨势头企稳,不排除债市又将经历一场“去杠杆”行情。
- 关注信贷监管政策有无变动的可能性。在贷存比75%监管红线及“存款搬家”的制约下,目前信贷新增难以有效放量,前期有传言贷存比有望微调或扩大存款基数,我们判断,如

果2月份新增信贷依然低迷的话，不排除这种可能性出现。如果贷存比微调，对债市资金面而言，“利空”信号远大于“利多”。

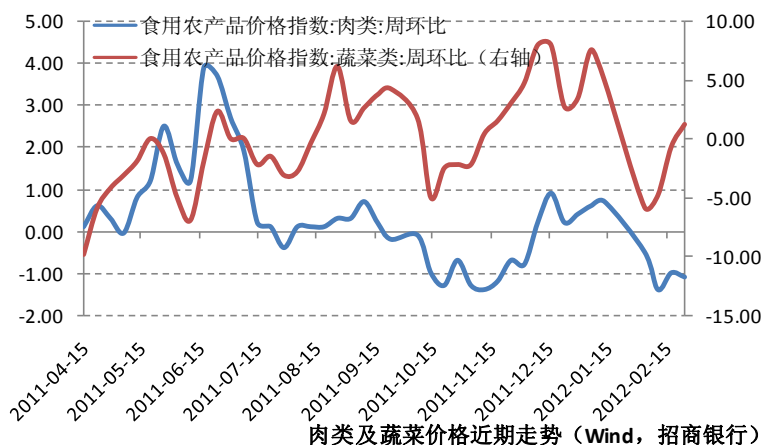
一、宏观经济分析及展望

1.1 2月物价预测：节后季度回落占据主导地位

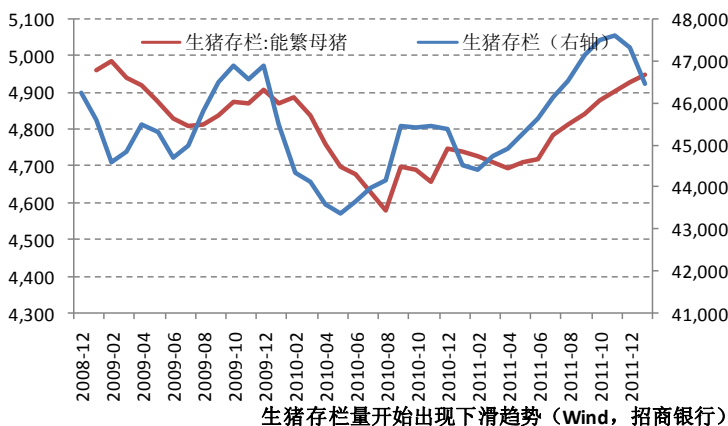
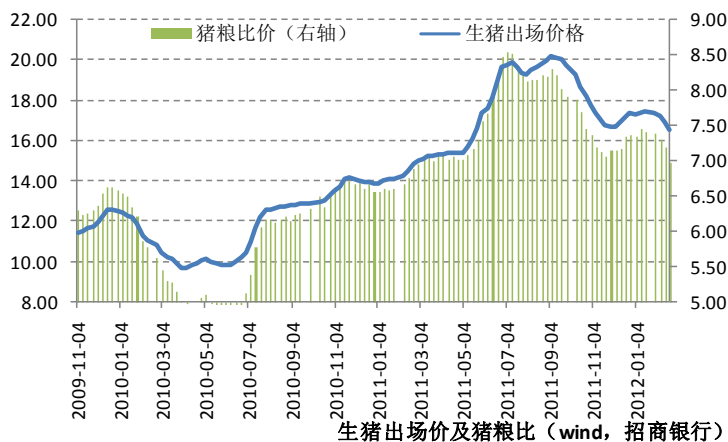
2月份的物价水平还将呈现回落态势。从基本上依然利多于债市。从频密数据可以看出，节后季度性回落的肉价及蔬菜在2月份出现较大幅度的下滑，商务部公布的肉类价格连续四周环比下滑的幅度达到4.0%，远超节前上涨的幅度。而蔬菜价格回落幅度也达到10%，基本上持平于节前上涨幅度。



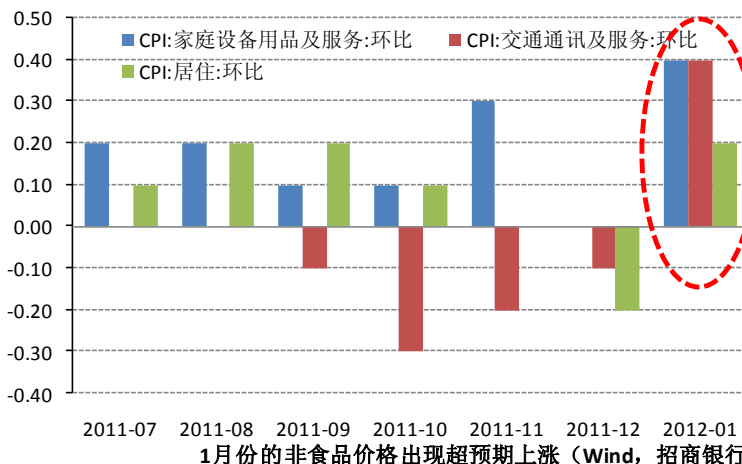
整体看，2月份食品价格与历史同期节后价格回落幅度相比，基本符合季度性回落的预期。但由于今年与去年春节存在错位，本次季度性价格回落在同比上将会显现的更为明显。



但是，值得关注的是，商务部蔬菜类农产品价格在近期开始出现反弹，同时，虽然猪肉价格依然延续下滑趋势，但猪粮比已经达到近一年以来的地位，生猪存栏量亦出现下滑，这为未来的食品价格走势增添了新的不确定性。



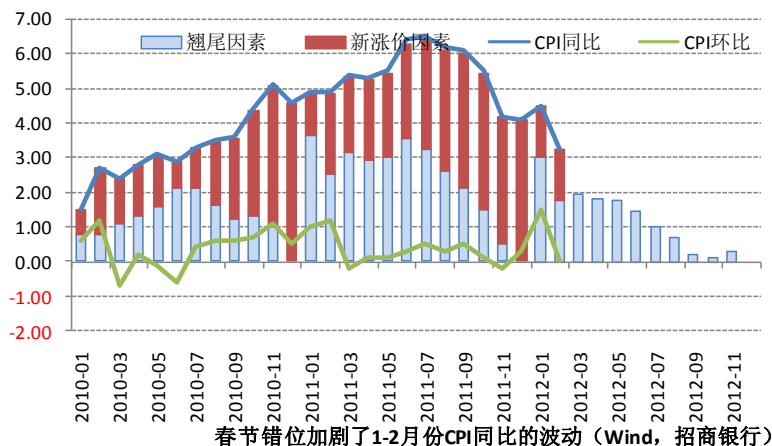
非食品方面，短期内，节后季度回落因素依然占据主导地位。特别是文化娱乐服务及旅游价格的回落将抑制 2 月份非食品价格的上涨。但从全年角度看，1 月份非食品价格已经体现出非季度性上涨的趋势。特别是居住类、交通通讯等价格的抬升明显高于历史同期，加上近期国内油价上调等因素，非食品价格未来几个月的涨幅很可能将超出历史均值。



我们判断，原材料价格的波动，特别是大宗商品价格近期的动向依然具备较大的不确定性。近期原油价格已经再度逼近 110 美元关口，同时，CRB 指数亦出现稳步上升趋势。这将对 CPI 非食品价格及 PPI 产生长远影响。

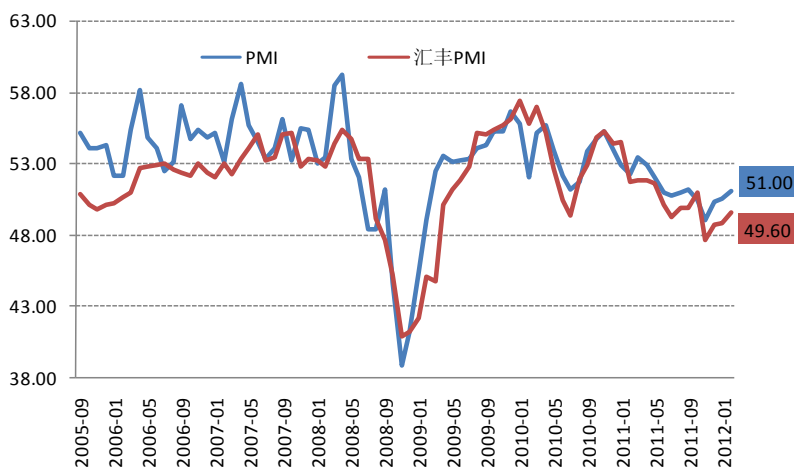


2 月份，翘尾大幅下滑 1.25 个百分点，预计 CPI 同比将落在 3.2-3.6%之间，均值在 3.3%左右，同时，PPI 环比负增长将进一步受窄，2 月份环比有望转负为正。



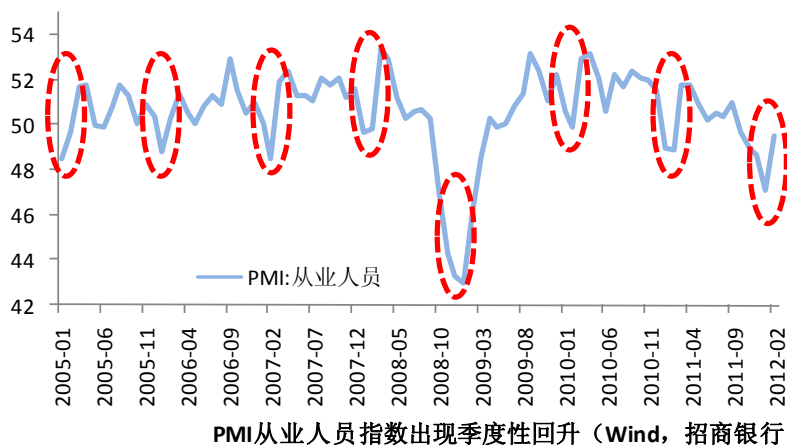
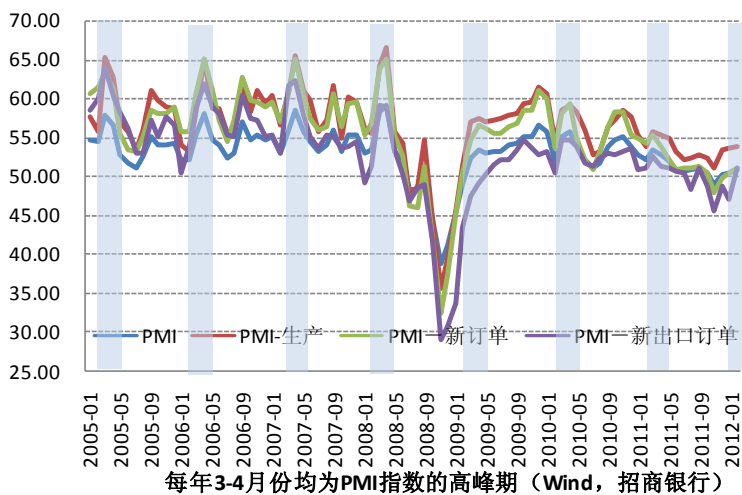
1.2 PMI走高主要源于节后开工潮

2月份PMI再度上升0.5个点至51。我们认为回升的动力主要来源于节后开工潮的出现，加速了订单、采购及生产等流程的展开，揭示生产需求增长的新出口订单、积压订单及购进价格指数均出现4个点的增幅。而汇丰PMI2月份数据也出现了小幅回升，2月份终值为49.6。

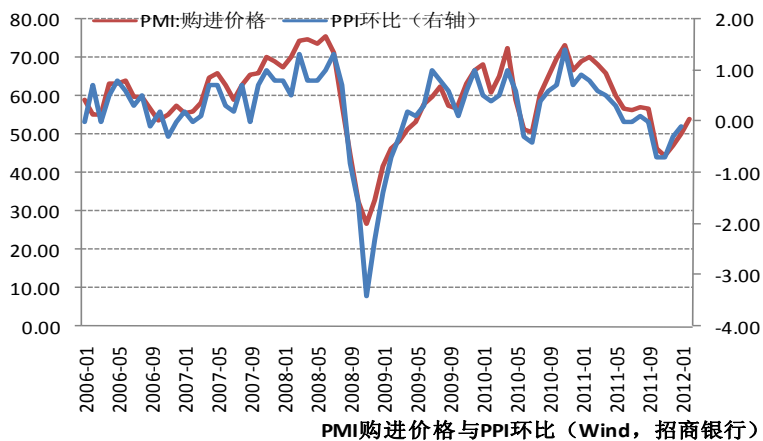


汇丰PMI与官方PMI (Wind, 招商银行)

本次PMI数据的回升，但其可持续性并不高。原因主要有两个：一是基数因素，PMI在处在扩张或萎缩区间所含的意义仅仅是针对前一个月而言，由于1月份存在春节等因素，其好转已在预期之中，难以揭示长期走势。从历年春节后的回升幅度看，今年相对于往年节后的回升幅度而言并不算高。此外每年的3-4月份均为PMI的高峰期，由于今年春节有所提前，2月开始PMI开始走高亦有季度原因；二是2月份的回升，有较大一部分来源于前面所述的开工因素。2月份从业人员指数大幅反弹了2.4个点，贡献了PMI综合指数大部分的回升动能，这与节后返工作的季节性因素关系密切。



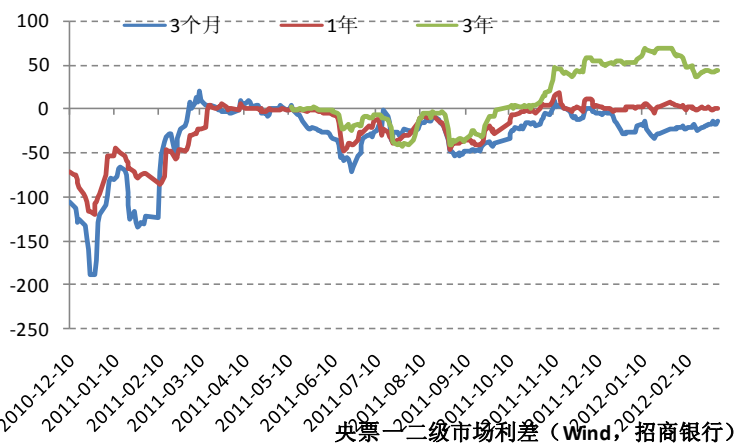
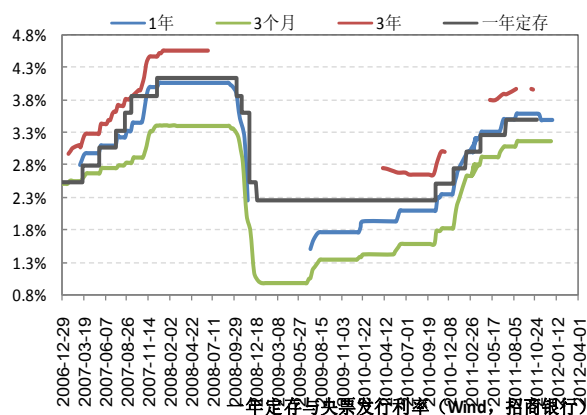
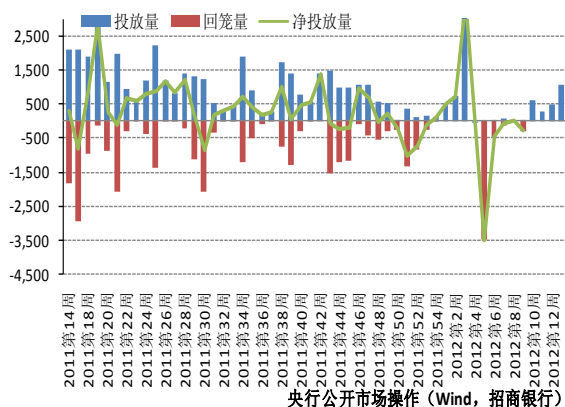
值得关注的是 PMI 购进价格指数继续大幅抬升。2 月份再度回升了 4 个点，这与当前原油等大宗商品价格上涨密切相关，我们判断 2 月份 PPI 环比很可能会转负为正，从长期而言将加大输入型通胀的潜在风险。



二、债市回顾及展望

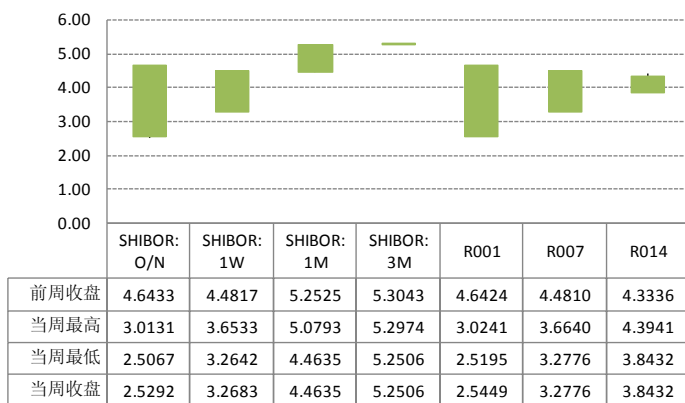
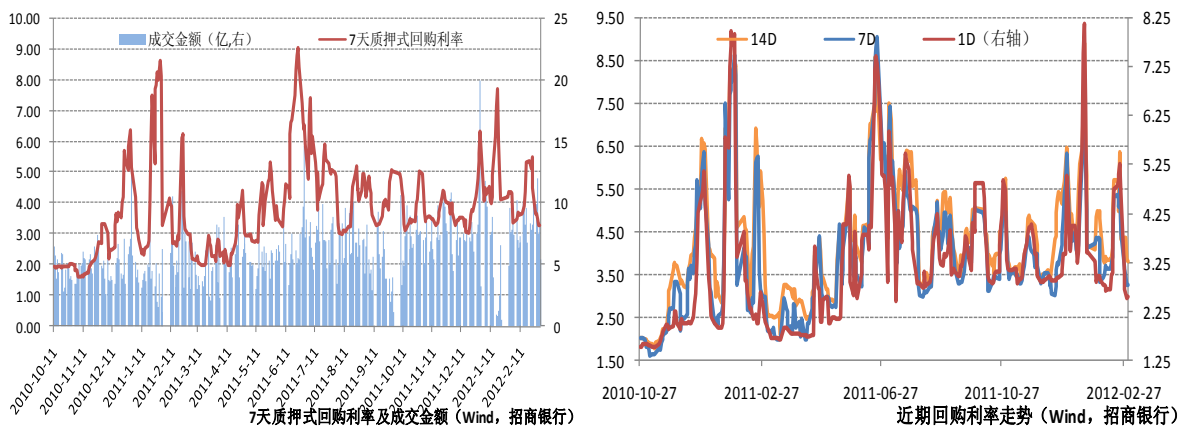
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场到期资金 20 亿，但受流动性回暖的影响，上周回笼量大幅放量，全周净回笼 280 亿，28 天及 91 天正回购各发行 100 亿及 200 亿，央票依然停发。但下周开始，到期量也将开始增大，市场目前主要关注央票重启的可能性及其发行利率是否会有所突破。



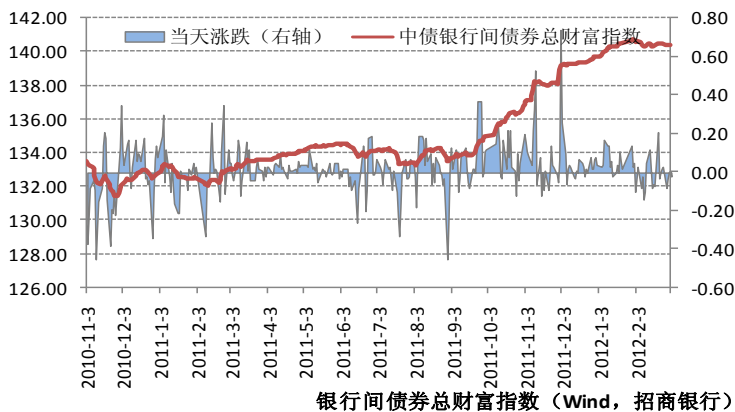
2.2 资金面及货币市场

上周资金成本逐步下行，全周隔夜及 7 天回购均大幅下滑 210BP 及 120BP 至 2.54% 及 3.28%。我们判断，未来几周公开市场到期及回笼均会发力，但 3 月份的资金面将维持“中性”，回购利率难以再度大幅下行，7 天回购难以长时间突破 3.5% 的中枢，如果公开市场央票发行利率维持稳定的话，短端收益率的下行空间并不大。

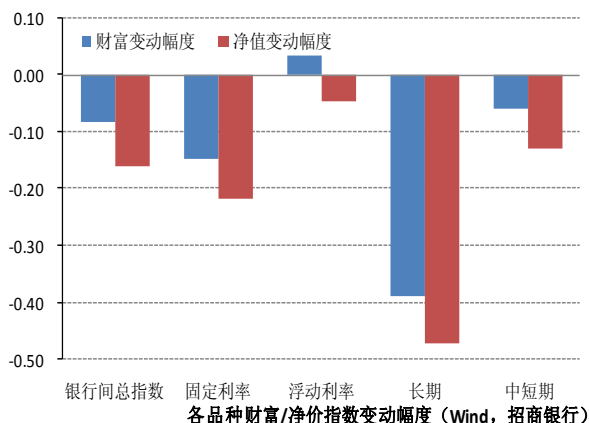
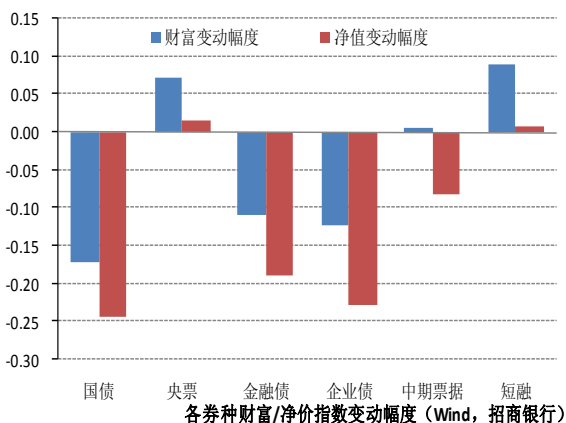


2.3 利率走势及债券市场

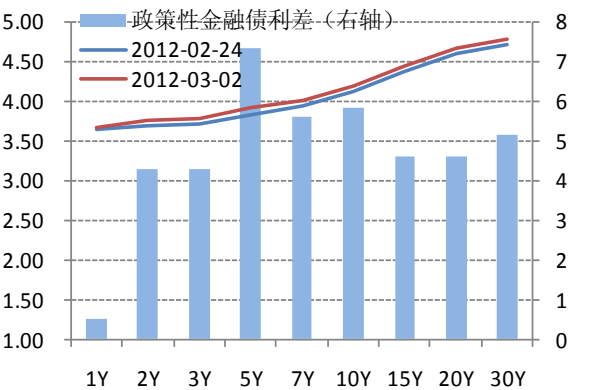
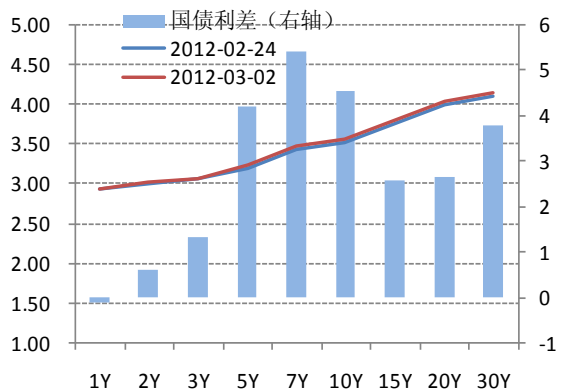
一级市场方面，上周发行了一期5年国开Depo债。中标利差达到72BP，超出市场预期值，也高于前两期5年(63BP)及7年(70BP)的中标利差。我们认为，近期国开债供给量大，Depo流动性较差、大行参与力度较小以及市场心态趋于谨慎均是导致本次中标利差超预期的主要原因。但由于市场对加息的预期较淡，本次Depo债票面达到4.22%，比同期固息债高出一档降息幅度，配置价值依然受到市场肯定，认购倍数达到2.1倍。



现券市场方面，周一开始，尽管回购利率出现较大幅度的下行，但现券市场反而出现一波抛盘行情，中长期金融债普遍出现 3-5BP 的涨幅。由于经济数据即将公布，市场谨慎气氛浓厚，交投冷清，周四 PMI 再度走高，但对市场影响有限。全周看，除了央票、短融及浮息债估值有所上升外，其余品种均有所下滑。中长期利率品种依然面临较重抛盘。利率产品估值降幅明显大于中票及短融。



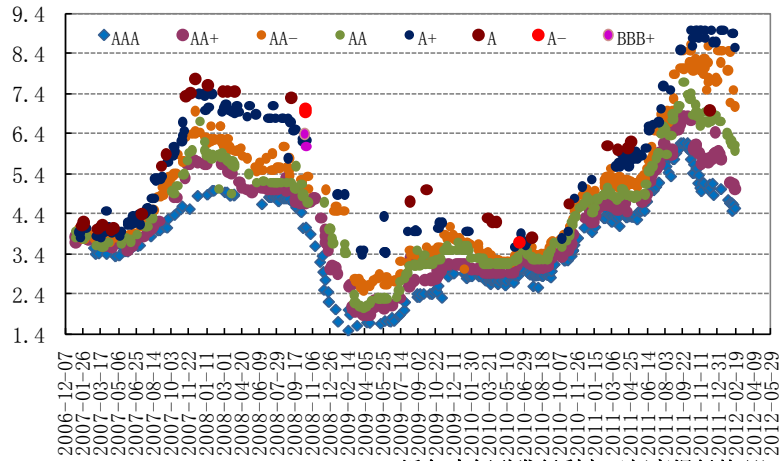
利率产品方面，国债及金融债收益率均出现全面上调。5-7 年中长端调整的幅度较大，国债及金融债分别抬升 4-5BP 及 6-7BP。短端受资金面回缓的影响，初期有所下行，但周末受中长期调整的拉动，也出现 1-4BP 的抬升。



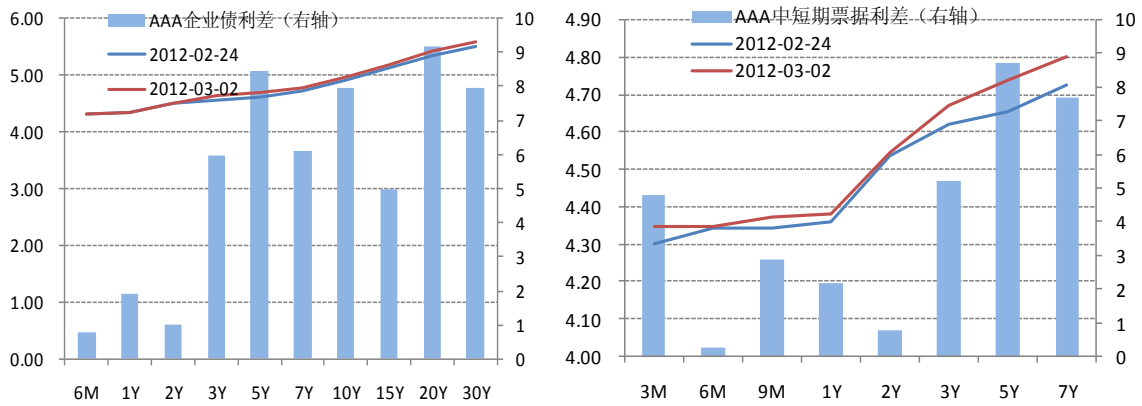
2.4 信用市场走势

信用市场交投清淡，PMI 高预期及信贷低增的传言导致市场分歧较大，机构心态维持谨慎，收益率曲线小幅上移。短融受流动性好转的影响，成交维持稳定；而中票成交则依然清淡。两会召开在即，对今年的政策取向会有新的指导意义，市场普遍呈观望态势。1 年以内短融及中票整体抬升 0-5BP，2-7 年中票也有 1-9BP 的调整幅

度。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

2月份PMI数据再度走高，但对市场收益率的影响较为中性，我们认为走高的原因主要源于节后开工潮的出现，加速了订单、采购及生产等流程的展开，其可持续性还有待观察。目前市场关注点主要集中在经济基本面上。我们预计前期经济加速下行的阶段已经过去，本周即将公布的经济数据更多的是体现出“筑底”的信号，而通胀数据还将加速下行，对债市的影响依然是较为利好。

虽然上周开始资金成本大幅下降，但未来不确定性依然比较大。目前市场普遍判断货币政策短期内将不会出现明显的松动，即使有所松动也主要集中在信贷层面，如果信贷能够有效启动，对债市资金面而言无疑是一把双刃剑。而央行在公开市场的执行力度上也表明目前的监管层目标仅仅是维持资金面“中性”或维持资金面平稳。我们判断3月份7天回购还将围绕3.5%的区间波动。这表明短端收益率依然难以突破前期低点。而目前中长端收益率已经经历一波较大的调整，如果市场转暖，交易盘可择机进行波段操作。

短期关注点：

- **关注“两会”因素对经济基本面及政策面的影响。**“两会”召开在即，市场普遍持观望态度，“两会”期间对经济及政策的“定调”或将影响债市后市行情。
- **关注本周经济数据公布。**周五将公布2月份经济数据，经济基本面有望进一步明朗，特别是工业增加值及投资等数据将对市场预期产生进一步引导作用。
- **关注“股债轮动”效应。**在资金面紧平衡的状态下，股债轮动很可能会表现得更为明显。目前大盘较年初低点已经上涨了近13.8%，如果上涨势头企稳，不排除债市又将经历一场“去杠杆”行情。
- **关注信贷监管政策有无变动的可能性。**在贷存比75%监管红线及“存款搬家”的制约下，目前信贷新增难以有效放量，前期有传言贷存比有望微调或扩大存款基数，我们判断，如果2月份新增信贷依然低迷的话，不排除这种可能性出现。如果贷存比微调，对债市资金面而言，“利空”信号远大于“利多”。

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。