

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjliu@cmbchina.com

报告摘要：

——关注投资偏好的转变

- 周末公布的经济数据显示经济基本面依然延续筑底信号，货币政策放松及收益率下行的空间依然存在。此外，“两会”首度将经济增长目标调低，强化市场对于经济减速的预期，但短期内市场依然缺乏较为强烈的做多动力及理由，收益率下行幅度并不大。
- 3-4月份信用债将面临到期高峰期，滚动发行的压力较大，同时私募债等发行也将放量，从供给层面上将给债市带来一定的冲击；但另一方面，也应关注到，年初收益率的持续调整导致大行配置资金依然处于观望态势，加上前一轮基金的抛盘，债市持仓实际上处于较低水平。我们认为即使政策力度不及预期，再度出现抛售的风险也并不高。
- 未来值得关注的更多的是投资偏好是否会发生转移。近期市场风险偏好有所上升，加上城投债的政策利好持续，推动了低评级信用产品开始受到市场关注。如果未来对政策放松的乐观情绪进一步上涨，部分机构投资偏好及配置仓位很可能更多的向权益类及信用类转移。这将制约利率品种收益率的进一步下行。虽然债市牛市格局长期内并未受到影响，但大行配置的力度及节奏很可能将决定二季度利率产品的走势。

短期关注点：

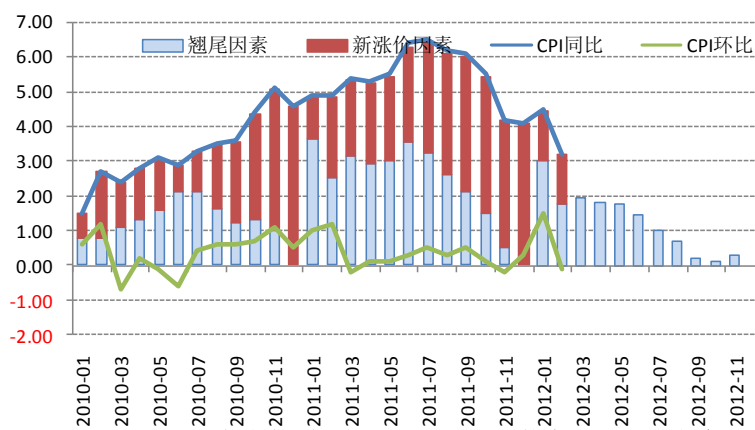
- 关注信贷数据对市场预期的引导。虽然2月份的经济数据尘埃落定，但未来政策面走势还是较大程度受到信贷层面的影响。2月份对公中长期信贷占比依然较低，显示实体经济资金需求依然疲软，未来政策放松依然可期，特别是在CPI显著下行的情况下，货币政策的空间及灵活性有所增加。
- 关注“股债轮动”效应。上周债市小幅走强，股市疲软也是原因之一。“两会”对经济及政策的“定调”对股市的影响也将制约债市的走势。
- 关注央票重启的可能性。上周央票虽然没有重启，但随着未来几周公开市场到期量的加大，重启的可能性也将加大，建议关注央票重启及其发行利率能否出现突破的可能性，这将

制约短端下行空间的大小。

一、宏观经济分析及展望

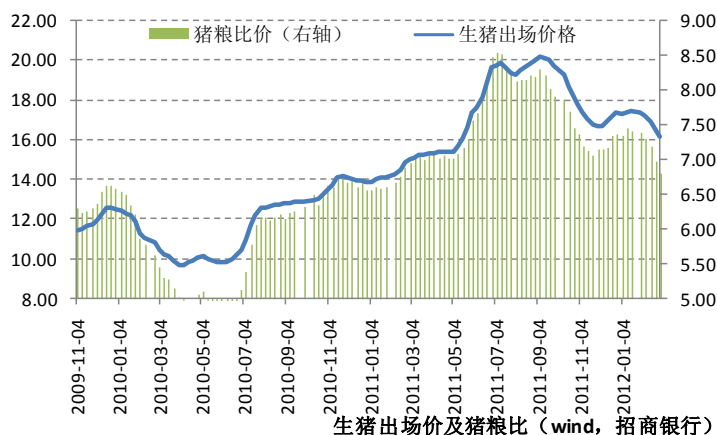
1.1 通胀下行趋势将持续到二季度末

2月份CPI同比3.2%，略低于我们3.4%的预期值，从分项数据看，CPI环比负增长0.1%，同时翘尾从3.0%大幅下降到1.75%，共同推动了CPI同比大幅下滑，创下近20个月以来的新低。但综合1-2月份数据，近两月新涨价因素为1.43%，涨幅适中，CPI的大起大落主要源于：1、春节错位因素；2、翘尾因素的冲高回落。两者共同影响导致了1-2月份CPI出现高位下行的格局。

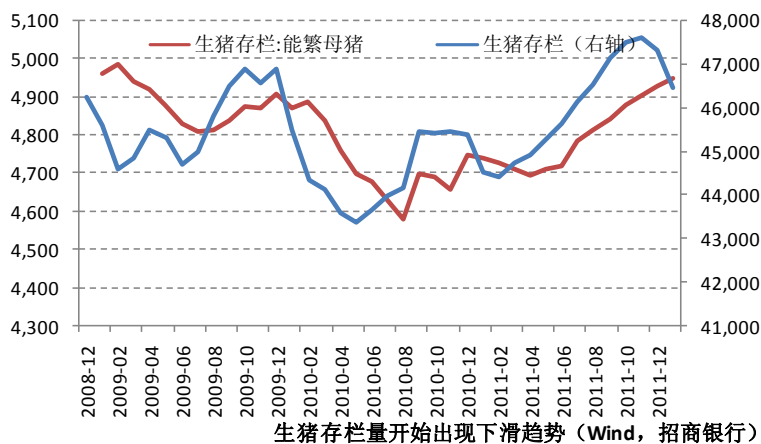


春节错位加剧了1-2月份CPI同比的波动 (Wind, 招商银行)

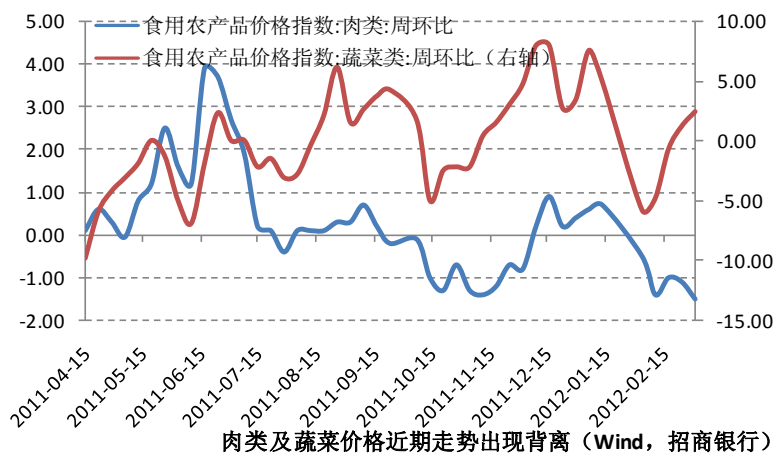
食品价格持续下行推动CPI环比负增长。2月份CPI食品环比下降幅度达到0.3%，贡献了CPI整体环比下行的全部动力（非食品价格环比涨幅为0）。其中，肉禽类价格（环比-1.4%），特别是猪肉价格的持续下滑（环比-2.6%）是主导因素。但这种趋势能否持续，我们依然持怀疑态度。从去年12月份开始已经可以看出来生猪存栏量出现下降，1月份降幅更是趋于加大，未来猪肉周期能否继续推动食品价格环比下行，依然值得进一步观察。



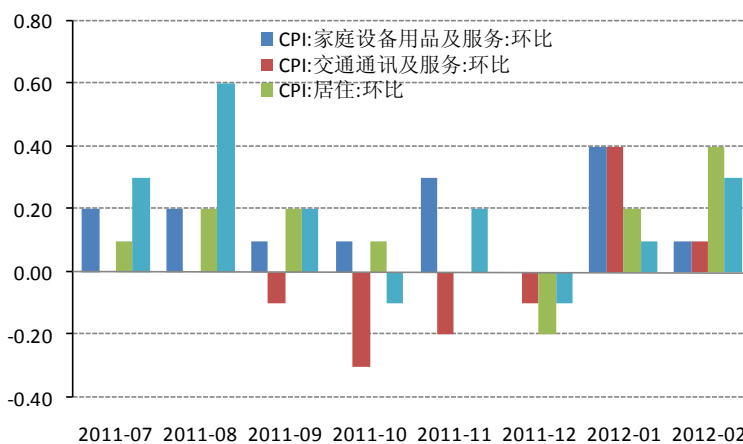
生猪出场价及猪粮比 (wind, 招商银行)



蔬菜价格已经出现反弹。虽然2月份的鲜菜价格依然呈环比负增长(-0.3%)态势，但近两周的商务部数据显示蔬菜价格与肉价在近两周出现明显背离，表明季度因素对蔬菜价格的影响已经消失，如果菜价上升的趋势进一步延续的话，食品价格的不确定性将会进一步增加。

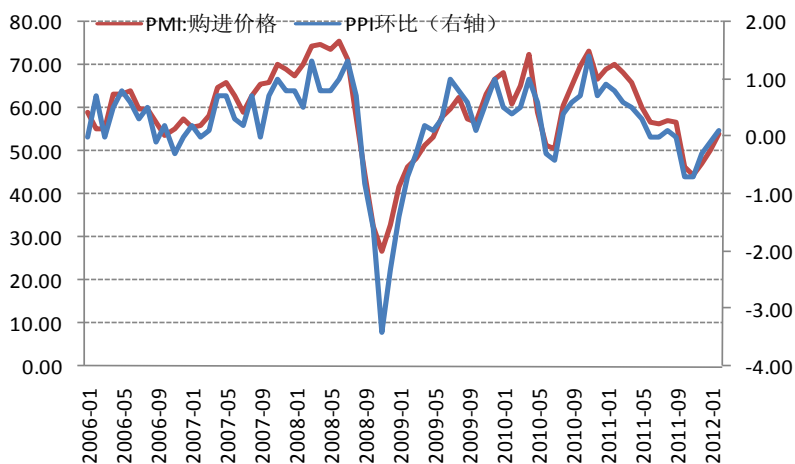


非食品价格依然不容忽视。2月份非食品价格涨幅为0，低于历史同期均值，但原因主要是娱乐教育文化用品及服务(比如春节出行游)及衣着等价格在节后出现季度性下行，而我们前期提示的居住、医疗保健、家庭设备用品及服务价格均出现非季度性持续抬升的趋势。特别是居住类价格，2月环比上涨0.4%，体现出加速上涨的趋势。



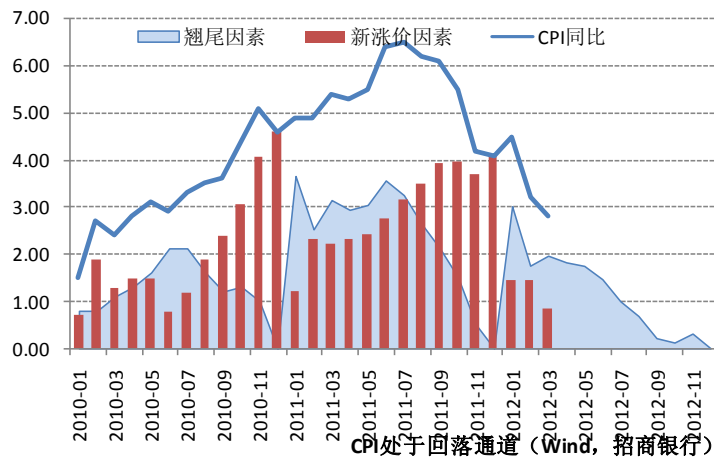
2011-07 2011-08 2011-09 2011-10 2011-11 2011-12 2012-01 2012-02
1-2月的非食品价格出现超预期上涨 (Wind, 招商银行)

我们判断，2月份CPI超预期下滑，节后季度回落因素依然占据主导地位。这与我们前一周的预期相一致。但未来不确定性也在增加，食品价格难以长时间维持负增长态势。同时非食品价格一些分项也值得进一步关注。目前PPI环比已经转负为正，同时美国经济基本面也出现超预期的复苏，海外大宗商品价格的涨幅并没有出现明显回调，这些均加大未来物价波动的可能性。



PMI购进价格与PPI环比 (Wind, 招商银行)

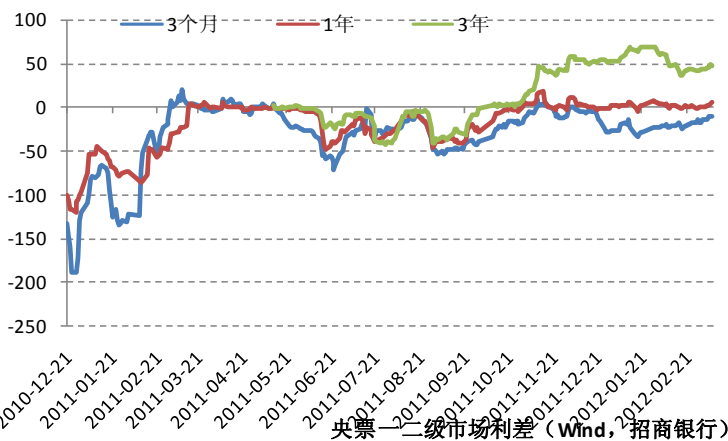
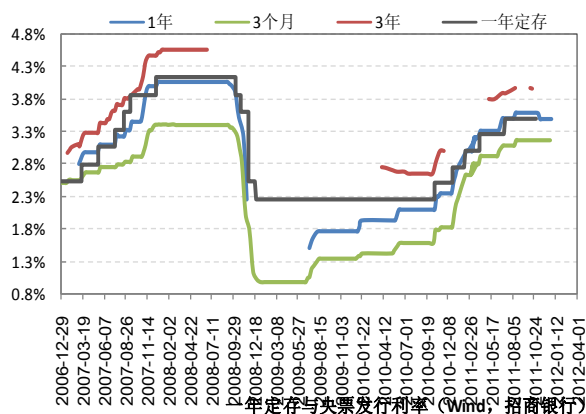
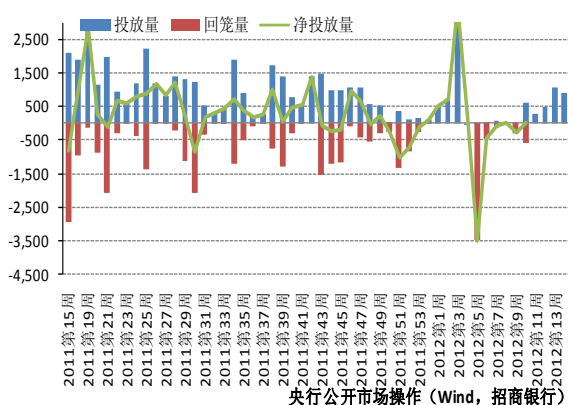
预计3月份CPI同比将进一步跌至2.8%左右的水平，此后降幅将趋缓，4-5月份CPI同比将维持在2.5-2.8%左右的水平。此后6-7月份翘尾因素将进一步加速下行，但CPI同比能否进一步下滑则有待于上述食品及非食品等不确定性能否消除。整体而言，至2季度末，CPI还将延续下行态势，但幅度有多大，以及能为货币政策的放松提供多大的空间则仍具备不确定性。



二、债市回顾及展望

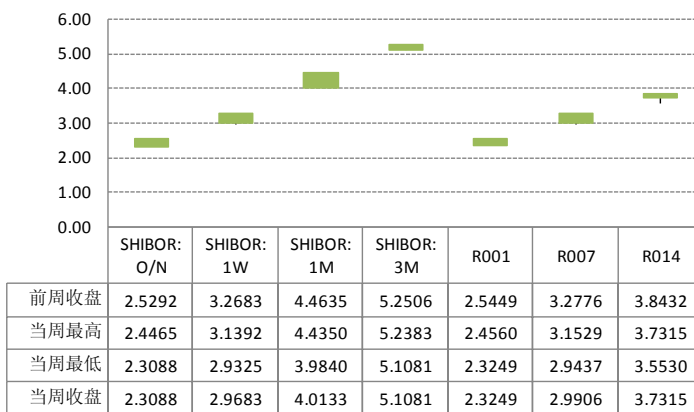
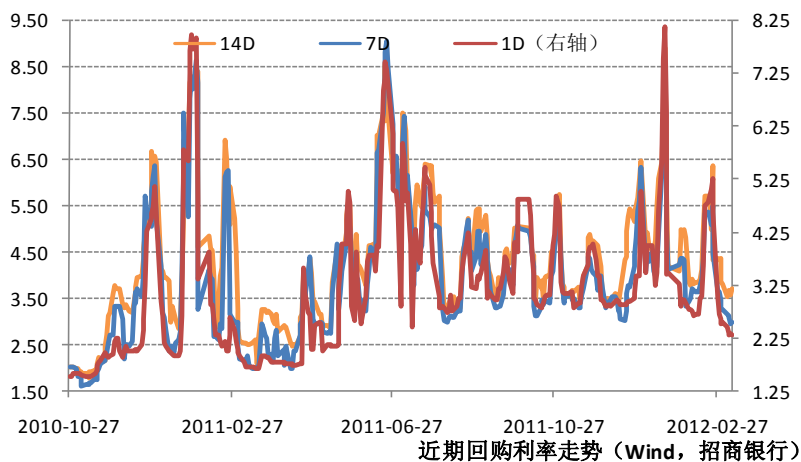
2.1 政策面及公开市场

上周公开市场到期资金大幅扩大至 630 亿，同时正回购亦放量，28 天及 91 天正回购均发行 300 亿，全周净投放 30 亿。央票则依然停发，体现央行目前维稳的意图。接下来一个月公开市场到期量高达 2800 亿，预计回笼力度亦将相应加大。



2.2 资金面及货币市场

上周资金成本依然维持在较低水平，隔夜及 7 天回购周末下行至 2.32% 及 2.99%，各有 22 及 29BP 的降幅。受公开市场力度温和的影响，市场对资金面的预期逐渐乐观，推动了一二级市场持续回暖。但短期的资金宽松并不意味着资金面大幅波动的可能性不再存在，目前资金面的缓和局面依然比较脆弱，源于银行理财资金池中申购赎回的波动已经逐步成为影响市场资金面的重要一环。3-4 月份将是信用债到期及续发的高峰期，资金面的波动很可能还会持续。



2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期7年国债和四期金融债。

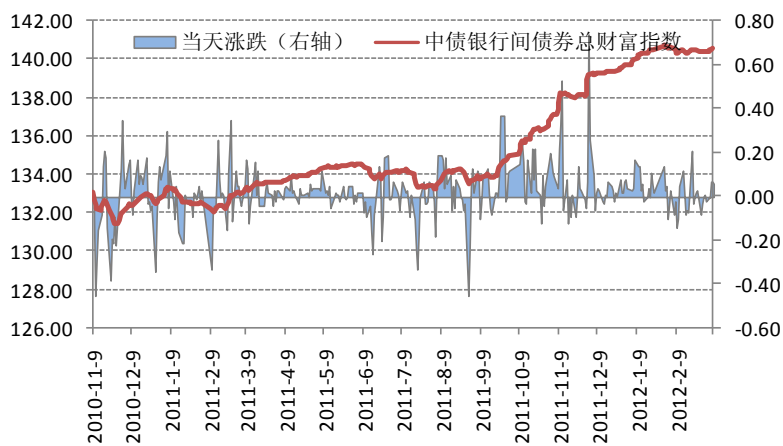
7年期国债最终中标利率3.41%，边际利率3.43%，远远低于市场预期，同时全场认购倍数2.14，边际倍数5.59，也较前一阶段出现较大幅度的回升。

金融债方面，周二发行的5年农发金融债，采取200+100亿的发行模式，由于发行量较大，发行前市场普遍预期首轮招标市场反应可能会较为谨慎，但最终中标利率为3.87%，略低于市场预期，首场投标倍数为1.59，追加认购倍数更超过2倍，显示银行类机构配置需求有所回暖。

而周五发行的三期金融债(1年国开固息、5年及7年口行固息)，受通胀回落的影响，也显示出市场走暖态势。其中1年国开受央票停发供给缺乏的影响，中标利率大幅下滑至3.52%，远低于3.63%的市场预期，投标倍数超过2.3倍。5年及7年口行中标利率3.83%

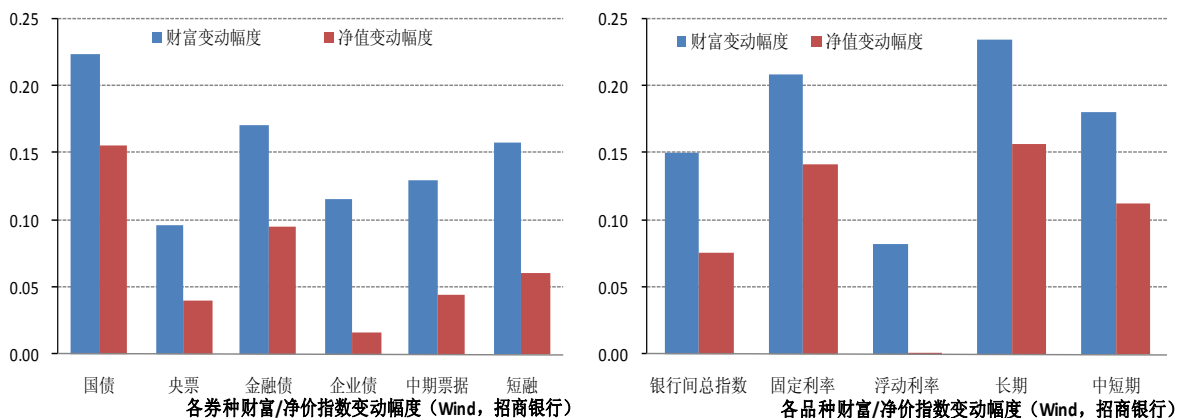
及 3.95%，也基本符合市场预期。

我们之前在周报已经阐述，鉴于前一阶段的债市调整主要源于市场预期的落空，推动债市去杠杆，但年初大行配置资金依然处于观望态势，尚未完全启动，如果未来债市的走暖，一级市场很可能是风向标。上周的一级市场发行利率开始走低，如果趋势有所持续，不排除这轮调整将接近尾声。



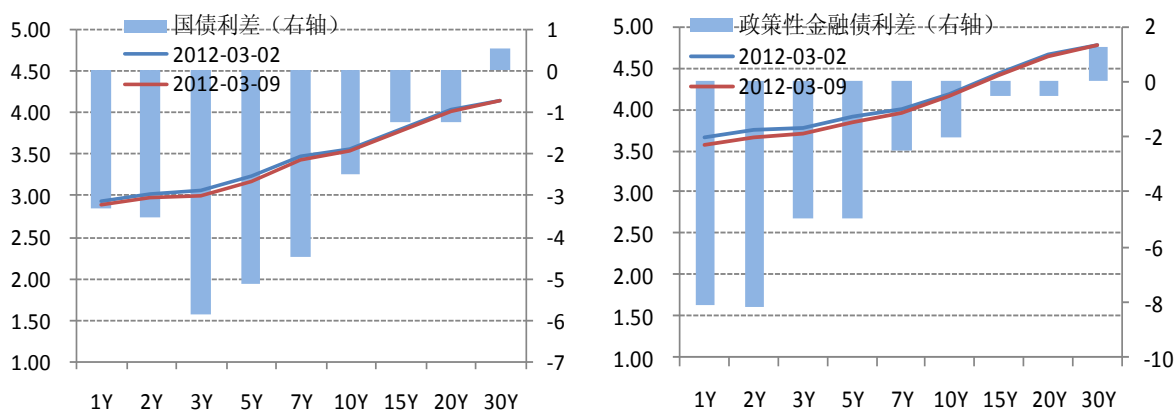
银行间债券总财富指数 (Wind, 招商银行)

现券市场方面，受政府降低经济增长目标及股市疲软的影响，上周债市有所回暖，利率品种收益率出现 3-5BP 的下行，但由于经济数据周末公布，市场心态较为谨慎，尽管资金面宽松及一级市场开始回暖，但做多动力依然不足，周五经济数据公布后，收益率变动幅度有限，体现出易上难下的特征。全周各品种估值均有不同程度的上涨，利率品种涨幅较大，但前期波动幅度较大的中长端收益率并没有较大改观。



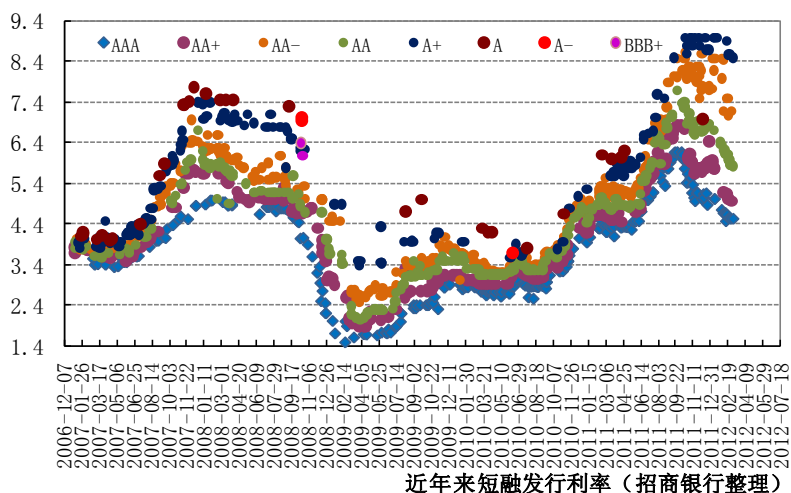
利率产品方面，国债收益率下行较大的主要集中在 1-5 年中短端，下行幅度达到了 3-6BP，7-10 年小幅下行，幅度在 2-4BP 之间。

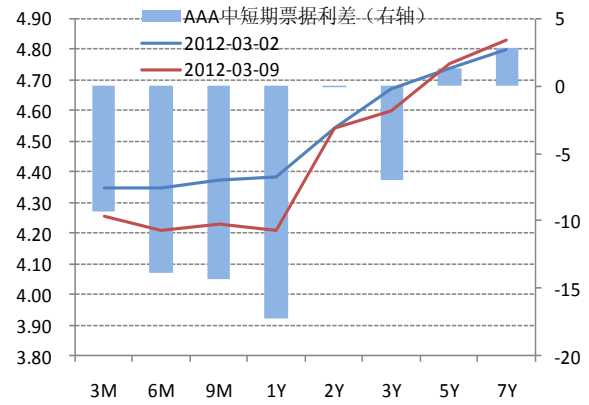
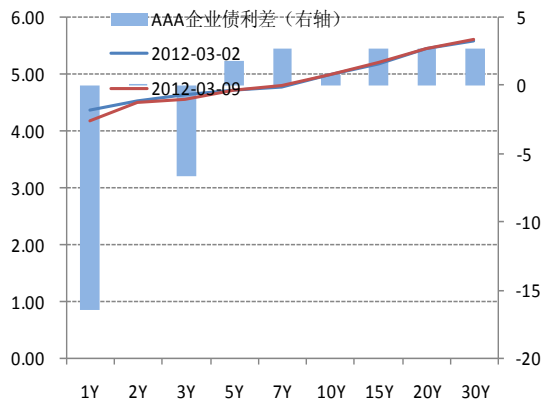
金融债则体现为 1-5 年呈全线下行态势，下行幅度有 5-8BP。7 年及以上长端并没有出现明显波动，小幅下行 0-3BP。



2.4 信用市场走势

上周上半段信用市场受债市企稳的影响，收益率有所下行，成交主要集中在短端，短融交投活跃，中票成交则依然不多。经济数据公布后，高评级短久期品种降幅较多，但中票变动幅度不大。全周 1 年以内短端下行幅度在 15BP 以内，2 年以上中票波动不大，除 3 年端小幅下行 7BP 外，其余年限维持平稳。





三、 预测与展望

周末公布的经济数据显示经济基本面依然延续筑底信号，货币政策放松及收益率下行的空间依然存在。此外，“两会”首度将经济增长目标调低，强化市场对于经济减速的预期，但短期内市场依然缺乏较为强烈的做多动力及理由，收益率下行幅度并不大。

3-4月份信用债将面临到期高峰期，滚动发行的压力较大，同时私募债等发行也将放量，从供给层面上将给债市带来一定的冲击；但另一方面，也应关注到，年初收益率的持续调整导致大行配置资金依然处于观望态势，加上前一轮基金的抛盘，债市持仓实际上处于较低水平。我们认为即使政策力度不及预期，再度出现抛售的风险也并不高。

未来值得关注的更多的是投资偏好是否会发生转移。近期市场风险偏好有所上升，加上城投债的政策利好持续，推动了低评级信用产品开始受到市场关注。如果未来对政策放松的乐观情绪进一步上涨，部分机构投资偏好及配置仓位很可能更多的向权益类及信用类转移。这将制约利率品种收益率的进一步下行。虽然债市牛市格局长期内并未受到影响，但大行配置的力度及节奏很可能将决定二季度利率产品的走势。

短期关注点：

- **关注信贷数据对市场预期的引导。**虽然2月份的经济数据尘埃落定，但未来政策面走势还是较大程度受到信贷层面的影响。2月份对公中长期信贷占比依然较低，显示实体经济资金需求依然疲软，未来政策放松依然可期，特别是在CPI显著下行的情况下，货币政策的空间及灵活性有所增加。
- **关注“股债轮动”效应。**上周债市小幅走强，股市疲软也是原因之一。“两会”对经济及政策的“定调”对股市的影响也将制约债市的走势。
- **关注央票重启的可能性。**上周央票虽然没有重启，但随着未来几周公开市场到期量的加大，重启的可能性也将加大，建议关注央票重启及其发行利率能否出现突破的可能性，这将制约短端下行空间的大小。

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。