

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——市场将再度向基本面研判回归

- 上周市场维持盘整。监管机构的讲话、市场对货币政策及公开市场操作的预期以及股市的震荡推动了市场横盘整理，但并无明显做多或做空动力。
- 前期公布经济数据已经基本被市场所消化，同时市场对未来通胀下行及经济筑底也已抱有预期，我们判断即使未来经济符合预期路径也难以对收益率产生特别大的正面作用。但另一方面，经济基本面数据也并不支持收益率持续性反弹。前期市场的波动很大一部分原因在于年初数据空窗期间市场对经济基本面“瞎子摸象”式的解读，我们认为未来的市场预期将重新向基本面研判回归。
- 前期我们已经阐述市场近期风险偏好有所上升。利率产品明显承压，在目前资金宽松的情况下，上周央行加大回笼量，同时又下降正回购利率，我们倾向于认为这是央行在维持总体回笼量不变的情况下对回笼期限做的结构性调整。这也意味着央行倾向于将资金成本维持在一个均衡区间内，目前的资金成本很可能已经达到央行调控的下限，我们预计短端收益率将面临阶段性低点。但在资金脱媒的大背景下，未来资金面波动还将是常态。在长端收益率方向不明的情况下，建议投资者加大短端做波段的力度，待市场明朗，再逐步拉长久期。

短期关注点:

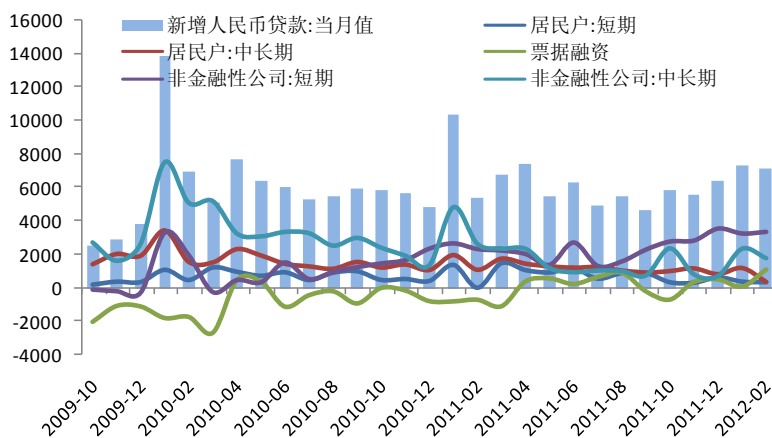
- 关注外围经济数据对市场的引导。近期美国经济超预期反弹，及希腊评级上调表明海外经济前景有所好转，市场风险偏好出现明显抬升，我们认为这可能在中期层面上将影响到游资及输入型通胀的走势。
- 关注投资偏好转化。近期股债的轮动性明显加强，这将加大未来收益率波动的不确定性，尽管债市资金面维持宽裕，但依然难以排除风险偏好提升后波动的可能。特别是近期市场对低评级信用债的追捧将持续打压利率品种的需求。
- 关注公开市场操作动向。上周四91天正回购利率跌了2个点。

虽然市场反应平平，但依然难以直接断定本次下调央行的意图究竟是随行就市被动调整以调整回笼结构还是主动引导市场预期。我们判断，本周公开市场操作动向将是关键，如果未来发行利率依然延续下行态势，不排除央票及短端收益率下降的空间将进一步被打开。

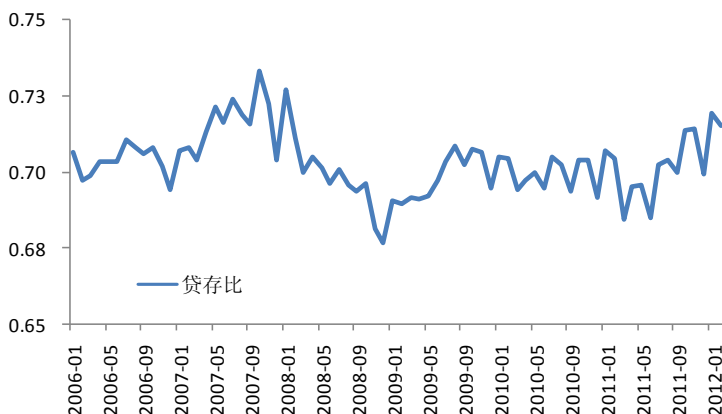
一、宏观经济分析及展望

1.1 资金投放及运用效率持续降低

2月份新增信贷7107亿元，小幅低于1月份水平，连续两个月延续弱势增长的局面。从历史趋势看，年初连续2个月的信贷弱势并不常见。我们认为原因依然是我们之前所阐述的贷存比对供给的约束及有效需求不足。



1-2月新增信贷低于预期 (Wind, 招商银行)

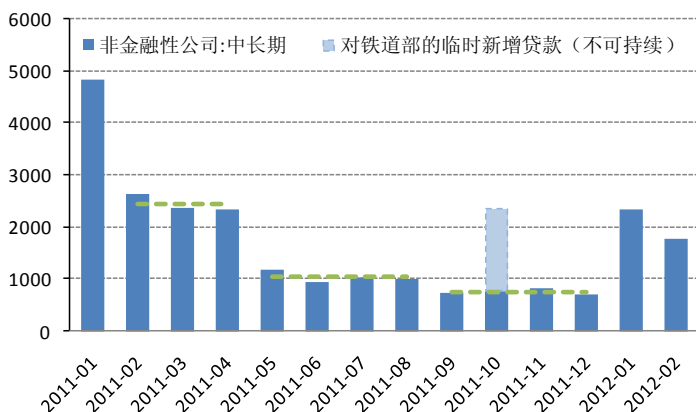


1-2月份贷存比维持高位 (Wind, 招商银行)

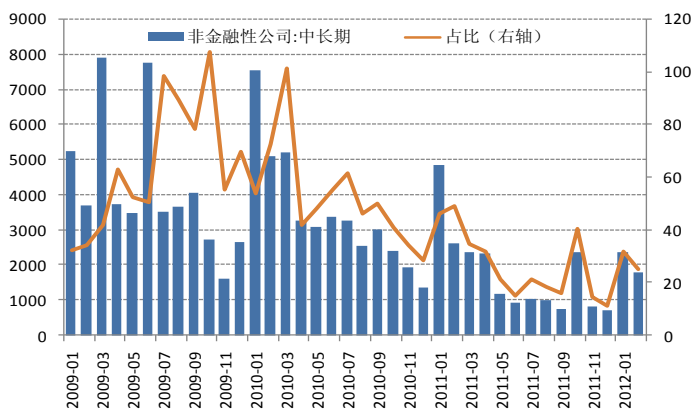
从明细数据看，中长端信贷持续低迷，同时新增信贷大部分集中在中短端（居民及非金融企业中短期贷款及票据融资占新增信贷的比重达到68%），银行在资产配置方面更偏向于短久期操作。

近期有传银监会对银行加大信贷投放进行窗口指导，尽管无法断定消息是否属实，但从银行的实际操作看，为满足未来的流动性及监管要求，同时又加大信贷投放，采取中短期信贷及票据融资等短期信贷结构操作是短期内较好的资产配置方式。这与2月份新增信贷结构相吻合。

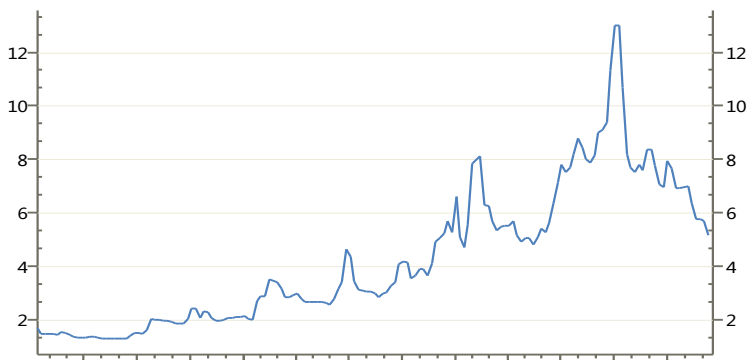
从近期的票据融资大幅增长也可以得到印证。此外，银行层面希望通过收取保证金存款的方式来增加存款，也是票据融资出现较快增长的原因之一。但即便如此票据融资利率依然延续下行态势，更多反映出来的是有效需求的疲软。我们认为这种信贷结构难以反映实际信贷需求。实体经济对信贷的有效需求可能还低于实际信贷投放反映出来的情况。



新增非金融性公司中长期贷款持续低迷 (Wind, 招商银行)



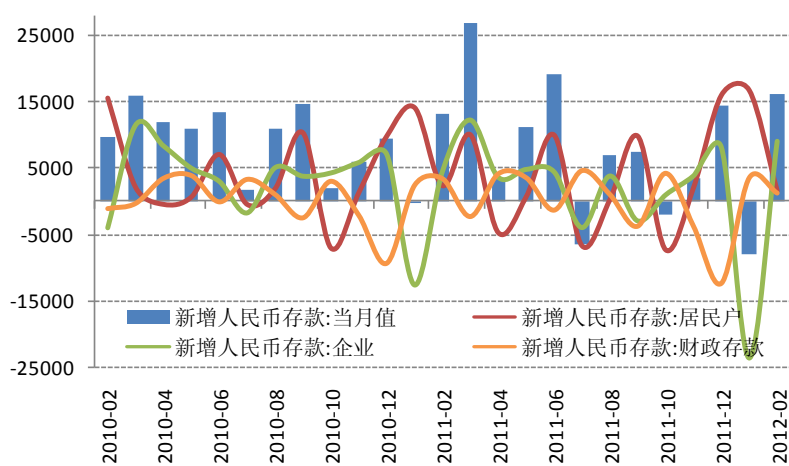
对公中长期贷款占比持续下滑 (Wind, 招商银行)



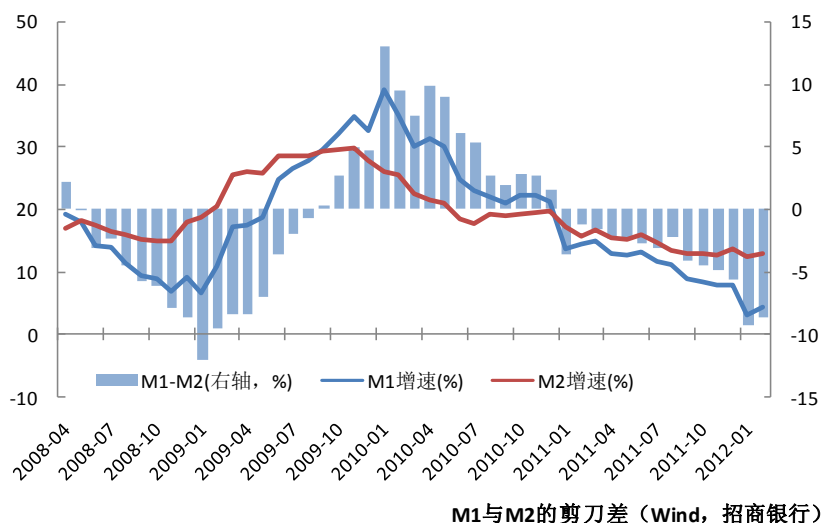
—— 票据直贴利率(月息):6个月:珠三角:周

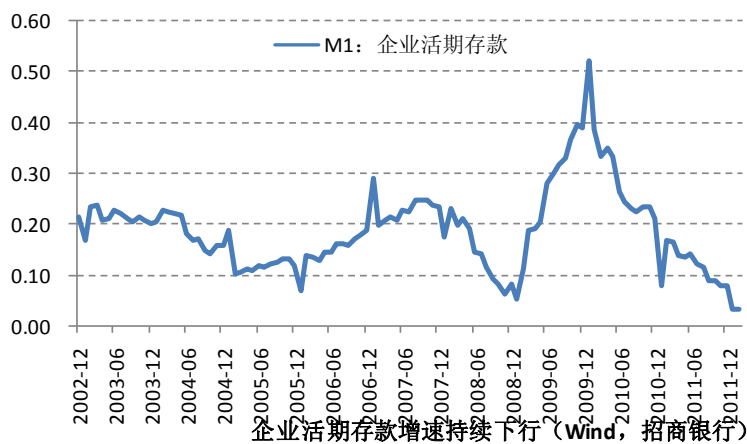
数据来源:Wind资讯

存款大幅增长难以持续。2月份的存款大幅增长1.6万亿，原因主要源于企业存款新增8941亿元。我们认为主要是节后存款的回流效应，但是在存款分流局面依然难以改变。特别是近期传出部分上市公司均将闲置资金投入理财产品的购买中，企业活期存款占比持续下行，这一方面表明实体经济活力持续下滑；另一方面，也表明存款搬家的现象在未来还将持续。这将在未来制约信贷的增长及加大理财资产池对资金面的冲击。



实体经济活力持续降低。从货币增速上也可以看出，目前无论是M1-M2的指标还是企业资金活期化指标，均显示出资金运用效率并不高，结合企业中长期信贷需求的疲软，凸显目前资金循环体系中已经出现投放及运用效率持续降低等问题，表明目前实体经济活力依然处于持续降低阶段。





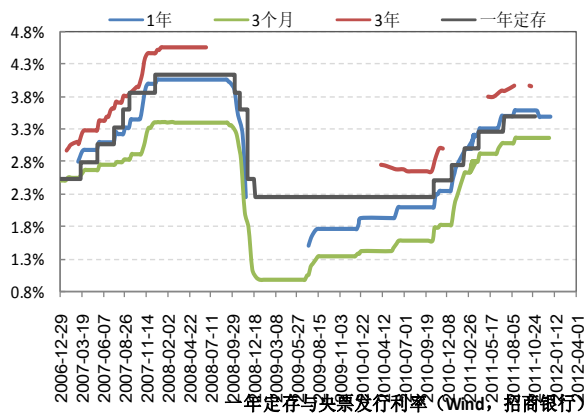
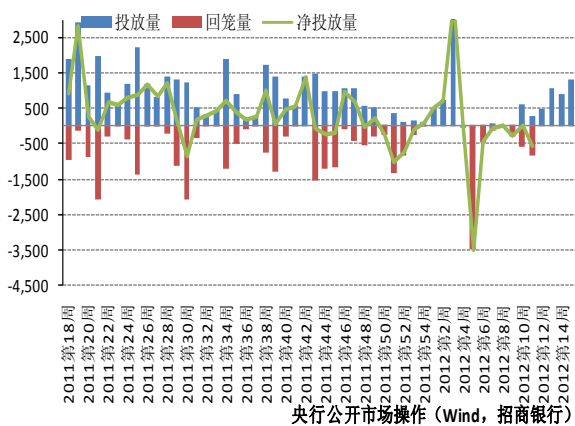
上述问题，归根到底，可以归结为供给受限及需求疲软两个方面。尽管前一段时间，银监会表明贷存比指标不会淡化，但市场对整体政策放松的预期依然较为明朗。我们认为，供给受限容易通过货币政策加以解决，但需求疲软可能会在较长的一段时间内持续影响信贷投放及货币增速。

二、 债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

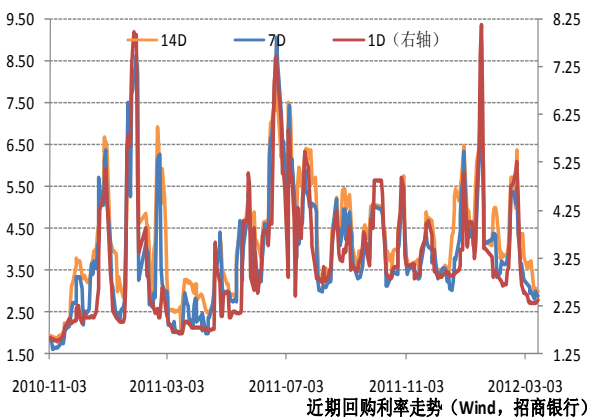
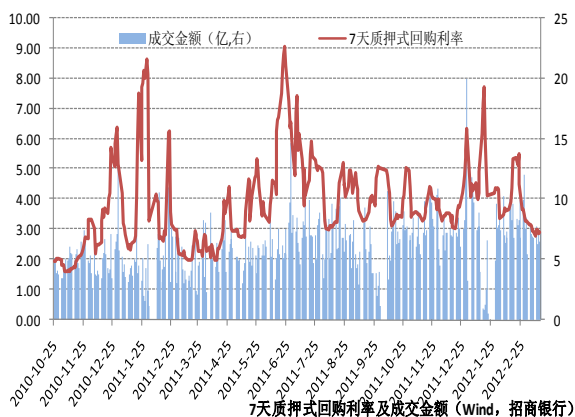
上周公开市场到期资金 290 亿，同时 28 天及 91 天正回购各发行 660 亿及 200 亿，全周净回笼 570 亿。尽管回购持续放量，但央行并没有重发央票的意图，同时本次 91 天回购利率小幅下滑 2BP 至 3.14%。

本次回购利率的下滑，央行的意图至关重要。前期市场对利率政策一直没有预期，如果本次调整仅仅是为了降低回购规模，同时引导市场需求向低期限转移，那么，本次下调依然没有脱离数量型政策的范畴，对市场的影响有限；但是如果央行的目的是主动性的利率管理，那么对整体债市的利好信号有望在未来释放。从市场过后并无多大的反应看，市场依然将其解读为数量型政策的延伸。整体而言，本次利率调整并未伴随回笼量的缩小，我们判断仅仅是结构性的调整，难以形成利率下行预期。



2.2 资金面及货币市场

上周资金面依然维持宽松，尽管周二 660 亿正回购抬高了回购利率的水平，但隔夜及 7 天依然维持在 2.38% 及 3.0% 以下水平。周四公开市场 91 天正回购利率意外下行 2BP，令市场有了更多联想，但在总体回笼量趋于加大的情况下，未来资金成本预计难以再有特别大的下行幅度。

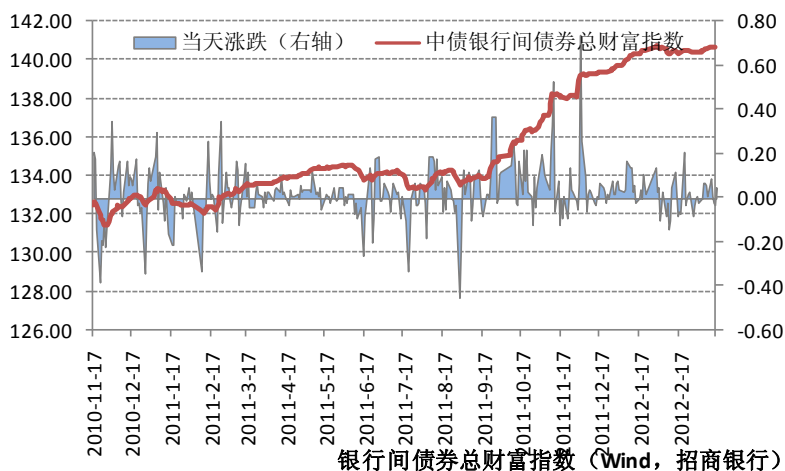


	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	2.3088	2.9683	4.0133	5.1081	2.3249	2.9906	3.7315
当周最高	2.3783	3.0000	4.1200	5.0835	2.3829	3.0039	3.0678
当周最低	2.3058	2.7958	4.0000	4.9999	2.3125	2.8037	2.9384
当周收盘	2.3783	2.8975	4.1200	4.9999	2.3829	2.9010	3.0046

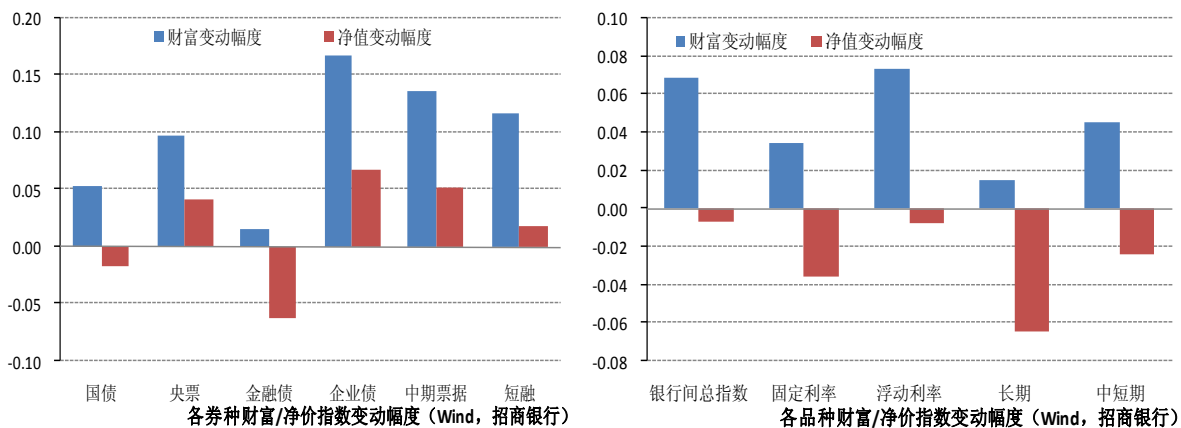
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了两期农发固息债，分别为 3 年期及 7 年期品种。

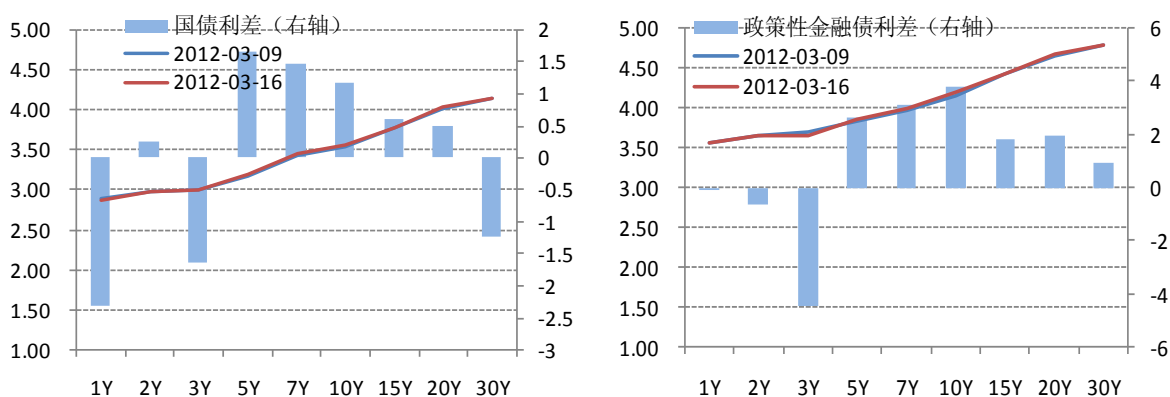
3 年期品种中标利率为 3.62%，延续上周 1 年期国开债大幅低于市场预期的行情，原因主要还是央票待发造成的短期替代品较为紧俏，加上近期供给也较少，引发了机构追捧，认购倍数达到 1.85 倍；而 7 年农发固息中标 3.93%，认购倍数为 1.74，基本持平于二级市场水平与市场预期，显示长端收益率并未出现明显松动。



现券市场方面，上周温家宝对房地产调控持续的论调打击了市场对货币政策放松的节奏及预期，同时公开市场回笼亦趋于加大，推动了回购利率小幅回升，而周四的正回购利率下降也并未对市场产生明显利好。整体看，上周收益率出现一定程度的调整，利率品种5年以上中长端收益率出现明显抬升，利率品种调整幅度较大，同时长端及固息品种估值跌幅较大。

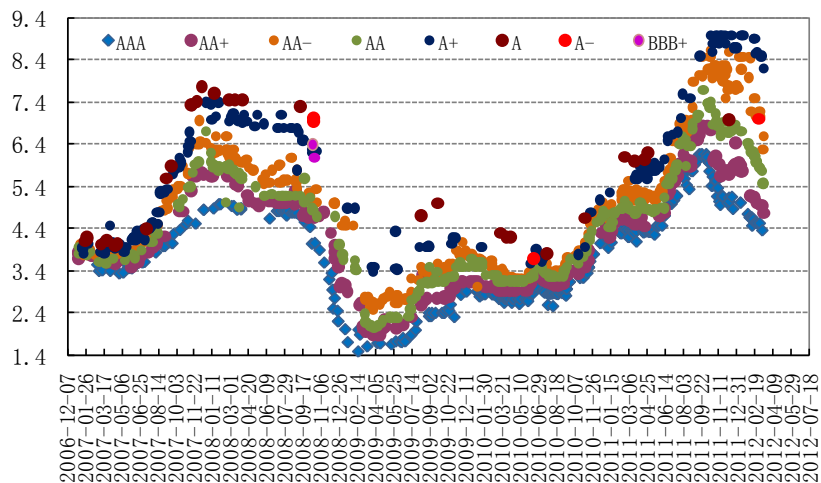


利率产品方面，上周国债及金融债中长端出现小幅调整，5年以上国债及金融债收益率分别抬升1-2BP及3-4BP，短端成交甚少，中债收益率显示依然延续下行态势。

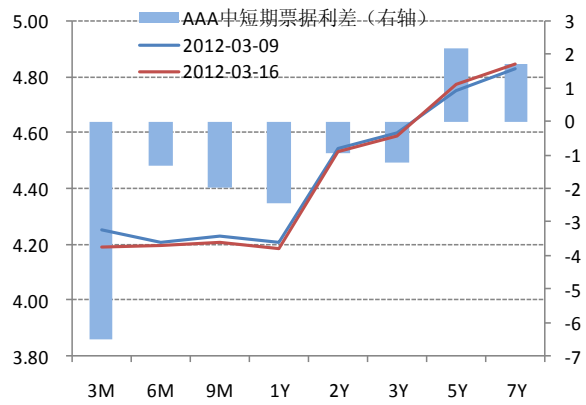
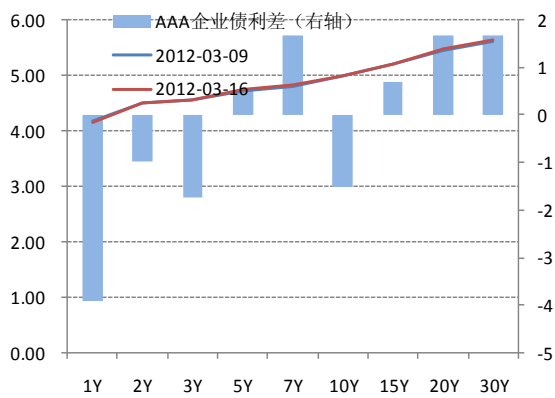


2.4 信用市场走势

上周信用市场延续谨慎氛围，虽然市场风险偏好有所上升，对城投的信心及未来政策利好依然看好，但整体市场做多动力较弱。短融成交量维持在低位，中长期票表现低迷，市场焦点依然落在短久期及低等级品种上，表现为信用利差趋于下降，但我们判断，缺乏高等级及利率品种的引导，这种趋势难以持久。全周收益率表现分化，3 年以下中票及短融延续下行态势，全周下滑 1-2BP，5-7 年中长期收益率有所反弹，幅度在 2BP 左右。



近年来短融发行利率 (招商银行整理)



三、 预测与展望

上周市场维持盘整。监管机构的讲话、市场对货币政策及公开市场操作的预期以及股市的震荡推动了市场横盘整理，但并无明显做多或做空动力。

前期公布经济数据已经基本被市场所消化，同时市场对未来通胀下行及经济筑底也已抱有预期，我们判断即使未来经济符合预期路径也难以对收益率产生特别大的正面作用。但另一方面，经济基本面数据也并不支持收益率持续性反弹。前期市场的波动很大一部分原因来源于年初数据空窗期间市场对经济基本面“瞎子摸象”式的解读，我们认为未来的市场预期将重新向基本面研判回归。

前期我们已经阐述市场近期风险偏好有所上升。利率产品明显承压，在目前资金宽松的情况下，上周央行加大回笼量，同时又下降正回购利率，我们倾向于认为这是央行在维持总体回笼量不变的情况下对回笼期限做的结构性调整。这也意味着央行倾向于将资金成本维持在一个均衡区间内，目前的资金成本很可能已经达到央行调控的下限，我们预计短端收益率将面临阶段性低点。但在资金脱媒的大背景下，未来资金面波动还将是常态。在长端收益率方向不明的情况下，建议投资者加大短端做波段的力度，待市场明朗，再逐步拉长久期。

短期关注点：

- **关注外围经济数据对市场的引导。**近期美国经济超预期反弹，及希腊评级上调表明海外经济前景有所好转，市场风险偏好出现明显抬升，我们认为这可能在中期层面上将影响到游资及输入型通胀的走势。
- **关注投资偏好转化。**近期股债的轮动性明显加强，这将加大未来收益率波动的不确定性，尽管债市资金面维持宽裕，但依然难以排除风险偏好提升后波动的可能。特别是近期市场对低评级信用债的追捧将持续打压利率品种的需求。
- **关注公开市场操作动向。**上周四91天正回购利率跌了2个点。虽然市场反应平平，但依然难以直接断定本次下调央行的意图究竟是随行就市被动调整以调整回笼结构还是主动引导市场预期。我们判断，本周公开市场操作动向将是关键，如果未来发

行利率依然延续下行态势，不排除央票及短端收益率下降的空间将进一步被打开。

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。