

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——资金面及通胀预期将主导短期市场行情

- **市场弱势局面将持续到4月初。**上周市场多空交织，股市疲软及资金面宽裕虽然对市场有所支撑，但出于对市场前景不明朗的担忧，投资者需求不高，观望氛围浓重，收益率小幅抬升。
- 上周汇丰 PMI 初值走低至 48.1%，终止了连续三个月的抬升态势，显示经济弱势局面并未改观，但另一方面，公开市场正回购利率持平，表明短期内利率政策放松的可能性不大。我们认为，短期内经济基本面及政策面可能均将维持稳定，市场目前担忧的主要是3月份 CPI 回升的风险以及季末资金面是否会再度出现大幅波动的可能性。
- 目前虽然“倒春寒”影响到蔬菜的价格，但食品价格依然没有出现明显的趋势性方向，猪肉价格依然延续下行态势。我们判断蔬菜价格的回升影响较为短期，随着温度回升，食品价格回落的可能性依然存在。3-5 月份翘尾的下行幅度有所放缓，对 CPI 的引导作用不大，但 6-7 月份之后翘尾还将再度下行，从季度角度看，通胀下行的空间依然存在。
- 对于短期内的债市走势，我们判断季末效应影响较大的主要在于短端收益率，由于目前公开市场各品种收益率维持稳定，我们判断短端收益率下行的空间有限，如果资金面收紧的话反而有利于出现波动交易的机会。

短期关注点:

- **关注利率品种的分化及收益率平坦化趋势。**上周国债及金融债的表现分化，国债需求明显好转，而金融债受近期国开系发行过多的影响，需求趋于疲软，收益率节节走高，加大了市场的分歧。目前金融债 10-5 年期限利差仅为不到 15BP，未来收益率难以延续期限利差收窄的趋势。
- **关注3月份经济及通胀预期的变化。**近期并无利好于经济基本面的数据出台，汇丰 PMI 指数显示经济前景及制造业需求

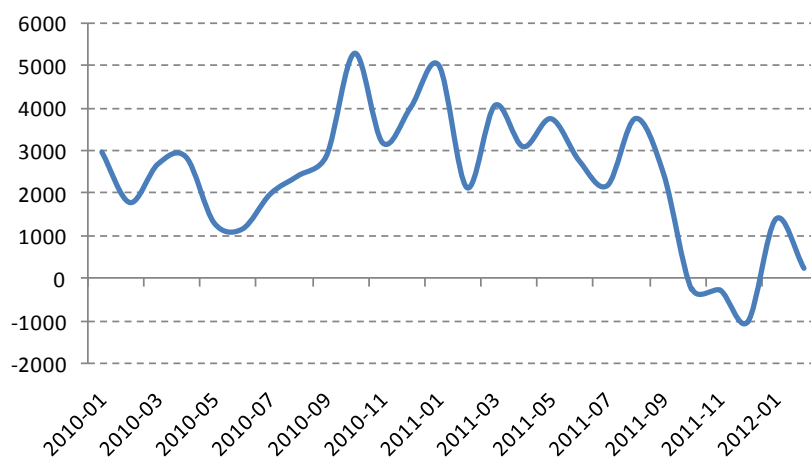
并不乐观。此外，市场对3月份食品价格（特别是蔬菜价格）倒逼CPI回升的预期有所上升。这加剧了市场走势的判断，预计短期内收益率还将延续盘整格局。

- **关注资金面季末效应的大小。**从上周资金面看，7天回购利率虽然小幅回升，但14天以上品种相对平稳，显示目前资金供给并不紧张。但近期央行在公开市场加大回笼力度以及4月份面临财政存款回笼资金的预期可能加大跨季资金需求，我们判断未来资金面依然存在较大的不确定性。

一、宏观经济分析及展望

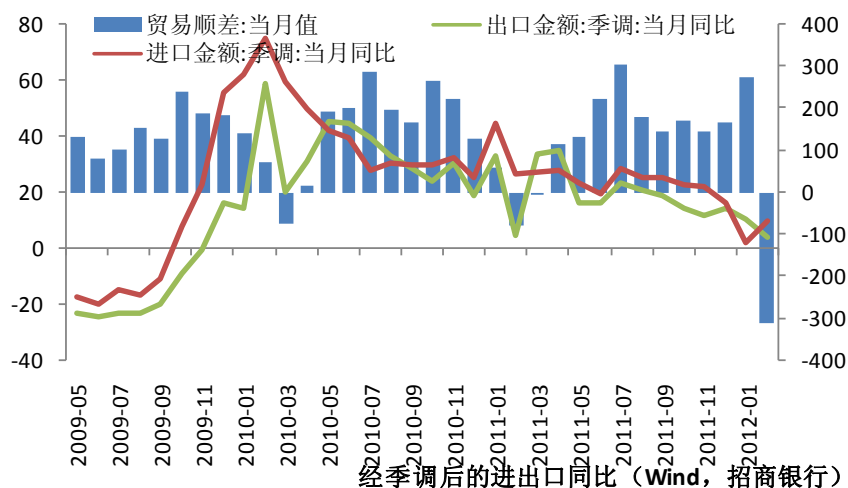
1.1 外汇占款对资金面的贡献还将维持弱势

2月份的外汇占款新增251亿，大幅小于1月份1409亿元的水平。虽然，这有较大一部分原因是源于春节因素，但结合1-2月份的数据看，外汇占款新增额依然远低于历史同期水平，表明目前的资金流入虽然较去年四季度的负增长有了较大的好转，但增幅依然维持弱势。



外汇占款预计还将延续低迷趋势 (Wind, 招商银行)

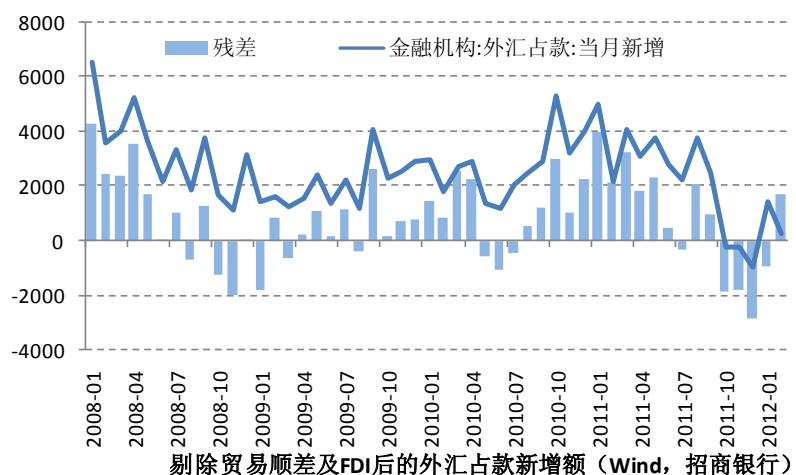
从1-2月份的经常账户的大幅波动也是影响外汇占款的主要原因之一。1月份停工因素导致进口及出口在1-2月份的表现大相径庭，从而推动了经常账户的大幅波动，但结合1-2月份，整体贸易余额依然呈现逆差状态，同时经季调后的进口及出口增速依然低于去年水平，表明外贸环境并未出现较大改善。



经季调后的进出口同比 (Wind, 招商银行)

外围市场风险偏好有所回升。近期欧债危机趋于缓和，黄金价

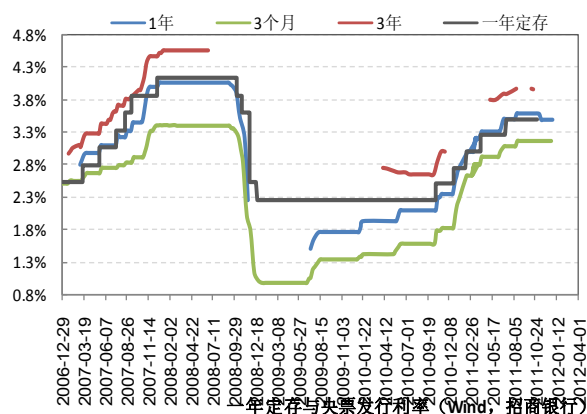
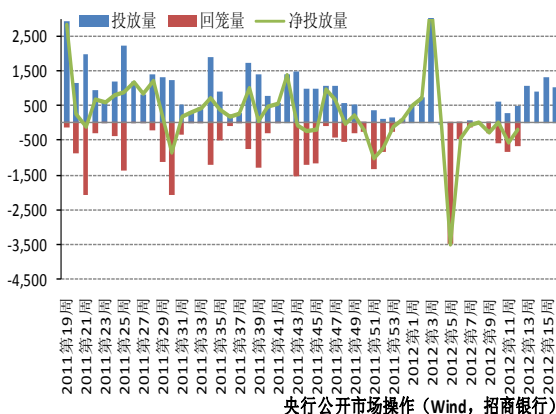
格下跌，标普波动率指数 VIX 已经达到近两年来的低点，表明避险情绪有所好转，外围环境的好转推动了风险偏好的持续上升，这有利于海外资金重新向国内流动。但另一方面，近期美元指数持续抬升，同时 CNH 及 NDF 对人民币的升贬值不确定性趋于加大，反映出市场对人民币前景的分歧依然存在，加上美国经济增长好于预期，加大了资本回流的风险，我们判断，短期内热钱流入的驱动因素有所降低，未来外汇占款对资金面的贡献很可能还将维持弱势。如果二季度信贷依然难以放量的话，资金面很难延续宽松局面，政策再度放松依然可期。



二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

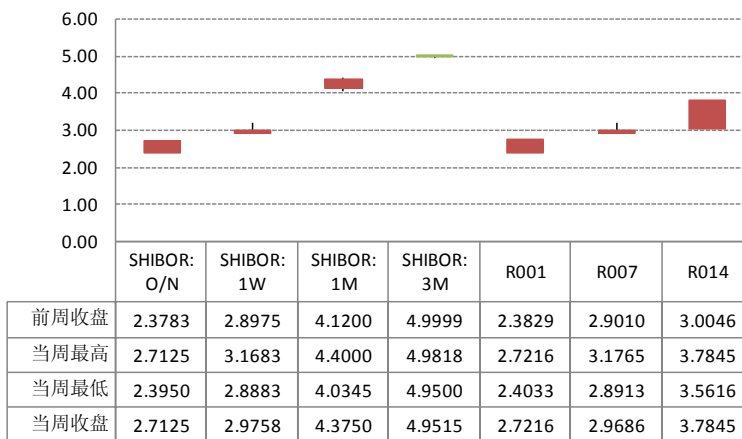
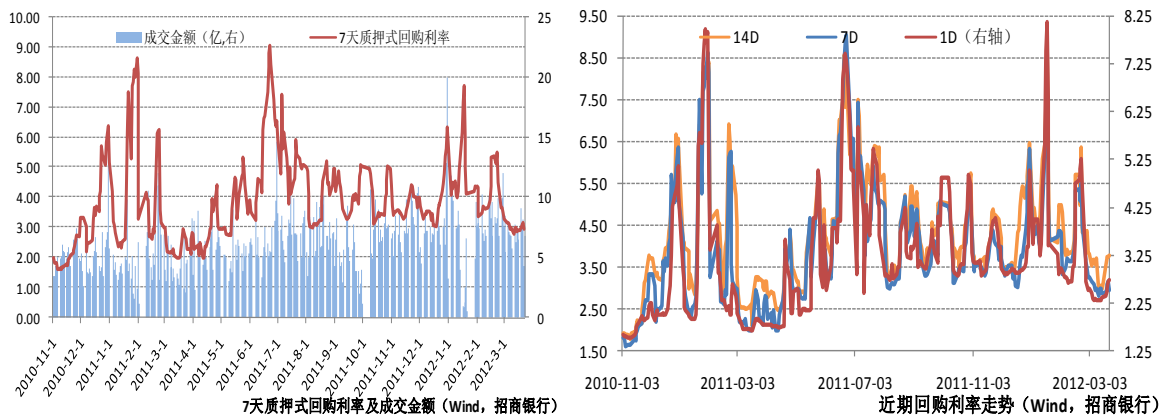
上周公开市场净回笼资金 190 亿，其中到期资金 510 亿，正回购发行 700 亿。上周正回购利率持平，打消了市场对利率政策变动的疑虑，这说明前一周的回购利率变动依然难以脱离数量型政策的范畴，表明央行希望在维持总体回笼量均衡的情况下对回笼期限做的结构性调整，将更多的需求引导到 28 天期限上来，以平复 4 月份财政性回落对资金面的冲击。这从上周的正回购结构也可以得到印证，上周 28 天放量到 500 亿，而 91 天仅发行 200 亿。



2.2 资金面及货币市场

上周隔夜及 7 天回购利率虽然小幅回升，但并未出现特别大的波动，预计本周开始 7 天以内品种面临跨季及清明小长假，回购利率将开始回升。此外，4 月份面临一季度营业税及去年所得税清缴，预计财政存款回笼将达到高峰，对资金面而言将造成一定的冲击。目前市场对季末效应的预期已经开始上升，预计本周资金面将进一

步收紧。



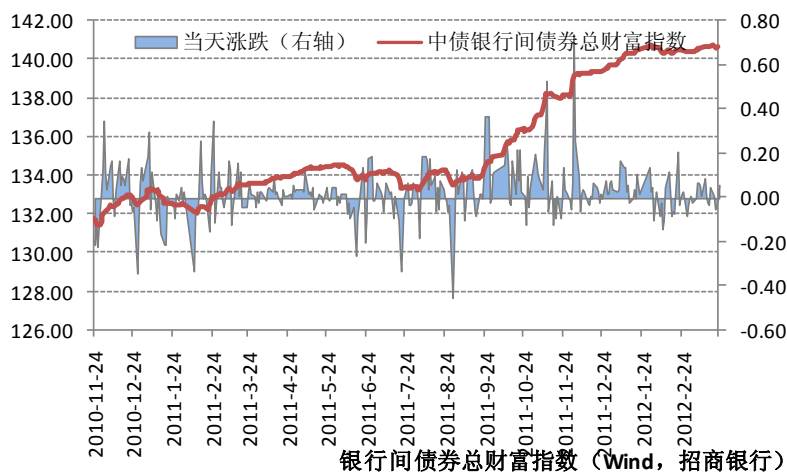
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期国债及三期金融债。

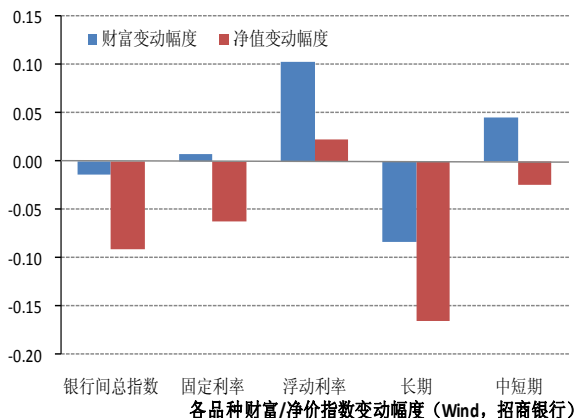
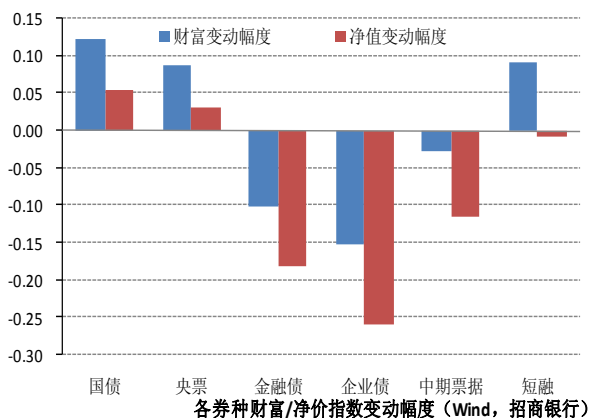
本期国债为 10 年续发国债 (9.93 年，票面 3.51%)，最终中标利率 3.5337%，边际利率 3.5663%，略低于市场预期，同时全场倍数 1.91，显示市场需求较好，推低了发行收益率。

金融债方面，上周发行了三期国开债，分别为 3 年 DEPO、5 年固息及 10 年固息债。从中标利率看，浮息债依然受到市场追捧，49BP 的中标利差明显低于市场预期，也比同期限品种高了近一次降息幅度。但 5 年及 10 年固息债依然创出新高，10 年品种中标利率达到 4.21%，高于市场预期，认购倍数仅为 1.23 倍，显示市场对长端品种依然采取规避态度。5 年固息品种中标利率远超预期，达到 4.10%，债市前景不明朗、前期国开发行量较大以及部分银行对国开行的授信额度已满均是本次中标高企的主要原因。

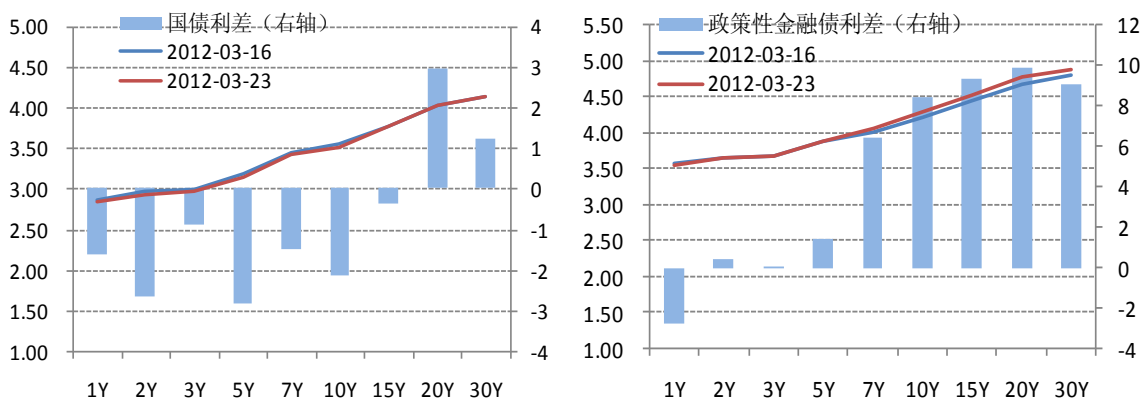
上周尽管有传千亿社保资金进入债市，但市场反应并不大，我们认为对于一级发行市场而言，无疑直接受益最大，但具体效果还有待观察。



现券市场方面，上周受央行回购持续放量，以及回购利率有所回升的影响，市场维持盘整局面，收益率小幅波动。周四汇丰 PMI 初值出现走低，推动利率品种中长端买盘出现。由于市场对季末及4月初的资金面预期不乐观，整体市场气氛维持谨慎。全周估值涨跌互现，金融债受一级市场中标高企的影响，估值有所下降，此外，中长期信用品种（企业债、中票）估值也出现一定幅度的下滑。



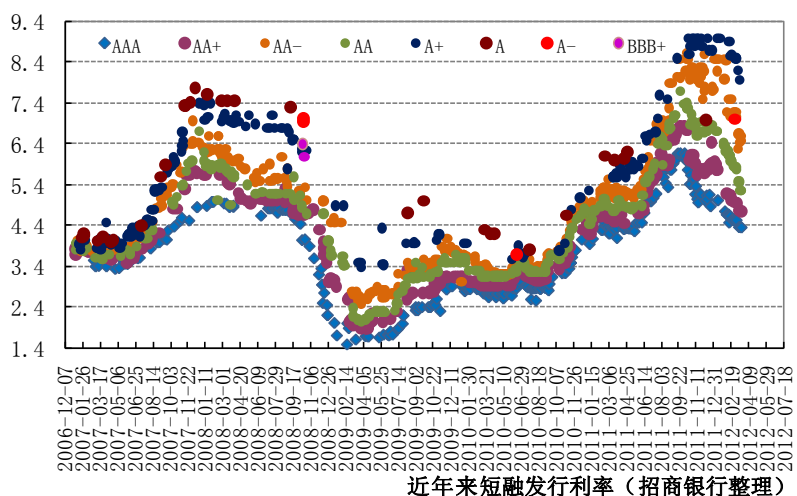
利率产品方面，上周国债及政策债收益率出现分化，特别是中长端品种，受一级市场需求分化的影响，分歧有所加大。国债收益率整体维持下行态势，1-10年整体下行了1-3BP不等。20年以上长端有所回升，但幅度也不大，在3BP以内。金融债由于受5年及10年国开债中票利率创新高的影响，7年以上中长端呈大幅抬升趋势，幅度在6-10BP之间。

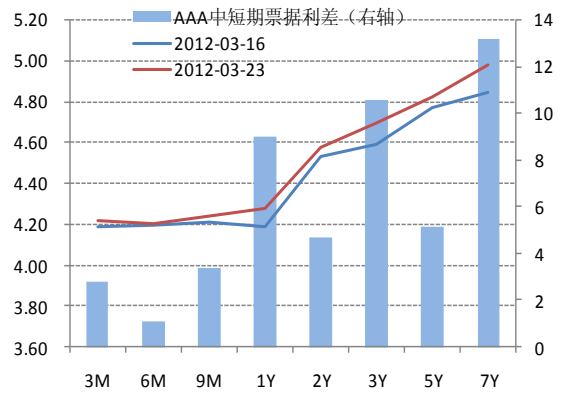
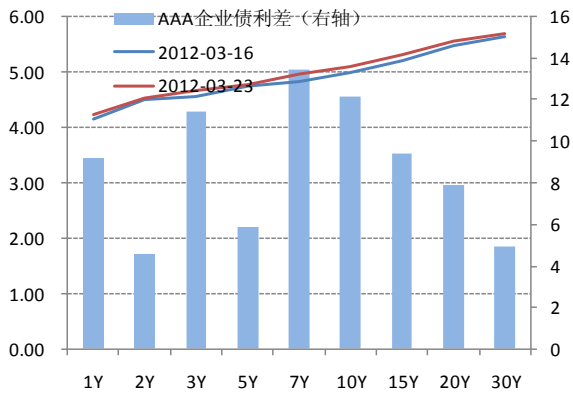


2.4 信用市场走势

上周信用市场出现小幅调整，短融走势偏弱，中高级别品种出现抛压，中票成交依然低迷，目前市场焦点依然集中在城投等低评级品种，低高评级走势分化的格局依然延续。全周 AAA 短融及中票收益率均出现一定幅度的回升，其中 1 年以内品种回升 1-9BP，2-7 年中票回升 5-13BP。

我们认为，高等级信用债受风险偏好抬升的影响，依然面临调整压力，而低品种品种尽管延续火爆行情，但信用利差收窄的趋势难以长时间持续，随着二季度经济回落趋势的确认及企业微观基本面的进一步恶化，我们判断中高评级品种依然将是引导市场需求及走势的主要动力。





三、 预测与展望

市场弱势局面将持续到4月初。上周市场多空交织，股市疲软及资金面宽裕虽然对市场有所支撑，但出于对市场前景不明朗的担忧，投资者需求不高，观望氛围浓重，收益率小幅抬升。

上周汇丰 PMI 初值走低至 48.1%，终止了连续三个月的抬升态势，显示经济弱势局面并未改观，但另一方面，公开市场正回购利率持平，表明短期内利率政策放松的可能性不大。我们认为，短期内经济基本面及政策面可能均将维持稳定，市场目前担忧的主要是3月份 CPI 回升的风险以及季末资金面是否会再度出现大幅波动的可能性。

目前虽然“倒春寒”影响到蔬菜的价格，但食品价格依然没有出现明显的趋势性方向，猪肉价格依然延续下行态势。我们判断蔬菜价格的回升影响较为短期，随着温度回升，食品价格回落的可能性依然存在。3-5月份翘尾的下行幅度有所放缓，对CPI的引导作用不大，但6-7月份之后翘尾还将再度下行，从季度角度看，通胀下行的空间依然存在。

对于短期内的债市走势，我们判断季末效应影响较大的主要在于短端收益率，由于目前公开市场各品种收益率维持稳定，我们判断短端收益率下行的空间有限，如果资金面收紧的话反而有利于出现波动交易的机会。

短期关注点：

- **关注利率品种的分化及收益率平坦化趋势。**上周国债及金融债的表现分化，国债需求明显好转，而金融债受近期国开系发行过多的影响，需求趋于疲软，收益率节节走高，加大了市场的分歧。目前金融债 10-5 年期限利差仅为不到 15BP，未来收益率难以延续期限利差收窄的趋势。
- **关注3月份经济及通胀预期的变化。**近期并无利好于经济基本面的数据出台，汇丰 PMI 指数显示经济前景及制造业需求并不乐观。此外，市场对3月份食品价格（特别是蔬菜价格）倒逼CPI回升的预期有所上升。这加剧了市场走势的判断，预计短期内收益率还将延续盘整格局。
- **关注资金面季末效应的大小。**从上周资金面看，7天回购利率虽

然小幅回升，但 14 天以上品种相对平稳，显示目前资金供给并不紧张。但近期央行在公开市场加大回笼力度以及 4 月份面临财政存款回笼资金的预期可能加大跨季资金需求，我们判断未来资金面依然存在较大的不确定性。

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。