

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

## 2012年二季度经济及债市展望

- **经济延续筑底的信号。**1-2月份的经济数据依然延续疲软态势，从经济基本面看，对债市的利好信号并不会马上消失。
- **通胀还将延续下行态势。**受节后“倒春寒”推动蔬菜价格回升以及翘尾跌幅缩小的影响，预计3-5月份CPI同比下行幅度将会放缓，3月甚至将出现小幅回升，预计还将维持在2.9-3.5%左右的水平。6-7月份翘尾因素将进一步加速下行，预计CPI同比还将延续下行态势，但进一步下滑幅度大小则有待于上述食品及非食品的不确定性能否消除。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。
- 今年经济+通胀“双下行”的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，我们认为二季度的市场预期将重新向基本面研判回归。
- 未来的债市，特别是收益率的运行路径可能取决于投资偏好的轮换及政策面的放松节奏。年初的调整导致投资盘配置力度并不高，同时基金经过上一轮的抛盘，持仓量也不高，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。
- 更值得关注的是投资偏好是否会发生转移。特别是风险偏好抬升过程中，机构配置力度可能会逐步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。
- 政策面的放松节奏，我们倾向于认为短期内利率政策的放松可能依然难以如愿。我们判断未来政策放松的重点依然集中在数量型政策方面，特别是在“宽信贷”层面上。但是，信贷放松对债市资金面而言无疑是一把双刃剑。
- 对于收益率的变动而言，我们判断在无利率政策放松的刺激下，短端收益率难以突破前期低点。长端方面，由于大部分政策预期已经在年初被市场消化，长端难以出现较大波动，我们预计二季度收益率依然还将以波段及震荡为主。预计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。

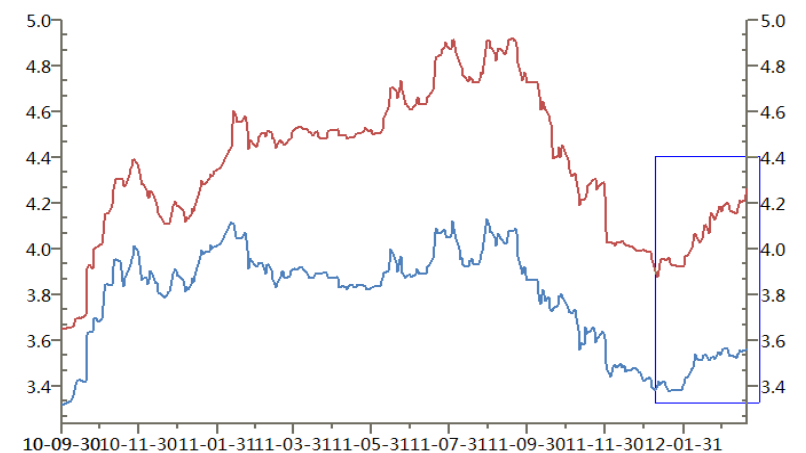
## 一、一季度债市回顾

从年初开始，债市迎来一波调整走势，各期限收益率出现持续性抬升或高位震荡，直至3月中旬数据公布前夕才开始企稳。我们认为原因虽然有节假日资金面的直接冲击在里面，但更为首要的还是市场预期的落空。这一市场预期主要来源于两方面：

一是市场对经济基本面未来走势产生分歧。特别是1-2月份面临数据空窗期，市场心态焦灼，各机构对未来经济的预判均处于“瞎子摸象”状态，分歧严重。

二是政策面迟迟不见放松，市场前期预期的放松节奏并没有实现。导致了债市出现持续性调整。

本轮调整，受冲击最大的还是7-10年中长期品种，反映出本次调整的根本原因在于经济基本面的分歧，10年国债最高冲击过3.60%的高位。即使2月份经济数据公布后，资金7天回购回落到3.0%以下，中长端收益率依然维持较强的韧性，体现出“易上难下”的特征。我们认为，这固然有经济增速下行预期已大部分被市场所消化等因素在里面，但更为主要的还是市场面临动力缺失的局面。长期内，通胀与经济“双下行”对债市的利好依然持续，但短期内缺乏较大的做多或做空动力将制约收益率波幅。目前中长端收益率处于历史“中性”水平，除非政策面能否有所松动，否者中长端难以出现方向性突破。



银行间固定利率国债到期收益率:10年期

—— 银行间固定利率政策性金融债到期收益率:10:

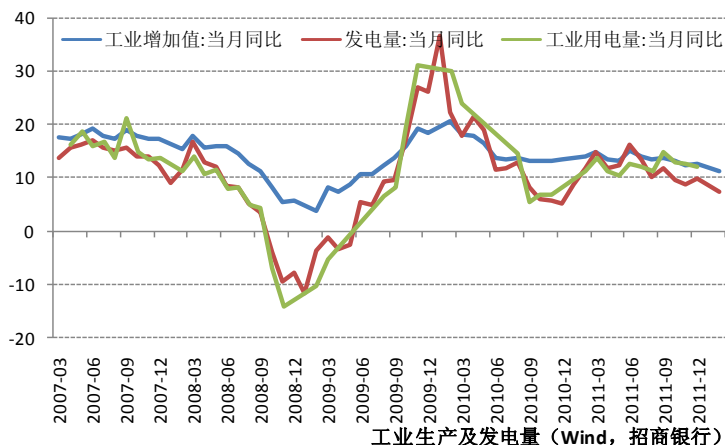
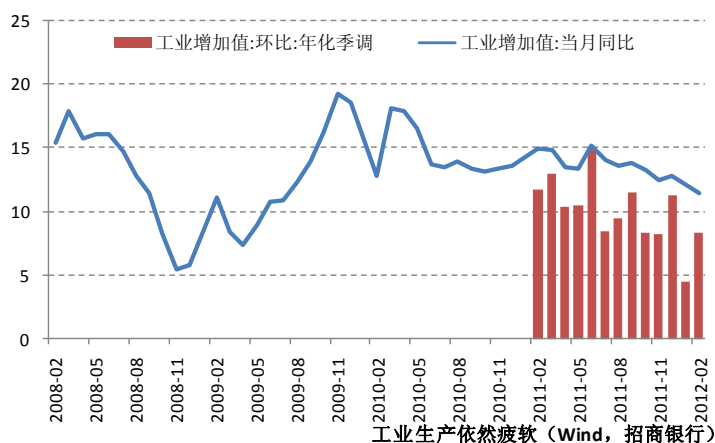
数据来源:Wind资讯, 中国债券信息网

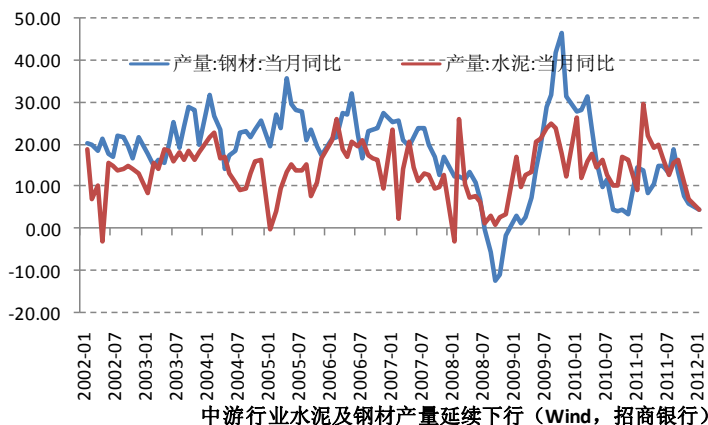
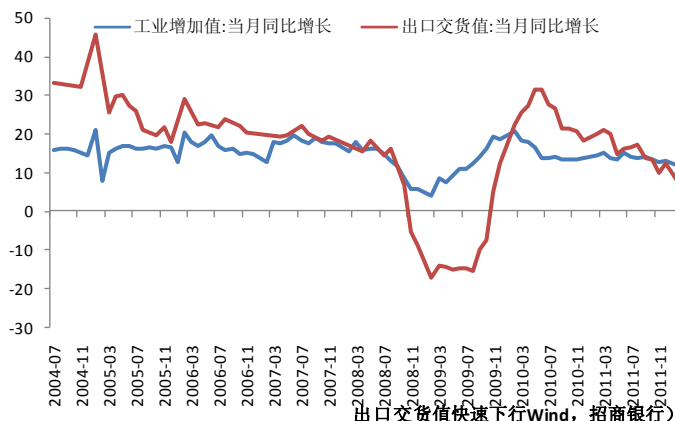
## 二、 经济基本面：“筑底”信号依然持续

经济延续筑底的信号。从2月份公布的数据看，即使考虑到春节错位等因素，1-2月份的经济数据依然延续疲软态势，从经济基本面看，对债市的利好信号并不会马上消失。

### 1、 工业生产延续下行态势

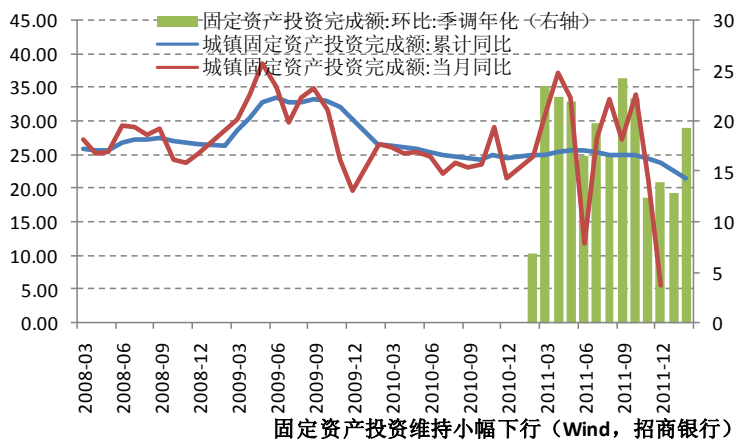
考虑到1、2两个月受春节停工及错位等因素的影响，我们将1-2月份结合起来考虑，但即便如此，从发电量等数据上，依然可以看出工业生产延续下行态势。这从出口交货值的快速下行也可以相互印证。唯一亮丽的数据可能是环比数据，基本持平于去年10-11月份水平，但是考虑到2月节后的开工潮，环比回升依然难以具备代表性。

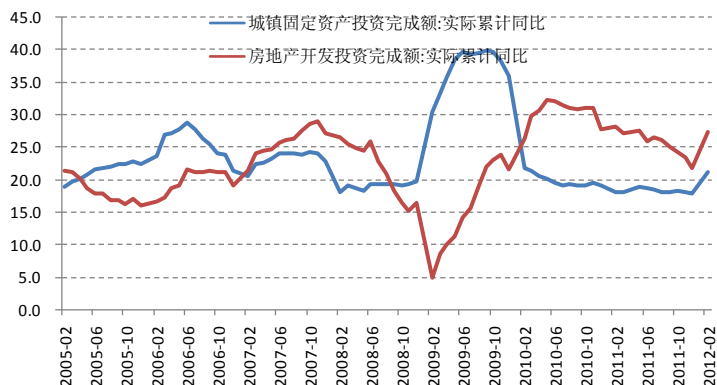




## 2、整体投资维持稳定

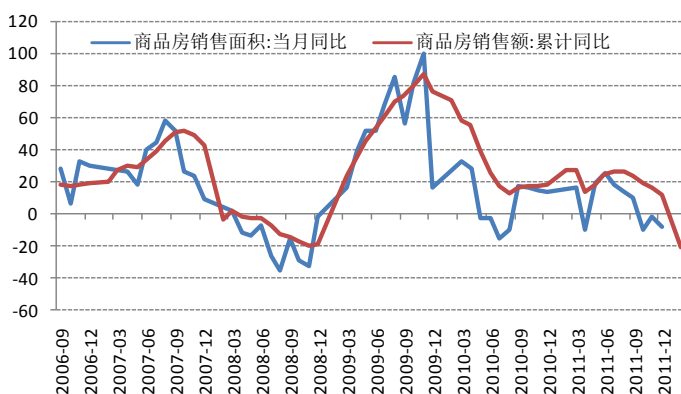
1-2 月份的固定资产投资投资增速略低于去年全年水平，但是如果考虑原材料价格的影响的话，1-2 月份无论是房地产开发还是固定资产投资增速均有所回升。尤其是房地产开发投资的增速大幅超出市场预期，结合近期一二线城市住宅销售量环比有所回升，令市场乐观情绪高涨，这也是债市前期调整的导火索之一。



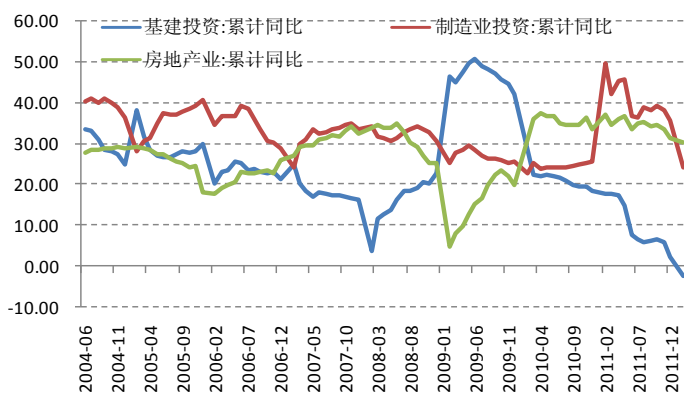


剔除物价后的固定资产投资及房地产开发有所回升 (Wind, 招商银行)

但是，从全国范围内的销售数据并不支持房地产销量回暖的观点。销售低迷将拉低房地产开发投资的积极性，而保障房投资对整体的房地产开发的贡献也有限，我们预期房地产难以成为推动整体投资增长的可持续动力。此外，占比超过 50% 以上的基建与制造业投资依然延续快速下行态势。基建投资增速甚至转正为负。我们认为，今年的投资环境，无论是财政政策还是货币政策，均难以复制 09 年大规模资金拉动固定资产投资反弹的行情，更为可能的情形是投资增速延续缓步筑底的态势。



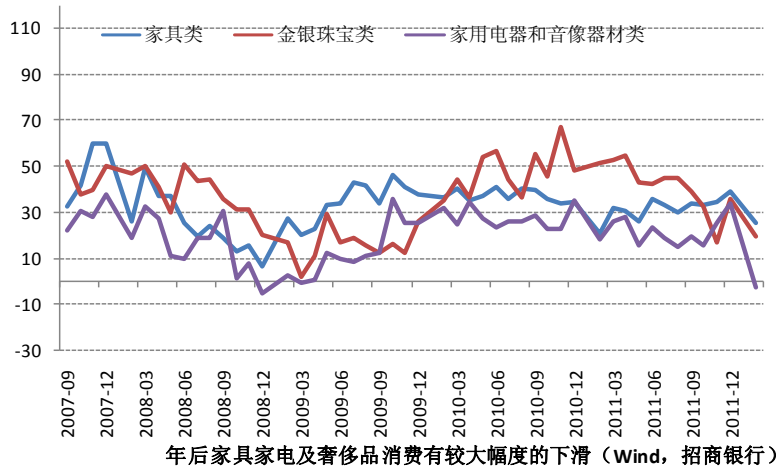
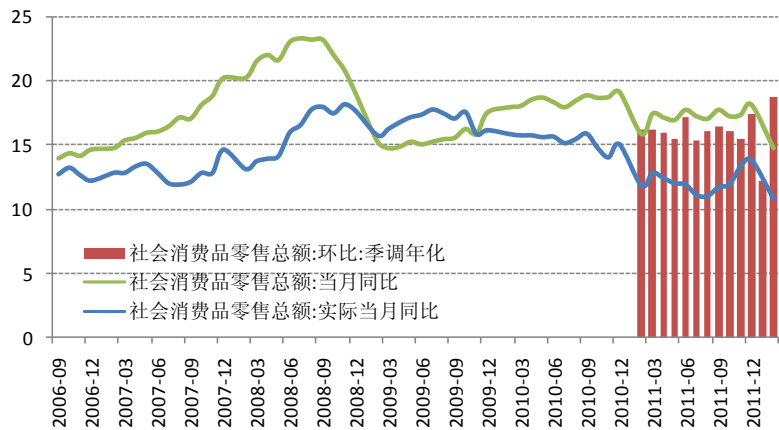
房地产销售出现负增长 (Wind, 招商银行)



基建及制造业投资延续大幅下滑 (Wind, 招商银行)

### 3、前期走强的零售消费也出现低迷走势

1-2 月份，无论是名义还是实际零售消费，均出现较大幅度的下行，在 12 月份抢搭电器“以旧换新”政策末班车之后，与房地产相关的家具、与前期政策相关的家用电器以及年末消费较高的金银珠宝类消费均出现快速下降。反映前期零售消费增长并不具备可持续性。



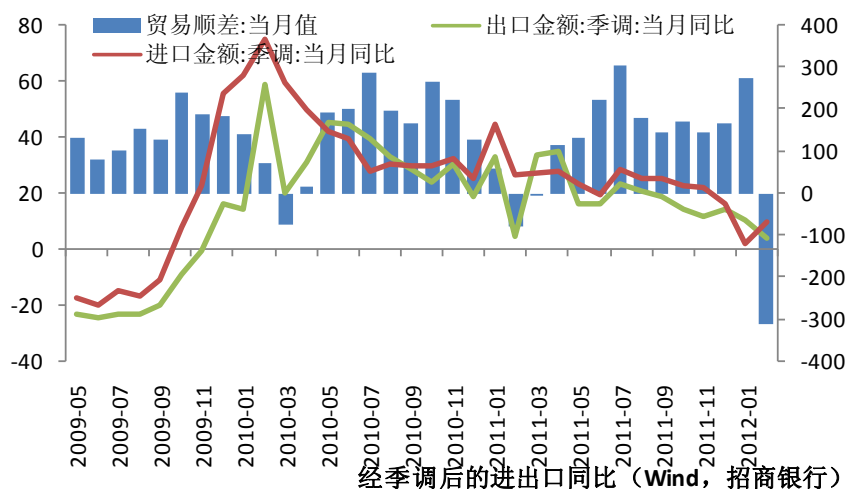
### 4、进出口短期内还将维持弱势

2 月份经常账户出现大幅逆差，原因主要源于春节因素，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。近期美国经济数据出现稳健反弹，同时希腊违约也并未引起市场动荡，但判断外需能否复苏依然言之过早，我们判断弱势局面难以马上改观。

# 招银专题分析报告

2012年3月26日

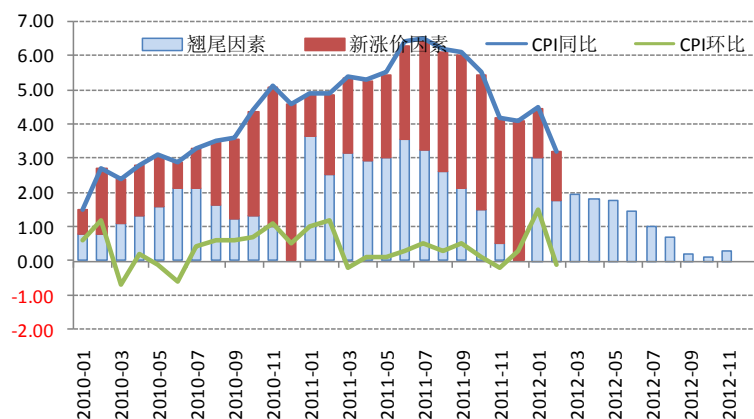
总第87期



整体而言，经济下行的态势并未结束，经济增速最快也要到二季度末才能够见底。我们判断，二季度的市场预期将重新向基本面研判回归。但对于债市而言，这轮经济筑底早已被市场所消化，中长端收益率并未因为经济基本面延续低迷而出现再度下行。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引导作用。未来收益率的再度下行的动力可能仅能依赖于货币政策放松的节奏与路径。

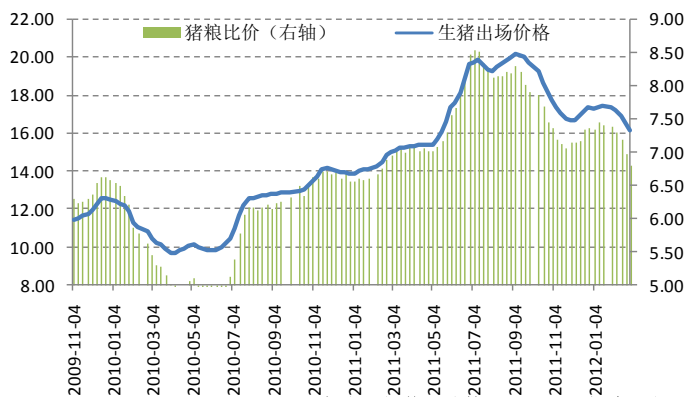
### 三、 通胀在上半年还将延续下行走势

2月份CPI同比降至3.2%，我们认为，CPI节后恢复环比负增长，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。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。

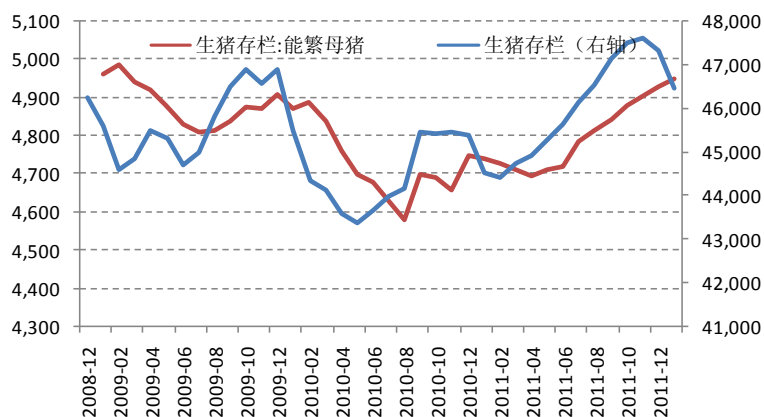


春节错位加剧了1-2月份CPI同比的波动 (Wind, 招商银行)

**食品价格持续下行推动CPI环比负增长。**本次节后CPI环比大幅下行，主要贡献来源于食品价格。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）。而其中，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生猪出栏量出现下降，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。

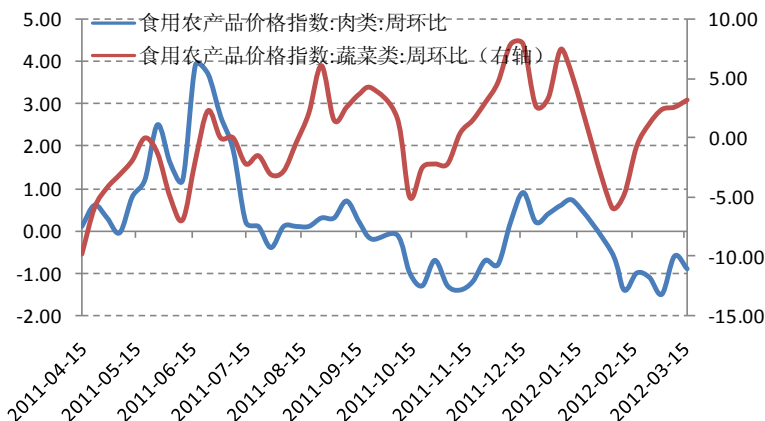


生猪出场价及猪粮比 (wind, 招商银行)



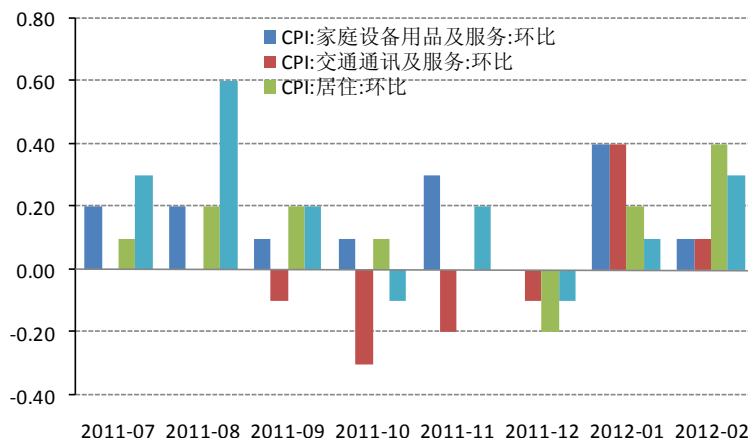
生猪存栏量开始出现下滑趋势 (Wind, 招商银行)

**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。



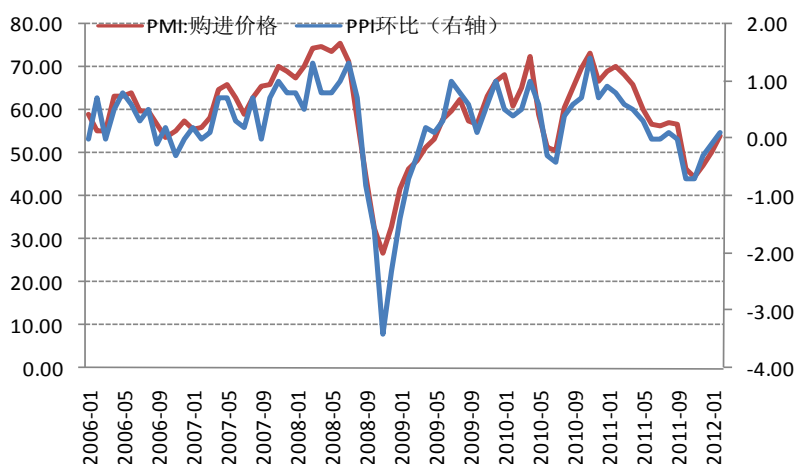
肉类及蔬菜价格近期走势出现背离 (Wind, 招商银行)

**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)

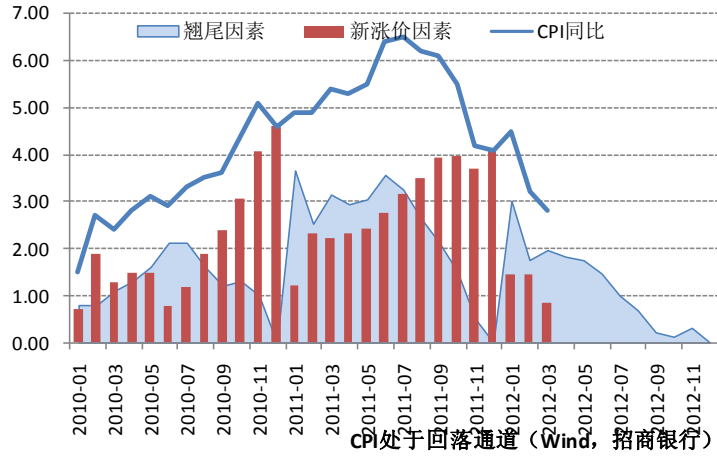
我们判断，2月份的非食品价格超预期下滑，节后季度回落因素依然占据主导地位。这与我们前一周的预期相一致。但未来不确定性也在增加，食品价格难以长时间维持负增长态势。同时非食品价格一些分项也值得进一步关注。目前PPI环比已经转负为正，同时美国经济基本面也出现超预期的复苏，海外大宗商品价格的涨幅并没有出现明显回调，这些均加大未来物价波动的可能性。



PMI购进价格与PPI环比 (Wind, 招商银行)

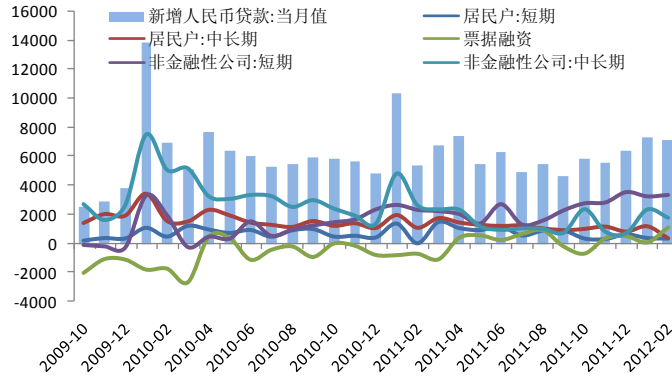
受节后“倒春寒”推动蔬菜价格回升以及翘尾跌幅缩小的影响，预计3-5月份CPI同比下行幅度将会放缓，3月甚至将出现小幅回升，预计还将维持在2.9-3.5%左右的水平。6-7月份翘尾因素将进一步加速下行，预计CPI同比还将延续下行态势，但进一步下滑幅度大小则有待于上述食品及非食品的不确定性能否消除。整体而言，至2季度末，CPI还将延续下行态势，但幅度有多大，以及能为货币政策的放松提供多大的空间则仍具

备不确定性。



## 四、 资金面及货币政策展望

1-2月份新增信贷延续弱势局面。从历史趋势看，年初连续2个月的信贷弱势并不常见。我们认为原因主要是贷存比对供给的约束及有效需求不足。

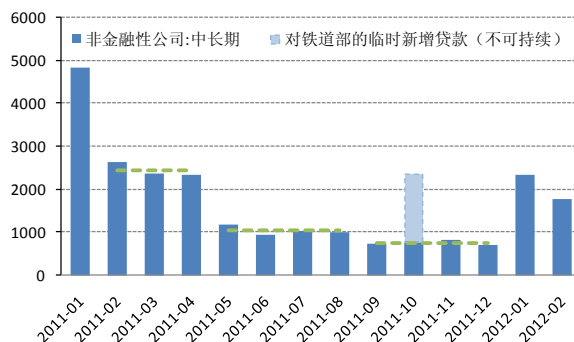


1-2月新增信贷低于预期 (Wind, 招商银行)

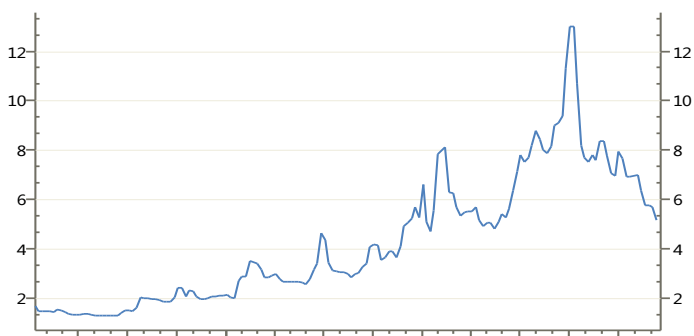
从明细数据看，中长端信贷持续低迷，新增信贷大部分集中在中短端，表明银行在资产配置方面更偏向于短久期操作。

近期有传银监会对银行加大信贷投放进行窗口指导，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，部分大行可能被动采取中短期信贷及票据融资等短期信贷结构操作，以应对上述需求。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)

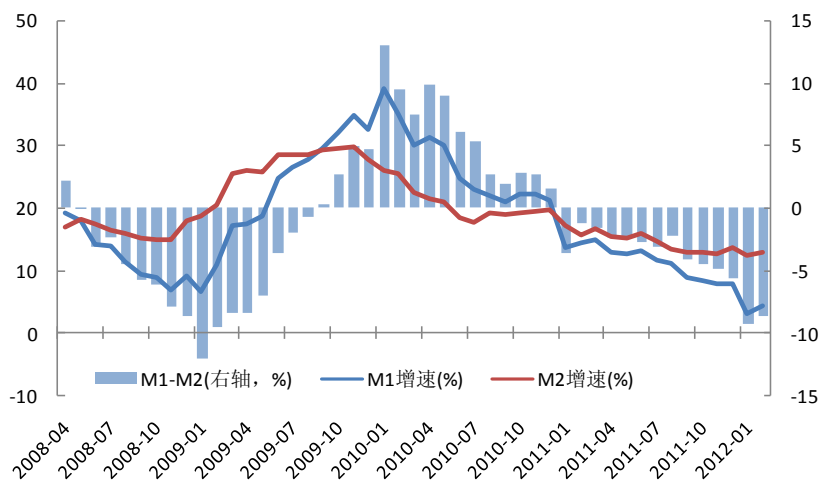


—— 票据直贴利率(月息):6个月:珠三角:周

数据来源:Wind资讯

**存款大幅增长难以持续。**虽然 2 月份的存款大幅增长，但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产品池对资金面的冲击。

**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。



M1与M2的剪刀差 (Wind, 招商银行)



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。预计短期内，除非贷存比等限制能够有效消除，否则在资金脱媒的大环境下，信贷增长难以出现有效放大，这将影响未来信贷的供给。此外，更为重要的是，虽然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。

## 五、 债市展望及策略

前期债市的调整，有部分机构将去年9月份至今的市场行情与08年金融海啸后的债市作对比，认为现在的市场正在复制09年初的走势。

这我们在四季度的年报上也有论述，自08年底降息之后，经济下滑、政策大幅放松的预期，以及资金宽松但信贷尚未启动等因素为债市提供了做多的动力，但09年二季度开始随着信贷投放力度的加大，资金成本开始回升，债市收益率也出现一波反弹走势。

但我们认为，出现09年初的那波收益率反弹需要具备两个条件：

一是货币政策大幅放松。08年底除了基准利率下调108BP，也允许有条件的中小银行业适当突破存贷比。

二是实体经济的财政支持。特别是4万亿计划及房地产信贷放宽，推动了实体经济的投资、消费迅速升温，配合信贷的投放，导致经济快速反弹。

从实体经济及政策面看，今年均难以复制09年的行情，房地产的调控依然持续，投资增速延续下行态势，同时，新增信贷，特别是中长期信贷难以如09年般出现爆炸性增长。今年年初的这波调整，更主要的原因是政策经济基本面的分歧较大以及放松步伐不符合预期。

站在一个较为长期的角度来看待目前的经济基本面，我们认为，经济底部难以马上到来。今年债市难以复制09年的行情。但是另一个不争的事实是：今年经济+通胀“双下行”的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，我们认为二季度的市场预期将重新向基本面研判回归。

未来的债市，特别是收益率的运行路径可能取决于投资偏好的轮换及政策面的放松节奏。

从第一个因素，市场的供需矛盾及投资偏好上看，3-4月份是信用债到期高峰期，二季度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。

**关注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。

而对于第二个因素，政策面的放松节奏，我们倾向于认为短期内利率政策的放松可能依然难以如愿。而这正是制约收益率下行，特别是短端收益率下行空间的主要因素。我们判断未来政策放松的重点依然集中在数量型政策方面，特别是在“宽信贷”层面上。尽管前一段时间，银监会明确表明贷存比指标不会淡化，但市场对该指标是否会存在某种程度上的微调依然抱有预期。我们预计未来包括贷存比在内的数量型放松政策依然会持续。

**但是，信贷放松对债市资金面而言无疑是一把双刃剑。**如果数量型放松的效果能够推动了资金面及信贷同时宽松，那么对债市及实体经济而言，可能是最好的路径，但是，央行对资金面的态度目前依然比较含糊。如果监管层目标仅仅是维持资金面“中性”或维持资金面平稳，那么我们判断7天回购3.0%可能将是监管层对资金面宽松的下限。再此基础上，一旦资金成本再度宽松，央行将会加大公开市场的回笼力度。

对于收益率的变动而言，我们判断在无利率政策放松的刺激下，短端收益率难以突破前期低点。长端方面，由于大部分

# 招银专题分析报告

2012年3月26日

总第87期

政策预期已经在年初被市场消化，长端难以出现较大波动，我们预计二季度收益率依然还将以波段及震荡为主。预计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。

# 招银专题分析报告

2012年3月26日

总第87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  
的客观与公正,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。