

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——花开堪折直须折，莫待无花空折枝

- 上周市场处于数据空窗期。整体收益率延续震荡格局，季末效应不明显以及微观层面企业盈利的下调推动了收益率小幅回稳。虽然短期内季末因素已经过去，但4月份制约资金面放松的因素依然存在，短端收益率依然面临较大的不确定性，我们建议加大对短端收益率的波动性操作。
- 短期内，推动债市的主要动力依然是配置需求的释放以及交易机构对波动操作的参与热情，近期虽然面临财政季节性回笼及CPI小幅走高等不利因素，但我们判断这些均为短期因素，并不对趋势性走势构成影响。无论是企业微观经营层面还是宏观基本面的预期，二季度经济弱于预期依然是大概率事件，市场目前期待的是货币政策放松何时能够进一步落实。近期一级市场收益率连续创出新高，我们判断中长端收益率经过前一阶段长时间的调整，已经基本到位，建议投资者在一级市场是逢高配置。

短期关注点：

- 关注信用事件带来的冲击。4月中旬海龙债到期，虽然传言地方政府会对兑付给予担保，但对其最终是否会违约市场依然存在担忧，我们建议降低对中低评级信用债的配置力度，规避敏感时点对信用市场带来的冲击。
- 关注4月份开始启动的财政性季度性回笼对资金面的冲击。虽然季末效应不明显，但4月份开始至5月份的财政存款大增对资金的影响还将持续，我们判断未来资金面依然存在较大的不确定性。

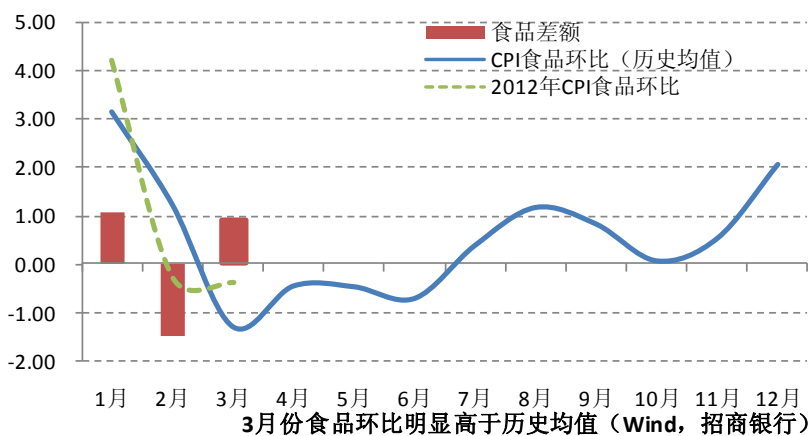
一、宏观经济分析及展望

1.1 3月通胀展望

3月份的通胀走势再次成为市场焦点，受“倒春寒”的影响，节后蔬菜价格出现超预期性上涨，推动了市场对通胀的预期，加上3月份翘尾因素趋于回升，令3月份的CPI同比极可能打破市场前期对通胀仍将下行的趋势性判断。近期市场收益率的动荡，除了资金面的影响外，通胀预期的引导也是主要原因。

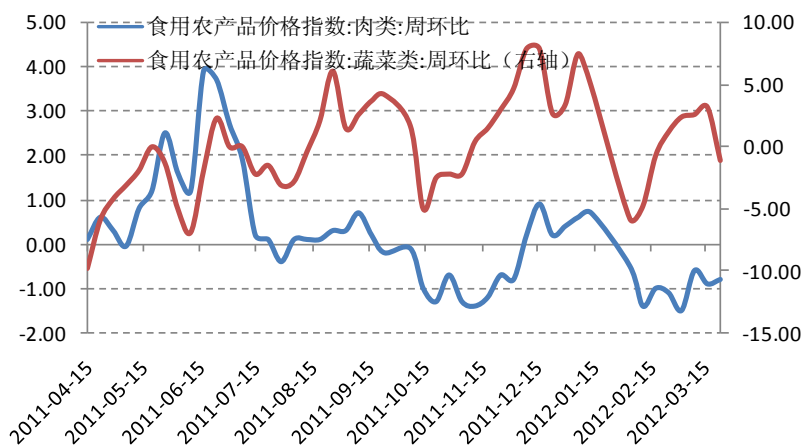


从历史趋势上看，由于春节因素，特别是前两年的春节均出现在2月，导致3月份食品价格将出现季节性回落，今年由于春节错位，季节性回落已经提前在2月份发生，3月份又受“倒春寒”的影响，导致今年3月份的食品价格环比高于历史均值。



这轮食品超预期上涨仅为短期效应。从商务部数据看，蔬菜价格虽然经历连续四周的大幅抬升，但截至25日，随着气温的回升，其环比价格已经开始企稳回落，此外，其余食品，特别是猪肉类价格依然延续前期下跌趋势，这表明目前本轮食品价格上涨并不具备

同步性，我们判断这轮蔬菜价格引起的食品价格抬升并不具备可持续性。



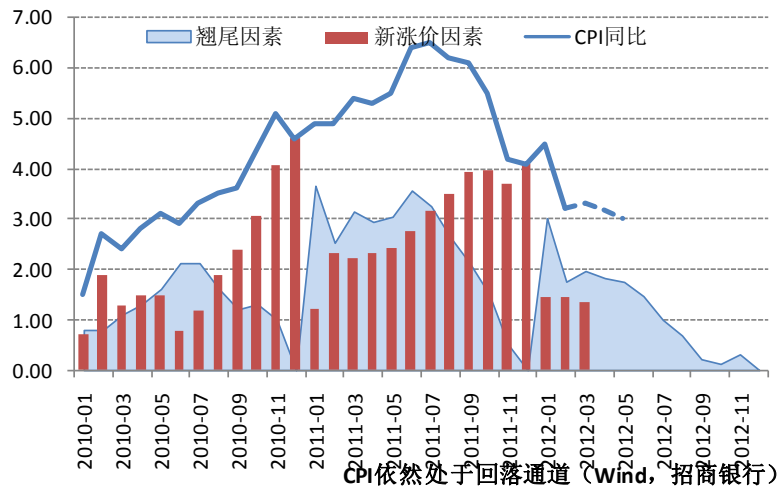
肉类及蔬菜价格近期走势出现背离 (Wind, 招商银行)

油价调升对当期非食品价格的拉动不大。尽管3月份上调了油价，但交通通讯及服务整体在CPI权重中仅占9%，且多以交通费形式体现在CPI统计中，我们预计对当期价格的拉动并不大。但从长期而言，由于原油价格持续维持在105美元左右，这最终将在价格体系中有所体现。



WTI原油价格维持高位震荡 (Wind, 招商银行)

短期而言，我们判断3月份通胀可能将小幅上行，3月CPI同比可能将落在3.2-3.4%之间，取其中值3.3%，较2月份小幅抬升。4-5月份，翘尾下行幅度不大，预计CPI还将维持在3.0%以上的水平。但6月份开始，随着翘尾下行幅度的加快，CPI同比还将进一步下行到2.6%左右的水平。



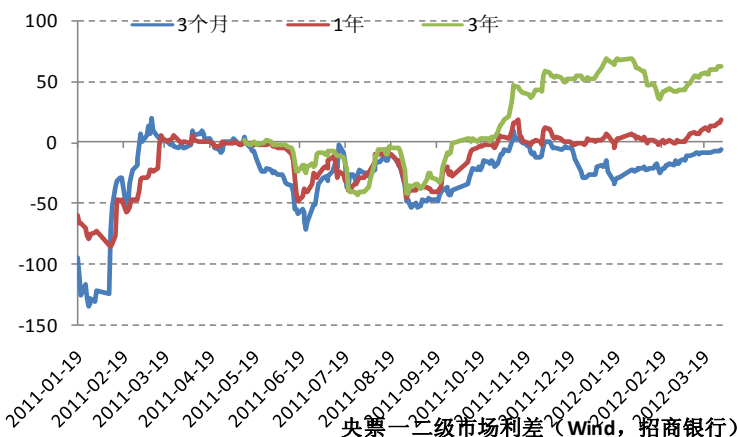
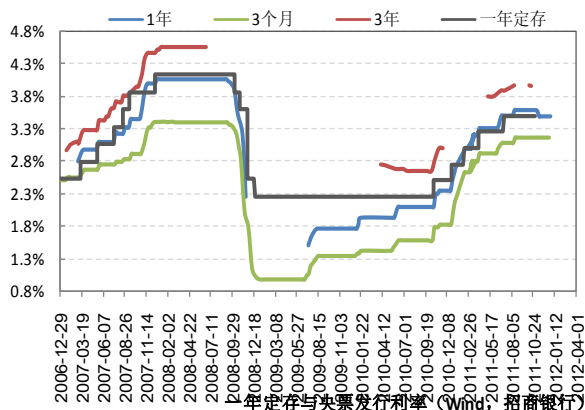
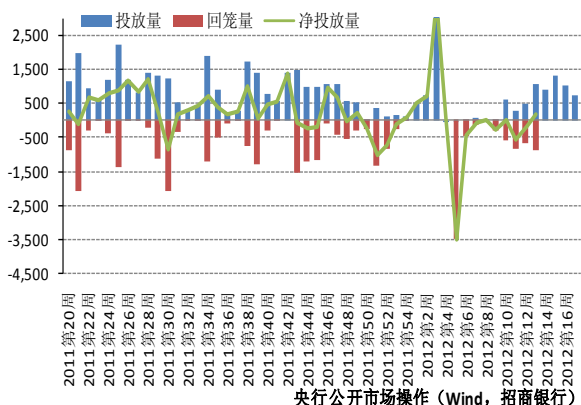
CPI依然处于回落通道 (Wind, 招商银行)

二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

上周公开市场净投放资金 190 亿，其中到期资金 1090 亿，28 天及 91 天正回购各发行 700 亿及 200 亿。上周央行亦未要求上报央票需求，表明在当前资金面敏感时期，央行倾向于投放资金及稳定市场预期。

未来一个月公开市场到期量达到近 4000 亿，主要源于 28 天正回购的滚动到期，我们判断，为了应对 4-5 月份资金波动，未来央行还将采取 28 天正回购等短久期工具以平滑资金面。

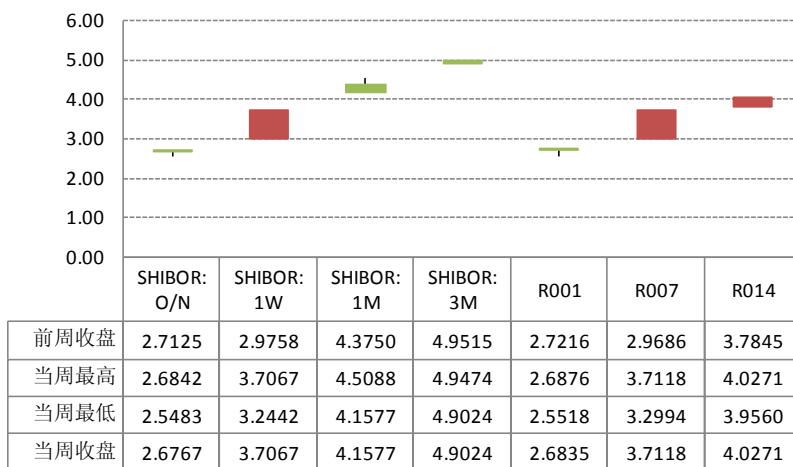
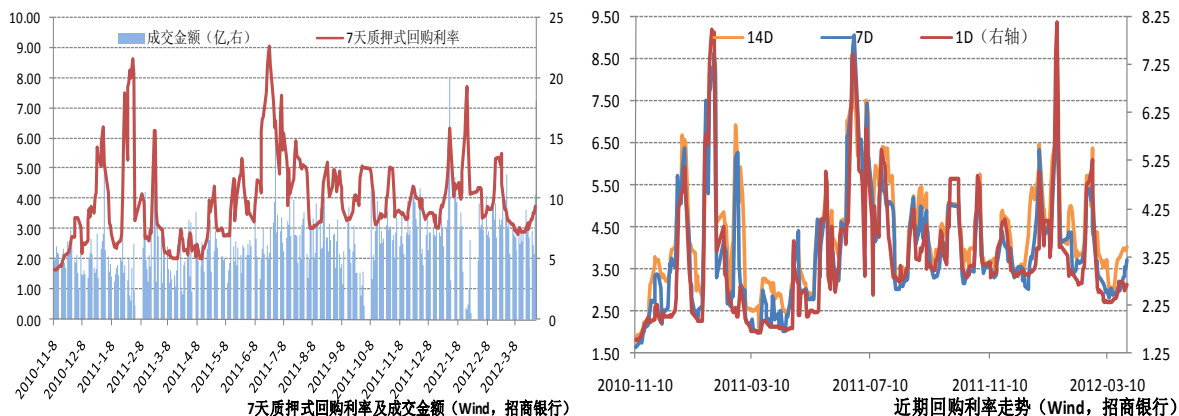


2.2 资金面及货币市场

上周隔夜及 7 天回购利率延续小幅回升，但季末因素并不明显，周五开始，回购利率有所企稳，表明季末资金需求高峰已经告一段落。短期内的资金面情况明显好于之前市场的预期。

目前市场已经开始将关注点转移到 4-5 月份财政存款季节性回

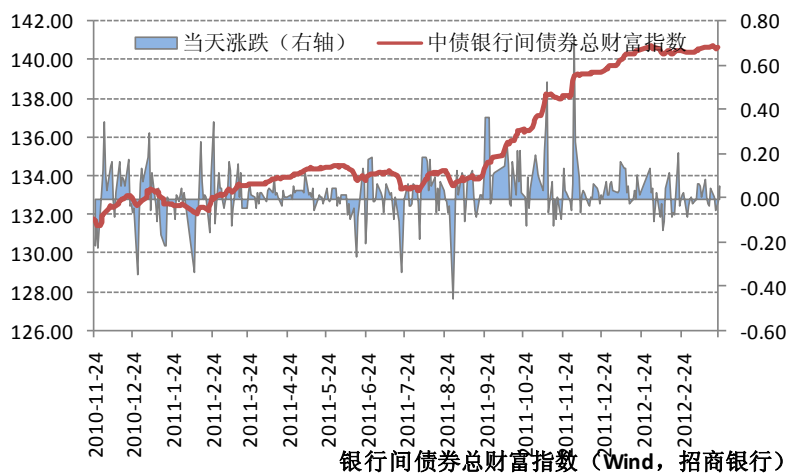
升的影响上。近两年来因税收因素，4-5月份月均财政存款回笼资金均在3500亿以上，我们预计在当前资金面较为脆弱的情况下，未来资金成本能否持续走低依然具有较大的不确定性。



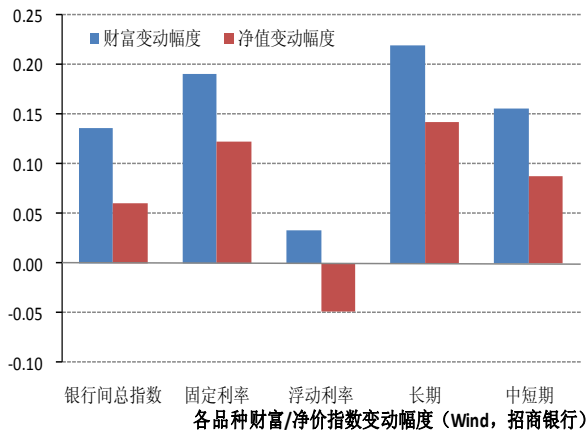
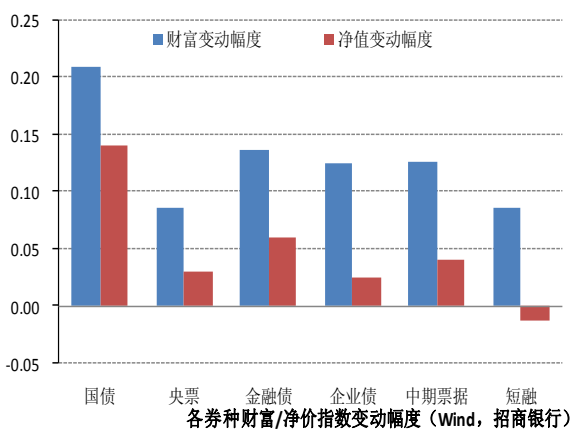
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了一期1年农发固息债及一期3年国开固息债。

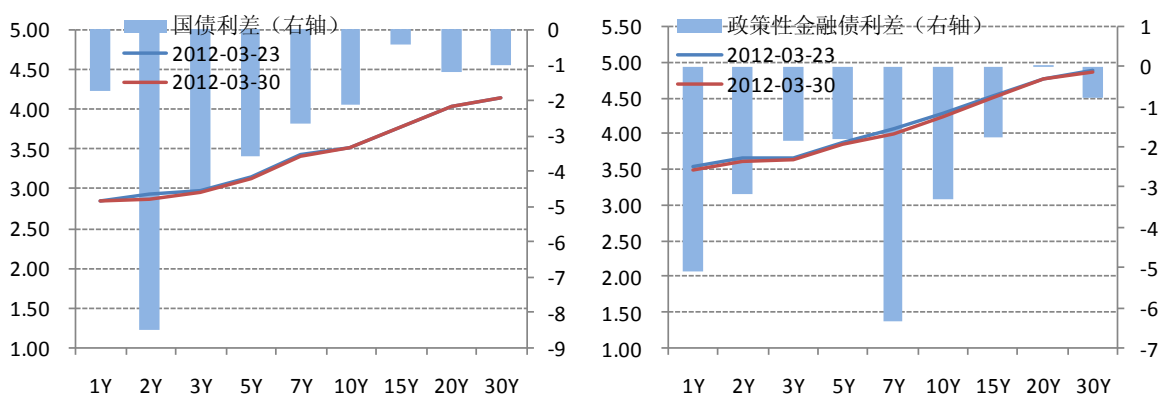
农发债中标利率为3.45%，明显低于市场预期，同时投标倍数为1.99，显示市场追捧力度较大。这一方面源于央票停发后缺乏后续替代品种，导致货币基金等需求较大，另一方面，资金面并未出现明显的季末效应也推动了市场需求的回升。而3年期国开债中标利率为3.83%，基本上符合市场预期，由于近期国开系发行规模较大，前两期发行收益率均创出新高，本期收益率较低，一方面源于3年期限在配置上具备“尽可攻，退可守”的性质，同时缴款日定在清明小长假后，也令市场对季末因素的担忧有所消退，推动了本期认购需求回升，最终认购倍数定在1.77。



现券市场方面，由于季末效应不明显，市场波动幅度不大，周三开始，受工业企业利润再度下行的影响，股市大幅下跌推动买盘增强，收益率小幅下行。全周看，除浮息债外，各品种估值均有不同程度的抬升，利率品种国债估值涨幅远大于金融债及信用品种，此外，长期品种涨幅高于中短期，固息高于浮息。



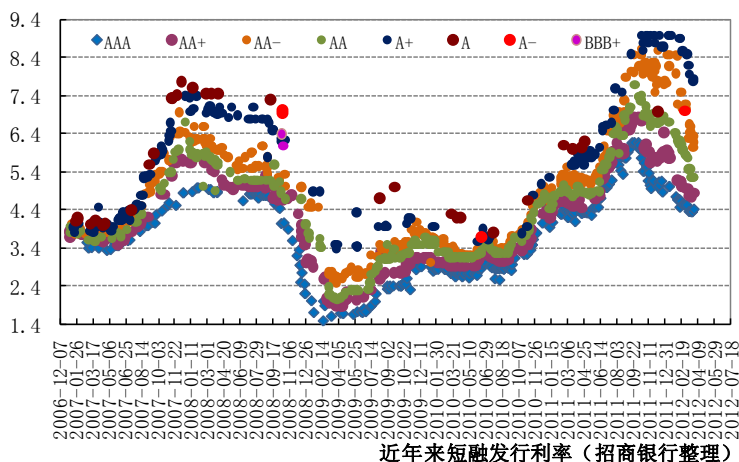
利率产品方面，国债及金融债各期限收益率均呈普降趋势。1-5年国债收益率整体下行 2-8BP，7-10 年降幅略小，但也有 2-3BP；金融债呈负蝶型下降趋势，2 年以下短端及 7-10 年长端降幅趋于加大，达到 3-6BP，3-5 年中端下滑幅度不大，在 2BP 左右。

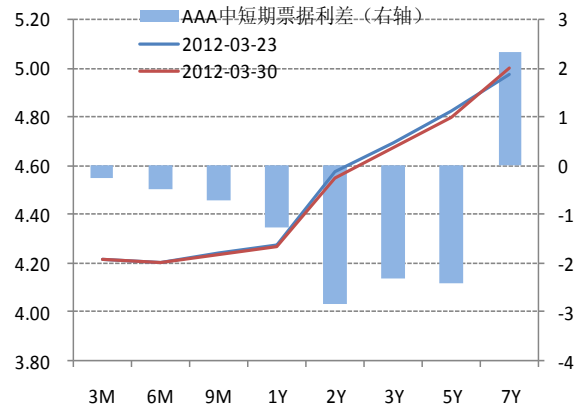
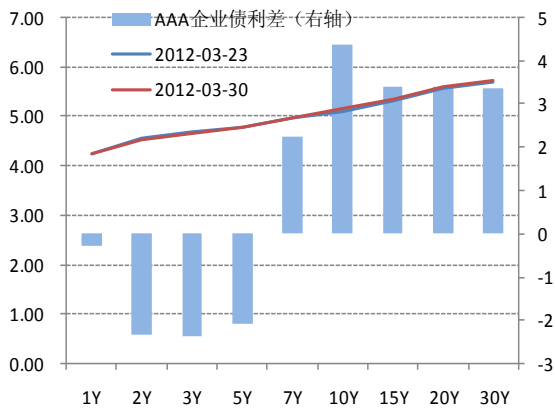


2.4 信用市场走势

警惕海龙债到期带来的冲击。上周信用市场成交小幅增加，利率市场有所回暖令到机构对信用产品的买入兴致有所抬升，但由于面临清明小长假，成交规模依然难以有效放大。全周5年以下信用品种收益率均出现一定幅度的下滑。期限在1年以内短融及中票基本持平于前期，降幅在1BP以内；而2-5年降幅趋于加大，在2-3BP之间。

我们认为，4月份将是发行市场的敏感时期。一方面，4月份上旬资金面波动的隐忧依然存在；另一方面，4月中旬海龙CP兑付时点来临，尽管市场传言兑付可能将获得政府隐形担保，但不管是否会发生实质违约，兑付前对信用市场造成的负面冲击依然存在。特别是近期市场热捧城投等低评级品种，如果信用溢价上升，加上流动性抽紧，部分机构获利了结或被动出券的压力可能会增加，首当其冲的可能是流动性较好的高评级品种。进而影响到整体信用市场。从发行时机看，4月中上旬并非是一个好的发行窗口。





三、 预测与展望

上周市场处于数据空窗期。整体收益率延续震荡格局，季末效应不明显以及微观层面企业盈利的下调推动了收益率小幅回稳。虽然短期内季末因素已经过去，但4月份制约资金面放松的因素依然存在，短端收益率依然面临较大的不确定性，我们建议加大对短端收益率的波动性操作。

短期内，推动债市的主要动力依然是配置需求的释放以及交易机构对波动操作的参与热情，近期虽然面临财政季节性回笼及CPI小幅走高等不利因素，但我们判断这些均为短期因素，并不对趋势性走势构成影响。无论是企业微观经营层面还是宏观基本面的预期，二季度经济弱于预期依然是大概率事件，市场目前期待的是货币政策放松何时能够进一步落实。近期一级市场收益率连续创出新高，我们判断中长端收益率经过前一阶段长时间的调整，已经基本到位，建议投资者在一级市场是逢高配置。

短期关注点：

- **关注信用事件带来的冲击。**4月中旬海龙债到期，虽然传言地方政府会对兑付给予担保，但对其最终是否会违约市场依然存在担忧，我们建议降低对中低评级信用债的配置力度，规避敏感时点对信用市场带来的冲击。
- **关注4月份开始启动的财政性季度性回笼对资金面的冲击。**虽然季末效应不明显，但4月份开始至5月份的财政存款大增对资金的影响还将持续，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。