

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要:

——也无风雨也无晴

- **也无风雨也无晴。**上周公布的经济数据依然延续下行态势，明显低于市场预期。但市场反应不大，收益率延续盘整态势。全周波动较大的主要集中在中长期金融债，这主要是受国开债一级市场的引导，导致利率品种收益率分化愈发明显，但整体收益率中枢并未发生明显偏移，特别是国债及非国开金融债并未出现明显波动，显示市场需求依然较为稳定。
- **政策放松何时成行？**纵观整个一季度，市场收益率在“快熊”与“慢牛”中调整，表现为利空消息对收益率的打击立竿见影，但利好信号市场则将其解读为预期的兑现，对债市的推动则明显较弱。这种局面在缺乏政策进一步放松的情况下难以发生明显改变。未来推动债市的主要动力一是政策放松的引导；二是配置需求的进一步释放以及交易机构对波动操作的参与热情。而这两方面均有待于进一步观察。
- 虽然市场短期内依然缺乏明确的方向性指引，但整体看，4月份经济基本面不存在明显利空，政策面利好预期依旧，如果政策利好能够得以释放，债市氛围有望再度回缓。我们依然坚持前期观点，经过一季度较长时间的调整，目前中长端利率品种再度调整的空间并不大，虽然短期内波动依然存在，但未来的经济基本面难以支撑收益率持续反弹，我们建议注重持有收益的配置机构在一级市场上逢高配置。

短期关注点:

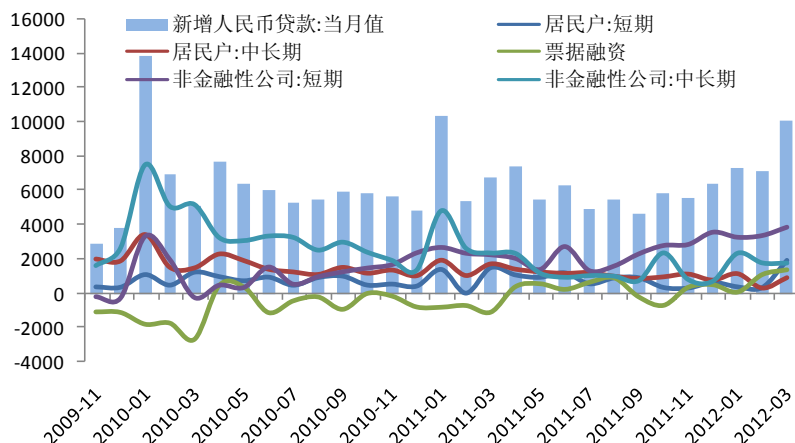
- **关注海外避险情绪对国内的传导。**外围经济形势依然面临诸多不确定性，美国经济数据的反复以及欧洲债务焦点的轮换推动了近期的避险情绪重新上涨，这将增加未来游资及大宗商品价格波动的不确定性。
- **关注资金面情况。**3月份的新增信贷超出市场预期，但月初资金面并未宽松，显示存款腾挪现象明显，而这也限制了4月份信贷的投放额度及资金面的回暖，加上4月财政存款季度性回升，我们判断资金面依然处于敏感阶段。

- **关注政策放松的可能性。**市场对短期内政策放松的预期依然较大，特别是对存准率的进一步下降，普遍抱有预期。尽管我们认为存准率的下降可能将伴随着资金面的抽紧，对债市走势并无长远利好，但有望打破短端收益率的下行瓶颈。4月份资金面依然存在不确定性，我们判断法定存准下调的可能性较大。

一、宏观经济分析及展望

1.1 资金运用及投放并未实质性回暖

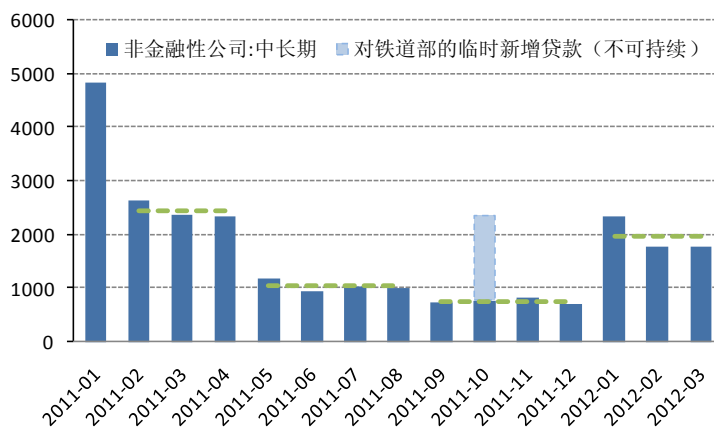
3月份新增信贷达到1.05万亿，超出市场此前9000万的预期。同时新增存款亦出现超幅增长2.95万亿，显示银行季末拉存款及冲贷款效果开始显现。



3月新增信贷大幅增长 (Wind, 招商银行)

尽管3月份一改1-2月份新增信贷弱势的局面，但结构性弱势局面并未消除。本次新增的1.05万亿信贷中，居民及非金融性公司中长期贷款占比不到27%，远低于70%的历史均值。这表明实体经济对长期经济前景依然并不看好。这也印证了本轮信贷需求偏弱的事实。

我们之前在1-2月份的信贷分析中就已经提出，目前制约信贷增长的总额度是贷存比的供给限制，但实质制约信贷复苏的更在于实体经济需求的不足。目前实体经济对信贷的有效需求远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)

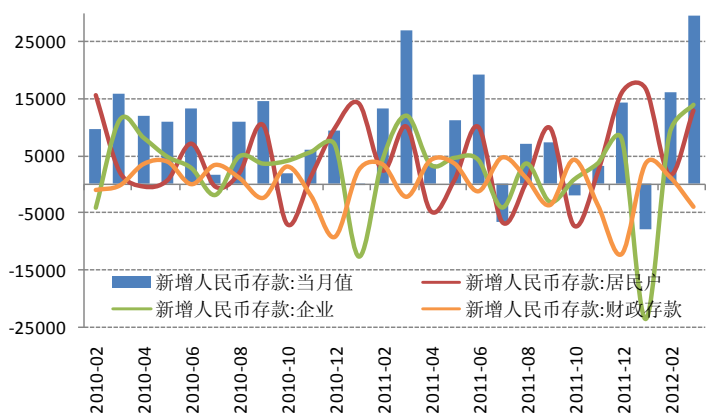
从通常的逻辑上看，在信贷大增的背景下讨论需求不足似乎有违常理。但实际上，判断实体经济的需求是否复苏并不能仅仅看信贷实际新增额，对于中国市场而言，对需求是否充足的评判标准，在于银行供给标准下的实际信贷需求，既纳入银行信贷标准下的同等资质的企业在当前情况下的贷款意愿。从这一方面看，今年以来中长期信贷持续下降，大幅低于历史同期水平，显示出目前企业在投融资方向上的需求严重不足，这是制约未来信贷有效增长的实质性因素。

本轮新增信贷放量仅仅是政策引导的结果。为满足未来的流动性及监管要求，同时又加大信贷投放，银行被动采用中短期信贷及票据融资等短久期信贷结构，导致了短期信贷畸高。最显著的现象就是新增短期居民信贷大幅增至 1886 亿，创下 08 年以来的月度新高。票据融资也相应出现大幅增长（1389 亿），创下近 3 年新高，但票据贴现利率持续下行，显示对新增量的追求并非来源于企业等需求方。

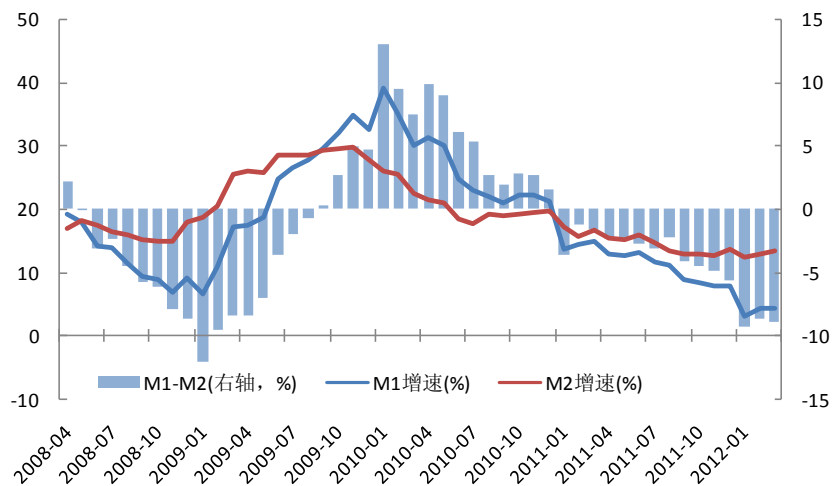


票据直贴利率创1年以来的低位 (Wind, 招商银行)

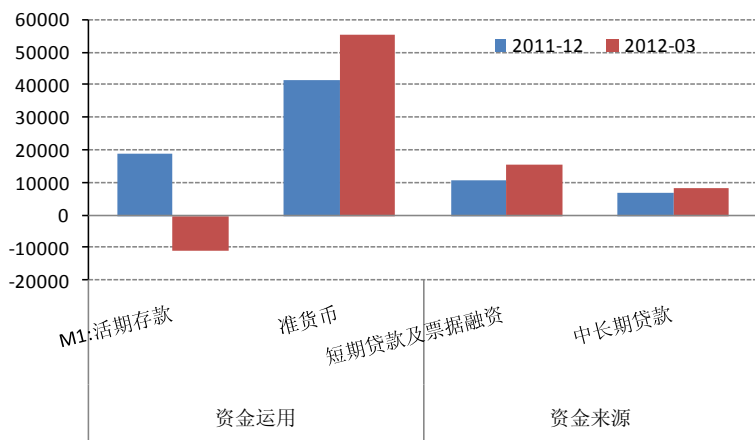
存款仅具时点意义。3 月份新增存款 2.95 亿。资金腾挪在 3 月底发生的较为明显（主要来源于同业存款转入及理财资金表外转表内），4 月初又呈现出大幅流出迹象。这从 3 月底 4 月初的资金面情况可以得到印证，受季末时点存款大增的影响，4 月 5 日的缴准压力显著增大，而存款仅具时点因素的特点加大了资金面的波动，导致了 4 月初的回购利率反而高于季末水平。我们认为这将加大 4 月份整体的资金面的压力。



资金循环中的结构性不匹配愈发明显。3月份的M2反弹至13.4%，但M1变动幅度不大，M1-M2剪刀差依然处于高位。显示实体经济资金运用效率持续降低。整个一季度M1活期存款处于负增长状态，表明企业活期存款占比持续下行。结合资金来源进行分析，资金主要来源于短期贷款及票据融资，但资金运用方面却进一步向准货币倾斜。表明资金循环中的结构性不匹配愈发明显，凸显出目前资金循环体系中投放及运用效率持续降低等问题依然没有解决。



M1与M2的剪刀差 (Wind, 招商银行)



资金运用及来源结构性不匹配进一步加大 (Wind, 招商银行)

4月降准的可能性依然较大。虽然部分观点认为新增信贷增长较快，降准的可能性下降了。但我们认为降准的理由并非为了推动信贷，在需求疲软的情况下，单靠政策及监管层的推动，并无法解决实体经济的资金需求疲软问题，政策性推动的最终结果可能与2-3月份信贷投放结构一致，结构性投放疲软及资金运用弱化的局面依然难以解决。

我们倾向于认为，降准的理由在于进一步放松资金面及市场预期。4月资金处于敏感时期，一方面信贷大幅增长，而存款月初流失，加上4月份财政存款季节性增加，4月份银行负债端的减少趋于加大，加大了月末回补的压力。

对债市的影响：

存款等资金来源仅具备时点因素，并未实质性增长，对债市的影响有限。相反，资金面在4月份受存款流失及财政存款缴款等因素，收紧的概率较大，同时也将影响到信贷的投放额度。对债市并无明显利好。

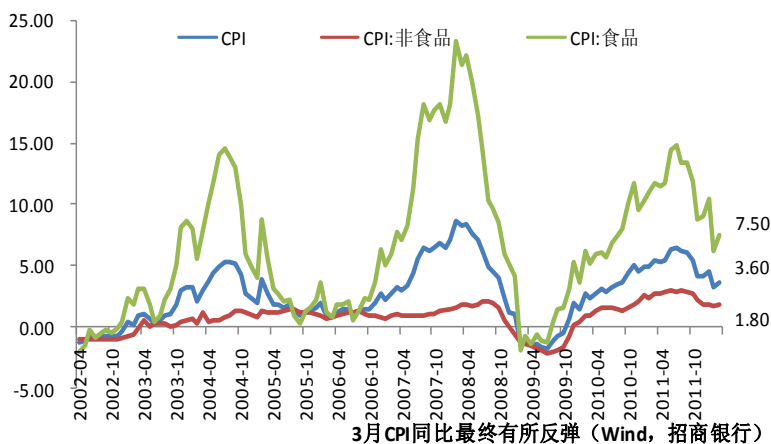
但从长期角度看，监管层对信贷的态度已经大幅放松，实体经济获取资金的渠道已经放宽，问题只是企业对资金的有效需求何时能够回缓。我们之前一直强调，信贷投放是把双刃剑。目前的市场处于监管层资金放宽意愿已经明确，需求层面依然较弱，但供给层面逐步恢复的局面。实体经济资金运用效率的低迷将推动银行间资金面在未来进一步走宽，虽然4月依然处于资金敏感期，但中期角度看依然利好于债市。

此外，近期市场风险偏好持续维持高位，本次信贷新增放大无

论从企业微观层面的改善或机构资金配置上均利多于信用债。我们判断中低评级债券依然有进一步上涨空间。

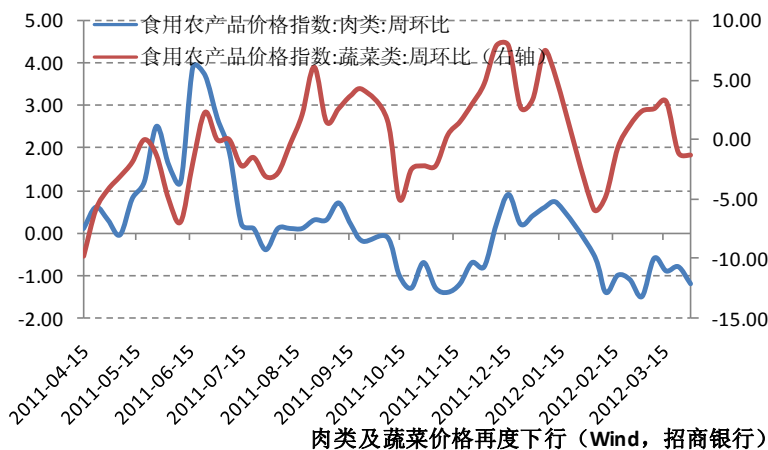
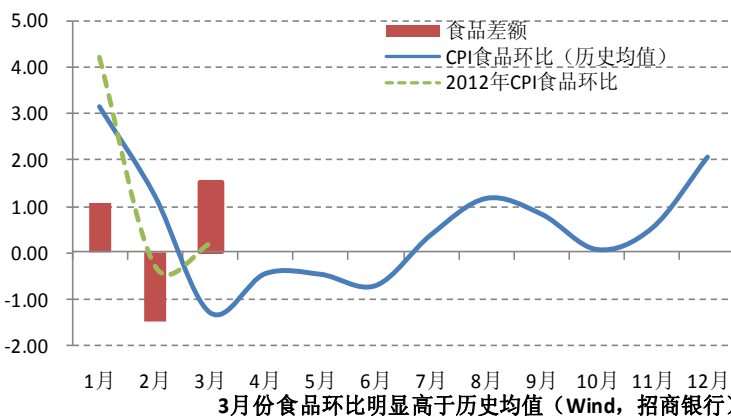
1.2 3月CPI超出市场预期

3月份的通胀预期一波三折。4月初市场曾一度风传CPI可能持平甚至低于2月份水平，但最终出来的CPI同比达到了3.60%，远超市场预期。数据公布后，市场反应不大，收益率中长端出现小幅抬升，幅度并不大。



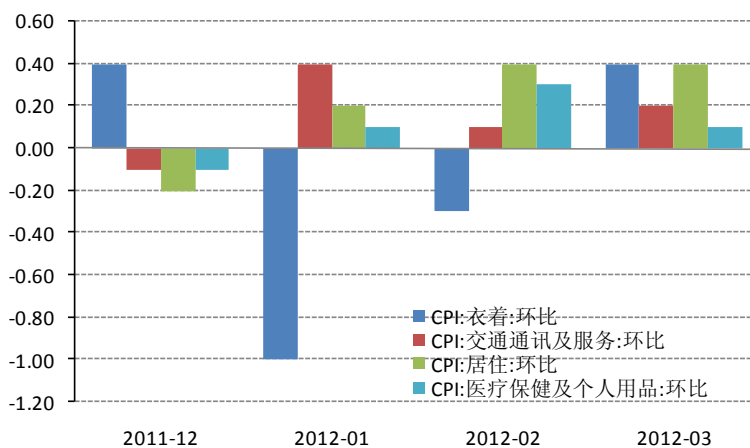
市场对CPI反应不大的原因主要还是将本次通胀反弹解读为短期因素。本次CPI反弹主要体现在食品价格环比出现超季度性上涨（环比上涨0.2%）。我们认为有两个因素推动了本次食品价格的抬升。一是3月中上旬“倒春寒”的影响，蔬菜价格出现连续几周的大幅抬升；另一个是春节错位的影响，近几年的春节大部分时点出现在2月份，导致3月份一般均处于食品价格季节性回调期。根据历史季度走势判断食品价格也是市场低估CPI走势的原因之一。

但值得关注的是，近两周以来，随着温度的回升，蔬菜价格已经企稳下行，加上猪肉价格连续9周出现下行，我们判断未来食品价格回落态势不变，本轮食品价格的超季度性波动仅仅是短期因素，难以形成趋势性走势。



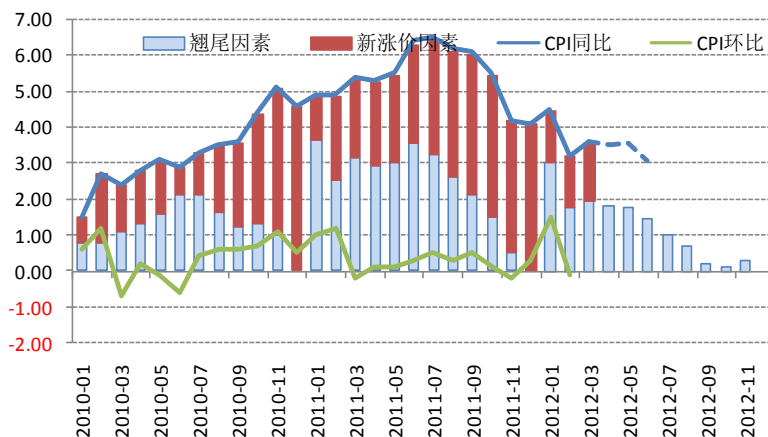
从非食品的涨幅看，尽管3月非食品环比上涨0.2%，但基本在季度波动的范围内。各明细数据涨跌各异，整体并未体现出明显趋势性方向，市场对其并没有过多解读。衣服涨幅比较大，主要是源于1-2月份受季度性下降，基数较低的原因。娱乐消费也延续节后下行态势。同时交通类受油价上调的影响，环比小幅回升0.2%。

值得关注的是居住类价格，3月环比上升0.4%，虽然调油价对水电燃料有一定的影响，但居住类价格已经连续3个月上涨，回升趋势性比较明显，这对未来非食品的走势影响较大。



3月的非食品价格普遍抬升 (Wind, 招商银行)

4-5 月份 CPI 同比有所企稳。受翘尾因素下行放缓的影响，我们判断未来两个月的 CPI 将维持在 3.3% 以上的水平，难以出现较大的下行幅度。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 3.0% 以下的水平，有望突破 2.8% 关口。

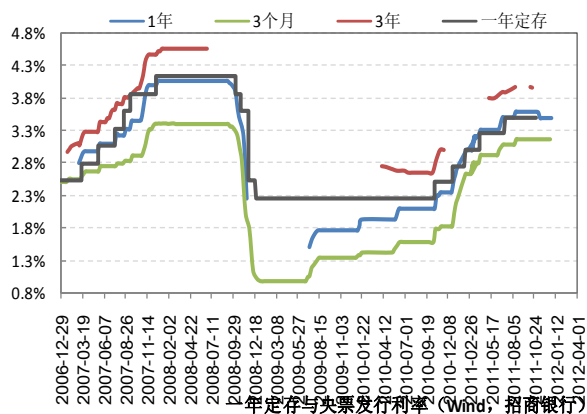
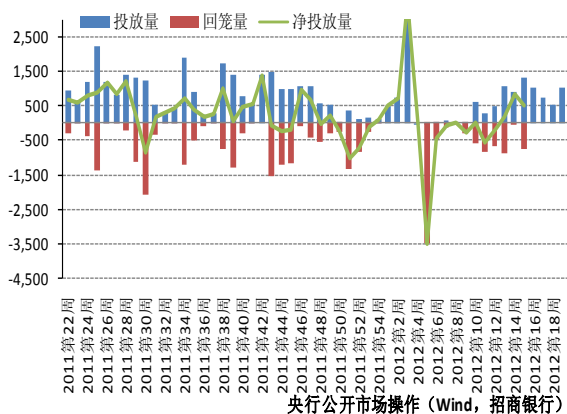


二季度CPI依然还将延续下行态势 (Wind, 招商银行)

二、债市回顾及展望

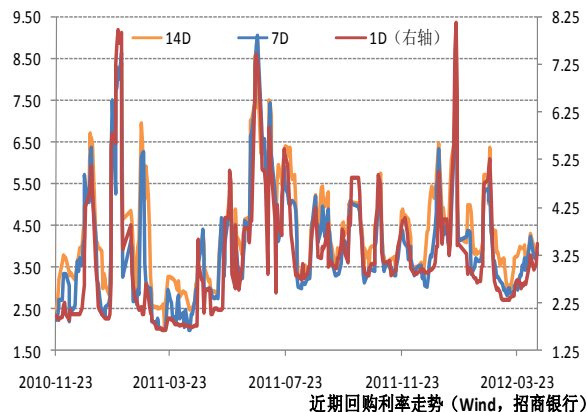
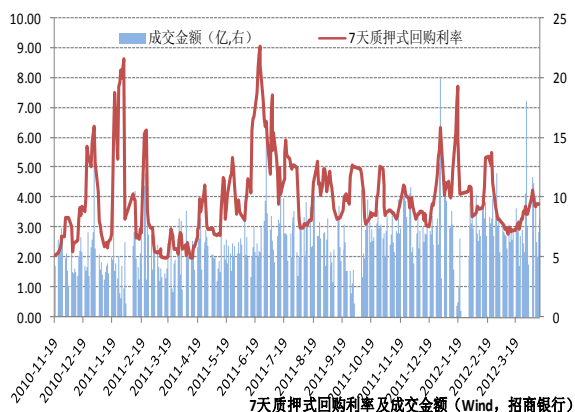
2.1 政策面及公开市场

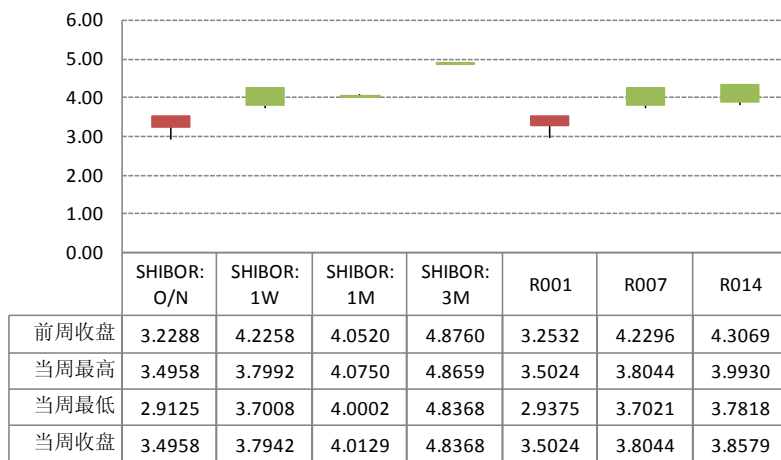
上周公开市场净投放资金 520 亿，其中到期资金 1310 亿，同时 28 天及 91 天正回购各发行 520 亿及 270 亿。全周资金面波动不大，并无明显放松，央行依然选择在公开市场上投放资金以平滑资金面。



2.2 资金面及货币市场

上周资金面维持平稳，隔夜及 7 天回购虽然较前一周出现小幅下行，但依然维持在较高的水平震荡，我们判断短期内资金面还将维持震荡。





2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了两期国债及两期 5 年期金融债（12 农发 06、12 国开 17）。

国债方面，上周发行了一期贴现国债（273 天，中标利率 2.8703%）与一期 7 年期续发国债。其中，7 年期续发国债中标利率 3.3915%（对应中标价格 100.47 元，边际中标利率为 3.4164%），略低于市场预期，全场认购倍数为 1.95，边际倍数达到 4.99，反映市场需求依然较好。

农发债中标利率为 3.89%，与市场预期相符，虽然发行当天较早市场公布的 CPI 高于预期，但并未对市场造成打击，市场投资需求依然较为稳定，首场认购倍数达到 1.88 倍。

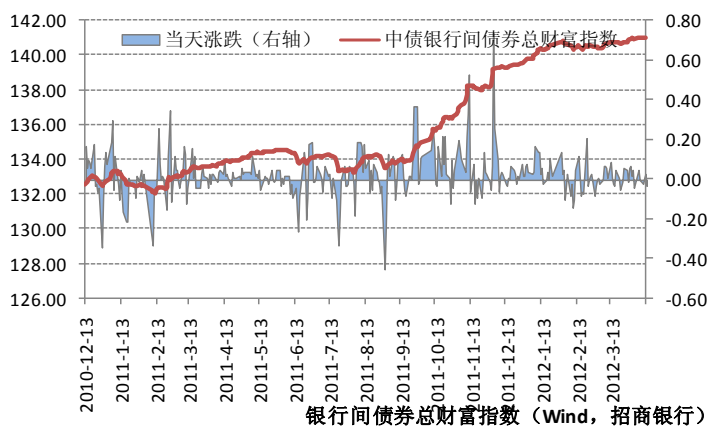
而国开债中标利率达到 4.11%，较此前同期限品种高出 1BP，再次创出新高。授信限制、市场对其发行量及发行频率的担忧持续推高了国开与非国开两者的差距。加上前期发行的品种持续弱于大市，现券市场上以买盘占据主导，推动了本次招标的再度走高。

国开、非国开收益率持续分化。由于目前现券市场流通的中长期金融债主要以国开债为主，前期利率品种收益率的下行并没有传递到金融债中长期期限。究其原因，国开品种收益率高企对中长期中债估值的引导不可忽视。

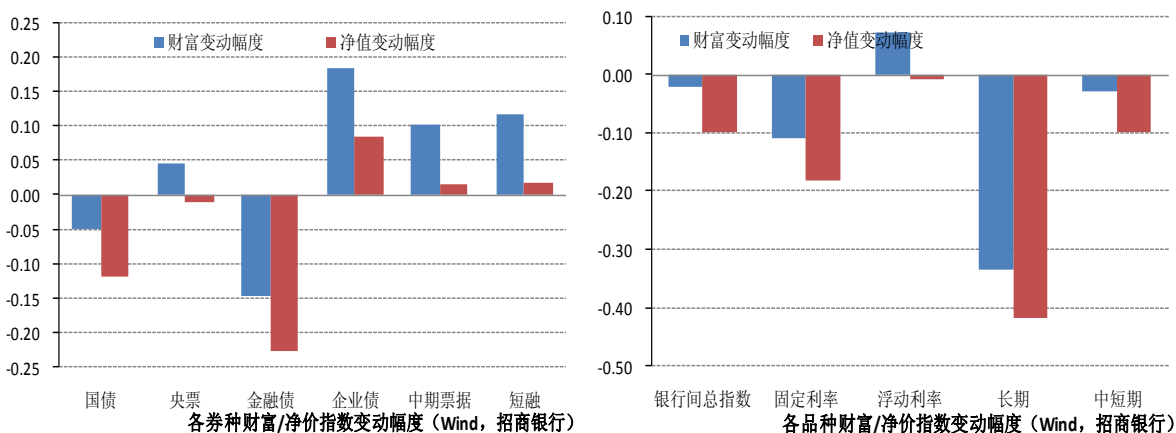
我们认为不应该受此影响而过度担忧利率品种的调整空间，从一级市场看，国债及非国开金融债需求依然较好，收益率也维持稳定，表明目前市场需求依然存在。国开品种虽然受暂时性的调整，

但以持有收益看，其优势依然较为明显。

综合经济基本面考虑，经过一季度较长时间的调整，目前中端收益率再度调整的空间并不大，虽然短期内波动依然存在，但未来的经济基本面难以支撑收益率持续反弹，我们建议银行等配置资金在一级市场上逢高配置。

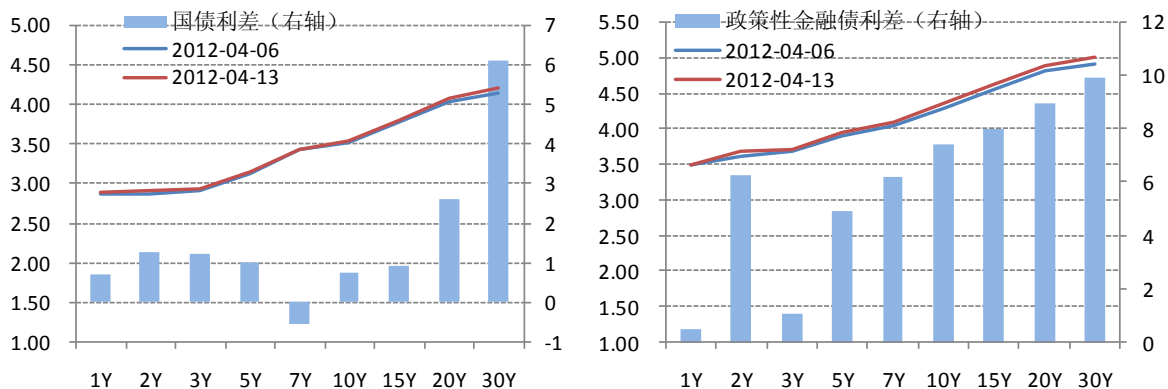


现券市场方面，通胀高于预期虽然对现券收益率没有特别大的影响，但投资者心态转向谨慎。而周二国开债再度创出新高推动了市场出现一波卖盘，中长期金融债收益率再度走高。周四周五的信贷与经济数据参差不齐，市场对其解读分歧较大，数据公布后收益率呈震荡格局。全周看，利率品种估值依然延续下跌态势，但幅度不大，中票及短融有所上涨，调整较大的主要集中长端品种，浮息及中短端维持小幅震荡态势。



利率产品方面，上周国债收益率涨幅不大，除 20-30 年长端出现 3-6BP 的抬升外，各期限收益率波动幅度在 1BP 以内，整体收益率呈现小幅上行趋势；金融债受一级市场不景气及国开行发债新规

的影响，中长端收益率出现较大的抬升，10年以上收益率整体抬升7-10BP，其余年限也有一定幅度的上行，幅度在6BP以内。

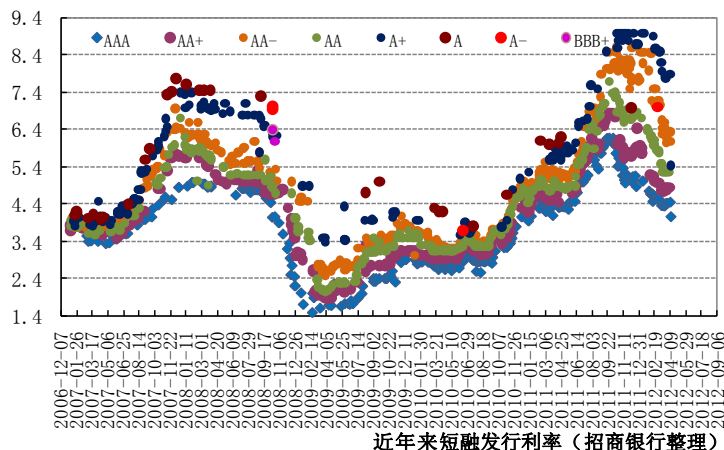


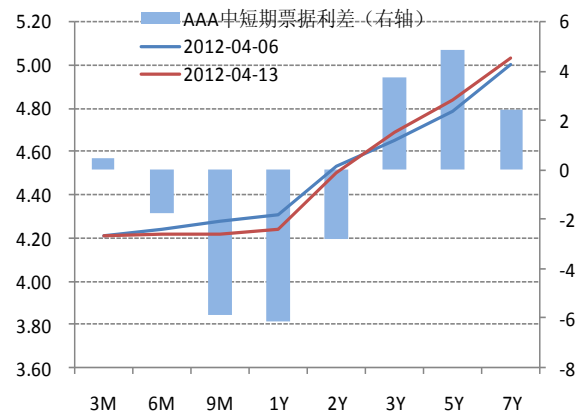
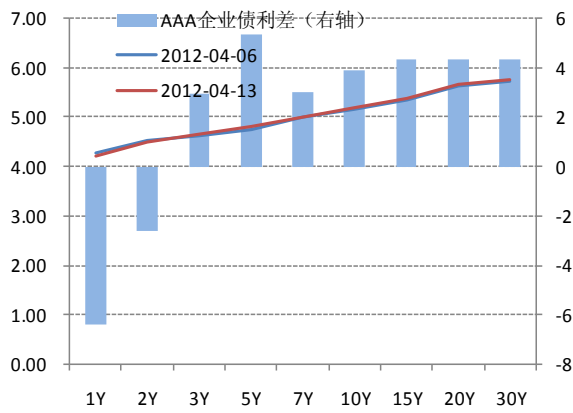
2.4 信用市场走势

海龙债兑付风险平息。上周海龙兑付公告发布，市场对本次信用事件的担忧有所淡化，进一步提高了市场的风险偏好，短期内利好与中低评级产品。特别是对于政府扶持类及政府背景产业的城投类品种，将会带来一定的短期利好。

现券市场受资金面趋于放宽的影响，短端收益率有所松动，并推动短端买盘的回升，但中长端高评级品种依然承受卖压。全周看，2年以内中票及短融整体下行2-6BP，3年以上中票抬升幅度在2-5BP之间。

市场对未来政策放松的预期依然强烈，股市波动较大，短期内对信用债一二级市场的需求将产生一定的影响。加上回购成本依然维持在较高水平，制约了市场杠杆的有效放大。这对发行市场而言，依然面临一定的不确定性。





三、 预测与展望

也无风雨也无晴。上周公布的经济数据依然延续下行态势，明显低于市场预期。但市场反应不大，收益率延续盘整态势。全周波动较大的主要集中在中长期金融债，这主要是受国开债一级市场的引导，导致利率品种收益率分化愈发明显，但整体收益率中枢并未发生明显偏移，特别是国债及非国开金融债并未出现明显波动，显示市场需求依然较为稳定。

政策放松何时成行？纵观整个一季度，市场收益率在“快熊”与“慢牛”中调整，表现为利空消息对收益率的打击立竿见影，但利好信号市场则将其解读为预期的兑现，对债市的推动则明显较弱。这种局面在缺乏政策进一步放松的情况下难以发生明显改变。未来推动债市的主要动力一是政策放松的引导；二是配置需求的进一步释放以及交易机构对波动操作的参与热情。而这两方面均有待于进一步观察。

虽然市场短期内依然缺乏明确的方向性指引，但整体看，4月份经济基本面不存在明显利空，政策面利好预期依旧，如果政策利好能够得以释放，债市氛围有望再度回缓。我们依然坚持前期观点，经过一季度较长时间的调整，目前中长端利率品种再度调整的空间并不大，虽然短期内波动依然存在，但未来的经济基本面难以支撑收益率持续反弹，我们建议注重持有收益的配置机构在一级市场上逢高配置。

短期关注点：

- **关注海外避险情绪对国内的传导。**外围经济形势依然面临诸多不确定性，美国经济数据的反复以及欧洲债务焦点的轮换推动了近期的避险情绪重新上涨，这将增加未来游资及大宗商品价格波动的不确定性。
- **关注资金面情况。**3月份的新增信贷超出市场预期，但月初资金面并未宽松，显示存款腾挪现象明显，而这也限制了4月份信贷的投放额度及资金面的回暖，加上4月财政存款季度性回升，我们判断资金面依然处于敏感阶段。
- **关注政策放松的可能性。**市场对短期内政策放松的预期依然较大，特别是对存准率的进一步下降，普遍抱有预期。尽管我们

认为存准率的下降可能将伴随着资金面的抽紧，对债市走势并无长远利好，但有望打破短端收益率的下行瓶颈。4月份资金面依然存在不确定性，我们判断法定存准下调的可能性较大。

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。