

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjliu@cmbchina.com

报告摘要:

——震荡格局短期内难以有效打破

- 上周央行再度释放宽松信号，表明后市放松的方向及格局依然不变，短期内推动了市场宽松预期。但市场收益率维持震荡，并未有大的起伏，表明目前投资机构对未来债市走势依然信心不足。我们认为，市场对债市的信心不足的症结主要存在于两方面：
 - 一是国开债带来的对长端的冲击难以有效避免，加上市场对未来经济及通胀走势存在分歧，投资者对利率品种普遍采取回避态度；二是政策放松预期强烈虽然同样也利多于利率品种，但也带来了风险偏好的回升，对于交易型机构而言，在资产配置方面更倾向于将资金配置于股市及低评级信用债等风险权重较高的品种，导致利率品种在政策放松预期强烈的情况下，反而反应平静。
 - 我们判断，即便降准，对债市的影响也有限，短端收益率难以通过资金面的持续放宽来打开下行空间，在银行资金成本无法有效下行的情况下，短端收益率难以有较大的下行幅度，但短期内经济基本面难以有较大的起色也限制了中长端收益率的反弹，当前的债市格局与我们前一周周评的题目“也无风雨也无晴”是相契合的。我们判断，这种格局短期内难以有效打破。

短期关注点:

- 对于近期国开债对一级市场及现券市场所带来的冲击，我们认为有两点应该值得明确：
 - 一是不应被国开债行情“绑架”了整个利率市场的预期。近期国开收益率持续调整，推动了金融债中长端收益率持续抬升。但从国债及非国开金融债的实际报价及成交看，其收益率依然维持在较为稳定的水平，国债收益率甚至略有下行。我们认为，国开品种的分化不应该成为判断整个利率市场调整的根据。经过近两年债市的演变，国开债与非国开品种的独立性愈发明显，如果市场仅仅从国开债的收益率抬升或从

金融债中债曲线去判断整体利率品种的供需行情，难免得出悲观的看法。

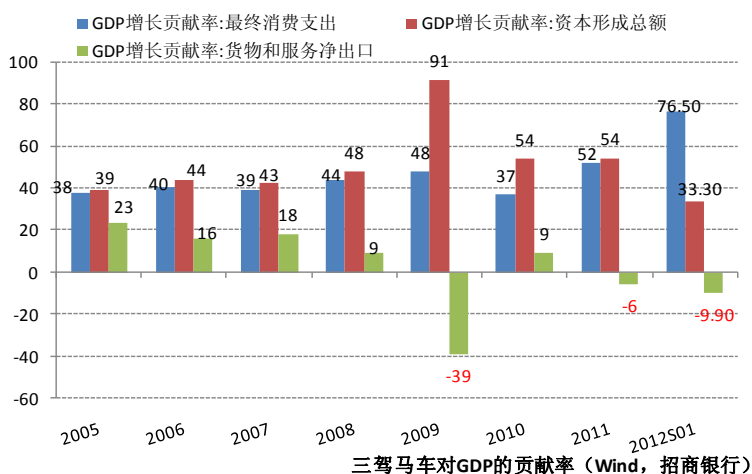
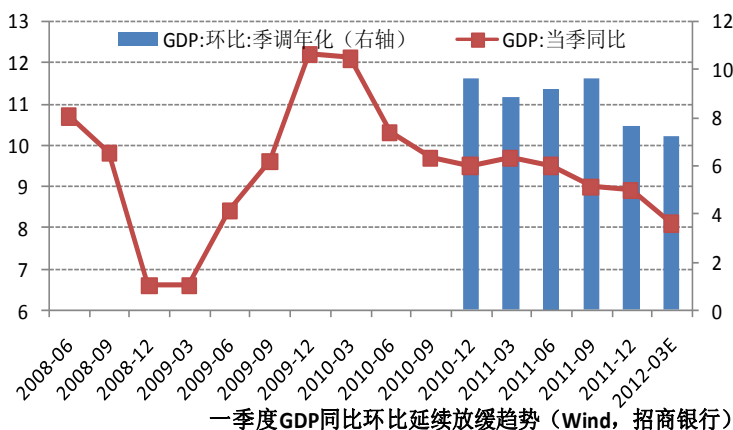
- 二是应当区分市场对国开债的规避究竟是基于对经济基本面的展望还是仅仅是短期供给所带来的冲击。从国债及非国开品种的走势看，实际市场需求依然存在，近期几次国债及非国开金融债招标均显示目前市场需求依然稳定，这与目前资金面趋于放宽，经济基本面疲软及政策放松预期基本符合。国开债的分化主要源于大行授信限制以及供给增加后市场对未来持续调整的谨慎心态。
- 从基本面上看，国开债零风险权重的基本面依然没有发生变化，短期内的供给冲击难以更改大宏观环境的演变。我们依然推荐前期逢高配置的观点。经过一季度较长时间的调整，经济基本面难以持续支撑中长端收益率的调整。而实际上，上周10年以上中长端已经可以看到 offer 价出现分化，这表明当前市场对短期的供给冲击正在逐步消化过程中，虽然短期内可能将存在一定的估值压力，但对于秉持长期投资为目标的配置型机构，我们依然建议逢高逐步加仓配置。

一、宏观经济分析及展望

1.1 一季度经济数据解读：现状与趋势

一季度经济数据虽然已经尘埃落定，但市场对未来经济走势的分歧并未消除。

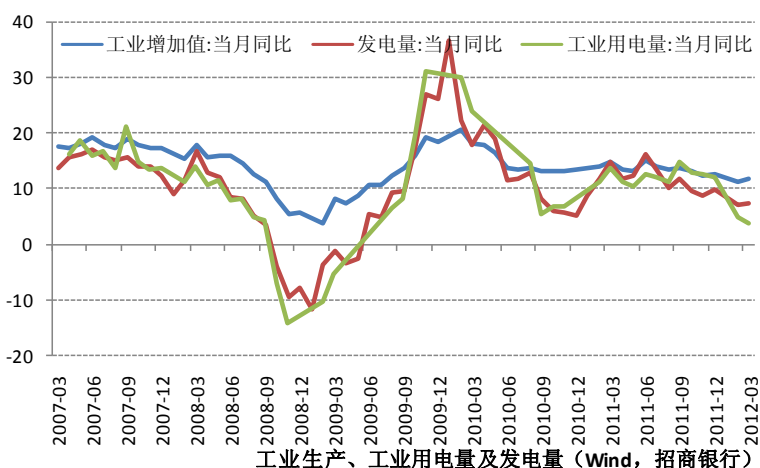
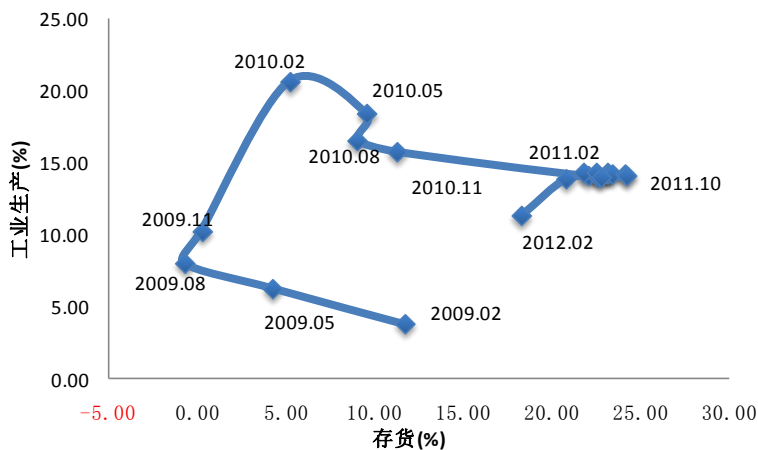
从经济结构看，消费的贡献率持续增强（76.5%），投资进一步弱化（33.3%），同时进出口进一步下拉GDP 0.8个百分点的增速（负贡献 9.9%）。显示年初以来政策真空期下经济增长的动力主要来源于消费等内需的推动。



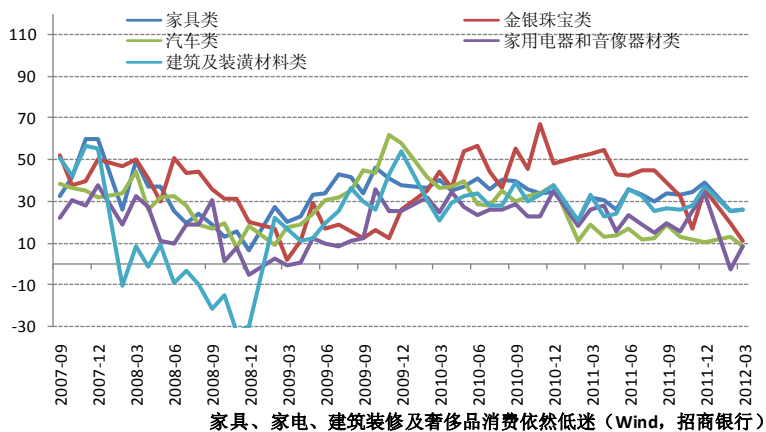
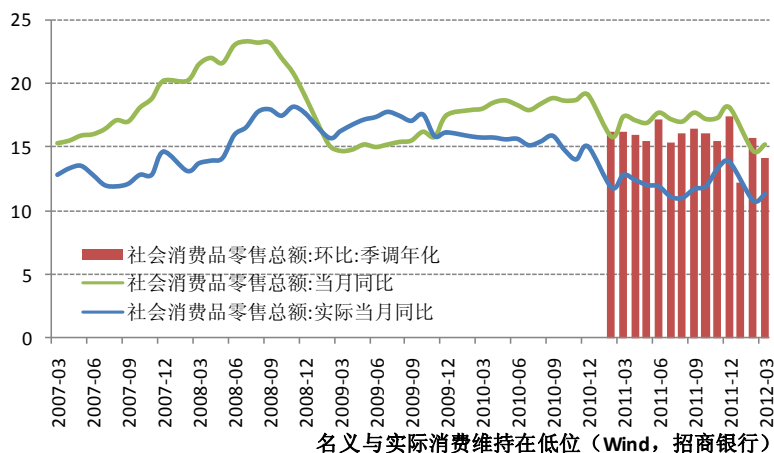
经济能否在二季度见底回升？ 一季度经济远低于预期，从 1-2 月份的存货与工业生产的轨迹看，去库存及去产能的趋势进一步加大，显示实体经济微观层面不景气进一步加剧。这从前期公布的工业企业利润数据等都能得到印证。

但 3 月份的数据的确出现一定幅度的好转。从环比数据看，3 月份工业生产的确出现一定幅度的回升。工业增加值与经济周期的

同步性基本一致，这表明目前经济周期下行的趋势有所缓和，但能否形成趋势性依然有待数据支撑。这也是近期市场分歧较大主要原因。

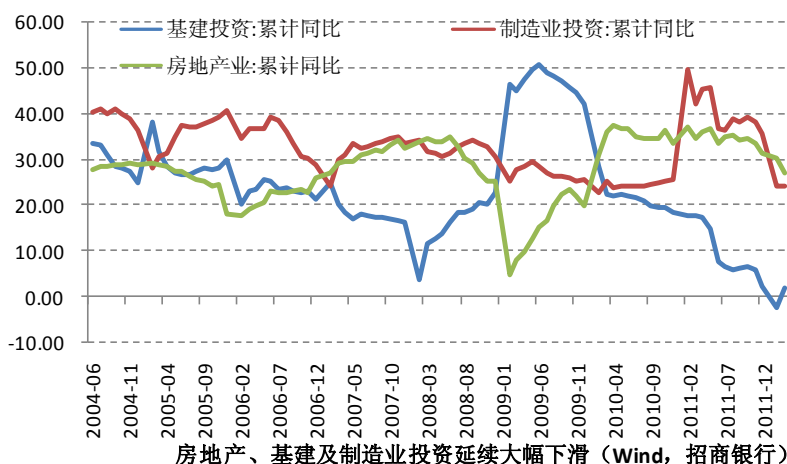


消费仍将是二季度经济增长的中坚力量。3月份名义及实际消费出现小幅反弹，但依然处于近三年以来的低位。从增长动力看，主要源于日常消费品的增长，但与房地产销售息息相关的家具、家电及装修装潢类的消费依然维持低迷态势，汽车消费也没有明显好转。这与前期家电消费政策退出及房地产市场疲软有关。在外需不确定性较大及房地产销售不景气的情况下，消费依然是二季度拉动经济增长的主要动力。

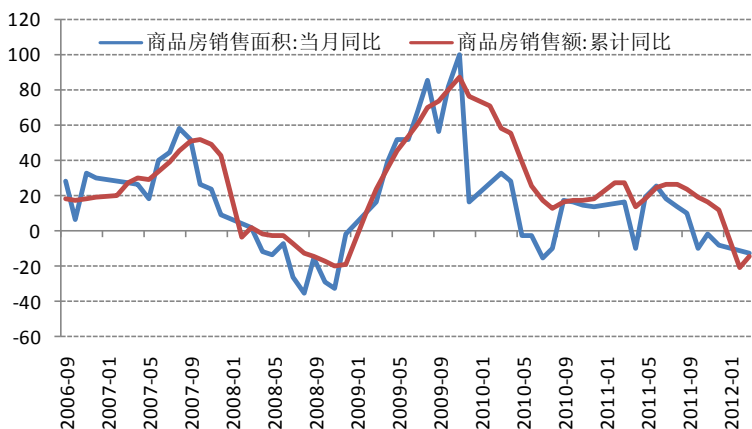


投资有望反弹，但低迷状态难以马上改观。固定资产投资增速延续回落态势，房地产开发及制造业投资均延续下行态势，基建投资虽然有所反弹，但基本上处于零增长临界值。房地产销售环比回升尚未获得官方数据的印证。短期内，房地产开发在去库存的周期中难以有反转的可能性。而对于处于同步周期中的制造业投资，在需求尚未见复苏的情况下，反弹的可能性亦不大。

二季度拉动固定资产投资反弹的最大动力依然来源于政府主导下的基建投资。但一季度政府主导基建工程开工进度并不理想，我们认为地方投资主体资金链是主要制约因素，3月份信贷大增已经显示出监管层对信贷放宽的意愿，我们判断二季度基建工程有望进一步重启，但鉴于房地产及制造业复苏可能性不大，整体投资发生较大改观的可能性不大。

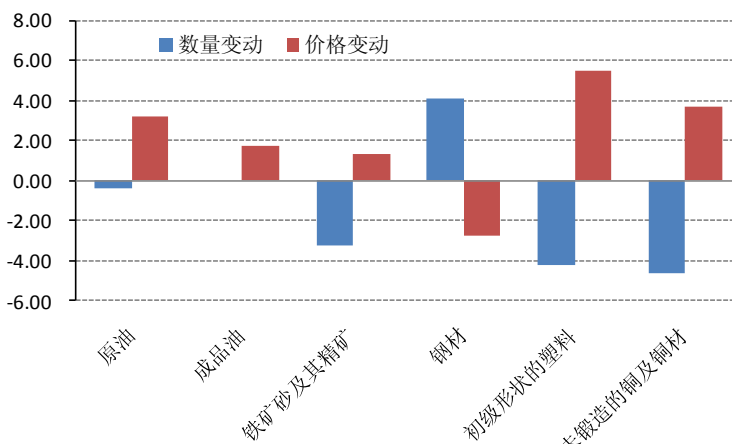


房地产、基建及制造业投资延续大幅下滑 (Wind, 招商银行)



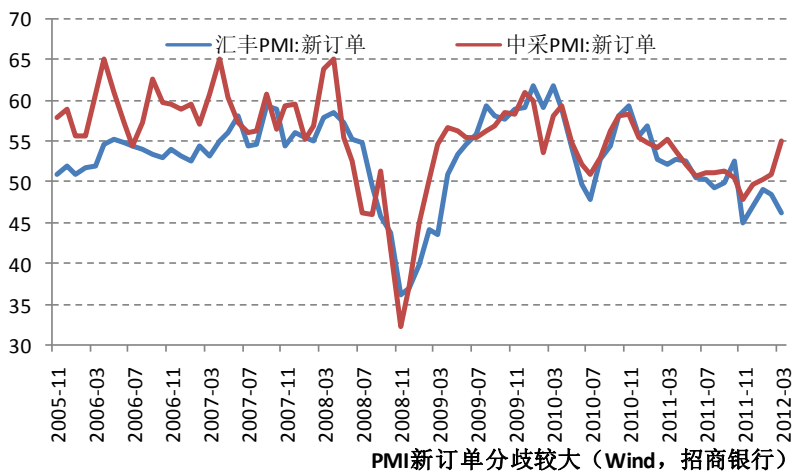
房地产销售出现负增长 (Wind, 招商银行)

大宗商品进口数量依然延续下行态势，显示上游产业链需求依然疲软。从中国历次复苏走势看，其复苏路径不外乎两种：一种是自上而下的政策刺激拉动从上游至下游的复苏，典型的例子如09年的快速反弹；另一种则是自下而上的终端需求复苏，进而向上游传导，如05-06年的温和复苏。对于今年而言，类似09年的财政及货币刺激政策已经难以为继，今年复苏路径必然是以自下而上的方式进行。目前上游产业链已经处于去库存、去产能阶段，而去年消费政策的退出以及房地产市场的疲软限制了耐用品零售消费进一步增长的空间。我们判来自终端的需求难以在短期内出现有效放大。



3月大宗商品进口数量依然延续下行态势 (Wind, 招商银行)

微观经济结构不平衡有望缓解。中小企业生产的经营困难加重在一季度表现的更为明显,这从中采PMI与汇丰PMI两者的差距也可以得到印证。但近期针对小微企业的信贷增长较快(部分小型企业被统计在居民贷款口径内,导致3月份居民短期贷款出现超预期增长),显示中小企业资金链紧张局面有望得到一定的缓解,这对促进终端需求复苏有一定的帮助。



PMI新订单分歧较大 (Wind, 招商银行)

一季度除了普降一次存准率外,再无统一性的政策性放松措施出台,即使在前期信贷低迷、资金面抽紧时期,也仅仅是启用逆回购来暂时性投放资金。这有别于往年逆周期的货币政策,也是导致前期市场调整的原因之一。

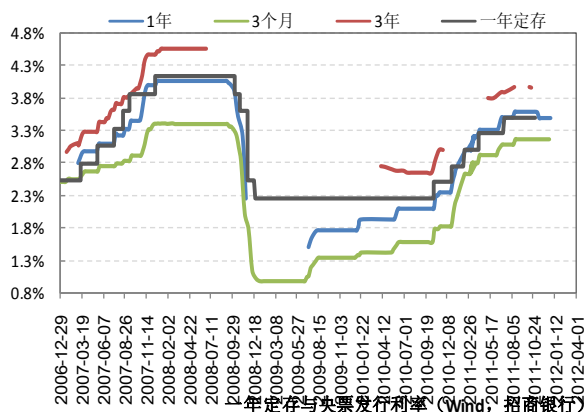
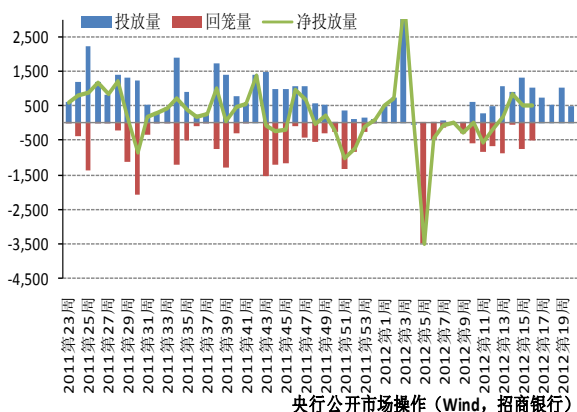
从一季度有限度的政策看,无论是下调部分县域法人金融机构存准率水平,还是放宽人民币兑美元日波幅限制,近期的货币政策明显体现出监管机构不过度干预市场预期,削弱政策推动市场的意图,避免给予市场过多信号。

目前虽然市场对货币政策放松的预期强烈，但预计难以涉及到利率政策的放松，存准率的下调虽然有利于放宽资金面，但对债市的所带来的利好效应并不大。仅靠资金面的放宽难以持续释放短端收益率的下行空间，而长端收益率受市场氛围谨慎的影响，也将维持高位震荡，难以形成趋势性机会。我们判断，除非经济基本面趋于恶化、或者资金出现较大的波动，否则，二季度的政策路径很可能还将以局部范围内的微调为主。

二、债市回顾及展望

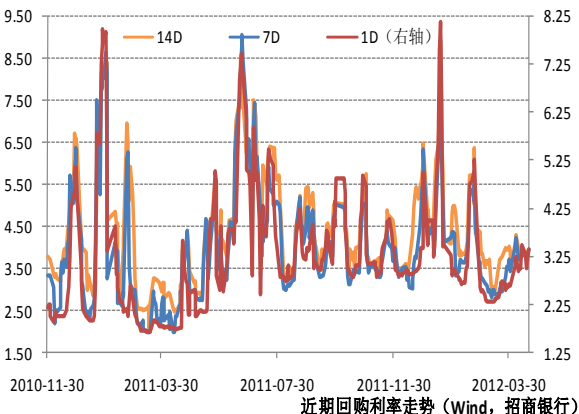
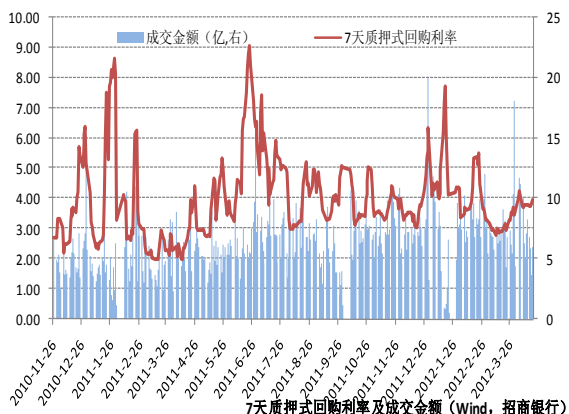
2.1 政策面及公开市场

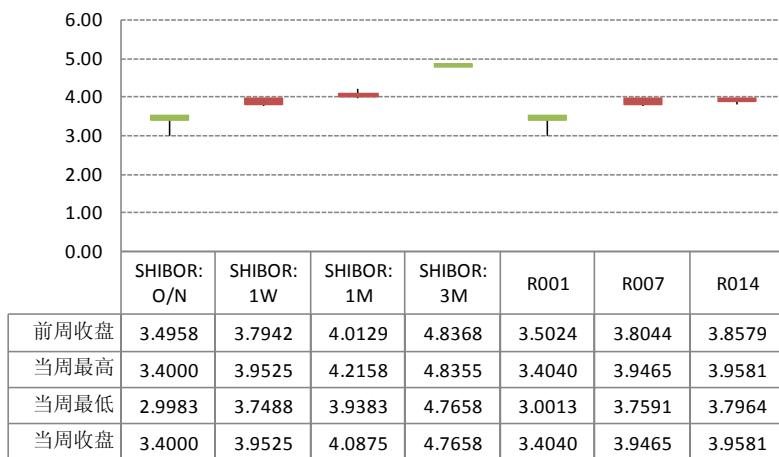
上周公开市场净投放资金 520 亿，其中到期资金 1050 亿，同时 28 天及 91 天正回购各发行 330 亿及 200 亿。全周资金面呈缓步下行态势，但并无明显放松，央行继续投放资金以平滑资金面。



2.2 资金面及货币市场

15 日存准金小幅释放资金并未对市场资金面造成影响，上周回购利率延续高位。受央行发表宽松性言论的引导，市场对政策放松的预期强烈，但由于处于财政存款缴款高峰，隔夜及 7 天等回购利率不降反升，实质资金面并未得到有效缓解，我们判断短期内资金面还将维持震荡。



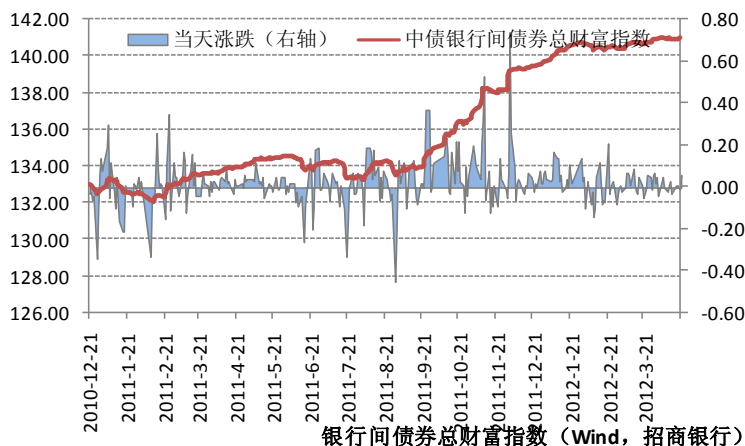


2.3 利率走势及债券市场

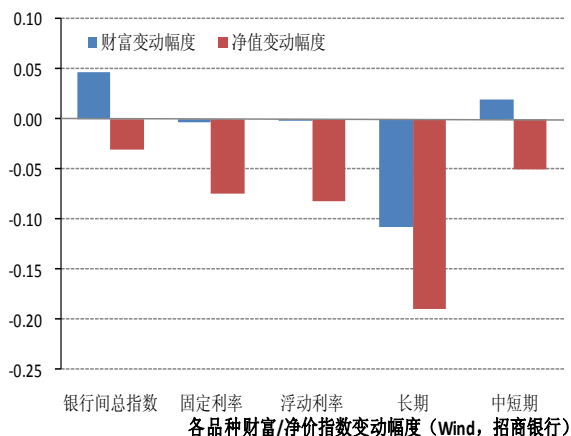
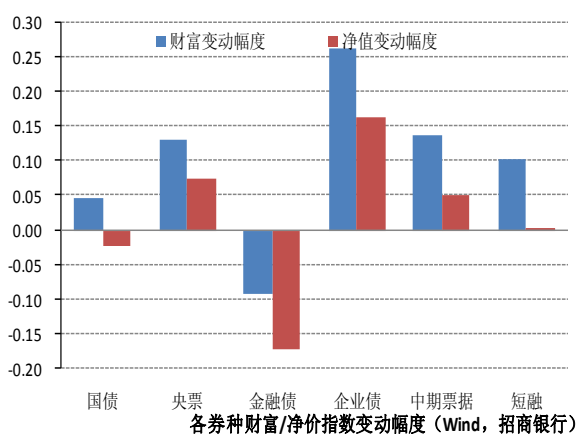
一级市场方面，上周供给大幅增加，一方面国开行发行新规加大了一级市场定价对现券市场的引导。另一方面，上周国债、农发及进出口也均推出了不同期限的品种，较大的发行量还是对市场带来一定的冲击。

本次国开债发行新规改革，采取量少次多的策略，虽然有利于稳定市场预期，但发行量较少将导致波动加大，特别是大行的参与力度将显著影响收益率的波动。本次发行，5年以下产品需求明显好于5年以上长端。5年、7年及10年品种中标利率基本上都打到投标区间的上限。显示市场对国开品种依然采取回避心态。

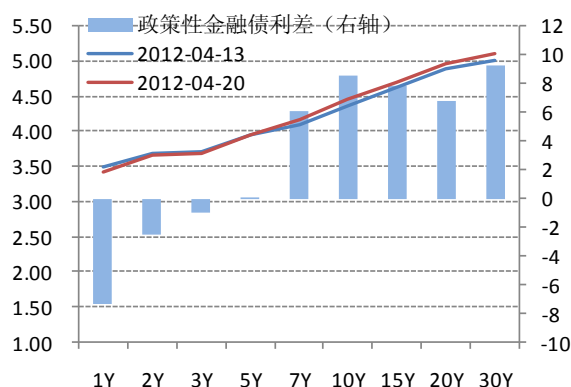
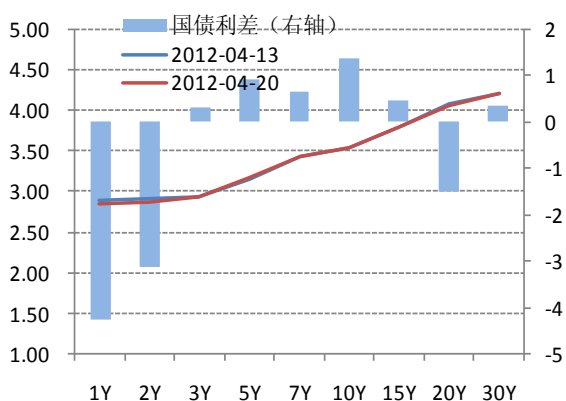
但另一方面，上周发行的10年、20年国债、1年口行固息及3年农发固息债，均低于现券市场水平，也略低于市场预期，显示市场对其与利率品种的需求依然较为强，利率品种需求并未如市场想象的那么悲观。



现券市场方面，受央行言论的影响，市场热点主要集中在中短端及信用债方面，中长端收益率依然延续盘整态势。市场对降准的预期回升，中短期品种中债估值有所上升，但受资金成本维持高位的制约，下行幅度不大。投资者对中长端的回避及风险偏好的持续上升也推动了信用债继续收到热捧，整体估值呈现国债、央票小幅上涨但金融债大幅下跌的异常现象，同时长端跌幅大于中短端。



利率产品方面，国债及金融债收益率曲线分化持续。国债 1-2 年短端收益率受政策预期放宽的影响，小幅下行 3-4BP，3-10 年小幅波动，收益率上升幅度在 1BP 左右。政策性金融债依然陡峭化变动，受国开债一级市场的影响，1-3 年整体下行 1-7BP，7 年以上长端上升幅度较大，达到 6-9BP。

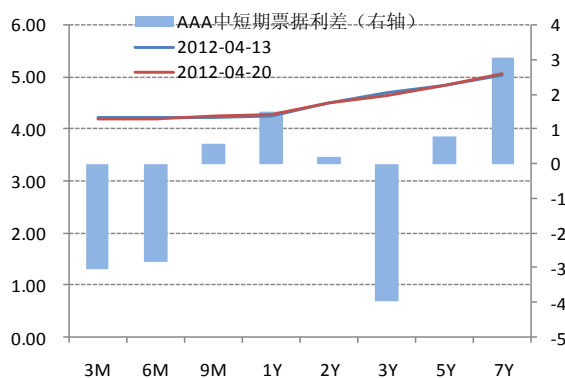
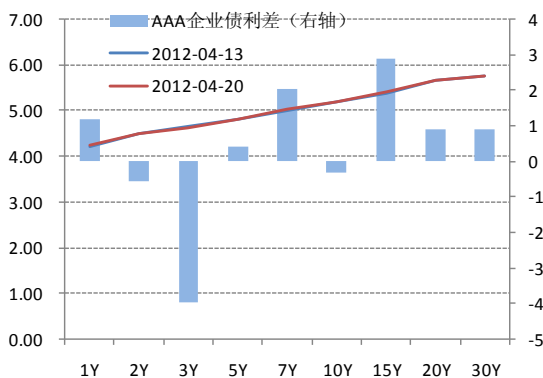
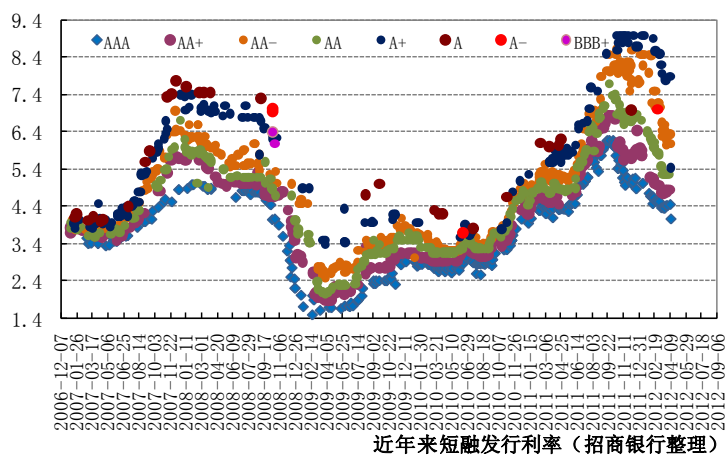


2.4 信用市场走势

信用偏好增加利好于信用品种。上周 AAA 高评级信用债短端收益率延续下行，但 3-5 年高评级品种分化较大，3 年期下行 4BP，5 年以上品种略有上行，市场成交热点依然集中在低评级品种。

整体而言信用债走势普遍好于利率品种，受经济基本面不确定性增加的影响，自一季度数据公布后，短久期品种走势普遍好于中长期。同时对未来基建投资回升及货币政策放宽的预期也推动了信用偏好的持续上升，低评级品种受到持续追捧，收益率曲线延续陡峭化下行态势。

关注股债跷跷板对信用品种的冲击。短期内的政策利好预期对发行市场并不一定是利好消息，偏股型机构可能会提前布局将需求转向风险权重更高的品种，这将加大市场需求的不确定性。我们建议待政策利好释放后，再择机选择一级市场的发行机会。



三、 预测与展望

上周央行再度释放宽松信号，表明后市放松的方向及格局依然不变，短期内推动了市场宽松预期。但市场收益率维持震荡，并未有大的起伏，表明目前投资机构对未来债市走势依然信心不足。我们认为，市场对债市的信心不足的症结主要存在于两方面：

一是国开债带来的对长端的冲击难以有效避免，加上市场对未来经济及通胀走势存在分歧，投资者对利率品种普遍采取回避态度；二是政策放松预期强烈虽然同样也利多利率品种，但也带来了风险偏好的回升，对于交易型机构而言，在资产配置方面更倾向于将资金配置于股市及低评级信用债等风险权重较高的品种，导致利率品种在政策放松预期强烈的情况下，反而反应平静。

我们判断，即便降准，对债市的影响也有限，短端收益率难以通过资金面的持续放宽来打开下行空间，在银行资金成本无法有效下行的情况下，短端收益率难以有较大的下行幅度，但短期内经济基本面难以有较大的起色也限制了中长端收益率的反弹，当前的债市格局与我们前一周周评的题目“也无风雨也无晴”是相契合的。我们判断，这种格局短期内难以有效打破。

短期关注点：

对于近期国开债对一级市场及现券市场所带来的冲击，我们认为有两点应该值得明确：

一是不应被国开债行情“绑架”了整个利率市场的预期。近期国开收益率持续调整，推动了金融债中长端收益率持续抬升。但从国债及非国开金融债的实际报价及成交看，其收益率依然维持在较为稳定的水平，国债收益率甚至略有下行。我们认为，国开品种的分化不应该成为判断整个利率市场调整的根据。经过近两年债市的演变，国开债与非国开品种的独立性愈发明显，如果市场仅仅从国开债的收益率抬升或从金融债中债曲线去判断整体利率品种的供需行情，难免得出悲观的看法。

二是应当区分市场对国开债的规避究竟是基于对经济基本面的展望还是仅仅是短期供给所带来的冲击。从国债及非国开品种的走势看，实际市场需求依然存在，近期几次国债及非国开金融债招标均显示目前市场需求依然稳定，这与目前资金面趋于放宽，经济基

本面疲软及政策放松预期基本符合。国开债的分化主要源于大行授信限制以及供给增加后市场对未来持续调整的谨慎心态。

从基本面上看，国开债零风险权重的基本面依然没有发生变化，短期内的供给冲击难以更改大宏观环境的演变。我们依然推荐前期逢高配置的观点。经过一季度较长时间的调整，经济基本面难以持续支撑中长端收益率的调整。而实际上，上周10年以上中长端已经可以看到 offer 价出现分化，这表明当前市场对短期的供给冲击正在逐步消化过程中，虽然短期内可能将存在一定的估值压力，但对于秉持长期投资为目标的配置型机构，我们依然建议逢高逐步加仓配置。

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。