

分析师:

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjliu@cmbchina.com

报告摘要:

——降准也难改债市胶着行情

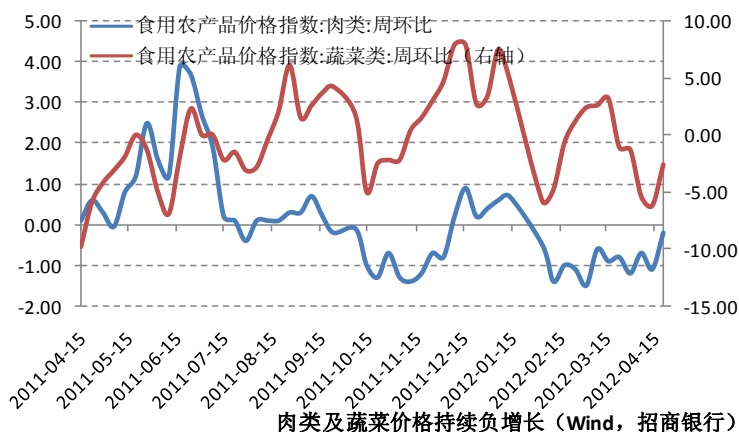
- 上周资金面受月末因素的影响，回购利率小幅抬升，但总体资金面抽紧程度有限，利率品种短端收益率小幅抬升，但幅度并不大。而长端方面，上周较为明显的一个特征是10年国开债收益率有所打开，收益率出现6-8BP左右的下行，这一方面源于国开行公布全年融资计划消除了市场对其发行量的担忧，另一方面，我们认为更多的是源于国开债调整后估值优势有所体现，以基金为主的机构开始介入，推动了长端收益率的下行。尽管幅度不大，但我们判断，前期国开债如此高的溢价及税收利差难以持续。
- 即便降准，对债市的贡献也有限。目前市场对政策放松的预期依然非常强烈。我们认为，即便降准，对于4-5月份因财政回落而小幅抽紧的资金面将有较大的缓解作用，同时也有利于缓解市场居高不下的放松预期，但对信贷及债市的影响较为有限。目前限制信贷及短端收益率下行空间的主要来源于需求的疲软及银行资金成本难以下行，这均需在利率政策放宽的情况下才能得以实现，我们判断短期内，债市依然难以具备较为明朗的前景。
- 从长远而言，传统的银行资金供给渠道难以为继。一方面，外汇占款对资金供给的贡献率将在较长一段时间内处于弱势；另一方面，受理财的冲击，存款衍生机制也出现分流，这导致了今年以来银行在债市扮演的角色远远弱于预期，在资金运用及资产配置方面也有别于历年水平。1-2次降准虽然能够提升银行资金运用的效率，但在目前实体经济需求低迷的情况下，独木难支。我们判断，未来政策重点可能将放在银行体系的资金创造机制上面，包括公开市场，法定存准率、外汇政策等政策的调整还将持续。但对于债市而言，资金配置的转变可能将对各品种收益率产生长远影响。

一、宏观经济分析及展望

1.1 通胀预期进一步回落

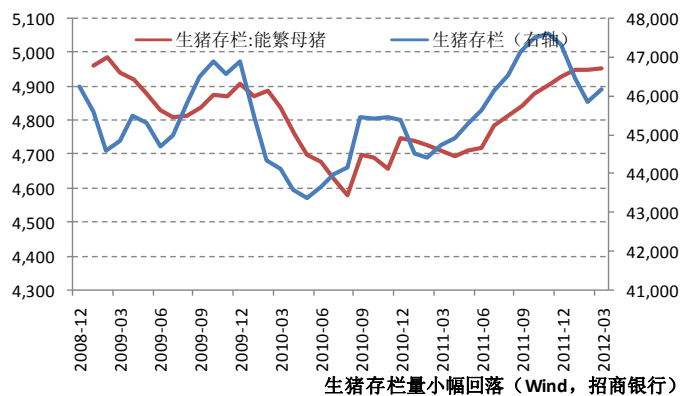
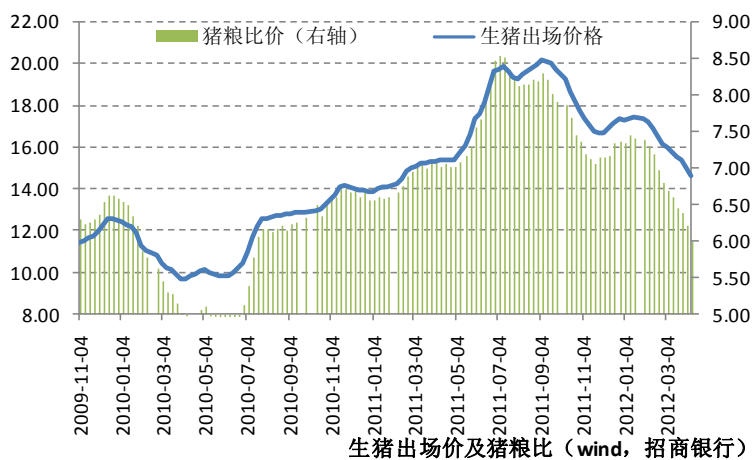
从商务部及统计局的频密数据看，4月份各项食品价格先行指数均延续回落态势，显示前期“倒春寒”引致的食品价格快速回升已经终止，3月份以来的物价反弹的趋势难以延续。

目前引导食品价格回落的主要来源于前期持续下行的猪肉及见顶回落的鲜菜价格。两者在4月前三周有近2%及14%的回落幅度，推动了整体食品价格的下行。



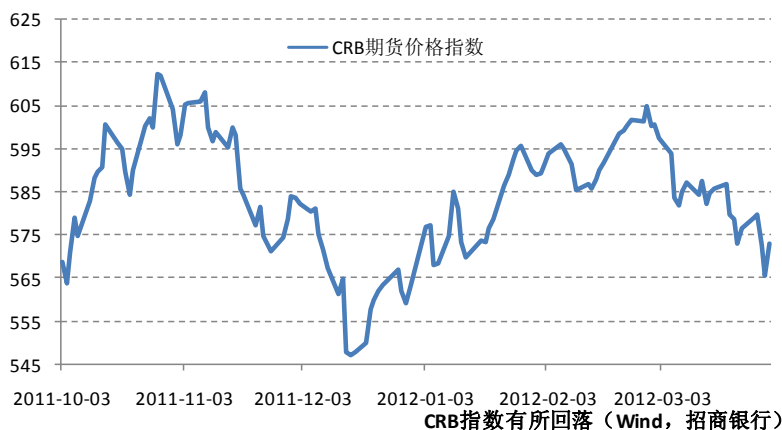
这轮源自去年4季度以来的“猪肉下行周期”在带动食品价格回落的过程中扮演非常重要的角色，客观上抑制了整体食品价格的回升。生猪出场价格已经从去年9月份最高的20.21元，下行到目前14.61元的低位。但另一方面，由于玉米等主要饲料价格延续抬升趋势，目前的猪粮比已经跌破6:1的盈亏平衡点，这导致了生猪存栏数有所下滑（但3月份出现小幅反弹）。

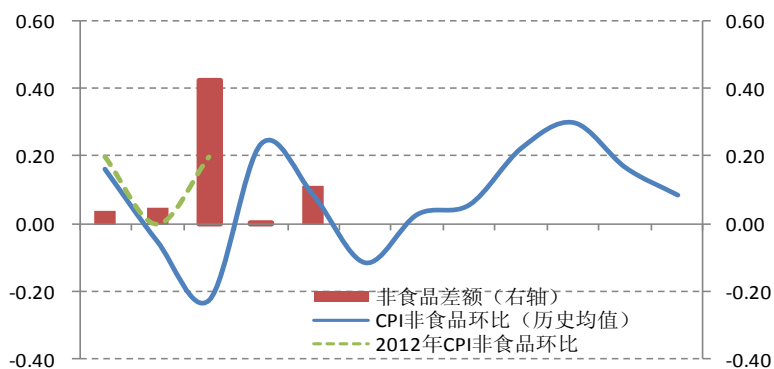
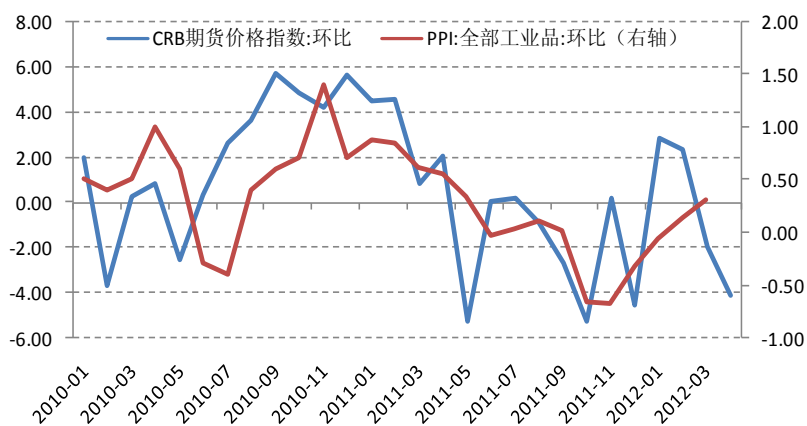
近期有传国家发改委等六部委联合发布《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，同时宣布冻猪肉收储工作近期将适时启动。这有望在未来稳定猪肉价格，但短期内，由于能繁母猪存栏数依然处于高位，导致本轮“猪周期”的去库存化并没有特别快，我们判断短期内猪肉价格还将延续下行趋势。预计二季度食品价格难以出现超预期的反弹。



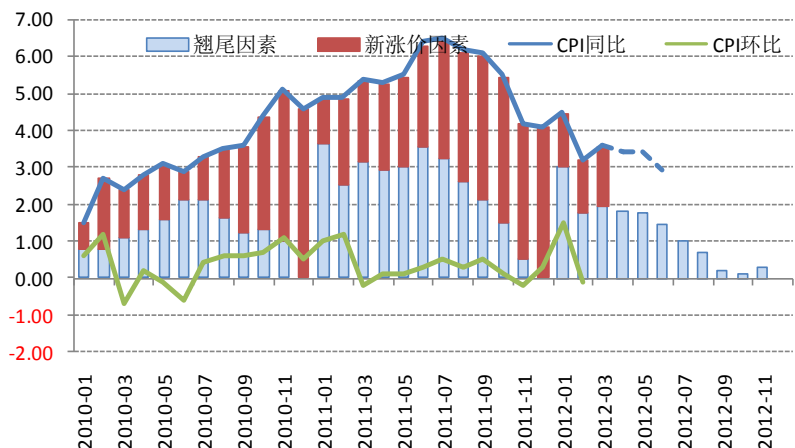
非食品价格维持稳定。4月份CRB指数有所下行，已经较3月份下跌了4.1%，短期内难以推动成本抬升预期，这有望抑制近两月有所回升的PPI环比涨幅。

而对于CPI非食品而言，前两个月出现超季节抬升的主要源于居住类价格的上涨。这一方面依然有较大的不确定性，但整体看，3月份的油价上调的冲击已经过去，4月份推动非食品抬升的直接因素不多，我们判断非食品价格难以延续超季节性上升的趋势。





整体而言，我们判断4月份通胀水平将有所下行，其中翘尾因素小幅下行0.14个百分点，而推动环比因素下行的主要来源于食品价格的进一步回落。预计4月份CPI同比可能落在3.3-3.5%的区间范围内，预期值为3.4%。

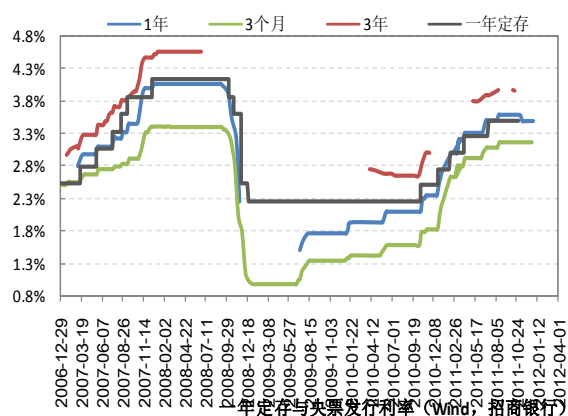
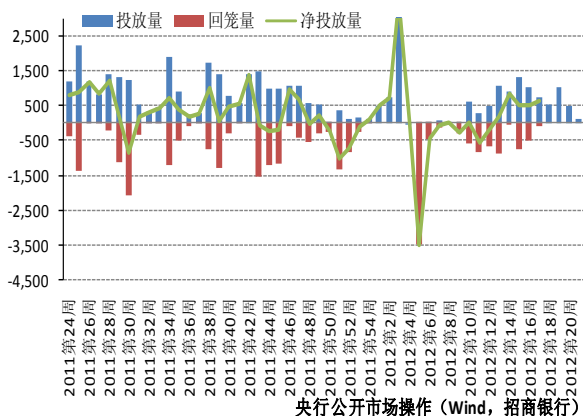


二、债市回顾及展望

2.1 政策面及公开市场

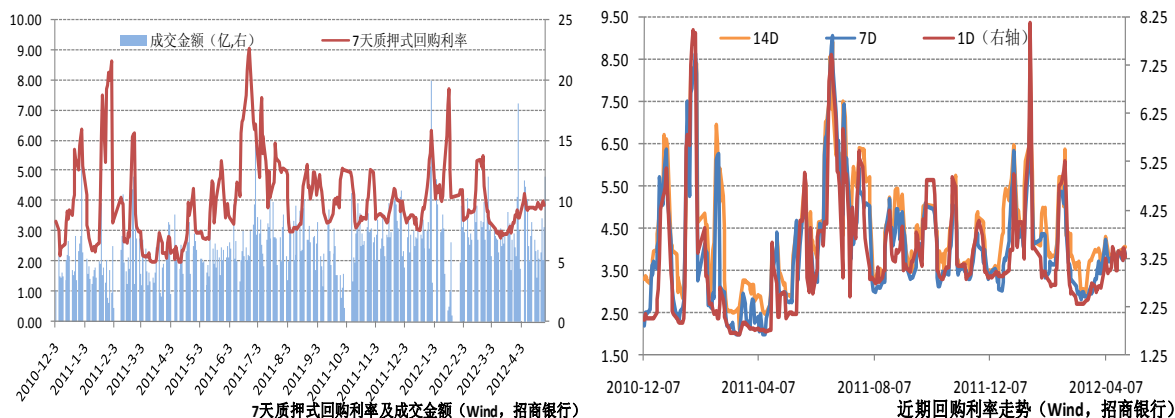
上周公开市场净投放资金 640 亿，正回购仅发行一期 28 天品种，周四 91 天正回购停发，回笼资金大幅缩小至 90 亿。截至上周，4 月公开市场共投放资金 2530 亿，如果不考虑 1 月份春节期间的逆回购操作，4 月份的资金投放量达到年内最高水平。

由于 4 月份外汇占款延续低增态势，财政存款季节性回升，同时月末资金面收紧等因素，推动了近期央行在公开市场上采取宽松性的措施，但这种传统的量入为出的货币投放在未来难以长久持续。如果外汇占款及信贷难以有效回升，逆回购等非常规公开市场手段有望进一步重启，更大力度的数量型政策也有望进一步展开。



2.2 资金面及货币市场

月末因素推动资金面再度抽紧。上周开始，隔夜及 7 天回购小幅回升，但依然没有突破月初水平，显示月末因素有所淡化。自 4 月份开始，回购利率一直僵持在一个相对较高的水平，其中，财政回笼占据较大的影响因素。5 月份财政存款依然处于季节性高位，如无降准等放松政策的话，预计资金面高位僵持的局面难以有效缓解。



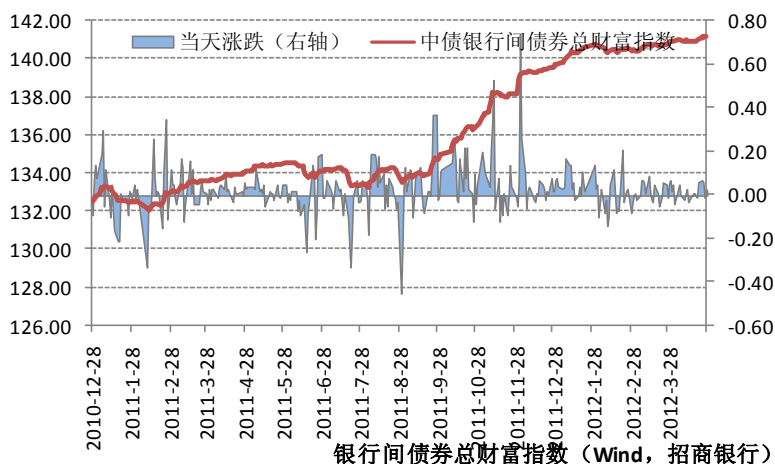
	SHIBOR: O/N	SHIBOR: 1W	SHIBOR: 1M	SHIBOR: 3M	R001	R007	R014
前周收盘	3.4000	3.9525	4.0875	4.7658	3.4040	3.9465	3.9581
当周最高	3.4658	3.9708	4.1900	4.7450	3.4719	3.9913	4.0668
当周最低	3.2163	3.7642	4.0801	4.7113	3.2245	3.7356	3.9535
当周收盘	3.2850	3.8725	4.1267	4.7113	3.2909	3.8830	4.0668

2.3 利率走势及债券市场

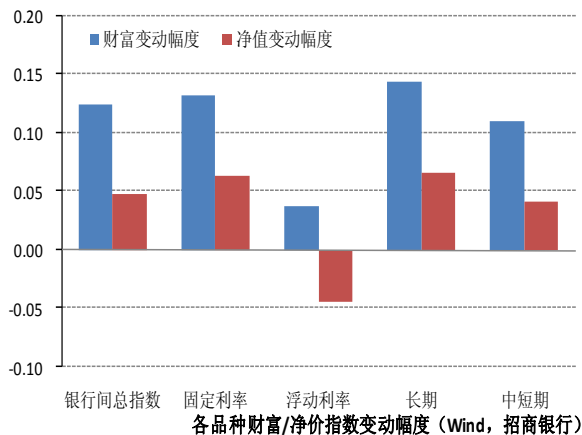
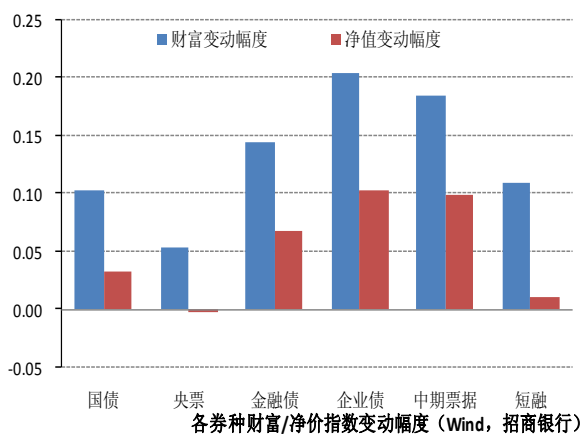
一级市场方面，上周发行了一期3年国债及两期政策性金融债。

国债方面，3年期品种虽然对央票有一定替代作用，但对于税收因素不敏感的机构而言，无疑更偏向于票面价值较高的金融债，本轮国债最终中标利率2.91%，略高于市场2.88%的预期均值，认购倍数仅为1.45倍，显示需求较弱。

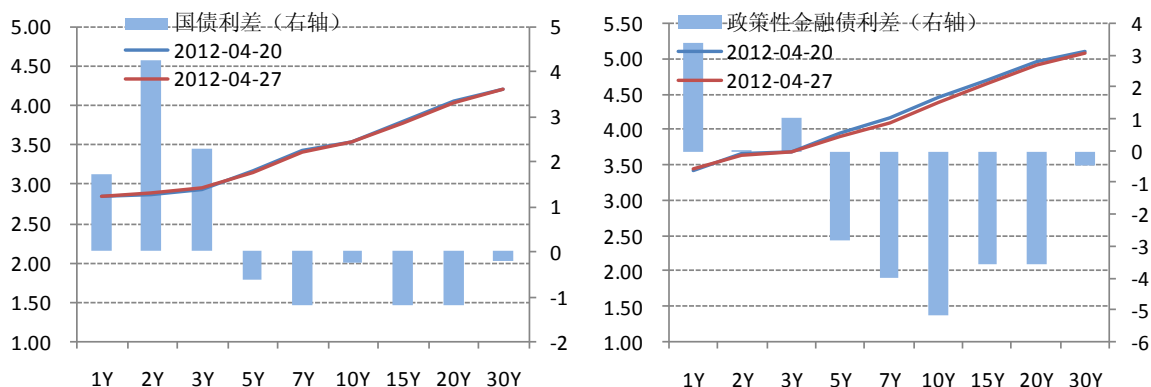
金融债方面，上周发行了一期10年口行固息债及一期5年国开Depo债。受近期非国开发行较少，二级市场稀缺的影响，10年口行债受到市场热捧，中标利率4.18%，低于市场预期，同时认购倍数也达到1.97倍；国开Depo债方面，虽然认购需求依然高涨（认购倍数2.34），但前期5年固息品种的大幅抬升降低了该品种的利差保护，最终中标利差为78BP，较2月底发行的同期品种高了6BP，当期票面收益4.28%，依然具备较高的配置价值。



现券市场受月末资金成本小幅回升的影响，短端收益率有所抬升，长端方面，尽管依然延续小幅震荡态势，但自上周以来，金融债中长端收益率有所松动，10年国开品种收益率出现小幅下降。全周看，信用债估值涨幅高于利率债，金融债高于国债，固息好于浮息，长端优于短端。



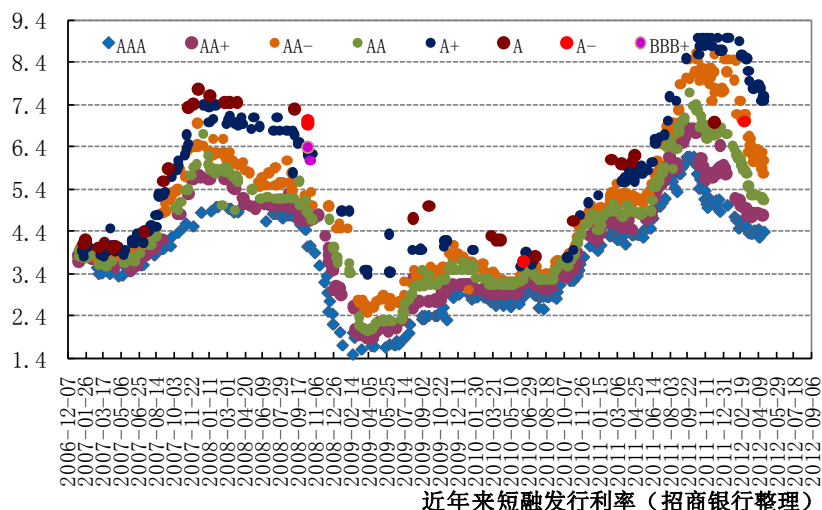
利率产品方面，国债上周呈扁平化变动趋势，1-3年短端受月末资金面的影响小幅抬升 2-4BP，5-10 年中长端波澜不惊，仅小幅下滑 0-1BP；金融债方面，1-3 年短端同样有 1-3BP 的涨幅，但中长端下行幅度较大，以 10 年为首的品种整体下行 3-5BP。

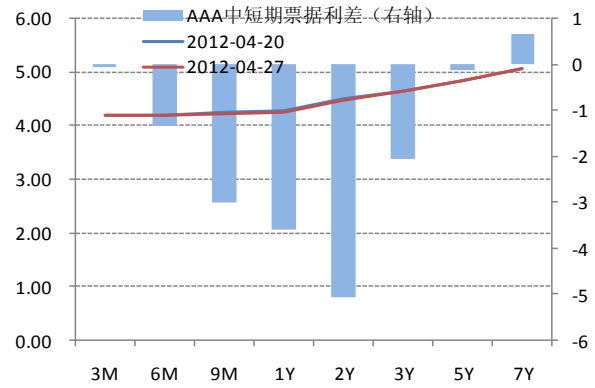
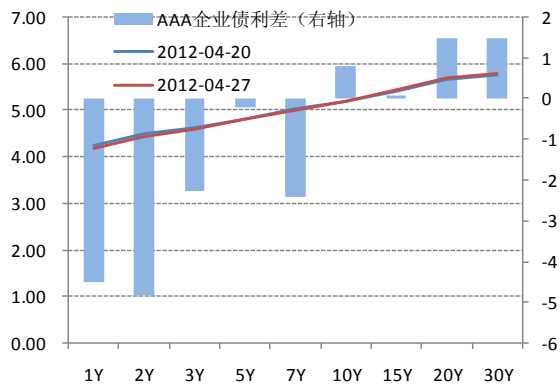


2.4 信用市场走势

信用市场延续前期走势。一方面，低评级品种走势依然优于高评级品种；另一方面，高评级5-7年长端收益率依然延续抬升趋势。1-3年中短端品种仍旧是投资者主要追逐的品种，收益率小幅下滑2-5BP，显示市场买入兴趣依然较浓。

中低评级收益率进一步下行的空间已经不大。前期中低评级收益率下行幅度已经有所减缓。我们判断未来收益率持续下行的空间已经不大。近期有传银监会收紧地方融资平台的发债申请，对城投类的供给将造成一定的限制，对近期市场火爆的投资需求也将造成一定打击。





三、 预测与展望

上周资金面受月末因素的影响，回购利率小幅抬升，但总体资金面抽紧程度有限，利率品种短端收益率小幅抬升，但幅度并不大。而长端方面，上周较为明显的一个特征是10年国开债收益率有所打开，收益率出现6-8BP左右的下行，这一方面源于国开行公布全年融资计划消除了市场对其发行量的担忧，另一方面，我们认为更多的是源于国开债调整后估值优势有所体现，以基金为主的机构开始介入，推动了长端收益率的下行。尽管幅度不大，但我们判断，前期国开债如此高的溢价及税收利差难以持续。

即便降准，对债市的贡献也有限。目前市场对政策放松的预期依然非常强烈。我们认为，即便降准，对于4-5月份因财政回落而小幅抽紧的资金面将有较大的缓解作用，同时也有利于缓解市场居高不下下的放松预期，但对信贷及债市的影响较为有限。目前限制信贷及短端收益率下行空间的主要来源于需求的疲软及银行资金成本难以下行，这均需在利率政策放宽的情况下才能得以实现，我们判断短期内，债市依然难以具备较为明朗的前景。

从长远而言，传统的银行资金供给渠道难以为继。一方面，外汇占款对资金供给的贡献率将在较长一段时间内处于弱势；另一方面，受理财的冲击，存款衍生机制也出现分流，这导致了今年以来银行在债市扮演的角色远远弱于预期，在资金运用及资产配置方面也有别于历年水平。1-2次降准虽然能够提升银行资金运用的效率，但在目前实体经济需求低迷的情况下，独木难支。我们判断，未来政策重点可能将放在银行体系的资金创造机制上面，包括公开市场，法定存准率、外汇政策等政策的调整还将持续。但对于债市而言，资金配置的转变可能将对各品种收益率产生长远影响。

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。