

CPI 下行趋势基本确定，债市前途无忧

债券市场周报

报告日期：2008 年 3 月 31 日

分析师-陈渭泉

010-66045605 chenwq@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

- **宏观经济** 初步估算，3 月份 CPI 为 8.1%左右
- **公开市场操作** 本周到期票据 900 亿，央票发行 2320 亿，进行正回购回笼资金 1180 亿，到期正回购 1020 亿，共计回笼资金 1580 亿。各期限央票利率与上周持平。下周到期央票为 650 亿
- **回购市** 本周没有新股发行，尽管本周存款准备金率再度上调，但银行间 B0 本周逐日回落，周平均水平为 2.397%，说明资金面仍然比较充裕。据统计，直到下周的 4 月 8 日才有新股发行，因而估计本周银行间 B0 仍将低位徘徊
- **债券市场** 本周，股市继续大幅震荡，市场加息预期下降，新股发行暂停，在充裕资金的推动下，交易所和银行间国债净价指数都有所上涨，交易所平均涨幅为 0.33%，银行间平均涨幅为 0.42%。从期限来看，银行间国债的期限越长涨幅越大，但交易所国债的利率期限结构特征不明显，交易所 1-3 年期和 10 年期国债出现小幅下跌
- **投资策略** 债市环境正越来越朝有利的方向变化。从加息来看，央行公布的 1 季度银行家问卷调查报告显示银行家的加息预期明显弱化，半数以上判断二季利率水平与本季持平。同时，美联储于 4 月 30 日降息 25 个基点的可能性很大，由于美联储降息幅度巨大，央行在二季度加息的压力也比较大。我们认为上半年央行加息的可能性降低。其次，下周没有新股发行，对资金面影响不大。再次，在前期 CPI 较高，同时加息预期重新抬头的情况下，债市仍然表现相对稳健。另外股市震荡有利于债市，加上前期发行的新基金正处于建仓时间，这些都有利于债市资金供应。根据我们年报中的分析，3-5 月份将是建仓的较好时机。我们确认，投资者从现在开始就可以逐步建仓。我们认为下周及近一段时间的债市机会大于风险

宏观经济

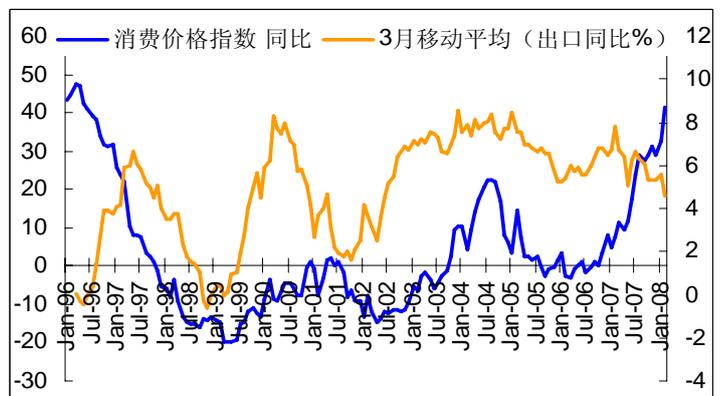
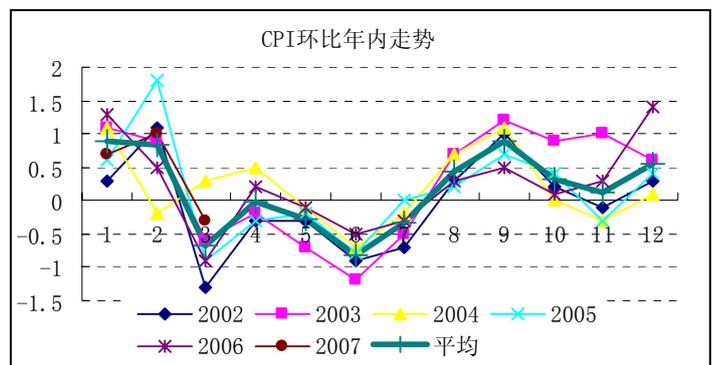
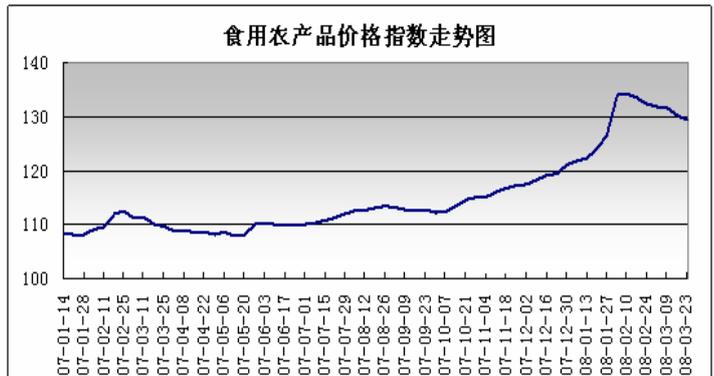
初步估算，3月份CPI为8.1%左右 三月份，在鸡蛋以及蔬菜价格下降的带动下，商务部公布的使用农产品价格指数持续下滑，月跌幅约为2%左右。最近4年3月份非食品环比大致为-0.3%左右。这样可以算得3月份CPI环比为-0.86%（ $33.2\% \times -2\% + 66.8\% \times -0.3\%$ ）。3月份翘尾因素为5.0%，1-2月份新涨价因素为4%。因此，初步估算3月份的CPI为 $5\% + 4\% - 0.86\% = 8.1\%$ 。

如果以上估算正确的话，则3月份CPI将较2月份的8.7%回落约0.6个百分点。从历史数据来看，3月份的食品价格和非食品一般呈现季节性的同时回落现象（可能和春节消费高峰过去有关），而四月份食品价格一般继续下滑，但非食品价格一般会上升，因而历史上4月份的CPI环比一般比3月份有小幅上升（平均起来接近于零）。此后5-7月份CPI环比一般为负。因此，假设4月份环比为零，则可得4月份CPI估计为8.2%，

仅比3月份高出0.1个百分点。综上所述，2月份8.7%（主要受雪灾因素的影响）为全年最高点的可能性比较大。另外，假设3月份以后物价保持不变，则可算得全年CPI平均为6.6%左右。

我们认为，上半年如果不出现如旱涝灾害等不可控因素，CPI从4月份可能开始逐步下降，一直持续到8月份左右。8月份以后，尽管历史数据显示CPI环比为正，但从出口增速和CPI的走势来看，两者相关性较好，且前者领先后者约半年左右。与往年不同，由于市场普遍预期今年出口增速将出现较大幅度的下降，因此，出口需求的降低，可能拉低下半年的CPI。

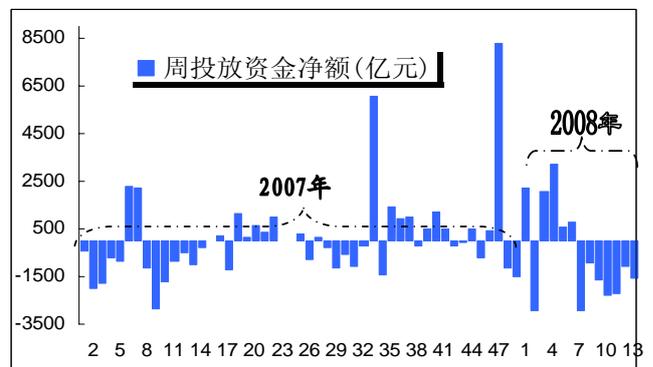
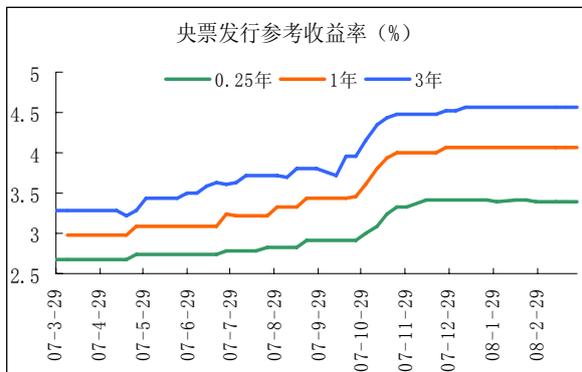
在CPI总体呈下降趋势以及中美利差大幅倒挂的情况下，我们将加息预期调整为最多加息一次。由于4月份美联储继续降息的可能性仍然比较大，因此我们认为上半年央行加息的可能性不大。如果美国经济在下半年企稳，且金融市场恢复信心，不排除美联储在下半年开始加息的可能性。如果下半年国内CPI



仍然比较高，再考虑到劳动力成本上升以及资源价格改革等因素，不排除央行在下半年（四季度）加息一次的可能性。

公开市场操作

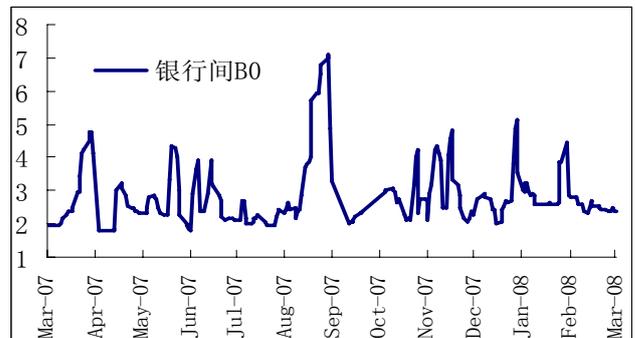
本周到期票据 900 亿，央票发行 2320 亿，进行正回购回笼资金 1180 亿，到期正回购 1020 亿，共计回笼资金 1580 亿。各期限央票利率与上周持平。从春节以来到目前为止的 7 周中，央行每周都实现了资金回笼，共计净回笼资金 12690 亿元，比去年同期多回笼 10000 多亿。下周期央票为 650 亿。



回购市场行情

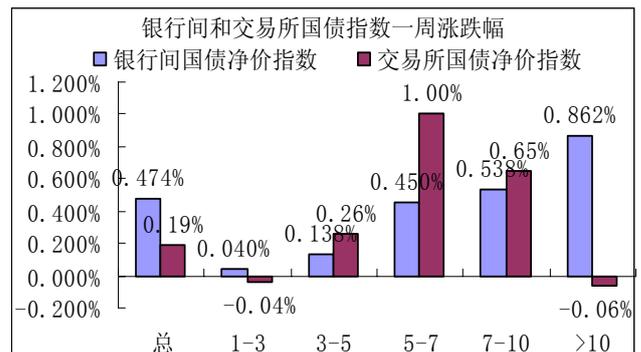
上周没有新股发行，尽管本周存款准备金率再度上调，但银行间 B0 本周逐日回落，周平均水平为 2.397%，说明资金面仍然比较充裕。

据统计，直到下周的 4 月 8 日才有新股发行，因而估计本周银行间 B0 仍将低位徘徊。



债券市场

本周，股市继续大幅震荡，市场加息预期下降，新股发行暂停，在充裕资金的推动下，交易所和银行间国债净价指数都有所上涨，交易所平均涨幅为 0.33%，银行间平均涨幅为 0.42%。从期限来看，银行间国债的期限越长涨幅越大，但交易所国债的利率期限结构特征不明显，交易所 1-3 年期和 10

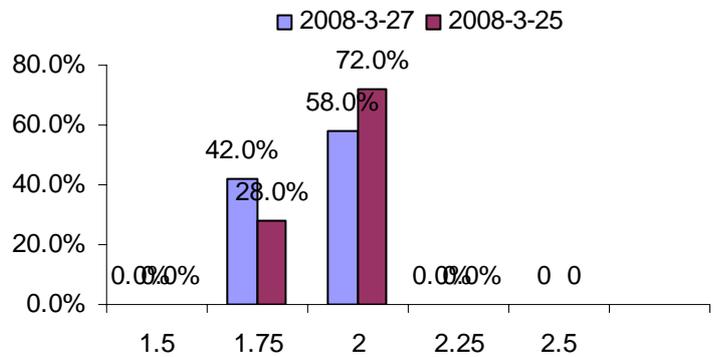


年期国债出现小幅下跌。

投资策略

我们认为，债市环境正越来越朝有利的方向变化。从加息来看，央行公布的1季度银行家问卷调查报告显示银行家的加息预期明显弱化，半数以上判断二季利率水平与本季持平。同时，由于对美国经济放缓导致市场对美国长期通胀预期有所下降，美联储降息不存在太大的压力。周五的美国联邦基金利率期货

Current Probabilities for FOMC Date 4-30-2008



显示，美联储于4月30日降息25个基点的可能性很大，由于美联储降息幅度巨大，央行在二季度加息的压力也比较大。根据前面宏观部分的分析，我们认为上半年央行加息的可能性降低。其次，下周没有新股发行，对资金面影响不大。再次，在前期CPI较高，同时加息预期重新抬头的情况下，债市仍然表现相对稳健。另外不得不提的是股市，这是较大的不确定因素，如果股市继续下行，则必将大大有利于债市。但即使股市短期走稳，但市场仍然心有余悸，短期内持续走强的可能性较低，加上前期发行的新基金正处于建仓时间，这些都有利于债市资金供应。根据我们年报中的分析，3-5月份将是建仓的较好时机。我们确认，投资者从现在开始就可以逐步建仓。

综上，我们认为下周及近一段时间的债市机会大于风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编518041

山东天相 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C
电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014