

中国固定收益证券

利率产品周报

证券研究报告

分析师 郑振源 S1080511090001

电话: 0755-82485176

邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

物价将逐步解开资金难以宽松的缰绳

摘要:

- **四季度经济回落有韧性，一季度 GDP 增速有再超预期的可能。**12 月数据显示，当前经济的回落依然是温和的。消费方面，12 月增速加快，有家电刺激政策结束的冲量购买行为影响，同时也导致 2012 年春节期间 16.2% 消费增速低于前两年(2011 年 19%、2010 年 17.2%)。不过该增速与 2005-2011 年的平均增速基本持平，显示冲量带来的负面影响有限。预计 1 月消费实际增速将继续提升。投资方面，12 月当月同比增速的回落幅度低于历史均值，季调环比微降 0.14%，表明投资整体回落的温和。结构来看，房地产依旧是后续的较大隐忧，不过仍有其他积极因素，如保障房投资的对冲(2011 年房地产贷款的一半都投向了保障房)，如制造业的高增速(12 月提升 3.9 个百分点至 34.5%)。预计 1-2 月投资增速将重新回升至 20% 以上。出口方面，1 月欧元区制造业 PMI 连续两个月回升，显示欧洲经济恶化步伐有所放缓，而四季度美国 GDP 2.8% 的增速说明美国经济短期低速复苏势头有所加快，这些都降低外需回落的担忧。四季度国内 GDP 增速 8.9%，已好于市场预期，而一季度 CPI 有利形势将支撑信贷明显放松，因此预计一季度 GDP 有再超预期的可能。
- **春节效应继续不显著，1 月 CPI 预计 4%，2 月或向下突破 3%。**根据农业部、商务部、统计局的食品价格监测数据，我们估算 1 月食品价格中，蔬菜的涨幅最大，在 20% 左右，而水产品、水果和肉类也有一定涨幅，但涨幅均在 5% 以内。预计 1 月 CPI 中食品环比为 2.3%，为 CPI 贡献 0.7 个百分点。结合非食品价格变动，预计 1 月 CPI 环比为 0.8%，而这将是历年春节当月 CPI 环比涨幅中最低的(2001-2011 年平均为 1.3%)，再度显示物价上涨的春节效应不显著。也因此，我们预计 1 月 CPI 同比为 4.0%。考虑到当前物价上涨乏力，以及春节时间的错位，初步预计 2 月 CPI 环比有可能为负(2001-2011 春节后一月平均为 -0.45%)，导致 2 月 CPI 同比很可能跌破 3%，此后在 3% 左右徘徊，直至 6 月向下一关口 2% 突破。
- **央行短期推动资金宽松意图不强烈，物价或助其放松缰绳。**节前一周，7 天回购利率最高飙至 13%，超过 2011 年节前最高的 9.5%，说明节前资金供求关系相当紧张。从主要资金需求来说，通胀预期明显降低下，信贷放量对资金的需求程度或强于春节提现需求。从主要资金供给来说，人民币重现升值，外汇占款预计不会再度超预期负增长，而财政存款属可预期部分，因此关键还是在央行。节前央行进行 3510 亿逆回购，但未如预期降准。综合来看，我们认为，节前资金面过于紧张，或主要体现信贷明显放量下，央行推动资金明显宽松的短期意图不强烈。背后原因或在于 12 月数据显示经济回落的温和，及短期通胀处于 4% 左右的相对高位。不过需注意的是，经济增长回落的温和，关键在于 12 月信贷的明显增加。一旦资金面持续紧张，信贷投放明显增加的势头将受阻，那么经济温和回落的程度或重新有所加大。因此，考虑这层逻辑关系，我们认为，随着 2 月 CPI 向下突破 3%，央行不敢放开资金明显宽松缰绳的心态将会有所转变。而降准最终还需进行。
- **经济好于预期的表现未冲击中长期品种，2 月物价破 3% 或将构成后续刺激。**节前一周，利率产品整体维持窄幅震荡格局。短期品种受节前资金面过紧的负面影响，1 年国债和 1 年金融债分别上行 2bp 和 6bp。不过随着资金面度过最为紧张时期，短期品种又重新回到最初的水平。中长期品种整体则有所下行，普遍在 2-3bp，显示 12 月经济数据表现虽好于预期，但并未冲击其整体向好的格局。节后来，虽然我们认为一季度经济有再度超出预期的可能，但其基础是信贷明显放松的持续，这需要资金宽松作为支撑。同时物价的持续回落，将强化央行进行资金宽松的决心，包括降准。因此，2 月 CPI 可能向下突破 3%，将是对利率品种的明显刺激。另外，收益相对较高的信用品种也将受益于经济可能出现的超预期表现。我们继续推荐中长期品种，优选国债，而短端金融债则是资金宽松时的受益品种，1 年央票可作为良好的替代品种。

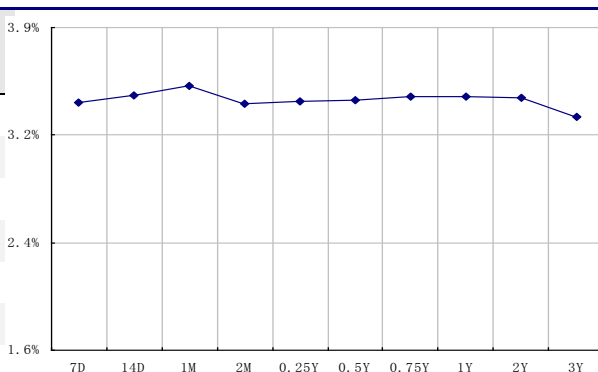


上周债券市场重要指标概览 (01.16-01.20)

上周中美基准年限国债收益率比较 (01.20)

基准年限	中国国债收益率	周变化 (bp)	美国国债收益率	周变化 (bp)	中美利差
1Y	2.817%	2	0.110%	1	271
2Y	2.858%	1	0.260%	2	260
3Y	2.895%	1	0.380%	4	252
5Y	3.037%	0	0.910%	11	213
7Y	3.279%	-3	1.470%	15	181
10Y	3.381%	-3	2.050%	16	133
20Y	3.950%	0	2.780%	19	117

上周货币市场利率曲线 (取自央票数据)



美元指数



伦敦现货黄金(以美元计价)



路透/Jefferies 商品研究局(CRB)指数 (RJ/CRB Index)



布伦特原油价格指数 (Brent Crude Index)



以上资料来源: 中债网、北方之星、美国财政部、Bloomberg



1、宏观研究

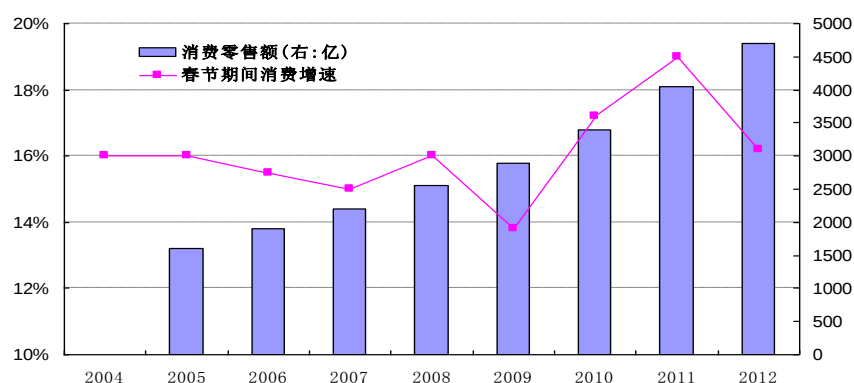
1.1、四季度经济回落有韧性，一季度有再超预期的可能

12月宏观数据显示，伴随着外部担忧有所降低，以及内部政策放松推动12月信贷明显提升，经济的回落是温和的。

消费方面，12月消费提速，一定程度有政策刺激结束后家电购买冲量行为的影响，不过仍显示整体消费较旺，而1月预计继续提升。12月消费同比增速出现明显提升，其中名义增速较上月提升0.8个百分点至18.1%，实际增速提升1个百分点至13.8%，为去年最高；12月季调环比增长1.41%，同样是去年最高。从结构来看，汽车类增速继续小幅下行至10.2%，但家电消费却继续加速，较上月提升8.4个百分点至33.4%。受首批试点省份家电下乡政策在11月底退出的影响，12月全国家电下乡销售出现同比下滑；但由于以旧换新政策在12月底才结束，因此我们认为12月家电消费总体加速上行，存在政策结束之前的冲量因素。

从中可以看出，12月消费增速的提升，有家电消费冲量的短期因素影响。**2012年春节期间的消费品零售额同比增长16.2%，低于2011年和2010年春节19%和17.2%的高增速，但与2005-2011年的平均增速基本持平，显示冲量过后负面影响有限。**1月5号商务部长陈德铭表示，将研究替代续接政策，今年或有新的居民消费刺激政策。从历史来看，春节当月消费增速往往有明显回升，预计1月消费实际增速将达到14%以上。

图 1：1 月春节期间消费增速为 16.2%



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

投资方面，总体增速回落温和，房地产依旧是后续较大隐忧，而保障房和制造业是积极因素，1-2月投资增速将季节性回升至20%以上。从同比增速来看，05年以来，12月投资当月增速均较上月回落，05-10年平均回落6个百分点，而去年12月回落2.9个百分点至18.3%，幅度低于历史均值，仅高于08年12月4万亿刺激时期。从环比增速来看，12月季调环比仅小幅下降0.14%，也说明投资回落较为温和。

从结构来说，12月房地产投资增速大幅放缓7.5个百分点至12.5%。从历史来看，



除08年12月增速回升2.5个百分点之外，03-10年平均回落17个百分点。因此12月房地产投资增速的大幅回落符合正常的季节性特征。不过，12月房地产新开工面积同比大幅下挫25个百分点至-17.7%，虽也有季节性回落因素，但9月以来确实处于整体低迷状态；此外，销售面积也已连续三个月维持负增长，而春节期间北京楼市出现三年以来的首次零成交，显示调控延续下，销售低迷的状态不会改变；还有，12月商品房待售面积达到历史最高的2.7亿平米，表明商品房的库存压力很大。综合新开工、销售、库存因素考虑，鉴于房地产调控的持续，后续商品房投资增速仍存在较大隐忧。

不过，还应该看到投资方面存在积极的因素。一方面，在后续信贷明显回升以及政策支持的情况下，今年保障房投资总额有望达到1.5万亿以上，从而对商品房投资增速的下滑形成对冲。根据央行金融统计显示，**2011年房地产新增贷款的一半都投向了保障房**。另一方面，12月制造业投资增速大幅提升3.9个百分点至34.5%，维持去年的高增速表现，是对总体投资的重要支撑。

考虑到年初投资增速较上年底往往有明显回升，因此预计1-2月增速将重新回升到20%以上。

图 2：12 月投资增速回落温和

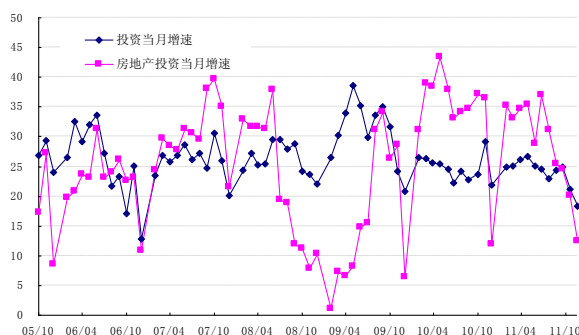


图 3：12 月新开工面积增速下滑明显



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

出口方面，近期欧洲经济下滑放缓，而美国经济低速复苏势头有所加快，年初出口将止跌回升。作为9月以来中国出口下滑的主要担忧，近期欧元区经济下滑的势头有所放缓。1月欧元区制造业PMI为48.7，较上月回升1.8个百分点，虽有季节性回升的因素，但回升力度要强于历史均值。至此，欧元区制造业PMI虽已连续6个月维持在50以下，但已连续2个月回升，回稳的势头有所确立，表明欧元区经济恶化的脚步在放缓。1月27号，欧债危机主要风险点-意大利的10年国债收益率已经下探至5.9%，较去年11月底最高的7.6%大幅下行170bp，显示欧债危机短期风险未有加剧。

此外，从美国经济来看，四季度美国GDP增速达到2.8%，较上季度提升1个百分点，虽然主要贡献来自于存货变化，但整体仍有改善。最终需求(GDP-存货变化)为0.86个百分点，较上季度明显缩减2.3个百分点，而**最关键的个人消费贡献为1.45%，则较上季度小幅回升0.2个百分点。**



我们认为，产业全球转移下，未来美国就业的改善将始终是有限的。除非再度推动泡沫型经济(QE系列以及将低利率维持到2014年末均是此目的)，或者新一轮技术革命，否则美国经济很难持久维持在3%以上。考虑到家庭债务去杠杆压力下，当前美国房地产市场复苏力度依旧有限，房地产泡沫化已难再续；而新一轮技术革命似乎遥遥无期。但美国四季度GDP增速的加快，以及就业市场出现的短期持续改善，表明短期美国经济低速复苏势头在加快。

图 4：1 月欧元区制造业 PMI 连续两月回升

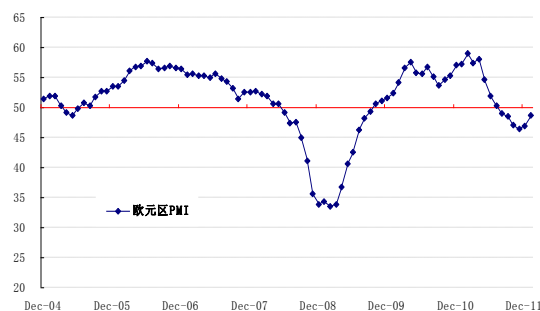
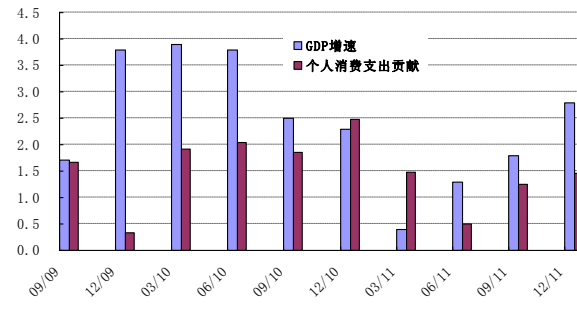


图 5：四季度美国 GDP 增速继续回升

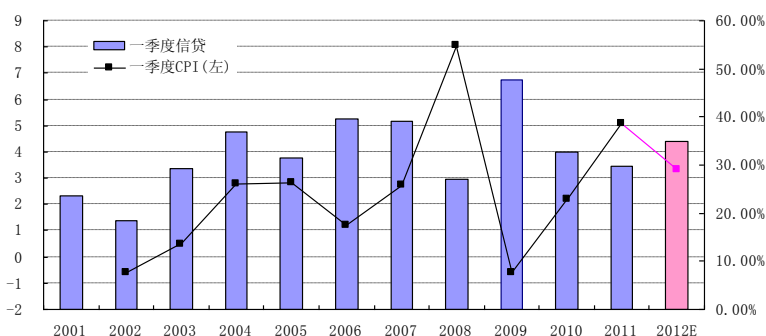


资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

四季度经济温和回落显韧性，一季度GDP有再超预期的可能。不管是投资增速回落温和，还是工业增加值增速回升(12月发电量环比增长8.75%，好于历史)，12月经济增长回落温和，而四季度8.9%的GDP增速也要好于市场预期的8.6%。向前展望，我们认为，今年一季度经济存在继续超出市场预期的可能，原因有两方面：

一方面，四季度GDP显示经济回落有韧性；另一方面，一季度信贷环境将远好于2011年同期。2011年一季度，CPI持续走高，平均5.1%，2月的加息表明政策处于紧缩状态，相应地一季度信贷的全年占比仅为30%，明显低于09、10年的47.8%、32.7%；相比之下，今年一季度CPI预计将持续显著下行，平均3.3%左右，政策将处于放松状态。12月信贷已明显增加，因此预计今年一季度信贷的全年占比将明显好于去年，从而明显刺激经济。

图 6：CPI 的持续回落为一季度信贷的放量提供了良好的环境



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

1.2、1 月 CPI 同比预计 4.0%，2 月或向下突破 3%



春节效应不显著延续，预计1月CPI同比为4.0%。农业部统计的7大类食品中，今年1月前二周的平均价较去年12月平均价，4类下跌、3类上涨。在上涨品种中，蔬菜的上涨幅度最大，达到21.4%；其次是肉类，涨幅达1.4%。下跌的品种中，跌幅均不超过1%。

在商务部监测的11个食品品种中，在今年1月前三周的平均价较去年12月平均价，11个品种中9个品种上涨、2个品种下跌。其中，涨幅最大的是蔬菜，达到26.3%；其次是水果，涨幅达2.9%；再次是水产品，涨幅达2.8%左右；最后是肉类，涨幅为2.3%。其它品种涨跌幅均不大，均不超过0.5%。

从统计局监测的50个城市主要食品价格变动情况看，今年1月20日之前的平均价较去年12月平均价，统计的9个品种有8个品种上涨，1个品种下跌。在上涨品种中，蔬菜价格涨幅最大，达到15.9%；其次是水产品，涨幅在5.3%左右；再次是肉类和水果，涨幅约为3.1-3.3%；最后粮食，涨幅达2.0%。其它品种的涨跌幅，在1%以下。

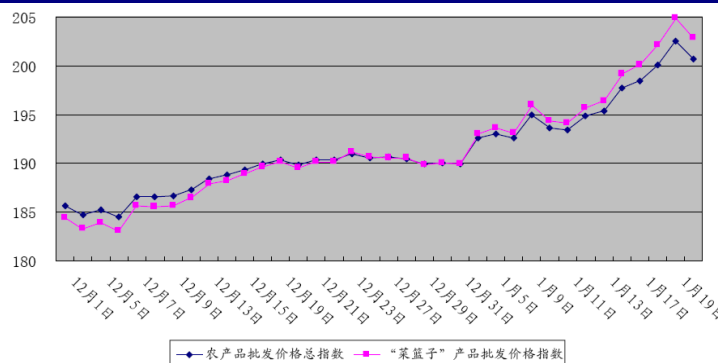
因此，就1月食品价格而言，估算各品种的环比价格，蔬菜的涨幅巨大，在20%左右，而水产品、水果和肉类也有一定涨幅，但涨幅均在5%以内。考虑到各品种在CPI食品大类中所占的权重，我们预测2012年1月CPI中食品环比为2.3个百分点。

考虑到近期非食品价格的变动情况，估算1月交通通讯和娱乐教育类环比上涨0.7%，烟酒类上涨0.2%；衣着类环比下跌0.6%，其它各大类环比涨幅在0.0-0.1%。因此，我们预计2012年1月核心CPI环比上涨0.2个百分点。

综合食品和非食品因素，我们**预计2012年1月CPI同比上涨4.0%，环比上涨0.8%，而该环比幅度，可能是历年春节中最低的(2001-2011年春节当月环比平均为1.3%)，再度显示物价上涨的春节效应不显著。**

考虑到当前物价上涨乏力，以及春节时间的错位，初步预计2月CPI环比有可能为负(2001-2011春节后一月平均为-0.45%)，也因此2月CPI同比很可能跌破3%。此后在3%左右徘徊，直至6月向下一关口2%突破。

图7：农业部“全国农产品批发价格指数”2011.12-2012.01定基比价格走势



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理



2、公开市场

节前7天回购利率最高达到13%，超过2011年节前最高的9.5%，说明节前资金供求关系相当紧张。

从主要资金需求来说，一方面，1月信贷投放可能放量冲万亿，如果考虑春节因素调整，日均放贷量将明显高于去年同期，会形成更为旺盛的资金需求；另一方面，春节将产生提现需求，2011年2月M0超预期减少1万亿，是当时资金紧张的重要原因。与去年春节同期相比，当前物价回落趋势较为明显，通胀预期明显减弱，因此M0或不会出现超预期减少。

从主要资金供给来说，1月人民币重现升值预期，预计1月外汇占款不会再度超预期负增长，而1月财政存款往往会重新增加，预计为12月的30%左右，但这也是较可预期的部分。因此，关键还在于央行。节前央行公开市场逆回购3510亿，而降准动作并未进行。

我们认为，节前资金面过于紧张，或主要体现信贷明显放量下，央行推动资金明显宽松的短期意图不强烈。其中原因或在于12月数据显示经济回落的温和，而短期通胀尚处于4%左右的相对高位。

但需注意的是，经济增长回落的温和，关键在于12月信贷的明显增加。假如资金面持续紧张，信贷投放明显增加的势头难以持续。一旦信贷再度“放不开”，那么经济回落步伐有可能重新加大。因此，考虑这层逻辑关系，我们认为，随着2月CPI向下突破3%，央行不敢放开资金宽松缰绳的心态将会转变。

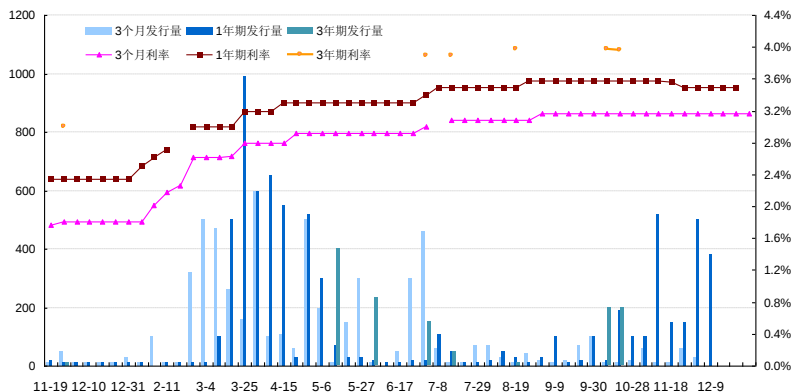
由于2月到期资金量仅有150亿，公开市场投放流动性的余地很小。持续进行短期逆回购，难以推动真正的资金宽松。因此，最终降准还需进行。

表格 1: 上周公开市场到期及回笼一览表:

	类型	期限	规模(亿元)	利率(%)	周变化(BP)
投放	央票到期	1 年/3 年	10	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	0	-	-
回笼	央票发行	3 个月	0	3.16	0
	央票发行	1 年	0	3.49	0
	正回购	3 个月	0	3.16	0
	正回购	1 个月	0	2.80	0
	正回购	7 天	0	2.70	0
上周合计	-10				
本周到期	央票到期	1 年/3 年	10	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	0	-	-



图 8: 央行公开市场操作的央票发行情况



资料来源：中国人民银行 第一创业整理

3、债市策略

节前一周，利率产品整体维持窄幅震荡格局。1年品种受到节前资金面过紧的负面影响，1年国债和金融债分别上行2bp和6bp。不过随着资金面度过最为紧张时期，短期品种又重新回到最初的水平。**中长期品种整体则有所下行，普遍在2-3bp，显示12月经济数据表现虽好于预期，但并未扭转其整体向好的格局。**

一级市场方面，受资金面紧张影响，7年国开固息债发行利率走高至3.83%，认购倍数为1.62倍，略好于首期10年的表现，且未明显带动二级市场收益率的上行；5年国开盯R浮息债发行利率为63bp，低于预期，认购倍数则达到2.09倍，表现明显好于固息金融债。如我们以往所述，当前盯R浮息债的票面优势较为明显，是吸引配置机构认购热情的关键因素。周三即将发行3年国开盯R浮息债，预计有望延续上期浮息债的较好表现。

节后来看，虽然我们认为一季度经济有再度超出预期的可能，但其基础是信贷明显放松的持续，这需要资金宽松作为支撑。而物价的持续回落，将强化央行进行资金宽松决心，包括降准。2月CPI可能向下突破3%，将是对中长期品种的明显刺激。因此，**继续推荐中长期品种，优选国债，而短端金融债则是资金宽松时的受益品种，1年央票可作为良好的替代品种。**

表格 2: 本周利率产品发行情况

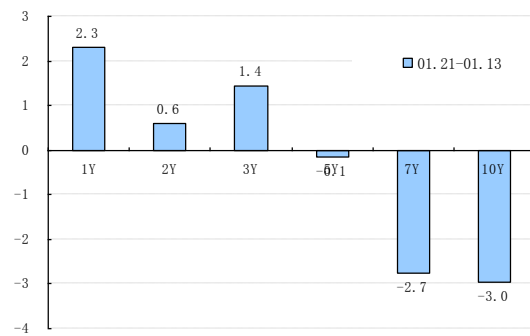
投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)
2012.02.1	国开行第四期盯R浮息债	3	200



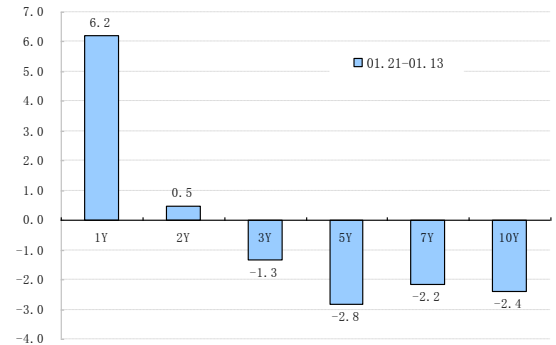
5、一周债市变化图表

5.1、银行间国债、金融债收益率曲线

银行间市场国债收益率曲线周变化

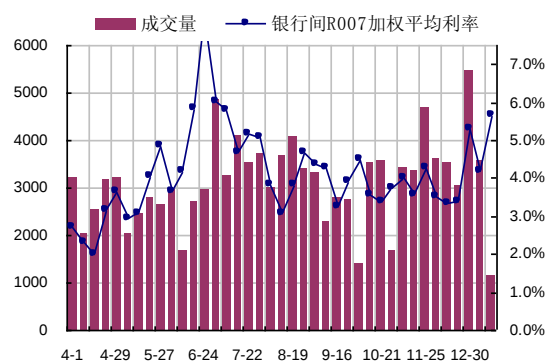
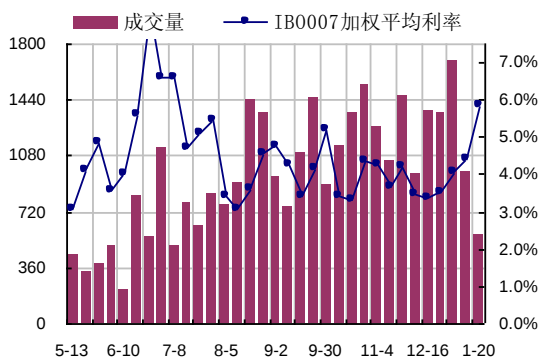


银行间市场金融债收益率曲线周变化



5.2、货币市场利率

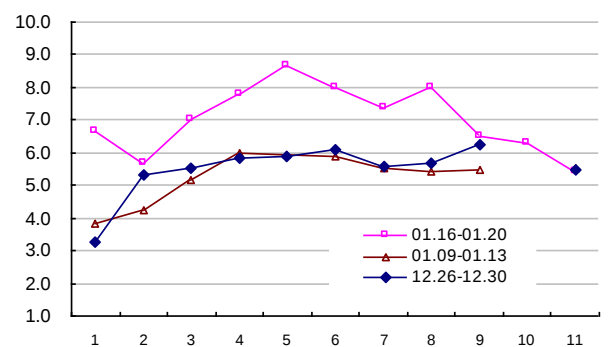
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

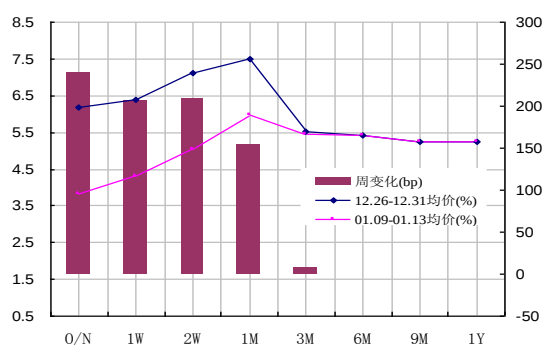
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	6.67	281	91971819.15	-94805839.16
R007	5.69	148	11410390.1	-24179378.25
R014	7.03	187	29452591.74	25755840.34
R021	7.81	184	1707819.74	-6383953.06
R1M	8.67	271	4647658.9	-305931.1
R2M	8.00	209	3519400.8	836476.8
R3M	7.35	184	642743	-17787
R4M	8.00	0	50200	27550
R6M	6.51	24	98800	98800
R9M	6.30	0	10000	10000
R1y	5.50	0	0	0
合计			143511423	-98964221

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

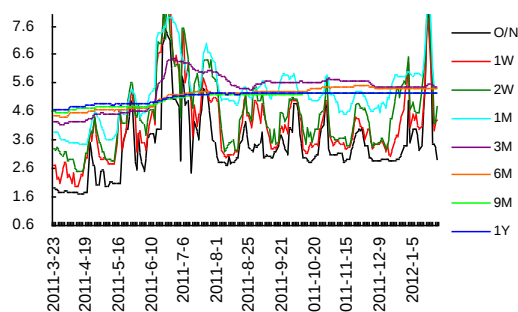




SHIBOR 各期限利率变化



SHIBOR 的各期限利率走势



6、附录

附表 1 2012 年国债和金融债发行情况

国债	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)	发行/投标 日期	金融债	期限 (年)	利率(%)	发行额 (亿元)	投标日期
12 国债 01	1	2.78	280	2012-1-11	12 国开 01	10	3.85	200	2011-1-10
					12 国开 02	7	3.83	200	2011-1-17
					12 国开 03	5	R+63	100	2011-1-17

资料来源：Chinabond 第一创业整理（带*为半年付息一次，带**为每季度付息一次）

附表 2 上海银行间同业拆放利率(Shibor)周报价情况

时间\期限	O/N(%)	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	9M(%)	1Y(%)
2012-1-16	5.4725	5.5850	6.4217	6.9100	5.4844	5.4227	5.2464	5.2381
2012-1-17	7.3667	7.4117	7.8267	7.7992	5.5147	5.4266	5.2483	5.2369
2012-1-18	8.1667	7.9000	8.8083	9.2356	5.5883	5.4251	5.2477	5.2377
2012-1-19	6.4975	6.0117	6.6067	7.5842	5.5498	5.4232	5.2488	5.2368
2012-1-20	3.4775	4.9917	5.9183	6.0250	5.5071	5.4208	5.2502	5.2367
周均价(%)	6.1962	6.3800	7.1163	7.5108	5.5289	5.4237	5.2483	5.2372
周变化(bp)	239	206	209	154	7	0	1	0

资料来源：上海银行间同业拆放利率网 第一创业整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135