

# 通胀反弹小插曲 债市缺乏大机会

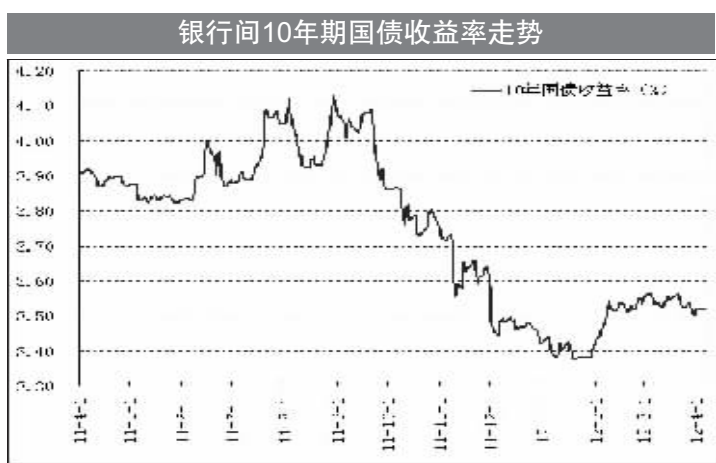
主持人:本报记者 张勤峰  
嘉宾:广发证券 徐寒飞  
中信建投 黄文涛  
招商银行 刘俊郁

4月9日,3月份CPI数据尘埃落定,3.6%的同比数值超出普遍预期。分析人士认为,此次通胀反弹为短期因素,并不改变二季度继续回落的趋势。不过,CPI反弹增加了政策决策的复杂性,央行的行动可能会更加谨慎,短期内债市依然缺乏明确的趋势性机会。

## 物价回落趋势未改

问:3月CPI升幅高于上月的3.2%,也高于市场预期中值3.3%。致使通胀反弹的因素是什么?物价回落的趋势是否已经改变?

徐寒飞:3月CPI超预期主要受两因素影响:其一,异常气候致使蔬菜价格反弹,而且食品价格春节后下降幅度较小。其二,油价上调和工业品价格环比涨幅继续回升。考虑到2011年上半年食品价格大幅上涨,目前食品价格的环比回落趋势仍在持续,但是考虑到成本上升的压力和实体经济投资需求回落幅度偏慢,物价回



落的幅度可能会低于预期。

黄文涛:3月CPI超预期源于食品价格上涨、非食品价刚性和翘尾因素的共同作用。其中食品价格上涨起决定性作用。3月份全国气温偏低,南方连续降雨,对蔬菜的生产和运输造成十分不利的影响,鲜菜价格上涨20.5%,影响居民消费价格总水平上涨约0.64个百分点。此外,上调成品油价格进一步推高了食品运输成本。考虑到二季度气温回升,蔬菜价格有回落空间,猪肉价格也处于下行通道,二季度CPI仍会继续回

落,并在年中到达低点。

刘俊郁:由于3月前期受“倒春寒”影响,蔬菜价格出现超季节性上涨,从而推动CPI同比回升。但近两周随着气温回升,蔬菜价格已经企稳下行,加上猪肉价格连续下行,未来食品价格回落态势不变,本次CPI回升难以形成趋势性走势。

## 政策放松偏谨慎

问:物价反复是否会影响政策放松的节奏?

徐寒飞:当前有观点认为,一

方面领导人强调“政策需要微调”释放了放松信号,另一方面短期流动性指标偏紧,因此下调准备金率的可能性增加。但我们认为央行的行为很有可能与市场预期相背,政策微调在去年四季度已经做过,流动性的暂时性紧张与准备金补缴有关,在物价水平下落幅度低于预期的情况下,央行的行动会更加谨慎。

黄文涛:我们年初曾提出,今年货币政策放松的方向是确定的,但放松的节奏和频率会低于预期。存款准备金率仍有下调空间,但主要是为对冲外汇占款的萎缩和到期资金的减少,并不存在刺激性放松的意图。而3月份CPI反弹无疑增加了央行决策的复杂性。

刘俊郁:虽然3月份CPI回升增添了政策出台的确定性,但我们认为本次物价反复仅仅是短期效应,6-7月份CPI还将出现较大幅度回落。另外,二季度经济弱于预期是大概率事件,无论是经济基本面还是通胀走势,支撑政策放松的大环境并未改变。

## 利率产品交易机会有限

问:物价数据对当前债市行

情有何影响?你对今后一段时间行情有何看法?

徐寒飞:从短期流动性角度来看,物价数据可能一方面使短期利率下行空间受限,另一方面中长期基准利率的调整空间也被压缩或推迟,利率产品的交易性机会仍然非常有限。

黄文涛:3月份CPI数据使得投资者对通胀的担忧变为现实。我们一直强调,上半年CPI回落是趋势,但月度之间会有波动。下半年通胀形势依旧不乐观,存在很多不确定性因素,这就限制了利率品种在二季度的表现空间。如果没有资金面和乐观情绪的配合,国债收益率下行的概率和空间都不大。

刘俊郁:目前市场做多动力缺失,投资者主要寄望于货币政策的放松来推动收益率进一步下行。从投资角度看,短期内难以出现明显趋势性方向,建议根据资金面情况对短端产品做波段操作。同时,前期一级市场收益率连续创出新高,中末端收益率经过前一阶段长时间的调整已经基本到位,建议投资者在一级市场逢高进行配置。

# 农发行5年期金融债获较积极认购

本报记者 王辉 上海报道

农业发展银行9日招标发行了该行最新一期金融债。发行结果显示,3.89%的中标利率基本符合市场预期,整体认购情况也较好。

来自中债网和交易员的信息显示,本期发行总量150亿元的5年期固息金融债中标利率为3.89%,

认购倍数为1.88倍。另外,本期金融债100亿元的追加额度也获得全部追满,追加认购倍数为1.33倍。此前,国海证券等多家机构给出的中标利率预测区间在3.84%至3.95%一线,而二级市场5年期固息金融债的交投也基本在3.90%附近水平。

国家统计局9日公布,3月居民

消费价格指数(CPI)同比上涨3.6%,

高于主流预期,并对债市带来一定程度的压力,不过本周一市场资金利率却出现显著下行。分析人士表示,尽管3月CPI略高于预期,但较宽松的资金面以及市场对于货币政策继续松动以提振经济的预期,稳定了主流机构的配置需求,在首场中标利率较合理的情况下,本期金融

债整体认购情况良好。

本期债券为农发行2012年第六期金融债,采用单一利率中标荷兰式招标方式,不设基本承销额。首场招标结束后,发行人有权向首场中标成员追加发行总量不超过100亿元的当期债券。本期债券缴款日和起息日为4月13日,4月10日至4月13日为分销期,4月19日上市。

# CPI短暂反弹无碍债市向好

潍坊农信 王梦桢

4月9日(周一),5日准备金缴款带来的市场资金面紧张得到缓解,回购利率有所下行。当日隔夜、7天、14天回购加权利率分别下行至2.94%、3.75%、3.99%。

现券市场上,受公布3月份数据的影响,当日债市收益率波动较大,上午收益率上行显著,但下午

又有所下行。利率品种方面,剩余年限为4.86年的12附息国债03双边在[3.135%,3.13%],较上一交易日下行1BP左右。剩余年限为9.88年的12附息国债04成交在3.5201%,较上一交易日基本持平;剩余年限为1年的10央票27双边报价在[3.3601%,3.32%]。剩余年限为2.53年11央票81成交在3.36%,与上一交易日基本持平;剩余年限为4.95

年的12进出04成交在3.9250%。较上一交易日上行0.5BP。

信用品种方面,剩余年限为1年的08铁道部MTN2(AAA)成交在4.27%,较上一交易日上行1BP左右。剩余年限为4.79年的12国机MTN1(AAA)双边在[4.82%,4.79%],上行2BP。

国家统计局公布的最新数据显示,2012年3月份全国居民消

费价格总水平同比上涨3.6%,略超出此前市场预期的3.5%。此次CPI的走高与3月份食品价格上涨密不可分,但无碍全年CPI下行的趋势。另外,从资金面来看,本周公开市场到期资金1310亿元,未来市场资金面应该会呈现宽松态势。后市来看,无论是资金面还是经济数据,都不会对债市形成悲观影响。

# 日本数据利好 日元亚市上涨

天利恒丰 丁勇恒

周一亚市,受美国非农数据意外疲软,中国CPI数据反弹等因素影响,亚太主要市场股市收跌。风险厌恶情绪配合日本GDP利好数据推动,日元兑主要货币小幅上涨。

美国劳工部公布的市场报告显示,3月份非农新增就业人口为120万,增幅创5个月来最低。虽然数据同时显示失业率自8.3%下降至8.2%,并创2009年1月以来最低,但这并未阻碍悲观情绪在市场上的蔓延。美国经济复苏力度不如之前强劲成为市场共识,市场对美国经

济复苏前景担忧情绪上升,忧虑情绪同时令市场对美联储实施第三轮量化宽松措施预期升温。同时,美国商品期货交易委员会发布的报告显示,截至4月3日当周,投机者持有的美元净多头头寸较之前一周有所下滑。数据显示,投机者上周持有的美元净多头自195.8亿美元降至178亿美元,数据表明市场对于持有美元的意愿有所回落。

日本财务省9日公布的数据显示2月份经常项目恢复盈余,扭转1月份出现创纪录赤字局面。数据显示,日本2月末季调经常账盈余11778亿日元,预期盈余

11485亿日元,前值逆差4373亿日元。2月末季调经常账利率下降30.7%,预期下降32.5%;2月季调后经常账盈余8541亿日元,预期盈余6500亿日元,较前值盈余1156亿日元有大幅度提升。同时,日本2月份贸易顺差1021亿日元,前值逆差13816亿日元。

日本内閣府周一公布的一项调查显示,日本3月经济观察家现况指数为51.8,较预期46.5和前值45.9利好;日本3月经济观察家前景指数为49.7,低于前值50.1;反映阶段企业信心回升,加上稍早的贸易数据,日本国内经济数据整体表现良好。受数据影响,美元兑

日元在逾一个月低位盘整。日本央行定于4月9-10日召开政策会议,利率决定将于北京时间4月10日公布。今年早些时候,日本央行出人意料地扩大了资产购买计划,日本央行会不会采取进一步措施令通胀向1%一线靠近成为日本央行货币政策的看点之一。

总体来看,市场持有美元意愿回落,欧洲债务问题有蔓延向西欧的趋势,中国经济增长速度放缓迹象明显等因素令风险资产承压,趁经济数据利好之势,获利回吐和套息交易等均助力日元小涨。至周一北京时间17:15美元兑日元交投于81.25附近。

# 美国失业率重拾跌势 QE3渐行渐远

兴业银行 蒋舒

4月6日,美国3月份就业数据出炉。3月份美国失业率重拾自2011年9月份开始的下降态势。如果我们从美国失业率的视角去回顾美国两轮量化宽松推出的时点,会清晰地看到两轮量化宽松的推出与美国失业率持续上扬的时点密切相关。在目前美国失业率下降的大背景下,美联储近期推出QE3的可能性正不断降低。

美国3月份就业数据揭示,非农就业人数的增长不及预期令美国股市急跌,但是经过季调的美国失业率则比上个月小幅下降0.1个百分点至8.2%。

自从希腊违约风波暂时告一段落,市场的聚焦便从美国转至美国。在2011年年末时,绝大多数欧美金融机构对于美国经济复苏的前景都非常悲观,因此对于美

国货币政策的主流预期是:量化宽松3是否推出不是一个问题,何时推出才是问题。如果我们回过头去看去年年末主要欧美金融机构的2012年展望报告,可以看出意见的分歧主要就在于2012年何时QE3出炉,质疑QE3是否会推出的声音显然处于少数派的地位。

然而,值得注意的是,就在不少金融机构纷纷发出对于美国经济复苏的悲观版本并且预测推动股票和商品市场投资者的QE3出台情景时,从2011年9月份开始,美国失业率已经出现了连续下降的态势。虽然这在被轻描淡写以“短期性”的性质而被轻描淡写,但是当2012年一季度过去后,美国失业率的小幅下降态势仍在继续,于是去年年末似乎毫无讨论价值的QE3是否会出现,就成了讨论了一个市场必须面对的重大问题。

下面我们先从失业率的视

角,回顾一下次贷危机以来的美国量化宽松历程。

在次贷危机爆发后,由于利率已经降到接近于0的水平,美联储不得不通过向市场注入大量短期流动性来稳定金融体系。但是,一旦金融体系呈现出稳定的态势,美国的量化宽松政策的目标就从挽救经济复苏前景黯淡的时点刻到。事实上,如果把经过季调的美国失业率与美联储推出量化宽松1和量化宽松2的时点对比一下,我们会发现:第一轮和第二轮量化宽松的推出都是在美国失业率持续上扬的过程中。正是因为当时美国失业率的上扬引发了美

国经济持续衰退的担忧,才催生两轮量化宽松的猛药。毕竟,如果不是坊间各种评论为了自己结论的需要安在美联储头上的各种动机上,而是站在美联储自身的立场上,美国国内的失业率下降才是实实在在的工作成绩,美国失业率不下降,纵然美联储官员口头上信心满满,所谓的经济复苏也是画饼。

因此,揣摩美联储是否会以及何时会从政策工具箱里再次祭起量化宽松的大旗,并不如坊间推出的各种精彩版本那么高深莫测和紧张刺激,仅需关注美国失业率的走势即可。2011年9月以来的美国失业率持续下降的势头已经使得近期美联储推出QE3的可能性不断降低。美国失业率持续下降的势头将使市场目送QE3远去的背景,无论市场参与者对于这种远去的心情是激动还是失落。

## 债市策略汇

### 利率产品

#### 南京银行:中期金融债相对价值更高

当前国债的稳定走势较为罕见,这与其免税效应、机构配置需求、投标考核有着直接的关系,预计10年国债全年波动在3.3%-3.7%之间,无系统性风险,但对于机构投资者来说交易类持有套利机会较少,适合快速进出操作。若二季度存款利率下行,央票发行利率有望下行,制约10年期国债和金融债的因素将消除,国债收益率会看跌一线。但这种概率可能受制于稳字当头的货币政策,

而且实际贷款利率更多是上浮比例推动,基准贷款利率并不高,而央行对于通胀的担忧也制约了存款下调的可能,不看到经济增速明显回落,相信这两个工具推出的可能性不大,所以对于利率产品总体来看依然是波段操作为主、逢跌买入、逢市场恐慌买入的操作策略。利率债存在波段机会,其中中期的金融债相对价值更高,投资者可以采取逢跌介入,持有为主的策略。

#### 中金公司:3-5年政策性银行债是最佳交易品种

决定4月债市的关键因素有三个:一是法定比率能否继续下调,带动回购利率中枢进一步下移;二是海外市场避险情绪是否会重新增强,美元回升带动大宗商品价格出现调整;三是银行信贷增量能否延续3月份反弹的势头。我们认为美元在二季度走强是大概率事件,大宗商品价格面

临回调的压力,有望为国内政策的进一步放松打开空间。收益率曲线将延续陡峭化下移的特征,3-5年期政策性银行债是最佳的交易品种,建议交易型投资者增持。互换交易中,收取固定利率头寸可以部分平仓,继续保持5-1个月交易头寸和5年期Shibor和Repo互换利差扩大的基差交易头寸。

### 信用产品

#### 华泰证券:中低评级债上涨空间已不大

经济惯性下滑还在持续,通胀小幅反弹后有望企稳,债市基本面的支撑依然健在,只是收益率大幅下行的动力已趋衰竭,特别是利率债和中高评级信用债。但考虑到货币市场资金面适度宽松仍然可以预期,期限利差套利和信用利差套利仍是今年债市增强收益的主要途径,即以短周期的回购市场资金杠杆化配置中长期利率债或中短端中高评级信用债。对于中低评级而言,沙里淘

金依然是今年债券配置和交易的投资主线,只是考虑到近期中低评级信用产品收益率已经明显大幅下行,相邻等级信用利差已回复至50BP左右的历史中值水平,受供给还在放量影响,收益率继续下行的空间已经不大。建议在同一评级体系内,从收益率高于整体水平的券中精选挖掘,比如老城转债、新发公司债、短融和中票,期限尽量控制在3年左右,且要继续回避地产债。

#### 中信证券:低评级债或供求两旺

2月份以来,由于交易所城投债表现相对较好,加之交易所的融资便利,转托管于交易所的企业债规模趋于回升,这一趋势与去年1-2季度的情形比较类似,考虑到当前交易所收益率的相对优势,由套利动机推动的转托管行为同样可能持续。从未来

趋势看,对于中高等级债券,由于市场环境相对纠结,在供给逐渐放量和商业银行债的挤压下,市场供求关系可能存在一定失衡,而对于城投债等低等级品种,在经济企稳回升和市场风险偏好逐渐提高等因素的支撑下,二季度可能呈现供求两旺的局面。

### 可转债

#### 东海证券:转债投资宜“三管齐下”

目前转债市场的整体收益率仍处于历史高位,距离去年转债市场下跌前的收益率水平仍有较大幅度的下行空间。所以,我们认为目前可转债市场仍然具有较好的配置价值。我们的投资策略为“三管齐下”——抓住正股替代和信用品替代两个方

向,同时精选股债平衡型品种。一方面通过利用强股性转债来参与正股市场的操作思路;另一方面,选择债性强的转债替代信用品来持有;对于股债平衡型的品种,则优先选择行业基本面和正股业绩较好并且收益率较高的品种。

#### 东北证券:关注新券申购机会

3月份市场调整是配置可转债的一个合理时间点,4月份仍然是配置转债的不错时机,可关注国电转债、巨轮转债、新钢转债、国投转债的波段性机会,并积极申购新发行已经结束,中签率为0.42%,而中国重工可转债已经获得证监会批

准,中国石化发行可转债的申请获得有条件通过,预示着可转债进入了一个新的发行周期,投资者可关注其中申购机会。4月份转债的一个风险点是石化转债2的发行,其对市场估值的影响比较大,可能在某种程度上使得转债的估值重心下移。(张勤峰整理)

## 新债定位 | New Bonds

12国开17		预测中标利率区间[4.00%,4.08%]			
债券期限	5年	招标数量	200亿元	计息方式	固定利率
付息方式	按年付息	招标方式	单一利率(荷兰式)	招标时间	4月10日
缴款日	4月16日	上市日	4月20日	手续费率	0.1%

中金公司:目前资金面较上周略有改善,但3月份CPI较预期偏高,收益率仍维持窄幅震荡格局。国开债和非国开债利率有所扩大,但近期小幅缩窄,预计机构对本期债券仍有一定配置需求。预计中标利率可能接近二级市场水平,在4.01%-4.05%之间。

中银国际:3月CPI同比上涨3.6%,略高于市场预期。另一方面,为缓解流动性压力央行在第二季度再次下调存款准备金率将是大概率事件。目前国开债比同期限非国开政策性金融债利率高15bp左右,估计本期债券中标利率在4.05%附近,区间在4.00%至4.08%。

华泰证券:目前资金面偏紧的状况不可持续,R007未来有望快速回落,中债应在3.50%以下。预计CPI在3月小幅反弹后维稳,二级市场收益率继续冲高动力不足,短期内维稳的可能性较大。预计本次全场加权平均中标利率在4.02%-4.05%。(王辉整理)

# 三峡集团12日招标100亿元短融券

中国长江三峡集团公司4月9日公告称,定于4月12日招标2012年度第一期短期融资券。本期债券主承销商为中国工商银行股份有限公司,联席主承销商为中国民生银行股份有限公司。

本期短期融资券发行金额100亿元,期限365天;票面年利率通过招标系统招标确定,在存续期限内固定不变,采用单利按年计息,不计复利。