

- 1月收益率走势受资金面影响较大，央行的逆回购公告有助于稳定债市利率。但实际情况说明，机构超储情况在春节的冲击下非常不乐观。外汇占款和公开市场投放的缺失需要新的资金投放渠道来弥补。2月份，如果准备金政策无法落地，那么浮动债券将成为新的看点，其收益率远超同期限固息品种。我们希望通过降准打开短端利率继续下行的空间。
- 1月份CPI同比在4.3%至4.40%，略微高于12月。随着节假日结束，食品价格有望回落，加上翘尾因素明显降低，一季度CPI可能出现快速回落走势。PPI环比涨幅约为-0.1%左右，同比涨幅在0.5%。随着2月份和3月份翘尾因素快速降至负值，PPI同比涨幅最迟在一季度末为负，并持续至二季度末左右，最大同比跌幅有望达到1%以上。
- 1月PMI反映了经济增速下降趋缓的现状。具体表现在生活消费需求旺盛，生产类制成品依然低迷。在目前的刺激政策力度下，未来PMI可能出现回落。
- 1月将迎来放贷高峰期，按照全年大约8至8.5万亿的放贷规模，我们预计1月新增人民币贷款约在1.1万亿左右。一季度约在2.8至3万亿左右。预计1月M1同比增加9%左右，M2同比增长14.5%。
- 2月债市关注的重点由资金面逐步过渡到基本面。内部CPI下行趋势更加确立，外部欧债集中到期压力可能引发新的波澜。收益率可能继续震荡向下。新一轮行情的开启取决于降准预期是否落地，也就是短期利率下降空间是否打开。下调法定准备金率是缓解目前流动性问题的最佳措施，2月份政策落地的可能性很大。

## 一、市场回顾与分析

1月仅有16个交易日，去掉年前和年后几天的“春节模式”后所剩无几。资金面的紧张是可以预期的，但资金利率创历史新高则明显超出市场预期，同时债券收益率平稳震荡，18日的一日游行情反映出目前市场继续做多的信心依然高涨，收益率曲线继续平坦化。

元旦假期之后，市场做多气氛并未立刻出现。回购利率出现回落但幅度不大，R007依然维持在4.0%以上。受元旦前央行降准政策预期的影响，12月下旬开始了一波利率下行，随着政策落空，收益率出现小幅反弹。但央行于1月6日发布公告称：停发央票，并根据流动性状况进行逆回购操作。市场闻之大大松了一口气，买盘重新发力，10年国债一举突破3.40%，其他期限和品种也均有5至7BP的降幅。随后利率进入震荡阶段，由于国债金融债曲线已经比较平坦化，中长期利率继续下行阻力较大，因此期限较短的央票开始受到青睐，加上停发的利好刺激，1年和3年期央票买盘踊跃，1年收益率由3.49%降至3.42%左右，3年由3.45%降至3.31%。

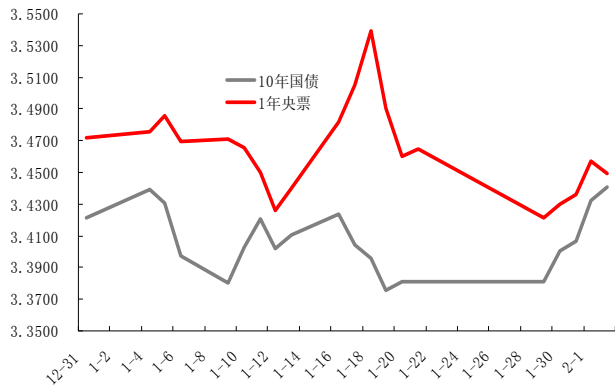
信用债由于高收益，供给少受到市场疯抢。尤其是AA+及以上的高评级品种供不应求。收益率出现大幅下行。1年期超AAA电网CP利率由4.75%降至4.40%，普通1年期AAA的CP由4.90%降至4.55%，中票同样出现大幅度下行。我们认为年初公司发债减少，尤其是高评级债券供给太少，而且年初大量短融即将到期，再配置需求明显增大。因此信用债利率出现大幅下行。不过随后信用债供给会逐步增加，部分中低评级品种供给较大，而市场对高评级品种的需求更好。

市场真正的亮点出现在春节前一周，资金利率大幅走高，央行公开采取逆回购仅有3520亿，远远无法满足市场需求。1月18日，隔夜至1个月资金日间最高利率达11%至15%，隔夜15%的利率创历史新高。流动性较高的央票和短期国债遭到抛售，其中1年期央票利率最高成交至3.65%，较前一日的3.51%大幅上涨，1年国债也有机构不惜血本折价抛售，利率达到2.99%。随着上午资金面略有改善，买盘开始抬头，最终1年央票利率回落至3.55%附近。1月19日继续回落至3.50%。其他中长期品种利率也有明显下行。可以看出，资金面在春节前后是影响市场的主要原因，随后市场重点将转向CPI、PMI数据等基本因素。

IRS走势是震荡向上，主要受到回购利率大幅升高和PMI继续反弹的影响。整条曲线两头高，中间低。对于短期品种来说，Sell一方需要背负巨大的负Carry压力，但1年期repo IRS的固定端水平依然维持在3.15%，2年、3年都在3.10%以下，即使资金宽松起来，R007也难以长期处于3.0%下方。这显示机构对未来资金面和政策放松预期依然强烈。对长期品种来说，repo 5y IRS受制于短端利率，难以大幅度下行，如果经济复苏和CPI止跌的时点早于预期，那么IRS曲线会重新陡峭化，主要是长端出现上行。

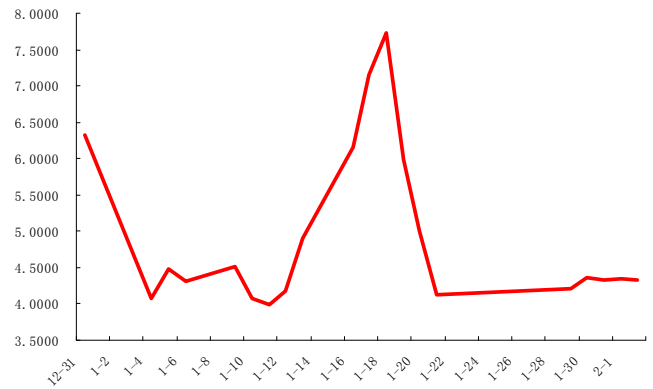
总体来看，1月收益率走势受资金面影响较大，央行的逆回购公告有助于稳定债市利率。但实际情况说明，机构超储情况在春节的冲击下非常不乐观。外汇占款和公开市场投放的缺失需要新的资金投放渠道来弥补。2月份，如果准备金政策无法落地，那么浮动债券将成为新的看点，其收益率远超同期限固息品种。我们希望通过降准打开短端利率继续下行的空间。

1月10年国债期与1年央票走势



数据来源: wind

1月R007利率走势



数据来源: wind 广发银行

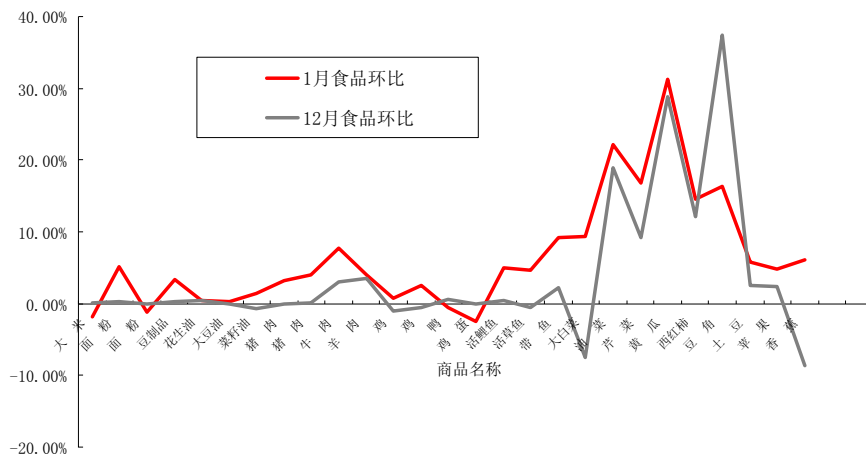
二、数据分析及政策观察

1 月份 CPI 受春节因素影响，同比小幅反弹，预计在 4.3% 至 4.4%。1 月 PPI 环比涨幅约为 -0.1% 左右，同比涨幅在 0.5%。

从 12 月开始，春节和元旦的节日效应开始显现，当月食品价格环比涨幅由负转正，达到 1.20%，拉动 CPI 同比上行 0.4 个百分点。非食品价格环比涨幅低于历史均值，为 -0.1%，略微拉低 CPI，CPI 同比涨幅达到 4.10%，略低于 11 月。

随着春节临近，1 月份食品价格上涨势头没有明显放缓。根据商务部监测的 36 个大中城市食用农产品市场价格数据，蔬菜、肉类和水产品涨幅较大，截至 1 月 15 日，分别累计上涨约 12%、1.3% 和 0.7%，且未来将继续上涨。根据统计局公布的“50 个城市主要食品平均价格变动情况”来看，截至 1 月 20 日，几乎所有食品价格与上月同期相比明显上涨，蔬菜、肉类、水产品、面粉等主要食品价格涨幅较大。蔬菜生长和运输受雨雪天气影响，18 种蔬菜中的绝大多数价格从 12 月开始持续上涨，中途略微走平后继续上行。猪肉价格从 12 月上旬阶段触底后重新走高，涨价幅度略有加快。我们认为这主要是受到春节因素影响。根据我们 2011 年年报分析，生猪存栏量和能繁母猪量今年 6 月份以来均有明显上涨。猪粮比从去年年中以来不断上涨，至今年 6 月达到高点，此过程伴随生猪养殖的扩张，养殖利润不断降低。未来生猪存栏量不断增加，猪价保持下降趋势。12 月初开始的猪价暂时走高是下跌途中的反弹，春节后将重新掉头向下。综上，我们认为 1 月份 CPI 食品价格环比在 2.5% 左右。

主要食品价格环比比较



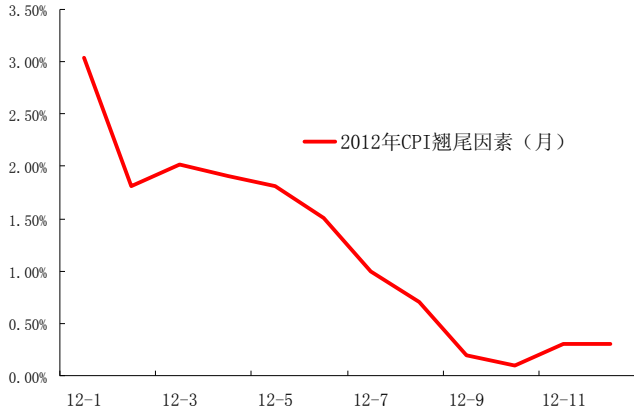
数据来源：国家统计局 广发银行

12 月 CPI 非食品部分由正转负，是 2010 年 6 月份以来首次负值，主要得益于衣着类环比涨幅大幅下降 1 个百分点至 0.4%。另外家庭设备和居住价格环比下降 0.3 和 0.2 个百分点。衣着、服务类行业受劳动力成本上升影响，价格环比涨幅难以持续回落，未来可能继续保持上行趋势。居住类则受到房地产调控政策的影响，装修和房租等价格同比走势呈现趋势下滑。随着 PPI 指数快速下降，降价压力会逐步传导至 CPI 非食品部分，抵消劳动力成本上升带来的生产成本上升。具体到 1 月份，由于春节期间烟酒价格和餐饮娱乐、交通运输等服务行业用工成本较平时明显增加，因此非食品类价格下行会受到一定程度遏制。

总体来看，1月份非食品环比涨幅将保持平稳，环比幅度预计在-0.10%附近。

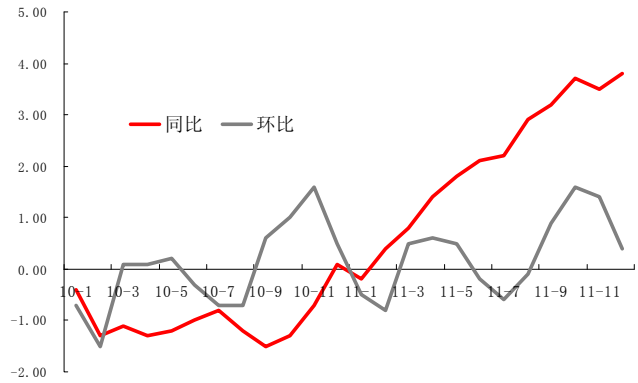
综合食品和非食品情况分析，我们预计1月份CPI同比在4.3%至4.40%，略微高于12月。随着节假日结束，食品价格有望回落，加上翘尾因素明显降低，一季度CPI可能出现快速回落走势。

CPI翘尾因素



数据来源: wind 广发银行

衣着类同比、环比历史走势

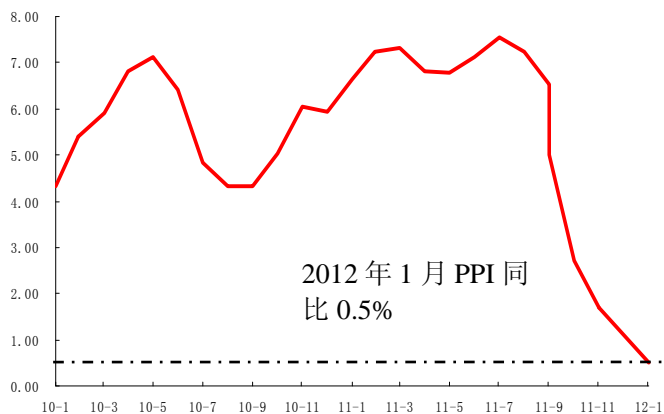


数据来源: wind 广发银行

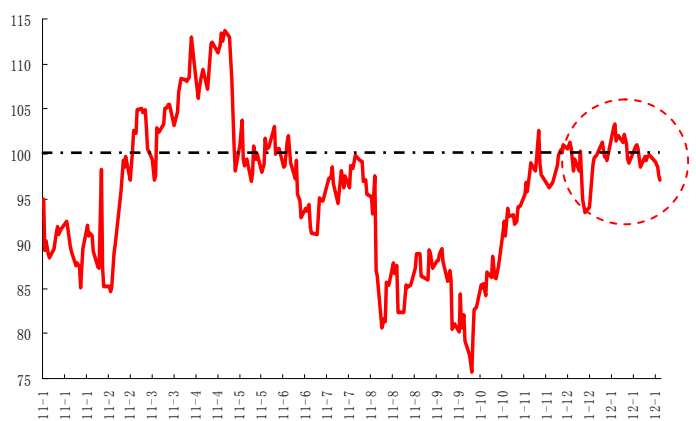
PPI方面，12月份PPI同比涨幅1.7%，明显低于市场预期，环比为-0.3%，较上月的-0.7%相比幅度减少。目前进出口低迷，国内高铁，房地产等固定资产投资受限，显示内外需求明显放缓，企业去库存压力仍存，工业品价格持续下跌。从近期国际原油期货价格来看，由于美元坚挺，需求放缓等因素，原油价格经过继续保持横盘震荡走势。商务部数据显示，国内重点监测生产资料市场价格趋稳。截至1月15日，橡胶价格基本持平，钢材受到冬季施工放缓和务工人员集中返乡影响，需求减少，价格下降1.1%，而锌和铜分别上涨0.3%和1.4%。目前国内外总需求萎缩、经济下滑的趋势依然存在，重点原材料价格难以大幅上涨。美元指数有望长期保持强势，原油价格不会出现明显上涨。

我们认为1月份PPI环比涨幅约为-0.1%左右，同比涨幅在0.5%。随着2月份和3月份翘尾因素快速降至负值，PPI同比涨幅最迟在一季度末为负，并持续至二季度末左右，最大同比跌幅有望达到1%以上。这对同期CPI降低大有帮助。

PPI同比走势预测



NYMEX原油价格走势



数据来源: wind 广发银行

数据来源: wind 广发银行

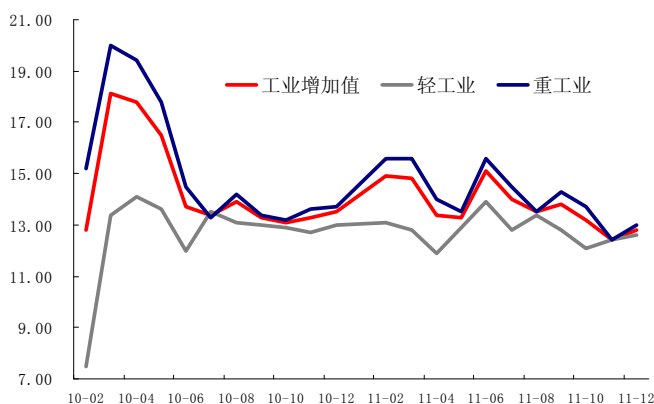
根据以往数据和经验分析,工业增加值环比增速存在考核期即季度末伴随冲高,随后出现回落的现象。12月工业增加值数据再次反映了该规律。根据统计局数据,12月工业增加值同比增长12.8%,环比增长1.10%,2012年全年同比增长13.9%。2011年四季度环比增速在此出现反弹,但反弹力度不及前三个季度末,显示工业增长的动力不及年中。从GDP的环比数据也可以看出,2011年四季度GDP环比涨幅2.0%,同样低于前三个季度的2.1%、2.3%、2.3%,但下滑的趋势平缓,未来下滑趋势仍将持续一段时间,我们预计1月份工业增加值环比和同比增速将出现小幅回落,预计环比在0.95%,同比大约是12%。因为今年春节在1月份,部分生产活动提前或推后;而且去年春节在1月底2月初,基数影响下今年1月工业增加值同比增速较12月会出现明显回落。

工业增加值环比增速预测



数据来源: wind 广发银行

工业增加值同比走势



数据来源: wind 广发银行

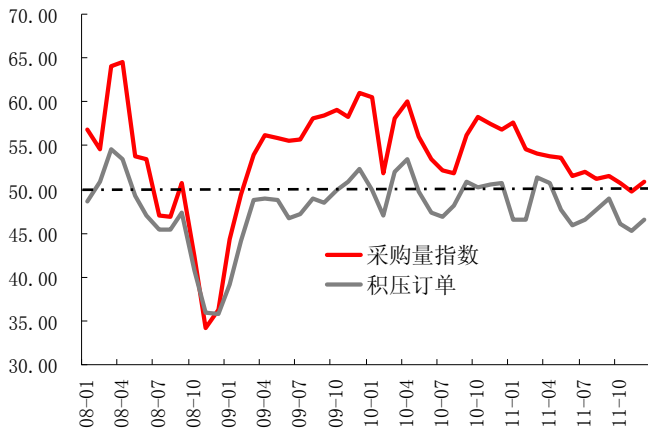
从中采PMI指数来看,1月为50.5%,较去年12月份的50.3%上升0.4个百分点,继去年11月的49%低点以来,连续第二个月上升。反应经济增速回落的趋势比较缓慢。不过从细项分析,假日因素对PMI反弹的贡献作用不小,而新出口订单和积压订单指数大幅下降,后期PMI继续反弹难度较大,可能再次出现回落。

从分项来看,新订单和新出口订单分别上升0.6个百分点和下降1.7个百分点,显示1月份内需明显强于外需。受节假日影响,生活消费品行业新订单指数达到58.4%,其中农副食品加工及食品制造业、饮料制造业新订单指数达到60%以上。而普通原材料,能源类产品需求低迷,新订单依然在50%以下。产成品库存大幅下降至48%,是2011年3月以来的最低点,反应了企业去库存速度加快。生产指数由53.4%小幅升至53.6%,连续两月较高,总体生产情况较为稳定,其中生活消费品行业生产指数高达58.8%,明显高于原材料与能源、生产用制成品等行业,说明假日因素对部分行业的生产刺激较大。另外,购进价格受春节影响大幅上涨至50%。

不过,积压订单指数和采购量指数出现回落,尤其是积压订单指数下滑3.4个百分点至43.2%,是09年以来最低值,显示未来需求持续性不佳,我们认为,渡过春节假期后,这波以生活消费品行业为主带来的PMI上升可能告一段落,但其使经济增速下降的势头趋缓,也显示出当前经济增长结构中越来越强内生部分——消费对经济的稳定作用。

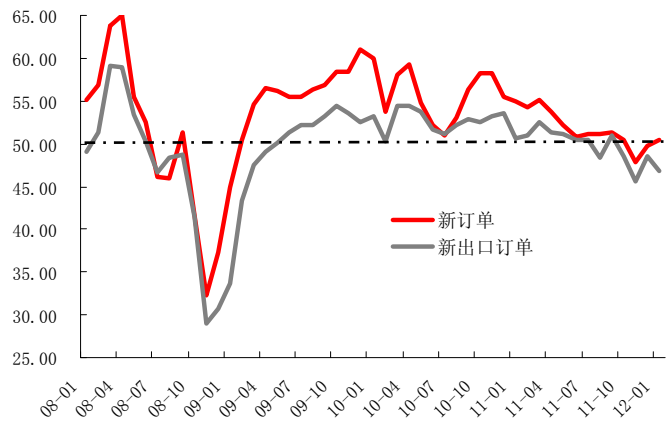
总体来看，1月PMI反映了经济增速下降趋缓的现状。具体表现在生活消费需求旺盛，生产类制成品依然低迷。在目前的刺激政策力度下，未来PMI可能出现回落。

PMI: 采购量、积压订单指数



数据来源: wind 广发银行

PMI 新订单和新出口订单



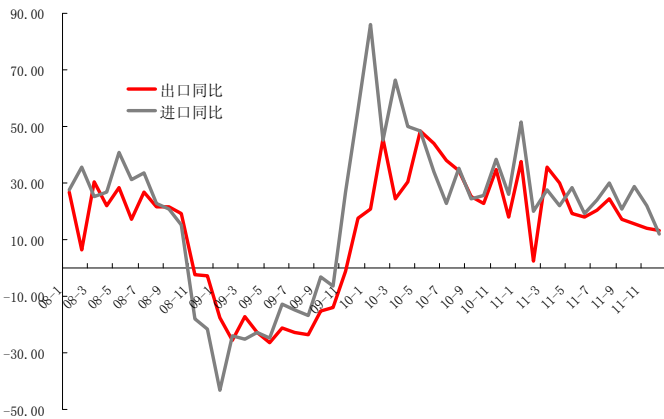
数据来源: wind 广发银行

外需持续放缓，内需下滑严重，我国对外贸易环境不断恶化。

12月份，我国出口同比增速13.4%，较上月小幅下降0.42个百分点；进口同比增速仅有11.8%，较11月大幅下降10.8个百分点。首先，出口增速同比下滑速度降低，主要受到12月西方节假日需求增多的提振。不过季调后出口环比增速为-2.3%，依然未摆脱低迷态势。12月进口同比增速大幅下降10.8个百分点，创2009年底以来的最低值，内需萎缩比较严重。另外，我国进口商品中的大宗原材料价格下跌，也是导致进口增速超预期下滑的重要原因。在出口趋稳进口大幅下行的影响下，12月贸易顺差165亿美元，同比增涨31%。

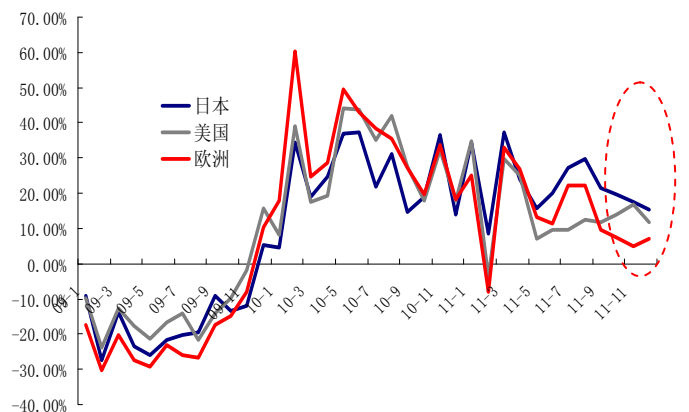
从贸易地区来看，我国对美日欧的出口同比增速依然不乐观，尤其对美国的同比增速出现明显下降。环比同样不乐观，12月对美日出口环比为负，对欧盟环比接近0。未来欧洲财政紧缩将导致我国对其出口难以出现好转，美国经济复苏缓慢，因此外需较去年明显增长的可能性不大。内需受到国内紧缩政策的影响，同样难以提振，1月PMI进口指数46.9%创下09年以来新低，对外贸易形式不乐观，数据可能继续创出新低。

进口和出口同比走势



数据来源: wind 广发银行

对美日欧出口同比走势



数据来源: wind 广发银行

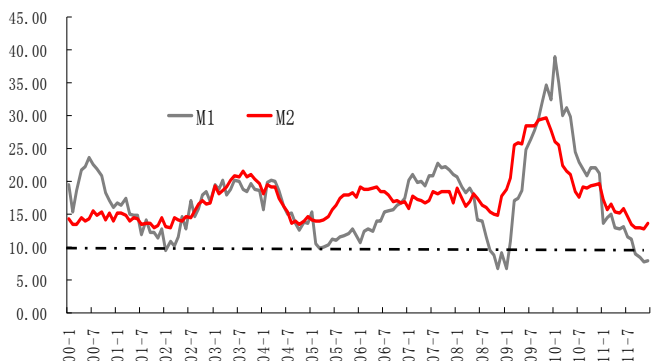
**12月新增信贷超预期，M1、M2反弹，财政存款大量投放是主要原因。**

12月新增信贷6405亿，全年达到7.5万亿。这与大幅机构去年的预期一致，但12月新增信贷却明显超过市场5500亿左右的预期。我们认为信贷超预期增加的主要原因是银行存款大幅增加。12月M1同比增长7.9%，较上月7.8%略有回升；M2同比增长13.6%，明显高于市场预期的12.7%附近。

目前制约金融机构新增信贷的最主要问题是存款增长乏力，进而受到贷存比的约束。12月新增人民币存款达到1.43万亿，大大缓解了银行的存款压力，因此新增信贷水平也出现上涨。目前的宏观经济政策处于微调时期，信贷增速近2个月持续大幅增加显示中央对经济增长稳定性的担忧。从新增信贷的期限来看，短贷多，长贷少的局面有加剧的趋势，缓解短期融资压力是目前的主要目标。12月新增信贷中，短期贷款和票据融资达到4700亿（其中票据融资500亿），中长期贷款仅有1500多亿，长短期贷款之间的差距扩大。政策紧缩使目前的经济活力较差，企业对中长期贷款的需求非常有限。另外，高利率也是限制企业长期投资的重要原因。这种情况短期内难以改变。**1月将迎来放贷高峰期，按照全年大约8至8.5万亿的放贷规模，我们预计1月新增人民币贷款约在1.1万亿左右。一季度约在2.8至3万亿左右。**

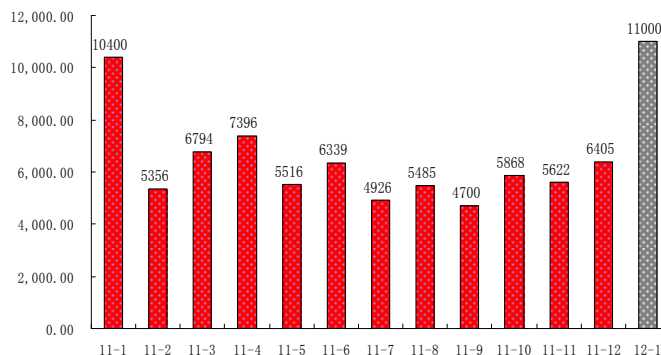
得益于存款和贷款的大量增加，12月M1、M2出现恢复性上涨。其中M1涨幅仅0.1个百分点，M2涨幅更大，说明货币供应量反弹主要是因为贷款转化的定期存款增加。1月份，春节带来M0的大幅上涨，同时贷款大量增加，M1、M2有望进一步反弹。**我们预计1月M1同比增加9%左右，M2同比增长14.5%。**考虑到目前总需求依然较弱，经济缺乏活力，未来M1难以快速回升，可能继续在底部震荡。随着经济政策逐步放松，总需求回暖，M1增速开始提高，并缩小与M2差距。

**M1、M2同比增速**



数据来源: wind 广发银行

**2012年1月新增人民币贷款预测**



数据来源: wind 广发银行



**政策观察：央行公告春节前暂停央票发行，根据实际需求采取逆回购操作，降准预期受打击，政策落地可能延至节后。央行目前仍以数量调控为主。**

2011年12月央行并未如市场预期下调准备金率，这在一定程度上打击了市场做多的信心。而12月5日下调存准率释放的4000亿资金已经“被迫”通过1年期央票回笼，加上12月外汇占款较11月继续减少1000亿，因此，12月下旬到1月初，资金面一直处于紧平衡状态，短期资金充足，长期资金紧俏，并在临近春节假期时出现全面收紧。

于是，降准呼声再起。然而央行1月6日发布一则公告，称“春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作。”这则公告可谓是喜忧参半，喜的是央行向市场承诺了春节前的流动性保障，机构心理有底；忧的是，资金有多少，资金有多贵？

央行对商业银行进行逆回购这一做法并不新鲜，多在流动性紧张时使用。其特点是消息隐蔽、资金量有限、价格昂贵，可以看作是“保命钱”。此次央行针对节前流动性紧张局面专门发公告，可以看出其想稳定市场情绪的目的，同时也暗示准备金政策近期难以落地。当然，这是最常规的解读，央行向来出其不意，这次，央行非公开进行的逆回购数量可能远远超过网上公开招标的3520亿。总之，央行已经体现向市场表了态：莫恐慌。

不过从实际情况来看，情况恐怕没有这么乐观。首先，M0春节期间会大幅增加。2011年春节期间M0新增达1.3万多亿，创历史记录。在此我们保守预计2012年春节M0增加1万亿。这1万亿M0在2月份会逐步回流，但规模并不确定。第二、1、2月份，中小银行补缴存款准备金月均1000亿左右；第三、财政存款余额年初会增加，规模大约在3000亿左右；第四、外汇占款增长压力巨大。2011年10到12月分别流出249亿、279亿和1000亿，规模不断扩大。期间央行在美元指数大涨的情况下，依然让人民币升值了0.8%左右，借以缓解人民币抛售压力。现在我们乐观的估计1月份外汇占款没有继续流出。第五，1月份公开市场到期仅760亿。第六、存款自然增加需要缴纳的准备金，约为2000亿左右。综合以上数据，春节期间消耗的银行超储达到1.6万亿左右，这几乎是银行系统所有的超额准备金量。央行此次进行逆回购的规模将达到万亿左右，其中包括常规公告的14天，还有部分机构收到的隔夜、21天和1个月资金，用以弥补节后大量资金集中到期压力。这远超以往几千亿的操作规模。

至于资金价格，我们认为并不贵。两次公开招标的14天利率分别是5.47%和6.05%，而部分机构收到更长期的非公开资金价格则可能在6.50%至6.60%附近。低于同期回购利率。不过一级交易商拿到资金后必然希望将高昂的成本转嫁给需要融入资金的券商、基金、农联社等小型机构。可以预计，年后的一两个周内，回购利率难以出现快速回落。其实今年央行逆回购的利率水平明显低于去年的7%左右的利率，而且期限更长，说明央行并不希望看到资金利率大幅上涨，但18日回购利率的大幅飙升显然超过央行和市场的预期，也能看出外汇占款和公开市场资金投放缺失的影响明显。对比2011年春节期间，当时1月和2月公开市场净投放资金8000亿，2月新增外汇占款2100亿，明显对冲了1.3万亿的新增M0。

2月份，逆回购到期压力巨大。当月公开市场到期120亿，面临补缴存款准备金1000亿，新增贷款大量增加会消耗超储，财政存款增加和外汇占款的增加（乐观估计）可能对冲，M0逐步回流到银行体系内。不过面对大量的央行逆回购到期，资金面依然面临较大压力，央行可能继续进行逆回购展期。说到

底，逆回购操作只是缓解短时间流动性困难，后期需要其他渠道的资金投放来补充，以往主要的外汇占款投放渠道受限，公开市场又无到期，因此我们认为，下调法定准备金率是缓解目前流动性问题的最佳措施，2月份政策落地的可能性很大。

综上分析目前的流动性状况，我们认为央行于2月下调存准率的概率很大。幅度是0.5到1个百分点。

价格调控方面，我们认为短期内看不到降息的可能。目前CPI依然在4%以上，PMI位于50%以上，经济活力尚可，存款处于负利率状态，贷款则主要受到可贷资金的限制，属数量问题，一旦存款压力缓解，新增信贷增长非常迅速，这从12月数据可以看出。

现在可以预期的是一季度CPI下行趋势的确立。如果年中企稳于3.0以下，同时经济增速不断放缓，那么降息可能出现。但现在市场普遍预期全年CPI是U型走势，经济硬着陆风险很小，而且从2010年四季度开始的紧缩政策中，加息仅有4次，远不及准备金率上调次数。同理，在经济增速下滑过程中，数量调控的预调微调功能更易实现，更加灵活。面对高企的CPI，降息手段可用次数不多，因此短期内难以实现。

### 三、市场展望

1月，在资金面逐步趋紧的情况下，债市走势依然强势，以震荡为主。期间虽有波折，但收益率上行仅仅是一日游。资金紧张期间趁机下手的买盘源源不绝。

展望2月，市场焦点除了在资金面之外，还会更多关注基本面，比如物价、工业增速等数据以及欧债危机。我们认为在央行不下调存准率的情况下，资金面没有明显放松，市场难以出现明显机会，收益率保持震荡略向下走势，曲线平坦化将持续。根据上文分析，央行采取的逆回购操作年后集中到期，在没有外汇占款和公开市场投放资金的情况下，这种集中到期很可能引发流动性超预期收紧，加上长假后赶上月末，资金面不乐观。回购利率不会快速回落，这就压制了短端债券利率继续下行的空间。进而影响长端品种做多。目前长端利率水平偏低主要靠预期打压，但长久下去还是要看基本面和资金面。而各品种收益率曲线平坦化，尤其是央票、金融债和信用债，**主要原因就是资金利率难以大幅回落，和一级市场利率企稳。**

首先，就当前政策走向看，我们对资金面不乐观。2月份公开市场到期少，财政存款增加，美元指数坚挺导致外汇占款恢复情况不乐观，回流的M0资金与公开市场逆回购到期对冲。货币供求保持平衡状态就算不错。如果央行下调1个百分点准备金率，那么短期品种走势可以期待。并为长期利率下行打开空间。

第二是一级发行利率。结合年后资金状况和收益率来看，1年期央票重启的可能性不大。如何缓解逆回购集中到期压力是节后的一大问题。从收益率来看，现在1年央票发行利率3.4875%，接近中短期金融债水平，相对3年央票更是高了近20bp，对比1年国债高了70bp左右，点差处于历史高位，市场需求比较旺盛。央行如果继续发行，必然被动长期回笼资金，因此央行不如暂时停止该品种发行，对二级市场来说将是很大的利好。有朝一日重启1年央票，发行利率重新跟二级市场接轨即可。

信用债发行利率差别巨大，高等级债券普遍发在招标下限，相对中低评级的点差较大。1月的疯抢行情在2月难以持续，我们认为短期内信用债依然强势，长期下去则会出现分化。随着供给增多，年初买无可买的大量需求得到满足。由于贷款困难，更多企业进入到银行间市场，首次发行企业越来越多。如果央行降低准备金率，企业的直接融资渠道就更加顺畅。可以预计，信用债新增供给将以中低评级为主，所以我们更看好高等级债券，其自身现金流良好，发债需求不大，债券供给小于其他评级。

其实，利率品种也受供给影响很大。2012年国债发行计划中，7年和10年长期债券发行指数达到19只，占31只关键期限国债的61%，去年只占52%。国债中长期品种供给压力较大，如果经济增速恢复和CPI下行结束都快过预期，那么国债中长端压力较大。政策性金融债依然是国开行供给为主，这也是导致2011年国开债同期利率明显高于其他2家政策性银行的原因。今年是已知的国开债信用风险权重为0的最后一年，因此其供给不会少于去年。目前在流通的几只10年金融债均为国开债，收益率3.95%左右，较去年高点下行100bp左右，并在该位置横盘很久。因此，供给增多也是收益率曲线长端面临的压力之一，必须打开短端下行空间才能进一步做多。

IRS方面，在经历了1月的流动性危机后，未来下行的可能更大。repo IRS

曲线月末由于资金紧张和 PMI 等数据影响出现大幅上行，也能看出市场对于降准预期的减弱。我们认为，随着资金面宽松，互换利率短端有向下调整的需要，不过幅度有限。考虑到目前 ofside 较大的负 Carry，估计 payside 动力较强。长端则受到政策放松和经济增速、物价下滑的预期受到压制，曲线依然非常平坦。准备金政策的落地才能对曲线陡峭化带来实际意义。

综上所述，2月债市关注的重点由资金面逐步过渡到基本面。内部 CPI 下行趋势更加确立，外部欧债集中到期压力可能引发新的波澜。收益率可能继续震荡向下。新一轮行情的开启取决于降准预期是否落地，也就是短期利率下降空间是否打开。

## 免责声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行投资所造成的一切后果，本银行概不负责。

本报告版权仅为本银行所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为广发银行，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改