

2011 年 2 季度债券市场分析报告

报告原因：

2011 年 4 月 1 日

各类型债券季度市场表现：

指数名称	3 月 31 日 收盘价	季度涨 跌 (%)
中证国债	131.32	1.1165
中证金融债	110.77	0.6542
中证企业债	136.81	-0.3569
中证央票	113.06	0.9735
中证短融	114.54	0.9964

债券策略研究

投资要点：

●宏观经济趋于平稳，货币政策以微调为主。工业增加值增速趋于稳定，PMI 新订单指数有所上升；固定资产投资增速或将企稳，外贸形势不容乐观；CPI 继续上升，外汇占款增加或将继续；央行调控有术，“紧中有松”现腾挪。

●2011 年 1 季度债券市场发行回顾。从发行构成上看，金融债券构成债券市场发行主力，央行票据排名第二，这主要是政策性银行要保持持续性投资的缘故，央行票据出于减少流动性的需要。企业大量发行短期融资券，是为了规避“加息”的缘故。此外，可转债也有所增加。

●2011 年 1 季度收益率变化情况。2011 年 1 季度债券市场总体上呈现下跌走势，收益率微弱上行。根本原因是货币政策紧缩的缘故。

●2 季度债券市场投资策略。由于紧缩预期仍存，市场并无明显的上行动力，但有结构性机会存在。建议关注中长期品种。特别是公司债。可转债兼有股性和债性两种属性，防御性较好，还具备成长性。应当积极参与。

分析师

马保明

执业证书编号：S0760511010014

邮箱：mabaoming@sxzq.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

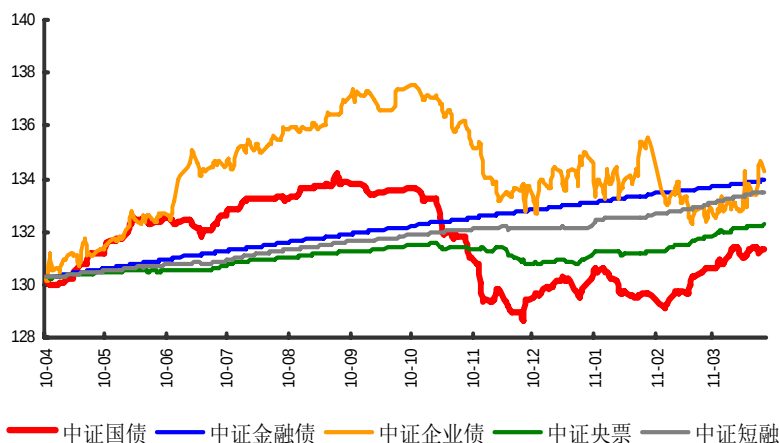
地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

中证国债指数与金融债指数、企业债指数、央票指数、中证短融比较分析图

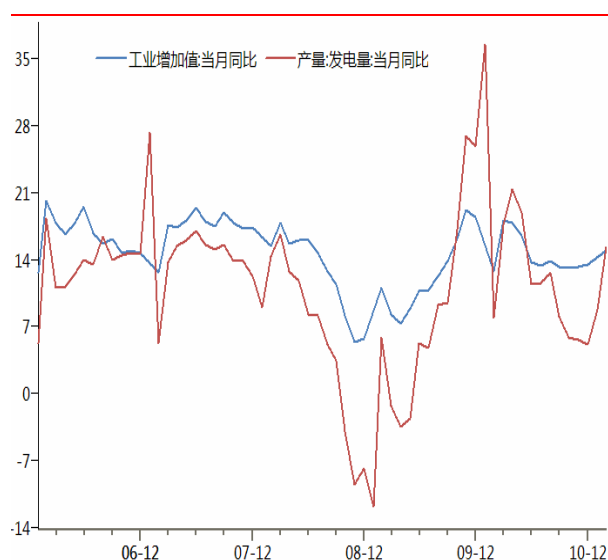


一、宏观经济趋于平稳，货币政策微调为主

工业增加值增速趋于稳定，PMI新订单指数有所上升。据wind预测，2011年3月工业增加值同比增速为13.7，与前几个月相比，趋于稳定状态。说明经济过热势头得到一定遏制，宏观经济平稳增长势头明显。我国制造业的增速放缓得到确认，不过经济放缓有利于抑制国际粮油价格高企的输入性通货膨胀，减轻社会各界对于持续上涨的担忧。

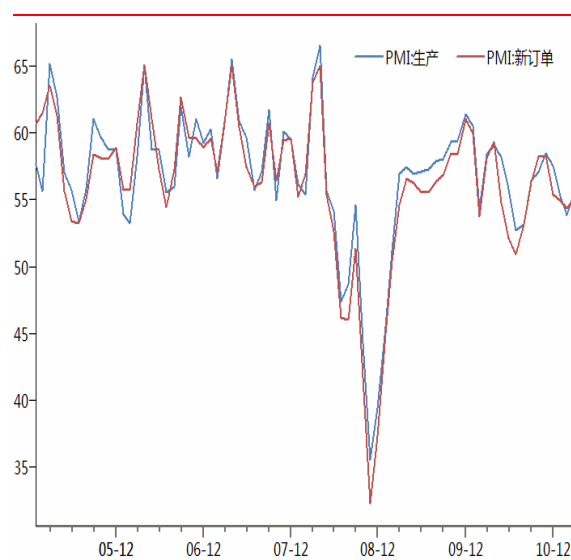
中国物流与采购联合会4月1日发布的数据显示，3月份生产指数为55.7%，比上月提升1.9个百分点，表明春节过后制造业生产量继续呈增长态势，增速有所加快；新订单指数为55.2%，提高0.9个百分点，表明制造业经济处于平稳适度增长区间。在国家宏观偏紧的政策调控下，PMI连续3个月的小幅回落。现在这种回落势头也已得到扭转。而从长期老看，自2009年3月以来，中国PMI已连续25个月位于50%以上的扩张区间，表明中国制造业经济总体保持增长态势，增速加快。

图1 工业增加值同比增速(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图2: PMI新订单有所回升



数据来源：Wind 山西证券研究所

固定资产投资增速或将企稳，外贸形势不容乐观。在消费、投资、出口三架马车中，投资是最有效、最可靠的经济增长动力源，是维持中国经济可持续发展的基石。因此投资增速企稳势在必行。

分地区来看，中西部仍将是拉动固定资产投资增速的主要区域，农村固定资产投资受城镇化进程将逐步加快。受政府政策的影响，房地产开发投资由于基数效应，继续冲高，但由于销售额的快速下降，已经开始拖累房地产开发增速。

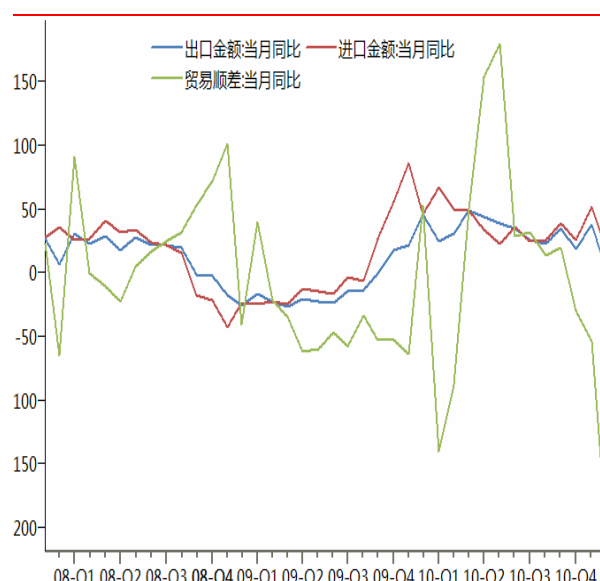
北非中东局势不稳，日本地震危害影响短期难以消除，人民币升值的预期不断提升，贸易摩擦增加，国内劳动力成本快速上涨，这些因素导致出口增速放缓。生产商宁愿更多向本土市场供货，而对欧、美等发达国家的出口明显减少。许多国家采购商都认为今后中国工人工资将会大幅上涨，产能势必将会被压缩。从去年末开始已经有生产厂家出现供货推迟现象。相对于出口大幅下滑，对美欧的进口增速基本稳定，机电产品进口占比最大的日本呈现下降趋势，资源类进口稳步增长。总体来看，2 季度外贸增速回落已经定局，贸易顺差仍将继续下滑。

图 3 城镇固定资产投资和房地产开发数据



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 4 外贸进出口情况



数据来源：Wind 山西证券研究所

CPI 继续上升，外汇占款增加或将继续。 中国国务院发展研究中心主任张玉台 3 月 21 日称，中国经济增速将在 2011 年二季度后回升。尽管当前物价上涨压力仍较大，但应当达到 4% 左右的调控目标。国家统计局数据显示，2 月份居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 4.9%，生产价格指数 (PPI) 上涨 7.2%。从图 2 可以看

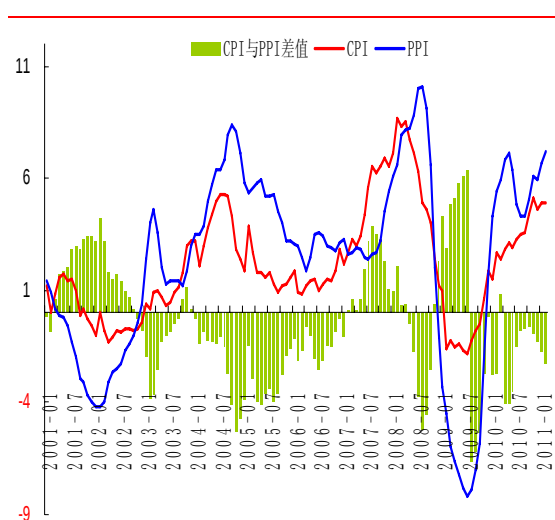
出，PMI走势发生转向，预计这将影响3月CPI有所回升，多家机构预测3月CPI涨幅超过5%。事实上，包括食品价格季节性上涨、劳动者工资上调、资源产品调价等结构性上涨压力将长期存在。同时不排除结构性上涨压力在年内某些时段突出显现，这使得全年物价上涨和回落的幅度都有限。

据央行公布的数据，央行日前公布的数据显示，2月份新增外汇占款2145亿元，较上个月锐减57%。但通过分析可以发现，2月份外汇占款大幅下滑，主因在于贸易出现逆差，而非跨境资本流动出现趋势性的转变。一般而言，贸易顺差、外商直接投资以及其他跨境资本流入方式是推动外汇占款增长的主要力量。根据商务部数据，2月份贸易实现逆差73.1亿美元，FDI（外商直接投资）为78亿美元，两者之差仅为4.9亿美元。

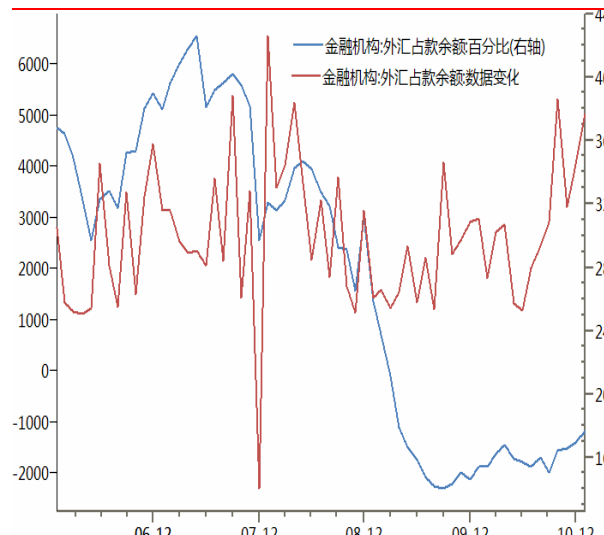
这样算来，其他跨境资本流入方式超过2100亿元，与此前月份差距不大。而且，虽然2月份的外汇占款环比下降明显，但是与去年同期相比，还是增长了19.5%，显示资本流入的压力不减。美国等西方国家为了转嫁其就业压力，对我国人民币汇率压力正在不断加大；中国经济的稳定增长，人民币资产吸引力的改善成为资金流入的主要动力，未来外汇占款中不可解释的部分将会不断增加。有观点认为通胀问题的源头是外汇占款这种货币被动发行方式，加上央票到期资金激增，央行公开市场操作净投放或成趋势，公开市场被迫大量投放到期流动性，亦成为基础货币扩张的助涨力量。因此要加强银行表外融资监管等措施，保持对“热钱”等违规资金流入的高压控制和打击态势。

图5：CPI与PPI差值扩大

图6：外汇占款同比增速（%）



数据来源: Wind 山西证券研究所



数据来源: Wind 山西证券研究所

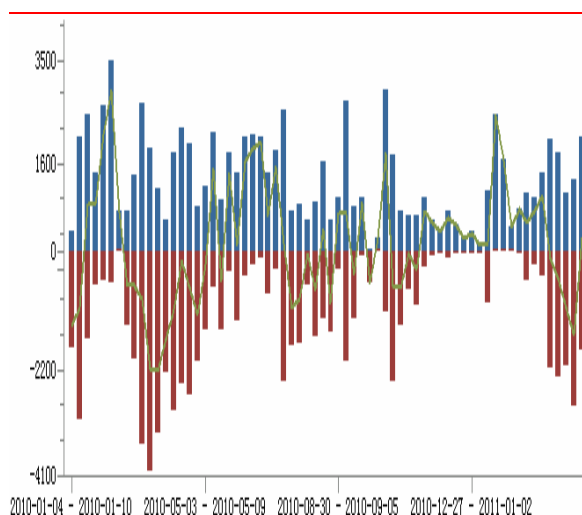
央行调控有术，“紧中有松”现腾挪。伴随着货币政策基调由“适度宽松”转向“稳健”，央行去年10月以来实施了包括加息和上调准备金率等一系列紧缩性措施，以回收过分充裕的银行体系流动性，取得比较明显的效果。中长期来看，由于阿拉伯世界政治动荡，日本地震后重建需求的支撑，中国仍然持续面临输入型通胀的压力，最近央行宣布自2011年4月6日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点。这是一次被动的、滞后的加息。“此轮加息周期已经进入下半场”（李迅雷）。

从国际大背景来看，欧元区经济复苏势头良好，业已进入加息周期。欧盟委员会3月初发表的报告显示，2011年欧元区经济增长率将达到1.6%，于是欧洲央行4月7日宣布将欧元区主导利率由现行的1%提高至1.25%。

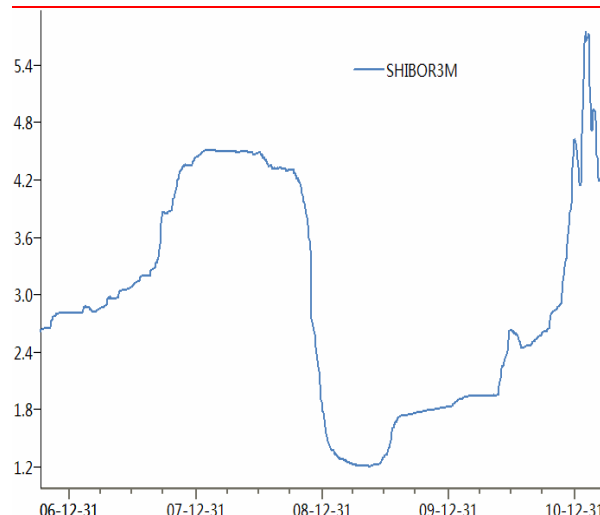
不过尽管市场资金面受到很大约束，但市场资金由于前期宽松货币政策的实施，积淀了相当可观的流动性。可以说市场并不缺钱，缺的是机会。从股市波动就可看出，资金冲动随时都有可能发生。

图7: 央行公开市场操作（亿元）

图8: SHIBOR3M走势（%）



数据来源: Wind 山西证券研究所



数据来源: Wind 山西证券研究所

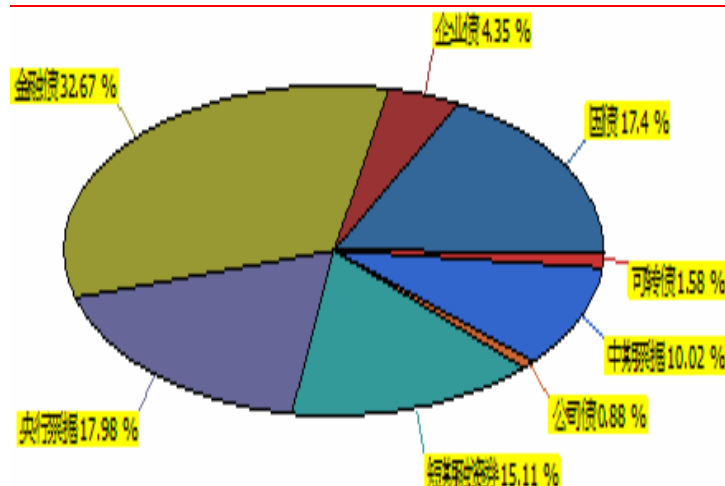
二、2011 年 1 季度债券市场回顾

1. 一级市场发行

2011 年 1 季度债券市场共发行债券 444 期,发行总量 18740.03 亿元,其中,国债发行 12 期, 3260 亿元; 央行票据 19 期, 3370 亿元; 金融债券 38 期, 6123.1 亿元; 企业债券 73 期, 815.78 亿元; 短期融资券 168 期, 2832 亿元; 中期票据 117 期, 1878.55 亿元; 可转债 5 期, 295.2 亿元。

从发行构成上看, 金融债券构成债券市场发行主力, 发行量占比为 32.67%。央行票据排名第二, 占比为 17.98%, 这主要是政策性银行要保持持续性投资的缘故, 央行票据出于减少流动性的需要。此外, 企业大量发行短期融资券, 占比为 15.11%, 是为了规避“加息”的缘故。(见图 9)

图 9 2011 年 1 季度债券发行总额构成



数据来源: Wind 山西证券研究所

2. 交易情况

截至 2011 年 1 季度, 二级市场共成交 369263 亿元。现券成交 124829 亿元。交易所现券交易量为 443.63 亿元, 仅占总交易量的 0.36%。银行间市场现券交易量具有绝对优势。分交易场所 (表 2) 看, 银行间债券市场成交 339055 亿元, 占比 91.82%; 交易所市场成交 30208 亿元, 占比 8.18%。交易所市场活跃度有所提升。

表 2: 交易所市场与银行间市场交易量构成

单位: 亿元

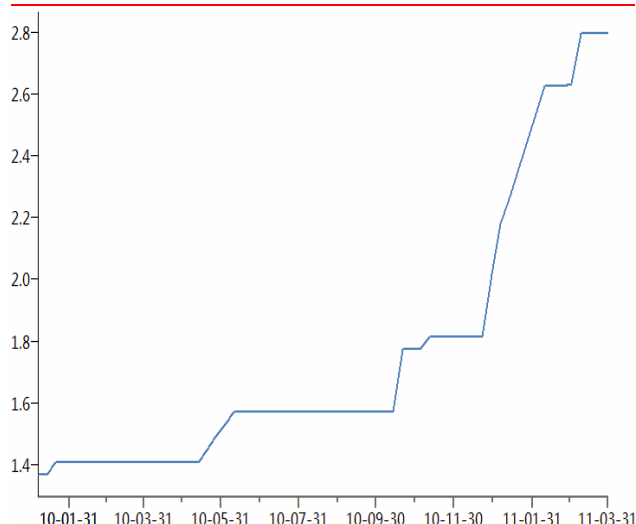
名称	现券交易		回购交易		合计	
	总金额	比重 (%)	总金额	比重 (%)	总金额	比重 (%)
银行间债券市场	124376.04	99.64	214679.16	87.83	339055.20	91.82
上海证券交易所	377.10	0.30	29403.91	12.03	29781.01	8.06
深圳证券交易所	76.53	0.06	351.10	0.14	427.63	0.12
合计	124829.68	100.00	244434.16	100.00	369263.84	100.00

数据来源: Wind 山西证券研究所

三、2011 年 1 季度收益率变化情况

央票发行利率是央行调控的重要指针, 甚至可以说是风向标。央票发行利率在一定程度上对二级市场国债、政策性金融债起到引导和维稳作用, 体现货币政策的意图。1 季度央票发行利率持续上行对市场收益率起到一定带动作用。

图 10 3 月期央票发行利率走势 (%)

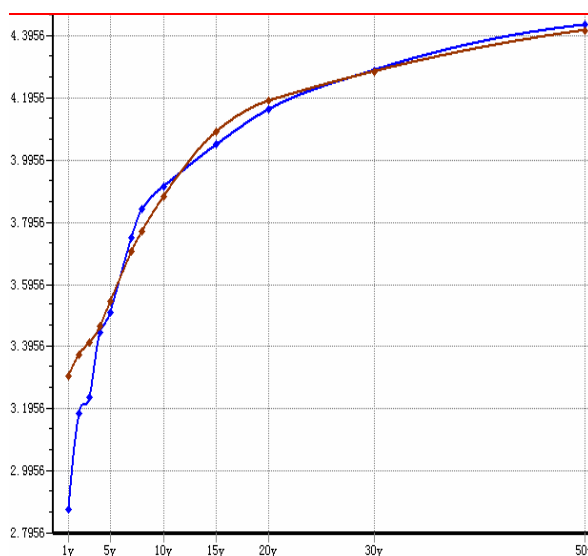


数据来源: Wind 山西证券研究所

1. 国债收益率比较

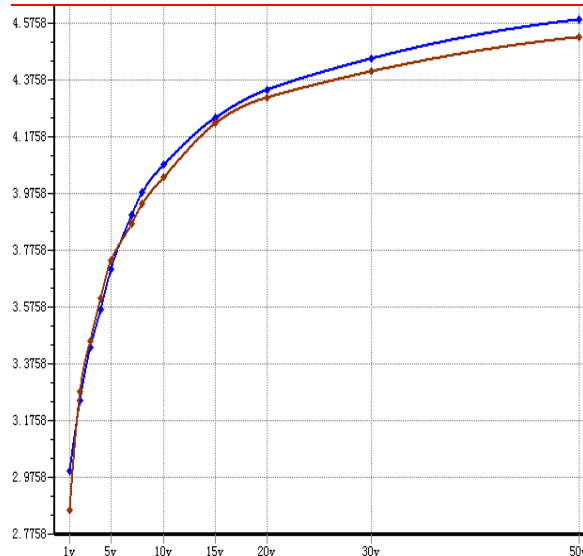
从图 11 可以看到, 2011 年 1 季度, 银行间国债长期收益率曲线呈现微弱上行, 中短期债券涨跌互现。比如 1 年期的国债收益率由 2010 年 12 月 31 日的 3.3% 下探到 2011 年 3 月 31 日的 2.8734%, 下跌 42.66BP。而 8 年期国债则微弱上行 7.13 BP。交易所国债收益率曲线总体有所上行, 只是 2-5 年期国债收益率略有下降。例如 4 年期国债由 2010 年 12 月 31 日的 3.6051% 下探到 2011 年 3 月 31 日的 3.5054%。按照交易所债市引导银行间债市的规律, 银行间债券收益率将会继续上行。

图 11 银行间市场国债收益率变化



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 12 交易所国债收益率变化

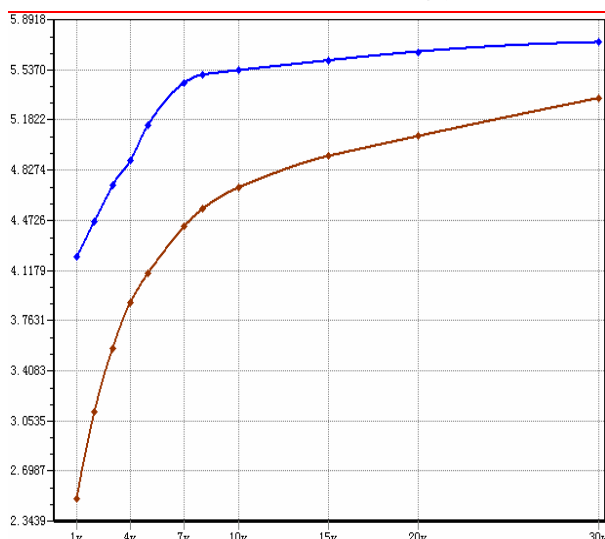


数据来源: Wind 山西证券研究所

2. 企业债收益率比较

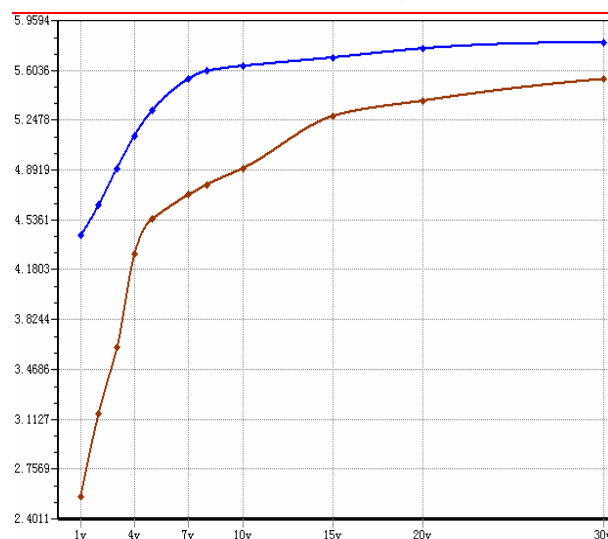
从图 13 可以看到,1 季度银行间市场企业债收益率整体上升,1-10 年期平均上升 110BP 左右。其中,1 年期企业债上升幅度最大,利差达 170BP。交易所企业债也呈整体上升趋势,只不过幅度稍小些,1-10 年期债券平均上升 100BP 左右。

图 13 银行间市场企业债收益率变化



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 14 交易所企业债收益率变化



数据来源: Wind 山西证券研究所

3. 央行票据及政策性金融债收益率变化情况

央票到期收益率整体下跌,3 年期品种收益率下跌幅度最小为 1.72BP。政策性金融债总体呈上涨态势,中长期增速更快些,其中 10 年期品种收益率上涨幅度最大,达 33.22BP。

图 15 央行票据收益率变化

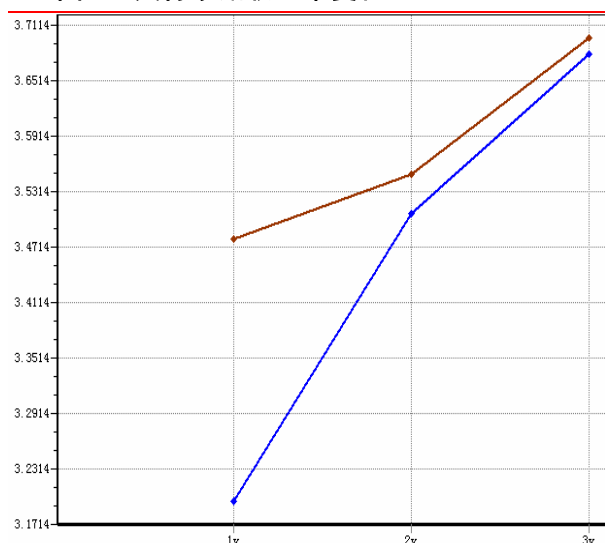
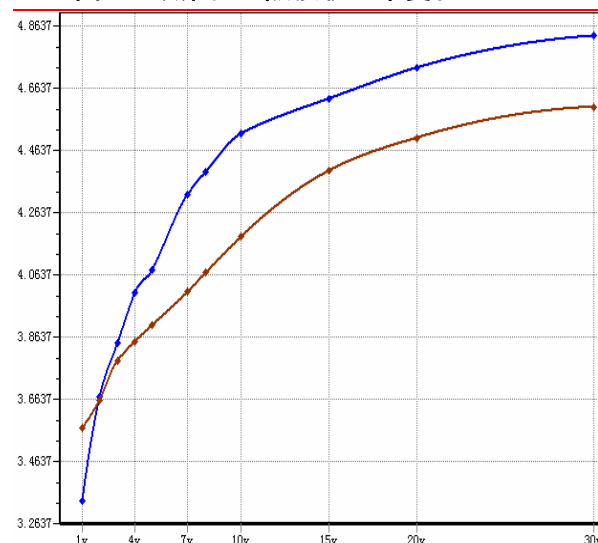


图 16 政策性金融债收益率变化



数据来源: Wind 山西证券研究所

数据来源: Wind 山西证券研究所

4. 可转换企业债指数和短期融资券收益率变化情况

从图 17 可以看到, 由于股市震荡, 牵动(中信标普)可转换企业债指数由 2010 年 12 月 31 日的 2838.16 点小幅下探到 2011 年 3 月 31 日的 2792.84 点。在比较区间内微幅震荡。进入 2 季度后, 可转债可能跟随股市上行。

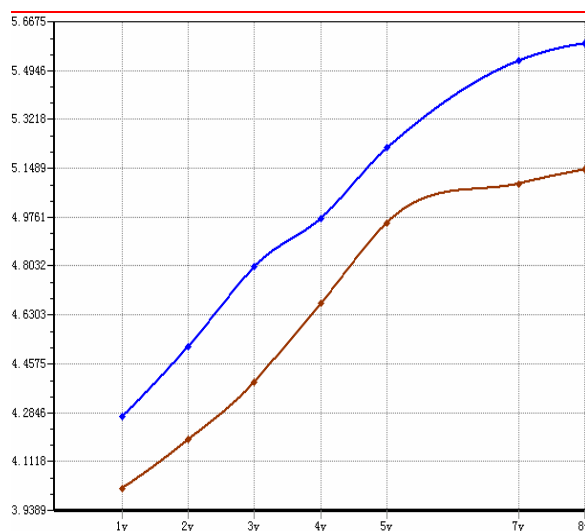
短期融资券只在银行间市场发行和交易, 交易期不超过 1 年。中期票据大都在 3-5 年, 最长的不超过 10 年。从图 18 可以看到, 中短期票据收益率整体上升, 8 年期的中期票据收益率由 2010 年 12 月 31 日的 5.1443% 上涨到 2011 年 3 月 31 日的 5.5889%。中期票据(2-8 年)到期收益率整体上升, 平均上升幅度为 35BP。

图 17 可转换企业债指数走势图



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 18 银行间中短期票据收益率变化



数据来源: Wind 山西证券研究所

四、2011 年 2 季度债券市场投资策略

2011 年 1 季度份的债券市场收益率呈现出微弱上涨走势, 最根本的原因是我国货币政策紧缩的结果, 但由于经济增速的趋缓的缘故, 这种过度货币紧缩的政策压制局面可能悄然发生变化。

CPI 走势与债券市场密切相关。尽管 3 月 CPI 数据会有所升高, 但宏观经济稳定更加重要。在重拳出击之后, 管理层节奏调控将趋于温和, 市场资金面将会适度宽松, 但投资者心态却受到 CPI

数据的影响而无意进取,这使得2季度债市难以发生趋势性改变。但结构性机会已经出现。

股票和债券存在“跷跷板”也会使债市变冷。股市目前正在加速上行,这自然会吸引资金进入股市,减少债市存量资金。

2011 年全年公开市场到期的央票数量巨大,以及“热钱”涌入的因素。加上宏观经济仍有下行的风险,央行相机抉择的难度很大,所以不会很快扭转货币政策,但微调会不断反复。

建议以半投资、半投机性心态关注长期品种。特别是公司债。按照证监会安排,从6月起,新版公司债发行办法有望全面实施。活跃和提振公司债市场,增加公司债券融资规模是证券监管部门的既定思路。

可选投资品种重点关注 10 重钢债(122059)、09 富力债(122033)。10 重钢债(122059)票面利率为 6.20%+上调基点,不可撤销连带责任,剩余年限为 6.81 年;09 富力债(122033)票面利率为 6.85%+上调基点,无担保,剩余年限为 3.68 年。二者构成一个短久期的债券组合。

主题等级偏低但担保增信至较高等级的类别由于信用风险相对较低、收益率较高是较好的配置品种,无担保较低信用等级类别由于流动性好、收益率高、波动相对较大是阶段性投资的较好选择。

最近连续不断发行的大市值可转债,也是较好的投资品种。可转债兼有股性和债性两种属性,防御性较好,还具备成长性。因而要给与极大的重视,积极参与,中长期持有。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。