

防御为主，三季度或有交易机会

——2010 年利率产品投资策略报告

核心观点

1. 2009 年市场回顾：利率水平整体上升明显

在一年期定期存款利率没有变化的背景下，2009 年的利率产品市场跟随宏观经济情况及预期的变动相应波动。经历了 1 月中旬-2 月上旬，7 月初-8 月初两个明显的利率上行阶段后，整体利率水平较年初上升明显。期限结构的斜率则在这两个利率上行阶段分别表现为熊市陡增和熊市平坦化。

2. 宏观经济：中国经济高速增长，温和通胀；全年 CPI 2.9%

美国房地产市场重回上升周期，全球经济逐步走出衰退，需求回升将带动商品价格上涨。但在复苏周期由于经济增速缓慢，将压制大宗商品价格的快速上涨。中国经济继续领跑全球，世界经济复苏显著利好出口，预计 2010 年中国经济增速将较 2009 年进一步加快，全年 GDP 增长 10.1%。CPI 受到需求拉动、货币助推、大宗商品价格传导、政策性提价等因素影响，预计全年增长 2.9%，将呈现一季度最低，三季度最高的态势。

3. 货币政策：多种工具组合使用，加息在美联储之后

预计 2010 年外汇占款将明显增长，给央行带来很大的对冲压力。我们预计货币政策调控将是多种工具的组合使用，使用顺序应该是“数量型工具——存款准备金率——行政手段——上调利率——升值”。二季度和三季度将是货币政策变动的重要时间窗口，如果美联储在这个时间内首先加息，预计央行将跟进。全年预计加息 2 次，每次 27BP。

4. 市场供求分析与展望：资金面略偏紧

根据预测，2010 年全年债券供给为 36865 亿元，资金供给为 33200 亿元，资金面略偏紧。

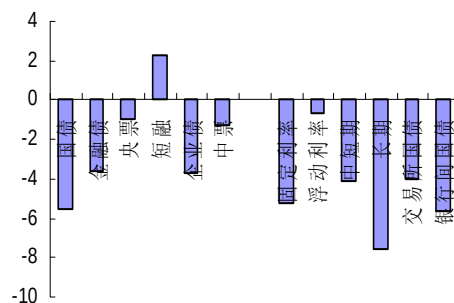
5. 收益率展望：利率风险集中在短端

2010 年收益率曲线将在通胀上行和加息预期的背景下呈现平坦化上升特征，短期利率将有较大上升空间，风险较大；长期利率在前期已经出现较大调整的背景下，预计上升空间有限，但不排除市场预期悲观导致收益率的非理性上升。

6. 投资策略：上半年防御为主，三季度可适当拉长久期

建议投资者上半年减少利率产品的配置，继续采取短久期的防御性策略。具体品种上，可以选择 1 年期及以下的国债、央票、金融债。重点关注基于 1 年期 SHIBOR 和 1 年期定存的浮息债。三季度适当拉长久期，以 5-10 年期国债和金融债为主。

2009 年各券种全价变动(%)



2010 年债券净发行与新增资金供给预测
(单位: 亿元)

债券净发行		资金净增量	
国债	8,000	商业银行	28,600
金融债	8,000	保险机构	3,600
信用债	10,865	基金/券商	1,000
央票	10,000		
合计	36,865	合计	33,200

数据来源：国都证券研究所

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号国华投资大厦

联系人：冯翔

电话：010-84183235

E-mail: fengxiang@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

1. 2009 年市场回顾	4
2. 市场运行环境分析	5
2.1 宏观经济：全球经济复苏，中国经济增速继续领跑	5
2.2 通货膨胀：2010 年 CPI 增长 2.9%，三季度将是高点	7
2.3 货币政策选择：多种工具组合使用，加息在美国之后	8
3. 市场供求分析与展望	10
3.1 供给分析——除央票外整体规模微增，央票增幅巨大	10
3.1.1 国债发行规模比 2009 年微增	10
3.1.2 金融债发行规模与 2009 年持平	11
3.1.3 央票净发行量预计 1 万亿，与 09 年相比增幅巨大	12
3.1.4 信用债净增量预期下降	13
3.2 需求分析——资金供给增加，保险需求增长明显	13
3.2.1 商业银行有资金压力，需求微幅回落	13
3.2.2 保险机构保费增加，需求增长	14
3.2.3 基金和券商低位小幅增仓	14
3.3 结论：资金面略偏紧	15
4. 2010 年投资策略	15
4.1 收益率展望——利率风险集中在短端	15
4.1.1 一年期央票利率有 60-90BP 上升空间	15
4.1.2 长期国债收益率水平上升空间有限	17
4.1.3 利率展望总结	17
4.2 投资策略：上半年防御为主，三季度可适当拉长久期	18

图目录

图 1：2009 年银行间国债收益率曲线变动	4
图 2：2009 年银行间国债利差期限走势	4
图 3：美国 S&P/CS 房价指数及新屋销售同比	5
图 4：世界主要经济区 OECD 综合领先指标	5
图 5：2010 年中国季度 GDP 预测	6
图 6：三驾马车对 GDP 的拉动	6
图 7：经济增长拉动 CPI 上涨	7
图 8：宽松货币助推 CPI 上涨	7
图 9：国际大宗商品价格通过 PPIRM 再传导至 CPI	8
图 10：2010 年 CPI 翘尾因素（预计）	8
图 11：全球经济复苏初期制约大宗商品价格快速上涨	8
图 12：生猪存栏和能繁母猪数量处于高位	8

图 13: 中美基准利率历史变化	9
图 14: 美国失业率即将见顶回落	9
图 15: 2010 年货币政策工具使用顺序 (预计)	10
图 16: 国债净发行量与财政赤字	11
图 17: 政策性银行新增信贷与政策性金融债发行	11
图 18: 央票净发行规模与基础货币超额增长	12
图 19: 2010 年央票月度到期分布	12
图 20: 金融机构存贷款增长与存贷差	13
图 21: 商业银行新增债券投资占存贷差比例	13
图 22: 保险机构保费增速与可投资资金	14
图 23: 保险机构新增债券投资及占可投资资金比例	14
图 24: 1 年期央票二级和一级市场利差倒挂	16
图 25: 2007 年 7 月存款利率提升前后的情况	16
图 26: 1 年期央票、存款利率和 Shibor 利率对比	16
图 27: CPI 与 1 年期央票二级市场利率	16
图 28: 银行间 10 年期国债收益率与 CPI	17

表目录

表 1: 美国历次失业率见顶及加息时点	9
表 2: 国都证券对 2010 年债券净发行与新增资金供给的预测	15

1. 2009 年市场回顾

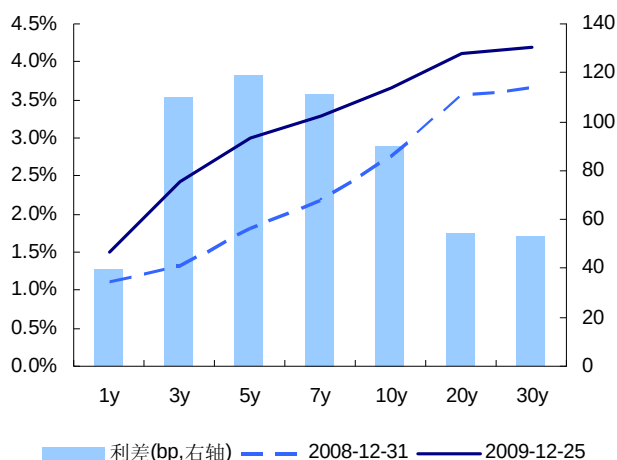
在一年期定期存款利率没有变化的背景下，2009 年的利率产品市场跟随宏观经济情况及预期的变动相应波动。经历了 1 月中旬-2 月上旬，7 月初-8 月初两个明显的利率上行阶段后，整体利率水平较年初上升明显。其中 3-10 年期品种收益率上升幅度最大，分别较去年末上升了 110.12BP、118.68BP、111.14BP 和 90.22BP。

期限结构的斜率则在这两个利率上行阶段分别表现为熊市陡增和熊市平坦化：

利率上行第一阶段：1 月中旬-2 月上旬，期限结构陡峭化。在这一阶段，四万亿经济刺激计划对信心的提振效果显现，投资者从过度悲观情绪中恢复，配合着商业银行巨量的信贷投放，大量资金从债市流向股市。由于资金面充裕，1 年期国债收益率变动不大，而 3-10 年期国债的收益率上升明显，都在 50BP 以上。收益率曲线陡峭化上移。

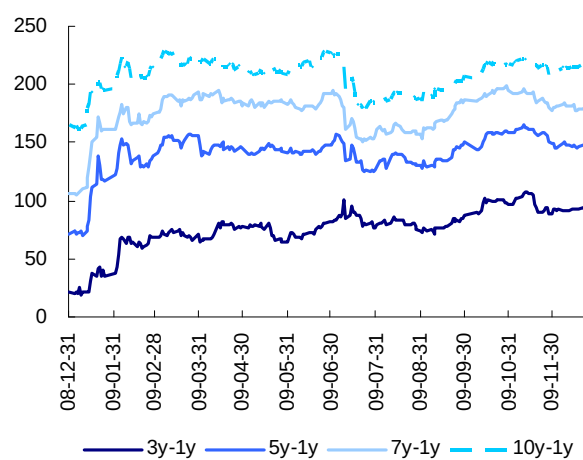
利率上行第二阶段：7 月初-8 月初，各期限收益率整体上移，形态逐步平坦化。在这一阶段，主要是由于央行时隔 7 个月后再次发行 1 年期央票，且发行利率在短短 1 个月时间内上行近 26BP，市场对数量化微调的货币政策做出了略有过度的反应，推高了各期限品种的收益率。其中 1 年期和 3 年期国债收益率上升了 60BP 以上，5-10 年期国债收益率上升了 20-50BP，10 年以上品种上升了不到 10BP。收益率曲线逐步平坦化。

图 1：2009 年银行间国债收益率曲线变动



数据来源：Wind、国都证券研究所

图 2：2009 年银行间国债利差期限走势



数据来源：Wind、国都证券研究所

2. 市场运行环境分析

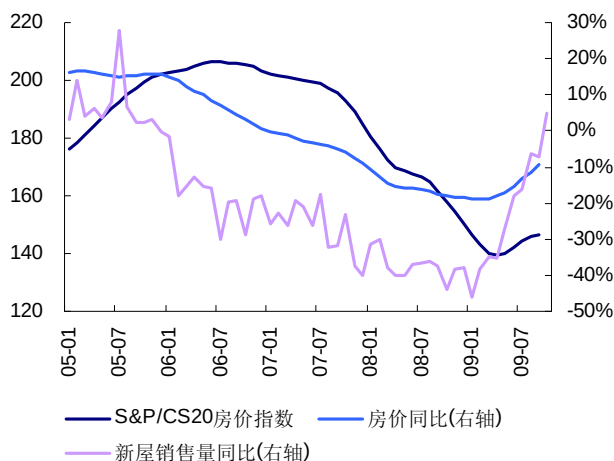
2.1 宏观经济：全球经济复苏，中国经济增速继续领跑

本次金融危机的导火索是美国的房地产市场价格自 2006 年来的持续下跌，判断此次衰退的拐点也可以从这里入手。

代表美国 20 大城市房屋价格的标准普尔/凯斯-希勒 (S&P/CS) 指数自 2009 年 5 月份出现首次环比增长之后，已经连续 5 个月上升，房屋价格自低点以来累计上涨超过 5%。房屋销售也明显好转，09 年 10 月新屋销售折年为 43 万套，同比增长 5.1%，这是自 2005 年 11 月以来新屋销售量首次同比正增长。据此，我们判断美国房地产市场已经逐步走出低迷，2010 年将成为一个新的上行周期的起点。

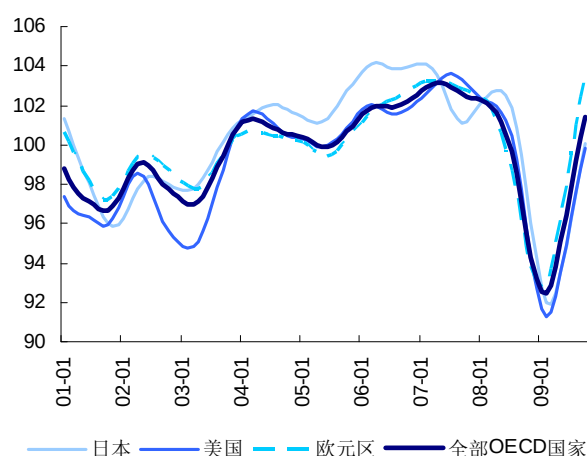
作为全球经济运行情况的先行指标，OECD 综合领先指标在 2009 年 10 月已经攀升至 100.6，超过自 1961 年该指数编制以来的平均值，显示全球经济逐步走入扩张区间。美国、日本、欧元区的领先指数也反映了这一趋势。但由于全球经济缓慢的再平衡过程、巨额财富损失、以及大幅增加的各国财政赤字，都将压低 2010 及未来几年的经济增速，使其难以超越自 1952 年以来 4% 的历史平均增速。

图 3：美国 S&P/CS 房价指数及新屋销售同比



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

图 4：世界主要经济区 OECD 综合领先指标



数据来源：Bloomberg、国都证券研究所

2009 年中国经济的强劲复苏，对全球经济的恢复起到了带动作用。而全球经济重新回到扩张区间，又将反过来促进中国经济的持续增长。

我们预计 2010 年中国经济增速将较 2009 年进一步加快，全年 GDP 增长 10.1%。分季度来看，由于同期的低基数效应，2010 年一季度 GDP 增速为全年最高，将达 11%；二、三季度增速有所回落，四季度再略有提高，但均保持在 9%以上。

具体看拉动经济增长的三驾马车。我们预计：

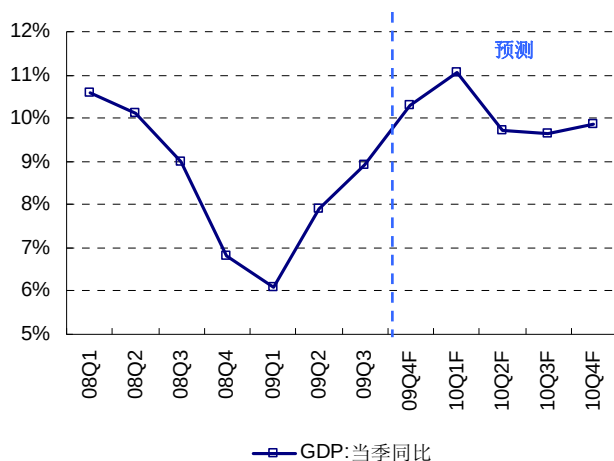
出口将随着全球经济的复苏而回暖，增速将从 2009 年的-16%左右大幅提升至 10%，也是 2010 年变动最为明显的部分。不过由于内需较旺导致进口同样保持较快增速，贸易顺差增幅有限。我们预计 2010 年贸易顺差在 2200 美元左右；

城镇固定资产投资增速将较 2009 年 30%以上的速度有所回落，但考虑到中央拥有灵活的调控余地和以房地产投资为代表的民间投资的调动，可以维持投资增速在较高水平，预计 2010 年投资增速可达 26%；

消费方面，2009 年推出的各项优惠及刺激政策在 2010 年仍将延续、深化和扩大，这将带动消费稳定增长。然而，居民收入增长缓慢、房地产价格上涨可能带来的负财富效应、资源价格调整和温和通胀导致的实际购买力下降都将制约消费超预期可能。预计 2010 年社会消费品零售总额实际增速将较今年下降，名义增速可达 16.5%。

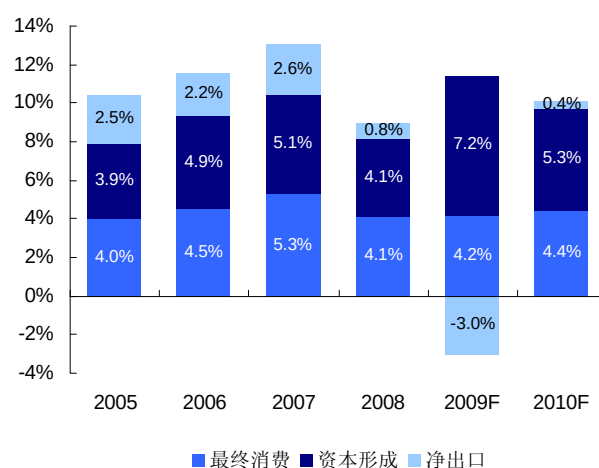
整体来看，投资和消费仍将是拉动 2010 年 GDP 增长的主要引擎。预计资本形成拉动 GDP 增长 5.3%，最终消费拉动 4.4%，净出口拉动 0.4%。

图 5：2010 年中国季度 GDP 预测



数据来源：Wind、国都证券研究所

图 6：三驾马车对 GDP 的拉动



数据来源：Wind、国都证券研究所

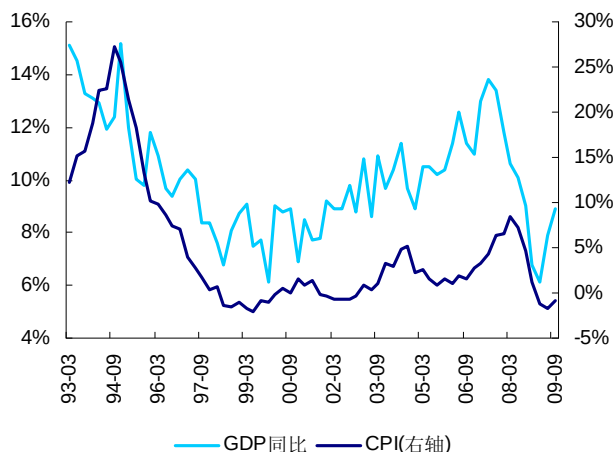
2.2 通货膨胀：2010 年CPI增长 2.9%，三季度将是高点

2009 年 CPI 见底回升，从 7 月份最低的-1.8%，到 11 月份快速转正，只用了 10 个月经历了危机后的通缩到走出通缩。从当前资源品调价、食品价格因为季节和大雪等因素影响环比上涨来看，我们预计 12 月份 CPI 将达 1.5%，这样就可以推算出 2010 年 CPI 翘尾因素的影响将为 1.1%，呈现二、三季度高，一、四季度低的形态。

我们预计，2010 年的物价将受到如下几方面因素的影响而上涨：（1）经济增长带动的需求拉动；（2）宽松货币供应的助推；（3）全球经济复苏带动大宗商品价格上涨，通过原材料、燃料、动力购进价格指数（PPIRM）传导给 PPI，进而传导到非食品 CPI，形成成本推动通胀；（4）正向翘尾因素；（5）资源品提价，预计 2010 年一季度将是资源品提价的集中时期，其影响将滞后几个月反映在 CPI 中。

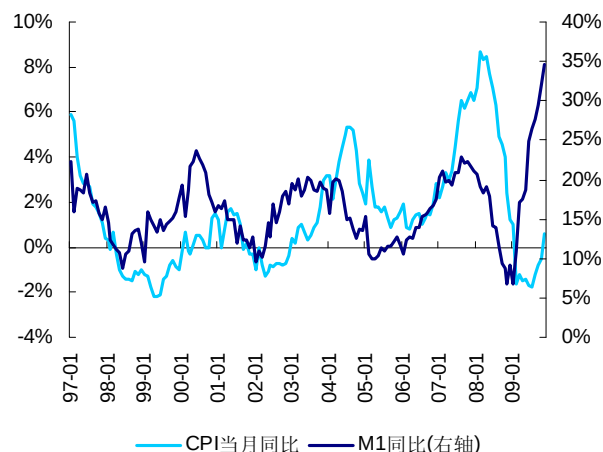
预计全年 CPI 增长 2.9%，其中翘尾因素贡献 1.1%，政策性调价贡献 1%，其他新涨价因素贡献 0.8%。一季度 CPI 最低，从二季度起，将有数个月 CPI 超过 3%；三季度最高，部分月份可能接近 4%；到四季度略有下降。

图 7：经济增长拉动 CPI 上涨



数据来源：Wind、国都证券研究所

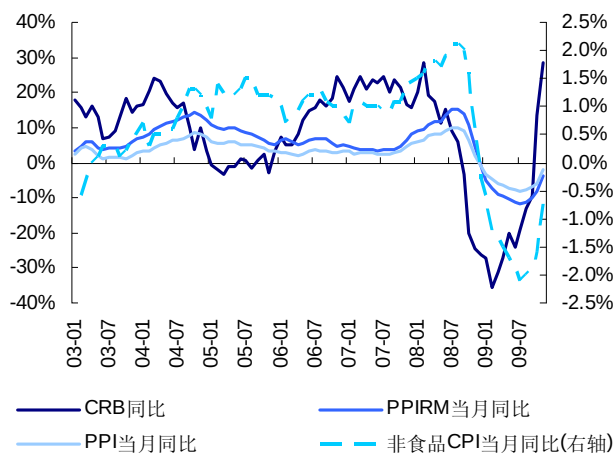
图 8：宽松货币助推 CPI 上涨



数据来源：Wind、国都证券研究所

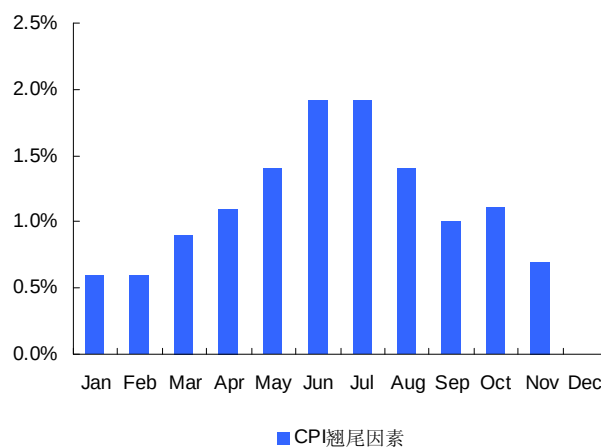
总体上看，我们认为 2010 年将是温和通胀的一年，之所以不会出现 CPI 猛涨超过 4% 的情况，主要有以下两个原因：（1）主要发达经济体 2010 年的经济尚处于复苏之中，产出缺口为负反映需求不旺，制约了大宗商品价格的快速上涨；（2）我国连续 6 年粮食丰收，生猪和母猪存栏都处在高位，只要没有大疫病发生，猪肉难以大幅涨价。

图 9：国际大宗商品价格通过 PPIRM 再传导至 CPI



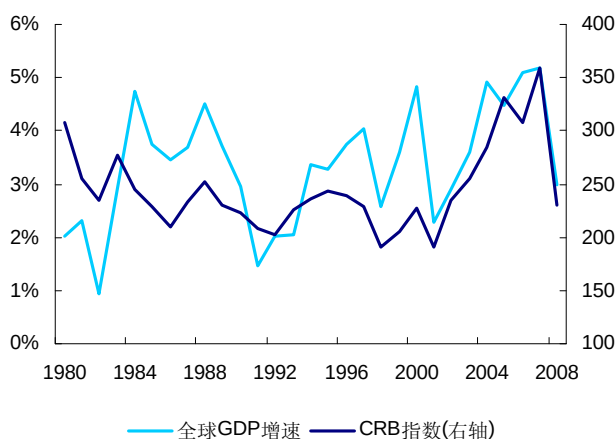
数据来源：Bloomberg、Wind、国都证券研究所

图 10：2010 年 CPI 翘尾因素（预计）



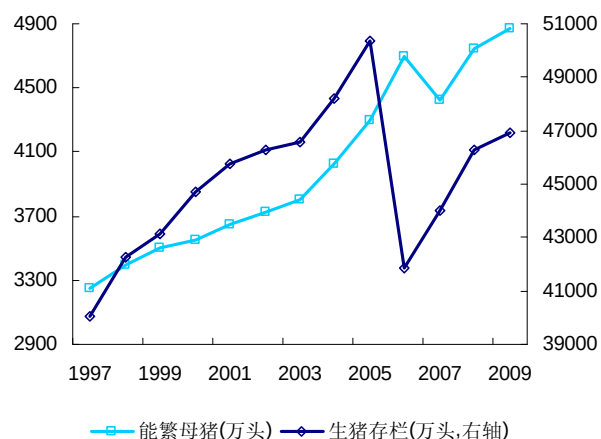
数据来源：Wind、国都证券研究所

图 11：全球经济复苏初期制约大宗商品价格快速上涨



数据来源：IMF、Bloomberg、国都证券研究所

图 12：生猪存栏和能繁母猪数量处于高位



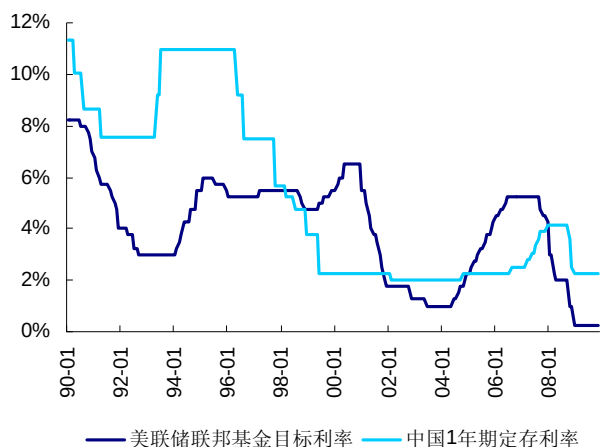
数据来源：Wind、国都证券研究所

2.3 货币政策选择：多种工具组合使用，加息在美国之后

由于考虑到提前加息将加大中美利差，可能导致更多热钱涌入。因此，我们预计央行的加息步伐将跟随美联储。失业率是美联储考虑是否加息的一个重要影响因素，根据新增非农就业人数的变动，我们预计美国失业率将于 2009 年 4 季度-2010 年 1 季度见顶回落。我们统计了历次失业率见顶与加息时点，平均滞后时间是 6 个月，再考虑 2010 年 CPI 将逐步上行，预计美联储很可能在 2010 年二季度末到三季度加息。彭博社（Bloomberg）于 2009 年 12 月 9 日对 64 位机

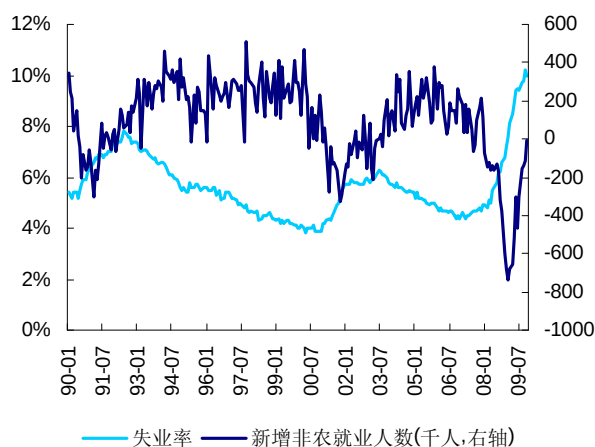
构经济学家的调查表明:认为美联储将在 2010 年 2 季度末前加息的比例为 17%;认为将在 3 季度末前加息的比例为 55%;认为将在 4 季度末前加息的比例则上升至 79%。

图 13: 中美基准利率历史变化



数据来源: Wind、国都证券研究所

图 14: 美国失业率即将见顶回落



数据来源: Bloomberg、国都证券研究所

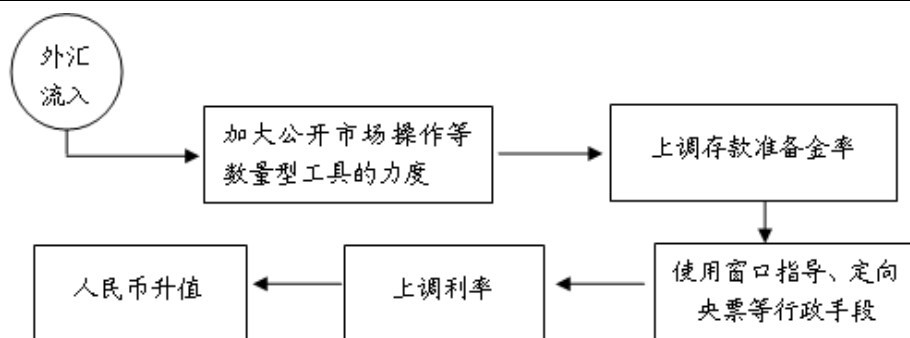
表 1: 美国历次失业率见顶及加息时点

失业率见顶	加息时点	滞后时间(月)
1958.07	1958.08	1
1975.05	1975.06	1
1980.07	1980.08	1
1982.12	1983.03	3
1992.07	1994.02	19
2003.06	2004.06	12
平均		6

数据来源: 国都证券研究所

事实上，央行 2010 年最为倚仗的货币政策工具并不是加息，而是央票、公开市场操作等数量型货币政策工具，以及存款准备金率。因为可以预见的是，伴随着全球经济复苏、出口回暖、以及人民币升值预期，构成外汇占款的贸易顺差、FDI、热钱都将比 2009 年有所增长，这将给央行带来很大的对冲压力。我们预计 2010 年货币政策调控将是多种工具的组合使用，使用顺序应该是“数量型工具——存款准备金率——行政手段——上调利率——升值”。2010 年二季度和三季度是货币政策变动的重要时间窗口，如果美联储在这个时间内首先加息，预计央行将跟进。全年预计加息 2 次，每次 27BP。由于经济尚不存在过热风险，加息步伐和幅度都不会太急。

图 15: 2010 年货币政策工具使用顺序 (预计)



数据来源: 国都证券研究所

3. 市场供求分析与展望

3.1 供给分析——除央票外整体规模微增，央票增幅巨大

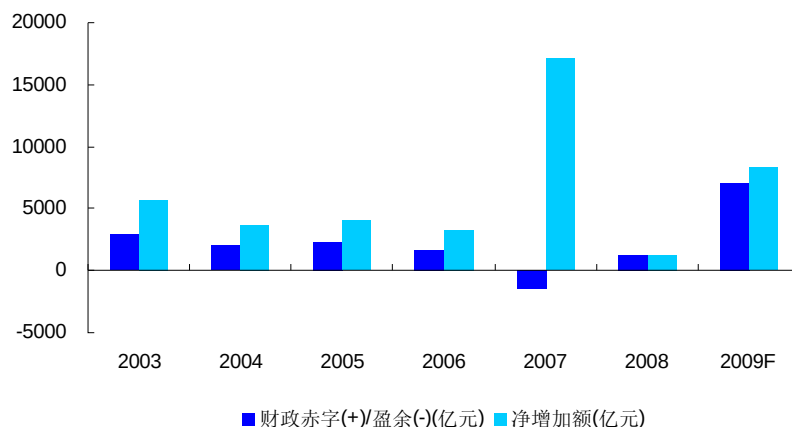
3.1.1 国债发行规模比 2009 年微增

2009 年国债发行量为 16418.1 亿元，到期 10071.7 亿元，新增国债发行量为 6346.4 亿元。如果将财政部代理发行的 2000 亿地方政府债计入，则新发行量约 8300 亿元，较 2008 年有较大增长。增量主要是中央实施积极财政政策，扩大赤字规模增加投资。尽管年初的政府工作报告中计划安排 9500 亿元的财政赤字，但由于经济复苏力度超出预期，部分拟投资资金并没有下达。我们预计全年财政赤字规模约为 7000 亿元。

我们比较了 2003-2009 年国债的净发行量与当年财政赤字，除 2007 年由于发行了 1.55 万亿元的特别国债，导致当年国债新增量大幅上升外，其他各年份的国债增量基本上是在财政赤字的基础上有所增加。

财政收入增长与 GDP 增速高度相关；财政支出总额与城镇固定资产投资额高度相关。我们预计 2010 年 GDP 增长 10.1%，城镇固定资产投资增长 26%，据此预测 2010 年财政收入可达 8.2 万亿，财政支出达 9 万亿，赤字规模为 8000 亿。再加上国债到期还本付息约 1.1 万亿，因此，2010 年国债发行总量预计将达 1.9 万亿，比今年微增不到 1000 亿。

图 16: 国债净发行量与财政赤字

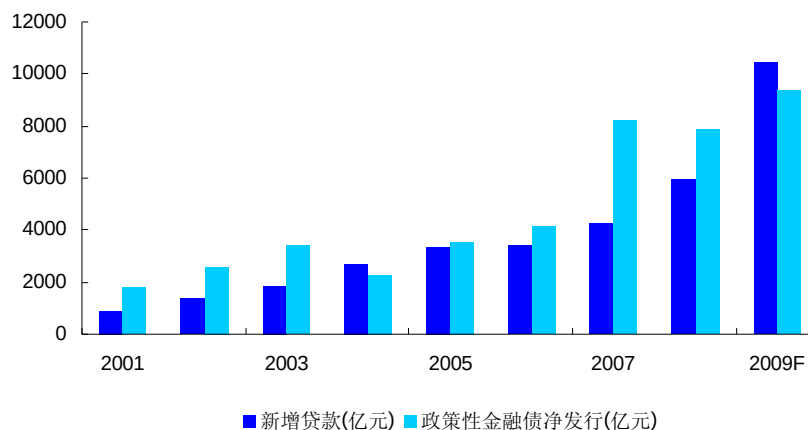


数据来源: Wind、国都证券研究所

3.1.2 金融债发行规模与 2009 年持平

1-12 月政策性金融债发行总量为 13718 亿元, 较 2008 年增长 16.4%, 扣除到期后的净发行规模为 9350 亿元。政策性金融债的发行主要是为政策性银行筹集信贷资金, 从历史上看, 当年政策性金融债的净发行规模略高于当年新增信贷。我们预计 2010 年新增信贷总额为 6.8 万亿元, 政策性银行贷款在其中的占比仍将保持在 12% 左右, 这样预计政策性银行新增信贷约 8000 亿元, 再考虑 2010 年将有 5500 亿左右的金融债到期。因此, **2010 年金融债发行规模约为 1.35 万亿, 与今年基本持平。**

图 17: 政策性银行新增信贷与政策性金融债发行



数据来源: Wind、国都证券研究所

3.1.3 央票净发行量预计 1 万亿，与 09 年相比增幅巨大

截至 2009 年 12 月 27 日，2009 年央票累计发行 37990 亿元，净发行量为 -6070 亿元，是供给减少最多的券种。主要原因是考虑到经济危机带来的流动性紧缩问题，通过减少央票供给向市场注入流动性。央票用来调节基础货币的增长。近年来，由于出口增长迅速以及热钱流入，新增外汇占款大量增加引发基础货币超额增长。针对这种情况，央行一般通过增加央票的发行力度来对冲。

为了估算 2010 年的央票发行规模，我们首先估算 2010 年的外汇占款规模。根据此前预测，贸易顺差将增加 2200 亿美元，FDI 增加 800 亿美元。09 年三季度以来热钱流入呈加快趋势，预计 2010 年热钱增加 2000 亿美元。综合以上估算，预计明年外汇占款增加 5000 亿美元，折算成人民币约为 3.4 万亿元。

再来测算明年基础货币的增长。我们预计 2010 年 M2 增速将为 18%（这一增速也符合国家宏观调控认为适度宽松的货币信贷环境的理想状态是 M2 增速高于 GDP 增长和物价上涨之和约 3-4 个百分点），如果货币乘数维持在目前 4.39 的水平（事实上明年存款准备金率的提升，将很可能导致货币乘数下行），那么保守估计基础货币的增速也将为 18%。因此，2010 年基础货币的增加额约为 2.4 万亿。

因此，**2010 年需要净发行 1 万亿规模的央票来对冲外汇占款导致的基础货币的额外增加**。考虑到还将有 3 万亿左右的央票到期，且季度分布上主要集中在 一、三季度，我们认为央行的资金回笼压力类似于 2007 和 2008 年。预计为了减轻滚动发行的压力，回收大量 3 年期央票到期释放的资金，央行在 3 月期和 1 年期央票的基础上，将非常可能重启 3 年期央票发行。

图 18: 央票净发行规模与基础货币超额增长

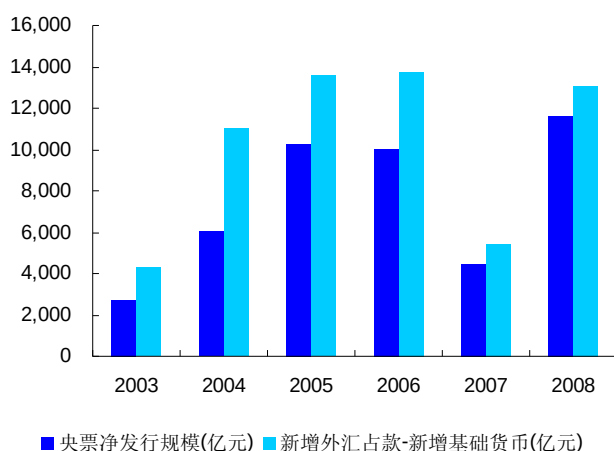
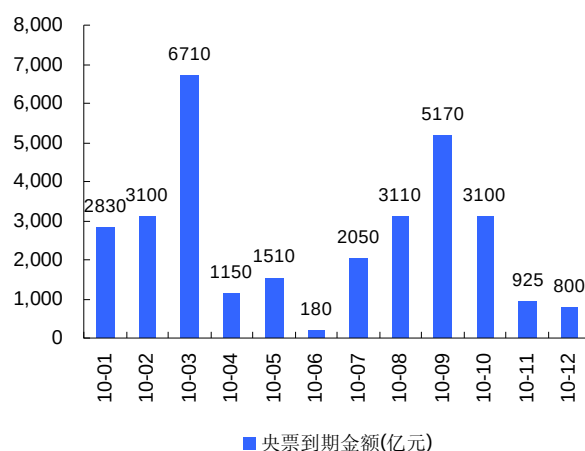


图 19: 2010 年央票月度到期分布



数据来源: Wind、国都证券研究所

数据来源: Wind、国都证券研究所

3.1.4 信用债净增量预期下降

根据信用债研究员的预测，2010 年短融、企业债、公司债和中票的净增量将分别为 366 亿、3852 亿、650 亿和 5997 亿，合计 10865 亿元。比 2009 年净增规模略有下降。

3.2 需求分析——资金供给增加，保险需求增长明显

3.2.1 商业银行有资金压力，需求微幅回落

1-11 月份，商业银行新增债券托管总量为 25240.12 亿元，比 2008 年大幅增长了 1 倍多。

我们根据对存贷款增速的预测，来预计商业银行可供投资债券的资金量（=存款-贷款-准备金）变化。2009 年信贷的超高速增长在 2010 年将有所回落，预计新增信贷为 6.8 万亿元，增速为 17%；而考虑到 2010 年股市仍可能震荡上行，今年出现的居民存款小幅搬家的趋势在明年可能延续，因此，预计存款增速将低于 M2 增速 1.5 个百分点，达 16.5%。

基于以上判断，我们预计 2010 年存贷差约为 228711 亿元。根据近年来商业银行新增债券投资在商业银行存贷差中的比例，预计将与 07 和 09 年的比例相似，在 12.5%左右。因此，商业银行新增的债券投资需求为 2.86 万亿左右，将比今年有微幅回落，而且面临较大的配置央票的压力。

图 20：金融机构存贷款增长与存贷差

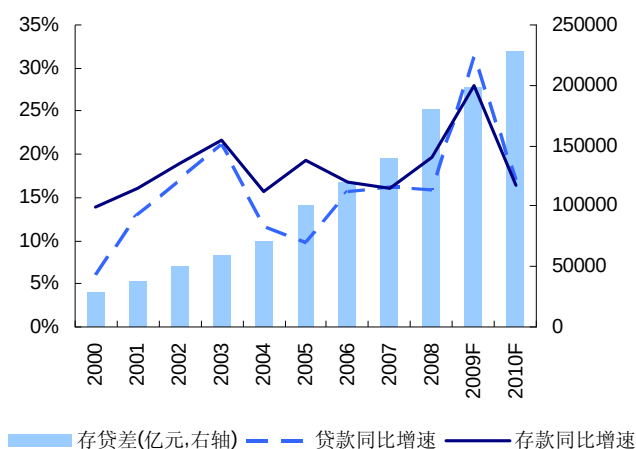
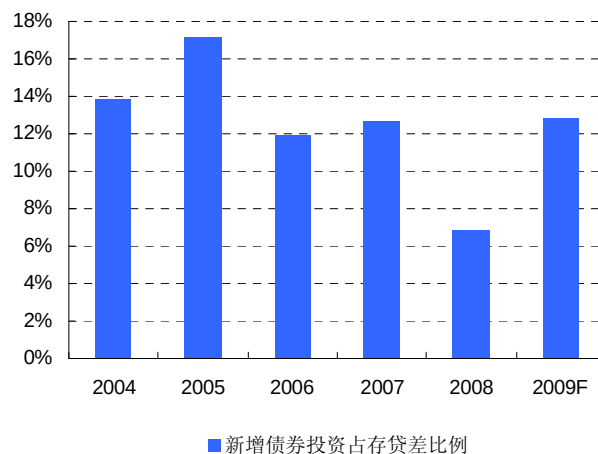


图 21：商业银行新增债券投资占存贷差比例



数据来源：Wind、国都证券研究所

数据来源：Wind、国都证券研究所

3.2.2 保险机构保费增加，需求增长

1-11 月份保险机构累计新增债券托管总量 1223.63 亿，仅相当于去年同期的 26%。主要原因是债券收益率处于低位运行，保险机构将资金配置于协议存款，或是股票等收益率较高的品种之上。

由于受到经济下滑的冲击，2009 年上半年保险机构保费收入增长缓慢，但下半年以来随着经济复苏重新驶上快车道。由于 2010 年驱动保费收入增长的主要动力因素（经济增长、居民财富增加、人口结构变迁、保险意识增强、社会保障体系改革等）将会比较强劲，预计保费增速将提升至 15%-20% 的水平，这将增加保险机构可投资资金。

此外，随着通胀和加息步伐的逼近，2010 年债券市场整体收益率水平将进一步上行，逐步显现配置价值，拉动保险机构配置需求的回升。预计明年新增债券投资占可投资资金（=保费收入-赔付-营业费用）比例将回复到 40%-50% 左右的水平。据此测算，2010 年保险机构新增债券市场资金供给约为 3600 亿。

图 22：保险机构保费增速与可投资资金

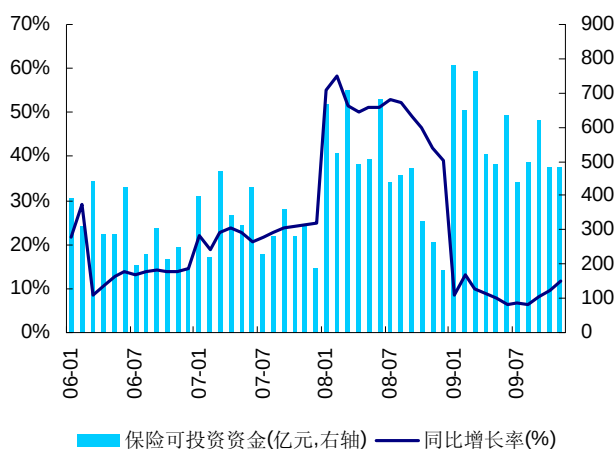
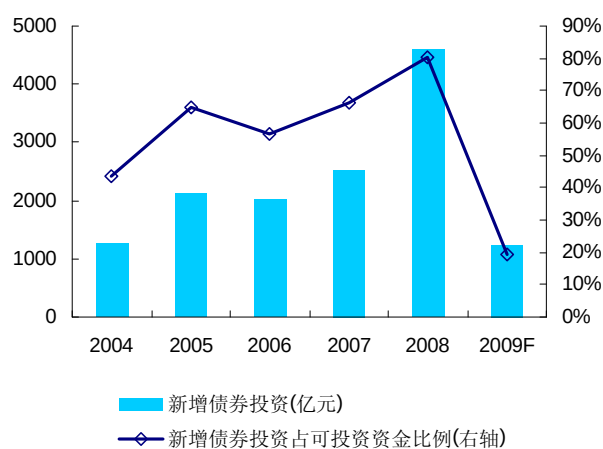


图 23：保险机构新增债券投资及占可投资资金比例



数据来源：Wind、国都证券研究所

数据来源：Wind、国都证券研究所

3.2.3 基金和券商低位小幅增仓

1-11 月份基金和券商新增债券托管总量分别为 -4486.71 亿和 -331.8 亿，目前各类基金债券仓位已经降至历史低位，继续减仓的可能很小。从债券托管量数据上看，基金从 09 年 8 月份以来已经连续 4 个月增仓债券，但增仓的幅度不大，平均每月接近 200 亿元。

2010 年在股市震荡上行，政策存在不确定性的背景下，我们预计基金和券商仍将通过小幅加仓债券进行防御性配置，全年新增债券市场资金供给约为 1000 亿元。

3.3 结论：资金面略偏紧

根据以上预测，2010 年债券净增量为 36865 亿元，不含央票的净增量为 26865 亿元，与 2009 年的净增量基本持平。新增资金供给为 33200 亿元，存在一定的供给缺口，资金面略偏紧。

表 2：国都证券对 2010 年债券净发行与新增资金供给的预测（单位：亿元）

债券净发行		资金净增量	
国债	8,000	商业银行	28,600
金融债	8,000	保险机构	3,600
信用债	10,865	基金和券商	1,000
央票	10,000		
合计	36,865	合计	33,200

数据来源：国都证券研究所

4. 2010 年投资策略

4.1 收益率展望——利率风险集中在短端

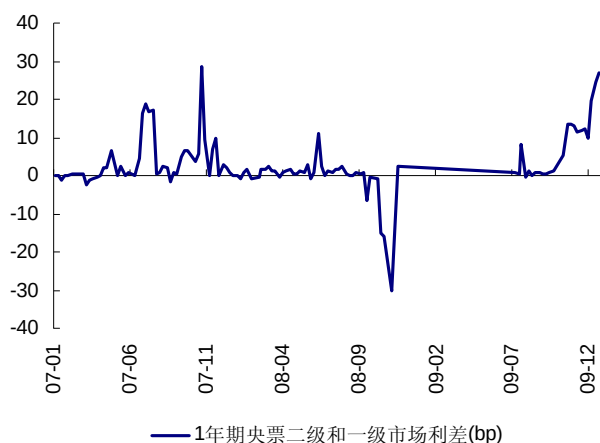
4.1.1 一年期央票利率有 60-90BP 上升空间

从 2009 年 7 月 9 日重启 1 年期央票并连续 5 次上调发行利率后，1 年期央票的发行利率就稳定在 1.7605% 至今。由于通胀和加息预期，目前 1 年期央票的二级和一级市场利差已经上升到超过 26BP，利差倒挂现象严重，显示央票利率有很大的上行压力。我们回顾一下 2007 年 7 月存款利率提升前后的情况。当时二级和一级市场利差大幅扩大至 20BP，“倒逼”央行先后上调了存款利率和 1 年期央票发行利率。

近期 1 年期 Shibor 利率上行，逐步接近并即将超越 1 年期定存利率，拉大了与 1 年期央票发行利率之间的利差。同样显示短期利率上行的压力。我们认为，

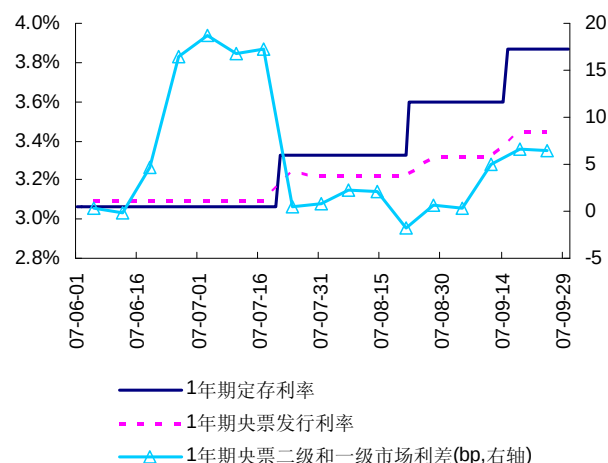
目前央行有意维持央票发行利率稳定,是为了控制通胀和升息预期,维持货币市场流动性。但 2010 年随着外汇占款的增加,央行需要发行规模巨大的央票进行对冲,届时势必要上调 1 年期央票利率吸引认购。

图 24: 1 年期央票二级和一级市场利差倒挂



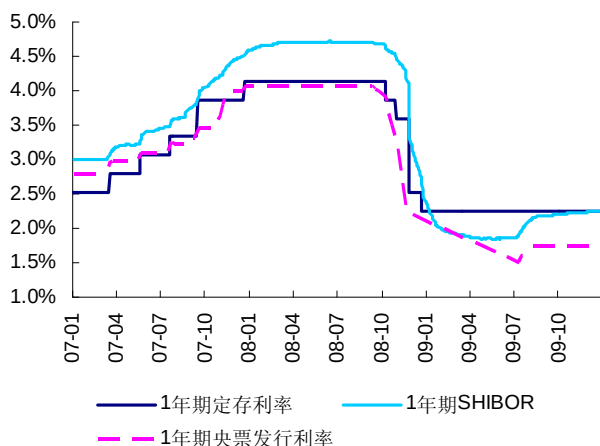
数据来源: Wind、国都证券研究所

图 25: 2007 年 7 月存款利率提升前后的情况



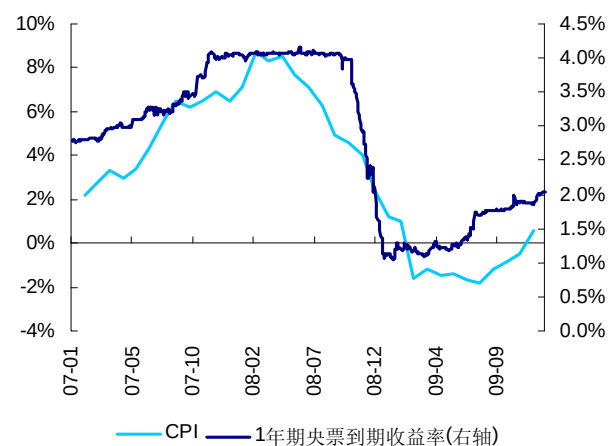
数据来源: Wind、国都证券研究所

图 26: 1 年期央票、存款利率和 Shibor 利率对比



数据来源: Wind、国都证券研究所

图 27: CPI 与 1 年期央票二级市场利率



数据来源: Wind、国都证券研究所

从图形上看, CPI 与 1 年期央票二级市场收益率关系密切。构建回归模型如下:

$$1 \text{ 年期央票收益率} = 1.9212 + 0.2888 * \text{同期 CPI}$$

模型的拟合优度为 85.15%, t 检验显示参数显著不为 0, F 检验显示回归方程显著。

我们预计 2010 年 CPI 平均上涨 2.9%, 三季度是高点将超过 3%。通过模型

推算，届时 1 年期央票收益率合理水平大约在 2.8% 左右，与目前相比有 80BP 左右的上升空间。

此外，我们预计 2010 年央行将跟随美联储加息 2 次共 54BP，考虑到目前 1 年期央票发行利率与 1 年期定存利率的利差，预计 1 年期央票的收益率将大幅上行 60-90BP。

4.1.2 长期国债收益率水平上升空间有限

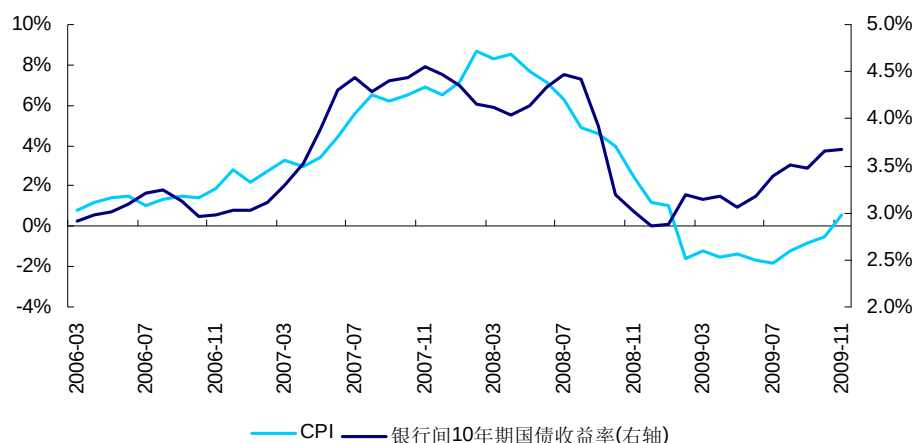
通过比较银行间 10 年期国债收益率与 CPI 的走势，我们发现二者之间相关度较高，10 年期国债有明显的领先于 CPI 的趋势。使用月度数据构建回归模型发现，当期 CPI 对两期前的 10 年国债收益率解释度最高，回归结果如下：

$$\text{两期前 10 年期国债收益率} = 3.1272 + 0.1512 * \text{当期 CPI}$$

模型的拟合优度为 67%，t 检验显示参数显著不为 0，F 检验显示回归方程显著。

根据前文判断，2010 年三季度将是 CPI 的全年高点，部分月份可能接近 4%。结合回归方程推断，银行间 10 年期国债收益率的高点将出现在 2010 年二季度到三季度初，届时收益率的合理水平在 3.7% 左右，较目前收益率进一步上升空间有限，不到 10BP。

图 28：银行间 10 年期国债收益率与 CPI



数据来源：Wind、国都证券研究所

4.1.3 利率展望总结

总的来看，2010 年收益率曲线将在通胀上行和加息预期的背景下呈现平坦

化上升特征，短期利率将有较大上升空间，风险较大；长期利率在前期已经出现较大调整的背景下，预计上升空间有限，但不排除市场预期悲观导致收益率的非理性上升。

分季度来看，预计一季度信贷投放仍将迅猛，1 年期央票发行利率可能将上调，这将带动一季度收益率曲线，特别是短端收益率的快速上行。二季度市场的关注点可能集中在通胀之上，由于 CPI 快速上升，市场对于通胀预期悲观，可能导致长期收益率的非理性上升。三季度在加息的靴子落地进入政策稳定期、通胀上行速度减慢的情况下，预计收益率将向理性回归，三季度中期-后期可能出现中长期品种的交易型机会。四季度则可能在对 2011 年的通胀预期中，收益率再次上行。

4.2 投资策略：上半年防御为主，三季度可适当拉长久期

根据我们此前对 2010 年全年通胀水平 2.9%、三季度将达最高，部分月份可能接近 4%；央行可能在二季度末-三季度加息 2 次 54BP 的判断，我们的投资策略是：

第一、二季度由于收益率曲线可能将先后出现熊市平坦化和平坦化上升的情况，利率风险较大，建议减少利率产品的配置，继续采取短久期的防御性策略。具体品种上，可以选择 1 年期及以下的国债、央票、金融债。重点关注基于 1 年期 SHIBOR 和 1 年期定存的浮息债。

二季度末到三季度初时收益率可能在悲观预期推动下见顶，出现建仓机会，届时建议适当拉长久期，等待三季度中期-后期债市的反弹。重点品种是 5-10 年期国债和金融债。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。