

[2009.1.5]

11月工业增加值增速创14年最低

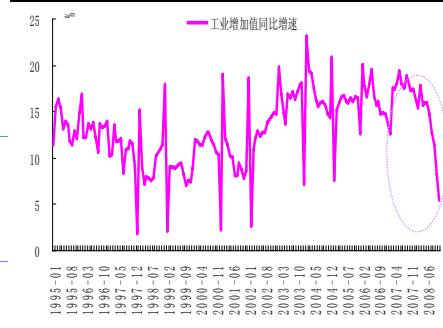
降息进入中后期，收益取决信用债

——2009年1月债券投资策略报告

徐 华

86-22-2845 1137

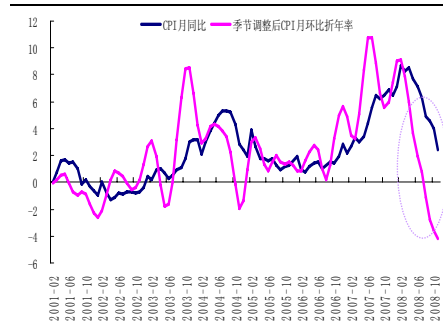
Xuhua72@hotmail.com



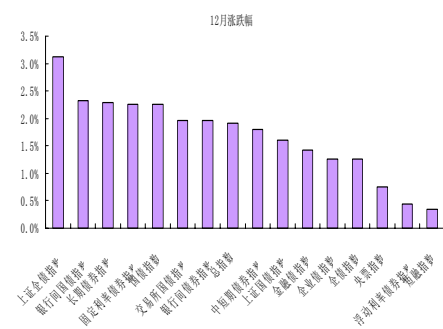
投资要点:

- 09年下半年积极的财政政策和适度宽松的货币政策等扩大内需政策效应发挥效力以及企业库存调整更充分，下半年经济将有所回升，情况好于上半年，09年GDP增速将呈现出“V”型走势，2季度可能是09年经济走势的局部低点。11月份经季节调整后的CPI月环比折年率为-4.2%，连续4个月负增长，通缩风险进一步放大，我们预计2008年12月份CPI同比增长1.7%左右，09年全年翘尾因素均值为-0.7%。09年CPI增速[-0.7%，-0.3%]，预估中值为-0.5%，1月至7月，CPI将处于下降通道，7月或将为CPI的最低点。
- 宏观经济4季度硬着陆，以及09年通缩概率进一步加大，我们预计09年年中前，央行将再降息81BP，1年期定期存款利率将到1.44%。由于央行此前5次降息下调1年期定期存利率189BP，因此，降息周期已走完了70%，降息进入了中后期。
- 12月，央行降息效应释放，银行系统资金异常泛滥，使得以Shibor与银行间质押式回购利率为代表的货币市场短期利率全线大幅下降，R07D和R01D均已经突破银行资金成本，两者的利差业已收窄在10BP以内，直逼0.72%的超储利率。交易所债券指数中，上证企债指数领涨3.12%，上证国债、企债指数则分别上涨1.60%、1.26%。主要中债指数方面，长期债券指数表现略好于中短期债券指数，固定利率债券指数表现优于浮动利率债券指数，国债、金融债、企业债分别上涨2.25%、1.42%、1.26%，表现好于央票和短融。
- 09年1月份，债市收益主要在于信用债投资。目前利率品种已透支约54BP，尽管09年年中前央行将再降81BP，但各期限国债、金融债较目标收益率（极限值）仅20-30BP的下降空间，降息业已进入中后期，投资者务必开始重视利率风险管理，警惕长期利率品种风险，建议投资者对利率品种的投资期限控制在3年（含）以内，减持5年以上国债、金融债。对于信用债，我们仍然看好高等级信用债的表现，建议超配铁道债、3-7年AAA中期票据、1年AAA短期融资券、银行担保AAA或集团担保AA+的高等级信用债，标配国安债1、08葛洲债等优质无担保信用债，低配少量低评级短融（详见正文）。

11月季节调整CPI月环比折年率为-4.2%



12月涨跌幅



相关报告

2008.11.30 《最低利率时代将开启，剩余行情几何？》——2009年债券投资策略报告

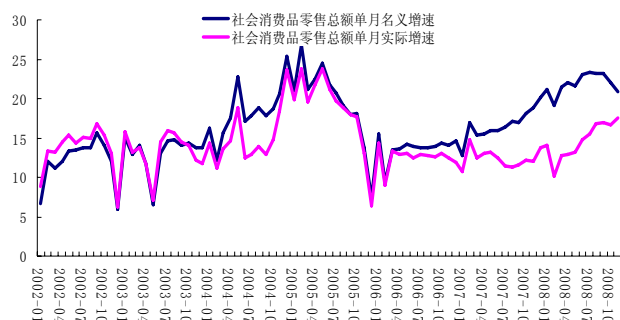
1 宏观经济

1.1 经济继续恶化，09 年呈现 “V”型

11 月名义消费平稳放缓

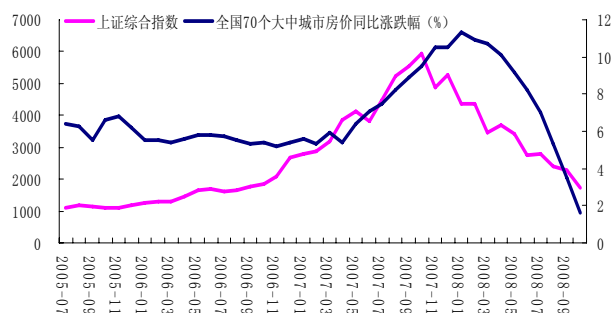
2008 年 11 月份社会零售总额同比名义增长 20.8%，较上月回落 1.2 个百分点，剔除价格因素后，实际增长约 17.2%，较上月反弹 0.6 个百分点，但是，这一数据的增长具有一定的误导性，实际居民消费支出早已放缓。由于居民收入增速放缓，股市楼市价格调整带来的负财富效应、以及消费者信心不足都将使得消费增长继续放缓。

图 1：名义消费平稳放缓，实际消费有所反弹



资料来源：WIND，渤海证券研究所

图 3：股价、房价持续下跌

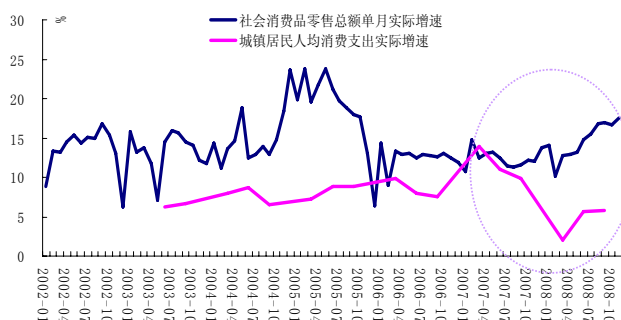


资料来源：WIND，渤海证券研究所

11 月投资继续放缓

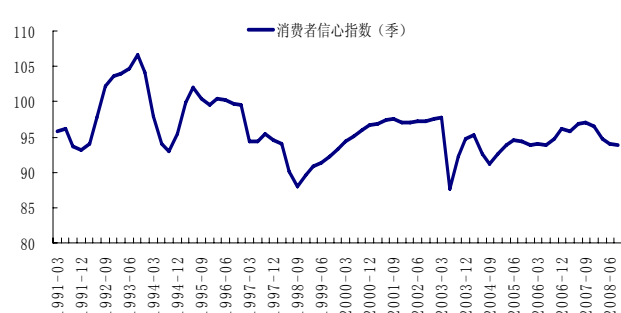
国家统计局数据显示，2008 年 11 月份城镇固定资产投资 14425 亿元，同比增长 23.8%，比 11 月份回落 0.6 个百分点，比去年同期回落 2.3 个百分点。11 月房地产投资 2628 亿元，同比增长 7.7%，创 3 年以来新低，较 10 月回落 3.3 个百分点，比去年同期大幅回落 27.43 个百分点。11 月商品房销售面积同比下降 35%，继续萎缩，11 月房地产新开工面积增长 20.1%，预示房地产不景气将继续打压房地产开发投资。

图 2：消费数据增长具有误导性，实际居民消费支出早已放缓



资料来源：WIND，渤海证券研究所

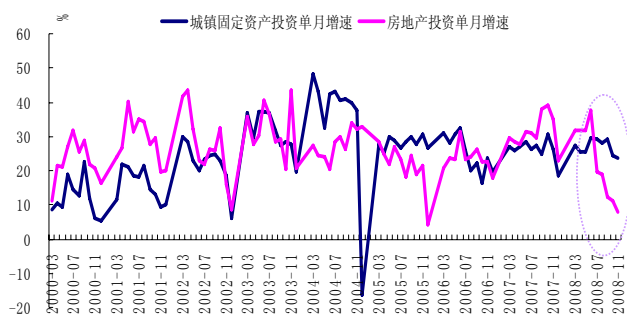
图 4：消费者信心连续 3 月下降，消费增长乏力



资料来源：WIND，渤海证券研究所

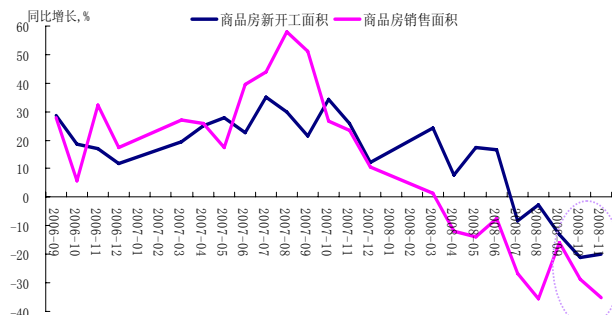
债券月报（2009.1.5）

图 5：11 月城镇固定资产投资和房地产投资增速继续放缓



资料来源：wind,渤海证券研究所

图 6：商品房销售面积继续萎缩

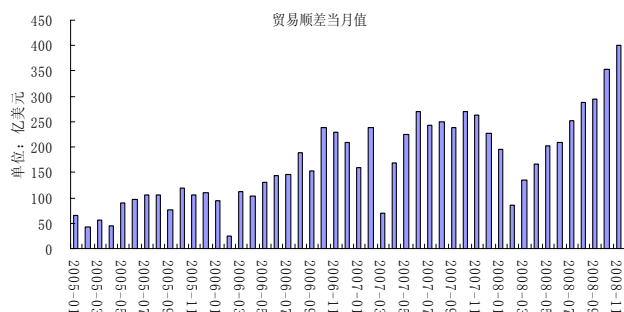


资料来源：wind,渤海证券研究所

11 月出口、进口增速齐“跳水”，贸易顺差创新高

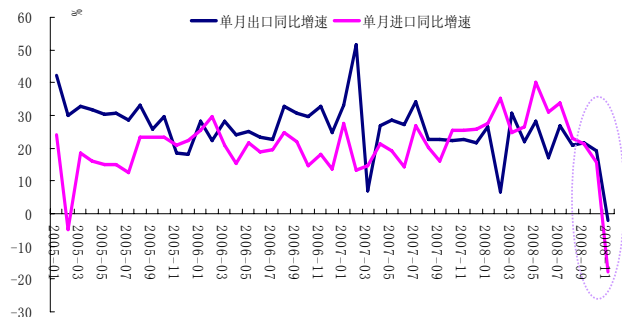
2008 年 11 月进出口均出现了多年罕见的负增长，当月我国出口 1149.87 亿美元，同比下跌 2.2%，较上月骤然下降 21.4 个百分点，创下了 1999 年 4 月份以来的最低水平；当月进口 748.97 亿美元，同比下降 17.9%，较上个月回落 33.5 个百分点，为 1992 年公布月度数据以来的最低水平。当月顺差规模再创历史新高，达 400.9 亿美元，同比增长 52.54%。

图 7：贸易顺差再创新高



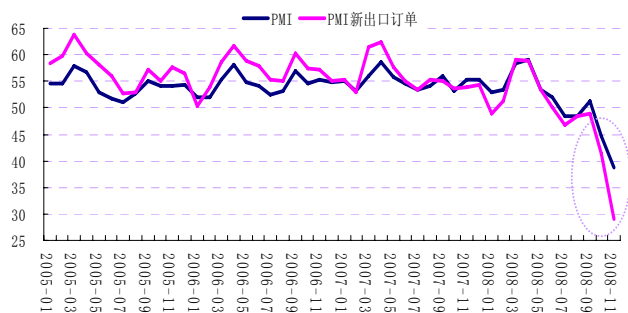
资料来源：WIND，渤海证券研究所

图 8：进口、出口增速齐“跳水”，双双负增长



资料来源：WIND，渤海证券研究所

图 9：11 月 PMI 和 PMI 新出口订单加速下滑



资料来源：WIND，渤海证券研究所

11 月出口大幅下降的主要在于欧美日等发达经济体已进入或濒临衰退，外需大幅放缓，进口增速陡降则因为：加工贸易出口下降导致进口下降；内需不振从而进口下降；国际大宗商品大跌导致进口价格下跌。

11 月 PMI 新出口订单指数仅仅 29%，较上月陡降 12.4 个百分点之多，为 2005 年 1 月编制指数以来的最低点。PMI 出口订单指数已连续 5 个月处于衰退区间，而且呈现出加速下滑的态势，出口正面临空前的下行压力，预计 2009 年出口的增长对 GDP 的贡献将很可能出现“负贡献”。

11 月工业增加值和发电量增速再创新低

国家统计局公布的数据显示，11 月工业增加值同比增长 5.4%，比 10 月份下降 2.8 个百分点，比去年同期回落 11.9 个百分点，连续 5 个月显著回落，并创下 14 年最低。目前的 10 月发电量同比负增长 9.6%，为历史最大跌幅。工业增加值和发电量增速再创新低，彰显经济超预期恶化。

根据发电量与 GDP 增速关系，宏观经济 08 年 4 季度增速在 6.5% 左右，较 3 季度大幅下滑 2.5 个百分点，经济将“硬着陆”。

图 10：工业增加值增速创 14 年最低

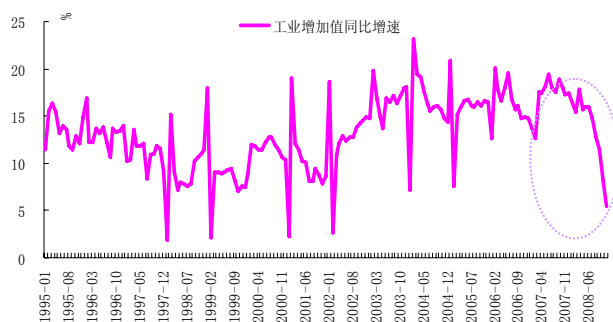
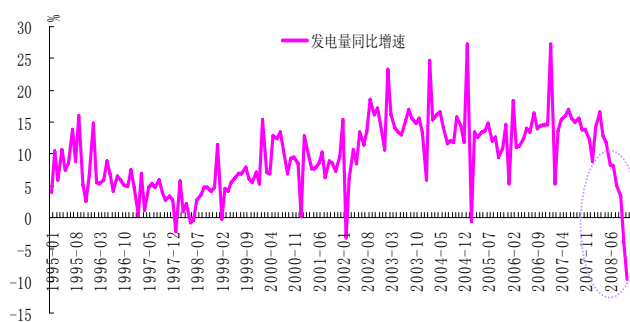


图 11：11 月份发电量创历史最大跌幅



资料来源：WIND，渤海证券研究所

资料来源：WIND，渤海证券研究所

目前经济形势比 98 亚洲金融危机时更为严峻，首先，出口受外部冲击比 98 年严重，其次，内需放缓程度更甚于 98 年，最后，财政政策效力也小于 98 年。日本、德国、英国从技术层面上讲已经陷入衰退，美国经济也在衰退边缘，IMF11 月对 2009 年对美国、日本、德国、英国的 GDP 增速预测值分别为 -0.7%、-0.2%、-0.8%、-1.3%，发达经济体陷入衰退势必重创外需，因而，中国经济要想真正走出本轮金融危机，必须调整经济结构，扩大内需尤其是消费需求，将经济增长方式由外需拉动型转为内需拉动型。经济结构的调整和经济增长模式的转型需要一个较长的过程，不可能一蹴而就。在内需、外需双双放缓和政府反周期的政策调控两股力量的博弈和较量下，本轮经济调整可能再次呈现出类似于 97-02 年的“W”型调整，经济要真正走出谷底可能至

少需要 2-3 年的时间。

就 09 年的宏观经济形势而言，由于内需、外需交困，经济周期景气下行和经济结构调整的双重叠加，09 年宏观经济将面临严峻挑战，宏观经济需要为“保 8”而战，经济将会在一个较低的增速水平上运行。由于 09 年积极的财政政策和适度宽松的货币政策等扩大内需政策效应发挥效力以及企业库存调整更充分，下半年经济将有所回升，情况好于上半年，09 年 GDP 增速将呈现出“V”型走势，2 季度很可能是 09 年经济走势的局部低点。

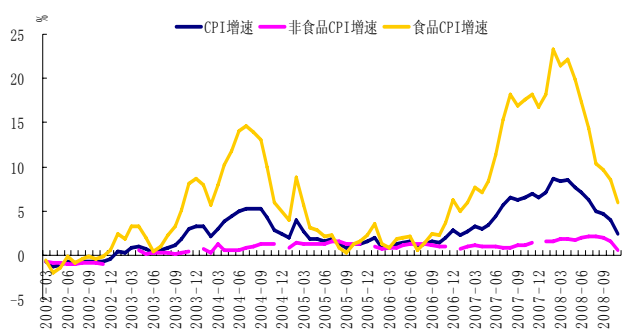
1.2 09 年通缩概率大，7 月或为最低点

CPI、PPI 超预期回落

国家统计局数据显示，2008 年 11 月 CPI 同比增长 2.4%，较上月大幅度下降 1.6 个百分点，超出我们之前的预期。由于翘尾因素下降 0.7 个百分点，同时 10 月 CPI 环比回落 0.9 个百分点，11 月 CPI 再次大幅回落。

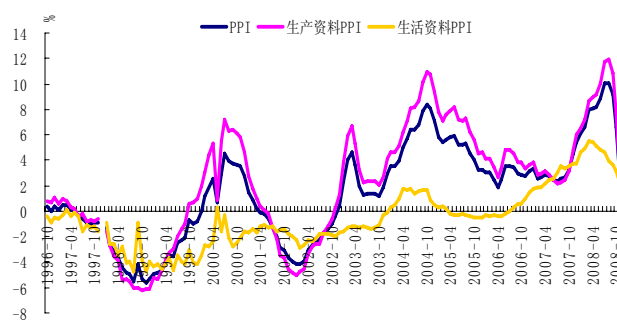
11 月份 PPI 同比上涨 2%，较上个月大幅回落 4.6 个百分点，。PPI 大幅回落超出市场普遍预期。其中生产资料价格指数同比上涨 2%，较上月下降 5.7 个百分点；生活资料价格同比上涨 2.1%，较上月下降 1 个百分点。PPI 大幅度回落主要在于：国内需求放缓、国际大宗商品价格下跌及生活资料价格回落影响。

图 12: 食品及非食品类 CPI 同比增幅



资料来源: wind,渤海证券研究所

图 13: 11 月 PPI 大幅放缓至 2%



资料来源: wind,渤海证券研究所

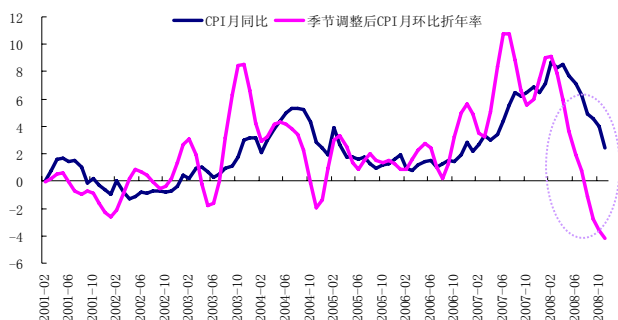
通缩风险进一步放大

11 月份经季节调整后的 CPI 月环比折年率为-4.2%，连续 4 个月负增长，通缩风险进一步放大。此外，从环比情况看，最近几期的 CPI 环比和 CPI 食品环比均稳中有降，连续 4 个月负增长，通缩风险也显著增加。

债券月报（2009.1.5）

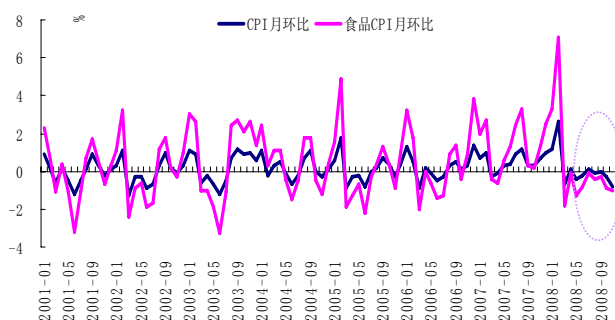
11月M1同比增速为6.8%，已大大低于98年6月通缩时(CPI为-1.3%)的低点8.7%，为有史以来最低水平。M1是CPI的较好的领先指标，领先时间大约为6个月，目前，M1仍然处于下降通道，预示至少09年上半年CPI维持下降趋势。

图 14: 11 月经季节调整后的 CPI 月环比折年率为-4.2%



资料来源: wind,渤海证券研究所

图 15: 通缩风险进一步放大



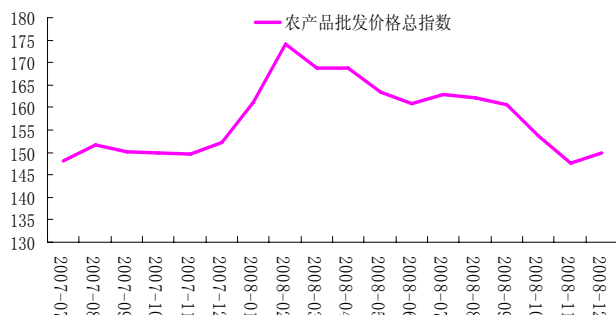
资料来源: wind,渤海证券研究所

09 年 CPI 增速-0.5%左右，7 月或为最低点

由于11月CPI超预期下滑，我们在此根据最新的信息对年报《最低利率时代将开启，剩余行情几何—2009年债券投资策略报告》中的CPI增速预测值进行修正。

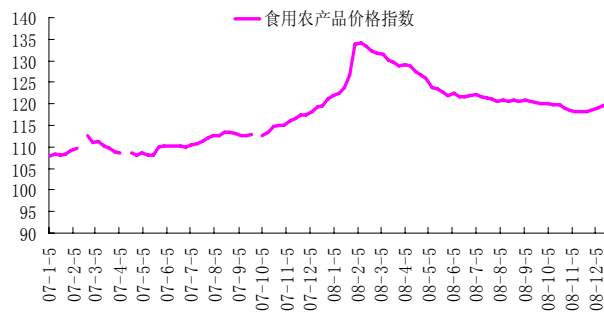
关于2008年12月份的CPI，一方面，翘尾因素继续减弱。12月份的翘尾因素为0%，较11月份回落1个百分点，另一方面，从新增因素看，根据农业部最新发布的农产品价格指数，12月份农产品价格指数环比上涨1.56%，此外，商务部12月食用农产品价格指数环比上涨1.27%，结合非食品CPI环比的走势，我们预计新增因素将在[1.5%,1.9%]，预估中值为1.7%。

图 16: 12 月农业部农产品价格指数环比上涨 1.56%



资料来源: 农业部,渤海证券研究所

图 17: 12 月商务部食用农产品价格指数环比涨 1.27%

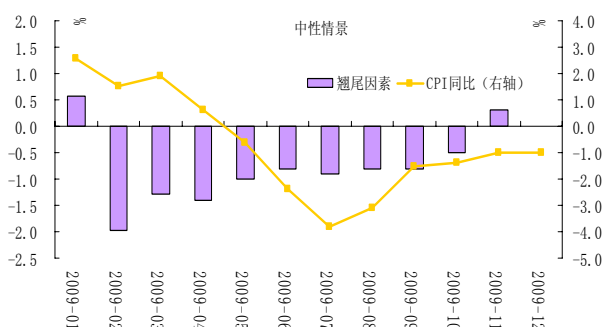


资料来源: 商务部,渤海证券研究所

根据上面的分析，08年12月CPI1.7%，得出2008年各月CPI增速，可得2009年CPI的翘尾因素，09年全年翘尾因素均值为-0.7%。中性情形下，09年各月CPI新增因素取98年各月新增因素，09年全年CPI增速为-0.7%，CPI5月份开始负增长，

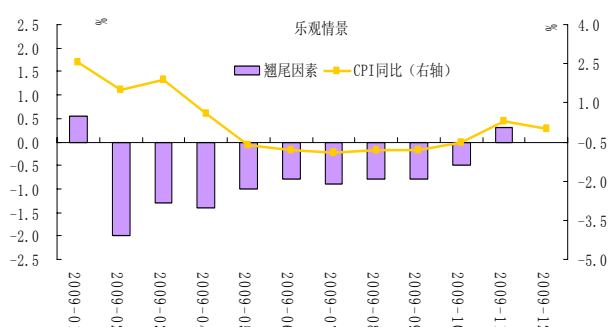
在 1-7 月份处于下降通道,7 月为最低点。乐观情形,09 年各月 CPI 新增因素取 max(0, 98 年各月的新增因素)。在此情况下,09 年全年 CPI 增速为 0.2%,CPI 5 月份开始负增长,CPI 在 1-7 月处于下降通道,7 月也为最低点。考虑到积极财政和适度宽松货币政策效应发挥的影响,估计 09 年 CPI 增速为[-0.7%, -0.3%],预估中值为-0.5%,7 月可能为最低点。

图 18: 中性情景, 09CPI-0.7%, 7 月最低点



资料来源: 渤海证券研究所

图 19: 乐观情景, 09CPI-0.2%, 7 月最低点



资料来源: 渤海证券研究所

2 货币政策

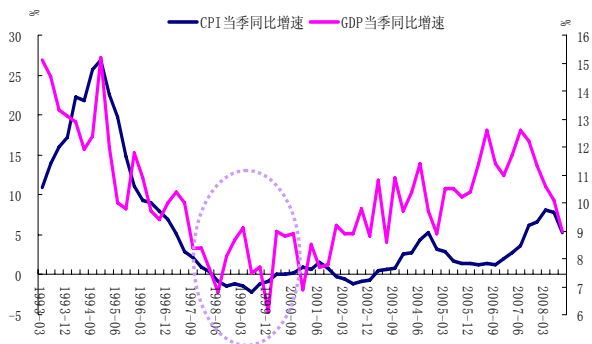
97 亚洲金融危机后,中国经济增速在 1997 至 2002 年陷入低谷,并出现了通缩。央行从 97 年 10 月直至 2002 年 2 月持续降息,累计下调 1 年期定期存款利率 549BP 至 1.98%的水平;累计下调存款准备金率 700BP 至 6%。危机期间政策调控经验:1 年期定期存款利率完全可下调到 $1.98\% \times 80\% = 1.58\%$ (亚洲金融危机期间需缴纳 20%的利息税)的水平,存款准备金率则至少可下调 400-500BP 至 10%左右的水平。

11 月,季节调整 CPI 月环比折年率-4.2%,如果消费者和企业是按照 11 月份的物价水平进行预期,实际利率仍然较高,1 年定期存款真实利率在 4%以上,贷款则在 7%以上。目前经济形势远比 98 年更严峻,考虑到政策前瞻性,以及 7 月后 CPI 开始上升,再结合亚洲金融危机期间央行利率政策调控经验,我们预计,09 年年中之前央行将降息 81BP,1 年期存款利率下降到 1.44%,之后基准利率将稳定在该水平较长一段时间。

综上,预计 09 年全年下调存款准备金率 400-500BP,年中前央行还将降息 81BP,1 年期存款利率下降到 1.44%。由于央行此前 5 次降息下调 1 年期定存利率 189BP,因此,降息周期已走完了 70%,进入了中后期。

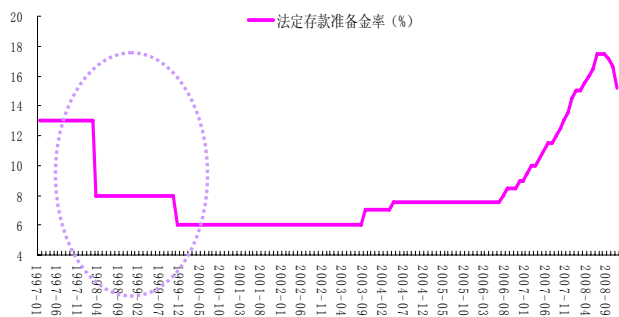
债券月报（2009.1.5）

图 20：97 亚洲金融危机期间中国经济陷入通缩



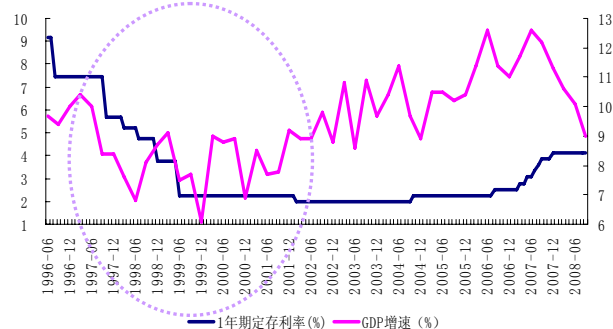
资料来源：WIND,渤海证券研究所

图 22：97 亚洲金融危机期间下调准备金率 700BP



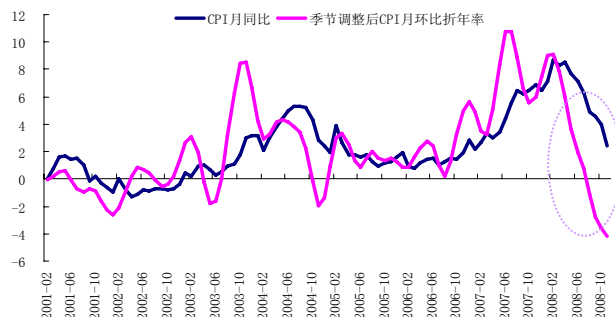
资料来源：WIND,渤海证券研究所

图 21：97 亚洲金融危机期间累计降息 549BP



资料来源：WIND,渤海证券研究所

图 23：11 月经季节调整后的 CPI 月环比折年率为-4.2%



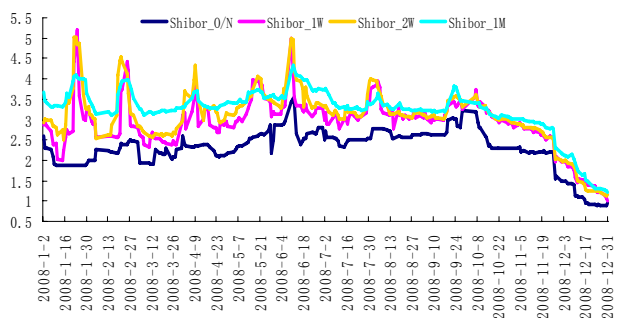
资料来源：WIND,渤海证券研究所

3 利率走势

3.1 货币市场

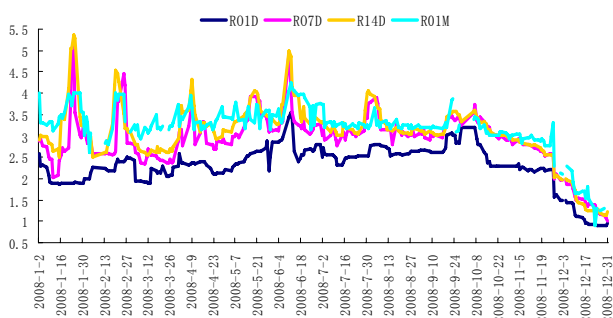
12 月央行降息、资金异常泛滥，以 Shibor 与银行间质押式回购利率为代表的货币市场短期利率全线大幅下降，R07D 和 R01D 均已经突破银行资金成本，两者的利差已收窄在 10BP 以内，直逼 0.72% 的超储利率。

图 24：12 月 SHIBOR 走势



资料来源：wind,渤海证券研究所

图 25：12 月银行间质押式回购利率走势



资料来源：wind,渤海证券研究所

债券月报（2009.1.5）

表 1: 12 月 SHIBOR 变动

日期	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	1.5942	0.9471	-64.71
7	2.0983	1.0058	-109.25
14	2.0583	1.162	-89.63
30	2.2833	1.2258	-105.75

资料来源: wind,渤海证券研究所

表 2: 12 月银行间质押式回购利率变动

日期	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	1.6148	0.956	-65.88
7	2.0995	1.0009	-109.86
14	2.0693	1.2086	-86.07
30			

资料来源: wind,渤海证券研究所

3.2 一级市场

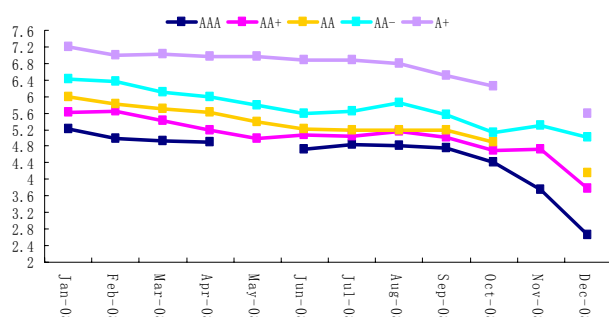
2008 年 12 月份市场共发行各类债券 64 只,发行总额合计 4626.6 亿元,金融债、短融、国债是其中的主要产品,发行额度分别为 1765.2 亿元、837.5 亿元、751.9 亿元,发行总额比重分别为 38.15%、18.1%、16.25%。

表 3: 12 月份债券发行情况 (截止 12 月 31 日)

类别	发行期数(只)	发行期数比重(%)	发行总额(亿元)	发行总额比重(%)
国债	3	4.6875	751.9	16.25
企业债	19	29.6875	642	13.88
金融债	11	17.1875	1765.2	38.15
央行票据	2	3.125	610	13.18
短期融资券	28	43.75	837.5	18.10
证券化资产	1	1.5625	20	0.43
合计	64	100	4626.6	100

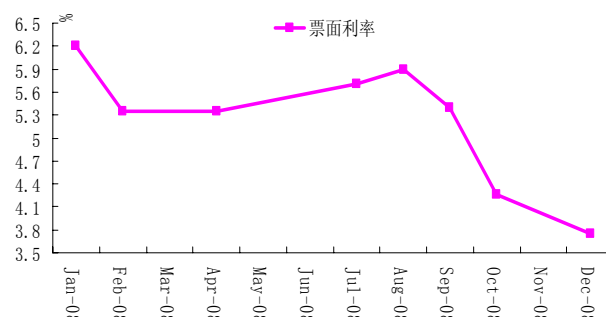
资料来源: wind,渤海证券研究所

图 26: 11 月份不同主体评级短融发行利率



资料来源: wind,渤海证券研究所

图 27: AAA 级 10 年期固定利率企业债发行利率



资料来源: wind,渤海证券研究所

从短融的发行利率来看,12 月份,1 年期各主体等级的短融发行利率均值均下降,而且,主体评级越高,发行利率较上月下降幅度越大。12 月主体 AAA 级短融发行利率均值为 2.65%,较上月大幅下降 110BP,主体 AA+、AA-发行利率均值则

债券月报（2009.1.5）

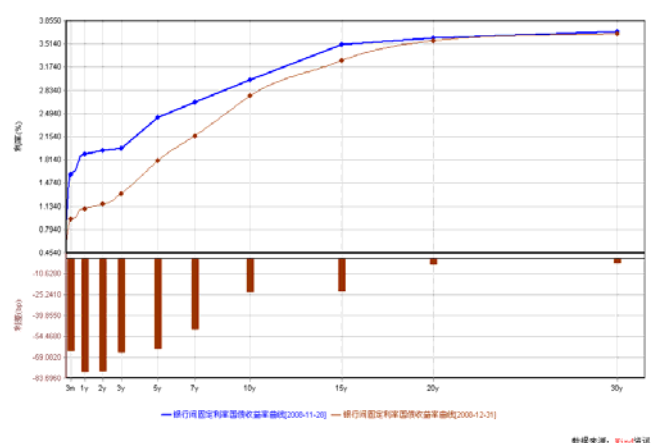
分别较上月回落 94BP、28BP。从 10 年期 AAA 企业债的发行利率来看，12 月 10 年期 AAA 企业债发行利率较 10 月下降了 51BP（11 月无 10 年期 AAA 企业债发行）。

3.3 二级市场

12 月，商业银行因 2 次下调法定存款准备金率和财政存款季节性投放，银行体系资金已异常泛滥，在中短端利率品种供给有限的情况下，资金追捧中短端，使得无风险收益率曲线 12 月继续陡峭化下移。

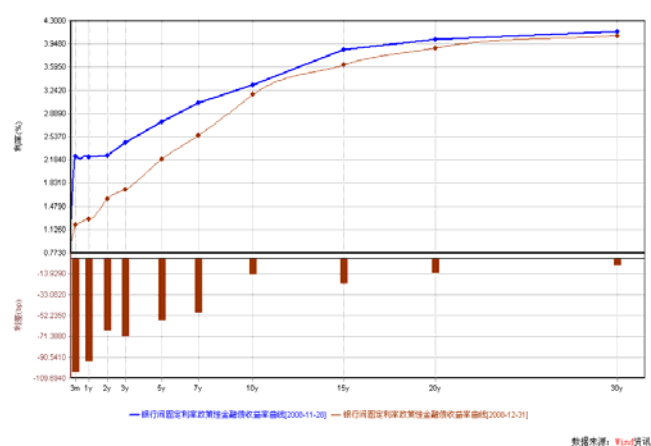
12 月 13，国务院金融 30 条公布，市场预期上市商业银行进入交易所债券市场、保险公司投资无担保债的限制将放开，同时，股市下跌使避险资金流入债市，交易所债市持续大涨，整体表现强于银行间市场。

图 28：12 月银行间国债到期收益率变动



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 29：12 月政策性金融债到期收益率变动



资料来源：Wind，渤海证券研究所

表 4：12 月银行间国债到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
0.25	1.6	0.9503	-64.97
1	1.8991	1.102	-79.71
2	1.9581	1.1674	-79.07
3	1.9838	1.323	-66.08
5	2.4416	1.8084	-63.32
7	2.6663	2.1692	-49.71
10	2.9905	2.7521	-23.84
15	3.5029	3.2701	-23.28
20	3.6059	3.5613	-4.46
30	3.7	3.6627	-3.73

资料来源：Wind，渤海证券研究所

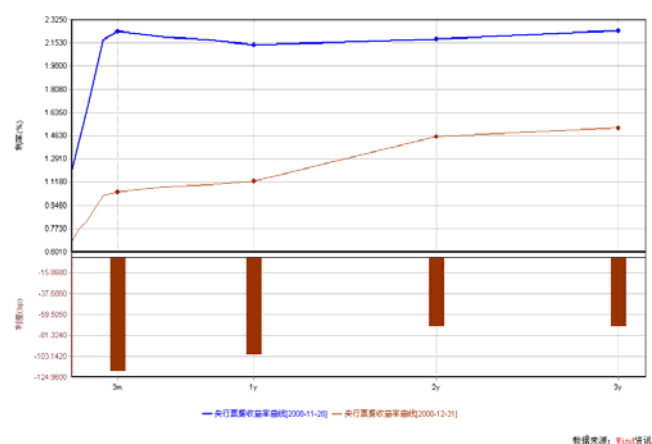
表 5：12 月政策性金融债到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
0.25	2.24	1.1953	-104.47
1	2.2273	1.283	-94.43
2	2.2553	1.591	-66.43
3	2.4501	1.7365	-71.36
5	2.7687	2.1971	-57.16
7	3.0517	2.5563	-49.54
10	3.3276	3.1785	-14.91
15	3.86	3.6291	-23.09
20	4.015	3.8852	-12.98
30	4.14	4.0724	-6.76

资料来源：Wind，渤海证券研究所

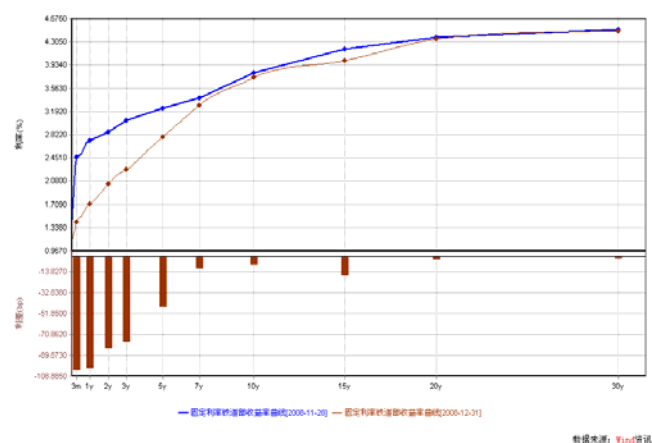
债券月报（2009.1.5）

图 30: 12 月央票到期收益率变动



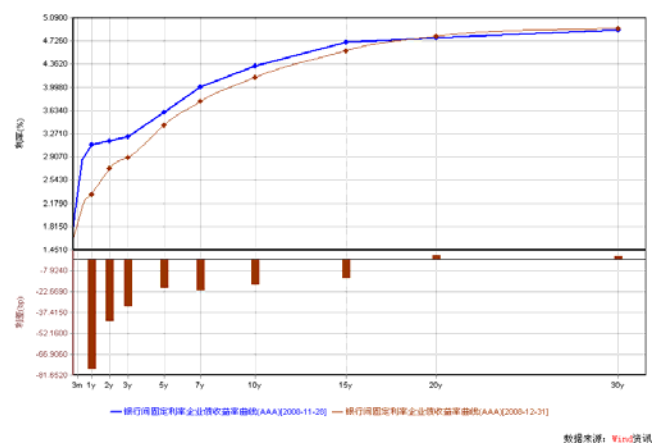
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 31: 12 月铁道债到期收益率变动



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 32: 12 月银行间 AAA 有担保企业债收益率变动



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 6: 12 月央票到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
0.17	2.1777	1.0161	-116.16
0.25	2.2379	1.0478	-119.01
0.5	2.1951	1.0854	-110.97
0.75	2.1774	1.0971	-108.03
1	2.1399	1.1251	-101.48
2	2.1828	1.4588	-72.4
3	2.2468	1.5217	-72.51

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 7: 12 月铁道债到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
0.25	2.4638	1.4268	-103.7
1	2.7295	1.7117	-101.78
2	2.8717	2.0341	-83.76
3	3.0462	2.2652	-78.1
5	3.25	2.7919	-45.81
7	3.4133	3.2985	-11.48
10	3.815	3.7389	-7.61
15	4.1878	4.0074	-18.04
20	4.3745	4.3484	-2.61
30	4.5074	4.4841	-2.33

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

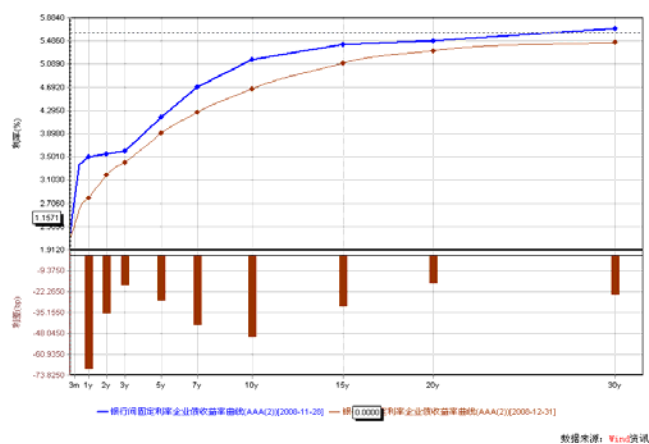
表 8: 12 月银行间 AAA 有担保企业债收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	3.1	2.3237	-77.63
2	3.16	2.7265	-43.35
3	3.23	2.8986	-33.14
5	3.61	3.4094	-20.06
7	4	3.7776	-22.24
10	4.33	4.1478	-18.22
15	4.71	4.5723	-13.77
20	4.77	4.798	2.8
30	4.9	4.9244	2.44

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

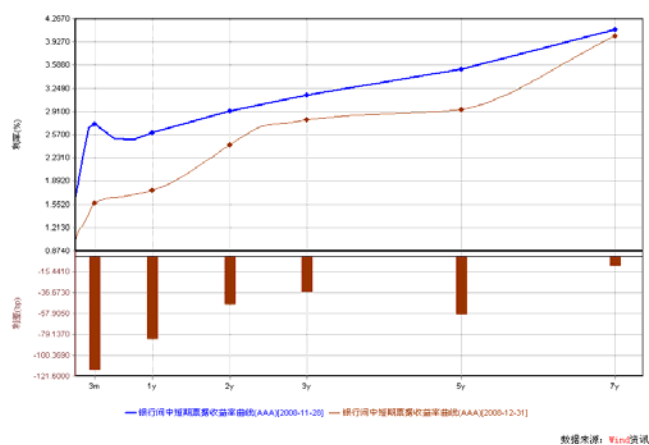
债券月报（2009.1.5）

图 33: 12 月银行间 AAA 无担保企业债收益率变动



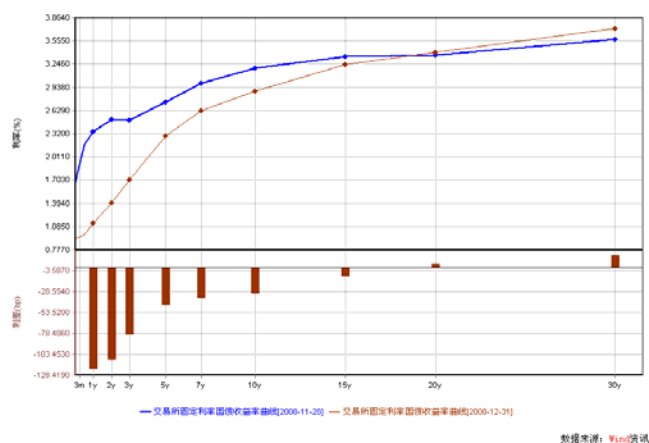
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 34: 12 月银行间 AAA 中期票据到期收益率变动



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 35: 12 月交易所国债到期收益率变动



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 9: 12 月银行间 AAA 无担保企业债收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	3.5018	2.7987	-70.31
2	3.5553	3.1961	-35.92
3	3.5976	3.409	-18.86
5	4.1873	3.9049	-28.24
7	4.6947	4.2643	-43.04
10	5.1698	4.6613	-50.85
15	5.422	5.105	-31.7
20	5.492	5.3202	-17.18
30	5.703	5.46	-24.3

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 10: 12 月银行间 AAA 中期票据到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
0.17	2.6762	1.415	-126.12
0.25	2.7306	1.5725	-115.81
0.5	2.5218	1.6573	-86.45
0.75	2.496	1.6948	-80.12
1	2.5982	1.7584	-83.98
2	2.916	2.4232	-49.28
3	3.1527	2.7872	-36.55
5	3.5338	2.9426	-59.12
7	4.1125	4.0144	-9.81

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

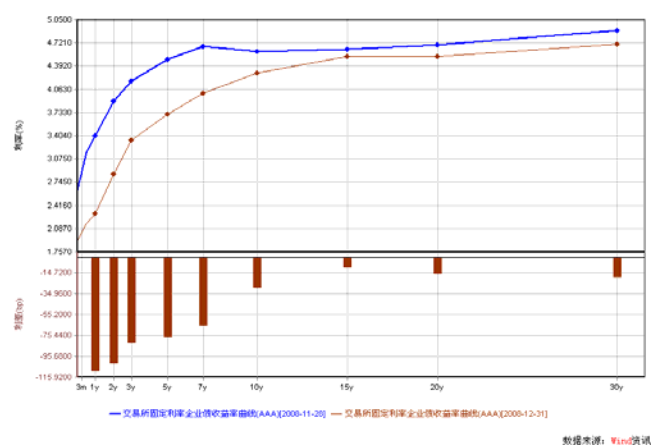
表 11: 12 月交易所国债到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	2.3492	1.1331	-121.61
2	2.5104	1.403	-110.74
3	2.5057	1.7075	-79.82
5	2.7409	2.2956	-44.53
7	2.9946	2.6273	-36.73
10	3.1923	2.8823	-31
15	3.3448	3.2372	-10.76
20	3.3636	3.408	4.44
30	3.5776	3.7233	14.57

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

债券月报（2009.1.5）

图 36：12 月交易所 AAA 企业债到期收益率变动



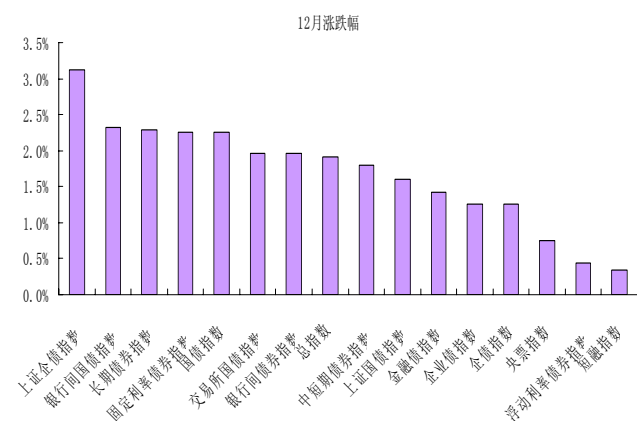
资料来源：Wind, 渤海证券研究所

表 12：12 月交易所 AAA 企业债到期收益率变动

期限(年)	2008-11-28	2008-12-31	利差(bp)
1	3.4001	2.2961	-110.4
2	3.8919	2.8619	-103
3	4.1802	3.3475	-83.27
5	4.483	3.7089	-77.41
7	4.6714	4.0043	-66.71
10	4.5963	4.297	-29.93
15	4.6296	4.5288	-10.08
20	4.6914	4.5294	-16.2
30	4.9008	4.7041	-19.67

资料来源：Wind, 渤海证券研究所

图 37：12 月主要中债指数与交易所指数表现



资料来源：Wind, 渤海证券研究所

12 月，交易所债券指数和主要中债指数全面上涨。

交易所债券指数中，上证企债指数领涨 3.12%，上证国债、企债指数则分别上涨 1.60%、1.26%。主要中债指数方面，银行间国债指数领涨 2.32%，长期债券指数表现略好于中短期债券指数，固定利率债券指数表现优于浮动利率债券指数，国债、金融债、企业债分别上涨 2.25%、1.42%、1.26%，表现好于央票和短融。

4 后市展望与投资策略

由于内需、外需交困，经济周期景气下行和经济结构调整的双重叠加，09 年宏观经济将面临严峻挑战，宏观经济需要为“保 8”而战，经济将会在一个较低的增速水平上运行。由于 09 年下半年积极的财政政策和适度宽松的货币政策等扩大内需政策效应发挥效力以及企业库存调整更充分，下半年经济将有所回升，情况好于上半年，09 年 GDP 增速将呈现出“V”型走势，2 季度可能是 09 年经济走势的局部低点。11 月份经季节调整后的 CPI 月环比折年率为-4.2%，连续 4 个月负增长，通缩风险进一步放大，我们预计 2008 年 12 月份 CPI 同比增长 1.7%左右，09 年全年翘尾因素均值为-0.7%。09 年 CPI 增速[-0.7%，-0.3%]，预估中值为-0.5%，1 月至 7 月，CPI 将处于下降通道，7 月或将为 CPI 的最低点。

根据货币政策部分的分析，预计 09 年年中前，1 年期定期存款利率将下降 81BP 到 1.44%。相应地，银行存款资金成本将下降到 0.97%的水平。资金泛滥，R07D 将突破资金成本，逼近 0.72%超储利率这一“硬底”，预计 R07D 目标水平 0.9%左右。

对于利率品种，我们认为，目前利率品种已透支约 54BP， 尽管 09 年年中前央行将再降 81BP，各期限国债、金融债较目标收益率（极限值）仅 20-30BP 的下降空间，投资者务必开始重视利率风险管理，警惕长期利率品种风险，建议投资者对利率品种的投资期限控制在 3 年（含）以内。

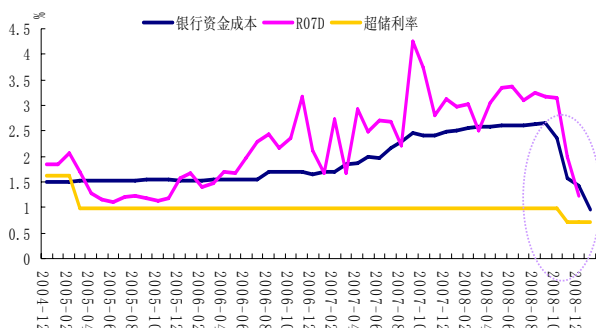
对于信用债，我们仍然看好高等级信用债的表现，建议超配铁道债、3-7 年 AAA 中期票据、1 年 AAA 短期融资券、银行担保 AAA 或集团担保 AA+以上的高等级信用债，标配国安债 1、06 中化债、08 中远债、08 葛洲债等优质无担保信用债，低配少量低评级短融。

4.1 利率品种：警惕长债风险，缩短久期

R07D、短端、长端利率定位分析

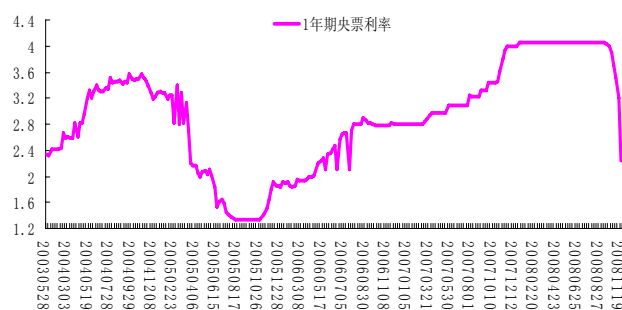
通过银行存款资金成本给 R07D 定价，利用 1 年期央票对 R07D 的利差，定位 1 年期央票目标收益率。然后，利用 05 年和 02 年债券牛市时长债对短债的期限利差，来定位长端国债、金融债收益率。

图 38：资金已开始泛滥，09 年年中前存款资金成本将下降到 0.97%



资料来源：wind,渤海证券研究所

图 39：05 年 8 月-10 月，1 年期央票利率在 1.3%左右，较 R07D 高约 10BP



资料来源：wind,渤海证券研究所

预计 09 年年中前，1 年期定期存款利率将下降到 1.44%，银行存款资金成本将下降到 0.97%的水平。资金泛滥，R07D 将突破资金成本，逼近 0.72%超储利率这一“硬底”，预计 R07D 目标水平 0.9%左右。

政策性金融债和央票 09 年目标收益率 (即极限值) 如下: 1 年 1%; 3 年 1.3 %, 5 年 1.9%, 7 年 2.3%, 10 年 2.8%, 国债 09 年目标收益率 (即极限值) 如下: 1 年 0.9%, 3 年 1.2%, 5 年 1.7%, 7 年 2.1%, 10 年 2.5%。

警惕长债风险

目前, 国债、金融债、央票等利率品种已透支 54BP, 即使考虑 09 年降息 81BP, 各期限债券收益率下行空间至多 20BP-30BP, 必须开始重视利率风险管理, 防止收益率逆转上行, 长期债券久期长, 利率风险最大。

由于明年中长期利率产品发行扩容、长债收益率已较低并逐步逼近极限值, 博取最后 20-30BP 的套利空间很难, 好比股指在 5000 点去博 6000 点的收益, 一旦长债收益率上行, 势必深度套牢。

解释长债收益率的核心变量为 CPI, 中国经济长期陷入通缩可能性很小。国务院金融 30 条指出: 09 年 M2 目标增速为 17%。如果 09 年 M2 增速目标实现, 2010 年宏观经济存在通缩转通胀的可能, 一旦通胀苗头出现, 长债收益率势必大幅上行。

综上, 我们建议投资者重视利率风险管理, 警惕长期利率品种风险。逐步减持 5 年及以上长债, 将对利率品种的期限控制在 3 年 (含) 以内。

4.2 关注高等级信用债

09 年上半年经济继续下行, 经济下行阶段, 建议关注信用等级 AA+及以上的高等级信用债。

铁道债

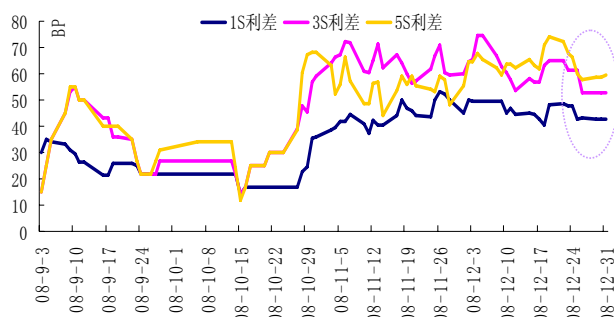
对于铁道债, 其发行主体为铁道部, 其信用等级与政策性金融债的信用等级相当, 均为准主权等级, 因此, 两者收益率的利差主要为流动性溢价。4 万亿扩大内需计划, 很大一块就是铁路基础设施建设, 未来 3 年铁路投资进入高速发展期, 投资规模接近 2 万亿。我们认为, 09 年随着铁道债发行规模扩大和流动性的改善, 其流动性溢价应该在 20BP 左右, 我们建议投资者关注 5-10 年铁道债的投资机会。

目前, 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年期铁道债对可比期限政策性金融债的利差分别为 42.87BP、52.87BP、59.48BP、74.22BP、56.04BP, 均处于历史高位,

债券月报（2009.1.5）

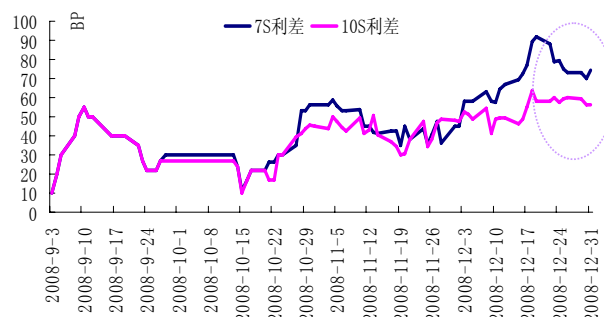
而且已开始下行。

图 40: 1 年、3 年、5 年铁道债利差处于历史高位，而且已经开始下行



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 41: 7 年、10 年、15 年铁道债利差也处于高位，料将下行



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

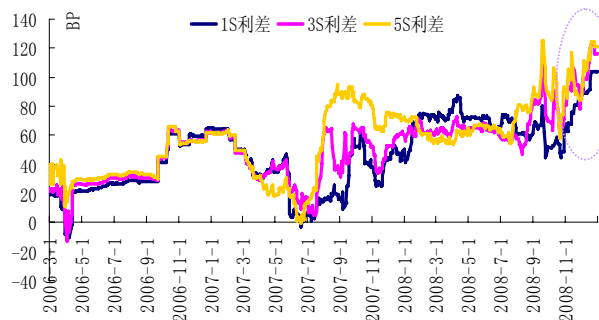
银行担保 AAA 企业债

2007 年 11 月，银监会叫停银行担保企业债，这决定了银行担保公司债愈发稀缺。而且，配置型机构对其信用风险的敏感度很低，可进投资户。稀缺性、以及几乎无信用风险，决定了银行担保的企业债在经济下行优势依然突出。银行担保取消后，集团担保的 AAA、AA+ 企业债具有替代性。

目前，银行担保 AAA 企债与同期限金融债的利差在 100-130BP，1S、3S、5S、7S、10S 利差均处于或者相当接近历史最高位，投资价值凸显。

我们认为由于四大国有商业银行与政策性银行信用等级相当，这部分利差完全是流动性溢价，从流动性溢价的角度，银行担保企业债比铁道债稍差，我们将银行担保 AAA 企业债的流动性溢价定位在 40BP。因此，银行担保 AAA 企业债收益率料将具有很大的下降空间，推荐投资者关注 5-10 年期银行担保企业债。

图 42: 1S、3S、5S 利差几处于历史最高位



资料来源: WIND, 渤海证券研究所

图 43: 7S、10S 利差也几处于历史最高位



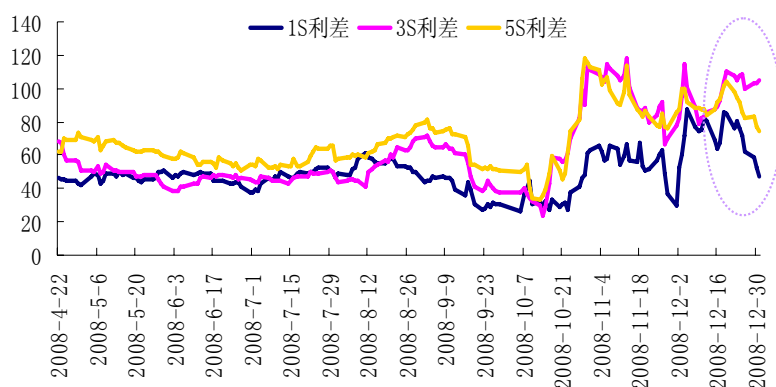
资料来源: WIND, 渤海证券研究所

中期票据

OMO 转向，央票发行淡出，中短端供给品种有限，同时，商业银行资金开始泛滥。中短端期限市场供求失衡，使得 AAA 级短融、中期票据期限因期限、流动性、信用级别优势，成为商业银行资金配置的重点。

自中期票据启动以来，3 年、5 年期 AAA 中期票据的信用溢价与 1 年期 AAA 级别短融信用溢价大致保持一致，目前，1 年期 AAA 级短融利差为 48BP，而 3 年、5 年、7 年期 AAA 中期票据的信用溢价则分别为 105BP、75BP、145BP，我们认为 3 年、5 年、7 年期中期票据信用溢价至少可以下降到 60BP 的历史平均水平。因此，建议投资者关注 3-7 年期尤其是 3 年、7 年期中期票据的投资机会。

图 44：3-7 年中期票据信用溢价至少可以下降到 60BP

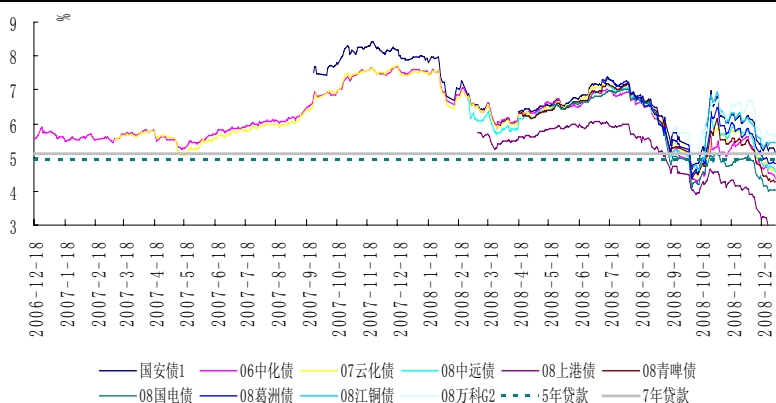


资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

优质无担保信用债

对于优质无担保信用债来说，贷款利率具有“天花板”效应，因为优质企业既可以选择直接融资发债，也可选择间接融资贷款，发债主要目的是为了降低融资成本。

图 45：贷款利率对优质无担保信用债具有“天花板”效应



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

如果考虑降息 81BP 后，预计 3 年期贷款利率 4.59%，5 年期贷款利率 4.95%，5 年以上贷款利率为 5.13%。国安债 1、08 葛洲债、06 中化债、08 中远债等风险较小，收益率较高的无担保信用债仍有较好的投资价值。

4.3 投资品种建议

2009 年 1 月投资品种建议：5-10 年期铁道债、银行或者集团担保的 AA+及以上信用债、3-7 年期中期票据，以及优质无担保信用债。

表 13：2009 年 1 月参考投资品种（数据日期：2008 年 12 月 31 日）

期限区间	证券代码	证券简称	票面利率	剩余年限	YTM(%)	修正久期	信用等级	担保
[5,7)	088060	08 铁道 05	3.58%	6.85	3.58	5.97	AAA	铁路基金
	0882021	08 中化 MTN2	4.00%	6.78	3.97	5.80	AAA	无
	112001	08 粤电债	5.50%	6.19	4.91	4.96	AAA	银行
	126017	08 葛洲债	0.60%	5.49	4.80	5.14	AA+	无
[3,5)	115002	国安债 1	1.20%	4.71	5.13	4.35	AA+	无
	122005	08 钒钛债	6.80%	4.16	5.79	3.38	AA+	集团
[1,3)	0882035	08 五矿 MTN3	3.55%	2.97	3.29	2.79	AAA	无

注：YTM 表示到期收益率；资料来源：WIND，渤海证券研究所

风险提示：投资品种中部分债券期限较长，可能跨越一个以上的利率波动周期，对于长期投资者来讲，市场利率的波动可能使实际投资收益具有一定的不确定性。此外，对于无担保信用债，经济下行周期中，如果发行人盈利能力和偿债能力大幅下滑，其信用溢价将会上升，从而造成资本损失。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推 荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5%~15%之间；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、回 避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号
邮政编码：300061
电话：（022）28451888
传真：（022）28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107
邮政编码：100032
电话：（010）58362157

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所			
所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869 kldyx@sina.com 商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135 cdong2002@sohu.com 煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625 zhangshun@bhq.com 医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945 damafeifeiww@hotmail.com 汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24 nkcolourful@yahoo.com.cn 建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27 tangx@bhq.com 股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659 xulilink@yahoo.com.cn 金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857 lvuzhong@bhq.com 博士后工作站: 资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632 nankaijh@163.com	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985 fuhxie@sina.com 电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618 bhqzqj@hotmail.com 机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705 lqlpl@yahoo.com.cn 金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653 zhjxnk@126.com 电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21 xlzhang100@hotmail.com 航运 港口 仓储 物流 周军 +86 22 2845 1802 zjzu@tom.com 转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808 cemabh@163.com 宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972 Zhouxi623@sohu.com 私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 28365293 nkyaya@yahoo.cn	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665 majingru@eyou.com 交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132 qyl_tj@163.com 有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653 zhangym8586@hotmail.com 房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26 nkzhuhu@yahoo.com.cn 机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22 lixinqu2000@sina.com 权证与金融工程研究 何翔 +86 22 2845 1808 hexiang@bhq.com 债券研究 徐华 +86 22 2845 1808 xuhua72@hotmail.com 营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879 Jyguo1618@126.com	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18 wupf@bhq.com 食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975 leimiaofoei@hotmail.com 石油化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843 liuwei19821014@yahoo.com.cn 有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25 jinhaiming58@yahoo.com.cn 钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23 horsewave@163.com 股指期货与金融工程研究 房振明 +86 22 8837 0816 fangzhenm@sohu.com 宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131 loyalbright@yahoo.com.cn