

上半年紧跟行情，下半年细选品种

2009 年债券市场年度投资策略

报告日期：2008 年 12 月 31 日

天相宏观组
联系人-石磊

010-66045557

shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

通讯地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层

邮编：100034

►2009 年债券市场展望：

◆债市供求分析：2009 年债券市场供给变化可以概括为：在券种结构上，央票供应减少，国债、金融债和企业债供应大量增加；在期限结构上，3 年期以内券种减少，10 年期以上券种增加；债券市场的有效需求主要由商业银行和保险机构的需求意愿和能力所决定。

◆债市收益率水平分析：

按照对 2009 年居民消费价格涨幅的估计，如果将实际利率调至接近于 0 的水平，且考虑到明年中期前后有出现通缩紧缩的可能性，我们认为 2009 年年底前央行可能还有较大的降息空间。因此，在降息周期中，短期券种收益率仍有下行空间。

从美国 10 年期国债收益率水平的支撑线，以及我国主要需求主体的成本制约的角度来看，我国目前 10 年期国债收益率已降无可降，但不排除受资金推动继续寻底的可能性。

◆债市流动性分析：

尽管我们现在还很难预测 2009 年央行净投放、外汇占款减少、政府存款的变化对市场流动性的综合影响，但为保证金融机构充裕的流动性，以支持经济刺激计划实施过程中的资金需求，并且考虑到存款准备金率绝对水平仍然较高，因此，我们认为央行明年还可以进一步下调法定存款准备金率，以此增强市场对金融体系流动性的信心。

◆期限利差和信用利差分析：

目前我国银行间 10 年与 3 月期国债收益率利差为 1.63%，处于 2007 年 9 月份以来比较高的水平，由于 10 年期国债收益率已降至无风险收益率水平的底线，同时，短债收益率仍有下行空间，因此，该期限利差仍将继续上行。在经济出现好转之前，也就是在明年上半年，信用利差将维持高位；明年下半年，我们初步估计经济将筑底回升，信用利差将从高位回落，其中隐含的投资机会较多。

►投资策略：上半年紧跟行情，下半年细选品种

目 录

1. 2008 年债券市场回顾.....	4
1.1 债券发行情况	4
1.2 债券存量情况	5
1.3 债券市场制度建设	7
1.4 债市交易情况	9
1.5 总结	10
2. 2009 年债券市场展望.....	11
2.1 债券市场供求分析	11
2.1.1 债券供给结构的可能变化.....	11
2.1.2 债券需求仍以商业银行和保险机构为主	11
2.2 债市收益率水平分析：短债下行，长债降无可降	12
2.2.1 通缩前景浮现.....	12
2.2.2 央行可能还有较大的降息空间	14
2.2.3 短债收益率低点或将在 2009 年上半年出现	15
2.2.4 长债收益率已降无可降.....	16
2.3 债市流动性分析	17
2.3.1 货币政策：以释放流动性为主	17
2.3.2 新增外汇占款的可能变化：不确定性最大	17
2.3.3 存贷款增速可能的变化.....	20
2.4 期限利差和信用利差分析	21
2.4.1 期限利差尚有上行空间.....	21
2.4.2 信用利差将维持高位.....	22
3. 2009 年债券投资策略.....	24
附录：2009 年债券市场制度建设展望.....	25

图形目录

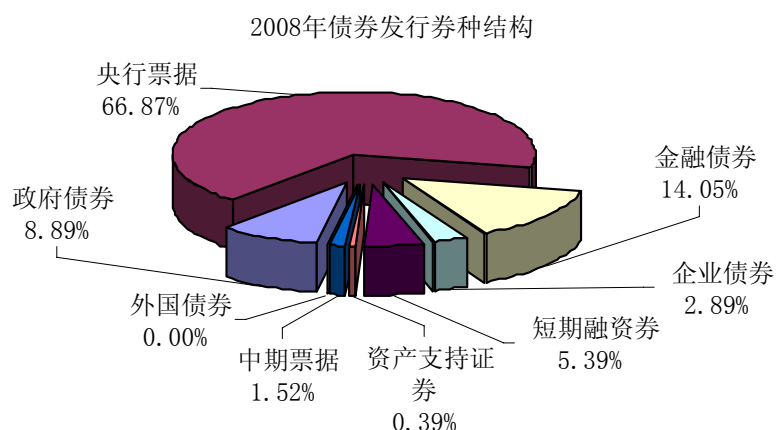
图表 1	2008 年债券发行券种结构图.....	4	
图表 2	2008 年债券发行期限结构图（不含央行票据）.....	5	
图表 3	非金融企业债务融资工具发行量猛增.....	5	
图表 4	2008 年 11 月末债券市场托管量券种结构.....	6	
图表 5	2008 年 11 月末债券托管期限结构图.....	6	
图表 6	非金融企业债务融资工具存量占比的国际比较.....	7	
图表 7	债券市场震荡整理之后，一线冲天.....	9	
图表 8	债券成交量剧增，收益率快速下移.....	9	
图表 9	主要券种投资者持有结构.....	12	
图表 10	过去 5 年食品价格和非食品价格涨幅（环比）年内走势图.....	13	
图表 11	2009 年的通胀形势与 2005 年相近，2009 年食品价格的涨幅参考 2005 年的食品价格涨幅走势.....	13	
图表 12	非食品价格波动较小.....	13	
图表 13	2009 年 1-11 月居民消费价格走势展望.....	14	
图表 14	短期券种收益率尚有透支压力，完全释压尚需时日.....	15	
图表 15	通胀低点的到来也即意味着牛市行情将进入盘整行情.....	15	
图表 16	国内长债收益率已降无可降.....	16	
图表 17	2009 年各月公开市场操作到期资金量.....	17	
图表 18	出口增速将放缓，外汇储备增量将出现拐点.....	18	
图表 19	人民币存在贬值压力.....	18	
图表 20	外汇占款的变化与外汇储备的变化关系密切.....	19	
图表 21	外汇占款的变化是影响基础货币增量的重要因素之一.....	20	
图表 22	存贷款增速之差的高低点对债市行情预测具有信号意义.....	21	
图表 23	美国国债收益率期限利差最高时达 4.1%.....	22	
图表 24	国债收益率曲线或将更加陡峭.....	22	
图表 25	5 年期 AAA 级企业债与国债收益率利差走势	10 年期 AAA 级企业债与国债收益率利差走势.....	23
图表 26	1 年期 AAA 级短融与央票收益率利差走势	1 年期 AA 与 AAA 级短融收益率利差走势.....	23
图表 27	1 年期 A- 级与 AAA 级短融收益率利差走势	1 年期 A 与 AAA 级短融收益率利差走势.....	23
图表 28	收益率曲线 3 年期以内较为平坦，3 年期以上较为陡峭.....	24	

1. 2008 年债券市场回顾

1.1 债券发行情况

因今年上半年央行贯彻的仍然是紧缩货币政策，央行不仅多次提高存款准备金率，并通过大量发行央行票据回收银行流动性，防止经济过热，控制通货膨胀。2007 年全年央票发行量为 40390 亿元，2008 年初至 2008 年 11 月份（2008 年年初至 2008 年 11 月 4 日），央票发行量高达 42050 亿元，而在政府宣布实行适度宽松的货币政策之后，2008 年 11 月 4 日至 2008 年 12 月 5 日央票发行量仅为 300 亿元。同时稳健的财政政策使得国债发行量维持足够还本付息的水平，因此，总体来看，2008 年 1-10 月份，央票发行量达到 42050 亿元，占债券总发行量的 66.9%，其次是政策性银行发行的金融债券，占债券总发行量的 14.1%。

图表 1 2008 年债券发行券种结构图

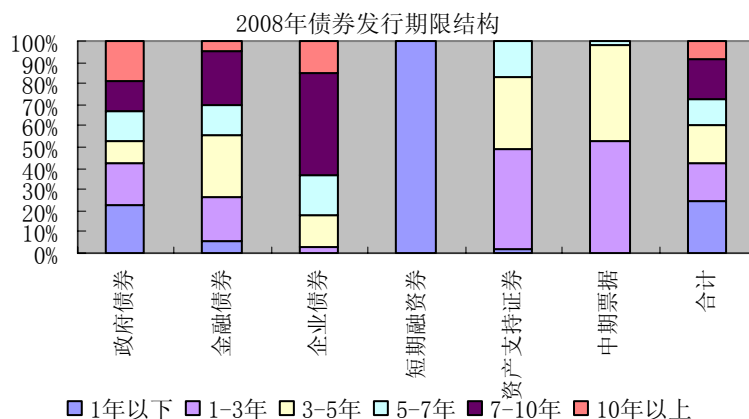


数据来源：中国债券信息网。

注：2008 年债券发行量指 2008 年 1 月-10 月份债券发行量，下同。

在期限结构上，不含央行票据，债券发行仍以短期（1 年期以下）债券为主，占债券总发行量（不含央票）的 25%，其中主要是短期融资券发行量较大；长期（10 年期以上）债券发行量占比较少，占债券总发行量（不含央票）的 8.3%。

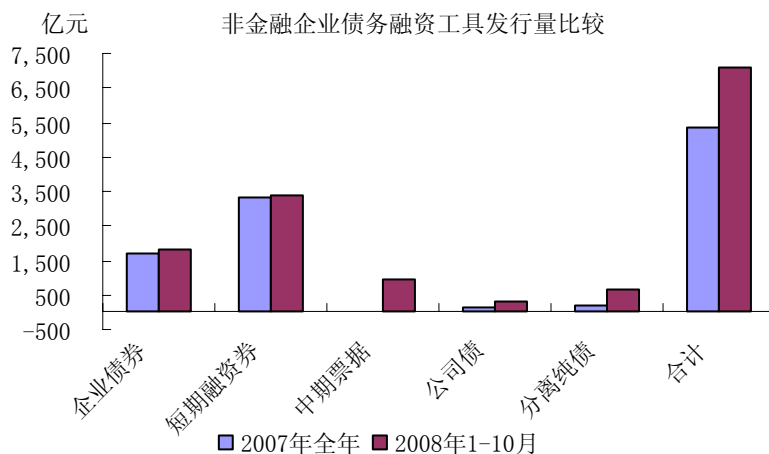
图表 2 2008 年债券发行期限结构图（不含央行票据）



数据来源：中国债券信息网。

2008 年 4 月，债券市场推出中期票据，为以后非金融企业发行创新型债券品种奠定了基础。尽管中期票据的面世比较曲折（2008 年 6 月 20 日遭遇暂停发行，随后 10 月 6 日恢复发行），但非金融企业债务融资工具（含企业债、公司债、分离纯债、短期融资券、中期票据）发行量猛增的趋势无法阻挡。2008 年 1-10 月份，非金融企业债务融资工具发行量为 7108.3 亿元，比 2007 年全年增加 1738.5 亿元，其中中期票据增加 957 亿元。

图表 3 非金融企业债务融资工具发行量猛增

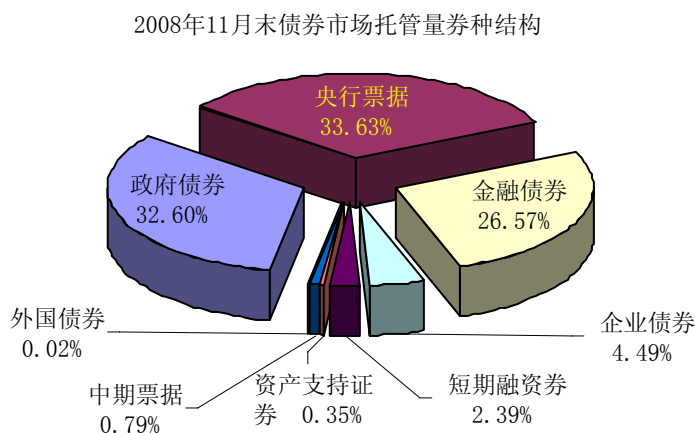


数据来源：中国债券信息网，天相投顾整理。

1.2 债券存量情况

从债券存量的券种结构来看，2008 年 11 月末，我国债券市场仍然以央票、国债和金融债为主，三者存量之和占债券市场总存量的 92%；非金融企业发行的债务融资工具存量仅占 8%。

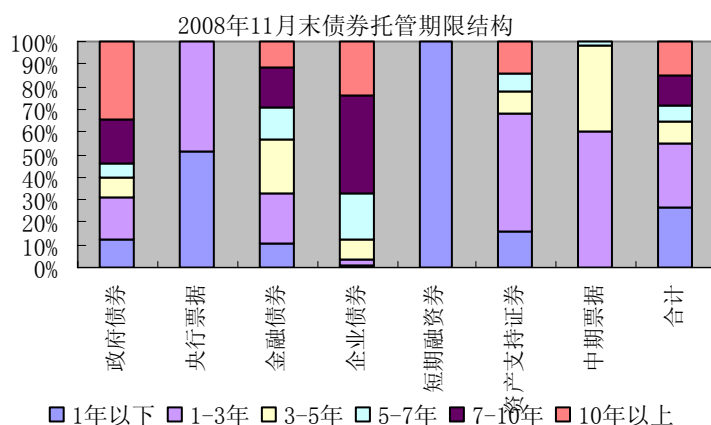
图表 4 2008 年 11 月末债券市场托管量券种结构



数据来源：中国债券信息网。

从期限结构来看，截至 2008 年 11 月末，3 年期以下债券存量占债券市场总存量的 54.8%，10 年期以上债券存量占债券市场总存量的 15.3%；若不含央行票据，则上述两个比例分别为 32.8%和 22.7%。

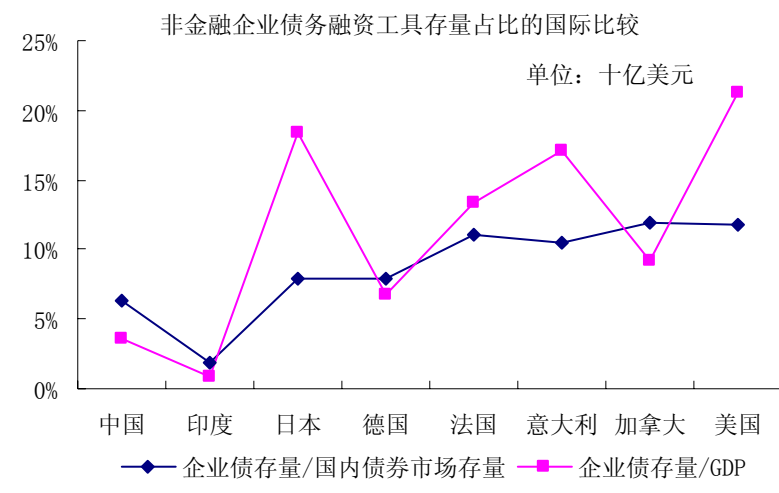
图表 5 2008 年 11 月末债券托管期限结构图



数据来源：中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具存量占债券市场存量以及国内生产总值比例的国际比较来看，我国非金融企业债务融资工具尽管在今年上半年发行量猛增，市场规模迅速扩大，但与其它发达国家相比较，我国非金融企业债务融资工具的规模仍相对较小。

图表 6 非金融企业债务融资工具存量占比的国际比较



数据来源：BIS，IMF，天相投顾整理。

注：企业债存量指的是非金融企业发行的债券存量，为 2008 年第一季度末数据；国内债券市场存量是指由各国国内债券发行主体（主要包括政府、金融机构、非金融企业等）发行的所有债券的存量，为 2008 年第一季度末数据；GDP 数据为 2007 年数据。以上数据均以十亿美元为计价单位。

1.3 债券市场制度建设

长期以来，我国的融资体系一直以间接融资为主，融资结构严重失衡。自资本市场创立以来，我国政府部分采取各种措施，完善各项制度安排和法律体系，大力发展股票市场；进入 2005 年以来，我国债券监管部门本着提高债券融资比例，进而提高直接融资比例的目标，又开始大力发展债券市场。到 2008 年，前三季度我国国内非金融企业融资总量中直接融资比例已由去年同期的 11% 提高到今年的 12.9%；其中，企业债（企业债券、短期融资券、中期票据和公司债）融资量占融资总量的比例已由去年同期的 2.7% 大幅提高到今年的 6.1%，与股票融资量占融资总量的比例相当。因此，有人说 2008 年是“债券年”。

债券融资比例的大幅提高得益于债券市场相关制度建设的加速推进。2008 年 4 月 9 日，央行公布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，允许短期融资券和中期票据的发行实行注册制，中短期票据发行效率进一步提高；2008 年 9 月底 10 月初，证券交易所修改债券交易规则，降低债券交易费用，以及中国证监会简化公司债核准程序等具体措施陆续出台等，进一步提高了债券发行效率，降低了债券发行成本和交易费用，以及显著提高债券流动性，增强债券投资吸引力。

从长期来看，我们认为，后续的债券市场制度建设主要集中于解决如下二个问题：一是完善以保荐人、债券受托管理人和信用评级机构为代表的债市中介机构管理制度；二是扩大债市机构投资者的规模。

表格 1 2008 年前三季度国内非金融企业融资数据比较

	融资量（亿元）			比重（%）	
	2008Q1-3	2007Q1-3	同期增量	2008Q1-3	2007Q1-3
国内非金融企业融资总量	42581	40308	2273	100.0	100.0
贷款	37089	35881	1208	87.1	89.0
股票	2876	3356	-480	6.8	8.3
企业债	2616	1071	1545	6.1	2.7

数据来源：中国人民银行，2008 年第三季度中国货币政策执行报告。

注：股票融资不包括金融机构上市融资额；企业债包括企业债券、短期融资券、中期票据和公司债。

表格 2 2008 年债券市场制度建设一览

时间	债市制度建设大事
2008 年 1 月 2 日	国家发改委发布《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》，认同企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债券等，从而为无担保纯信用债券的发行提供了制度基础
2008 年 3 月 26 日	中国人民银行下发《关于加强银行间债券市场信用评级作业管理的通知》，要求信用评级机构对于债券发行人高层管理人员进行现场访谈，并对评级作业时间等方面进行了规范，以进一步加强对于信用评级机构评级作业的管理
2008 年 4 月 3 日	国务院国有资产监督管理委员会正式下发了《中央企业债券发行管理暂行办法》，厘清了央企公开发行企业债券、公司债券等中长期债券应当履行的决策程序
2008 年 4 月 9 日	中国人民银行以 2008 年 1 号令的形式发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，允许短期融资券和中期票据的发行实行注册制，中短期票据发行效率进一步提高
2008 年 4 月 23 日	中国银行间市场交易商协会发布了《全国银行间债券市场做市商管理规定》，对于银行间债券市场做市业务进行指引，严禁做市商操纵市场，以进一步完善做市商激励约束机制，充分发挥债券市场做市商作用。
2008 年 7 月 8 日	中国人民银行就银行间债券市场债券交易券款对付结算有关事项发布 2008 年第 12 号公告，标志着我国银行间债券市场的券款对付结算全面实现。银行间债券市场全面实现券款对付，是我国债券市场基础设施建设方面取得的重大进展，有利于提高市场的结算效率，降低和控制结算风险，为我国债券市场的高效、安全运作提供可靠的技术支撑，促进交易的活跃，推动银行间债券市场的进一步发展。
2008 年 9 月 26 日	上海证券交易所发布实施《上海证券交易所债券交易实施细则》（2008 年修订），允许公司债券、分离交易的可转换公司债券进行债券回购交易
2008 年 10 月 6 日	上海证券交易所发布《关于企业债、分离债按证券帐户实行净价交易等事项的通知》，对企业债及分离交易的可转换公司债券中的公司债（以下称“分离债”）的交易申报模式和报价方式进行调整，申报模式将改现行的按交易单元申报为按证券帐户申报，报价方式将改按全价申报为净价申报，全价结算。
2008 年 10 月 7 日	上海证券交易所均定暂时免收债券现券及回购交易相关费用

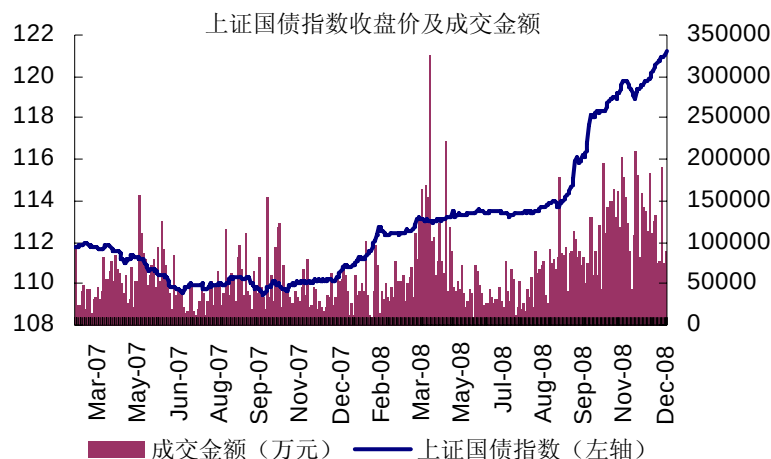
资料来源：根据公开资料整理而得。

1.4 债市交易情况

因信贷控制，2008 年初充裕的债市流动性助推债市小幅上涨行情，但在通胀水平居高不下的背景下，央行实施的紧缩货币政策使得上半年的债市以震荡盘整为主；进入下半年以后，宏观经济下滑风险逐步加大，居民消费价格涨幅稳步回落，市场预期央行将大幅降息和降低存款准备金率，再加上，股市投资风险仍然较大，增加了投资者对债券资产的需求，在各种因素的综合作用下，8 月中旬以后，债市进入牛市阶段。

从数据上来看，2008 年 12 月 30 日上证国债指数较 2007 年底上涨 9.3%，其中 2008 年 1 月 1 日-8 月 11 日，上证国债指数上涨 2.5%，而 2008 年 8 月 12 日债市开始上涨以来，至 2008 年 12 月 30 日，上证国债指数上涨 6.6%。

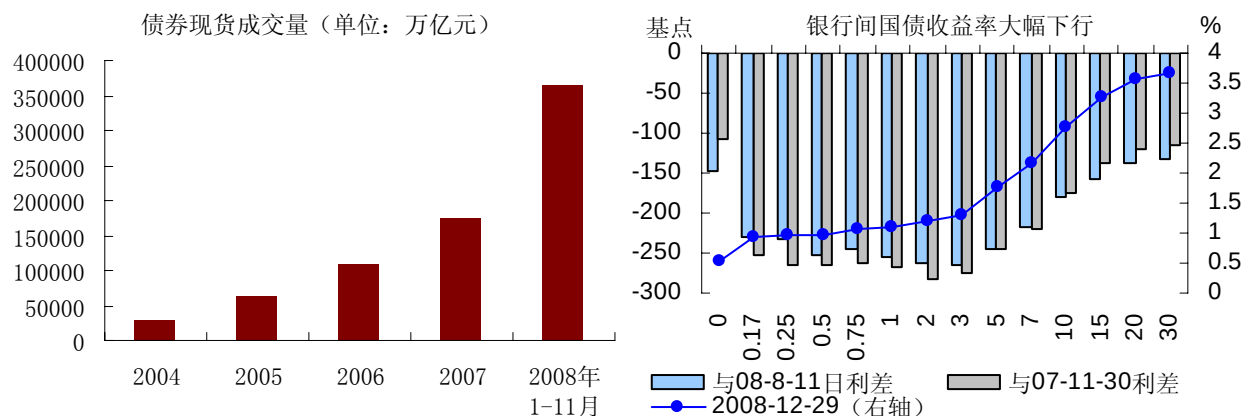
图表 7 债券市场震荡整理之后，一线冲天



数据来源：天相投顾。

从债券成交情况和收益率走势来看，2008 年 1-11 月，债券现货交易量是 2007 年全年的 2.1 倍；债券收益率自进入 8 月中旬以后，加速下移，截至 2008 年 12 月 29 日，银行间 1 年期和 10 年期国债到期收益率较 2008 年 8 月 11 日分别下移 254.62 个基点和 180.37 个基点。

图表 8 债券成交量剧增，收益率快速下移



数据来源：中国债券信息网，中国人民银行，彭博。

注：债券现货成交量统计的债券包括国债、金融债、央行票据、企业债以及可转换债券。

1.5 总结

概括来讲，2008 年债券市场的发展具有以下两个特点：

第一，债券市场品种结构受宏观调控政策的影响较大。2008 年上半年的紧缩货币政策，是央票发行量占比最大的主要原因；大力发展企业债市场的相关政策促使非金融企业债务融资工具市场规模迅速扩大。

第二，债券市场制度建设的加快是 2008 年债券市场整体得以迅速发展的主要前提。当一个市场处于较为初级的阶段时，该市场相关制度的完善所带来的制度累计效应可以加快债券市场规模的扩大和流动性的提高，有助于迅速增强债券投资的吸引力。我国债券市场正处于这样的一个阶段，因此，通过上文回顾，我们已经发现，债券市场规模的扩大、企业债融资比例的提高、债市交易量猛增以及流动性的提高均得益于相关制度建设的加快推进。

2. 2009 年债券市场展望

2.1 债券市场供求分析

2.1.1 债券供给结构的可能变化

因货币政策由紧缩转变为适度宽松，为保持金融机构流动性充足，我们预计明年央票发行量将骤减。

因积极的财政政策的实施，政府 4 万亿元的刺激计划对债券市场供给将产生两个方面的影响：第一，4 万亿元的经济刺激计划需要中央投资的约为 11800 亿元，2009-2010 年中央政府将为此计划的实施增量发行国债约 10000 亿元，平均每年增量发行约 5000 亿元；第二，剩下的 28200 亿元可能需要地方政府和企业想办法去筹集，银行信贷仅是其中的一个渠道，而由于地方政府筹集地方建设资金一般是通过其所属的企业实体发行企业债，因此，我们预计明年的企业债规模将出现更大幅度的增加；与此同时，当央行希望银行积极放贷时，政策性银行将予以充分配合央行的政策意图，而政策性银行的资金来源主要是金融债，因此，我们预计明年政策性银行金融债的发行量也将大增。另一方面，在 2008 年 11 月 14 日举行的“国新办就扩大内需促进经济平稳较快增长情况举行发布会”上，国家发展改革委副主任穆虹表示，“中央政府也正在研究，通过转贷或者允许地方政府经过批准以适当的方式进行融资的渠道和方法”筹集地方建设所需资金，我们预计地方政府债券的面世不是没有可能。现在我们可以确定的是，国债发行量必然大量增加。

总的来看，因减少的央票期限均在 3 年以内，而增量发行的国债、金融债和企业债因主要用于基础设施建设，投资回收期较长，因而这部分债券的期限主要为 10 年期以上，因此，2009 年债券市场供给变化可以概括为：在券种结构上，央票供应减少，国债、金融债和企业债供应增加；在期限结构上，3 年期以内券种减少，10 年期以上券种增加。

2.1.2 债券需求仍以商业银行和保险机构为主

在需求方面，我们对进一步扩大债市机构投资者规模的举措将陆续出台给予厚望。

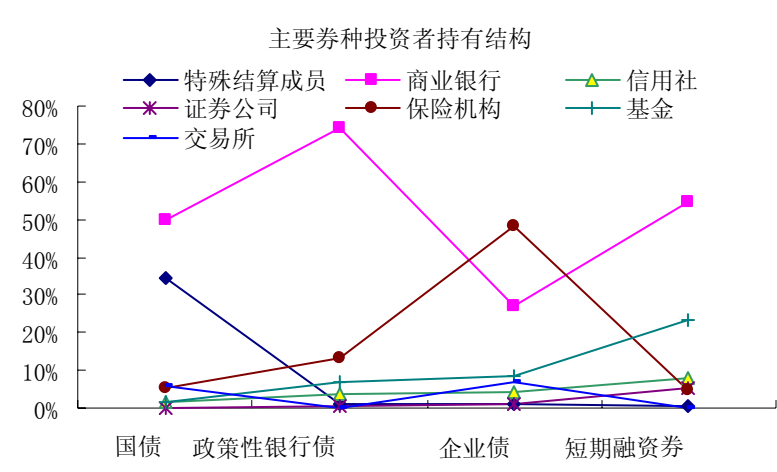
从国债的主要投资者持有结构来看，截至 2008 年 10 月末，商业银行持有的国债占国债总量的 50%，其余约 34% 的国债由特殊结算会员持有，保险机构持有的国债仅占国债总量的 5%，因此，商业银行是国债的主要投资者，主体是全国性商业银行（同期持有的国债占国债总量的 41%）。

从企业债的主要投资者持有结构来看，保险机构持有的企业债占企业债总量的 48%，其次是商业银行。保险机构持有的企业债较多，原因是企业债的期限一般较长，收益率较高，与保险机构的负债久期、成本较为吻

合。

因此，债券市场的有效需求主要由商业银行和保险机构的需求意愿和能力所决定。那么，这也就意味着债券市场有效需求主体的资金成本将是制约基准债券（央行票据和国债）收益率下跌空间的主要因素。

图表 9 主要券种投资者持有结构



数据来源：中国债券信息网。

2.2 债市收益率水平分析：短债下行，长债降无可降

2.2.1 通缩前景浮现

内外交迫，PPI 预期继续回落，加剧中下游企业通缩风险。国家统计局 12 月 10 日发布的数据显示，2008 年 11 月工业品出厂价格同比上涨 2.0%，涨幅较上月大幅回落 4.6 个百分点，并创下 31 个月来的新低。伴随内需和外需的加速放缓，在消化库存的压力下各类工业品价格仍将全面回落，中下游企业的生产成本显著降低，再加上刺激经济政策难解近忧，内需短期内启动乏力，中下游企业或将面临通缩风险。

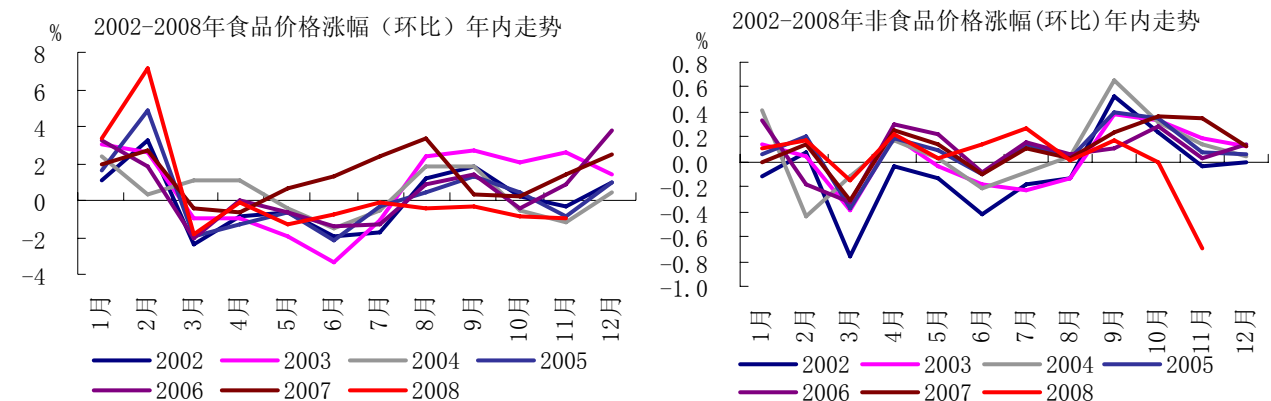
根据 11 月份食品价格环比下降 1%、以及非食品价格环比下降 0.7%，以及对 2002-2008 年食品价格环比和非食品价格环比年内走势的观察，由于 12 月份临近元旦、春节，食品价格一般会出现季节性反弹，因此，我们假设 2008 年 12 月食品价格环比涨幅约为 0.4%，非食品价格环比涨幅约为 -0.6%，据此可计算得到 2008 年 12 月居民消费价格月环比涨幅约为 -0.27%，即 2008 年 12 月份居民消费价格涨幅为 1.1%。

再来看 2009 年的新涨价因素。2009 年的通胀形势与 2005 年存在一定相似性，都处在由食品价格上涨引起的通胀压力减缓的阶段；此外，预计 2009 年粮食收购价的提高将在某种程度上推动食品价格上涨。我们还发现，2004 年 6 月份以来大米价格月环比每增加 1 个百分点，食品价格月环比增加 0.8 个百分点，据此，我们假设 2009 年粮食价格上涨 12%，则粮食价格月环比平均上涨 1%，由此可以得出相应食品价格涨幅。

与此同时，因房屋租金和油价下跌，预计 2009 年非食品类消费价格涨幅保持在 1.5%的水平，则各月环比平均涨幅为 0.125%。

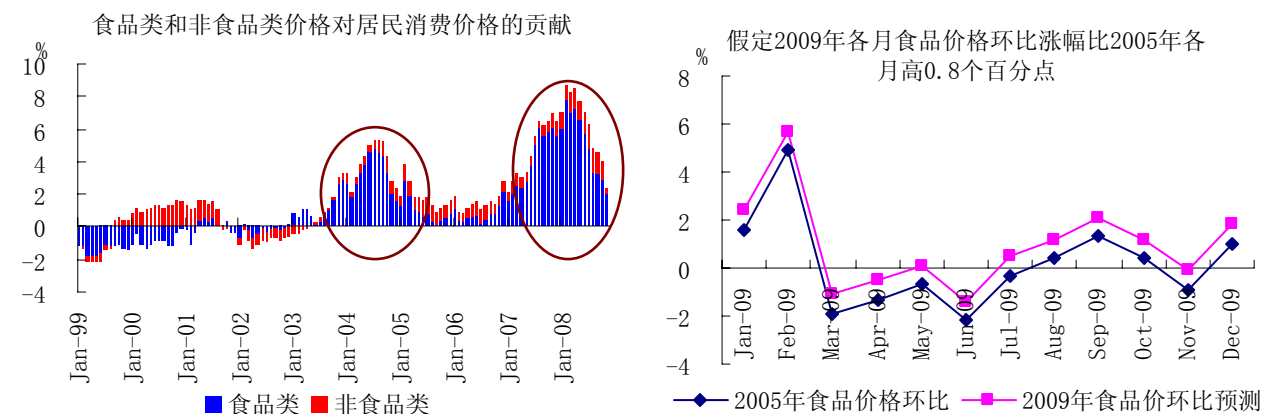
根据以上假设，2009年的居民消费价格与2008年基本持平。从月度数据看，2009年CPI低点将在当年第二季度末达到。

图表 10 过去5年食品价格和非食品价格涨幅（环比）年内走势图



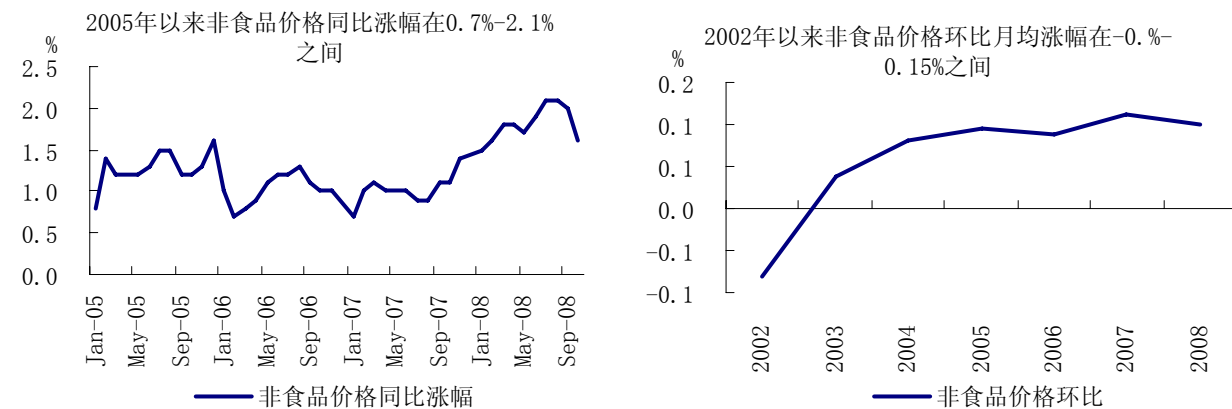
数据来源：中经网。

图表 11 2009年的通胀形势与2005年相近，2009年食品价格的涨幅参考2005年的食品价格涨幅走势



数据来源：中经网，天相投顾整理。

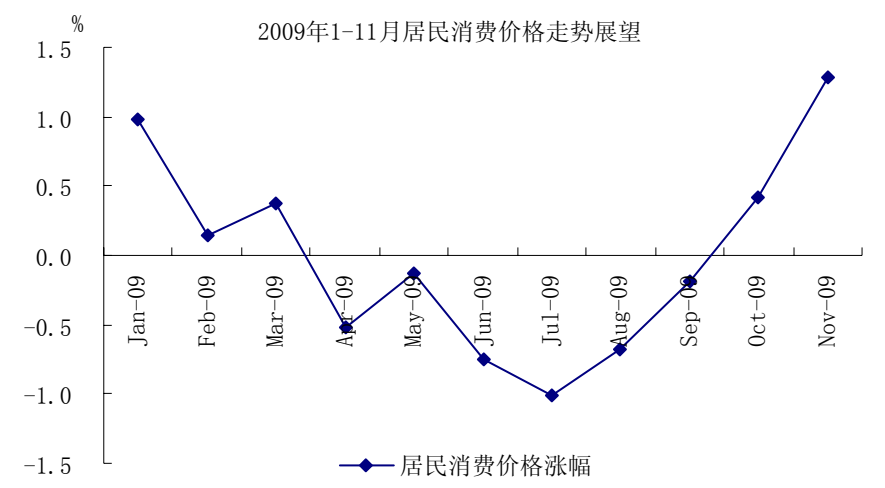
图表 12 非食品价格波动较小



数据来源：中经网，天相投顾整理。

注：2008 年非食品价格环比月均涨幅为 2008 年 1-10 月份数据的简单平均值。

图表 13 2009 年 1-11 月居民消费价格走势展望



数据来源：天相投顾计算。

2.2.2 央行可能还有较大的降息空间

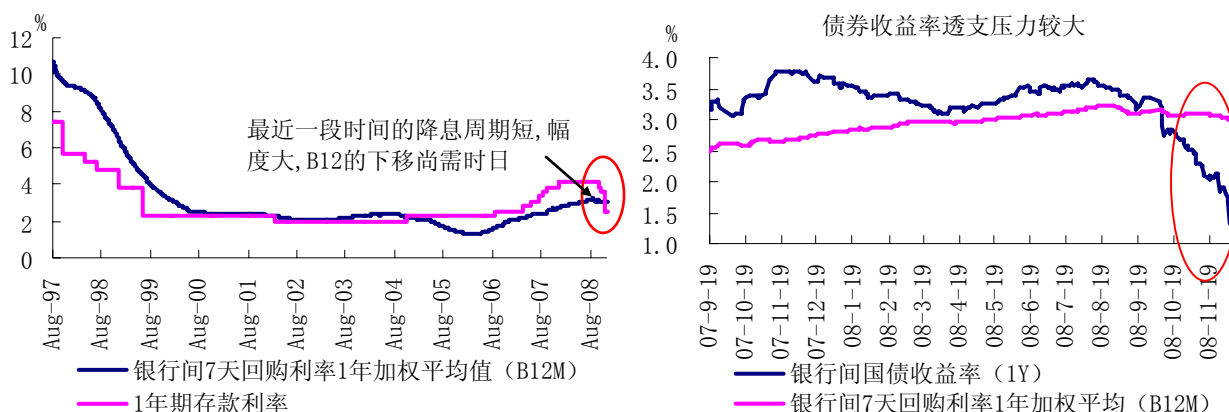
按照对 2009 年居民消费价格涨幅的估计，如果将实际利率调至接近于 0 的水平，且考虑到明年中期前后有出现通缩紧缩的可能性，我们认为 2009 年年底央行可能还有 200 个基点左右的降息空间。

如果央行将 1 年期存款利率水平降至 1% 的历史低位，那么我们大致估算银行综合资金成本大概在 0.6%-0.7% 之间。由于银行大概需要花一年左右的时间来消化央行降息的影响，因此，从商业银行绝对成本的角度来看，我们预计在 1 年左右的时间内，0.7% 的水平大致为 1 年期左右央票、国债到期收益率的底线。

从商业银行相对成本的角度来看，根据均衡无套利理论，当投资国债的回报足够高时，商业银行可以通过融资养券的方式进行无风险套利，融资的成本主要是银行间 7 天回购利率。从银行间 7 天回购利率 1 年加权平均值（B12）与 1 年期银行间国债到期收益率水平比较的序列走势图来看，在今年 10 月中旬之前，B12 与 1 年期银行间国债到期收益率的走势大致是符合以上判断的。之后，因预期央行将大幅降息，市场超配短期债券品种，致使债券收益率大幅下移。2008 年 10 月中旬之后，银行间国债到期收益率突破 B12 一路下探。目前，尽管 2008 年 11 月 26 日，央行将 1 年期存款利率大幅下调 108 个基点，并于 12 月 22 日下调 1 年期存款基准利率 27 个基点，但银行资金成本的降低还需要一段时间，因此，收益率完全释压尚需时日。

综合来看，伴随银行间 7 天回购利率 1 年加权平均值的下行，短期债券收益率仍有下行空间。

图表 14 短期券种收益率尚有透支压力，完全释压尚需时日

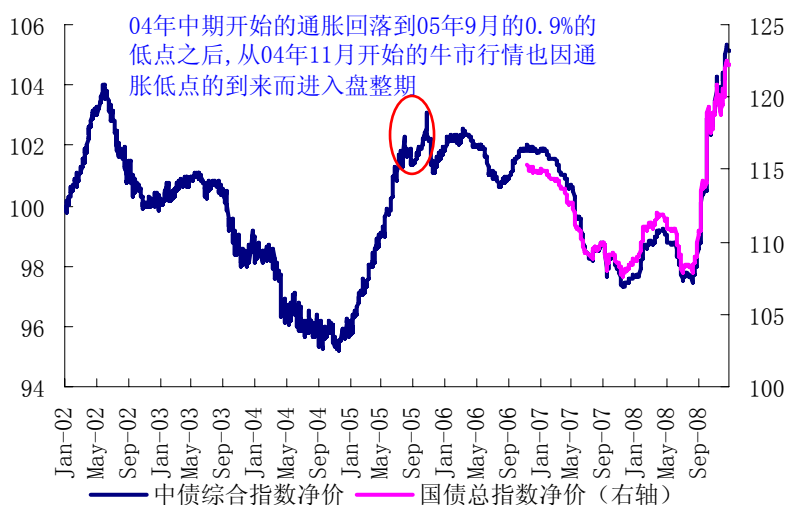


数据来源：中国人民银行，中国货币网，中国债券信息网，天相投顾整理。

2.2.3 短债收益率低点或将在 2009 年上半年出现

基于对宏观经济硬着陆风险加大的担忧，在预期可能出现通货紧缩的背景下，政府近期已开始全面实施刺激经济的计划。积极的财政政策和宽松的货币政策将成为明年的政策主题。在刺激经济的计划实施之后，我们预计明年下半年宏观经济或将开始好转，居民消费价格涨幅或将反弹。因此，从这个角度来看，根据对 2004 年和 2005 年居民消费价格涨幅与债市走势之间的相关性，我们初步判断短债收益率低点或将在 2009 年上半年出现，之后进入低位盘整状态。

图表 15 通胀低点的到来也即意味着牛市行情将进入盘整行情

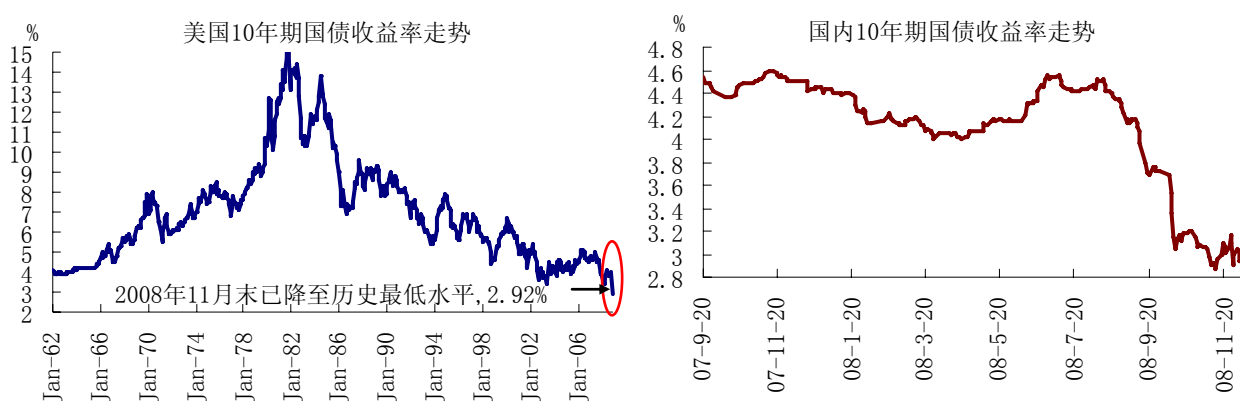


数据来源：中国债券信息网，天相投顾。

2.2.4 长债收益率已降无可降

长期来看，长债收益率主要是由经济基本面所决定，短期内也受到资金供求的巨大影响。从美国 10 年期国债自 1962 年 1 月以来的收益率走势图来看，美国 10 年期国债收益率水平在历史上一直保持在 3% 以上，但近期由于受次贷危机的影响，大量资金为规避风险，堆积于美国国债市场，于 2008 年 11 月末已将美国 10 年期国债收益率水平拉至 2.92% 的历史低位，因此，已有机构判断美国国债市场正在出现流动性泡沫。

图表 16 国内长债收益率已降无可降



数据来源：Bloomberg，中国债券信息网。

就我国目前的情况来看，我国银行间 10 年期国债收益率水平在 3% 上下震荡，那么会不会出现像美国那样资金堆积债市的情况呢？我们认为可能性不大，理由在于：

一方面，我国当前的投资环境并不是很糟糕，可供选择的投资品种仍然较多，资金不太可能堆积债市；

另一方面，因预期长债供给将显著增加，长债供给相对非常充足，长债收益率面临上行风险。

正如上文 2009 年供求情况展望部分所阐述的，2009 年国债供给增加是否形成供给压力，关键看商业银行的有效需求是否充足。我们认为从总量上看，5000 亿元的增量国债不至于给商业银行形成较大压力，但期限上的错配确实会给长期国债收益率下行造成压力。原因在于：按照 5000 亿元中的 50% 由商业银行所配置，则商业银行全年需要提供的增量资金为 2500 亿元，平均到每个月只有 208.3 亿元，直观上判断所要求的资金量并不是很大；但是由于增量国债均为长期国债，则出于控制债券组合久期的考虑，我们对于商业银行能否消化这些增量发行的长期国债存在担忧。另一方面，保险机构的资产配置行为可以缓解长债的供给冲击压力。但是由于商业银行和保险机构资产配置策略受到其资金成本和保费收入的成本的制约，因此可以接受的收益率水平存在底线。

因此，从美国 10 年期国债收益率水平的支撑线来看，以及我国主要需求主体的成本制约的角度来看，我国目前的 10 年期国债收益率已降无可降，但不排除在短期充裕流动性的支撑下，当短债收益率下降幅度受限时，为保持合理的收益率曲线形状，长债收益率跟随下移的可能性，即使发生这种情况，我们认为长债收益率低位运行的时间不会很长。

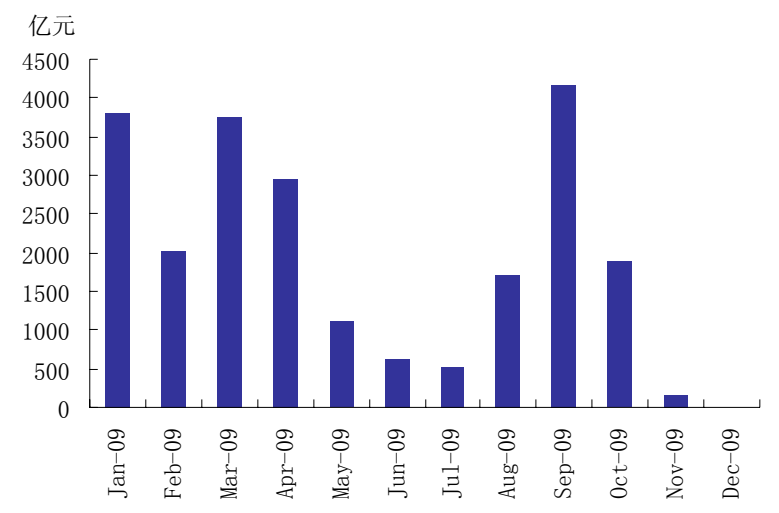
2.3 债市流动性分析

2.3.1 货币政策：以释放流动性为主

为贯彻执行适度宽松的货币政策，鼓励商业银行发放信贷，央行在今年 11 月份就已开始调整央票发行频率、缩减央票发行量，截至 2008 年 12 月 26 日已暂停发行 3 年期和 1 年期央行票据，积极释放流动性。

展望 2009 年，适度宽松将是货币政策的主题，因此，央行将以释放流动性为主。从公开市场操作到期资金量的角度来看，2009 年央票到期资金量为 2.27 万亿元；除了通过公开市场操作自动释放流动性，我们预计央行还会通过降低法定存款准备金率的手段释放流动性，按 2008 年 10 月份的存款余额（金融机构人民币各项存款余额为 45.83 万亿元）计算，每降低存款准备金率 1 个百分点，则市场流动性增加 4583 亿元。

图表 17 2009 年各月公开市场操作到期资金量



数据来源：中国人民银行，天相投顾整理。

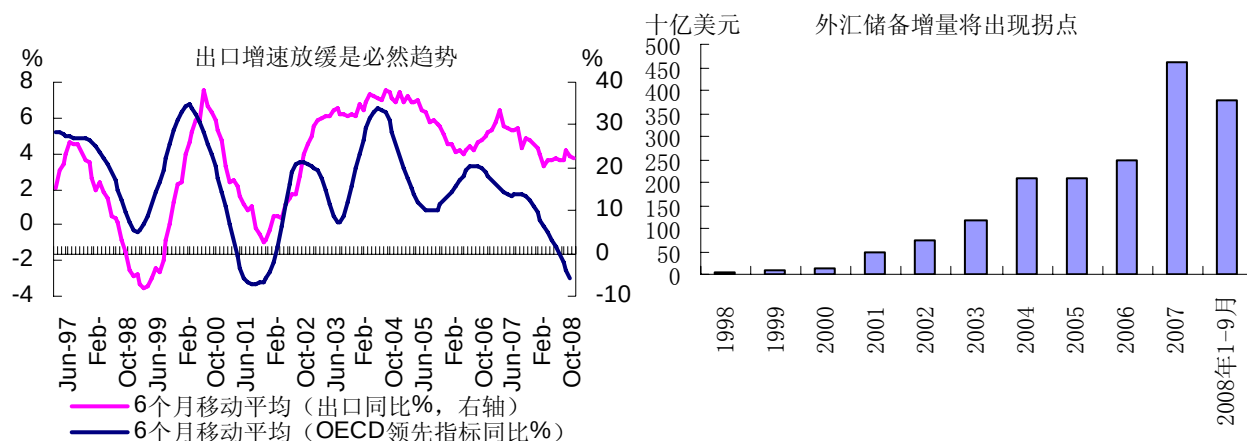
注：截至 2008 年 12 月 26 日。

2.3.2 新增外汇占款的可能变化：不确定性最大

一方面，外贸顺差将减少，外汇储备增量将出现拐点。受外需放缓、制造业向低成本国家转移等因素影响，预计 2009 年出口增速将显著下降。据《21 世纪经济报道》，海关初步统计数据显示，2008 年 11 月我国出口

超千亿美元，较去年同期有一定幅度下降，出口可能出现 7 年来首次单月负增长，此前最近的一次出口负增长是在 2001 年 6 月。2008 年 10 月份贸易顺差创新高主要与进口增速大幅回落有关。随着进口增速趋于平稳，贸易顺差将逐渐降低。

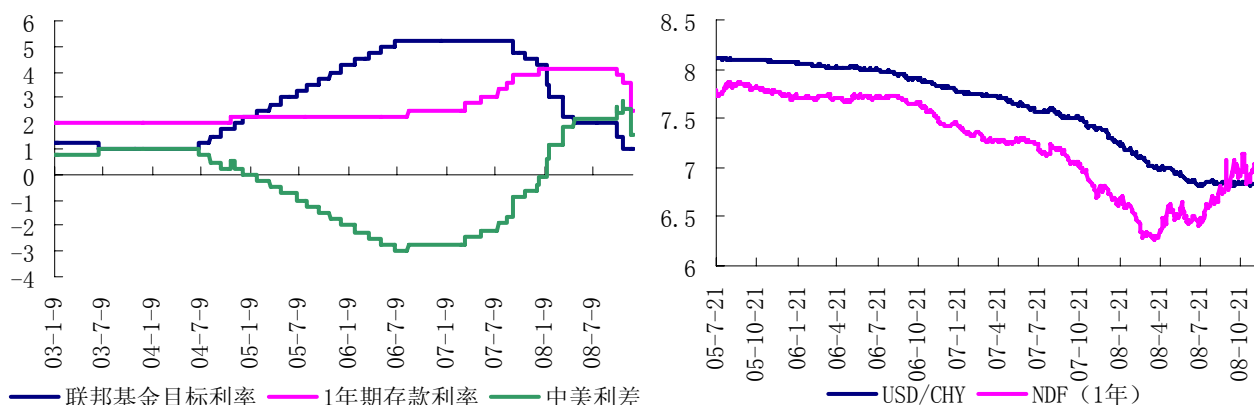
图表 18 出口增速将放缓，外汇储备增量将出现拐点



数据来源：中国海关，中国人民银行，天相投顾整理。

另一方面，中美利差将进一步缩小，人民币存在贬值压力。预计 2009 年底前，美元降息空间已不大，而按照实际利率接近于零计算，人民币还有 200 个基点的降息空间，预计中美利差将进一步缩小。另外，2008 年 12 月 4 日，1 年期合约的人民币兑美元无本金交割远期汇率（NDF）报价为 7.3326 元人民币/美元，市场预期 1 年后人民币对美元贬值 6.1%。12 月 1 日-3 日，人民币汇率连续 3 个交易日触及央行规定的下限（偏离中间价 0.5%）。

图表 19 人民币存在贬值压力



数据来源：Bloomberg，天相投顾整理。

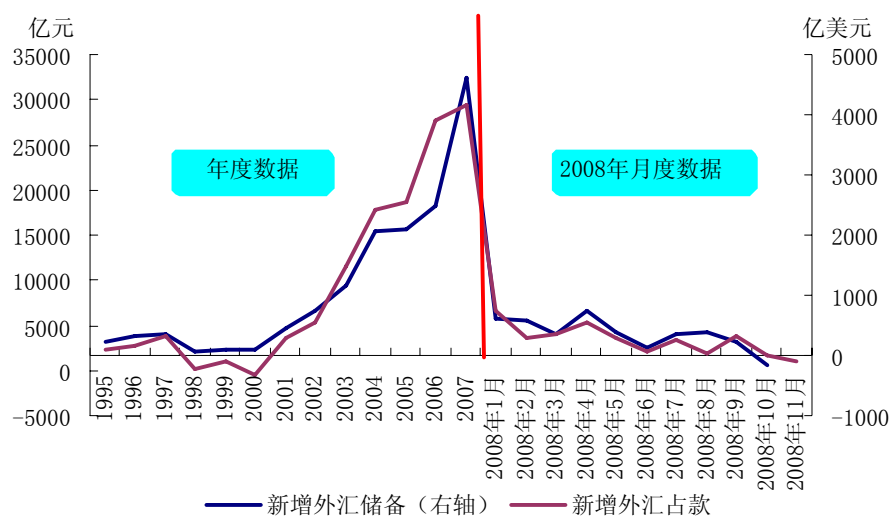
人民币存在贬值压力，或将导致资本外流，这一点从 10 月份外汇储备规模下降中初显端倪。根据路透 12 月 22 日报道，中国 10 月末外汇储备降至 1.89 万亿美元以下，为自 2003 年底以来首次下降；按照 9 月末中国外

汇储备余额为 19055.85 亿美元计算, 10 月份中国外汇储备至少减少 156 亿美元。外汇储备下降主要原因包括欧元贬值对外汇储备产生的汇兑损失以及资本流出两个方面。我们认为, 欧元贬值引起的外汇储备的汇兑损失不足以完全解释外汇储备下降。如果外汇储备的减少完全由汇兑损失解释的话, 欧元资产需要占到我国外汇储备的 32% 以上, 而这种可能性是较小的。据媒体报道, 一般我国外汇储备资产中美元资产占 60%-70%, 欧元资产占 20% 左右, 日元、英镑等其他货币资产占 10%-20%。如果按照该比例计算的话, 10 月因欧元贬值造成的外汇储备汇兑损失为 363 亿美元, 也就是说约有 213 亿美元的资本流到境外。

因此, 出口增速大幅下滑引起外汇顺差将减少、人民币贬值压力引起资本外流都将导致外汇储备规模的降低, 新增外汇储备或将长期为负。新增外汇储备与新增外汇占款相关性很高, 伴随新增外汇储备的减少, 新增外汇占款也将跟随减少。因近期市场预测中国将持续降息, 同时 2009 年顺差额也可能下降, 人民币开始出现贬值预期, 资本流出还将继续, 因此, 从中期的角度来看, 外汇占款大的趋势很有可能是逐步减少。自 2000 年以来, 平均来讲, 外汇储备每增加 100 亿美元, 则外汇占款增加 462 亿元。

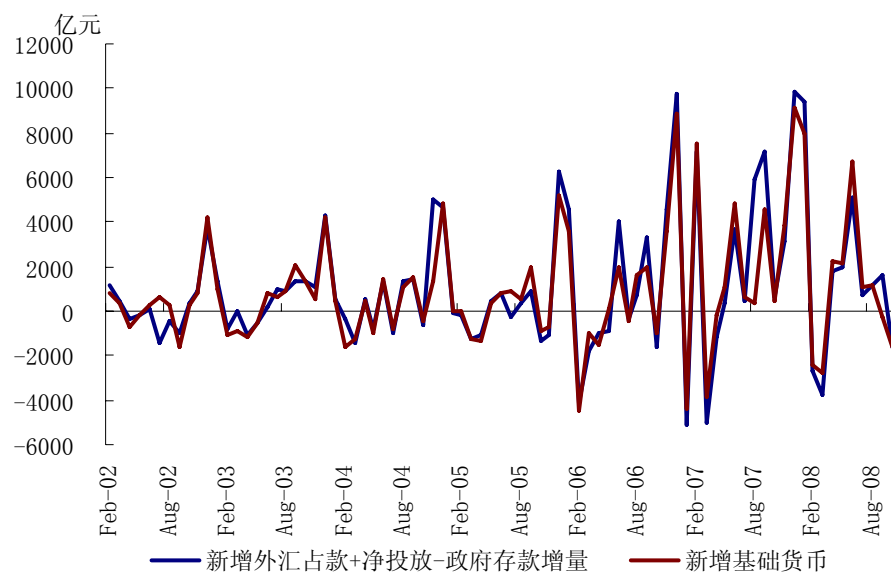
基础货币的投放主要受到新增外汇占款、央行净投放以及政府存款的变化影响。尽管我们现在还很难预测 2009 年外汇占款减少、央行净投放、政府存款的变化对市场流动性的综合影响, 但为保证金融机构充裕的流动性, 以支持经济刺激计划实施过程中的贷款需求, 并且考虑到存款准备金率绝对水平仍然较高, 因此, 我们认为央行明年还可以进一步下调法定存款准备金率, 以此增强市场对金融体系流动性的信心, 因此, 我们认为明年债市流动性的不确定性最大。

图表 20 外汇占款的变化与外汇储备的变化关系密切



数据来源: 中国人民银行, 天相投顾。

图表 21 外汇占款的变化是影响基础货币增量的重要因素之一



数据来源：彭博，天相投顾。

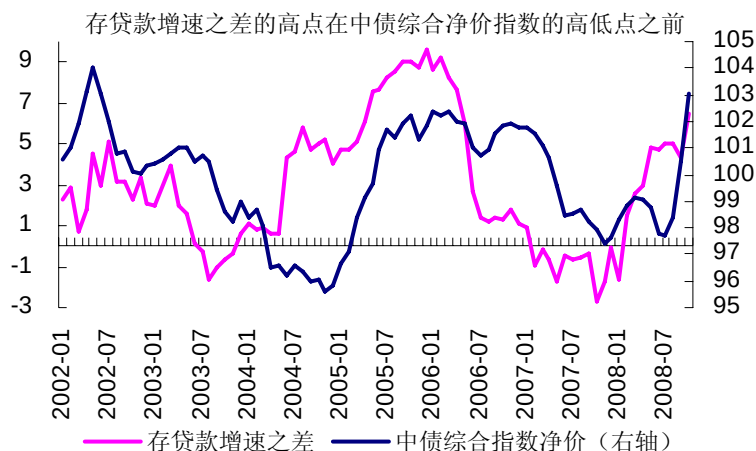
2.3.3 存贷款增速可能的变化

从存贷款增速之差与中债综合净价指数走势对比来看，存贷款增速低点一般在中债综合净价指数的低点之前到来，高点的信号意义也较为明显。按照这一关系进行分析，存款增速的变化以及贷款增速的变化对债券市场的资金供给产生重要影响（尤其是在预期存款准备金率将继续下降的背景下）。

展望 2009 年，存款增速的变化主要受到居民储蓄意愿以及股市吸引力大小的影响，在第一个因素上，从我国目前的社保体系来看，居民储蓄意愿短期内不会发生太大变化，在第二个因素上，股市吸引力大小依赖于宏观经济下滑是否见底；贷款增速主要取决于商业银行的放贷意愿以及央行的调控政策，从商业化运作的角度来看，出于对信贷风险的控制，在宏观经济下调见底之前，商业银行的放贷意愿也较低；但在当前适度宽松的货币政策背景下，出于政府压力，商业银行也许不得不被动增加贷款。

因此，上述因素的相互作用都将影响债券市场从牛市行情进入盘整状态的时点。

图表 22 存贷款增速之差的高低点对债市行情预测具有信号意义



数据来源：中国人民银行，中国债券信息网。

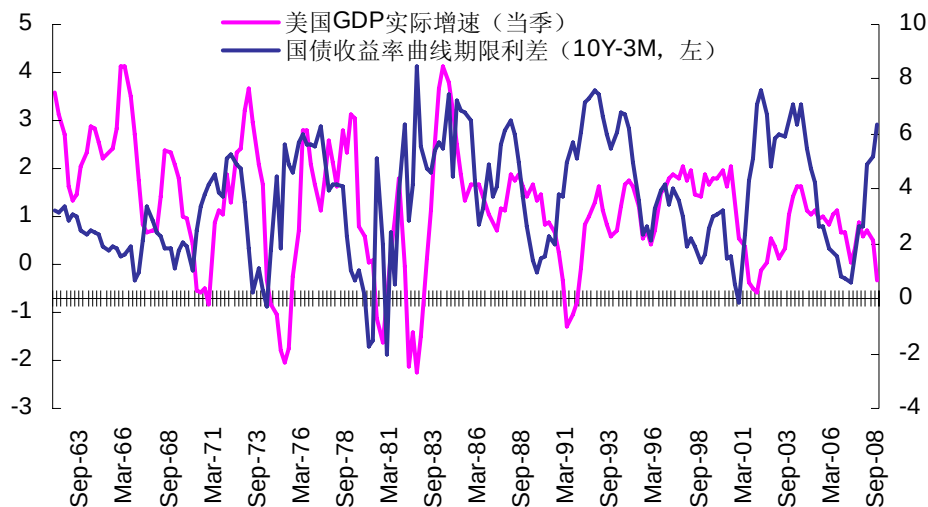
2.4 期限利差和信用利差分析

2.4.1 期限利差尚有上行空间

观察美国 10 年期与 3 个月期期限利差与 GDP 增速的相关性走势来看，期限利差先于经济增速上行而上升，先于 GDP 增速下行而下降，目前，尽管预期美国经济将显著下行，但期限利差正处于上行的阶段，主要原因在于受次贷危机影响，大量资金扎堆国债市场，致使美国国债收益率大幅下行，并且国库券收益率下行幅度大于长期国债收益率。正如上文所述，目前，美国 10 年期国债收益率已降至历史低位 2.92% 的水平，存在流动性泡沫的风险。

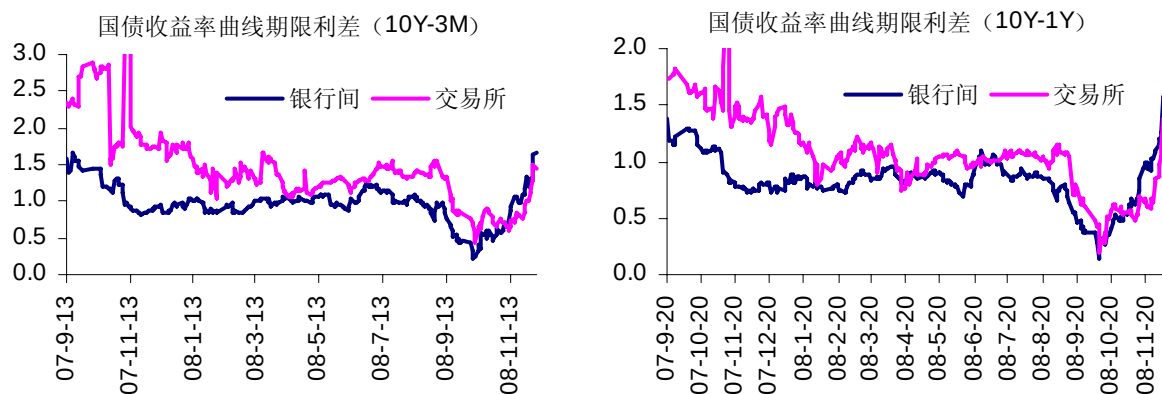
目前我国银行间 10 年与 3 月期国债收益率利差为 1.63%，处于 2007 年 9 月份以来比较高的水平，由于 10 年期国债收益率已降至无风险收益率水平的底线，同时，短债收益率仍有下行空间，因此，我们预测该期限利差仍将继续上行。

图表 23 美国国债收益率期限利差最高时达 4.1%



数据来源：Bloomberg。

图表 24 国债收益率曲线或将更加陡峭



数据来源：Bloomberg，中国债券信息网。

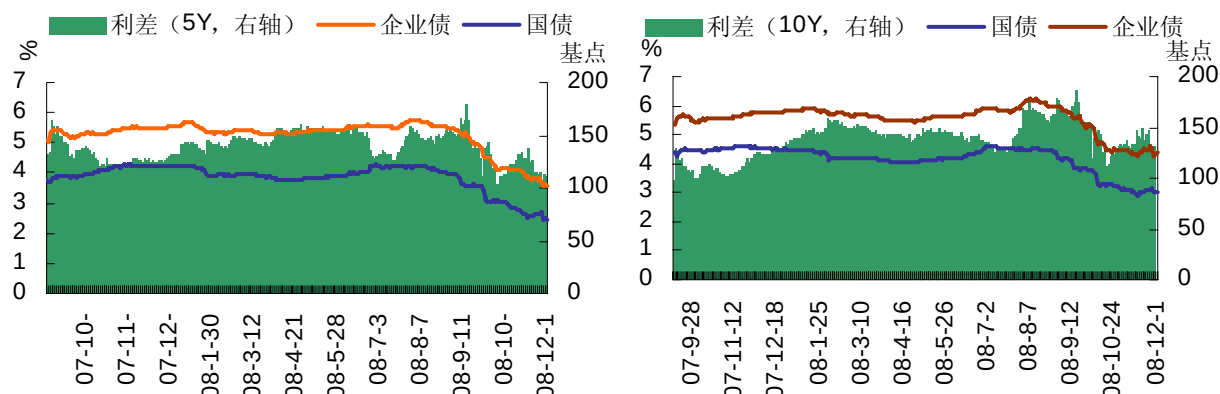
2.4.2 信用利差将维持高位

在经济下滑的背景下，市场对于企业债的信用风险较为担忧。我们坚持认为对于优质企业债来讲，该利差水平维持现状的可能性较大，我们建议投资者可优选个债。但基于对经济增速下滑的担忧，对于信用等级较低的企业债，我们认为其投资价值下降的空间仍然较大，目前低信用等级企业债与高信用等级企业债之间的信用价差仍在不断攀高。

在经济出现好转之前，也就是在明年上半年，信用利差将维持高位；明年下半年，我们初步估计经济将驻底回升，信用利差将从高位回落，其中隐含的投资机会较多。

图表 25 5 年期AAA级企业债与国债收益率利差走势

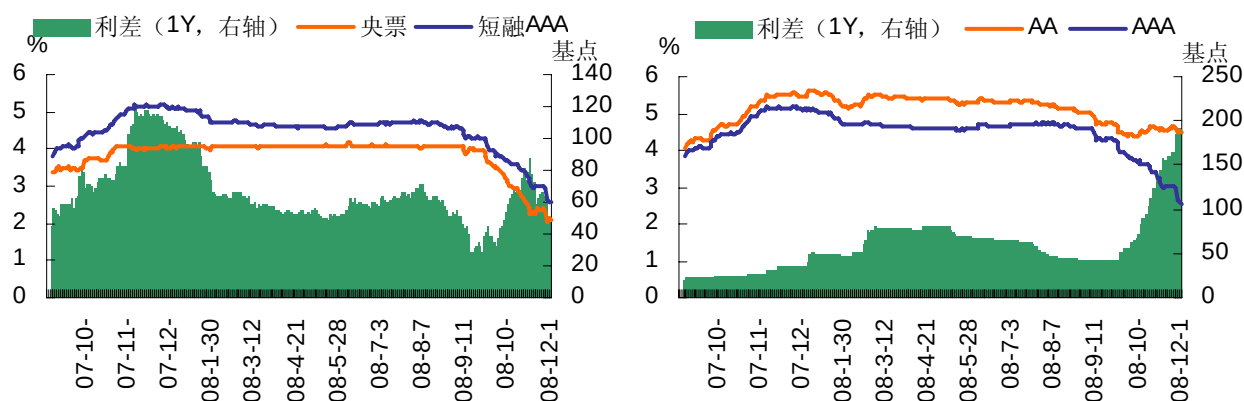
10 年期AAA级企业债与国债收益率利差走势



数据来源: Bloomberg, 中国债券信息网。

图表 26 1 年期AAA级短融与央票收益率利差走势

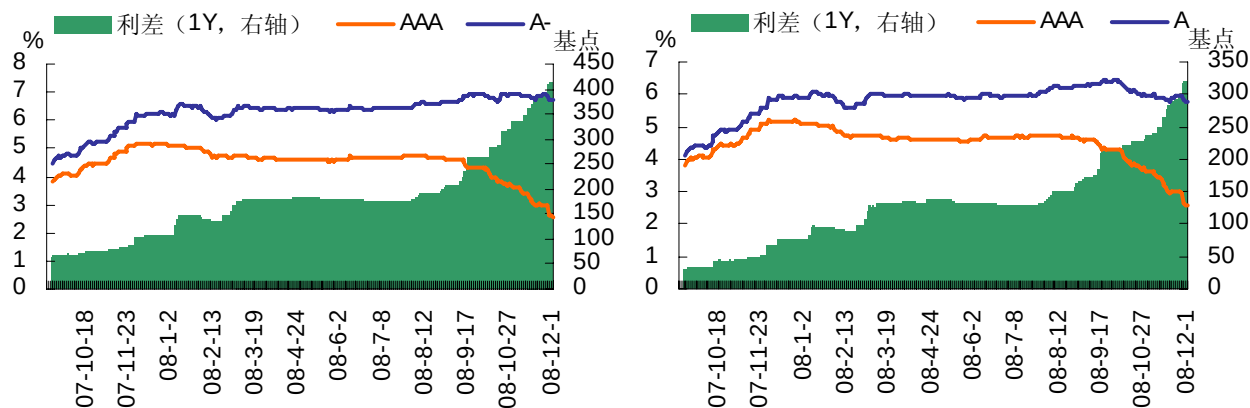
1 年期AA与AAA级短融收益率利差走势



数据来源: Bloomberg, 中国债券信息网。

图表 27 1 年期A-级与AAA级短融收益率利差走势

1 年期A与AAA级短融收益率利差走势

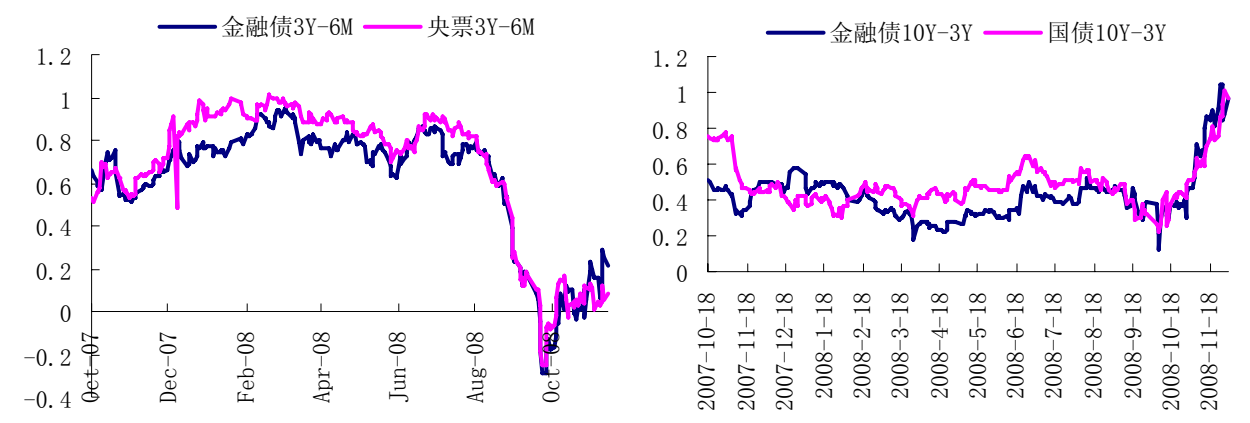


数据来源: Bloomberg, 中国债券信息网。

3. 2009 年债券投资策略

从收益率曲线短端与长端期限利差比较来看，2009 年债券收益率曲线 3 年期以内相对平坦，3 年期以上更加陡峭，因此，可以对 3 年期以上的券种进行骑乘策略操作。

图表 28 收益率曲线 3 年期以内较为平坦，3 年期以上较为陡峭



数据来源：Bloomberg，中国债券信息网。

总而言之，基于对债市基本面的总体判断，在债市牛市阶段，我们认为投资者可以采取跟着市场走的策略，受益于债券市场的牛市行情；在债市进入盘整阶段以后，应结合相对投资价值分析、信用分析，细选投资价值较高的债券品种进行投资，这类债券品种主要是指信用等级不高、票面收益率较高的非金融企业债券融资工具。

附录：2009 年债券市场制度建设展望

正如上文所述，自今年年初以来，非金融企业债务融资工具规模迅速扩大，债券成交量剧增，市场流动性显著提高，我们认为这与 2007 年以来一系列的债券市场制度建设密切相关（2007 年 8 月 14 日，《公司债券发行试点办法》，上市公司发行债券正式启动；2008 年 1 月 2 日，《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》的发布，为无担保信用债券以及其它创新型债券品种的发行提供了制度基础，债券市场投资品种进一步丰富；2008 年 4 月 9 日，《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》的发布，债券发行注册制的推行显著提高了债券发行效率；2008 年 9 月底 10 月初，交易所修改债券交易规则，免收交易费用，进一步提高债券流动性）。相关制度建设在今年促进了债券市场的发展，在明年还将对债券市场的深入发展产生重要影响，因此，债券市场制度建设展望非常必要。我们认为明年的债券市场制度建设将围绕以下几点展开：

第一，债券违约的发生将加快制度建设。因宏观经济增速显著下滑，企业盈利能力显著下降，非金融企业债务融资工具发生违约的概率较大。在中国的政治体制改革中，每一次重大事件的发生总会加速推动制度改革。在这个过程中，统一债券发行标准的进程将加快（国家发改委财政金融司司长徐林，11 月 2 日，“2009 年中国行业发展报告会”）。

第二，拓宽企业融资渠道，扩大非金融企业债务融资工具市场规模的方向不会发生大的变化（中国人民银行，《2008 年第三季度货币政策执行报告》）。

第三，债券市场上的创新。出于维护投资者对债券偿还能力的信心，一些创新型债券品种将被推出，如偿债基金债券（所谓偿债基金债券指发行人根据债券契约的要求，必须于每年盈余中提取一定数额的偿债基金，以满足还本付息的要求的债券。）的推出；以及推出一些适合中小企业融资需求的创新性债券品种（中国人民银行副行长易纲，2008 年 11 月 14，“国新办就扩大内需促进经济平稳较快增长情况举行发布会”）；另外，为完善对外投资管理体制，银行、保险机构或将推出创新金融品种，发展境内外币债券市场，为对外投资合作提供信贷、保险等金融支持（2008 年 7 月 22 日，国家发展改革委关于 2008 年深化经济体制改革工作意见的通知）。

第四，以保荐人、债券受托管理人和信用评级机构为代表的债市中介机构管理制度建设将加快；

第五，进一步扩大债市机构投资者规模、提高债券市场流动性的举措将陆续出台。

上述债市制度建设不仅影响着债券市场的券种供给结构，也影响着债券市场的需求结构，从而增加了机构对债券细类资产配置的不确定性。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室
 电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编100032

北京新盛 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层
 电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层
 电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编100088

上海天相 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座
 电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编200120

深圳天相 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801
 电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编518041

山东天相 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C
 电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014