

宽幅震荡提前到来 阶段性买点显现

- - 近期中长期债券收益率出现明显反弹点评

报告摘要：

- 自本周一开始，利率产品收益率曲线的中长端出现了较大幅度的上行。从本周银行间市场的双边报价成交情况以及我们与市场参与者的沟通来看，此次中长期债券收益率出现明显反弹的主要原因是：由于2008年12月M2增速、信贷增速出现超预期上升，以及市场传言12月份的发电量和工业增加值都出现一定程度回升，在宏观经济好于预期的推动下，一部分高风险偏好的市场参与者集中抛售长期利率品种形成了供给冲击。
- **2009年宏观经济是否会提前回暖？**我们认为2009年国内宏观经济将面临来自企业去库存化、房地产市场冻结等方面的压力。如果沿着时间轴来总结这些压力，可以大致分为短期、中期和长期三个层面。在2009年上半年，这三个层面的压力都将集中作用于宏观经济，因此国内经济仍将处于加速下滑的周期中。从目前所公布的包括进出口在内的宏观数据来看，仍然朝着我们预期的方向发展。
- **12月份M2提速是否会持续？**从构成上来看，12月份M2的提速一方面来自于信贷投放的大幅增加，另一方面更重要的来源是年底1万亿左右的财政存款投放，剔除它的影响后M2增速处在15.31%，较目前的17.82%有明显的下降。考虑财政存款投放对于M2增速的影响并不会持续，我们应该能在2009年1月份看到M2同比增速的下降，激进估计可能处于16.32%左右。此外，从中期的角度看待M2增速，考虑到国外净资产高增长的时期可能已经结束，它将会对M2同比增速起到一定的拖累作用，因此未来信贷增速提速对货币供应量增长的影响将减弱。
- **如何看待11月和12月的信贷提速？**从细项数据来看，信贷增速主要由票据融资和短期贷款贡献，而商业银行对于中长期贷款仍持有非常谨慎的态度。考虑这些因素的发展，在合理的假设下，2009年上半年信贷增速将经历上升后下降的过程，呈现出前高后低的走势。由于目前商业银行的信贷投放增加是建立在资金极度充裕背景下的推动行为，因此对债券市场的冲击有限。
- **对未来债券市场走势的看法。**我们认为利率产品市场震荡走势已经提前来临，导致收益率上升的力量来自于宏观经济好于预期的冲击，而导致收益率下行的力量来自于商业银行充裕的债券配置资金的推动。在此阶段中，较为合适的投资策略是波段操作，我们会密切关注宏观经济指标的变动并提示投资者最好的利率产品买入时机。
- 目前长端债券收益率已经明显调整，根据对于宏观经济和货币信贷数据的梳理，我们认为此轮调整为投资者提供了较好的阶段性买入时机，建议投资者积极介入长期利率产品，获取资本利得收益。

研究员

刘海东 010-66581631	固定收益分析师 liuhd@essence.com.cn
景晓达 010-66581622	助理固定收益分析师 jingxd@essence.com.cn
王昌俊 010-66581632	固定收益分析师 wangcj@essence.com.cn

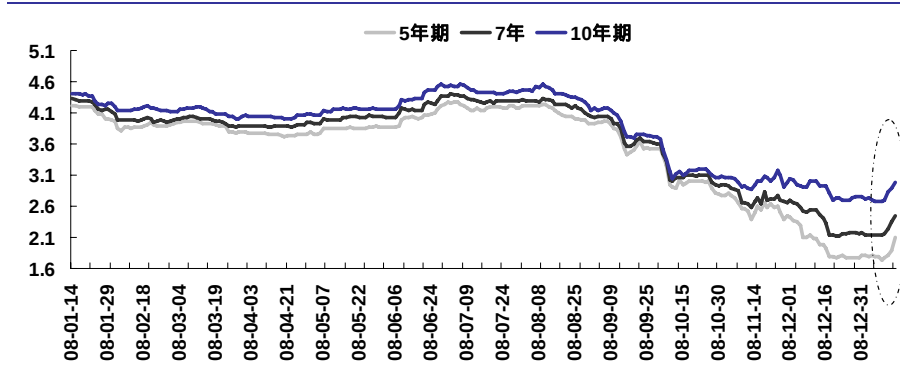
前期研究成果

利率产品市场周报（09.1.5-09.1.9）	2009-01-12
债市外传，2008	2009-01-05
一年之计在于春	2008-12-24

1. 中长期利率产品收益率出现明显反弹

自本周一开始，利率产品收益率曲线的中长端出现了较大幅度的上行。以 10 年期国债为例，昨日中债网给出的二级市场收益率为 2.99%，较上周五的 2.67% 上升了近 32bp；同时，5 年至 10 年区间段的国债收益率上升幅度也均在 30bp 以上（图 1）。

图 1：5 年至 10 年区间段的国债收益率本周出现明显反弹(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

从本周银行间市场的双边报价成交情况以及我们与市场参与者的沟通来看，导致此次中长期利率产品收益率出现明显反弹的主要原因是：由于 2008 年 12 月 M2 增速、信贷增速出现超预期上升，以及市场传言 12 月份的发电量和工业增加值都出现一定程度回升，在宏观经济好于预期的推动下，一部分高风险偏好的市场参与者集中抛售长期利率品种形成了供给冲击。

目前，市场普遍关心的问题集中于：2009 年宏观经济是否会提前回暖？源自 12 月份的 M2 和信贷提速是否具有可持续性？10 年国债收益率未来将会呈现何种走势？

在下文中我们将沿着这个思路逐一进行讨论。

2. 2009 年上半年宏观经济仍将处于加速下滑周期

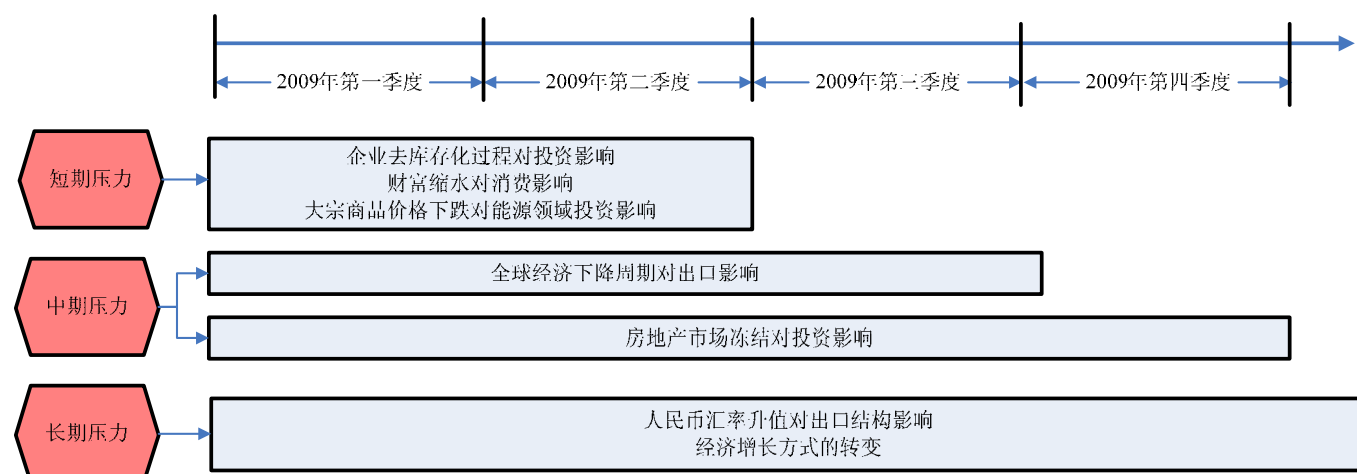
根据宏观研究组的观点，2009 年国内宏观经济将面临来自企业去库存化、房地产市场冻结等方面的压力。按照国民经济核算支出法的构成来看，这些压力体现在出口、投资和消费三个层面上。

首先，从出口层面来看。一方面，人民币有效汇率的大幅度升值从 2007 年下半年开始对中国的出口增长，特别是低端劳动力密集型行业的出口增长带来了明显的压力，这将带来出口结构的全面调整，并且这样的调整甚至到 2010 年都不会结束；另一方面，全球经济再平衡正在以破坏性的方式实现，这意味着像中国这样拥有巨大贸易顺差国家的出口势必会大幅下降；最后，全球经济周期性衰退已经自 2008 年 10 月份开始对中国出口造成严重冲击，但其影响至少在 2009 年上半年还会进一步暴露。

其次，从投资层面来看。一方面，2008 年上半年实体经济部门主动积累的大量库存需要在短时间内清理完毕，在此过程中，生产的减慢、需求的降低以及计提跌价准备导致企业盈利的下降都将显现；另一方面，房地产销售的冻结通过影响房地产开发投资，从而进一步对上游的钢铁、建材、电力等行业的生产产生压力，考虑到目前房地产市场库存和销售情况，这样的压力至少在 2009 年上半年不会消失；最后，经济下滑周期中银行资产负债表的恶化所产生的惜贷行为将会对投资形成制约。

第三，从消费层次来看。由于各类资产市场（包括股票和房地产）调整带来的显著财富损失，以及失业率上升收入增长下降等因素，2009 年消费增长率将继续处于波动下行的区间。

事实上，沿着时间轴来总结 2009 年宏观经济所面临的压力，可以大致分为短期、中期和长期三个层面。我们用下图将其直观的展现出来。



需要注意的是，由于在 2009 年上半年，来自于短、中、长期三个方面的压力都将集中作用于宏观经济，因此我们判断国内经济仍将处于加速下滑的周期中。从目前所公布的包括进出口在内的宏观数据来看，仍然延着我们预期的方向发展。

3. 12 月 M2 大幅提速源于财政存款投放的一次性冲击

2008 年 12 月，M2 余额的同比增速达到 17.82%，较 11 月上升 3.02 个百分点，M2 当月新增 1.66 万亿元。

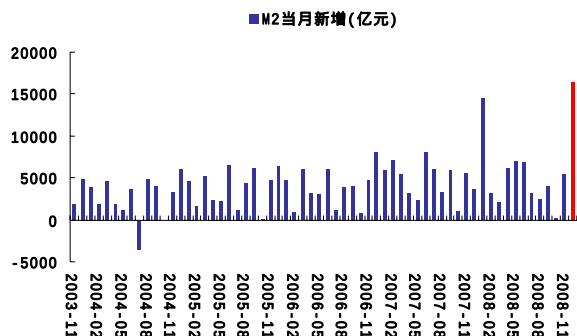
M2 在 12 月份当月产生如此大规模的增加，从构成上来看，一方面来自于信贷投放的大幅增加，另一方面更重要的来源是年底 1 万亿左右的财政存款投放。实际上，财政存款历来存在年底投放的季节性模式，对于当月新增 M2 来说，这种模式所产生的影响应该是一次性的，剔除这种一次性影响 12 月 M2 增速应当在 15.31%，较目前的 17.82% 有明显的下降。考虑财政存款投放对于 M2 增速的影响并不会持续，我们应该能在 2009 年 1 月份看到 M2 同比增速的下降。

如果仅考虑新增贷款和外汇占款变化对 M2 的影响，假设 2009 年 1 月份的新增贷款在 1 万亿左右（这意味着 1 月份信贷同比增速将上升到 18.95% 左右，应该不是一个保守的估计），外汇占款的增加在 900 亿元左右（这与 12 月份基本持平），那么 2009 年 1 月的 M2 同比增速应该在大约 16.32%，这较 2008 年 12 月的 M2 同比增速将产生明显的下降；另外考虑到财政存款在每年年初还存在回笼的季节性模式，M2 同比增速还存在进一步下降的可能。

而在中期的角度来看待 M2 的变化，从当月新增的数量上来看，新增贷款的贡献应该仍然较大；但是从当月的同比增速上看，受到人民币升值预期的减弱以及国际资本流动的影响，以及中国出口所面临的困境，国外净资产持续高增长的时期可能已经结束，其增速可能将持续下降（这种情况在 98-99 年曾经出现），其对 M2 同比增速的正面贡献也将随之持续减弱，并且不排除出现国外净资产增速低于信贷增速，从而对 M2 同比增速起到一定的拖累作用，同时考虑到总量层面上国外净资产所占权重已经较大，上述拖累作用所起到的效果可能将是较为显著的。在这样一种逻辑下，我们认为尽管信贷的增长仍会很快，但是由于国外净资产增速可能存在的大幅下降，未来信贷增速提速对货币供应量增长的影响将减弱。

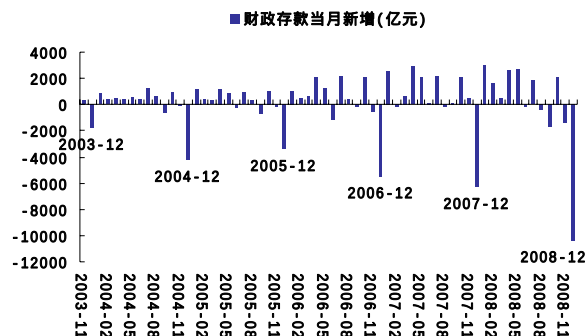
综上所述，我们认为 2008 年 12 月份 M2 增速的大幅提速主要受结构性因素影响，并不能支持宏观经济将会提前回暖的结论。

图 2：M2 当月新增



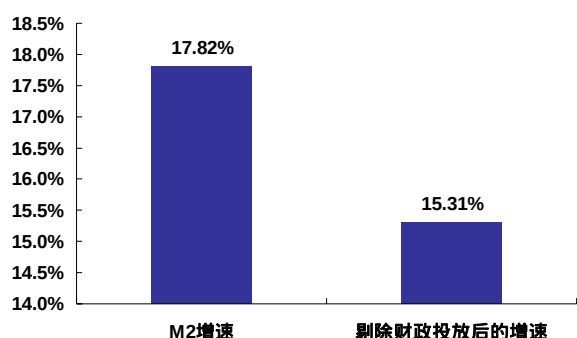
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 3：财政存款月度变动



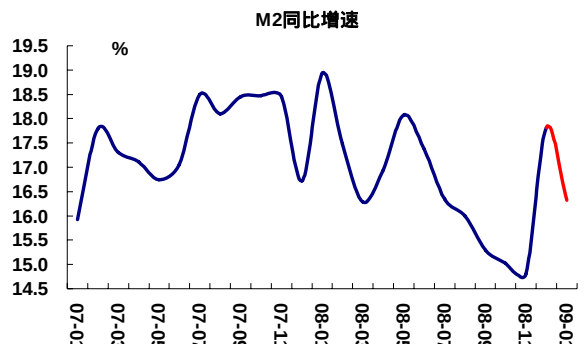
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 4：12 月份 M2 增速与剔除财政投放后增速对比



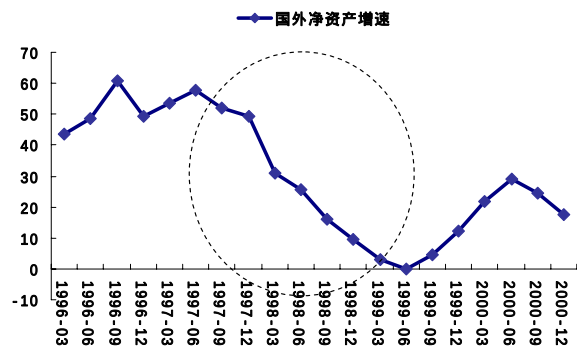
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 5：2009 年 1 月份 M2 增速激进估计为 16.32%



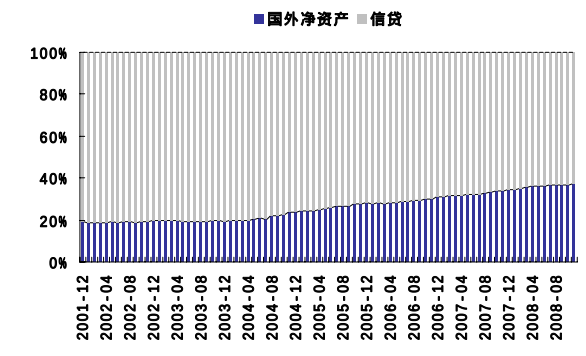
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注：红色段为预测值

图 6：98-99 年国外净资产增速大幅下降



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 7：国外净资产和信贷规模对比



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

4. 在目前阶段信贷增速上升对债券市场的冲击相对有限

2008 年 12 月，按可比口径计算人民币信贷余额的同比增速为 18.76%，较 11 月上升 2.73 个百分点，当月新增人民币贷款 7718 亿元。

结合 11 月份的信贷投放数据，从新增人民币信贷的细项构成来看，我们可以从以下两个层次去分析 2008 年最后两个月的信贷超预期投放。

4.1. 第一个层次：将信贷按照居民户和非金融性公司分解

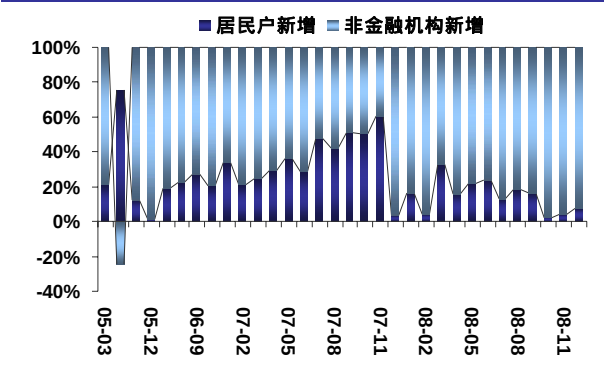
12 月份新增居民户贷款 607.91 亿元，新增非金融性机构和其他部门的贷款 7209.5 亿元。

从这两大类别的贡献度以及各自的同比增速来看，我们可以得出以下结论：

- 1、11 月和 12 月当月新增贷款中，非金融性公司贷款增加的贡献度均超过 90%；
- 2、12 月份非金融性公司信贷增速大幅上升，而居民户信贷增速仍维持在较低 14%水平。

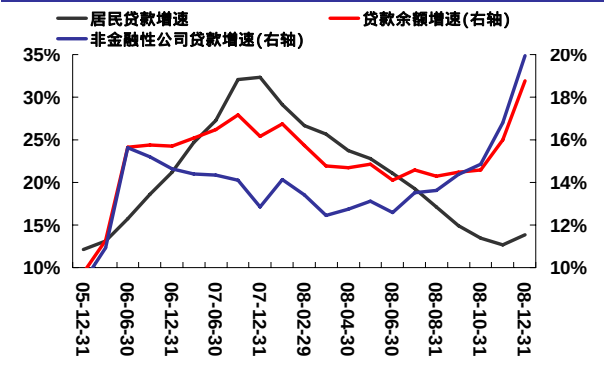
此外，需要注意的是居民户信贷增速较 11 月份有所回升，这可能与同期房地产市场成交量的回暖相关，我们会进一步跟踪数据的变化。

图 8：当月新增信贷在第一个层次变量的贡献度



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 9：第一个层次变量的增速水平



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

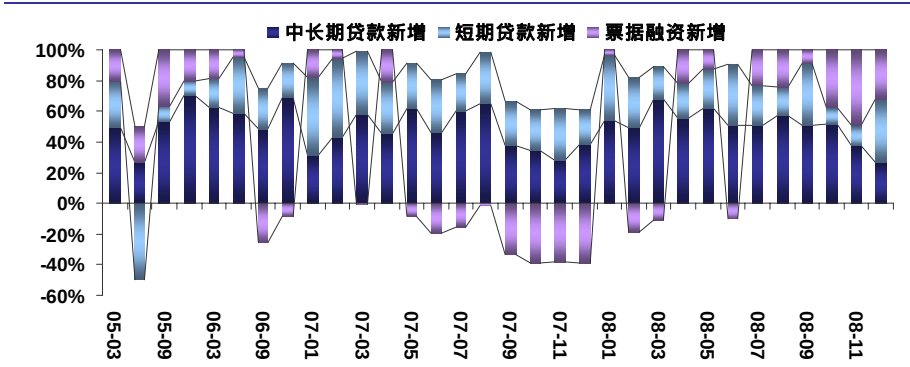
4.2. 第二个层次：将非金融性公司信贷按票据融资等细项分解

12 月份新增的非金融性公司和其他部门贷款中，票据融资新增 2147 亿元，短期贷款新增 2733 亿元，中长期贷款新增 1762 亿元。

同样，从三类资产的贡献度以及各自同比增速来看，可以得出以下结论：

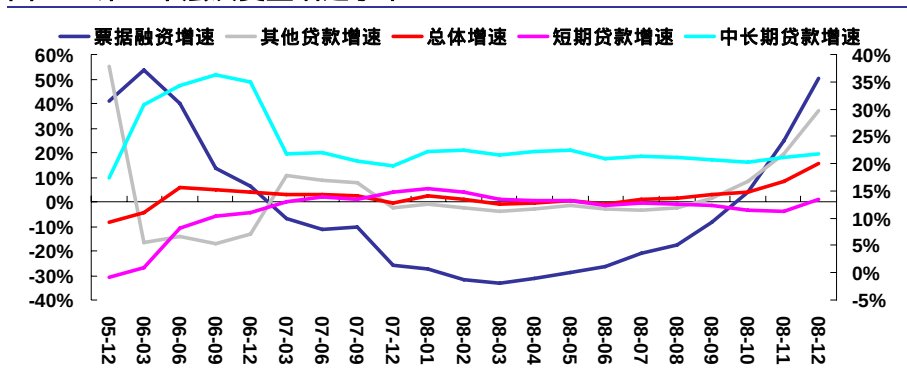
- 1、对于风险较大的中长期贷款，商业银行仍持有比较明显的风险厌恶态度。这表现在一方面当月新增中长期贷款占非金融性公司新增贷款比例持续减少，另一方面对于 12 月份的数据，剔除国开行的 1000 亿新增信贷额度后，中长期信贷新增规模仅为 762 亿元。
- 2、11 月和 12 月非金融性公司信贷增速的明显反弹是由于短期贷款和票据融资增速的较大幅度上升所致。

图 10：非金融机构细项数据的贡献度



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 11：第二个层次变量增速水平



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

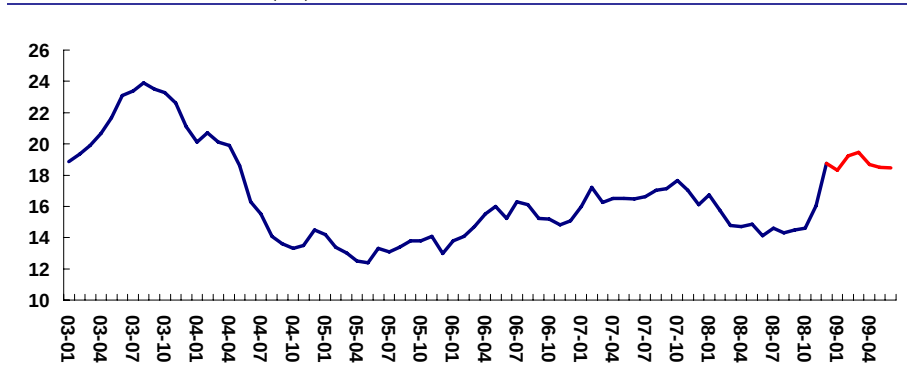
4.3. 2009 年上半年信贷增速可能呈现前高后低走势

根据上文对于 2008 年 11 月、12 月信贷结构数据的讨论，如果预测 2009 年上半年的信贷投放情况，最重要的考虑因素是非金融性公司信贷增速情况。当然这里隐含的一个假设是因为 2009 年上半年房地产市场的明显解冻可能不会看到，这样居民户的信贷增速仍将维持低位，其整体信贷水平的贡献相对较小。

而对于非金融性公司的信贷投放情况，相对合理的假设是：刺激性财政政策投放对于中长期贷款的影响将与 11 月和 12 月情况相似；短期贷款和票据融资将呈现出前高后低的季节性模式（从历史数据来看这样的季节模式是存在的，这可能是由于年度考核的原因导致短期贷款更多在上半年投放）。

在此基础上，我们给出对于 2009 年上半年信贷投放的预测。从结果来看，信贷增速将经历上升后下降的过程，呈现出前高后低的走势。

图 12：信贷同比增速(%)



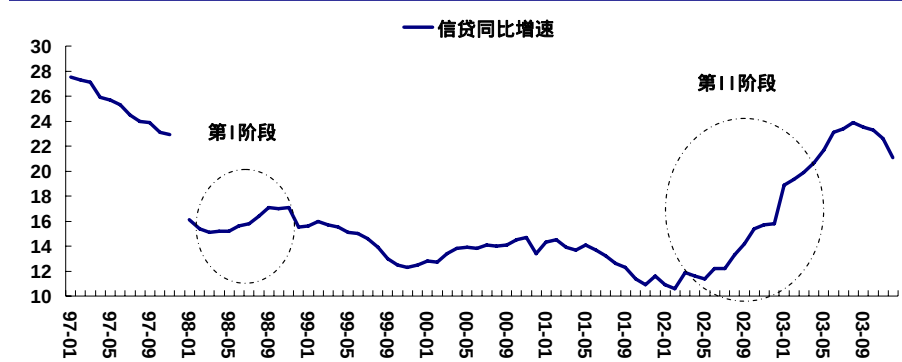
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

注：红色区间为预期值

我们认为在目前这个阶段，信贷增速的上升对债券市场的冲击相对有限。这样判断的依据在于，由于央行货币政策取向是保持银行系统充裕的流动性，因此此阶段银行信贷投放是建立在资金极度充裕背景下的推动行为，当然刺激性财政政策对银行配套资金的拉动也起到一定作用，但总体来看银行系统的流动性将是非常充裕的。事实上，在 98 年-99 年的下滑周期中，我们也经历了相似的阶段。

但是随着企业去库存化结束，盈利能力的改善将带动企业信贷需求的上升，此时银行系统被动信贷投放将拉升信贷增速。在这个阶段，信贷对债券市场的冲击将是趋势性的。这也就是在 02 年之后宏观经济和债券市场出现的情况。

图 13：98-02 年信贷同比增速提速经历的两个阶段



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

5. 对未来中长期利率产品收益率走势的看法

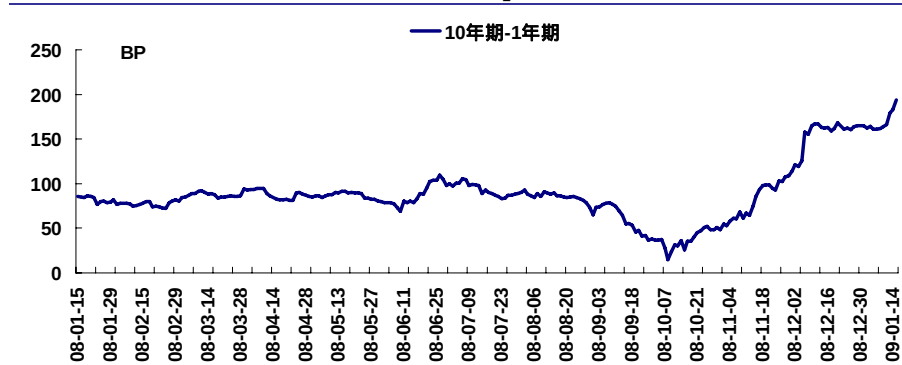
总结上文的讨论，我们认为：2009 年上半年宏观经济将继续加速下滑；从细项数据分析 12 月份 M2 增速的大幅反弹将不会延续，激进估计 1 月份 M2 增速可能位于 16% 左右；虽然信贷增速将继续在未来几个月出现加速，但源于央行货币政策的调整商业银行可用于债券市场配置的资金面将继续处于非常充裕的状态。

另一方面，我们并不能排除在经济下滑过程中单月宏观经济数据好于市场预期情况的发生，也不能排除银行系统信贷投放数据超出预期的可能性，而这都可能导致我们目前所经历的预期推动下的中长债供给冲击。此外，2008 年市场参与者普遍积累的债券投资浮盈也加剧了这种情况。

综合考虑，我们认为利率产品市场震荡走势已经提前来临，导致收益率上升的力量来自于宏观经济好于预期的冲击，而导致收益率下行的力量来自于商业银行充裕的债券配置资金的推动。在此阶段中，较为合适的投资策略是波段操作，我们会密切关注宏观经济指标的变动并提示投资者最好的利率产品买入时机。

同时，我们认为目前长端债券收益率已经明显调整，期限利差进一步上升（图 14），根据上文的分析并加之 2009 年政策性金融债发债体出于发行成本和发行便利方面的考虑可能将长期债券调整为中短期债券品种的因素，此轮调整为投资者提供了较好的阶段性买入时机，建议投资者积极介入长期利率产品，获取资本利得收益。

图 14：目前国债期限利差已扩大至 194bp



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

作者简介

刘海东，固定收益证券分析师，北京大学光华管理学院金融学博士，已通过 CFA 三级考试，2007 年 1 月份加入安信证券。

景晓达，助理固定收益证券分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，2008 年 4 月加入安信证券研究中心

王昌俊，固定收益分析师，清华大学数学科学系理学硕士，2007 年 3 月加入安信证券

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

行业收益评级：

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essences.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essences.com.cn	010-66581689	lixin@essences.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essences.com.cn	0755-82558268	panlin@essences.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essences.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

上海
上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编：200120
电话：021-68801200

北京
北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层
邮编：100032
电话：010-66578819