

[2009.2.9]

1 季度降息概率不大，关注中等级别信用债

——国泰君安债市周报（09-2-9）

陈岚

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

张卓群

021-38676431

zhangzhuoqun@gtjas.com

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

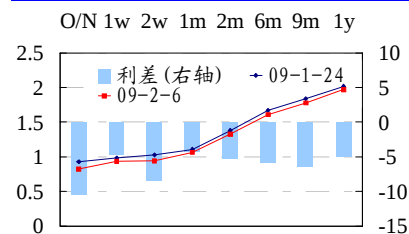
➤ 对一周宏观经济和债券市场走势进行回顾和展望

本报告导读：

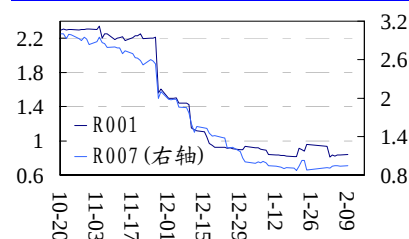
摘要：

- 美国个人收支均在减少，并拖累房地产和汽车工业恢复的脚步，而其后更深层次的原因是信贷萎缩带来的美国家庭消费习惯的改变；欧元区物价快速下行的同时，欧洲央行2月却暂停了降息步伐，同时英国央行则选择继续降息；经济危机下的日本汽车工业仍在遭遇严重的销售下滑。
- 虽然去年12月份中国经济步入偏冷区域，但是两种口径的PMI指数都已经是连续两个月回升，加上信贷增速、发电量增速等一系列数据都开始企稳，加大了一季度经济反弹的概率，我们预计1季度GDP增速将反弹至6.9%，2季度以后经济会恢复减速趋势。旱灾对粮价影响有限，预计09年1月的CPI为1%，2月为-1%，通胀的拐点可能在09年8月出现。
- 上周央行实现了今年以来的首次单周净回笼，但目前市场资金面水平仍然宽松；由于信贷投放的连续超预期，我们认为1季度央行降息的可能性不大，同时调整了对年内降息幅度的预测，认为年内最多还有2次降息，2、3季度各一次，而年底随着全球经济的见底，央行降息的概率也不大。
- 本周国家财政部公布了2009年关键期限记账式国债发行计划，与市场和我们之前的预期一致，今年发行的中长期国债比重明显高于短期国债。对于长债的态度，我们在1月信贷点评报告中已经旗帜鲜明地提出了不看好1季度的长债行情，事实上，09年初以来，包括中国、美国、欧元区、英国在内的长债利率均显著上升。
- 对于长债的介入价格，我们认为09年短端保持低利率环境还是有保障的，因而3.7%以上的10年期金融债具有安全边际，但低于3.4%则不建议投资，对应的10年期国债利率在3.3%以上可以适当介入，而低于3%则不建议投资。
- 上周各期限的利率品种收益率继续快速上升。自信贷数据持续超增以来，我们一直大力推荐5年期以内高等级信用债作为对冲经济反弹的投资首选，而今随着全球信用溢价的见顶，特别是美国的经验表明，低等级信用债更能对冲经济反弹的风险，因此我们认为中等信用级别的信用债同样值得关注。

上周SHIBOR走势(%)



上周定盘利率走势(%)



相关报告

新增贷款继续超增，推荐高等级信用债

——国泰君安债市周报（09-02-04）

1 季关注经济反弹 长债利率短期利空

——国泰君安债市周报（09-1-20）

联储寻求政策突破 AA+ 中票本周将现

——国泰君安债市周报（09-1-12）

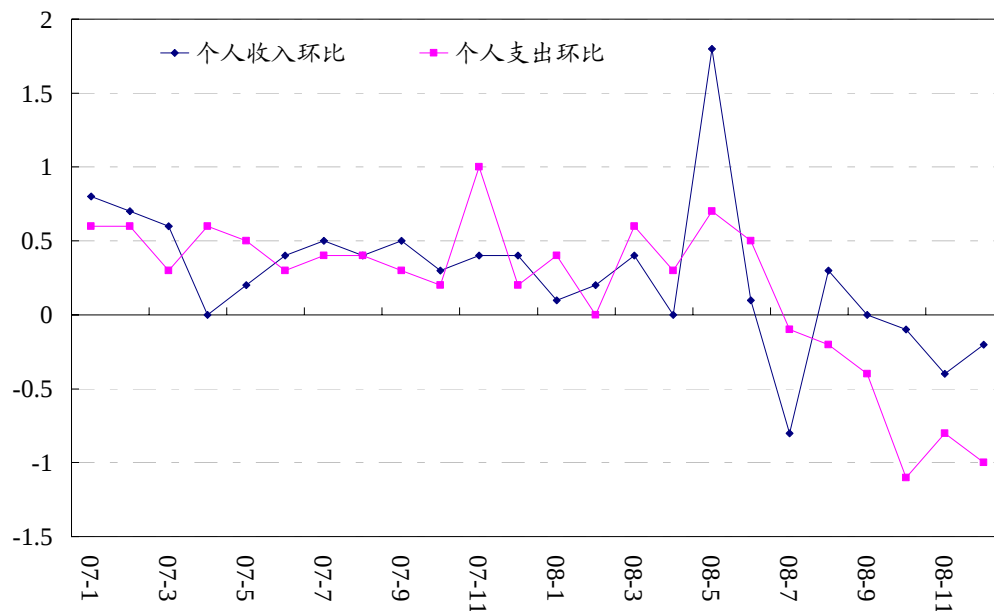
全球宏观：消费依旧萎靡

1、美国：去杠杆化的痛苦循环

美国经济分析局 2 日公布的数据显示，2008 年 12 月美国个人消费支出环比下降 1.0%，连续 6 个月下降，创下降时间最长纪录；12 月个人收入环比下降 0.2%，连续 3 个月下降。

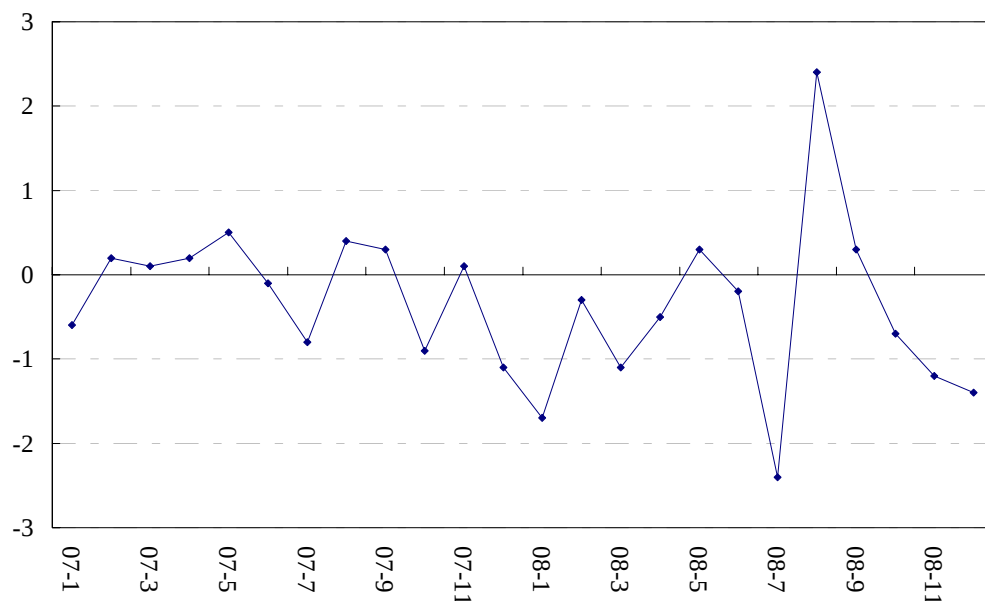
消费的低迷将使已达 1 年之久的美国经济下滑周期更加长期化，而收入的下降更将影响消费者预期，进一步减少消费。

图 1：
美国个人收入和支出环比
单位：%



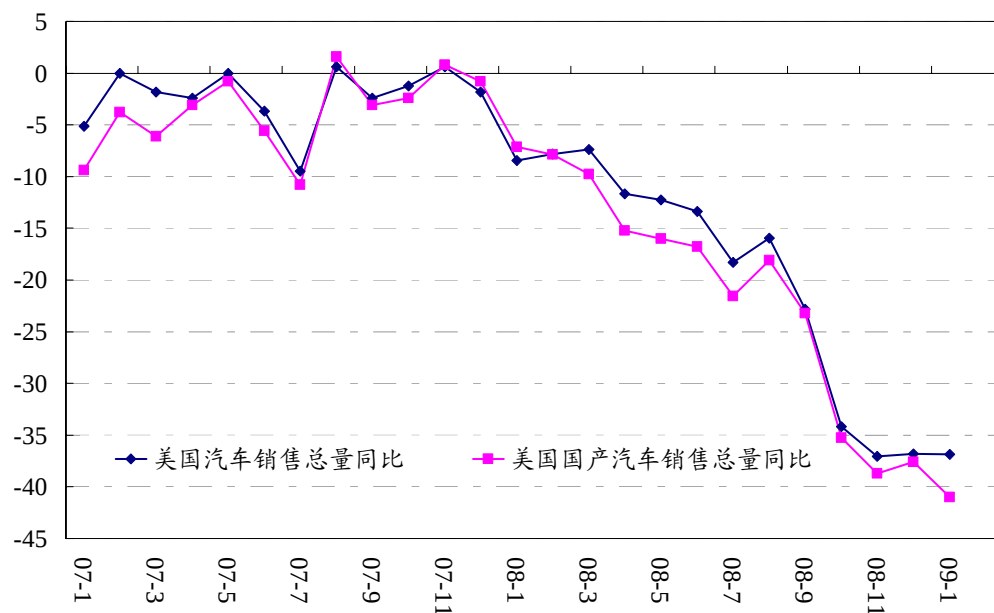
美国人收入和支出的减少，必然带来建筑和汽车等开支项目的萎缩。同日公布的数据显示，12 月美国营建支出环比下降了 1.4%，而 2008 年全年，营建支出创纪录的下降了 5.1%。

图 2：
美国营建支出环比
单位：%



汽车销售数据更是创纪录的惨淡。1 月份美国汽车销量比去年同期减少 37%，由于受政府援助的通用和克莱斯勒必须在今年 2 月 17 日前拿出整改计划，1 月份的销售数据无疑使得两大汽车巨头的整改计划难度加大。

图 3:
美国汽车销量同比走势
单位: %

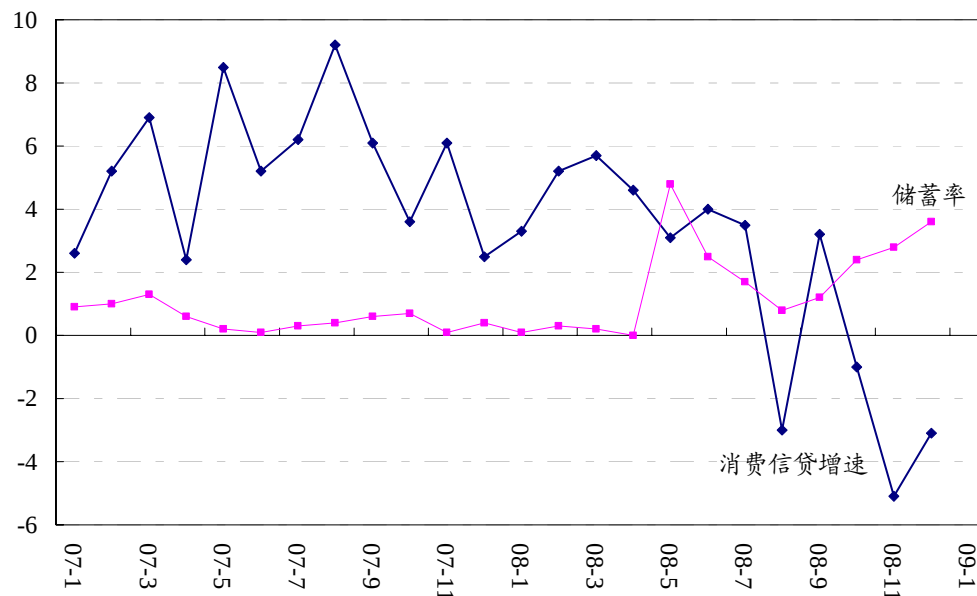


收入减少, 消费萎缩背后更深层次的原因, 是经济危机和信贷环境改变引发的美国消费者习惯的改变, 而这又反映在消费信贷的萎缩和储蓄率的提高上。

美联储 6 日的报告显示, 美国 12 月消费者信贷去年 12 月份按年率计算下降了 3.1%, 连续三个月下降, 是自 1991 年来消费信贷连续下降时间最长的一次; 而修正后的 11 月消费者信贷创下了 1943 年以来该数据编纂来的最大跌幅, 同时, 美国商务部称, 12 月个人储蓄率急升至 3.6%, 为去年 5 月以来最高。

信贷萎缩、储蓄率提高, 收入预期恶化, 这些因素互相影响, 相互强化, 将使得美国家庭的去杠杆化过程陷入一个漫长而痛苦的过程。

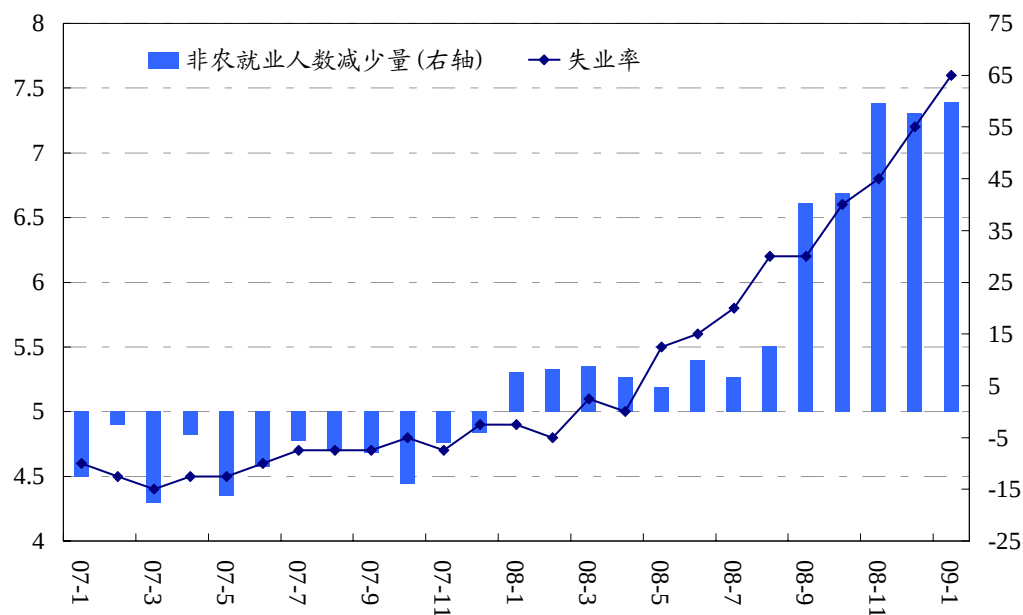
图 4:
美国消费信贷增速和储蓄率走势
单位: %



美国劳工部 2 月 6 日公布的数据显示, 1 月非农就业人数减少 59.8 万, 创 1974 年以来最大降幅, 1 月失业率也升至 7.6%, 为 1992 年以来的最高水平。

图 5:
美国失业率和非农就业人数减少量

单位: %(左轴)
万人(右轴)

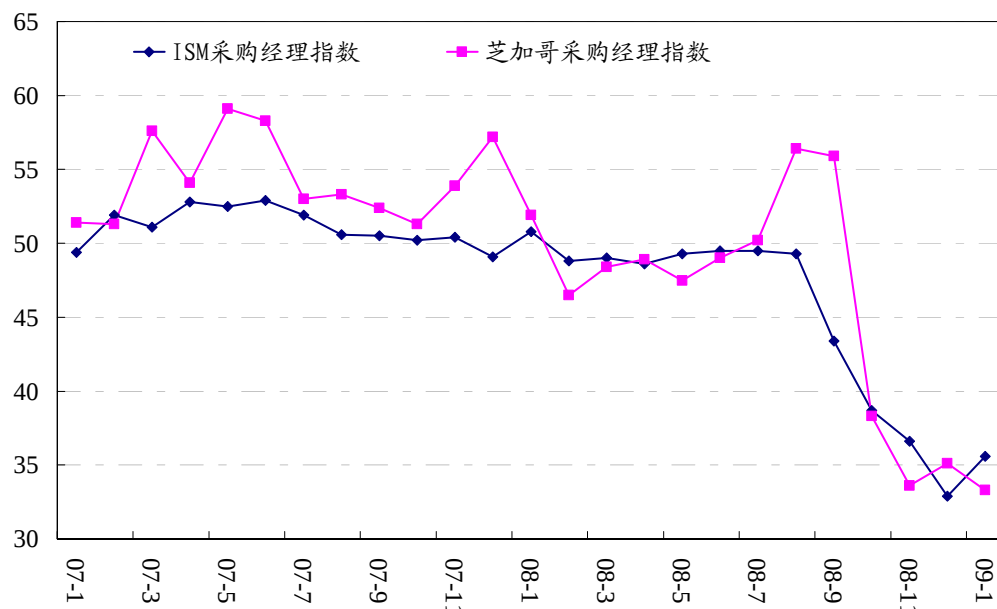


糟糕的就业数据终于促使美国国会两就“经济复苏与再投资计划”的核心内容达成了协议，虽然比起参议院过去几天来一直在辩论的 9370 亿美元的计划方案来，计划总额缩减至 7800 亿美元，但无论总额大小，面对严重的经济危机，国会两党达成协议，使计划能尽快签署才是最重要的。

在本周所有的糟糕的数据之中，仅 ISM 制造业指数显得不那么糟糕。2 日，美国供应管理协会报告，1 月美国 ISM 制造业采购经理指数为 35.6，高于上月的近 30 年低点 32.9，为 6 月以来首度回升，但由于 11 月基数实在太低，回调属正常情况，且目前该数据仍在 50 下方，而由于汽车和房地产市场仍在萎缩，因此预计未来数月美国制造业仍将保持萎靡。

图 6:
ISM 和芝加哥采购经理指数

单位: 1

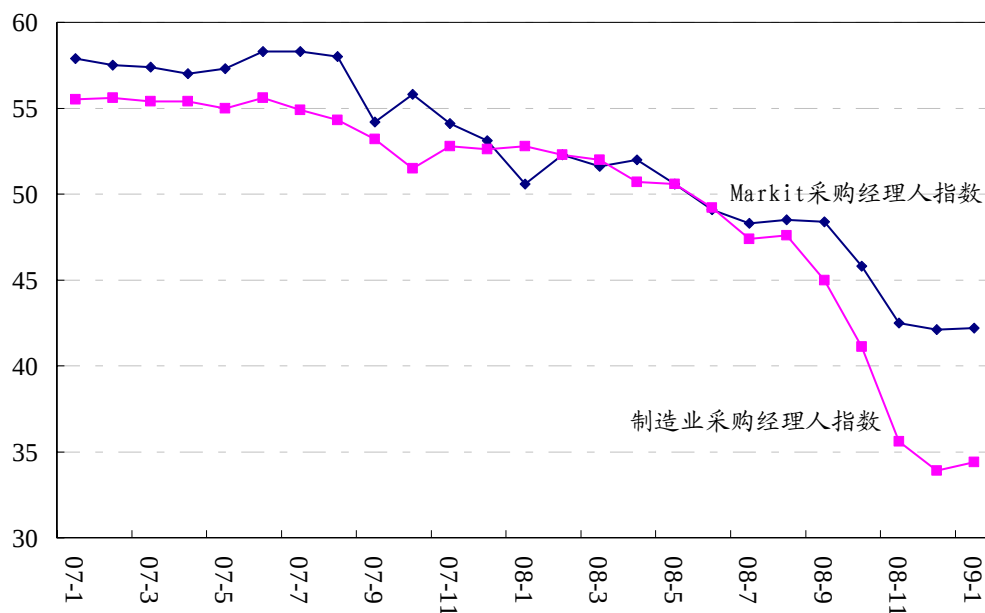


2、欧盟：降息步伐 2 月暂缓

欧盟统计局和 Markit Economics 公布的数据显示，欧元区 1 月制造业采购经理人指数由 12 月的 33.9 增至 34.4，1 月份 Markit 采购经理人指数也微升至 42.2，稍高于去年 12 月的纪录新低 42.1，但仍低于 50。

图 7:
欧元区制造业和 Markit 采
购经理人指数

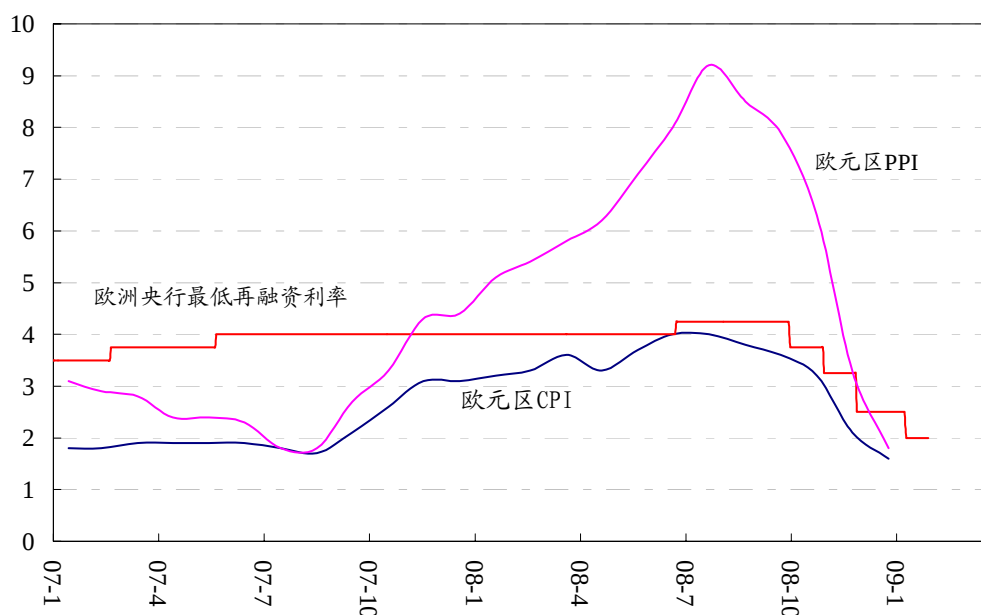
单位: 1



欧盟统计局 3 日公布的数据显示, 欧元区 12 月 PPI 环比下降 1.3%, 同比上升 1.8%, 近期欧元区公布的 CPI、PPI 均快速下行, 说明区内通胀压力非常有限。

图 8:
欧元区 CPI、PPI 同比和欧
洲央行最低再融资利率

单位: %

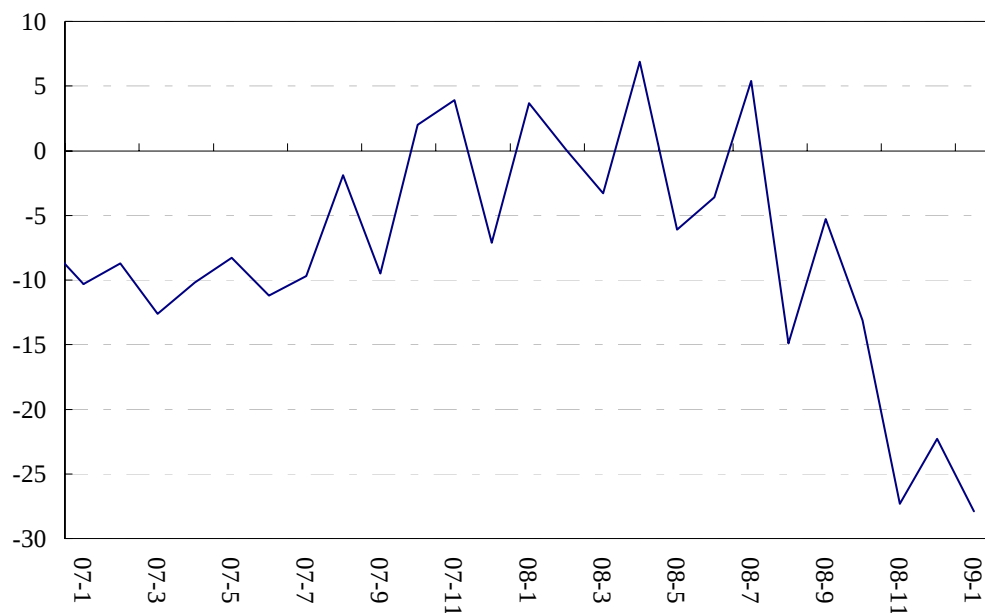


但是, 欧洲央行 5 日宣布, 维持现行利率 2.0% 不变, 欧洲央行行长特里谢在新闻发布会上表示, 欧元区处在严重的经济放缓中, 虽然暂时停止了降息步伐, 但 3 月可能会再次降息。同日, 英国央行宣布降息 50 个基点至 1%。

3、日本: 车市遭遇严重萎缩

日本汽车经销商协会 2 日公布的数据显示, 日本 1 月汽车销量为 174,281 辆, 年比下降 27.9%, 为连续第 6 个月下降。

图 9:
日本汽车销量同比走势
单位: %



面对恶劣的全球恶劣的金融和汽车市场状况,丰田汽车预计将遭遇其史上首见的合并财报亏损,穆迪周五下调丰田汽车的债信评等,将丰田汽车优先无担保长期债评等自最高级别的“Aaa”下调至“Aa1”,这是穆迪十年来首次下调丰田的债信评等。

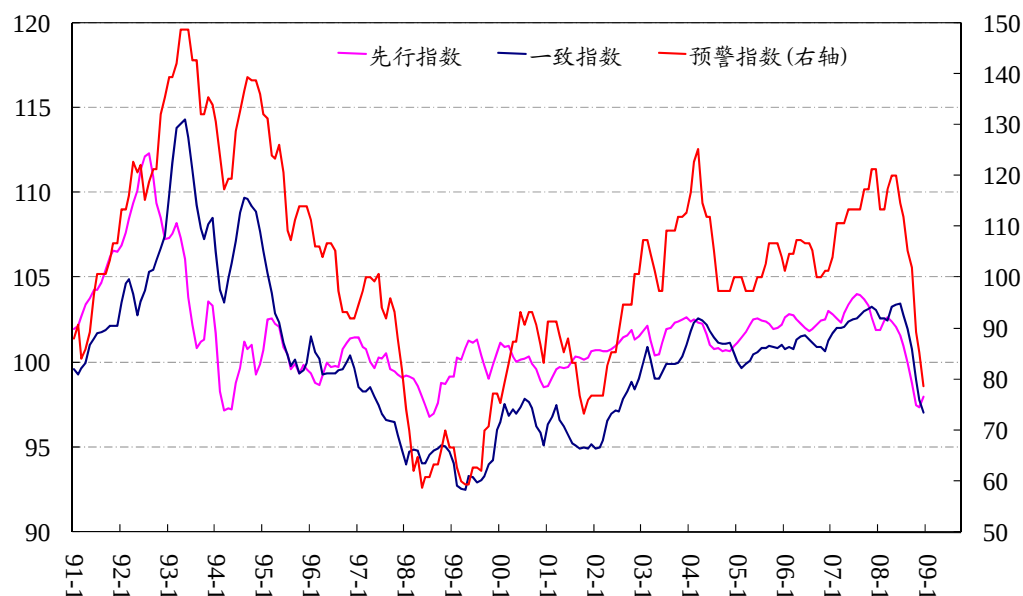
日本央行 2 日宣布,计划在 2010 年 4 月之前斥资一万亿日元用于购买日本银行的股份。日本央行收购银行股并不是第一次,从 2002 年 12 月到 2004 年 9 月,日本央行曾经购买两万亿日元的银行股份。日本央行行长百川方明表示,该计划主要是为防止信贷紧缩恶化,而不是干预股票市场。

中国宏观: PMI 继续反弹

1、12 月经济转入偏冷区域

国家统计局 6 日公布的中国宏观经济预警监测结果显示,2008 年 12 月份中国宏观经济预警指数为 78.7,比 11 月 85.3 有所下降,处于表示经济偏冷的“浅蓝灯”区域,这是自 2008 年 6 月份以来首次由处于稳定状态的“绿灯”区域转为偏冷区域。

图 10:
中国预警、先行和一致指数走势
单位: 1



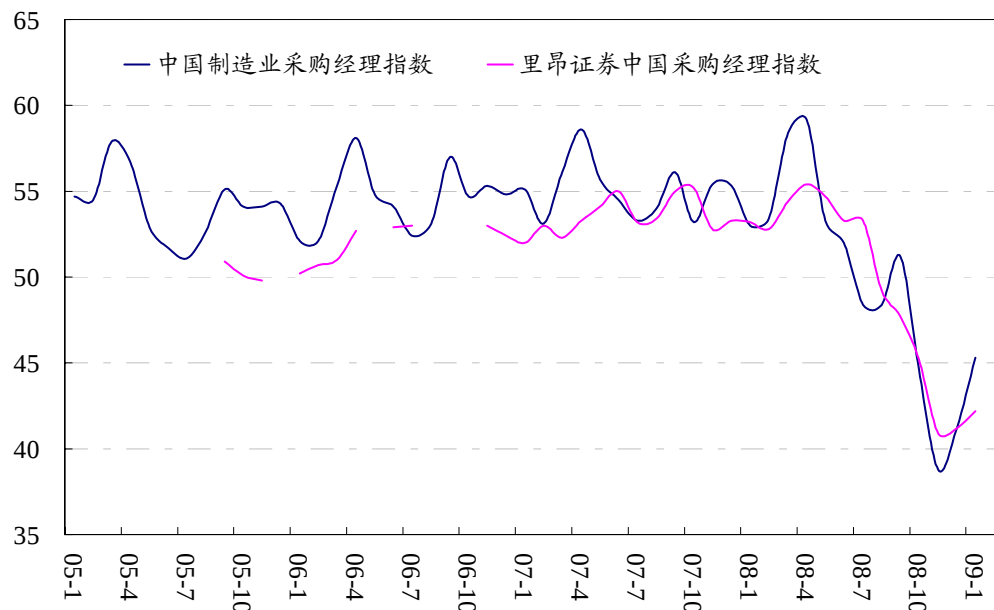
分项数据显示，在12月份中国宏观经济各项指标中，工业生气指数、财政收入、工业企业利润延续11月份的“蓝灯”，进出口总额由“浅蓝灯”变成“蓝灯”；固定资产投资、金融机构各项贷款、货币供应 M2、居民消费价格指数依然保持“绿灯”，城镇居民人均可支配收入由连续8个月“黄灯”转为“绿灯”。

2、1月 PMI 指数继续反弹

里昂证券2日公布，1月份里昂证券中国采购经理人指数 (PMI) 从去年12月份的41.2升至42.2。中国物流与采购联合会4日发布数据显示，1月中国制造业采购经理人指数 (PMI) 也从去年12月份的41.2上升至45.3，

图 11:
中国制造业采购经理指数
和里昂证券采购经理指数
走势

单位: 1



自此，两种口径的PMI指数都已经是连续两个月回升，且回升幅度逐步加大，而最近信贷增速、发电量增速、水泥和钢产量增速、生产资料价格等一系列数据都开始启稳，显示去库存化逐步结束后的生产活动开始恢复，加上去年12月经济进入趋降区域，基数较低，都进一步加大了一季度经济反弹的概率。

3、旱灾对粮价影响有限

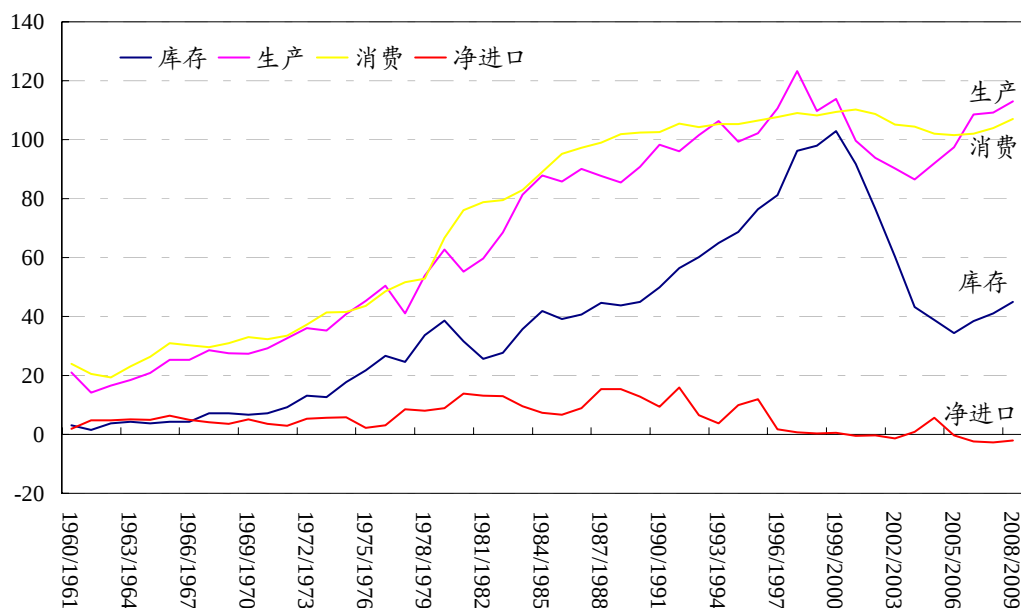
从去年11月起，河北、山西、安徽、江苏、河南、山东、陕西、甘肃8省出现严重旱情，农业部数据显示，截至2月2日，冬小麦主产省受旱面积达到了1.41亿亩，比去年同期增加1.32亿亩，这个数字意味着全国已有接近43%的冬小麦遭受旱灾。

根据美国农业部 (USDA) 的最新数据，2008-2009年我国小麦产量预计将到1.13亿吨，库存将达到4500万吨，虽然冬小麦占全国小麦总产量的90%，但按目前灾区产量占比约43%、受灾最严重地区小麦将减产20%估算，全国小麦产量下降至多不会超过10%，即1100万吨，不到全国小麦库存的1/4，因此，此次旱灾对2009年的全国小麦供给影响有限。由于连续丰收，目前我国玉米、水稻也有较高的库存，因此，旱灾对全国粮食供给影响也有限。

图 12:
中国小麦库存、生产、消费和净进口

单位: 百万吨

来源: USDA



虽然如此, 但大旱引起小麦供应量减少的格局已成, 因此, 在小麦收储的时候很可能会超过国家小麦最低收购价标准, 但是, 即使国家最低收购标准的提高, 也不一定带来当小麦市场价格的提高, 首先, 供应不足的时候, 国家可以通过调剂小麦进出口量以及储备库存调节来市场上小麦的供应量, 稳定价格, 其次, 市场价格能否与国家最低收购标准同步提高, 关键看能否对余粮实行敞开收购, 在粮食增产和库存充裕的情况下, 粮食企业敞开收购的动力不足。

4、年内经济预测修正

根据最新的经济数据, 我们对年内经济的预测进行了修正。

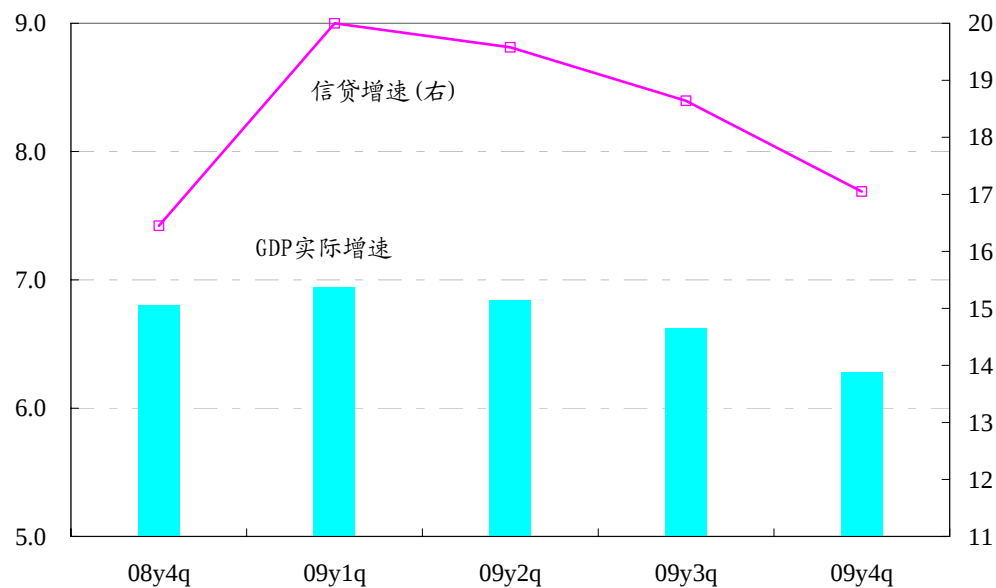
对于年内的经济增速, 我们预计 1 季度 GDP 增速将反弹至 6.9%, 主要归功于信贷增速的超预期。2 季度以后经济会恢复减速趋势, 2 至 4 季度 GDP 增速分别为 6.8%、6.6%、6.3%。

图 13:
我国 GDP 实际增速、信贷增速

(08-09 年)

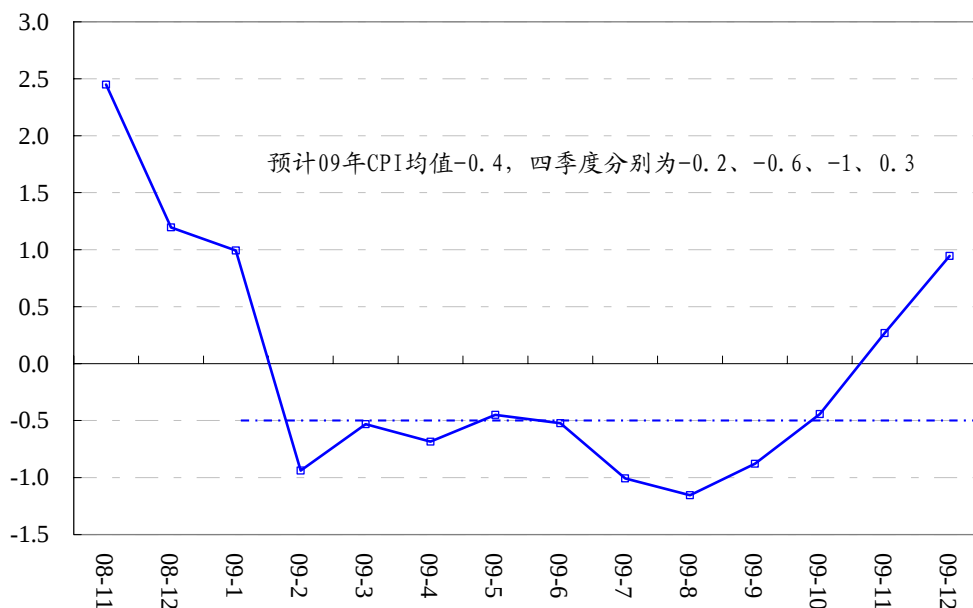
左轴单位: %

右轴单位: %



对于物价增速, 我们预计 09 年 1 月的 cpi 为 1%, 2 月为 -1%, 通胀的拐点可能在 09 年 8 月出现。

图 14:
预计 09 年 cpi
(08-09 年)
左轴单位: %

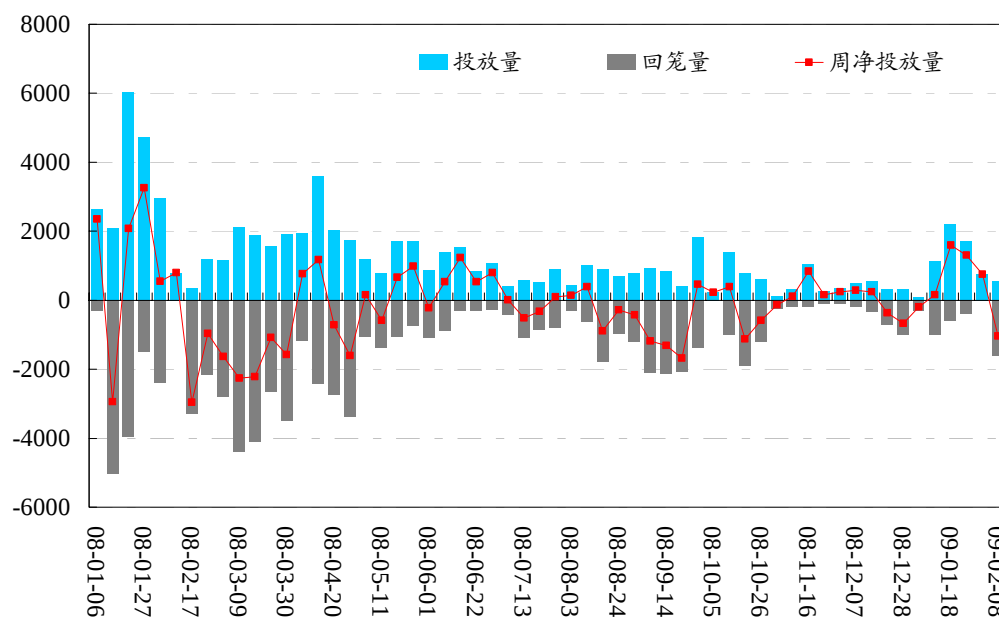


货币政策：1季度降息概率不大

1、公开市场操作

本周央行结束了此前连续五周的净投放操作，3 个月央票发行量 300 亿元，正回购操作量 1300 亿元，加上央票到期 60 亿元，正回购到期 500 亿元和由于春节而顺延兑付的 750 亿元央票，央行本周实现货币净回笼 290 亿元，为今年以来首次单周净回笼。

图 15:
央行公开市场操作统计
单位: 亿元



虽然央行再度恢复资金净回笼状态，但目前市场资金面水平仍然宽松，未来央行仍可能通过加大回购来实现巨额到期资金的回笼，但宽松货币政策导向下，央行实行大规模净回笼的可能性不大。

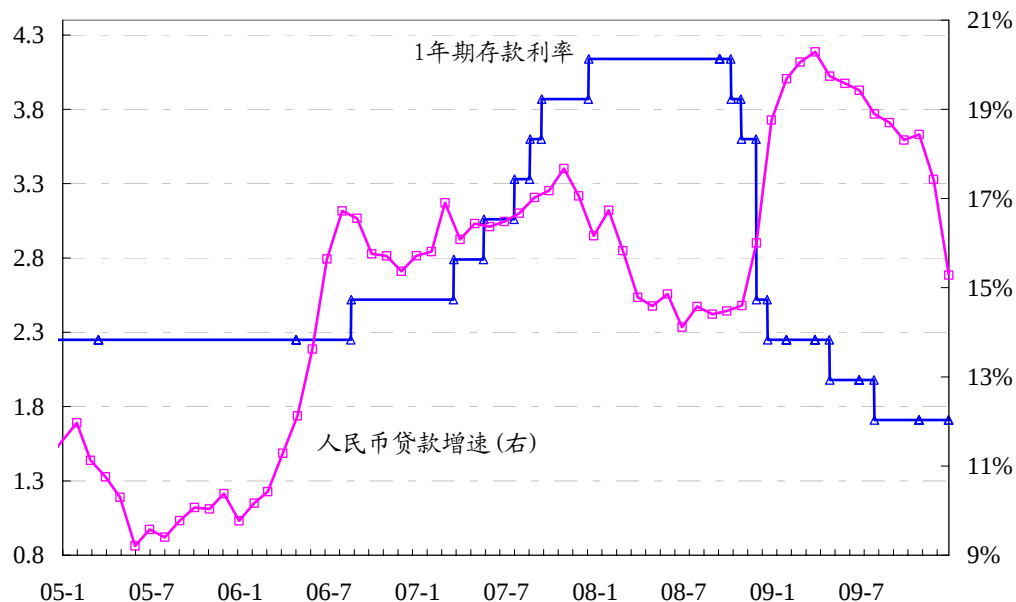
从发行利率上看，周二发行的 28 天期正回购利率持平于 0.90%；周四发行的 3 个月期央票发行利率持平于 0.9650%，而 91 天期正回购中标利率下降 4 个基点至 0.96%。

公开市场操作利率尤其是 3 个月期央票发行利率持稳，反映近期降息预期减弱，且银行信贷连续好几个月井喷也降低了央行降息的急迫性。

2、货币政策动向

自去年 11 月央行放开信贷规模限制以来,银行信贷已经连续 3 个月保持高位运行,尽管央行尚未公布 1 月信贷投放的具体数据,但目前传闻 1 月份的新增信贷额可能高达 1.2-1.5 万亿元人民币,银行信贷的超预期反弹和近期部分经济指标的触底回暖,都减弱了央行降息的动力。

图 16:
预计 1 年期定存利率、贷款增速
(05-09 年)
左轴单位: %
右轴单位: 1



由于信贷投放的连续超预期,我们认为 1 季度央行降息的可能性不大,同时调整了对年内降息幅度的预测,认为年内最多还有 2 次降息,2、3 季度各一次,而年底随着全球经济的见底,央行降息的概率也不大。

债券市场：关注中等级别信用债

1. 长债安全边际重估

本周国家财政部公布了 2009 年关键期限记账式国债发行计划,根据计划,今年关键期限记账式国债共 25 只,其中 1 年期和 3 年期国债各 4 期;5 年期国债 5 期;7 年期和 10 年期国债各 6 期。

表 1:
08、09 年关键期限记账式
国债发行计划

期限(年)	2009 年招标日期	2008 年招标日期	期限(年)	2009 年招标日期	2008 年招标日期
1	5 月 13 日	6 月 6 日	7	2 月 11 日	2 月 1 日
	7 月 8 日	9 月 5 日		4 月 15 日	5 月 16 日
	9 月 2 日	12 月 5 日		6 月 24 日	8 月 15 日
	11 月 11 日			8 月 19 日	11 月 21 日
3	5 月 20 日	4 月 11 日	10	10 月 21 日	
	7 月 15 日	7 月 11 日		12 月 16 日	
	9 月 9 日	10 月 10 日		3 月 11 日	3 月 19 日
	11 月 18 日			5 月 6 日	6 月 20 日
5	4 月 1 日		10	6 月 17 日	9 月 19 日
	6 月 3 日			7 月 22 日	12 月 12 日
	8 月 5 日			9 月 16 日	
	10 月 7 日			11 月 4 日	
	12 月 2 日				

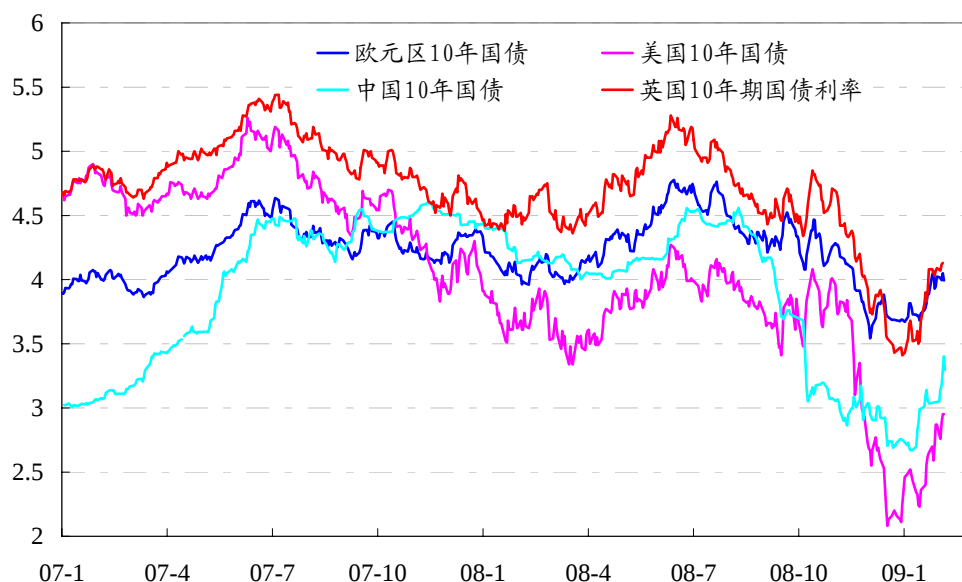
如表 1 所示,从品种来看,与 08 年相比,今年国债发行支数有所增加,且新增加 5 年期为关键期限品种。我们在之前的报告《财政政策影响几何》中的测算,若按财政赤字占 GDP 的 2.1%的基准情景考虑,预计全国的国债发行规模在 1.4-1.5 万亿人民币左右。

从期限来看,发行计划中,中长期国债比重明显高于短期国债,但由于 4 万亿的财政刺激计划主要集中于基础设施方面的支出,中长债发行规模的扩大是与此相匹配的,也基本符合之前市场对 09 年中长债扩容的预期。

对于长债的态度,我们在 1 月的信贷点评报告中已经旗帜鲜明地提出了不看好 1 季度的长债行情,但 2、3 季度信贷和经济很可能重新减速,降息预期重燃,进而对债市构成支撑,但 4 季度则受物价反弹的影响难有作为。

实际上,进入 09 年,中国长债收益率的反弹现象并不孤立,虽然目前全球宏观的基本面依然疲弱,但 09 年全球经济见底,通胀预期回升已经成为普遍预期,因此,09 年初以来,包括中国、美国、欧元区、英国在内的长债利率均显著上升。以 08 年末收益率的最低点来衡量,中国长债利率升幅约 60bp,美国约 90bp,欧元区约 40bp,英国约 60bp。

图 17:
中国、美国、欧元区、英国 10 年期国债利率
(07 至 09 年)
单位: %



对于长债的介入价格,我们认为 09 年短端保持低利率环境还是有保障的,因而 3.7%以上的 10 年期金融债具有安全边际,但低于 3.4%则不建议投资,因为预期低利率环境不会持续 2 年以上。对应的 10 年期国债利率在 3.3%以上可以适当介入,而低于 3%则不建议投资。

2. 一级市场发行清淡

2009 年 2 月 2 日至 6 日,银行间债券市场总共发行 314 亿元各类债券。其中央票发行量占比接近 96%,达到了 300 亿元,其余债券发行量只有 14 亿元,包括 1 期企业债 10 亿元,1 期短期融资券 4 亿元。

央行 2 月 6 日招标发行的春节后第一期央票最终中标收益率为 0.965%,与春节前一期 3 个月央票发行利率持平,在信贷超增和经济先行指数企稳的情况下,市场对央行短期内降息的预期下降,且信贷超增的情况下,央行更缺乏调低超额存款准备金利率的动力,因此,目前一级市场央票收益率下行的动力不足。

上周是春节后的第一个交易周，债券发行量的明显减少还是受到春节因素的影响，然而随着2月份国债、金融债的重新启动，一级市场债券供应量也将会得到大幅度提升。

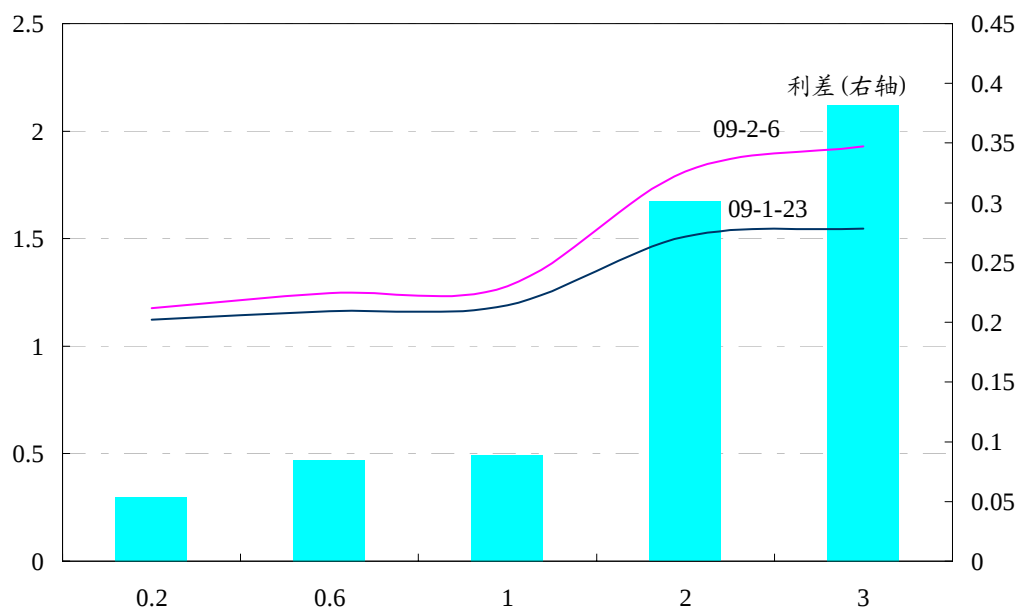
表 2:
上期债券发行结果

债券简称	发行量 (亿元)	期限	起息日	付息 方式	票面 利率(%)	机构 评级
09 央行票据 03	300	91 日	09-2-6	贴现式	0.965	
09 方正债	10	6 年	09-2-6	固息	5.50	AA+
09 中水投 CP01	4	365 日	09-2-6	利随本清	4.50	AA-

3、利率产品收益率全面上行

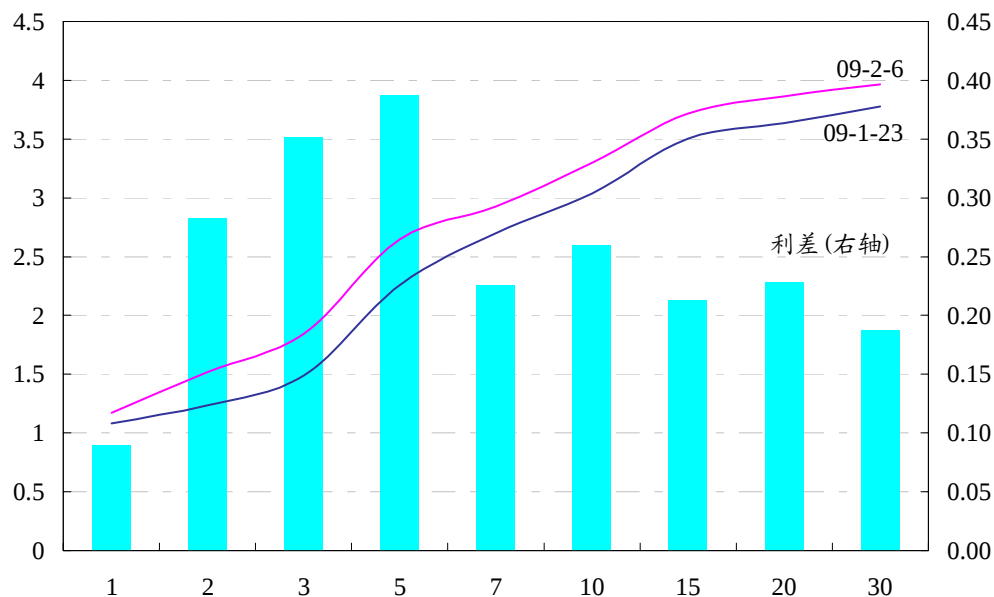
上周从短端到长端各期限的利率品种收益率继续快速上升。
央票收益率曲线陡峭化，1 年期和 3 年央票分别上升了 10bp 和 40bp。

图 18:
一周央票收益率曲线
单位: %



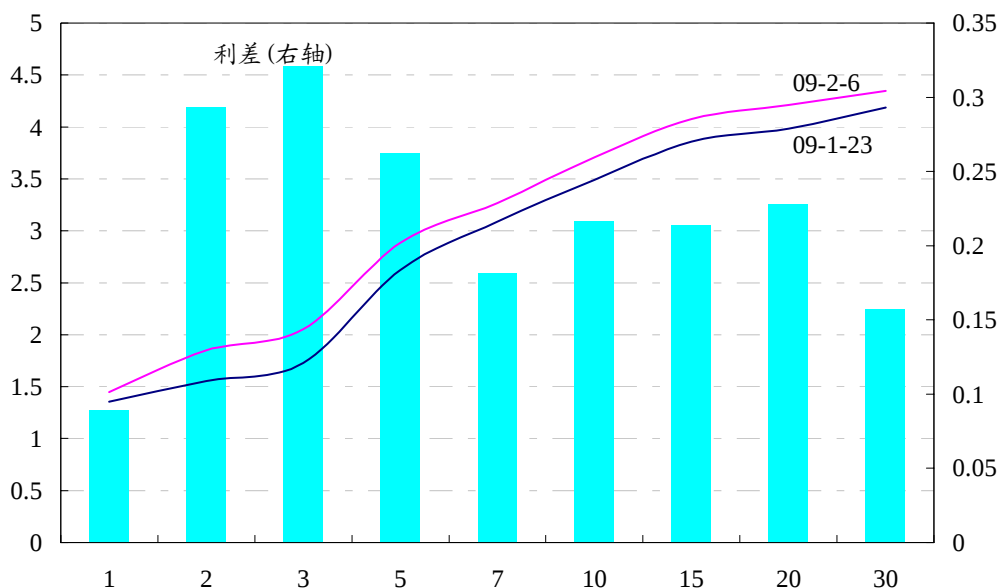
各期限国债收益率全面上行，3-5 年的国债平均上升了近 40bp，10 年期国债上升了 25bp 左右。

图 19:
一周银行间国债收益率曲线
单位: %



与国债类似，各期限政策性银行金融债收益率也全面上行，3-5 年的国债平均上升了 30bp，10 年期政策性银行金融债也上升了 20bp 左右。

图 20：
一周银行间政策性银行金融债收益率曲线
单位：%

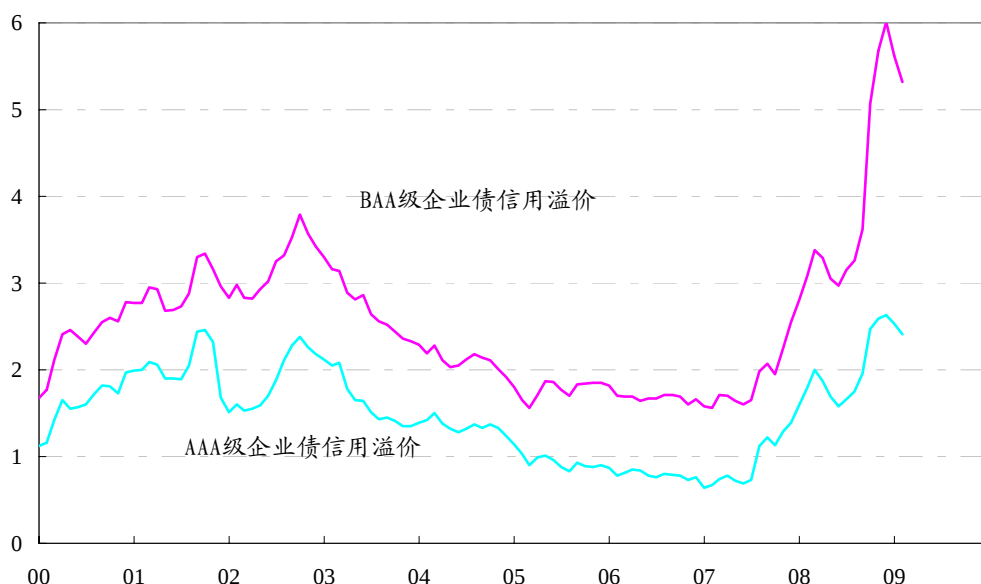


4、关注中等级别信用债

自信贷数据持续超增以来，我们一直大力推荐 5 年期以内高等级信用债作为对冲经济反弹的投资首选，而今随着全球信用溢价的见顶，我们认为中等信用级别的信用债同样值得关注。

在短期信用市场已经企稳之后，目前美国长期企业债的信用溢价也开始见顶回落。值得注意的是，BAA 级企业债信用溢价的下降幅度远高于 AAA 级，这说明低等级信用债更能对冲经济反弹的风险。

图 21：
美国 AAA、BAA 级企业债信用溢价
(00-08 年)
左轴单位：%
注：信用溢价为与同期限国债利差



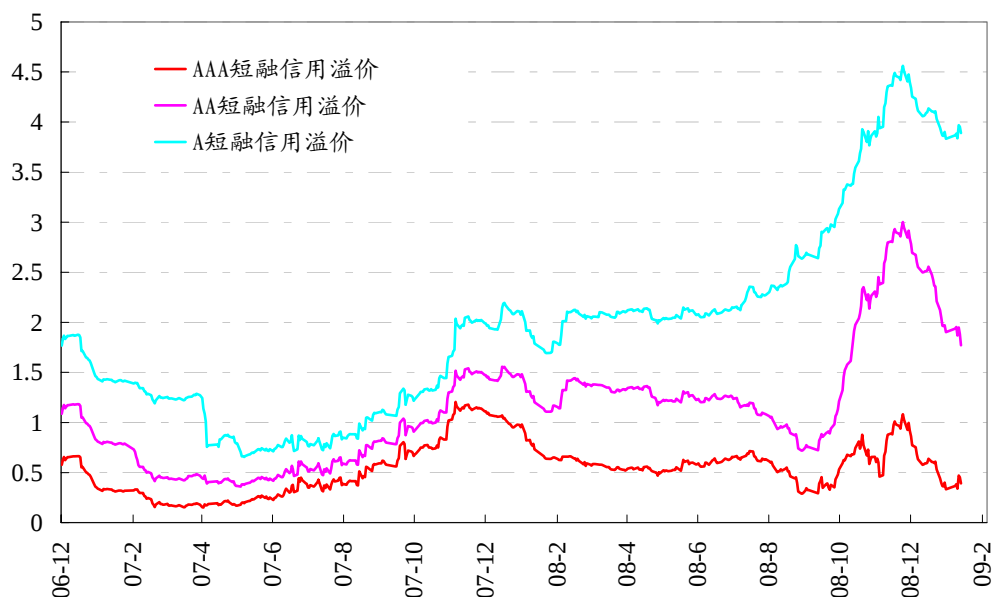
与美国市场类似，我国各类短融的信用溢价也在近 2 月出现明显的下降，目前 AAA 级短融溢价已经恢复历史平均水平，我们建议关注稍低等级的 AA 类短融，因其溢价仍处历史高位，且为基金可以安全配置的范围。

图 22:
我国 AAA、AA、A 级短
融信用溢价

(06-08 年)

左轴单位: %

注: 信用溢价为与同期限央票
利差



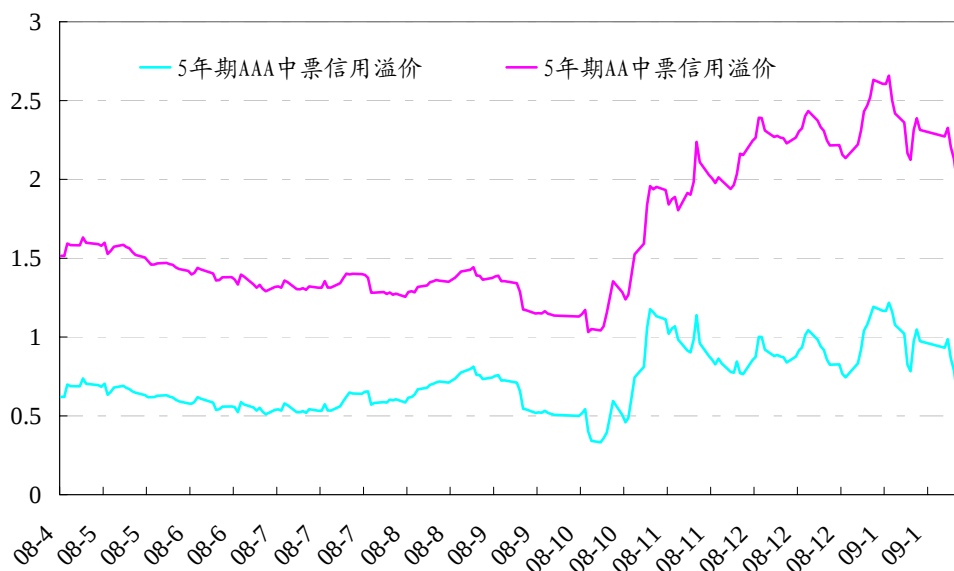
比短融期限稍长是中期票据, 期限基本在 5 年以内。我们在 1 月份以来的报告中一直建议配置高等级中票, 而今我们建议可以关注 AA 级中票, 因为 AAA 级中票溢价已经恢复历史低位, 而 AA 级中票溢价依然高企。

图 23:
我国 AAA、AA 级 5 年期
中票信用溢价

(08-09 年)

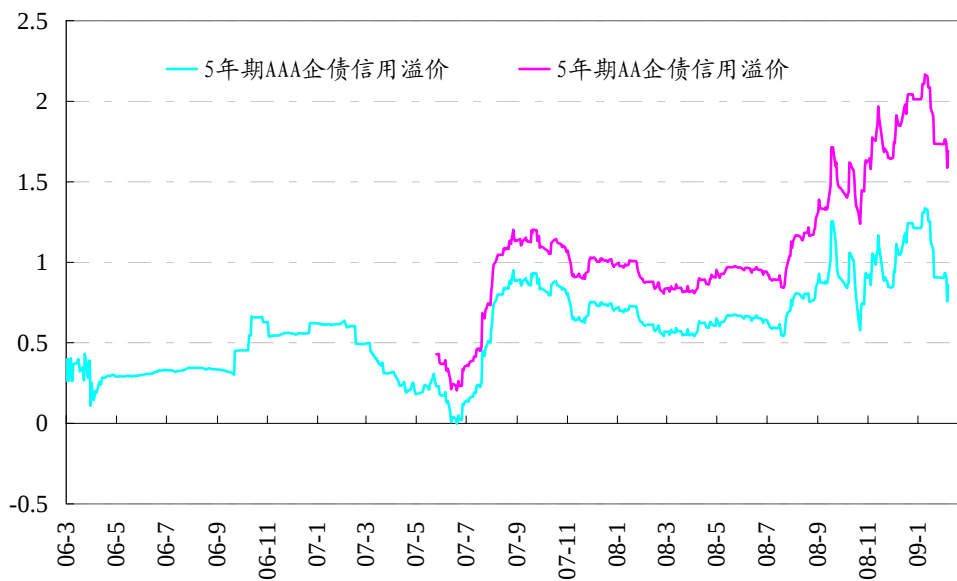
左轴单位: %

注: 信用溢价为与同期限金融
债利差



与中票类似的品种是 5 年期以内企业债/公司债。同样除了推荐 AAA 级企业债之外, 我们建议投资者可以关注 AA 级企业债, 因为其溢价虽有下降, 但仍处于绝对的历史高位。

图 24:
我国 AAA、AA 级 5 年期
企债信用溢价
 (06-09 年)
 左轴单位: %
 注: 信用溢价为与同期限金融
 债利差



附表 1: 银行间债券关键期限收益率一周变动情况

银行间国债	1	2	3	5	7	10	15	20	30
09-1-23	1.08	1.24	1.49	2.26	2.70	3.04	3.50	3.64	3.78
09-2-6	1.17	1.52	1.84	2.65	2.93	3.30	3.72	3.86	3.96
利差变动 bp	9	28	35	39	23	26	21	23	19

金融债	1	2	3	5	7	10	15	20	30
09-1-23	1.36	1.56	1.73	2.63	3.09	3.49	3.86	3.98	4.19
09-2-6	1.45	1.85	2.05	2.89	3.27	3.71	4.07	4.21	4.34
利差变动 bp	9	29	32	26	18	22	21	23	16

央票	0.2	0.4	0.6	0.8	1	2	3
09-1-23	1.12	1.15	1.16	1.18	1.19	1.51	1.55
09-2-6	1.18	1.24	1.25	1.26	1.28	1.81	1.93
利差变动 bp	5	9	8	8	9	30	38

中期票据 AAA	1	2	3	5
09-1-23	1.59	2.41	3.16	3.67
09-2-6	1.67	2.58	3.12	3.58
利差变动 bp	8	17	-4	-9

银行间企债 AAA	1	2	3	5	7	10	15
09-1-23	2.26	2.57	2.86	3.53	3.98	4.38	4.76
09-2-6	2.30	2.70	2.95	3.75	4.11	4.53	4.90
利差变动 bp	4	14	9	22	13	15	14

作者简介:

姜超: 清华大学经济学学士/数量经济学博士;

06 至 08 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名。

陈岚: 复旦大学经济学硕士, 08 年加入国泰君安证券研究所。

张卓群: 上海交通大学硕士, 08 年加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com