

债券市场最坏的时期正在过去

- 7 年期国债招标利率下行点评

报告摘要：

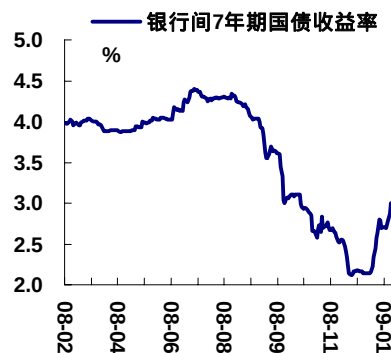
- 今日，2009年第一期中长期国债招标。从招标结果来看，招标利率较中债给出的同期限二级市场收益率下行14BP，认购倍数2倍左右。
- 结合本周一2年期农发债的招标结果以及近期中长期债收益率的平稳走势，我们在之前《利率产品市场深幅调整点评》报告中所作的判断进一步得到验证和支持。
- 此外，通过观察农发债和此期国债的认购倍数，以及农发债招标后公布的机构认购名单数据，商业银行在充裕资金面推动下所表现出来的配置需求得到了比较明显的显现。事实上，这也进一步解开了1月份商业银行对于债券资产配置超预期不足的迷惑，并在一定程度上支持我们之前的猜测，即商业银行更希望在一级市场进行配置性的投资。
- 具体到未来中长期收益率的走势，我们的观点是：
- 从短期来看，债券市场面临的两个层面压力依然存在，这将导致收益率继续出现震荡走势。但我们倾向性认为招标利率下行所反映出的商业银行对目前收益率水平认可将支持债券市场调整最坏的时期正在过去这个结论。
- 具体而言，第一个层面压力，信贷增速将维持高位。根据安信银行研究员对上市银行的调研，与财政政策相关的中长期贷款单月新增数量在1、2季度可能都会维持较高，而另一方面贴现贷款单月新增数量可能会呈现前高后低、逐月递减的走势。在此基础上，我们预计2009年上半年信贷增速将继续维持高位运行。
- 信贷投放将推动货币增速维持高位，这将继续支持市场参与者对宏观经济乐观的预期。在此背景下，此阶段内偏股型基金资产配置继续倾向股票资产、商业银行资产激进的信贷投放行为可能也将持续。
- 第二个层面压力，避险资金抛盘带来的压力。总结上文的讨论，我们认为包括股票、混合以及保本型在内的偏股型基金继续减持国债和政策性金融债的规模约为300-500亿元，悲观的估计抛售压力可能会持续两个月，乐观的估计2月底这样的抛压就会消失。
- 从中期来看，由于货币政策取向不会发生变化，因此债券市场资金面宽裕的状态尚不会被逆转。在资金面推动下收益率的下行可期，但可以肯定的是，收益率的下行幅度应当是相对有限的。当然，这是基于我们对未来宏观经济路径为低增长低通胀的判断为前提。
- 具体而言，虽然债市资金面将面临来自信贷的持续冲击，但中期内央行货币政策取向逆转几无可能，在此阶段国内目前将持续处于降息周期，因此从资金面的角度来看，由于央行的资产负债调整使其继续保持充裕状态应当是一个合理的估计。在此背景下，经历了深幅调整后的中长期债券收益率在资金面的推动下呈现逐步下行走势。但可以肯定的是，这样的下行幅度是相对有限的，10年期国债收益率在3%附近震荡是较合理的估计。

报告日期 2009-02-11

近期利率产品一级市场情况

	09 农发 2	09 国债 1
发行数量	120 亿元	240 亿元
债券期限	2	7
招标利率	1.75%	2.76%
认购倍数	2.9	2
与二级市场比较	-10bp	-14bp

7 年期国债收益率走势



研究员

刘海东	固定收益分析师
010-66581631	liuhd@essence.com.cn
景晓达	助理固定收益分析师
010-66581622	jingxd@essence.com.cn
王笑冬	助理固定收益分析师
010-66581710	wangxd2@essence.com.cn

前期研究成果

1 月 CPI 点评	2009-02-11
利率产品市场周报 (09.2.01-09.2.06)	2009-01-19
利率产品市场深幅调整点评	2009-02-09

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。

王笑冬，助理固定收益证券分析师，北京大学金融数学硕士，2008 年 7 月份加入安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司固定收益研究小组撰写,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固定收益研究小组将随时补充、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固定收益研究小组所有，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固定收益研究小组，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固定收益研究小组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

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034