

固定收益证券

固定收益动态报告

固定收益月报

2009年2月17日

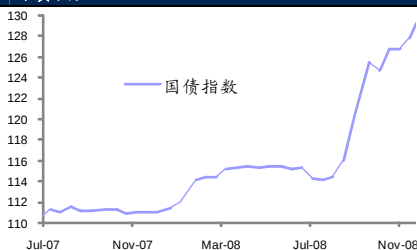
固定收益助理分析师：张旭
 电话：010-82254210
 Email: zhangxu1@guosen.com.cn

固定收益资深分析师：皮敏
 电话：021-68864011
 Email: pimin@guosen.com.cn

债券月报

最美好的时光已经过去

国债指数



资料来源: chinabond, 国信证券经济研究所

相关报告:

- 《曙光微现》2008年策略报告 2007-12
- 《中长期贷款回落有限》 2007-12-18
- 《收益率下降的趋势短期内应该能得到维持》 2008-1-25
- 《资金充裕 VS 收益率相对偏低》 2008-3-17
- 《机会大于风险》2008春季策略报告 2008-4-15
- 《热钱规模可以计算出来吗?》 2008-4-22
- 《支持债市向好的基本面没改变》 2008-5-16
- 《宏观环境正在朝着有利于债券市场方向发展》 2008-6-19
- 《困难是暂时的: 收缩过渡需求与全球博弈》 2008-6-25
- 《货币政策: 等待中博弈》 2008-8-5

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 贷款情况: 增速进一步加大, 票据增量巨大

金融机构1月份贷款增速在08年12月的基础上进一步有较大幅度的提高。由于保经济增长以及就业是中央政府当前的首要任务原因, 这使得其对配套贷款具有较大的需求, 因此我们预计今后诸月信贷增量仍将明显多于08年同期水平。分月来看, 2月处于“两会”前期, 商业银行为表明自己对宏观调控支持的态度, 可能继续以相对较大的力度发放贷款。3月, 两会将对政府投资的一些问题进行明确, 之后将会有相当数量的项目得到审批, 从而加大了贷款需求。因此我们预计短期内贷款增速将超过08年同期水平, 政府投资对于债券市场的冲击力仍将在近期内得到持续。

● 货币供给: M1 同比增速继续回落

1月份M2数据与信贷增速较为配套, 但M1同比增速落于历史低位。我们认为, 致使M1增速下降的原因主要是去年同期基数较高以及部分企业活期存款转存为企业定期和居民户存款所致。

● 债券市场: 国家投资对于债券市场的冲击仍未过去

受商业银行贷款投放较快的影响, 年初至今, 国债收益率有一定程度的反弹。进入2月后, 收益率有小幅回落, 但是由于1季度贷款增速较快的局势很难扭转, 因此收益率水平很难回落至09年末的低位。我们认为, 今后一段时间债券市场将继续在震荡中前行, 并在短期具有出现调整的可能。

● 政策性金融债与国债利差平稳

今年以来, 政策性银行债与国债间的利差基本保持于去年末的水平, 利差产生期限陡峭化趋势。我们认为, 虽然目前国债收益率期限利差已经有较大幅度的扩大, 且政策性金融债与国债长端的利差高于短端, 但是目前政策性金融债的风险仍来自于长端。

● 投资策略

当前的全球经济在自身增长和宏观政策这两股力量的较量中运行。债券市场的未来趋势就在这两种力量的不断较量中积累风险, 从大的趋势来看, 我们认为债券市场最好的时光已经过去。债券市场的风险主要来自于宏观政策, 当前全球都实行扩张的货币政策和财政政策。而这样的政策一个几乎必然的后果就是通货膨胀, 虽然从时间上很难把握, 但这是大趋势。短期内受前期跌幅过大等其他因素的影响, 债券出现反弹, 但是我们认为每一次这样的反弹都是为投资者提供降低久期的机会。宏观政策在对传统债造成冲击的同时, 也将给某些信用债带来机会。对一个纯债券组合来说, 信用债目前具有相对优势。

内容目录

宏观经济：信贷数据超过市场预期.....	3
金融数据点评：信贷增长迅速, M1 与 M2 剪刀差扩大	3
物价点评：CPI 与 PPI 均大幅回落.....	4
债券市场	5
国家投资对于债券市场的冲击仍未过去.....	5
央票于上周小幅回笼货币，但宽松货币政策不会改变.....	7
Shibor 大幅下降	7
投资策略	8

图表目录

表 1：贷款情况.....	3
图 1：货币供给情况	4
图 2：PPI 和其分类	4
图 3：CPI，去食品 CPI 以及服务和消费品指数同比.....	5
图 4：出口增速	5
图 5：关键年限国债收益率曲线变化.....	6
图 6：关键年限国债和金融债利差.....	6
图 7：关键年限国债和 AAA 级企业债利差.....	7
图 8：央行公开市场操作	7
图 9：Shibor 走势图（短期）	8
图 10：Shibor 走势图（中长期）	8

宏观经济：信贷数据超过市场预期

金融数据点评：信贷增长迅速,M1 与 M2 剪刀差扩大

贷款情况：增速进一步加大，票据增量巨大

1 月份贷款出现巨量增长。其中票据融资增长最为突出，中长期贷款增长也达到 6000 亿左右，我们认为其中政府配套贷款所占比重较大。

由于保经济增长以及就业是中央政府当前的首要任务原因，这使得其对配套贷款具有较大的需求，因此我们预计今后诸月信贷增量仍将明显多于 08 年同期水平。分月来看，2 月处于“两会”前期，商业银行为表明自己对宏观调控支持的态度，可能继续以相对较大的力度发放贷款。3 月，两会将对政府投资的一些问题进行明确，之后将会有相当数量的项目得到审批，从而加大了贷款需求。因此我们预计短期内贷款增速将超过 08 年同期水平，政府投资对于债券市场的冲击量仍将在近期内得到持续。

表 1: 贷款情况

日期	贷款新增	短期贷款及票据融资新增	中长期贷款新增	企业贷款新增	居民贷款新增
2009-01	16505	10683	5822	15291	1214
2008-12	7718	4904	2814	7152	566
2008-11	4769	2663	1811	4561	208
2008-10	1819	804	851	1779	40
2008-09	3745	1773	1814	3171	614
2008-08	2715	1153	1504	2211	504
2008-07	3818	1738	2034	3328	490
2008-06	3375	1255	2121	2584	791
2008-05	3185	1192	1976	2492	693
2008-04	4639	2154	2414	3915	724
2008-03	2856	847	2164	1918	938
2008-02	2434	522	1921	2333	101
2008-01	8036	4057	3863	6681	1355
2007-12	485	-752	1299	469	15
2007-11	874	-266	1268	343	531
2007-10	1361	-370	1779	679	682
2007-09	2835	23	2792	1393	1442
2007-08	3029	849	2155	1746	1283
2007-07	2314	368	1869	1212	1102
2007-06	4515	1141	3347	3225	1289
2007-05	2473	798	1702	1578	894
2007-04	4220	2262	1918	2983	1236
2007-03	4417	1939	2588	3338	1078
2007-02	4138	2227	1867	3269	868
2007-01	5676	3254	2426	3801	1944

资料来源：PBC，国信证券经济研究所

注：由于还有“其他存款”不知应该归类到短期还是中长期，所以数据有较小幅度的不吻合

货币供给：M1 同比增速继续回落

1 月份 M2 数据与信贷增速较为配套，但 M1 同比增速落于历史低位。我们认为，致使 M1 增速的下降的原因可分为两类：

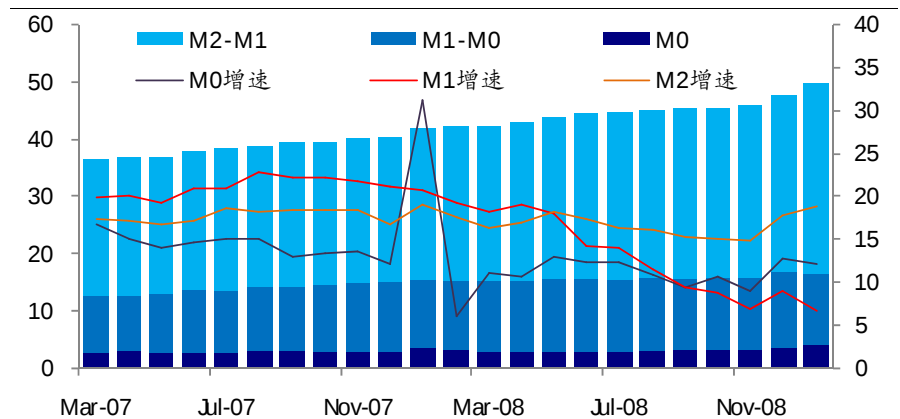
1.季节性因素。09 年春节位于 1 月，企业具有在年前发放年终奖的习惯，因此造成了企业的活期存款增速降低。春节月企业生产活动减弱,对流动资金的

需求减少,因此倾向于转存为定期存款或7天通知存款,从而拉低了M1。而08年春节处于2月中旬,1月份受到上述两个因素的影响较小,因此造成了09年的同比回落。

2.趋势性因素。从08年四季度开始,M1增速已位于相对低位,09年1月M1增速的滑落在一定程度上是趋势的延续。

分户别来看,居民户存款激增。我们认为这一方面是由于年终奖效应所造成,但仅此因素并不能解释如此巨大的增长。我们猜测,可能有部分企业所有者在目前经营环境恶劣的情况下,将企业资金转移到个人名下以保存实力、规避风险。

图1: 货币供给情况



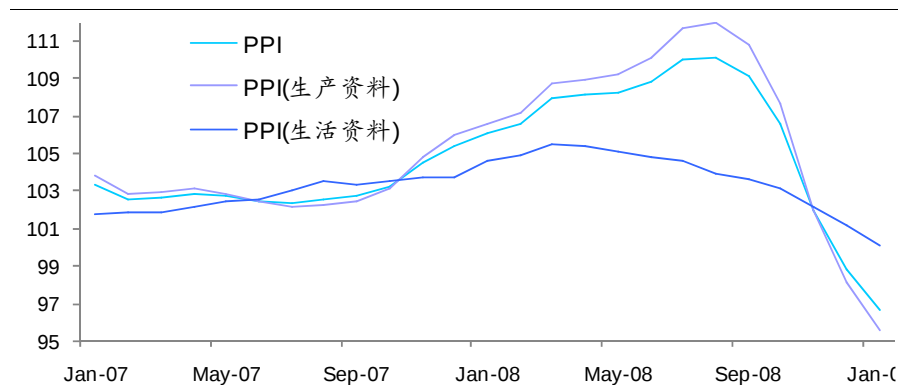
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

物价点评: CPI 与 PPI 均大幅回落

PPI: 加速回落

PPI 出现大幅回落,这一方面是由于08年1月份基数较大所引起,而另一方面也反应出目前实体经济仍然处于收缩周期。

图2: PPI 和其分类

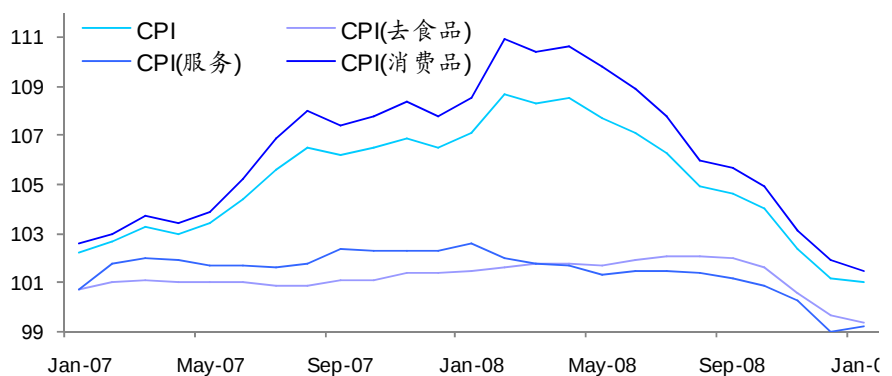


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

CPI: 各大类均出现明显回落

我们认为,基数作用使得CPI将在今后一段时期内继续维持在较低的水平。

图 3: CPI, 去食品 CPI 以及服务和消费品指数同比

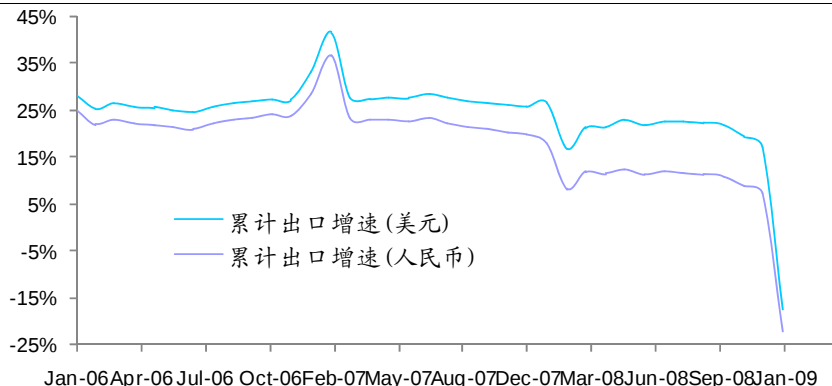


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

进出口数据: 出口进一步恶化

出口数据的进一步恶化有一部分可以用春节因素来解释, 但我们认为更多是因为贸易伙伴的需求减弱。我国对美国、日本、欧盟的出口数据都有比较大程度的出口下滑, 主要是上述三个国家或地区的经济状况的下滑所造成。目前尚未看到上述三个经济体需求企稳的征兆, 且在经济衰退的过程中进口国的贸易保护主势势必抬头, 这对我国的出口都将产生不利影响。我们认为, 在今后一段时间内, 我国的出口数据仍将在低位徘徊。

图 4: 出口增速



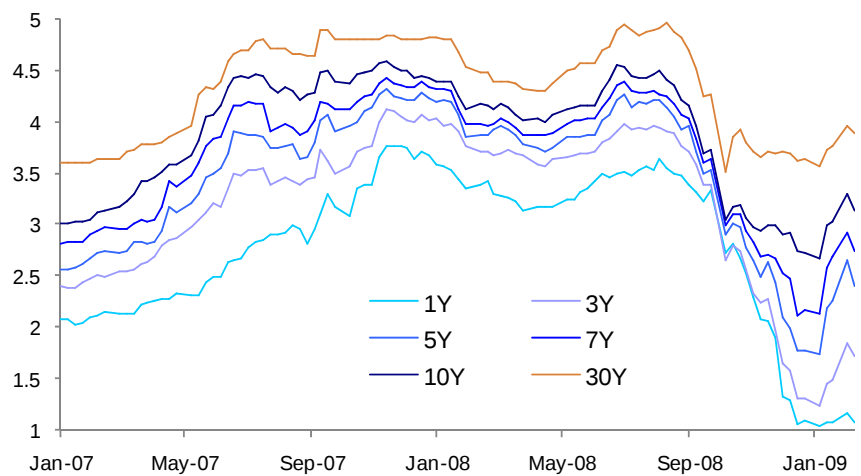
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

债券市场

国家投资对于债券市场的冲击仍未过去

受商业银行贷款投放较快的影响, 年初至今, 国债收益率出现较大程度的反弹。进入 2 月后, 收益率有小幅回落, 但是由于 1 季度贷款增速较快的局势很难扭转, 因此收益率水平很难回落于 08 年末的低位。

图 5: 关键年限国债收益率曲线变化



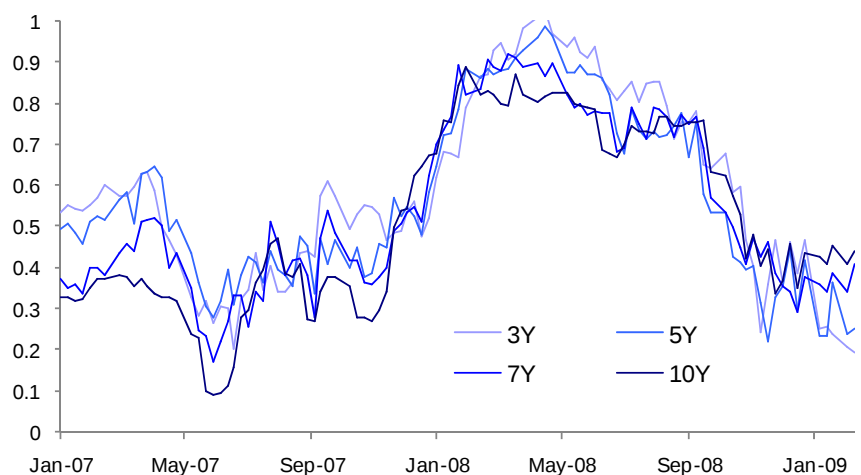
资料来源: chinabond, 国信证券经济研究所

政策性金融债与国债利差平稳

今年以来,政策性银行债与国债间的利差基本保持于去年末的水平,利差产生期限陡峭化趋势。我们认为,虽然目前国债收益率期限利差已经有较大幅度的扩大,且政策性金融债与国债长端的利差高于短端,但是目前政策性金融债的风险仍来自于长端。

去年年末债券收益率位于历史低位,因此政策性银行增加了 09 年长债的发行计划,以求利用当前的低利率环境降低将来的融资成本。但是,目前市场利率对于保险机构来说并不具有十分大的吸引力,因此他们进行大量配置的意愿并不十分强烈。同时,长债并不是商业银行进行配置的主要券种,因此其对长债的消化能力有限。因此,随着长债的增发进程,收益率曲线的长端将面临一定的冲击。

图 6: 关键年限国债和金融债利差

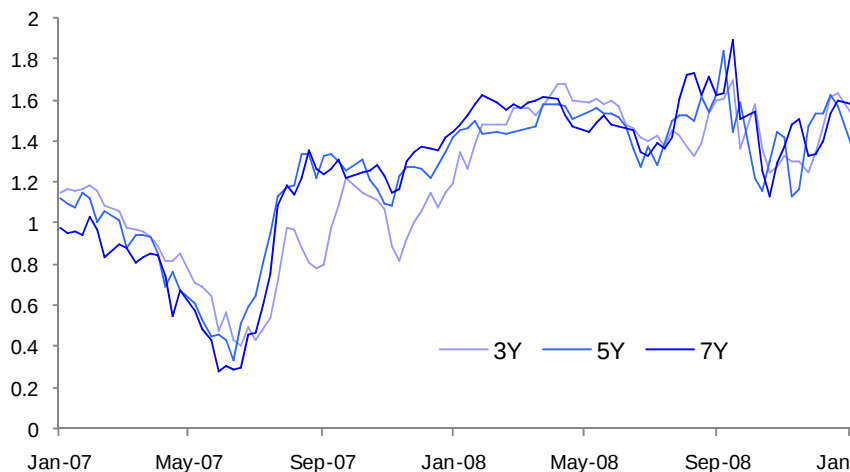


资料来源: chinabond, 国信证券经济研究所

企业债利差震荡前行

09 年以来，AAA 级企业债与国债的利差在震荡中前行。目前利差处于历史高位，具有一定的投资价值。虽然市场上存在对经济收缩周期内发行人违约风险的担忧，但是对于有银行担保的高等级企业债来说，目前的利差水平已经完全可以覆盖其违约风险。

图 7：关键年限国债和 AAA 级企业债利差

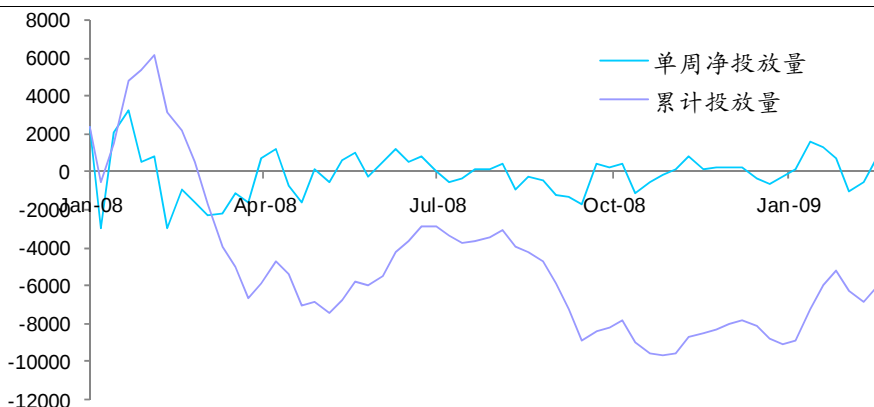


资料来源：chinabond，国信证券经济研究所

央票于上周小幅回笼货币，但宽松货币政策不会改变

今年以来，人民银行通过公开市场操作累计投放资金 2960 亿元。2 月 2 日以及 6 日，人民银行对资金进行了回笼操作。我们认为这仅仅是央行在春节后例行回收节前释放的流动性。由于央行将继续执行宽松的货币政策，因此不会在近期对资金进行大量回笼。同时，央票的发行利率与回购收益率已在较长时间内维持不变，这显示出央行并无在近期内下调存贷款基准利率的打算。

图 8：央行公开市场操作



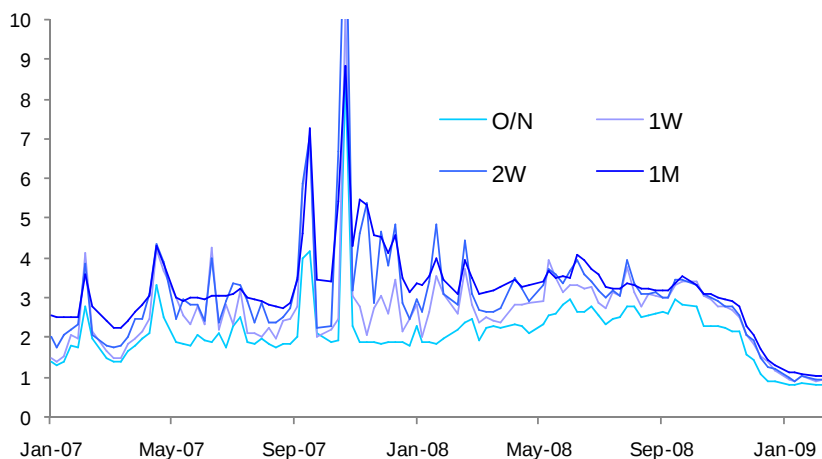
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

Shibor 大幅下降

正如我们上期月报所预计，年初以来，货币市场资金仍较为充裕，短期 Shibor 维持于低位运行。由于人民银行执行宽松的货币政策等因素在短期内不会有实质

性的改变，因此短期 Shibor 将在今后一定时间内继续徘徊于低位。也许商业银行的贷款发放以及央行的公开市场操作会给 Shibor 带来一定的冲击，但是由于央行仍在执行宽松的货币政策，因此不会对 Shibor 产生本质影响。

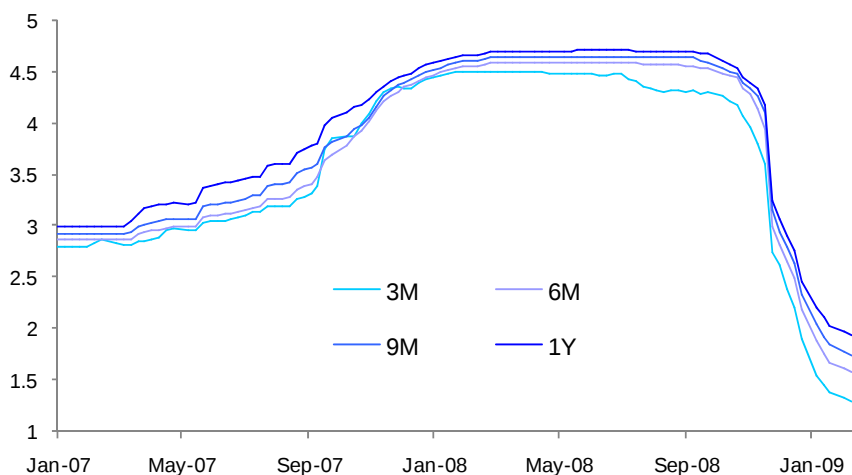
图 9: Shibor 走势图（短期）



资料来源：全国银行间同业拆借中心，国信证券经济研究所

人民银行将在今后一段时间内继续执行宽松的货币政策，导致市场流动性进一步向充裕的方向发展，因此中长期 Shibor 大幅下降，且将在中短期内维持于目前水平。

图 10: Shibor 走势图（中长期）



资料来源：全国银行间同业拆借中心，国信证券经济研究所

投资策略

当前的全球经济在自身增长和宏观政策这两股力量的较量中运行。债券市场的未来趋势就在这两种力量的不断较量中积累风险，从大的趋势来看，我们认为债券市场最好的时光已经过去。

债券市场的风险主要来自于宏观政策，当前全球都实行扩张的货币政策和财

政策。而这样的政策一个几乎必然的后果就是通货膨胀，虽然从时间上很难把握，但这是大趋势。（我们会在近期推出这方面的深度报告，敬请关注）

短期内受前期跌幅过大等其他因素的影响，债券出现反弹，但是我们认为每一次这样的反弹都是为投资者提供降低久期的机会。

宏观政策在对传统债造成冲击的同时，也将给某些信用债带来机会。对一个纯债券组合来说，信用债目前具有相对优势。

免责声明：

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 熿	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456