

[2009.2.17]

全球通缩预期或将修正

关注转债、中等级信用债

——国泰君安债市周报 (09-02-17)

陈岚

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

张卓群

021-38676431

zhangzhuoqun@gtjas.com

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

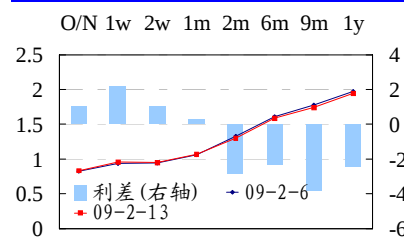
➤ 对一周宏观经济和债券市场走势进行回顾和展望

本报告导读:

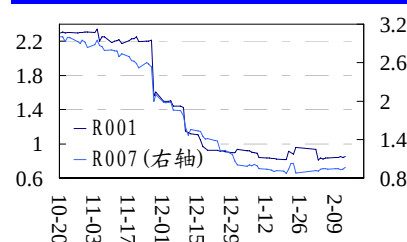
摘要:

- 美国的双赤字正呈现迥然不同的走势：一方面，贸易逆差持续收窄；另一方面，财政赤字持续增加；而最新数据显示美国国内销售低迷，表明未来美国财政赤字将占据“双赤字”的主导地位，贸易保护主义的抬头尤其值得警惕。欧元区 GDP 增速创下历史新低，日本经常项目下降幅度创记录，物价重回负值区间，显示全球经济萎缩程度加深。
- 中国 1 月 CPI 同比为 1%，符合我们的预期，且我们认为 2 月 CPI 将是年内低点；PPI 降幅虽然大于我们预期，但最新数据显示，生产资料价格已经企稳；而由于加工贸易的高占比，目前的进出口增速均呈现大幅下滑的态势。
- 1 月信贷的持续飚升为 M2 攀升的主要动力，而 M1 增速大幅下滑的原因是春节因素导致信贷创造的流动性从企业部门转移到了居民部门；1 月信贷投放继续井喷，由于低基数效应，09 年 2、3 月的信贷很可能继续保持同比多增的势头，2 季度方有可能回落。
- 上周央行连续第二周净回笼，3 月央票或恢复每周发行；而信贷超增的局面和近期央行官员讲话支持我们对降息幅度和频率的调整，即 1 季度央行降息可能性不大，2、3 季度最多各一次降息，而年底随全球经济见底，央行降息的概率也不大。
- 上周银行间各利率品种收益率曲线呈现出阶段性小幅度下降的格局。不过环顾全球主要市场的 10 年期国债收益率走势，包括美国、英国在内的长债利率自 08 年底以来均有显著上升。
- 我们认为信贷数据并非前期全球债市大调整的唯一理由，真正能够解释此现象的核心因素是通胀预期的变化。虽然全球基本面依然疲软，但 09 年来，大宗商品和生产资料价格逐步企稳，通缩预期或将需要修正，从而引发了全球长债的调整。
- 在利率品种机会有限的情况下，信用品种和可转债品种的相对优势凸现。近期，AA 级别短融、中票、企债溢价虽然有所回落，但离历史最低点仍有空间，而转债受正股上涨带动，上周涨幅可观，后期均可继续关注。

上周 SHIBOR 走势(%)



上周定盘利率走势(%)



相关报告

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 (09-02-09)

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

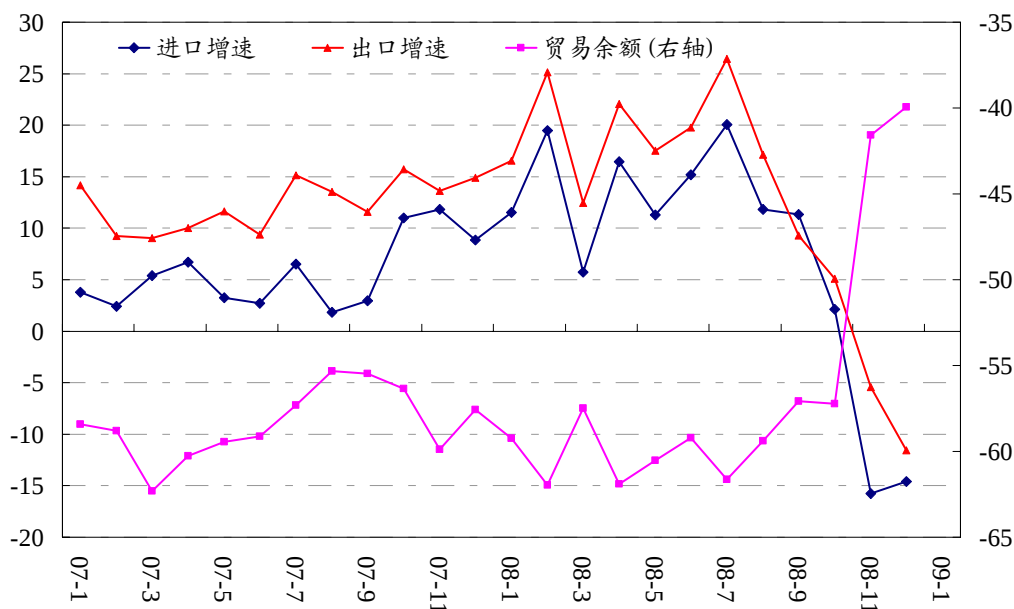
——国泰君安债市周报 (09-1-20)

全球宏观：贸易保护或将抬头

1、美国：“双赤字”分道扬镳

美国商务部 11 日公布的数据显示，去年 12 月份美国贸易逆差为 399 亿美元，继续大幅度改善，创近 6 年来最低；其中当月进口为 1737 亿美元，同比下降了 11.6%，出口为 1338 亿美元，同比下降了 8.4%。

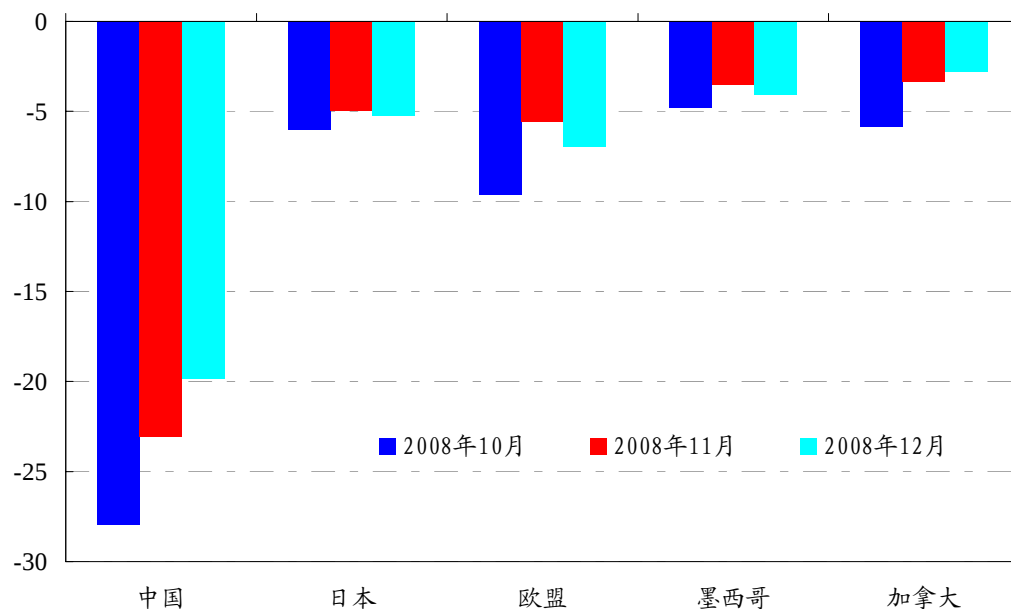
图 1：
美国进出口增速和贸易余额
(07.1-08.12)
单位：%



美国的贸易逆差持续下降主要是由于美国和世界经济下行造成美国进出口同时下降，且进口下降幅度超过出口。

分国家的数据显示，美国对中国的贸易逆差减少最多，对加拿大的贸易逆差也有所收窄，但对日本、欧盟、和墨西哥的贸易逆差环比有所扩大。

图 2：
美国对主要国家贸易逆差
(08.10-08.12)
单位：十亿美元



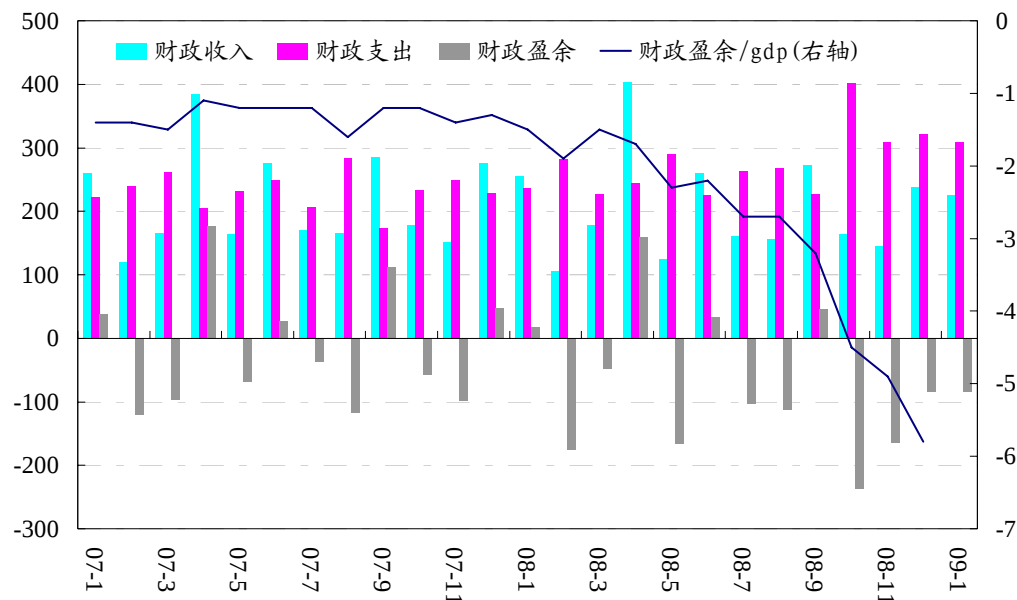
考虑到世界经济下行风险以及油价处于较低水平，美国贸易逆差今年可能会继续下降，且美国贸易逆差占 GDP 的比重也将相应下降。

值得主义的是，13 日美国国会通过的经济刺激计划中，包括“购买国货”在内的条款也得以通过，引起各国对贸易保护主义担忧。英国《经济

学家》最近一期题为《买美国货——经济民族主义的丑陋抬头》的文章说，1929年，两名共和党议员提出一项把关税提高到美国历史最高水平的法案，使国际贸易出现灾难性的衰退。这正是20国集团去年年底在华盛顿召开会议时力图避免的情况，但目前看来，形势却朝着贸易保护的方向发展。

贸易逆差缩小的同时，财政赤字却仍在扩大。美国财政部11日公布的数据显示，美国政府1月份财政赤字达838亿美元。至此，在始于去年10月1日的2009财政年度头4个月里，美国政府财政赤字不仅为2008财年同期赤字水平的6倍多，而且已超过2008财年创下的全年的水平

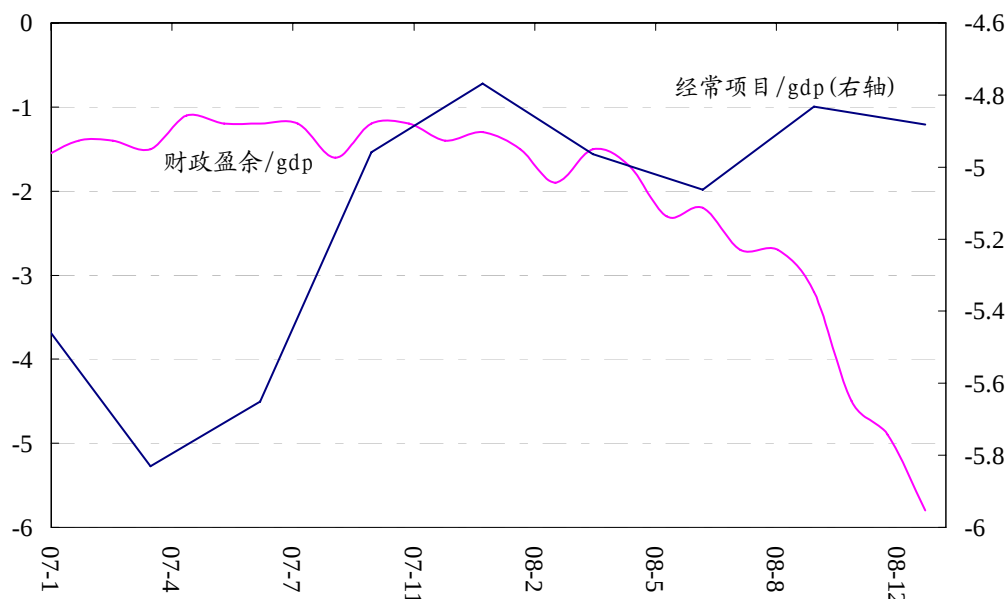
图 3:
美国财政收支、财政盈余、
财政盈余/gdp 走势
(07.1-09.1)
单位: 十亿美元 (左轴)
% (右轴)



美国国会预算办公室预测，本年度政府财政赤字将达到创纪录的1.2万亿美元，加上国会参、众两院13日最终通过了总规模为7870亿美元经济刺激计划，估计国本财年财政赤字将达到1.6万亿美元。

美贸易赤字的迅速收缩和财政赤字的狂飙突进，意味着“双赤字”开始分道扬镳：一方面，由于内需疲软和大宗商品价格下降，美贸易赤字将持续改善；另一方面，由于财政收入的减少和巨额财政开支，美国财政赤字将占据“双赤字”的主导地位。

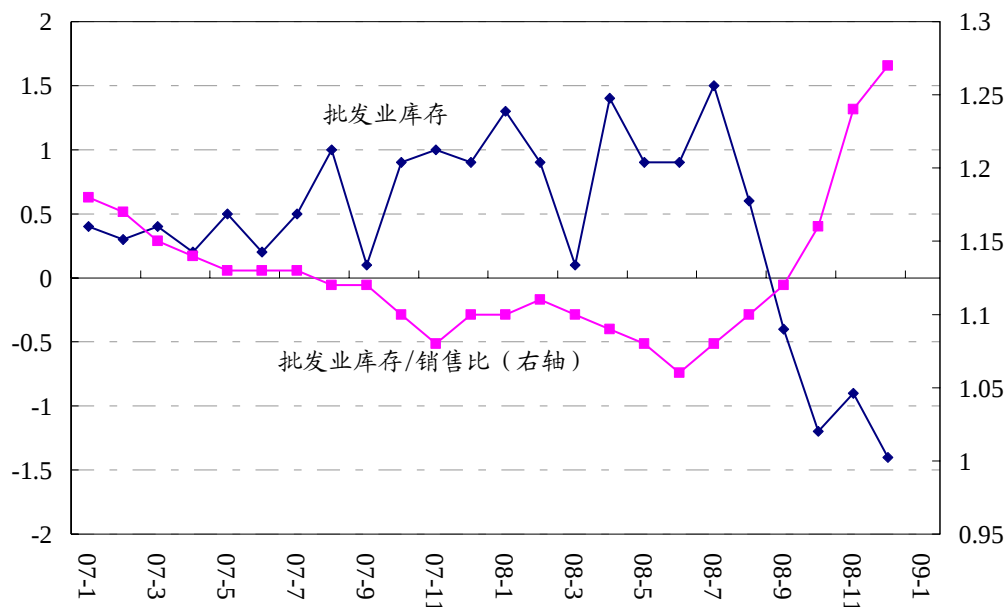
图 4:
美国财政和经常项目赤字
走势
(07.1-08.12)
单位: %



美国商务部 12 日公布的数据显示，美国 12 月份批发库存连续第四个月下降，降幅为 1.4%，创 16 年来最大。与此同时，12 月份的库存/销售额比率从上月的 1.24% 增至 1.27%，创下自 2002 年 3 月以来的新高。

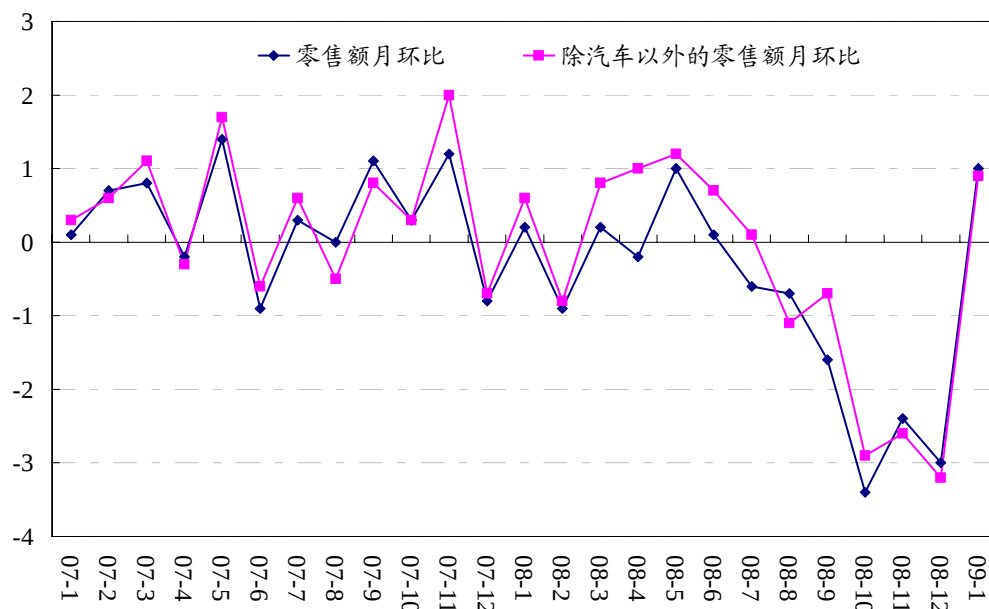
库存持续下降，显示了美国企业为应对日益严重的经济衰退纷纷削减供应，这将导致企业就业的进一步减少，而库存/销售比率的持续上升显示了销售活动低迷，供给仍然相对过剩。

图 5:
批发业库存和库存/销售比
(07.1-09.1)
单位: %



虽然 12 月的库存数据显示销售情况仍然不佳，但是，美国商务部 12 日宣布，今年 1 月份美国经季节调整的零售结束了连续 6 个月下跌的局面，环比增长 1.0%，如果剔除波动性较大的汽车销售额，当月美国零售销售额环比增长 0.9%。

图 6:
美国零售额月环比
(07.1-09.1)
单位: %

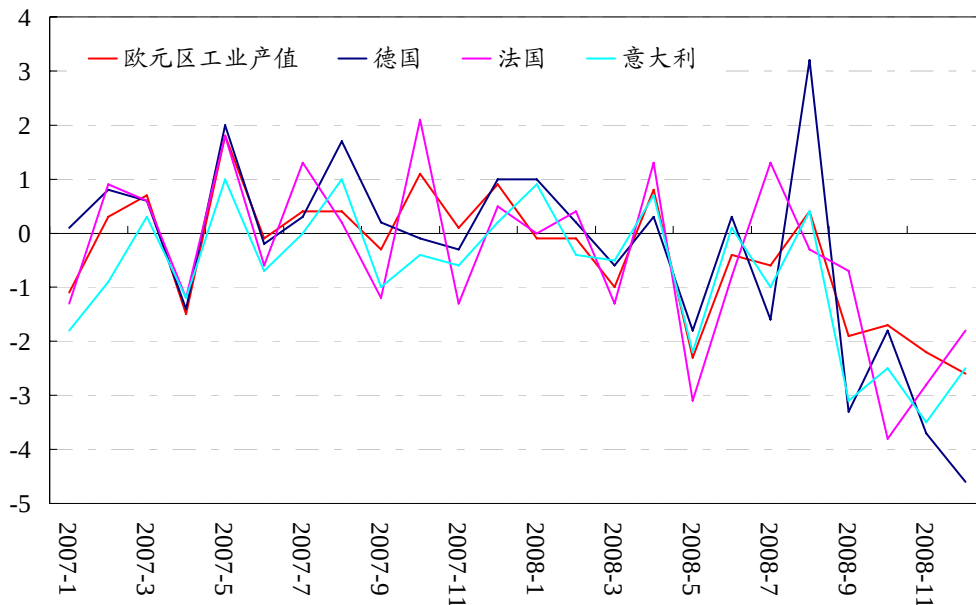


销售数据的改观，说明了圣诞节后的大幅折扣和商家营业时间的延长，在增加销售收入上的确发挥了一定的作用。但是季节调整可能引起数据失真，且这种势头能否维持下去仍存在疑问。

2、欧盟：GDP 再次探底

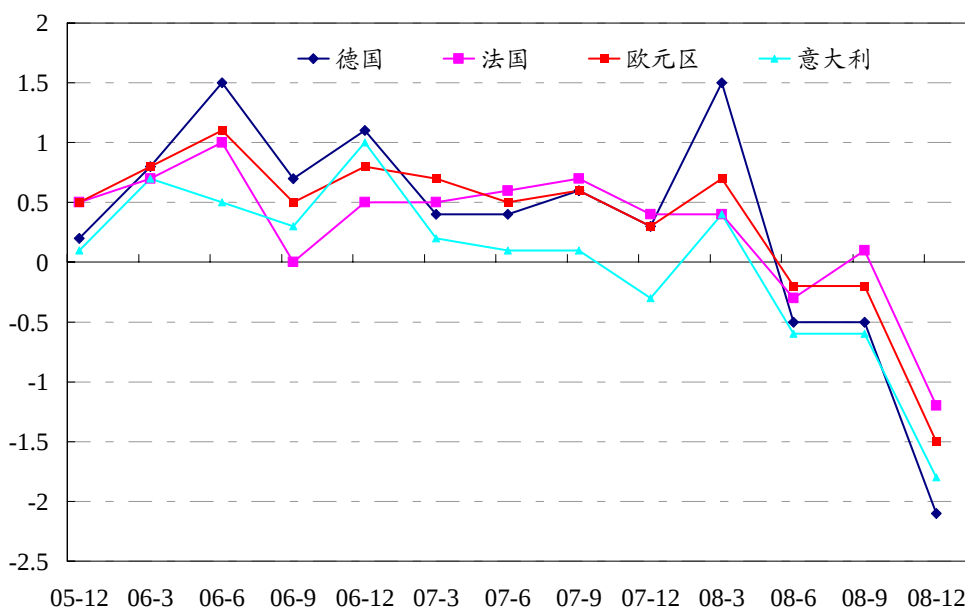
欧盟统计局 12 日发布的数据显示，欧元区 12 月工业产值环比下降 2.6%，同比下降 12.0%，双双创下 1990 年 1 月开始记录以来的最低水平。欧元区主要国家中，德国环比下降 4.9%，意大利环比下降 2.5%，法国环比下降 1.8%。工业产值的大幅下降进一步证明，欧元区经济衰退在加深。

图 7：
欧元区工业产值
(07.1-08.12)
单位：%



伴随着工业产值的恶化，欧元区第四季度的 GDP 也继续趋于恶化。欧盟统计局 13 日公布的数据显示，欧元区第四季度 GDP 环比下降 1.5%，同比下降 1.2%，同样双双创下记录以来最大降幅，早些时候发布的数据显示，德国第四季度实际 GDP 环比下降 2.1%，为连续第三个季度环比下降，也是 1987 年以来最为严重的收缩；法国第四季度 GDP 环比下降 1.2%；意大利第四季度 GDP 环比下降 1.8%，为 1980 年以来最严重的下降。

图 8：
欧元区 GDP 环比
(05.1Q-08.4Q)
单位：%

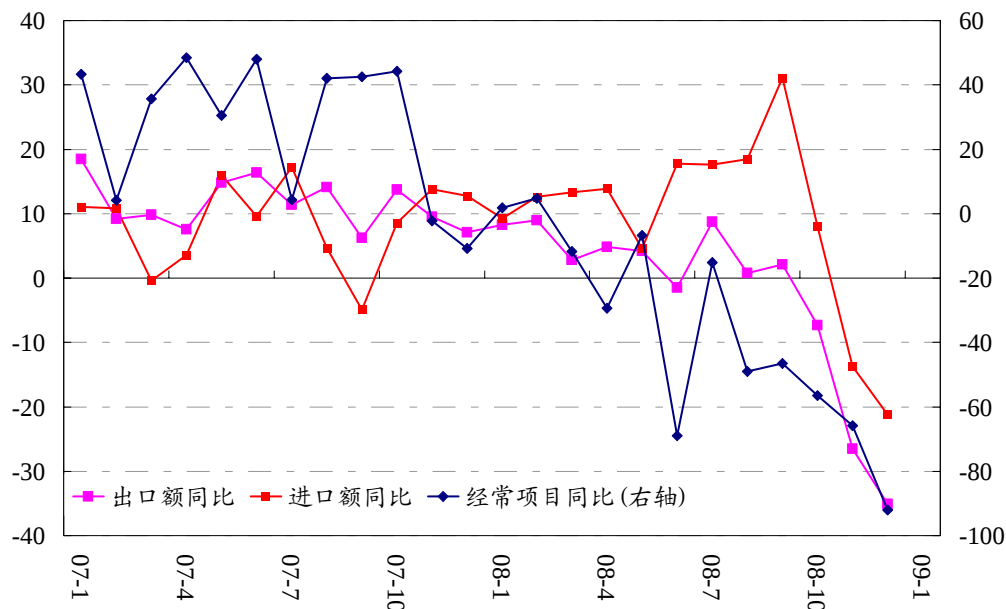


面对严峻的经济形势，欧洲央行已经由于降息不及时而饱受批评，这些创记录的糟糕数据，再次强化了欧央行将在 3 月会议上再次降息的预期。

3、日本：顺差缩水创记录

日本财务省9日公布的08年12月国际收支平衡表显示，12月出口同比下降35.1%；进口同比下降21.2%，12月份经常项目顺差1254亿日元，同比下降92.1%，已经连续10个月同比下降。08年1-12月日本经常项目顺差较前一年下降34.3%，创历史最大降幅。

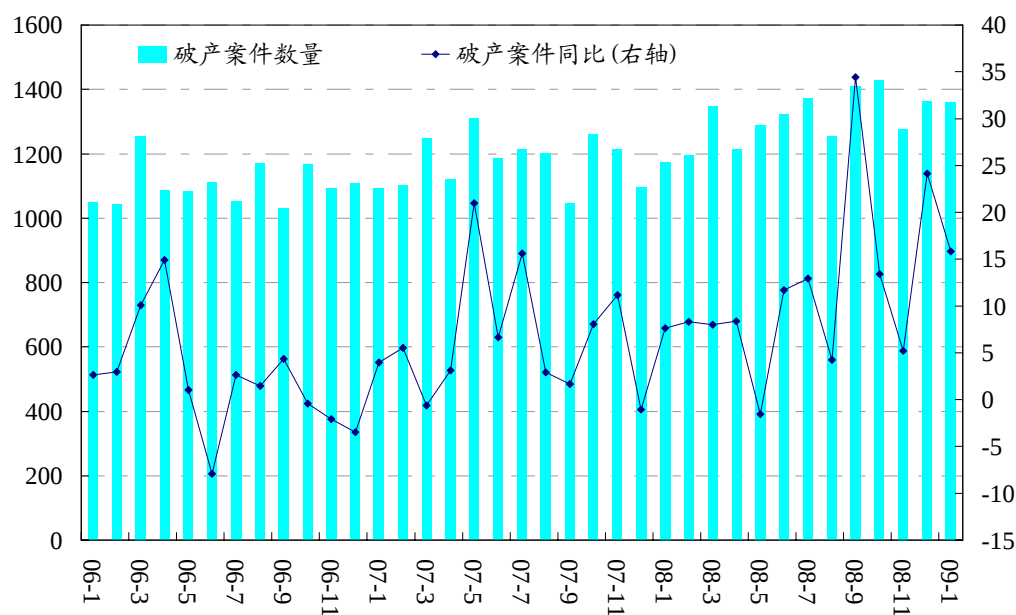
图 9：
日本进出口额同比、经常项目同比
(07.1-08.12)
单位：%



日本东京商工调查9日公布的数据显示，1月日本负债总额为1000万元以上的企业破产数同比增加了15.8%，为连续8个月增加，破产企业数量达到了1360件，为6年同月新高。

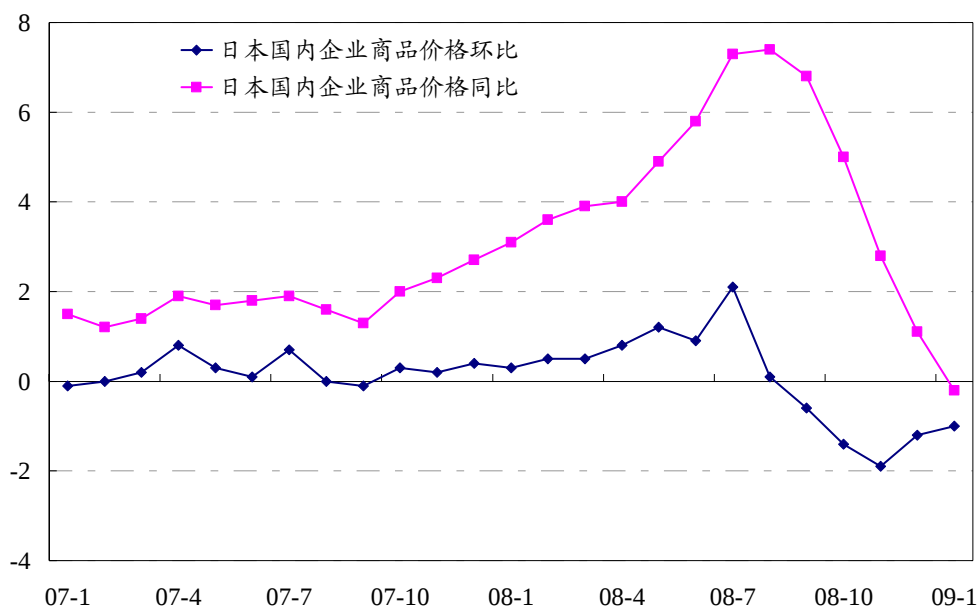
东京商工调查指出，受经济危机影响，大型企业中短期融资需求增加，资本市场条件不佳，因而扩大向银行借款，从而导致中小企业的信贷紧缩。预计随着经济危机加剧，日本的破产案件数量仍将持续上升。

图 10：
日本企业破产案件数量
(06.1-08.12)
单位：1 (左轴)
% (右轴)



日本央行12日公布的数据显示，由于全球经济衰退促使原油和大宗商品价格下跌，日本1月企业商品价格指数同比下降0.2%，出现5年多来首次下降。

图 11:
日本国内企业商品价格指
数环比、同比
(07.1-09.1)
单位: 1



商品价格指数同比下降, 意味着日本有可能再次回到通缩状态, 且根据日央行货币政策制定者的最新预计, 日本批发物价和消费者物价将连续两年下滑。

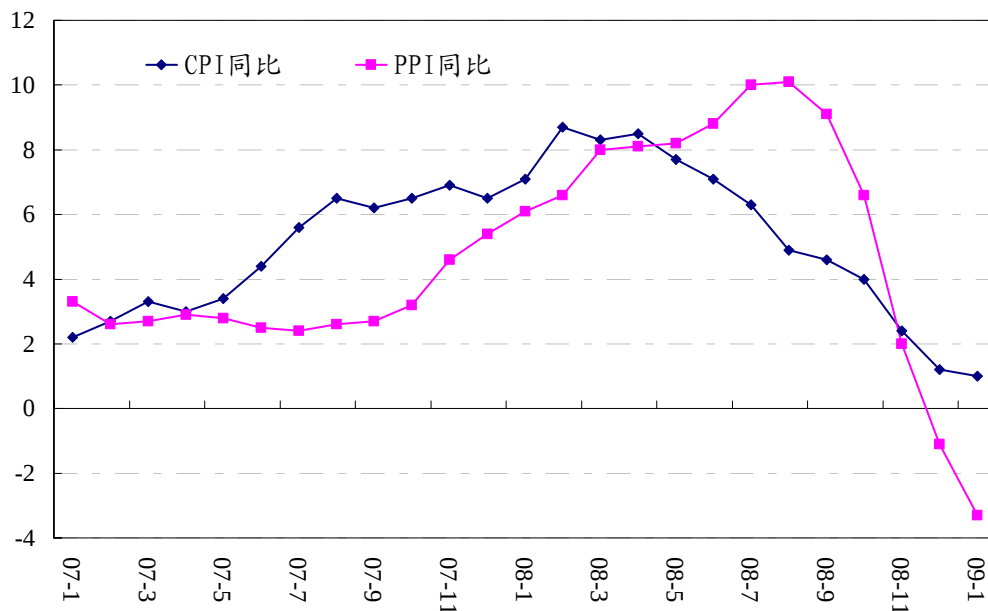
中国宏观: 信贷继续天量投放

1、2 月 CPI 或至谷底

国家统计局 2 月 10 日同时公布了 09 年 1 月的 CPI 及 PPI 数据, 数据显示, 1 月 CPI 同比为 1.0%, PPI 同比为-3.3%。

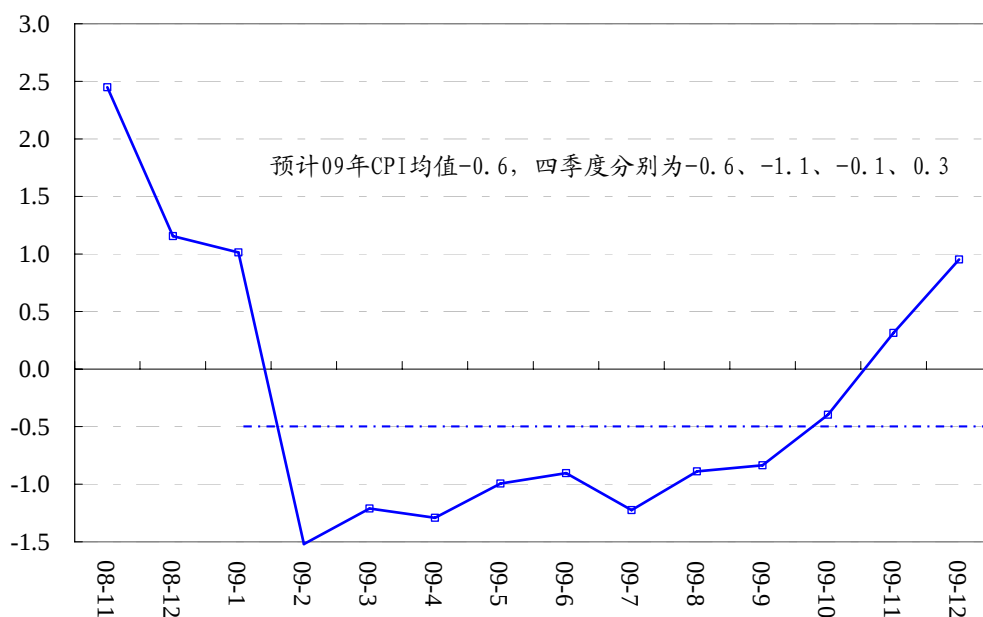
总的来看, 1 月的 CPI 数据与我们之前的预期相同, PPI 降幅则略大于我们之前预期的-2.5%。

图 12:
中国 CPI、PPI 同比走势
(07.1-09.1)
单位: 1



我们预计, 09 年 2 月的 cpi 为-1.5%, 其中食品价格同比降幅为-3.7%, 非食品价格同比降幅为-0.6%。由于春节因素的存在, 09 年 2 月的 cpi 很可能将是年内的低点, 但基于猪肉等食品的价格上涨周期, 我们认为通胀的真正转折要等到 09 年 8 月份以后。

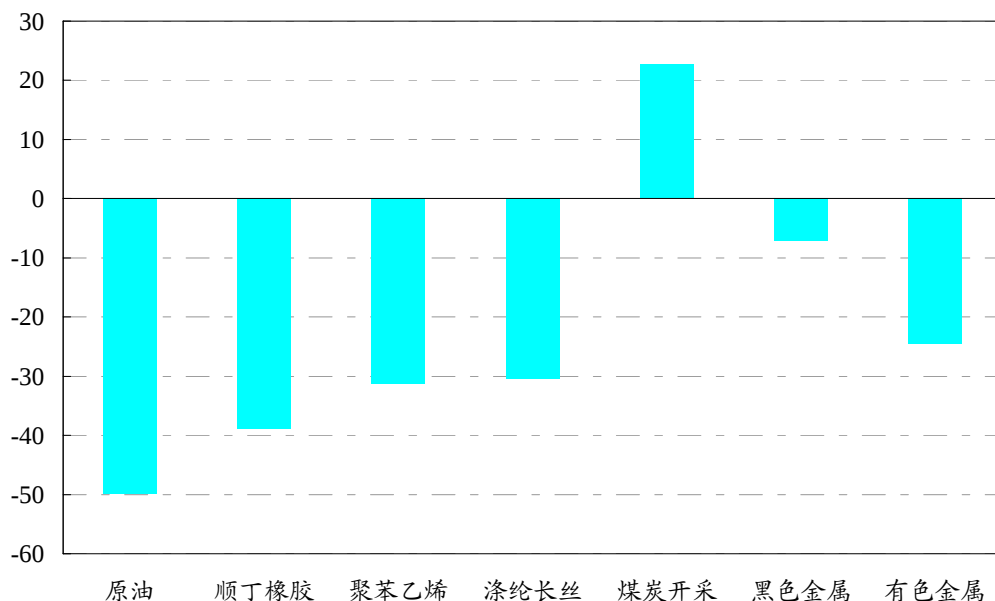
图 13:
未来 cpi 预测
(08-09 年)
左轴单位: %



2、生产资料开始启稳

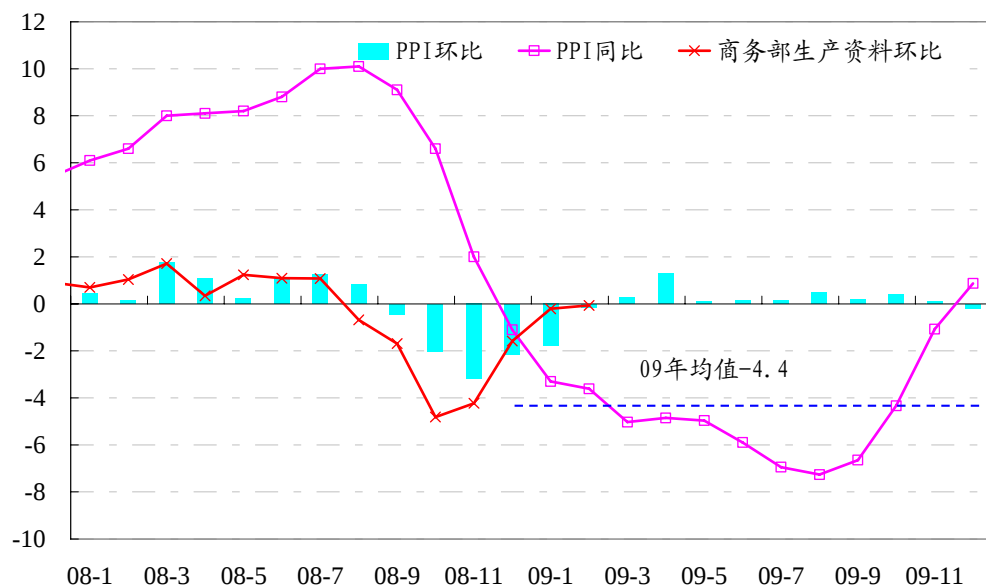
1 月份 PPI 同比下降 3.3%，降幅比上月扩大了 2.2 个百分点，降幅大于我们之前的预期，其中，原材料、燃料、动力购进价格同比下降 5.3%，生产资料出厂价格同比下降 4.4%。分品种看：仅煤炭开采业出厂价格同比上涨，其他产品出厂价格均同比大幅下降。

图 14:
PPI 同比分项组成
(09.1)
单位: %



然而从环比数据来看，PPI 降幅在逐渐缩小，商务部 2 月份生产资料价格环比降幅已经在 0 左右。由此我们预计 09 年 2 月的 ppi 为-3.6%。与 cpi 不同的是，ppi 的低点需要等到 8 月份以后才能出现。

图 15:
PPI 预测, 商务部生产资
料价格环比
(08 年-09 年)
单位: %

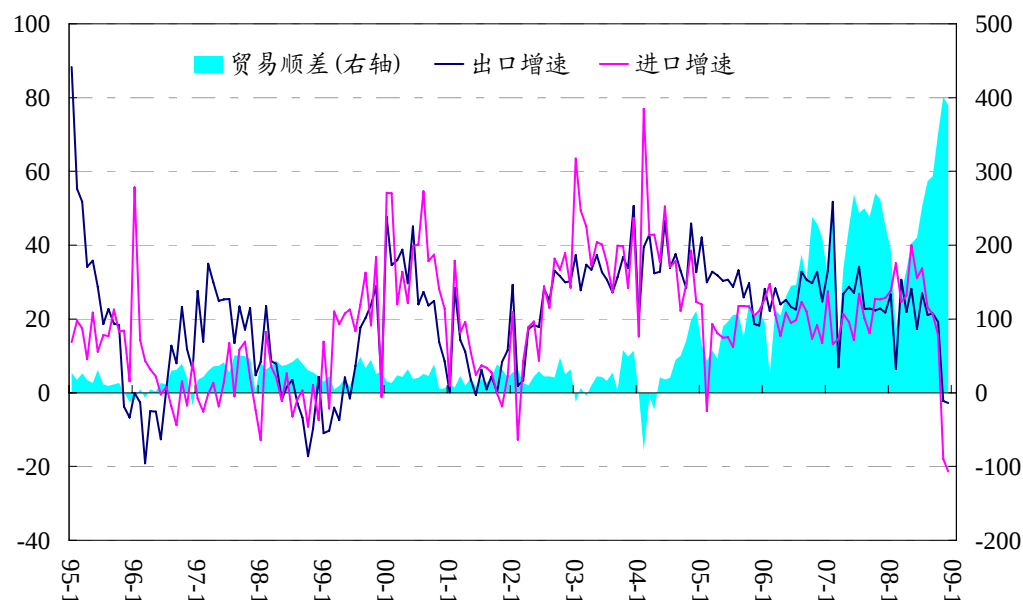


3、高额顺差恐难持续

海关总署 11 日发布的数据显示,1 月份,外贸进出口总值同比下降 29%, 其中, 进口同比下降 43.1%, 出口下降 17.5%, 降幅分别比上月扩大 21.8 点和 14.7 个百分点。

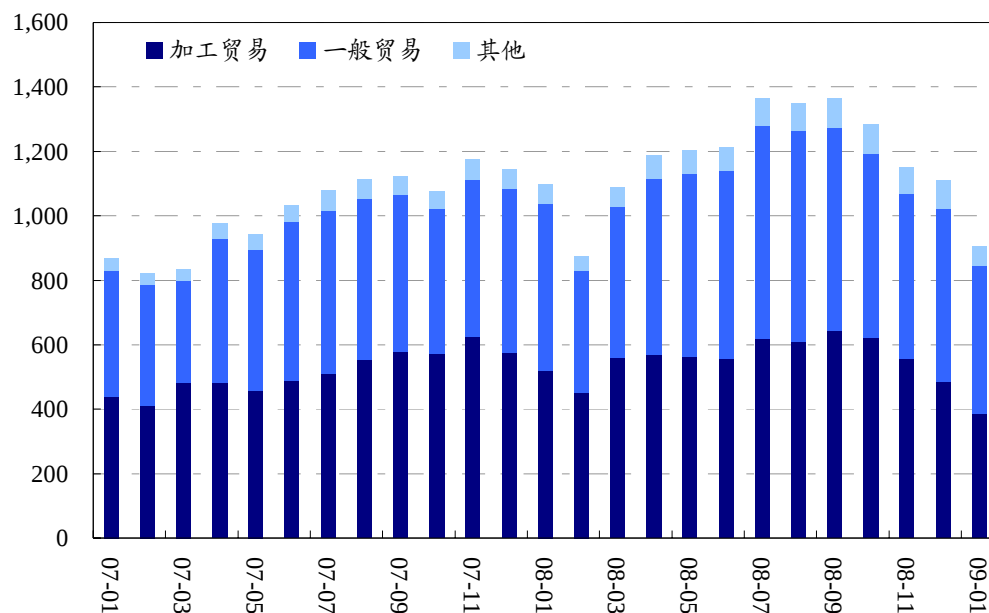
即使剔除春节假期因素, 中国 1 月的出口值同比增长 6.8%, 进出口值和进口值分别同比下降 8.2% 和 26.4%。在进口大幅减少的情况下, 1 月中国实现贸易顺差 391 亿美元, 同比增长 102%, 比上月多增 1.2 亿美元。

图 16:
进出口增速和贸易顺差
(95.1-09.1)
单位: % (左轴)
亿美元 (右轴)



由于进口增速减少更多, 因此, 贸易顺差仍然在不断攀升, 但我们认为, 由于中国的加工贸易出口额一直稳定的占到出口总额的 50% 左右, 进口的持续下降, 最终必然反映到出口增速的下降上, 从而使得贸易顺差持续创新高的局面不可维持。

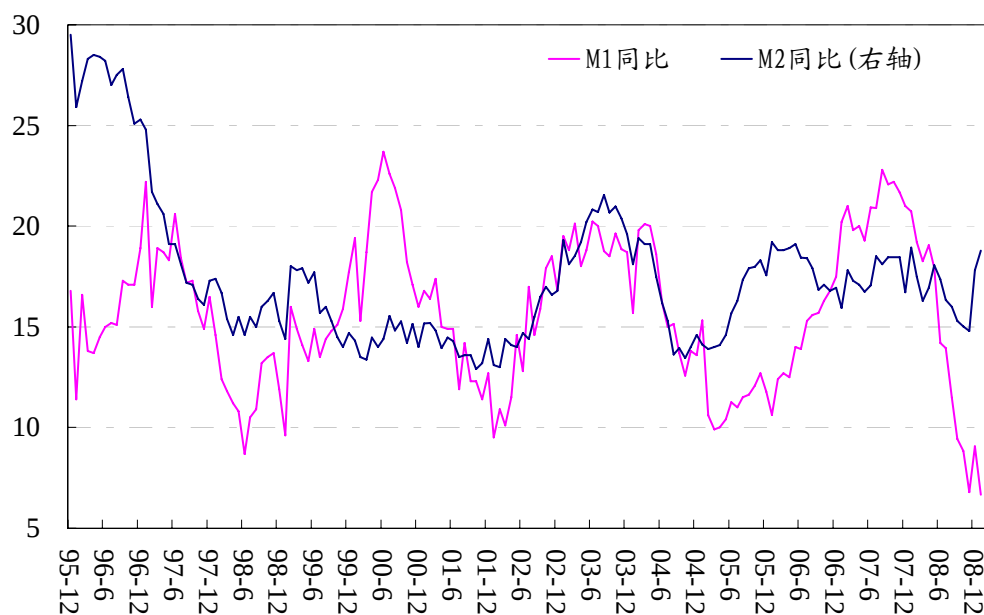
图 17:
加工贸易、一般贸易和其他贸易总额
(07.1-09.1)
单位: 亿美元



4、信贷投放继续井喷

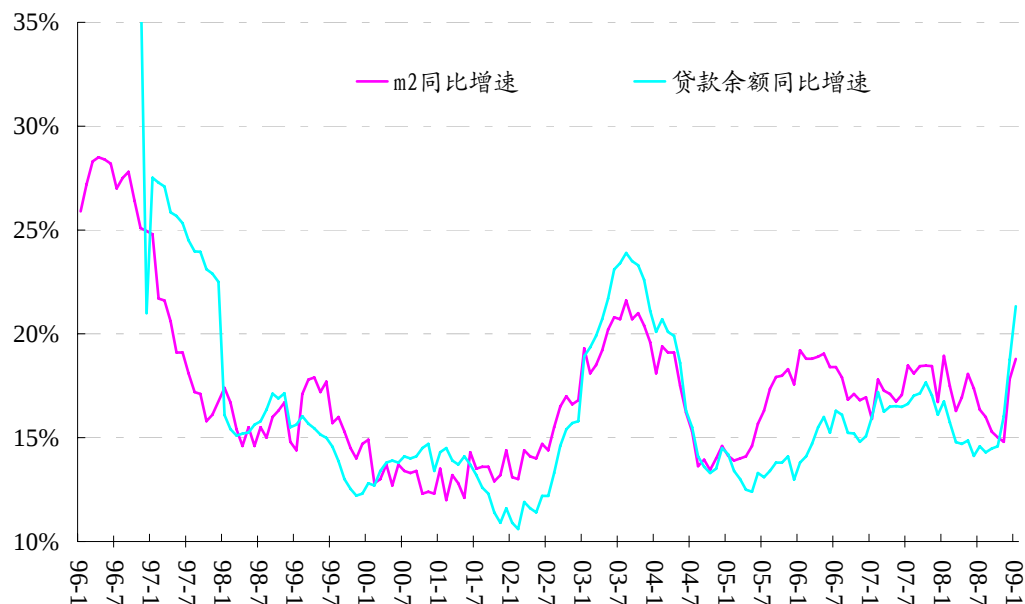
央行 12 日公布数据显示, 09 年 1 月, M1 增速降为 6.68%, 创下历史新低, 与 M1 下降形成鲜明对照的是, M2 增速继续攀升至 18.8%, 已经接近最近 3 年的峰值水平。

图 18:
M1、M2 同比
(95.1-09.1)
单位: %



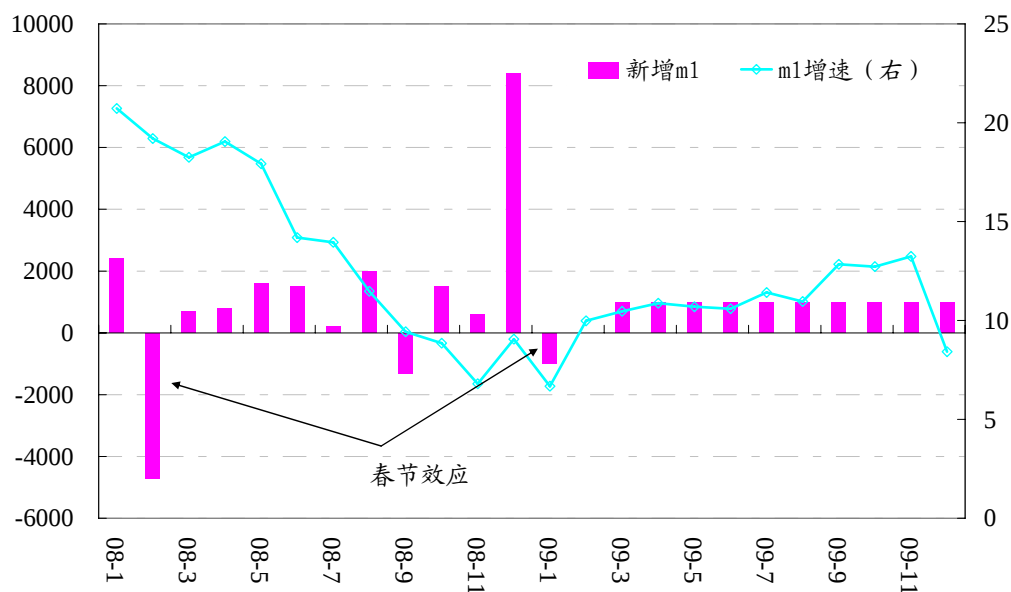
信贷的持续飚升为 M2 攀升的主要动力。在最近的 3 个月内, M2 增速由 15% 升至 18.8%, 同期信贷增速则由 14.6% 升至 21.3%。

图 19:
M2 同比增速与贷款余额
同比增速
(96.1-09.1)
单位: %



而 M1 增速大幅下滑的原因是春节因素导致信贷创造的流动性从企业部门转移到了居民部门; 同样是源于 08 年 2 月份春节的低基数效应, 09 年 2 月的 M1 将会显著回升, 并再次确立 M1 的底部。

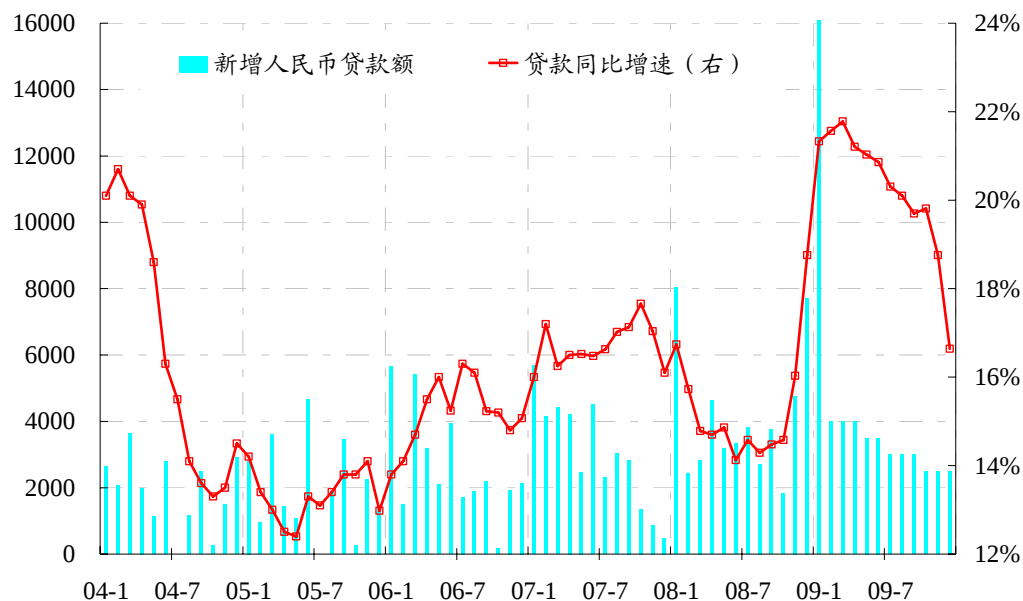
图 20:
新增 M1、M1 增速
(08.1-09.12)
左轴单位: 亿元
右轴单位: %



同日公布的数据显示, 1 月人民币贷款增加 1.62 万亿元, 同比多增 8141 亿元, 增速达到了 21.33%。

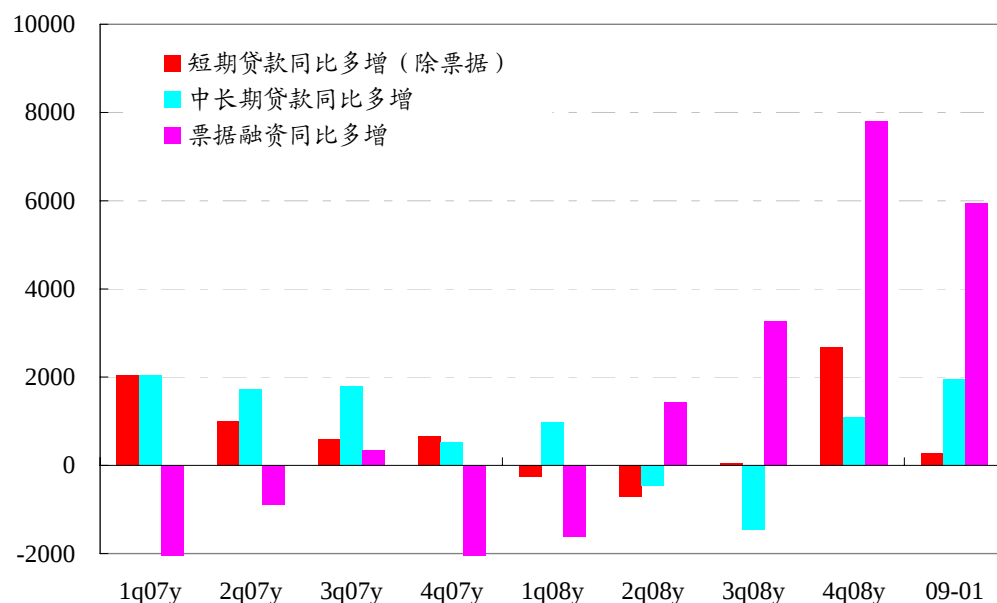
我们认为, 由于 08 年年初的信贷管制, 08 年 2、3 月的新增贷款均不到 3000 亿。由于低基数效应, 09 年 2、3 月的信贷很可能继续保持同比多增的势头, 贷款增速也会持续上升, 直至 09 年 2 季度方有可能掉头。

图 21:
贷款同比增速、新增人民币贷款额
(04.1-09.12)
左轴单位: 亿元
右轴单位: %



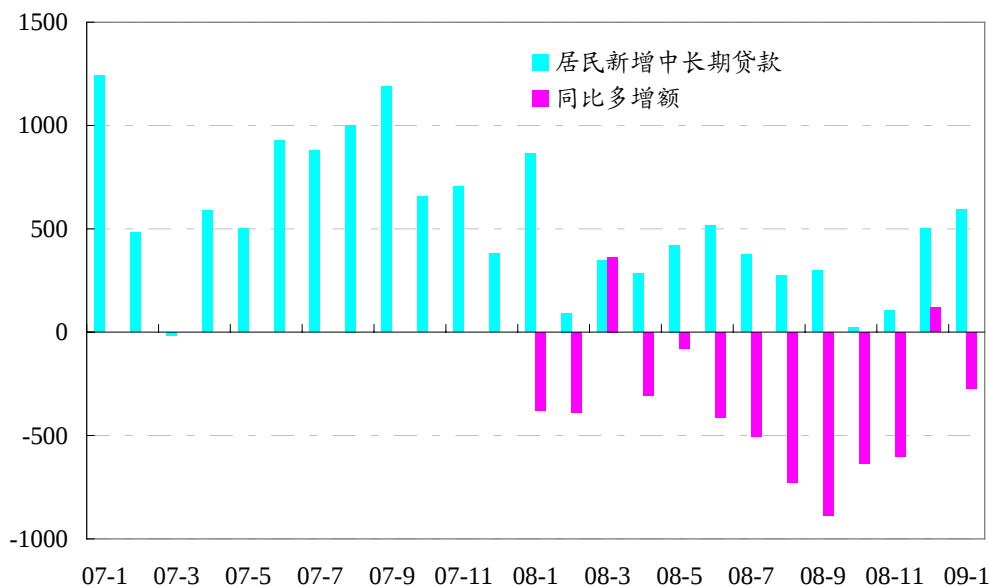
但我们相信，信贷的超增很难长期持续，理由是从1月份信贷增长的结构来看，多增的8000亿贷款中有6000亿都是票据融资，剩余2000亿是企业中长期贷款，而这显然是由4万亿投资所带动的政府项目贷款，真正企业自发的投资贷款需求依然不足，而1月极有可能是年内单月信贷增量的最高峰。

图 22:
中长期贷款、短期贷款、
票据融资的同比多增额
(07.1Q-09.1)
左轴单位: 亿元



但是，居民长期贷款的回升值得关注。居民长期贷款目前已经连续两个月稳定在500亿左右水平，如果未来能够保持这一规模，那么居民长期贷款将在时隔1年以后再次恢复同比多增的势头，进而对房市构成支撑。

图 23:
居民中长期贷款的新增
额、同比多增额
(07.1-09.1)
左轴单位: 亿元



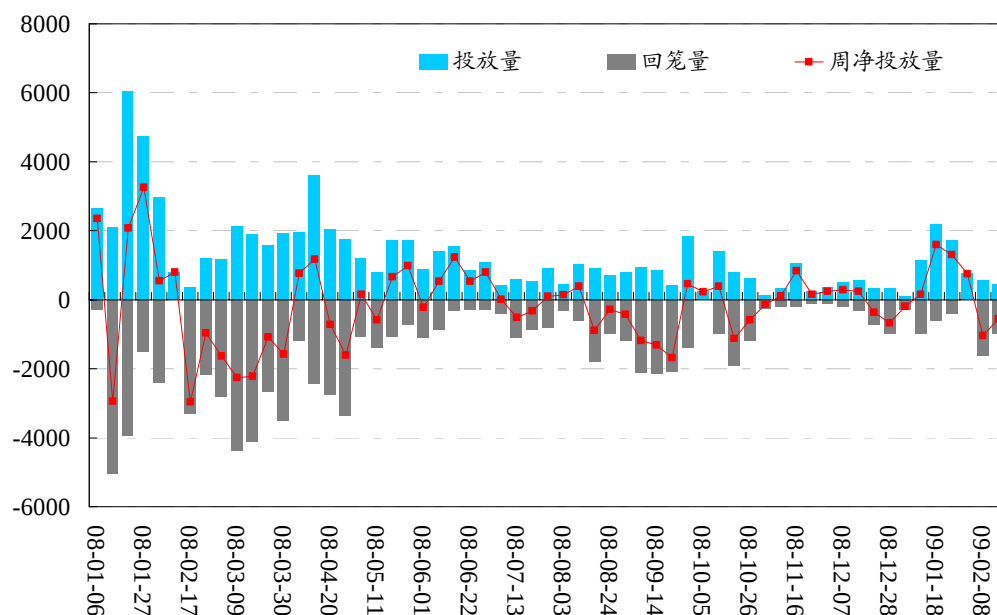
自去年下半年以来，中国政府陆续推出了包括 4 万亿经济刺激方案、金融“国九条”、十大产业振兴规划等一系列措施，但目前银行新增贷款针对的仍然是一些政府项目和优质客户，从新增贷款结构中，明显可以看到政府投资拉动的影子，中小企业的贷款仍然紧张，私人投资压抑；出口也面临全球衰退引起的需求减缓和贸易保护的考验，国内消费仍然受到社会保障等等深层次的体制原因缺乏持久动力，因此，未来政府或将出台一些深层次结构的政策，例如医疗、社保、户籍制度等改革，或者如 98 年那样推动房地产业的政策，从而拉动内需的持久增长。

货币政策：降息并非唯一选择

1、公开市场操作

本周央行继续了前一周的净投放操作，3 个月央票发行量 350 亿元，正回购操作量 650 亿元，加上央票到期 140 亿元，正回购到期 300 亿元，央行本周实现货币净回笼 560 亿元，继上月净回笼 1040 亿以后，连续第二周实现净回笼。

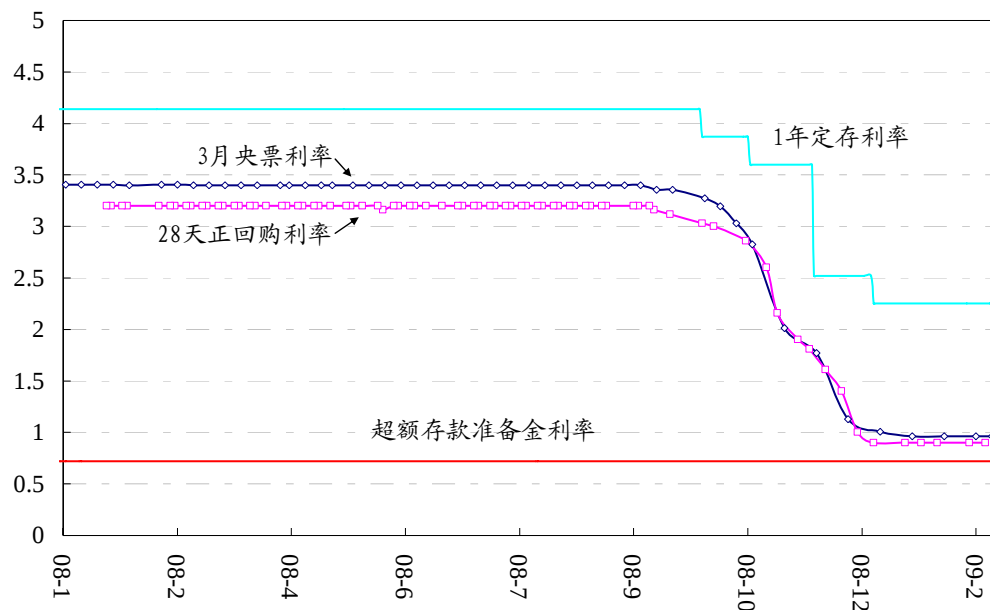
图 24:
央行公开市场操作统计
(08.1-09.2)
单位: 亿元



继上周 3 月央票发行后，本周央行将再度发行 3 月期票，暗示目前 3 月期央票隔周发行的频率或将改为每周发行。在贷款过分集中在短期票据融资的情况下，央行可能希望通过增加央票的发行以及提高正回购的操作力度，来缓和积聚在银行系统的巨额流动性和银行的资金配置压力。

从发行利率上看，周二发行的 28 天正回购利率持平于 0.90%；周四发行的 3 个月期央票发行利率持平于 0.965%。发行利率保持稳定，反映近期降息预期减弱，且目前短期债券品种收益率已经处于历史低位，继续下降的空间与超额存款准备金利率的调整密切相关，而银行近期信贷爆发式的增长，也降低了央行短期内降息和降低超额存款准备金利率的动力。

图 25：
3 个月央票和 28 天正回购
招标利率、1 年定存利率和
超额存款准备金利率
(08.1-09.2)
单位：%



2、货币政策动向

央行官员的近期的一系列讲话也暗示了央行近期或许不会降息。周小川行长 2 月 8 日在接受媒体采访时表示，在宽松货币政策下，央行将根据具体经济情况采用不同货币调控手段，并非单靠利率调整这一种货币政策。

此后，周行长 10 日在马来西亚出席一个央行高级研讨会时，还发表了《关于储蓄率问题的若干观察与分析》的演讲。他认为，要降低中国的储蓄率，方法应当包括汇率、利率、发展资本市场、发展服务行业特别是农村地区服务业等多种手段，但希望某些长期特性在短期内改变是不切实际的。他特别强调，中国政府在此次危机应对和经济调整中，出台的 4 万亿元的经济刺激计划规模以纯支出型政策为主，同时注重加强民生项目，努力促进城乡就业，注重增加农村地区和弱势群体的收入，这番讲话或许暗示财政政策被政府赋予了更大的期望。

央行副行长易纲 14 日在出席北京大学中国经济研究中心举办的“中国经济观察”报告会上表示，中国目前的利率水平处在一个“进可攻、退可守”的适当水平，依然存在降息空间，他说“当我说利率在一个合适的水平，人们可能会理解成不会再降息，这是不对的。”但他同时表示，央行还拥有包括公开市场操作在内的多套货币工具，零利率政策或准零利率政策并非是最好的选择。

信贷超增的局面、央行官员的讲话，加上全球通胀预期的回升，均支持了我们对降息幅度和频率的调整，即 1 季度央行降息的可能性不大，2、3 季度最多各一次降息，而年底随全球经济见底，央行降息的概率也不大。

债券市场：继续关注转债、中等级信用债

1.3 个月央票或恢复每周发行？

2009 年 2 月 9 日至 13 日，银行间债券市场总共发行 831 亿元各类债券。其中央行于周四发行了 350 亿元 3 个月期限央票。农发行于周一发行了 120 亿元 09 年第二期金融债。财政部于周三发行了 269.3 亿元 7 年期国债。此外，企债方面发行了 3 只共 40 亿元，短融发行了 5 只共 34 亿元，中期票据发行 1 只共 18 亿元。

表 1：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 国债 01	269.3	7 年	2009-2-12	固息	2.76	
09 央行票据 04	350	91 日	2009-2-13	贴现式	0.965	
09 农发 02	120	2 年	2009-2-13	固息	1.75	
09 渝水投债	15	7 年	2009-2-9	固息	5.92	AA
09 绍兴水务债	15	7 年	2009-2-9	固息	5.78	AA+
09 春华债	10	7 年	2009-2-11	固息	6.08	AA+
09 蒙高路 CP01	9	365 日	2009-2-10	利随本清	3.65	AA
09 武水务 CP01	10	365 日	2009-2-11	利随本清	3.50	AA
09 农垦 CP01	5	300 日	2009-2-11	利随本清	4.88	A+
09 北建工 CP01	5	365 日	2009-2-11	利随本清	4.90	A+
09 集通 CP01	5	365 日	2009-2-12	利随本清	3.43	AA
09 三一 MTN1	18	2 年	2009-2-13	固息	4.32	AA-

对于农发行 2009 年第二期金融债券的发行，我们当时认为受股市反弹、1 月份新增贷款继续超增等因素的影响，金融债收益率有所上升。此外，银行间 7 天回购利率维持低位，市场资金面宽松依旧。

考虑 09 年短期品种发行规模减少，市场对于 2 年期政策性金融债的需求较大，并结合当时银行间两只剩余期限接近 2 年的 08 农发 01 和 08 农发 06 的成交收益率以及中债 2 年期金融债收益率建议投资者在 1.7%至 1.75% 间投标。最终中标结果为 1.75%，符合我们的预期。

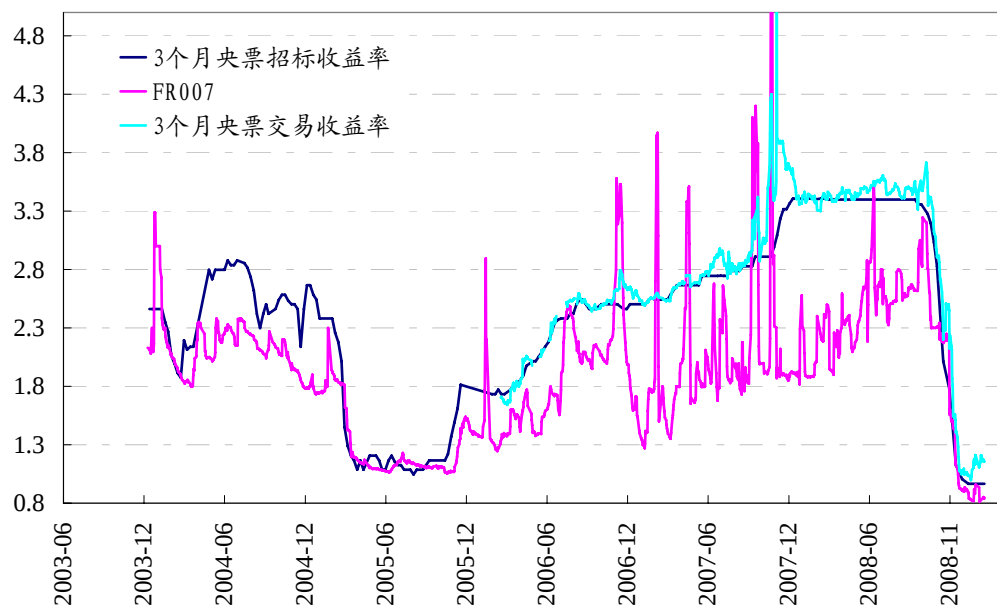
对于财政部 2009 年记账式（第一期）国债的发行，我们在 2 月债市月报《长债均衡利率与短期趋势》中认为 3.7% 的 10 年期金融债隐含了 1 年的短端底利率环境，具备一定的安全边际，相应的 3.3% 以上的 10 年期国债可适当介入。因此，按照近期 10 年和 7 年国债 40bp 的期限利差计算，2.9% 左右的 7 年期国债也不乏安全边际。

另一方面，从财政部公布的 1 季度国债发行日程来看，本次发行的 7 年期国债是 1 季度三只国债中期限最短的品种。09 年长期国债扩容无疑，相对于更长期限的品种，本次发行的 7 年期国债或也将受到银行等机构的青睐。

因此，我们认为此次发行的 7 年期国债无论是在收益率环境还是在期限方面仍有一定的吸引力，当时建议投资者在 2.75% 至 2.85% 间投标，最终中标结果 2.76% 符合预期。

央行 12 日通过公开市场操作发行了 350 亿 3 个月期央票，其中标利率为 0.965%，与上期继续持平。这是继上周发行后，央行再度发行 3 个月期央票。央行从先前的隔周发行央票首度恢复每周发行，未来是否会继续每周发行央票还有赖后续公开市场操作的确认。

图 26:
3 个月央票招标利率、交易收益率, FR007 利率
单位: %

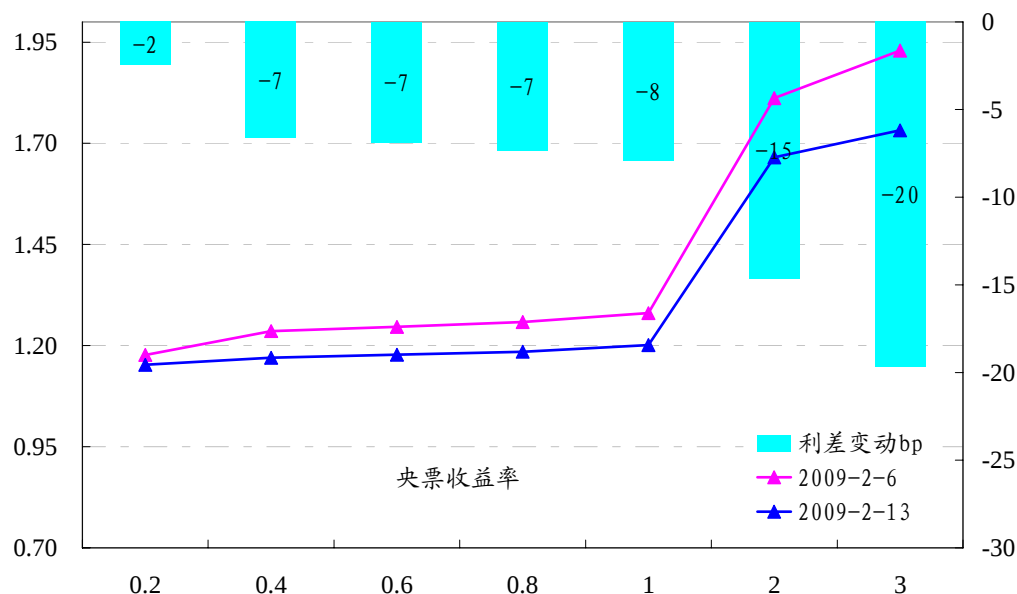


2. 利率品种收益率有所回调

在前期利率品种收益率曲线大幅上升后，上周银行间各利率品种收益率曲线呈现出阶段性小幅度回调的格局。

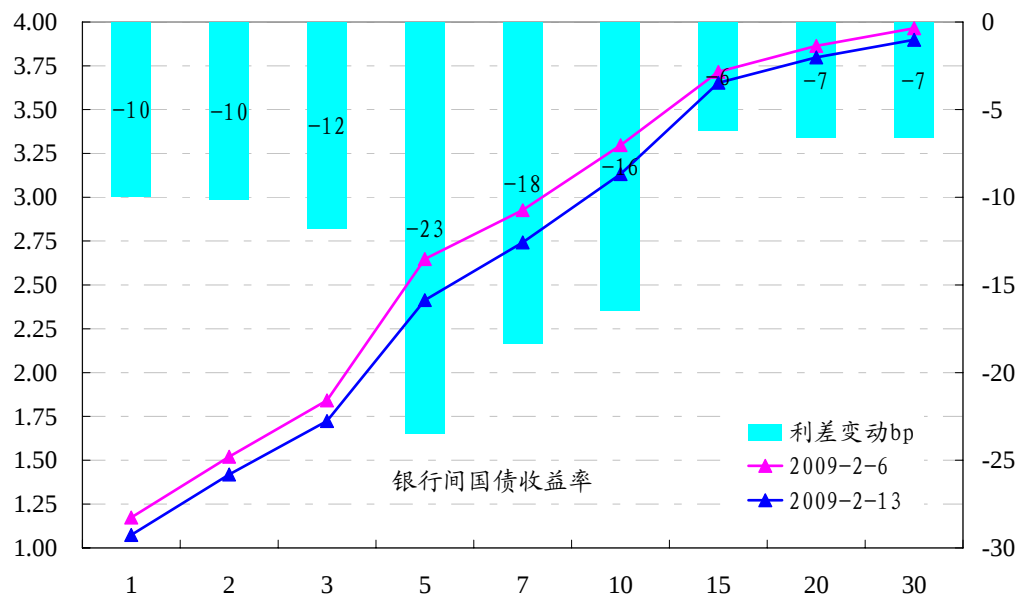
央票收益率曲线中的 3 年期和 1 年期陡峭化程度有所减小，其中 1 年期以内央票收益率普遍下降 7 至 8bp 左右，3 年期央票收益率则大幅下降了 20bp。

图 27:
央票收益率一周变化
单位: %



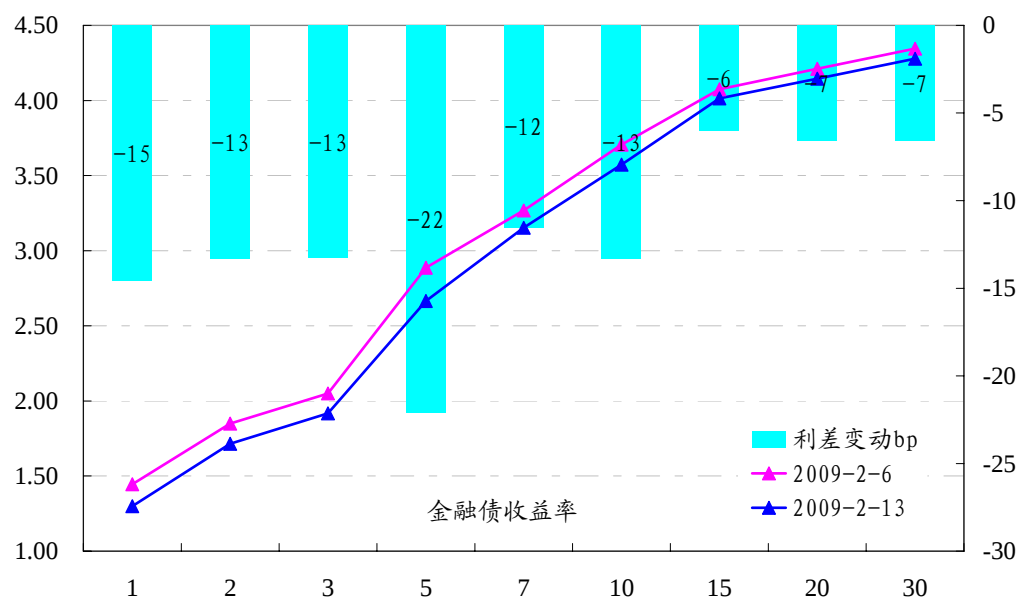
银行间 10 年期国债曾在前期达到过 3.4% 的高点，不过上周也出现了收益率下行的走势。其中 5 到 10 年在国债一级市场招标收益率并未大幅走高的带动下下降幅度最大，平均降幅为 20bp 左右。3 年期以下的短端和 20 年以上的超长端降幅较小，平均降幅在 10bp 左右。

图 28:
银行间国债收益率一周变化
单位: %



银行间金融债上周也出现了收益率下行的走势，其中 5 年期降幅最大，达到了 22bp，其余 10 年期内的降幅为 13bp 左右，超长端降幅在 7bp 左右。

图 29:
银行间金融债收益率一周变化
单位: %



环顾全球主要市场的 10 年期国债收益率走势，除了日本长债收益率长期维持在一个较低的水平外，包括美国、英国在内的长债利率自 08 年底以来均有显著上升。

反观中国长债利率，我们早在 08 年 12 月信贷数据出台之时，就曾经提示其调整的风险。

图 30:
美国、英国、日本 10 年期
国债收益率
单位: %



我们认为信贷数据并非前期债市调整的唯一理由，否则就解释不了欧美国家在信贷持续下降期间的债市普跌。真正能够解释全球长债走势的核心因素是通胀预期的变化。

例如，08 年年底，美国 10 年期国债创出了 2% 的历史新低。一个重要背景是油价暴跌、以及各类商品价格的普遍暴跌，进而产生了持续通缩的预期。虽然目前全球基本面依然疲软，但进入 09 年以后，大宗商品价格出现企稳迹象，化工、钢铁、有色金属等生产资料价格开始见底反弹，这表明通缩很可能只是短期现象，通缩预期将可能需要修正，从而引发了全球长债的调整。

因此，对于未来的债市而言，更为关键的是通胀的走势，尤其是物价环比的趋势。

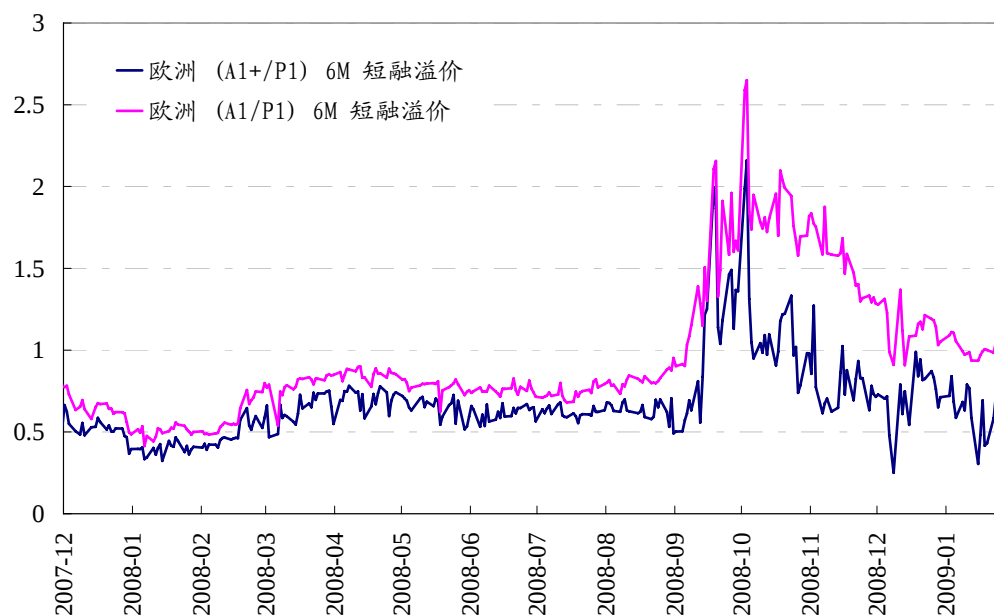
3. 继续关注中高等级信用债以及转债

在利率品种机会有限的情况下，信用品种和转债品种的相对优势凸现。未来一阶段可以继续重点关注信用债和可转债。

对于信用债的投资我们延续上期的观点，即除了可以关注高信用等级的品种之外，还可以关注中等级的信用债。

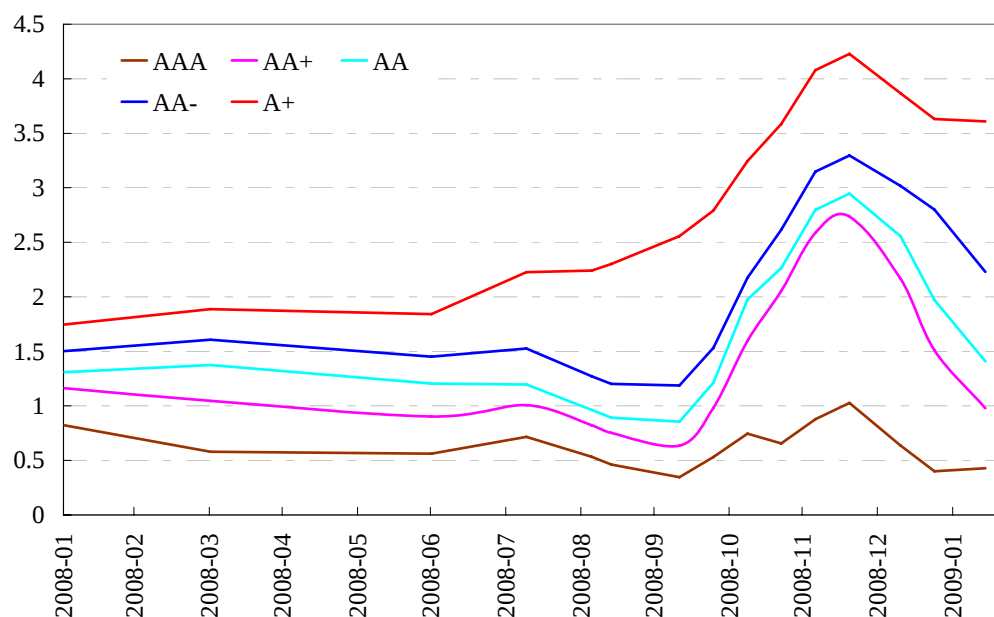
首先可以关注中等级短融。就欧洲市场短融来看，在 08 年 10 月达到 200bp 的高点之后，其溢价就不断走低。

图 31:
欧洲各等级短融溢价
(07 年 12 月 - 09 年 2 月)
单位: %



与欧洲市场类似,我国各类短融的信用溢价也在最近一段时间出现明显的下降。目前AAA级短融溢价已经低于50bp,处于历史较低水平。而AA级别短融溢价虽然近期有所回落,但离历史最低点仍有空间,可以重点关注。

图 32:
中国各等级短融溢价
(08 年 1 月 - 09 年 1 月)
单位: %
注: 溢价基于同期限央票

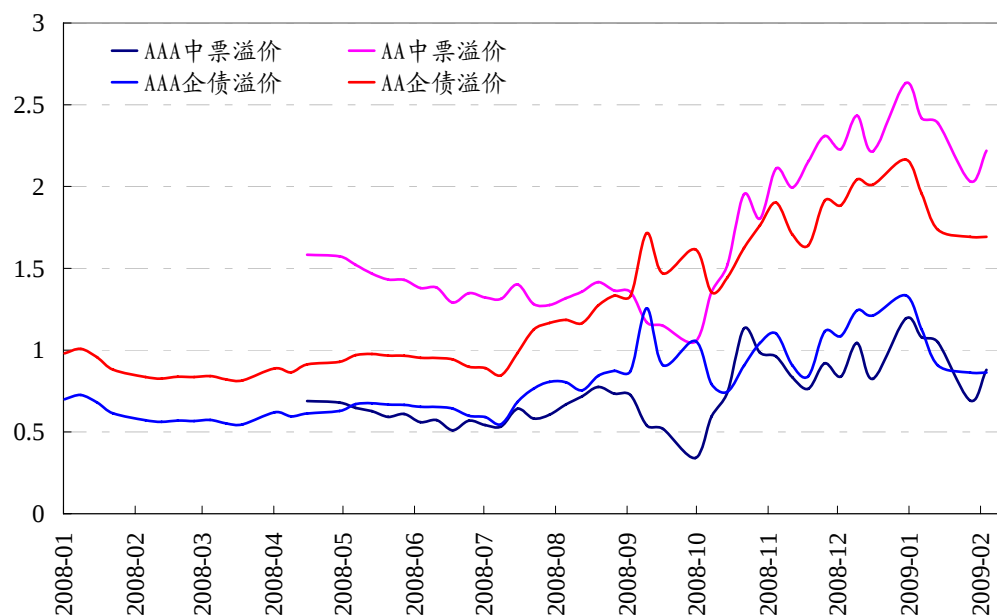


5 年期以内的中等级中期票据和企债也可以关注。09 年至今,AAA 级别中期票据和 AAA 级别企债溢价有整体回落的趋势。不过相对于 AAA 等级品种,AA 级别中票溢价依然维持在 200bp 以上的高位,AA 级别企债也在 150bp 以上,相对于前期的低点其回落空间也相当可观。

图 33:
AAA 和 AA 级中期票据溢价、AAA 和 AA 级企债溢价

(08 年 1 月 - 09 年 2 月)

单位: %

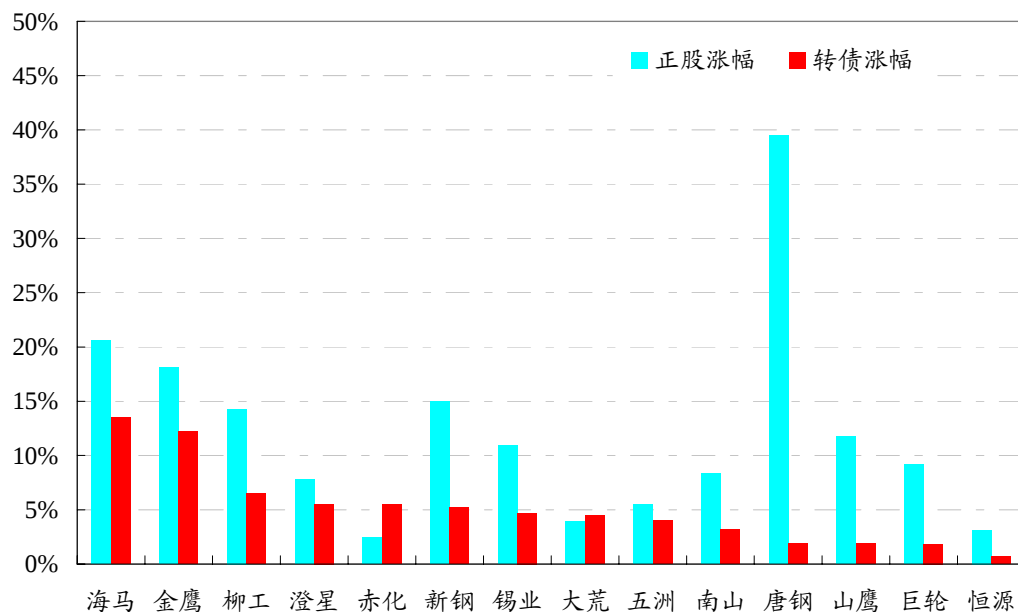


除了信用品种之外，转债近阶段的表现可以用近乎疯狂来描述。几乎半数转债的近一周的涨幅在 5% 左右，海马和金鹰转债周涨幅甚至在 10% 以上。伴随股市近期上涨的惯性，转债近阶段的机会也较为突出。

图 34:
转债、转债对应正股周涨幅

(09 年 2 月 6 日 - 09 年 2 月 13 日)

单位: %



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
2009-2-6	1.17	1.52	1.84	2.65	2.93	3.30	3.72	3.86	3.96
2009-2-13	1.07	1.42	1.72	2.41	2.74	3.13	3.65	3.80	3.90
利差变动 bp	-10	-10	-12	-23	-18	-16	-6	-7	-7

金融债	1	2	3	5	7	10	15	20	30
2009-2-6	1.45	1.85	2.05	2.89	3.27	3.71	4.07	4.21	4.34
2009-2-13	1.30	1.72	1.92	2.67	3.15	3.57	4.01	4.14	4.28
利差变动 bp	-15	-13	-13	-22	-12	-13	-6	-7	-7

央票	0.2	0.4	0.6	0.8	1	2	3
2009-2-6	1.18	1.24	1.25	1.26	1.28	1.81	1.93
2009-2-13	1.15	1.17	1.18	1.18	1.20	1.67	1.73
利差变动 bp	-2	-7	-7	-7	-8	-15	-20

中期票据 AAA	1	2	3	5
2009-2-6	1.67	2.58	3.12	3.58
2009-2-13	1.63	2.43	2.99	3.55
利差变动 bp	-4	-15	-13	-3

银行间企债 AAA	1	2	3	5	7	10	15
2009-2-6	2.30	2.70	2.95	3.75	4.11	4.53	4.90
2009-2-13	2.15	2.57	2.78	3.53	4.02	4.43	4.87
利差变动 bp	-15	-13	-17	-22	-9	-10	-3

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