



分析师

武洪波 罗刚

电话: 010-62294617、62294289

Email: luogang@hysec.com

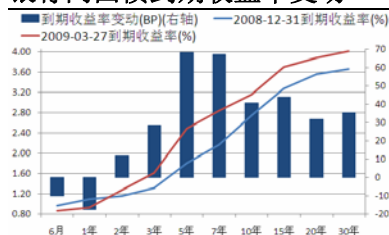
固定收益证券深度报告

2 季度债券投资策略

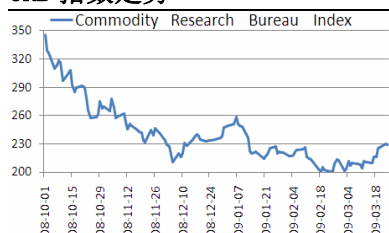
适当缩短久期应对通胀预期萌芽

关键图表

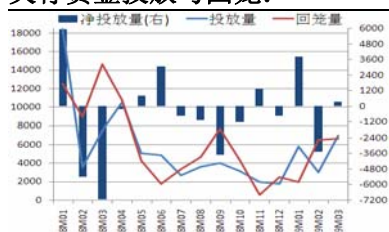
银行间国债到期收益率变动



CRB 指数走势



央行资金投放与回笼:



债市资金面指标变化



相关研究成果:

债市并未发生根本性转变

——2009. 02. 16

震荡调整中的债券市场

——2009. 03. 01

投资要点:

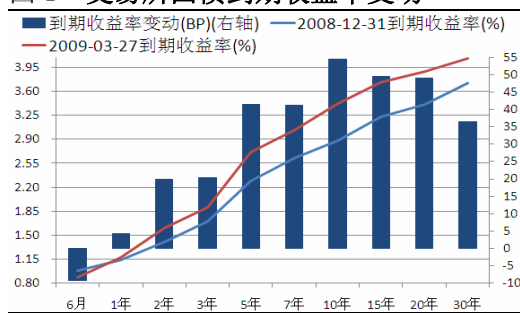
- 一、一季度各类券种到期收益率呈现出短期下降、中长端上升的态势，收益率曲线均呈现出明显的陡峭化。整体上看，企业主体债券的表现要好于国债、金融债和央行票据，企业债中，低评级债券的表现明显好于高评级债券。债市如此表现的原因主要在于经历了去年 4 季度的债券牛市之后，绝大部分券种收益率都到了极低的水平，考虑到我国企业主体债券的信用风险实际上被高估，这种情况下投资者的策略主要是一方面配置短期品种以规避利率风险，另一方面主要是投资低评级的高收益券种以获取较高的收益；
- 二、从国际和国内的经济运行态势来看，2 季度的债市运行环境相比 1 季度已经发生了较大的变化。其中最主要的就是随着几个主要的全球宏观经指标的变化，我们预期到通胀预期可能在 2009 年出现，并且这个预期将在 2 季度萌芽；如果宏观经济按照目前的状态运行下去，极有可能在 1-2 年内走出衰退，随着经济的繁荣通货膨胀率也将上升，债券投资者需要对此保持警惕；但如果仅仅是 2 季度的话，我们认为由于翘尾因素的作用以及经济尚未真正的复苏，通胀短期仍不会起来；
- 三、尽管目前货币政策仍显宽松，但随着一系列经济指标的见底或回升，我们认为降息和降存款准备金率的预期已经下降了很多，同时市场流动性充裕也不支持央行过多的向市场投放资金；另一方面，由于 2 季度央票和正回购到期量巨大，预期央行仍将会对此进行对冲，作为基准利率最重要的参考指标，央票和正回购的发行利率可能不会有大的变动，连带着银行间回购和同业拆借利率也不会有大的波动；
- 四、在这样的环境下，我们认为 2 季度债市也没有特别明显的机会。建议投资者适当的缩短久期以应对通胀预期的萌芽，同时配置一定的浮动利率债券，其中 3-5 年期的浮动利率企业债的投资价值相对来说更高；此外，我们仍建议投资者继续关注低评级高收益信用债，特别关注一级市场的发行；最后，由于交易所债市流动性较差，相对于银行间市场有一定的收益率溢价。如果银行进入交易所市场的话，这个溢价有可能消失，可以套取一定的收益，建议投资者特别关注跨市场交易的债券；

1、一季度债券市场表现回顾

一季度的债券市场可谓是经历了冰与火的煎熬，主要原因在于经历了 2008 年 4 季度的债券牛市之后，各债券品种的到期收益率已经下降到非常低的位置，在短期经济难以明显复苏、通胀持续下降的情况下，债市不可避免的进入震荡行情。而随着国内外一系列振兴经济措施的出台使得部分经济指标的回升尤其是在翘尾因素的作用下中国 CPI 同比增长率在 2 月份落到历史低位后必然缓慢上升，引发了市场对通胀上升的担忧，最明显的就是对继续降息的预期大大降低。这使得一季度债券市场出现了一次比较明显的调整，尤其是中长端。但调整之后债市再次缓慢的上涨，从收益率曲线的变化来看，目前的债券市场仍处于低收益水平的震荡行情中，收益率水平有所上升但是相比一轮债券牛市中的收益率降幅，一季度各券种到期收益率变动的幅度均不大；

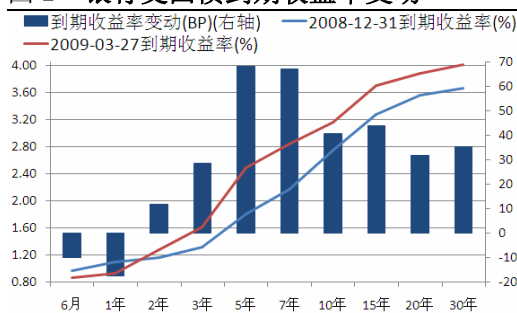
交易所国债与银行间国债到期收益率曲线的变化方向上比较相似，但波动幅度上银行间国债要大一些，其中差距比较明显的是 5 年期和 7 年期品种，这也是银行间国债里收益率上升幅度最高的品种。整体上看，一季度交易所国债 5 年期及以上品种到期收益率升幅约在 40-50BP 左右，而银行间国债 5-7 年期品种升幅在 70BP，10 年期及以上品种升幅在 40BP 左右。关键年期上看交易所国债只有 6 月期品种到期收益率下降，而银行间 6 月期和 1 年期品种到期收益率均下降。由于中长端收益率上升而短端升幅不大甚至是下降，国债到期收益率曲线继续呈现出陡峭化的趋势；

图 1 交易所国债到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

图 2 银行间国债到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

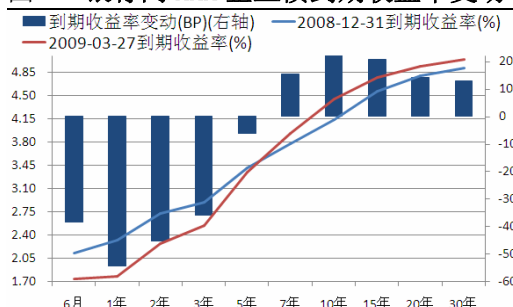
企业债到期收益率曲线的变化结构上与国债相似，中短端下降而中长端上升。其中，交易所企业债 6 月期品种到期收益率降幅接近 40BP，1-3 年期品种到期收益率品种降幅约在 10BP 左右，5-15 年期品种到期收益率约上升 15-20BP，而 20-30 年期品种到期收益率升幅约在 35BP 左右；银行间企业债 3 年期及以下品种到期收益率降幅在 30-50BP，7 年期及以上品种到期收益率升幅约在 10-20BP，总体上看企业债的表现要好于国债，银行间企业债的表现要好于交易所企业债。同样因为短端表现好于长端，企业债到期收益率曲线也呈现出继续陡峭化态势；

图 3 交易所企业债到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

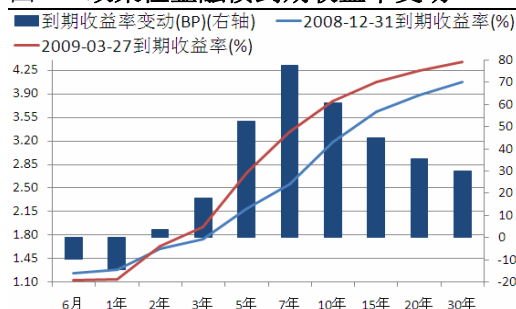
图 4 银行间 AAA 企业债到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

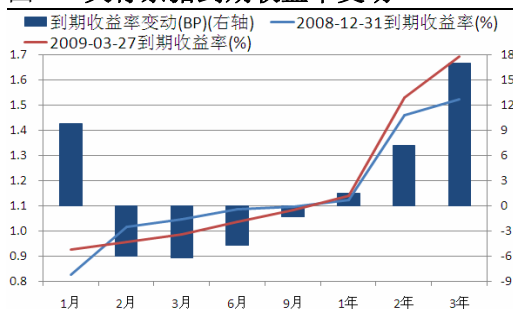
政策性金融债的表现与银行间国债方向上基本相似，但是 5 年及以上品种收益率上升幅度要小于国债；央票到期收益率的波动范围不大，2 年及以下期限品种收益率变化幅度均在 10BP 以内，仅 3 年期品种收益率升幅略高；

图 5 政策性金融债到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

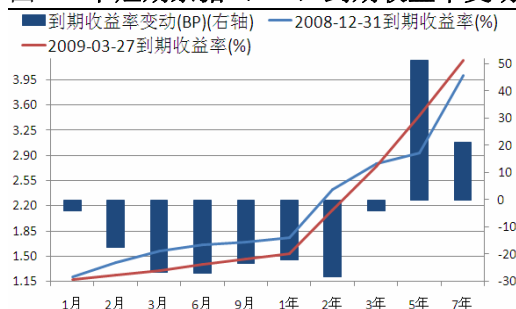
图 6 央行票据到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

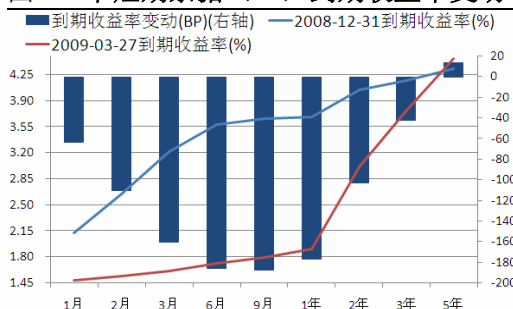
我们在一季度的策略中重点推荐低评级高收益的中短期信用债，从债券市场的实际运行情况来看，完全符合我们的预期。图 7 和图 8 分别显示了中期票据和短期融资券 AAA 级和 AA 级两个品种的到期收益率走势。综合图 1-图 8 看，在所有的券种中，中短期票据（AA）收益率降幅非常明显，其中 6 月-1 年期品种收益率降幅约在 180BP 左右。AAA 级品种中，2 月期-2 年期品种收益率降幅也在 20BP 左右；

图 7 中短期票据（AAA）到期收益率变动



数据来源：中国债券信息网

图 8 中短期票据（AA）到期收益率变动



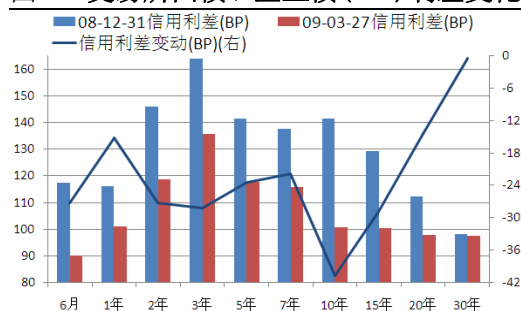
数据来源：中国债券信息网

债市如此表现的原因我们认为应归于以下几点：首先，在经过 2008 年 4 季度一轮快速的债券牛市之后，国债、金融债、央票以及高评级信用债的收益率水平都已经下降

到了极低的位置，对投资者吸引力明显下降；其次，高收益债券的信用风险实际上是被夸大的，这种情况下，低评级高收益债券的利差被高估，信用利差具有下降的内在需求；此外，一季度国内外政府机构都推出了一系列措施以振兴经济，这种情况下长债面临着一定的信用风险，因此中短债相对来说更具有吸引力。事实上，信用利差的变化与收益率曲线的变化同样能印证我们的观点：

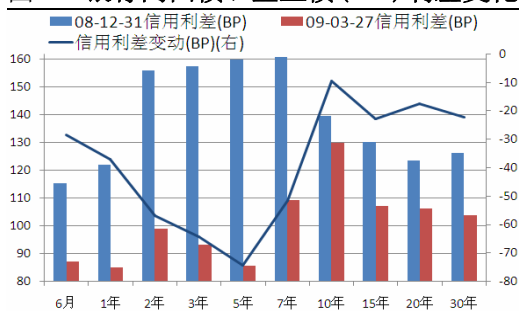
从图 9 和图 10 看，国债和企业债之间的利差均明显下降，银行间品种利差下降幅度明显高于交易所品种的利差变化；图 11 和图 12 则显示了中短期票据（AAA）和中短期票据（AA）两个品种的利差变化，从图 12 看，低评级短融和中期票据的利差下降幅度非常明显，6 月-1 年期品种利差下降幅度约在 180BP：

图 9 交易所国债、企业债(AAA)利差变化



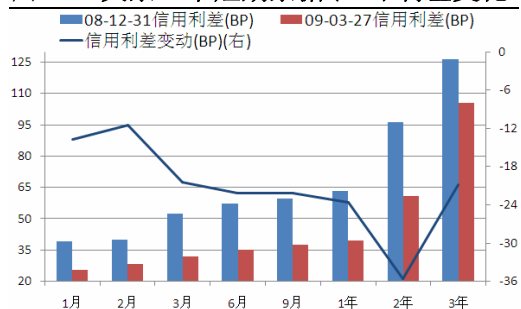
数据来源：中国债券信息网

图 10 银行间国债、企业债(AAA)利差变化



数据来源：中国债券信息网

图 11 央票、中短期票据(AAA)利差变化



数据来源：中国债券信息网

图 12 央票、中短期票据(AA)利差变化



数据来源：中国债券信息网

经过 1 季度的震荡调整之后，债市收益率整体上略有回升，但同时债市所处的环境也发生了一定的变化。对于 2 季度的债券市场，我们仍然需要从国际国内的宏观环境分析货币政策的走势，进而根据债券市场自身的收益率、信用和资金面水平等预计其未来的走势。随着美联储购买美国国债和住房抵押债券的力量的加大，美元贬值的预期正在形成，进而导致通胀的预期抬头。事实上，美国和欧盟的物价指数数据近期确实有所抬升。而随着一系列经济数据的走强，无疑债券市场已经和正在并且还将承受着一次又一次的冲击。从目前的情势来看，我们目前最关注的是**通胀预期是否会形成**，以及在各种可能的情况下，我们需要采取什么样的资产配置策略以获得收益或者是规避风险；

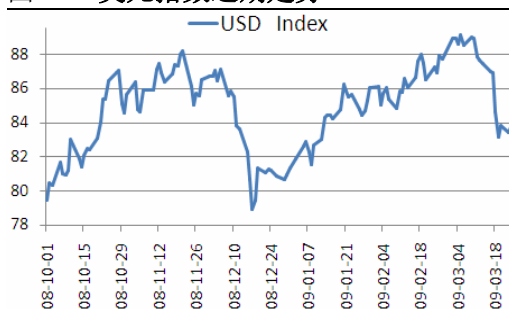
2、当前债市所处的宏观环境分析：国际市场

与 2008 年 4 季度各国积极地采取宽松的货币政策的做法不同，目前各国在货币政策的出台和事实上已经从容的多。一方面主要是因为基准利率和存款准备金率已经没有什么大的空间，向金融系统注资已经到了一定的程度，再难产生更为明显的效果，但最根本的还是经济下滑的势头一定程度上得到了缓解，如通胀和 PMI 等指数略有回升。尽管从目前的情况来看金融系统仍存在着一定的隐患，但就美国的情况来看次贷的直接威胁已经基本解决。这种情况下美国能够较为从容的应对当前的经济危机；

3 月 18 日，美联储宣布将在未来 6 个月类买入至多 3000 亿美元的美国国债、7500 亿美元的住房抵押债券和 1000 亿美元的机构债券。在此之前，英国央行亦宣布在未来 3 年每年购入大约 40 亿英镑的国债，只是因为数量不是很高所以没对市场产生明显的触动。而美联储的这一决定立即对市场尤其是美元的币值造成巨大的冲

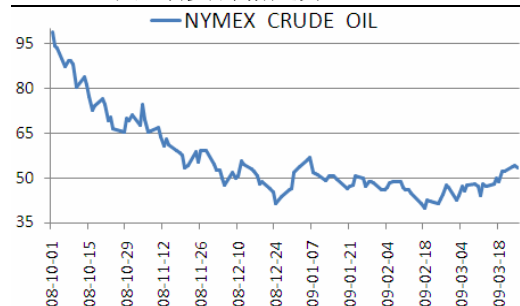
击，美元指数当日下跌 2.69%，是自 1971 年以来最大的单日跌幅。在市场看来，美联储出面购买债券，无疑相当于向市场投放基础货币，无论美联储的资金来自于库存还是增发货币。如果把通货膨胀理解为一种货币现象的话，那么美联储向市场投放超过 10000 亿美元基础货币毫无疑问将带来货币供应量的大量增加，因此直接引发了市场对通货膨胀重新来临的预期。在美元指数大幅下跌的同时，黄金和原油价格开始缓步的攀升：

图 13 美元指数近期走势



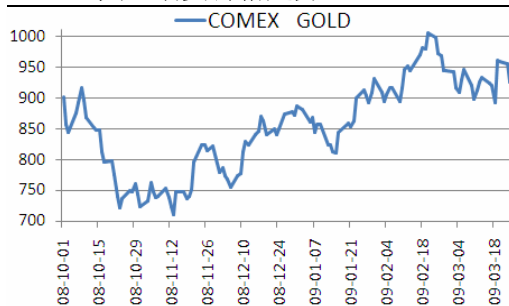
数据来源：Bloomberg

图 14 原油期货价格走势



数据来源：Bloomberg

图 15 黄金期货价格走势



数据来源：Bloomberg

在 2008 年 4 季度的投资策略报告《投资钟：美国的启示》一文中，我们曾对次贷危机爆发之后美国治理衰退和通胀的可能措施做出了分析。在我们看来，美国经济陷入危机连带着世界经济走向衰退都是在美元作为国际储备货币而抽取铸币税的必然的后

果，次贷危机爆发只不过是一个契机。衰退是经济周期里一个必然的过程，自布雷顿森林体系崩溃以来美国经济就面临着一次较大的衰退，而美元的国际货币地位最大的功效就是延缓了衰退的到来，其中 1985 年的“广场协定”（美元对世界主要货币直接贬值 30%）是最重要的事件。我们曾以“新形势下的‘特里芬’难题”概括了美元作为国际储备货币所面临的不可调和的矛盾：即作为储备货币的币值稳定和铸币税经济的贬值需要二者之间存在着不可调和的矛盾，必将造成美元向美国的回流推动资产泡沫的膨胀并最终酿成经济危机。自布雷顿森林体系后美国经济陷入长期的滞胀，最终在“广场协定”之后通过对日本的一轮货币战争恢复繁荣；而次贷危机之后的美国经济要想再度恢复繁荣，很可能需要美元新一轮的大幅贬值。但是美元的贬值很可能会危及到美元的国际储备货币地位，这是美国所不能接受和容忍的。这种情况下，我们认为美联储这次购买超过 10000 亿美元债券的做法应该是对市场的一次试探；

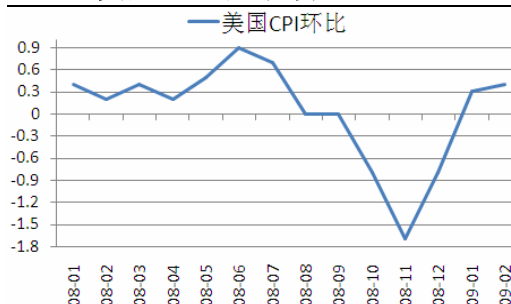
因此，我们有充分的理由认为，美元的贬值必然是持续性的。但是，美元的贬值是否会在短期形成通胀预期则是一个不确定的问题，因为短期看物价指数与美元的贬值并没有必然的联系。就目前的情况而言，我们比较图 4 和图 7 很轻易就能发现美元指数的走势与物价指数在直觉上就不相关。因此，我们也并不认为美联储的

一次购买万亿美元债券的动作就能对市场造成特别大的影响，毕竟相对于“广场协定”这次的动作实际上微不足道。但我们仍然要对美元持续贬值形成通胀预期抱有足够的警惕；

前文中我们已经提到，短期看货币贬值与通货膨胀并没有数量上的明显的关系。除了定性的趋势性的分析外，我们对 2 季度乃至下半年的物价指数走势的判断仍需要通过 PPI 和 CPI 的影响因素进行分析。我们对 PPI 的 CPI 的走势坚持一贯的分析思路不变。中国 PPI 与国际大宗商品期货价格有着很明显的相互关系，我们的实证研究表明 CRB 指数的变化大致领先 PPI 两到三个月的时间；

从图 17 来看，3 月 18 日美联储宣布购买相关债券之后，国际大宗商品市场有所反弹，CRB 指数也有一定的走高。但至少从目前看，这一回调幅度并不明显。就目前的传言来看，央行出面购买债券有可能成为一个短期的趋势，这种做法对经济的危害较大，只是一种非常无奈的选择。变相的发行货币必然会推动资产价格的攀升，加大通胀来临的预期。我们认为，对于因次贷危机引发的金融危机进而带来的经济危机，泡沫化也许

图 16 美国 CPI 环比走势

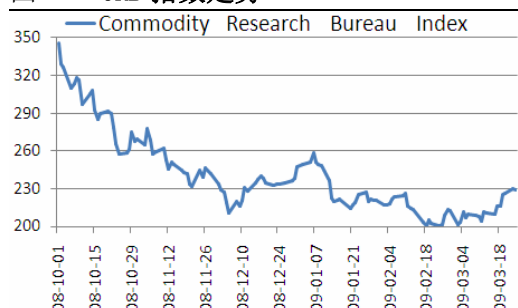


数据来源：Bloomberg

是一种较好的应对策略，但是纯脆的泡沫必然带来较高甚至是恶性通货膨胀，而最好的选择则是在经济恢复增长的过程中辅以适度的通货膨胀，这就需要各国央行能够采取较好的操作方式加以应对。而英国央行购买国债、美联储宣布购买国债和住房抵押债券的计划，按照我们的判断，很可能就是对市场的一次试探；

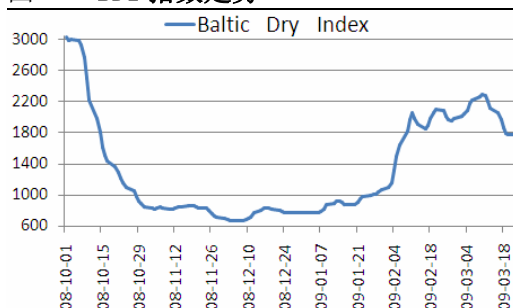
因此，通胀预期的产生以及通胀的真正来临，都需要宏观经济能够真正的开始恢复。这种状况下，我们需要观察另外几个指标。图 18 显示了 BDI 指数的走势，该指数非常清晰的反映了全球航运业的景气程度。从图 18 来看，该指数自今年年初以来进入了一个明显的回升过程，近期有所回调但是 3 月 18 日以来开始企稳，后市趋势并不明显；

图 17 CRB 指数走势



数据来源：Bloomberg

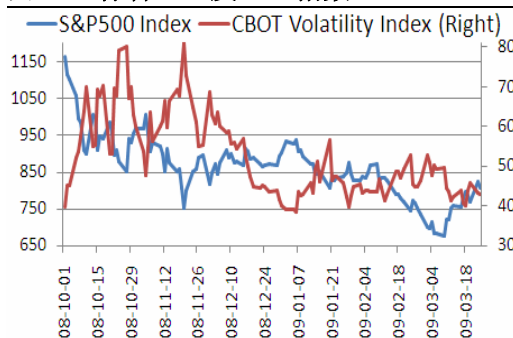
图 18 BDI 指数走势



数据来源：Bloomberg

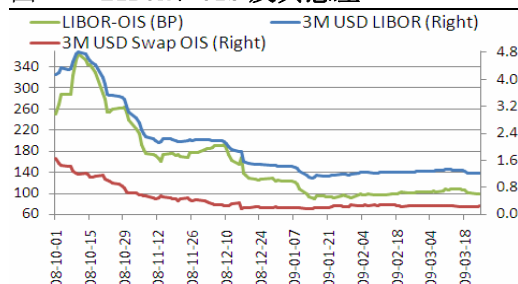
从 3 个月美元 LIBOR、3 个月美元隔夜指数掉期及其息差的走势来看，实际上这三个指标都已经在 2008 年的年底到达低位；TED 利差在 3 月中上旬有一定反复，但下旬以来再次回落。这几个指标显示出市场对经济恢复的信心有所增强；图 19 显示了标普 500 指数以及 VIX 指数的走势。从图形上来看，标普 500 指数自 3 月上旬以来触底回升，这一过程与 3 月 18 日发生的事情并没有必然的联系；而 VIX 指数则是近期第三次触底，显示出投资者对市场的判断趋于乐观；

图 19 标普 500 及 VIX 指数



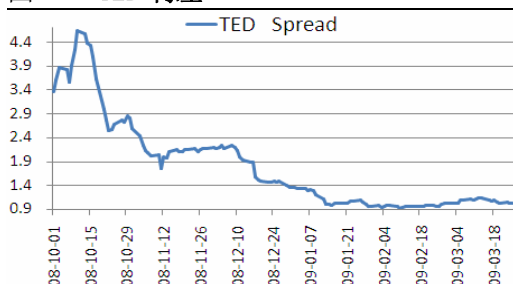
数据来源：Bloomberg

图 20 LIBOR、OIS 及其息差



数据来源：Bloomberg

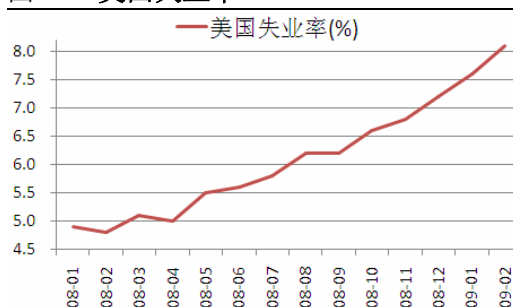
图 21 TED 利差



数据来源：Bloomberg

尽管以上相关的指标都在好转，但仍不足以使我们做出经济立马就能回升、通胀就要起来的判断。图 22 显示，美国失业率在 2 月份攀升至 8.1% 的高度，说明经济在短期仅仅只是企稳，还没能获得回升的动力。我们唯一能得出的结论是，通胀预期很可能在 2 季度开始萌芽；

图 22 美国失业率



数据来源：Bloomberg

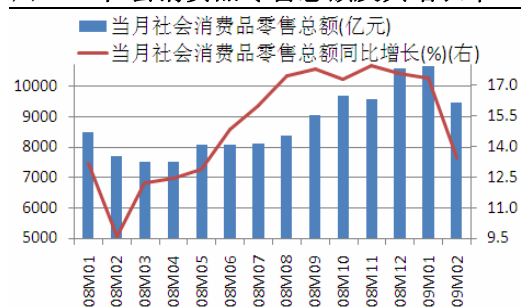
3、当前债市所处的宏观环境分析：国内市场

无论国际经济环境如何变化，对中国的债券市场而言，直接影响其收益率变化方向的仍是国内的货币政策，而中国的货币政策的直接影响因素仍然是中国的经济增长形势和物价指数的变化趋势，我们在任何一个时期对债券市场走势的判断都无法脱离这样一个框架：

首先我们看经济增长方面。根据上一节的我们知道，目前全球经济的衰退已经基本企稳，但是短期仍难言复兴，在中国经济已经很大程度上融入全球经济的情况下，我们认为中国经济也已经在一季度触底，但二季度实现真正的回升的可能性仍比较小，尽管从数据上看经济形势确实有一定的好转。对经济增长的分析我们仍然从消费、固定资产投资和对外贸易三个方面展开：

图 23 显示了社会消费品零售总额及其同比增长率的走势。从该图来看，2009 年 1 月份和 2 月份社会消费品零售总额及其同比增长率均在走低；我们认为消费的萎缩对经济造成的打击是最明显的，因为消费本身是一件刚性的东西。2003-2007 年的黄金经济增长和 06-07 两年的资产泡沫膨胀大大提高了居民的消费意愿，而从图 23 看，居民的消费意愿开始发生变化：

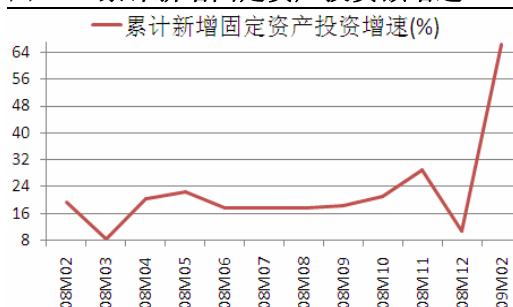
图 23 社会消费品零售总额及其增长率



数据来源：Wind 资讯

数据说明：经 CPI 校准

图 24 累计新增固定资产投资额增速



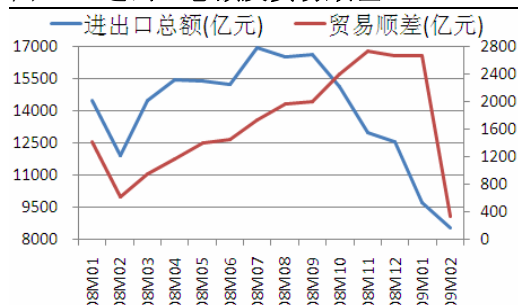
数据来源：Wind 资讯

数据说明：经 CPI 校准

图 24 则显示 2009 年 1-2 月份新增固定资产投资额同比增速大幅上升。我们认为这与政府近期的一系列经济振兴计划具有非常重大的关系。实际上，自 2008 年年底以来我们一直认为 2009 年经济能否振兴全看投资，最重要的就是因为政府“4 万亿”的投资计划，同时对消费和外贸不乐观。中国上一轮投资刺激经济增长是在 2000 年前后的那一段时期，当期的宏观环境是基础设施非常落后，因此投资拉动经济非常成功；而就目前的情况来看，经济环境已经发生了巨大的变化，最显著的就是基础设施建设不再那么迫切。这种情况下，投资更考验政府的能力，如果管理不好的话很容易形成重复建设从而对经济的发展不但没有贡献反而产生拖累。因此，尽管投资增长很快，我们对短期经济增速能否回升持谨慎态度；

图 25-26 显示了对外贸易的情况。从图中可以看到，我国的对外贸易实际上从 2008 年 8 月份开始下降，其中进口下降幅度显著快于出口下降幅度，结果导致从 2008 年 10 月至 2009 年 1 月贸易顺差持续处于高位。进口下降幅度显著快于出口下降幅度的主要原因是国际大宗商品期货价格的大幅回落，而我们的主要进口商品中有相当一部分出现了价格的大幅下降。总体上看，萎缩情况下的贸易顺差并不是我们想要的。这种情况在 2009 年的 2 月份发生了一定的变化，进口额及其增速均略有回升。实际上根据海关总署公布的数据，如果剔除掉春节因素的话，我国的对外贸易下滑的势头在 1 月份已经中止，2 季度的情况相比 1 季度应该要好一些；

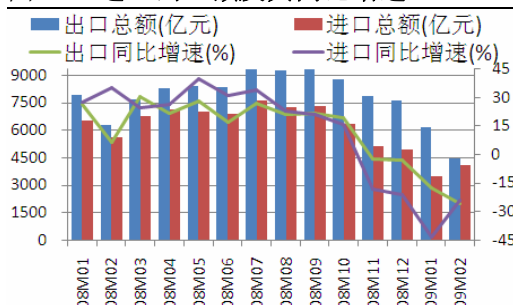
图 25 进出口总额及贸易顺差



数据来源：Wind 资讯

数据说明：经人民币汇率校准

图 26 进、出口额及其同比增速

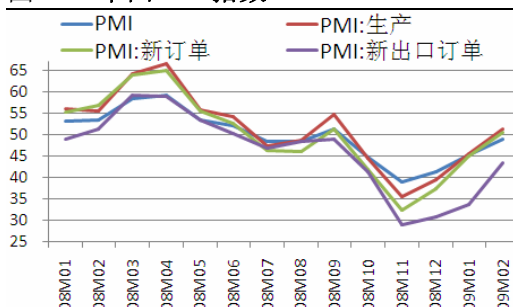


数据来源：Wind 资讯

数据说明：经人民币汇率校准

观察经济增长的另一个重要指标是采购经理人指数，反映了制造业的活跃程度。从图 27 看，中国 PMI 在 2008 年 11 月份触底后持续反弹，目前已拨动至 50 左右，即有望回升至景气区域。其中 2 月份增长较快的是其中的新出口订单指数，也从另一个侧面显示出对外贸易有一定的复苏；

图 27 中国 PMI 指数



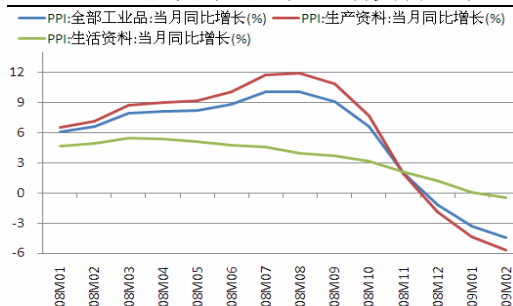
数据来源：Wind 资讯

经济增长与通货膨胀并不是一个可以隔开的概念，经济运行的不同阶段（复苏、繁荣、衰退、萧条）总是伴随着通货膨胀的变化。经济复苏阶段一般通胀较低，而随着经济步入繁荣甚至是过热的状态，通货膨胀率将明显的攀升。但是就短期（2009 年 2 季度）来说，我们显然无法应用一个经济周期来说明通胀的运行。我们所能做的只能是根据影响通胀指标的直接因素来对物价指数的走势做出判断。在此，我们所选择的通货膨胀指标仍然是 PPI 和 CPI；

在 3 月份投资策略报告中，我们对影响 PPI 的先行指标 CRB 指数的影响因素做出了细致的分析，此处我们不在赘述。图 17 显示近期 CRB 指数有一定的上升但是幅度并不高；图 14 和图 15 则显示了原油和黄金期货近期的价格均略有回升，其中黄金的价格上升的更为明显，显示出市场对通胀的担忧在上升；

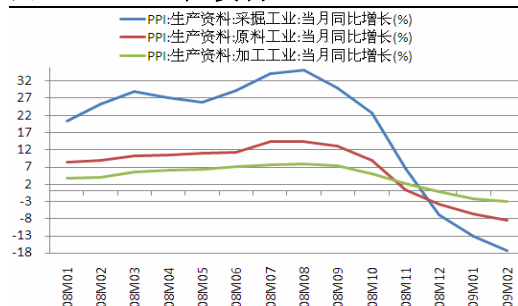
图 28-30 显示了影响 PPI 的分类因素。我们从中可以看到，与 PPI 联系最紧密的实际上是生产资料因素，生活资料因素对 PPI 的影响很小；在生产资料中，很明显采掘工业类对 PPI 的影响最为明显。而这里的采掘工业主要就是指原油、煤炭等资源行业；

图 28 PPI 及其中的生产生活资料因素



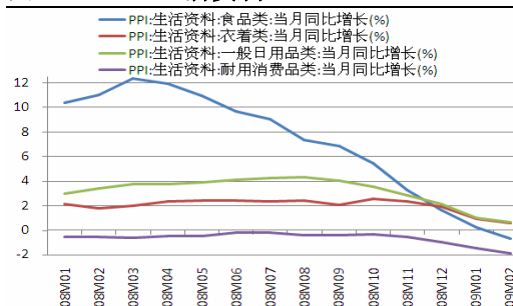
数据来源：Wind 资讯

图 29 PPI:生产资料



数据来源：Wind 资讯

图 30 PPI:生活资料

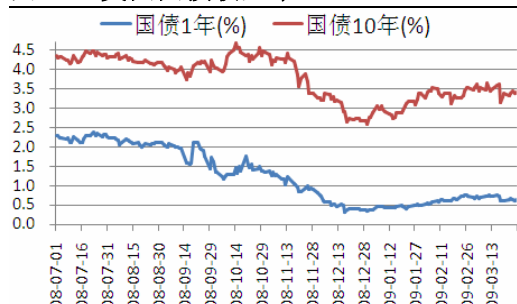


数据来源：Wind 资讯

由于 CRB 指数本身反映的就是国际大宗商品价格走势，结合我们对 PPI 细分项的分析，我们认为观察国际大宗商品期货价格即可以较为准确的判断 PPI 的走势。我们在 3 月份策略报告中曾引用宏源证券首席经济学家房四海教授的观点来对国际大宗商品期货价格走势进行预判，具体的判断遵循以下一个轮动过程：VIX 高点>标普 500 指数见底>BAA spread（企业债和国债的 Bond Yield Spread）开始收窄>失业率见峰值>1 年国债收益率见底>10 年国债收益率见底>收益率曲线见峰值>通胀率见低点>有色金属价格（铜）见底>国际油价见底。我们在前文中也已经对 VIX 指数、标普 500 指数、美国的

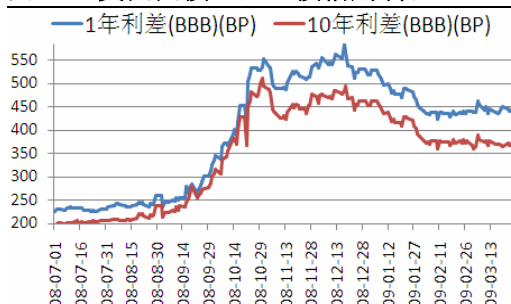
失业率、通胀率以及原油和有色金属价格等进行了回顾，图 31 显示了美国 1 年期和 10 年期国债到期收益率以及国债和企业债利差的走势：

图 31 美国国债收益率



数据来源：Wind 资讯

图 32 美国国债、企业债信用利差

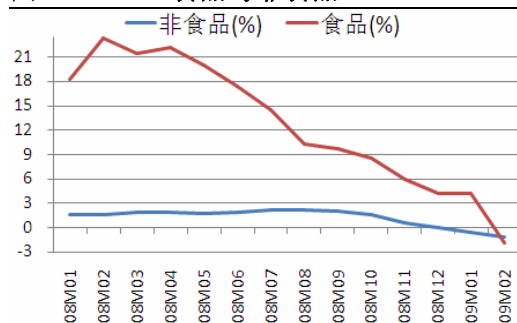


数据来源：Wind 资讯

从图 19、16 以及 22 等看，VIX 指数从高点回落、S&P500 指数见底回升、BAA Spread 收窄、收益率曲线触底回升、CPI 止跌反弹、原煤及黄金等商品价格略有反弹，我们认为目前看大宗商品价格确有上涨趋势进而引发 CRB 指数继续回升，这种情况下中国 PPI 将在 2009 年 2-3 月份触底。2008 年我国 PPI 指数 1-8 月份分别是 6.1、6.62、7.95、8.12、8.22、8.84、10.03 和 10.06。今年 PPI 同比基数是一个逐渐抬高的过程，结合上述对 CRB 走势的分析，即使 PPI 再创新低，也是因为基数效应。由于 PPI 数据不公布环比，我们难以对其翘尾因素进行测定。但大致估计一下，2 季度，即使环比上升，PPI 也难以走高，可能会持续的在 -5 左右波动；

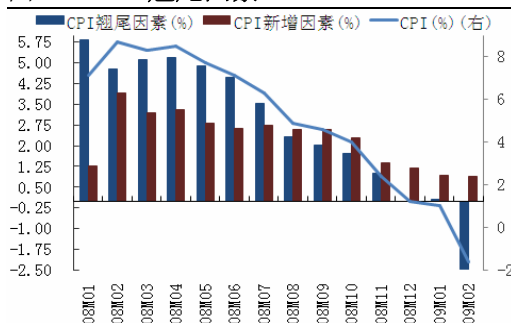
对 CPI 的分析则要显得简单一些，我们依然把它分成两个部分：食品因素和核心 CPI，对于食品的影响因素是大宗商品里粮食的走势和国家对粮食收购价格的调整，对核心 CPI 的影响是来自上游 PPI 的传导和国家货币供应量的变动。从图 33 我们可以看到，非食品因素一直比较稳定，波动较大的主要是食品因素，同时也是 CPI 的构成里权重最大的因素。2009 年影响食品价格的因素主要有两个方面：一是发改委曾提及 2009 年粮食价格上调，二是北方旱灾带来粮食减产预期。此外，大宗商品价格见底也为未来食品价格上涨提供支撑。基于此，我们认为 2009 年物价指数上升的预期正在加强；

图 33 CPI：食品与非食品



数据来源：Wind 资讯

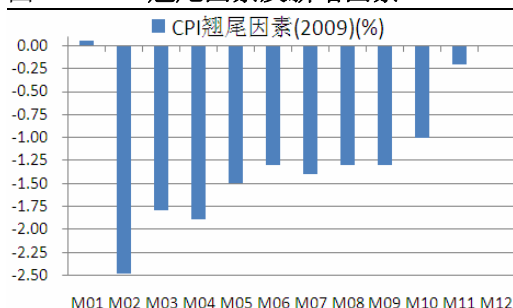
图 34 CPI 翘尾因素 2009



数据来源：Wind 资讯

对 CPI 的判断我们还可以从横截面看，即将 CPI 分解为翘尾因素和新增因素。2 月份 CPI 大幅下降，同比增长-1.6%，主要是因为翘尾因素的作用。从图 35 我们可以看到，翘尾因素将逐月衰减至 0，这种情况下 CPI 同比增长率必将逐步走高。但是，短期看，由于翘尾因素的作用以及我们认为近期物价指数难以发生大的波动，因此我们判断未来几个月 CPI 很可能在-1 至 0 这个区间波动并缓步上升；

图 35 CPI 翘尾因素及新增因素



数据来源：Wind 资讯

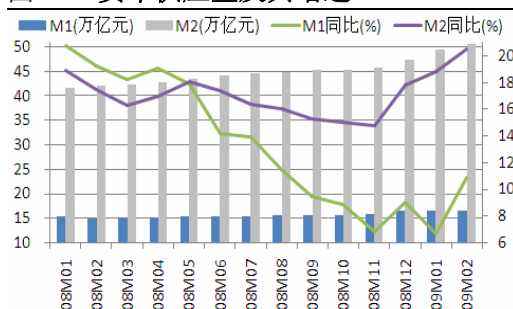
4、2 季度货币政策走向与分析

货币政策最重要的主要是利率政策、存款准备金率调整和公开市场操作，此外还包括窗口指导等，但总的来说，都是对市场流动性的调控。而目前的市场则仍呈现流动性过剩的态势，无论是在债券市场还是在信贷市场；

3 月 12 日，央行发布了 2 月份的金融运行情况，数据显示：2009 年 2 月末，广义货币供应量(M2)余额为 50.71 万亿元，同比增长 20.48%，比上月末高 1.69 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 16.65 万亿元，同比增长 10.87%，比上月末高 4.19 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 3.51 万亿元，同比增长 8.28%；2 月末，金融机构人民币各项贷款余额 33.06 万亿元，同比增长 24.17%，增幅比上年末高 5.44 个百分点，比上月末高 2.85 个百分点，当月人民币各项贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元；2 月末，金融机构人民币各项存款余额为 49.81 万亿元，同比增长 23.01%，增幅比上年末高 3.28 个百分点，比上月末高 0.02 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.65 万亿元，同比多增 3171 亿元；

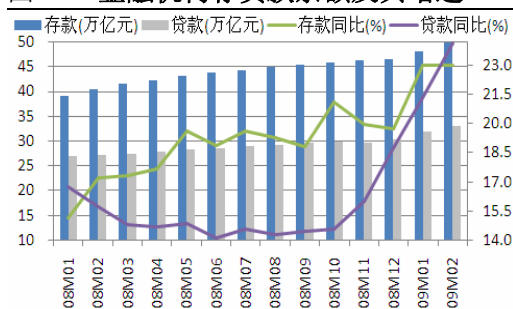
从图 36 我们可以看到，2008 年 11 月是市场流动性最为枯竭的时期，M1 和 M2 都创下多年新低。但随着央行宽松货币政策的逐步实施，流动性枯竭的局面逐步该款，

图 36 货币供应量及其增速



数据来源：Wind 资讯

图 37 金融机构存贷款余额及其增速

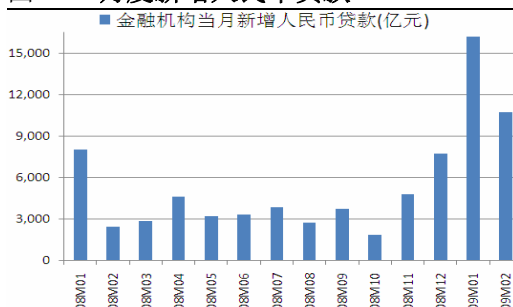


数据来源：Wind 资讯

尤其是在将基准利率调至低位之后，银行和企业的信贷活动大幅增加；

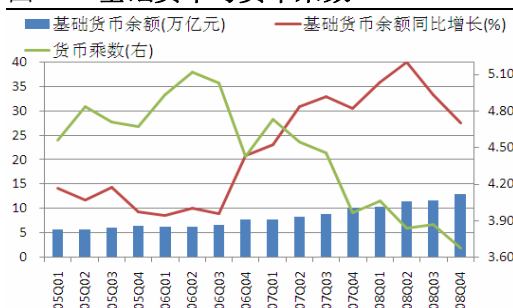
有一点需要注意的是虽然1月份信贷创下天量，但是M1和M2之间的喇叭口再次扩大，另一条需要注意的是1月份和2月份的天量信贷中票据融资占了很大的比例，都在40%以上，这说明实际的投资活动可能没有数据显示出来的那么乐观；图39也显示，在2008年4季度货币政策转向宽松的情况下，货币乘数仍在下降。这个现象也说明当前流动性过剩的局面仍然更多的出现在资本市场；但这些资金很可能已经做好了随时通过信贷市场投向实体经济的准备；

图 38 月度新增人民币贷款



数据来源：Wind 资讯

图 39 基础货币与货币乘数



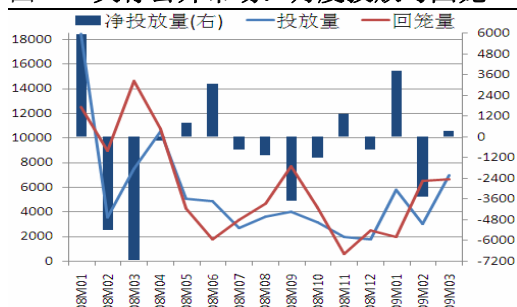
数据来源：Wind 资讯

对于央行货币政策最重要的两项手段：基准利率和存款准备金率，虽然仍有下调的空间，但毫无疑问继续降息和降存款准备金率的预期下降了很多，其背后的原因主要是一方面宏观经济在数据上出现了好转的苗头，但更重要的还是因为当前市场上流动性明显过剩，这种情况下采取宽松货币政策释放流动性并没有必要。此外，一年定期存款 2.25% 的利率已经处于较低的历史位置，实际的下调空间并不大；相比之下，如果一定要通过相应的货币政策来释放流动性，下调存款准备金率的可能性要更大一些；

但是，货币政策作为一种调节经济的手段，反过来必然要受到经济运行需要的影响。因此，央行货币政策可能会根据实体经济运行的情况制定，这就使得我们必须分外关注 4 月中旬出台的 1 季度或者 3 月份的宏观经济与金融运行数据。就目前的情况来看，我们认为 1 季度或者说 3 月份经济形势可能会继续好转，这种情下降息和降存款准备金率都没有必要。当然，在经济形势没有明确好转的情况下，我们不考虑加息和提高存款准备金率的问题。这种情况下，央行使用最频繁的手段只能是公开市场业务；

从央行公开市场操作的方向上看央行公开市场回笼货币的力度逐步增大，其中 2 月份和 3 月份的回笼量分别达到 6500 亿元和 6650 亿元。这主要是因为 3、4 月份央票和正回购到期量相当大，央行若不进行对冲，就有向市场投入大量的货币的可能，造成流动性进一步过剩。因此，我们认为二季度央行在公开市场业务上可能会适度宽松，在利率和存款准备金率政策上不会有大的变化；

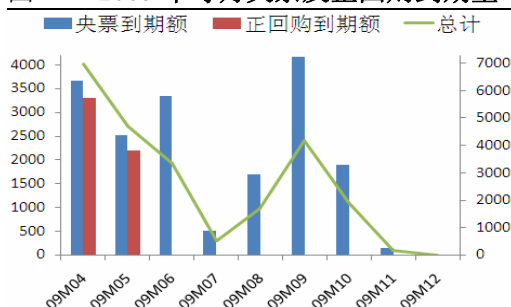
图40 央行公开市场：月度投放与回笼



数据来源：Wind资讯

数据说明：3月份数据截止3月27日

图41 2009年每月央票及正回购到期量



数据来源：Wind资讯

数据说明：3月份数据截止3月27日

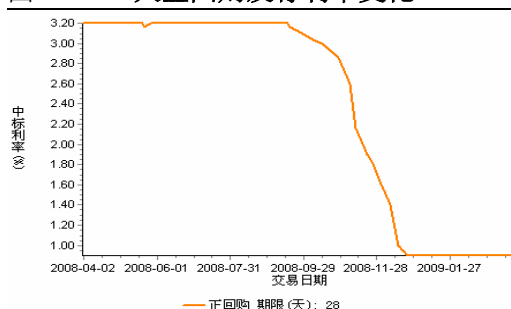
5、债券市场资金面分析与2季度投资策略

如果说央行公开市场操作更倾向于是一种短期行为，目的在于对市场的微调，那么，央票和正回购的发行利率则更能说明市场资金对短期低利率品种的态度。从图42和图43我们就可以看到，3月期央票和28天正回购的发行利率已经有接近3个月的时间处于低位，事实上，最近几个月28天正回购和3月期央票发行中标利率一直是0.90%和0.9650%，这一利率相比超额存款准备金率0.72%也高不了多少：

与央票和正回购发行利率处于低位相互印证的是银行间同业拆借利率及其报价亦处于历史低位，如图44和图45所示：

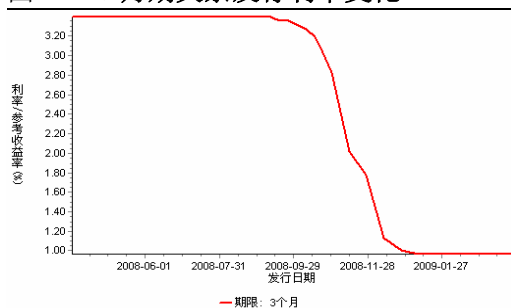
图46则显示了自2008年初以来银行间市场质押式回购、买断式回购和同业拆借各期限的平均成交利率。从这三幅图来看，银行间市场回购和同业拆借利率自2008年底以来一直处于历史低位，并没有发生明显的变化。即使是出现了2月份和3月份的天量信贷，也没有对银行间市场的短期资金面造成实质性的影响；

图42 28天正回购发行利率变化



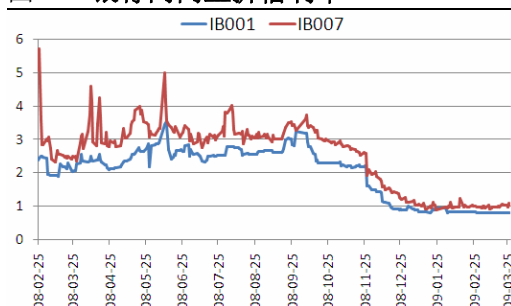
数据来源：Wind资讯

图43 3月期央票发行利率变化



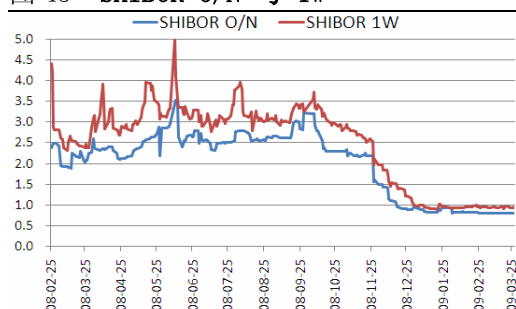
数据来源：Wind资讯

图44 银行间同业拆借利率



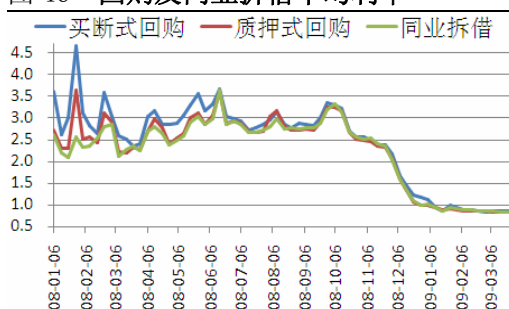
数据来源：Wind资讯

图 45 SHIBOR O/N 与 1W



数据来源: Wind 资讯

图 46 回购及同业拆借平均利率



数据来源: Wind 资讯

我们在第一部分的市场回顾中已经提到过短期品种特别受到市场青睐,其主要原因在于低收益率状态下市场对利率风险的担忧确实是在上升。事实上,不仅仅是央票、回购以及拆借等,短期金融债、铁路债、高评级短融以及最新推出的地方政府债券等的发行利率都能说明这样一个问题。与此相对照的是,资金对长端收益率的态度已经在发生变化。从最近的一期20

年期国债的发行来看,市场资金对长债的报价已经趋于保守。3-10 年期的国债或金融债等的发行利率与二级市场到期收益率基本接近,而短端无风险品种发行利率大多低于二级市场收益率。3-10 年的中端品种中,比较受欢迎的主要还是高收益的企业债、中期票据等;

图 47 债市资金面指标



数据来源: Wind 资讯

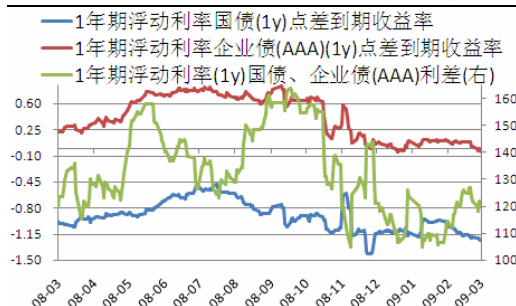
以上分析的结论主要就是说目前的债券市场资金面过剩主要是短端,长端有一定程度的趋紧。我们长期跟踪的资金面指标也在一定程度上说明了这个问题,如图 47 所示,我们以“‘存款-贷款-准备金(可用资金量)’同比增速-贷款同比增速”作为资金面的衡量指标,其与天相交易所国债净价指数的拟合亦有一定的效果。我们选择这个指标主要是因为考虑到债市的投资主体仍然是银行,因此银行的资金量基本上决定了债市的资金量,而其他如券商、基金、保险等机构投资者一定程度上可以看做是扰动因素。该指标的走势表明,近期债市的资金面一定程度上开始趋紧;

综合前面的分析,我们认为影响当前债券市场最大的不安定因素主要是通胀预期有可能在 2 季度萌芽,以及随着经济的发展市场资金面的确有偏紧的趋势,而经过 1 极度的上涨之后,低评级高收益的券种也在逐步的失去其投资价值。这种情况下我们建议债券市场的投资者不妨谨慎一些。从现在的情况来看,我们建议投资者适当的缩短久期,与此同时,也要积极努力的到市场上挖掘新的投资机会;

首先, 因为我们认为通胀预期有可能在二季度萌芽, 这种情况下可以关注浮动利率债券。目前市场上浮动利率债券的利率基准主要是 1 年定期存款利率、SHIBOR 以及 7 天回购利率等, 发行主体上看主要是国债和政策性金融债, 企业债相对较少。对浮动利率债券我们主要通过分析其点差的走势:

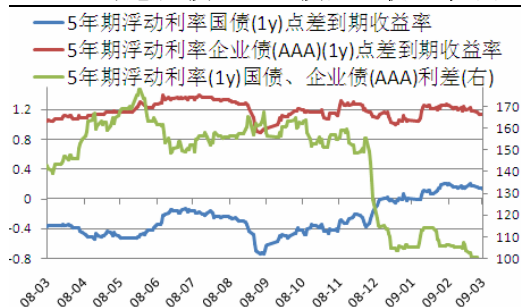
图 48 和图 49 分别显示了 1 年期和 5 年期浮动利率国债、企业债 (AAA) 点差到期收益率以及两券种间利差的走势, 利率基准为 1 年定期存款利率; 图 50 则显示了浮动利率政策性金融债点差到期收益率的走势, 利率基准分别选择了 1 年定期存款利率和 SHIBOR;

图 48 浮息国债、企业债点差收益率(1)



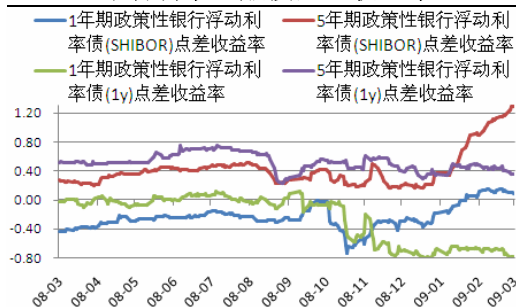
数据来源: 中国债券信息网

图 49 浮息国债、企业债点差收益率(5)



数据来源: 中国债券信息网

图 50 浮动利率金融债点差收益率



数据来源: 中国债券信息网

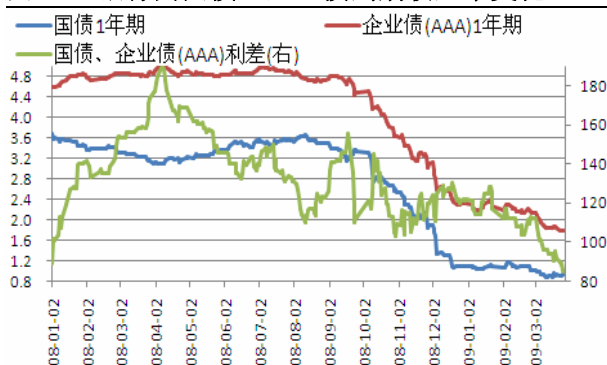
从图中我们可以看到, 1 年期券种的收益率与固定利率券种基本相似, 而 5 年期浮动利率券种与固定利率券种之间的表现则有着明显的不同。从图 49 我们可以看到, 5 年期浮动利率国债的点差收益率从 2008 年 9 月以来就逐步上升, 而自 12 月以来浮动利率国债和企业债之间的利差突然大幅下降。这在一定程度上说明了中期浮动利率债券收益率有一定的抗跌性。而从利差的走势来看, 如果通胀预期起来甚至是货币政策步入加息周期, 不但浮动利率债券的表现将好于固定利率债券, 期限长一些的债券表现将更好; 图 50 中值得我们注意的地方, 主要是自 2008 年 4 季度债券牛市启动以来, 以 SHIBOR 为基准的浮动利率政策性金融债点差明显走高, 我们认为这并不是因为债券收益率走高而是因为 SHIBOR 大幅走低; 如果通胀预期起来, 以 SHIBOR 为基准的浮动利率债券可能更具有抗跌性。而以 1 年定期存款利率为基准的浮息债点差收益率已经较低, 相比之下 5 年期品种更值得配置。浮动利率债券投资价值在期限上的差异并不难理解, 因为通胀从预期萌芽到加息周期的到来也不是一个短期的过程, 这种情况下自然是期限稍长的浮动利率债券更受欢迎, 而短期浮动利率债券防范利率风险的效果并不明显。因此, 我们推荐投资者适当关注 3-5 年期限的浮动利率债券;

其次，我们认为在一季度表现较好的低评级高收益信用债在二季度仍将有持续的表现，尽管收益空间有一定的下降。对于这一点我们仍然从银行间国债和企业债的收益率及利差走势进行分析。从银行间国债、企业债收益率曲线和利差的走势来看，目前 1 年期和 10 年期银行间国债、企业债（AAA）收益率和利差均处于历史低位，虽然在 1 季度 10 年期品种到期收益率有一定的反弹但是整体幅度并不高，投资价值并没有加大；而 AA 品种虽然收益率处于历史低位，但是利差处于较高位置；

图 51 显示了 1 年期银行间国债和企业债（AAA）的收益率及利差的走势，我们可以看到收益率以及利差均处于较低的位置；图 52 则显示了 10 年期品种相同指标的变化趋势，我们可以看到收益率在 1 季度有一定程度的上升但是幅度并不高，利差在最近几天有一定的上升但是幅度也不高，总体上看仍处于历史低位；

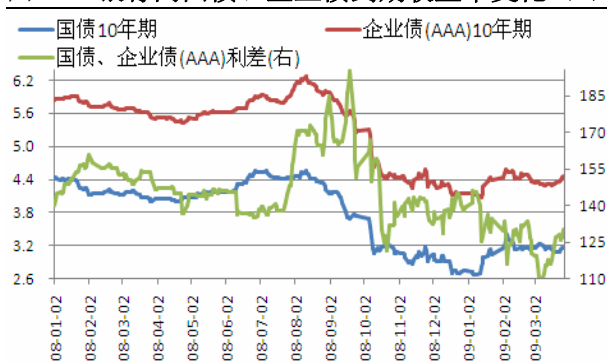
图 53 和图 54 则显示了企业债（AA）与国债的收益率走势以及利差变化，虽然收益率的变化基本一致，但是利差的变化与（AAA）品种具有明显的不同，还存在一定的下降空间，因此期限稍长的低评级企业债是我们 2 极度关注的重点；

图 51 银行间国债、企业债到期收益率变化（1）



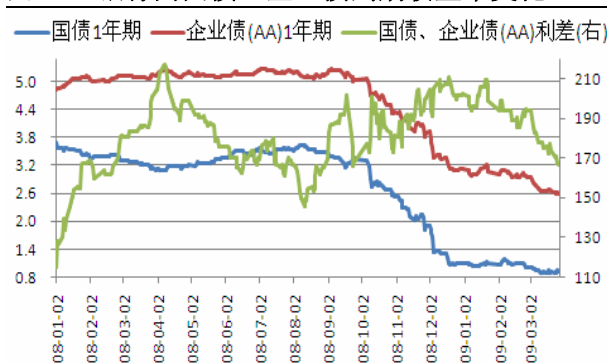
数据来源：宏源证券研究所

图 52 银行间国债、企业债到期收益率变化（2）



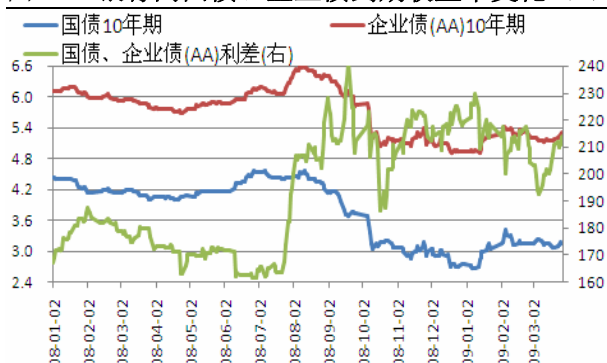
数据来源：宏源证券研究所

图 53 银行间国债、企业债到期收益率变化（3）



数据来源：宏源证券研究所

图 54 银行间国债、企业债到期收益率变化（4）



数据来源：宏源证券研究所

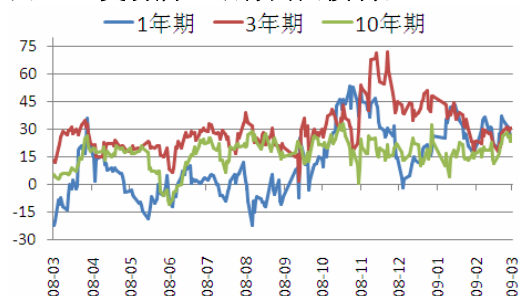
2009 年 2 季度我们关注的第三个重点方向是一级市场。我们已经在前面的分析中得出结论：在降息预期趋弱的情况下债市的表现主要由资金面驱动，而市场资金大多为短期资金，这是使得短期品种表现好于长期品种的主要原因。事实上从图 1 至图 8、图 51 至图 54 我们可以看到，除 AA 级中短期票据外，其余品种表现最好的到期收益率降幅也仅 40BP 或略高，而且在收益率处于低位市场比较脆弱的情况下，获得这样的收益实际上同时也承担了较大的风险。这种情况下，市场将目标投向了一级市场。一季度的二级市场呈现出两个方面的特征，一是短期无风险品种（国债、金融债）发行票面利率明显低于二级市场到期收益率，二是低评级的高收益城投债受到追捧，发行非常火爆，供不应求。这些城投债包括六安城投、哈城投等，连带着前期发行的长兴债等也颇受市场欢迎；

这个情况的产生，我们认为主要与市场资金的结构有关系。目前债券市场的主要投资者包括银行、券商、基金和保险等，其中银行持有的债券大约占总托管量的 70%。这其中，绝大部分的资金都必须配置高信用等级甚至是无风险品种，同时，由于目前债券市场整体上收益率水平处于历史低位，长期债面临着较大的信用风险，因此就造成了中短期债券尤其是短期国债、金融债、铁路债（票据）、AAA 级企业债的需求较大，发行利率极低甚至低于二级市场到期收益率；另一方面，对于部分追求高收益的资金来说，低收益的国债、金融债等远不如隐含政府担保在内的低评级地方城投债有吸引力，这些城投债票面利率相当高，多在 7%以上，利率弹性较低，成为一部分资金着力配置的品种；从目前的情况看，债券一级市场发行火爆，多只低评级高收益债券待发，在二级市场收益率处于低位的情况下为能参与一级市场的投资者提供了较好的机会；

最后一个可能的投资机会，我们认为可能来自于交易所债券与银行间债券的流动性利差。由于市场容量和投资者资金量的关系，交易所市场流动性相对较差，交易所债券相对于银行间债券具有一定的收益率溢价。2009 年 1 月 19 日，中国证监会和中国银监会宣布，已经在证券交易所上市的商业银行，经中国银监会核准后，可以向证券交易所申请从事债券交易。如果进展顺利的话，银行重返交易所市场将在 2009 年、最快 2 季度实现，这将给交易所市场的容量和投资者结构带来翻天覆地的变化。流动性的增强将明显的缩小交易所和银行间债券的利差；

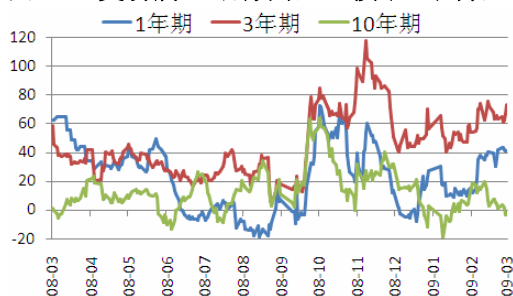
图 55 和图 56 分别显示了交易所与银行间国债和企业债最近一年的利差演变情况。从图 55 我们可以看到，除 1 年期品种外，交易所国债到期收益率大多数时间都高于银行间市场；图 56 则显示，交易所企业债到期收益率与银行间企业债到期收益率的差值大多数时间都在 0 以上，从最近的情况看中短期品种利差高于短期和长期品种，这与交易所市场无担保公司债和分离交易可转债的存债扩容有关；

图 55 交易所、银行间国债利差



数据来源：中国债券信息网

图 56 交易所、银行间企业债(AAA)利差



数据来源：中国债券信息网

如果银行进入交易所市场，那么由于流动性的增强，交易所与银行间市场相同品种的利差将明显的缩小。从图 55 和图 56 看这中间国债和企业债分别有着 15-20BP、20-40BP 的套利空间。特别是一些跨市场交易的债券，利差的缩小将更加明显。我们建议投资者密切关注；

综合全文的分析，我们认为在经历了 2008 年 4 季度的疯狂和 2009 年 1 季度的煎熬之后，2009 年 2 季度债市的机会可能更少。在这样的一个环境中，我们建议建议投资者在二季度采取如下策略：

1. 考虑到通胀预期有可能在 2 季度萌芽，建议适当的缩短久期以应对利率风险，同时，建议配置一定的浮动利率债券；
2. 继续关注低评级高收益信用债，特别关注一级市场的发行；
3. 由于交易所债市流动性较差，相对于银行间市场有一定的收益率溢价。如果银行进入交易所市场的话，这个溢价有可能消失，可以套取一定的收益；特别关注跨市场交易的债券；

宏源证券固定收益研究团队：

武洪波：研究主管、固定收益证券及金融衍生品高级分析师。南开大学经济学博士，先后就职于天津国际信托、渤海证券、中国科技证券和安信证券从事固定收益证券投资、研究以及发行与承销等工作，具有丰富的市场经验。2008年6月加盟宏源证券研究所。

刘佑成：固定收益证券及金融衍生品分析师。毕业于南京大学商学院金融投资专业，4年金融投资、研究经验，2007年3月加盟宏源证券研究所。

罗 刚：固定收益证券及金融衍生品分析师。毕业于中国人民大学金融工程专业，2年证券研究经验，2008年5月加盟宏源证券研究所。

万 玮：固定收益证券及金融衍生品分析师。北京大学物理学院理学硕士，2008年7月加盟宏源证券研究所。

销售经理：蒋全

联系电话：010-62294633

电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。