

2009 年 4 月债券市场投资策略

核心观点

➤ 中国经济：3 月 CPI 或将反弹，PMI 连续 4 月上升

受到货币供应、大宗商品走势以及翘尾因素的影响，远期通胀预期上升。农产品价格出现小幅反弹，估计 3 月份 CPI 在 -1% 左右。PMI 指数连续 4 个月出现反弹，已超过 50 的临界值。库存指数出现小幅下降，基本与历史正常水平相当，由于生产出现上升，库存的下降说明市场上对商品的需求比前期有所上升，这是经济转暖的重要信号之一。

➤ 世界经济：金融恐慌缓解，实体经济仍陷衰退

经过一段时期的数据追踪，我们认为当前美国金融市场恐慌阶段已基本过去。但是实体经济仍陷入衰退中。居高不下的新屋供应量使得房价缺乏反弹的基础；消费者收入、消费者信心以及美国消费方式的改变使得消费的难以持续有效增长；失业率高达 8.5%，处于持续恶化的阶段。

➤ 资金面分析

2 月份企业活期存款的大幅增加，说明资金并不是完全流入定期存款，企业的交易性需求有所增强。3 月份全国性商业银行平均每日融出资金 2257 亿，平均每日比 2 月份多融出接近 400 亿，显示当前资金较为充裕。3 月份 Shibor 1W 与 7 天质押式回购利率和 2 月份基本未变，稳定在 0.95% 的低位，未来数月内资金应该仍会保持充裕。从公开市场的角度来看，4 月份到期资金量仍然较高，共 7760 亿。3 月份央行 4000 亿的回购资金在 4 月份到期，这导致了 4 月份的到期资金量激增。

整体资金面宽裕，但是由于未来长债大量发行，资金可能出现结构性紧张。

➤ 配置策略

利率产品。继续建议投资者持有中、短期品种，回避长期品种。

信用产品。超配信用产品，中国经济最差的时期可能已经过去，建议配置 AA 级、AA-级信用债。

研究员：邱庆东

电话：010—84183235

E-mail: QiuQingDong@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1. 宏观经济	3
1.1. CPI 将反弹至-1%左右	3
1.2. PMI 指数连续上升，库存指数下滑	5
1.3. 金融恐慌缓解，实体经济仍陷衰退	5
2. 市场回顾	8
2.1. 一级市场	8
2.2. 银行间市场	8
2.3. 交易所市场	11
3. 投资策略	12
3.1. 资金面分析	12
3.2. 配置策略	15

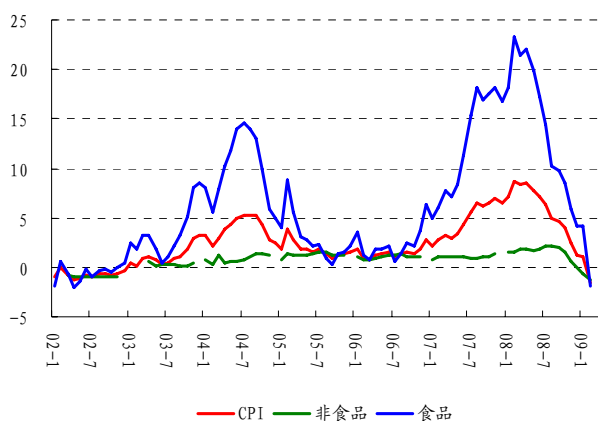
1. 宏观经济

1.1. CPI 将反弹至-1%左右

2月份CPI同比增长率继续下滑，降至-1.6%，增幅比1月下降2.6个百分点，CPI增幅符合我们的区间判断。分类别看，食品价格下降了1.9%，非食品价格下降1.2%，食品价格首次出现负增长。

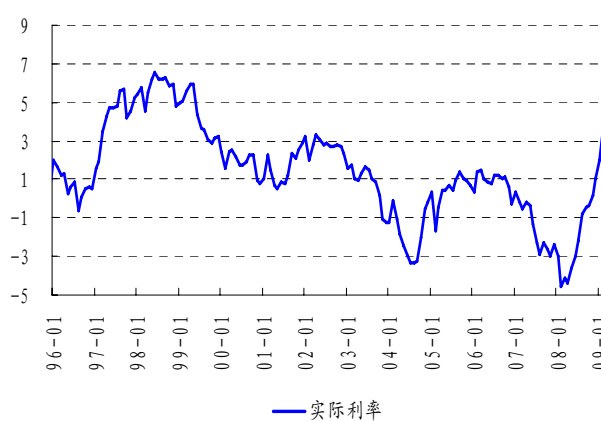
以1年期存款利率-CPI为代表的实际利率继续上行趋势，2月份实际利率达到3.8%以上，是近十年来的历史高点。

图表 1: CPI 分类指数



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 2: 实际利率达十年高点

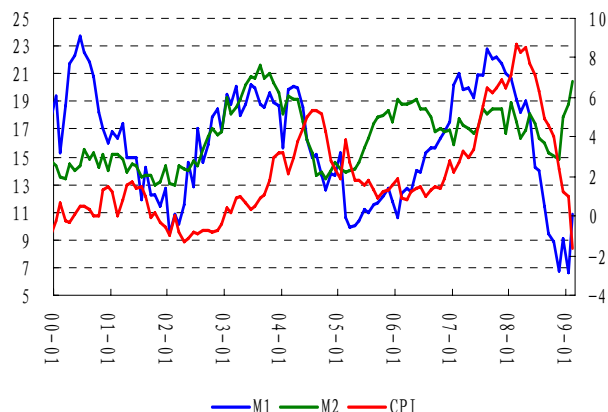


资料来源: Wind、国都证券研究所

值得注意的是，对于未来的物价走势，出现了远期通胀的预期。

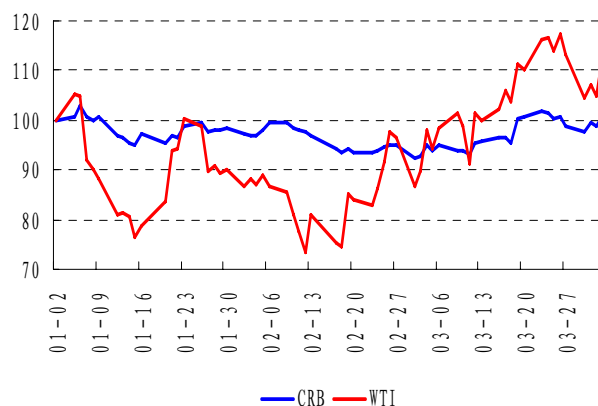
从货币供应与基础产品价格走势来看，物价走势在未来六个月内将会受到货币供应的影响。从历史上看，M1 和 CPI 的相关性较大。可以看到，2 月份由于宽松的货币政策，M1 增速已经由 6.7% 一举上升至 10.87%，从当前的政策来看，未来还有上升的可能性。从大宗商品价格走势来看，其代表 CRB 指数仍在震荡反弹，而最重要的初级产品原油价格近来强劲反弹，已由最低的 32.4 美元/桶上升至 50 美元/桶以上，大宗商品的持续反弹，前期通货紧缩的风险开始下降。

图表 3: 货币供应与 CPI



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 4: CRB 指数与石油价格 (以 09 年初为 100)

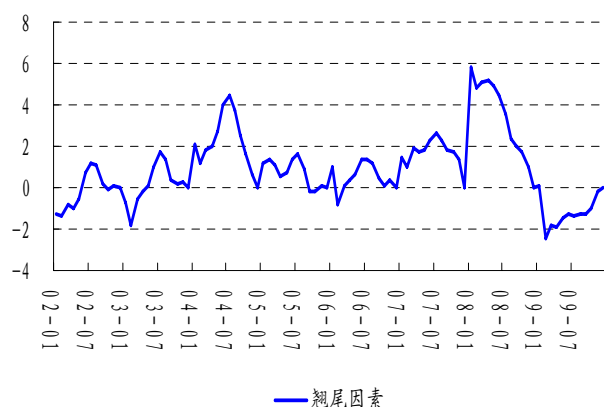


资料来源: Wind、国都证券研究所

2 月份翘尾因素值为-2.8%，为全年的最低值，这直接导致了 CPI 大幅下降，2 月份后，翘尾因素逐渐下降，其中 3 月份翘尾因素比 2 月份有明显的上升，为-1.79%。

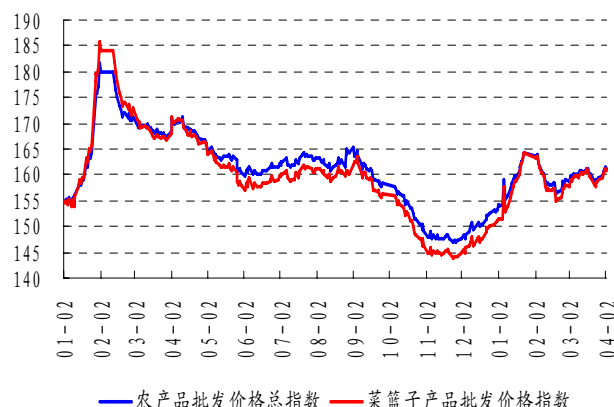
短期看，3 月份作为 CPI 食品类价格参考的农产品价格指数和菜篮子价格指数略有上升，2 月份均值分别为 159.22 和 158.38，3 月均值分别为 160.01 和 159.47。

图表 5: 2 月份翘尾因素全年最低



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 6: 农产品价格指数和菜篮子价格指数月内走势



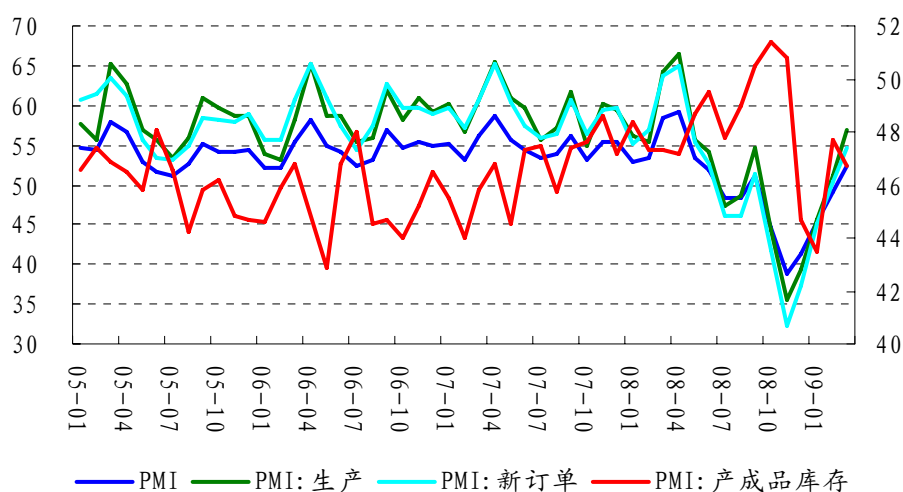
资料来源: Wind、国都证券研究所

根据上文主要因素的分析，CPI3 月份仍将处于负值区间，但是将出现小幅反弹，估计将在-1%左右波动。

1.2. PMI 指数连续上升，库存指数下滑

近日公布的 PMI 指数连续 4 个月出现反弹，当前 PMI 值为 52.4，已超过 50 的临界值。生产指数和订单指数持续上升，已经两个月超过 50 的临界值，分别达到了 56.9 和 54.6。库存指数出现小幅下降，基本与历史正常水平相当，在当前情形下，由于生产出现上升，库存的下降说明市场上对商品的需求比前期有所上升，这是经济转暖的重要信号之一。

图表 7: PMI 指数

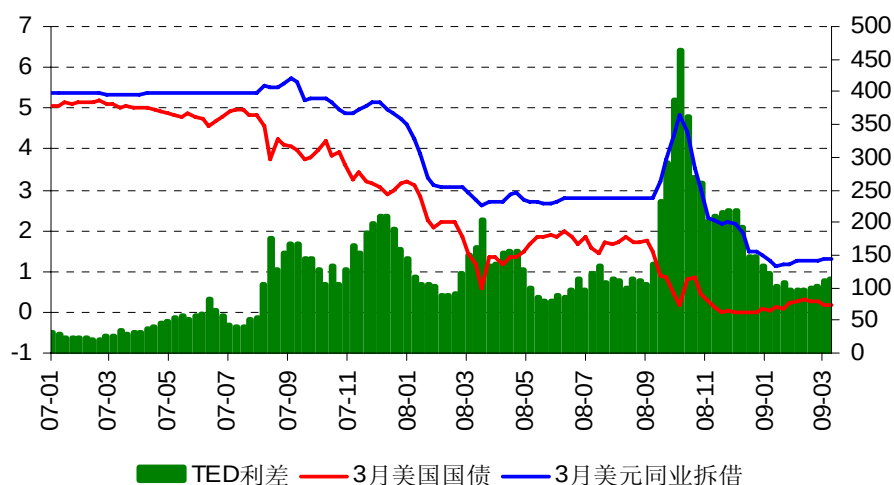


资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

1.3. 金融恐慌缓解，实体经济仍陷衰退

美国的金融恐慌已基本缓解: 衡量 3 月美元 Libor 利率与 3 月美国国债利率差距的 TED 利差 09 年出现稳定回落，现维持在 100BP 附近，与去年末该利差创下的最高接近 500BP 的历史记录，有较大的回落。TED 利差越大，显示市场大量资金涌向国债市场以规避机构破产或债券违约的风险，TED 利差的回落，显示市场对金融市场的恐慌已大大缓解。

图表 8: TED 利差大幅下滑



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

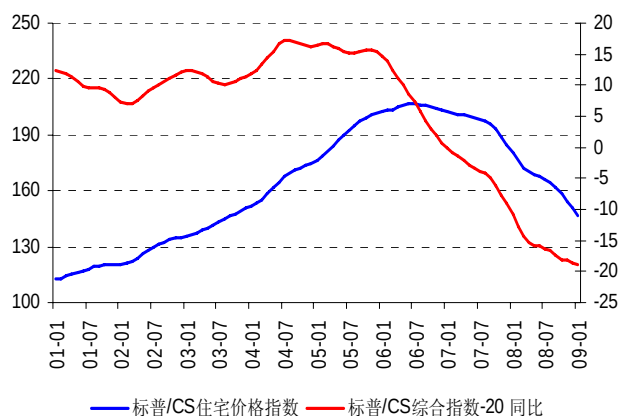
美国作为世界经济的龙头，其经济走势具有指标性意义。当前形势下，对美国实体经济我们主要观察的数据包括，（1）房地产市场价格（2）消费（3）失业率。这三项数据对美国经济的未来走势具有决定性的作用。

（1）房价方面，美国的房价持续下降，SP/CS 美国 20 大城市房价指数由高点的 206.52 跌至 146.4，已缩水近 29%。而根据最新的新建住宅供应量显示，新建住宅供应量在上月创下新高后有所回落，但是仍处历史高位，短期内供过于求的现象较难改变。

（2）消费方面，美国居民个人收入持续下降，消费者信心小幅上升，但是仍显信心不足，美国个人消费增速已经连续三个月出现负增长，三月份同比增长 -0.4%。

（3）失业率方面，美国的就业情况继续恶化，失业率上升至 8.5%，非农就业人口连续三个月减少超过 60 万人，3 月份美国首次申请失业就业人数 66.9 万人，连续申请失业救济金人数 572.8 万人，创下历史新高，预计美国失业率可能超过 10%。

图表 9: SP/CS20 大城市房价指数持续下跌



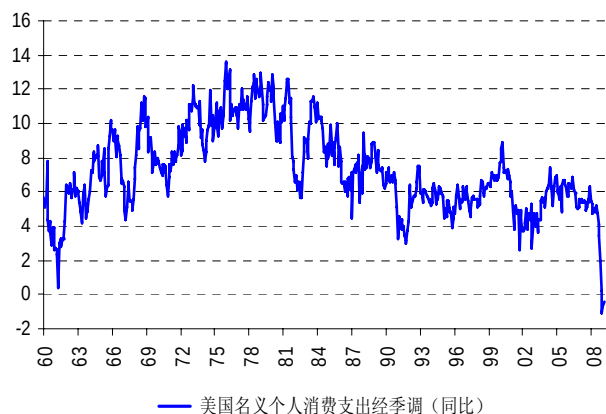
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 10: 美国新建住宅供应量仍处高位



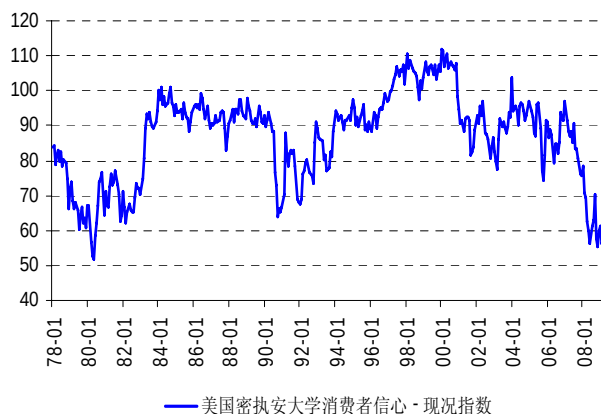
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 11: 消费大幅下滑



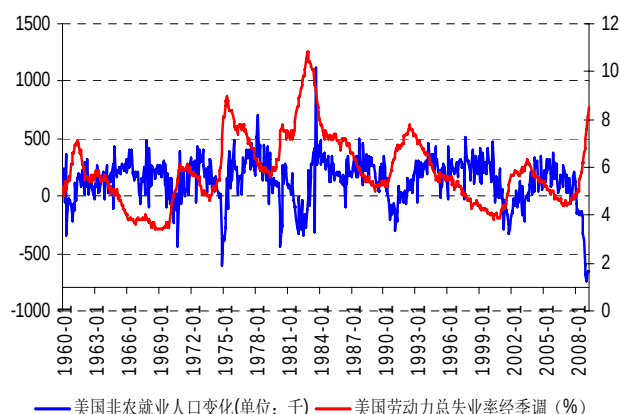
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 12: 消费者信心不振



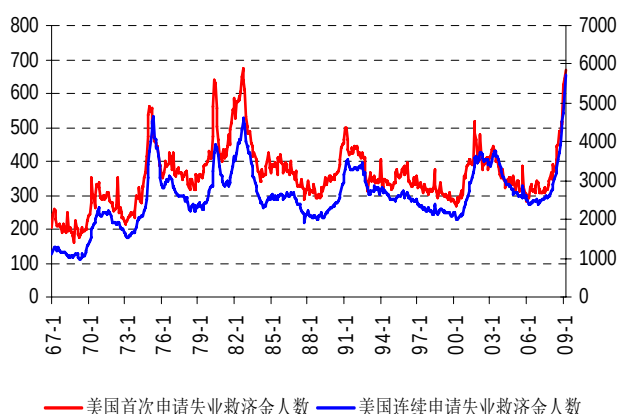
资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 13: 非农就业人口变化与失业率



资料来源: Bloomberg、国都证券研究所

图表 14: 初次和连续申请失业金人数 (单位: 千人)



资料来源: Wind、国都证券研究所

综上所述，金融市场已经逐步开始稳定，而实体经济仍处衰退之中。

2. 市场回顾

2.1. 一级市场

3月份的发债(现券)规模达5828.3亿元,较2月份的3275.3亿上升了约有2553亿元,增量上升主要是两个原因:(1)由于市场上流动性较高,到期资金较多,因此央行适当加大了央票的发行力度。(2)由于企业融资需求,信用产品发行力度加大,企业债和中期票据平均每天发行一只。本月国债、企业债、金融债、央票、短融和中期票据分别发行了590亿、369.3亿、730亿、2700亿、374亿和1065亿。

表格 1: 3 月份债券发行结构

类别	发行期数(只)	发行期数比重(%)	发行总额(亿元)	发行总额比重(%)
国债	4	4.44	590	10.12
企业债	28	31.11	369.3	6.34
金融债	7	7.78	730	12.53
央行票据	4	4.44	2700	46.33
短期融资券	26	28.89	374	6.42
中期票据	21	23.33	1065	18.27
合计	90	100.00	5828.3	100.00

资料来源: Wind、国都证券研究所

2.2. 银行间市场

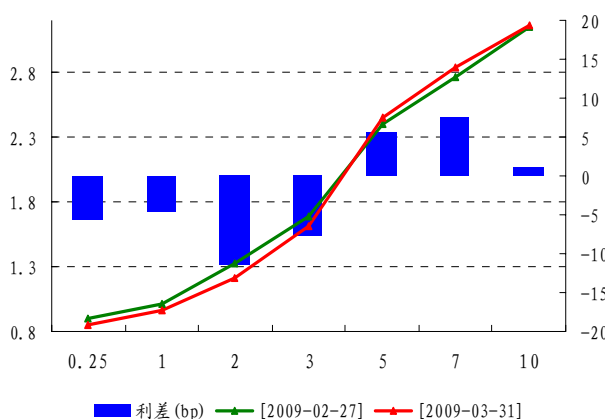
2009年3月份,银行间市场国债收益率曲线继续陡峭化,10年期国债与1年期国债的利差已上升至219BP,其中5年期与1年期利差大148BP,10年期和5年期利差达71BP。

2009年3月份银行间国债收益率曲线波动较为平稳,其中3年期以下的收益率呈现下降趋势,下降幅度最大的是2年期国债。市场现在对债券市场走势出现了比较明显的分歧,但债券市场从来都把风险控制放在首要位置。因此,即使世界

经济仍未走出低谷，但由于市场对通胀走势和中国经济产生一定预期，所以资金向短期流动。1年期国债已基本降至历史低点，且和超额存款准备金利率差距不大，之所以仍有资金涌入，显然是对市场持有谨慎心态。由于不到1%的利率对部分机构吸引力减弱，因此同为短期的2-3年期国债成为资金的一个流动方向。

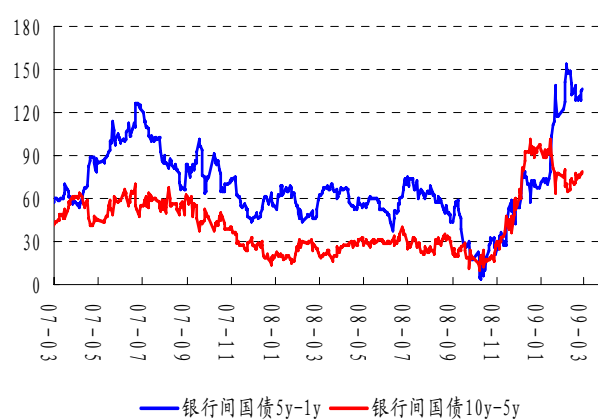
在金融债方面，金融债和国债走势出现变化，10年期金融债与国债利差呈现持续扩大的局面，由于国债的免税效应，因此根据历史走势，10年期国债与10年期金融债利差走势是一致的，当前10年期国债金融债利差的大幅上升，从另一个侧面显示市场对未来收益率曲线上行的担忧。

图表 15: 银行间国债期限结构



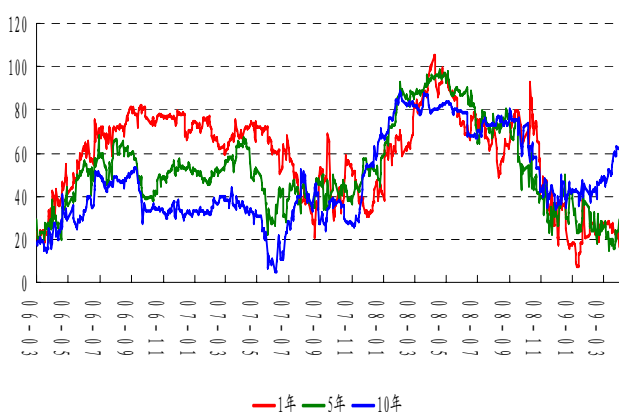
资料来源: Chinabond、国都证券研究所

图表 16: 国债收益率曲线高度陡峭化



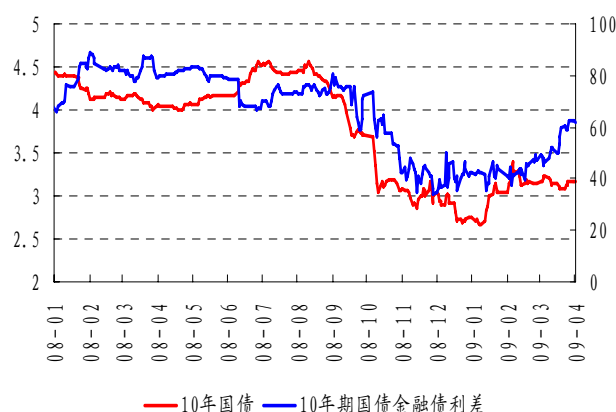
资料来源: Chinabond、国都证券研究所

图表 17: 银行间国债政策性金融债利差



资料来源: Chinabond、国都证券研究所

图表 18: 国债与金融债国债利差走势

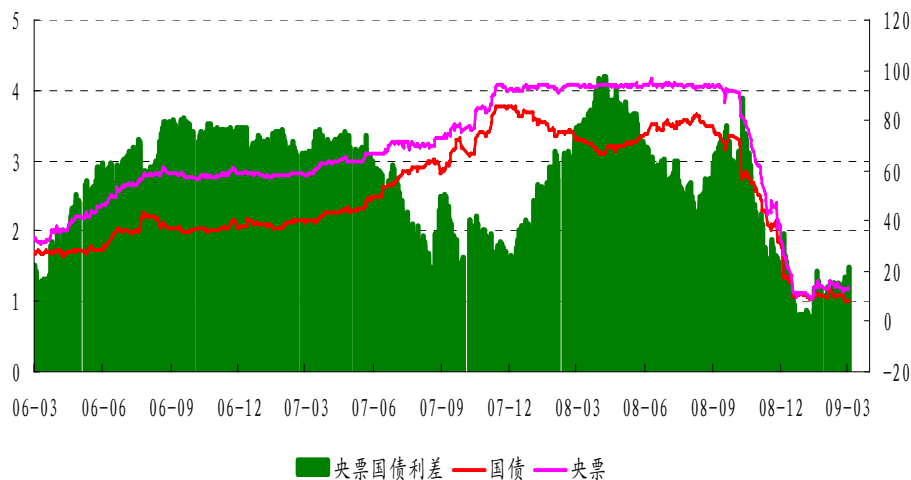


资料来源: Chinabond、国都证券研究所

1年期央票和国债的利差已压至历史最低，与上月相比国债与央票利差由17BP下降至13BP，央票收益率处于合理位置，未来一段时期内央票收益率应该会

在1.1%-1.2%之间震荡。

图表 19: 1 年期国债央票利差



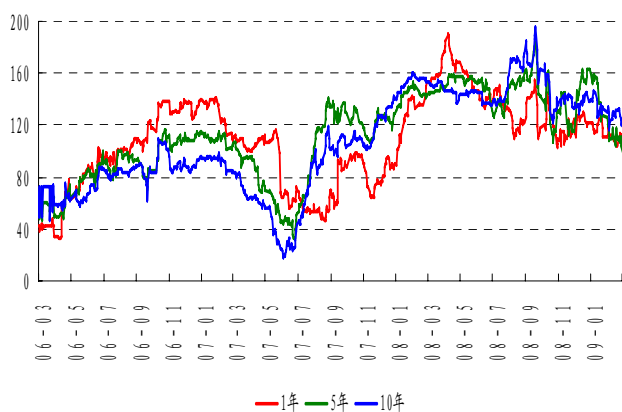
资料来源: Chinabond、国都证券研究所

信用债方面, 主要包括企业债、短融、中票等中短期票据。

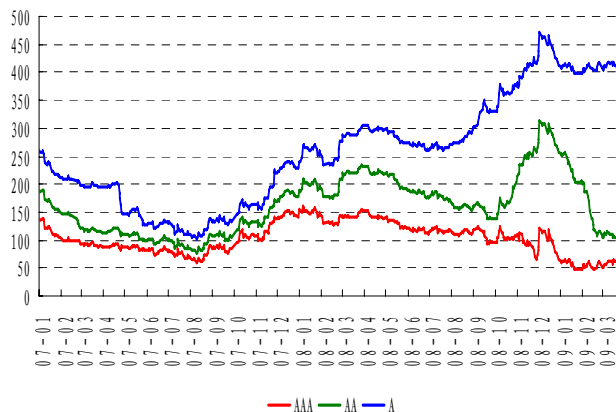
在企业债方面, AAA级企业债和国债利差出现波动, 1年期、5年期和10年期AAA级企业债和国债利差分别为80BP、94BP和133BP, 与国债一样, 10年期利差上升了13BP, 但1年期和5年期AAA级企业债和国债利差都出现下滑, 1年期利差下降幅度高达33BP。正如《2009年3月债券月度投资策略》中所述, 利率品种的低收益率以及未来的通胀预期决定着未来高等级信用债与其利差必然呈现缩小趋势, 尤其是中短期利差, 因此中短期企业债具有较高的相对价值。

在中短期票据方面, 1年期AAA级、AA级和A级中短期票据收益率分别下降了5BP、230BP和70BP, 中短期票据的走势超过了我们的预期, 如果经济数据出现持续好转, 那么低等级的中短期票据相对价值比高等级的AAA级票据大很多。

图表 20: 银行间国债企业债 (AAA) 利差



图表 21: 1 年期国债与各信用级别中短期票据利差



资料来源: Chinabond、国都证券研究所

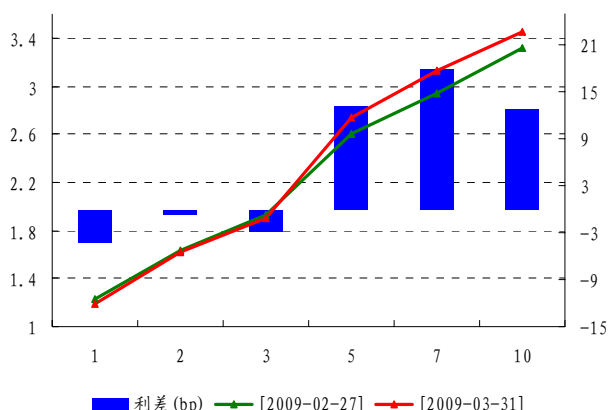
资料来源: Chinabond、国都证券研究所

2.3. 交易所市场

3月份交易所债券市场收益率曲线短端稳定, 中长端大幅上行, 1年期、5年期和10年期国债收益率分别达到1.2%、2.74%和3.47%, 其中中长端收益率分别比月初上升了13BP和15BP。

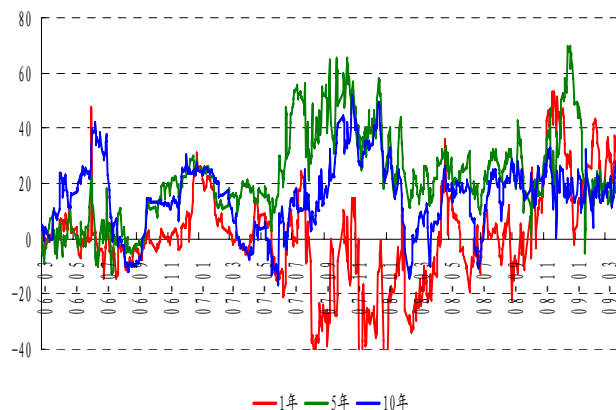
在《3月份债券市场月度投资策略》中, 我们认为短期的银行间和交易所债券市场利差主要取决于银行的资金面。当银行资金充裕时, 利差上升, 银行资金紧张时, 利差下降或者出现负利差。从当前的市场形势来看, 交易所和银行间国债利差处于高位波动, 我们认为是合理的, 并且这种利差将会持续一段时间。

图表 22: 交易所国债期限结构



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 23: 银行间国债与交易所国债利差



资料来源: Wind、国都证券研究所

表格 2: 交易所流动性较高的国债

(2009 年 4 月 3 日)

名称	净价	应计利息	全价	剩余期限 (年)	麦氏久期	凸性	到期收益率 (%)
02 国债 (10)	100.63	1.506	102.136	0.369863	0.37	0.50	0.6723
99 国债 (8)	101.22	1.7359	102.956	0.474	0.474	0.689	0.705
20 国债 (4)	102.14	4.1079	106.2479	1.136986	1.0916	2.16	2.8141
21 国债 (10)	102.71	1.5356	104.2456	2.479452	2.3958	7.98	1.8195
21 国债 (12)	103.09	1.2952	104.3852	2.575342	2.4891	8.51	1.8085
02 国债 (3)	101.59	2.4356	104.0256	3.043836	2.8991	11.17	1.9956
03 国债 (8)	101.8	1.6382	103.4382	4.460274	4.1786	21.30	2.585
02 国债 (13)	94.83	0.0989	94.9289	8.471233	7.6244	65.52	3.3053
21 国债 (7)	105.82	0.7296	106.5496	12.33425	9.7462	111.93	3.6685

03 国债(3) 96.8 1.5692 98.3692 14.04658 11.0583 143.71 3.6941

资料来源:Wind、国都证券研究所

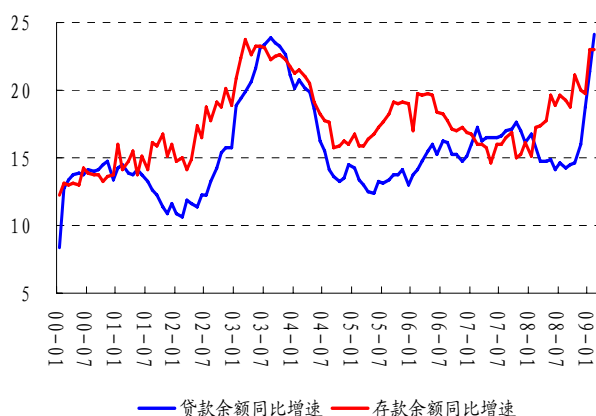
3. 投资策略

3.1. 资金面分析

2 月份银行新增贷款达到了 1.07 万亿,而根据市场信息,3 月份新增贷款仍将超过万亿,一季度新增贷款达到 4 万亿左右。2 月份新增信贷中短贷和票据融资比例较高,但从总体上看,连续 3 月超过万亿的新增贷款对实体经济的推动也是比较大的。而从存款的性质来看,前期企业活期存款的增速下降明显,定期化趋势明显,2 月份有所改善,企业活期存款的大量增加,说明资金并不是完全流入定期存款,企业的交易性需求有所增强。交易性需求的上升,是经济回暖的一个重要标志。

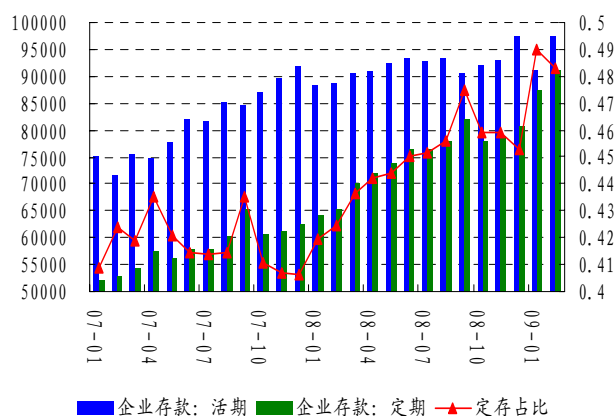
虽然新增信贷连续两月上万亿,但是 3 月份全国性商业银行仍然加大了资金的拆出,显示当前资金较为充裕,3 月份全国性商业银行平均每日融出资金 2257 亿,而 1、2 月份仅 1328 亿和 1821 亿,平均每日比 2 月份多融出接近 400 亿。

图表 24: 银行存贷款增速大幅上升



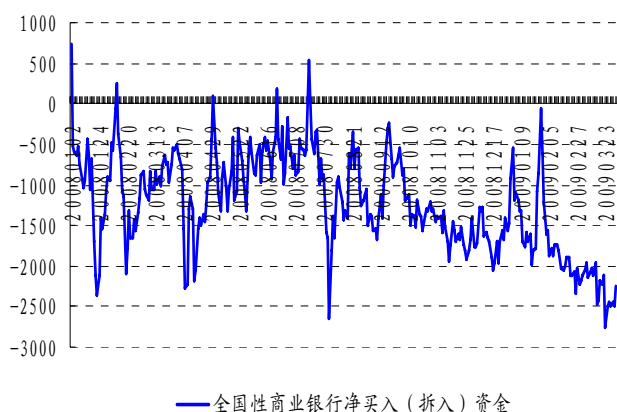
资料来源:Wind、国都证券研究所

图表 25: 企业活期存款与定期存款



资料来源:Wind、国都证券研究所

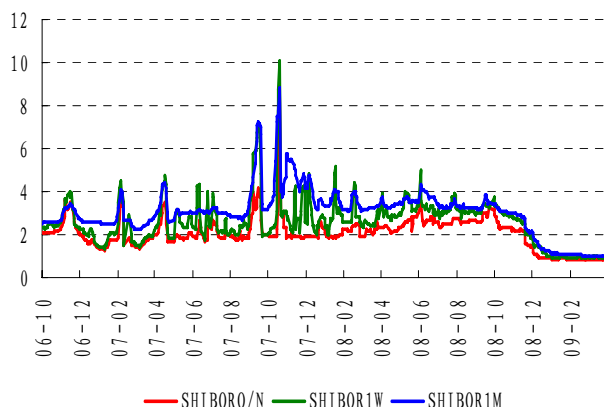
图表 26: 全国性商业银行净买入（拆入）资金



资料来源: Wind、国都证券研究所

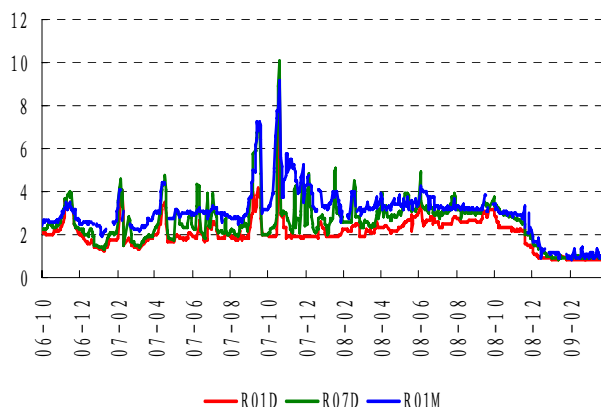
从 Shibor 和回购利率图的走势看, 市场继续保持资金充裕的局面。以 Shibor 1W 和银行间 7 天回购利率 R07D 来看, 3 月份 Shibor 1W 与 7 天质押式回购利率和 2 月份基本未变, 稳定在 0.95% 的低位, 未来数月内应该仍会保持充裕。

图表 27: Shibor 利率



资料来源: Wind、国都证券研究所

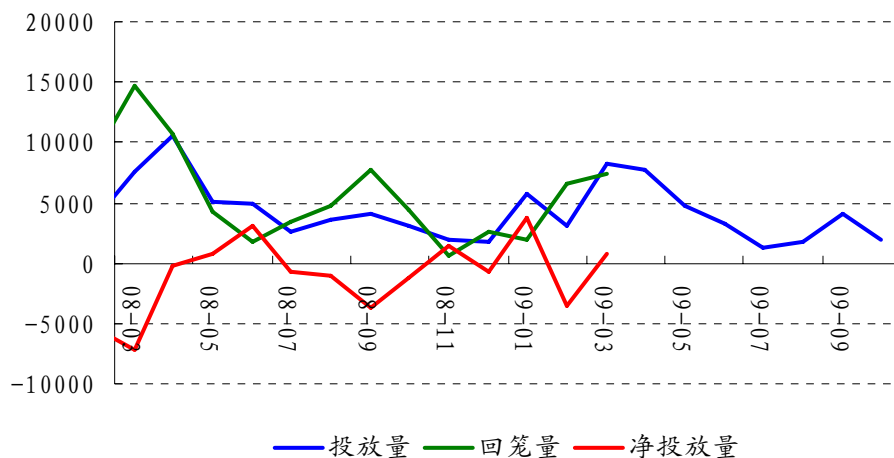
图表 28: 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind、国都证券研究所

从公开市场的角度来看, 4 月份到期资金量仍然较高, 共 7760 亿, 其中票据到期 3660 亿, 回购到期 4100 亿。3 月份央行继续净投放资金, 其中包括两种工具 28 天正回购和 3 月央票, 有近 4000 亿的回购资金在 4 月份到期, 这导致了 4 月份的到期资金量激增。在 09 年存款准备金率未做调整的情况下, 公开市场操作成为调节资金余缺的重要手段。半年期以上的央票不再发行, 说明央行不准冻结当前市场上流动性, 只是对流动性释放的时间进行了一定的调整, 央行仍然会保持当前资金面的充裕, 当公开市场操作力度不够时, 存款准备金率下调的空间也很大。

图表 29：央行货币投放回笼统计



资料来源:Wind、国都证券研究所

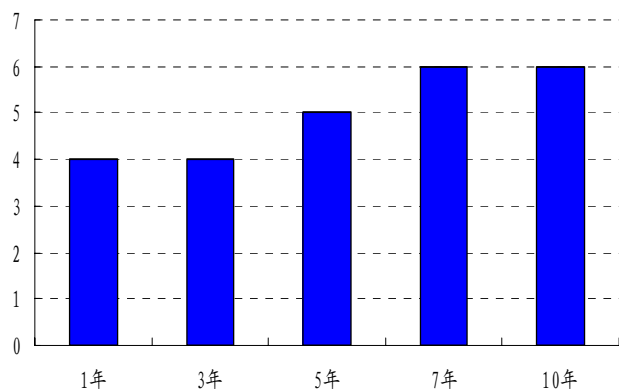
整体资金面宽裕，但是由于供求关系，资金可能出现结构性紧张。

从供应上看，09 年国债方面以长期为主，中短期限为辅，09 年关键期限国债发行结构已经体现出这一趋势。而作为最重要中短端产品的央票由于 08 年上半年的从紧政策，到期量较大，而当前是宽松政策，发行量较少，因此也会导致短端供应相对减少。

从需求面来看，09 年债券市场投资资金主要来源是银行，市场已形成一致预期，在此不再赘述。09 年前两个月机构投资者的表现与此相符，银行成为债券市场托管量增加的最主要机构投资者。从银行的投资期限来看（以工行 08 年半年报为例），主要集中在 5 年期以下，5 年期以上约占 20%，5 年期以下占约 80%。

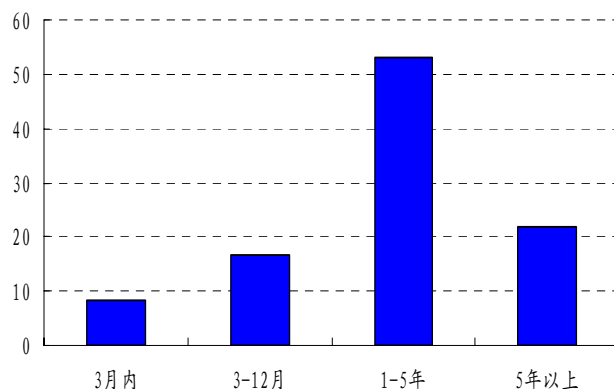
因此，虽然债券市场的资金充裕，但是债券市场将会出现结构性资金紧张，这在未来将支撑着陡峭的收益率曲线。

图表 30: 09 年关键期限国债发行



资料来源: Wind、国都证券研究所

图表 31: 银行投资债券期限 (以工行为例)



资料来源: Wind、国都证券研究所

3.2. 配置策略

综上所述, 虽然市场上流动性仍然非常高, 资金充裕, 但由于市场出现远期通胀及经济回稳预期, 对未来的债券市场是两大利空因素。

据此, 4 月份债券市场投资策略如下:

(1) 利率产品。当前利率产品的基本情况是短期收益率极低, 收益率曲线极端陡峭化。短期品种吸引力低, 长期品种由于供应以及宏观因素影响导致利率风险大。我们认为应低配利率产品, 期限选择上投资者应持有中、短期品种, 回避长期品种。

(2) 信用产品。经济回暖预期下, 信用产品相对价值较高, 建议超配, 推荐信用配置信用等级较低 AA、AA- 的债券。

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。