



研究员：徐虹 电话：(0411) 39673225

2009 年 05 月 15 日 星期五

商业银行一级市场加大配置力度

(市场有风险·投资须谨慎)

在市场已经形成经济回暖预期的情况下，资金面成为支撑债券市场较低收益率水平的主要因素，二季度资金面宽裕程度可能下降，而新债发行数量有增无减，收益率曲线存在震荡上行压力。但经济复苏之路充满反复和曲折，一季度激增的信贷需要未来几个月时间消化，根据央行公布的数据，4 月新增信贷明显下降，4 月人民币各项贷款增加 5918 亿元，不及 3 月新增贷款 1.89 万亿的三分之一。央行多次强调坚持适度宽松的货币政策，在流动性充裕、贷款增速放缓的情况下，商业银行近期加大了对债券市场的配置力度。

从近期债券一级市场发行招标情况来看，充裕的流动性推动发行收益率逐步走低。国债方面，不论是附息式国债还是贴现式国债发行收益率均有不同程度的走低，其中 13 日招标的 09 国债 08 中标利率 0.89%，远低于市场预期。除了流动性较好的国债一级市场中标利率走低，近期打包发行的地方政府债券收益率也逐步走低。8 日招标的黑龙江、浙江、云南地方债中标利率仅比前一日 3 年期国债二级市场利率低 0.01%，而到了 13 日招标的大连、四川、湖北地方债，这一差距扩大到了 0.04%。除了固息债，可攻可守的浮息债更是成为近期市场的焦点。一年定存债 09 国开 04 中标利差只有 0.55%，而前一日二级市场同期限浮息政策性金融债利差为 0.8%，二者相差 0.25%。

正如上文所述，在市场已形成经济回暖预期的情况下，资金面的宽裕支撑了债市收益率的较低水平。央行未来仍将坚持适度宽松货币政策，但将更注重“度”上的调节，预计维稳的可能性更大。商业银行在货币供应量维稳的前提下，在贷款和债券投资方面的结构性调整将成为债市资金面的重要影响因素。按照全年计划投放贷款 9 万亿计算，前 4 个月累计已经达 5 万亿，也就是说剩余 4 万亿平均到 8 个月，每个月 5000 万，大

致与 4 月新增贷款数量相当。因此，未来由于商业银行贷款与债市投资资金的再配置而导致债市资金面大幅变化的理由并不充分。我们仍建议交易型投资者尽量回避利率产品，配置型机构可关注中长期政策性金融债并在组合中配置一定比例的浮息债。

表 1：5 月以来附息国债、政策性金融债发行一览

代码	名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利率(%)	招标前一日市场同期限债券收益率	实际发行(万元)	招标总量(万元)	认购倍数
090304.IB	09 进出 04	20090505	5	利率	2.74	2.89	1482000	1000000	2.162
090007.IB	09 附息国债 07	20090506	10	利率	3.02	3.1	2776000	2600000	1.9823
090008.IB	09 附息国债 08	20090513	1	利率	0.89	0.94	2859000	2600000	2.6804

资料来源：wind，大通证券研发中心

表 2：5 月以来地方债发行一览

代码	名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利率(%)	招标前一日市场同期限债券收益率	实际发行(万元)	招标总量(万元)
094901.IB	09 黑龙江债 01	20090508	3	利率	1.77	1.78	300000	300000
095201.IB	09 浙江债 01	20090508	3	利率	1.77	1.78	400000	400000
097001.IB	09 云南债 01	20090508	3	利率	1.77	1.78	840000	840000
d090020.IB	09 大连债 01	20090513	3	利率	1.71	1.75	100000	100000
d090021.IB	09 四川债 02	20090513	3	利率	1.71	1.75	900000	900000
d090022.IB	09 湖北债 02	20090513	3	利率	1.71	1.75	310000	310000

资料来源：wind，大通证券研发中心

表 3：5 月以来浮息债发行一览

代码	名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标利差(%)	招标前一日市场同期限债券利差	实际发行(万元)	招标总量(万元)
090204.IB	09 国开 04	20090512	10	利差	0.55	0.8	1500000	1213000

资料来源：wind，大通证券研发中心

表 4：5 月以来贴现式国债发行一览

代码	名称	招投标日期	期限(年)	招标标的	中标价格(元)	招标前一日市场同期限债券理论价格	实际发行(万元)	招标总量(万元)
099905.IB	09 贴现国债 05	20090508	0.25	价格	99.793	99.78	1500000	1500000

资料来源：wind，大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司