

交易所债券市场周报

(5.11-5.15)

1. 宏观面

4 月宏观数据出炉，物价指数同比继续下滑，出口持续低迷、新增信贷环比大幅下降等数据充分说明复苏之路仍将充满波折，但我们认为最坏的时刻即将过去。

2. 资金面

央行本周公开市场操作继续净回笼，幅度较前一周大幅下降，具体品种方面也是以 3 个月期央票或 28 天正回购等短期品种为主。

3. 债券市场

一级市场方面，商业银行加大了债券投资的配置力度，近期发行的国债、政策性金融债、地方债等券种收益率逐步走低，浮息债更是受到市场热捧。二级市场，受一级市场带动，交易所市场国债和企债指数震荡上行。可转债受股市走势影响较大，偏债型转债本周表现较好，金鹰转债本周行使赎回条款，近期赤化、海马转债也将面临赎回风险。

4. 债券投资建议

一季度出炉的一系列经济数据向市场显示了经济企稳的积极讯号，但我们认为复苏之路仍将充满波折，只是最坏的时刻可能即将过去。第二季度的债市空间更多取决于央行的货币政策，近期央行多次宣布坚持适度宽松的货币政策，说明二季度资金面仍是宽松，只是“度”的把握更加灵活，我们认为货币供应维稳可能性较大。交易型投资者尽量回避利率产品，配置型机构可关注前期调整较为充分的中长期政策性金融债并在组合中配置一定比例的浮息债。交易型投资者可关注股市震荡时期交易所公司债的交易性机会。可转债方面赤化、海马转债的持有人要尽快转股或在二级市场出售，回避赎回风险。积极型投资者可关注股性强且公司已宣布放弃赎回的恒源、大荒转债，但这两只转债积累风险较高。对于稳健型投资者而言，我们建议关注风险相对较低的新钢转债。

上交所国债指数走势



资料来源: wind

研究员: 徐虹

电 话: 0411-39673225

网 址: www.daton.com.cn

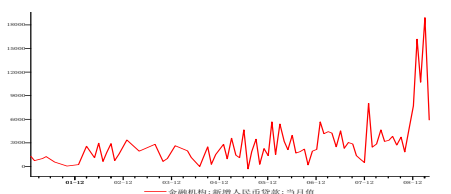
邮 箱: Hxuhong@daton.com.cn

一、宏观面

（一）新增信贷环比显著下降

央行发布数据显示，4月份我国新增贷款达到5918亿元，同比多增1229亿元，较3月份的1.89万亿元，环比下降将近1.3亿元。统计显示，前4个月我国新增贷款接近5万亿，已达到年初计划的贷款投放数量，尤其前三个月新增贷款激增，未来实体经济需要几个月的时间进行消化。

表1：新增信贷统计

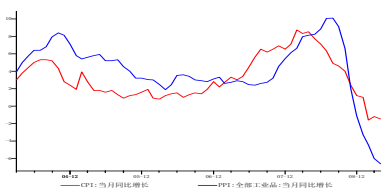


资料来源：wind，大通证券研发中心

（二）4月份居民消费价格总水平同比下降1.5%

4月份，居民消费价格总水平同比下降1.5%。对比3月份，居民消费价格总水平同比下降1.2%。CPI波动的主要因素还是食品价格。CPI触底的信号较为强烈。从多年的统计数据来看，M1增速一般领先CPI 6-8个月，因此我们还需要进一步观察政策的持续影响。CPI和PPI的双降会促使央行进一步出台降息等经济刺激措施。近期过快释放的流动性可能在适当时候转化为通胀。此外还应对滞胀报以一定警惕，滞胀将大大增加经济调控的难度和阻力。上半年反通缩是宏观政策的重要目标和任务，但不完全排除物价今年出现回稳和上扬的可能性，这需要货币政策保留一定余地，并根据经济状况变动进行灵活调整。除了居民消费价格总水平同比继续下降，工业品出厂价格指数同比也继续下滑，从3月的同比下降6%到4月同比下降6.6%。

图2：CPI、PPI同比

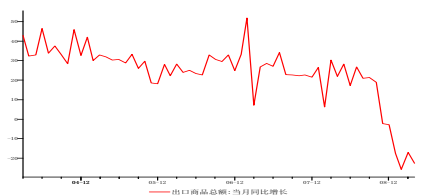


资料来源：wind，大通证券研发中心

（三）出口数据持续下滑

海关统计显示，4 月份当月我国进出口总值 1707.3 亿美元，比去年同期下降 22.8%，降幅比今年 1 季度累计同比降幅减少 1.9 个百分点。其中当月出口 919.4 亿美元，下降 22.6%；进口 788 亿美元，下降 23%。出口的持续下滑原因主要有四点：国际市场需求持续低迷；贸易保护主义强势抬头；周边国家汇率急剧贬值导致我国产品的竞争力减弱；出口增速回落是多年内部结构失衡。

图 3：出口同比

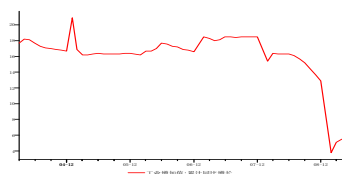


资料来源：wind，大通证券研发中心

（四）4 月份规模以上工业增加值同比增长 7.3%

4 月份，规模以上工业增加值同比增长 7.3%，增幅较 3 月份回落 1 个百分点；发电量同比下降 3.5%，较 3 月份降幅扩大 2.2 个百分点；规模以上工业企业完成出口交货值同比下降 14.3%，降幅较 3 月份扩大 0.4 个百分点。

图 4：规模以上工业增加值同比



资料来源：wind，大通证券研发中心

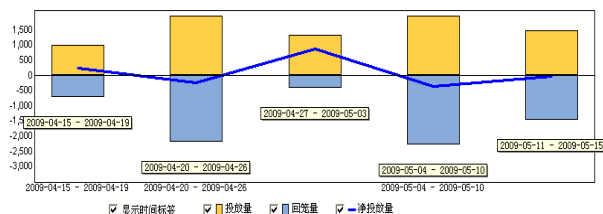
二、 资金面

本周央行净回笼资金 40 亿元，较前一周的 370 亿元回笼力度大幅减弱。5 月以来，央行连续两周实施净回笼，但回笼力度逐步减弱。从具体回笼券种来看，也以期限较短的 28 天正回购和 3 个月央票为主。

我们的宏观分析师认为，市场流动性充裕央行近期为遏制通货紧缩降息或降低存款准备金率的动力降低。但经济复苏之路并非一帆风顺，央行仍将坚持适度宽松的货币政策，只是

未来会更注重“度”的把握，预计货币供应量维稳的可能性较大。在货币供应量维稳的前提下，商业银行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。

图 5：央行货币投放(回笼)统计



资料来源：wind

三、 债券市场

（一）一级市场发行：商业银行一级市场加大配置力度

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%。

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

(二) 二级市场

本周上证国债指数震荡走高, 周一开盘 121.19 点, 报收于 121.37 点, 周涨幅 0.2%, 周成交量达 28.2 亿元, 前一周成交 22.51 亿元。上证企债指数本周先抑后扬, 周一下跌 0.09% 后连收四根阳线, 周五收报于 134.29 点, 周涨幅 0.28%, 周成交 30.89 亿元, 前一周成交 23.92 亿元。

图 6：上交所国债指数走势



资料来源：wind

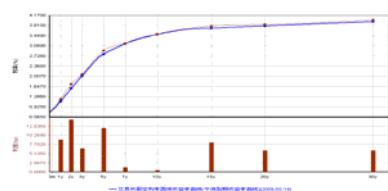
图 7：上交所企业债指数走势



资料来源：wind

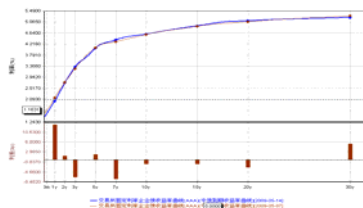
期限结构方面，本周交易所固定利率国债收益率全面走低，尤其 1-5 年的中短期国债收益率下行幅度比较大。两年期国债收益率下移 14.35BP，幅度最大。实际上，除了交易所市场，银行间市场近期收益率也呈下降趋势。虽然一季度的经济指标显示出了经济回暖的积极信号，但复苏之路不可能一帆风顺，近期公布的 CPI、PPI 同比继续下行，4 月新增信贷环比大幅度下降等因素导致商业银行加大了对债券资产的配置力度，这一点不论在一级市场还是二级市场都有所反应。企业债方面，受前期信用溢价大幅走低以及本周股市震荡走高的影响，交易所企业债多数关键年限收益率出现上移，3 年期和 7 年期品种分别上移 6.8BP 和 7.44BP。

图 8：交易所固息国债收益率比较



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 9：交易所固息企债收益率比较



资料来源：wind，大通证券研发中心

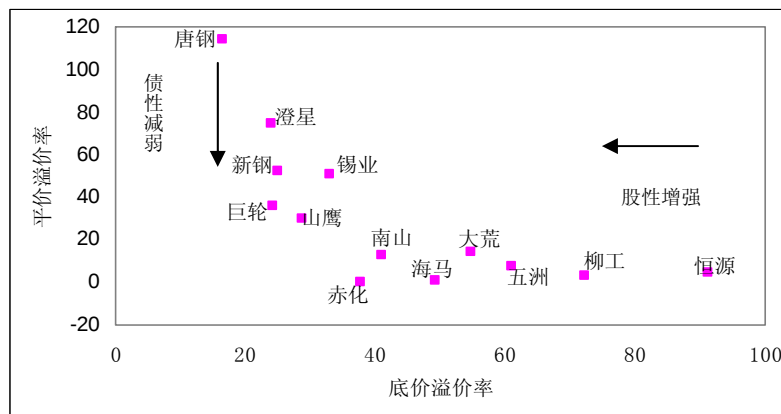
本周转债市场受正股震荡走势影响，偏股型转债中只有赤化、恒源转债上涨，偏债型转债中唐钢转债、新钢转债涨幅居前。周涨幅最大的是恒源转债，上涨 5.68%，金鹰转债周跌幅最大，达到 4.86%。13 日，金鹰股份就金鹰转债赎回结果情况进行公告，5 月 12 日，金鹰转债停止交易及转股，未转股的金鹰转债全部被冻结，公司按面值 105% 的价格赎回全部或部分在赎回日之前未转股的金鹰转债，赎回价格为 105 元，而 11 日金鹰转债的收盘价是 146.5 元。就目前的两市转债来看，除了金鹰转债，近期面临赎回的转债还有赤化转债、海马转债。赎回日期分别是 09 年 5 月 22 日和 09 年 6 月 1 日，赎回价格都是 103 元/张，而 15 日这两只转债的收盘价分别是 140.87 元和 168.31 元，建议持有这两只转债的投资者尽快转股或者在二级市场出售。积极型投资者可关注股性强且公司已宣布放弃赎回的恒源、大荒转债。对于稳健型投资者而言，我们建议关注风险相对较低的新钢转债。

表 4：可转债底价溢价率和平价溢价率一览

名称	收盘价	涨跌幅	正股涨跌幅	转换价值	转股溢价率	到期收益率	套利空间	剩余期限
南山转债	130.5527	0.12%	-3.89%	115.9624	13.44	-4.1293	-15.5876	4.005
新钢转债	116.9578	0.15%	-4.02%	81.3869	44.91	-0.642	-36.5531	4.348
澄星转债	122.2271	-0.39%	-3.82%	73.8636	67.63	-2.834	-49.9564	3.066
赤化转债	141.5679	1.30%	-1.05%	138.0117	3.25	-6.3814	-4.4883	3.485
金鹰转债	138.6781	-2.84%	-3.70%	138.6555	0.97	-16.3073	-1.3445	1.595
五洲转债	138.2969	-1.08%	-4.25%	128.5412	7.74	-6.5404	-9.9488	3.874
山鹰转债	124.5167	0.13%	1.66%	58.6867	113.95	-3.2585	-66.8733	3.389
大荒转债	152.6832	0.95%	2.29%	146.5278	4.6	-8.5595	-6.7422	3.677
恒源转债	155.059	-1.54%	-2.65%	151.746	2.85	-8.4885	-4.324	3.441
柳工转债	150.0027	-1.96%	-5.37%	144.4732	4.52	-4.9391	-6.5268	5.005
海马转债	150.6012	-4.54%	-5.66%	152.7778	-1.13	-7.7552	1.7278	3.753
唐钢转债	111.0163	-0.37%	-4.42%	48.2308	130.95	0.6961	-63.1592	3.663
锡业转债	127.7653	-1.02%	-2.37%	84.5047	54.38	-4.6786	-45.9553	3.077
巨轮转债	127.2847	0.43%	-2.75%	94.8993	34.67	-4.461	-32.9007	2.729

资料来源：wind，大通证券研发中心

图 10：可转债股性债性一览



资料来源：wind，大通证券研发中心

四、 债券投资建议

一季度出炉的一系列经济数据向市场显示了经济企稳的积极讯号，但我们认为复苏之路仍将充满波折，只是最坏的时刻可能即将过去。二季度的债市空间更多取决于央行的货币政策，近期央行多次宣布坚持适度宽松的货币政策，说明二季度资金面仍是宽松，只是“度”的把握更加灵活，我们认为货币供应维稳可能性较大。交易型投资者尽量回避利率产品，配置型机构可关注前期调整较为充分的中长期政策性金融债并在组合中配置一定比例的浮息债。交易型投资者可关注股市震荡时期交易所公司债的交易性机会。可转债方面赤化、海马转债的持有人要尽快转股或在二级市场出售，回避赎回风险。积极型投资者可关注股性强且公司已宣布放弃赎回的恒源、大荒转债，但这两只转债积累风险较高。对于稳健型投资者而言，我们建议关注风险相对较低的新钢转债。

—正文完毕—

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。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