

资金充裕可持续 中短期债受追捧

债券策略双周报

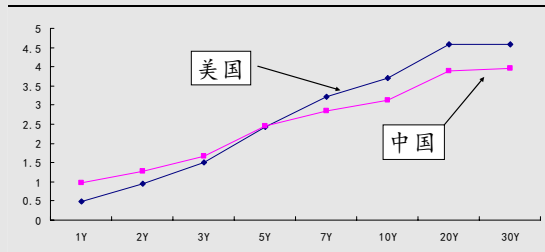
2009 年 6 月 1 日

中原证券研究所
宋卫华

电话: 021-50588666-8020

邮箱: songwh@ccnew.com

中美国债关键年限收益率曲线



联系人: 马敬琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

● 宏观方面

- 美国经济数据好坏参半, 就业形势不容乐观, 但美国密歇根大学消费者信心指数、4 月份美国采购经理指数较前月上涨, 欧盟 27 国消费者信心指数跌幅减缓, 我们预计随着各项经济数据的逐渐好转, 潜在的通胀预期将逐步形成, 长期看将对债市构成威胁。
- 中国投资继续高速增长, 消费增长维持稳步向上, 但可持续性有待观察, 受国家刺激消费政策影响, 农村消费好于城市, 出口降幅虽扩大, 但是最艰难时期已度过, 随着美国经济的复苏, 中国出口将会逐渐走出低谷。

● 中观方面

- 美国国债已经 7 周连续下跌, 其中, 尤以中长期国债价格下降幅度较大, 主要原因应当归属于美国近期经济指标的趋稳。
- 最近两周央行公开市场操作投放资金 3590 亿元, 回笼 3400 亿元, 实现资金恢复净投放 190 亿元, 资金面维持宽松态势。
- 前两周债券共发行 43 只, 其中国债 4 只, 央票 4 只, 地方政府债 7 只, 金融债 6 只, 短债 9 只, 中票 7 只, 企业债 13 只, 由于近期市场情绪表现乐观, 使得国债和企业债发行利率在一定程度上低于二级市场水平。
- 除金融债之外, 其他各类二级市场债券收益率均出现不同程度的下降, 期限方面银行间国债收益率下跌品种主要集中于 3 年期等短期品种, 而交易所间国债交易表现比较激进, 上两周交易所 7 年期国债收益率出现大幅度下跌。可转债市场转股溢价率整体偏高, 短期风险显现。

● 市场交易观点

- 对于中短期债券继续看好。
- 长期避险品种首选浮动利率债券。
- 部分信用级别较好的企业债存在投资机会。
- 目前可转债股性较强, 存在高风险高收益特征。

目录

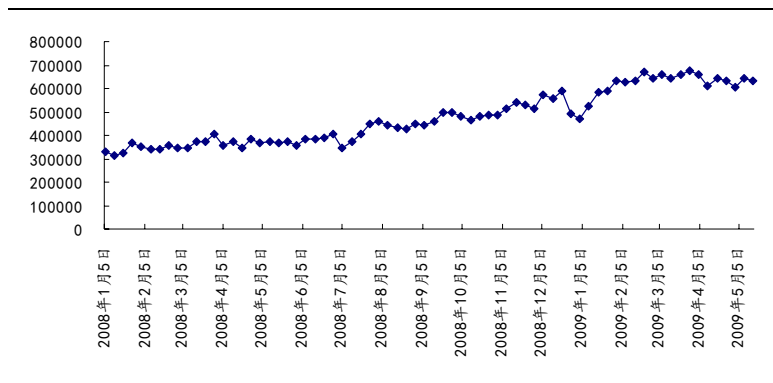
1 宏观动态.....	3
1.1 国际经济——复苏虽趋缓，但已走出最坏时期.....	3
2 货币市场.....	8
2.1 公开市场操作——恢复净投放.....	8
2.2 货币市场利率——维持低位运行.....	9
3 债券市场.....	10
3.1 一级市场.....	10
3.2 二级市场.....	13
3.2.1 国债——国债收益率曲线整体持续向下.....	13
3.2.2 金融债——收益率不跌反涨.....	14
3.2.3 企业债——大幅补涨.....	14
3.2.4 可转债——转股溢价率偏高.....	15
3.2.5 美国国债.....	15
4 市场展望.....	16
免责条款.....	16

1 宏观动态

1.1 国际经济——复苏虽趋缓，但已走出最坏时期

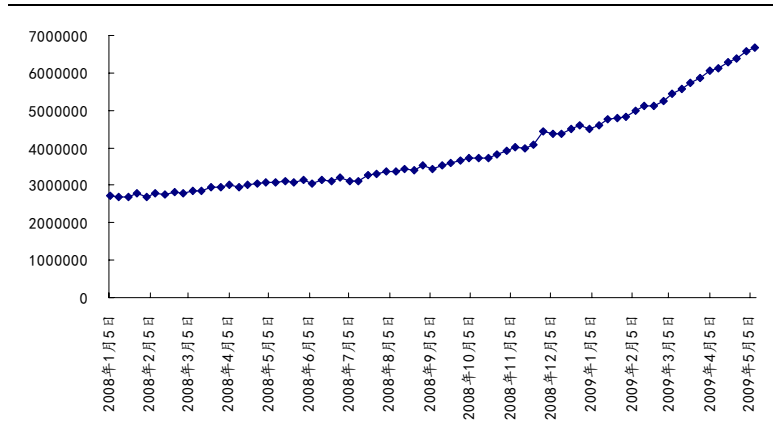
截至 5 月 16 日，美国周初次申请失业救济金人数虽减少 1.2 万人(图 1)，但持续申请失业救济金人数增到 66.6 万人，创第 16 周新高(图 2)，预计失业人数可能继续增加，因克莱斯勒公司已申请破产，通用汽车亦可能难逃同样的命运，因此，经济复苏可能趋缓。

图1 美国周初次申请失业救济金人数



资料来源: wind 中原证券研究所

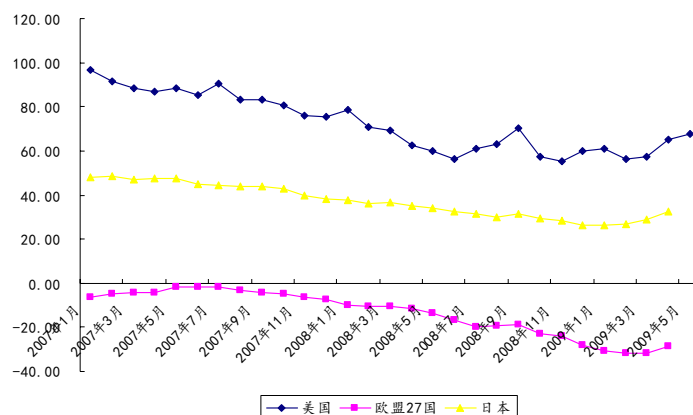
图2 美国周续请失业救济金人数



资料来源: wind 中原证券研究所

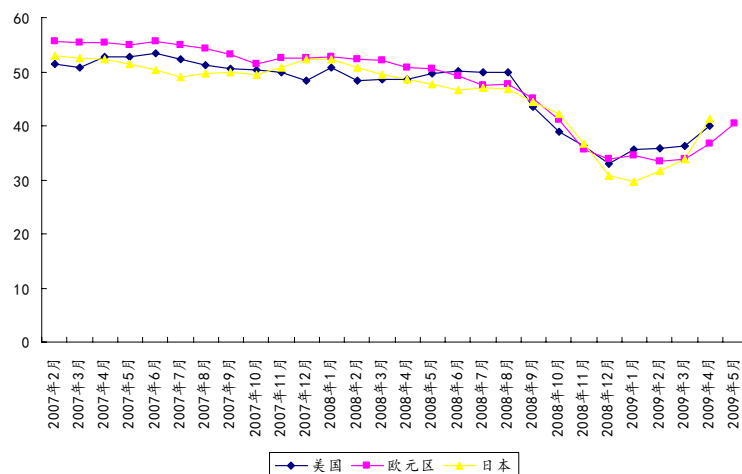
另一方面，美国密歇根大学消费者信心指数连续回升并创 7 个月以来的新高，达到 67.9 水平，欧盟 27 国消费者信心指数跌幅减小 9.45%，日本消费者信心指数亦继续向好(图 4)。4 月份美国采购经理指数较前月上涨 12%，欧元区 and 日本的采购经理指数(月)已连续第三个月回升，欧元区 5 月份较前月上涨 10.05%，日本 4 月份较前月回升 22.5%，相比今年 1 月份已累计涨升 39.86%(图 3)。

图3 美国密歇根大学、欧盟27国和日本消费者信心指数



资料来源: wind 中原证券研究所

图4 美国、欧元区和日本采购经理人指数 (PMI)



资料来源: wind 中原证券研究所

综合判断,虽然经济复苏趋缓,但全最坏的时期已经过去,我们预计随着各项经济数据的逐渐好转,潜在的通胀预期将逐步形成,进而对债券市场长期品种构成利空。

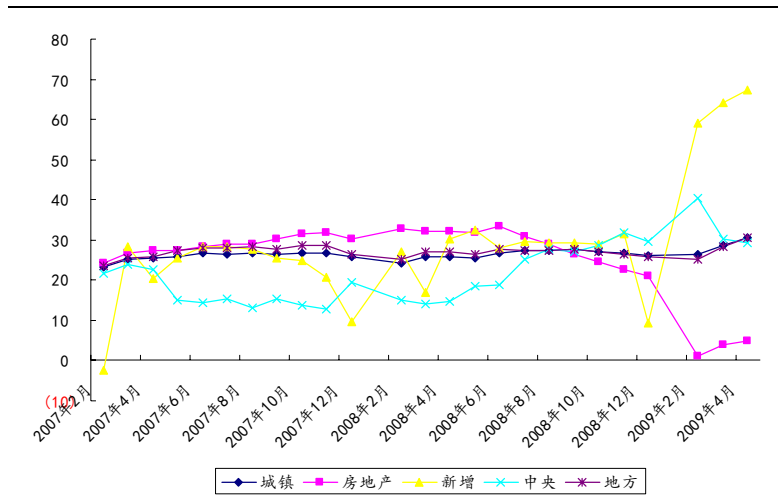
1.2 中国经济——投资拉动强劲 消费、出口待观察

1.2.1 投资——继续高速增长

1-4月,城镇固定资产投资完成额累计37082亿元,同比持续保持较高速度30.5%增长,其他各项增长指标中,除房地产继续低迷之外(4.9%),均有高速增长,中央项目增长29.3%,地方项目迎头赶上,实现30.6%的增长,最为突出的是,新增固定资产投资增长达到了67.4%的高位,显示了充足

的后劲（图6）。随着投资项目继续开工，预计投资增速将会进一步增长，最终将形成对经济强大的拉动作用。

图5 城镇、房地产开发、新增、中央和地方项目累计同比增长



资料来源：wind 中原证券研究所

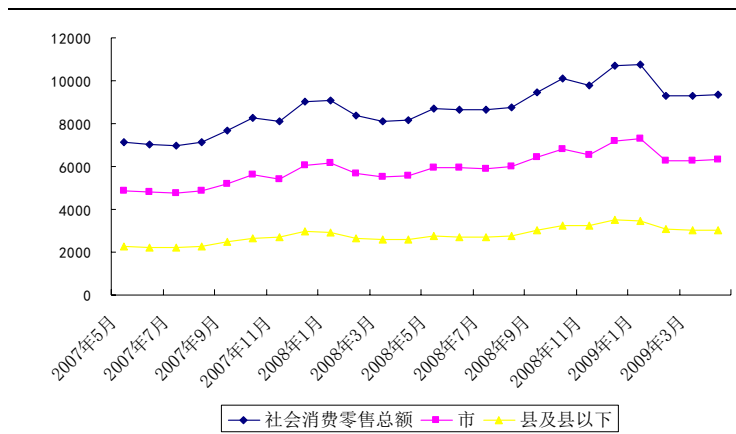
1.2.2 消费——增长维持稳步向上 可持续性有待观察

4月份社会消费品零售总额9343.2亿元，同比增长14.8%，增幅比3月份的14.7%上升0.1个百分点，虽然低于1月份18%的水平，但是扣除物价因素之后3、4月份分别实际增长16.8%和15.9%，较08年同期实际增幅分别高出3.5和2.6个百分点，说明今年消费增长处于近年来较好的水平。

受国家刺激消费政策影响，农村消费好于城市，4月份，城市消费品零售额6329.6亿元，同比增长13.9%，而县及县以下零售额3013.6亿元，增长16.7%。农村消费市场增速强劲，表明政府“家电下乡”、“汽车、摩托车下乡”、汽车和家电“以旧换新”等财政补贴式的优惠政策正在激发我国广大农村地区消费潜力（图6、图7）。

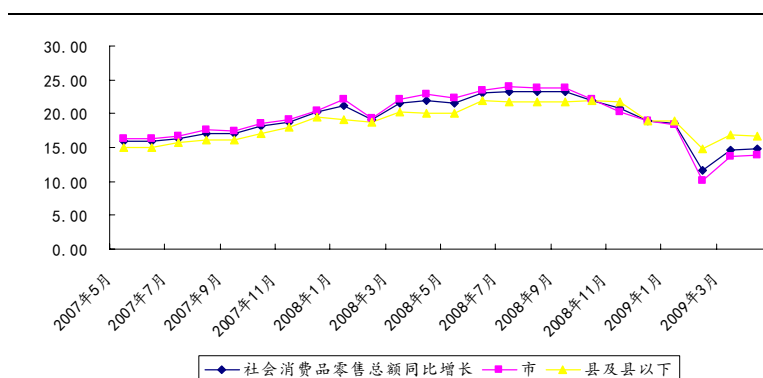
但是考虑到目前经济仍处于底部整固阶段，并且失业等许多不确定性因素尚存，因此，消费者信心指数在经历了一季度的持续下滑之后，4月份消费指数维持弱势低位徘徊（图8）。甲型H1N1流感增添了短期干扰项。综合分析，消费增长的持续性有待进一步观察。

图6 社会消费零售总额



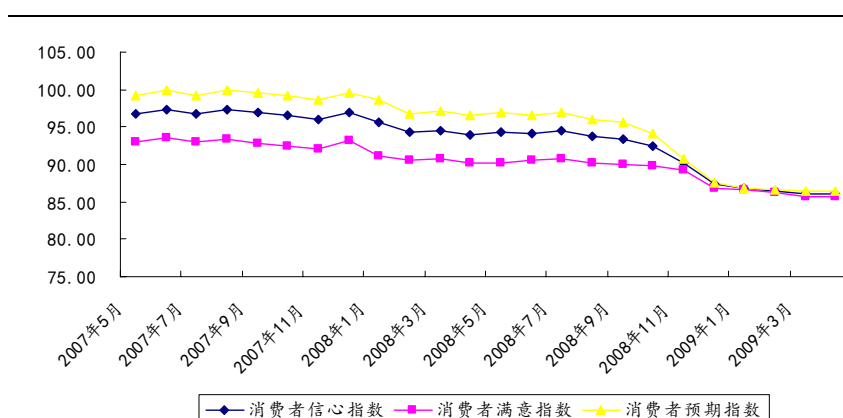
资料来源: wind 中原证券研究所

图7 社会消费零售总额同比增长



资料来源: wind 中原证券研究所

图8 中国消费者信心指数、满意指数和预期指数

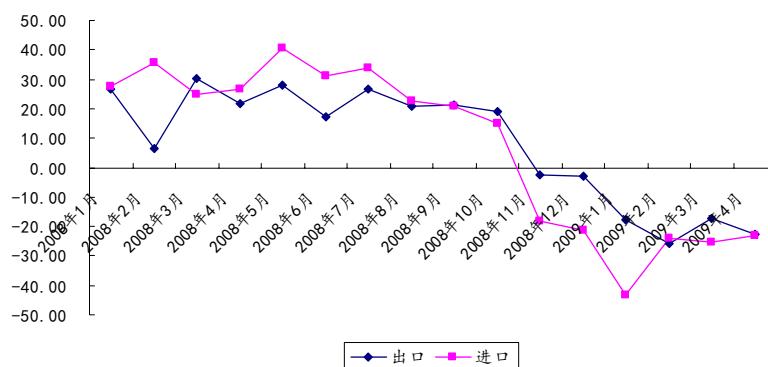


资料来源: wind 中原证券研究所

1.2.3 出口——出口降幅虽扩大 最艰难时期已度过

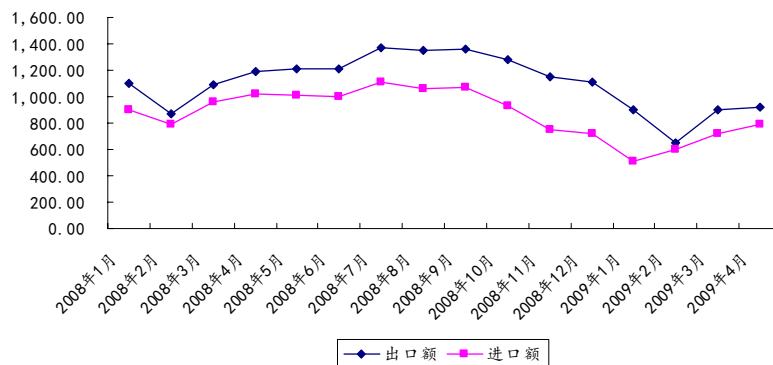
4月份实现出口919.4亿美元，同比下降22.6%，较上月扩大了5.5个百分点，降幅进一步扩大，但4月份与3月份环比出口增长1.88%，进口788亿美元，下降23%，较上月缩小2.1个百分点，实现顺差131.4亿美元，较上月减少54亿美元。从未来一段时间看，随着美国经济的复苏，中国出口将会逐渐走出低谷（图9，图10）。

图9 中国进口、出口月度增长（%）



资料来源: wind 中原证券研究所

图10 中国进口、出口额（亿美元）

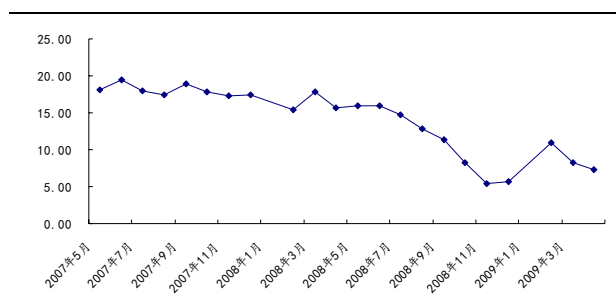


资料来源: wind 中原证券研究所

1.2.4 工业增加值回落 企业利润回升

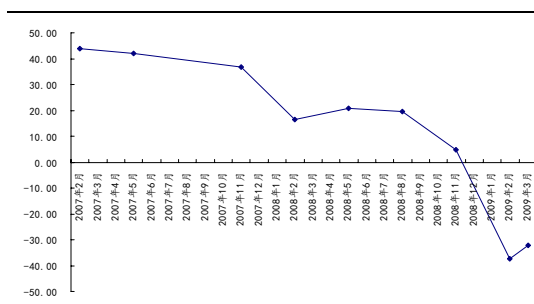
4月，全国规模以上工业企业（年营业收入500万元以上的企业）增加值同比增长7.3%（图11），同比回落8.4个百分点，较3月份回落1个百分点，但仍高出一季度2.2个百分点，另外，一季度全国22个地区工业实现利润3227亿元，同比下降32.2%（图12），降幅比1-2月份减小7.3个百分点，工业利润有所回升，表明经济整体运行趋势维持回暖趋势。

图11工业增加值当月同比增长(%)



资料来源: wind 中原证券研究所

图12工业企业利润总额累计同比增长(%)

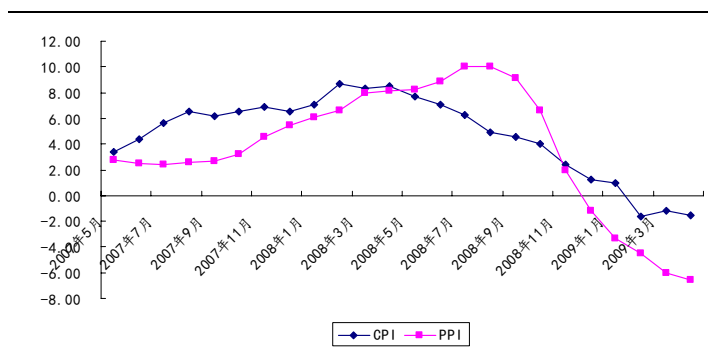


资料来源: wind 中原证券研究所

1.2.5 CPI、PPI双双回落

尽管4月份CPI和PPI双双下降(图12),但环比增长趋势均在上升,显示目前通缩压力趋于减弱。

图13 CPI和PPI近年来走势(%)



资料来源: wind 中原证券研究所

2 货币市场

2.1 公开市场操作——恢复净投放

最近两周央行公开市场操作投放资金3590亿元,回笼3400亿元,实现资金净投放190亿元,其中票到期1290亿元,正回购到期2300亿元,票据发行1600亿元,正回购发行1800亿元(表1)。

表1 近两周央行公开市场操作(5.14—5.27)

交易品种	发生日期	期限	利率	金额(亿)	资金流向
票据到期	09.5.14	12月	4.06%	310	投放
票据到期	09.5.21	12月	4.06%	230	投放
票据到期	09.5.20	3月	0.965%	350	投放
票据到期	09.5.27	3月	0.965%	400	投放
正回购到期	09.5.19	28天	0.90%	650	投放

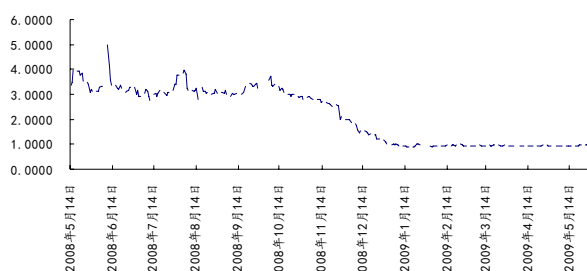
正回购到期	09.5.26	28 天	0.90%	450	投放
正回购到期	09.5.17	91 天	0.96%	1200	投放
发行票据	09.5.15	3 月	2.15%	800	回笼
发行票据	09.5.22	3 月	2.19%	800	回笼
正回购	09.5.19	28 天	0.90%	1000	回笼
正回购	09.5.26	28 天	0.90%	800	回笼
净回笼或投放				190	净投放

资料来源: wind 中原证券研究所

2.2 货币市场利率——维持低位运行

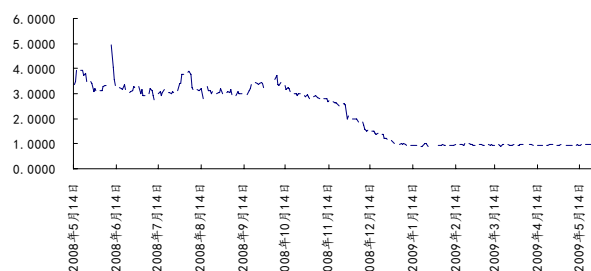
连续前期两周的货币净回笼之后,重回货币净投放,虽然7天的SHIBOR和银行间回购加权利率较前两周小幅增加,分别增加1.5和1.6个BP,但整体处以低位弱势徘徊水平(图13,14),表明银行体系内资金将继续保持适度宽松态势。

图14 上海银行间同业拆放利率(Shibor)(1周)



资料来源: wind 中原证券研究所

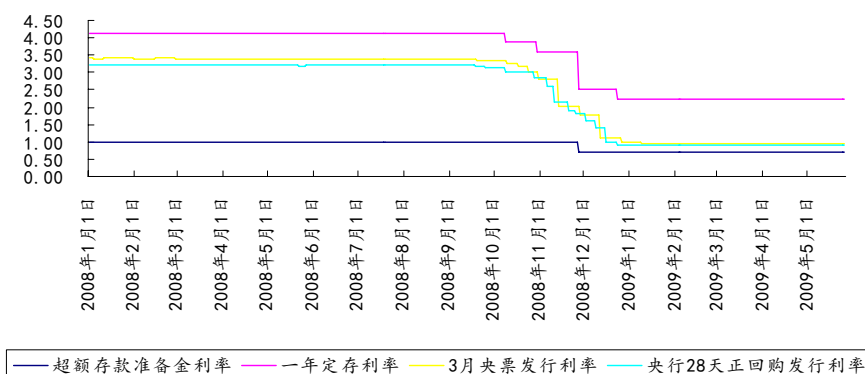
图15 银行间回购加权利率(7天)



资料来源: wind 中原证券研究所

公开市场发行利率保持稳定,其中28天回购利率为0.9%,3个月央票发行利率稳定在0.9650%(图15)。

图16 人民币超额存款准备金、基准利率、3月央票和央行28天回购发行利率



资料来源: wind 中原证券研究所

3 债券市场

3.1 一级市场

前两周债券共发行43只，其中国债4只，央票4只，地方政府债7只，金融债6只，短债9只，中票7只，企业债13只，由于近期市场情绪表现乐观，使得国债和企业债发行利率在一定程度上低于二级市场水平，并进一步迫使二级市场收益率向下。

表 2 近两周国债发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率 (%)	期限(年)	付息 方式
2009 年记账式贴现(六期)国债	2009-05-25	150	-	0.2493	贴现
2009 年记账式贴现(七期)国债	2009-05-25	150	-	0.4986	贴现
2009 年记账式付息(九期)国债	2009-05-21	273	1.55%	3	付息
2009 年记账式付息(八期)国债	2009-05-14	285.9	0.89%	1	付息
合计		858.9			

表 3 近两周央行票据发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率 (%)	期限 (年)	付息 方式
2009 年第十八期央行票据	2009-05-21	800	-	0.25	贴现
2009 年第十八期央行票据	2009-05-21	800	-	0.25	贴现
2009 年第十七期央行票据	2009-05-14	800	-	0.25	贴现
2009 年第十七期央行票据	2009-05-14	800	-	0.25	贴现
合计		3200			

表 4 近两地方政府债发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率 (%)	期限 (年)	付息 方式
2009 年上海市政府债券(一期)	2009-05-25	40	1.67%	3	付息
2009 年河南省政府债券(二期)	2009-05-25	38	1.67%	3	付息
2009 年广西壮族自治区政府债券(一期)	2009-05-25	35	1.67%	3	付息
2009 年北京市政府债券	2009-05-25	56	1.67%	3	付息
2009 年四川省政府债券(二期)	2009-05-14	90	1.71%	3	付息
2009 年湖北省政府债券(二期)	2009-05-14	31	1.71%	3	付息
2009 年大连市政府债券	2009-05-14	10	1.71%	3	付息
合计		300			

表 5 近两周金融债发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率	年限	付息 方式
2009 年深圳发展银行股份有限公司混合资本债券	2009-05-26	15	20090526-20190525, 票面利率: 5.7%; 20190526-20240525, 票面利率: 8.7%	15	付息
2009 年浙商银行股份有限公司次级债券	2009-05-26	12	前 5 年票面年利率的申购区间为 4.90%-5.00%	10	付息
2009 七期中国农业发展银行金融债	2009-05-25	150	票面利率以 3 个月 Shibor5 日均值 +0.2%	5	付息
2009 年中国农业银行股份有限公司次级债券(15 固)	2009-05-18	250	20090520-20190519, 票面利率为: 4.00%; 20190520-20240519, 票面利率为: 7.00%	15	付息
2009 年中国农业银行股份有限公司次级债券(10 浮)	2009-05-18	50	一年定存利率+0.60%	10	付息
2009 年中国农业银行股份有限公司次级债券(10 固)	2009-05-18	200	20090520-20140519, 票面利率: 3.30%; 20140520-20190519, 票面利率: 6.30%	10	付息
合计		677			

表 6 近两周企业债发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率	年限	付息 方式
2009 年山东黄金集团有限公司公司债券	2009-05-26	10	4.60%	5	付息
2009 年武汉市城市建设投资开发集团有限公司公司债券	2009-05-25	15	20090525-20140524, 票面利率: 4.72%; 20140525-20190524, 票面利率: 4.72%+上调基点	10	付息
2009 年无锡市新区经济发展集团总公司企业债券	2009-05-25	8	5.90%	6	付息
2009 年山东省青州市宏源国有资产经营有限公司企业债券	2009-05-22	6	6.5%	10	付息
2009 年长沙经济技术开发区有限公司公司债券	2009-05-22	5.8	20090522-20130521, 票面利率: 6.6%; 20130522-20150521, 票面利率: 6.6%+上调基点	6	付息
2009 年湖州市交通投资集团有限公司公司债券	2009-05-21	15	20090521-20140520, 票面利率: 5.48%; 20140521-20160520, 票面利率: 5.48%+上调基点	7	付息
2009 年中国铝业公司企业债(7 年)	2009-05-20	20	4.40%	7	付息
2009 年中国铝业公司企业债(5 年)	2009-05-20	80	3.80%	5	付息

年)					
2009 年清华控股有限公司公司债券	2009-05-19	10	20090519-20140518, 票面利率: 4.78%; 20140519-20160518, 票面利率: 4.78%+上调基点	7	付息
2009 年河北省建设投资公司企业债券(10 年)	2009-05-18	10	5.05%	10	付息
2009 年江苏华西集团公司企业债券	2009-05-15	20	6.05%	7	付息
2009 年山东高速集团有限公司公司债券	2009-05-15	24	20090515-20140514, 票面利率: 4.60%; 20140515-20190514, 票面利率: 4.60%+上调基点	10	付息
2009 年河北省建设投资公司企业债券(7 年)	2009-05-18	10	4.85%	7	付息
合计		233.8			

表 7 近两周中期票据发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率	年限	付息方式
2009 年中国石油天然气股份有限公司第三期中期票据	2009-05-26	150	3.35%	5	付息
2009 年大连港股份有限公司第一期中期票据	2009-05-26	15	4.28%	5	付息
2009 年上海电气(集团)总公司第一期中期票据	2009-05-25	20	3.74%	5	付息
2009 年宝山钢铁股份有限公司第一期中期票据	2009-05-25	50	2.66%	3	付息
2009 年万华实业集团有限公司第二期中期票据	2009-05-20	15	4.73%	5	付息
2009 年山西太钢不锈钢股份有限公司第一期中期票据	2009-05-19	15	3.18%	3	付息
2009 年华能国际电力股份有限公司第一期中期票据	2009-05-14	40	3.72%	5	付息
合计		305			

表 8 近两周短期融资券发行一览表

债券品种	发行时间	发行量 (亿)	发行利率	年限	付息方式
2009 年重庆市能源投资集团公司第一期短期融资券	2009-05-26	7	2.28%	1	零息

2009 年中国中铁股份有限公司 第一期短期融资券	2009-05-22	7	1.65 %	1	零息
2009 年天津钢管集团股份有限 公司第一期短期融资券	2009-05-21	5	2.29 %	1	零息
2009 年西安电力机械制造公司 第一期短期融资券	2009-05-20	7	2.30 %	1	零息
2009 年珠海格力集团有限公司 第一期短期融资券	2009-05-20	8	2.3%	1	零息
2009 年河南投资集团有限公司 第一期短期融资券	2009-05-20	10	2.29 %	1	零息
2009 年上海紫江企业集团股份 有限公司第一期短期融资券	2009-05-19	5	2.85 %	1	零息
2009 年汉江水利水电(集团)有 限责任公司第一期短期融资券	2009-05-18	3	2.9%	1	零息
2009 年江苏悦达集团有限公司 第一期短期融资券	2009-05-15	8	2.30 %	1	零息
合计		60			

资料来源: wind 中原证券研究所

3.2 二级市场

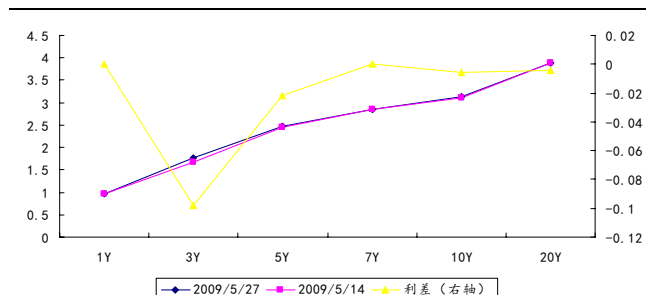
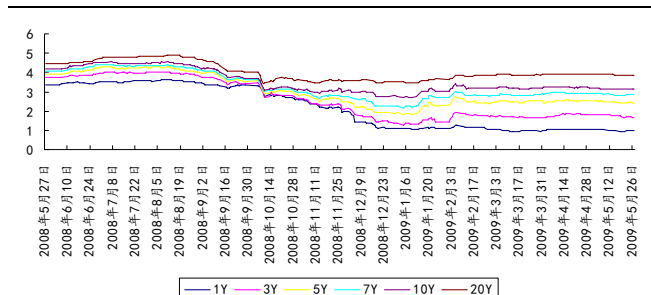
3.2.1 国债——国债收益率曲线整体持续向下

前两周,除 7Y 期限国债小幅下跌之外,其余不同期限品种均有不同程度上涨,其中上涨最为强劲的当数 3Y 期限,其连续两周的上涨使得收益率下跌 9.78 个 BP,其次是 5Y 期限收益率亦随之下降 2.16 个基点,目前 5Y 和 7Y 期限收益率分别为 2.44% 和 2.85%,远高于 3Y 的 1.67% 水平,其中原因,一方面由于流动性持续充裕,另一方亦面表现了对未来经济增长可能带来通胀的担忧。

另外,从银行间和交易所间国债收益率变化可以看出(图 17,图 18),两市场投资者操作思路和对未来判断略有分歧,银行间对通胀预期更趋于谨慎,集中追捧 3Y-5Y 中短期品种,而交易所投资者对于短期通胀似乎并不十分担忧,两周来不但大量购买 3Y-5Y 期限品种之致使收益率分别减少 4.2-6.2 个基点,而且对 7Y 期限品种大举进攻并使其收益率猛跌 12.3 个基点。我们认为整体有短期调整机会,但是在持续流动性充足背景下,中短期品种将持续被看好。

图 17 中国固定利率国债关键年限收益率一年期变化

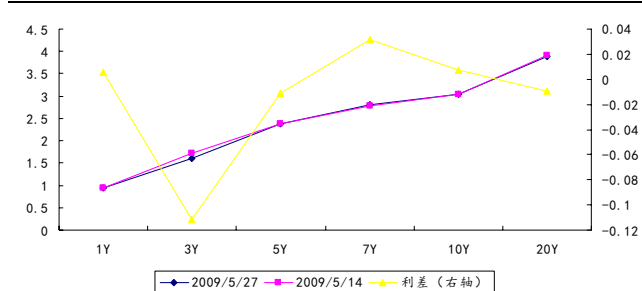
图 18 中国固定利率国债关键年限收益率双周变化



资料来源: wind 中原证券研究所

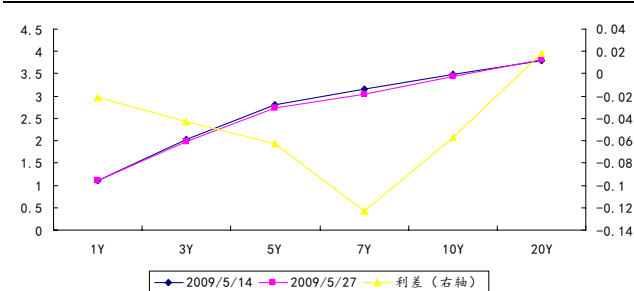
资料来源: wind 中原证券研究所

图 19 银行间关键年限国债收益率双周变化



资料来源: wind 中原证券研究所

图 20 交易所间关键年限国债收益率双周变化

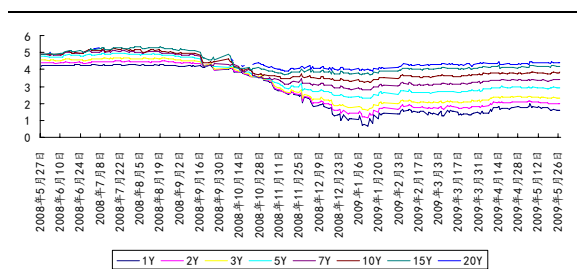


资料来源: wind 中原证券研究所

3.2.2 金融债——收益率不跌反涨

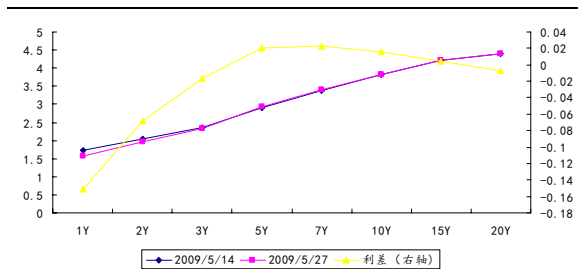
上两周，政策性金融债整体走势趋于向下，并为跟随国债走出上涨行情，相反却出现持续两周的跌势，特别是跌幅最大的两个品种是5Y和7Y期限，致使该两个金融债收益率分别升高1.90和2.29个BP。

图 21 政策性金融债关键年限到期收益率变化



资料来源: wind 中原证券研究所

图 22 政策性金融债关键年限收益率曲线双周变化

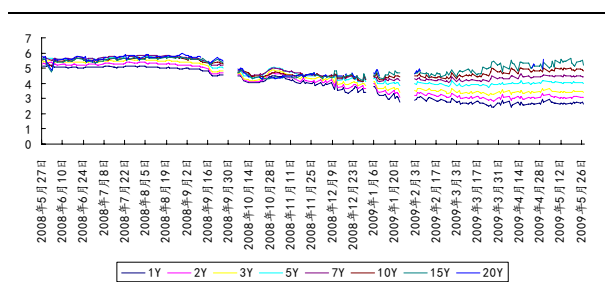


资料来源: wind 中原证券研究所

3.2.3 企业债——大幅补涨

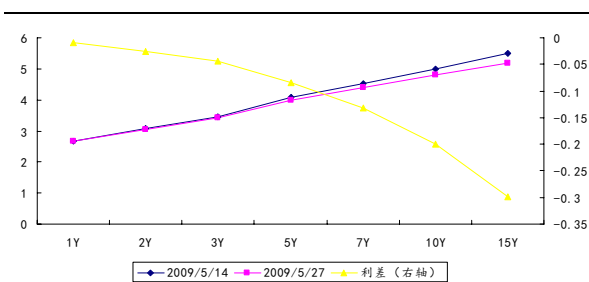
受一级发行市场利率下行的影响，企业债二级市场收益率出现了明显的快速下移（图23，图24），当然其中部分原因应归咎于市场资金比较充裕，造成高收益率的企业债补涨现象。

图 23 企业债关键年限到期收益率变化



资料来源: wind 中原证券研究所

图 24 企业债关键年限收益率双周变化

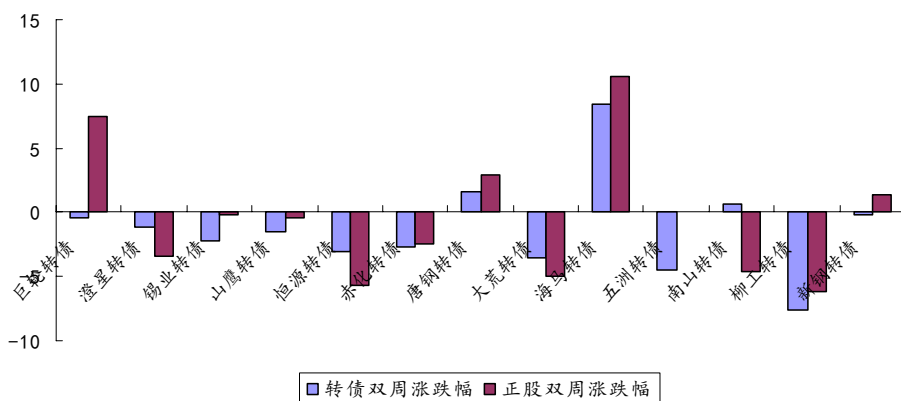


资料来源: wind 中原证券研究所

3.2.4 可转债——转股溢价率偏高

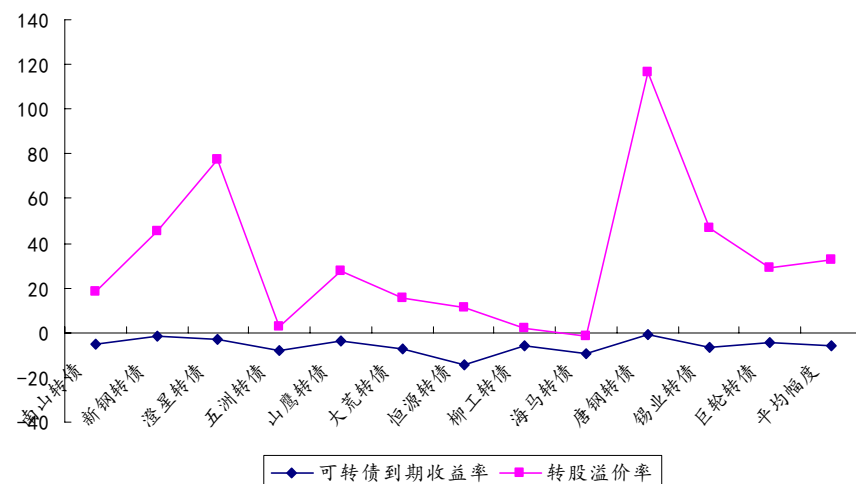
最近两周，可转债出现高位滞涨局面，随正股整体小幅下调，两周转债平均下跌1.26%，正股平均下跌0.21%。目前转债的股性较强，与正股的联动性较大，而且经过连续上涨之后，转股溢价率平均32.6%，可转债平均价超过115元，120元以上有五只，占转债的41%。存在短期风险。

图 25 交易所间关键年限国债收益率双周变化



资料来源: wind 中原证券研究所

图 26 交易所间关键年限国债收益率双周变化

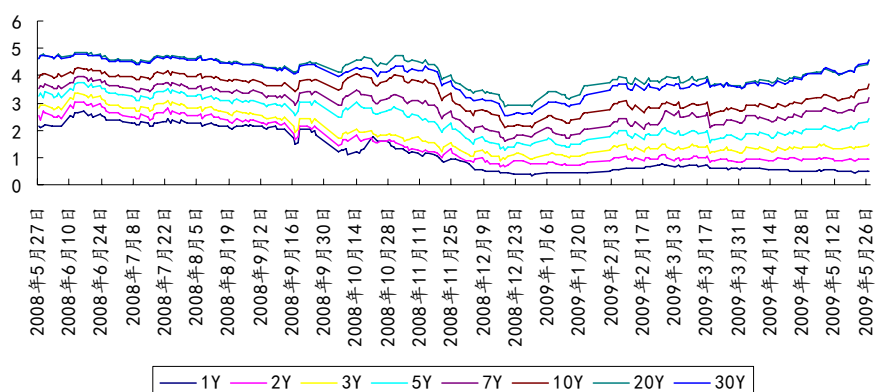


资料来源: wind 中原证券研究所

3.2.5 美国国债

美国国债已经7周连续下跌，其中，尤以中长期国债价格下降幅度较大，五周来美国国债的价格下跌，当归功于美国近期经济指标的趋稳。尤其是楼市触底趋稳迹象。消费者信心改善、工业生产降速放缓、产能利用率小幅提高等好于预期的经济数据提振了经济可能摆脱衰退的乐观情绪。因对未来通胀担忧打压了美元国债价格，收益率也连续攀升。

图27 美国国债到期收益率变化



资料来源: wind 中原证券研究所

4 市场展望

资金面充裕带来债市的持续活跃,特别是中短期品种,以及交易所间部分收益率较高的7年期以内的品种都将被继续看好。考虑到对经济复苏的预期,长期资金建议配置长期浮动利率债券品种,中短期投资者建议关注中短期债券,新股申购模式变化将对货币市场利率产生较大影响,增加市场短期波动,并不影响长期趋势。我们预计,经济复苏并进入快速增长轨道之前,或者国内CPI由负值转为足够高的正值之前,在流动性保持充裕的情况下,结合短期A股市场平衡市的判断,预计债券整体将维持较低利率水平。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。

