

流动性保持宽裕，牛皮市仍将继续

1、外围经济体——经济下滑速度缓和、通胀预期抬头

虽然经济复苏之路漫漫，但欧美日等国近期的经济数据显示出经济下滑速度缓和的苗头，虽然实体经济仍深陷衰退困境，但部分先行指标以及市场信心都有所回升。近期石油、有色金属、BDI 指数纷纷走强，加剧了市场对于全球性宽松货币政策引发通胀的担忧。

2、国内宏观面——数据喜忧参半，经济逐步走稳

5 月，PMI（制造业采购经理指数）继续保持在 50% 的分界线上方，5 月上、中旬发电量也较 4 月有所好转，显示出经济企稳的苗头。工业增加值同比增幅小幅回落。CPI、PPI 同比继续回落，但通缩风险正逐步的得到缓解。

3、资金面——仍将保持宽裕

债市资金面整体仍将保持宽裕，存款增长以及新增信贷的减少使得即使央行不下调存款准备金率，市场也并不缺乏流动性。

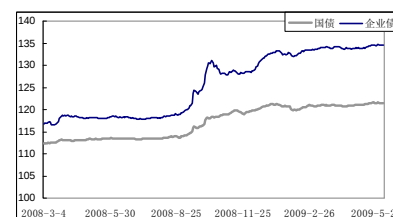
4、5 月债券市场回顾

一级市场方面，5 月新债发行额度较 4 月有所下降，期限结构方面长期债占比增大，但中短债仍是发行的绝对主力。浮息债受市场热捧，反映了中长期通胀预期抬头，也间接说明市场流动性宽裕。5 月二级市场经历了一轮上涨，利率产品收益率下降到市场心理下线后，开始上升。

5、6 月债券市场投资建议

目前，部分先行指标已企稳回升，国内经济逐步走稳，在经济回暖预期的大背景下，债市未来面临系统性风险。低收益债券难以抵御经济上行带来的市场风险，因此，对于收益率较低的利率产品，除非是资金运用压力加大的配置型机构，交易型机构我们并不建议持有。市场前期的上行使中高等级信用债收益率大幅走低，因此建议关注高票息的低等级信用债券，包括银行间 3-5 年期 AA、AA-有担保企业债，以及交易所 AA、AA-等级、流动性较好的信用债，如 08 金发债、09 铜城投、08 奈伦债。

上证国债、企债指数走势



资料来源：wind 资讯, 大通证券研发中心

研究员：徐虹

电 话：0411-39673225

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：xuhong@daton.com.cn

一、 国外经济体——经济下滑速度缓和、通胀预期抬头

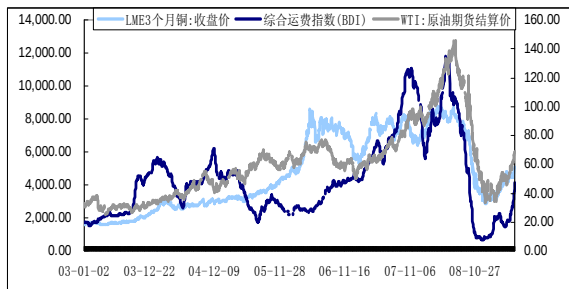
今年以来，除股市大幅反弹外，美国第一季的可支配收入增加、消费者的开销上升、房屋价格下跌已放缓、劳动力市场也开始活跃起来。4 月份耐用品订单增幅超出了预期，而首次申请失业救济人数低于预期。5 月份美国消费者信心指数从 4 月份的 40.8 跃升至 54.9，为 8 个月来的最高水平。7 年期国债顺利发行。如果收益率上升将导致贷款成本增加，非常不利于经济复苏。此次 7 年期国债的认购比率为 2.3，与前三次国债发行的认购率相仿。

欧元区 16 国今年第一季度 GDP 环比下降 2.5%，同比下降 4.6%，均创下该地区自 1995 年开始编纂 GDP 数据以来的最大降幅；欧盟 27 国一季度 GDP 环比下降同样下降 2.5%，同比下降 4.5%。近期欧元区公布的包括采购经理人指数、ZEW 经济情绪指数、IFO 指数等一系列领先指标均有所改善，预示着该地区第二季度的经济萎缩速度将有所减缓，这意味着欧元区经济衰退最严重的时刻可能已经过去。但这是在非常低的基础上的改善，并不值得过分欣喜。

日本 2009 年第一季度国内生产总值初步数据，经季节性因素调整后，实际 GDP 较上年第四季度下降 4.0%，折合成年率下降 15.2%，创下二战后的最大降幅。但日本的经济振兴配套计划和外围经济环境的改善提高了日本经济恢复的信心。日本政府三年来首次上调对日本经济的评估，称随着出口及工业生产正接近触底，经济恶化速度正在减缓。日本政府在 5 月 27 日公布的 5 月份月度经济报告中说，日本经济形势尽管依然十分严峻，但恶化程度正在缓和。这是日本政府自 2006 年 2 月份以来首次上调对经济景气的基调判断。

本轮经济危机中，欧美的等国为应对经济下滑的风险，相继推出定量宽松的货币政策，即直接向银行系统注入大量资金，导致全球性的通胀预期高企。而中国作为资源制约性国家，中长期或将迎来新一轮输入性通胀。从近期国际油价、BDI 指数、金属期货表现来看，全球性通胀预期有所升温。

图 1：国际油价、3 个月期铜、BDI 指数表现



资料来源：wind，大通证券研发中心

二、国内宏观面——数据喜忧参半，经济逐步走稳

（一）先行指标走势分化，喜忧参半

6月1日公布的5月采购经理人指数(PMI)为53.1，比上月回落0.4个百分点。新出口订单指数、产成品库存指数和购进价格指数上升，升幅在1个和1.8个百分点之间；其余各指数均为略有回落，回落幅度多在0.5个百分点以内。发电量方面，5月上、中旬合计日均发电量同比下降-2.3%，较4月的-3.6%降幅收窄。工业增加值指标同PMI产生背离，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。

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1.89亿元，环比下降将近1.3亿元。09年06月01日《21世纪经济报道》报道称，多位银行人士估计，5月份信贷增长比4月份还要疲软，新增贷款最多可能不会超过5000亿元人民币。4月份M1同比增速为17.48，M2同比25.95，同比增速均较上月有所上升。新增贷款减少但货币供应量持续上升，有利于保持银行体系资金面的宽裕，同时加大了商业银行资金运用的压力。

图2：先行指标走势

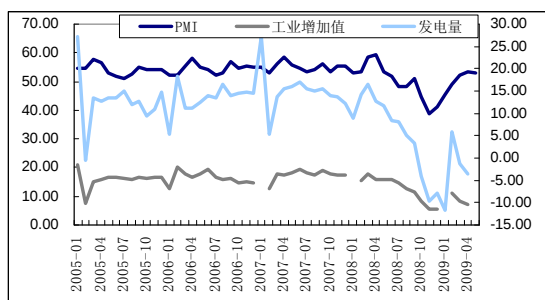
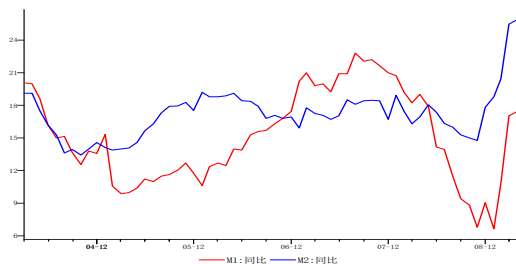


图 32: M1、M2 同比走势



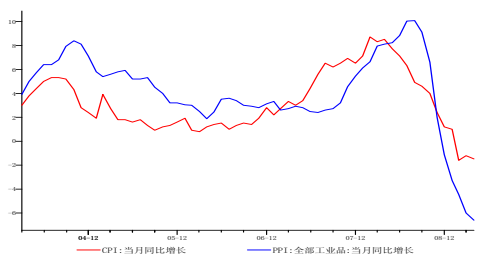
资料来源: wind, 大通证券研发中心

(二) CPI、PPI 同比继续回落，但通货紧缩的担忧逐步缓解

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。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%。

尽管 CPI、PPI 同比出现双降，但市场宽裕的资金面使央行为遏制通货紧缩降息或降低存款准备金率的动力降低。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。虽然价格指数近期仍将继续走低，但从目前国内外经济形势来看，通货紧缩的担忧正逐步得到缓解。

图 4: CPI、PPI 同比



资料来源: wind, 大通证券研发中心

三、 资金面——仍将保持宽裕

五月央行公开市场操作净投放 1020 亿元，净投放力度有所增强，从其操作工具看，主要是期限较短的 28 天正回购和 3 个月期央票，发行利率保持稳定。

适度宽松的货币政策使商业银行资金成本持续维持低位，这点从银行间质押

式国债回购利率、SHIBOR 利率走势图中可以看出。至于 IPO 重启对回购利率的影响，我们认为，在目前央行坚持适度宽松货币政策的情况下，市场资金面宽裕，IPO 重启对回购利率的影响在于新股申购期间覆盖回购品种的收益率将出现明显波动，但这只是暂时的，并不影响市场的长期资本成本。另外，如果 IPO 先从创业板开启，由于资金量较小，对回购利率的影响可能较低。

图 5：银行间市场质押式国债回购利率



资料来源：wind

图 6：SHIBOR 走势

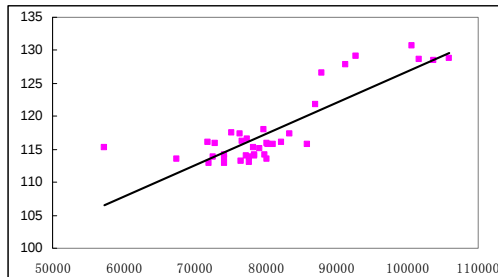


资料来源：wind

我们使用存贷差与准备金差额来衡量商业银行可投资债市的资金，对二者进行相关性分析，相关系数 0.85，说明二者相关程度较高。08 年 9 月以来，随着货币政策的转向以及经济下滑中银行“惜贷”的心理加剧，这一指标不断攀升，债市收益率也不断走低。09 年一季度，信贷投放力度加大，这一指标也出现了高位的震荡，4 月新增信贷投放回归较为合理的水平，这一指标又继续上扬。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。在流动性充裕的情况下，央行下调准备金率的理由并不充分，但在新增贷款降低的情况下，债市资金面整体仍是充裕。由于供给在时间上的不均衡性，因此在不同时点供求关系可

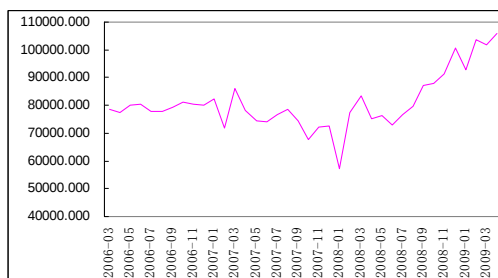
能会有所不同, 即有时供求关系可能会相对平衡, 有时则会出现暂时的供求矛盾。新发国债方面, 6 月将有四只中长债发行, 电子储蓄式国债 2 只, 贴现债券 2 只, 短债发行数量相对较少, 中长债供给增加。

图 7: 债市资金面指标与中债财富指数相关性分析



资料来源: wind, 大通证券研发中心

图 8: 存贷差与准备金差额



资料来源: wind, 大通证券研发中心

四、 5 月债券市场回顾

(一) 一级市场

一级市场方面, 5 月共发行 8 只国债, 10 只地方债, 9 只金融债, 3 只央票, 15 只中票, 22 只企业债和 15 只短融, 融资额度达 6631.5 亿元, 比 4 月份新债发行额度减少约 2000 亿元。其中, 国债、金融债发行数量环比增幅在 20% 以上, 企业债基本持平于 4 月发行量, 其他券种环比降幅在 28% 以上。期限结构方面, 绝对量上看中短期债仍占了较大比重, 但环比来看长期债增幅较大。

表 1: 5 月新债发行一览

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	8	9.756097561	1786.5	26.93960642

地方政府债	10	12.19512195	454	6.846113247
企业债	22	26.82926829	388.8	5.86292694
金融债	9	10.97560976	1075.2	16.21352635
央行票据	3	3.658536585	2400	36.19090703
短期融资券	15	18.29268293	115	1.734147629
中期票据	15	18.29268293	412	6.212772374
合计	82	100	6631.5	100

资料来源：wind，大通证券研发中心

浮息债的发行成为今年以来一级市场发行的亮点，不管是4月发行的09国开03，还是5月招标的09国开04以及09农发07，认购倍率都在4倍以上，中标利差也低于市场普遍预期，对不可做回购交易的机构吸引力有限。这一方面说明市场对于中长期通胀的预期较强，同时由于可以做回购交易的机构中商业银行是绝对主力，也从侧面显示出市场资金面相当的宽裕。

（二）二级市场

5月的债券市场走出了先扬后抑的走势。前半月出炉的宏观经济数据显示出经济回暖具有反复性和曲折性，债券市场收益率一路走低。银行新增贷款减少同时货币供应量增加有利于债市资金面的宽裕。另外，央行公开市场操作资金回笼力度降低，市场资金成本保持低位，并导致中短债收益率下降明显。整个五月，收益率曲线陡峭化程度有所上升，5月最后两个交易周，受IPO消息影响，债券市场出现调整迹象。我们认为，目前的宏观面和资金面变化都在市场预期之中，债市“牛皮市”的格局并没有被打破，因此，当收益率降低到市场的心理下限，便会引发债市调整，使得收益率重新回到震荡格局中来。从二级市场表现来看，面对经济回暖的预期，机构缩短久期，导致二级市场中短期产品收益率降幅大于超长期产品收益率，收益率曲线较4月末更为陡峭。

图 9：银行间国债收益率变动

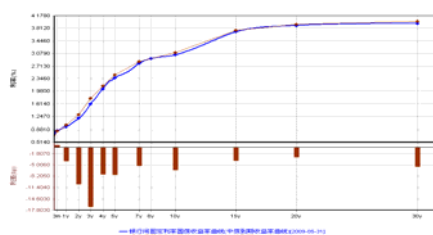
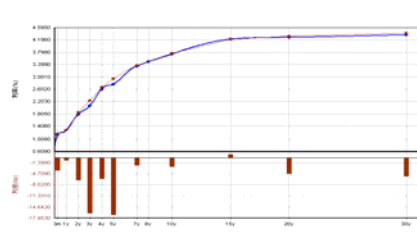
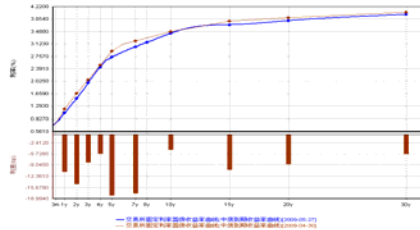


图 10：银行间政策性金融债收益率变动



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 11：交易所市场国债收益率变动



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 12：中短期票据收益率变动 (AAA)

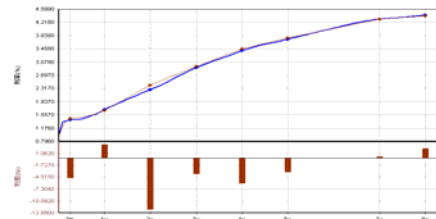
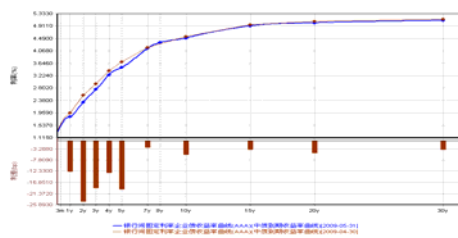


图 13：银行间 AAA 级企业债收益率变动



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 14：交易所市场企业债（AAA）收益率变动

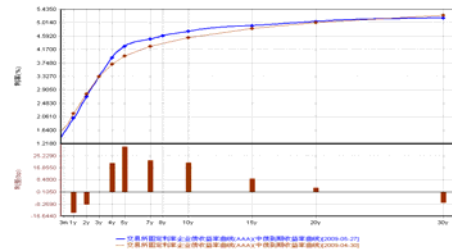
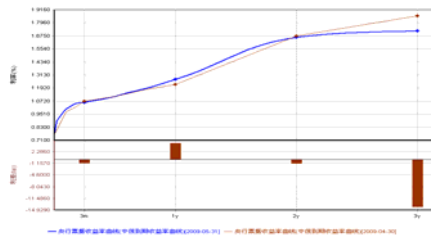
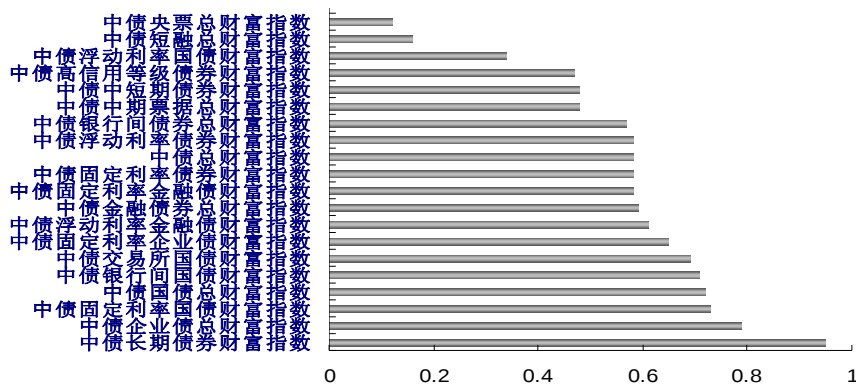


图 15：央票收益率变动



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 16：5 月份中债系列指数涨跌



资料来源：wind，大通证券研发中心

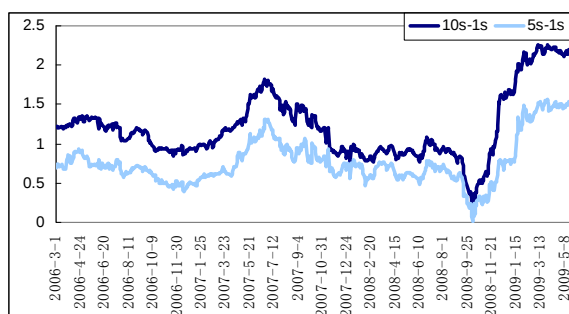
五、 6 月债券市场投资建议

（一）利率产品

利率产品方面，资金面充裕、前期调整到位以及经济回暖过程数据出现反复使 5 月利率产品收益率一路走低，但在宏观经济回暖以及中长期通胀预期的压力下，利率产品收益率难以回到 08 年末的低点，从近期的走势也能看出，“牛皮市”仍是近期债市的主旋律。十年期国债收益率虽然盘中一度突破 3% 的心理价位，但迅速回到 3% 以上，说明市场收益率向下突破的动力并不充足。一方面充裕的资金面支撑了债市的低收益率水平，另一方面，宏观经济回暖的大背景下，降息空间缩窄与中长期通胀预期抬头压缩了债市收益率曲线下探的空间，同时加剧了市场风险。

目前债市利率产品收益率已接近震荡区域的下限，未来上行压力较大，建议交易型投资者回避，资金运用压力较大的配置型投资者可选择 3-10 年期国债，但要注意把握配置的时机。

图 17：银行间国债 10s-1s、5s-1s 溢价水平



资料来源：wind，大通证券研发中心

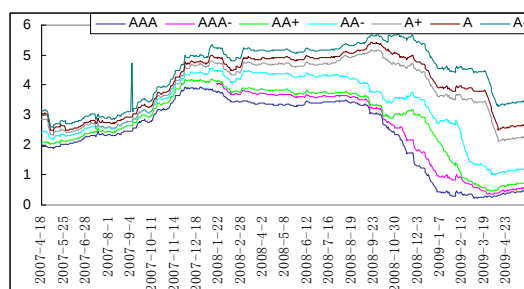
（二）信用债

1、银行间市场

在经济回暖以及中长期通胀的大背景下，高票息的低等级信用债对投资者保护程度较高。短融方面，所有等级品种与央票信用溢价均处于历史均值下方，投资价值有限。中票方面，AAA 级中票信用溢价基本与历史均值持平，AAA-到 A+ 级产品信用溢价低于历史均值，同时低于银行间市场无担保企业债信用溢价水

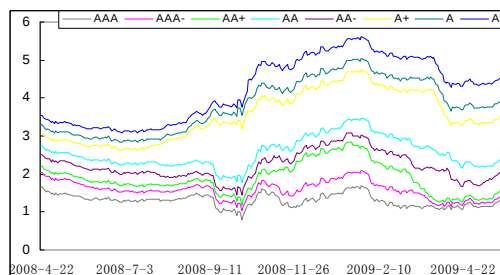
平，只有 A、A- 产品信用溢价仍高于其历史均值，分别高出 9.8BP 和 28.9BP。从银行间市场 3 年期信用债券的溢价水平来看，无担保企业债绝对溢价水平较高，但对比其历史均值发现其溢价水平已经处于历史均值下方，相对溢价水平较低。有担保企业债中 AA、AA- 级品种信用利差处于历史均值上方，投资价值较大。考虑到流动性问题，建议关注 3-5 年期 AA、AA- 有担保企业债。

图 18：各等级短融-央票信用溢价走势



资料来源：wind，大通证券研发中心

图 19：3 年期银行间市场中期票据信用溢价



资料来源：wind，大通证券研发中心

表 2：银行间市场 3 年期信用债溢价水平(%) 比较

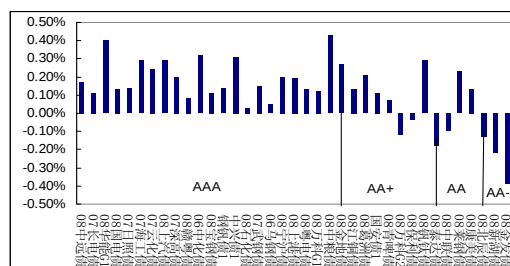
	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+
有担保企业债	1.1593	-	1.5593	1.9343	2.2593	4.1794
历史均值	1.097964	-	1.596339	1.65811	2.118355	4.343002
无担保企业债	1.4794	-	1.9194	2.5694	3.0794	-
历史均值	1.654055	-	2.38712	3.027495	3.456806	-
中期票据	1.3069	1.4069	1.5469	2.3669	2.0569	3.5069
历史均值	1.302576	1.578929	1.890212	2.560474	2.215077	3.540648

资料来源：wind，大通证券研发中心

2、交易所市场

交易所市场信用债包括公司债、可分离债存债以及交易所企业债。与银行间市场一样，交易所中高等级信用债收益率经历了之前的下降，目前信用溢价已处于较低的水平。从5月的市场表现来看，AA、AA-级信用债收益率下降较大，表明目前市场的投资焦点已经转向高票息低信用等级的信用债。我们认为票息相对较高的AA、AA-等级信用债可以抵御经济回暖带来的收益率上升风险，建议投资者关注。考虑到中长期通胀风险及流动性问题，建议关注到期收益率较高同时剩余期限合理的08金发债、09铜城投、08奈伦债。

图 20：5 月交易所公司债（含分离债存债）信用溢价变化



资料来源：wind，大通证券研发中心

表 3：交易所收益率 5%以上信用债一览

名称	代码	剩余期限	到期收益率(%)	修正久期	凸性	评级	担保
08 新湖债	122009	7.09	6.76%	4.91	34.15	AA-	无担保
08 合建投	122995	9.25	6.52%	5.93	48.02	AAA	质押
09 怀化债	111051	9.72	6.45%	5.6	42.8	AA	抵押
08 铁岭债	111041	6.22	6.21%	4.49	28.1	AA	质押
08 长兴债	111047	6.6	6.16%	4.92	32.55	AA	抵押
09 哈城投	111052	9.78	6.11%	6.9	63.18	AA	有担保
08 奈伦债	111039	5.97	6.08%	4.72	29.06	AA	抵押
08 金发债	122011	4.15	5.92%	3.28	15.28	AA-	无担保
09 龙湖债	122964	6.93	5.86%	5.5	36.93	AA	质押
09 铜城投	122981	5.78	5.79%	4.64	28.1	AA+	质押
09 渝隆债	122988	6.63	5.79%	5.13	34.62	AA	有担保
09 六城投	122984	6.76	5.74%	5.25	36.01	AAA	有担保
08 东特债	111046	6.57	5.70%	5.03	33.56	AA	有担保
06 赣投债	120609	12.28	5.65%	8.76	100.58	AAA	有担保
04 长航债	122998	4.99	5.62%	4.43	24.83	AAA	有担保
08 渝交通	122989	6.53	5.60%	5.13	34.51	AA	无担保

08 西城投	111045	6.54	5.55%	5.1	34.14	AA	有担保
09 渝水投	111048	6.7	5.54%	5.31	36.44	AA	有担保
09 长城开	122982	6.78	5.54%	4.78	30.03	AA	有担保
08 江铜债	126018	7.32	5.50%	6.61	51.39	AA+	无担保
09 闽漳龙	122967	5.9	5.49%	3.99	21.14	AA+	无担保
09 潍投债	122965	9.88	5.48%	7.34	69.36	AA	质押
09 南钢联	122983	6.75	5.46%	5.04	32.93	AA	抵押
09 春华债	122986	6.7	5.45%	5.33	36.75	AA	有担保
08 中联债	112002	6.89	5.43%	5.47	38.43	AA	无担保
08 莱钢债	122007	8.82	5.42%	6.61	56.62	AA	有担保
09 滇投债	122966	5.91	5.41%	4.87	30.42	AA	有担保
09 绵投控	122972	6.86	5.41%	5.51	38.75	AAA	质押
08 康美债	126015	4.94	5.41%	4.59	25.7	AA	无担保
09 镇城投	122974	5.83	5.40%	4.59	27.33	AA+	有担保
09 连中小	111054	5.91	5.39%	4.81	29.91	AA	有担保
08 嘉城投	111042	6.24	5.37%	4.72	30.19	AA+	有担保
08 海航债	122991	5.57	5.33%	4.48	26.57	AA	无担保
08 湘有色债	111043	9.35	5.27%	6.81	61.36	AA+	有担保
09 绍水务	111049	6.7	5.23%	5.35	36.9	AA+	有担保
09 华菱债	111050	9.72	5.02%	7.37	69.5	AA+	有担保
06 三峡债	120605	16.95	5.01%	11.62	175.9	AAA	无担保
08 葛洲债	126017	5.07	5.01%	4.73	27.17	AA+	无担保

资料来源：wind，大通证券研发中心

（三）投资建议

目前，部分先行指标已企稳回升，国内经济逐步走稳，在经济回暖预期的大背景下，债市未来面临系统性风险。低收益债券难以抵御经济上行带来的市场风险，因此，对于收益率较低的利率产品，除非是资金运用压力加大的配置型机构，交易型机构我们并不建议持有。市场前期的上行使中高等级信用债收益率大幅走低，因此建议关注高票息的低等级信用债券，包括银行间3-5年期AA、AA-有担保企业债，以及交易所AA、AA-等级、流动性较好的信用债，如08金发债、09铜城投、08奈伦债。

— 正文完毕 —

● 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