

日期: 2009 年 6 月 22 日



固定收益研究小组 许瑾
021-53519888-1916
Xujin@sigchina.com

IPO 重启在即 债市继续弱势整理

(6.15-6.19)

■ 主要观点:

上周债市继续弱势整理

上周上交所国债市场继续调整,周五上证国债指数收于 121.49 点,与前周五持平。上交所企债市场小幅下行,周五上证企债指数收于 134.23 点,较前周五下跌了 0.08 点。无论是国债还是企业债市场,成交量均较前周有明显的萎缩。从消息面来看,上周三招标发行的 10 年期国债,中标利率为 3.09%,基本符合市场预期,对二级市场影响呈中性。

债市下行风险逐步增大

目前无论从债市走势,还是从基本面来看,债券后市都面临着向下调整的压力。一是美国 10 年期国债收益率从 2.5% 上升到 4%,虽然有外国投资者抛售美国国债因素,通胀预期也是重要原因。二是中国经济复苏越来越明显,资金的风险偏好将提高,而且 CPI 和 PPI 已经触底信号开始显现,未来通缩的风险将会逐步消减。三是 IPO 重启,将提高固定收益类产品收益率预期。

总体而言,债券一级市场发行利率仍然维持低位,表明在流动性充裕的市场环境下,银行等金融机构对债券的需求仍然旺盛,这也给投资者带来较好的逐渐减持债券投资的时间,建议逐渐收缩债券投资。

报告编号: XJ09-GZDT099

相关报告: XJ09-GZDT001
XJ09-ZQYJ01

一、宏观经济

以经济结构调整促持续发展，以烟产品消费税增财政收入

温家宝和李克强分别在河北和河南考察时强调，要把促进经济平稳较快增长和调整结构有机结合起来。随着经济刺激计划的逐步见效，从经济统计数据来看，我国经济已出现了连续三个月的回升，但是经济增长的基础还不牢固。调整经济结构和经济增长方式是国家长久以来的工作方针，在经济增长逐步恢复的时候，加大企业兼并重组的力度，通过结构升级，来使经济的增长上层次、有后劲、可持续。

我国大幅提高烟产品消费税，最高提至 56%。由于企业的盈利受到经济危机的很大冲击，中央的财政收入大幅减少，同时，在今年中央加大经济刺激的力度后，中央和地方的财政支出大幅增加。烟产品消费税的提高，可以适当增加财政收入，完善烟产品消费税。同时，CPI 仍处于下滑的通道中，通缩的压力仍在，这也给了提高产品消费税的空间。

二、央行动态

1、货币政策动向

上周五央行发行期限为 3 个月的 900 亿央票，发行利率为 0.965%，与之前继续持平。

2、公开市场操作

表 1：公开市场操作（单位：亿元）

	央票发行	正回购	逆回购到期	央票到期	正回购到期	逆回购	净投放
本周累计 (截至昨日)	/	/	/	/	/	/	/
上周累计	900	900	/	700	1000	/	-100
本月累计 (截止昨日)	2600	1600	/	1550	1500	/	-1150
上月累计	3100	3300	/	2520	4900	/	1020

数据来源：货币网 上海证券研究所整理

三、货币市场

1、Shibor 利率

表 2：6 月 19 日 Shibor 利率變動

期限	Shibor (%)	漲跌 (bp)
O/N	0.9025	+5.75
1W	0.9967	+4.42
2W	1.0975	+11.25
1M	1.1088	+6.79
3M	1.2580	+2.09
6M	1.4815	+0.68
9M	1.6475	+0.75
1Y	1.8602	+0.58

數據來源：貨幣網 上海證券研究所

當日銀行間 Shibor 利率均出現一定幅度的上漲，尤其是 1 個月以內的拆借利率上升更為顯著。目前 1 天和 7 天拆借利率繼續在 1% 以下，但 7 天利率已經接近臨界點，預計隨着 IPO 的重啟，資金面寬松的局面將會逐步發生改變。目前隔日拆借利率與超額存款準備金利率利差擴大至 18.25bp。長期拆借利率略有回升，與一年期國債收益率（1.0095%）利差為 85.07bp。

2、質押回購利率

表 3：6 月 19 日質押回購利率變動

市場	品種	利率 (%)	漲跌 (bp)	成交量 (億元)	成交量變動 (億元)
銀行間	1 天回購	0.9200	+6.32	2493.8096	-460.5846
銀行間	7 天回購	1.0500	+4.16	959.5511	+533.4134
上交所	1 天回購	0.8130	-0.7	23.0709	-217.678
上交所	7 天回購	0.9300	-2.00	3.2911	-47.5914

數據來源：貨幣網 上海證券研究所

當日銀行間債券市場質押式 1 天回購利率平均成交在 0.9136%，7 天回購利率平均成交在 0.9933%。

3、同業拆借利率

表 4：6 月 19 日同業拆借利率變動

品種	利率 (%)	漲跌 (bp)	成交量 (億元)	成交量變動 (億元)
IB0001	0.9100	+5.33	655.3300	-83.7400
IB0007	1.0500	+7.91	73.7800	-20.1640

數據來源：貨幣網 上海證券研究所

当日隔日拆借利率平均成交为 0.9037%；7 天拆借利率平均成交为 1.0608%。

四、一周市场评述（2009.6.15-6.19）

上周上交所国债市场继续调整，周五上证国债指数收于 121.49 点，与前周五持平。上交所企债市场小幅下行，周五上证企债指数收于 134.23 点，较前周五下跌了 0.08 点。无论是国债还是企业债市场，成交量均较前周有明显的萎缩。从消息面来看，上周三招标发行的 10 年期国债，中标利率为 3.09%，基本符合市场预期，对二级市场影响呈中性。

五、投资建议

周四世界银行将中国 2009 年经济增长预期上调至 7.2%，承认了政府刺激计划对经济的提振作用。但世界银行还表示，尽管刺激性支出能够在今年对经济起到推动作用，但可能限制政府在明年发挥的空间；预计中国今年的预算赤字将达到国内生产总值(GDP)的 4.9%，世界银行之前的预期为 3.2%，而中国政府的预期为 3%。世界银行称，2009 年的财政赤字越高，2010 年追加投资的空间就越小，因为会受到赤字规模的束缚，世界银行预计 2010 年中国 GDP 为 7.7%。世界银行在其报告中指出，在世界经济恢复稳定增长之前，中国经济不可能重新实现 7%-9% 的增长率。

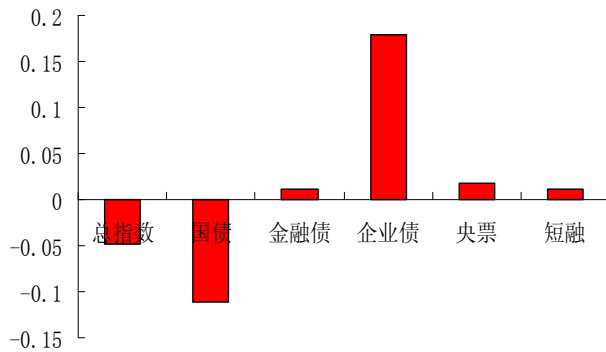
无论我国政府还是世界银行都认识到，外需彻底启动仍需时间，中国经济的发展主要依赖内需。上半年政府投资起到了较好经济筑底，部分对冲了房地产投资下降和外需萎缩带来不良影响。受赤字限制，政府投资不可能长期占主导地位。因而下半年政府要积极刺激消费和民间投资来巩固经济复苏。从目前产业链最长的两个行业房地产和汽车销售火爆，而且存货也已经差不多消化来看，下半年民间投资有较大的启动基础。

目前无论从债市走势，还是从基本面来看，债券后市都面临着向下调整的压力。一是美国 10 年期国债收益率从 2.5% 上升到 4%，虽然有外国投资者抛售美国国债因素，通胀预期也是重要原因。二是中国经济复苏越来越明显，资金的风险偏好将提高，而且 CPI 和 PPI 已经触底信号开始显现，未来通缩的风险将会逐步消减。三是 IPO 重启，将提高固定收益类产品收益率预期。

总体而言，债券一级市场发行利率仍然维持低位，表明在流动性充裕的市场环境下，银行等金融机构对债券的需求仍然旺盛，这也给投资者带来较好的逐渐减持债券投资的时间，建议逐渐收缩债券投资。

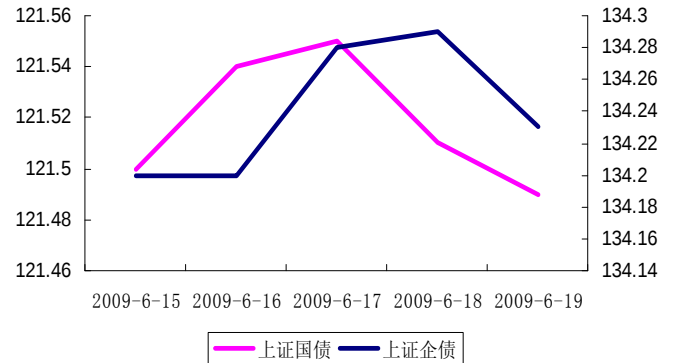
一周債市概覽

圖 1 中債系列資產一周收益



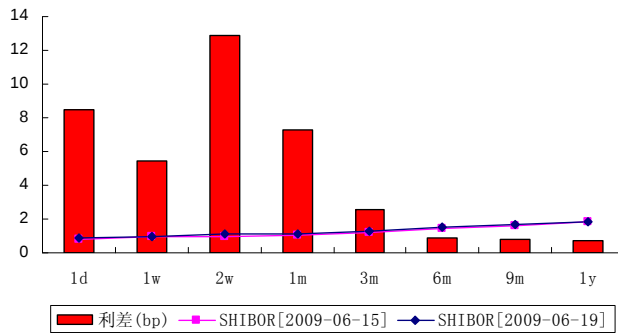
數據來源：中債網、上海證券研究所

圖 2 上交所國債、企業債市場表現



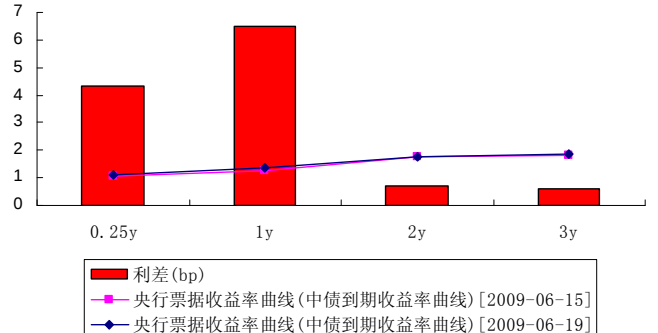
數據來源：WIND、上海證券研究所

圖 3 一周 SHIBOR 變化



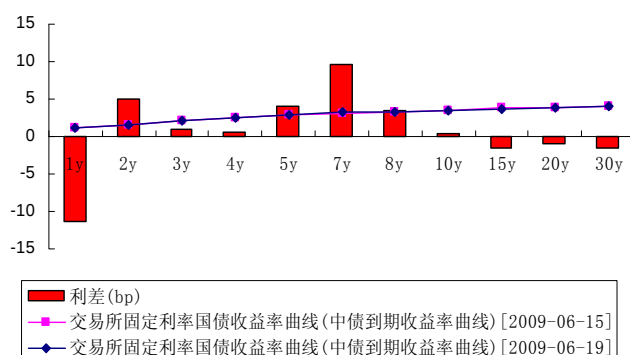
數據來源：貨幣網、上海證券研究所

圖 4 一周央票收益率曲線變化



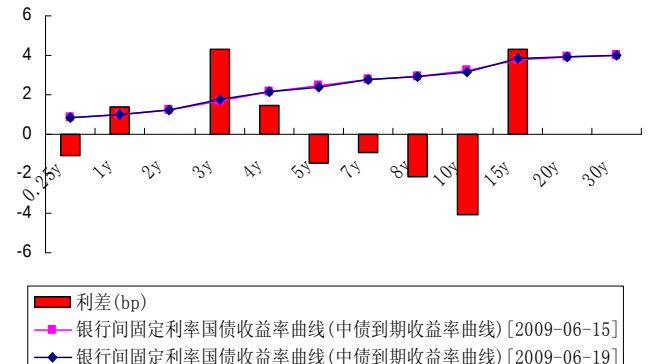
數據來源：中債網、上海證券研究所

圖 5 一周固定利率國債收益率曲線變化（交易所）



數據來源：中債網、上海證券研究所

圖 6 一周固定利率國債收益率曲線變化（銀行間）



數據來源：中債網、上海證券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓 许瑾

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。