

2009 年 7 月债券市场回顾及展望

报告原因:

2009 年 7 月 31 日

各类型债券一月市场表现:

指数名称	7 月 31 日 收盘价	月涨跌 (%)
中证全债	127.04	-0.5168
中证国债	126.53	-0.4485
中证金融债	128.11	-0.8897
中证企业债	130.01	-0.2149
中证央票	109.84	0.1641
中证短融	109.93	0.6408

债券策略研究

投资要点:

● 宏观经济尚需夯实基础，货币政策开始动态微调

1. 工业持续好转，通缩现象尚存
2. 固定资产投资略有回落，外贸有所好转
3. M1增速继续反弹，M2和贷款余额增速略有下滑
4. 市场流动性非常充沛，货币政策动态微调

● 2009 年 7 月债券市场表现情况

(一) 一级市场情况

(二) 二级市场情况

1. 交易情况
2. 收益率变化情况

(1) 国债收益率比较; (2) 企业债收益率比较;

(3) 可转换企业债指数上涨; (4) 短期融资券收益率比较

分析师

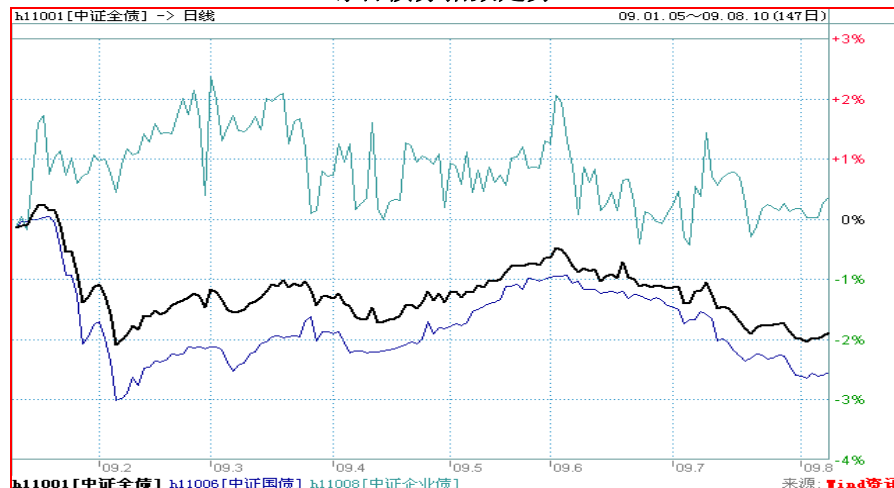
马保明

mabaoming@sxzq.com

● 8-9 月份债券市场投资策略

鉴于经济回暖，货币政策的动态微调，债市长期走势不容乐观。建议根据市场状况灵活调整投资组合，适当配置一定的浮动利率债券。重点关注分离交易可转债，策略为上市首日即抛空所持权证和债券。

综合债券指数走势:



数据来源: wind 交易日期: 2009.01.01-2009.08.10

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

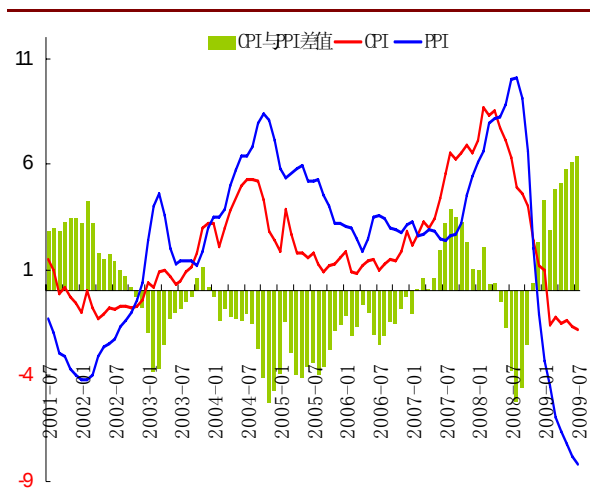
山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

一、宏观经济尚需夯实基础，货币政策开始动态微调

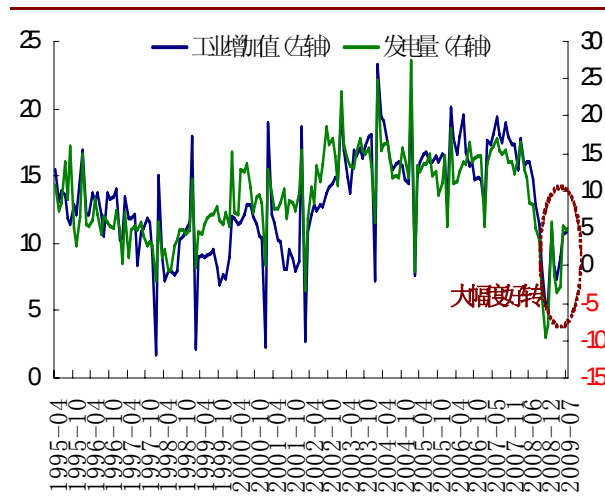
工业持续好转，通缩现象尚存。7 月份，工业增加值增速达到 10.8%，连续三个月好转，其中重工业增速反弹尤为明显达到 11.3%，分行业来看通信及计算机行业增速上升最快，而交通运输行业增速有所回落。从工业品产量上来看，发电量增速如期创今年新高达到 4.8%，钢铁产量再创新高，而汽车和煤炭产量有所回落，但汽车产量增速继续升高，工业企业产销率大幅度反弹，库存压力有所减轻。7 月份工业经济走好为三季度的经济持续好转打下了基础，尽管部分产品产量增速反弹的步伐有所放缓，但考虑到去年同比因素，未来或持续向好。从价格指数来看，09 年 7 月份 CPI 为-1.8%，PPI 为-8.2%，消费有待提振。但是 2009 年更多的应当考虑环比增长因素，7 月份 CPI 环比下降 0.5%。从商务部的生产资料价格指数来看，7 月继续反弹，表明未来数月 PPI 跌幅有可能收窄。物价走势方面，居民消费价格的逐渐回落，有利于刺激消费，CPI 与 PPI 差距扩大说明工业品价格回落的更快。

图1 CPI与PPI差值



数据来源：国家发改委 山西证券研究所

图2：工业增加值与发电量(%)



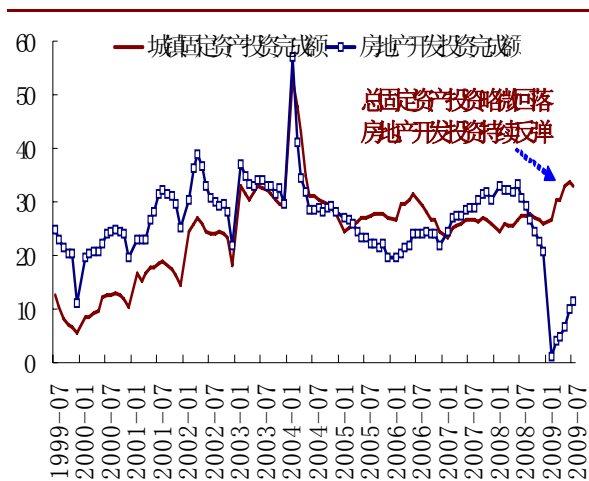
山西证券研究所

固定资产投资略有回落，外贸有所好转。1-7 月份，城镇固定资产投资增长 32.9%，比上半年回落 0.7 个百分点，主要是第二产业投资有所回落，分行业来看大部分行业固定资产投资增速有所下滑，而房地产开发完成投资增长 11.6%，比上月增长 1.7 个百分点。由于本年度新开工项目计划投资总额仍保持 80%以上的高增速，未来五个月施工项目

增速仍会逐月反弹，特别是房地产开发投资仍有恢复的空间。本月固定资产投资下降可能在于中央资金配套到位缓慢和信贷放缓有关，我们认为要保持经济的持续好转，中央资金配套进程仍需要加快。

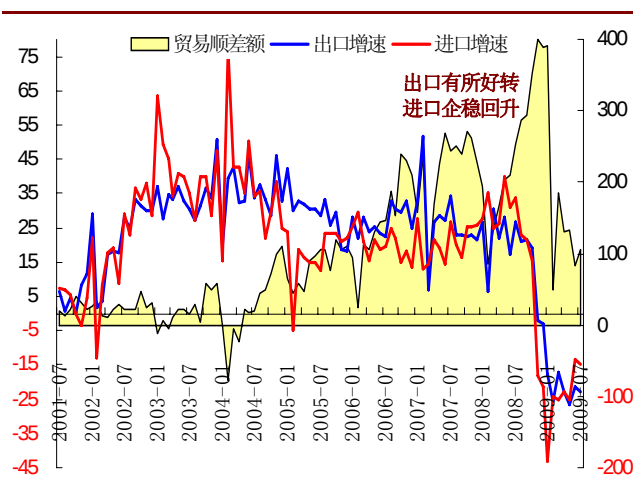
7月份当月我国外贸出口总值为1054.2亿美元，同比下降23%，环比增长10.4%，进口947.9亿美元，同比下降14.9%，环比增长8.7%，外贸状况逐月好转。在出口商品中，主要劳动密集型产品出口降幅缩小为个位数，表明我们刺激出口的政策效果明显。进口方面，大宗商品进口量持续增长，表明我们内需恢复速度强劲。我们认为，由于08年三季度月均出口额处于峰值，因此仅从同比增速上来看还处于底部，但突破千亿美元的出口额本身已经反映出口强劲复苏的态势，随着美国GDP好转和失业率下降，中国外贸状况或持续向好。

图3：固定资产投资略微回落(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图4：出口复苏预期加快(%)



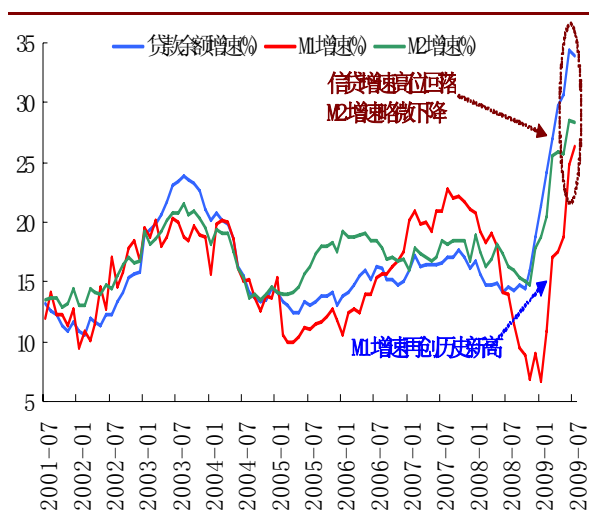
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

M1增速继续反弹，M2和贷款余额增速略有下滑。2009年7月末，预计广义货币供应量(M2)同比增长28.42%，比上月（28.46%）微减0.03个百分点；狭义货币供应量(M1)余额19.59万亿元，同比增长26.37%，比上月末（24.79%）高1.6个百分点

7月M1增速继续加快，而M2和贷款余额增速略有下滑，主要原因在于当月新增贷款快速回落至3559亿元，其中短期贷款和融资票据大幅度减少2085亿元，而中长期贷款增加5396亿元，这完全符合我们当初的判断，

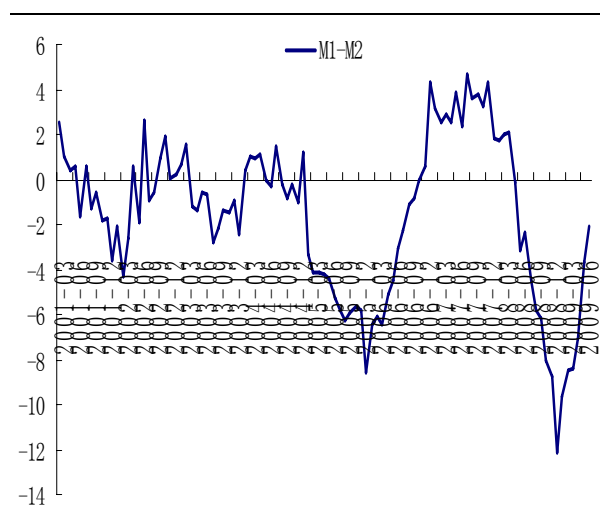
即融资票据到期转为中长期贷款，这在一定程度上减少了市场的流动性。存款方面，居民新增存款为-192亿元，主要原因可能在于部分存款流向资本市场，而企业新增存款也减少了450亿元，银行间同业拆借利率比有所回升。本月新增贷款回落幅度超出我们预期，但单月规模仍远超2008年以前月均水平，新增贷款减少还不足以影响到市场的流动性充沛局面。M2与M1之间的差额主要是居民储蓄存款和企业定期存款，该差额的变化代表了存款“去定期化”的趋势。M1与M2差值（绝对值）缩小预示着企业投资意愿增强，经济景气上升。

图5：M2及贷款余额增速（%）



数据来源：Wind 山西证券研究所

图6：M1与M2增速差值（%）

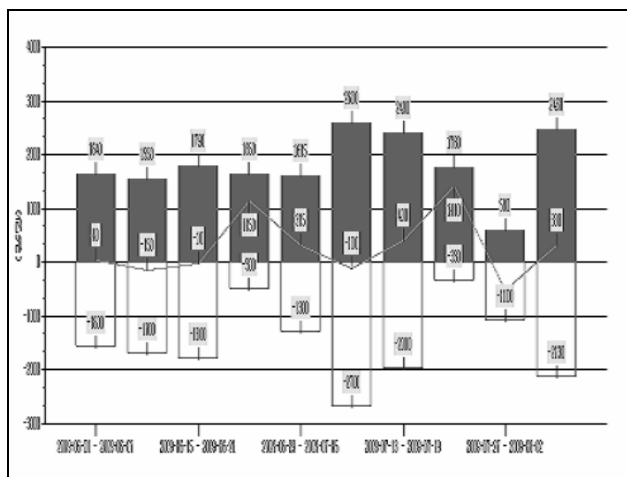


数据来源：Wind 山西证券研究所

市场流动性非常充沛，货币政策动态微调。由于市场流动性处于相当宽裕的阶段。显示实行宽松货币政策的紧迫性已经不强。为防止银行新增信贷资金流入股市空转，央行适度加大了公开市场操作回笼资金力度，央行重新启动暂停7个月已久的一年期票据发行、正回购和计划向部分贷款增速过快的银行发行定向央票。同时，正回购利率和央票利率双双突现上涨。这些情况说明央行正在采取“点刹”方式进行政策微调。银监会也配合默契地推出相应政策。7月17日，银监会要求银行在年内必须将拨备覆盖率提高到150%以上，并强调要特别防范风险。7月27日，银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》和《项目融资业务指引》，进一步要求银行注意项目融资风险，严格审核固定资产

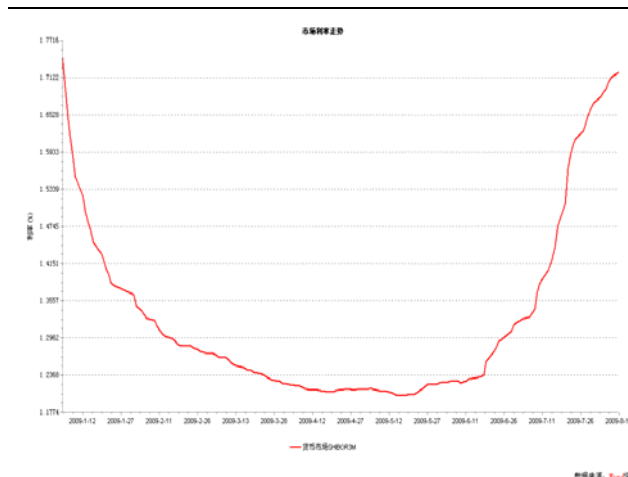
贷款。除去第三周票据到期和净回购到期的净投放1410亿元外，7月份资金净投放1505亿元（见图7），回笼量比上月有所增加。从图8也可以看到，银行间同业拆放利率（SHIBOR3M）已经走高并可能短暂企稳。

图7：央行公开市场操作货币投放与回笼（亿元）



数据来源：Wind 山西证券研究所

图8：SHIBOR3M同业拆放利率走势



数据来源：Wind 山西证券研究所

二、债券市场表现情况

（一）一级市场情况

2009年7月，债券市场共发行债券74期，发行总量8176亿元，较2009年6月减少22期，发行量减少250.08亿元。其中，7月份国债发行8期，1826亿元；地方债发行5期，119亿元；央行票据9期，2800亿元；金融债券14期，2280亿元；企业债券9期，150亿元；短期融资券17期，453亿元；中期票据8期，453亿元。与2009年5月相比，除去金融债发行增加1609亿元较多外，分离交易可转债的开闸也是一个亮点，其他品种债券发行量均互有增减。

表1：债券发行量 单位：亿元

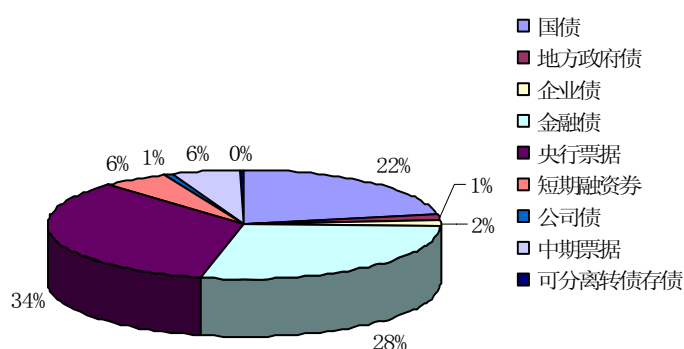
品种	2009年6月	2009年5月	较前月增加
国债	1826	2287.7	-461.7
地方债	119	541	-422
企业债	150	398.58	-248.58
金融债	2280	670.3	1609.7
央行票据	2800	3100	-300
短期融资券	453	269.5	183.5
公司债	65	0	65

中期票据	453	1159	-706
可分离转债存债	30	0	30
合计	8176	8426.08	-250.08

数据来源: Wind 山西证券研究所

从发行构成上看,央行票据和国债加上地方债构成债券市场发行主力,发行量合计 5928.7 亿元,占比为 58%。值得关注的是,金融债本月发行量合计 2280 亿元,较上月大幅增加,占比为 27.89%,主要是出于补充银行资金的目的和政策性银行商业化改革的需要。(见图 7)。

图 9 2009 年 7 月债券发行构成



数据来源: Wind 山西证券研究所

(二) 二级市场情况

1. 交易情况

截至 2009 年 7 月末,二级市场共成交 121091.91 亿元,较上月减少 7223.63 亿元。分交易场所(表 2)看,银行间债券市场成交 109368.30 亿元,占比 96.05%;交易所市场成交 4499.98 亿元,占比 3.95%。

表 2: 交易所市场与银行间市场交易量构成

单位: 亿元

名称	现券交易		回购交易		合计	
	总金额	比重(%)	总金额	比重(%)	总金额	比重(%)
银行间债券市场	48397.88	99.55	60970.42	93.44	109368.30	96.05
上海证券交易所	179.74	0.37	4279.79	6.56	4459.53	3.92
深圳证券交易所	40.15	0.08	0.30	0.00	40.45	0.04
合计	48617.77	100.00	65250.51	100.00	113868.28	100.00

数据来源: Wind 山西证券研究所

交易所现券交易量为 219.89 亿元较上月的有所增加。由于银行间市场交易量具有绝对优势，我们以银行间市场分品种分析。7 月份，银行间债券市场现券交易成交 48957.26 亿元，较上月减少 4951.89 亿元（见表 3）。央行票据和金融债券依然是现券交易的主力，资产支持证券受金融危机的影响交易量在不断下降，信用类产品短期融资券、中期票据呈不断上升态势。企业债交易量也有所增加。

表 3：银行间市场现券交易 单位：亿元

交易月份	2009-7		2009-6	
品种	债券交割量	比重 (%)	债券交割量	比重 (%)
政府债券	5445.04	11.12	5040.87	11.46
央行票据	10686.09	21.83	13635.50	30.99
金融债券	18776.17	38.35	14412.22	32.75
企业债券	3012.97	6.15	2637.76	5.99
短期融资券	1789.42	3.66	2455.59	5.58
资产支持证券	3.90	0.01	13.00	0.03
中期票据	9243.66	18.88	5810.44	13.20
合计	48957.26		44005.37	

数据来源：中国债券信息网 山西证券研究所

截至 7 月底，债券市场（银行间、交易所、柜台、其他）托管量达 15.95 万亿元，其中，银行间债券市场托管量为 14.67 万亿元，占债券市场托管量的 92%。

2. 收益率变化情况

7 月份，工业增加值增速达到 10.8%，本月固定资产投资略有下降并不能说明经济转向，发电量指标作为经济发展的风向标，增速如期创今年新高达到 4.8%，加上外贸好转，显示中国经济复苏已成定局。通货膨胀抬头，IPO 开闸也会间歇性抽紧流动性。尽管当前市场资金量充裕，加息周期尚不会很快到来，宏观经济向好必然使债券市场相对股票市场出现比较“劣势”。当然股市下跌也会有短线资金涌入债券市场“避险”。大盘股发行的时候，流动性趋紧必然会引起市场利率上升。因此，下半年债券市场收益率将在波动中攀升。

图 10 中证全债指数走势

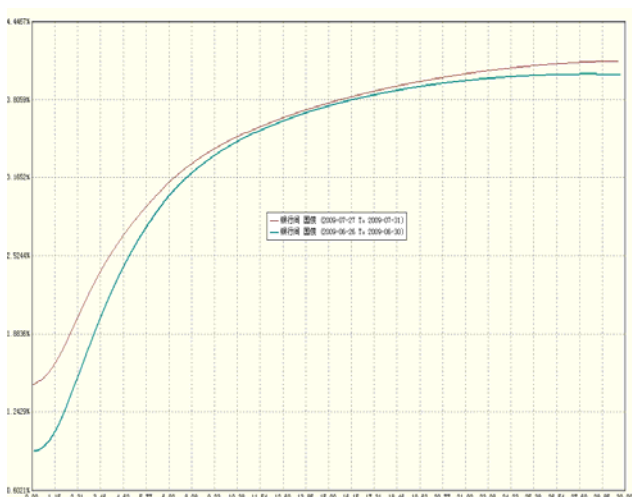


数据来源: Wind 山西证券研究所

(1) 国债收益率比较

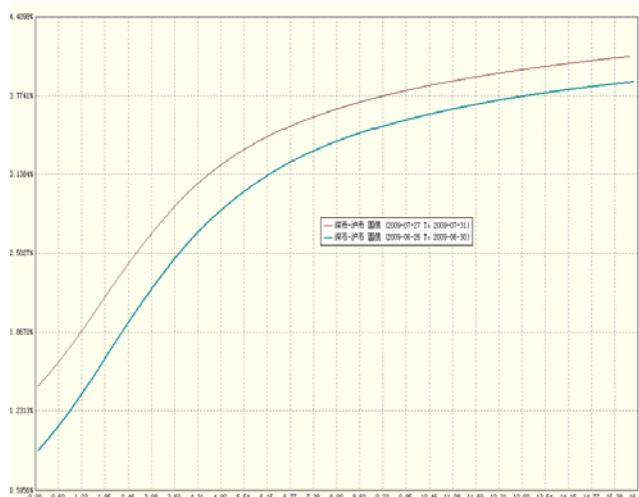
从图 9 可以看到, 2009 年 6 月, 银行间国债收益率曲线呈扁平化, 0-10 年期、10-20 年期债券变化较大。比如剩余期限 3 年的国债收益率由 2009 年 6 月 30 日的 1.8252% 上升到 2009 年 7 月 31 日的 2.2518%。机构投资者集中持有 10-20 年债券, 短期债和超长期债收益率不降反升。而交易所国债收益率整体上移, 短期国债价格回落更为明显一些。例如 3 年期国债由 2009 年 6 月 30 日的 2.1811% 上升到 2009 年 7 月 31 日的 2.6312%。这主要资金在股票市场“分流”的缘故。“跷跷”板效应屡试不爽, 反之亦然。

图 11 银行间国债收益率变化



数据来源: 北方之星 山西证券研究所

图 12 交易所国债收益率变化

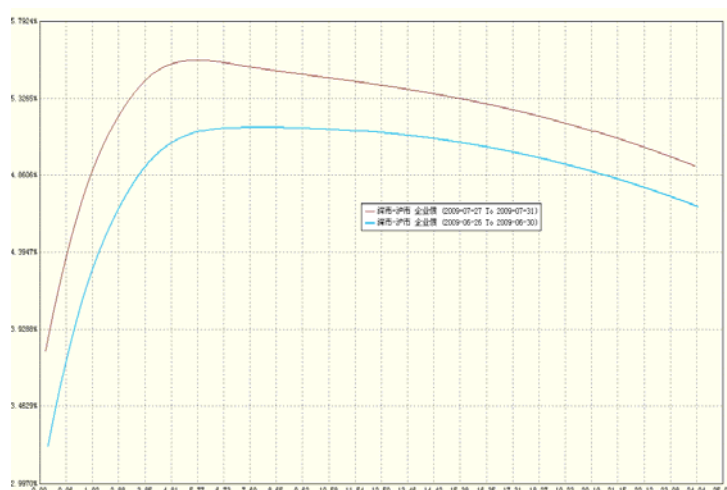


数据来源: 北方之星 山西证券研究所

（2）企业债收益率比较

由于交易所企业债成交个债数多，所以通过交易所市场企业债价格基本可以反映企业债市场的面貌。从图 13 可以看到，中短端收益率变化明显。例如 5 年期企业债收益率由 2009 年 6 月 30 日的 5.0719% 上升到 2009 年 7 月 31 日的 5.5440%。也就是说，交易所市场出现抛售中短期企业债现象。

图 13 交易所企业债收益率变化

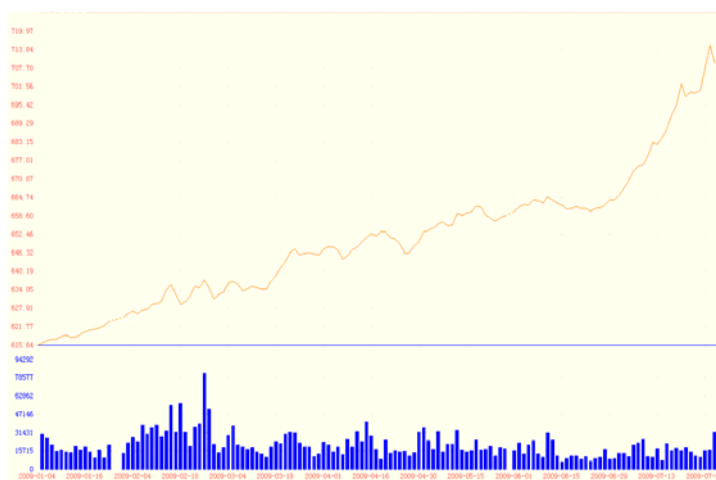


数据来源：北方之星 山西证券研究所

（3）可转换企业债指数上涨

从图 14 可以看到，由于股市上涨，牵动可转换企业债指数由 2009 年 6 月 30 日的 663.807 点上升到 2009 年 7 月 31 日的 716.074 点，在比较区间内上涨 7.87%，涨势迅猛。

图 14 可转换企业债指数

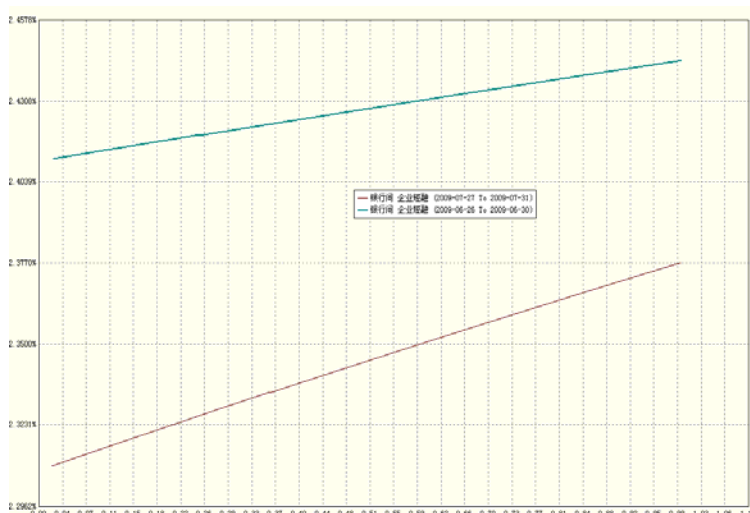


数据来源：北方之星 山西证券研究所

(4) 银行间市场短期融资券收益率比较

短期融资券只在银行间市场发行和交易，交易期不超过 1 年。从图 15 可以看到，7 月 31 日与 6 月 30 日相比较，短期融资券收益率曲线整体下移。的确，3 个月的短期融资券由 2009 年 6 月 30 日的 2.4196% 下降到 7 月 31 日的 2.3265%，下降幅度 10bp。

图 15 银行间短期融资券收益率变化



数据来源：北方之星 山西证券研究所

三、8-9 月份债券市场投资策略

鉴于经济回暖，央行下调利率的概率变小，建议投资可转债，尤其是分离交易可转债，比如长虹转债基本可看作无风险套利；考虑到通胀预期业已萌芽，建议适当配置一定的浮动利率债券。股市下跌会有短线资金进入债券市场短暂“栖身”，进而推动债券市场上涨，但这并不可能改变债券市场的中长期走势。因而，投资者需要根据自身资产和操作习惯进行理性判断，谨防“投资”变成“投机”。利用债市上涨及时调整投资组合，缩短组合久期。在宏观经济向好的背景下，切忌将资金推动债市的短线上涨“误判”为债市的长期转向。本轮债市超跌反弹的空间有限，债市长期走势依然不容乐观。

表 4 可转债发行预案

公司名称	方案进度	发行方式	发行规模(亿元)	发行期限(年)	利率区间
王府井	证监会批准	优先配售，网上定价和网下配售	8.21	6	不超过 2.5%

浙江龙盛	证监会批准	优先配售，网上定价和网下配售	12.5	5	0.6%-3%
厦工股份	证监会批准	优先配售，网上定价和网下配售	6.0	5	累进利率；第 1-2 年不高于 1.5%，第 3-5 年不超过五年期贷款基准利率的 40%
大西洋	证监会批准	优先配售，网上定价和网下配售	2.65	5	0.8%-2.5%
安泰科技	证监会批准	N/A	7.50	6	0.5%-2.8%
博汇纸业	证监会批准	N/A	9.7500	5	0.5%-3%
塔牌集团	股东大会通过	N/A	7.00	5	0.5%-4%
健康元	股东大会通过	N/A	7.00	6	未定
建投能源	股东大会通过	N/A	11.00	6	0.5%-2.5%
福星股份	股东大会通过	N/A	14.50	6	不超过 3%
辽通化工	股东大会通过	N/A	20.00	6	0.5%-2.2%
铜陵有色	股东大会通过	N/A	20.00	6	0.5%-2.8%
济南钢铁	股东大会通过	N/A	29.00	5	0.5%-2.8%

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
 增持： 相对强于市场表现 5~20%
 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
 中性： 行业与整体市场表现基本持平
 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。