

2009 年三季度债券市场回顾及展望

报告原因:

2009 年 10 月 13 日

各类型债券季度市场表现:

指数名称	9 月 30 日 收盘价	季度涨 跌 (%)
中证全债	127.25	-0.6713
中证国债	127.08	-0.7575
中证金融债	128.83	-0.2864
中证企业债	128.69	-0.9239
中证央票	110.27	0.1635
中证短融	110.29	0.3731

分析师

马保明

mabaoming@sxzq.com

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

债券策略研究

投资要点:

●一、2009 年三季度债券市场震荡下跌

由于市场流动性宽裕, 央行适度加大了回笼资金力度。加上宏观经济向好预期, 债市整体下挫。

●二、当前债市所处的国际宏观环境分析

1. 美国经济初步走出衰退
2. 欧元区经济不断好转
3. 日本经济复苏力度不大

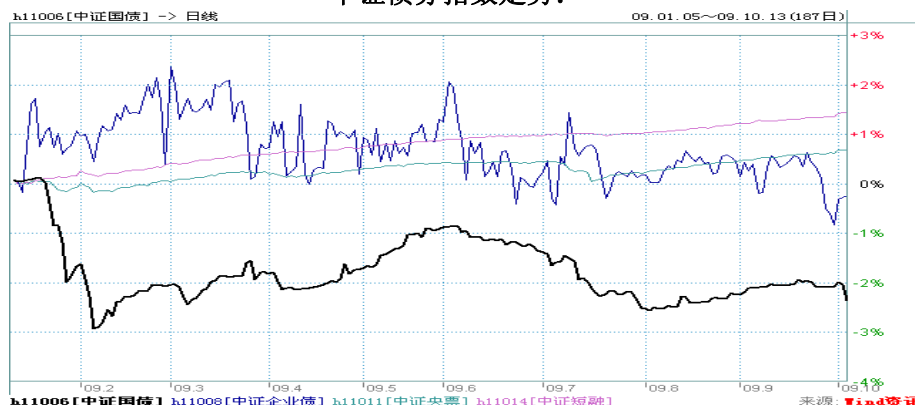
●三、中国宏观经济运行状况及展望

1. 投资+信贷模式是中国经济向好的主要推动因素
2. 主要工业品产量增速反弹, 外商投资增速由负转正
3. 固定资产投资高位持续增长, 房地产开发投资持续反弹
4. 物价反弹或将主导消费, CPI 有望由负转正
5. 出口恢复取决于美国消费复苏
6. 货币政策可能适度收紧

●四、2009 年四季度债券市场投资策略

为了缩短久期应对利率风险, 应低配利率产品; 经济回暖预期下, 考虑到通胀预期, 建议超配浮动利率债券, 推荐信用等级较低的债券。此外, 可转债也是重要选择。

中证债券指数走势:



数据来源: 北方之星 交易日期: 2009.1.05-2009.10.13

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

一、 2009年三季度债券市场震荡下跌

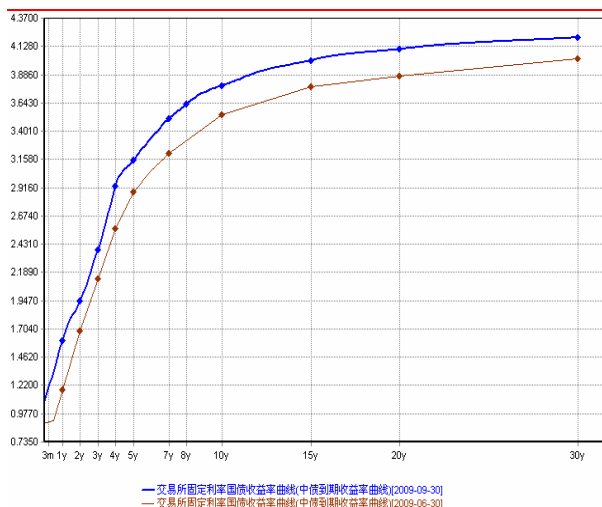
随着国内外一系列振兴经济措施的出台，上半年我国宏观经济强劲复苏，GDP同比增长达到7.1%，其中二季度更是达到了7.9%，较一季度大幅提高1.8个百分点，反映出了在财政政策及货币政策的持续刺激下，我国经济复苏的进程大大加快，市场经济加速复苏的预期大大增强。

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。此外，银监会也配合默契地推出相应政策。基于上述因素的影响，7月份债券市场单边下跌，给债券投资带来较大困难。

在经历近一个月的持续低迷之后，8月份债市终于企稳回暖。7月份新增信贷的超预期回落、1年央票利率企稳以及资金利率的大幅下跌均刺激了机构配置买盘的介入，市场收益率水平小幅下行。但好景不长，9月份债市再度陷入低迷。尽管前半月总体保持了窄幅震荡走势，但下半月在一级市场利率攀高、经济数据好转、CPI出现拐点等利空因素影响下再度持续下跌，收益率水平普遍抬升。

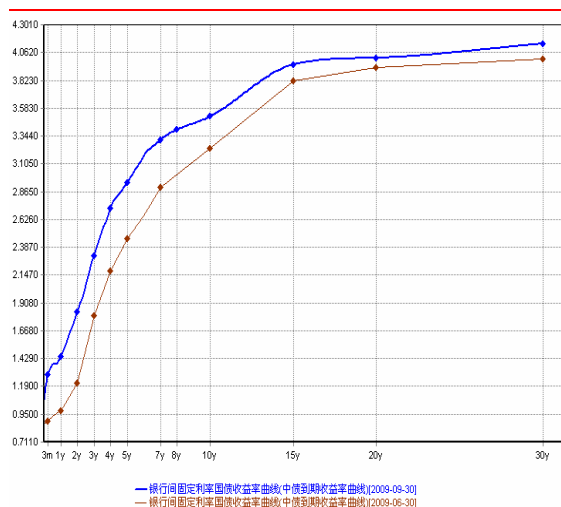
与上个季度相比，交易所与银行间国债到期收益率曲线的变化方向上总体比较相似，都呈现上涨势头。但波动幅度上银行间国债要大一些，其中差距比较明显的是短端，2年期国债是银行间国债到期收益率上升幅度最高的品种，达60.75BP。而交易所2年期国债到期收益率利差仅为25.34BP。或言之，交易所国债收益率略微上升而银行间国债收益率呈现明显上升。

图1 交易所固定利率国债到期收益变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

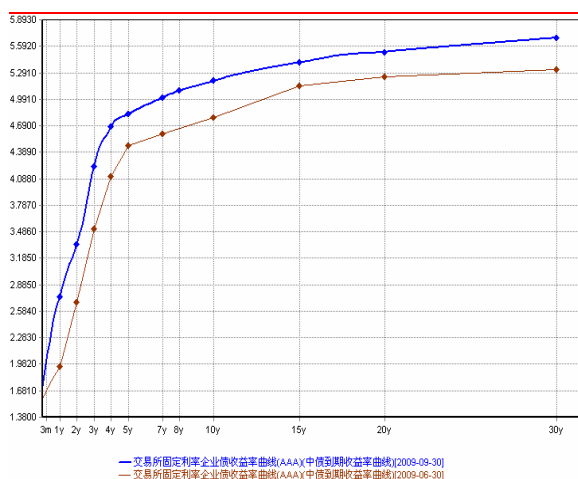
图2 银行间固定利率国债到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

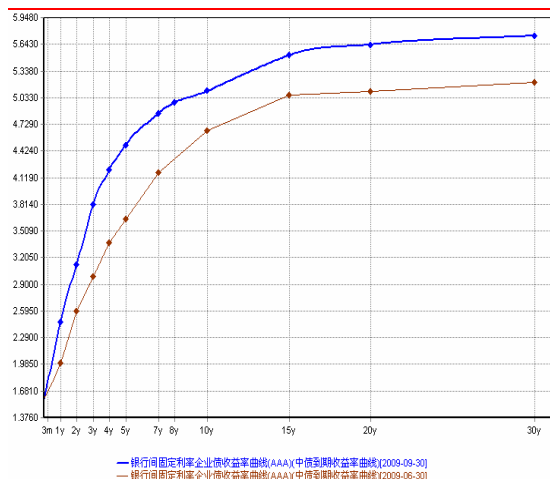
交易所企业债到期收益率曲线的呈平坦化，而银行间企业债到期收益率相对较陡。银行间企业债3-5年期品种到期收益率升幅最高为80BP，7-30年期品种到期收益率约上升50BP，1-2年期品种到期收益率品种升幅约在50BP左右；交易所市场最不看好短期企业债。其中1年期品种升幅为78.94BP。

图3 交易所固定利率企业债到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

图4 银行间固定利率企业债到期收益率变动

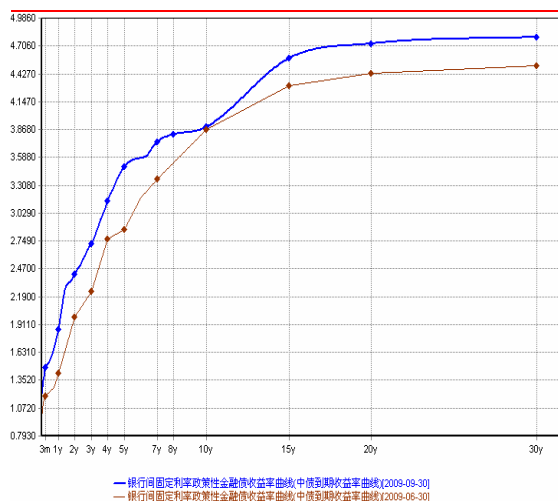


数据来源：Wind 山西证券研究所

政策性金融债的表现与银行间国债方向上基本相似，呈“弓”型。其中10年期品种收益率上升幅度最小，仅3BP；央票到期收益率依据到期年限的波动范围依次增大，3年期品种

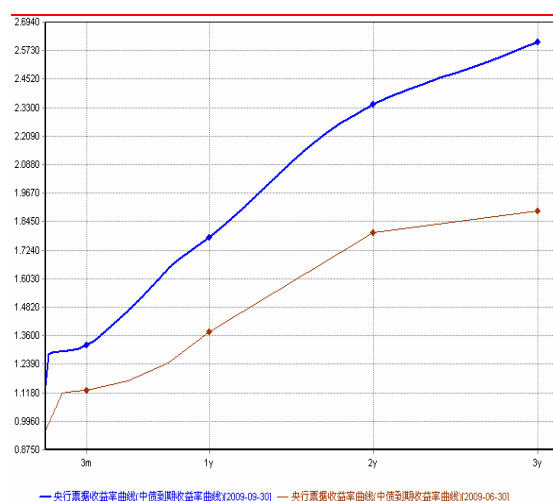
收益率上升幅度为72BP。

图5 固定利率政策性金融债到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

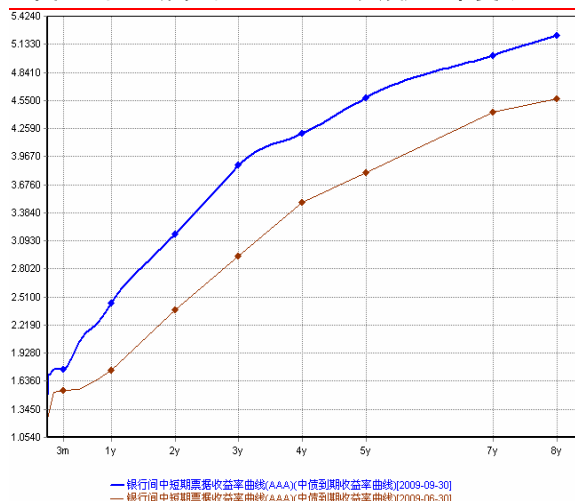
图6 央行票据到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

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。中期票据大都在3-5年，最长的不超过8年。从图7可以看到，3月短期融资券收益率曲线收益率变化幅度在20BP左右，并且比较平坦。3个月的短期融资券由2009年6月30日的1.54%上升到2009年9月30日的1.76%。中期票据到期收益率整体上升，3年期品种收益率变化幅度最大，达93.87BP。

图7 中短期票据（AAA）到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

二、当前国际宏观经济环境分析

1. 美国经济初步走出衰退

美国经济做为世界经济的引擎，也是本次金融危机的策源地，其经济发展状况对世界和中国经济愈显重要。

9月份美联储发布的最新一期褐皮书称：美国多数地区的经济持续好转，12家地方联储中仅有圣路易斯联储报告当地经济的下滑速度在放缓，其他均报告当地经济已显露稳定迹象或有所改善。

8月美国工业生产继续回升，工业总体产出指数、产能利用率、最终产品和非工业物料产出指数较上月均有小幅上涨。PMI大幅回升，达到52.9，较上月上涨4%，自去年8月以来首次跨过50的分界线。分项来看，新订单指数、供应商交付指数、产出指数、物价指数、出口订单指数增幅较大，预示着美国的工业生产将保持回暖趋势。

出口持续好转，消费趋于稳定。9月密歇根大学消费者信心指数70.2%，较上月上升4.5个百分点。这主要得益于“旧车换现金”计划。

尤为重要的是，美国住房市场的见底迹象越发明显，住房价格连续攀升。在美联储的褐皮书中也指出，多数地区的住宅房地产市场也出现了改善迹象。

就业情况仍不乐观。虽然进入下半年以来，美国失业率的升速放缓，9月份初次申请失业金人数的高位回落预示着就业市场出现好转迹象，但年内失业率继续攀升是大概率事件，8月份经过季节调整后的失业率高达9.7%，这将限制消费复苏进而影响经济复苏进程。

总的来看，美国经济在第三季度将实现正增长，结束经济衰退应该没有悬念。尽管美国经济将重归增长之路，但复苏之路可能将是缓慢甚至漫长的过程。

表 1 美国（季度）各项经济指标及预测

指标	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
经济活动								
实际 GDP (季环比季调年利率%)	-6.4	-0.7	-3.05	2.35	2.4	2.5	2.55	2.85
CPI (同比%)	-0.07	-1.13	-1.6	-1	1.9	1.8	1.6	1.5
核心 PCE (同比%)	1.7	1.6	1.3	1.4	1.4	1.2	1.3	1.4
失业率 (%)	8.07	9.27	9.63	10	10.1	10	9.8	9.5
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	-4.45	-3.83	-3	-3	-3	-3.05	-3.2	-3.4
财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	-6.5	-8.9	-10.4	-10	-9.75	-8.5	-8.4	-8.2
利率								
央行利率 (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.5	0.75	1.25
3 个月利率 (%)	1.19	0.6	0.29	0.4	0.47	0.69	1.01	1.43
2 年期债券收益率 (%)	0.8	1.11	0.95	1.17	1.38	1.64	1.96	2.3
10 年期债券收益率 (%)	2.66	3.53	3.31	3.49	3.65	3.82	3.99	4.18

数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

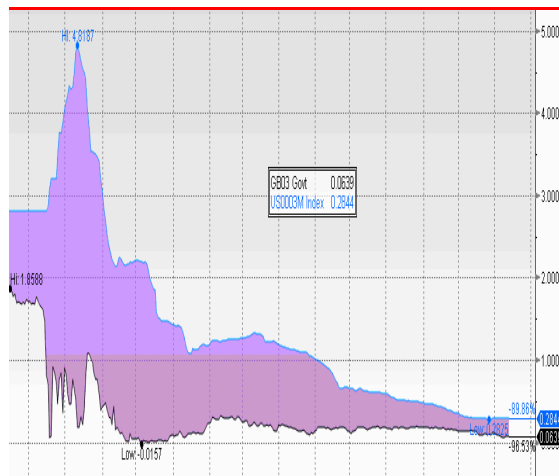
从图 8 可以看出,3 月美国国债(2008. 10. 13-2009. 10. 13)有趋稳的迹象,另外衡量 3 月美元 Libor 利率与 3 月美国国债利率差距的 TED 利差 09 年出现稳定收窄,现维持在 30BP 附近,与去年末该利差创下的最高接近 500BP 的历史记录,出现显著差异。TED 利差越大,显示市场大量资金涌向国债市场以规避机构破产或债券违约的风险,TED 利差的稳定收窄,显示市场预期金融市场不断转好。

图8 美国3月期国债走势



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图9 TED利差大幅收窄



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

2. 欧元区经济不断好转

欧元区经济体是世界上另一大经济体。欧元区经济去年第三季度正式陷入衰退，2009 年第一季度环比降幅更是达到 2.5%，创下自欧元区 1999 年成立以来的最差纪录。但在刺激政策的努力下以及伴随着全球经济的好转，欧元区经济在三季度呈现快速反弹，这主要得益于德国经济的复苏，从 IFO 商业指数看出，德国商业景气在三季度加速反弹，而德国工业产出也保持稳步复苏的态势。欧盟统计局称，欧元区经济第二季度有所好转主要得益于个人消费复苏（见图 11）。与第一季度相比，欧元区个人消费第二季度回升了 0.2%。但是推动经济增长的另外两大引擎——投资和出口依然疲软，分别下滑了 1.3%和 1.1%。

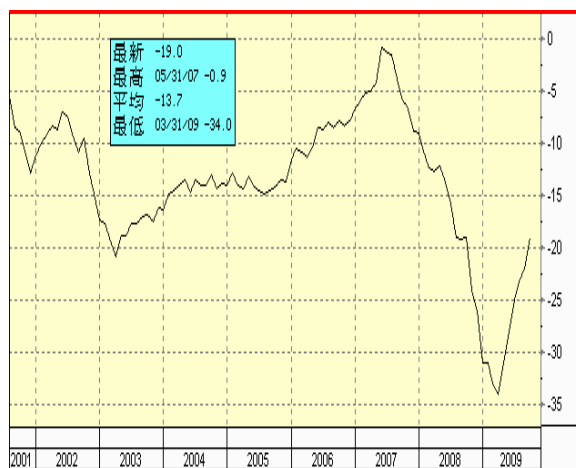
鉴于第二季度经济数据的好转，欧盟委员会公布的最新中期经济预测报告表示，欧元区及欧盟经济将在今年第三季度走出衰退，但复苏前景仍充满着不确定性。欧盟委员会预计，欧元区及欧盟经济今年第三季度将环比增长 0.2%，从而正式走出衰退；而在第四季度，欧元区及欧盟经济将环比增长 0.1%。

图 10 德国 IFO 商业景气指数



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 11 欧洲消费者信心指数



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

欧元区经济大国——德国的数据显示，从各项经济指标分析，包括GDP、CPI、利率等，预计09年四季度经济将不断好转，

经济景气可能持续提升。

表 2 德国（季度）各项经济指标及预测

指标	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
经济活动								
实际 GDP (同比%)	-6.7	-5.9	-4.85	-2.1	1.65	1.65	1.1	--
CPI (同比%)	0.77	0.27	--	0.75	1.2	1.25	1.25	1.2
失业率 (%)	8	8.23	8.27	8.7	9	9.45	9.6	10
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	--	--	--	--	--	--	--	--
财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	--	--	--	--	--	--	--	--
利率								
央行利率 (%)	1.5	1	1	--	--	--	--	--
3 个月利率 (%)	1.51	1.1	0.71	--	--	--	--	--
2 年期债券收益率 (%)	1.24	1.36	1.27	1.45	1.62	1.82	2.12	2.33
10 年期债券收益率 (%)	2.99	3.39	3.22	3.43	3.52	3.67	3.86	3.91

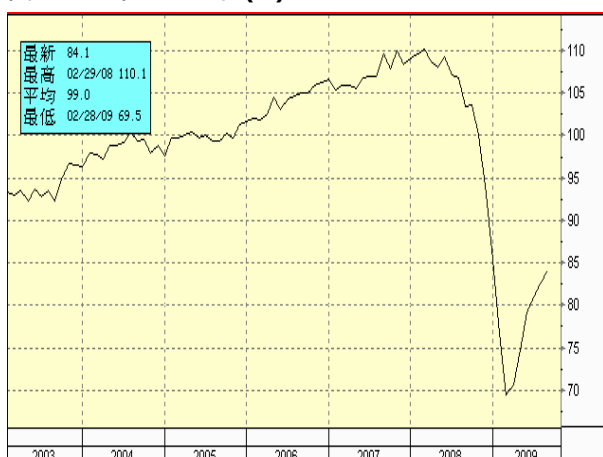
数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

3. 日本经济复苏力度不大

日本工业生产指数开始回升，7 月达到 85.5。经济体经济景气指数进一步回升，经济或将不断好转。二季度消费者信心指数较一季度提升，预计未来消费者信心指数仍将提升，消费不断好转。然而日本国内仍然面临通缩和高失业率的威胁，物价持续下跌，就业市场依然疲软，这为四季度内需恢复带来了阻力。

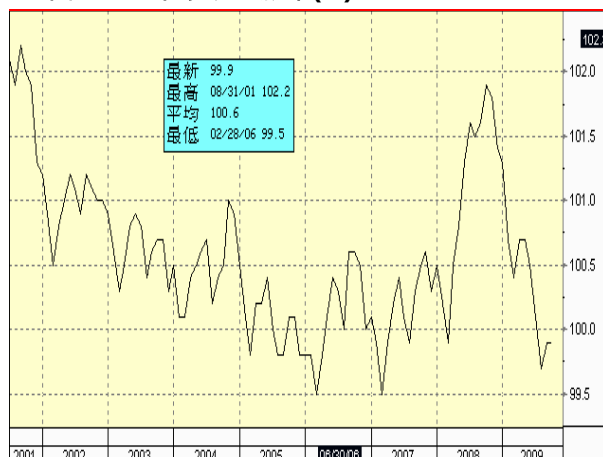
8 月，日本贸易顺差大幅缩小，环比下跌 50%，跌幅较上月扩大 25 个百分点。其中，出口同比下跌 36%，跌幅基本与上月持平；环比下跌 6.8%，跌幅较上月扩大 12.1 个百分点。进口环比下跌 3%，远低于前两个月 9% 的环比增幅；同比下跌 41%，与前 3 个月基本持平。进口的低迷显示日本经济复苏力度较为微弱。如果政策实施不当，可能使得日本经济的复苏之路变得更加坎坷，而且近期日元的持续升值和国际贸易领域的摩擦也对出口有负面影响。对于短期内难以摆脱外向型特征的日本经济而言，其对于外部经济复苏的依赖仍是国内经济恢复的主要制约因素。

图 12 日本工业产值(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 13 日本东京通胀率(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

整体来看,世界经济已经企稳,但经济复苏的力度比较微弱,世界经济进入复苏起始阶段。主要经济体进口有萎缩迹象,贸易保护主义值得警惕。随着危机的消化,市场信心的恢复,前期为应对危机各国政府采取的宽松货币政策将会被逐步收紧,包括原油在内的大宗商品大幅上涨已成必然。

国际油价在10月14日突破每桶75美元的重要关口,同时创出2009年最高收盘价。油价的高企,必将传导到生产和消费的各个环节,推高消费价格。加上市场信心的恢复,增加的货币供应流通速度的加快,伴随着国际经济的复苏,国际通货紧缩将会在2009年第四季度悄然结束。

但仅就第四季度而言,目前还无刺激政策退出的压力,澳大利亚升息仅为个例,在全球经济还尚未完全恢复的状况下,货币政策仍将继续宽松,财政刺激计划仍可能继续推行。

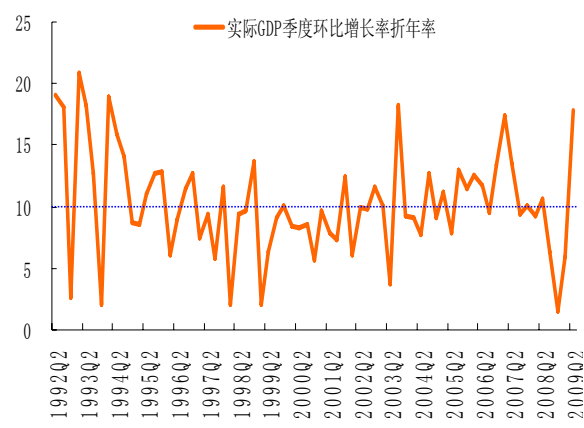
三、中国宏观经济运行状况及展望

1. 投资+信贷模式是中国经济向好的主要推动因素

中国经济前两个季度 GDP 环比增长折年率大幅度上升,为近十年以来的高点,从前 8 个月的同比数据来看,大部分呈现探底回升的走势,投资+信贷模式是中国经济向好的主要推动因素。预计三季度 GDP 同比增速或达到 8.5%,四季度或突破 9%,从同比来看基本形成逐季上行的趋势,但环比增速或有所

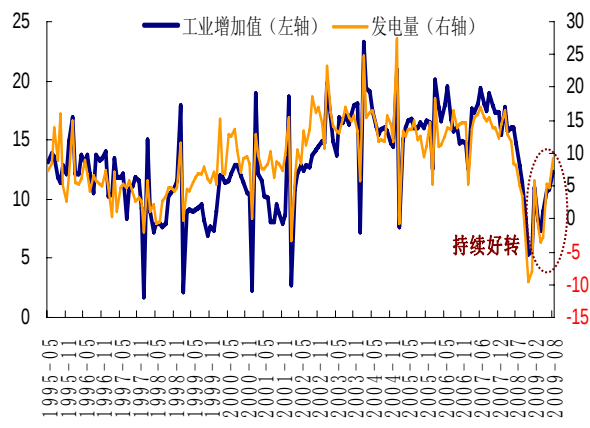
回落。随着制造业的逐步复苏，特别是 8 月份加速回升，生产
和新订单指数持续在景气度之上，工业增加值持续好转，发电
量同比增速也加速上升，

图 14 中国实际 GDP 季度环比增长折年率(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 15 工业增加值和发电量

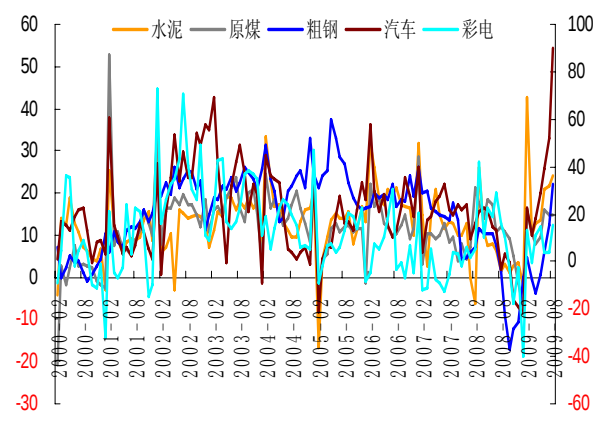


数据来源：Wind 山西证券研究所

2. 主要工业品产量增速反弹，外商投资增速由负转正

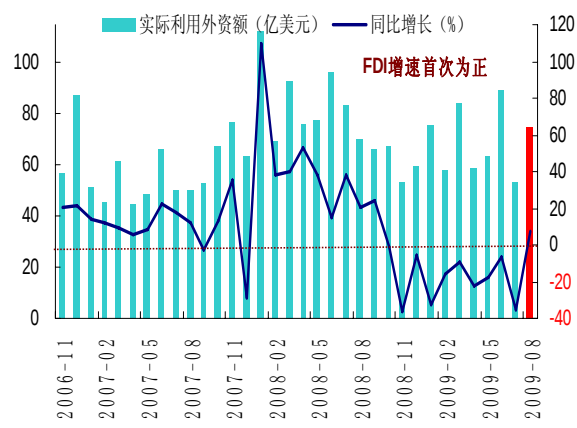
工业品产量增速逐月反弹，特别是下游汽车、家电销售良好，带动相关产品的产量增加，又带动中上游产销的旺盛，我们认为在四季度以汽车为代表的下游工业品将继续保持较高的增速，而钢材和水泥产量增速在房地产开工反弹的环境下将继续高位增长。同时我也看到外商直接投资增速 8 月份首次由负转正，外资增加对中国的投资表明对中国经济复苏的看好和对中国出口复苏的期望。

图 16 主要工业品产量增速(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 17 外商直接投资有望持续反弹



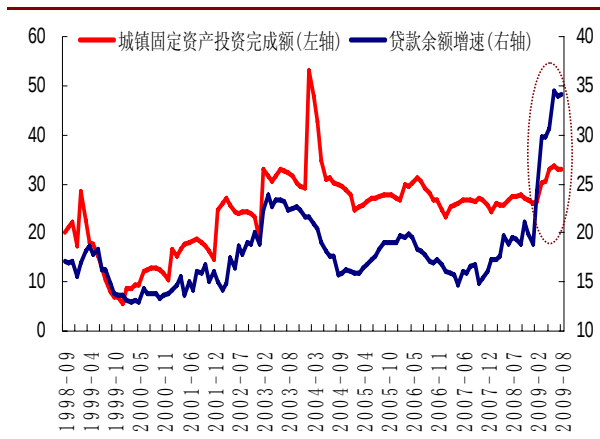
数据来源：Wind 山西证券研究所

3. 固定资产投资高位持续增长，房地产开发投资持续反弹

我们仍然看好四季度的固定资产投资同比增速，主要原因在于按原计划中央四万亿投资进展中将有 2075 亿元在四季度完成，其作用就在于防止经济二次探底。经过测算，如果考虑新增贷款和全社会固定资产投资比例的关系，即按照每投资 1 万亿需要 0.3 万亿的新增贷款来算，如果全年新增贷款达到 9 万亿，则全社会固定资产投资增速或突破 35%。

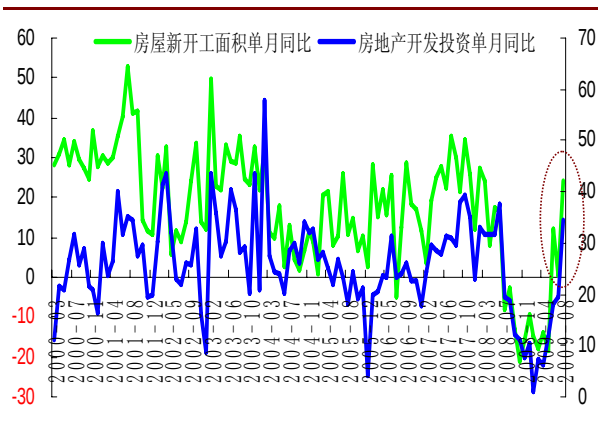
除了信贷的累积支持效应外，达到 80% 同比增速的新开工项目将支持四季度固定资产投资继续反弹，而受房地产补库存和土地开发因素影响，房屋新开工面积和房地产开发投资增速仍保持持续反弹上升的趋势，均有利于保证四季度固定资产投资的高位持续增长。

图 18 城镇固定资产投资增速与信贷增速 (%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 19 房屋新开工面积和开发投资上升势头明显



数据来源：Wind 山西证券研究所

4. 物价反弹或将主导消费，CPI 有望由负转正

前三季度中国消费市场呈现探底企稳的态势，不论社会消费品零售总额还是消费者信心指数均已经回升，这种消费的旺盛趋势在四季度得以延续，国家对于消费的刺激政策或逐步加强，消费对于国民经济的拉动作用正逐步上升。

影响消费的重要因素还是通胀问题，从全年 CPI 的走势来看，在 8 月份 CPI 同比增速发生拐点，翘尾因素逐步减弱，新涨价因素将带动 CPI 在四季度由负转正。

正是消费者对于通胀的预期，导致部分保值商品价格大幅

度上涨，如房价、金价等，7 月份食品价格环比已经出现较大幅度的上涨，从而推动了 CPI 环比反弹，当四季度 CPI 正式由负转正时，消费者对于通胀的预期可能加强，从而或带动相关消费品的销售。

社会消费品零售总额尽管无法完全代表消费的状况（其包含了政府开支消费部分），但仍然能反映消费的趋势，国家对于汽车以旧换新、家电下乡、旅游消费等政策方面不断给予支持，并将在 2010 年得以延续。

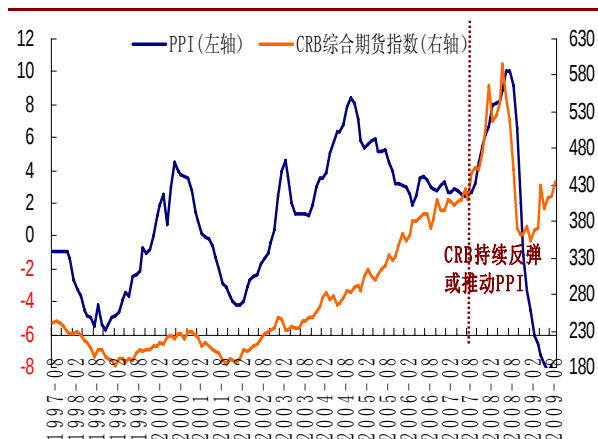
猪肉价格走势是影响食品价格走势的关键因素，甚至能影响整个 CPI 的走势，主要思路就是猪肉粮价比进入 6 以下的临界值，在这个值以下猪肉价格存在反弹的动力，近期猪肉价格呈现反弹的态势，如果玉米等农产品价格不发生较大幅度的涨价，猪肉价格波动就不会很大，高存栏量也将制约猪肉供应。但由于国际大宗商品价格的不断上扬，特别是美元指数的不断下挫，CRB 农产品价格指数有反弹的需求，再加上秋粮受干旱和水涝的影响可能减产，对四季度粮食价格带来较大的涨价推动，进而带动猪肉价格的新一轮上涨，造成 CPI 由负转正。

图 20 社会消费品零售总额增速稳步上升



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 21 CRB 将拉动 PPI 恢复性反弹



数据来源：Wind 山西证券研究所

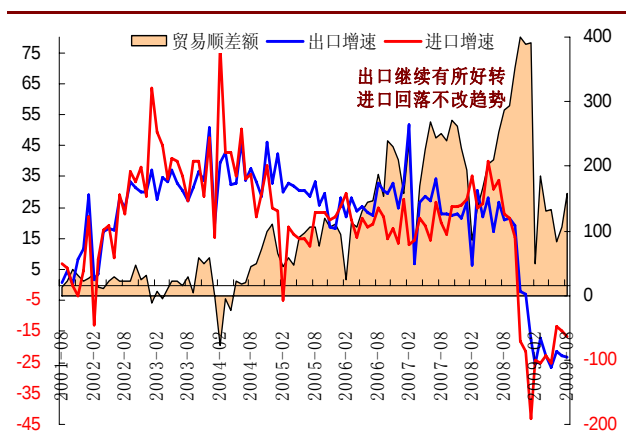
5. 出口恢复取决于美国消费复苏

前 8 个月出口增速大幅度回落，至今仍处于探底的态势，外贸形势与国际经济密不可分，但也应当看到其中的积极因素，如进口好于出口反映了内需的回暖，出口额连续两个月保持千亿美元以上、出口商品市场占有率显著提高等。当然还有许多不利的因素，如贸易摩擦加大、美国贸易保护主义抬头，但这些因素还不足以阻碍中国外贸的回暖。

从出口先行指标如出口集装箱运价指数和外贸货物吞吐量增速双双反弹，部分外贸省份出现用工荒、圣诞订单反弹。从宏观的角度来看，中国 OECD 和 PMI 出口订单持续反弹，能够预示未来三至六个月出口的快速复苏，如美国补库存和消费复苏，特别是全球经济一致性复苏都为中国出口反弹创造绝佳的环境。另一方面，我们认为在四季度，美元指数仍将震荡下行，人民币有效汇率指数亦将继续回落，兑非美元货币贬值有利于中国出口的复苏。

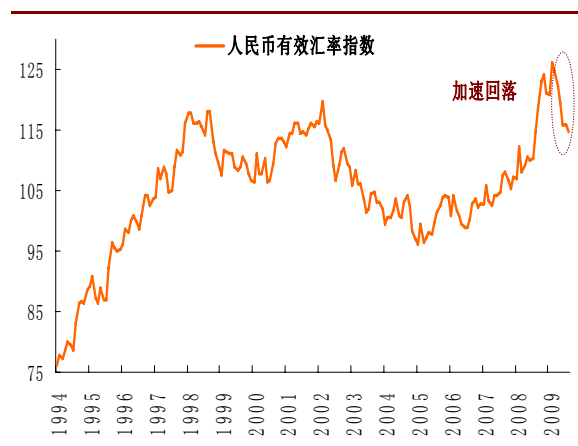
新兴和发展中国家对中国商品进口占比增加，而这些国家经济也正在强劲复苏，世界货币基金组织预计 2009 年四季度新兴和发展中国家经济将加速复苏，而至 2010 年全球经济将为正增长，这对于中国出口复苏带来了较好的前景。

图 22 外贸形势谨慎乐观



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 23 人民币有效汇率指数持续下降有利出口



数据来源：Wind 山西证券研究所

6. 货币政策可能适度收紧

前三个季度中国经济在“适度”宽松的货币政策和“积极”的财政政策刺激之下，保持强力反弹，但在8月份货币政策传来“微调”之声，同时财政支出压力也逐步显现，我们认为在目前的经济势头之下，四季度货币政策和财政政策方向不会发生改变，但会逐步从“保增长”向“调结构”转变，特别是银行信贷约束以及财政扩张压力导致的风险问题将使得政策环境或不再如前三季度宽松。中国人民银行行长周小川就表示，央行在制定货币政策时高度重视通胀预期的影响。

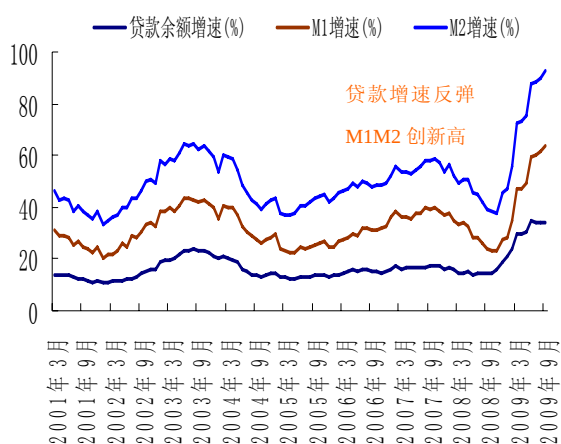
前三季度货币和信贷供应保持高速增长，已经不单单是适度宽松而是偏向极度宽松，M2 和贷款增速创历史新高，我们认为如此宽松的货币政策环境在四季度或将有所改变。

央行货币政策有两个着力点，一个是经济增长，另一个是通胀（CPI 和资产价格），目前来看经济增长保八目标已经基本有望实现，而在扩张政策推广的同时也为以后经济的发展埋下了隐患，比如通胀、资产价格泡沫、产能过剩，特别是对于银行信贷的风险正逐步增强。从货币剩余的角度考虑，前三季度 M2 与 GDP 名义增速差创历史新高，大量的货币剩余虽然没有即刻造成通胀，看似消失，但实则转而造成房价、股价等资产价格上升，同时 GDP 环比增速和工业增加值增速快速反弹，部分产业和地区已经出现局部过热的情况，当然这还无法与 07 年的过热相比，但我们要看到，过热之后通胀的到来，无不与宽松货币政策密切相关。

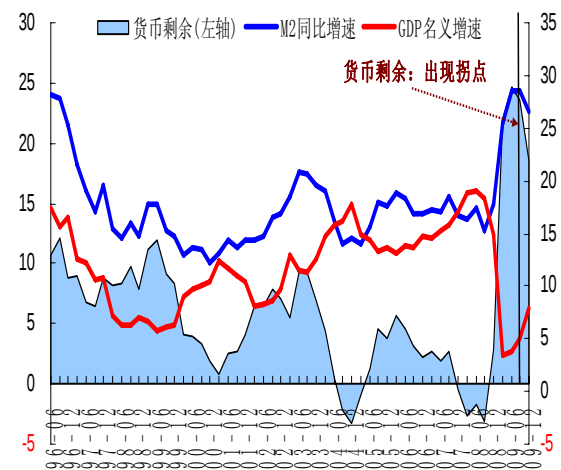
综上，四季度 CPI 有可能由负转正，明年 CPI 全年维持正的增长，在 GDP 增速上升和 CPI 增长的情况下，即使保持货币供应增速不变，货币剩余也将下降，因此我们认为四季度货币剩余将发生拐点，而 M2 与信贷增速也将有所回落。

图 24 货币供应或现拐点，最宽松时期已过

图 25 货币剩余四季度或发生拐点



数据来源: Wind 山西证券研究所



数据来源: Wind 山西证券研究所

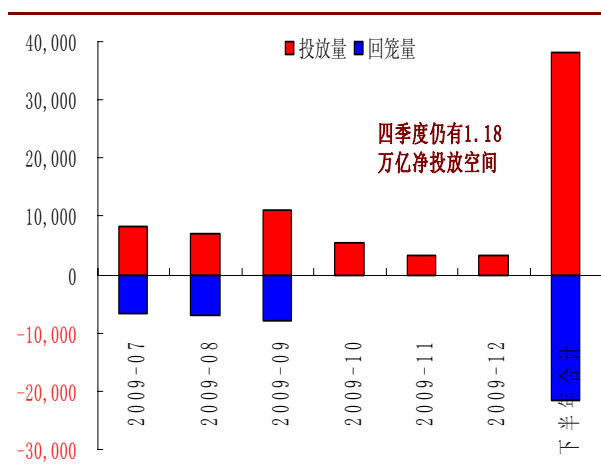
四、2009 年四季度债券市场投资策略

1. 资金供求分析

央行公开市场操作空间较大，由于四季度仍有万亿净投放额，在此期间央行可以不必调整货币政策，而通过公开市场影响市场货币供应，四季度市场流动性将保持宽裕的状态。从目前 SHIBOR 走势来看，货币市场利率基本保持平稳，没有大的起伏。从 8 月起至今，SHIBOR3M 波动不超过 10 个 BP。

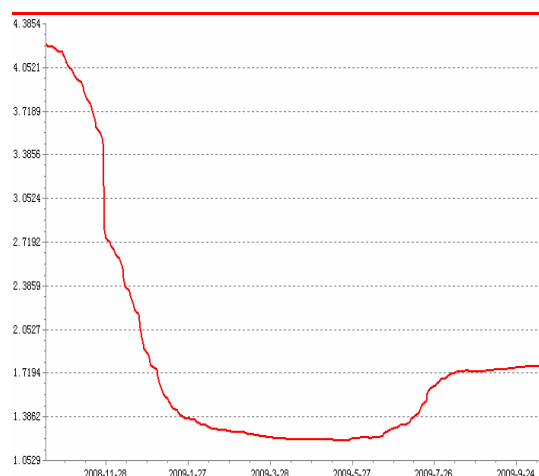
另一可能导致流动性宽松的因素便是基础货币供应量增加，前 8 个月外汇占款增速持续下降，基础货币月增速也持续走低，四季度在外汇占款回升的带动下，基础货币余额增速将有所反弹，主要原因是出口好转、外商投资增速反弹以及热钱流入因素。在近期召开的 G7 会议上，人民币升值又成为与会国探讨的热点，随着美元持续走软，人民币兑美元升值压力或将在四季度出现，热钱持续流入将可能导致外汇占款的增加。

图 26 央行公开市场操作仍有天量净投放空间



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 27 市场利率 (SHIBOR3M) 走势



从资金需求方面来说，下半年债券发行量依然较大。已有的数据显示财政收入仍较为困难，加上地方政府、企业等发债需求依然较强，政府也鼓励通过债市进行直接融资，因此资金需求较大。4季度信用产品新增供给约在3,000亿元左右，结构较3季度出现明显变化。供给将主要集中于大额发行的长期企业债、公司债，而商业银行投资偏好的变化使供需失衡进一步加剧。此外，创业板和不断推出的IPO也必将导致债券市场资金紧张。(联合证券)

2. 宏观经济向好趋势确立，通货膨胀暂时淡化

2009年第四季度经济增长数据的环比变化、实际数据与预期数据的相对比较依然是债券分析得重点，这种比较依然可以产生市场利率波动（即所谓的短期趋势），特别值得投机交易类资金的关注。前期市场高度预期的通货膨胀问题，在第四季度将明显淡化，粮食连续6年丰收、肉蛋价格在十一过后如期回落以及央行的对货币政策收紧的态度等。都将弱化人们的通胀预期。尽管市场在怀疑澳洲央行的率先升息是否拉开宽松货币政策的退出帷幕，但这是一个长期趋势性的问题，对于短期内还难以产生明显的影响。

3. 配置策略

综上所述，虽然市场上流动性仍然非常高，资金充裕，但由于经济上升预期，成为未来的债券市场的主要利空因素。

据此，四季度债券市场投资策略如下：

(1) 利率产品。当前利率产品的基本情况是短期收益率极低，收益率曲线极端陡峭化。短期品种吸引力低，长期品种由于供应以及宏观因素影响导致利率风险大。为了缩短久期应对利率风险，应低配利率产品。

(2) 信用产品。经济回暖预期下，信用产品相对价值较高，推荐配置信用等级较低债券。比如低等级企业债或级别低的公司债。

表 3 无担保债券一览表							
代码	名称	发行总额(亿元)	期限(年)	剩余年限(年)	债券评级日期	主体信用评级	是否跨市场
088070.IB	08 海航债	15.00	6.00	5.1918	2009-6-22	AA	True
0980110.IB	09 远洋地产债	26.00	6.00	5.6849	2009-4-17	AA	False
0980123.IB	09 晋交投	20.00	10.00	9.8055	2009-4-29	AA	False
098030.IB	09 芜湖建投债	10.00	6.00	5.4329	2008-9-11	AA	False
098033.IB	09 国联债	10.00	6.00	5.4356	2008-9-16	AA	False
098041.IB	09 永煤债	13.00	6.00	5.4521	2008-10-16	AA	True
098055.IB	09 豫投债	15.00	10.00	9.4986	2009-7-6	AA	True
122969.SH	09 豫投债	15.00	10.00	9.4986	2009-7-6	AA	True
122976.SH	09 永煤债	13.00	6.00	5.4521	2009-3-26	AA	True
122991.SH	08 海航债	15.00	6.00	5.1918	2009-6-22	AA	True
0980111.IB	09 津临港	7.70	7.00	6.6959	2009-4-15	AA-	False
088010.IB	08 中材债	5.00	5.00	3.4767	2009-8-31	AA+	False
088017.IB	08 中冶债	35.00	10.00	8.7699	2008-3-27	AA+	False
088050.IB	08 渝城投	30.00	5.00	4.0164	2009-7-8	AA+	False
088065.IB	08 中国有色债	10.00	10.00	9.1178	2009-7-31	AA+	False
098005.IB	09 方正债	10.00	6.00	5.3096	2009-7-30	AA+	False
098009.IB	09 上实债	20.00	5.00	4.3425	2009-7-22	AA+	False
0980124.IB	09 浦发债	15.00	5.00	4.8192	2009-4-30	AA+	False
0980127.IB	09 宁城建	26.00	10.00	9.8603	2009-7-22	AA+	True
098037.IB	09 百联债	10.00	3.00	2.4411	2009-6-16	AA+	True
098039.IB	09 国药债	10.00	5.00	4.4411	2008-9-16	AA+	False

098054.IB	09 杭城投	22.00	6.00	5.4932	2009-2-13	AA+	True
098067.IB	09 黄金债	20.00	7.00	6.5370	2009-8-25	AA+	False
098077.IB	09 保利集团债	13.00	5.00	4.5562	2009-9-7	AA+	True
098083.IB	09 鲁高速	24.00	10.00	9.5808	2009-2-11	AA+	False
098086.IB	09 清华控股债	10.00	7.00	6.5918	2008-10-10	AA+	True
098092.IB	09 武城投	15.00	10.00	9.6082	2008-12-29	AA+	True
122959.SH	09 清华债	10.00	7.00	6.5918	2008-10-10	AA+	True
122960.SH	09 保利集	13.00	5.00	4.5562	2009-9-7	AA+	True
122961.SH	09 武城投	15.00	10.00	9.6082	2008-12-29	AA+	True
122968.SH	09 杭城投	22.00	6.00	5.4932	2009-2-13	AA+	True
9082404.SH	09 宁城建	26.00	10.00	9.8603	2009-7-22	AA+	True

数据来源: Wind 山西证券研究所

(3) 可转债。由于经济转暖, 股市可能走好, 具有股性的可转债无疑是良好选择。

表 4 可转债一览表

序号	代码	名称	全价最新	转换价值	投资价值	直接套利空间	剩 余 年限	转 换 比	对 应 股 票 价 格
1	110003	新钢转债	128.5	89.461	94.609	-33.891	3.844	12.25	7.3
2	110004	厦工转债	131.5	92.267	87.986	-39.233	4.866	13.33	6.92
3	110005	西洋转债	133	105.567	84.37	-27.433	4.882	6.87	15.36
4	110006	龙盛转债	133	101.798	84.137	-31.202	4.912	11.24	9.06
5	110007	博汇转债	127.11	88.298	85.54	-38.812	4.937	9.67	9.13
6	110078	澄星转债	123.51	64.739	97.128	-26.382	2.564	9.48	6.83
7	110567	山鹰转债	132.5	107.075	98.724	-25.425	2.888	23.58	4.54
8	110598	大荒转债	152.99	131.193	97.485	-21.797	3.175	10.19	12.87
9	110971	恒源转债	243	236.568	101.331	-6.432	2.94	7.76	30.47
10	125709	唐钢转债	121.925	50.846	101.699	-19.301	3.159	7.69	6.61
11	125960	锡业转债	142.361	109.502	102.39	-31.488	2.573	4.11	26.62
12	125969	安泰转债	141.084	112.197	78.426	-28.803	5.918	4.48	25.02

数据来源: 北方之星 山西证券研究所

(4) 浮动利率债券。考虑到通胀预期有可能在2季度萌芽, 建议适当配置一定的浮动利率债券;

表 5 浮动利率债券(备选)表

代码	名称	票 面 利 率(%)	利率说明	保底利率(%)	期 限 (年)	发行日期	交 易 市 场	债 券 类 型
060803.IB	06 民生 02 浮	4.25	一年定存利率+2%	-	15	20061227	银行间	金融债
071302.IB	07 华夏 01 浮	4.25	一年定存利率+2%	-	15	20070626	银行间	金融债
040702.IB	04 建行 01 浮	4.25	一年定存利率+2.00%	-	10	20040802	银行间	金融债

040705.IB	04 建行 03 浮	3.58	7 天回购利率平均值+2%	-	10	20041221	银行间	金融债
040802.IB	04 民生 01 浮	4.65	一年定存利率+2.4%	-	10	20041020	银行间	金融债
048011.IB	04 华电债(2)	4.55	一年定存利率+2.3%	-	10	20040929	银行间	企债
048012.IB	04 铁道债	4.85	一年定存利率+2.6%	-	10	20041012	银行间	企债
048014.IB	04 中海债	5.2	一年定存利率+2.55%	5.2	10	20041202	银行间	企债
048018.IB	04 兖矿债	5.15	一年定存利率+2.65%	5.15	10	20041229	银行间	企债
058015.IB	05 国网债(2)	4.5	一年定存利率+2.25%	-	10	20050708	银行间	企债
058017.IB	05 首都机场债	2.94	7 天回购利率平均值+2%	-	10	20050720	银行间	企债
070902.IB	07 浦发 02	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20071227	银行间	金融债
078058.IB	07 华谊债	4.13	1 周 Shibor(1W)+2.35%	-	10	20070921	银行间	企债
081103.IB	08 招行债 03	3.78	一年定存利率+1.53%	-	10	20080902	银行间	金融债
081802.IB	08 光大债浮	3.91	一年定存利率+1.66%	-	10	20080425	银行间	金融债
081902.IB	08 广发债浮	4.25	一年定存利率+2.00%	-	10	20080725	银行间	金融债
088028.IB	08 合肥建投债	6.91	票面利率以 1 年期 Shibor10 日均值+2.2%	-	10	20080828	银行间	企债
058001.IB	05 神华债	5.25	一年定存利率+2.55%	5.25	7	20050121	银行间	企债
0502029.IB	05 国开美元 2	4.9206	票面利率以 6 个月美元 Libor 加 0.35%确定	-	5	20051122	银行间	金融债
0702019.IB	07 国开美元 1	5.68	票面利率以 6 个月美元 Libor 加 0.3%确定	-	5	20070524	银行间	金融债
072206.IB	07 上电财务债	3.6	一年定存利率+1.35%	-	5	20071129	银行间	金融债
081003.IB	08 兴业 03	3.5	一年定存利率+1.25%	-	5	20080807	银行间	金融债
070421.IB	07 农发 21	2.92	一年定存利率+0.67%	-	3	20071116	银行间	金融债
070801.IB	07 民生 01	2.86	一年定存利率+0.61%	-	3	20070621	银行间	金融债
081002.IB	08 兴业 02	3.3	一年定存利率+1.05%	-	3	20080807	银行间	金融债
111021.SZ	03 华能 2	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20031209	深交所	企债
111022.SZ	04 首旅债	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20040219	深交所	企债
111025.SZ	04 华电 2	4.55	一年定存利率+2.3%	-	10	20040929	深交所	企债
111028.SZ	05 神华债	5.25	一年定存利率+2.55%	5.25	7	20050121	深交所	企债
120305.SH	03 电网(2)	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20031231	上交所	企债
120311.SH	03 网通(2)	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20031204	上交所	企债
120482.SH	04 通用债	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20040331	上交所	企债
120488.SH	04 京地铁	5.05	一年定存利率+2.72%	5.05	10	20041215	上交所	企债
120501.SH	05 申能债	5.05	一年定存利率+2.7%	5.05	10	20050202	上交所	企债
120510.SH	05 国网(2)	4.5	一年定存利率+2.25%	-	10	20050708	上交所	企债
122998.SH	04 长航债	4.25	一年定存利率+2%	-	10	20040526	上交所	企债

数据来源: Wind 山西证券研究所

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。我公司及其关联机会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。