

2009 年 11 月 25 日

保持谨慎 耐心等待

—写在年度经济工作会议之前

- 从宏观数据上来看，中国经济基本面持续向好。PMI连续7个月站在50的临界线之上；与此同时，发电量和固定投资都出现了大幅增长；M1和M2同比创历史高位，且M1增速连续2个月高于M2，形成黄金交叉。此外，令人担忧的出口贸易也持续性回升，连续4个月出口值超过千亿美元。
- 10月份居民消费价格(CPI)同比下降0.5%，比上月降幅缩小0.3个百分点，环比下降0.1%。环比的下降，我们认为和食品价格，特别是其中的猪肉和蔬菜价格的大幅下跌有关。然而，鉴于11月初以来的全国大范围内的雨雪天气和年底的“翘尾”因素，我们推断CPI指数将很有可能在11月份由负转正，进入转折点。
- 本月11日，央行公布了《三季度货币政策执行报告》。对此，我们的解读是适度宽松的货币政策将在后期发生转变，且我们推断利率政策的调整将取决于政府对汇率的态度，未来利率的上调将有可能在美联储之后。
- 从资金托管量上来看，商业银行依旧是债券的主要购买者。而随着新增贷款的减少和超储率的提升，银行资金方面有所改善，从而将对债市形成一定的支撑。
- 债券市场上，随着加息预期的升温，债券发行也增加了定存浮息债，其2倍左右的认购率，说明了市场对于定存浮息债的认可。于此同时，受交易商协会设定的发行利率下限影响，中短期票据各等级期限的发行利率均出现一定程度上浮。
- 综合上面的分析，我们认为，银行虽然在资金方面有受改善，鉴于经济基本面的持续向好，以及利率政策方面的逐步收紧，长期来看债券市场将依据疲软，但不排除有短期交易性机会。具体而言，我们认为现阶段投资者应以规避风险为主，特别是在中央经济工作会议召开之前的这段政策真空期。建议投资者关注久期较短的3-5年期国债，个别券种可进行波段操作。

鲍松柏、陈子科

+86 755 83199599 ext 8259

baosb@csc.com.cnchenzk@csc.com.cn

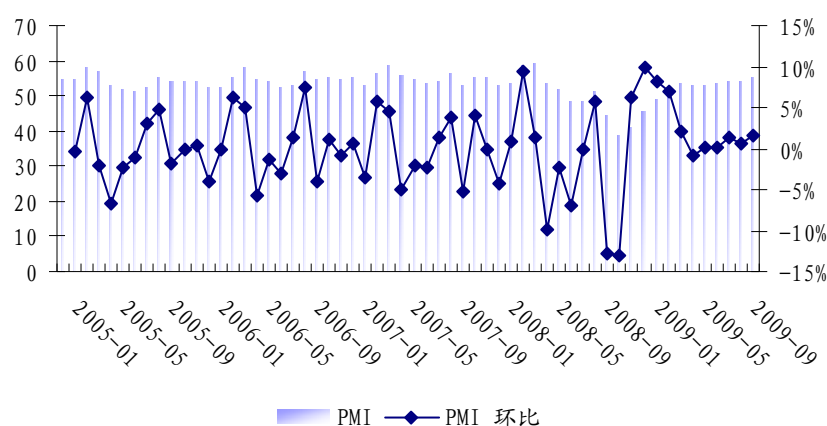
分析师申明

本人，鲍松柏、陈子科，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

投资增长继续，经济持续向好

根据中国物流与采购联合会（CFLP）最新公布的数据，10 月份中国制造业采购经理指数为 55.2%，环比上升 1.66 个百分点，连续 7 个月位于 50 的临界线之上，并创下 18 个月以来的新高。同 9 月份数据相比，除供应商配送时间、购进价格和从业人员略有下降外，其余各项指数均有所上升。PMI 指数的持续走高，反映出中国经济已处于上升通道之中。

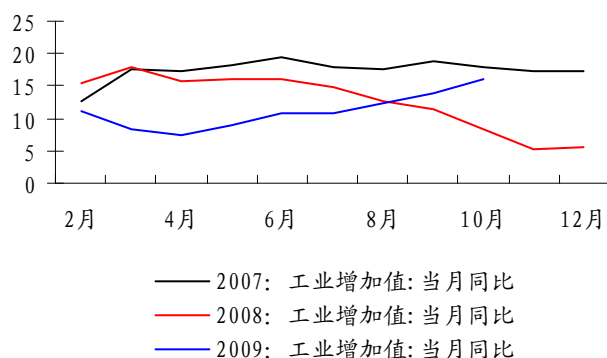
Figure 1 PMI 持续走高



数据来源：WIND、世纪证券研究所

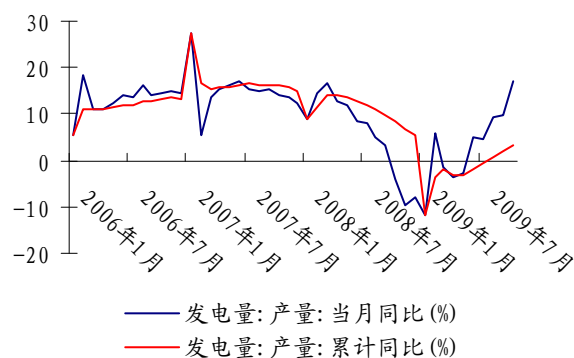
10 月份工业增加值同比增涨 16.1%。其中，国有及国有控股企业增长 13.7%，集体企业增长 15.4%，股份制企业增长 19%，外商及港澳台投资企业增长 10.8%。与此同时，根据国家能源局和中电联 11 日公布的数据显示，10 月发电量 3121.04 亿千瓦时，同比增长 17.1%，其幅度创 19 个月新高。在上一篇报告中，我们认为 8 月份发电量的上升可能是受传统用电旺季带来的影响，而此次发电量同比的再次大幅增长打消了我们之前的疑虑，也进一步说明中国经济已处于上升通道之中。

Figure 2 工业增加值继续保持上涨势头



数据来源：WIND、世纪证券研究所

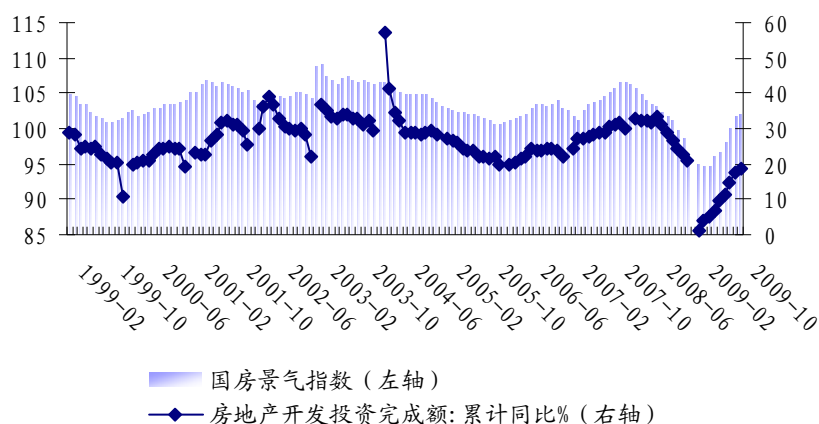
Figure 3 发电量环比转正态势确立



数据来源：WIND、世纪证券研究所

10 月份全社会固定资产投资当月和累计值分别较去年同期增长 33.1% 和 31.6%，其中房地产投资尤为迅猛。今年前十个月房地产共计投资 28439.73 亿元，较去年同期上涨了 18.9%，其中 10 月份的投资额为 3389.3 亿元，比 9 月份增加了 1.4 个百分点。虽然，固定资产投资的增加在短时间内有利于经济的快速发展，但从长期来看，这种投资增速是很难持续的，而且过快的固定投资将导致中国经济结构进一步恶化（投资过重，消费过轻）。也许正是认识到这一点，11 月 12 日，国土部发布了限制、禁止用地项目的增补目录，首次给出商品住宅用地宗地出让面积的上限，即：小城市（镇）7 公顷，中等城市 14 公顷，大城市 20 公顷。受此影响，我们认为 11 月和 12 月的固定资产投资将会有所下降，特别是在房地产投资上。

Figure 4 房地产投资进一步放大

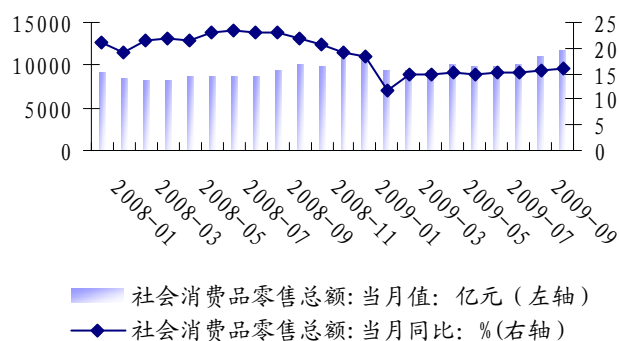


数据来源：WIND、世纪证券研究所

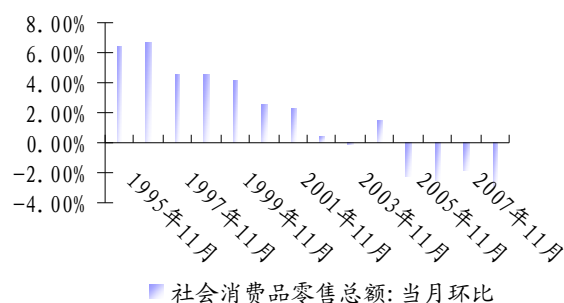
在工业和投资快速增长的同时，消费也有不错的表现。据国家统计局近日公布的数据，10 月份，社会消费品零售总额 11717.60 亿元，同比增长 16.2%，较 9 月份大幅增加 7.37 个百分点。我们认为 10 月份消费的大幅增长与今年 60 年国庆是密不可分的，且不可连续的。而根据最近今年的数据显示，11 月份消费环比大多呈现负增长。因此，我们判断消费增速将在 11 月份出现一定程度的回落，但随着元旦的到来，12 月份的消费增速有望进一步提高。

Figure 5 消费正逐步放大

Figure 6 近几年 11 月消费环比呈负增长



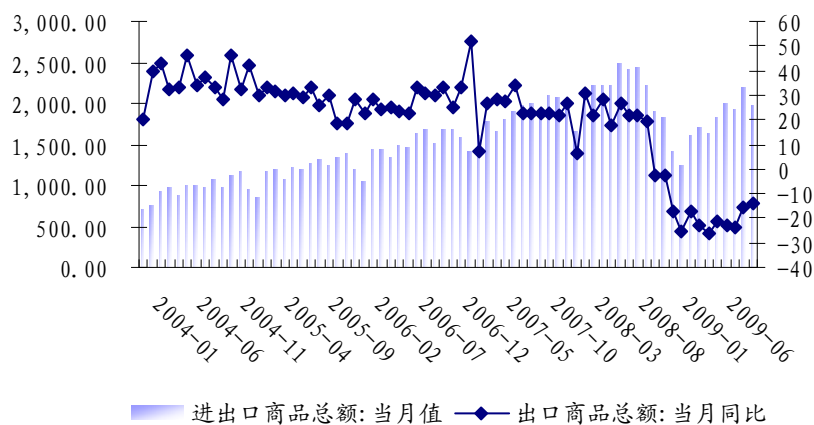
数据来源: WIND、世纪证券研究所



数据来源: WIND、世纪证券研究所

此外,上个月进出口也有了一定比例的回升。海关总署 11 日发布今年前 10 个月我国进出口情况。据海关统计,10 月份当月我国外贸进出口总值 1975.4 亿美元,同比下降 10.7%;其中出口值 1107.6 亿美元,同比下降 13.8%;进口 867.8 亿美元,同比下降 6.4%;月度出口值连续第 4 个月超千亿美元。进出口贸易的持续性回升,表明出口已经走出了低谷,而随着国外圣诞节的来临,我们预计未来 2 个月出口贸易有望进一步改善,但要注意中美贸易摩擦带来的不确定性。

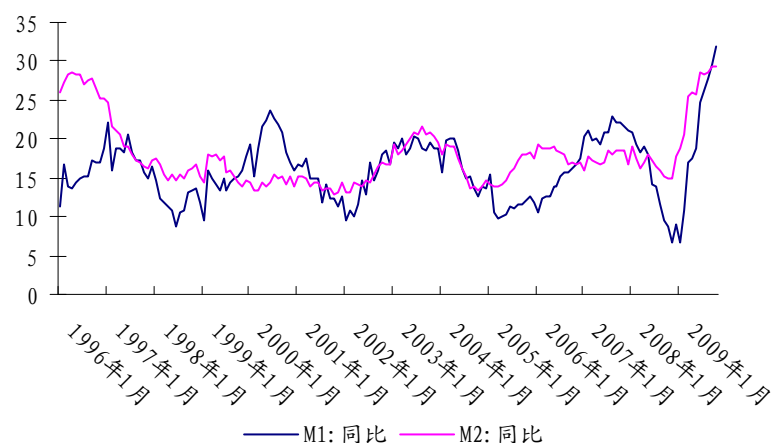
Figure 7 出口正走出低谷



数据来源: WIND、世纪证券研究所

从中国人民银行 11 月 11 日公布的金融运行数据显示, 10 月末, M0、M1 和 M2 同比分别增加 14.09%、32.03%和 29.42%, M1 增速明显快于 M2。我们知道, M1 与 M2 之差是准货币, 该差额的变化代表潜在购买力或是货币供应量。而根据历史与实证经验表明, M1 增速与 A 股市场之间有着较为显著的正向关系, 特别是一旦 M1 上升且与 M2 出现“黄金交叉”时, A 股市场一般都会出现单边的上涨走势。因此, 我们判断未来几个月 A 股市场将有不错的表现。

Figure 8 M1 与 M2 出现黄金交叉



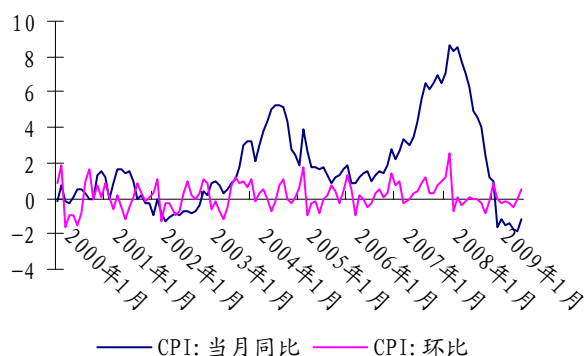
数据来源：WIND、世纪证券研究所

据国家统计局公布的经济运行数据显示，10 月份居民消费价格 (CPI) 同比下降 0.5%，比上月降幅缩小 0.3 个百分点，环比下降 0.1%。具体来看，食品对 CPI 的拉动最大，为 0.54%；而居住则是 CPI 最大的负拉动，其值为-0.52%。

此前市场上有不少人认为 10 月份 CPI 环比会有所上升，但出人意料地 10 月份 CPI 环比不升反降，虽然降幅并不大。究其原因，我们认为和食品价格，特别是其中的猪肉和蔬菜价格的大幅下跌有关。然而，11 月初以来的全国大范围内的雨雪和低温寒潮天气，使菜价一路飙升。根据农业部官方网站的监测数据显示，从 11 月 1 号到 11 月 19 号，全国“菜篮子”产品批发价格指数上涨了 10 个点。受此影响，再加上“翘尾”因素，我们推断 CPI 指数将很有可能在 11 月份由负转正，进入转折点。

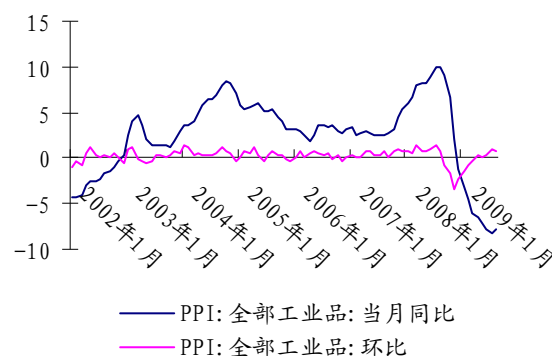
同期，PPI 同比降幅进一步收窄。10 月份 PPI 环比上涨 0.1%，同比下降 5.8%。这已是其第 7 个月连续出现环比正增长，PPI 环比的连续上涨表明国内生产加速正在恢复。

Figure 9 CPI 环比微降



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 10 PPI 环比连续 7 个月上升



数据来源：WIND、世纪证券研究所

货币政策的收紧已经启动，央行连续六周实施净回笼

利率政策的调整取决于政府对汇率的态度

本月 11 日，央行公布了《三季度货币政策执行报告》，并指出了下一步央行的工作重点。具体为：“下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，继续实施适度宽松的货币政策，妥善处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期之间的关系，注意防范化解金融风险，提高金融可持续支持经济发展的能力。保持流动性合理适度，引导金融机构优化信贷结构，增强贷款增长的可持续性，维护金融体系稳定。大力发展金融市场，促进民间直接投资。继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制，加强和改善外汇管理。”

同二季度执行报告相比，我们发现有 3 个地方发生了重要变动：一、今年首次提到管理通胀预期；二、由二季度的“保持货币信贷适度增长”变为“保持流动性合理适度”；三、提出“加强和改善外汇管理”。

针对第一、二点，我们认为这是政府为解决今年上半年信贷增速过快而提前介入的行为，这实际意味着适度宽松的货币政策将在后期发生转变。虽然趋紧的信号已发出，但考虑到现在我国经济才刚刚恢复，因而短时间内货币政策出现较大调整的可能性不大。我们认为即将在 12 月初召开的年度中央经济工作会议将左右未来货币政策的走向，建议投资者高度关注。

针对第三点，我们的理解是中国政府对近期舆论评论认为应当让人民币升值的一种有力回应。由于目前各国都在强调经济增长的持续性，明年美欧加息的可能性较小，所以，如果中国单方面加息以抑制通胀，在人民币升值预期下，将导致市场做空美元或其它货币购买人民币资产，热钱将大量流入中国，导致流动性更加泛滥。事实上，当下就有不少亚洲新兴经济体面临该项问题。根据彭博社最新数据显示，在十种跟踪货币中，有八种货币出现了大幅升值，其中，涨幅靠前的依次为：印度尼西亚盾、韩元、印度卢比。综上所述，我们推断目前中国利率政策的调整将取决于政府对汇率的态度，未来利率的上调将有可能在美联储之后。

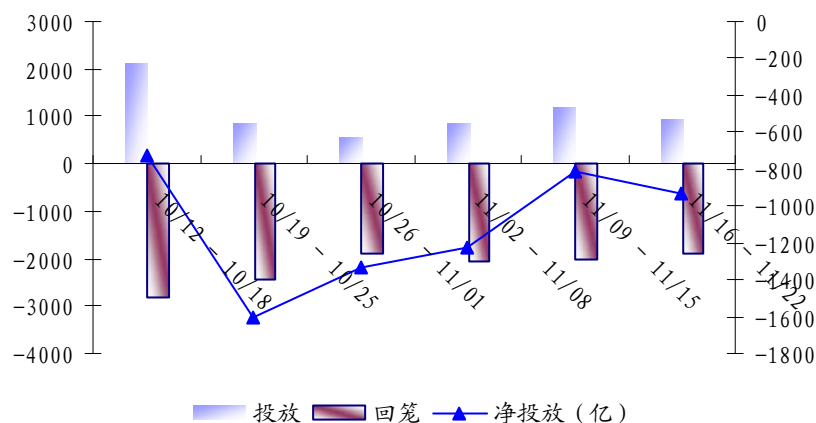
央行连续 6 周实施净回笼

在“保持流动性合理适度”的指导下，央行近期加大了在公开市场的操作力度，国庆节后，央行已经连续 6 周从市场净回笼资金。在这短短 6 周的时间内，央行回笼资金超过万亿大关，在对冲掉到其资金后，净回笼资金达到 6630 亿元。不过，由于此前央行向市场释放了大量流动性，

目前市场流动性依然充裕,央行回笼货币的压力仍然存在。因此,我们预计年内央行公开市场操作还会以净回笼为主。

此外,从央票的发行利率来看,3 月期和 1 年期央票的发行利率续保持在 1.328%和 1.7605%,二者利率连续 11 周持平,显示市场资金面仍然充裕。

Figure 7 最近六周央行公开市场统计



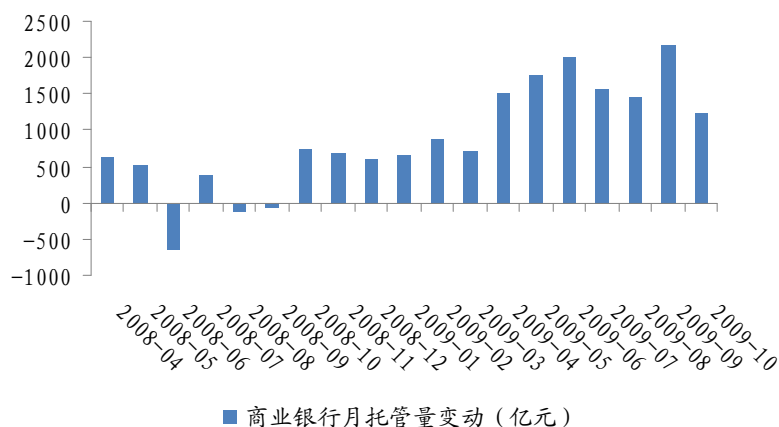
数据来源: WIND、世纪证券研究所

资金面有所改善

银行依旧是债券的主要购买者

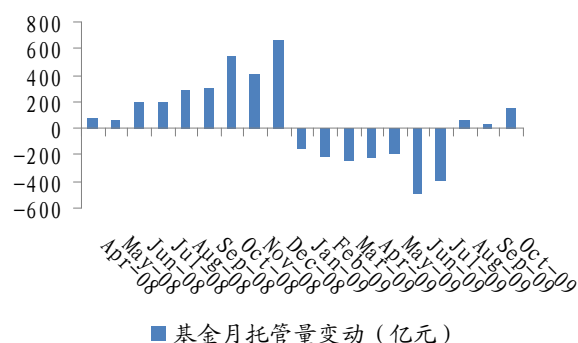
从资金托管量上来看,商业银行依旧是债券的主要购买者。10 月份,商业银行、基金和保险机构分别托管债券 1224.25、150.95 和 425.57 亿元,同 9 月份相比,基金和保险机构的债券托管量都有一定程度的提高,但商业银行则出现了大幅下滑,环比下降 43.58%。究其原因,我们认为和银监会要求提高资本充足率,从而引发商业银行超配中央票据有关,其中 9 月份最后两期 1 年期央票发行量达 1000 亿元。

Figure 8 商业银行托管量



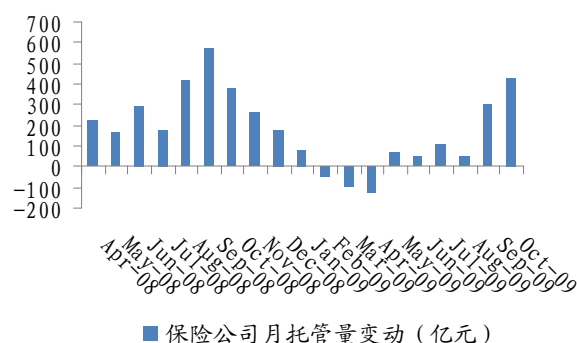
数据来源: Chinabond、世纪证券研究所

Figure 9 基金托管量



数据来源: Chinabond、世纪证券研究所

Figure 10 保险公司托管量



数据来源: Chinabond、世纪证券研究所

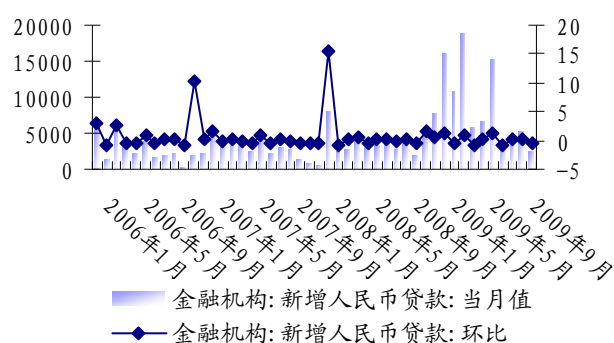
银行间市场资金有所宽裕

通过上面的数据, 我们得知商业银行的资金量对债市有巨大的影响, 接下来我们将重点对商业银行的资金量进行分析。10 月份, 金融机构的新增贷款为 2530 亿元, 环比下降 51.03%, 乃今年以来的最低水平。而随着央行对流动性的收紧, 我们认为未来 11、12 月的新增贷款将进一步回落。

与新增贷款回落相对应, 银行的超储率却有了一定程度的上升。(超储率是银行在中央银行存款中超过法定要求部分与存款总额的比率, 由于该部分资金可用于日常清算支付、进一步投资以及移转上缴准备金, 它通常被视为银行流动性充裕与否的首要指标。) 3 季度, 金融机构的超储率为 2.06%, 环比上升 0.51 个百分点。其中, 四大商业银行和股份制商业银行的超储率分别为 1.8% 和 2%, 较 2 季度分别提高了 0.65% 和 1.05%。

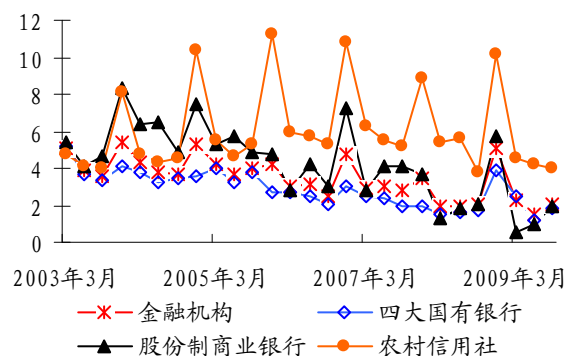
新增贷款的大幅下滑和超储率的回升, 反映了银行间市场资金紧张局面正逐步发生该变, 资金面的变化将对债市形成一定的支撑。

Figure 11 新增贷款速度放缓



数据来源: Chinabond、世纪证券研究所

Figure 12 超储率环比上升



数据来源: Chinabond、世纪证券研究所

票据利率设下限，公司债交易火爆

一级市场

截止到 24 日，11 月市场共发行各类债券 79 只，发行总金额为 6573.4 亿元。其中，央行票据、国债、金融债为主要产品，共计占到总金额的 80.13%，发行金额分别为 2630 亿、1122.1 亿和 1515 亿元。

Figure 13 11 月债券发行统计

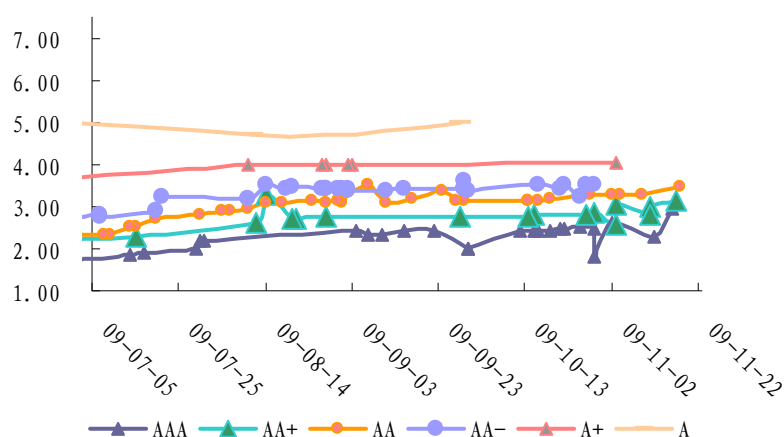
类别	发行期数 (只)	发行期数比重 (%)	发行总额 (亿元)	发行总额比重 (%)
国债	5	6.33	1,122.10	17.07
企业债	14	17.72	523.00	7.96
金融债	9	11.39	1,515.00	23.05
央行票据	7	8.86	2,630.00	40.01
短期融资券	20	25.32	403.00	6.13
公司债	9	11.39	93.30	1.42
中期票据	15	18.99	287.00	4.37
合计	79	100.00	6,573.40	100.00

数据来源：WIND、世纪证券研究所

随着市场通胀预期和加息预期的升温，债券发行也增加了定存浮息债的供给，11 月份以来就发行了三只定存浮息债，其都为中期金融债（两只 5 年期；一只 7 年期）。此外，该三只定存浮息债均获得了 2 倍左右的认购率，说明了市场对于定存浮息债的认可。

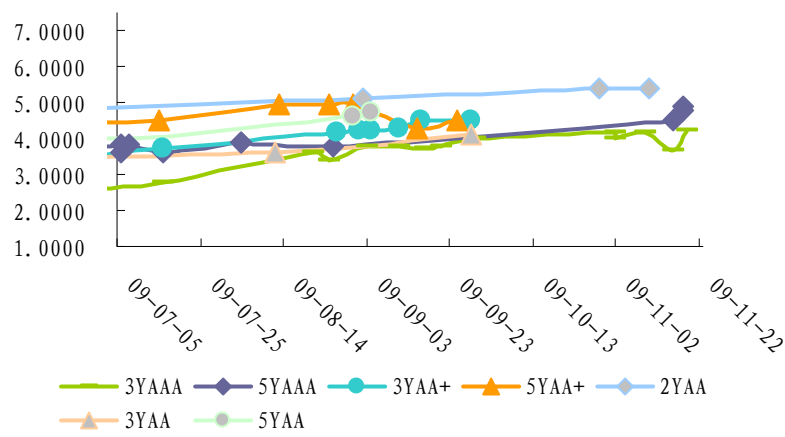
11 月 13 日，全国银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）召开联席会议，上调了银行间市场短融和中票的发行利率下限。其中，AAA 企业发行的 1 年期短融利率不得低于 2.60%，3 年期中票不得低于 3.97%，5 年期中票不得低于 4.61%，5 年期 AAA 中票的发行利率下限则提高到了 4.79%。受此影响，上周短融和中期票据各等级期限发行利率均出现一定程度的上浮，上行幅度在 20-30BP 不等。

Figure 14 短融发行利率



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 15 各年期中期票据发行利率



数据来源：WIND、世纪证券研究所

二级市场

四季度(截止 11 月 24 日), 二级市场共成交 49685.53 亿元。其中, 银行间成交 129586.99 亿元, 占比 95.64%; 交易所共成交 5907.2 亿元, 占比 4.36%。同前上个季度相比, 交易所的成交金额明显放大,

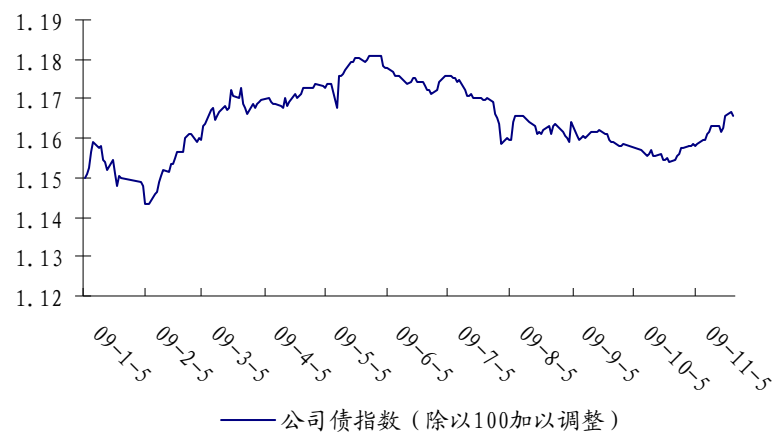
Figure 16 二级市场成交统计

交易市场	现券交易		回购交易		合计	
	总金额(亿元)	比重 (%)	总金额(亿元)	比重 (%)	总金额(亿元)	比重 (%)
银行间债券市场	49468.15	99.56	80118.84	93.37	129586.99	95.64
上海证券交易	179.11	0.36	5679.07	6.62	5858.19	4.32
深圳证券交易	38.26	0.08	10.75	0.01	49.01	0.04
合计	49685.53	100.00	85808.66	100.00	135494.19	100.00

数据来源：WIND、世纪证券研究所

交易所成交金额的大幅放量主要是受近期公司债的频繁交易所致, 其中, 中证公司债指数由 10 月 23 日的 115.38 快速上升到 11 月 24 日的 116.56, 上涨幅度为 1.02%。虽然, 现阶段公司债交易异常火爆, 但物极必反, 我们建议投资者应对公司债保持谨慎的态度。

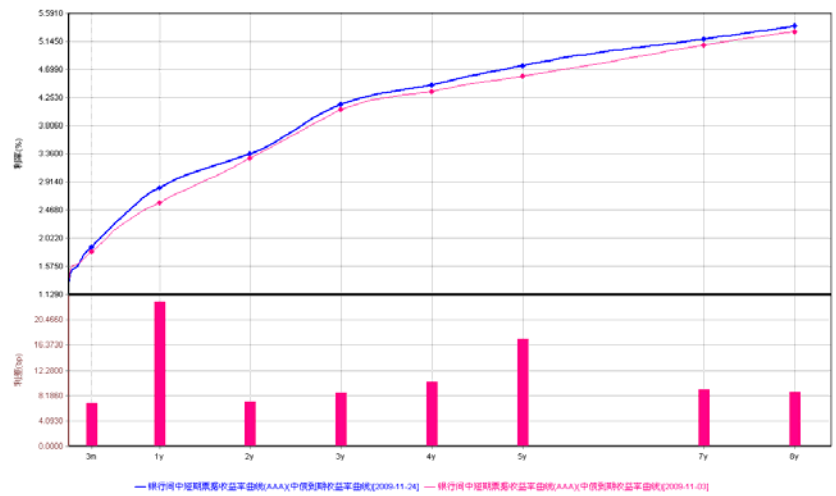
Figure 17 上证公司债指数



数据来源：WIND、世纪证券研究所

在公司债二级市场收益率不断下降的同时，中短期票据发行利率受“利率下限指导意见”的影响，二级市场的收益率也有所走高。我们以AAA级的中短期票据为例，各年期收益率都有一定程度的上升。其中，1年期和5年期的升幅最大，分别为23.48BP和17.37BP，其余年期则大致上升了8个BP不等。

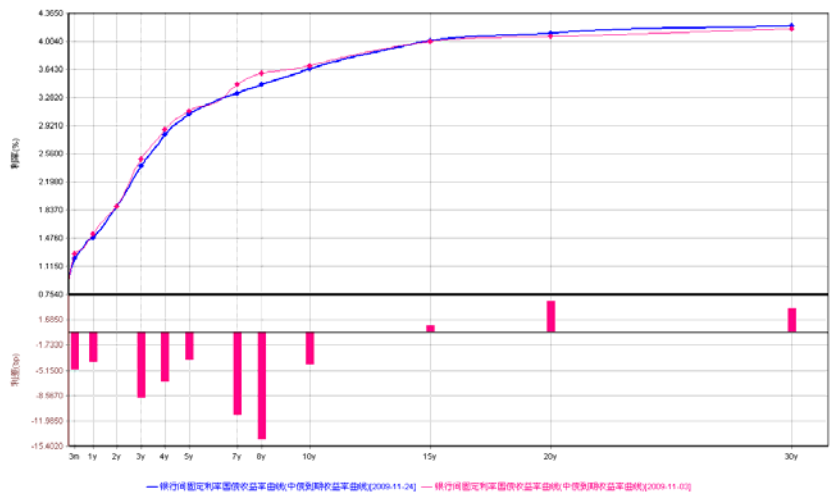
Figure 18 AAA 中短期票据收益率曲线



数据来源：WIND

在商业银行资金改善的情况下，1年期国债的发行利率有所降低，受此影响，银行间国债方面，除中长期收益率有所上升以外，其它各年期收益率均一定程度的回落。其中，关键年期，1、3、5、7 分别下降了：3.89BP、8.80BP、3.79BP 和 11.10BP。

Figure 19 国债收益率曲线



数据来源: WIND

投资建议

综合上面的分析,我们认为,作为债券的主要购买者,银行虽然在资金方面有受改善,鉴于经济基本面的持续向好,以及利率政策方面的逐步收紧,长期来看债券市场将依据疲软,但不排除有短期交易性机会。

具体而言,我们认为现阶段投资者应以规避风险为主,特别是在中央经济工作会议召开之前的这段政策真空期。建议投资者关注久期较短的 3-5 年期国债,个别券种可进行波段操作。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.