

2009 年 12 月 20 日

政策收紧，资金短缺，信用品种或成亮点

—2010 年债券投资策略报告

- 从宏观数据来看，09年中国经济已触底回暖，10年国内经济将在以房地产为核心的投资和消费来拉动下继续回升。从历史经验来看，债市和宏观经济存在着较为明显的跷跷板效应，对债市不利，特别是利率品种。
- 从货币政策来看，出于对资产价格泡沫的担忧，以及通胀的预期，明年货币政策的收紧将不可避免。我们预计，明年上半年央行将仍以公开市场行为为主，3年期央票的重启将成为可能。下半年，随着经济的持续好转和通胀压力的逐步增大，基础利率的上调将是大概率事件。至于时间节点上，我们认为将在美联储之后。
- 从资金上分析，我们预计明年将新增国债8465亿、政策金融债7000亿、央票6000亿、企业债4500亿、公司债700亿、短融753亿、中期票据4000亿；同期，在资金供给上，我们预计商业银行将提供新增资金16359亿、保险机构5400亿、基金1360亿。整体来看，明年债券市场的资金量将趋于紧张，其中利率品种上的资金缺口尤为突出。
- 综上，我们认为明年债市整体情形不容乐观。虽然债市整体将进入下行通道，但局部机会依旧存在。建议投资者回避利率品种，关注信用品种，特别是高评级，有担保的企业债；公司债方面，建议积极参与一级市场申购以获取上半年高票息，以及下半年由利差回落所带来的资本利得机会。至于城头债，我们认为应区别对待，提防由地方财政不支而可能造成的违约风险。此外，由于明年货币政策存在着较大的不确定性，我们还建议投资者加强投资组合的流动性，尽量缩短久期。

相关报告

《保持谨慎 耐心等待》
《澳大利亚再次加息点评》
《经济回暖 债市入冬》

鲍松柏、陈子科

+86 755 83199599 ext 8259

baosb@csc.com.cn

chenzk@csc.com.cn

分析师声明

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。

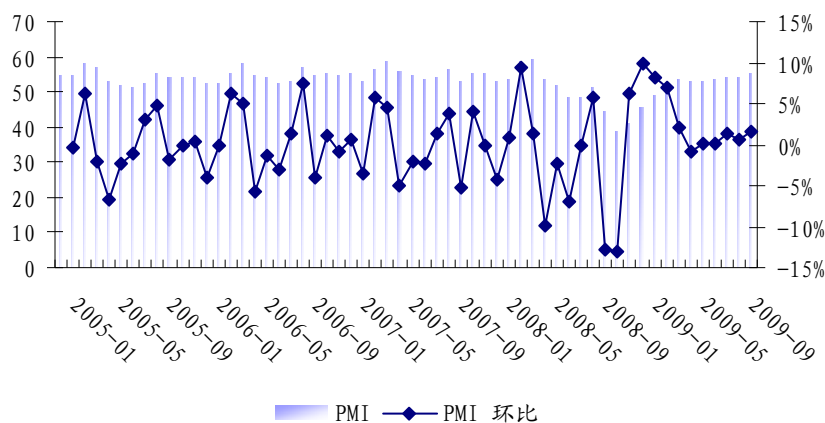
经济已回暖向好 巩固还得看投资

今年经济已触底回暖

作为宏观经济的先行指标，12 月 1 日，中国物流与采购联合会发布了 11 月份中国制造业采购经理指数，数据显示，本月 PMI 综合指数为 55.2，与上月持平。同 10 月份数据相比，新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数基本持平；积压订单指数、产成品库存指数、原材料库存指数、购进价格指数有所上升；而新出口订单指数、采购量指数、进口指数、从业人员指数则有所下降。

PMI 指数环比增速虽然放缓，但其连续 9 个月处于 50 分水岭之上，表明中国经济的回升态势已初步确立。

Figure 1 PMI 持续走高



数据来源：WIND、世纪证券研究所

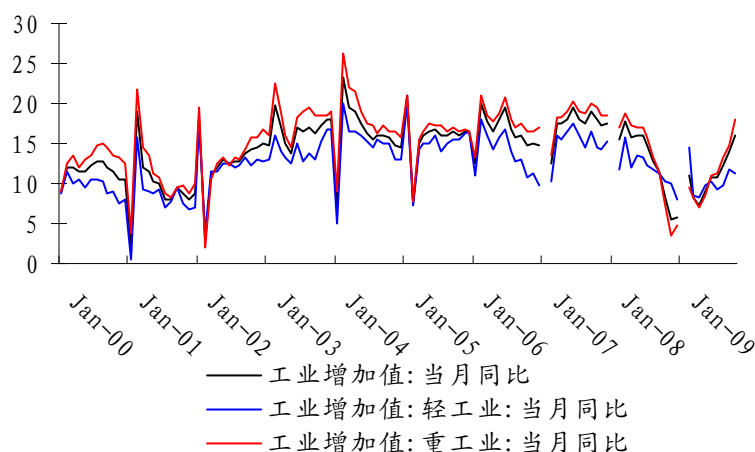
工业增加值和发电量作为能较清晰反映 GDP 增速的微观数据，两者均出现快速回升。从今年 2 月份起，工业增加值同比呈现出稳定上升的态势，10 月份工业增加值同比增涨 12.3%，其增速回到历史平均水平。其中，国有及国有控股企业增长 13.7%，集体企业增长 15.4%，股份制企业增长 11.9%，外商及港澳台投资企业增长 10.8%。

与此同时，10 月份全社会用电量 3121.04 亿千瓦时，同比增长 17.11%，连续 5 个月同比出现正增长。而今年前 10 个月累计用电量则达到 29629.98 亿千瓦时，同比增长 3.25%，继 8 月份以来，连续 3 个月增速为正。需要注意的是，虽然累计用电量的同比增速要小于历史平均值（12%），但我们认为这主要是受上半年去库存化过程中，用电量大幅下滑所致。

工业增加值和发电量的双双稳固回升，反映出刺激政策已发挥明

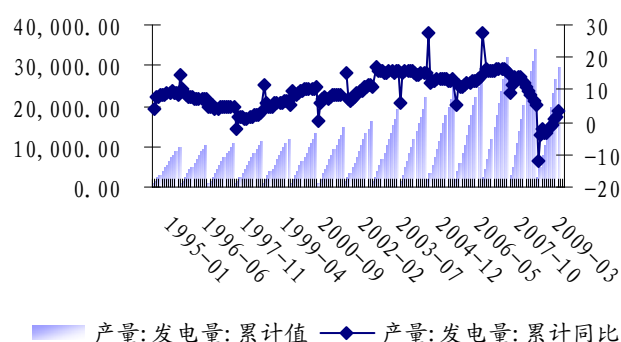
显的效果，经济已触底回升。

Figure 2 工业增加值继续保持增长势头



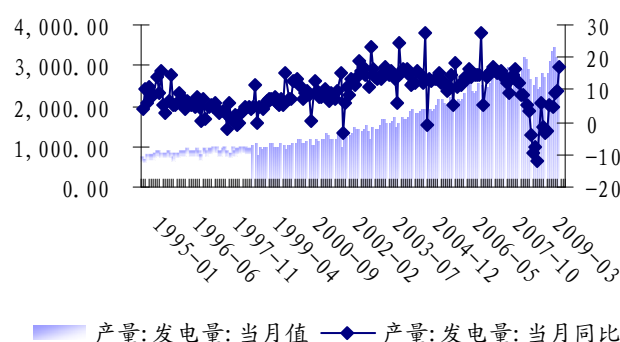
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 累计发电量同比增速加快



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 单月发电量同比增速恢复到历史平均水平



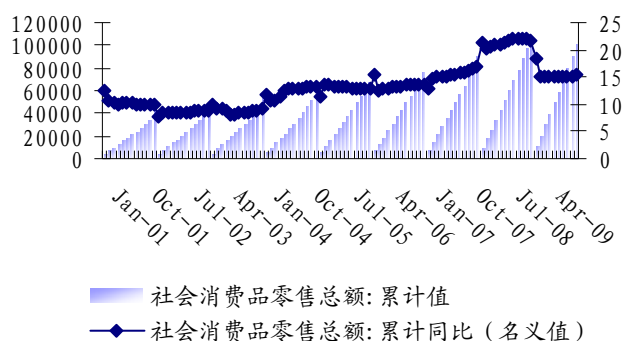
数据来源: WIND、世纪证券研究所

此外，今年消费表现可圈可点。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。而今年前 10 个月的累计社会消费品零售总额达 101393.7 亿元，与去年同比上升了 15.3 个百分点。（这个事名义值，我们需要有 CPI 进行修正，从而得到实际值）

虽然，就表面数字来看，09 年的消费同比增速大幅落后于 08 年同期数据。但在扣除物价因素后，我们可以看到，实际社会消费品零售总额的单月值和累计值的同比增速均达到或接近历史最高值。

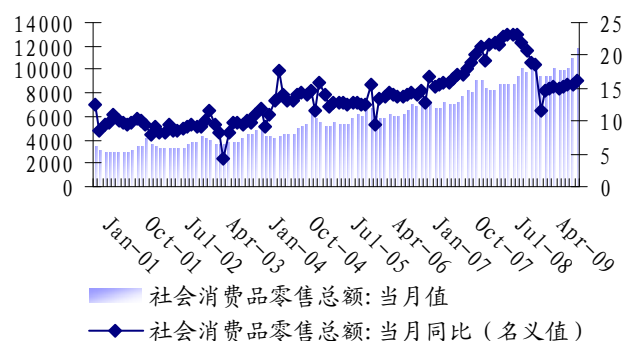
Figure 5 名义消费累计值

Figure 6 名义消费单月值



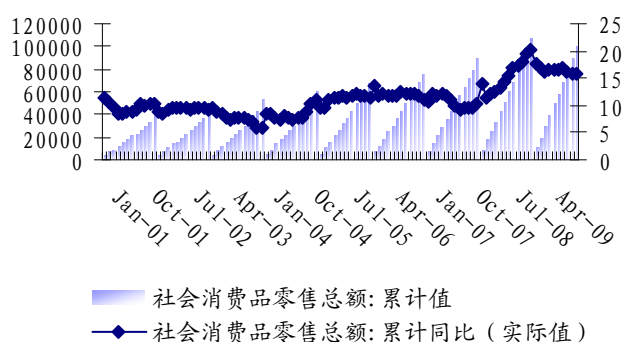
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 实际消费累计值

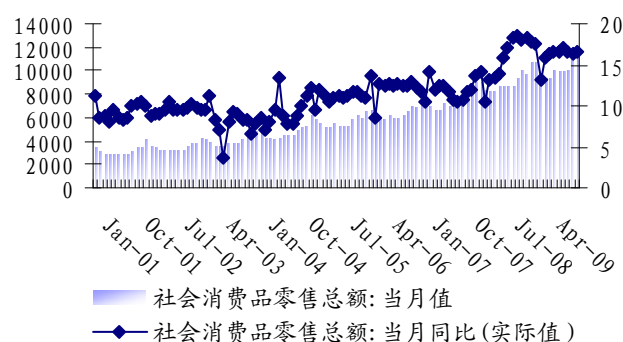


数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 8 实际消费单月值



数据来源: WIND、世纪证券研究所



数据来源: WIND、世纪证券研究所

明年经济的巩固还得看房地产

09 年实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策以来,我国迅速抑制了经济快速下滑的趋势,并实现了经济的逐步复苏。但目前经济的恢复仍主要与政策刺激有关,民间自发的经济发展动力仍未有效激发。因此,国家在年度经济工作会议中提出,“推动经济发展方式转变和经济结构调整。”虽然这一方针完全符合我国目前的经济状况,但结构的转变是一个漫长的过程,非一朝一夕之功。鉴于此,我们认为明年经济的巩固还得依赖于出口、消费、投资这三驾马车的增长,特别是投资。

08 年的数据显示,美国、欧盟、日本为中国最大贸易出口国,其各自占出口商品总额的 18%、20%和 8%。由于欧盟受多国因素的制约,且非我国最大贸易顺差国,因此,接下来我们将重点分析美国对我国明年出口的影响。首先,从美国消费信心指数来看,11 月的指数为 49.5,虽然较今年 2 月的最低值(25)有了很大程度的回升,但其仍在历史低谷徘徊,明年大幅走高的可能性不大。其次,虽然目前美国经济已有好

转的迹象，但失业率作为滞后指标，明年的数据将依然严峻，限制其消费的增长。此外，美国国民的消费习惯正在发生改变。根据数据显示，美国居民的负债比例已从危机前的 13.86% 回落到 09 年 2 季度的 13.11%。收入增加可能是一种降低债务比例的方式，但结合当下的情况，这似乎不太可能。那样的话只能是消费支出放缓，这同样抑制了消费的增长。

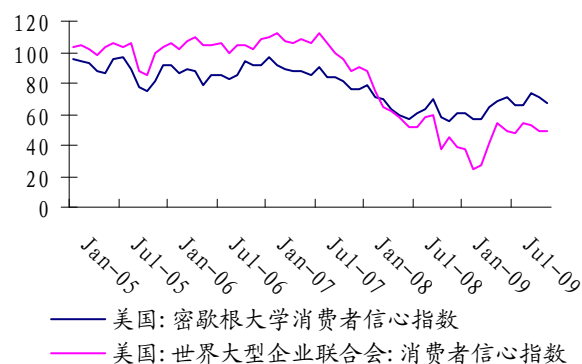
根据历史经验和前面对美国因素的分析，我们预计明年全年出口同比增长应为 6%。此外，受今年上半年出口基数较小的影响，明年出口同比增速将很有可能出现前高后低的局面。

Figure 9 美国失业率依旧高企



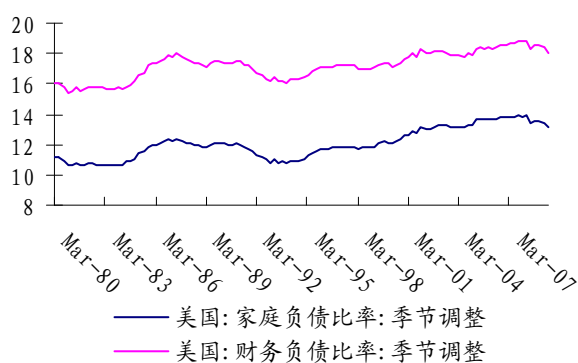
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 美国消费信心在低谷中徘徊



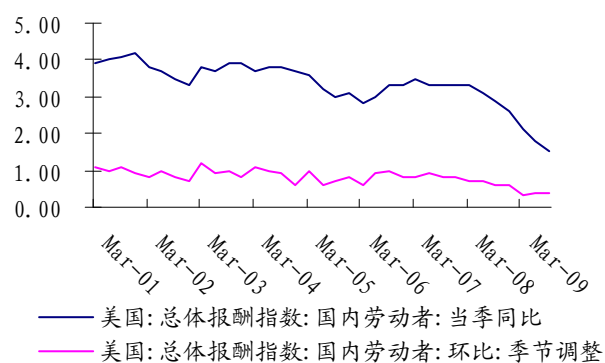
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 11 美国家庭负债比率意外下滑



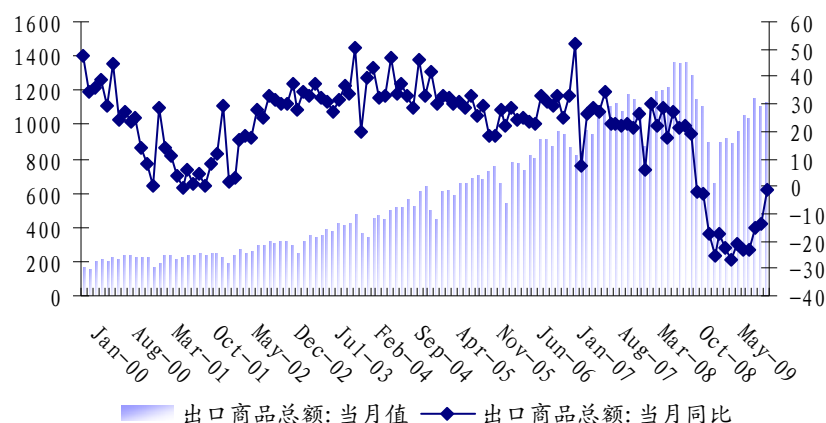
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 美国居民收入增长乏力



数据来源: WIND、世纪证券研究所

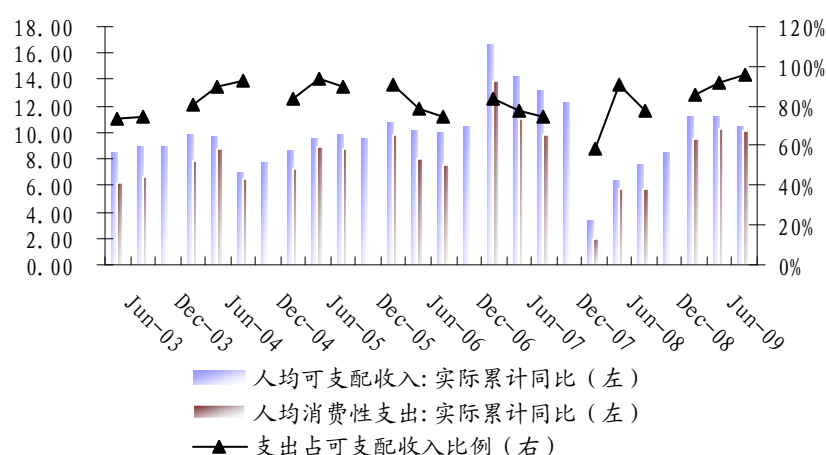
Figure 13 中国出口增速处于历史低点



数据来源：WIND、世纪证券研究所

前面我们已经提到，今年消费表现强劲，实际社会消费品零售总额的单月值和累计值的同比增速均达到或接近历史最高值；其支出占可支配收入比例亦达到历史最高水平，今年第三季度的比例高达 96.19%。然而，随着消费刺激政策边际效应的递减，我们认为明年的支出占比将很难保持在这个水平线上，下滑几乎已成定局。现在关键的问题是，明年居民可支配收入的增速能否大幅超越今年？（如果可以，那么即使明年支出占比有一定程度的下降，也同样可以维持消费的高增长。）根据我们策略分析师在《国内居民消费增长拐点未现》一文中的观点，我们认为 09 年居民收入增长相对 GDP 要快，其主要归功于政府的转移支付，但随着刺激政策的边际效应递减，转移支付的同比效应也会降低，居民收入相对高增长恐难持续。

Figure 14 消费刺激政策已发挥极致



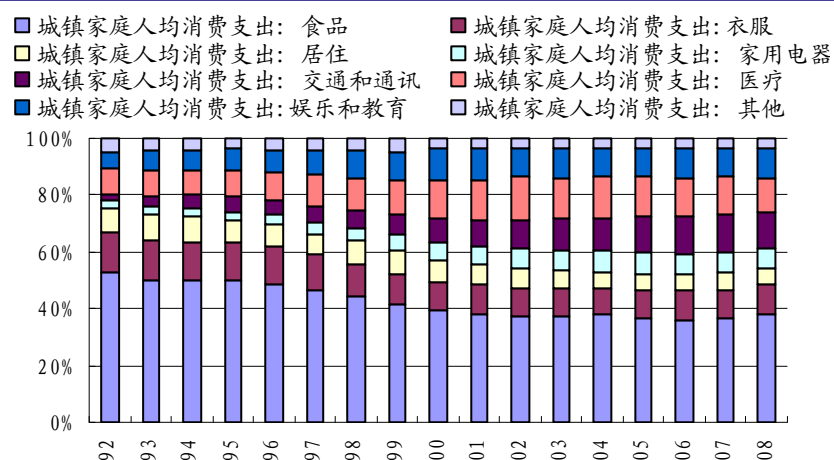
数据来源：WIND、世纪证券研究所

此外，从细分项目上来看，今年城市居民消费的重心正逐渐转向以汽车、房地产为代表的“信贷消费品”。其中，汽车销量创历史新高，

据中汽协 12 月 8 日发布数据显示: 11 月份, 月产销均超过 9 月, 分别达到 139.14 万和 133.77 万辆, 再破历史记录; 1-11 月, 累计产销也双双突破 1200 万辆, 预计年内将稳超 1300 万辆。虽然, 近期国家决定延长汽车消费刺激政策, 但优惠力度有所下降, 1.6 升以下的小排量乘用车购置税由现有的 5% 提高到 7.5%。根据我们汽车行业研究员的测算, 今年 80% 的汽车销量增长来源于 1.6 升小排量轿车和微客 (同时受益于 5% 的购置税和汽车下乡)。随着优惠力度的回落, 以及今年刚性需求的集中释放, 我们推断明年汽车销量将稳中有升, 但同比增速将会大幅放缓, 预计在 10% 以内。

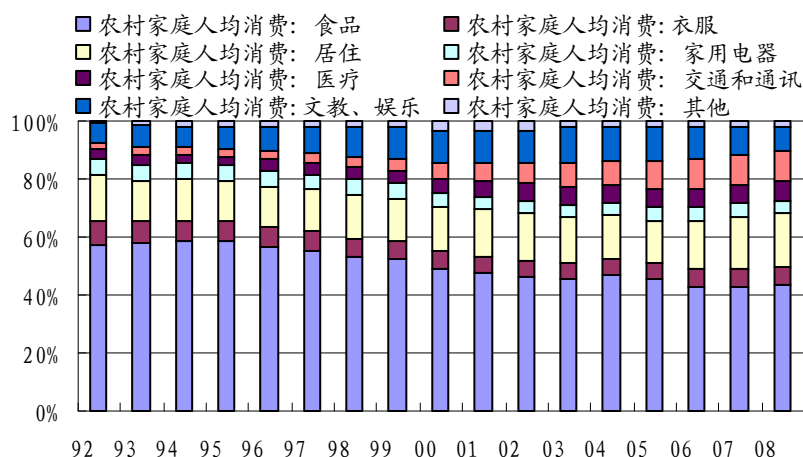
根据近日商务部市场运行调节司司长王炳南的预计 09 年全国社会消费品零售总额将达到 12 万亿元。另据统计局数据显示, 今年 1-11 月, 全国新建商品房销售额达 3.6 亿元; 同期, 二手房销售金额也出现大幅增长。按此估计, 今年全国一手房和二手房销售总额很可能达到 5.7 万亿-6 万亿元。由于房产销售并不纳入社会消费品零售总额, 因此, 实际房地产消费应为全部消费的 1/3。房地产作为刺激内需的主力, 未来国家政策不太可能朝“打压”方向发展。这就意味着, 下一步的房地产调控政策, 须向遏制投机需求、扶持消费需求的方向转变。事实上, 近期国务院提出的个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年, 但其它优惠政策延续正是基于这一目的。此外, 对于未来通胀的担忧也会促使居民加大房产方面的配置。鉴于此, 我们预计明年全国房地产销售额有望进一步提升, 而此前部分城市出现的资产价格泡沫将会得到一定的抑制。

Figure 15 服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势



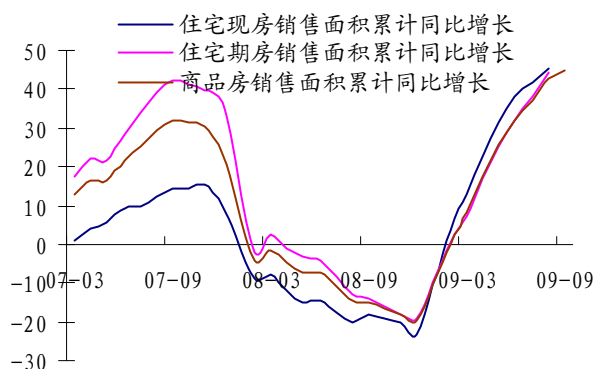
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 16 服装、家电、居住、交通、医疗代表当前农村消费升级的趋势



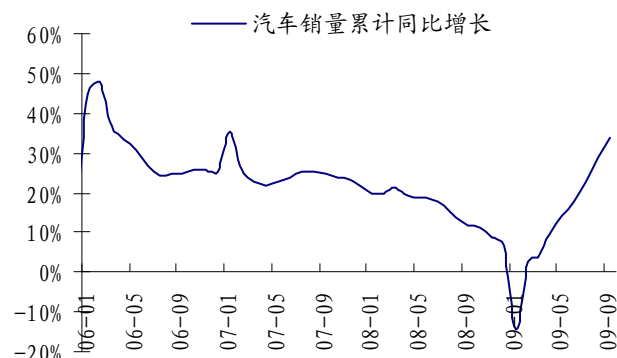
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 17 09 年房地产销售增长迅速



资料来源: WIND、世纪证券研究所

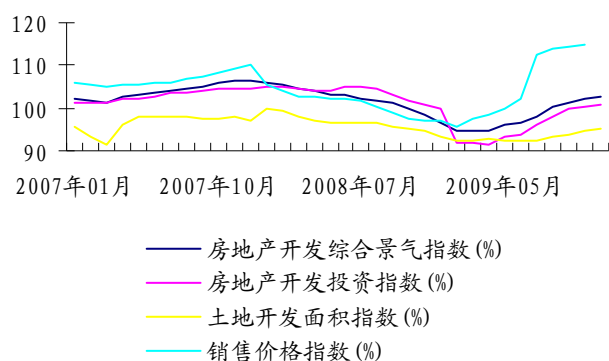
Figure 18 09 年汽车销量创历史新高



资料来源: WIND、世纪证券研究所

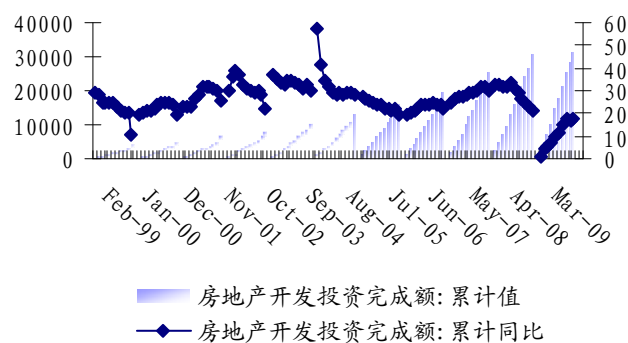
今年1-11月,房地产销售面积为7.52亿平方米,同比增长53.2%;11月单月销售面积为0.88亿平方米,同比增长100.8%,环比上升10.9%,略超预期。受销售影响,新开工也出现加速增长。今年1-11月,房地产新开工面积8.76万平方米,同比增长15.8%;10月单月新开工面积为1.62万平方米,同比增长194.5%,而上月单月新开工同比增速为54.7%,新开工面积提速明显。另据搜房网的数据显示,10、11月份商品房的供销比率(供给面积/销售面积)分别为0.54和0.74,低于行情最火热的07年水平,在补库存的需求下,明年房地产商势必将进一步加大房地产开发的投资力度。此外,11月房地产开发投资指数为100.60,连续7个月环比出现上升。再加上前面我们的分析:在国家刺激政策的延续和对未来通胀担忧的情况下,明年居民有加大房产配置的需求。由此,我们推断明年房地产投资规模有望进一步扩大,而近期国家强调的明年保障性住房的建设,以及户籍改革制度也将助推房地产投资规模。

Figure 19 房地产景气指数接近 07 年高点



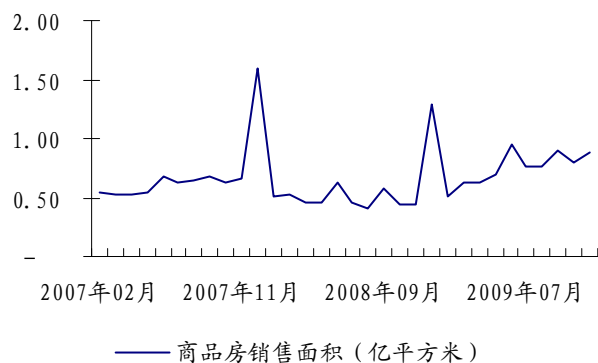
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 20 房地产投资加速



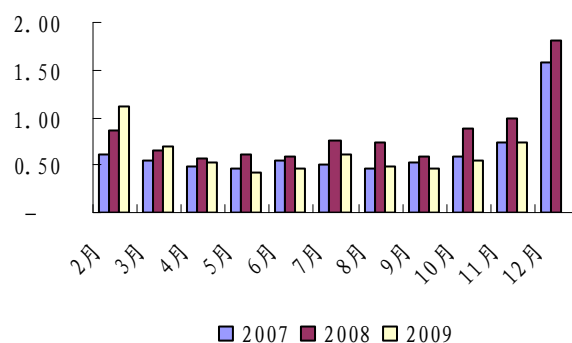
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 21 09 房地产销售面积大增



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 22 商品房供销比率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

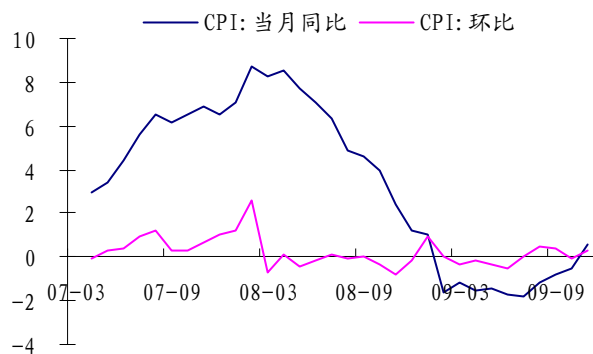
综上，我们认为，在明年出口复苏有限且汽车消费无法复制今年快速增长的情况下，经济的巩固仍将主要依靠于以房地产为核心的投资和消费来拉动。

明年有通胀，但压力不大

11 月 CPI 告别连续 9 个月的通缩如期转正，PPI 通缩大幅收窄至 -2.1%，环比上涨 0.6%。食品（同比上涨 3.2%，环比上涨 0.5%）仍然是 CPI 上涨的主要力量。而随着 2009 年粮食连续第六年增产，生猪、油料作物、棉花的生产能力均达到历史新高，食品供给保障能力进一步增强，预计 2010 年食品价格不会出现明显上涨。但基于稳定农村收入目标进行的政府价格干预，会导致部分农产品价格上涨，但幅度不会很大。因此，我们预计 2010 年全年 CPI 应在 3% 以内；部分月份，受翘尾因素影响，可能会达到 4%。2010 年推动价格上涨的不确定因素主要来自于能

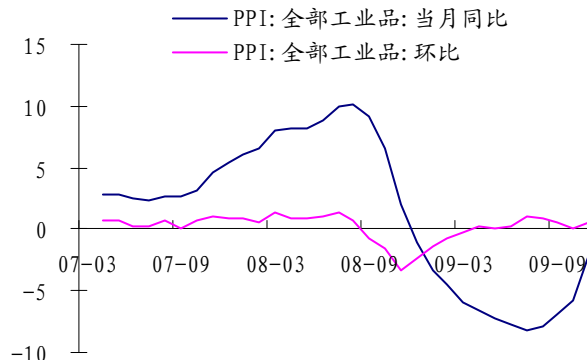
源和资源价格的改革。

Figure 1 11 月 CPI 如期转正



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 24 09 年食品、服装、电子、通讯的销售增长一般



资料来源: WIND、世纪证券研究所

货币政策将更具灵活性

中央政治局召开会议分析研究 2010 经济工作, 会议指出: “将保持宏观经济政策的连续性和稳定性, 继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性, 特别是要更加注重提高经济增长质量和效益, 更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整, 更加注重推进改革开放和自主创新、增强经济增长活力和动力, 更加注重改善民生、保持社会和谐稳定, 更加注重统筹国内国际两个大局, 努力实现经济平稳较快发展。”

对于国家提出继续实施适度宽松的货币政策, 我们认为这是必要的。根据数据显示, 1-11 月累计发放新增贷款 9.19 万亿, 其中有 6.25 万亿属于中长期贷款, 而在中长期贷款中又有 70% 是去年 11 月以后新开工的项目, 到明年就会变成在建项目, 为确保项目的顺利进行, 我们估计需要信贷投入在 4 万亿左右。同时, 随着明年制造业的逐步活跃, 信贷需求与今年相比也会增大; 此外, 在政策放宽中小城镇户口进入的刺激下, 势必会产生一块新的住宅投资需求, 相应地信贷需求也会增加。另一方面, 在经济回升中还存在相当的结构性问题, 比如就业、城市化建设等, 即经济快速平稳增长的基础还不牢固, 这也需要相当的信贷投放的增长。由此, 我们预计明年的新增贷款应该在 7.5 万亿, 对应的 M2 增长应为 18%。

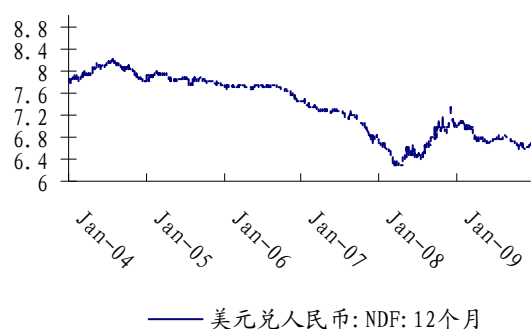
前面我们分析了明年通胀的压力并不大。与此同时, 受此前迪拜财务危机的影响, 我们认为央行在货币政策的使用上将更加侧重于由热钱所引发的资产价格泡沫。从 1 年期的 NDF 来看, 人民币升值预期较为强

烈，热钱有加速流入的现象。而根据数据显示，截至 9 月份，我国外汇储备达到 22725.95 亿美元，新增数额为 3265.65 亿美元，扣除贸易顺差 1352.39 亿美元以及外商直接投资 637.65 亿美元，1-9 月份流入的疑似热钱约为 1275 亿美元。其中，3 季度共计流入资金达 812.79 亿元。为防止热钱的大量流入，导致流动性的更加泛滥，在具体操作上，我们认为央行将倾向于发行央票和上调存款准备金。此外，我们统计了一下明年央票的到期资金量为 2.76 万亿，其中明年 2、3 月份的到期量分别为 3100 亿和 4010 亿，而进入 7 月份，央票到期将达到高潮。由此，我们推断明年上半年央行将仍以发行央票为主；而下半年，随着央票的集中到期，以及通胀压力的逐步显现，央行将很有可能上调存款准备金。需要注意的是，今年央行的资金回笼主要以 3 个月和 1 年期央票为主，如果央行明年继续采取相同的手段，那么 2011 年央票集中到期的压力将依旧存在。鉴于此，我们认为明年 3 年期央票的发行将是大概率事件。

基于对热钱的担忧，我们认为中国基础利率的上调将在美联储之后。由于美国目前的经济仍存在着较大的不确定性，且美联储主席伯南克于 12 月 7 日也声明称：“虽然目前利率维持在较低水平，通胀也呈平稳走势，我们仍希望将低息过程延长，这一决定也符合我们当前所处的阶段。”因此，我们判断明年上半年美国基本无加息可能。此外，回顾历史，美联储每次加息周期的启动都是在失业率持续回落的势头非常明确之后。而根据多数投资银行的预测，从明年三季度起，美联储将逐步把利率从目前的 0-0.25% 提升至 1-3% 之间。

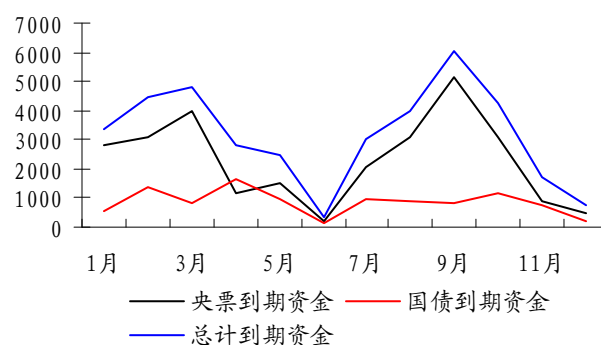
最后，需要特别指出的是，由于明年实体经济运行和资产价格波动都存在较大的不确定性。因此，央行很有可能打破常规，货币政策将会相机而动。例如，央行将有可能在美国升息之前，提高贷款利率，保持存款利率等。政策的灵活性是此次经济工作会议强调的重点。

Figure 25 NDF 显示人民币升值压力



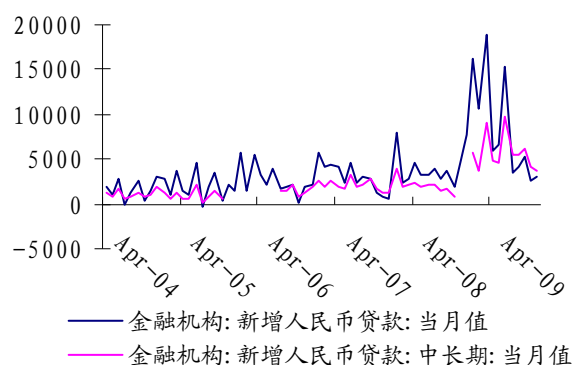
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 26 2010 年央票到期资金统计



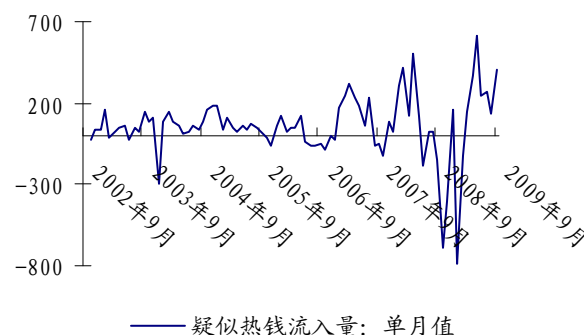
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 27 新增贷款走势



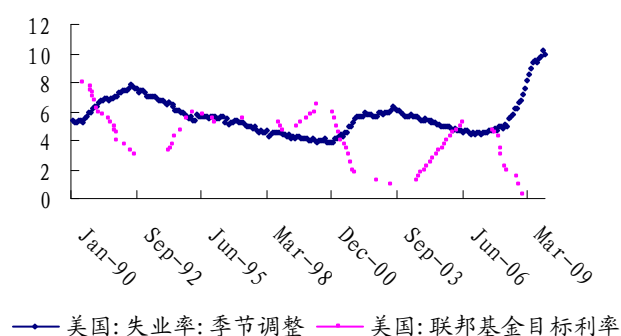
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 28 热钱统计 (外汇储备增加量 - FDI - 贸易顺差)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 29 美国升息与失业率的关系



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 30 各大投行对美国升息的时间点预测

	2010年基准利率	首次加息时间
美国银行	0%-0.25%	2011年第一季度
巴克莱	1%	2010年9月
法国巴黎银行	0%-0.25%	2011年第四季度
花旗银行	1.00%	2010年第四季度
瑞士信贷	1.50%	2010年9月
德意志银行	1%-1.25%	2010年8月
高盛	0%-0.25%	2011年
汇丰资本	0%-0.25%	2012年第一季度
摩根大通	0%-0.25%	2011年第二季度
瑞穗银行	0%-0.25%	2011年第一季度
野村资本	0%-0.25%	2011年第一季度
加拿大皇家银行	0.75%	2010年第四季度
瑞银资本	1.00%	2010年4月

资料来源: 汇通网

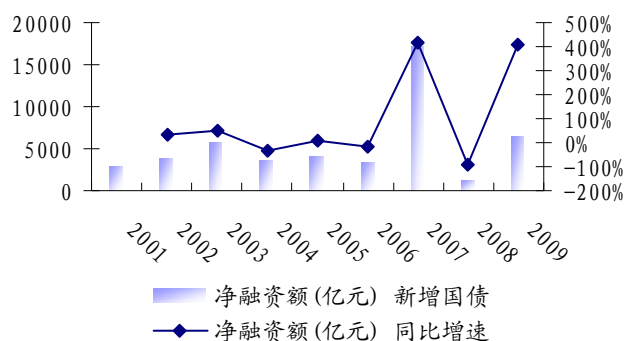
资金短缺，利率品种尤为突出

债券发行

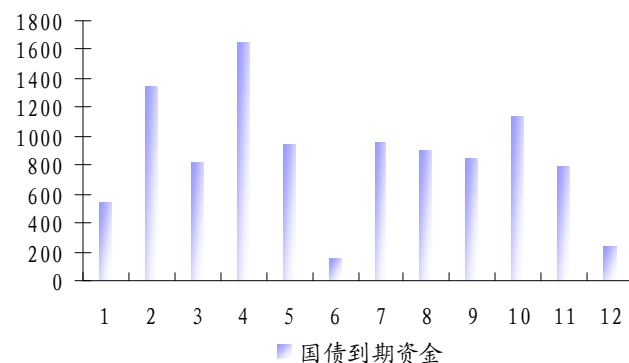
国债方面，为应对金融危机，2008 年 11 月国务院在经济会议提出两年 4 万亿的新增投资计划，其中国家承担 1.18 万亿。具体上，09 年安排新增中央政府投资 4875 亿元，10 年计划 5885 亿元。为此，政府加大了国债的发行量。09 年累计发行国债 1.627 万亿，扣除 09 年到期的国债数量 1 万亿，从而 09 年国债净增量为 6270 亿元，较 08 年出现巨幅提高（412%）。明年来看，在继续实施宽松财政政策的指导下，特别是在结构转型的关键期，我们认为 10 年国债净增量有望小幅扩大，同比增速为 35%，即 8465 亿元。

Figure 31 历年来新增国债量

Figure 32 2010 年国债到期资金



资料来源：WIND、世纪证券研究所

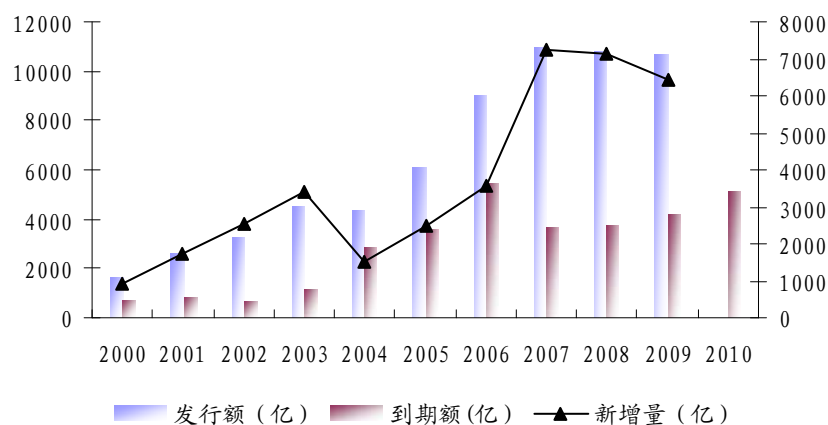


资料来源：WIND、世纪证券研究所

政策金融债方面，根据中国人民银行对 09 年政策金融债的发行计划：今年农发债、进出口债和国开债的发行规模在 3500 亿、3650 亿和 6100 亿，共计 13250 亿。截止到 12 月 17 日，实际发行 10667 亿。通过历史统计，我们发现从 2007 年开始，政策金融债的发行总量较为稳定，大致维持在 11000 亿左右。

同期，政策金融债到期额也稳定在 3800 亿左右。假定明年政策金融债继续保持这一比例，根据明年到期量 5114 亿来推算，10 年政策金融债将新增 7000 亿元。

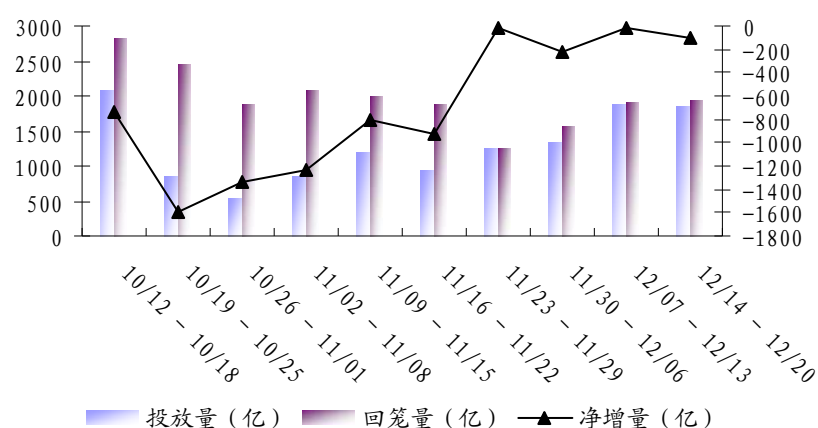
Figure 33 历年来政策金融债的发行与到期汇总



资料来源：WIND、世纪证券研究所

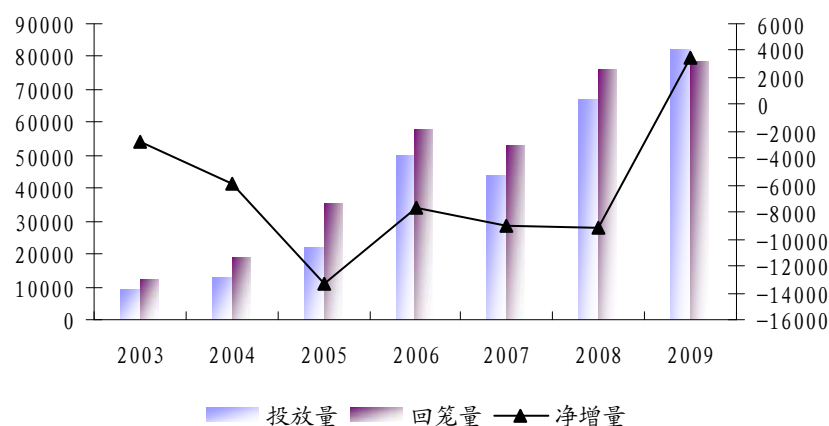
央票方面，至国庆以来，央行已连续 10 周实施净回笼，共计回收资金 6980 亿元，政策收紧意向明显。而在明年热钱压力和通胀预期的情形下，我们认为 10 年央行将加大在公开市场的回购力度，预计将达到 04 年的水平，即新增债券 6000 亿元。

Figure 34 最近 10 周央行连续实施净回笼



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 35 历年来央行新增债券统计



资料来源: WIND、世纪证券研究所

信用债方面, 今年 (截止到 12 月 18 日) 共计发行信用债 16772 亿, 其中企业债、公司债、短融和中票分别发行了: 5067 亿、697 亿、4421 亿和 6608 亿。

企业债: 鉴于明年经济情况的好转, 企业融资的需求将得到一定程度的缓和。此外, 随着发行利率的逐步上行, 国有大型企业有可能选择银行贷款的方式进行融资。由此, 我们判断明年的企业债的发行量的同比增速将可能出现负增长, 预计为-10%, 即 4562 亿。而鉴于 10 年到期量为 66 亿, 因此 10 年企业债的新增量应为 4500 亿。

公司债: 至今年 7 月公司债恢复以来, 09 年全年共发行 42 只, 募集资金 697 亿元。其中, 房地产行业 19 只, 铁公基 6 只, 其它 17 只。为防止房地产泡沫的继续扩大, 明年房地产商发债的数量和规模势必将大为减小。然而, 中国证监会主席尚福林在第七届证券投资基金国际论坛指出: “大力发展公司债券等固定收益类产品, 引导和鼓励上市公司分

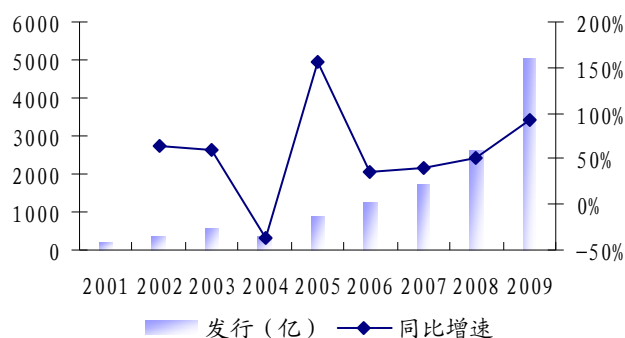
红, 研究加大鼓励各类长期资金投资股票市场的政策措施, 提高保险资金、社保基金、企业年金等机构资金的入市比例, 协调完善与市场投资相关的税收政策。” 和国家对新能源产业的政策倾斜, 我们推断新能源将替代房地产成为明年公司债发行的主力。就整体发行量 (即新增量, 因为 10 年没有公司债到期) 而言, 我们预计将与今年大体持平, 约 700 亿元。

短融: 从历史数据中, 我们可以看到, 短期融资券的发行量呈稳定上升态势, 06、07、08、09 年分别发行了 2919 亿、3349 亿、4338 亿和 4421 亿。同期的到期量为 1657 亿、2820 亿、3291 亿、4269 亿。据此, 按照这几年来年平均新增量来推算, 我们预计 10 年的新增量为 753 亿元。

由于中期票据于 2008 年才正式启动 (明年仅有一只 2.65 亿的中期票据会到期), 且 08、09 的发行量差距较大。因此, 我们假定 10 年的发行量为过去两年的平均值, 即新增 4000 亿元。

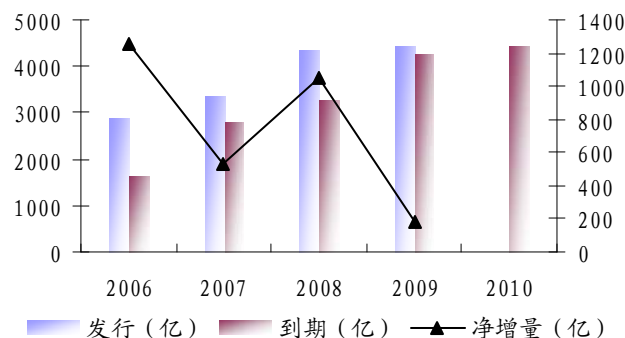
综上, 我们预计 2010 年信用债将新增 9953 亿。

Figure 36 历年来企业债发行状况



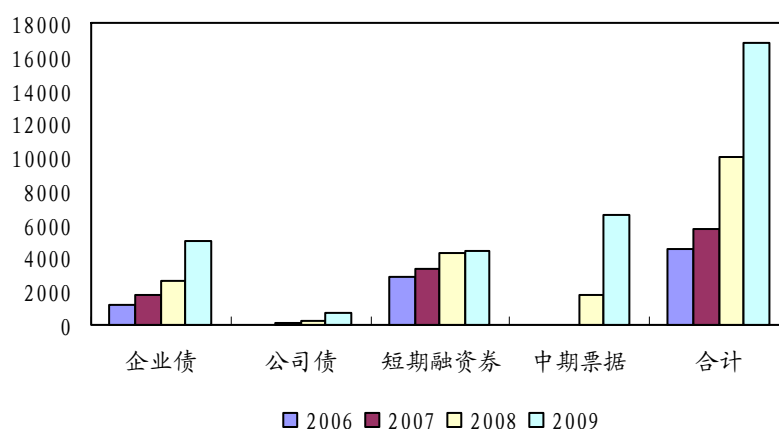
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 37 历年来短融的发行与到期状况



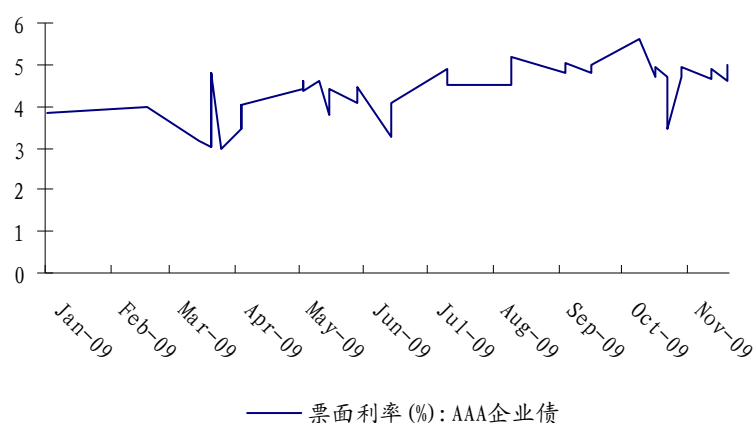
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 38 过去几年各信用债的发行统计



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 39 AAA 级企业债发行利率走势



资料来源: WIND、世纪证券研究所

资金供给

商业银行资金方面, 商业银行可投资债券资金=存款-贷款-存款准备金。首先, 我们来看看明年存款的情况。由于存款与 M2 高度相关, 且基于对明年 M2 同比为 18% 的判断, 我们预计明年存款同比增速为 18%, 即增加资金 10.656 万亿。

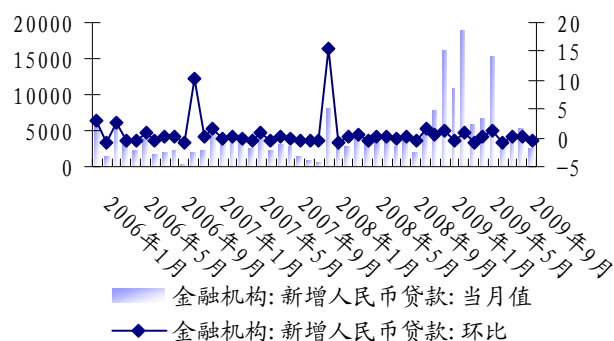
关于贷款, 11 月底, 商业银行的贷存比为 66.8%, 略低于历史平均 67.79% 水平。鉴于明年经济持续向好, 企事业单位的贷款意愿有望小幅增加, 因此, 我们预计明年的贷款同比增速为 19% 左右, 即减少资金 7.386 万亿。

最后, 虽然明年法定存款准备金有上调的可能, 但纵观历史, 目前法定存款准备金已处于高位, 上升的空间并不大, 预计在 1% 左右, 对应 4000 亿的资金量。

综上, 我们预计明年商业银行可投资资金量将继续上升, 预计新增量大约为 2.87 万亿。此外, 从托管量来看, 1-10 月银行共计托管债券 13936 亿。同期, 可投资资金增量为 24434 亿, 即 57% 的新增可投资资金被银行用来配置债券。照此估算, 2010 年商业银行在债市的实际资金投入量将为 16359 亿。

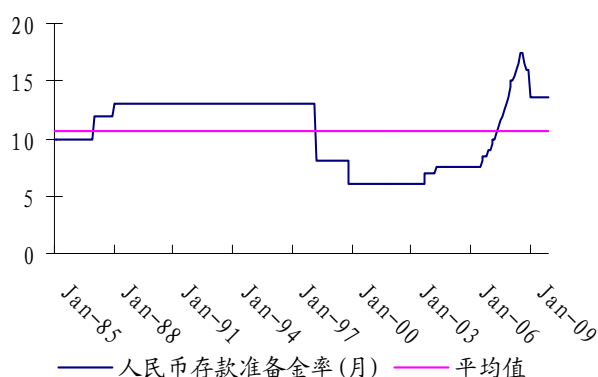
Figure 40 新增贷款速度放缓

Figure 41 银行存款余额与 M2 高度相关



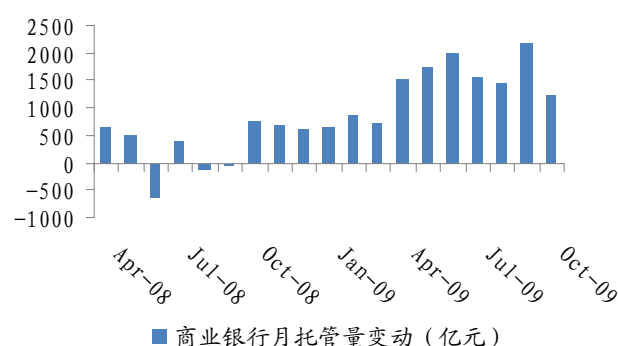
资料来源: Chinabond、世纪证券研究所

Figure 42 法定存款准备金处于历史高位



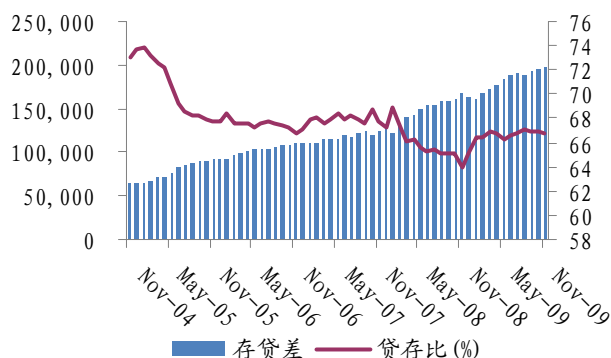
资料来源: Chinabond、世纪证券研究所

Figure 43 银行债券托管量变化情况



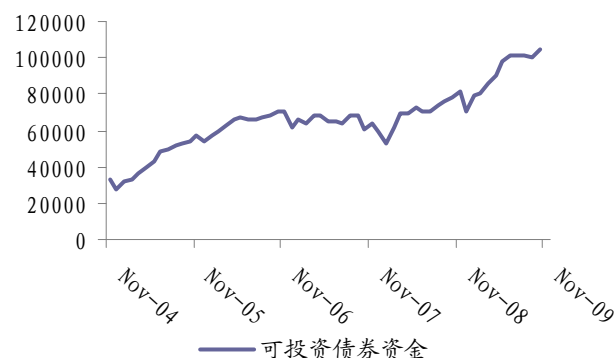
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 44 贷存比低于历史平均值



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 45 银行可投资债券资金有望持续上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

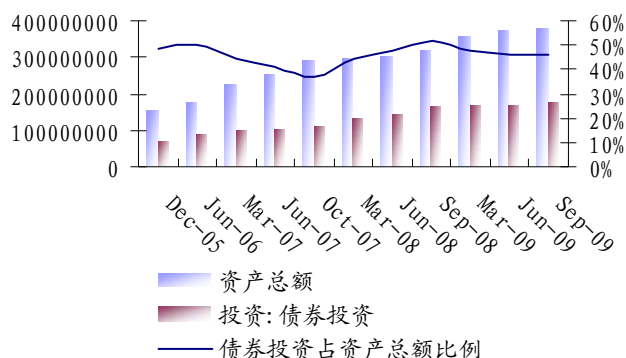
资料来源: WIND、世纪证券研究所

保险机构方面,根据数据显示,截止到10月份,我国保险业总资产规模3.82万亿。其中,银行存款和投资分别为1万亿和2.5万亿。随着经济的持续升温,明年保费收入有望进入快车道,预计10年资产规模同比增速将达到07年30%的水平,照此标准,明年年底保险业资产总额将为5.21万亿(假定11、12月继续保持今年前期20%的同比增

长速度)。

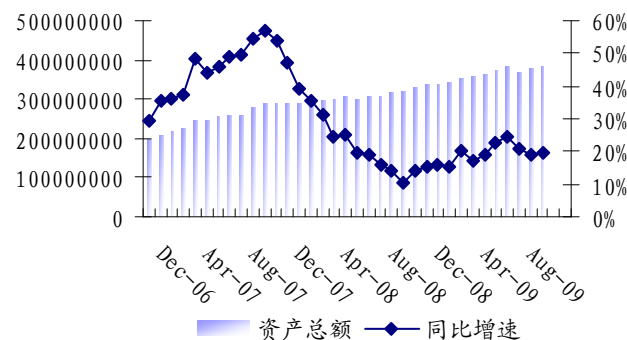
于此同时,我们测算了一下历年来债券投资占资产总额的比例,大致维持在 45%左右。按此推算,明年保险行业在债市的资金投入量将为 5400 亿元。

Figure 46 保险机构的债券投资占资产总额比为 45%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 47 保险机构资产总额的同比增速



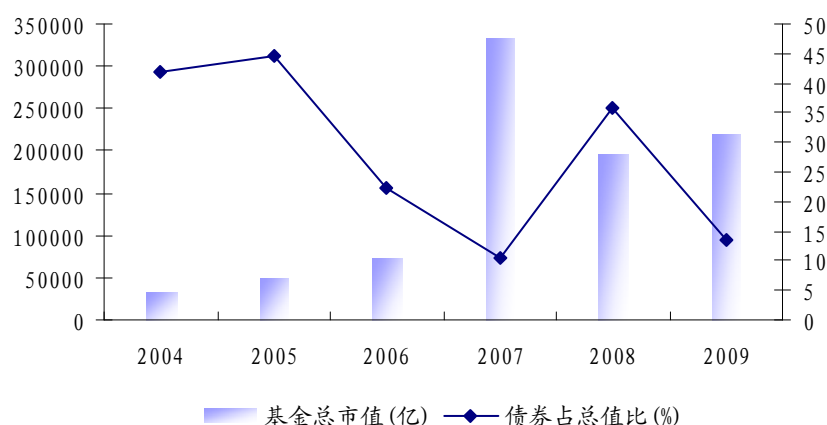
资料来源: WIND、世纪证券研究所

基金方面,今年股市强势反弹,受此影响,在全年 139 只新发行基金中,债券基金仅占 34 只,募集资金 625 亿元,大幅落后于 08 年 51 只,1190 亿的水平。由此,我们也可以看出,股市与债市存在着明显的“跷跷板”效应。鉴于明年股市的成长性将弱于今年,且存在着通胀预期,我们预计 10 年债券基金将小幅增长,大约 700 亿,而按照债券基金通常 80%的配置额,其实际资金贡献量应为 560 亿元。

此外,受股市影响,今年各类基金在债券仓位上均处于历史低点,继续减仓的可能性不大。另外,结合我们策略分析师对明年将处于震荡市的判断,我们认为 10 年股票和混合基金将有望小幅加大对债券的配置,预计贡献 800 亿资金。

综上,我们认为 10 年基金在新增债券投资资金应为 1360 亿。

Figure 48 基金在债券配置方面的比例变化



资料来源: WIND、世纪证券研究所

根据以上的预测，2010 年新增债券发行为 31418 亿，新增资金供给为 23119 亿，资金方面趋于紧张。

表 1 2010 年供需平衡预测

新增债券发行		新增资金供给	
国债	8465	商业银行	16359
金融债	7000	保险机构	5400
央票	6000	基金	1360
企业债	4500		
公司债	700		
短融	753		
中期票据	4000		
合计	31418		23119

资料来源：世纪证券研究所

利率与信用品种走势将出现分化

利率品种

我们认为 2010 年利率品种的前景难言乐观，理由如下：

第一、从基本面来看，随着 09 年经济的触底反弹，我们预计 10 年经济将在，以房地产为核心的投资和消费来拉动下，和以汽车消费为辅的帮助下，实现持续增长。而经济基本面与利率产品长期存在的跷跷板效应，将不利于其明年的行情。

第二、从供需平衡来看，商业银行作为利率产品的主要购买者，明年仅能提供 16359 亿的资金；而根据我们的预计，明年利率品种（国债、政策金融债、央票）的发行量将达 21465 亿，存在着 5106 亿的资金缺口。

第三、从利率上来分析，伴随着回笼规模的扩大（央行至国庆以后已连续 10 周实施净回笼，累计回笼资金 6980 亿）预计将导致央票利率出现明显上升，对利率品种的收益率造成负面影响。而明年下半年可能（大概率）出现的准备金率和基础利率上调，将进一步打压利率产品。

表 2 关键期限国债 3 个月持有期收益情景分析

期限	不变	上行 30BP	上行 40BP	上行 50BP	上行 60BP
1Y	0.43	0.21	0.16	0.06	-0.02

2Y	0.65	0.14	-0.06	-0.20	-0.37
3Y	0.92	0.14	-0.08	-0.38	-0.64
5Y	1.05	-0.25	-0.68	-1.1	-1.53
7Y	1.05	-0.72	-1.23	-1.88	-2.45

资料来源: Chinabond、世纪证券研究所

第四、作为利率品种的另一主要购买者,保险机构,在保监会放开保险公司投资无担保信用债之后,我们预计明年保险公司将进一步增加无担保信用债的投资,转移对利率产品的需求。

信用品种

不同于利率品种,我们认为明年信用品种将迎来机遇,理由如下:

首先在政策方面,今年4月,保监会下发了《关于增加保险机构债券投资品种的通知》,其中放宽了对投资无担保品种的限制。随后,在10月22日,保监会又发布了《关于债券投资有关事项的通知》,将保险机构投资企业(公司)债券的比例由30%上调至40%;此外,投资大型国有企业、香港联交所公告的H股和红筹股公司在香港市场发行的债券和可转换债券,发行人应具有的国际评级机构评级由原来的A级下调为BBB级。

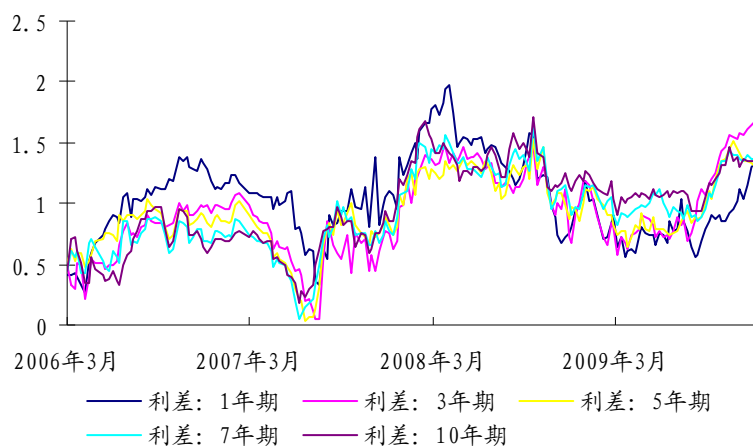
其次从信用利差上分析,现阶段,各期限、各评级企业债和公司债的信用利差已经处于历史高位,而基础利率却在低位徘徊。虽然明年下半年,在加息预期增强的情况下,会推动国债收益率曲线整体上移,促使信用利差回落。但相对利率产品而言,企业和公司债较高的利差水平能为投资者提供更多的保护。

虽然,政策和资金方面均有利于信用产品,但在具体品种上,我们仍得区别对待。城投债作为由当地政府担保而发行的债券,其偿还能力主要取决于当地的财政收入。而就地方财政收入与支出的情况来看,情形不容乐观。引用最近一期《观察与思考》的数据,江苏省09年计划招标发行债券84亿元,票面利率为1.82%,而08年该省的财政总收入为2731.41亿元,支出为3201.58亿元,全年余额为-470.17亿元,如果加上债券发行总量及债权利息更是雪上加霜。同样的情况也出现在辽宁。2009年辽宁省政府债券仅一期计划招标发行总量就为30亿元,票面利率为1.75%,而辽宁省2008年财政收入共计1356.06亿元,财政支出却高达2151.94亿元。而不久前,07宜城投债的延迟支付已为我们敲响

了警钟。

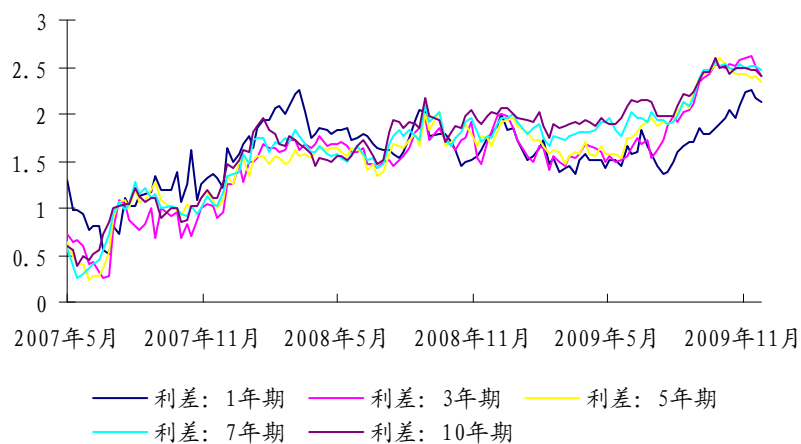
综上，在信用债方面，我们认为 AAA 级优质企业债最具投资价值，公司债次之，而对于城头债，我们认为不同的产品应区别对待。

Figure 49 AAA 级企业债与国债各年期利差分析



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 50 AA 级企业债与国债各年期利差分析



资料来源：WIND、世纪证券研究所

投资策略，关注信用品种

从宏观数据来看，09 年中国经济已触底回暖，10 年国内经济将在以房地产为核心的投资和消费来拉动下继续回升。而从历史经验来看，债市和宏观经济存在着较为明显的跷跷板效应，对债市不利，特别是利率品种。

从货币政策来看，出于对资产价格泡沫的担忧，以及通胀的预期，明年货币政策的收紧将不可避免。我们预计，明年上半年央行将仍以公开市场行为为主，3 年期央票的重启将成为可能。下半年，随着经济的持续好转和通胀压力的逐步增大，基础利率的上调将是大概率事件。至于时间节点上，我们认为将在美联储之后。

从资金上分析，我们预计明年将新增国债 8465 亿、政策金融债 7000 亿、央票 6000 亿、企业债 4500 亿、公司债 700 亿、短融 753 亿、中期票据 4000 亿；同期，在资金供给上，我们预计商业银行将提供新增资金 16359 亿、保险机构 5400 亿、基金 1360 亿。整体来看，明年债券市场的资金量将趋于紧张，其中利率品种上的资金缺口尤为突出。

综上，我们认为明年债市整体情形不容乐观。虽然债市整体将进入下行通道，但局部机会依旧存在。建议投资者回避利率品种，关注信用品种，特别是高评级，有担保的企业债；公司债方面，建议积极参与一级市场申购以获取上半年高票息，以及下半年由利差回落所带来的资本利得机会。至于城头债，我们认为应区别对待，提防由地方财政不支而可能造成的违约风险。此外，由于明年货币政策存在着较大的不确定性，我们还建议投资者加强投资组合的流动性，尽量缩短久期。

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.