



研究员：徐虹 电话：(0411) 39673225

2009 年 12 月 28 日 星期一

2010 年利率产品收益率上行风险大

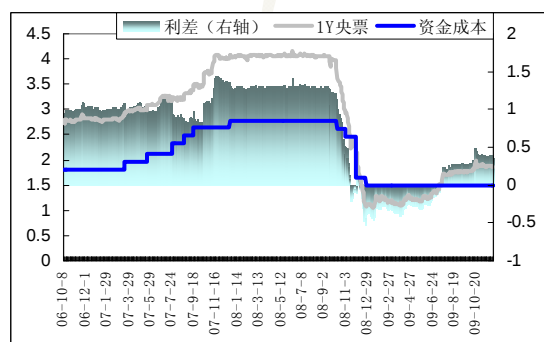
(市场有风险·投资须谨慎)

从宏观面上来看，我们预测，2010 年经济复苏逐步明朗化，通胀水平全年维持在 3% 的温和状态，货币政策也有望呈现前松后紧的微调步调，无论是反弹的 CPI 同比增幅，还是逐步收紧的资金面，宏观面对债市的眷顾似乎已经走到了尽头。另一方面，2010 年将延续 09 年的供给规模，债市扩容的延续是债市收益率上行的内因。

我们将从两个视角来分析收益率：首先，银行作为债券市场最大的投资者，其投资成本将是参照的标准之一；第二，在银行资金运用的决策中，债券投资和贷款收益是两个可以对比的投资选择，因此银行贷款收益也是可以参照的机会成本。

目前银行资金成本 1.5% 左右（国有银行季报公布的定活比 6：4），未来 1 年加息预期最多 54bp，即使活期不动，资金成本上行 1.67%，1 年央票利率目前与资金成本利差 36BP，2010 年可能逐步向历史均值 72BP 靠拢，即 2.4%。超储利率和准备金利率已经处于历史低位，随着货币政策的逐步转向，有望抬升，从而引导利率体系的整体走高。

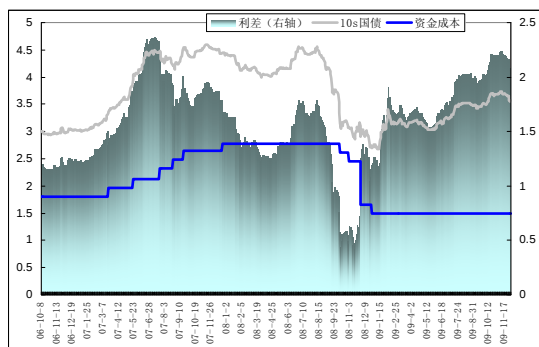
图 1：1Y 央票与资金成本



资料来源：wind, 大通证券研发中心

10 年国债与资金成本目前利差 207BP，这一利差在加息周期开始前期达到历史高位（07 年二季度），之后随着加息预期的逐步兑现缓慢下降，到降息周期初始阶段达到低值（08 年三季度），因此，我们认为 10 年国债与资金成本利差将向历史高位 236BP 靠拢，从而 10 年期国债收益率将超过 4%。

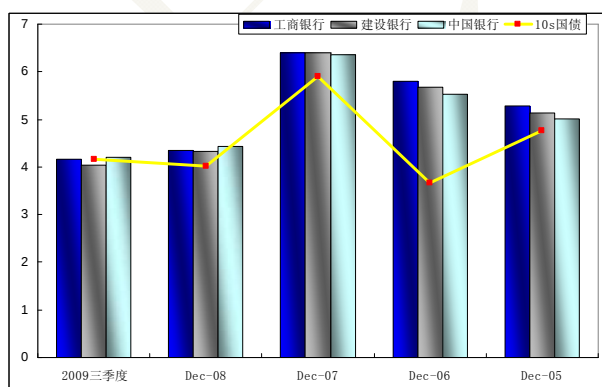
图 2：10s 国债与资金成本



资料来源：wind, 大通证券研发中心

我们测算一下贷款投放的实际收益，在名义贷款利率的基础上扣除营业税率、拨备率等因素： $\text{贷款实际收益率} = \text{贷款名义利率} \times (1 - \text{营业税率}) - \text{拨备率}$ 。考察 2005-2008 年与债券投资收益之间的差异表明，在经济上行期间，贷款实际收益率一般都会高于 10 年期国债收益率，平均高 1.5-2%。根据我们对 2010 年最多加息 54BP 的判断，2010 年国债收益率仍有上行空间。

图 3：贷款实际收益率与国债实际收益率对比



资料来源：wind, 大通证券研发中心

不论是 3 个月还是 6 个月的持有收益，随着债券久期的延长，价差收益下降导致总回报率有所回落。1 年期以下品种收益最好，子弹型配置优于哑铃型配置。

图 4：国债持有半年情景分析

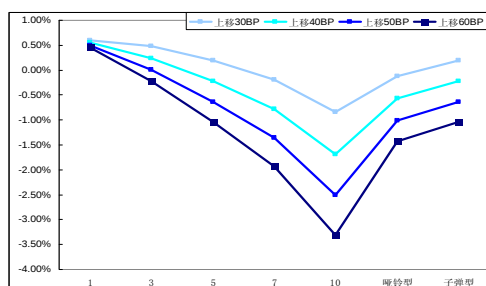
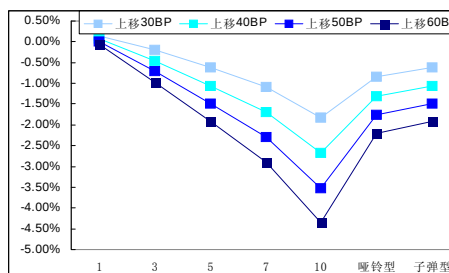


图 5：国债持有 3 个月情景分析



资料来源：wind, 大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司