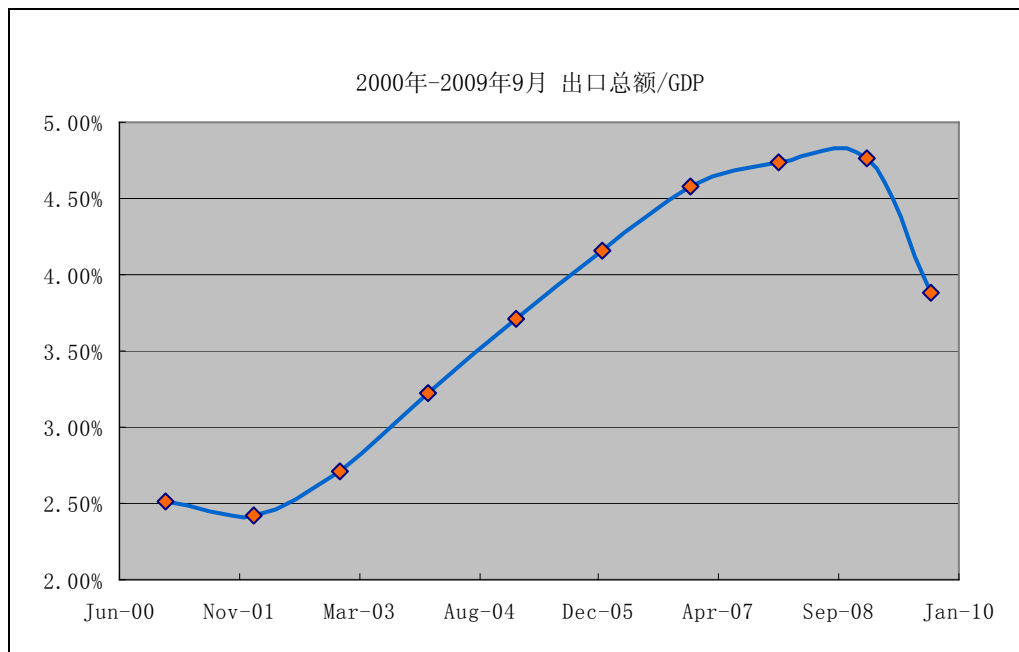


报告编号: 债券投资	2010 年宏观经济与债券市场展望 ---蕴含于“涨”声下的投资机会
	2009 年 12 月 23 日
固定收益 投资研究部 张巍崑 021-61036960 李德智 021-61356528	一、宏观经济展望 总体上说，2010 年宏观经济基本面将较 2009 年显著好转。美欧经济复苏之路漫长而坎坷，也注定了出口导向型经济已经走到尽头。2010 年的国内经济增长仍将主要依赖于政府主导下的投资拉动政策。虽然预期经济转型将为中国带来新的持久的增长动力，不过，这种转型却不是出现在现在。 1. 美欧经济复苏缓慢，出口维持低增长 需求依旧疲软 美联储预计 2010 年美国失业率为 9.3%至 9.7%；彭博社调查的 58 位经济学家预期中值显示，明年美国失业率平均水平在 10%；同期的欧盟就业报告：2010 年失业率将升至 10.5%。2010 年欧美等发达经济体的高失业率将抑制其消费支出，减缓中国出口复苏的步伐，拖累经济增长。 受到去杠杆化影响，2010 年欧美等发达经济体的储蓄率将持续缓慢上升，这也进一步抑制家庭消费支出。中长期看，欧美居民储蓄上升减少消费支出会降低企业利润，反而减少家庭收入，从而抵消了降低负债率的效果，居民消费能力的改善仍将经历一个缓慢曲折的过程。如果目前的刺激政策有效的避免了经济的二次探底，那么最好的情况也只能是保持 3-5 年的低增速缓慢复苏。 金融风暴后各国经济步入缓慢复苏通道，中国是公认复苏最快的经济体。为增加国内就业、刺激消费并拉动经济增长，2010 年世界主要贸易国家针对中国出口产品采取贸易保护政策的概率加大，逐步增多的贸易摩擦也将减缓我国出口的复苏步伐。 供给方面的调整 出口产品供给的调整主要来自企业家对国家产业政策的预期，以及在人民币升值背景下的产出调整。 一方面，认识到 2010 年欧美需求仍将疲软，单以出口拉动 GDP 增长

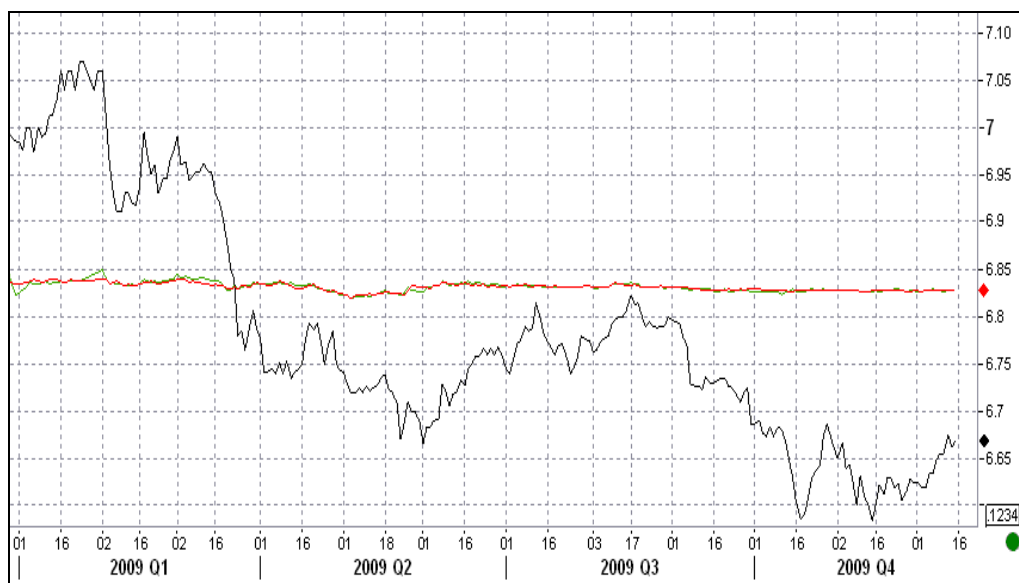
是不可能的，国家将对出口产业政策做出调整以减缓产出过剩。同时，企业家在这样的预期下也将减少产出。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

另一方面，人民币升值预期将加大企业家对出口产品需求受到抑制的担忧，这样的预期也加大了企业家调整现有产出的可能。

1 年期 NDF



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

由于缺乏衡量企业家真实预期水平的数据指标，我们只能根据当期的宏观经济环境作为企业家可能形成某种预期的假设来进行推断。因此，上述关于“供给可能会由于企业家对出口的不利预期而减少”的推论主观性较强。

综上所述，通过对需求和供给的分析，我们认为对我国 2010 年出口复苏状况不宜期望过高。

2. 固定资产投资高速增长，独立支撑中国经济

高占比趋势不变

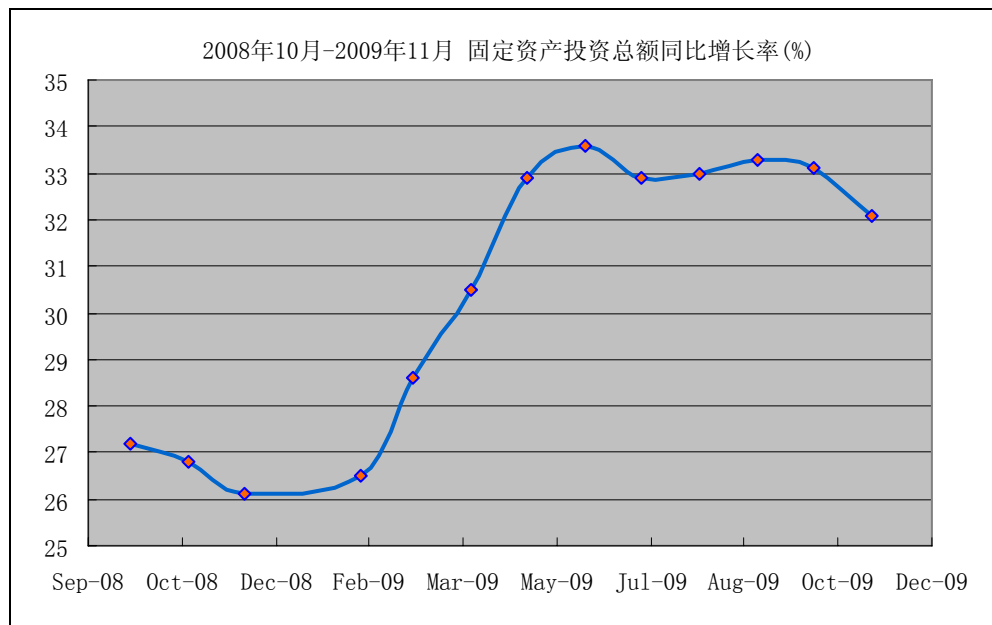
当前，推动中国经济复苏、拉动 GDP 增长最重要的力量是投资。这一趋势在 2010 年将得到维持，固定资产投资在 2010 年将继续保持高速增长，独立支撑起中国经济增长。

现在的投资拉动措施主要是以政府主导下的公共部门投资为主。相对于出口由于外部需求疲软而受拖累的不可控，以及消费刺激拉动内需政策的效果难以在短期内实现的因素，2010 年固定资产投资仍旧是拉动中国经济增长最重要的方式。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

09 年 5 月份以来，固定资产投资增速一直维持在 32%以上的高增长水平。受银行信贷收放周期影响，2010 年该增速将会有所波动，但仍有望维持在这一高水平上。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

结构调整扩大投资总量

刚刚结束的中央经济会议明确提出：在保持宏观经济政策连续性与稳定性的同时，2010 年经济工作将重点放在经济发展结构调整上。综合来看，2010 年投资结构调整所带来的影响主要有两点：

- 1) 以私人部门为主的投资主体将增加
- 2) 新兴产业的投资需求将得到释放

在 2010 年适度宽松的货币政策的配合下，随着投资主体的扩大与投资需求的释放，将会带来投资总量的增加以及投资效率的提高，还能有效的改善当前各行业投资资金不平衡的局面，优化资金结构，加快中国经济增长方式的调整步伐。

实际利率下降刺激投资需求

在外部经济复苏缓慢和央行适度宽松货币政策基调下，2010 年名义利率仍将保持在历史低位，CPI 转正后将逐步走高，使得实际利率下降，

其必将有效的刺激投资需求。这种效果很大程度上取决于物价攀升的速度和央行货币政策的调整幅度。

综上所述，2010 年投资将继续作为支持中国经济增长的主要动力，政府一系列的结构调整工作也将围绕投资展开。

3. 消费增长动力不足，隐现下滑趋势

挤出效应加大

2009 年我国消费同比增速大幅放缓，基本上维持在 15%附近。除了在结构与制度上一直存在的问题之外，政府公共部门的投资所带来的挤出效应将在 2010 年进一步抑制居民的消费支出。

投资对消费的挤出效应主要体现在以下三方面：

1) 公共部门投资对家庭消费的挤压；

投资拉动带来的就业所增加的收入远不如其对居民消费能力的挤压。投资是以更利于资本拥有者的方式增加收入，这加剧了收入的不平衡。考虑一下政府将 1 万亿资金全部用于投资和以减税的方式转移给全民这两种选择。前者虽然带来了收入，但加剧了贫富差距，根据消费支出随收入边际递减的基本经济规律，全民的消费支出将受到抑制，而减税无疑将更有效刺激全民消费。

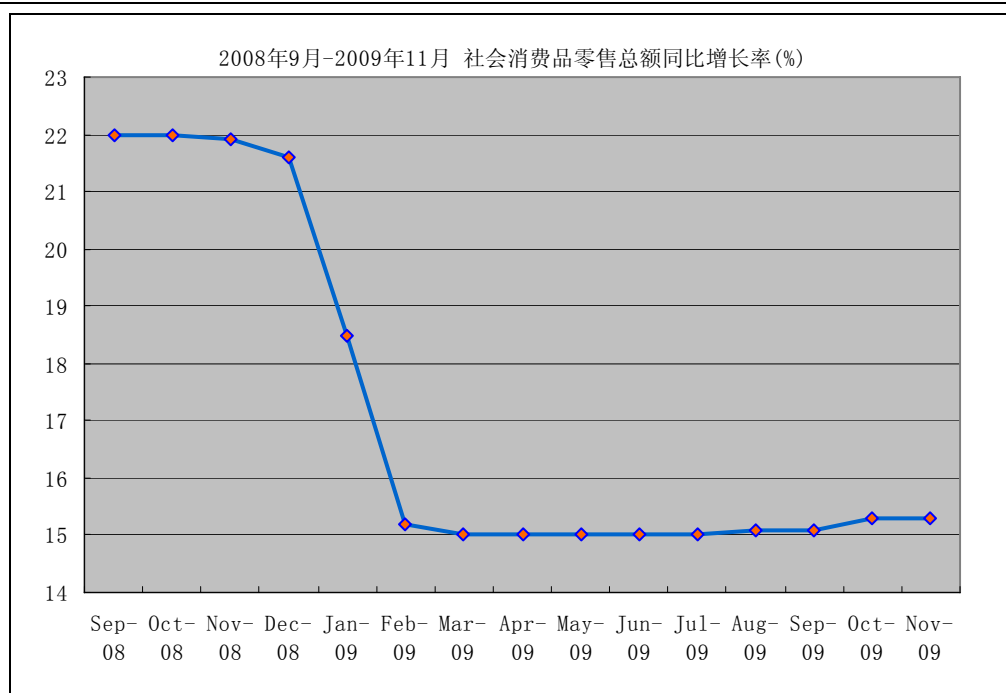
2) 实际利率下降带来的私人投资增加将抑制个人消费；

政府主导的投资由于带有浓厚的政治色彩，对利率的敏感程度远远低于私人部门的投资。根据前面的分析，2010 年实际利率的下降将刺激私人部门的投资支出，进而挤压个人消费支出。

3) 高房价可能造成居民当期消费抑制未来消费；

在超宽松货币政策的刺激之下，巨额的资金不断推升房地产价格。由流动性泛滥所支撑的高房价是当前居民以牺牲未来消费能力为代价所获得的。

2009 年房地产交易异常活跃，过高的房地产价格将直接透支购房者在未来数年的消费支出。同时，由于很多市场之外的因素，这种过高的房地产价格还将继续持续下去得不到修正。经济增长放缓将使得通过经济内生的增长去消化这些房地产泡沫的时间延长。这种状态保持的时间越长，其对个人消费支出的抑制越大，经济转型的难度就越高。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

短期刺激政策具有决定意义

2009 年的大部分时间，社会消费品零售总额的同比增长率都在 15% 左右，这样的增长率数据容易让人忽视后面一系列政策支持的作用。如果没有家电下乡政策与汽车行业推出的消费刺激政策作为支持的话，全年社会消费增长水平会怎样变化，我们很难想象。

2010 年消费增长能否有起色，很大程度上取决于政府刺激政策的延续性和政策的力度。如果 2010 年没有出台我们预期中的刺激政策或者所出台的政策刺激力度低于实际需要，全社会的消费需求将更加疲软，增速会得不到提高甚至是下滑。

长期制度改革进展缓慢

居民消费支出不足的问题由来已久，治本的解决方案是进行如三农改革、医改、房改、教改、税收体制改革等制度上的改革。据以往经验推断，这类制度上的改革难度比规模还大、历时更长，但效果如何都难以确定。目前看，08 年三农改革升温了一下后，这类改革工作没有什么真正意义上的进展，因此其对 2010 年消费增长的促进作用有限。不进则退，实际上这类制度积累的问题可能在 2010 年将进一步拖累消费。

4. 未来可能发生的情况

基于前面所描述的情况，我们对明年经济前景并不乐观。甚至对未来 2 到 3 年的经济前景表示担忧。美欧经济复苏之路过于漫长，期望其拉动国内出口重新恢复以前的高增长状态几乎是不可能的。目前巨额的投资拉动只能在一时起到阻止经济快速下滑的作用，并不能从根本上解决长期经济增长的问题。同时，很多投资项目并没有很好的促进国内城市化的发展，所带来的只是投资的低效与浪费。对于国内私人消费，在没有出现进一步的促进政策之前，其将继续受到高房价与投资活动的挤压，仍有进一步下滑的趋势。

虽然预计明年全年的 GDP 增速能达到 9.2%，但是这只是表面的数字而已，经济的增长其实后继无力，特别是明年的三、四季度，国内经济存在下滑的可能性。

二、 货币政策导向

中央经济会议提出：明年在保持宏观经济政策的连续性和稳定性的同时，工作将重点放在经济发展结构调整上。本次中央经济会议对明年货币政策的指引有三点。首先，为巩固经济复苏基础、防止经济二次探底，2010 年货币政策需保持连续性；其次，在保增长和防通胀的选择中，强调“维持货币政策稳定性”表明了政府更偏向前者和对“当前通胀水平需要通过货币政策转向加以抑制”这种观点的不认可；最后，货币政策的调整将以经济结构调整为导向。

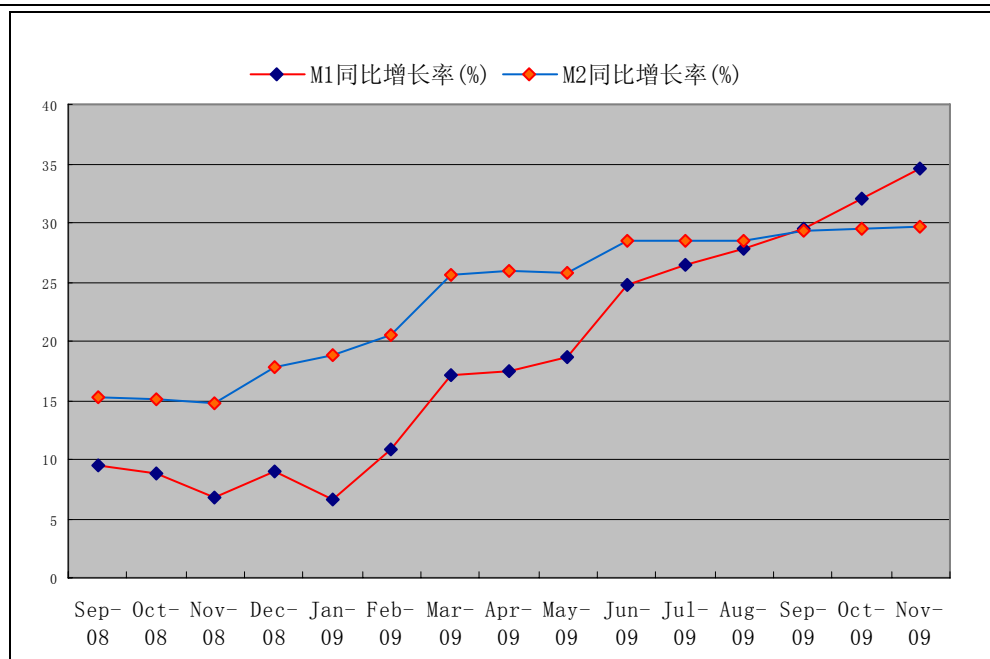
因此，2010 年货币政策的基调仍将是：以宽松为主，适度为辅。操作上，经济结构调整政策引导下的货币政策变化将更普遍。

具体分析如下：

1. 货币供给维持高增长

在适度宽松货币政策基调下，按照全年投放 8 万亿的初步预计，2010 年货币供给较 09 年小幅回落，但仍将维持在 25%以上的高增长水平。

保持货币供给接近 09 年的高增长水平是 2010 年所有经济工作的大前提。只有在这个前提下经济复苏基础才能得以巩固，经济结构调整才能得以进行。无论是对于大病初愈者还是即将做手术的人，充足的货币供给就像血液一样都必不可少。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

2. 物价水平“涨”声一片

在资源和商品价格节节攀升环境下，市场预期2010年的通胀预期在振荡中逐步走强。我们逐一分析当前推动物价上涨的因素，并推断这些因素将会带来货币政策的如何变化。

在内外需求持续疲软环境下，当前物价上涨的原因主要源于：

1) 资产泡沫助推

08年金融危机以来政府为抑制衰退、推动经济复苏向市场注入大量流动性，大量资金涌入股市、楼市以及大宗商品市场造成资产价格快速攀升，泡沫化趋势日益明显，由此带动各资产相关的上下游资源与商品价格上涨。

这样的上涨有别于经济稳步复苏带来的由投资和消费需求逐步释放所引发的物价上涨，更多的是受一系列不确定的短期市场预期影响，投机性强。

2) 输入型物价上涨

由于我国实行有管理的浮动汇率政策，美元贬值直接导致人民币贬值，同时抬高任何以美元计价商品的人民币价格。而这样的价格上涨还

没有包括中国实际需求的上升。

我国高投入产出理念下的经济发展模式必然摆脱不了高资源消耗的特点，未来几年我国将保持对原油、铁矿等资源商品的高需求。这造成了“中国买什么，什么就大涨”的局面。国际市场大宗商品价格的上涨传递到国内市场，自然抬高了企业的生产成本，对总供给造成冲击进而提升物价上涨。

本质上看，这样的上涨也是由全球主要经济体大量“救市”资金助推下的资产泡沫所引起。

3) 各部门工资结构失衡

气价、水价、电价在油价调整后逐个上涨和各部门工资不均衡现象关联很大。虽然这一类基础资源的生产部门均为国有，但由于各种原因，不同行业和部门间的经营利润差异很大，引起各部门工资的不均衡，造成低工资部门有向高工资部门“看齐”的趋势。

综上所述，当前物价上涨主要由资产泡沫造成，有别与经济发展过热引起的上涨。预计全年 CPI 将达到 4.5% 左右的增长水平。

3. 基准利率维持低位

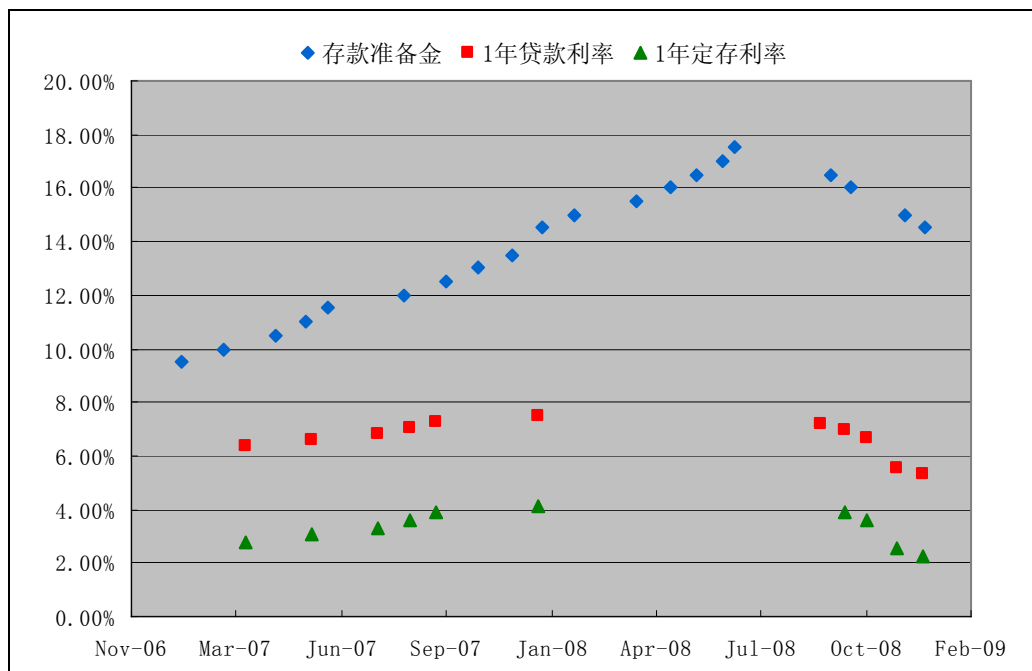
在适度宽松货币政策的基调下，同时结合当前物价上涨背后的因素分析，我们认为明年大部分时间基准利率将维持稳定，即使加息，幅度也有限。考虑到目前的利率水平，2010 年全年基准利率将维持在历史低位。理由如下：

1) 经济复苏远未达到加息的过热程度

07 年为抑制资产泡沫导致的通货膨胀，从 3 月到 12 月央行 6 次提高存贷款基准利率、8 次提高存款准备金，之后由于流动性明显紧缩和其他原因经济一路下滑。考虑到当时我国是受次贷引起金融危机最小的“超级”经济体，央行大力度高频率的紧缩货币政策是导致国内经济下滑的主要短期原因。

由于经济发展长期积累的结构性问题和改革进展的缓慢，我国经济增长缺乏强劲的内生动力。长期以来，依靠货币资本和人力资本投入换增长的模式越往后越缺乏潜力。结合这一本质特征和当前世界经济环境，依 09 年的经济复苏基础判断，2010 年我国经济增长很难达到 2007

年以前的水平，自然预期明年央行将加息来抑制通胀的可能性不大。退一步看，假设 2010 年通胀水平真的达到 07 年的水平，央行也会更加谨慎，避免再犯同样的错误。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

2) 保增长优先于防通胀，

首先，温和的通货膨胀有助于经济复苏，一直以来，发展中国家都有利用温和通胀刺激经济增长的倾向。其次，在我国政府主导的以银行为主体的金融体系下，刺激居民的消费需求比防通胀更难。

3) 局部抑制通胀和通胀预期

持续的加息肯定可以挤破资产泡沫，但加息也挤掉了所有的“泡沫”，尤其是那些在经济复苏初期我们极其希望出现的“泡沫”。因此，当前控制通胀和通胀预期的政策必然是局部且与结构调整相结合的。比如，最近公布的提高房地产开发商拿地首付金比例的政策。

总体上来看，针对当前的通货膨胀预期，并不是经济增长过热产生的，也不需要通过加息来控制。2010 年货币政策将在维持货币总量增长稳定的基础上，对局部出现的过热领域进行针对性的抑制——而不是通过持续的提高基准利率来解决。同时进行相关行业和产业的结构性调整对

过剩资金进行疏导，从而抑制通胀和通胀预期。

4. 货币政策引导下的结构调整

如果将任何改变货币（存款）流通速度和方向的政策都理解为货币政策，2010 年经济结构的调整均离不开货币政策的指引。

最近的“加快城镇化进程”和“提高房地产开放商拿地首付金比例”的政策，都没有提到货币二字，但都和货币息息相关。国内城镇化建设的发展离不开银行对各城镇化建设工程项目的信贷支持，因此银行必须调整其贷款结构，减少对某些产能过剩行业的信贷支持，提高城镇化项目的支持力度。例如，政府推出提高拿地首付金比例很明显的会抑制开发商拿地热情、减少新开工项目数量。这一方面减少了流入地产行业的信贷资金，而多出来的信贷资金正好按照中央政策指导流向城镇化项目。这样，结构性的调整就在对银行的信贷政策转变下完成了。

2010 年，我们将看到很多这类货币政策引导下的结构性调整。而通常意义下的货币政策工具大部分时间将维持稳定。即使调整，幅度也不会太大，以消除市场的非理性预期。

5. 未来可能发生的情况

在 09 年世界各国纷纷推出各自的刺激计划之下，全球经济开始艰难而漫长的复苏。这样的复苏主要得益于新增的财政刺激以及超宽松的货币政策，不过其代价就是造成了巨额的财政赤字以及资产泡沫。09 年以来，黄金期货价格飙升了 35%，原油期货价格更是从最低的 33.20 美元上涨到最近的 82 美元，涨幅 147%，从一个侧面反映了市场对于未来通货膨胀的预期。

在经济企稳回升与通货膨胀预期的背景之下，央行存在收紧货币供给与提高基准利率的可能性。但是考虑到经济仍旧存在不稳定的因素，货币政策又不能单方面收紧。央行官方表示明年采取适度宽松的货币政策，并实施动态调整。

我们认为 2010 年维持一个相对稳定的基准利率是主基调，同时采用提高存款准备金率与公开市场操作来对货币供给进行调控，以抑制通货膨胀预期。预计全年存贷款基准利率有 27-54bp 的上调，存款保证金率有 1-2% 的上调。

三、债券市场情况

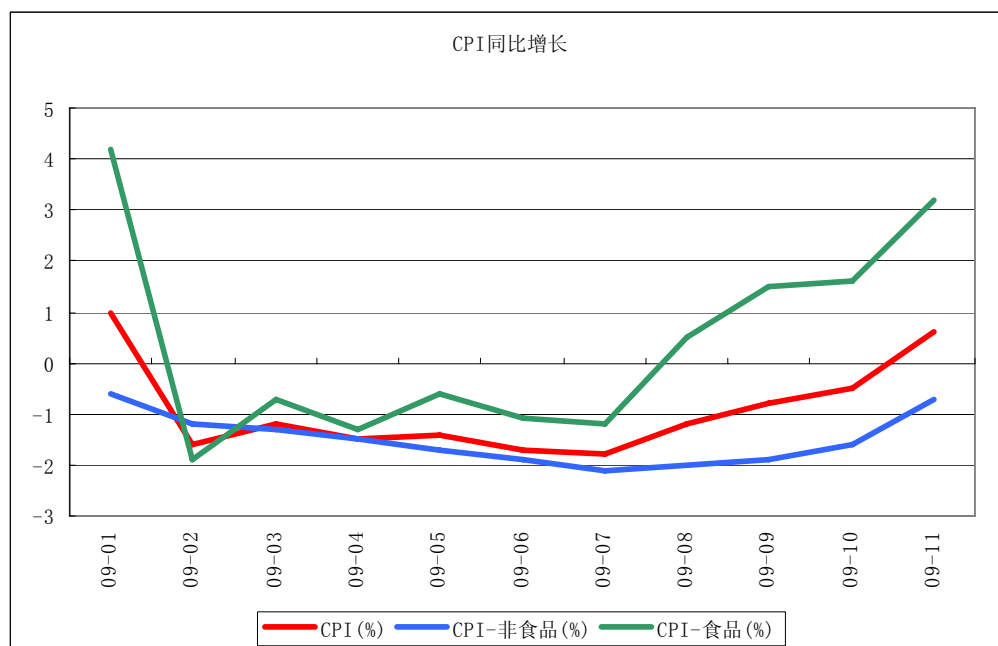
对于债券市场总体来说，我们仍旧处在一个低利率的时代。在经过了 2009 年收益率的大幅提升之后，目前债券市场收益率已达中性水平，未来通货膨胀预期以及经济增长的前景将决定债券市场最终走向。

债券市场隐含的风险

对于明年的债券市场，我们从总体上不看好。其原因主要来自于以下三个方面：

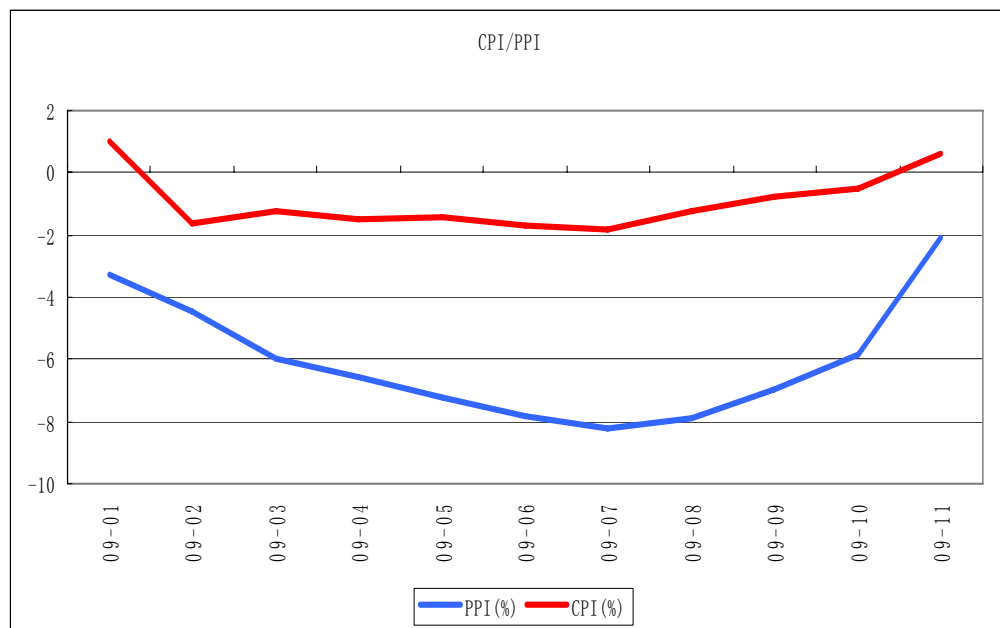
第一：对通货膨胀的担忧。目前的货币供给以及新增信贷都加强了市场对未来通货膨胀的预期。国内食品价格连续上涨并有持续的可能，资源价格有政策性上调的可能。另外，美元贬值带来了大宗商品价格的飙升，也加剧了明年输入型通胀的风险。

食品上涨拉动 CPI 走高。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

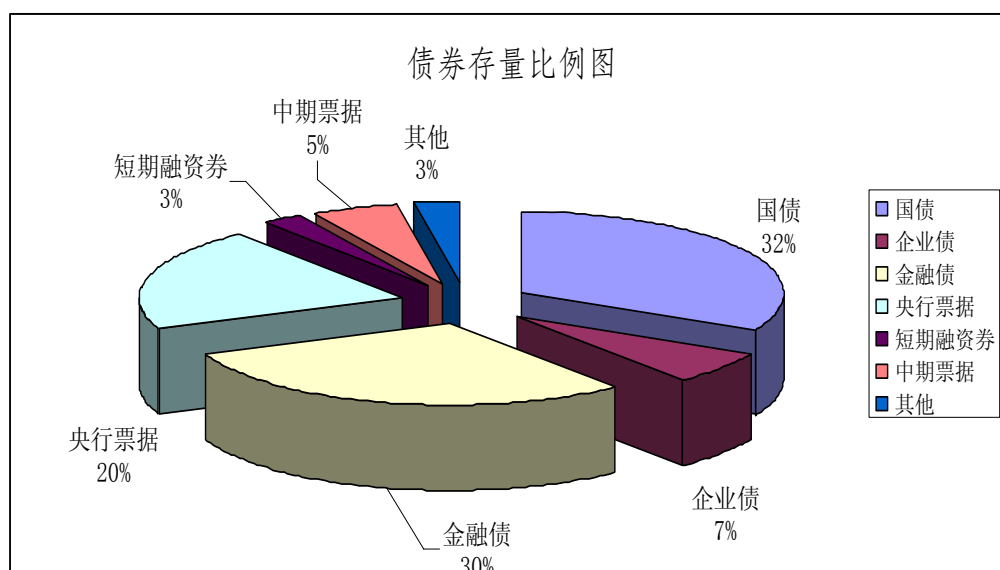
资源类大宗商品引领 PPI 强力反弹。



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

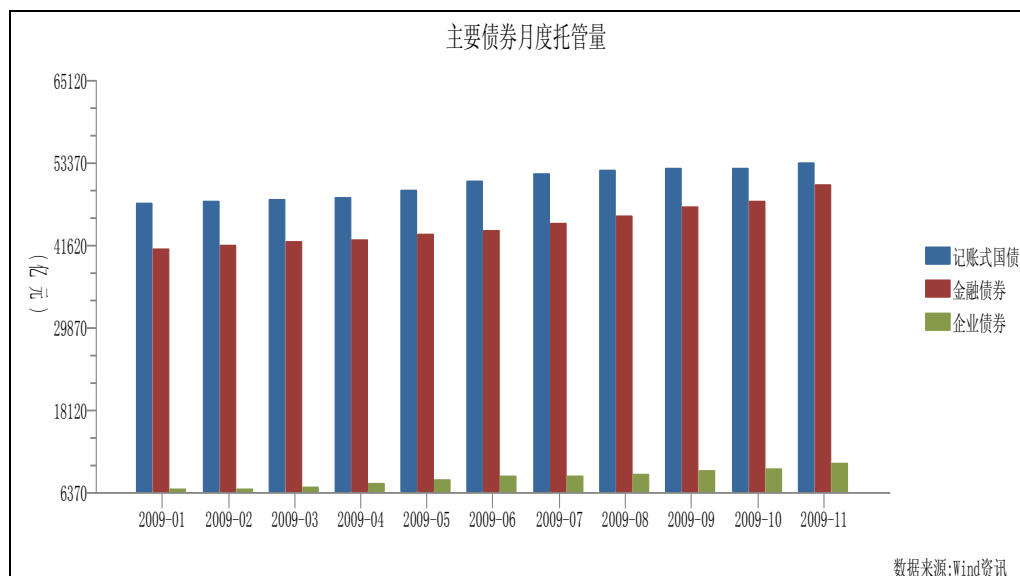
第二：债券市场扩容的压力。新增的投资资金有赖于债券的发行，为了维持经济的增长，债券（特别是国债）的发行量会上一个新的台阶。除此之外，债券市场新增的信用类债券品种也将加大发行量，这些都会在供给层面对债券市场造成压力。

债券种类不断增加



数据来源：Wind，国金证券固定收益投资研究部

主要债券托管量大幅上升



数据来源: Wind, 国金证券固定收益投资研究部

第三: 资本市场对资金的分流。随着经济重回 8% 以上的增速, 企业的盈利开始回升, 股票市场表现活跃。同时, 新股 IPO、中小板以及创业板的推出将吸引更多的资金进入到股票市场, 债券市场的资金供给面临考验。

基于上述原因, 债券市场收益率有望继续上行。对通货膨胀的预期将极大的提升中长期利率, 收益率曲线的中长端会受到冲击。债券市场资金的整体分流除了全面提升收益率曲线外, 还会对短期利率造成冲击, 导致短期利率过度波动。

债券市场面对的机遇

1. 出于对经济增长以及通货膨胀的双重考虑, 加上市场对央行政策预期的过度调整与调整修正, 我们认为明年的债券市场将更具波动性, 将会有更多交易性机会的出现。

2. 经济复苏的状况不容乐观。纵观这次危机以来, 各国所推出的刺激计划都是短期方案, 并没有解决经济增长模式的根本性问题。

3. 对于经济转型, 政府至今还没有相应的政策出台。所以, 未来经济基本面走弱的可能性仍旧存在, 我们对经济增长保持一种悲观的态度。

基于以上理由，2010 年央行将保持一个适度宽松的货币政策，债券市场流动性充足，这些都为市场利率维持在相对低位创造了条件，债券市场仍将处在震荡的环境当中。

另外在微观层面，新增的信用类债券存在信用违约风险与风险溢价不匹配的情况，这也让我们对信用类债券长期看好。

四、年度投资策略

综合分析明年债券市场的风险与机遇，我们推荐持有信用类与利率类品种的一个混合型债券组合。信用类债券将以战略性配置作为整体组合收益率的基础，利率类债券将以战术性配置来提高整体组合的收益率以及流动性。

对于信用类债券，我们逐一分析：

公司债券以及企业债券。我们认为国内的公司债券或者企业债券其发行主体潜在的违约风险相对较低，而其风险溢价相对较高。所以，长期来说，这类债券有相对更高的价值，非常适合进行战略性配置。在这里我们推荐主体评级 AA-以上，期限为 5 年或者 5+N 年，票面利率在 7.3% 以上品种作为长期主力买入品种。

中期票据。由于中期票据一般具有较高的信用评级，在进行回购操作时有优势，所以我们将其划归到利率类的操作模式，波段操作。在其发行利率不断上升的过程中，某些较低信用等级的 3 年期中期票据也是战略性配置的不错品种。

短期融资券。短融的优势在于其期限短，收益率较相同期限利率品种高，但是其流动性相对不足。明年债券市场短期利率波动将加大，所以除了必要的配置需求以外，不建议持有。

另外，对于浮动利率债券，我们认为以一年期定存为基准的品种其吸引力远远低于以 Shibor 为基准的品种。最主要的因素是，在经济增长后继无力的情况下央行有维持较低基准利率以刺激经济的可能性。

特别声明：

本报告版权归“国金证券固定收益部”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券固定收益部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。