

债券分析师

何欣, CFA

0755-82026833

hexin@cjis.cn

王纯

0755-82026837

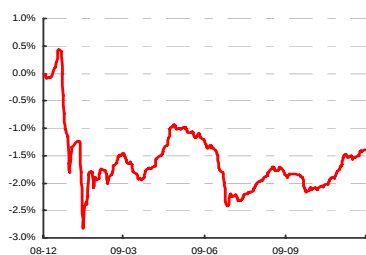
wangchun@cjis.cn

申俊华

0755-82026754

shenjunhua@cjis.cn

中债总财富指数近一年收益



银行间市场 10 年期国债收益率



相关报告

债券市场 2009 年 4 季度投资展望——树静而风不止

2009/10/12

债券市场 2009 年下半年投资展望——寒来暑往，秋收冬藏

2009/06/29

债券市场 2009 年投资展望——利率风险和信用风险的再平衡

2008/12/29

债券市场 2010 年投资展望

波段机会值得期待

投资要点:

➤ **宏观经济持续反弹，关注紧缩时点和力度**——2010 年所确定的 7.5 万亿的总体信贷规模十分宽松，加之 2010 年外需负向拉动力基本消失，经济保持快速增长具备较强可持续性。但我们更加关注由于商业银行信贷持续扩张可能带来的紧缩政策，预计采用数量政策和资本金约束的可能性高于利率政策，从而为利率市场带来波段性机会。

➤ **资金供求总体宽裕，尤其需关注资金流动性变化**——从 2010 年新增资金和债券供给的静态匡算来看，债券市场上总体资金供给仍可满足资金需求。在时点分布上，我们倾向于认为下半年资金供给趋于充裕，新增资金主要来自于外汇占款。

➤ **利率市场的波段性机会**——基于 2010 年较为及时的紧缩以及整体通胀压力不大的判断，利率市场存在波段性交易机会，建议投资人在年初继续保持较短久期，在一年期央票升至一年定存水平后，可将组合久期拉长至基准久期附近。

➤ **信用市场供给分析**——根据对发债人债券余额与其净资产相比匡算的结果来看，大部分债券发行人的债券发行尚未受到 40% 的发行红线约束，预计 2010 年信用债发行规模与 2009 年发行规模相当。

➤ **信用市场需求仍主要来自于商业银行**——尽管保险公司存在 2010 年保费增速回升、2009 年配置规模不足、投资限制放开等因素的推动，对信用债需求较 09 年回升，但从实际可用资金规模统计，保险资金尚难以成为信用市场配置的绝对主力，商业银行仍然是信用市场的主要需求方。

➤ **信用市场的两个投资时点**——我们认为信用品种的投资难以贯穿全年，商业银行的资本金较为宽松的时点在 1 季度和 4 季度，信用市场较好的投资机会亦在这两个时段。在信用品种上，基于新巴塞尔协议即将执行，我们推荐在 4 季度更多投资中高评级信用债。

➤ **可能存在的风险**——我们对全年利率市场存在波段性机会的判断是基于货币当局能够在上半年进行提前和适度调控，若央行放任商业银行进行信贷扩张而无所作为，甚至是作为不够，则可能在下半年来助长通胀上行，由是，则利率市场全年无机会，信用市场风险可能逐渐加大，投资人宜对利率、信用市场保持谨慎。

2009 年极度宽松的货币政策和良好的经济基本面使中国经济增长呈现 V 字反转形态，债券市场更受到通胀预期和经济反弹的影响，持续下跌，国债收益率曲线平均上扬近 80BP，利率市场波段操作难度加大，而信用市场则因市场分割、新股申购、资本充足率监管以及定价乱象导致信用利差大幅波动。2010 年是经济持续增长的一年，我们预计债券市场可能会在估值、增长、通胀以及宏观调控等多方力量的较量中获得波段性的机会。

1 宏观经济——政策转向更值得关注

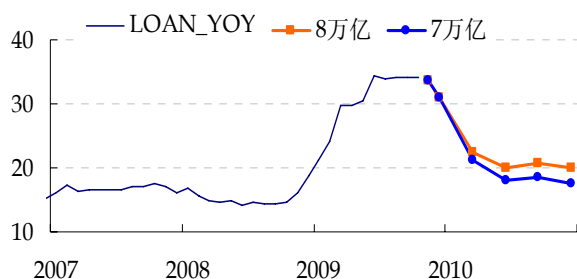
1.1 经济持续反弹无悬念

2009 年极度宽松的货币政策推动贷款和货币增速达到 2000 年以来的最高水平，宏观经济也因此进入较快的增长轨道。根据中央经济工作会议所传递的信息来看，2010 年信贷总体新增规模将达到 7.5 万亿，预计推动货币和信贷的增速分别为 18% 和 17.5%（图 1）。

由于有相对宽松的货币条件，将能够推动经济继续保持较快增长。一方面是固定资产投资全年仍将保持较高增速，因占固定资产投资半壁江山的制造业投资和房地产投资（图 2）都将有较快增长：其中制造业投资与工业企业利润增速有较强的相关性（图 3），预计 2010 年制造业利润将保持 25~30% 的增长，进而推动制造业投资保持较高增速；而房地产投资增速与开发贷款增速亦有较高的相关度（图 4），17~18% 信贷增速对房地产全年的增长也有较高的支撑作用。此外，我们根据中国的投入产出表匡算出的投资时滞因子还显示，始于 2008 年四季度的积极财政政策对 GDP 的拉动效应将在 2010 年集中显现（图 5）。

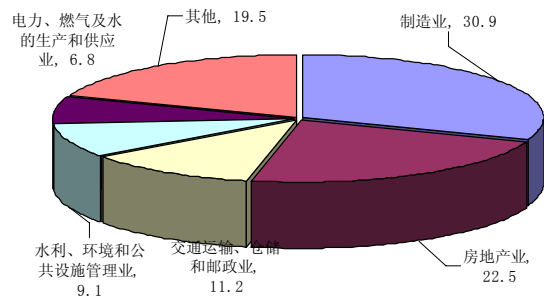
更关键的是，2009 年大幅推低经济增长的外需增速在 2010 年亦将明显改善，若 2010 年出口全年增速反弹至 10~15% 之间，进口增速保持在 15% 左右的情况下，预计贸易顺差将对 GDP 的影响在 0 附近，从而使得包括消费和投资在内的内需即便是略下降，亦可保证 GDP 全年超过 10% 的增长（图 6）。

图 1：对 2010 年逐季信贷增速预测



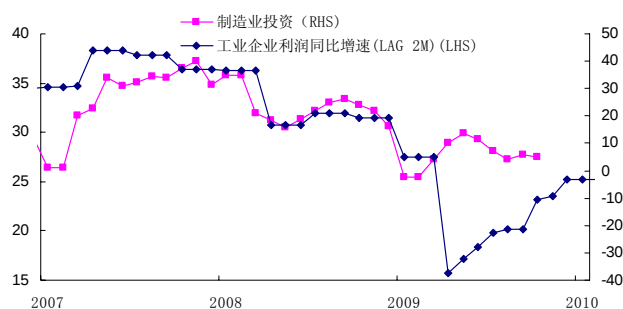
数据来源：WIND, 中投证券研究所

图 2：制造业和房地产投资占总投资半壁江山



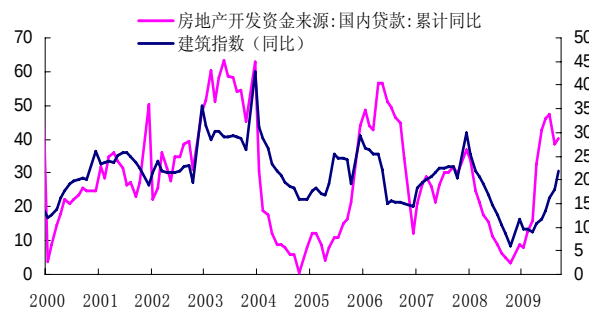
数据来源：WIND, 中投证券研究所

图 3： 制造业投资与工业企业利润增速较一致



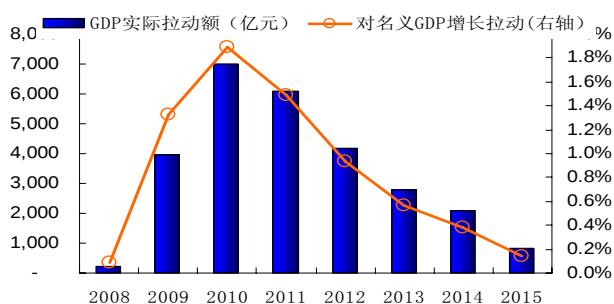
数据来源：WIND, 中投证券研究所

图 4： 房地产投资与信贷增速相关度较强



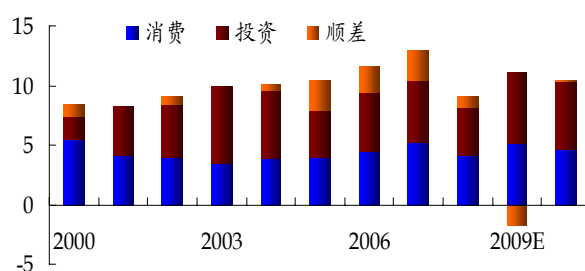
数据来源：WIND，中投证券研究所

图 5： 积极财政政策 2010 年对经济的拉动效应最强



数据来源：中投证券研究所

图 6： 2010 年外需的负面影响消失



数据来源：WIND，中投证券研究所

1.2 通胀未见明显失控迹象

根据历年数据考察 GDP 产出情况，并按照 2010 年 10% 的投资增速测算，发现即便是 2010 年 GDP 按照 10% 的实际增速匡算，当年的产出缺口也仅有 0.1% 左右（图 7），在中国市场菲利普斯曲线斜率为正的假设下，这个产出缺口水平难以形成较大的通胀压力。

基于供给方面因素所形成的通胀压力仍然为多数投资人所关注。本文重点考察普遍关心的粮食和大宗商品的情况。我们曾经在 2009 年四季度策略报告中讨论了粮食的生产、消费与库存情况¹，目前看，该数据并未发生重大变化，即目前粮食库存是 2005 年以来的最高水平（图 8），且大类粮食的库存消费比（图 9）仍然高于国际警戒线水平。

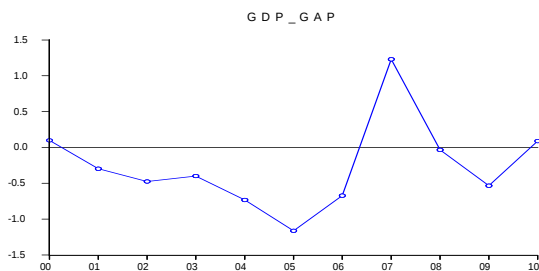
此外，从主要发达国家制造业（或工业）的产能利用率情况来看，美国和欧洲的产能利用率是近 20 年来的最低水平（图 10），较最高水平低 15~20% 左右，而日本的产能利用率亦是 03 年以来的最低水平（图 11）。中国尽管在 09 年的上半年大幅度提高了大宗商品（包括能源和有色金属）的进口规模，但是从 10~11 月的进口情况来看，该指标已经开始回落至过去 12 个月的平均水平（图 12），且我们预计上半年大宗商品大规模进口应与国内外较高的价格差、国内信贷极度宽松的背景有关，而与实体经济需求相关度不高。如是，2010 年

¹ 详细分析见《债券市场 2009 年 4 季度投资展望——树静而风不止》2009-10-12

全球较低的工业生产和大宗商品较高的供给能力，难以促成推升大宗商品价格大幅上涨的局面。

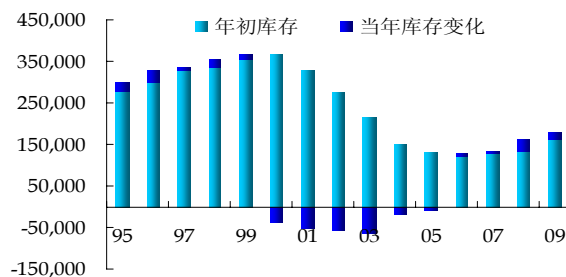
更关键的是，基于我们认为货币政策可能在 2010 年从宽松转为中性偏紧，预计 2010 年全年发生超过 4% 以上通胀水平的概率不大。

图 7: 尚未见 2010 年有大幅的正向产出缺口



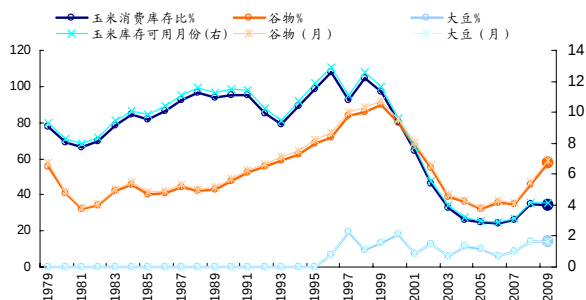
数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 8: 粮食的绝对库存水平为 05 年以来的最高



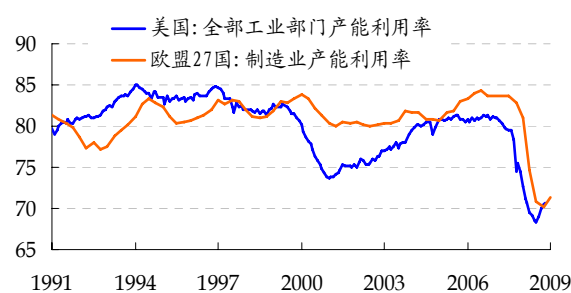
数据来源: USDA, 中投证券研究所

图 9: 大类粮食库消比仍高于国际警戒线水平



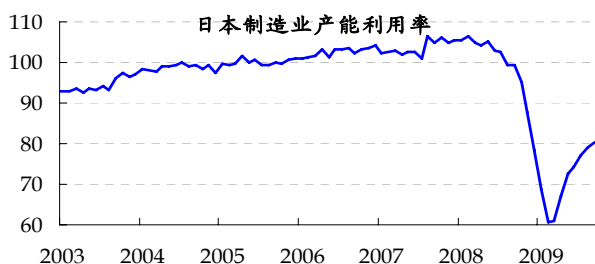
数据来源: USDA, 中投证券研究所

图 10: 欧美经济的产能利用率 20 年来最低



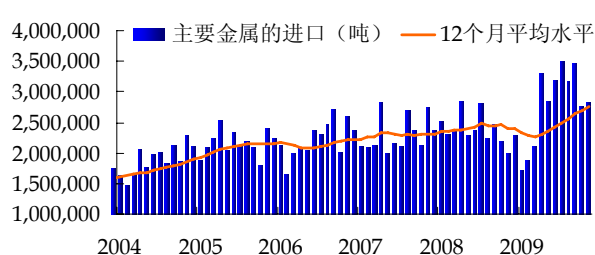
数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 11: 日本产能利用率亦如是



数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 12: 中国的投机性需求在下降



数据来源: WIND, 中投证券研究所

1.3 值得关注的流动性主线

2010 年更值得关注的是由于国际金融市场和实体经济的复苏，导致全球资金流动又开始活跃，人民币升值压力卷土重来（图 13），人民币相对美元一年

期的超额收益水平已经从 08 年底的零上升至近期的 7% 左右。此外，我们还发现，人民银行所公布的外币贷款同比增速与短期资金流入规模历史相关度极高，近期也呈现快速上涨的走势（图 14），或者可以认为截止 09 年底外汇占款上升压力再度增强。

2010 年的外汇占款上升的规模可能进一步增多，这主要是基于美联储可能会在未来相当长的一段时间保持较低利率水平和人民币相对美元存在持续升值压力所致。

在美元利率方面，尽管美国经济可能在 2010 年出现较为强劲的增长，但是其产出的绝对规模最早可能要到 2010 年底，才能达到危机前的水平，实际产出与潜在水平接轨可能还需要两年、甚至更长的时间。按照泰勒规则所匡算的美联储联邦基金利率水平在 2010 年全年都是负值（图 15），主要是失业率水平在 2010 年全年仍将维持在 9% 以上的高位，而核心通胀压力未见明显上升。这就在很大程度上推迟了美联储加息的时间，并抑制其加息空间。

此外，美国在 2010 年可能相对发达国家主要货币——包括欧元和日元——出现升值，但是由于中国汇率自 08 年底就开始重回盯住美元政策，人民币相对美元的升值压力并未完全释放。从过往数年的经验来看，通过 NDF 显现出来的人民币升值预期与中美两国的经济增长率之差有较强的相关度（图 16）——只有在 2009 年是个例外。而在 2010 年，中国相对美国强劲的经济增长可能会进一步加剧人民币的升值预期和升值压力。

于是，较低的美元利率、强烈的人民币加息预期和一定水平的人民币升值预期，可能会在一定程度上再度引领短期资金流入中国。

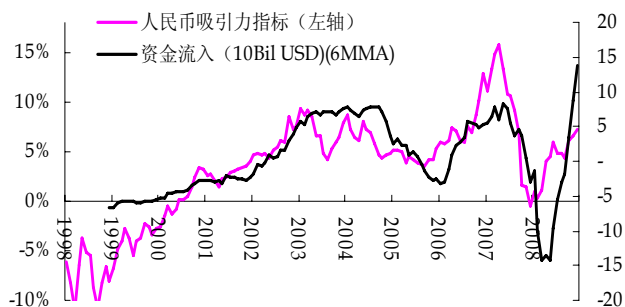
当然，我们仍需等待外围实体经济的复苏，因外汇占款绝对水平仍受世界经济增速低迷的影响保持较低水平。从 2009 年上半年国际收支平衡表中看到，与国外直接投资和贸易信贷直接相关的直接投资以及其他投资顺差在 2009 年上半年规模是在减少的（图 17），而从 OECD 领先指标来看，外围经济可能在未来 6-12 个月才有可能明显好转（图 18）。

此外，关于美元加息可能引起的新兴市场回笼的讨论对中国目前的情况似乎并不适用，因中国目前实际采取的是较为严格的资本管制²（图 19），通过资本市场进行套利的资金难以进入国内，较为明显的例证是 2009 年上半年新兴亚洲国家的 WFII 资金大量流入，香港资金流入规模增速尤甚，而同期具备更佳基本面的中国却未见到明显的资金流入，外汇占款增速为近三年来的最低水平（图 20）。故而美国利率的小幅上升难以形成对中国外汇占款的根本性冲击。

于是，我们预计，2010 年早则二季度，晚则下半年将会出现规模较为庞大的外汇占款流入的情形。

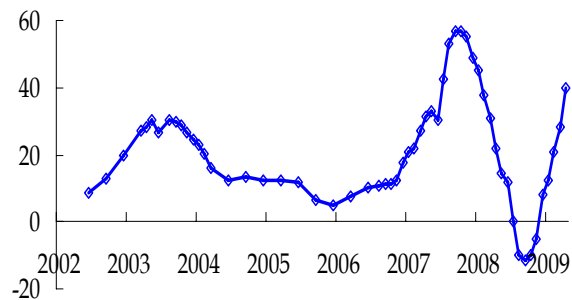
² 对人民币实施的有效资本管制论述见《债券市场 2009 年下半年投资展望——寒来暑往，秋收冬藏（中投证券_何欣_王纯_申俊华）》2009-6-30

图 13: 人民币吸引力再度上升



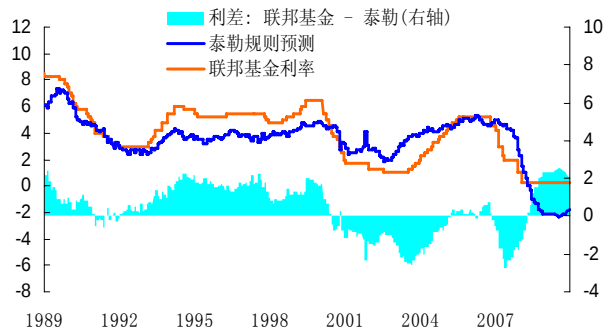
数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 14: 外币信贷增速与套利行为息息相关



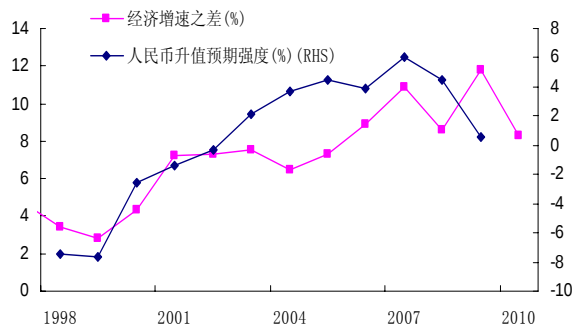
数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 15: 基于泰勒规则的美元利率维持低位



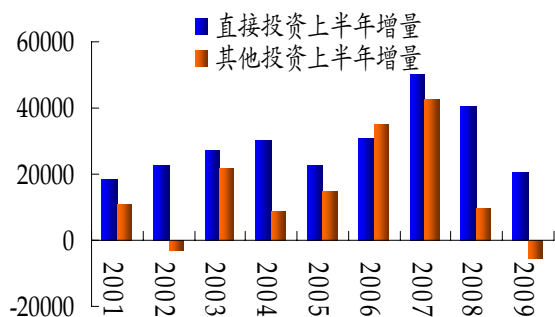
数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 16: 美元汇率相比人民币有贬值压力



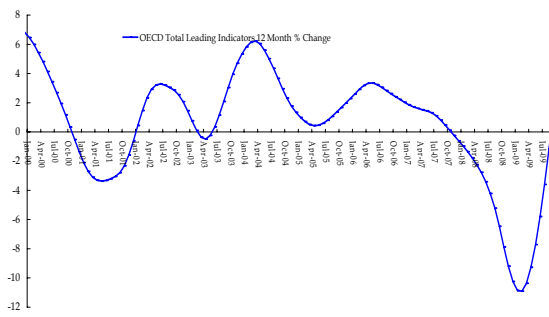
数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 17: BBOP 中与实体经济相关的顺差有待回升



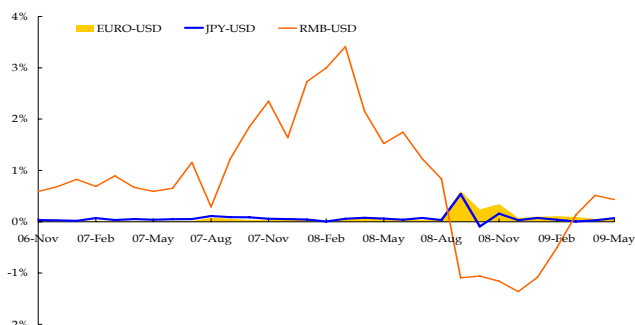
数据来源: CEIC, 中投证券研究所

图 18: OECD 领先指标显示外围经济回升有待时日



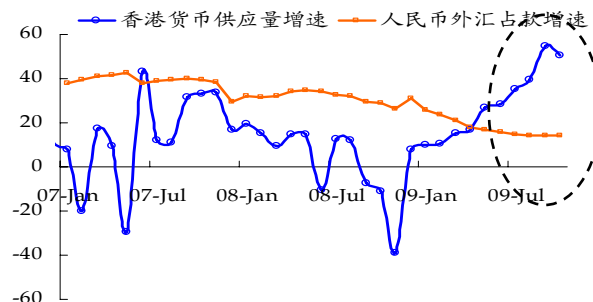
数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 19: 中国实施严格的资本管制



数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

图 20: 2009 年上半年香港资金泛滥却未惠及内地



数据来源: BLOOMBERG, 中投证券研究所

2 紧缩是大概率，时点更关键

出于对 2010 年全年经济增长乐观判断，我们预计国内货币政策已经并应当进一步从宽松走向中性，并略微紧缩。我们对 2010 年紧缩手段的判断与此前并无更大变化，即数量手段优于利率手段（图 21，图 22），央行公开市场操作优于存款准备金率政策，我们甚至不排除央行在 2010 年重启三年期央票的发行。

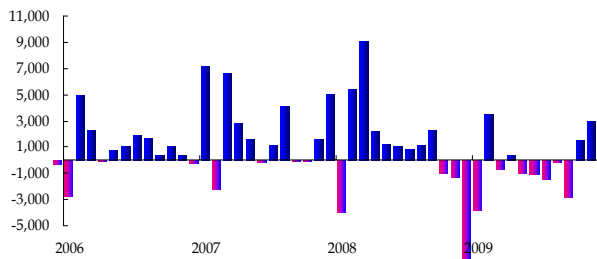
但需要提请投资人关注的是，2010 年紧缩政策的新变化在于基于资本充足率更为严厉和动态的监管可能使货币当局的数量调控更为有效。

从调控时点来看，我们更倾向于货币和监管当局在 1-2 季度之间即采取调控。主要理由是，基于商业银行信贷强烈季节性的特点，一季度可能是 2010 年全年的信贷高峰。由于企业盈利能力快速回升，微观基本面逐渐好转，推动商业银行信贷投放开始从行政项目转向民间企业；加上对宏观紧缩事件确定性而时点、手段不确定的预期下，商业银行与监管的赛跑的可能更大。此外，2009 年下半年商业银行还可能有一部分信贷累积至 2010 年进行投放，也会进一步推升 2010 年年初的信贷规模。故而，若不在此时点进行有效控制，可能会因调控时间过晚、力度不足而导致通胀快速攀升。

其次，即便是 2010 年一季度环比保持在 9-10% 的较低水平，也能够推升当季 GDP 同比升至两位数的水平（图 23），并伴随工业增加值同比增速上升至 20%，这无疑会使整个舆论界对宏观经济的运行基调从适中向“过热”偏移，并形成良好的宏观紧缩“环境”。

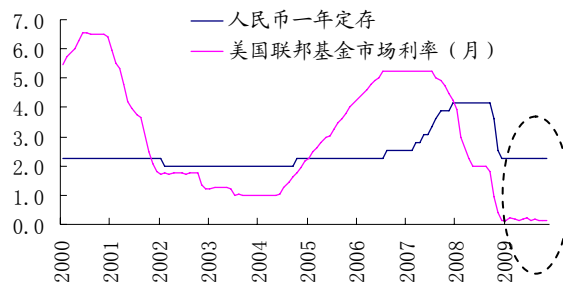
第三，从单纯的利率水平来看，若未来一年通胀水平保持在 2.5~3%，目前短期利率水平仍然偏低，存在进一步提升的空间。

图 21: 央行公开市场操作已然开始紧缩



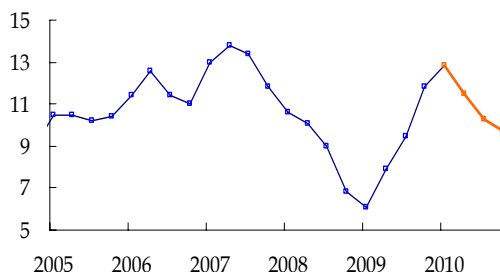
数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 22: 人民币利率调升仍受外汇市场汇率影响



数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 23: 预计 2010 年一季度 GDP 同比至峰值



数据来源: WIND, 中投证券研究所

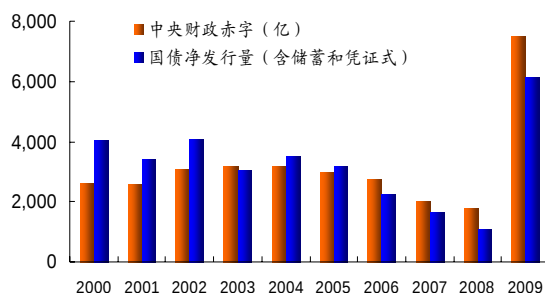
3 资金供求——静态资金供求并不紧张

3.1 国债与地方政府债发行规模——16500~17500 亿

2009 年为刺激经济迅速走出衰退, 决策当局实施积极财政政策, 推动财政赤字攀升至历年来最高值。在财政货币双宽松的政策作用下, 经济企稳回升, 09 年年底召开的中央经济工作会议在具体工作部署中已经出现“严控新上项目”的字样, 因此我们预计 2010 年宽财政政策的刺激力度将明显低于 2009 年。

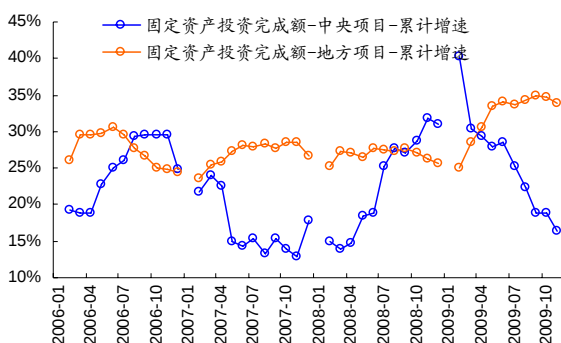
由于国债净发行规模多由中央财政赤字水平决定 (图 24), 2010 年在政府支出增速减缓、中央投资主要以完成在建项目为主的背景下, 预计固定资产投资中央项目完成额累计增速将保持在 15~16% 的水平, 略低于 2009 年增速 (图 25)。根据近年来中央投资累计完成额与中央财政支出的比例 (图 26), 匡算出 2010 年中央财政支出规模在 5 万亿左右。

图 24: 国债净发行规模由中央财政赤字水平决定



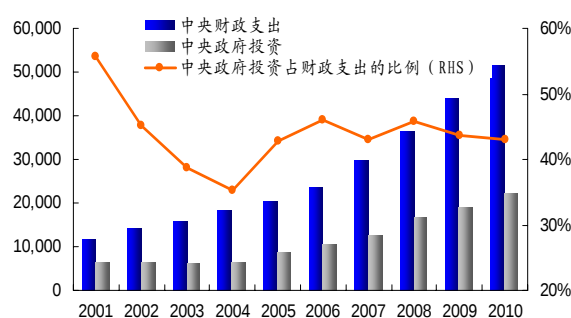
数据来源: CEIC, WIND, 中投证券研究所

图 25: 固定资产投资中央完成项目增速下滑



数据来源: CEIC, 中投证券研究所

图 26: 近年来中央投资占财政支出的比例较稳定



数据来源: CEIC, 中投证券研究所

中央经济工作会议中对 2010 年财政工作要求“加强税收征管和非税收入管理”，预计 2010 年财政收入的管理将更为严格，以企业增值税、所得税为代表的主要税种税收收入将明显提高，非税收入征收力度也将加大，总体看中央财政收入增速将明显加快。

2010 年总产出稳步增长、工业品出厂价格稳步回升，以工业增加值为税基计算的增值税增速预计将达 25% 左右，推升中央税收收入增长约 10% (图 27)。2010 年企业盈利水平会持续回升，加上 09 年的低基数效应，估计 2010 年企业所得税全年累计增速可能维持在 25% 左右，推动中央税收收入增长约 5% (图 28)。

在 09 年各项税种中唯一大幅攀升的是消费税，前 11 月累计同比增速高达 86.7%，已高出预算增速，预计全年增速将超 90%，这主要归功于成品油税费改革增收、烟产品消费税率提高以及烟、酒、汽车销售额的增加。我们预计 2010 年消费税增速将恢复正常，但由于 2010 年消费拉动仍将作为经济结构调整的重头戏，预计消费税增速仍高于以往水平，约在 20% 附近，以 15% 的比例匡算，预计拉动中央税收收入增长 3%。

整体匡算中央税收收入增速大约在 20~22% 左右，预计 2010 年中央税收收入大致为 4.0 万亿左右。

09 年以来财政部加大了非税收入的征缴力度，部分弥补了财政收入中税收收入的不足，前 11 个月，非税收入累计增速 27%，已经高于 20% 的预算增速，

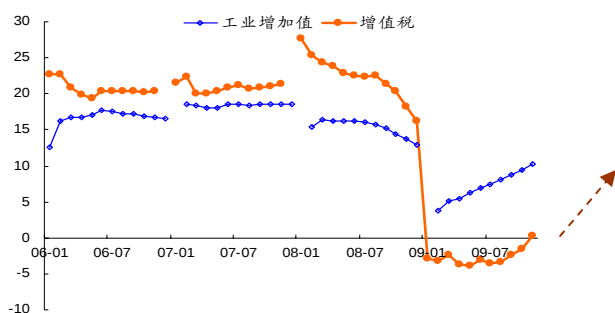
预计全年增速约 30%(图 29)。2010 年非税收收入的增速估计与今年基本持平,以 30%的增速匡算 2010 年非税收入近 2900 亿。

两厢合计,我们预计 2010 年中央财政预算内收入约在 4.3 万亿左右,预算赤字缺口大致在 7000~8000 亿,相应增加的国债净发行规模即为 7000~8000 亿,考虑到 2010 年将有约 7000(不含储蓄和凭证式)~9000(包含储蓄和凭证式)亿左右的国债到期,因此预计国债总发行量在 15000~16000 亿左右。

至于国债发行的期限结构,可能会因 2010 年宏观经济工作重心转移至“调结构”而增加中短期债券的发行规模,因此未来中短期国债的供应量或将出现较大增幅(图 30),从这个角度将,国债收益率中短端亦将面临上行压力。

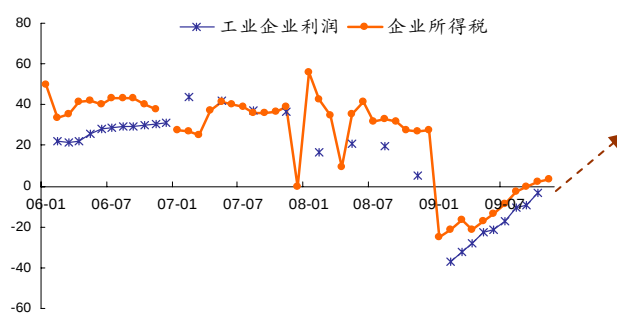
对于地方政府债,我们预计 2010 年地方政府投资增速将较 09 年有所放缓(图 25),相应的地方政府债券发行量可能会较 09 年略有减少,大概在 1500 亿左右。

图 27: 增值税同比累计增速预计在 25%附近



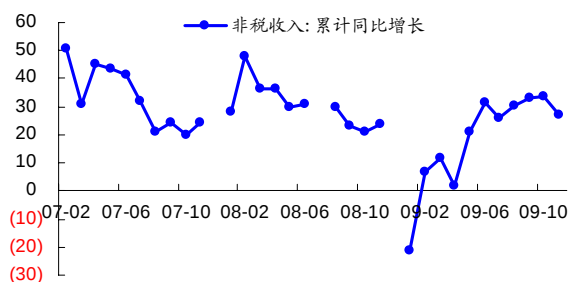
数据来源: CEIC,中投证券研究所

图 28: 企业所得税 25%增速的可能性依然较高



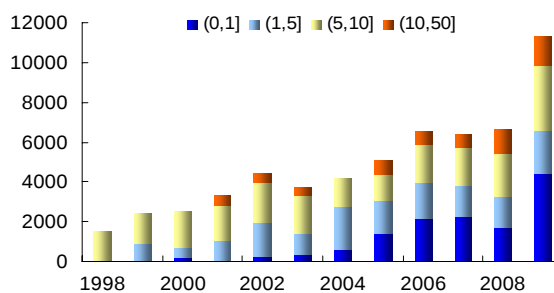
数据来源: CEIC,中投证券研究所

图 29: 09 年非税收入占比上升



数据来源: CEIC, 中投证券研究所

图 30: 历年国债发行期限结构



数据来源: 北方之星, 中投证券研究所

3.2 金融债（含次级债）——13500~15000 亿

截至 11 月底三大政策性银行已发行债券超万亿,若按 2009 年年初的发行计划,预计全年发债规模将达 11500 亿。其中,农发行和进出口行债券发行量均创历史新高,虽然国开行发行计划有 6100 亿债券发行,但其中包含了已经发行的 400 亿次级债,故实际国开政策性银行债发行规模不过 5700 亿,低于 07~08 年水平。

考虑到 2010 年是国开行转型后债券风险零权重的最后一年，预计国开行本身更愿意以较低的成本筹措更多资金，况且商业化改革后的国开行短期内并不能够完全复制普通商业银行的运作模式，未来 2-3 年间，可能仍然主要以通过债券发行作为主要的资金来源。因此 2010 年债券发行规模仍将小幅增长，预计总体规模在 6000~6500 亿左右。

但从 2009 年以来国开债的招标情况来看，投资者已经将国开债和其他政策性银行债做了区别处理，预计随着国开行债信期限的到来，国开债利差会出现更大的波动，投资者也会要求更高的风险溢价。为保证债券的顺利发行，我们预计国开行可能会通过提高发行利率、数量型招标的方式进行融资，而浮息债的发行比例也将提高，不排除为进行资产扩张而以增加次级债的发行。

我们预计 2010 年进出口行债券发行将在 2000~2500 亿左右，而农业发展银行发债量不会低于 4500 亿。总的来看，三大政策性银行债券发行合计大致在 12500~13500 亿左右。

次级债方面：虽然银监局要求商业银行将次级债进行新老划断从资本中扣减，对次级债发行有一定的影响；但近期关于商业银行资本充足率提高 11%（大银行）和 10%（中小银行）的传闻，又使得商业银行不得不再次启用次级债来补充附属资本，因此我们预计 2010 年次级债发行量虽不如 09 年迅猛，但也有约 1000~1500 亿的规模。

表 1：三大政策性银行历年发行计划与 2010 年发行预测

发行人	2006	2007	2008	2009	2010
国家开发银行	5500	7900	5800	6100	6000~6500
中国进出口银行	910	1630	1770	-	2000~2500
农业发展银行	2000	2500	2600	3500	4500~5000
合计	8410	12030	10170	11400	12500~14000

数据来源：CHINABOND，中投证券研究所

3.3 2010 年信用市场供给情况——40% 的红线尚未形成明显制约

伴随 2009 年信用产品的大规模发行，《证券法》所规定的“公司累计债券余额不得超过净资产的 40%”的红线约束也开始浮出水面，部分信用发行人的债券发行额度逐渐接近其发行天花板。这是关系到未来信用发行人能否继续借助直接融资的关键，也是信用市场规模能否持续扩张的关键。

我们对截止 2009 年 12 月 8 日所有信用债发行人的累计债券余额，与最近一期财务报表中包含少数股东权益净资产（财务报表最早为 2008 年年底，大部分为 09 年 3 季度报）进行比较，以（债券余额/净资产）超过 35% 作为未来难以继续融资的上限。在剔除未公布相关时点净资产数据的债券（多数为城投企业债）之后，我们看到在不考虑短融余额的情况下，大约仅有占存量信用债 4.2% 的发行人其未偿付债券余额超过净资产 35%，超过 30% 的比率大约为 27.8%，也有大约 0.93% 的发行已超越 40% 的发行限额；即使在考虑短融的情况下，目前债券余额比率超过 35% 的公司也仅有 9.7%，显示逼近这一融资限额企业的比例并不高（表 2）。仅有少量公司累计债券余额不符合净资产 40%

的规定（表 3）。

另外对已发行债券公司未来可发行额度进行压力测试，发现若按照债券余额不超过 40% 的规定，已发债公司 2010 年仍可通过债券市场发行大约 3.17 万亿的债券，或者说，目前 40% 的余额约束并未对信用债市场扩容形成明显制约。

表 2：存量债券占净资产比率

	不包含短融		包含短融	
	金额	比率	金额	比率
有净资产数据的债券	20125	95.10%	24516	95.81%
超过 30% 的债券	5597	27.81%	8726	35.59%
超过 35% 的债券	849	4.22%	2378	9.70%
超过 40% 的债券	187	0.93%	871	3.55%
	净资产	已发债	可融债	
可融资额度	140696	24516	31762	

数据来源：CHINABOND，中投证券研究所

表 3：存量债券占比超限案例

案例一				
	中期票据	短融	信用债总额	
发行额	85	30	115	
占净资产比率	31%	11%	42%	
占母公司净资产比率	55%	19%	75%	
案例二				
	中期票据	公司债	短融	债券总额
发行额	40	100	100	240
占净资产比率	8%	21%	21%	51%
占母公司净资产比率	10%	25%	25%	60%

数据来源：WIND，中投证券研究所

注：本表所使用净资产为 2009 年三季度公告数据

● 主要发行人 2010 年供给状况

由于信用债市场中大型发债主体往往占据市场较高份额，因此其投资计划、发行限额也成为影响明年债券发行量的重要因素（图 31、图 32）。我们着重考察电网公司、铁道部、石化等重点企业 2010 年的发行规模。

我们根据国家电网、南方电网及铁道部近几年的投资规划，测算出其发行的限额，综合 2009 年的长债规模，预计国网 2010 年发债规模为 900 亿元，铁道部 1600 亿元，南方电网 250 亿，石化巨头 1500 亿元，整体发行量较 09 年略有上升（表 4）。

五大公司中国家电网、铁道债受 40% 的限额影响较大，而南方电网和石化双雄的影响较小，但由于国家电网、铁道部这两年处于投资的高峰期，我们难以判断其净资产规模，因此对限额的估计可能存在一定偏差；中石油、中石化今年的巨额融资主要用于海外收购，我们尚难以确定明年两巨头的投资计划，

但由于海外收购的后续资金压力较大，预计 2010 年两家公司发债规模较 09 年略有上升。

表 4: 大型发债人 2010 年债券发行情况预测

国网 2010 年债券发行情况				
投资增速与净资产	2007	2008	2009E	2010E
投资额	2254	2475	2500	2700
增速	19.1%	9.8%	1%	8%
净资产	5427	6071	6200	6820
增速	14.6%	11.9%	2.1%	10%
预计 2010 年信用债发行限额（亿）				983
2010 年发行预测	合计	企业债	中票	
预计发行	900	400	500	

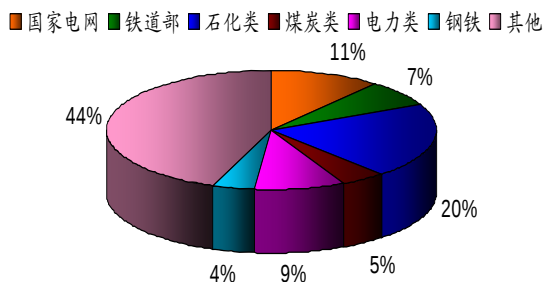
铁道部 2010 年债券发行情况				
投资增速与净资产	2007	2008	2009E	2010E
投资额	1772	3300	6100	7100
增速	14.2%	86.2%	84.8%	16.4%
净资产	8935	9869	11500	13800
增速	27.9%	10.5%	16.5%	20%
预计 2010 年信用债发行限额（亿）				1990
2010 年发行预测	合计	企业债	中票	
预计发行	1600	1000	600	

南方电网 2010 年债券发行情况				
投资增速与净资产	2007	2008	2009E	2010E
投资额	419	490	880	900
增速	12.3%	16.9%	79.6%	2.3%
净资产	1300	1420	1450	1595
增速	12.5%	9.2%	2.1%	10%
预计 2010 年信用债发行限额（亿）				428
2010 年发行预测	合计	企业债	中票	
预计发行	250	100	150	

石化类公司 2010 年债券发行情况			
投资增速与净资产	余额	净资产	限额
中石油集团	870	13761	4634
中石油股份	485	8816	3041
中石化股份	885	5314	1241
预计 2010 年信用债发行限额（亿）			8916
2010 年发行预测	合计	企业债	中票
中石油	1100		1100
中石化	400		400

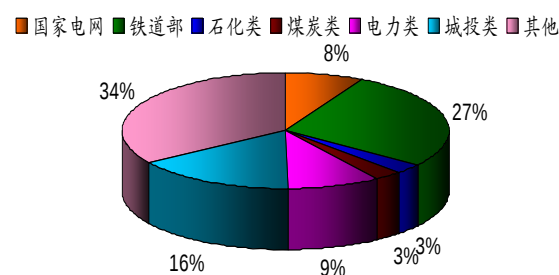
数据来源：中投证券研究所

图 31: 中票发行人行业分布



数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 32: 企业债发行人行业分布



数据来源: WIND, 中投证券研究所

● 中短期票据供给

中票市场在经历 2009 年爆发式增长之后, 预计 2010 年融资规模增速从 2009 年 270% 的增速回落至 20~30%。从 2009 年中票主要发行人来看, 国家电网、铁道部、中石油、中石化四家公司的发行量就已占据中票发行量的 40% 以上。预计 2010 年中票收益率相对贷款仍有优势, 四家公司 2010 年的发行计划将达到 2500-3000 亿元。不过由于有超过 20% 的信用债发行人——主要是中票发行人——将难以再通过信用市场融资, 中期票据市场的增长及其发行规模逐步稳定, 预计 2010 年全年的发行规模可能会在 5000-6000 亿之间。

短融市场的参与主体基本已经稳定, 发债人多通过滚动发行获取稳定的流动资金, 发行量也较为稳定。我们预计 2010 年发行量将与今年持平, 全年将发行 4500-5000 亿元。

● 企业债供给

2009 年也是企业债飞速发展的一年, 当年企业债呈现了三个特点, 第一是担保主体多元化, 自 08 年银监会限制银行为债券担保后, 企业债的担保就呈现了多样化的趋势, 土地担保、股权担保、互保等手段层出不穷; 第二, 附权债券增多, 因为企业债大多为 5 年以上, 发行期限较长, 融资成本也相对较高, 因此多支债券附有提前回售条款; 第三, 发行主体变化, 由国有企业为主转向为城投公司为主。

从行业分布来看, 企业债中城投公司占比达到 09 年发行总额的 40% 左右, 另有 26% 为铁道债, 5% 为电网公司。09 年城投债的发行备受争议, 多次传出发改委将对城投债的发行进行规范或是提高发行门槛, 我们认为 2010 年城投债的发行规模将有所节制, 预计城投债发行量 250 亿元左右; 电网、铁道债、石化的发行额将达到 1500-2000 亿元。企业债的发行额将达到 3500-4500 亿元。

● 公司债供给

从目前公司债的发行预案来看, 目前已过会的公司债存量仅有 944 亿元, 股东大会通过的有 714 亿, 董事会通过的预案仅有 74 亿元, 潜在发行总量约为 1700 亿元。考虑到交易所信用债发行频率和规模难以掌握, 预计中石油、中石化、大秦铁路三家 635 亿元的发行预案难以实现, 剩余发行量约为 1100 亿元, 因而我们预计明年公司债市场全年发行量约为 1000-1200 亿元。

● 信用债供给合计

综上可大致匡算出 2010 年信用市场发行规模约为 14000-16500 亿元(表 5), 较 09 年的总量略有上升。全年增量较 09 年略有下降。

表 5: 信用债发行预测

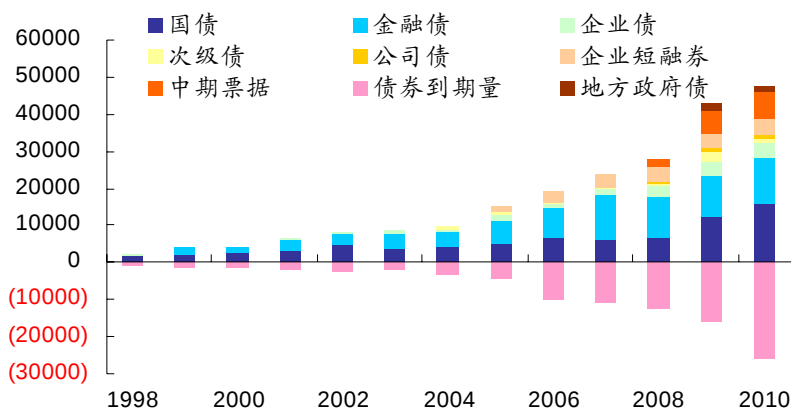
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	预计 2009 年	预计 2010 年
企业债	995	1,709	2,367	3,776	3800	3500-4500
公司债		112	288	631	700	1000-1200
短期融资券	2920	3349	4339	4323	4500	4500-5000
中期票据			1737	6454	6500	5000-6000
可分离转债存债	99	189	633	30	30	0
合计	4014	5359	9363	15214	15530	14000-16500

数据来源: 中投证券研究所

3.4 债券净供给——18000~23000 亿

综合测算 2010 年债券总供给约为 44000~49000 亿, 而 2010 年债券到期量较大, 约为 26000 亿左右(不含央票), 因此债券净供给量约为 18000~23000 亿元(图 33), 小于 2009 年债券净供给规模, 但依然高于 2008 年之前的净供给量。

图 33: 2010 年各品种债券发行量预测



数据来源: 北方之星, 中投证券研究所

3.5 资金总供求——8.8~10.3 万亿 VS 12~13.2 万亿

综上, 以债券发行总规模匡算的资金净需求在 1.8~2.3 万亿之间, 加上我们此前预计 2010 年新增信贷规模大致在 7~8 万。2010 年债券净供给和新增信贷两厢合计所需的资金总量约在 8.8~10.3 万亿。

此外, 根据我们对外汇占款新增规模在 2010 年总体将上升的判断, 我们预计 2010 年新增外汇占款规模大约为 3 万亿, 月均外汇占款增量大约为 2500 亿左右, 以 4~4.4 倍货币乘数考虑, 总体资金新增规模大约为 12~13.2 万亿。

静态匡算资金供求规模并不紧张。

4 利率策略——具备操作空间的波段性机会

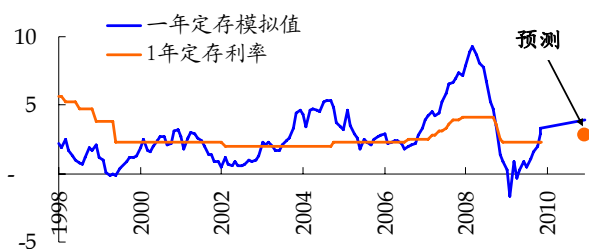
4.1 对收益率曲线变化的判断

我们对 2010 年收益率曲线的预测与此前并无更大变化，收益率曲线平坦化仍然是 2010 年国债收益率曲线的主要变化方式（表 6）。而推动这一变化的主要动力来自于央行在 2010 年货币政策由宽松转向中性偏紧。

我们使用一年定存利率与通胀和产出数据进行回归，获得一年定存利率的模拟值，若 2010 年通胀水平为 2.5%，工业增加值的产出缺口为 2%，则一年定存的模拟值为 4% 左右。而根据历史误差进行调整后，我们预计一年定存的合理水平大约在 2.79%（图 34）。或者说基准利率的上浮在 54BP 以内，我们预计央票利率水平的最高点可能与此水平相仿佛。

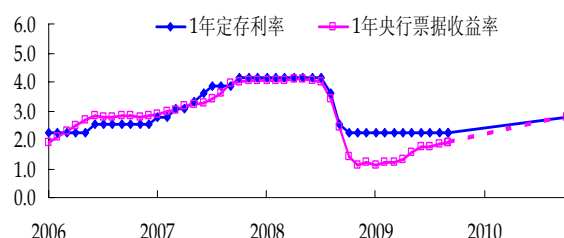
银行间 10 年期国债截至 12 月 21 日收盘收益率已经升至 3.63%，我们看到国债作为商业银行的配置品种，3.6% 的收益率已经与其贷款折算后的收益相当（图 36），而目前 10 年期金融债收益率亦已经超过 4%，进入保险公司进行长期资产配置收益范围（图 37）。在 2010 年通胀水平处于 2.5~3% 之间，央行加息幅度不大的假设情景下，我们预计 10 年期国债收益率亦会达到 3.8% 这一过往 5 年的平均水平。

图 34：根据模型估算出一一年定存走势



数据来源：WIND，中投证券研究所

图 35：一年期央票利率与一年定存取齐



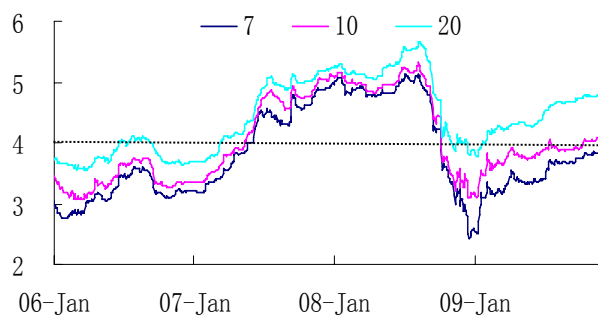
数据来源：WIND，中投证券研究所

图 36：中长期国债收益率接近贷款折后收益



数据来源：WIND，中投证券研究所

图 37：中长期金融债收益率与保险配置收益相近



数据来源：WIND，中投证券研究所

表 6: 对利率变动幅度的预测

	2009 年 (%)	2010 年末 (%)	变化幅度 (BP)
一年定存利率	2.25	2.79	54
一年期央票收益率	2.04	2.7	66
十年期国债收益率	3.6	3.8	20
十年期金融债收益率	4.06	4.3	24

数据来源: 中投证券研究所

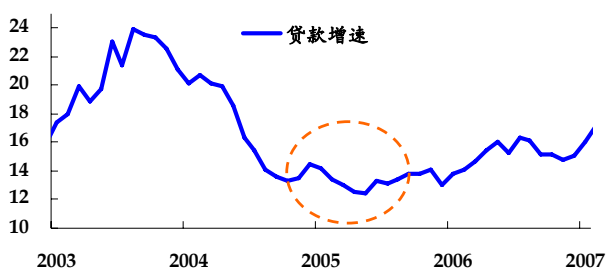
4.2 利率市场的波段操作——关注紧缩时点和紧缩手段

根据我们在上面对收益率曲线各个部分价值的判断, 若收益率能够达到我们预测的水平, 则债券市场基本上已经释放了 2010 年全年的估值风险。

推动利率市场出现波段机会的催化剂则可能是来自于银监会对商业银行资本充足率的监管。根据我们此前对商业银行执行 10% (中小银行) 和 11% (大型银行), 以及 2010 年信贷规模达到 7-8 万亿的匡算, 2010 年银行业需要融资的规模可能会达到 3000 亿左右³。在大规模补充资本金难以在短期实现的压力下, 我们不排除债券市场可能会出现波段性的行情。可供参考的是 2005 年前后, 商业银行为满足 8% 的最低资本要求, 除在当年大规模补充资本金外, 还大大降低了信贷增长速度(图 38), 并推动了利率市场收益率的下行(图 39)。

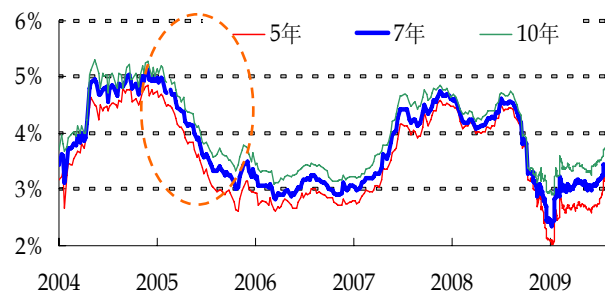
由于央行年初的紧缩政策即将推行, 我们建议投资人可在此之前保持较低的组合久期, 此后可将组合久期提高至基准水平, 以获得波段性的收益。

图 38: 2005 年信贷规模明显下滑



数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 39: 同期国债市场收益率下行明显



数据来源: CHINABOND, 北方之星, 中投证券研究所

5、信用策略——来自银行的资本困扰

5.1 资本充足率困扰信用市场

如同我们此前讨论资本充足率监管可能影响利率市场一样, 该监管可能会给信用市场带来一定负面影响, 因信用债投资与信贷发放同样有消耗资本金的

³ 详细报告见《债券市场每周评论 (2009-12-8) ——源自于审慎监管的波段机会》

作用。而面临资本充足率不足的商业银行可能会减少信用债的投资规模。

我们按最近三年商业银行在企业债和短融市场的投资比例测算 2010 年新发信用债对商业银行资本的消耗（图 40，图 41）。预计当年新增供给对风险资本金消耗为 660-780 亿元，若除去短融到期部分，明年新增信用债供给对风险资本金的消耗为 430-530 亿元（表 7）。

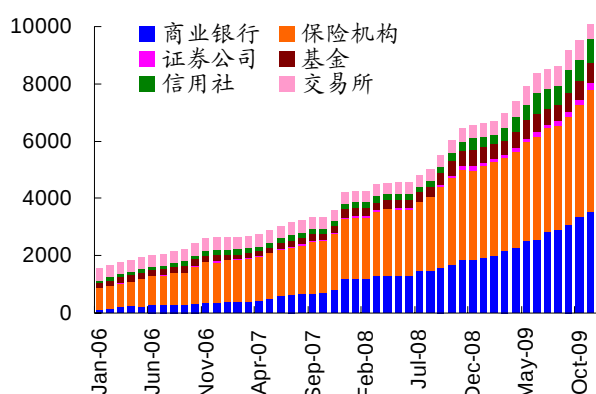
此外，2010 年末将有 7 家大型银行（中农工建交招和国开）将实行新的巴塞尔协议，协议对于风险资产权重的划分更为细致，主要是通过内部评级法确定不同信用风险的资产权重，其主旨是通过风险权重变化，抑制商业银行对风险资产的过度追逐，而面临资本金瓶颈的商业银行出于节约资本金的考虑，可能更倾向于投资中高评级的信用债。

表 7：商业银行资本消耗

	2009 年末 债券存量	其中：央 企公用企 业债占比	商业银 行持有比 率	银行消 耗风险 资金	2010 年央 企公用债 供应	其他信用 债供给	2010 年新 增资本消 耗
短融	4425	40.68%	63%	2221	1830-2000	2700-3000	0
中票	8346	48.69%	100%	6314	2500-3000	2500-3000	3750-4500
企债	10806	47.12%	22.6%	1867	1500-2000	2000-2500	600-800
公司债	1061	0.00%	0	0			
分离债	951	31.55%	0	0			
合计	25589			10402			4350-5300
消耗资本				1040			435-530

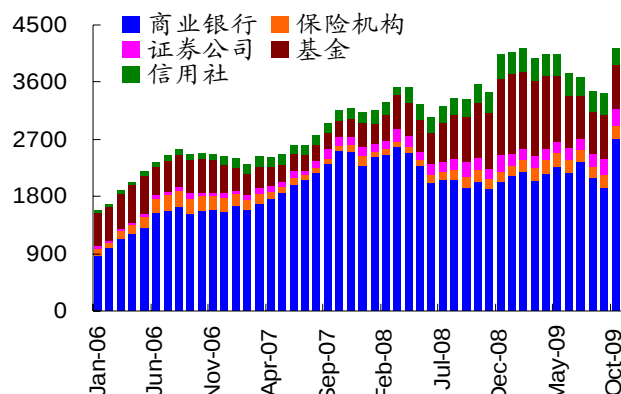
数据来源：中投证券研究所

图 40：企业债持有人结构



数据来源：CHINABOND，中投证券研究所

图 41：短融持有人结构



数据来源：CHINABOND，中投证券研究所

5.2 保险公司难以成为 2010 年信用债市场的支柱力量

保险公司曾经是信用市场的重要配置力量，2009 年保险公司大量的未配置资产似乎也为信用市场带来了较多的需求，然而经过匡算，我们认为保险公司难以成为信用市场的支柱力量。

我们匡算的主要假设是 2010 年保费收入增长 20%，以一定比例扣除管

理费用和赔付后，我们预计 2010 年保险公司新增资产达 7362 亿元，假设新增资产中用于债券投资的比例为 50%，则 2010 年新增债券投资需求为 3681 亿元，加上 09 年剩余的 2000 亿配置缺口，2010 年保险公司总体的债券配置需求将达到 5681 亿元；如果其中 40%配置信用债，则明年保险业的信用债配置需求大约为 2250 亿元（表 8）。

相比我们此前预测 2010 年信用债 10000 亿的净供给量，保险业新增需求占比不高，难以成为银行间信用债市场的绝对主力，或者说商业银行仍然是信用市场的重要投资力量。

表 8：保险机构信用债投资

	新增资产	新增债券 投资	实际配置	配置缺口	总体配置需求	信用债配 置需求
2009 年	6888	3500	1500	2000 (B)		
2010 年	7362	3681 (A)			5681 (A+B)	2250

数据来源：中投证券研究所

5.3 行业板块整体机会较少

09 年随着经济的复苏，行业出现逐步好转的迹象，整体复苏在 2010 年将越来越明显。

煤炭行业的整合大幕刚刚拉开，收购、兼并之后该行业内企业的现金流支出主要体现在技术改造方面，总体支出规模不大；钢铁行业将会温和复苏，成本与价格均会上涨，但整体盈利仍将小幅上涨；房地产行业企业的支出会增加，现金流最好时期也已经过去；电力行业收入同比增长速度会进一步加快，但煤炭成本将小幅上涨，未来供需相对较为平衡；有色行业的价格受货币因素影响较大，不同行业的主题也不尽相同；建筑行业是处于历史最好时期。

但是各主要发债行业的业绩好转并不意味着信用债行业板块会出现整体性机会。信用债市场整体行业机会取决于四个先决条件，其一是有足够的债券存量，使得投资人能够藉此获得较多的投资标的；其二是行业有明显的拐点出现，其三，行业内债券利差明显高于其他行业同信级别的债券利差；其四，行业板块集体上涨还需要有催化剂。目前来看，尚未有明显的行业满足这四方面条件。按照行业分类的板块性机会可能不多。

表 9：行业现状及前景

行业	现状及前景
煤炭	1、行业内整合大幕拉开，技术改造、收购兼并将影响现金流；2、下游需求上升，特别是发电量回升引发的需求回暖；3、整合对供给产生一定影响；4、全年平均价格仍将小幅上升
钢铁	1、下游需求拉动（房地产、基建），2010 年将温和复苏；2、供给增速将放缓，但绝对值增加；3、平均开工率维持于 85%的水平；4、价格小幅上涨、成本小幅上涨，行业盈利小幅上升
房地产	1、投资增速与 09 年基本持平，约为 25%；2、价、量博弈或将加剧；3、土地支出增加、现金流最好时期已过；4、对政策敏感性较强，可能会出现局部的和阶段性的流动性紧张
电力	1、09 年的低基数推动需求同比回升；2、用电小时触底回升；3、煤炭价格易涨难跌，成本小幅上涨；4、供给增长放缓，供需相对平衡

- | | |
|----|---|
| 公路 | 1、国内经济复苏，客、货运已基本启稳，上半年增速继续加快，下半年放缓；2、现有公司均面临一定的新建公路分流与协同效应，短期内协同大于分流；3、行业内公司压力不均，部分公司以新建公路为主，短期支出压力较大 |
| 有色 | 1、国内需求回暖（房地产、汽车）、出口将现增长，同比逐季好转，不同金属需求的增速在 10% 左右；2、价格温和上涨，但受货币因素影响较大；3、不同行业主题不同，黄金高位震荡、铅整改、铜回暖、铝复产 |
| 建筑 | 1、经营模式多为建筑+地产；2、受益于 4 万亿拉动，在手订单丰富，处于行业景气高点，现金流充裕；3、寡头竞争，行业内竞争激烈，隐性壁垒高；4、盈利平复能力较强，财务情况难以真实体现 |
| 汽车 | 1、汽车需求仍将保持增长；2、乘用车和小排量车因政策刺激表现更优，但利润贡献较薄；3、国内汽车公司盈利来自于合营企业，引发的结构性次债需关注 |

数据来源：中投证券研究所

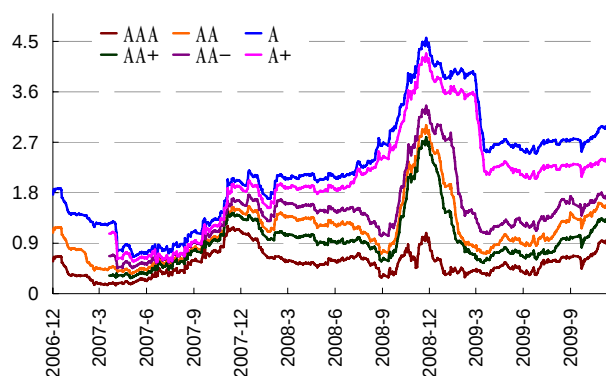
5.4 银行间信用市场投资策略——一个因素催生两个时点

与我们在四季度策略报告中预期的一样，银行间市场由于资本充足率的压力，其利差水平在四季度继续上行（图 42），目前，AAA 级别的各期限收益率都已经接近其历史最高水平（图 43）。

我们预计 2010 年商业银行作为信用市场的主力，可能因资本充足率压力影响，催生两个投资时点：其一是 2009 年底至 2010 年初，因利差上行幅度较大，保险公司刚刚有大量资金进入短融市场，且商业银行尚未面临明显的资本金压力，但伴随一季度信贷规模大幅上升，商业银行在信用市场的需求将明显下降，并推升信用利差的上行；其二，是 2010 年 3-4 季度，彼时商业银行可能因融资规模回升或资本充足率监管水平逐渐调降而增加对信用产品的需求，此外，信用利差的上行加上基准利率上升，以及股票市场低于预期的收益和较高的波动行，可能会吸引部分低风险偏好的故事进行的的投资需求。

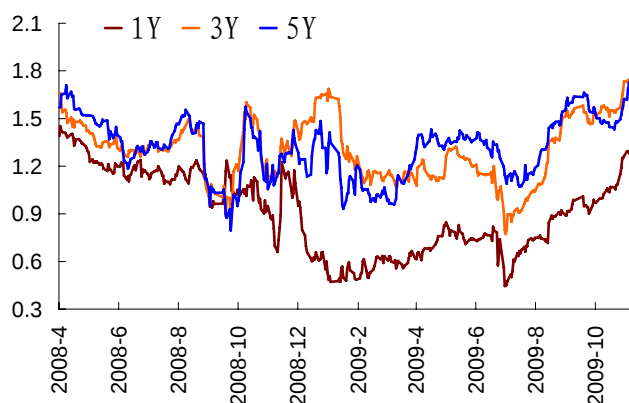
此外，我们还认为低评级信用债利差难以在 2010 年持续回落。一方面是商业银行将普遍实施的新资本协议计算方法，可能不利于低评级信用债利差缩窄；另一方面，尽管四家保险公司获准投资无担保信用债，但我们倾向于认为几家保险公司初始的无担保信用资产投资保守的可能性更大，中高评级的中短期票据应是首选。

图 42: 短融利差四季度继续上行



数据来源: WIND, 中投证券研究所

图 43: AAA 中短期票据利差



数据来源: WIND, 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

何欣, 中投证券研究所债券首席分析师, 经济学硕士, 理学学士, 拥有证券从业资格, 特许金融分析师 (CFA)。

申俊华, 中投证券研究所债券分析师, 主要研究领域包括货币政策、固定收益各产品研究。

王纯, 中投证券研究所债券首席分析师, 经济学硕士, 主要研究信用债领域

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434