

2010 年 2 季度债券市场投资策略报告

报告原因:

2010 年 3 月 31 日

各类型债券季度市场表现:

指数名称	3 月 31 日 收盘价	季度涨 跌 (%)
中证全债	130.46	2.0894
中证国债	130.18	2.1741
中证金融债	131.88	2.0348
中证企业债	132.79	2.2405
中证央票	111.34	0.5509
中证短融	111.76	0.8027

债券策略研究

投资要点:

●2010 年 1 季度债券市场收益率曲线下行明显。央行实行信贷节奏控制政策使金融市场出现了宽货币、紧信贷的局面，金融机构特别是银行的资产配置压力凸显，看似温和的紧缩政策反而有利于降低通胀预期，因而出现普涨行情。

●当前债市所处的国际宏观环境。美国经济明显复苏；欧元区经济不断好转；日本经济依然脆弱

●中国宏观经济运行状况。GDP 季度同比创反弹新高，工业增加值增速高位运行；制造业高位盘整，外贸恢复至金融危机前水平；固定资产投资继续下降，通胀预期逐步升温；货币供应和信贷继续下滑，信贷结构发生明显变化

●2010 年 2 季度债券市场投资策略。2010 年 2 季度债券市场属于“平衡市”，下半年由于 CPI 较大幅度的上涨，债券市场将面临较大压力。债券市场资金供应与债券的新增供给大体均衡；CPI 成为债市的主导因素，股市和债市“跷跷板”效应不容忽视；为了缩短久期应对利率风险，应低配利率产品；考虑到通胀预期，建议超配浮动利率债券，推荐信用等级较低的债券。此外，可转债也是重要选择。

分析师

马保明

mabaoming@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

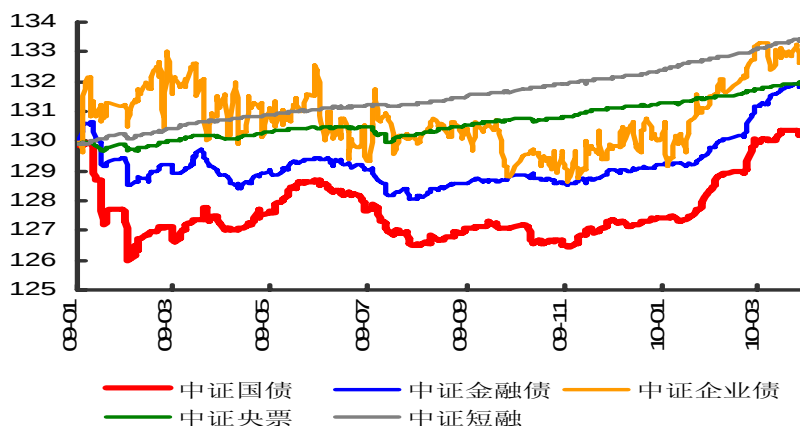
地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

中证国债指数与企业债指数、金融债指数、中证短融比较分析图



数据来源：WIND 交易日期：2009.1.5-2010.4.2

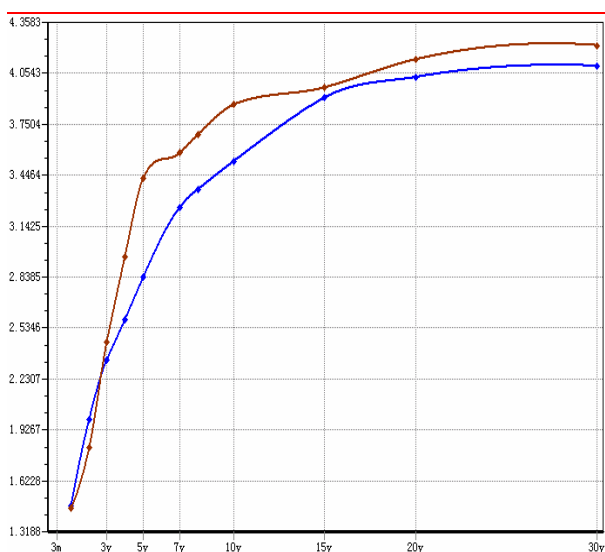
本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

一、2010年1季度债券市场出现普涨行情

2010年年初看空情绪蔓延，各投资机构普遍对2010年一季度债券市场充满悲观态度。事实上，面对货币信贷的过快增长、巨大的资金回笼压力、外汇占款的大幅投放等，央行流动性管理压力非常大，运用数量型调控工具和行政调控手段是回收流动性、控制货币供应过快增长的主要选择。央行分别于1月18日、2月12日两次上调存款准备金率。央行实行信贷节奏控制政策使金融市场出现了宽货币、紧信贷的局面，金融机构特别是银行的资产配置压力凸显，看似温和的紧缩政策反而有利于降低通胀预期，因而出现了“意料之外”的普涨行情。银行、保险机构是本轮行情的主要推动者和受益者。

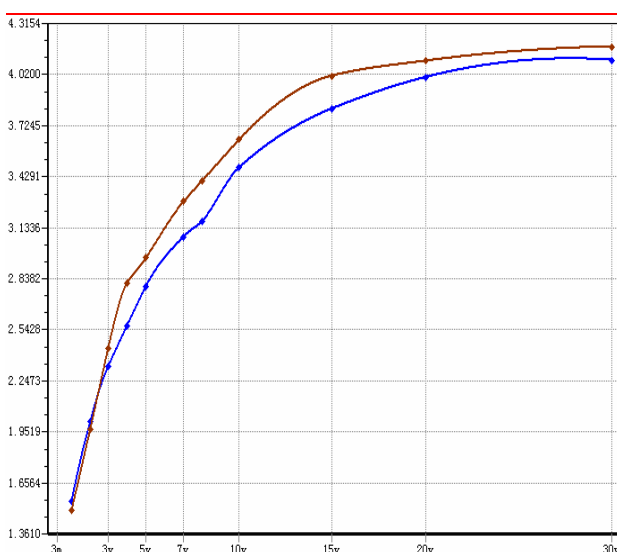
分品种来看，2010年1季度交易所与银行间国债到期收益率曲线的变化方向上总体比较相似，下跌势头明显。但波动幅度上交易所国债要大一些，其中差距比较明显的是中长端，5年期国债是银行间国债到期收益率下跌幅度最高的品种，达24.79BP。而交易所波动最大的5年期国债到期收益率利差为59.18BP。或言之，交易所国债收益率下跌幅度大于银行间国债收益率下跌幅度。

图1 交易所固定利率国债到期收益变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

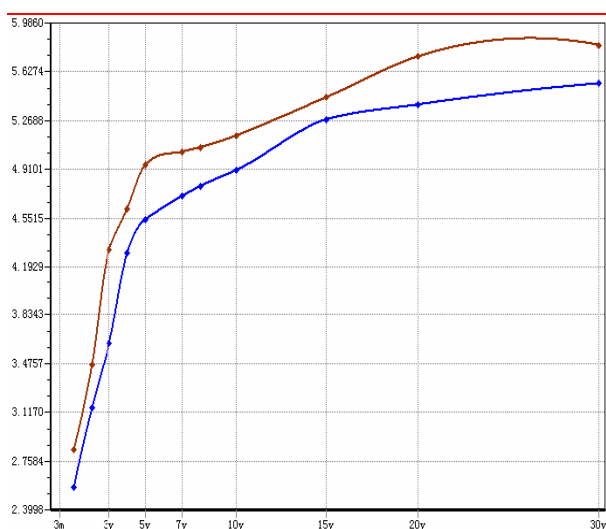
图2 银行间固定利率国债到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

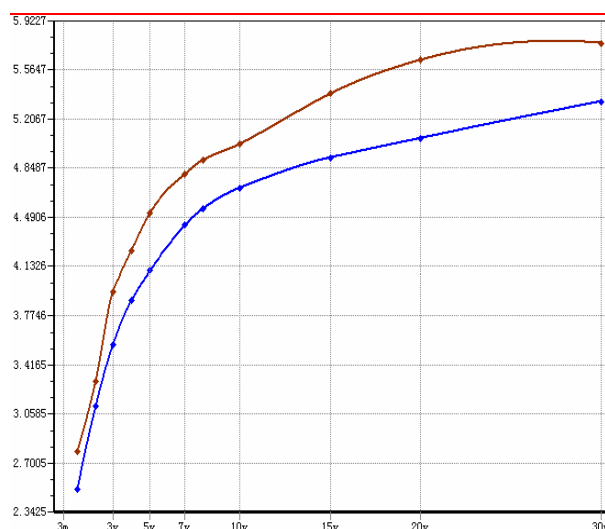
2010年1季度交易所企业债到期收益率下跌明显，银行间企业债到期收益率相对平坦。银行间企业债随到期年限增加、到期收益率逐步增加；交易所市场中跌幅最大的3年期品种为69.99BP，银行间企业债跌幅最大的为10年期品种，跌幅为57.12 BP。

图3 交易所固定利率企业债到期收益率变动



数据来源：Wind 山西证券研究所

图4 银行间固定利率企业债到期收益率变动

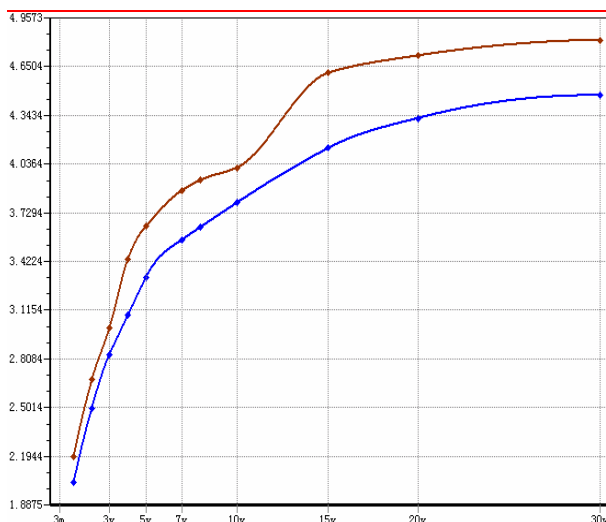


数据来源：Wind 山西证券研究所

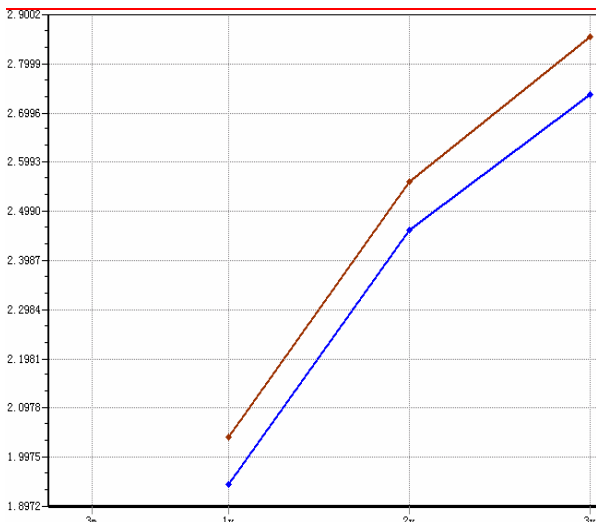
2010年1季度政策性金融债的表现与交易所企业债变动方向基本相似。其中10年品种收益率下跌幅度最大，达47.41BP；1-10年期到期收益率依据到期年限的波动范围依次增大。央行票据到期收益率“阶梯”下跌，3年期收益率下跌幅度为9.85BP。

图5 固定利率政策性金融债到期收益率变动

图6 央行票据到期收益率变动



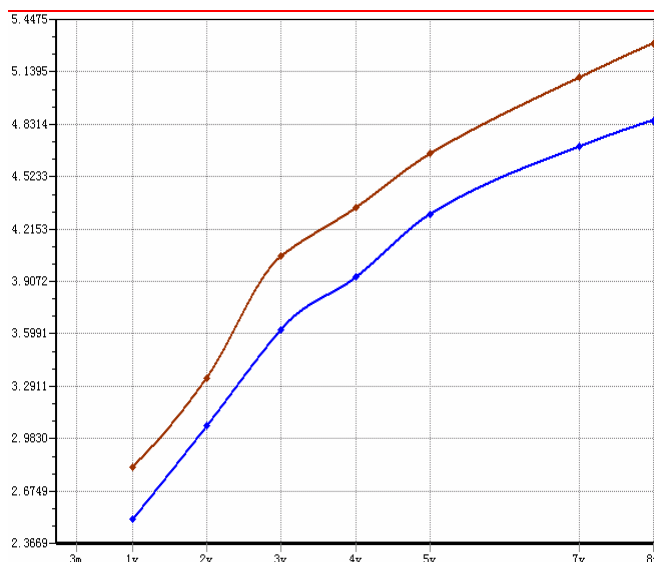
数据来源: Wind 山西证券研究所



数据来源: Wind 山西证券研究所

短期融资券只在银行间市场发行和交易, 交易期不超过1年。中期票据大都在3-5年, 最长的不超过8年。从图7可以看到, 中期票据到期收益率整体下跌, 8年期品种收益率变化幅度最大, 达45.39BP。3个月的短期融资券由2009年12月31日的2.148%下跌到2010年3月31日的1.9054%。

图 7 中短期票据 (AAA) 到期收益率变动



数据来源: Wind 山西证券研究所

二、当前国际宏观经济环境分析

中国作为新兴贸易大国, 出口依存度约35%, 高于世界平

均水平。国际经济环境变化对中国经济的影响显著。进入2010年2季度以来，主要经济体逐步走出衰退，尤以美国的经济复苏状况最好。国际货币基金组织（IMF）在其最新研究报告中将今年世界经济增长预期上调至4.1%，称世界经济的复苏力度比原先预计的要更加强劲。但欧元区摆脱衰退的速度较为缓慢，因为各种掣肘复苏的力量存在，包括希腊问题。

1. 美国经济明显复苏

美国经济做为世界经济的引擎，也是本次金融危机的策源地，其经济发展状况对世界和中国经济愈显重要。

当前，美国经济的复苏由存货投资变动主导。在企业再库存的带动下，2季度美国经济有望持续复苏。但是，从美国经济2001年那次衰退的经验来看，企业的库存变动存在反复，本轮再库存很可能只是大规模去库存之后企业对库存的一次自然回补，而不是经济强劲复苏之后需要增加生产导致的库存增加。此外非存货投资有望逐步启动，将对美国经济复苏形成进一步支撑。

美国就业状况逐步好转，失业率有望持续下行。今年2月下旬以来，美国首次申请失业金人数连续5周超预期下降，表明就业状况正在好转。特别是3月27日当周续请失业金人数455万好于预期的465万。

总的来看，美国经济复苏应该没有悬念，但复苏之路可能将是缓慢甚至漫长的过程。

表 1 美国（季度）各项经济指标及预测

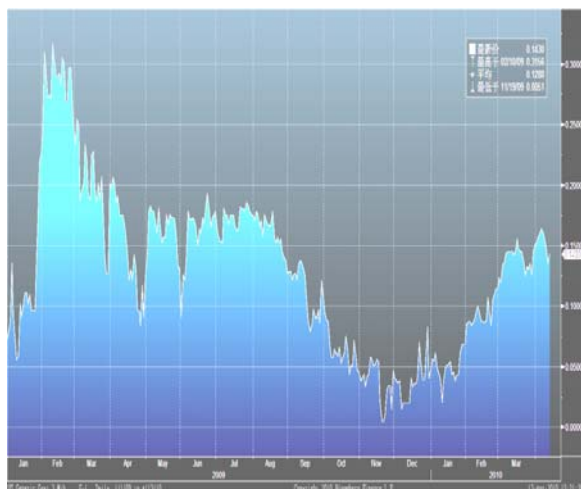
指标	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
经济活动								
实际 GDP (季环比季调年利率%)	-6.4	-0.7	2.2	5.6	2.9	2.8	2.75	2.85
CPI (同比%)	-0.07	-1.13	-1.63	1.43	2.5	2.3	1.85	1.65
核心 PCE (同比%)	1.73	1.62	1.28	1.52	1.4	1.2	1.3	1.2
失业率 (%)	8.17	9.27	9.63	10.03	9.7	9.6	9.5	9.4
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	-4.45	-3.82	-3.22	-2.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.4

财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	-6.5	-8.9	-9.9	-10.2	-10.6	-9	-9	-9
利率								
央行利率 (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.5	0.75
3 个月利率 (%)	1.19	0.6	0.29	0.25	0.29	0.41	0.65	1.02
2 年期债券收益率 (%)	0.8	1.11	0.95	1.14	1.02	1.27	1.55	1.9
10 年期债券收益率 (%)	2.66	3.53	3.31	3.84	3.83	3.86	3.95	4.13

数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

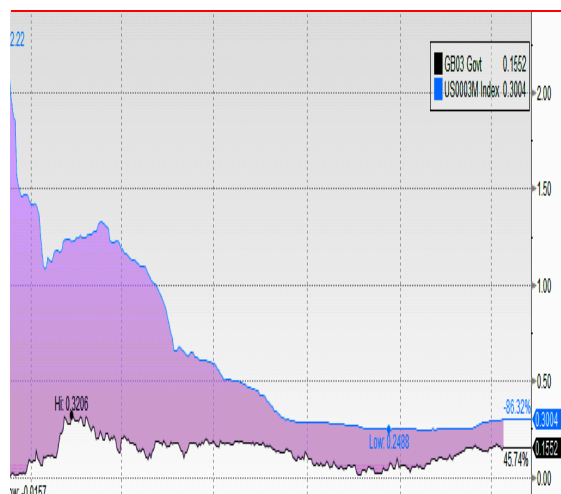
从图 8 可以看出, 3 月美国国债 (2008. 12. 22-2010. 4. 12) 有持续向上的迹象, 另外衡量 3 月美元 Libor 利率与 3 月美国国债利率差距的 TED 利差在 2010 年趋于稳定, 现维持在 15BP 附近, 与 2008 年末该利差创下的最高接近 500BP 的历史记录, 出现显著差异。TED 利差越大, 显示市场大量资金涌向国债市场以规避机构破产或债券违约的风险, TED 利差的稳定收窄, 显示市场预期金融市场不断转好。

图8 美国3月期国债走势



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图9 TED利差已稳定



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

2. 欧元区经济不断好转

欧元区经济体是世界上另一大经济体。欧元区经济 2008 年三季度正式陷入衰退, 2009 年第一季度环比降幅更是达到 2.5%, 创下自欧元区 1999 年成立以来的最差纪录。

欧美经济周期具有高度的同步性, 但由于欧洲的高福利制度导致其复苏力度要逊于美国。加上许多欧洲国家的主权债务

问题，在短期内对经济复苏形成严重制约。

商业调查显示，欧元区第一季季度经济增长。根据采购经理人调查，3月私营部门以31个月来最快速度增长，除去德国经济活动强劲外，其他经济活动的预测并不强劲。

但是最近欧元区投资者信心有所改善，乐观情绪普遍蔓延。在定量宽松货币政策的刺激下以及伴随着全球经济的好转，从IFO商业指数看出，德国商业景气加速反弹，工业产出也保持稳步复苏的态势。

图 10 德国 IFO 商业景气指数



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 11 欧洲消费者信心指数



数据来源：Bloomberg 山西证券研究所

欧元区数据显示，从各项经济指标分析，包括GDP、CPI、利率等，预计2010年二季度经济不断好转，经济景气持续提升。

表 2 欧洲（季度）各项经济指标及预测

指标	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
经济活动								
实际 GDP (同比%)	-5	0	-4.1	-2.2	0.7	1.2	1.2	1.6
CPI (同比%)	0.97	0.17	-0.4	0.43	1	1.1	1.4	1.3
失业率 (%)	8.8	9.3	8.23	9.67	9.87	10.05	10.25	10.45
国际收支平衡								
经常账户 (占 GDP %)	-1.48	-1.39	-1.05	-0.64	--	--	--	--
财政收支平衡								
预算 (占 GDP %)	-6	-5.3	-6.3	--	--	--	--	--
利率								
央行利率 (%)	1.5	1	1	1	1	1	1	1

3 个月利率 (%)	1.51	1.1	0.71	0.66	0.58	0.8	1	1.3
2 年期债券收益率 (%)	1.24	1.36	1.27	1.33	0.96	--	--	--
10 年期债券收益率 (%)	2.99	3.39	3.22	3.39	3.09	--	--	--

数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

3. 日本经济依然脆弱

与美国和欧洲国家不同,日本经济依然脆弱。高失业率的威胁,物价持续下跌,就业市场依然疲软,这为内需恢复带来了阻力。

日本内阁府公布数据显示,2 月份核心机械订单单月率下降 5.4%,显示企业投资实现复苏还有待时日。但是 2 月工业生产和零售业销量等经济同步指标(一致指标)有所上升。为连续第 11 个月上升。这也是持续上升时间最长的一次。这些迹象预示着日本经济的复苏进程开始加快,同时出口贸易的升温已经开始提振国内消费。

日本央行 4 月 7 日宣布维持基准利率维持在 0.1%不变。并表示日本陷入二次衰退的风险已经减退,经济持续上升的趋势更加明显,央行仍保持非常宽松的货币政策。

的确,2010 年中国及亚洲其他经济体强劲增长或会继续对日本出口构成支撑,可能足以弥补日本内需的疲软。对于短期内难以摆脱外向型特征的日本经济而言,其对于外部经济复苏的依赖仍是国内经济恢复的主要制约因素。

图 12 日本工业产值(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

图 13 日本 CPI(%)



数据来源: Bloomberg 山西证券研究所

整体来看，世界经济进入复苏阶段，但经济复苏的力度不大。成熟国家的失业率数据继续高企，企业也存在闲置产能，所以通胀压力不大，而通胀预期依然受控。全球四大主要央行（亦即美联储、欧洲央行、英格兰银行以及日本央行）目前还没有面临重大的加息压力，二季度利率急升的机会不大。

三、中国宏观经济运行状况及展望

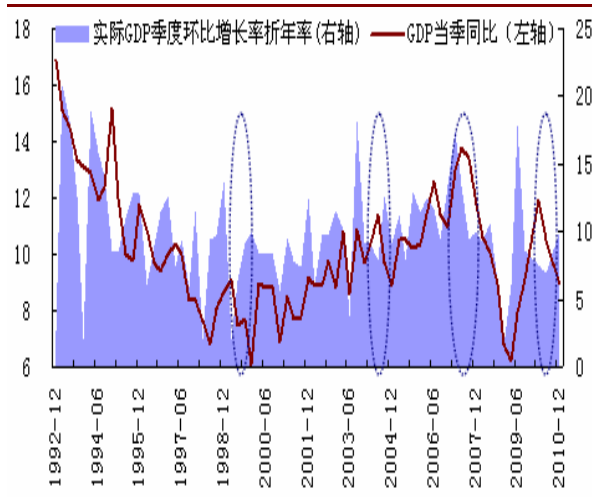
1. GDP 季度同比创反弹新高，工业增加值增速高位运行

一季度经济保持惯性反弹，GDP 同比增速达到 11.9%，为 2007 年以来第二高点，而环比增速继续有所回落。预计 GDP 当季同比增速本年呈现前高后低的再反弹的走势，呈现“N”型，而环比折年率则呈现“V”型走势，主要原因在于前者受经济反弹影响惯性高开，而随着投资增速和政策紧缩的影响，特别是去年基数效应的降低 GDP 同比增速将有所逐步回落，一季度为峰值。而环比增速下滑主要受投资预期下降和前一季度反弹惯性较高的影响，预计在二季度达到谷底，在三季度受政策紧缩有所放缓和去年投资特别是中央投资的逐步释放，经济有望迎来再一次的反弹。

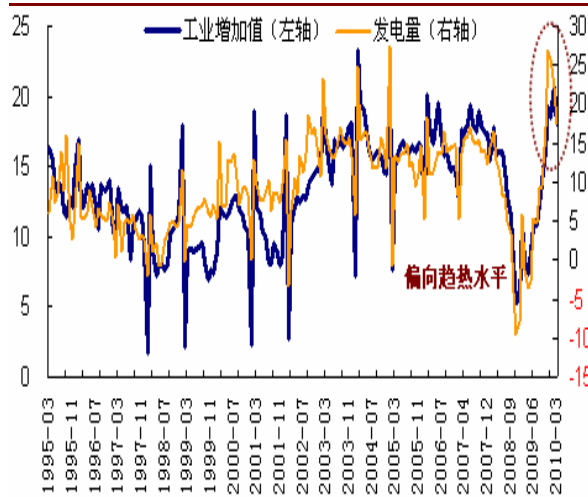
一季度工业增加值增速达到历史高点，发电量增速更创历史新高，尽管在 3 月份有所回落，但两个指标显示出经济处于偏向趋热的水平。未来两个季度这两个指标将有所回落，一方面是基数效应减弱，另一方面是政府宏观调控，特别是对于高耗能和落后产能的调控，将影响重工业增加值的反弹。从主要工业品产量及增速来看，如汽车反映下游需求仍然旺盛，而原煤和原油产量增速处于本轮反弹的高位，表明上游需求持续趋热。这些同步指标显示经济基本面仍在逐步趋好甚至趋热。

图 14 中国实际 GDP 季度环比增长折年率(%)

图 15 工业增加值和发电量同比增速(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所



数据来源：Wind 山西证券研究所

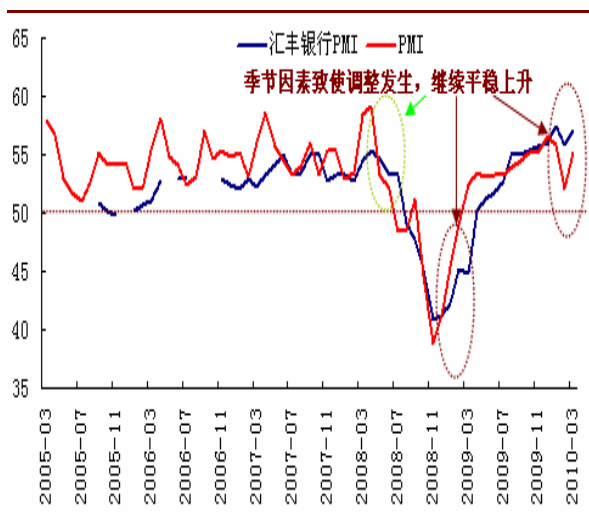
2. 制造业高位盘整，外贸恢复至金融危机前水平

采购经理人指数三月份呈现大幅度反弹的态势，反映经济预期仍然较好，而美国、欧元区、英国的 PMI 指数也创下本轮反弹的新高，说明全球制造业仍在加速复苏。从具体的项目来看，生产加速和新订单增加是拉动 PMI 上升的主要因素，进出口指数双双上升表明外贸的持续复苏，而购进价格指数创新高则增加了输入型通胀的压力，但产成品库存持续增加表明部分行业库存压力在加大。预计未来两个季度 PMI 指数将在高位盘整，个别月份或有所回落，但整体会保持在 50 以上。

一季度进出口贸易加速反弹，与 08 年一季度相比出口增长 3.4%，进口增长 13.8%，表明外贸已经恢复至危机前水平，而整个一季度呈现环比加速复苏的态势，尽管三月份出现了 72.4 亿美元的逆差，中止了我国自 2004 年 5 月开始连续 70 个月贸易顺差的局面，但该现象较为短暂，主要是当月进口的快速反弹，其中主要是进口价格的同比大幅度回升，如石油和铁矿石等，而出口则处于温和恢复性的反弹。从出口商品中来看，机电产品仍然是反弹的主力，传统优势大宗商品也继续保持快速反弹的态势。从双边贸易来看，与东盟的双边贸易增速达到 61.3%，显示出自由贸易区政策的效果。预计二季度贸易

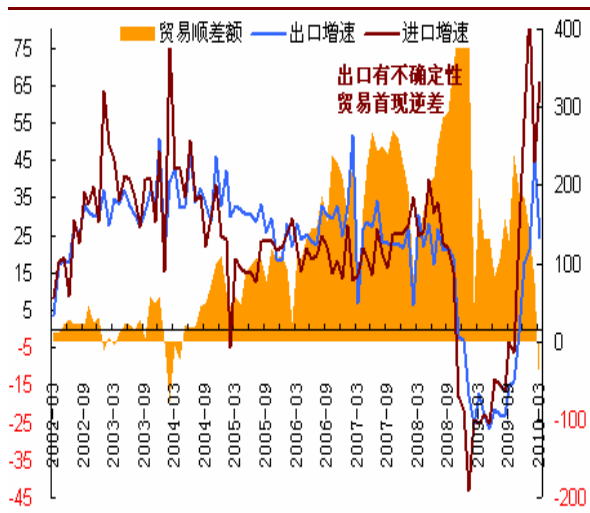
继续好转。

图 16 中国采购经理人指数(亿元)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 17 进出口数据



数据来源：Wind 山西证券研究所

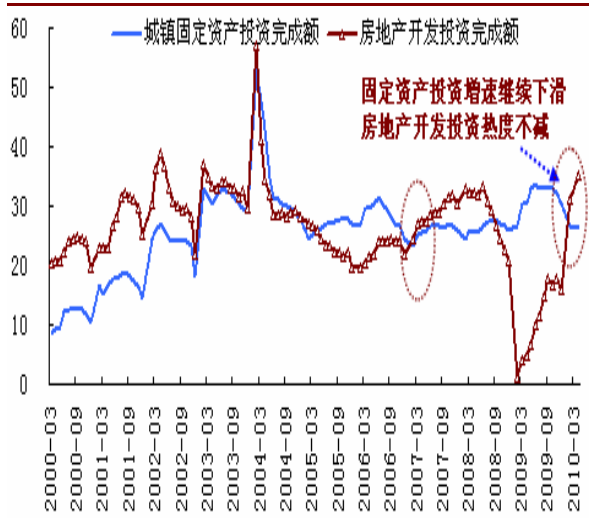
3. 固定资产投资继续下降，新开工项目增速继续回落

一季度城镇固定资产投资增速明显下降，中央和地方投资双双下降，分行业看房地产开发投资上升明显，铁路运输和煤炭开采增速仍然较高，呈现出民间投资加速恢复的态势。在调结构的政策思路下，呈现结构性调整，基本趋势是以铁公基为代表的政府投资增速或逐步下降，而以房地产、制造业为代表的民间投资在投资冲动和预期向好的带动下，有望保持稳步上行态势。这种结构性的调整，有望持续至三季度末，根据那时的经济状况，中央投资（4 万亿投资中仍有 8000 亿左右未投放）或继续推出。

从施工和新开工项目情况看，一季度新开工和施工项目计划总投资增速下降明显，而三月份由于进入施工期，施工项目有所反弹，但从历年数据来看，基本呈现年初冲高年中降低和实际投资比计划要高的规律。新开工和施工项目的放缓一方面是政策调控的结果，另一方面根据各地方的投资计划，2010 年新开工和施工项目或呈现年初走低年中冲高的走势，最终实际投资比计划还要高。主要原因在于，从地方两会公布的经济政策来看，今年大多仍维持高投资的思路，预计新开工项目投

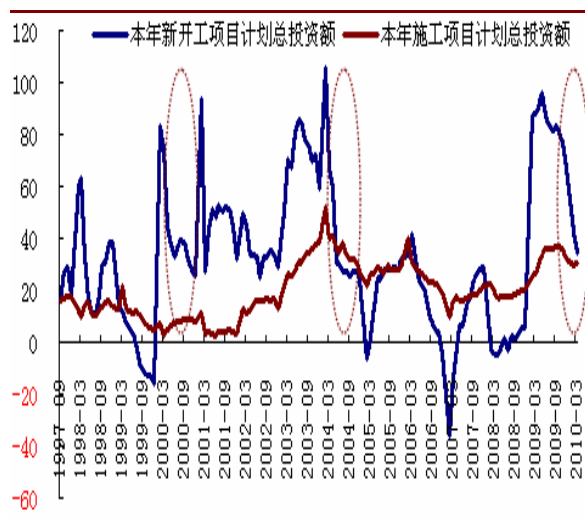
资增速在二季度有所企稳，而施工项目则保持稳步反弹态势。

图 18 城镇固定资产投资和房地产开发数据



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 19 新开工和施工计划同比增速



数据来源：Wind 山西证券研究所

4. 社会消费零售额保持高位，通胀预期逐步升温

一季度社会消费品零售总额累计名义增速达到 17.9%，实际增速有所回落，主要受通胀因素影响，但月度增速仍然保持高位。从具体的消费项目来看，耐用消费品增长明显，汽车、金银珠宝、家具、家电等增速在 30%以上，主要原因在于刺激政策的延续和消费者信心指数的持续上扬。分区域来看，城镇增速继续高于农村，显示出在经历金融危机之后，城镇消费水平有所提高。消费者信心指数也进一步反弹，从央行调查问卷来看，居民对于未来半年消费意愿仍在加强，我们看好汽车、家电未来消费持续增长预期。

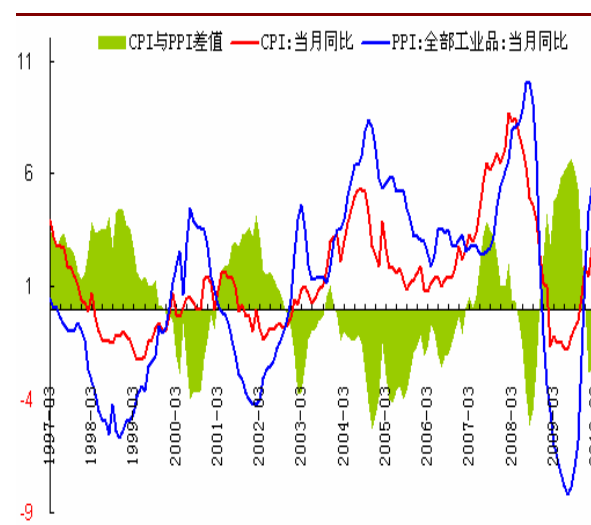
一季度 CPI 持续转正，并在二月份达到 2.7 的近期高点，尽管三月份有所回落，但二季度受翘尾因素影响，预计单月平均在 3%以上，考虑 M1 与 CPI 的传导效应，预计 CPI 全年高点有可能在 6 月份出现。而 PPI 增速则保持了加速上升的态势，根据以往历史经验，CPI 高峰之后将出现 PPI 高峰，受国内主要工业品价格持续上涨和国外输入型通胀的压力，预计 PPI 涨幅可能会接近 07 年高峰水平，而 CPI 和 PPI 之差有可能进一步回落，这对于中游行业产生极为不利的影响。

图 20 社会消费零售总额稳步上扬(%)



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 21 CPI 持续转正, CPI 与 PPI 之差加大



数据来源: Wind 山西证券研究所

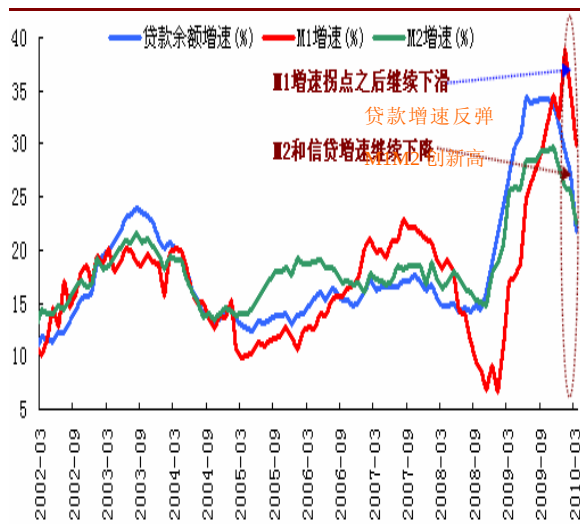
5. 货币供应和信贷继续下滑, 信贷结构发生明显变化

货币供应增速连续数月下降, 再次明确前期的拐点, 信贷增速下降是导致货币供应增速回落的主要原因, 这一方面是基数效应, 另一方面是央行主动调整的结果, 如果考虑 M2 和 GDP 之差, 即货币剩余, 很明显一季度货币剩余继续回落, 流动性明显趋紧。M1 连续的下滑也反映出在虚拟经济中流动性减弱的趋势。预计二季度货币政策紧缩更加明显, 货币供应增速和信贷增速将继续有所回落, 这种趋势将维持到三季度末, 直至四季度受去年同期放缓的影响, 预计增速维持在底部。

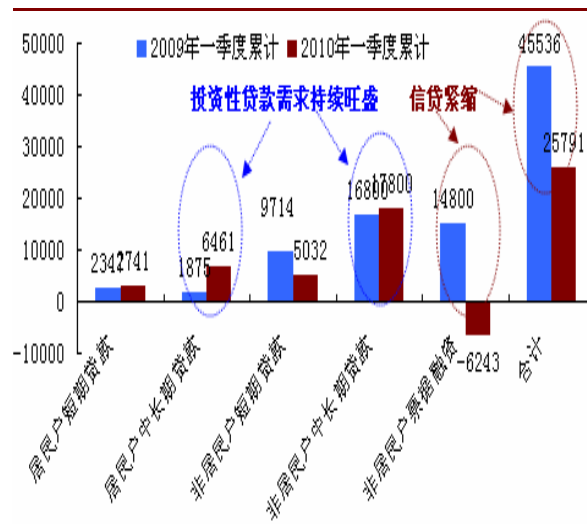
一季度新增贷款下降明显, 基本反映出信贷压缩调控的目标, 从结构上看, 私人信贷需求持续旺盛, 企业中长期贷款需求继续维持高位, 而票据融资下降明显, 显示本年一季度投机性贷款需求的明显回落, 贷款结构趋于合理。如果按照央行预期 3322 的信贷投放步伐, 结合全年预期 7.5 万亿的新增贷款量, 上半年度的信贷指标还剩下 1.9 万亿, 即二季度每个月平均 6300 亿元, 与去年同期 9300 亿的月平均水平相比将有明显回落, 这将对二季度货币供应和流动性带来巨大的压力。

图 22 货币信贷增速分化(%)

图 23 信贷结构继续发生变化(亿元)



数据来源: Wind 山西证券研究所



数据来源: Wind 山西证券研究所

四、2010年2季度债券市场投资策略

1. 二季度债券市场新增资金与债券新增供给大体均衡

根据 2010 年政府工作报告中对全年 8500 亿中央财政赤字安排,以及 2010 年 10444 亿的国债到期量,预计全年国债发行量约为 1.9 万亿。除 07 年在下半年发行特别国债外,04 至 09 年 2 季度国债发行规模占全年总量比例在 30%至 38%之间。初步估计 10 年 2 季度国债发行占全年总量比例为 35%,以此比例估算的 2 季度国债发行规模约为 6650 亿。根据 2010 年政府工作报告,10 年地方债将发行 2000 亿元。去年首发的地方政府债在 2 季度达到发行高峰,占全年总量的 81%预计今年地方政府债券发行时间分布可能更加均衡,若按 2 季度地方政府发行量占全年比例为 50%,今年 2 季度发行量约 1000 亿元。

根据农发行和进出口银行 2010 年全年债券发行计划,发行计划规模分别为 2800 亿和 1900 亿,两者合计计划发行 4700 亿。03 年以来,国开行贷款年增量占总贷款年增量比例在 7%-14%之间波动,按照政府预定今年 7.5 万亿信贷规模,保守估计国开行贷款年增量 5250 亿元,经验显示,国开行债

券增量与贷款增量比重平均值在 1 左右，因此，10 年国开行金融债净增量 5250 亿元，考虑到国开债今年到期量 2700 亿元，10 年国开债总发行量预计在 8000 亿左右按照 00 年以来政策性银行债发行量占全年规模比例，预计 2 季度政策性银行债发行占全年发行规模 25%左右，相应地 2 季度三大政策性银行债发行量在 3700 亿左右。

预计 2 季度信用债发行债将较 1 季度有所增加，初步估计在 4000 亿左右。2 季度短融发行规模约 1800 亿，中票发行规模约 1100 亿，地方政府基建投资具有刚性融资需求，预计企业债 2 季度发行 900 亿元。初步估计 2 季度公司债发行约 200 亿元。

综合测算 2010 年 2 季度债券总供给约为 15400 亿，而 2 季度债券到期量约为 5000 亿左右（不含央票），因此债券净供给量约 10400 亿。（渤海证券）

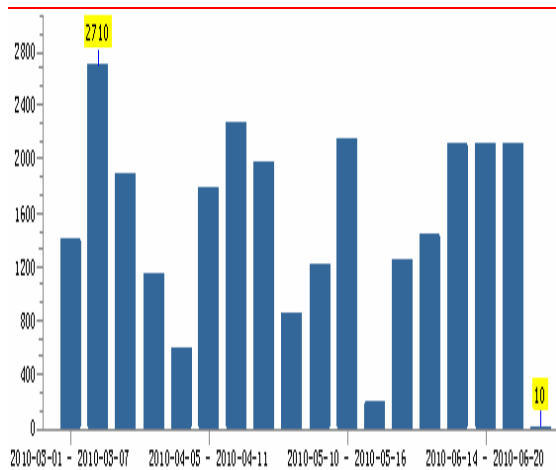
2010 年二季度从三个方面提供资金供应：出口好转、外商投资增速反弹以及热钱流入因素，导致外汇占款增加，进而倒逼基础货币大量投放；公开市场大量到期央票和正回购；新增贷款。

2010 年 2 季度将有 2 万亿以上的票据和央票正回购到期，央行将会根据宏观经济变化、银行放贷、资金需求情况进行资金投放和回笼，2009 年同期公开市场净投放 1660 亿元，预计 2010 年公开市场操作仍然偏向净投放，票据和央票正回购发行少于 2 万亿，净投放量约 500 亿元。

另一可能导致流动性宽松的因素便是新增贷款，据统计，1 季度信贷投放规模为 26015.18 亿元，已占全年计划信贷投放额度 7.5 万亿元的 34.68%，如果要保证 2009 年已开工项目继续进行和 2010 年新开工项目投入，预计二季度会略少于此水平，为 25000 亿元。新增贷款伴随着新增存款，从图 25 可以看到，存贷差绝对值呈现扩大趋势。如果贷存比保持 67%

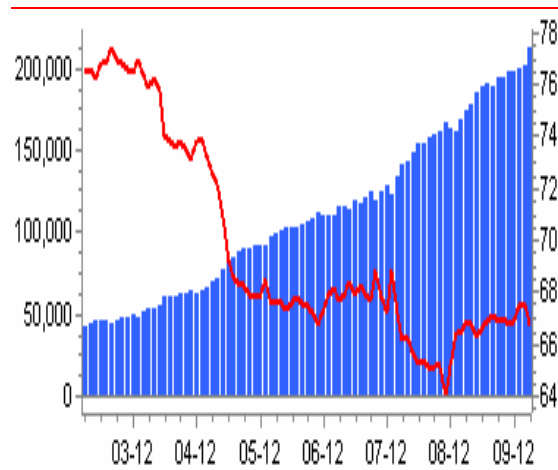
以下较低水平,也就意味着银行有更多的资金可投放到债券类资产上去。

图 24 2010 年央行公开市场投放量约 3.5 万亿



数据来源: Wind 山西证券研究所

图 25 贷存比仍低于 2007 年前历史均值



数据来源: Wind 山西证券研究所

分析债券市场潜在资金供给情况,考虑到2010年存贷差绝对额能够保持稳定甚至扩大,我们以2009年12月存贷差绝对值为限,50%可投资债市的情况下,商业银行潜在资金供应量约在3.2万亿元,平均分配到各季度,2季度资金供应略大于债券的新增供给。此外,不断推出的IPO也必将导致债券市场资金间歇性紧张。

2. CPI成为债市的主导因素,股市和债市“跷跷板”效应不容忽视

国家统计局公布的最新数据显示,一季度居民消费价格(CPI)同比上涨2.2%,3月CPI同比上涨2.4%,均低于3%通胀警戒线。现在看来,2010年CPI不会出现大幅度上涨,预计全年上涨3%左右。翘尾因素作用下2010年下半年可能出现峰值,加息将是下半年考虑的事情。

由于CPI对于央票利率有引导作用,SHIBOR利率更是紧随CPI发生变化(见图26)。国债、金融债、企业债等可能受其影响而上升,债市整体下跌。

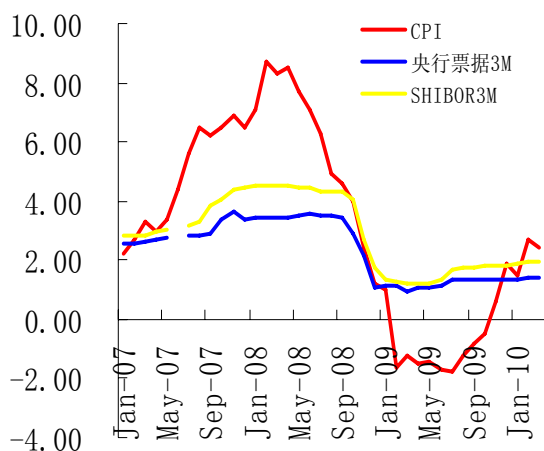
从国际和国内经验来看,股市和债市有明显“跷跷板”

效应，即股市向好时，债市往往表现较差。而股市跌幅较深，债市表现就好一些。我国债券市场发展时间较短，债市股市间“跷跷板”效应比较显著。

当前股市机遇大于风险，风险偏好较高的投资者纷纷“弃债投股”寻求更高回报。但股市回调及政策出现变化时也会使部分投机资金进入债市“避险”，这也会造就一些投机性机会。但这并不会也不可能改变债市走弱的格局。

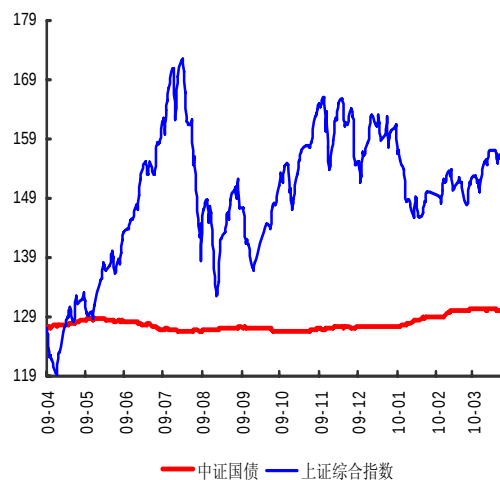
总之，债市可能在2010年2季度处于平衡状态。下半年由于CPI较大幅度的上涨，债券市场将面临较大压力，预计市场利率会在加息预期下不断提升。如果国际经济环境发生根本转变，欧美央行实施加息政策，我国有可能进入加息周期，从而导致债券市场进入下降通道。

图26 CPI对于SHIBOR和央行票据具有引导效应



数据来源：Wind 山西证券研究所

图27 中证国债指数与上证指数比较分析图



数据来源：Wind 山西证券研究所

3. 配置策略

综上所述，由于经济回暖甚至有过热迹象，通货膨胀成为未来的债券市场的主要利空因素。建议投资者“半投机、半观望”。在宽松货币政策逐渐退出以及经济继续复苏的大背景下，2010年2季度债券市场收益率存在一定的上升空间，建议以防御风险为主，降低利率产品配置比例，投资久期控制在3

年以内。浮息债是重点投资品种。

市场资金供应略微偏紧，但2010年债市需要在探寻通胀预期和政策风险的过程中反复探寻自身的定位，因而可能存在波段式操作机会，但难以形成一定的趋势。

据此，2010年2季度债券市场投资品种如下：

(1) 利率产品。当前利率产品的基本情况是长期品种由于供应以及宏观因素影响导致利率风险大。为了缩短久期应对利率风险，应低配利率产品。3年以内短期国债品种值得关注。

(2) 信用产品。经济回暖预期下，信用产品相对价值较高，可进行适当“投机”。比如低等级企业债或级别低的公司债。

(3) 可转债。由于经济转暖，股市可能走好，具有股性的可转债无疑是良好选择。

(4) 浮动利率债券。考虑到通胀预期有已经出现，建议适当配置一定的浮动利率债券；

表 5 浮动利率债券（备选）表

代码	名称	票面利率(%)	利率说明	保底利率(%)	期限(年)	发行日期	交易市场	债券类型
060803.IB	06 民生 02 浮	4.25	一年定存利率+2%	-	15	20061227	银行间	金融债
071302.IB	07 华夏 01 浮	4.25	一年定存利率+2%	-	15	20070626	银行间	金融债
040702.IB	04 建行 01 浮	4.25	一年定存利率+2.00%	-	10	20040802	银行间	金融债
040705.IB	04 建行 03 浮	3.58	7 天回购利率平均值+2%	-	10	20041221	银行间	金融债
040802.IB	04 民生 01 浮	4.65	一年定存利率+2.4%	-	10	20041020	银行间	金融债
048011.IB	04 华电债(2)	4.55	一年定存利率+2.3%	-	10	20040929	银行间	企债
048012.IB	04 铁道债	4.85	一年定存利率+2.6%	-	10	20041012	银行间	企债
048014.IB	04 中海债	5.2	一年定存利率+2.55%	5.2	10	20041202	银行间	企债
048018.IB	04 兖矿债	5.15	一年定存利率+2.65%	5.15	10	20041229	银行间	企债
058015.IB	05 国网债(2)	4.5	一年定存利率+2.25%	-	10	20050708	银行间	企债
058017.IB	05 首都机场债	2.94	7 天回购利率平均值+2%	-	10	20050720	银行间	企债
070902.IB	07 浦发 02	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20071227	银行间	金融债
078058.IB	07 华谊债	4.13	1 周 Shibor(1W)+2.35%	-	10	20070921	银行间	企债
081103.IB	08 招行债 03	3.78	一年定存利率+1.53%	-	10	20080902	银行间	金融债
081802.IB	08 光大债浮	3.91	一年定存利率+1.66%	-	10	20080425	银行间	金融债
081902.IB	08 广发债浮	4.25	一年定存利率+2.00%	-	10	20080725	银行间	金融债
088028.IB	08 合肥建投债	6.91	票面利率以 1 年期 Shibor10-	-	10	20080828	银行间	企债

			日均值+2.2%					
058001.IB	05 神华债	5.25	一年定存利率+2.55%	5.25	7	20050121	银行间	企债
0502029.IB	05 国开美元 2	4.9206	票面利率以 6 个月美元 Libor 加 0.35%确定	-	5	20051122	银行间	金融债
0702019.IB	07 国开美元 1	5.68	票面利率以 6 个月美元 Libor 加 0.3%确定	-	5	20070524	银行间	金融债
072206.IB	07 上电财务债	3.6	一年定存利率+1.35%	-	5	20071129	银行间	金融债
081003.IB	08 兴业 03	3.5	一年定存利率+1.25%	-	5	20080807	银行间	金融债
070421.IB	07 农发 21	2.92	一年定存利率+0.67%	-	3	20071116	银行间	金融债
070801.IB	07 民生 01	2.86	一年定存利率+0.61%	-	3	20070621	银行间	金融债
081002.IB	08 兴业 02	3.3	一年定存利率+1.05%	-	3	20080807	银行间	金融债
111021.SZ	03 华能 2	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20031209	深交所	企债
111022.SZ	04 首旅债	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20040219	深交所	企债
111025.SZ	04 华电 2	4.55	一年定存利率+2.3%	-	10	20040929	深交所	企债
111028.SZ	05 神华债	5.25	一年定存利率+2.55%	5.25	7	20050121	深交所	企债
120305.SH	03 电网(2)	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20031231	上交所	企债
120311.SH	03 网通(2)	4.05	一年定存利率+1.8%	-	10	20031204	上交所	企债
120482.SH	04 通用债	4	一年定存利率+1.75%	-	10	20040331	上交所	企债
120488.SH	04 京地铁	5.05	一年定存利率+2.72%	5.05	10	20041215	上交所	企债
120501.SH	05 申能债	5.05	一年定存利率+2.7%	5.05	10	20050202	上交所	企债
120510.SH	05 国网(2)	4.5	一年定存利率+2.25%	-	10	20050708	上交所	企债
122998.SH	04 长航债	4.25	一年定存利率+2%	-	10	20040526	上交所	企债

数据来源: Wind 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。