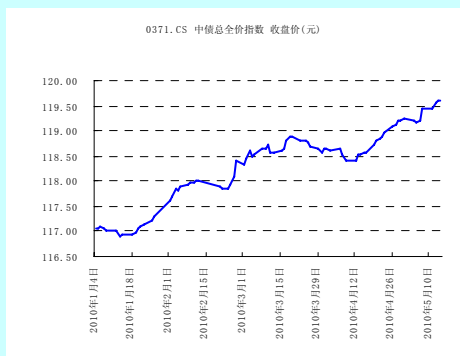


房地产调控超预期，债市空中加油

基础数据：

中债总全价指数	119.62
三个月涨跌幅	1.36%

中债总全价指数：



相关研究：

分析师

牛鹏云

8621-68761616-8512

niupy@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

1、2010 年国内基本恢复并开始显示过热的宏观经济可能被 4 月份空前严厉的房地产行业重拳调控改变运行轨迹，经济全年前高后低的概率在加大。翘尾因素使得即使未来数月没有新的涨价因素，物价走平，CPI 也将继续上升，负利率状况有所扩大；但央行在对待加息问题上可能将更加谨慎与保守，数量化的调控手段和适度升值是更为优先的政策选择。6 月中旬披露 5 月份 CPI 数据时候成为加息的敏感窗口。即使采取加息动作，幅度不会很大。更加可能的操作是提高央票发行利率 10-15 个 BP 或再提高准备金比例 50 个 BP，以传递更直接的紧缩信息。

2、事实上，从去年 11 月开始，债券市场就开始见底上涨。去年的上涨主要是收益率已凸现配置价值，而近期的上涨主要在于宏观经济预期的强烈转向。5 月前 2 周，除了央票指数表现疲软以外，利率品种、信用品种出现普涨格局。交易所市场涨幅尤其大。从券种结构看，企业债、中票涨幅较大；从期限角度看，中长期债券涨幅较大，显示收益率曲线趋向平缓。我们认为收益率曲线长端的下降很大程度上是避险资金带动。

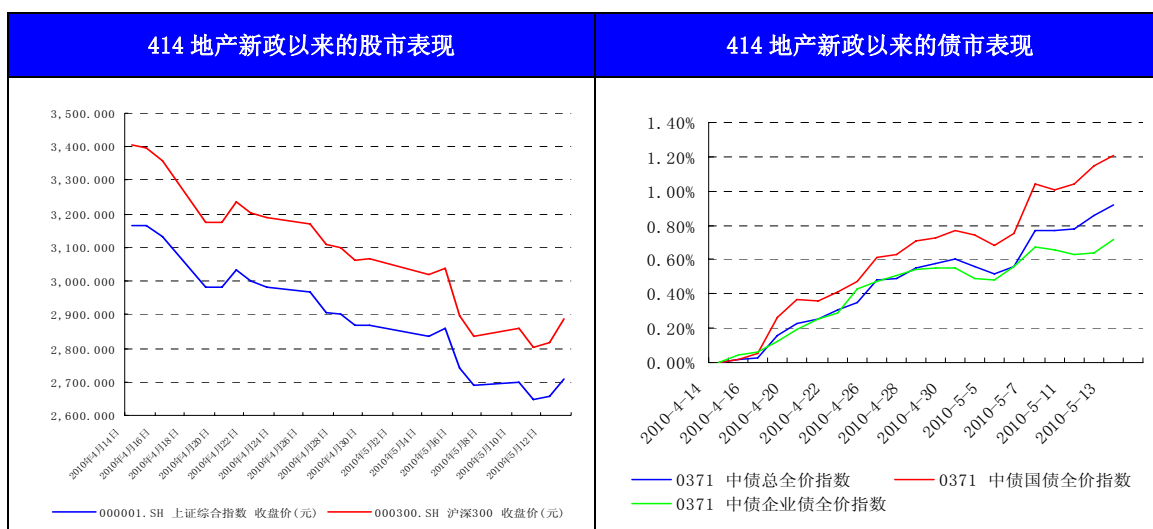
3、虽然 10 年期国债的到期收益率已降到 3.3% 以下，基本没有配置意义可言。但未来在银行信贷继续收缩而流动性仍宽裕的情况下，国内宏观经济的不明朗、股票市场的疲弱等因素将导致债券市场尽管已上涨半年，但短期内还很难下跌。债市将呈现平稳运行的格局，交易所市场不排除继续上涨的可能性。

4、建议重点配置中、高级信用级别的企业债、中票以获取绝对票息，同时，持有适当的 3 年期央票以保持流动性。

国内宏观经济——过热势头被当头棒喝

1、房地产行业调控力度明显超预期——股市急挫、债市上涨的基本逻辑

4月14日，国务院召开常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施。会议提出：一、抑制不合理住房需求，实行更为严格的差别化住房信贷政策；二、增加住房有效供给，三、加快保障性安居工程建设，四、加强市场监管。1个月以来，各地方纷纷研究、出台了相应细则。对于房地产市场的重拳出击（事实上被理解为政策进一步收紧）成为股票市场急挫的导火索。由于房地产行业在中国极其重要的地位（1、自身投资规模和带动相关行业的投资、消费；2、相当多地区的土地财政短期难以改变），宏观经济过热的势头被有效遏制，反过来经济二次探底的风险再次凸现。股票市场和债券市场用它们鲜明的市场语言给予了诠释：经济过热风险消除转而质疑下半年经济增长的持续性。



资料来源：wind

2、地产调控 2010 年能持续吗？

政策本身是可收可放的，政府的目标是实现中国经济的可持续、健康、适度速度的增长和较充分的就业。一旦对房地产的打压造成经济的剧烈下滑和失业的大幅上升，政策一定是会改变方向的。远的不说，07 年的地产调控、加息和 08 年 10 月的鼓励购房和 200 多个 BP 的降息就足以说明。地产调控能否长期维系难以肯定。

房价上半年由于明显的供应偏少预计暂时不会下跌。下半年土地和新房建设供应都会增加，今年GDP数据本身受此次调控的影响可能较小。地产商担忧的是销售量的下滑可能下调2011年开工量。

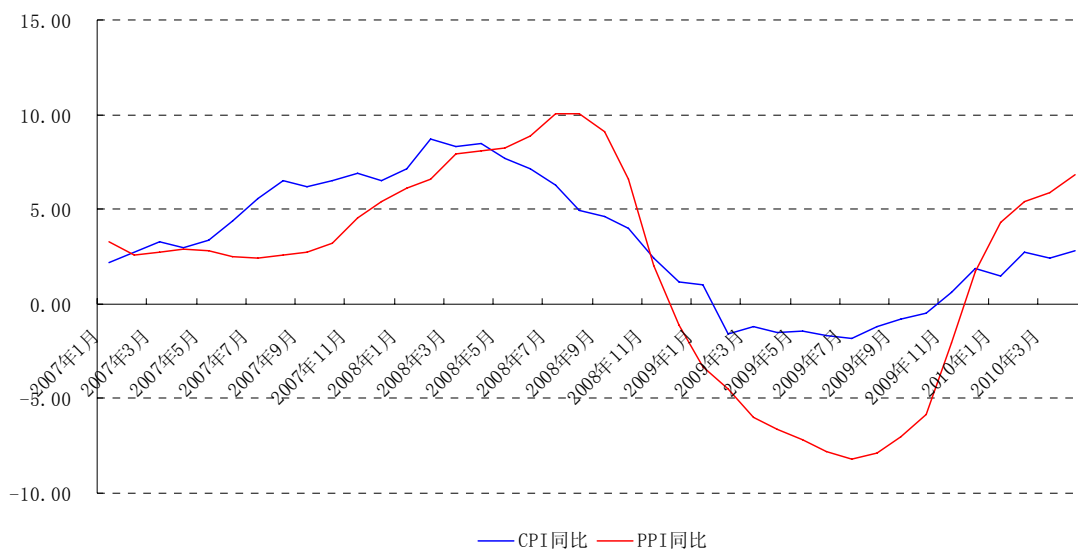
根据德邦证券研究所宏观组的研究，欧洲的复苏进程可能中断，欧洲政府救市把企业的经济危机变成了政府的财政危机，随后演化成政府的政治危机：目前这一危机像传染病一样在欧盟其他成员国之间蔓延，欧盟有解体的潜在风险：美元和黄金同涨就已经反映了市场的这种预期。在这样的背景下，无论欧盟能不能挺下去，过一段紧缩的苦日子都是必须的：这对中国对欧盟的出口有很大的负面冲击。欧盟是中国最大的贸易伙伴国，对欧盟的出口不好，中国的出口好不起来。此外，随着欧元汇率下跌，人民币绑定美元“被升值”，出口下降的几率很大。总体来看，出口可能快速下滑，房地产打压是政治任务不能放松。三驾马车中的投资和出口面临比较大的考验，这对债券市场的中期趋势来说是一个有利因素。

3、地产调控、天量信贷管理和本币升值三者的角力影响央行的加息决策

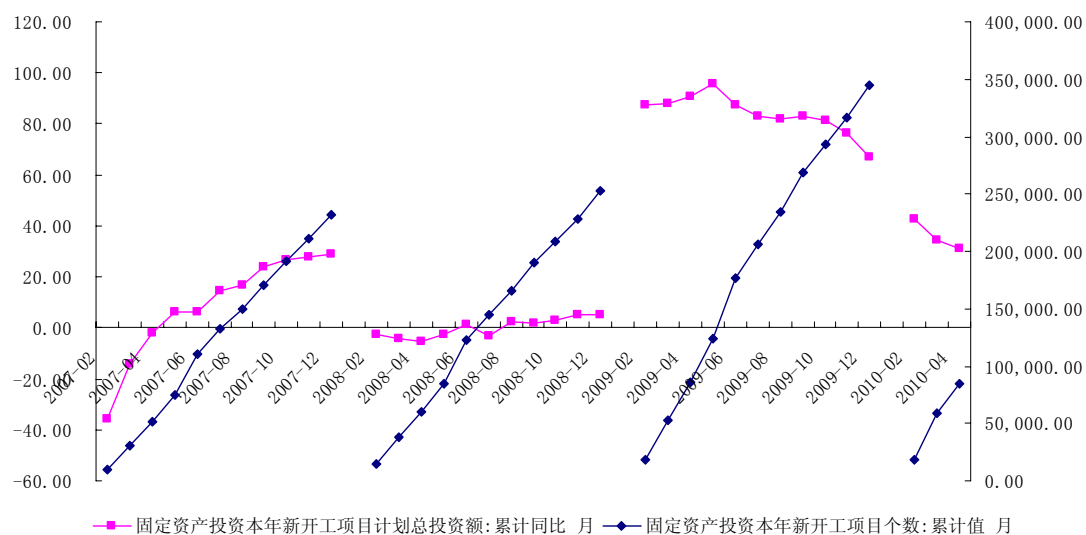
从最潜层来讲，央行加息决策直接因素是CPI，实际利率不可能长期为负。2009年4季度CPI转正，今年1-4月，CPI总体呈现上升的趋势，负利率虽已持续3个月，但CPI静态看并不高。正常情况下应小幅加息表明央行对潜在通胀的关注。

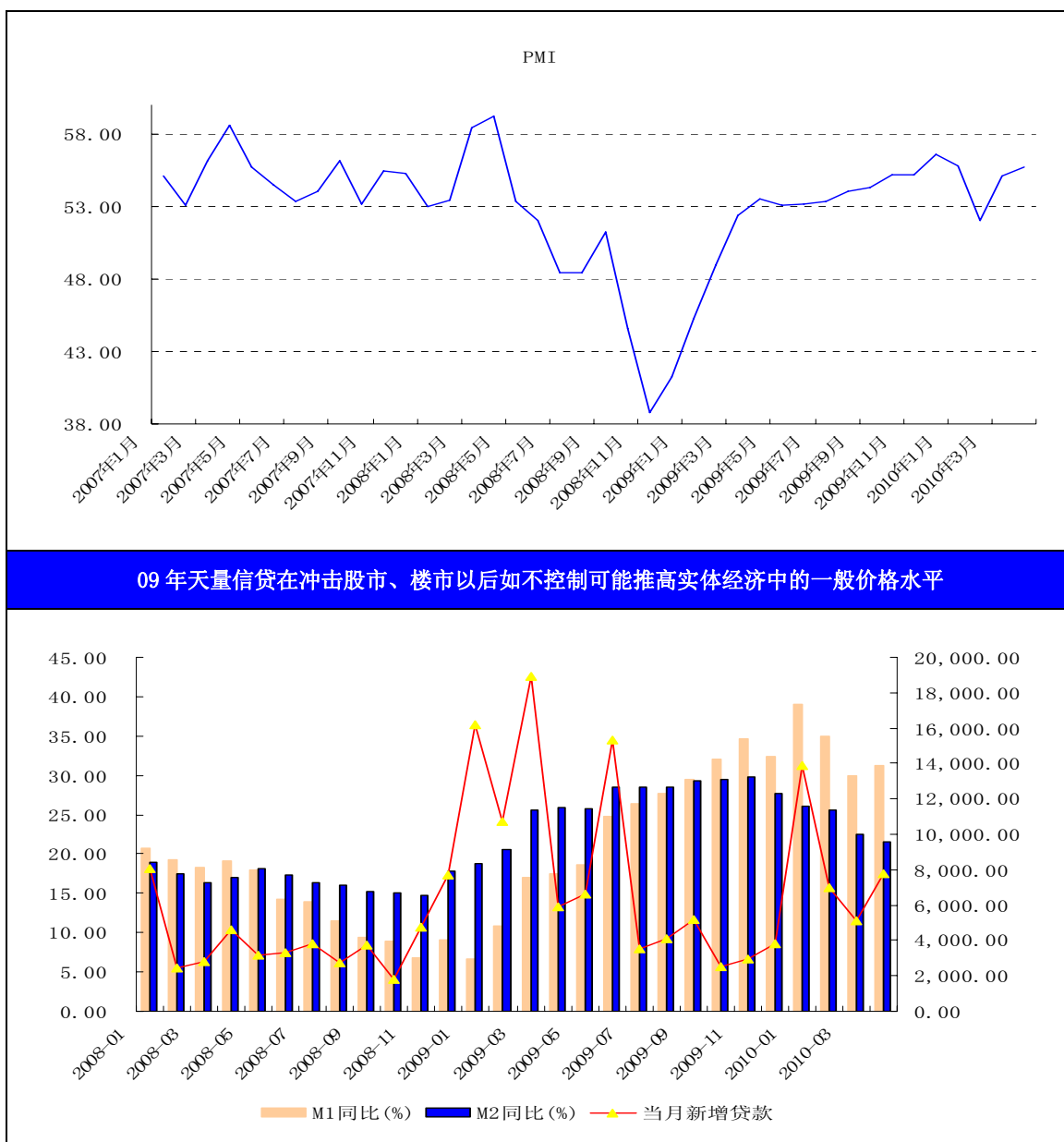
PPI持续数月上升，结合PMI指数、全社会新开工项目数显示微观经济的活力在增强。PPI代表社会的总成本，如果没有其他因素干扰，在主要制造业产能利用率均处于比较高水平的情况下，未来PPI向CPI传导涨价因素是必然趋势。

负利率状况已持续 3 个月



当年新开工项目、PMI 指数情况显示微观经济持续向好





资料来源: wind

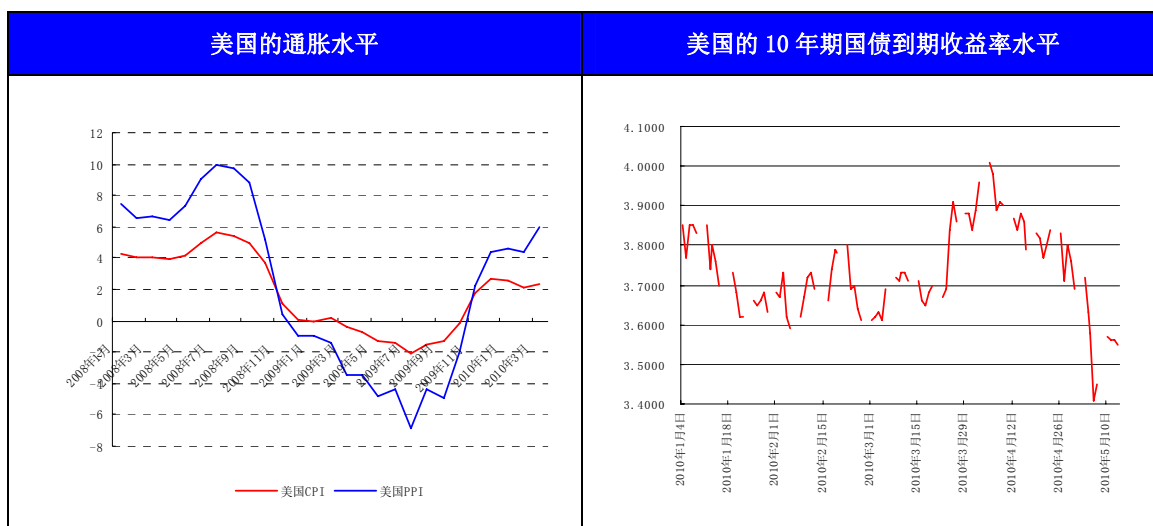
凡此种种，都指向一个政策结果——加息！事实上，金砖四国中的其他三国确实开始了加息动作。但颇具戏剧性的是，2010 年中国宏观调控的大刀对准了千夫指的行业——房地产，甚至国务院常务会议专门讨论商业银行某类贷款的发放原则和定价、部分城市买房需要结婚证、户口本，足见狠之深、切之痛。密集出台的政策大有不见房价跌誓不罢休的意味。由于房地产在中国特有的行业地位，因此，我们认为 2010 年的地产调控很可能成为今年宏观经济运行中的程咬金。本已恢复并开始呈现过热苗头的中国经济快车虽不敢说熄火，但至少是狠狠地踩了一脚刹车。

接下来，央行面临着困难的抉择——天量的信贷要管理、目前的利率

水平从长期看肯定是偏低的；但加息加速房地产行业的资金压力，中国经济不倒也要打个趑趄。房价和地价紧密联系，几万亿的地方城投债本质上依靠地方土地财政偿还。如果净出口和消费不能很快跟上，中国经济二次探底并非虚言。央行对待加息恐怕就并不轻松。**我们的结论是：如果 2010 年政府坚决调控房地产行业，那么央行对待加息的态度可能就是一慢二看三通过，即使加息也可能是象征性的小幅加息。**

另外，今年以来，人民币升值的压力也相当大。实际上升值调整了国内外商品的相对价格，相当于让度了一部分海外需求，对经济同样起到紧缩的政策效应。所以，今年央行的宏观调控也可以采取本币升值的做法替代加息。在美国还没有采取加息政策时，国内加息会加剧热钱流入，央行对冲外汇占款的压力也将更加艰巨。这部分内容，国内讨论得已经相当之多，这里不再赘述。

最后，希腊主权债务危机使得央行在对待加息时将更加谨慎。欧元区主权危机愈演愈烈，金融市场大幅震荡。其中，“PIGS”各国CDS的大幅上升，5月份前四个交易日内“PIGS”各国CDS均上升接近50%，希腊的CDS已超过1000bps,接近08年雷曼倒闭前夕的水平。同时，“PIGS”外债最大持有国法国、德国CDS水平也大幅上涨。欧洲美元Libor曲线相比一个月前明显上移，大有重演08年9月之势，表明境外美元市场交易对手风险显著上升。大宗商品、股票大幅下跌，美元指数、黄金、美国国债大幅上涨（基本是债券牛市的典型画面）。美国10年期国债收益率由4月的近4%下跌到目前的3.3%——3.4%左右。我们认为：市场力量还会继续不断地冲击财政问题较多的国家。包括中国在内的全球经济增长速度预期被调低。美国加息的预期同样在降低！



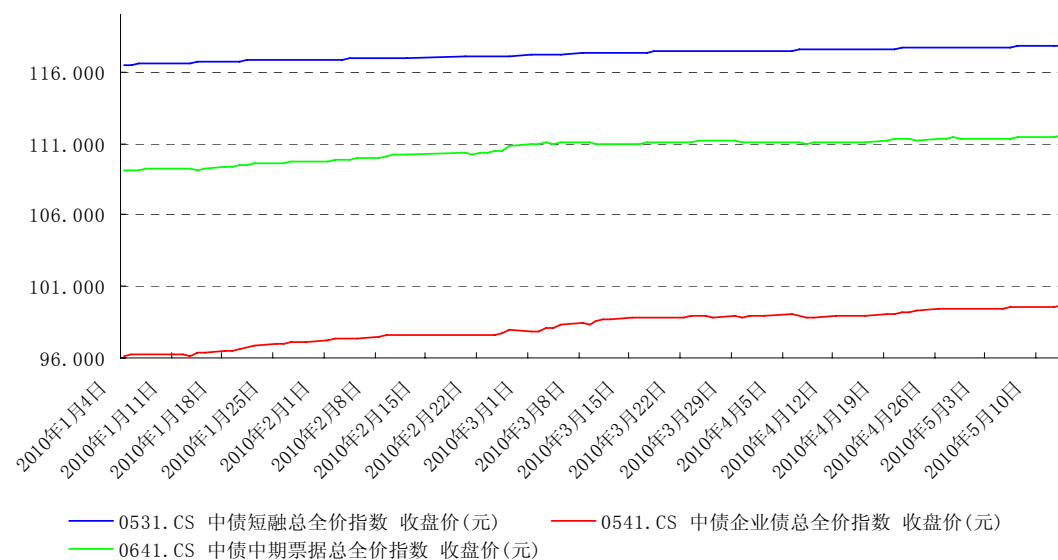
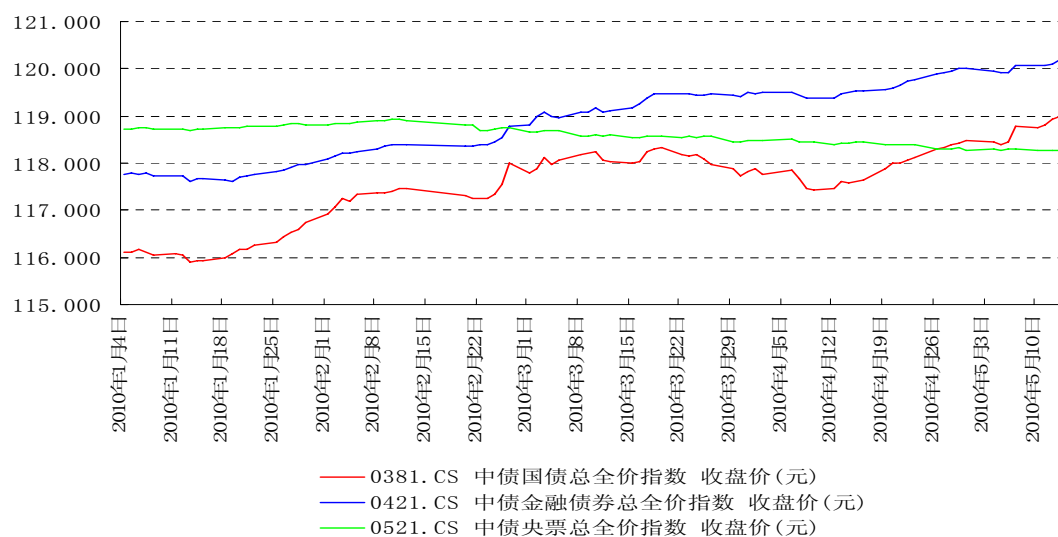
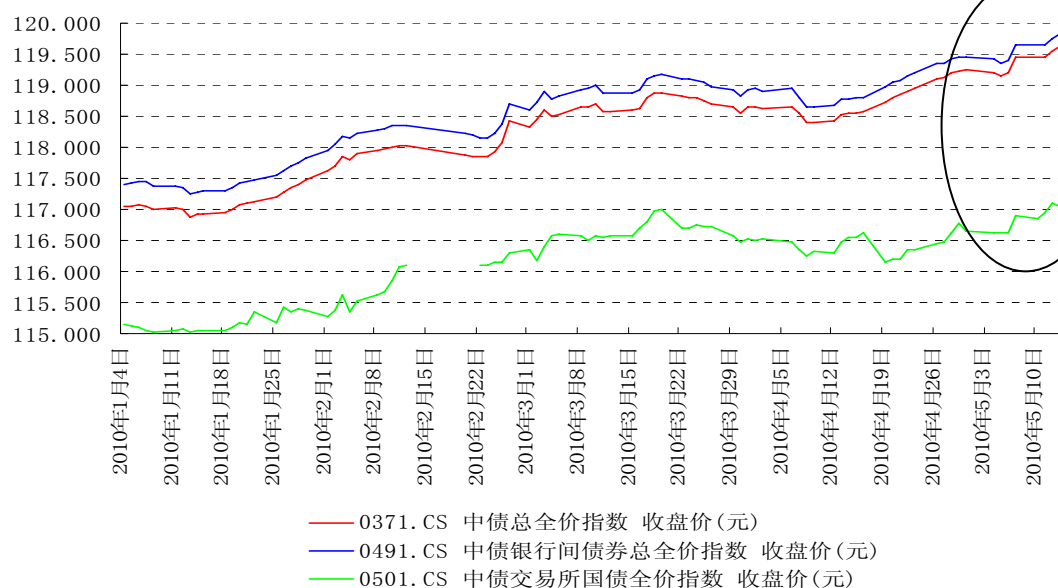
资料来源：Bloomberg

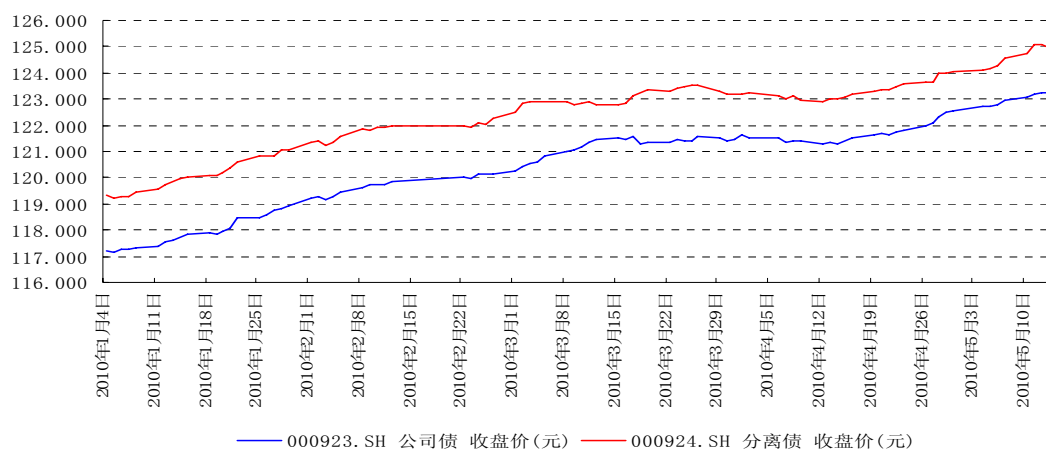
最后总结一下我们的观点：2010 年国内基本恢复并开始显示过热的宏观经济可能被房地产行业的重拳调控改变运行轨迹，经济全年前高后低的概率在加大。翘尾因素使得即使未来数月没有新的涨价因素，物价走平，CPI 也将继续上升，负利率状况有所扩大；但央行在对待加息问题上可能将更加谨慎与保守，数量化的调控手段和适度升值是更为优先的政策选择。6 月中旬披露 5 月份 CPI 数据时候成为加息的敏感窗口。即使采取加息动作，我们判断也是传递更直接的紧缩信息为主，幅度不会很大。

以上是我们对近期国内、国际宏观经济的快速扫描。对宏观经济和货币政策走向的判断是我们后面研判债券市场的基础和核心依据。

债券市场回顾——过热威胁消除，债市空中加油

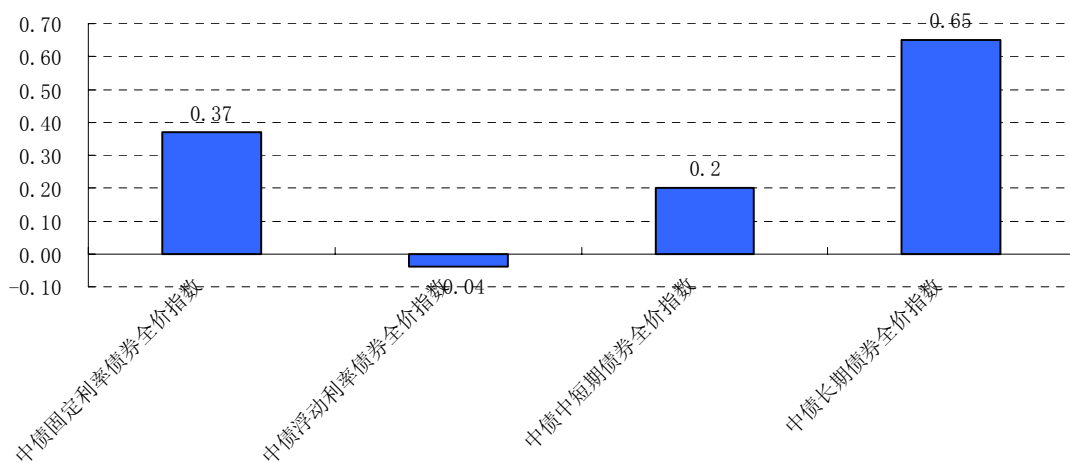
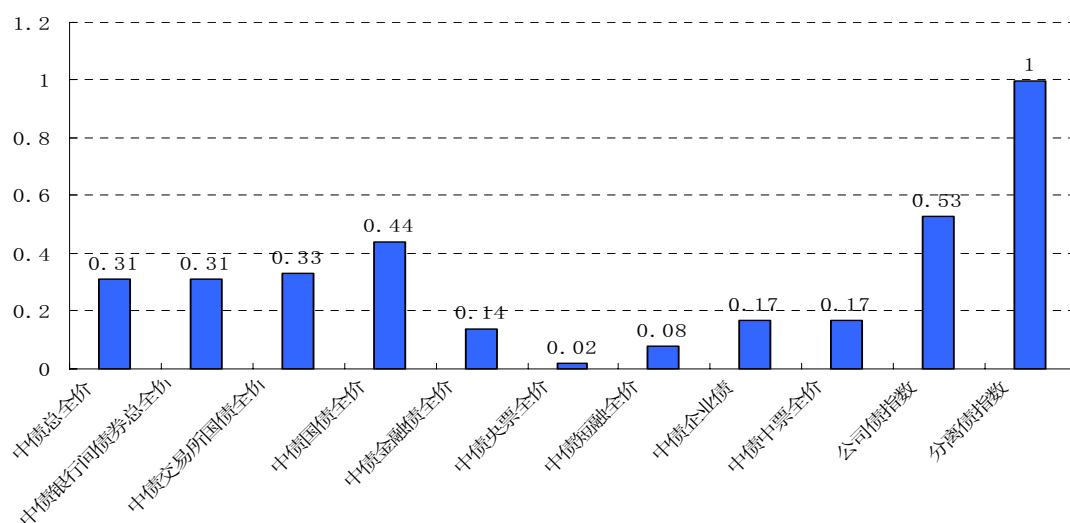
5 月份债券市场继续高歌猛进，如教科书般地走出和股票市场截然相反的走势。除了央票指数表现疲软以外，利率品种、信用品种出现普涨格局。交易所市场涨幅尤其大。交易所市场相对比较特殊，影响债市的一般因素对其影响不显著，股票市场表现、打新收益率才是关键因素。从券种结构看，企业债、中票涨幅较大；从期限角度看，中长期债券涨幅较大，显示收益率曲线趋向平缓。





资料来源: wind

5 月份前 2 周各券种指数涨跌幅 (%)



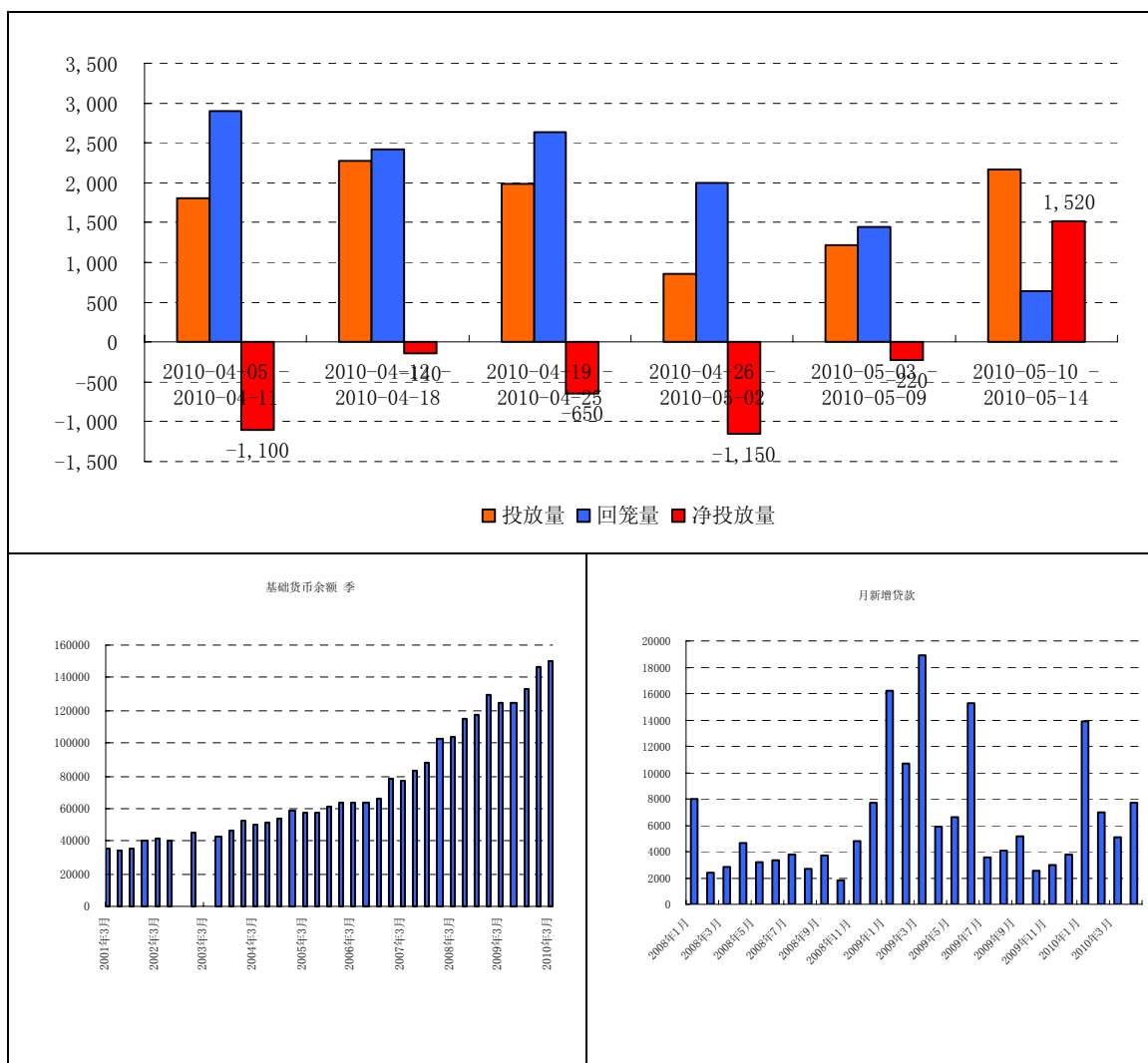
资料来源: wind 德邦证券研究所计算

我们认为收益率曲线长端的下降很大程度上是避险资金带动的，在资金较为充裕的情况下，这部分资金在其他大类资产大幅下跌的情况下进入债市主要是寻求避险功能。

货币市场——“宽货币”格局依旧

1、5月前2周，央行净投放资金 1300 亿

今年 1-3 月，我国外贸出口呈现出蓬勃向上的格局，外汇占款压力颇大，央行仍采取了对冲的策略回收基础货币。但即使如此，基础货币仍处于比较宽松的态势。事实上，2010 年与 09 年显著的区别就在于央行由“紧货币、宽信贷”转向了“宽货币、新信贷”。4 月份，我们外贸净出口量大幅下降，央行的公开市场操作立即转向。与 4 月份每周净回笼货币不同，5 月前 2 周，央行净投放货币 1300 亿，其中第二周净投放 1520 亿。



资料来源: wind

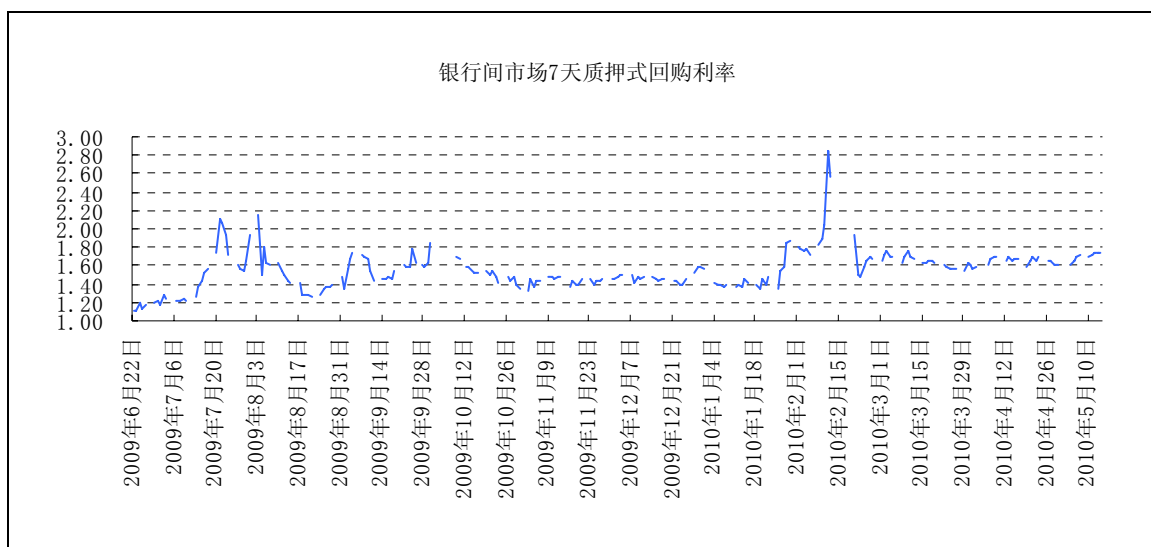
虽然4月份新增贷款7740亿高于市场预期,但贷款结构中,中长期贷款占比仍很高,尤其是居民中长期贷款量并未萎缩。我们认为4月份信贷数据并没有体现最近的严厉调控,预计未来中长期贷款占比过高的现象将得到缓解。年初7.5万亿一直被市场认为是下限,但随着房产政策的出台,我们认为这个数字已变成上限。

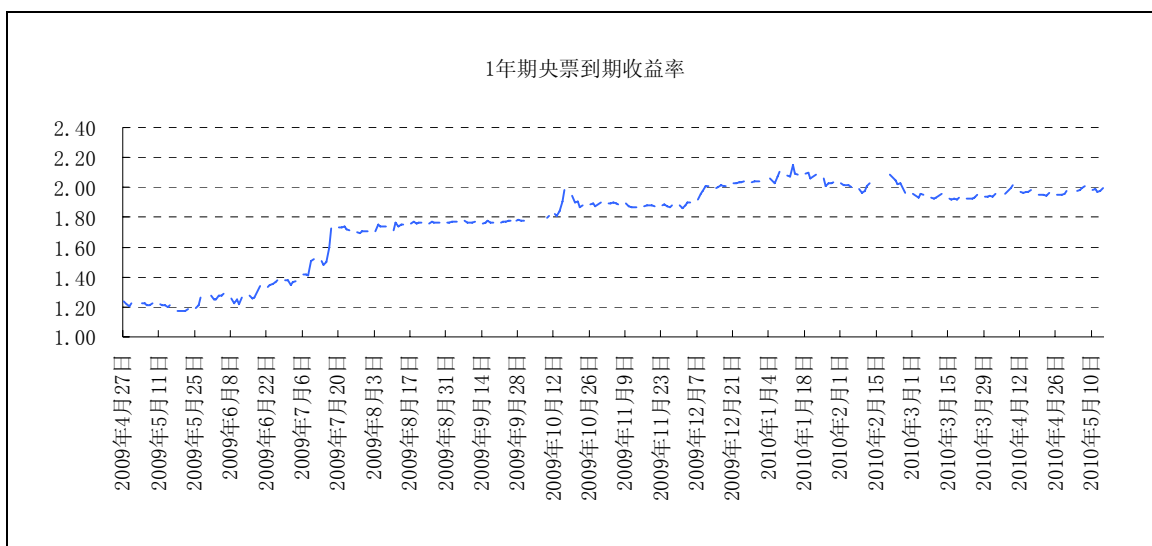
2、银行间市场资金利率——小幅度上涨

5月份以来,随着4月份CPI预期走高,银行间市场回购利率小幅走高,但基本还处于比较温和的态势。

3、1年期央票利率——发行利率稳定,二级市场1.99%处走平

短期资金的另一重要载体1年期央票,到期收益率在春节后窜升到2%以后呈现高位启稳态势。4月8日恢复3年期央票发行带来债市短期震荡以后,市场又恢复了平静。1年期央票今年从1月19日到5月11日,发行利率一直稳定在1.93%的水平,并没有随CPI而逐月走高。



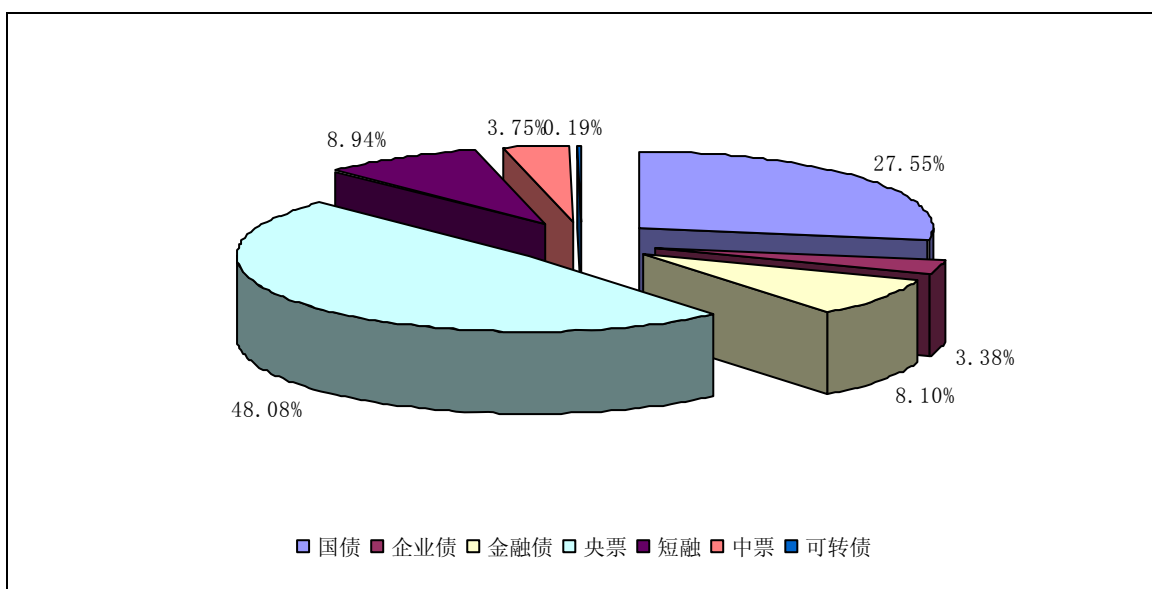


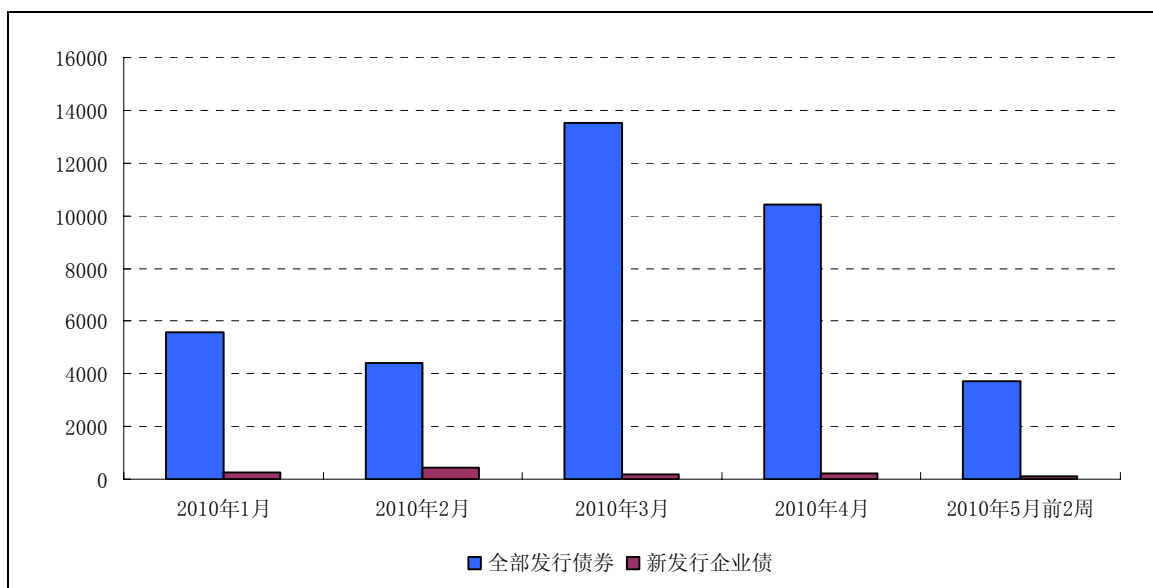
资料来源: wind

发行市场——地方城投债倍受关注

1、5月前2周发行数量环比下降

5月份前2周,债券一级市场共发行各类债券3701.9亿元,其中企业债125亿。2009年全年,发行债券87005.14亿元,其中企业债4252.33亿元。各种类债券结构如下图:





资料来源: wind

2、银监会发文提示城投债风险

4月20日，银监会公布的“2010年二季度经济金融形势分析通报会议”的信息显示，监管机构“关注”银行体系现有的城投平台贷款状况，旨在理清贷款的总量、分布、潜在风险点。具体措辞如下：要按照“逐包打开，逐笔核对，重新评估，整改保全”的要求扎扎实实做好地方政府融资平台贷款风险管控工作；三季度末前必须做到准确分类，提足拨备，年内基本完成对坏账的核销，做到账销、案存、权在，并持续关注时效，在有效期内保全和回收。

我们的理解是：银监会今后将严格限制向地方政府融资平台发放“新增贷款”。此举主要是防止若干年后集中到期的潜在风险，监管机构希望债务总体规模保持在可控的范围内。2、银行机构本身应及早摸清现有贷款风险点和数量，计提贷款准备或提高风险资本的数额。跟踪、提前防范的途径就是通过商业银行对城投平台存量信贷的摸底、分类、拨备等几项关键工作落实。如果未来几年房地产行业能够实现软着陆，我们认为现有的城投债风险不大。

债券市场未来趋势判断——中短期因素主导

由于经济过热威胁逐步消除，压制债券市场的中长期因素（通胀加息）减弱。5月份CPI继续向上基本已经被市场充分预期，加息与否重要性也在

降低。我们认为：中短期因素将主导债券走势，这些因素包括资金面、绝对收益率水平和短期外部扰动因素。

1、资金面对债市仍比较有利

从资金面来看，信贷的抑制导致债市资金供给充裕。虽然央行将加大数量调控力度，但考虑到外汇占款，公开市场到期资金分布，“宽货币”的格局短期内不会出现变化。4月份外汇占款达到3747亿元，成为当前基础货币供给的主要增量。央行将通过多发央行票据对冲外汇占款，也通过不断提升存款准备金率合理引导银行的放贷能力、降低货币乘数。

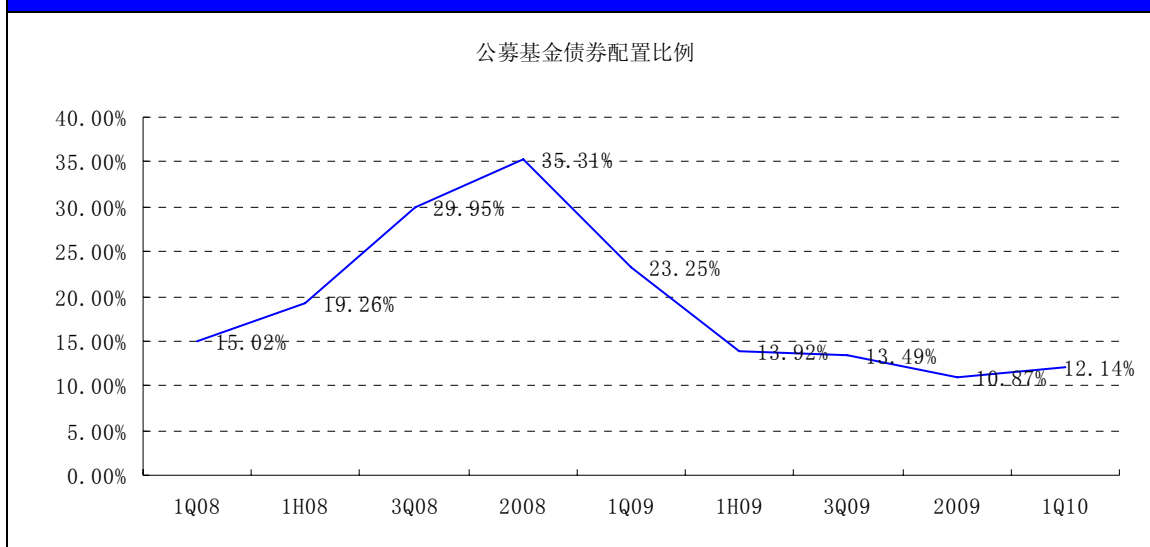
5-7月公开市场存在大量到期央票和正回购，外汇占款如果继续增加将带给央行很大的操作难度。可以说银行间市场流动性仍将保持宽裕。流动性充裕和银行信贷的收紧（主动和被动）将导致银行加大对债券资产的投资力度。

再来看保险机构。保监会公布行业经营数据：2010年1-3月寿险保费收入3291.8亿元，同比增长39.5%，产险保费收入994.5亿元，同比增长38.4%。一季度保险公司实现投资收益466.3亿，同比增加155亿元，平均收益率略高于去年同期的1.2%。保费的稳定大幅增长将继续形成未来债券市场的重要需求力量。

最后看基金、券商等真正游走在股票市场和债券市场之间的机构。2009年，政策不折腾，股票市场也不折腾，债券市场全年基本没有机会。2010年，我们的判断是政策会比较折腾，股票市场会更加折腾，债券市场相对而言可能情况还不错。5月15日据新华网的新闻，13-14日，温家宝总理在天津考察时坦言，宏观调控面临的两难问题不少，要防止多项政策叠加带来的负面效应冲击。我们的理解是：高层也应该注意到了海外系统性风险的扩散，除了地产调控以外，其他的紧缩性政策存在放松的可能。2010年1季度，公募基金债券投资比例上升了1.27%。我们判断：基金今年会继续加大对债券市场的配置力度，新发基金和券商集合理财计划也将会向固定收益产品倾斜。

券商集合理财 2009 年年底，总体债券的投资比例是 11.14%，2010 年 1 季度末，债券比例提高到 11.43%。

公募基金开始加大对债券的配置比例



资料来源: wind

2、利率产品收益率稍低、信用债收益率水平仍具有吸引力

一般而言，10 年期国债的到期收益率水平和 CPI 的均衡差别是 100-150 个 BP。如果单纯看 CPI 和 10 年期国债的到期收益率水平，目前国债涨得有点过头了，或者说目前的国债收益率水平已经涵盖了投资者对未来经济下滑的预期。无论如何，利率产品目前的配置和交易意义都不大。

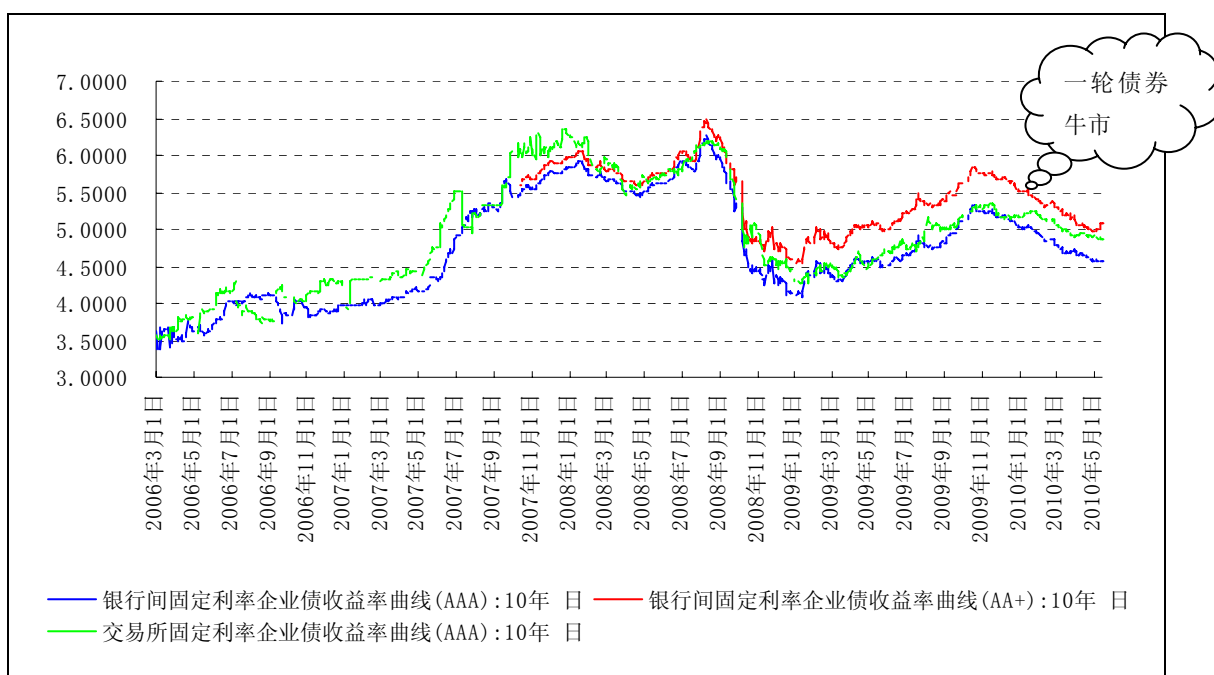


资料来源: 中债网

在目前“内忧外患”的环境下，利率产品收益率下降空间有限，具有

较高信用利差的企业债仍将是颇具吸引力的品种。城投债虽然在房地产调控中受到一定负面影响，但是如果其后续供给继续大幅降低，那么这种负面影响相对于供给方面的正面影响仍然不大。

股市的持续调整能够带动交易所信用债持续走强，使得银行间企业债与交易所信用债的比价效应将会较为明显，推动银行间企业债收益率继续下探。以08江铜债为例，目前剩余6.37年，5月14日收盘收益率为5.462%，虽然相较该债前期平均约5.80%-6.0%的水平已经大幅下降，但是如果将其看做6年期AA+级银行间企业债来定价的话，收益率定位应该在5.0%以下（银行间5年期AA+级企业债的收益率为4.68%）。当然，由于银行间和交易所的投资群体结构不一样，08江铜债收益率是否能下行至5.0%尚不确定，不过如果股市持续下跌，那么以08江铜债为代表的交易所信用债收益率应该还有下行空间，至少在信用债的方向上，是有利的。考虑到中国经济的现状和信用债的绝对票息，我们认为持有信用产品半年获得正收益的概率是比较大的。



资料来源：中债网

结论和投资建议

基于我们对下半年中国经济增速逐步下滑的判断，从大的策略角度讲，今年主要的债券配置方向是信用债。对于一定要配置利率产品的机构，由于3年央票绝对收益、流动性和安全性都较1年期央票有优势，可予以重点配置。信用产品现阶段配置价值仍很高，高等级信用债券受益于中票利率走势有望上涨。

债券市场的风险主要在于以下情景假设：（一）、如果房地产行业仅仅是一假摔，中国经济再次出现加速，CPI 节节攀升；（二）、股票市场出现大涨，打新收益率回到1年前的水平。

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能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本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。