

2007 年债市回顾及 2008 年债市展望

一、债市综述

1、银行间市场交易概况

2007 银行间交易市场最主要的特征就是收益率曲线的不断上移，但是上下半年仍然呈现出不同的变化。

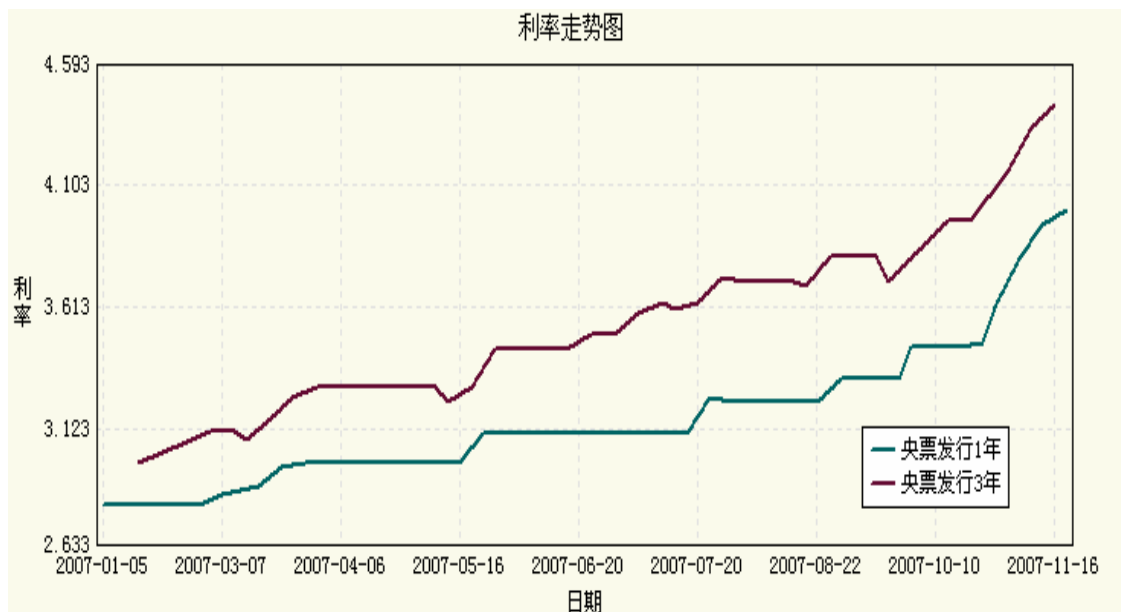
07 年上半年，市场收益率曲线陡峭化趋势明显。虽然收益率曲线整体上移，但是收益率曲线长端上移明显大于短端，中长期债受影响较大，尤其是 10 年以上国债及企业债，收益率大幅上升。

但转至 07 年下半年后，受央行连续加息及央票发行利率不断上行影响，1 年左右短期债券收益率大幅上升。其中，以短期融资券发行利率上升最为明显，主体评级 AA 级的短融，发行票面已经从 4% 以下抬升至 6.2% 以上，上升超过 200BP；而同时期 7 年以上中长期品种，尤其是中长期国债，由于市场需求的迸发，收益率上移较少，至 12 月底甚至开始有所回落。因此，07 年下半年收益率曲线又开始呈现出平坦化的趋势。

2、银行间市场发行概况

（1）央票

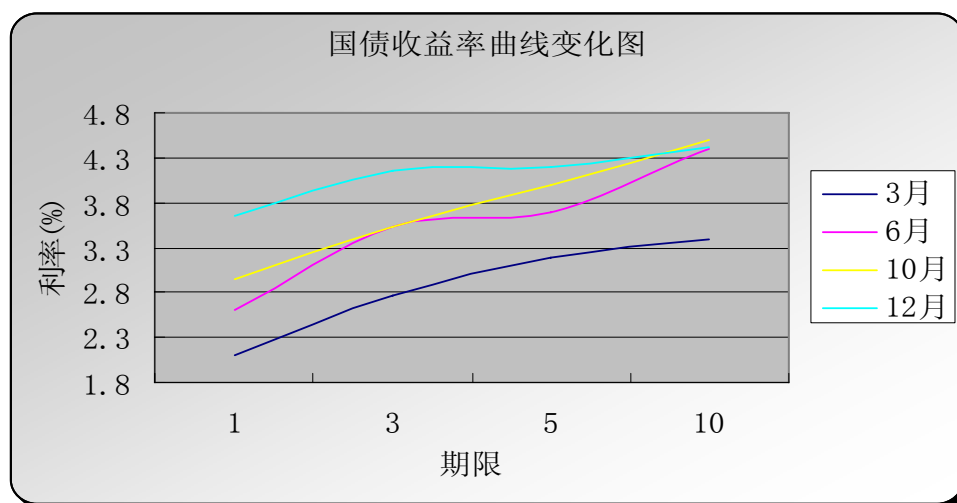
2007 年一共发行 141 期央票，且再次开始发行 3 年央票。全年累计发行 1 年期央票 48 期，发行总量 16170 亿；3 个月期央票 47 期，发行总量 10220 亿；3 年期央票 46 期（包含 4 期定向央票），发行总量 26390 亿。其中 3 年期央票要到 2010 年才开始逐步到期，将大大缓解明后两年的票据到期资金投放压力。



(2) 国债

2007 年共计发行 20 期记账式国债和 8 期特别国债，累计发行总量 21786.78 亿元。具体如下：

通过将 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期几个关键期限国债不同月份的发行利率绘制成 07 年不同月份国债发行收益率曲线图，我们不难发现整个 07 年国债收益率曲线始终保持上行，但上半年收益率曲线陡峭化，下半年收益率曲线平坦化的趋势。具体如下：



(3) 金融债

2007 年累计发行金融债 66 期，其中国开债 29 期，农发债 22 期，进出口债 15 期，其中有 33 期金融债为浮动利率债券。

从发行品种来看，2007 年金融债发行以 5 年期以下中短期品种为主，尤其是二季度开始，以浮动利率债券为主要发行品种，应对当时市场收益率水平不断攀升及对下半年多次加息充满担忧的市场环境，受到了市场的欢迎。

从发行特点来看，浮息债品种发行量占 47%，迎合市场规避利率风险的需求。另外，增加了以“3 个月上海银行同业拆放利率”为基准利率的浮动利率债。

部分浮息金融债发行情况

债券简称	发行结果	市场预测	发行量(亿)	发行日期	投标倍数	发行年限
07 国开 11	S3M_10MA+0.480%	0.45%	100	2007-6-19	2.08	5
07 国开 19	S3M_5MA+0.290%	0.30%	150	2007-9-10	1.83	5
07 农发 19	S3M_5MA+0.50%	0.45%	66.8	2007-10-26	0.56	5
07 农发 05	R+0.500%	0.46%	120	2007-4-20	1.63	5
07 进出 06	R+0.450%	0.42%	100	2007-6-8	2.84	5
07 农发 09	R+0.550%	0.50%	100	2007-6-27	1.47	5
07 农发 11	R+0.730%	0.70%	100	2007-7-17	2.1	5
07 国开 20	R+0.270%	0.27%	150	2007-9-10	2.18	5
07 进出 13	R+0.600%	0.50%	100	2007-11-2	1.349	5
07 农发 13	S3M_5MA+0.230%	0.23%	100	2007-8-10	2.15	3
07 农发 17	S3M_5MA+0.20%	0.20%	139.8	2007-10-10	1.51	3
07 农发 20	S3M_5MA+0.55%	0.45%	120	2007-11-7	1.24	3

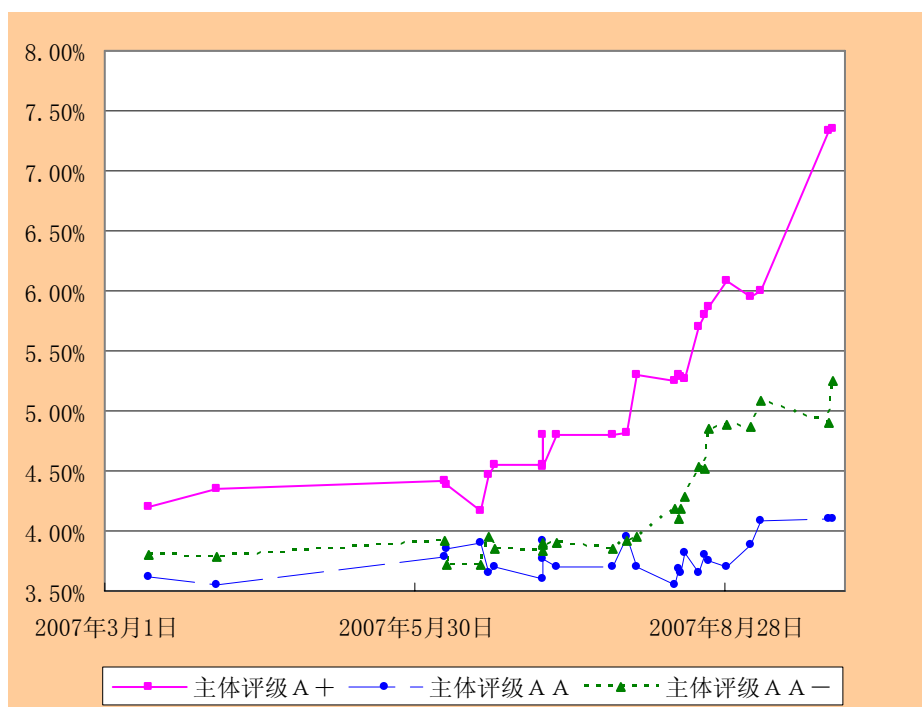
(4) 短融及企业债

2007 年共计发行 89 期企业债及 263 期短期融资券。

受市场影响，企业债及短融发行成本大幅提高。以 10 年期、主体评级 AAA 级企业债为例，发行利率从 4.05%提高至 5.53%，上浮近 150BP。其中企业债发行成本提高主要是由于上半年的收益率曲线

陡峭化趋势及贯穿全年的紧缩政策影响，而短融发行成本提高主要是由于福禧事件影响导致市场各机构对短融投资的风险意识加强、1 年期央票发行利率大幅提升及短融发行成本与 SHIBOR 挂钩后 SHIBOR 的不断上行。

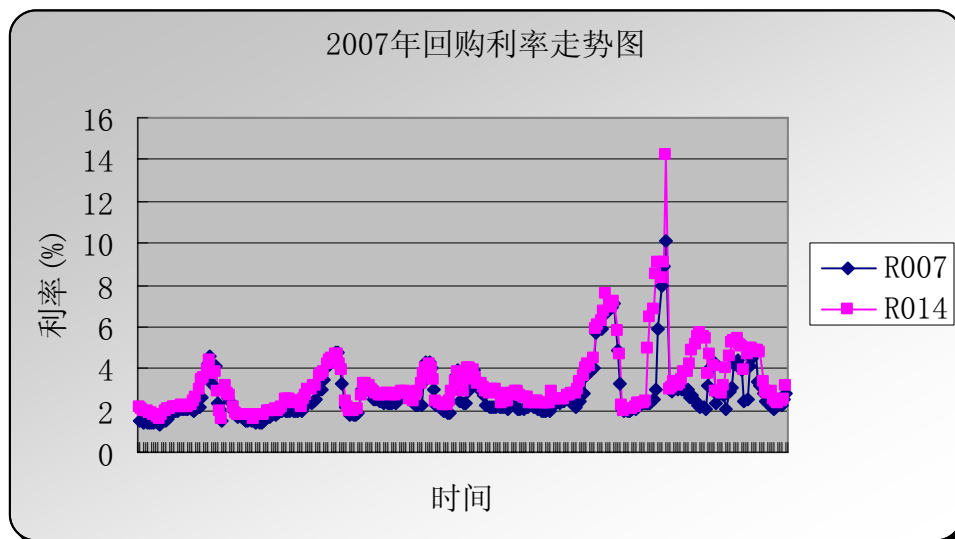
企业短期融资券发行利率走势



3、银行间市场利率走势

(1) 回购利率走势

2007 年回购利率走势上半年较为平稳，下半年受大盘股发行影响波动较为剧烈。主要原因是上半年市场资金较为充裕，而下半年经过连续多次上调存款准备金后，银行资金没有上半年那么充裕，且储蓄资金活期化趋势明显，每逢有大盘股 IPO 时，大批资金堆积在一级市场申购，给银行间市场资金造成了巨大压力，因此回购利率往往出现大幅飙升。

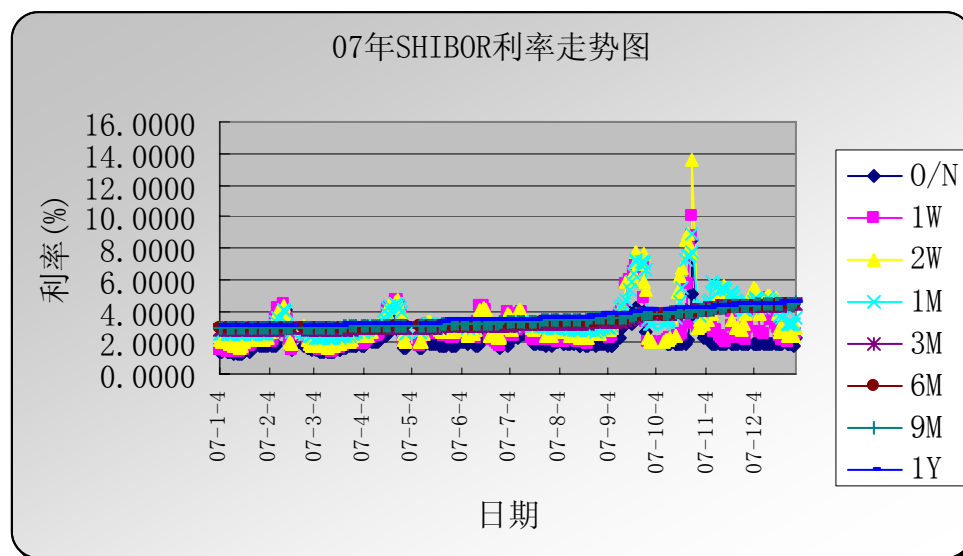


数据来源：北方之星

(2) SHIBOR 利率走势

SHIBOR 自 07 年 1 月 4 日推出以后，日显重要，年内共计发行了 9 期以 SHIBOR 为基准利率的浮息金融债，且目前短期融资券发行票面利率均以同期限 SHIBOR 为定价基准。

从 SHIBOR 走势来看，3 个月以内品种基本与回购利率波动相一致，受市场短期资金面影响较大，而 6 个月以上品种则基本保持平稳向上趋势。具体见下图：



07 年SHIBOR收益率走势图（数据来源：www.shibor.org）

4、公开市场操作

2007 年公开市场操作呈现前紧后松的趋势，上半年央行公开市场操作以回笼货币为主，下半年 8 月以后均为净投放货币。全年累计净投放货币 5232.84 亿元。

2007-01-01 至 2007-12-31 按月投放统计

日期	投放（亿元）	回笼（亿元）	合计（亿元）
2007-1-31	4959.62	10297.63	-5338.02
2007-2-28	6294.76	2402.38	3892.38
2007-3-31	3075.84	9533.14	-6457.30
2007-4-30	2184.07	3180.03	-995.96
2007-5-31	2589.95	2421.73	168.22
2007-6-30	4400.00	2481.58	1918.42
2007-7-31	2390.00	3508.50	-1118.50
2007-8-31	8202.20	4563.36	3638.84
2007-9-30	4370.00	2492.60	1877.40
2007-10-31	3600.00	2225.55	1374.45
2007-11-30	2841.16	2764.37	76.79
2007-12-31	12631.66	6435.54	6196.12

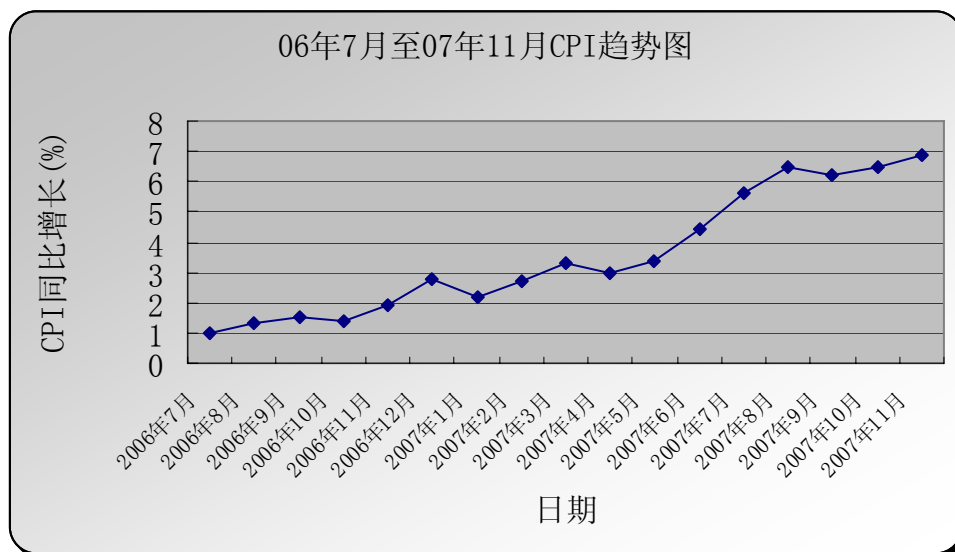
数据来源：北方之星

二、2007 年宏观面回顾

1、CPI 增速不断加快

2007 年，CPI 的不断加速上行及由此产生的通胀压力不断增大受到了全社会的关注。

07 年 3 月份，CPI 同比涨幅便超过了央行年初认可的 3% 的通胀目标，达到 3.3%。随后几个月，在以猪肉为代表的粮食食品价格大幅上涨的带动下，通胀率居高不下，8-11 月份 CPI 同比涨幅均维持在 6% 以上，并在 11 月份达到了近 11 年的新高 6.9%。



CPI 上行速度的不断加快导致实际利率水平不断下降，由此导致市场投资冲动及贷款冲动不断增加，并使得央行多次加息的效果大打折扣。面对这一情况，央行为抑制投资冲动及贷款冲动，不得不多次采用各种货币政策对市场进行调控。但从目前情况来看，效果还没有在整个国民经济体系中显现出来，而仅仅只是导致银行间收益率水平不断攀升。

2、流动性过剩，储蓄活期化趋势明显

流动性过剩贯穿整个 2007 年，这使得央行全年的政策调控也始终以数量调控为主。造成这一情况的原因是多方面的，我们认为最主要的原因有以下几个方面：

（1）国际游资的不断涌入

受人民币升值预期影响及近两年来国内固定资产、金融资产不断上涨带来的高额投资收益吸引，大量国际游资不断涌入国内，导致我国外汇储备迭创新高。

（2）贸易顺差不断增大

2007 年前 11 个月贸易顺差达到了 2392 亿美元，平均每月 200 亿美元左右，由此导致央行因外汇占款被动向市场投放人民币超过 1.6 万亿。

（3）储蓄活期化趋势明显

受银行实际利率水平为负及股市、楼市大幅上涨的影响，2007 年全国投资热情不断高涨，储蓄活期化趋势明显，大量定期储蓄资金均转为活期资金，投入到股市及楼市中。

3、紧缩政策贯穿全年

07 年可以说是一个政策年，货币紧缩政策贯穿了全年，07 年共上调存款准备金率 10 次，合计 550BP；加息 6 次；发行定向央票 6 次，以及其他一些货币政策。具体见下表：

货币政策	时间	内容
2007 年	提高银行存款准备金率	
	1 月 15	提高法定存款准备金率 50BP 至 9.5%
	2 月 25	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 10.0%
	4 月 16 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 10.5%
	5 月 15 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 11%
	6 月 5 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 11.5%
	8 月 15 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 12.0%
	9 月 25 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 12.5%
	10 月 25 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 13%
	11 月 26 日	再次提高法定存款准备金率 50BP 至 13.5%
	12 月 25 日	再次提高法定存款准备金率 100BP 至 14.5%
	发行定向央票	
	3 月 9 日	以 3.07%发行 3 年期定向央票 1010 亿元
	5 月 11 日	以 3.22%发行 3 年期定向央票 1010 亿元
	7 月 15 日	以 3.60%发行 3 年期定向央票 1010 亿元
	8 月 16 日	以 3.69%发行 3 年期定向央票 1010 亿元
	9 月 7 日	以 3.71%发行 3 年期定向央票 1510 亿元

	10月11日	以3.95%发行3年期定向央票1520亿元	
	提高银行存贷款基准利率		
	3月18日	提高银行存贷款基准利率0.27%至2.79%	
	5月19日	提高银行存贷款基准利率0.27%至3.06%	
	7月21日	提高银行存贷款基准利率0.27%至3.33%	
	8月22日	提高银行存贷款基准利率0.27%至3.60%	
	9月14日	提高银行存贷款基准利率0.27%至3.87%	
	12月21日	提高银行存贷款基准利率0.27%至4.14%	
	特别国债		
	8月29日	以4.30%发行10年期特别国债6000亿元，实际持有人央行	
	9月17日	以4.58%向市场发行15年期特别国债	共计1000亿元
	9月21日	以4.55%向市场发行15年期特别国债	
	9月28日	以4.46%向市场发行10年期特别国债	
	11月5日	以4.49%向市场发行10年期特别国债	349.7亿元
	11月19日	以4.69%向市场发行15年期特别国债	355.6亿元
	12月11日	以4.45%发行15年期特别国债7500亿元，实际持有人央行	
	12月14日	以4.41%向市场发行10年期特别国债	263.18亿元
	其他政策		
	5月21日	银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之三扩大至千分之五	
	8月15日	降低储蓄存款利息所得税至0.05%	
	特种存款（主要向城商行、农信社）		
	10月23日	3月期2.91%，1年期3.44%发行1000亿	
	12月27日	3月期3.37%，1年期3.99%发行1000亿	

从全年的货币政策来看，主要还是以数量调控为主，针对的是市场流动性过剩的情况。从实际效果来看，银行间市场成为调控效果最明显处，至下半年市场流动性逐步紧缩，各券种收益率水平相比年初均大幅上升。

三、2008 年市场展望

1、CPI 上涨速度短期内仍无放缓迹象

我们认为，2007 年 CPI 的不断上行主要缘于消费品领域的成本推动型通胀及生产资料领域的需求拉动型通胀。即一方面，由于猪肉、

粮食、原油价格上涨，造成人民日常生活消费所必须的商品价格大幅上涨，另一方面，受固定资产及金融资产价格不断上涨影响，吸引了国民经济体系中的大批资金涌入该领域进行投资，从而进一步推高了固定资产及金融资产价格。

进入 08 年后，虽然猪肉价格上涨压力通过扩大养殖规模可以有效缓解，粮食价格可以通过国家调控进行控制，但是原油价格完全受国际市场影响，从目前趋势来看，原油价格长期仍然看涨，而原油价格上涨对国民经济各部门均会产生较大影响，导致生产、运输成本的提高，从而推动物价水平上升。同时，2008 年北京奥运会将举办，由此将刺激国内消费的大幅增长，从而使消费品领域也面临较大的需求拉动型通胀压力。另一方面，受美国面临次贷危机、美联储连续减息、中美息差不断缩小及人民币升值趋势不变的影响，预计 08 年国际资本涌入国内趋势不会改变，相反还会有所扩大，从而使 08 年国内流动性过剩局面将继续维持，资金总是受利益驱动，过剩的流动性仍将涌入固定资产及金融资产投资领域，从而继续推高其价格。

由此，我们认为 2008 年 CPI 仍将面临较大上行压力，短期内并无放缓迹象。

2、政策面将比 07 年更紧

07 年中央经济工作会议 12 月在北京召开，会议中指出我国经济运行中一些长期积累的突出矛盾和问题还没有得到根本解决，同时还出现了一些值得注意的新情况新问题，经济增长由偏快转为过热的趋

势尚未缓解，价格上涨压力加大。同时对明年的经济工作任务中指出要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。

我国将实施十年之久的“稳健的货币政策”调整为“从紧的货币政策”，这是一个较强的政策转变信号。这预示着明年面临的政策调控压力将比今年更为严峻。

3、贸易顺差有望减少

随着 08 北京奥运会的举办，奥运及其相关产业将刺激国内需求大幅增长，而另一方面，受美国次贷危机影响，国际市场需求增长将大大放缓，由此预计明年贸易顺差，尤其是中美贸易顺差将有可能出现回落，缓解我国外汇储备增长过快、外汇占款带来的被动货币投放压力过大等问题。

4、08 年货币政策前紧后松

08 年上半年，由于 CPI 仍将在高位运行，通胀压力较大，同时年初流动性充裕、贷款冲动较大，因此为达到全年紧缩的政策目标，央行很可能在 08 年上半年通过利率调控和数量调控相结合的方式对市场进行严厉的控制。

而进入 08 年下半年后，随着奥运会的结束，为防止出现奥运会

后需求突然减少带来的经济下滑，央行不太会采用利率政策对市场进行调控，而更多的会倾向于数量调控。

因此 08 年货币政策可能会出现前紧后松的局面。

总体来看，我们认为：

1、2008 年虽然贸易顺差有望缩小，但是受 08 北京奥运带来的需求扩大、国际原油价格上涨及国际资本涌入的影响，2008 年 CPI 仍将面临较大上行压力，同时流动性过剩的问题仍将在 08 年继续困扰着我们。

2、随着中央将控制通胀、让国民经济软着陆放到重要位置，并将实施十年之久的“稳健的货币政策”调整为“从紧的货币政策”，2008 年我们将面临比 07 年更为严峻的政策环境。

3、受上述两方面影响，市场收益率水平在 2008 年仍将继续上行。但是下半年由于政策压力较小，市场收益率相对平稳。因此在投资策略上，08 年上半年仍应以保持流动性为主要目标，着重投资于短期品种，进入 08 年下半年后开始逐步配置中长期品种。

上海证券固定收益总部

王影峰

2008 年 1 月 3 日