

债市左侧投资窗口逐渐打开

固定收益事业部

石磊	shilei070@pingan.com.cn
张俊杰	zhangjunjie003@pingan.com.cn
贾继承	jiaicheng908@pingan.com.cn
魏明达	weimingda486@pingan.com.cn

投资策略

中长期利率产品是较好的交易品种，尤其是政策性金融债，信用债配置价值显现，5年期左右品种为佳

现券模拟投资情况

	上周	前周
持仓比例	100%	100%
账户久期	8.04	8.06
投资累积收益	2.05	2.23
指数 ¹ 累积收益	-3.5%	-3.41%
超额收益	5.55%	5.64%

注1：基准指数为中债企业债总全价指数

监测指标情况

	上周	涨跌
中债固息企业债净价指数	86.64	-0.15
企业债交易指标	46.8	-0.1
货币市场利率领先指数	104.9	-0.2
一级市场情绪指数	90.2	-5.7
二级市场情绪指数	94.6	-3.1

主要内容

■ 主要经济体将展开政策博弈，国内政策进入观察期

四季度将是国际国内政策博弈期。欧元区必须紧缩财政开支，同时稳定甚至放松货币环境。美国继续保持高财政赤字，并在2012年进行量化宽松的可能性较大。中国最可能增加财政投入和减税以提振内需，同时保持国内较紧的货币环境，提高人民币的升值速度。由于2012年地方政府有大量债务到期，我们预计要么为地方政府放开“银根”要么放松“地根”。基于以上政策预期，我们认为中国将经历为期6个月左右的货币政策观察期，2011年4季度至2012年上半年流动性管理政策将保持温和中性，经济增长可能经历先减速后回升的过程，在这一时期，通胀同比数字将有所下行，债市有望出现阶段性小牛市。

■ 国内宏观：生产、需求低位平稳增长，利润率下滑值得关注

工业生产同比增速温和下滑，但环比仍较为稳健。工业增长动力领先指数仍温和上涨，但是反弹力度有限，工业生产低位增长；工业企业ROE仍处于历史高位，投资潜在动力较为强劲，投资动力领先指数处于历史低位，但持续温和上涨，预计投资将继续低位平稳增长；8月商品房月销售面积和汽车销量同比增速均显著低于历史均值，耐用品需求正处于历史低位。目前工业企业单月利润率有逐步恶化的迹象，我们跟踪的中上游价格差指数和加工行业毛利率指数8月继续下降。预计工业利润率将继续温和下滑，值得关注。

■ 流动性自然增长趋势好转

尽管银行间市场流动性依然脆弱，但已较6-7月份时明显好转。就流动性自然增长的情况来看，目前约有一半的新增外汇占款被贷款派生的存款所需上缴的准备金占用，而另一半可以形成银行间市场的新增流动性。如果外汇占款能够月增3000亿左右，那么超额储备金就会增加1500亿左右（不考虑央行其它操作），超额准备金率每个季度可以提高0.5个百分点。我们估计四季度银行超额率将回升到1.8%至2%的水平。

■ 中长期期品种持有期收益较好

根据目前收益率曲线极端平坦化的状态，我们认为4季度收益率曲线增陡是大概率事件。我们对不同曲线形态变化下持有期收益的测算结果表明，对于国债，10年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到6.26%；对于AA中短期票据，5年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到10.33%；对于AA企业债5年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到10.58%。

■ 现券模拟账户投资情况

按照2011年9月16日的中债估值，我们的模拟账户投资收益率为2.05%（无杠杆），同期基准指数——中债企业债总全价指数收益率为-3.50%，我们模拟账户的超额收益率达到5.55%。

正文目录

引言：政策是方向，供需是关键	6
一、 宏观政策分析	6
1.1 主要经济体将展开政策博弈	6
1.2 中国可能采取更为积极的财政政策、加快人民币升值、保持国内货币环境的政策组合	7
二、 国内宏观经济	8
2.1 工业企业累计利润率仍在高位，单月利润率可能继续温和下滑	8
2.2 工业生产：低位增长	9
2.3 固定资产投资需求：低位平稳增长	9
2.4 耐用品需求：商品房和汽车销量增速均处于历史低位	10
2.5 四季度 CPI 同比数字将显著回落	11
三、 海外经济	11
3.1 美国：财政刺激先行，货币政策或将再宽松	11
3.2 欧元区：债务危机拖累经济增长，短期解决难现曙光	11
四、 资金面：货币市场流动性延续好转趋势	13
4.1 银行间市场流动性自然增长趋势好转	13
4.2 央行将主要通过公开市场进行温和的流动性管理	14
4.3 监测体系显示资金面仍在好转趋势中	15
五、 供需分析：四季度利率债供给压力下降，信用债供给仍将较大	16
六、 投资策略建议	18
6.1 三季度市场回顾：收益率平坦化大幅上行	18
6.2 套利利差：四季度将逐步回升	19
6.3 持有其收益：中长期品种持有期收益最高	21
6.4 利差保护：信用债利差保护较高	23
6.5 技术看市：债券市场维持弱势	25
6.6 现券模拟账户投资	26

图表目录

图表 1 主要经济体政策博弈均衡一	7
图表 2 主要经济体政策博弈均衡二	7
图表 3 工业企业累计利润率	8
图表 4 工业企业单月利润率	8
图表 5 加工行业毛利率指数	8
图表 6 中游、上游行业价格差指数	8
图表 7 工业增长动力指数	9
图表 8 工业企业单季季调 ROE 情况	9
图表 9 投资动力指数	10
图表 10 新开工项目累积同比增速情况	10
图表 11 商品房当月销售面积同比增速情况	10
图表 12 汽车当月销量同比增速情况	10
图表 13 欧元区 OECD 领先指标收缩	11
图表 14 欧元区 PMI 快速滑落	11
图表 15 欧洲各国现有债务评级	12
图表 16 欧猪五国债务互持和对主要国家债务	12
图表 17 TED 3 个月利差小幅上行	12
图表 18 Libor-OIS 利差持续攀升	13
图表 19 CDS 指数明显走高	13
图表 20 各项资金来源与人民币贷款余额同比变化	14
图表 21 外汇占款增速超过信贷增速	14

图表 22 金融机构国外净资产及基础货币同比变化	14
图表 23 央行负债变化	14
图表 24 银行间回购利率与 CPI 环比变化	15
图表 25 银行间回购利率与宏观景气程度	15
图表 26 货币市场利率趋势指数	15
图表 27 货币市场利率预期指数	15
图表 28 回购成交量与拆借成交量（标准化后）	16
图表 29 拆借与回购相对强弱变化	16
图表 30 4 季度国债发行情况	16
图表 31 4 季度国债净融资量情况	16
图表 32 4 季度政策金融债发行量下降	17
图表 33 4 季度政策金融债净融资量显著下降	17
图表 34 3 季度以来信用债供给压力持续增加	17
图表 35 一级市场认购情绪持续下降	17
图表 36 银行间 1Y 和 10Y 国债收益率走势	18
图表 37 银行间 1Y 和 10Y 政策性金融债收益率走势	18
图表 38 银行间 1Y 短融收益率走势	19
图表 39 银行间 5Y 中票收益率走势	19
图表 40 货币市场利率领先指数走势	19
图表 41 二级市场情绪指数走势	19
图表 42 国债与 R007 套利利差走势（标准化后）	20
图表 43 AA 企业债与 R007 套利利差走势（标准化后）	20
图表 44 国债 3 季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	21

图表 45 国债四季度持有期收益情景测算	21
图表 46 AA 中短期票据四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	22
图表 47 AA 中短期票据四季度持有期收益情景测算	22
图表 48 AA 企业债 3 季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	23
图表 49 AA 企业债 3 季度持有期收益情景测算	23
图表 50 国债、AA 中短期票据和 AA 企业债四季度持有期望收益率	23
图表 51 国债持有 3 个月利差保护情况	24
图表 52 AA+中短期票据利差保护	24
图表 53 AA 中短期票据利差保护	24
图表 54 AA+企业债利差保护	24
图表 55 AA 企业债利差保护	24
图表 56 中债银行间国债净价指数走势	25
图表 57 目前预警指标情况	25
图表 58 现券模拟账户投资情况	26

引言：政策是方向，供需是关键

四季度的债市，调控政策变化是利率债市场的风向标，供需平衡的变化是信用债市场关键点。

8 月份显现的美债危机告一段落，美国经济的形势基本向我们预期的方向发展。而欧洲正在向我们预计最坏的形势发展，欧债危机在 9 月份明显升级，各项指标显示，欧债危机可能从主权债务危机扩散成为银行业危机。救市政策的出台迫在眉睫，最终政策的形成少不了各国之间的博弈。希腊、意大利的主权债务危机谁来拯救？欧洲大型银行资本金注入谁来负责？

由于金融危机有明显的外部性，而不同的政策组合，对于危机的外部转移和内部消化的情况有明显的差异，各国目标和约束并不一致，协调政策需要博弈。美国需要欧洲央行帮助欧洲金融稳定基金（EFSF）提高杠杆以扩大救助规模，而德央行认为应通过市场融资提高杠杆，这反映出欧美对央行的约束差异很大；而美国不希望自己只身扩张财政支出，而建议欧洲国家先不要削减赤字，但这一建议遭到欧洲国家主要领导人的拒绝，同样反映出协调政策存在冲突，中国也已经在这一博弈之中。

因此，我们分析中国将采用的政策方向，不能近看国内的环境，还必须将各国财政政策、货币政策的博弈纳入分析框架。

一、宏观政策分析

1.1 主要经济体将展开政策博弈

尽管全球面临着总需求的下滑，但各经济体的差异很大，政策约束也不同，在不同的处境下，政策的博弈可以达到均衡的结果。

欧元区面临的政策约束最大，其大多数成员经济体面临财政赤字不可持续的压力，欧元汇率缺乏弹性，其几乎没有其它选择，必须紧缩财政开支，同时稳定甚至放松货币环境。尽管美国的财政预算赤字也超过 GDP 的 10% 的高水平，但由于美元的储备结算货币地位，其实质性的融资约束并不明显，我们认为美国继续保持高财政赤字的可能性较大，包括奥巴马的就业刺激方案在内，都会在当前限额内增加美国联邦政府的债务水平，而财政刺激之后，长期国债利率一般将出现上行，此时配合有刺激性货币政策可以降低长期利率。我们预期新一轮的量化宽松政策 QEIII 将在 2012 年上半年出台。对于中国来讲，财政政策约束不大，而货币政策受到高通胀的约束，因此，中国最可能采取增加财政投入和减税以增加财政赤字，保持国内较紧的货币环境，同时提高人民币的升值速度。在这样的政策配合下，全球经济有望平稳增长，失衡结构也会得到缓解。

这样的政策均衡会使得欧洲得以逃过一劫，但经济增长速度降低，通胀保持稳定，美国经济增速保持稳定，但双赤字的问题进一步恶化，危机只是被拖后。中国的内需将保持较快的增长，经常项目盈余下降，储蓄增长放缓，通胀保持在较高水平。

但是，如果出现极端情况，全球主要经济体都开始紧缩财政开支，中国继续紧缩信贷环境，汇率和财政支出继续保持稳定，那么全球需求会迅速恶化，并形成恶性循环，届时美元将会升值，全球通胀可能转为通缩，经济的二次探底就会出现。

图表1 主要经济体政策博弈均衡一



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表2 主要经济体政策博弈均衡二



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

1.2 中国可能采取更为积极的财政政策、加快人民币升值、保持国内货币环境的政策组合

当然，我们认为在雷曼危机以后，世界各国政府合作意识增强，政策达成第一种均衡的可能性较大，因此，中国可能采取更为积极的财政政策、加快人民币升值、保持国内货币环境的政策组合。积极的财政政策可能通过增加政府项目投入、减税实现，国内货币政策将维持较紧的信贷政策和中性的流动性管理政策，人民币加快对美元升值以降低美元贬值带来的通胀压力。如果外部环境进一步恶化，中国还可以放松对房地产和汽车的限购政策，拉动内需恢复性增长，我们认为 2012 年基本具备这样的条件。同时，2012 年将有大量地方政府债务到期，如果继续采取对平台公司不放新贷款，限购令土地出让收入继续下降，则部分地方政府现金流可能会出现问题，因此，我们预期 2012 年要么

会有条件的重新打开地方政府的融资渠道，要么放松对房地产市场的调控，有条件的放松地方政府的“银根”和“地根”应是政策无他的选择。

基于以上政策预期，我们认为中国将经历为期 6 个月至 1 年的货币政策观察期，2011 年 4 季度至 2012 年上半年流动性管理政策将保持温和中性，经济增长可能经历先减速后回升的过程，在这一时期，通胀同比数字将有所下行，债市有望出现恢复性小牛市，收益率曲线可能出现先变平后增陡的过程。

二、国内宏观经济

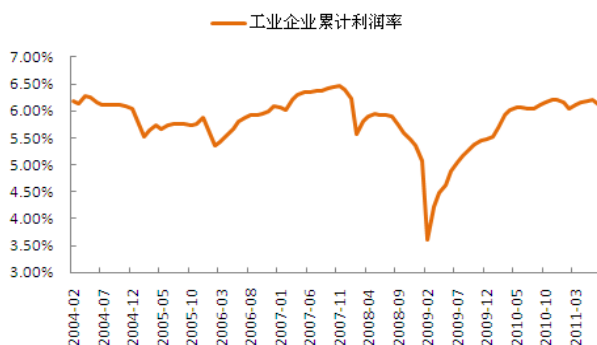
2.1 工业企业累计利润率仍在高位，单月利润率可能继续温和下滑

1-7 月份，我国工业企业累计利润率为 6.11%，环比下降了 0.09%，但同比提高了 0.07%，目前工业企业累计利润率仍处于高位。我们通过线性差值方法估计了 2007 年-2010 年工业企业月度利润率的数据，并发现 2-6 月份工业企业利润率同比仍然是提高的，金融危机以后工业利润率处于温和上涨的趋势中。但是 7 月工业企业利润率有所下滑，7 月份我国工业企业单月利润率为 5.57%，环比下降了 0.75%，同比下降了 0.50%。

我们构建的中游、上游行业价格差指数可以有效监测中游制造业的毛利率变化情况。与工业企业利润率下滑一致，中游、上游行业价格差指数 7-8 月份连续两个月环比下降，7 月份环比下降 0.04%，8 月份环比下降 0.21%。我们还通过加工行业的 PPI-PPIRM 价格差构建了加工行业毛利率指数。与工业企业利润率下滑一致，加工行业毛利率指数 7-8 月份连续两个月环比下降，7 月份环比下降 0.06%，8 月份环比下降 0.26%。

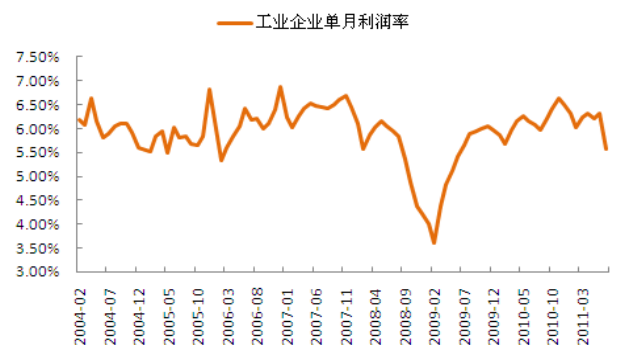
由于中游制造业和加工行业是我国工业经济主体，其利润率变化趋势决定了整个工业利润率走势。整体上讲目前价格差指数和加工行业毛利率指数仍在历史高位，且 7-8 月份下降幅度较为温和，远小于统计局公布的工业企业单月利润率降幅。但是我们也注意到，我们跟踪的这两个指数 8 月份的环比下降幅度均大于 7 月份，因此，工业企业利润率可能继续恶化，但是幅度我们倾向于认为较为温和，对此我们将持续跟踪。

图表3 工业企业累计利润率



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

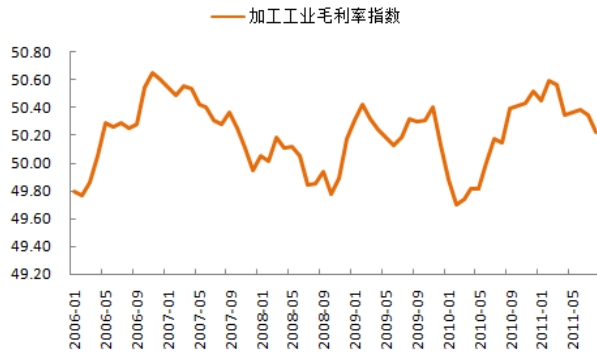
图表4 工业企业单月利润率



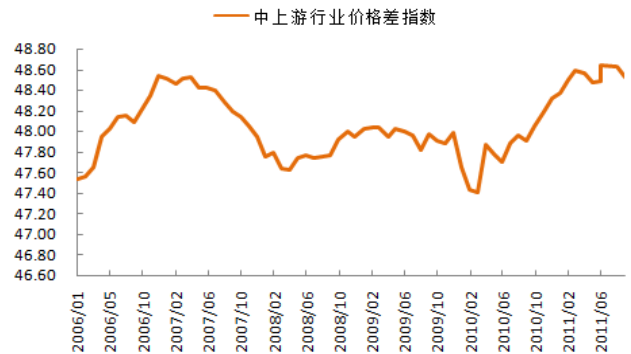
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表5 加工行业毛利率指数

图表6 中游、上游行业价格差指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部



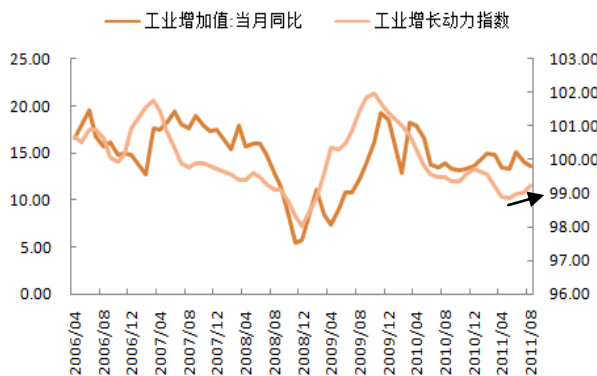
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.2 工业生产：低位增长

目前工业生产同比增速仍在持续温和下滑，8月份规模以上工业增加值同比增长13.5%，比7月份回落0.5个百分点，但季调后的环比增速为1%，较7月份提高了0.13%。虽然环比会由于季调方法和新数据的更新表现得并不稳健，但是整体上讲工业生产仍保持了稳定的增长。

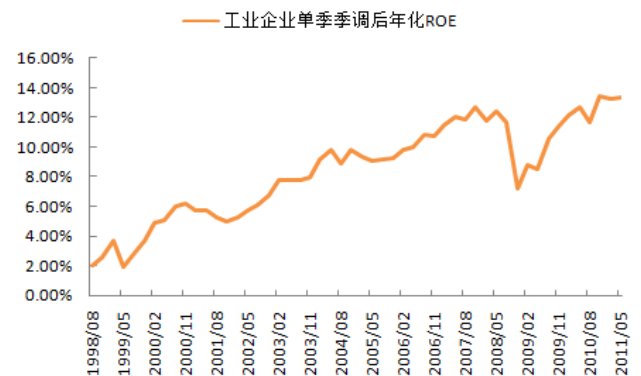
我们通过分行业工业增加值数据构建了工业增长动力指数，在过去几年中该指数具有较好的领先性。该指数在今年4-5月份已经发出了经济企稳的信号，目前该指数仍处于温和上涨趋势中，但是反弹力度有限，至今仍未发出经济大幅回升的信号。因此，我们继续维持之前“经济企稳，但由于电力、信贷等供给约束仍将维持低位增长”的判断。必须指出的是，目前工业企业已出现利润率下滑的迹象，这有可能最终影响到工业生产，因此，未来我们将对利润率和工业增长动力指数进行持续跟踪。

图表7 工业增长动力指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表8 工业企业单季季调ROE情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.3 固定资产投资需求：低位平稳增长

截止到5月份的数据显示，我国工业企业净资产回报率（ROE）正处于历史高位。根据我们计算的结果6-7月份的ROE会有一定程度的下滑，这也和工业企业利润率下滑一致，虽然8月份的数据尚未公布，但预计不会改变其历史高位的现状，这也决定了国内投资潜在动力较为强劲。

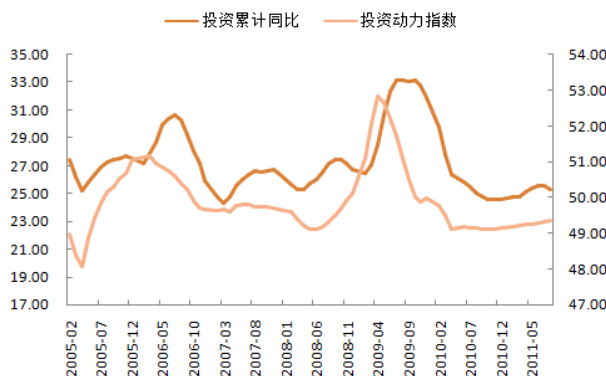
我们通过分行业投资累计同比数据构建了投资动力指数，其构建原理和工业增长动力指数一样，所涵盖的行业包括第一产业中的农林牧渔业和采矿业、第二产业中的制造业、电力燃气及水的生产和供应业和建筑业、第三产业中的房地产、批发零售等。该指数主要覆盖了私人部门，而剔除掉政府投资属性明显的行业，因此，其更多反映的是私人部门的潜在投资动力。从图表9中可以看出，该指

数有很好的领先性，这也说明私人部门决定了整个经济的潜在投资动力。

受流动性抑制影响，该指数目前正处于历史低位，但仍持续温和上涨。因此，当前国内投资动力较为平稳，且私人部门投资动力仍在不断积累。值得注意的是，新开工项目累积同比增速5月份转为正值，且持续回升，这也进一步验证了当前国内投资动力仍较为强劲的判断。因此，我们仍然维持之前“中国正处于扩张周期中流动性抑制阶段”的判断，预计国内投资仍在低位平稳增长。

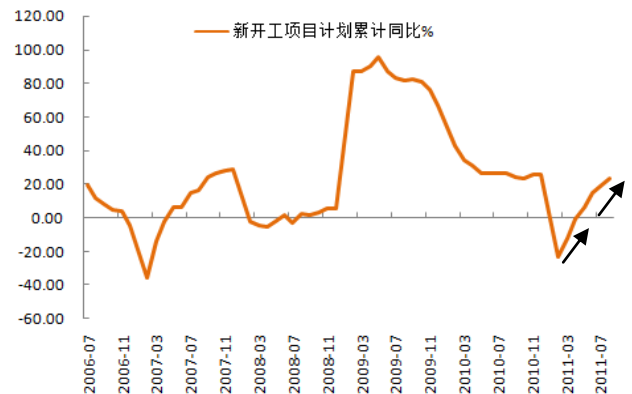
需要指出的是，目前房地产投资在高位持续下滑，这是否会影响国内投资的中期趋势？房地产投资已经被纳入到投资动力指数中，一旦房地产投资改变了整个私人部门投资趋势，该指标会发出信号。对此，我们将进一步跟踪。

图表9 投资动力指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表10 新开工项目累积同比增速情况

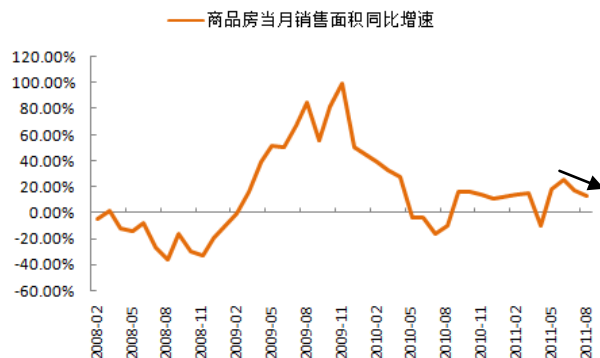


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.4 耐用品需求：商品房和汽车销量增速均处于历史低位

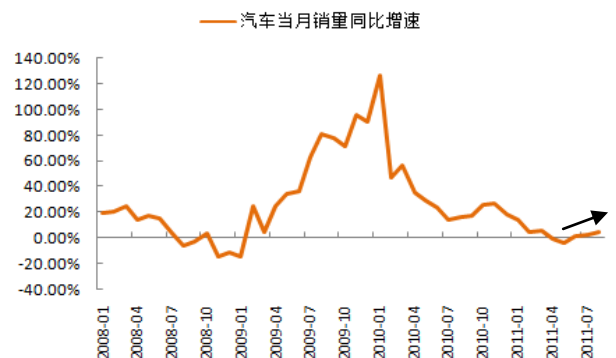
8月份商品房月销售面积同比增速为13.52%，已连续2个月回落。历史增速在20-24%附近，目前商品房销售增速处于历史低位。8月份汽车当月销量同比增速为4.45%，已连续3个月回升。历史增速在20-24%附近，目前汽车销量增速处于历史低位。因此，国内耐用品需求正处于历史低位。

图表11 商品房当月销售面积同比增速情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表12 汽车当月销量同比增速情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.5 四季度 CPI 同比数字将显著回落

8月份中国CPI同比增长6.2%，较上月下降0.3个百分点。CPI环比增0.3%，季调折年率后仅为2%，已连续第二个月下降，其中，食品CPI环比增长0.6%，季调后明显下降，且为连续第二个月下降；非食品CPI环比增长0.2%，非食品CPI环比折年率自4月份起已经持续下降，同比也有触顶的迹象。整体来看，尽管CPI较预期回落的慢，但连续两个月CPI的季调环比下行，表明其下行趋势初现。

我们认为：目前CPI高点已经过去，但是CPI回落速度低于预期。这主要是受到气候因素以及中秋等节假日因素的季节性影响，趋势性较弱。4季度翘尾因素的显著下降将使得CPI出现明显的回落，预计4季度均值将回落至4.5%附近。

三、 海外经济

3.1 美国：财政刺激先行，货币政策或将再宽松

今年二、三季度以来，美国经济出现了增长疲软迹象。房地产和就业市场的迟迟不振降低了居民消费的潜力，进而拖累了经济增长。在大选年即将到来之际，提振就业市场无疑成为了政府的当务之急。9月8日，奥巴马向国会提交了《美国就业法案》。这份价值近4500亿美元的法案尽管从规模上小于2009年的《美国复苏法案》，但目标直指就业率，针对性更强。具体来看，该法案主要由以下几个方面组成：

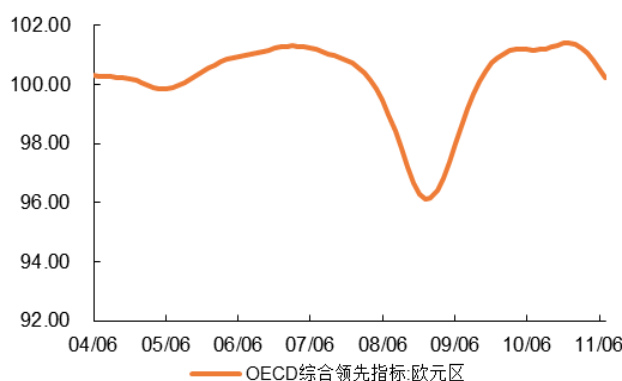
一是对现有的工资税减半，范围将涵盖98%的公司雇员。个人工资税率从4.2%降至3.1%，公司方面工资税率由6.2%降至3.1%。二是“现代美国”计划，即增加对教育、基础设施、高速无线网络的投资，总额约1050亿美元。三是对于长期失业者再就业的税收优惠政策，包括对雇佣长期失业者的雇主的税收减免，以及失业保险的改革。该法案的资金将随着减赤计划的落实，逐步进行支付。我们认为，白宫意欲增加居民收入，从而刺激消费的手段可能提升美国经济的短期表现。但该法案距离落实仍有若干程序要走，预计需要到明年才能作用于经济增长。货币政策方面，联储已经表示目前刺激经济的责任应该在政府。在政府减税计划逐步实施后，联储或许将推动进一步的QE，向刺激计划提供资金，时间点或许将在明年上半年。

3.2 欧元区：债务危机拖累经济增长，短期解决难现曙光

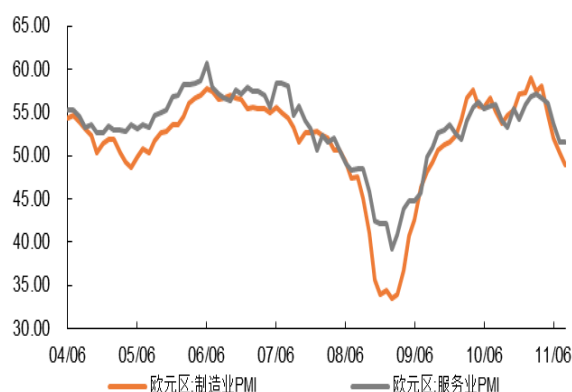
受债务危机拖累，欧元区经济正处于快速回落的过程中。总体来看，自2011年以来，OECD领先指标已经连续7个月滑落，目前已经处于衰退的边缘。核心国家在高负债率的压力下，不得不削减开支，减少进口。但由于进出口贸易是核心国家经济的重要部分，但随着各边缘国家的财政紧缩法案出台，需求在中短期将走弱，这使得制造业对后期经济的预期转向悲观。欧元区制造业PMI已经跌至50下方，突破了衰退分界线。德国、法国制造业PMI都处于欧元问世以来的最低点。

图表13 欧元区OECD领先指标收缩

图表14 欧元区PMI快速滑落



资料来源: Wind 资讯 平安证券固定收益事业部



资料来源: Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表15 欧洲各国现有债务评级

国家	标普	穆迪	惠誉	国家	标普	穆迪	惠誉
奥地利	AAA	Aaa	AAA	马耳他	A	A1	A+
丹麦	AAA	Aaa	AAA	捷克	A	A1	A+
芬兰	AAA	Aaa	AAA	爱沙尼亚	A	A1	A
法国	AAA	Aaa	AAA	塞浦路斯	A-	A2	A-
德国	AAA	Aaa	AAA	波兰	A-	A2	A-
卢森堡	AAA	Aaa	AAA	爱尔兰	BBB+	Ba1	BBB+
荷兰	AAA	Aaa	AAA	保加利亚	BBB	Baa3	BBB-
瑞典	AAA	Aaa	AAA	立陶宛	BBB	Baa1	BBB
英国	AAA	Aaa	AAA	匈牙利	BBB-	Baa3	BBB-
斯洛文尼亚	AA	Aa2	AA	葡萄牙	BBB-	Ba2	BBB-
西班牙	AA	Aa2	AA+	拉脱维亚	BB+	Baa3	BBB-
比利时	AA+	Aa1	AA+	罗马尼亚	BB+	Baa3	BB+
意大利	A+	Aa2	AA-	希腊	CCC	Ca	CCC
斯洛伐克	A+	A1	A+				

资料来源: Wind 平安证券固定收益部

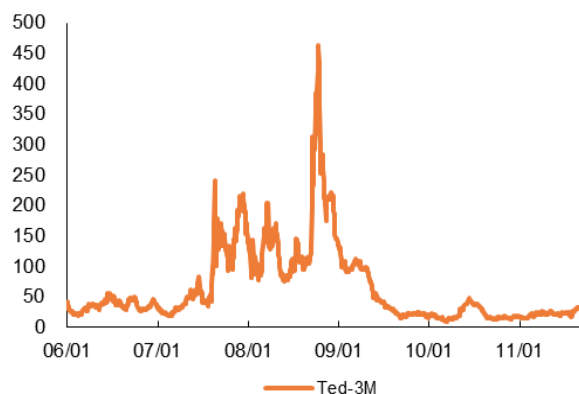
欧债危机对金融市场已经造成了较大的影响。核心国家银行持有问题国家的国债头寸较大，英国、德国银行持有欧猪五国国债头寸分别有4180亿和7040亿欧元，而法国银行更是高达9110亿欧元。市场担心其暴露了太多的主权风险敞口。这种担心使得市场的流动性有所下降，Libor-OIS利差显著升高，已经超过2010年危机初次爆发的水平。另一个问题在于欧猪国家内部的债务互持风险（债务互持图表）。一旦其中某国发生主权信用事件，则其他国家的银行将遭受损失，政府需要救助，加剧本已沉重的债务负担。近期，除希腊短期国债收益率屡创新高之外，CDS指数已经升至1年以来高位，显示投资者对于危机在短期内解决不抱希望。

图表16 欧猪五国债务互持和对主要国家债务

图表17 TED 3个月利差小幅上行

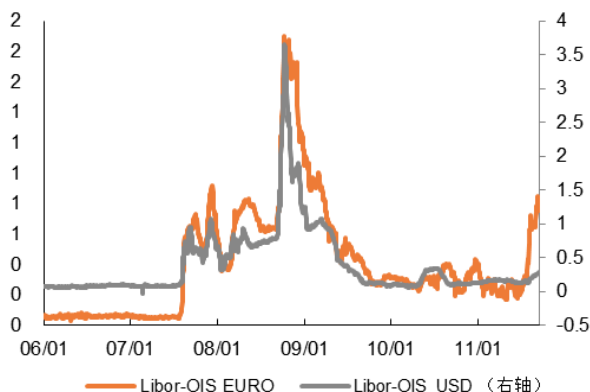
债权国\债务国	希腊	爱尔兰	意大利	西班牙	葡萄牙
英国	150	1880	770	1140	240
德国	450	1840	1900	2380	470
法国	750	600	5110	2200	450
希腊		8	7	4	1
爱尔兰	85		460	300	54
意大利	69	180		310	67
西班牙	13	160	470		860
葡萄牙	97	220	52	280	
单位：亿欧元					

资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部



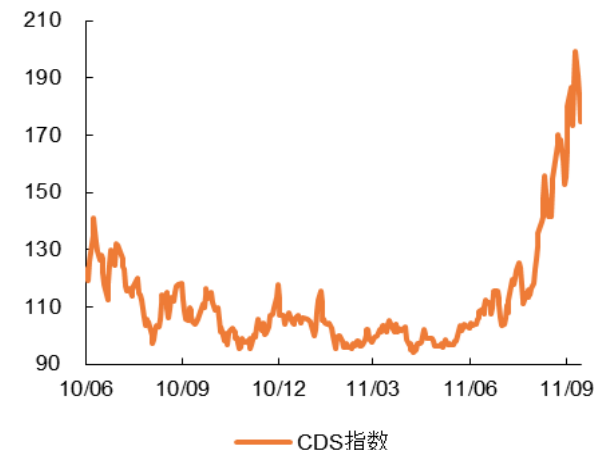
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表18 Libor-OIS利差持续攀升



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表19 CDS指数明显走高



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

四、 资金面：货币市场流动性延续好转趋势

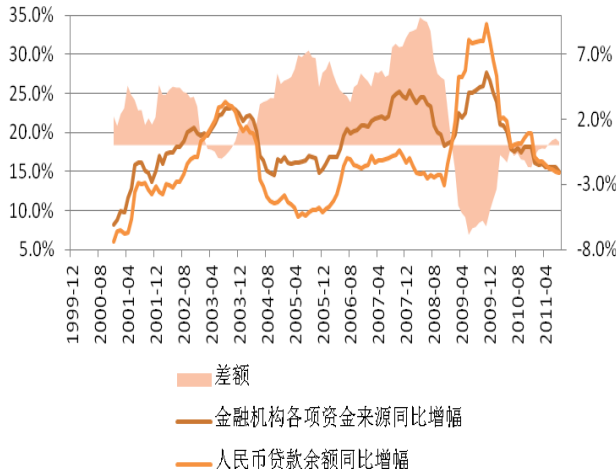
4.1 银行间市场流动性自然增长趋势好转

尽管银行间市场流动性依然脆弱，但已较 6-7 月份时明显好转，从流动性的自然增长情况来看，银行体系内资金增长与信贷增长速度同步下滑，但全部金融机构资金来源增速在 15%-15.5% 的水平，而信贷增长在 14.5%-15% 的水平，资金增速已经小幅超过信贷增速，这有利于银行间市场资金的恢复。

资金增速超过信贷增速的根本原因是外汇占款增速自二季度以来超过了信贷增幅，目前外汇占款的同比增幅达到 20%，而信贷增速仅为 14.8%。由于信贷派生的存款并非基础货币，不能在央行系统内当做保证金存款，反而因为存款规模的上升还要上缴 20% 左右的保证金，而外汇占款形成的存款缴纳 20% 左右的保证金后，80% 会形成银行间市场内的流动性，因此，外汇占款增速与信贷增速差距越大，银行间市场流动性上升的就越快。在不考虑财政存款和流通中的货币等季节性外生干扰的情况下，如果新增信贷与新增外汇占款之比低于 4，银行间市场内的流动性就会上升，而目前这一比例在 2 左右，因此，就流动性自然增长的情况来看，有一半的新增外汇占款被贷款派生的存款所

需上缴的准备金占用，而另一半可以形成银行间市场的新增流动性。也就是说，如果外汇占款能够月增 3000 亿左右，那么超额准备金就会增加 1500 亿左右（不考虑央行其它操作），超额准备金率每个季度可以提高 0.5 个百分点。我们估计四季度银行超储率将回升到 1.8% 至 2% 的水平。

图表20 各项资金来源与人民币贷款余额同比变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表21 外汇占款增速超过信贷增速



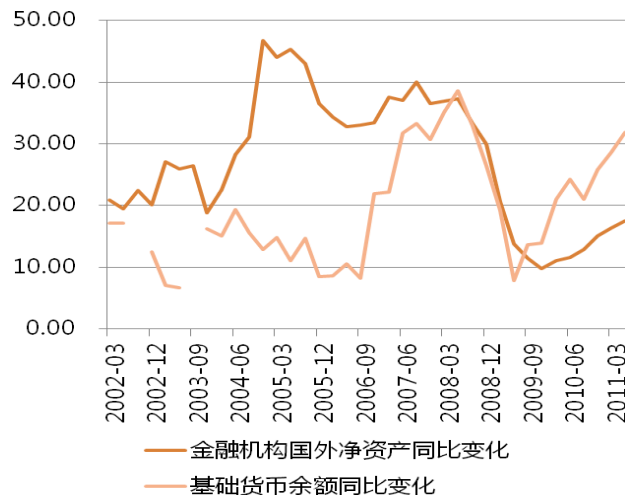
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

4.2 央行将主要通过公开市场进行温和的流动性管理

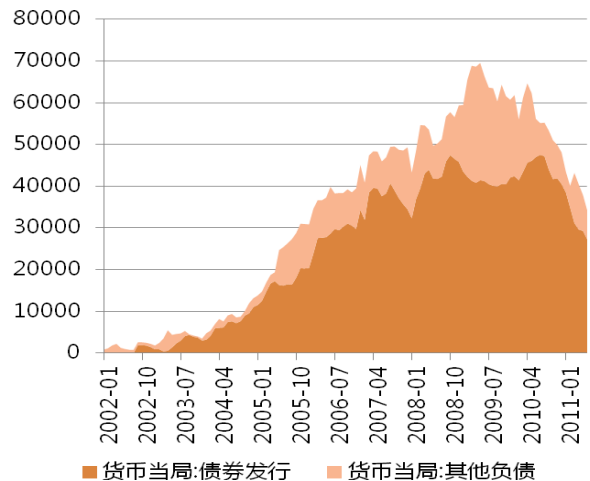
央行连续提高存准的时期已经过去，且保持了显著的公开市场净投放。央票和正回购余额自 2010 年起下降了近 4 万亿，释放的流动性部分被存准吸收，而在存准暂停上调后，央行可能逐步降低公开市场净投放，并出现小幅净回笼，以公开市场为主要的微调流动性工具，这对于市场利率的冲击会小得多。

我们认为如果央行扩大公开市场回笼量，则是对资金面有好的预示，这意味着央行提高存准的可能性在下降。2005 年外汇占款高速增长，央行更多使用了央票回笼，而并非提高存准，货币市场利率处于极低的水平，可以看出公开市场的大规模回笼对价格的影响很弱。

图表22 金融机构国外净资产及基础货币同比变化



图表23 央行负债变化

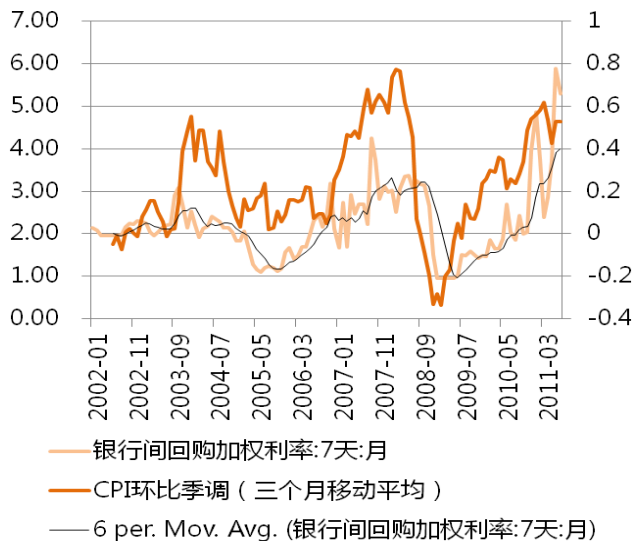


资料来源：Wind 平安证券固定收益部

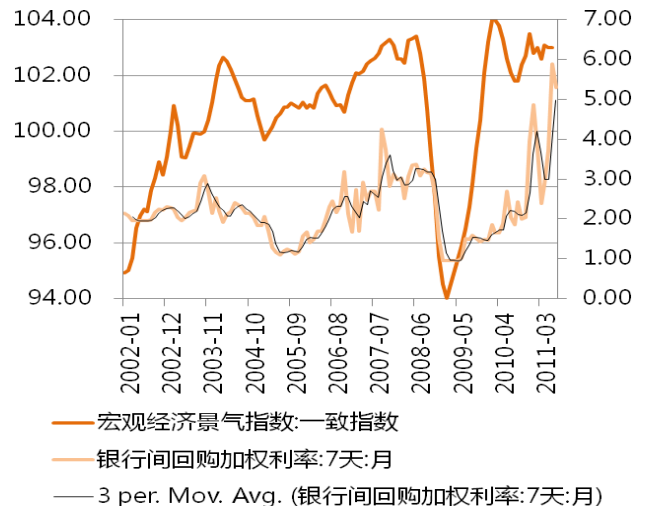
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

从宏观环境来看，银行间市场资金利率往往在通胀触顶后 1-3 个月触顶回落。而中国 CPI 环比增幅出现了回落的态势。在经济增速底部企稳，通胀缓步下行的环境下，资金利率在 4 季度下行并保持在较低水平具有宏观背景的支撑。

图表24 银行间回购利率与CPI环比变化



图表25 银行间回购利率与宏观景气程度



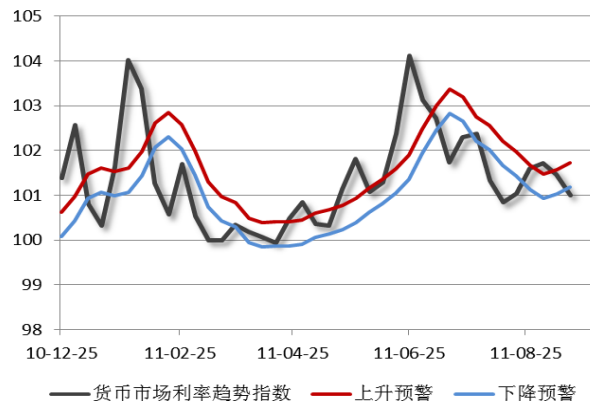
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

资料来源：Wind 平安证券固定收益部

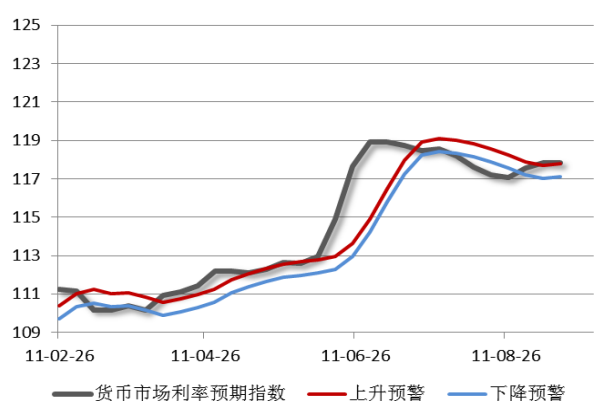
4.3 监测体系显示资金面仍在好转趋势中

我们开发的货币市场利率趋势指数在 8 月末出现小幅跳升后，在 9 月中旬再次跌落至下跌预警线以下，整体趋势有企稳的态势。预期指数持平于趋势线上沿，显示市场对流动性预期基本平稳，但略显谨慎。

图表26 货币市场利率趋势指数



图表27 货币市场利率预期指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

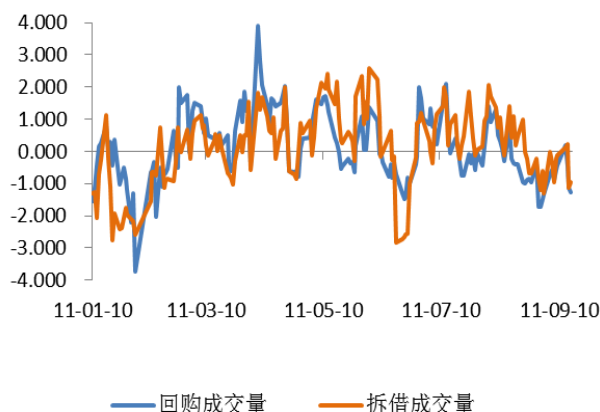
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

货币市场成交在8-9月份下降明显，相对而言拆借下降更为明显，我们的拆解回购相对强弱指数跌至历史均值附近，表明银行体系资金面保持较宽松的环境，但宽松的程度与3月份还有相当大的差距。

从我们监测的指标来看，目前银行体系流动性处于由紧平衡逐步宽松的趋势之中，但绝对水平尚不能与三月份相比。我们预计四季度7天回购利率会围绕3.5%上下小幅波动。由于资金分布分散，且波动明显，指望7天回购利率长期跌至3%以下是不现实的。

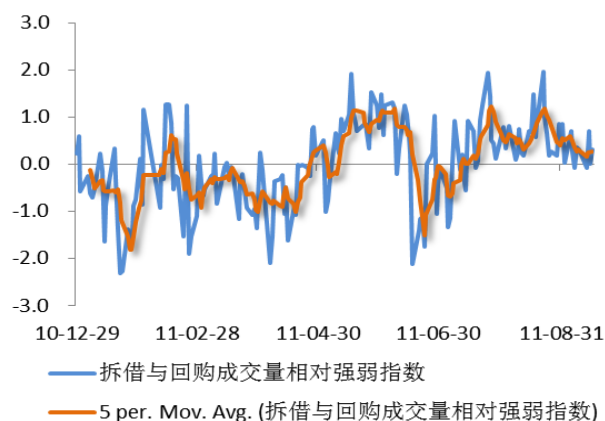
实体经济层面的流动性仍在十分紧张的状态，6个月票据直贴利率年化超过12%，新发1年期集合信托计划的预期收益也到达了9.5%-10%的水平。实体经济资金紧张而银行间流动性逐步改善，正是债券市场需求回升的信号。

图表28 回购成交量与拆借成交量（标准化后）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表29 拆借与回购相对强弱变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

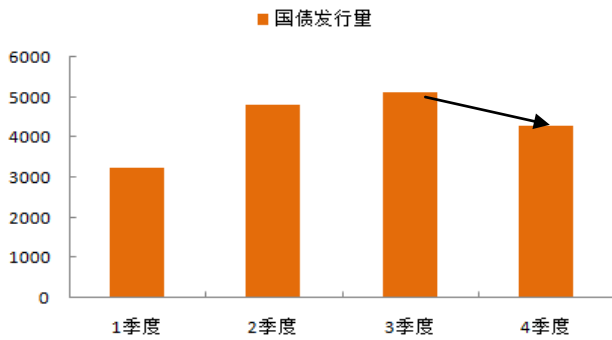
五、 供需分析：四季度利率债供需平衡改善明显，信用债供给压力减轻

■ 国债和地方政府债：四季度发行量将较三季度下降

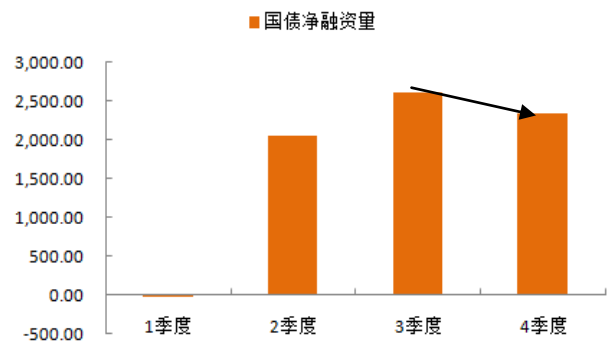
2011 年国债净融资量约为 5000 亿元，根据前 3 季度的发行情况，我们预计 4 季度记账式国债的发行规模在 3700 亿元附近。另一方面，2011 年计划发行 2000 亿元地方政府债，目前已发行了 6 期共计 1416 亿元，预计 4 季度将发行 584 亿元。因此，我们预计 4 季度国债（记账式国债和地方政府债）的供给量约为 4300 亿元，较 3 季度约下降 16%。其中，记账式国债发行量与 3 季度基本持平，但地方政府债供给量明显下降。此外，我们预计 4 季度国债（记账式国债和地方政府债）的净融资量约为 2300 亿元，较 3 季度约下降 10%。

图表30 4季度国债发行情况

图表31 4季度国债净融资量情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益部



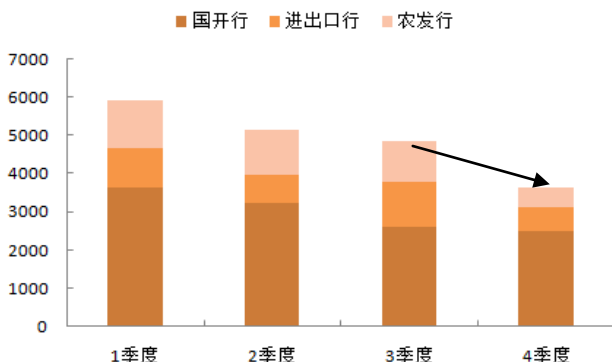
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

■ 政策金融债：四季度净发行量将显著下降

2011年农发行、进出口行、国开行全年发行计划分别为4000亿、3600亿元和1.2万亿元。根据它们前三季度各自的发行情况，我们预计4季度政策金融债的发行规模约为3700亿元，其中，农发行、进出口行和国开行分别为550亿元、650亿元和2500亿元。4季度的单季发行量是全年最低的，较3季度环比下降了24.6%，供给压力有所减弱。

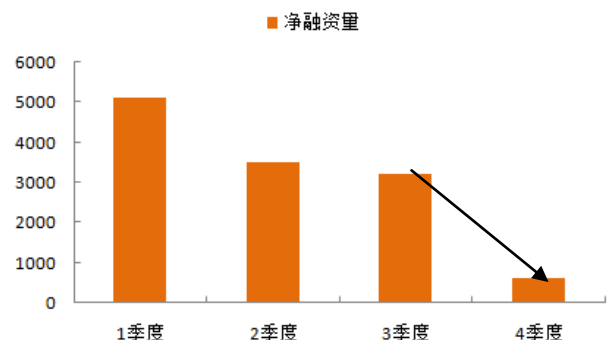
4季度政策金融债的到期量将高达3034亿元，较3季度显著提高了85%。我们预计4季度政策金融债的净融资量约为700亿元，较前个3季度显著下降。

图表32 4季度政策金融债发行量下降



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表33 4季度政策金融债净融资量显著下降



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

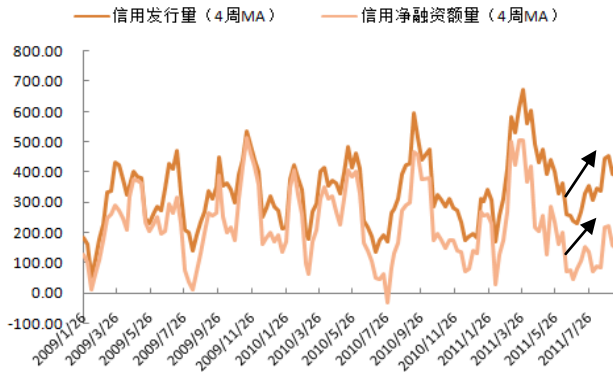
■ 信用债：四季度供给压力减轻

在信贷紧缩背景下，2011年1-8月份非金融企业累计新增人民币贷款33759亿元，同比下降了6.3%。与此相反的是，企业累计直接融资规模约为36054亿元，同比大幅提高了37%。其中，企业债券融资规模约为30538亿元，同比大幅提高了47%。因此，当前企业融资依靠直接融资尤其是债券融资方式的比重在上升，信用债供给压力持续加大。

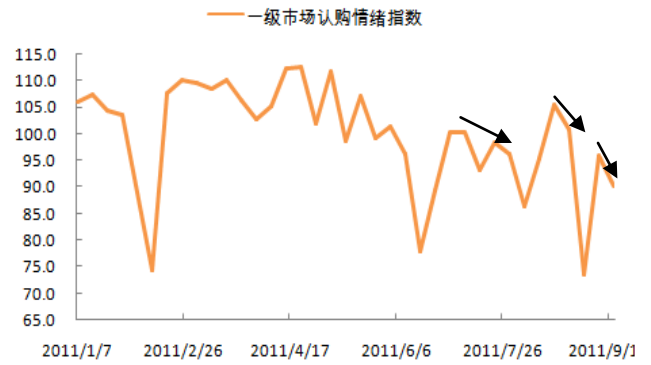
3季度以来，信用债的发行量和净融资量处于持续上升趋势中，但是一级市场认购需求却较为疲软，信用债发行较为不畅。由于债券融资需求的增加以及“去库存”压力，我们预计4季度信用债仍将面临持续的供给压力，但压力较3季度明显减轻。

图表34 3季度以来信用债供给压力持续增加

图表35 一级市场认购情绪持续下降



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

六、投资策略建议

6.1 三季度市场回顾：收益率平坦化大幅上行

进入三季度以来，资金面并未好转，反而继续紧张，货币市场利率持续高企。央行虽未继续上调存款准备金率，但将保证金存款纳入法定存款准备金的缴存范围，使得市场资金面偏紧，无论是利率债还是信用债，收益率均有所上行，信用债上行幅度较大。

利率债方面，1年期国债收益率由年中的3.47%附近上升至3.94%附近，上行47bp。10年期国债收益率则呈现震荡上行的走势，从年中的3.88%升至4.07%。而金融债由于供给大幅增加，收益率上行幅度更大，1年期政策性金融债收益率由3.93%升至4.53%，上涨60bp，10年期品种则由4.61%升至4.91%。

图表36 银行间1Y和10Y国债收益率走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

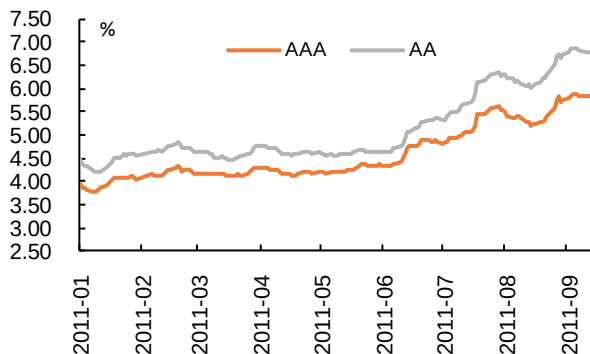
图表37 银行间1Y和10Y政策性金融债收益率走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

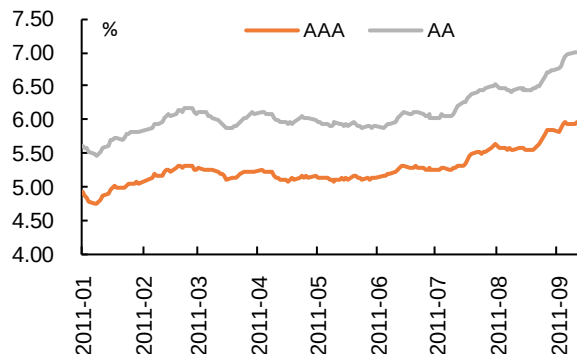
信用债方面，三季度短融和中票收益率均出现了震荡上行的走势。1年期AAA和AA短融上行幅度接近100bp和150bp，其中1年期AAA短融由年中的4.88%附近升至9月中旬的5.87%附近，AA短融则从年中的5.4%附近升至6.85%附近。中票方面，5年期AAA中票由年初的5.3%升至5.94%附近，幅度在60bp以上，5年期AA中票则从年中的6.1%到7.0%以上，幅度也超过90bp。企业债在整个3季度都呈现成交清淡的局面，估值收益率亦大幅上行。

图表38 银行间1Y短融收益率走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

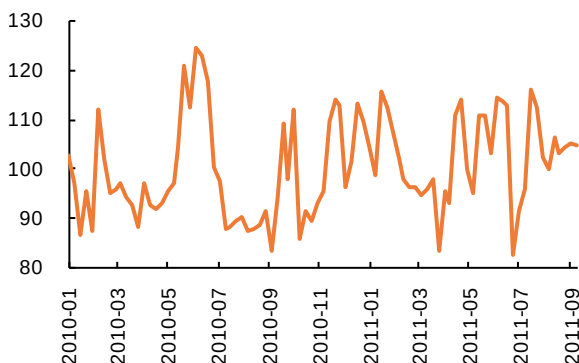
图表39 银行间5Y中票收益率走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

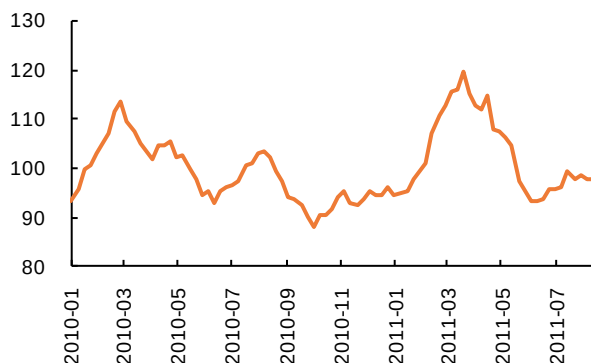
截至9月16日，我们的货币市场利率领先指数为104.9点，较前一周小幅下降0.2点，目前仍然在历史均值上方，显示货币市场利率将保持较高水平。我们的二级市场情绪指数上周继续回落，仅94.6点，较前周下跌31点，继续处于历史均值下方，显示目前市场情绪依然处于偏冷的水平。

图表40 货币市场利率领先指数走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表41 二级市场情绪指数走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

四季度货币政策将进入观察期，外围经济走势将有利于国内债市，从资金面来看，流动性自然增长的趋势逐步好转，而CPI同比增速也将在四季度显著回落，各方面的因素均对债市有利，我们认为从四季度至明年二季度，债市将出现一个小牛市，收益率曲线将呈现牛市增陡的态势。因此，我们认为目前可以适当拉长久期，把握即将到来的交易性机会。对于交易的品种，我们认为中长期的政策性金融债是较为合适的品种。根据我们前面对持有期收益率的分析，信用债无论是中短期票据还是企业债，目前的收益率均具备较好的利差保护，推荐期望持有期收益率较高的5年期左右品种。

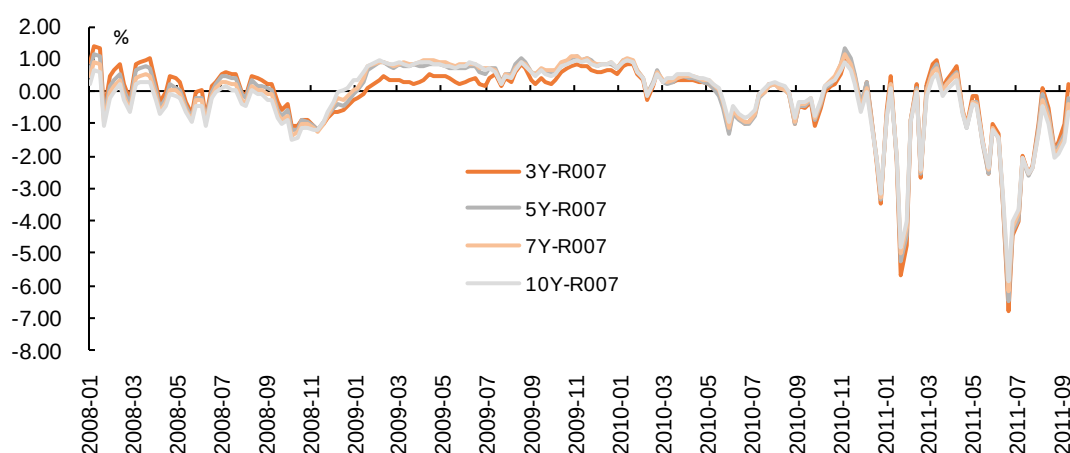
6.2 套利利差：四季度将逐步回升

三季度资金面持续紧张，货币市场利率高企，对于回购养券的套利机构而言，三季度较二季度更为

难受。R007除短时间内在4%以下外，大部分时间均在4%以上，季度均值接近4.5%，较二季度还高出约30bp。尽管在9月份以来货币市场利率大幅回落，截至9月16日已经达到3.32%附近。但在9月份下旬，受季末因素以及中国水电IPO的影响，货币市场利率将再度冲高，10月中旬资金面仍存在不确定性，但10月下旬之后资金面则有望好转。整体来看，我们认为四季度货币市场利率将低于二季度和三季度，均值在4.0%附近，回购养券的套利收益将逐步好转。

国债方面，即使从绝对套利利差来看，三季度国债各期限品种与R007的利差除了在8月中旬和9月中旬的三周利差为正外，其余多数时间均为负值，说明资金成本高于收益，而从标准化后的情况看，基本上各期限品种均为负值，说明整个三季度利用国债套利收益低于历史平均水平。不过，在9月中旬的一周，国债与回购套利利差标准化后开始回复到历史均值附近，套利利差在回升。考虑到四季度R007均值预计在4%附近，而10年期国债收益率目前在4.07%，未来下行的可能性较大，因此，利用国债进行套利的收益将为负值。

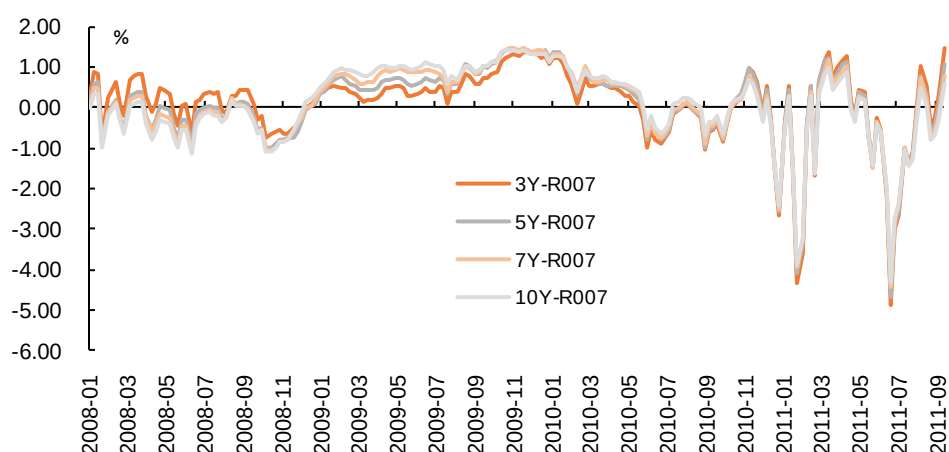
图表42 国债与R007套利利差走势（标准化后）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部
注：标准化区间为2002年1月至今

信用债方面，我们以AA企业债为例。从绝对利差来看，除了7月份第一周，其余时间利用AA企业债进行套利，套利收益均大于0。但是从标准化后AA企业债的套利利差来看，除了在8月中旬和9月中旬的三周利差为正外，其余多数时间均为负值，说明即使是AA企业债，回购养券的套利收益也低于历史平均水平。

图表43 AA企业债与R007套利利差走势（标准化后）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部
注：标准化区间为2007年6月至今

截至9月中旬，国债与R007的套利利差在60bp-70bp附近，偏离历史均值低于1个标准差。AA企业债的套利利差则400bp附近，高于历史均值在1个标准差附近。这主要是由于9月底资金面持续宽松，R007显著回落导致的。由于未来资金面难以呈现明显的宽松，货币市场利率将长期处于相对较高的水平。无论是国债还是企业债，回购养券的套利收益将持续低于历史均值水平，但较二季度和3季度将有所上升。

6.3 持有其收益：中长期品种持有期收益最高

根据我们对4季度债券收益率曲线变化的预测，可以计算不同品种的持有期收益率。测算以9月16日中债估值收益率作为基准，假设在该日发行面值为100，票面利率为中债估值到期收益率的债券，计算其持有3个月的收益率。我们分别测算国债、AA中短期票据和AA企业债各期限品种持有期收益率及不同情景假设下期望收益率的情况。

根据目前收益率曲线极端平坦化的状态，我们认为4季度收益率曲线增陡是大概率事件，增陡的方式则仍然存在一定的不确定性，根据前面对宏观基本面、资金面和供需方面的分析，我们判断4季度收益率下行的可能性相对较大。

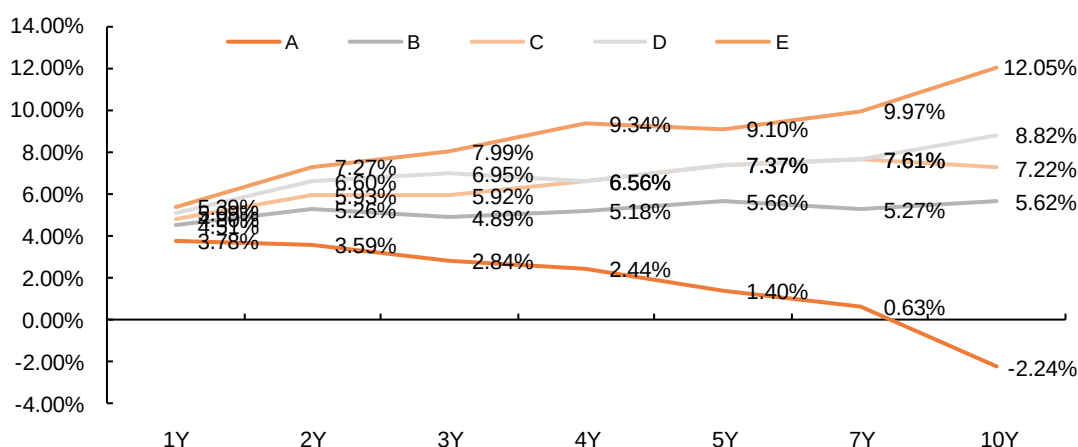
对于国债，我们假设了5种曲线变陡的方式，并且根据我们的分析，赋予了每种方式不同的概率。如图表44所示。例如，对于情景A，收益率曲线整体上行，短端上行幅度较小，中长端上行幅度较大，曲线陡峭化，1年期品种收益率上行5BP，而10年期品种上行20BP。测算结果表明，除了情景E中，10年期品种持有期收益为负外，其余情形持有期收益均为正。在我们的概率假设下，10年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到6.26%。

图表44 国债3季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
情景 A	10%	0.0005	0.0005	0.001	0.001	0.0015	0.0015	0.002
情景 B	15%	-0.002	-0.002	-0.001	-0.001	-0.001	-0.0005	-0.0005
情景 C	20%	-0.003	-0.003	-0.002	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.001
情景 D	35%	-0.004	-0.004	-0.003	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.0015
情景 E	20%	-0.005	-0.005	-0.004	-0.004	-0.003	-0.0025	-0.0025

资料来源：平安证券固定收益事业部

图表45 国债四季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

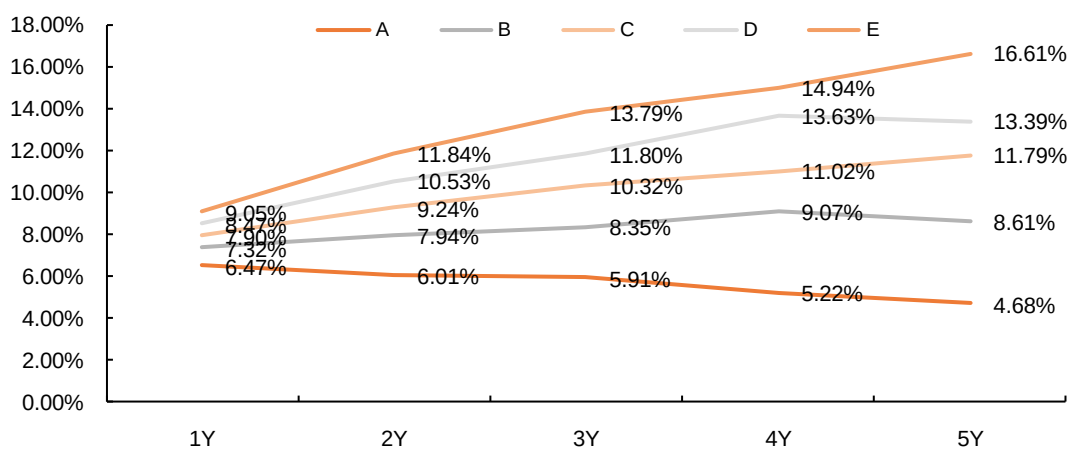
基于陡峭化的曲线变化趋势，我们对 AA 级别的中短期票据 4 季度的收益率曲线变化进行了假设，如图表 46 所示。我们根据假设对 AA 中短期票据四季度的持有期收益率进行了测算，结果表明，AA 中短期票据在五种情形下持有期收益率均为正。在我们的概率假设下，5 年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到 10.33%。

图表46 AA中短期票据四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年
情景 A	10%	0.001	0.001	0.001	0.0015	0.0015
情景 B	15%	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.0015	-0.001
情景 C	30%	-0.004	-0.004	-0.0035	-0.003	-0.003
情景 D	30%	-0.006	-0.006	-0.005	-0.005	-0.004
情景 E	15%	-0.008	-0.008	-0.007	-0.006	-0.006

资料来源：Wind 资讯，平安证券固定收益事业部

图表47 AA中短期票据四季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

同样基于陡峭化的曲线变化趋势，我们对 AA 级别的企业债四季度的收益率曲线变化进行了假设，

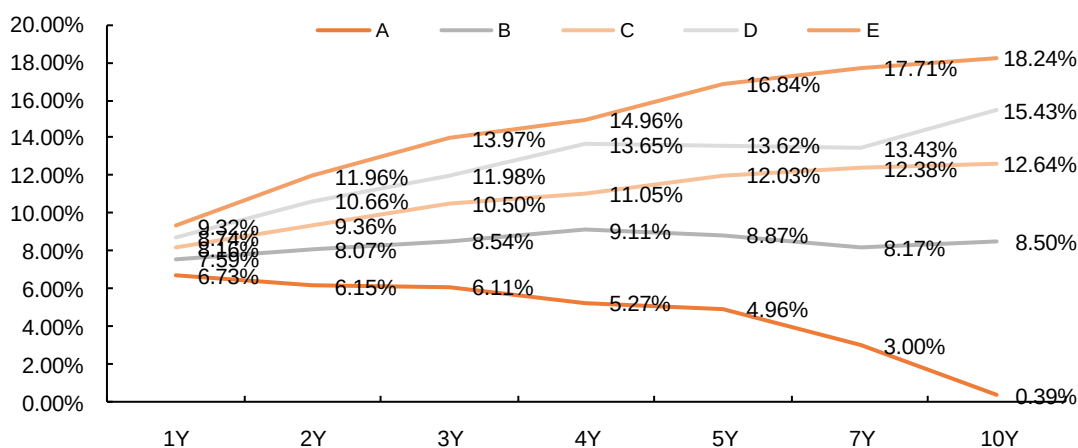
如图表 71 所示。我们根据假设对 AA 企业债四季度的持有期收益率进行了测算，结果表明，AA 企业债在五种情形下持有期收益率均为正。在我们的概率假设下，5 年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到 10.58%。

图表48 AA企业债3季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
情景 A	10%	0.001	0.001	0.001	0.0015	0.0015	0.002	0.0025
情景 B	15%	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.0015	-0.001	-0.0005	-0.0005
情景 C	30%	-0.004	-0.004	-0.0035	-0.003	-0.003	-0.0025	-0.002
情景 D	30%	-0.006	-0.006	-0.005	-0.005	-0.004	-0.003	-0.003
情景 E	15%	-0.008	-0.008	-0.007	-0.006	-0.006	-0.005	-0.004

资料来源：Wind 资讯，平安证券固定收益事业部

图表49 AA企业债3季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表50 国债、AA中短期票据和AA企业债四季度持有期望收益率

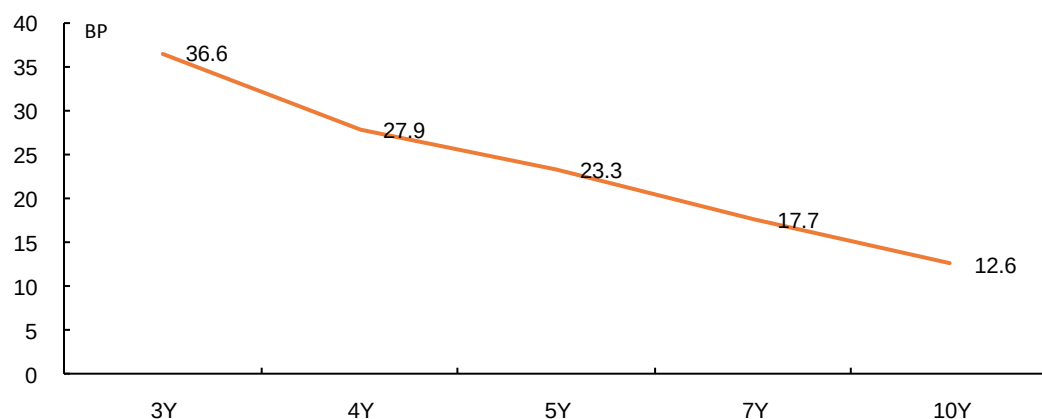
品种	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
国债	4.87%	5.57%	5.58%	5.98%	6.07%	6.15%	6.26%
AA 中票	8.01%	8.88%	9.55%	9.97%	10.33%	-	-
AA 企业债	8.28%	8.13%	9.76%	10.08%	10.58%	10.52%	10.46%

资料来源：平安证券固定收益事业部

6.4 利差保护：信用债利差保护较高

按照 9 月 16 日的中债估值，我们可以计算各债券品种持有 3 个月的利差保护，也就是持有期收益为零时，收益率上行的幅度。从利差保护的角度看，5 年期以下国债持有 3 个月的利差保护分别在 20bp 以上，10 年期品种的持有期收益在 12.6bp 左右。短端国债具备一定的利差保护，长端保护的空间较小。

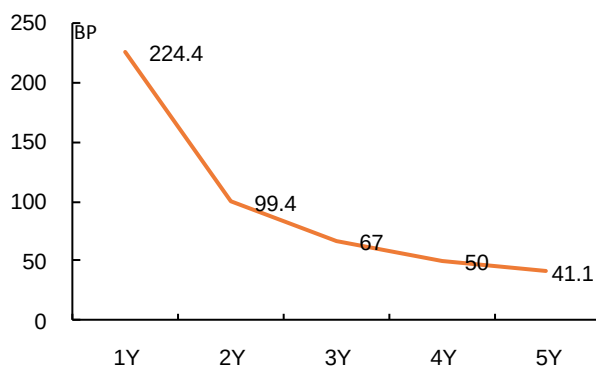
图表51 国债持有3个月利差保护情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

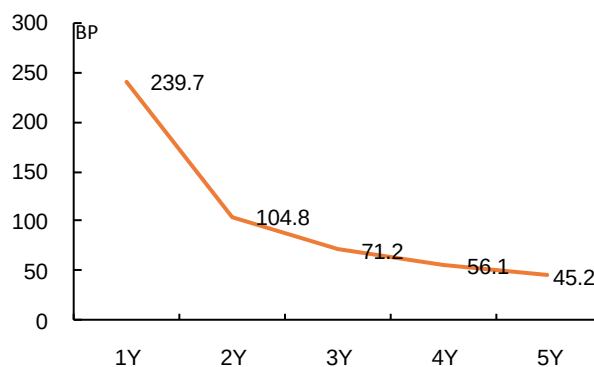
对于中短期票据，1年期AA+和AA短融的利差保护都超过了200bp，这说明短融持有的风险极小，具备较高的投资价值。而5年期以内的中短期票据，无论是AA品种还是AA+品种，利差保护都在40bp以上，意味着持有中短期票据，可以承受收益率的上行幅度超过40bp。对于企业债而言，也是如此，但7-10年期的长期企业债利差保护空间则较小，仍然存在一定的风险。从利差保护的角度看，信用债的利差保护要远高于国债，短端品种的利差保护又远高于长端品种。

图表52 AA+中短期票据利差保护



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

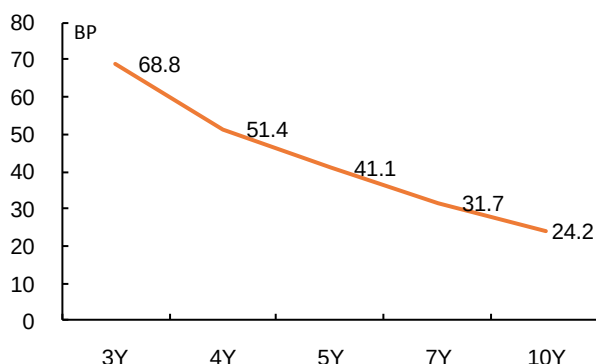
图表53 AA中短期票据利差保护



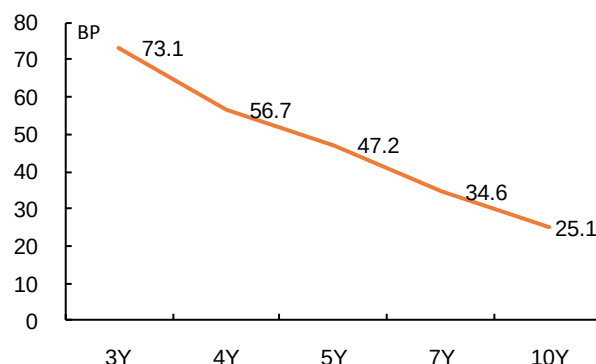
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表54 AA+企业债利差保护

图表55 AA企业债利差保护



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

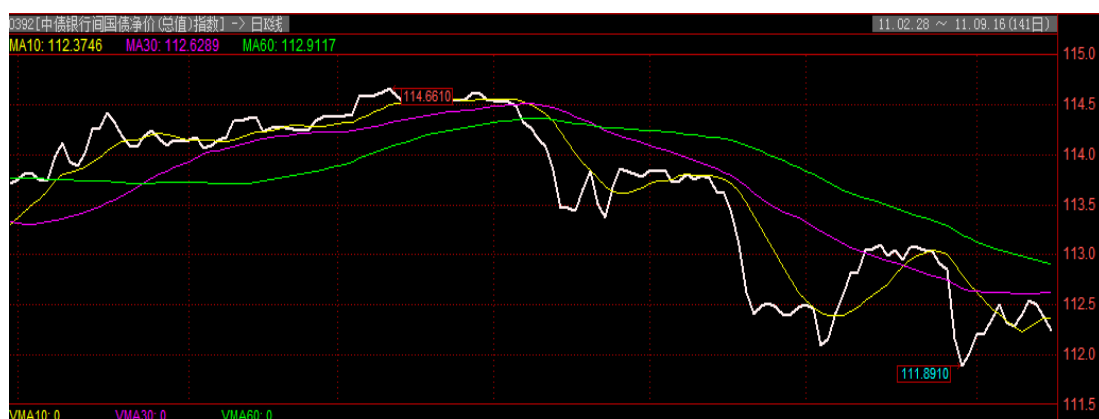


资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

6.5 技术看市：债券市场维持弱势

上周债券市场全面走弱，中债银行间国债净价指数收于 112.25 点，较前周下跌了 0.13%；中债固定利率金融债净价指数较前周下跌了 0.05%，中债固定利率企业债净价指数继续下跌了 0.16%。上周中债银行间国债净价指数、中债固定利率金融债净价指数和中债固定利率企业债净价指数均处于 10 日、30 日、60 日均线以下。

图表56 中债银行间国债净价指数走势



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周我们的国债预警指标已经连续 72 个交易日在 50 下方，国债市场继续处于弱势；而国债交易指标连续 67 个交易日低于 50，继续发出减持国债信号。金融债方面，上周我们的预警指标和交易指标均连续 17 周维持在 50 以下，金融债继续处于弱势。上周企业债预警指标连续 71 个交易日低于 50，企业债市场维持弱势，而交易指标连续 67 个交易日低于 50，继续发出卖出信号。技术指标显示债券市场仍处于弱势。

图表57 目前预警指标情况

指数	指数值	预警指标	交易指标	交易提示
中债银行间国债净价指数	112.25	48.1	48.5	卖出
中债固定利率金融债净价指数	108.06	48.3	48.6	卖出
中债固定利率企业债净价指数	86.65	46.2	46.8	卖出

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

注：计算日期为2011-9-16

6.6 现券模拟账户投资

上周资金面继续好转，但债券市场表现一般，收益率有所上行。我们继续持有 11 国开 44，上周没有进行任何调整。按照上周五的中债估值，我们的账户目前盈利 204.77 万元，投资收益率为 2.05%（无杠杆）。2010 年 12 月 29 日中债企业债总全价指数为 96.44，截至上周末为 93.06，涨幅为-3.50%。我们模拟账户的超额收益率为 5.55%。

图表58 现券模拟账户投资情况

债券简称	债券类型	久期 (年)	买入日期 (亿)	买入面值 (万)	买入收益率 (%)	浮动盈亏 (万)
11 国开 44	固息	8.06	2011-9-2	10000	4.8699	12.32
初始资金						10000
持仓比例						100%
账户久期						8.04
资产总计						10204.77
投资收益						2.05%
指数 ¹ 收益						-3.50%
超额收益						5.55%

资料来源：Wind 资讯，平安证券固定收益事业部

注1：基准基数为中债企业债总全价指数

法律声明

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券固定收益事业部

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8240 1562