

中国固定收益证券

利率产品周报

证券研究报告

分析师 郑振源 S1080511090001

电话: 0755-82485176

邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

后续机会更多在长端

摘要:

- **5月汇丰PMI继续表现不佳,“弱经济”格局需要政策进一步放松。**5月汇丰PMI预览指数为48.7,自去年11月以来,连续7个月维持50以下。从环比来看,5月当月较上月下降0.6个百分点,降幅高于历史平均的0.2%,仅低于08年5月(金融危机爆发前期)和10年5月(房地产严厉调控时期)。考虑到汇丰PMI的样本主要涵盖中小企业,这也就说明,自去年10月以来,中小企业所处的困境一直没有得到改善。当前中小企业困境中,资金环境未有根本好转是其中原因之一。当前中小企业资金成本依旧处于高位,如温州民间4月份借贷综合利率平均水平为21.58%,同比下降3.02个百分点,环比下降0.08个百分点。汇丰PMI所显示中小企业面临的困境,表明经济继续处于“弱经济”的格局,需要货币政策做出进一步宽松,以降低资金成本。
- **政策刺激措施“多点开花”,但经济复苏“难结09年硕果”。**上周可以说是今年以来政府最忙的一周。一方面,温总理再度喊话“保增长”,强调“把稳增长放在更加重要的位置”;另一方面,政府集中推出各种刺激措施,包括加快项目开工进度、推出一批新项目(批复近千亿元钢铁投资、广东18大项目调整等)、加快财政资金下达(保障房近千亿元财政资金下达)等。近期政府“保增长”的做法,与09年如出一辙,即主要通过刺激投资,尤其是基建投资,应对经济下滑。但与09年又有不同,当前政策刺激点虽多,但基建投资刺激力度明显不如09年(一下子就是4万亿的新项目),这主要在于政府财力的下滑。另一个不同在于,中央未全面放开房地产调控,房地产市场复苏力度不如09年,当前成交回暖也明显不如09年。因此,我们认为,当前财政刺激似乎“多点开花”,但难以重现09年复苏形势。不过,对基建投资的刺激,一定程度上还是可以缓和投资总体增速的下滑。
- **政策效果存在时滞以及不如预期,债市多头氛围还将维持。**虽然近期政府明显加大了财政刺激的措施,但我们认为,这并不妨碍利率产品整体向好的势头。一方面,政策效果存在时滞,牛市还将延续。2008年11月,中央推出了4万亿刺激计划,且信贷便开始明显放量,但债市牛市行情还是延续了2个月,直到2009年1月。当前政府推出的刺激情形与09年相类似,或至少说明债市的牛市行情不会很快结束。另一方面,政策效果或不如预期,牛市还将延续。之所以2008年底利率产品牛市行情延续到09年1月结束,关键在于4万亿刺激和信贷持续放量下,经济指标已有明显转好迹象(如09年1月PMI连续2个月回升)。而如前所述,当前财政刺激力度明显不如08年底,信贷回升很可能艰难,也因此能否刺激经济明显回升存在较大的不确定性。牛市还不会那么早就扭转。综上,我们认为,债市还将维持多头氛围。
- **短端收益率下行或将阶段放缓,后续机会更多在长端,推荐7年国债及国开长债。**短端而言,收益率下行将从之前的快速转为平缓,理由有二:一方面,资金利率或将阶段维稳。7天回购利率处于2.3%附近,落入我们的预期区间,虽然向上反弹风险不大,但继续向下突破2%或有困难。同样是“强货币的”2005年和2009年,7天回购利率最低达到1.1%和0.9%,但三季度CPI预计运行于2.0-2.5%之间,高于2005年和2009年(均低于2%)。物价的差异决定了基准利率,乃至银行资金成本,以及最终回购利率低位的差异。考虑三季度两次降息,1年定存3%仍将明显高于2005年和2009年的2.25%。另一方面,当前短端品种,如1年央票与



7 天回购利率 20bp 左右的利差基本处于与前述两个时期相当的水平。因此，除非资金利率进一步向下突破，否则短端收益率下探余地不多。我们继续推荐长端品种。国债方面，考虑期限利差的明显优势，7 年品种或有更大下滑空间。而金融债的税收利差优势同样较为明显。

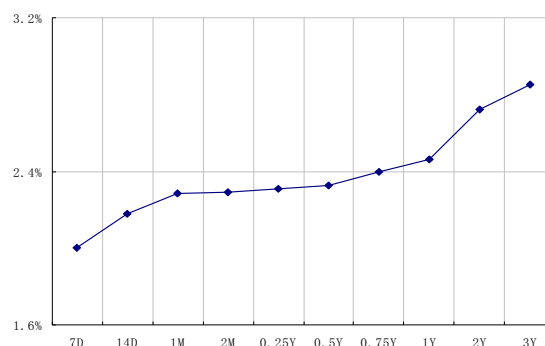


上周债券市场重要指标概览 (05.21-05.25)

上周中美基准年限国债收益率比较 (05.25)

基准年限	中国国债收益率	周变化 (bp)	美国国债收益率	周变化 (bp)	中美利差
1Y	2.235%	-18	0.200%	0	203
3Y	2.454%	-18	0.410%	-1	204
5Y	2.645%	-17	0.760%	1	189
7Y	3.119%	-9	1.170%	1	195
10Y	3.302%	-6	1.750%	4	155
20Y	3.930%	-3	2.440%	4	149

上周货币市场利率曲线 (取自央票数据)



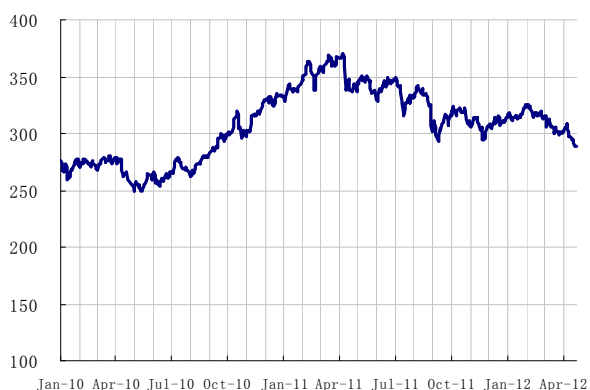
美元指数



伦敦现货黄金(以美元计价)



路透/Jefferies 商品研究局(CRB)指数 (RJ/CRB Index)



布伦特原油价格指数 (Brent Crude Index)



以上资料来源: 中债网、北方之星、美国财政部、Bloomberg



1、宏观研究

1.1、5月汇丰PMI表现不佳，“弱经济”格局继续

5月汇丰PMI继续表现不佳，中小企业困境未有改善。5月汇丰PMI预览指数为48.7，自去年11月以来，连续7个月维持50以下。从环比来看，5月当月较上月下降0.6个百分点，降幅高于历史平均的0.2%，仅低于08年5月(金融危机爆发前期)和10年5月(房地产严厉调控时期)。考虑到汇丰PMI的样本主要涵盖中小企业，这也就说明，自去年10月以来，中小企业所处的困境一直没有得到改善。

对于中小企业而言，主要有三个层面的因素，导致其困境难以改善：

第一，需求方面。对于外贸型中小企业而言，欧洲经济的整体衰退，以及近期美国经济复苏力度的放缓，出口增速的整体下滑，该类中小企业将面临订单持续下滑的局面；

第二，劳动力成本方面。对于那些处于低端消费贸易品生产和服务业的中小企业而言，它们往往是劳动力密集型的，因此劳动力成本的持续提升，将极大地压缩其利润空间，使得生存变得更加艰难；

第三，资金环境未有根本好转。虽然去年10月以来，政策已处于逐步放松的过程，但显然中小企业的资金环境未有根本好转，体现为资金成本仍然高企。如温州民间4月份借贷综合利率平均水平为21.58%，同比下降3.02个百分点，环比下降0.08个百分点。

综上，汇丰PMI显示中小企业继续处于困境之中，这与“弱经济”的格局是相对应的。而为了改善中小企业的困境，政策需要做出进一步的放松，尤其是货币政策，需要放松整个资金环境，降低资金成本。

图1：汇丰PMI连续7个月维持在50以下

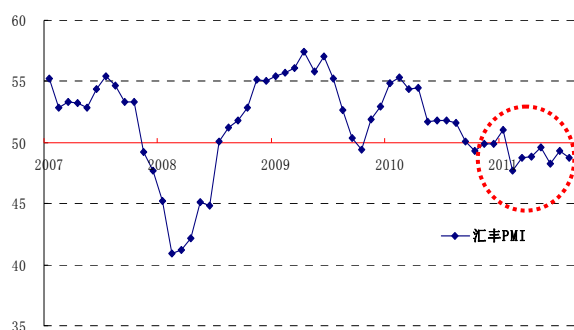
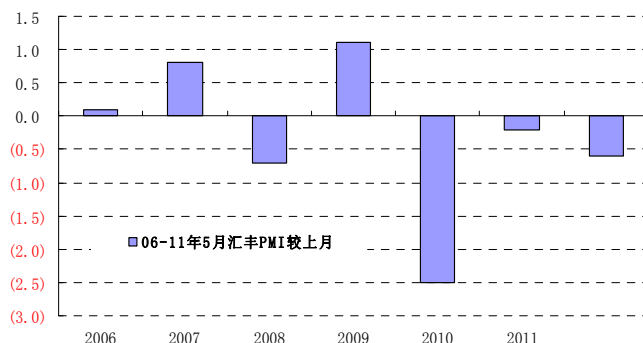


图2：5月汇丰PMI降幅大于历史



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理



1.2、刺激措施“多点开花”，但或“难结 09 年硕果”

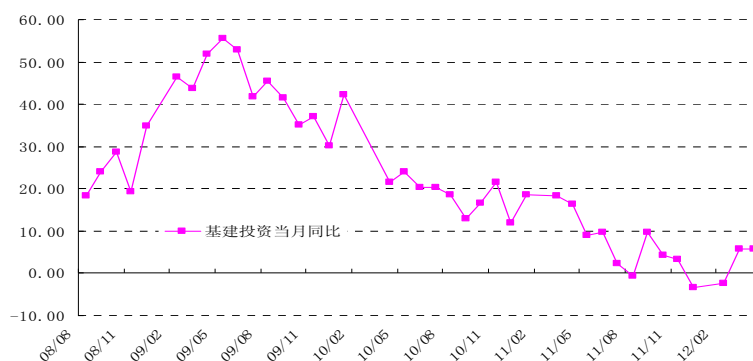
上周可以说是近几个月来，政府最忙的一周。

一方面，政府喊话要“保增长”。5月23号，温家宝在国务院常务会议中，再度强调了18号武汉之行所提出的，“国内经济运行中仍然存在一些突出矛盾和问题，特别是**经济下行压力加大**”，以及“**……把稳增长放在更加重要的位置**”；

另一方面，政府推出刺激措施的频率加快，力度明显加大。除了之前推出的265亿家电刺激之外，上周政府刺激投资的资讯充斥媒体，如发改委加快项目审批进度(18-24号批了100多个项目)，发改委批复千亿的钢铁项目投资，广东进行18个大项目的调整，主要包括铁公基，放宽民间投资主体进入铁路等的限制，财政部下达近千亿保障房专项资金等等；

当前政府动作频繁，与09年有类似之处：第一，经济下滑担忧加剧，“保增长”心态明显，政策出台各种刺激措施；第二，刺激的主力是投资，如08年底4万亿财政刺激，主要是基建投资，而当前刺激重点也依旧是基建投资；

图 3：08 年底 4 万亿刺激推出后，基建投资增速大幅攀升



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

然而，当前与09年又有不同之处：第一，当前政策刺激点虽较多，但基建投资的刺激力度明显不如09年，反映了政府财力的不足。我们看到，虽然上周政府刺激投资的点很多，但本质上反映的是当前政府财力的约束和困窘。如09年4万亿以新项目为主，当前则以加快项目开工进度为主，配套以财政资金的加快落实；如放宽民间主体进入铁道等领域，反过来也是说明，政府自身财力存在难处，需要依靠其他社会资金来源。但政府垄断行业是否真正向民间主体开放，并吸引它们投资，这些都存在很多的疑问。

第二，房地产市场复苏力度将不如09年。当前房地产成交继续较一季度有明显回升，但仍处于09年一季度复苏初期的水平，离09年中复苏中期的水平还有很大的距离。复苏力度的不同，关键在于中央虽“明紧暗松”，一方面强调房地产调控不放松，另一方面默认地方政府放松政策的小动作，如扬州补贴购买、厦门放



开购房主体资格等，但实际全面放开的态度并没有出现。

图 4：当前房地产成交回升明显弱于 09 年



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

房地产不全面放开，一方面，房地产投资很难像09年那样大幅回升，并带动其他相关行业的复苏(新批近千亿钢铁投资，如何消化？)，另一方面，土地市场冷清，将继续制约地方政府获得预算外收入，以及依靠土地贷款融资的能力，也就限制了基建投资的回升力度。

综上所述我们认为，与09年类似，当前政府“保增长”心态明显，政策刺激出台频繁，但考虑到政府财力不足，以及房地产复苏力度不够情况下，“基建+地产”的09年复苏模式难以重演。不过，基建项目开工进度加快，以及配套资金的加快落实，有望推动短期基建投资增速的回升，从而一定程度上缓和投资总体增速的下滑程度。

2、公开市场

由于上周公开市场到期资金仅有120亿，央行发行600亿28天正回购，300亿91天正回购，在正回购力度维持不变的情况下，公开市场净回笼780亿。净回笼力度有所加大，但并不明显。

从资金面来看，上周资金利率从前一周的2.55%下降20bp至2.35%附近，资金面宽松程度进一步加大。但如前所述，央行并没有因此加大回笼力度，说明央行并未对当前资金面的如此宽松有所顾虑。关键在于当前经济明显走弱下，维持资金面的明显宽松是降低社会资金成本的一部分。

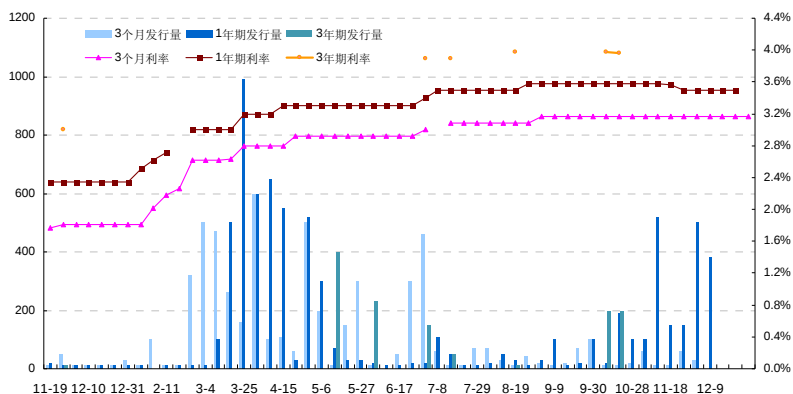
表格 1：上周公开市场到期及回笼一览表：

	类型	期限	规模(亿元)	利率(%)	周变化(BP)
投放	央票到期	1 年/3 年	30	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	90	-	-
回笼	央票发行	3 个月	0	3.16	0
	央票发行	1 年	0	3.49	0



	正回购	3 个月	300	3.14	0
	正回购	1 个月	600	2.80	0
	正回购	7 天	0	2.70	0
上周回笼	780				
本周到期	央票到期	1 年/3 年	30	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	200	-	-

图：央行公开市场操作的央票发行情况



资料来源：中国人民银行 第一创业整理

3、债市策略

3.1 大势判断

虽然近期政府明显加大了财政刺激的措施，但我们认为，这并不妨碍利率产品整体向好的势头。

一方面，政策效果的时滞，牛市还将延续。2008年11月，中央推出了4万亿刺激计划，而之后信贷便开始明显放量，11月为4769亿，而12月便达到7718亿。债市的牛市行情还是延续了2个月，直到2009年初，10年国债收益率从3%下降30bp至09年1月最低的2.7%左右。当前政府推出的刺激与09年相类似，这一点至少说明债市的牛市行情不会很快结束。

另一方面，政策效果或不如预期，牛市还将延续。之所以2008底利率产品牛市行情延续到09年1月结束，关键在于4万亿刺激和信贷持续放量下，经济指标已有明显转好迹象(如09年1月PMI连续2个月回升)。而如前所述，当前财政刺激力度明显不如08年底，信贷回升很可能艰难，也因此能否刺激经济明显回升存在较大的不确定性。牛市还不会那么早就扭转。

综上，我们认为，债市还将维持多头氛围。



图 5: 08 年底, 信贷开始持续放量

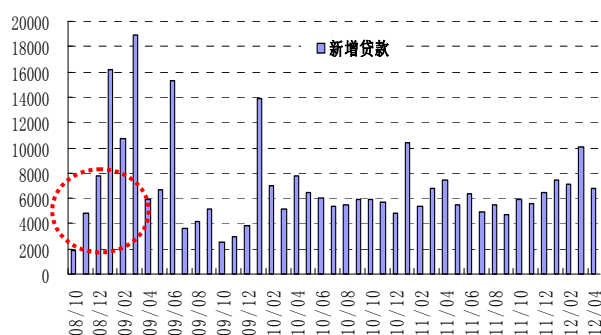
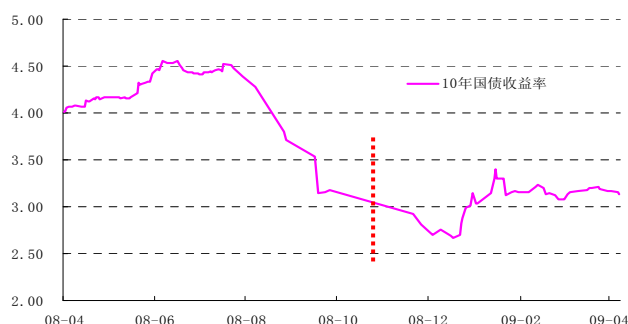


图 6: 08 年 11 月 4 万亿刺激推出后, 长债继续走牛



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

3.2 债市策略

上周利率产品收益率曲线继续陡峭化, 资金利率进一步下行, 7天回购利率从2.55%下降至2.35%, 推动了短端品种更快的下行。不过, 我们依旧认为, 从赚取收益的角度来看, 后续的机会更多在于长端。

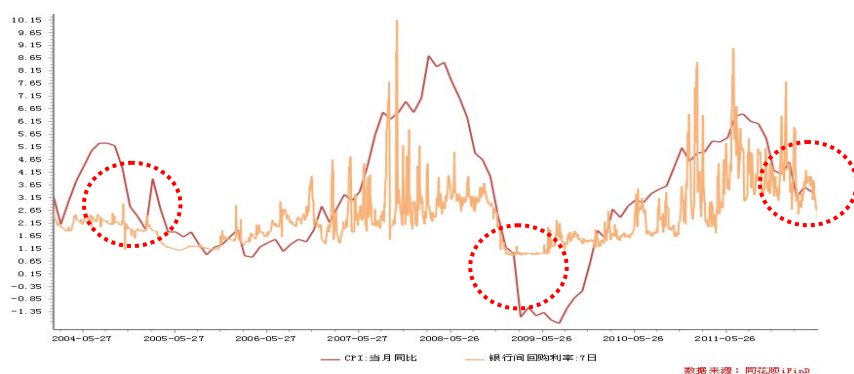
一方面, 资金利率或阶段性维稳。上周7天回购利率最低已经达到2.2%的水平, 落入之前我们预期的2.0%-2.3%区间。虽然本周因季末效应, 资金利率或短期出现向上反弹, 但如前所述, 从上周公开市场操作力度未有加大来看, 2.3%附近的资金利率水平是央行能容忍的。这一点表明, 节后资金利率或还将维持在2.0%-2.3%之间, 持续向上反弹风险不大。

反过来, 资金利率继续向下的空间有多大? 我们认为, 7天回购利率继续向下, 比如突破2%可能存在一定难度。回顾历史, 我们看到, 同样是推行“强货币”的2005年及2009年, 7天回购利率的最低水平分别在1.1%和0.9%附近。

但同时要看到的是, 虽然当前物价回落趋势明确, 但绝对水平仍将高于2005年和2009年。我们预计三季度CPI运行在2.0%-2.5%区间, 而2005年和2009年的CPI均在2%以下。物价的差异, 一定程度上决定了基准利率的差异, 乃至银行资金成本, 以及最终7天回购利率低位的差异。我们预期三季度将降息两次至3.0%, 相比之下, 2005年和2009年, 基准利率均处在2.25%, 比当前低75bp。由于存款是银行主要资金来源, 当前银行资金成本应高于2005年和2009年, 相应地, 整体资金利率也会相对高一些。



图 7: 2005 年和 2009 年, 7 天回购利率和 CPI 均低于当前



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

另一方面,短端品种与7天回购利率的利差缩窄空间较小。与7天回购利率2.3%的利差,当前1年国债基本持平,1年金融债维持在30-40bp之间,尤其是作为短端定价基准的1年央票,利差维持在15-20bp之间,与2005年和2009年资金极度宽松时期的利差基本一致。

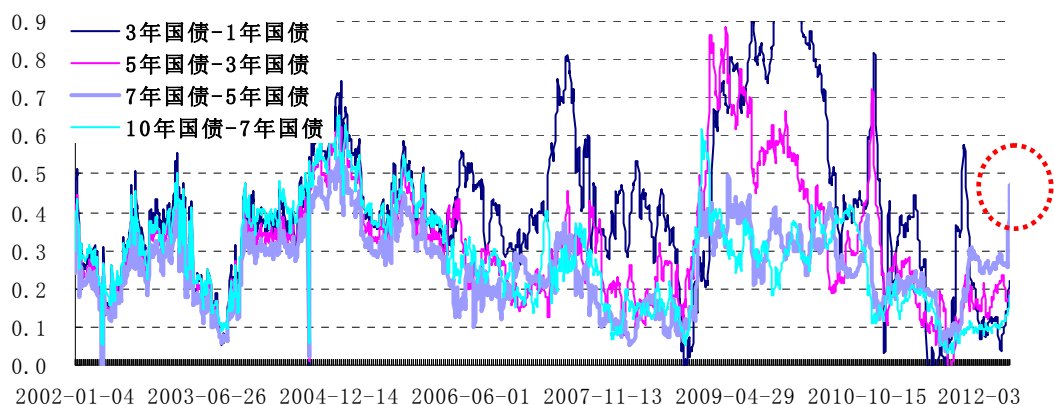
综上,我们认为,在资金利率阶段性维稳的情况下,考虑到短端品种与之利差的缩窄空间已经较小,因此除非资金利率进一步下行,否则短端收益率下探余地已经不多。

因此,相比之下,我们继续推荐长端品种。一来,“弱财政、强货币”在推动经济回升方面,将较为艰难,二来降低社会资金成本,需要长端收益率的下行。

国债品种方面,7年品种收益率或有更大下行空间。从期限之间利差来看,3Y-1Y, 5Y-3Y, 10 Y-7Y的利差均处在20bp左右,明显低于历史均值,相比之下,7Y-5Y的利差为47bp,高于历史均值20bp左右。

另外,金融债与国债的税收利差同样维持在较高水平,同样具有较大的投资价值。如当前10年国开债与10年国债的税收利差为80bp,明显高于历史平均的30bp。

图 8: 当前 7Y-5Y 国债的利差高于历史均值



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理



表格：本周利率产品发行情况

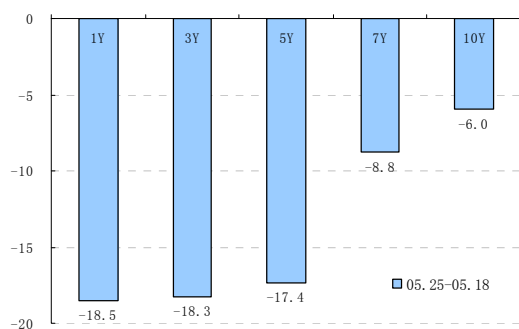
投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)
2012.05.30	财政部第三期记账式国债(续)	5	300
2012.05.29	国开行第二十五期盯 R 浮息金融债	5	200



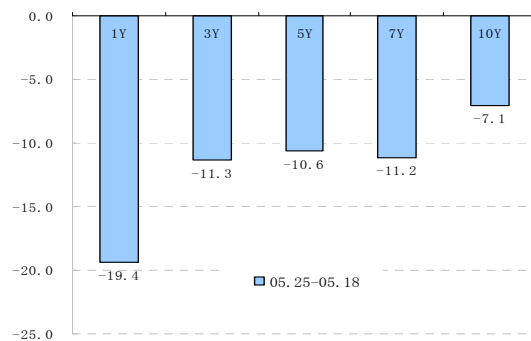
5、一周债市变化图表

5.1、银行间国债、金融债收益率曲线

银行间市场国债收益率曲线周变化

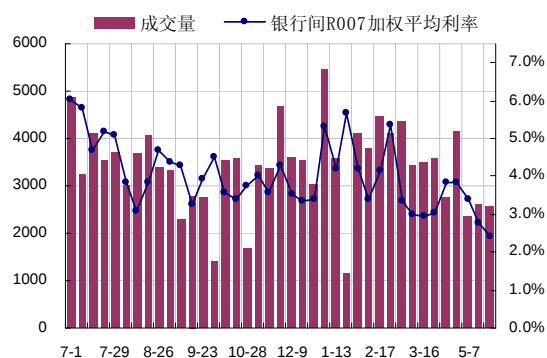
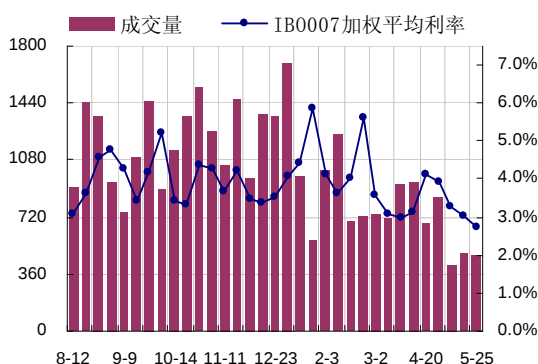


银行间市场金融债收益率曲线周变化



5.2、货币市场利率

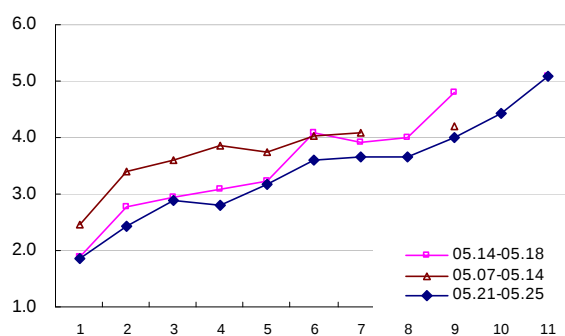
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

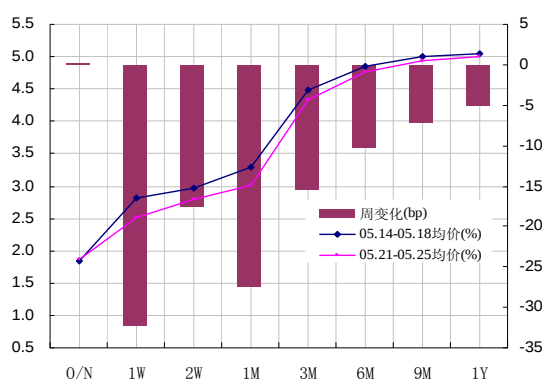
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	1.86	-2	286459940.7	-28077310.26
R007	2.42	-36	25572522.1	-534163.85
R014	2.90	-5	6909363.5	3222551
R021	2.81	-27	930886.8	287895
R1M	3.17	-7	1747030	-323555.8
R2M	3.60	-49	501256	-274319.8
R3M	3.66	-26	64483	-25987
R4M	3.65	0	99965	59965
R6M	4.00	-80	209970	5170
R9M	4.44	0	0	0
R1y	5.10	0	0	0
合计			322495417	-25659756

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

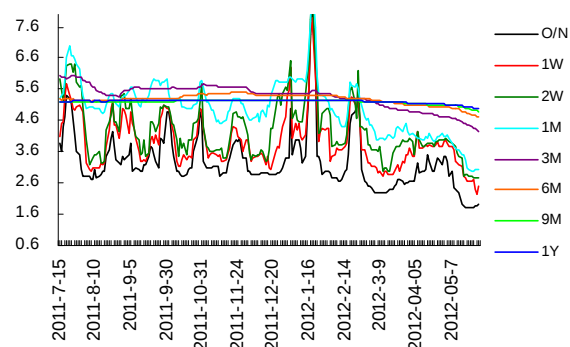




SHIBOR 各期限利率变化

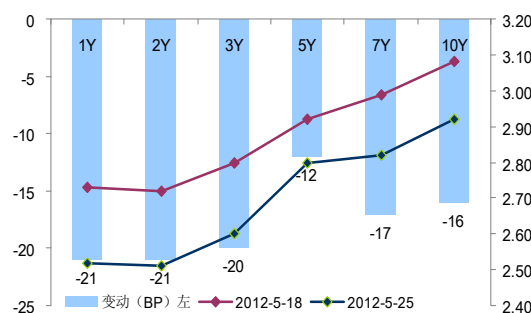


SHIBOR 的各期限利率走势

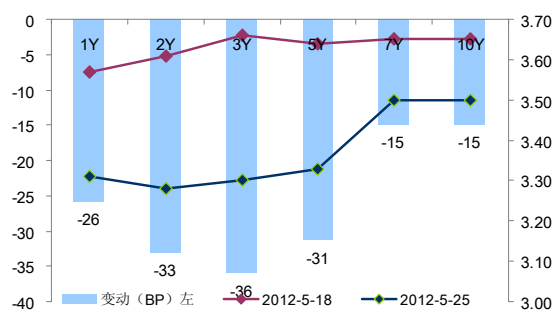


5.3、IRS 利率

IRS-Repo



IRS-3M Shibor



6、附录

附表 1 2012 年国债和金融债发行情况

国债	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)	发行/投标 日期	金融债	期限 (年)	利率(%)	发行额 (亿元)	投标日期
12 国债 01	1	2.78	280	2012-1-11	12 国开 01	10	3.85	200	2012-1-10
12 国债 02	1	2.87	280	2012-2-8	12 国开 02	7	3.83	200	2012-1-17
12 国债 03	5	3.14	280	2012-2-15	12 国开 03	5	R+63	100	2012-1-17
12 国债 04	10	3.51	280	2012-2-22	12 国开 04	3	R+45	200	2012-2-1
12 国债 05	7	3.41	280	2012-3-7	12 国开 05	5	3.80	200	2012-2-7
12 国债 04 续		3.53	280	2012-3-21	12 国开 06	10	R+77	200	2012-2-7
12 国债 05 续		3.39	280	2012-4-11	12 国开 07	7	3.94	200	2012-2-14
12 国债 04 续 2		3.51	280	2012-4-18	12 国开 08	7	R+70	200	2012-2-14
12 国债 06	20	4.03	280	2012-4-20	12 进出 01	3	3.78	200	2012-2-17
12 国债 07	3	2.91	280	2012-4-25	12 进出 02	5	3.87	200	2012-2-17
12 国债 08	50	4.25	280	2012-5-16	12 国开 09	10	4.10	200	2012-2-21
					12 农发 01	7	3.92	200	2012-2-23
					12 国开 10	5	R+ 72	150	2012-2-21
					12 农发 02	5	3.87	200	2012-3-6
					12 国开 11	1	3.52	150	2012-3-9
					12 进出 03	5	3.83	150	2012-3-9
					12 进出 04	7	3.95	150	2012-3-9



	12 农发 03	3	3.62	300	2012-3-13
	12 农发 04	7	3.93	200	2012-3-13
	12 国开 12	3	R+49	260	2012-3-19
	12 国开 13	10	4.21	200	2012-3-19
	12 国开 14	5	4.10	220	2012-3-22
	12 国开 15	3	3.83	240	2012-3-28
	12 国开 16	1	3.46	150	2012-4-5
	12 农发 06	5	3.89	250	2012-4-9
	12 国开 17	5	4.11	200	2012-4-10
	12 国开 18	1	3.45	60	2012-4-17
	12 国开 19	3	3.93	60	2012-4-17
	12 国开 20	5	4.11	60	2012-4-17
	12 国开 21	7	4.32	60	2012-4-17
	12 国开 22	10	4.44	60	2012-4-17
	12 进出 05	1	3.39	150	2012-4-18
	12 农发 07	3	3.68	150	2012-4-19
	12 进出 06	10	4.18	200	2012-4-24
	12 国开 23	5	R+78	200	2012-4-26
	12 国开 18	续	3.41	60	2012-5-8
	12 国开 19	续	3.90	60	2012-5-8
	12 国开 20	续	4.10	60	2012-5-8
	12 国开 21	续	4.32	60	2012-5-8
	12 国开 22	续	4.43	60	2012-5-8
	12 农发 08	5	3.87	250	2012-5-10
	12 国开 24	7	R+ 72	200	2012-5-15
	12 农发 09	2	3.15	200	2012-5-17
	12 国开 18	续 2	2.86	60	2012-5-22
	12 国开 19	续 2	3.50	60	2012-5-22
	12 国开 20	续 2	3.82	60	2012-5-22
	12 国开 21	续 2	4.0	60	2012-5-22
	12 国开 22	续 2	4.11	60	2012-5-22
	12 进出 07	5	3.49	150	2012-5-25
	12 进出 08	7	3.71	150	2012-5-25

资料来源: Chinabond 第一创业整理

附表 2 上海银行间同业拆放利率(Shibor)周报价情况

时间\期限	O/N(%)	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	9M(%)	1Y(%)
2012-05-21	1.8142	2.6742	2.8208	3.0033	4.4050	4.7972	4.9577	5.0156
2012-05-22	1.8208	2.6925	2.7900	2.9783	4.3754	4.7903	4.9522	5.0100
2012-05-23	1.8450	2.4196	2.7500	3.0258	4.3333	4.7608	4.9314	5.0013
2012-05-24	1.8833	2.2277	2.7792	3.0525	4.3048	4.7357	4.9102	4.9898
2012-05-25	1.9017	2.5025	2.7925	3.0267	4.2700	4.7104	4.8934	4.9765
周均价(%)	1.8530	2.5033	2.7865	3.0173	4.3377	4.7589	4.9290	4.9986
周变化(bp)	0	-32	-18	-27	-15	-10	-7	-5

资料来源: 上海银行间同业拆放利率网 第一创业整理



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135