

中国固定收益证券

债市周评

第一创业固定收益研究组

分析师：宋启超 王皓宇

电话：0755-25832167

邮件：songqichao@fcsc.cn

两会吹送暖意，债市将继续闹春

3 月 5 日汇率中间价：

CNY/USD=6.8266

上周公开市场：

央票发行（亿元）	1485.5
正回购（亿元）	490.0
到期规模（亿元）	1451.7
净回笼（亿元）	523.8

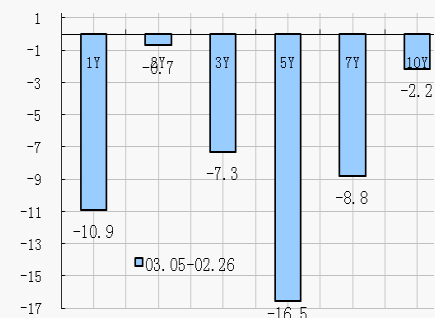
本周期票数据：

央票到期（亿元）	1400.0
回购到期（亿元）	301.0

银行间回购利率：

R001 周加权价(%)	1.49
R007 周加权价(%)	1.69

银行间国债收益率曲线变化：



资料来源：中国债券信息网

相关报告

《CPI 低于市场预期，债市仍有机会》
 ——债市周评 20100301

内容要点：

- **利好因素支撑，债市将继续上涨。**上周利率产品继续反弹行情，各期限收益率都有所下行，部分期限收益率已经回落到去年年中的水平。结合近期政策面和资金面因素，我们认为，债市仍会持续小牛市的行情，但涨幅可能有所减小。
- **两会带来暖意，通胀压力缓和。**政府工作报告中提出了 GDP 增长 8%，通胀水平 3% 的目标。今年经济增长的压力小于去年，政策会更多的向调结构惠民民生方面倾斜。在货币信贷方面，报告明确提出新增信贷 7.5 万亿元，对信贷的严控形成“宽货币，紧信贷”的格局，对债市构成支撑。通胀方面，近期各方对通胀的预计都有所回落，我们认为 2 月份通胀达到一个小高点，直到年中才会可能冲高破三，央行上半年不会加息。
- **PMI 继续回落，减轻经济过热担忧。**2 月份 PMI 指数为 52.0%，连续第二个月回落，但仍连续 12 个月保持在 50 以上。从数据上来看，2 月份 PMI 指数剔除春节因素以后仍有所下降，新订单指数和新出口订单指数也都有明显回落，反映出经济增长可能将达到一个阶段性高点，后续可能有小幅放缓的趋势。对经济过热担忧的进一步减轻，使得政策面上继续紧缩的必要性降低，流动性回收措施的力度也可能会减小，对债市构成利好。
- **央行慎对汇率问题。**央行行长周小川在“两会”记者会上，提出汇率的形成机制、人民币的价格处于不断转变的动态过程。他指出在危机的条件下，不排除采用特殊的政策，包括特殊的汇率形成机制，而这样的政策迟早也有一个推出的问题。如果说我们从非常规的政策退出回归到常规型的经济政策，对于这个时机的选择需要非常慎重。这说明央行在人民币升值上会慎重考虑，根据出口情况、物价水平和热钱流入情况综合判断，我们仍认为目前来看上半年不会升值。
- **美国失业率有限改善，消费信贷首增。**美国 2 月份失业率为 9.7%，与 1 月份持平，低于市场之前的预期，而非农就业人数市场预估为减少 5 万人左右，实际数据为减少 3.6 万人，也好于市场预期。数据反映美国就业市场有所改善，但失业率只比预期略低，而非农就业人数已是连续三个月减少，这反映出美国就业市场的改善比较艰难，后续情况还有待观察。美国的消费信贷自去年 2 月以来首次增加，季节调整后增加 49.58 亿美元，说明消费者借贷消费的意愿有所回升，消费情况持续改善。1 月份美国个人储蓄比例为 3.3%，较去年 12 月的明显回落。但是，借贷消费数据的增加和储蓄率的回落，不代表美国危机前的消费模式能够重新回来，失业率的缓慢改善会形成对消费增长的有力制约，美国消费的改善也将步履艰难。

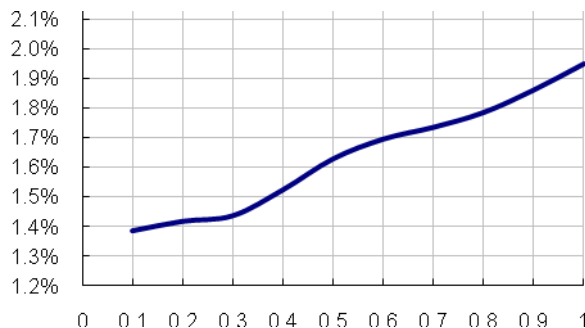


● 上周债券市场重要指标概览 (03.01-03.05)

上周中美基准年限国债收益率比较 (03.05)

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	1.52%	-11	0.38%	6	114
2Y	2.06%	-1	0.91%	10	115
3Y	2.38%	-7	1.43%	7	95
5Y	2.70%	3	2.35%	5	35
7Y	3.04%	-9	3.10%	5	-6
10Y	3.35%	-2	3.69%	8	-34
20Y	4.01%	1	4.49%	9	-48

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、两会吹送暖意，债市利好为主

报告吹送暖意，政策有利债市。温家宝总理在政府工作报告中提出，今年经济社会发展的预期目标是：国内生产总值增长8%左右；城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内；居民消费价格涨幅3%左右。同时提出继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。

从今年的报告中，我们看到宏观调控的方向从应对危机的保增长转为保增长调控之间的平衡，同时要管理好通胀预期。一方面，从经济增长形势来看，今年国内外经济形势都比去年有所好转，今年经济增速的压力小于去年，政府相对会更加关注经济结构的调整，民生的改善，只要经济数据不出现大幅的下滑，不会进一步扩大投资等方面的刺激政策。另一方面，3%的物价上涨水平是较温和的，目标应该可以实现，政府在管理通胀预期的同时，不会过分的采取紧缩性政策。

报告指出今年继续实施积极适度宽松的货币政策，具体提出今年广义货币M2增长目标为17%左右，新增人民币贷款7.5万亿元左右。从温家宝总理历年所做的政府工作报告来看，在货币信贷目标方面，今年是最详细量化的，给出了M2和新增贷款两个数据的目标值。我们认为，今年相关部门将会按照目标，严控货币供应量和新增信贷，不会再出现实际执行结果大幅高于目标计划的出现，具体执行时可能会紧密跟随数据调整政策，加大政策的针对性和灵活性。信贷方面，新增信贷目标7.5万亿比去年实际新增信贷量减少了2万亿左右，但是我们认为这个数量是可以满足经济增长所需的，可以满足去年新上项目的资金需求。从信贷放量以来的情况看，伴随着信贷调控，09年下半年以来的票据融资是净减少的，用以保证中长期贷款的投放额度，09年全年中长期贷款共新增6.7万亿。今年一月份新增贷款量小于去年同期，但是由于票据融资的继续压缩，新增中长期贷款数量高于去年同期，后续银行应该会继续压缩票据来保证中长期贷款，虽然空间有限，但是今年中长期贷款占新增贷款的比例应会高于去年，总量不会大幅低于去年，能够保证对经济增长的支持。

通胀压力暂缓，加息预期降温。信贷总量的严控下，央行的货币政策执行今年将高度关注物价水平，管理好通胀预期，防止通货膨胀。央行将在保增长和防通胀之间平衡抉择，不会过快收紧政策。数量调控为主的货币政策下，加息更多的是一个指标意义。最近通胀预期明显减小，各方对2月份的通胀预期明显下调，我们认为2月份是CPI的一个阶段性高点，未来到6月份左右CPI才可能达到新的高点，有可能超过3%。央行副行长苏宁在两会期间表示，“如果按照目前物价趋势走下去，没有新的变化因素，折合全年是在3%以内的。但是如果出现新的变化，也可能会超过这个趋势。”上述表态说明目前的物价走势在央行的预料范围内，是央行可以接受的，按目前的趋势6月左右CPI同比才会超过3%，因此我们维持上半年不会加息的判断。

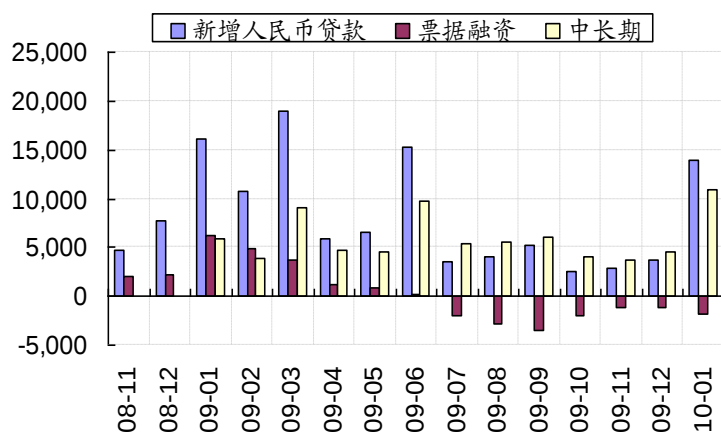


表格 1: 温家宝总理历年政府工作报告部分内容

年份	货币政策	货币信贷目标
2010	适度宽松	合理充裕, 广义货币 M2 增长目标为 17% 左右, 新增人民币贷款 7.5 万亿元左右
2009	适度宽松	满足经济发展需求, 广义货币增长 17% 左右, 新增贷款 5 万亿元以上
2008	从紧	控制货币供应量和信贷过快增长
2007	稳健	合理调控货币信贷总量, 有效缓解银行资金流动性过剩问题
2006	稳健	保持货币信贷适度增长
2005	稳健	合理调控货币信贷总量
2004	稳健	适当控制货币信贷规模

资料来源: 中国政府网、中国网 第一创业整理

图 1: 08 年底以来新增贷款情况



资料来源: 中国人民银行 第一创业整理

PMI继续回落, 经济过热担忧进一步减轻。2月份PMI指数为52.0%, 低于上个月的55.8%, 连续第二个月回落, 但仍连续12个月保持在50以上。从数据上来看, 2月份PMI指数的回落有春节因素带来的影响, 但剔除春节因素以后仍有所下降, 反映出经济可能达到了扩张阶段的一个阶段性高点, 后续可能有小幅放缓的趋势。GDP增速可能在一季度达到阶段高位, 受内需和外需相对变化的不确定性影响, 经济增速可能有所回落。新订单指数回落较明显, 回落幅度超过6个百分点, 但过去几个月的数值都在60附近的高位, 因此预计一季度的工业增加值会相对较高, 使得GDP增速可能达到近期高点, 后续则可能出现回落。

出口方面, 2月份新出口订单指数50.3%, 比上月回落2.9个百分点。与上周我们对出口环比数据的分析类似, 在目前外需难以大幅改善的情况下, 出口前景仍然不能过早判断, 从新出口订单指数来看近期出口复苏可能出现反复。商务部长陈德铭周六表示, 中国1-2月贸易顺差下降50.2%, 显示对外贸易情况仍然严峻。总的说来, PMI显



示经济似乎可能将达到阶段高位然后回落，那么政策面上出台进一步紧缩措施的必要性在减轻，对债市构成利好。

图 2: PMI 指数继续回落

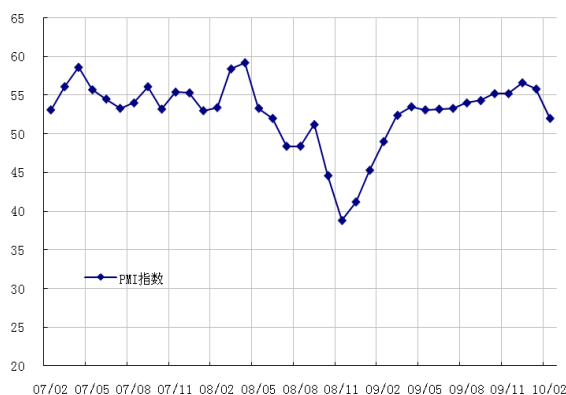
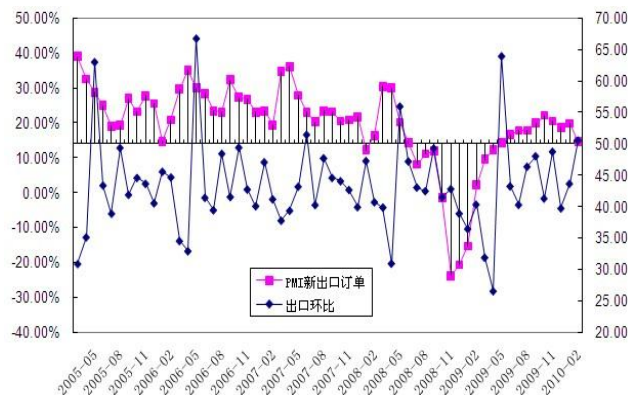


图 3: 新出口订单指数显示出口可能反复



资料来源: Wind 第一创业整理

1.2、人民币汇率慎重行事

行长提出政策回归，升值时机选择慎重。央行行长周小川在“两会”记者会上，提到人民币汇率问题时表示，汇率的形成机制、人民币的价格处于不断转变的动态过程，在不同的阶段会有所变化。他指出在危机的条件下，不排除采用特殊的政策，包括特殊的汇率形成机制，而这样的政策迟早也有一个推出的问题。如果说我们从非常规的政策退出回归到常规型的经济政策，对于这个时机的选择需要非常慎重。

周小川对于人民币汇率的表态，反应出央行对于退出特殊的汇率形成机制，也就是金融危机后实际上钉住美元的汇率机制，是有所考虑和准备的。然后，央行在退出时机的选择上，也就是人民币重新对美元升值时机的选择上，会非常慎重，这是由今年整个宏观调控的复杂性决定的。在汇率问题上，央行会高度关注几个问题。首先，出口的恢复情况是汇率问题的基础，央行不会在出口没有稳定复苏之前让人民币升值，这会对经济增长和就业带来很大的压力，使得宏观调控国内政策协调更加复杂。其次，今年央行会密切关注物价水平，包括输入型通胀，大宗商品价格的走势会一定程度上影响央行对汇率问题的决策。再次，热钱流入情况也是央行关注的重点，外管局局长易纲近期撰文指出过高的利率吸引热钱流入，利率和汇率将会相互制约，央行都不敢轻易动。从三方面目前的形势来看，央行在汇率问题上还会再观望一段时间，很可能上半年不会让人民币升值。



1.3 海外研究

美国失业率有限改善，消费信贷首增。美国2月份失业率为9.7%，与1月份持平，低于市场之前的预期。由于暴雪等寒冷天气影响，市场预期2月失业率可能会小幅上升，而非农就业人数市场预估为减少5万人左右，实际数据为减少3.6万人，也好于市场预期。失业率和就业人数的数据反映美国就业市场有所改善，但失业率只是比预期的9.8%略低，而非农就业人数已是连续三个月减少，这反映出美国就业市场的改善比较艰难，目前的数据更应理解为有限改善，后续情况还有待观察。

美国的消费信贷自去年2月以来首次增加，季节调整后增加49.58亿美元，说明消费者借贷消费的意愿有所回升，消费情况持续改善。结合个人储蓄率变化来看，1月份美国个人储蓄占可支配收入比例为3.3%，较去年12月的4.2%明显回落。但是，借贷消费数据的增加和储蓄率的回落，不代表美国危机前的消费模式能够重新回来，失业率的缓慢改善会形成对消费增长的有力制约，美国消费的改善也将步履艰难。综合起来，我们认为美国在相当长一段时间内，将维持低水平复苏的状态。

图 4：美国失业率有限改善

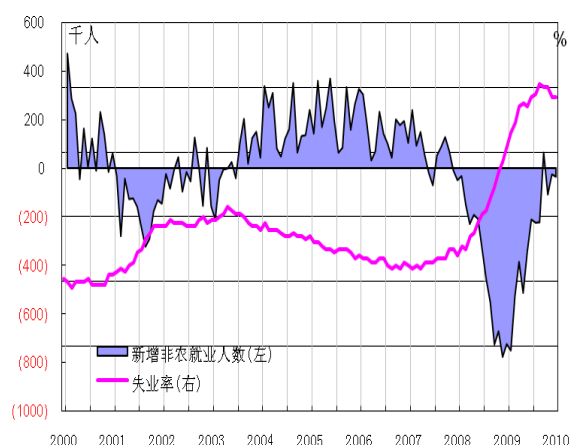
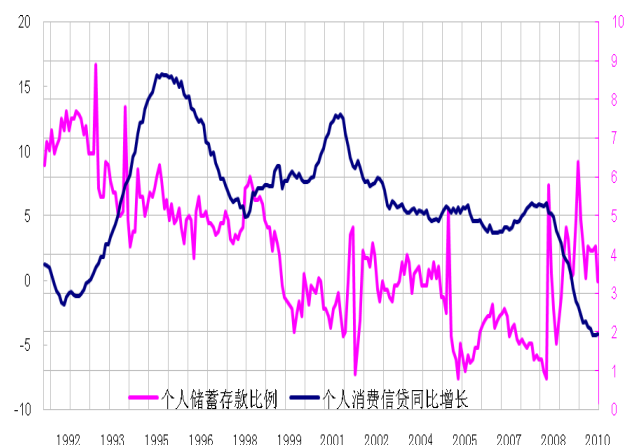


图 5：美国消费信贷和储蓄比例



资料来源：Bloomberg 第一创业整理

2、债市要闻

2.1 本周国债与金融债发行情况

投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)
2010-3-8	农发行 2010 年第二期固定利率金融债	7	150(+50)
2010-3-10	财政部 2010 年第五期固定利率国债	7	260
2010-3-10	国开行 2010 年第五期固定利率金融债	20	200(+100)

3、公开市场

央票放量发行，回笼力度加大。上周公开市场净回笼 500 多亿，回笼力度有所加大，



央票发行量放大至 1500 亿，发行利率保持不变。央行副行长苏宁近期表示央行将合理利用各种货币政策工具，既保持货币供应能够促进经济稳定增长，同时又不造成物价上涨。在公开市场方面，我们认为央行近期会大力回笼流动性，在操作上可能会宁紧勿松，优先采取数量调控来管理市场的通胀预期，预防可能出现的通胀，同时为后续的操作留下空间。

首先，央行今年高度关注通胀，收回应对危机投放的巨量流动性是一个重点。两次提高存款准备金率，时点超前于市场预期，说明央行对流动性过于宽裕的重视和担忧，未雨绸缪提早出手，防止通货膨胀。公开市场方面，近期公开市场到期量很大，央票到期量达到一个小高峰，央票的放量发行在意料之中，下周央票到期达到 1400 亿，央票发行量应会相应继续增大。从操作力度来看，央行的回笼可能会偏重一点，一方面流动性早收早心安，通胀预期管理越有效，另一方面央行今年要在保增长和防通胀之间平衡，前期紧一点，后期有更多的操作空间。

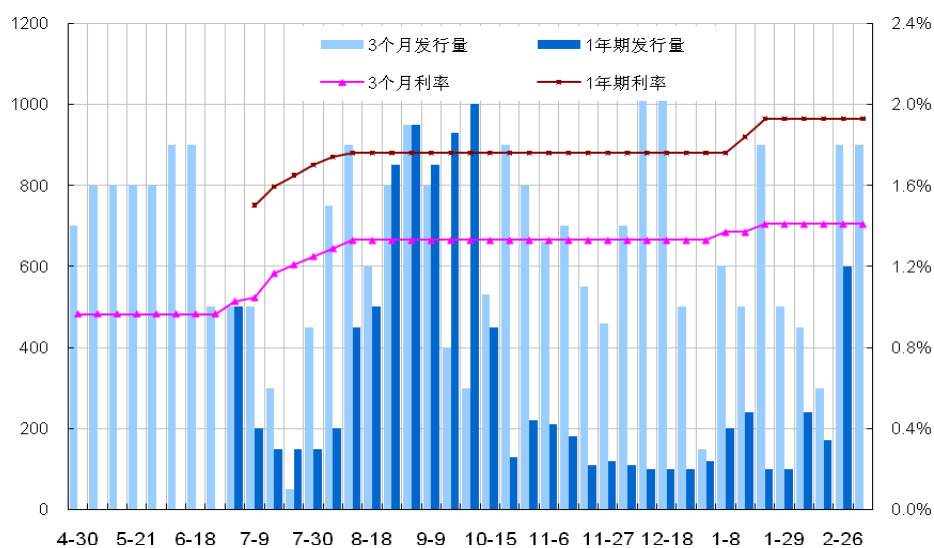
其次，从央票的发行情况来看，央票发行利率自年初提高了两次以后，再次企稳。一方面央行不愿过快提升央票利率，另一方面市场对央票利率的提升预期降低，认可了目前的利率。上周央票发行量达到 1500 亿，利率保持不变，加量不加价，反应了大行对于央票发行利率的认可，也说明流动性仍然十分宽裕。近期央票一二级市场利差明显缩小，来自于“宽货币，紧信贷”带来债市的反弹行情，市场收益率不断下降。参照去年 8-10 月央票一二级市场收益率及发行量的情况，我们认为近期央票发行量将保持高位，而发行利率可能继续持稳，或者略微提升，这对于债市是一个利好因素。

表格 2: 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	3 个月/1 年	1100.0	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	301.0	-	-
回笼	央票发行	3 个月	896.9	1.41	0
	央票发行	1 年	588.7	1.93	0
	正回购	3 个月	490.0	1.41	0
合计	-523.8				

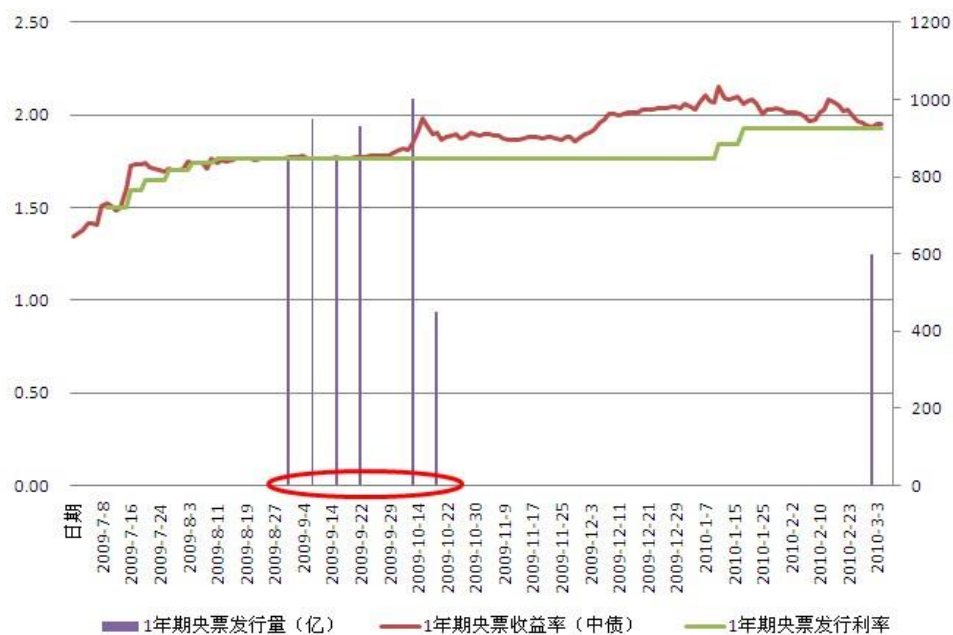


图 6：央行公开市场操作的央票发行情况



资料来源：中国人民银行 第一创业整理

图 7：1 年期央票重启以来发行情况



资料来源：Wind 第一创业整理



4、后市观点

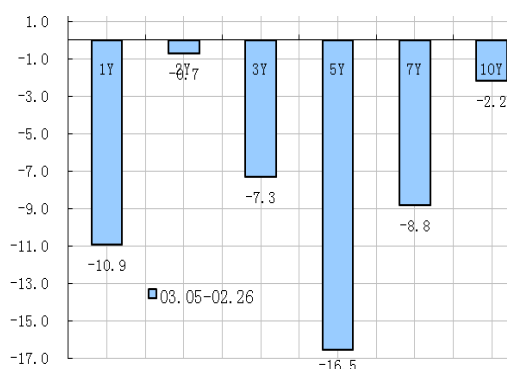
政策利好支持，债市行情持续。上周利率产品继续反弹行情，各期限收益率都有所下行，部分期限收益率已经回落到去年年中的水平。上周发行的 1 年期国债，认购依然火爆，票面利率 1.44% 低于市场预期，反应出资金追逐的热情不减。上周 7 天回购利率仍然维持在 1.6% 附近的水平，资金面宽裕程度变化不大。政府工作报告明确提出了新增信贷 7.5 万亿的目标，为政策执行定下方向，下一步信贷政策上应会继续从严控制新增信贷，今年商业银行的存贷差比去年将有明显的增长，对于债市构成支撑。近期通胀担忧有所缓解，而经济的增长有可能达到阶段的高点，汇率暂时不会有所变动，对于债市整体来说以利好为主。我们预计在资金面没有方向性转变之前，债市仍会持续前期的行情，但涨幅可能有所减小。



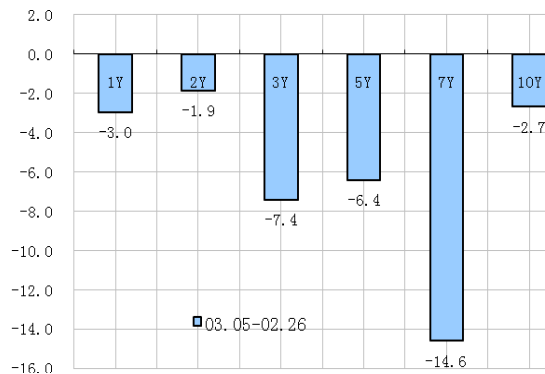
5、一周债市变化图表

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

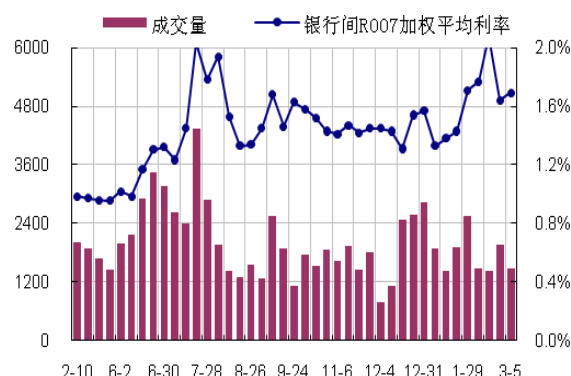
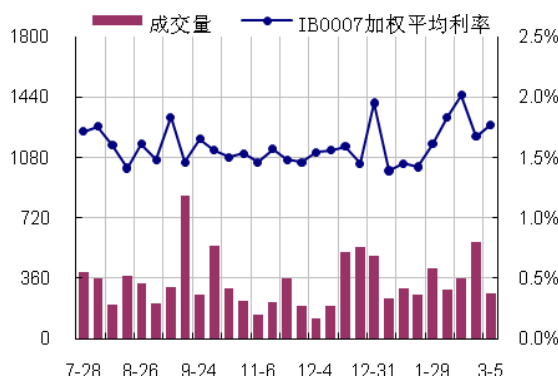


银行间市场金融债收益率曲线周变化



5.2、货币市场利率

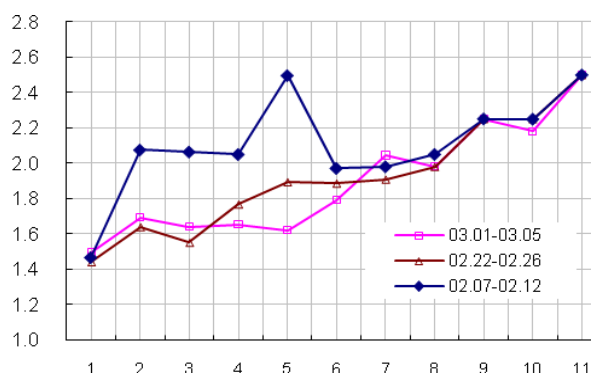
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

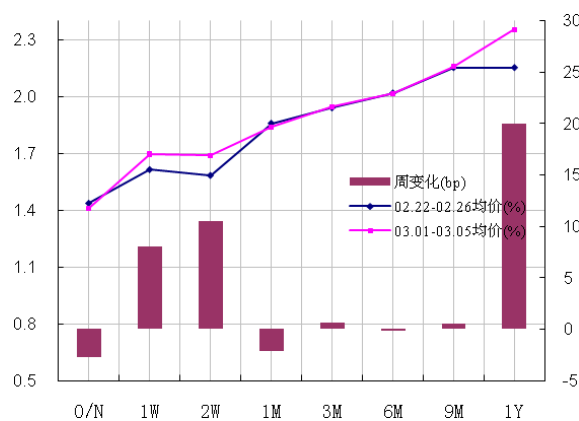
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	1.49	5	102868312.1	8461015.9
R007	1.69	5	14758537.59	-4877281.62
R014	1.64	9	4966410.6	-3253665.09
R021	1.65	-12	889510	335320
R1M	1.62	-27	2010933.1	1856033.1
R2M	1.79	-10	508380	488880
R3M	2.05	14	210331.4	37591.4
R4M	1.98	0	0	-167273.5
R6M	2.25	0	0	-154340
R9M	2.18	0	59800	59800
R1y	2.50	0	0	-244600
合计			126272215	2541480

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

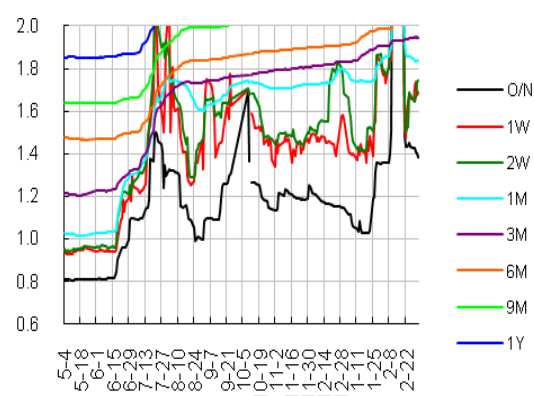




SHIBOR 各期限利率变化

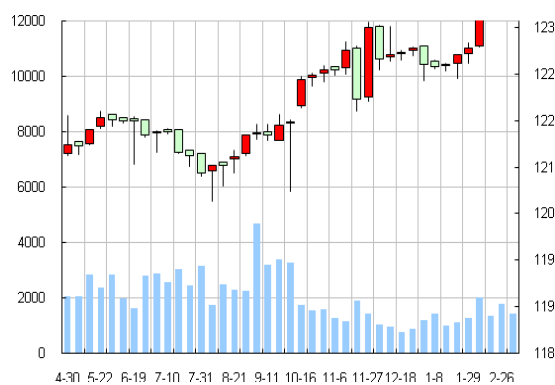


SHIBOR 的各期限利率走势



5.3、交易所债券指数

上证国债指数走势图（周 K 线）



上证企业债指数走势图（周 K 线）





6、附录

附表 1 2010 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
10 国债 01	2	2.01	260	2010-1-27	10 国开 01	7	3.97	200	2010-01-13
10 国债 02	10	3.43	260	2010-2-3	10 农发 01	5	3.65	150	2010-01-15
10 国债 03*	30	4.08	240	2010-2-26	10 国开 02*	7	R+52	200	2010-01-20
10 国债 04	1	1.44	260	2010-3-1	10 国开 03	5	3.60	200	2010-1-27
					10 国开 04*	10	R+59	200	2010-2-3
累计			1020		累计			950	

资料来源: Chinabond 第一创业整理 (带*为半年付息一次, 带**为每季度付息一次)

附表 2 上海银行间同业拆放利率(Shibor)周报价情况 (03.01-03.05)

时间\期限	O/N(%)	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	9M(%)	1Y(%)
2010-3-1	1.4295	1.6508	1.6483	1.844	1.9436	2.0138	2.1549	2.351
2010-3-2	1.4242	1.718	1.6458	1.8358	1.9467	2.0154	2.1562	2.3518
2010-3-3	1.4075	1.7388	1.6717	1.8341	1.9455	2.0169	2.1567	2.3522
2010-3-4	1.4017	1.6783	1.7364	1.8363	1.9465	2.0172	2.1579	2.3525
2010-3-5	1.3842	1.6879	1.7432	1.8361	1.9461	2.0169	2.158	2.3524
周均价(%)	1.4094	1.6948	1.6891	1.8373	1.9457	2.0160	2.1567	2.3520
周变化(bp)	-53	-44	-38	-14	2	1	1	20

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:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我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。

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。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

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

第一创业证券有限责任公司

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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120