

分析师：李建朋

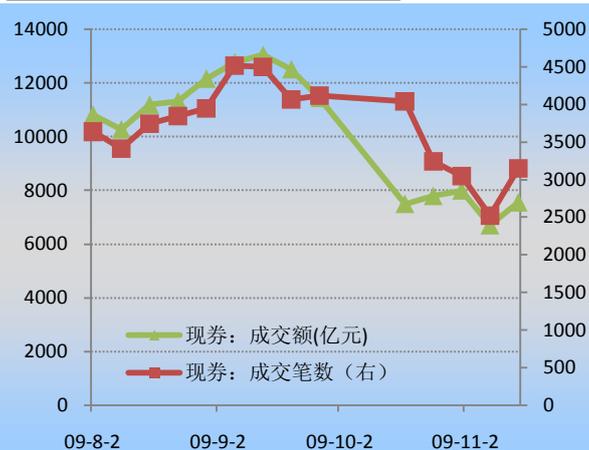
电话：010-88656469

E-MAIL: lijianpeng@cindasc.com

债市如期好转，资金面成主推力

周报（11.9—11.15）

现券成交恢复活跃（按周统计）



相关报告：

2009-11-10

资金面有望利好债券市场

2009-11-4

债市或存在阶段性投资机会

2009-10-21

在下跌中寻找投资机会

2009-8-25

资本充足率与债券市场

2009-2-17

经济回暖预期，信用债券的盛宴

2009-2-10

再论利率平稳期债券市场的投资机会

2009-4-1

债市离系统性风险，还有多远？

核心观点：

◆ 货币供给内生性增长。人民币升值预期产生了投机性需求，出口好转有望扩大外贸顺差，这两个因素引起（和将引起）外汇占款大幅上升（参见上期周报）。而外汇占款导致基础货币的被动供给，货币供应量出现内生性增长，央行冲销的压力加大，公开市场连续资金净回笼。此外，在人民币升值的预期下，存在通过外汇贷款进行套利的激励，央行在月度信贷报告中也表现出对外汇贷款的关注，行文上少有的将“新增外汇贷款”提升到与“人民币新增贷款”相提并论的高度。

◆ 债市资金面极为宽裕。一方面外汇占款大幅上升、货币供应量增速加快，另一方面信贷有所控制，这犹如在金融系统被动注入流动性的同时扎紧了流动性出口，结果是资金面变得极为充裕。这与08年初类似，虽然当时CPI高企，然而通胀预期的锚定同样是稳定的，且同样短期不存在通胀通缩转换。

◆ 债市如期好转。在连续三期报告中，我们通过研究债市资金面、通胀与债市走势的相互作用，认为在通胀比较温和、通胀预期锚定稳定时，资金面是可以阶段性影响债市走势的。近期（中债）收益率、债券指数的走势以及债券发行和交易情况，均反映出债市如期好转。

◆ 我们认为资金面更利好于利率产品。这是因为上述资金以短期资金为主，对流动性和安全的要求要高于收益性。这里可以提供两个例证：一是近期有近3000亿元的资金流入中央银行的准备金账户，虽然超额准备金利率只有0.72%；二是上周招标发行的1年期国债，发行利率为1.44%，比上一期1年期国债发行利率下降了2个基点，比同期二级市场收益率低在6个基点左右。

◆ 当然，信用产品目前同样具有投资价值，这是因为收益率已经接近阶段性顶部。在没有出现信用风险的前提下，我们认为，收益率是有“顶”的，这个“顶”主要由以下两个因素决定：一是企业同期获得的银行贷款所需要承担的贷款利率；二是更低级别信用债券的同期收益率，如果债券的违约风险没有大幅波动，其收益率很难上升到更低级别债券的收益率之上（一个反例是08江铜债，由于违约风险大增，在08年11月底收益率大幅上升了200多个基点）。

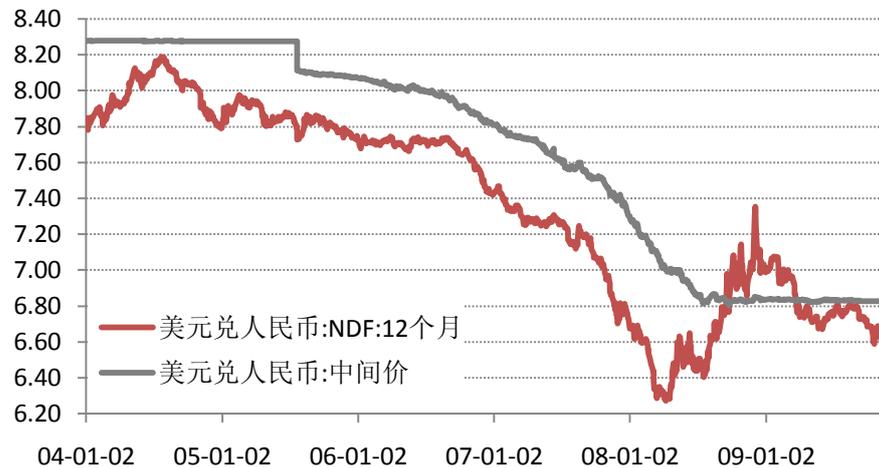
◆ 预计信用债券将呈现如下波动：当收益率上升并接近“顶”时，开始回落，而收益率下降一定幅度，对投资者失去吸引力时，收益率又再度回升。

1.宏观分析

上周三，人民银行发表了题为“货币信贷平稳增长”的月度信贷报告（以下简称“报告”），从报告的行文来看，我们认为可能有两点值得关注：

一是“报告”将外汇贷款提升到显要位置，年内首次将外汇贷款与人民币贷款相提并论，这说明央行对外汇贷款¹大量增加的现象可能已经有所担忧，外汇占款问题将进一步得到重视。10月末金融机构外汇贷款余额为3596亿美元，同比增长40.04%，同比增速创年内新高，当月外汇各项贷款增加163亿美元，新增外汇贷款已经连续6个月在100亿美元以上（图表2）。

图表 1：人民币升值预期“抬头”



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

外汇贷款的大量增加，一方面在于人民币信贷有所收紧；另一方面在于人民币升值预期下，借入外汇贷款存在套利空间：即期借入美元，远期以人民币购买更为便宜的美元予以偿还，这不仅覆盖外币贷款成本，还存在获利空间。而外汇贷款的大量增加将导致央行外汇占款迅速增长（如我们上周周报所述），这将增加央行公开市场操作上的压力，并可能导致基础货币投放增加。

¹我们在上周周报中重点分析了外汇占款。

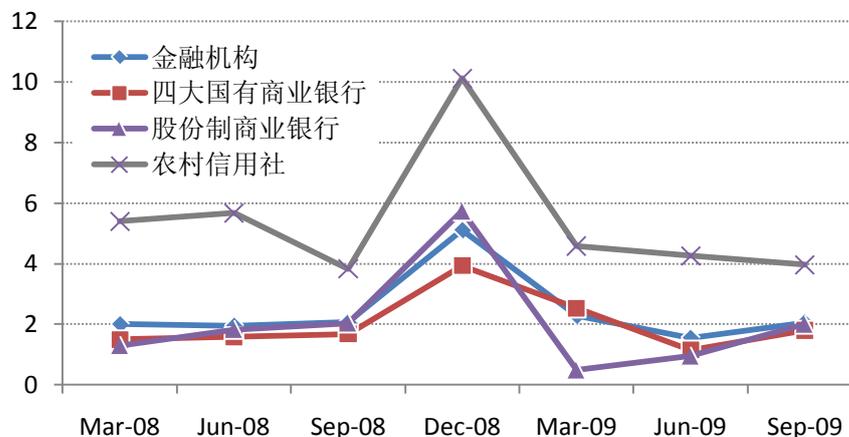
图表 2：外汇贷款增长迅速，投机性需求推波助澜



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

二是“报告”对 10 月份货币信贷的评价是“平稳增长”，这可能暗示央行对于 10 月份货币信贷增长情况较为满意。在 8-10 月三个月份的报告中，其对货币信贷的评价依次为“平稳增长”、“继续保持快速增长”和“平稳增长”，这三个月新增人民币贷款分别为 4104 亿元、5167 亿元和 2530 亿元。

图表 3：金融机构超额准备金小幅回升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

与新增贷款下降相对应，金融机构超额存款准备金率小幅回升。09 年 3 季度末，金融机构超额准备金率为 2.06%，比 2 季度的 1.55% 高 0.51 个百分点；四大国有商业银行、股份制商业银行 3 季度末的超额准备金率分别为 1.80% 和 2.00%，分别比 2 季度高 0.65 个百分点和 1.05 个百分点；农村信用社例外，3 季度超额准备金率 3.96%，比 2 季度低 0.3 个百分点，但是 3.96% 的超额准备金率依然远高于金融机构的平均值和四大行、股份制商行的值。

信贷回落，超额准备金率上升，说明年底资金面进一步宽裕，且资金的风险偏好下降，如我们前两期周报所言，资金逐步流入高流动性、低风险市场。前面提到，金融机构超额准备金率提高 0.51 个百分点，这相当于有近 3000 亿元的资金流入中央银行的准备金账户，目前超额存款准备金利率为 0.72%，虽然收益较低，但是存为超额准备金的资金具有高流动性和无风险特性。

2. 货币市场

公开市场持续净回笼，冲销被动投放的基础货币

上周公开市场操作净回笼资金 800 亿元，截至上周实现连续 5 周净回笼，净回笼资金 5700 亿元。其中，票据到期释放资金 1200 亿元，发行央票和正回购操作回笼资金 2010 亿元。央票及正回购发行利率依然与前期持平。

我们依然认为（参见上周周报），当前央行连续资金净回笼，目的主要在于冲销由于外汇占款而增加的基础货币投放。在外汇占款增加过多的月度，央行往往会实现公开市场月度净回笼。维持前期判断，央行连续资金净回笼并非意在收紧货币政策。

图表 4：央行公开市场操作净回笼

上周公开市场操作结果				
品种	期限	利率 (%)	金额 ² (亿)	合计 (亿)
票据到期	3 月	1.328	900	1200
票据到期	28 天	1.18	300	
票据发行	3 月	1.328	-700	-2010
正回购	91 天	1.33	-500	
票据发行	12 月	1.7605	-210	
正回购	28 天	1.18	-600	
净回笼(-)/净投放 (+)				-800
本周公开市场到期资金提示				
票据到期	3 月	1.3280	600	950
票据到期	12 天	2.2495	50	
正回购到期	28 天	1.1800	300	

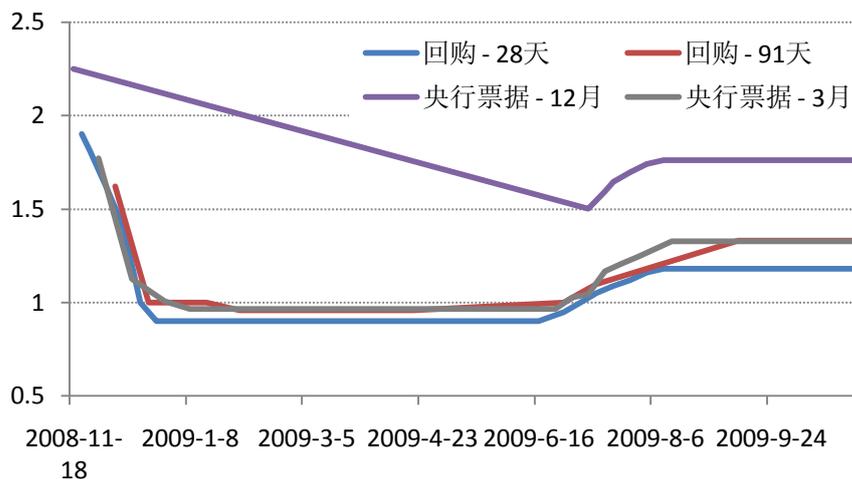
² 正负代表资金方向,负数表示回笼资金，正数表示投放资金。

月度公开市场到期资金提示（截至上周末）

2009年12月份	4450
2010年01月份	5130

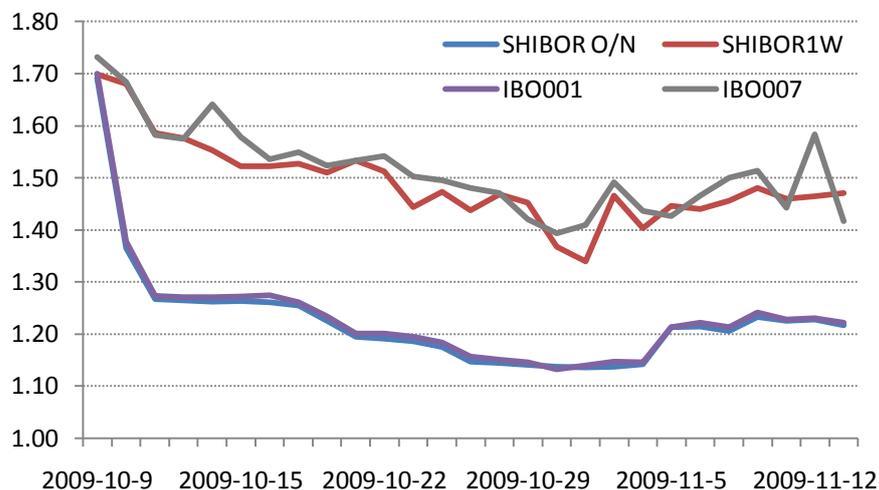
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 5：央票和正回购发行利率继续保持稳定



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 6：货币市场利率依然低位徘徊



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3. 债券市场

债指普涨，市场如期好转

交易所信用债券表现好于银行间信用债券类指数：交易所上证企业债和公司债指数 5 日涨幅分别为 0.18%和 0.30%，涨幅高于中债企业债总净价指数和中债短绒总净价指数。交易所信用债券表现更好，或许与交易所债券市场参与者的交易习惯和风险偏好程度有关。

银行间市场国债指数表现好于企业债和中短期票据指数：中债银行间国债净价指数 5 日涨幅为 0.15%，而中债企业债总净价指数和中债短融总净价指数 5 日涨幅分别为 0.06%和 0%。银行间市场投资者以配置型需求为主，更关注债券投资资金的流动性和安全性，在目前可投资债券资金充裕的情况下，也将优先购买国债、央票等流动性和安全性更好的品种。

图表 7：债券市场指数

债券指数名称	最新	涨跌幅 (%)		
		5 日	10 日	60 日
上证国债指数	122.44	0.08	0.15	1.36
中债银行间国债净价指数	115.82	0.15	0.09	-0.81
中债固定利率国债净价指数	115.15	0.15	0.09	-0.78
中债浮动利率国债净价指数	112.07	0.03	0.02	-0.28
中债央票总净价指数	101.19	0.01	0.00	-0.37
中债短融总净价指数	98.84	0.00	0.00	-0.12
中债短融 AA 净价指数	98.50	0.00	-0.02	-0.16
中债金融债券总净价指数	116.08	0.01	-0.02	-0.52
中债固定利率金融债净价指数	112.67	0.01	-0.04	-0.78
中债浮动利率金融债净价指数	113.58	0.01	0.01	-0.09
公司债	116.30	0.30	0.41	-0.14
上证企债指数	132.58	0.18	0.21	0.34
中债企业债总净价指数	91.37	0.06	0.19	-2.36

数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

国债招标结果显示债市信心逐步恢复

上周三招标发行的第 28 期付息式国债，期限为 1 年，计划发行 260 亿元，实际发行 273.4 亿元，认购倍数高达 1.9469，高于前两期国债的认购倍数，而发行利率为 1.44%，比上一期 1 年期国债发行利率下降了 2 个基点，比同期二级市场收益

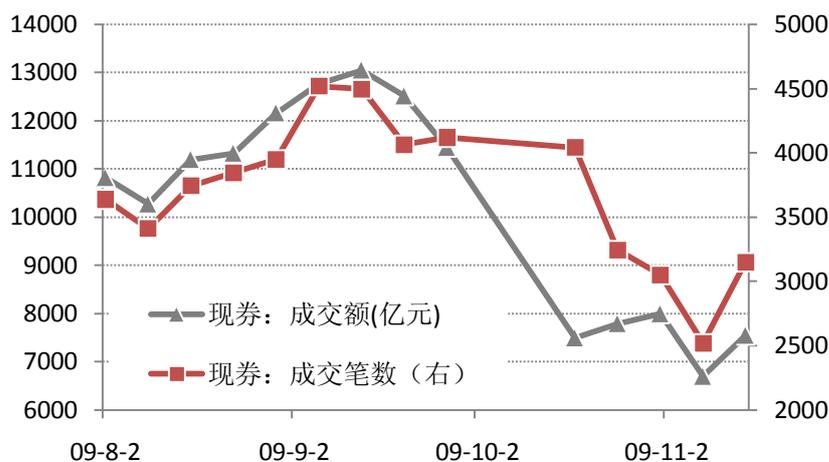
率低在 6 个基点左右。在该期国债发行受到热捧的影响下，二级市场利率也随之走低，截至上周五，1 年期银行间固定利率国债收益率（中债估值）已下降到 1.4866%。

市场的好转是符合我们预期的。在连续 3 期报告中，通过考察历年债市资金面、通胀和债市走势的相互关系，我们认为，当通胀比较温和、通胀预期锚定比较稳定时，资金面的剧烈变动是可以阶段性影响债市走势的。从第一部分可知，商业银行增加了存放于央行的超额准备金，这反映出商业银行资金面愈发宽裕，且这些资金，相比收益性，更注重流动性和安全性。

现券交易逐步回暖

现券成交量和笔数均有所上升，也说明市场信心有所恢复。图表 9 可以看到，银行间市场现券成交反弹，上周现券成交笔数、金额分别为 3150 笔和 7549.27 亿元，比前一周分别增加了 630 笔和 852.413 亿元。

图表 8：银行间市场现券成交有所活跃（按周）



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

4. 预测与建议

资金面将主导近期债市走势

这个观点我们之前已经详细阐述（参见第 177 期报告），通胀、资金面作为影响债券市场走势的两大重要因素，二者共同对债券市场发生作用，且作用力的方向可以同向也可能反向：

一般的，二者对债市是方向相同的“作用力”：宏观经济高涨，CPI 快速上升，企业资金需求增加，商业银行放贷积极性大幅提高，投资于债市的资金量减少；相反的，宏观经济衰退，CPI 也将回落，企业资金需求减少，商业银行放贷积极性也大幅下降，投资债市的资金量增加；

然而，当通胀变动较为温和，市场预期比较稳定时，资金面的显著改变能阶段性影响债市走势，对债市的“作用力”的方向可能与通胀相反，短期内主导债市走势

我们认为近期通胀预期对债市的影响将变得温和。这是因为：首先，通胀已经对债市产生了影响，债券市场收益率已经大幅上升；其次，在实体经济强劲复苏的情况下，实体经济有可能消化增长的货币供应量，不至于形成滞胀的局面；最后，作为通胀的主要指标 CPI 的变动在市场预期之内，通胀预期锚定变得更为稳固。

利率产品和信用产品回暖的因素有所差异

我们在连续三期周报中分析了债市阶段性回暖的可能性，目前市场已经得到了初步印证，这在中债收益率曲线、债券指数及债券发行及交易情况均有所反应。然而我们认为引起二者回暖的因素有所差异，从而行情的可持续性也将有所不同：

利率市场方面，收益率下降的推力主要源于充裕的资金面。一方面外汇占款大幅上升、货币供应量增速加快，一方面信贷却有所控制。这犹如金融系统被动注入流动性的同时，扎紧了流动性的出口，结果是资金面变得极为充裕。这些资金对收益的要求较低，而对流动性和安全性要求较高（这一点从最近超额准备金率的回升可以看出：虽然超额准备金利率只有 0.72%，依然有近 3000 亿元的资金流入中央银行的准备金账户），因而这些资金将主要流入利率市场。

只要通胀保持温和水平、通胀预期稳定，那么在资金的推动下，利率产品收益率的下降是可持续的，当然收益率回到上半年的水平比较困难。需要注意的是，我们所指投资机会是收益率涨跌带来的资本利得损益，而非持有期利息带来的收入。

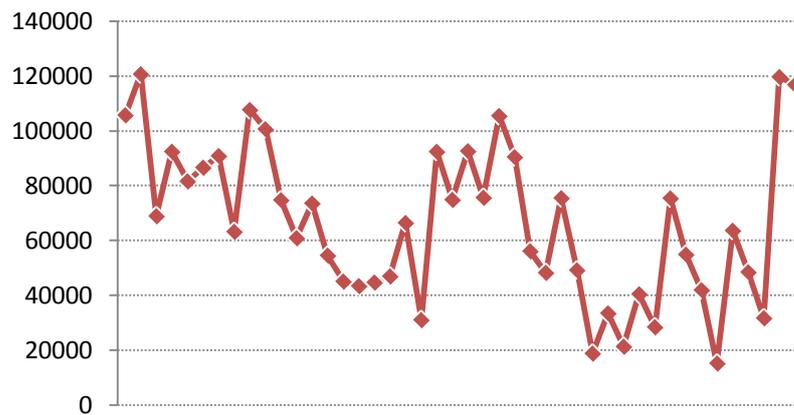
信用产品方面，反弹行情则源于收益率的已经接近阶段性顶部。在没有出现信用风险的前提下，我们认为，收益率是有“顶”的。这个“顶”主要由以下两个因素决定：一是企业同期获得的银行贷款所需要付出的利率；二是更低级别的信用

债券的同期收益率,例如 AAA 级企业债的收益率不应该高于 AA 级企业债的收益率,这是在违约风险没有大幅波动的情况下(例如 08 江铜债在 08 年 11 月底由于违约风险一度高涨收益率上升了 200 多个基点至 6.9%),而当前宏观经济好转,企业盈利能力上升,违约风险大幅上升的可能性较 08 年底大幅下降。

发行利率下降和成交量上升,说明目前信用债券的收益率已经有足够的吸引力。以公司债为例,截至 11 月 16 日,有 8 只公司债券集中上市,使得 11 月已经成为月度公司债上市数量最多的一个月。这 8 只公司债的发行利率在 5.38%到 7.3%之间,而最近发行的 09 苏高新债发行利率为 5.5%,比资质接近的 09 复地债发行利率下降了 180 个基点。成交量上升请参照图表 9。

预计信用债券短期将呈现如下波动:当收益率上升并接近“顶”时,开始回落;而收益率下降一定幅度,对投资者失去吸引力时,收益率又再度上升。

图表 9: 公司债成交量大幅上升(按周统计)



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

评级说明

1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	评级		说明
	2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅	票投资评级	强烈买入
买入			相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
持有			相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
卖出			相对沪深300指数跌幅10%以上
	业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
		中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本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，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路5号中商大厦10层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com