

债券研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

李建朋 执业编号: S1500210070004

+86 10 63081267

lijianpeng@cindasc.com

相关报告:

2010_10_18

收益率继续上升

2010_06_17

资金面趋紧, 收益率上升

2010_04_13

悄然扎紧的“钱袋子”

2010_03_09

债市依然处于“饥饿”状态

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

请务必阅读最后一页重要的免责声明

难以承受的全面通胀之重

二〇一一年年度债市投资策略

2010年12月23日

摘要

全面通胀之重

- 以美国为代表的发达国家, 其金融市场的恐慌情绪没有根除, 商业银行和企业预期悲观且借贷意愿不强, 失业率仍然高企, 通货紧缩的态势没有逆转, 这些表明“流动性陷阱”还没有消失, 传统的利率传导机制还没有恢复, 非传统货币政策将延续, 数量宽松创造的大量流动性将继续抬高初级产品价格。
- 国内物价上涨具有成本推动型特征, 全面通胀的“苗头”隐现。由于我国初级产品进口需求刚性, 在国际能源、原材料价格大幅攀升的形势下, 进口额反而继续增长, 生产成本上升; 同时, 国内农产品和劳动力的价格上涨加剧了成本对于物价的推动作用。
- 由于成本推动型通胀具有波及范围广, 持续时间长的特征, 如不加以控制, 可能引发全面通胀。预计, 11 年债券市场面临的通胀压力巨大: 一方面, 目前还看不到逆转成本上升、继而物价上涨的因素; 另一方面, 10 年年尾数月 CPI 环比的快速上涨, 导致 11 年上半年仅翘尾因素就可能高达 3%。

“三率”上升之忧

- 预计 11 年, 人民币汇率、基准利率和存款准备金率“三率”将形成组合拳, 在打压通胀的同时防范“热钱”。早在 10 年年中, 我们就提出“钱袋子”将收紧的观点, 认为货币政策趋紧, 资金面不再处于极度宽裕的状态。10 年四季度, 央行上调了基准利率, 连续三次上调存款准备金率, 货币政策也明确转向。
- 人民币汇率升值能部分抑制通货膨胀。在我国进口品中, 资本品和原材料占了相当大的比重, 人民币升值可以降低以美元标价的进口商品在国内的价格; 此外, 我们认为人民币汇率升值预期比升值更吸引“热钱”。人民币汇率的每一次升值, 降低了后续的升值空间, 升值后人民币汇率双边波动的空间增加, 人民币汇率的弹性上升, 货币政策独立性增加, 也有利于控制“热钱”。
- 实际利率持续为负, 是决定加息政策的主要原因之一。如果实际利率为负, 居民的储蓄存款就会出现“存款活期化”, 这可能增加宏观经济的热度, 加剧通货膨胀。
- 存款准备金率是否上调主要取决于当期结售汇新增加的人民币被动投放量和公开市场到期资金量。一方面, 从新增人民币投放量来看, 外汇占款超预期增长, 2010 年 10 月新增外汇占款 5302 亿元, 是 10 年前 9 月平均值的两倍还多; 11 月份新增外汇占款 3196 亿元, 仅次于 10 月份, 为避免这些资

金直接进入实体经济，央行需要主动提高存款准备金率，使由外汇占款产生的大量基础货币停留在央行的资产负债表上；

另一方面，从公开市场来看，偏低的发行利率影响了央票的发行量，这样一来，在回收流动性的工具中，央行需要更多借助存款准备金率。需要注意的是，根据最新可得数据，虽然 3 季度金融机构超额准备金率仅有 1.7%，中资大型银行为 1.4%，但是这并不意味着法定存款准备金率的上调空间只有这么大，为配合“稳健”货币政策，央行很可能继续提高存款准备金率。

利率上行之势

- 在 2010 年半年报时，我们就认为“短端收益率上行”，2010 年下半年以来，随着货币政策的收紧，基准利率的上调，货币市场利率如期上升。预期 2011 年在全面通胀的压力下，基准利率将继续上调，相应的货币市场利率也将上升。
- 在基准利率上升的系统性冲击下，与我们 10 年 4 季报的预期相符，债券市场各品种债券的发行利率均明显上升。在各品种收益率整体上升的同时，同一类型债券各期限品种之间的期限差在大幅缩小。原因主要是短期利率相对更为敏感，在受到冲击时，会短时间内有明显变动。例如 08 年季度市场收益率快速下行时，银行间固定利率国债 3 年期和 1 年期利差甚至一度落入负值。预计在政策的真空期间，随着市场情绪的平复，期限利差将恢复到正常水平。
- 从企业债与国债所反映的信用利差来看，自 10 月中旬加息以后，信用利差明显上升。然而，我们预计，信用利差整体上将趋势性下行。目前，企业债发行利率已经上升到 7% 以上，继续上升的空间不大，同时，国债等无风险利率在通胀导致的系统性冲击下或将继续上行。

债市保持谨慎

- 在系统性风险的冲击下，债市收益率水平在底部运行近一年多后，开始大幅回升。由于短期和超长期债券，相对于中期债券，受到的冲击较小，且有固定的投资者偏好于短期或超长期债券，建议投资者不妨采取杠铃型投资方法，选择短期债券和超长期债券。
- 此外，我们认为，债市在受到系统性风险冲击时往往会出现超调，比如期限利差大幅下降或者信用利差逆势上升，对于交易型投资者存在一定的交易性机会。

目录

1. 全面通胀之重	4
2. “三率”上升之忧	10
3. 利率上行之势	14
4. 债市保持谨慎	20

图表

图表 1: VIX 指数虽然较危机高涨时明显下降, 但依然远高于危机前水平	5
图表 2: 美国央行投入大量基础货币, 并没有创造出大量的货币供给	5
图表 3: 美国失业率依然居高不下, 通货紧缩的态势有所抬头	6
图表 4: 物价指数 CPI 同比和环比同时持续上涨	7
图表 5: CPI 分项来看, 环比有普涨之势	7
图表 6: 国际油价刷新 09 年来的新高	8
图表 7: 进出口金额同比数据	9
图表 8: PMI 购进价格指数和 PPI、CPI	9
图表 9: 2011 年预计上半年 CPI 翘尾因素就可能在 3% 以上	10
图表 10: 美元兑人民币现价和 NDF	11
图表 11: 实际存款利率和加息	12
图表 12: 外汇占款 10 月份大增	12
图表 13: 央行外汇资产与金融机构存贷差	13
图表 14: 公开市场货币回笼量	14
图表 15: 央票二级市场收益率	14
图表 16: 货币市场利率进入上升通道	15
图表 17: 固定利率国债发行利率大幅上升	16
图表 18: 固定利率国债发行利率与二级市场同期限国债收益率同步	16
图表 19: 银行间固定利率企业债到期收益率 (AAA)	17
图表 20: 银行间中短期票据到期收益率 (AAA)	17
图表 21: 银行间固定利率国债期限利差	18
图表 22: CPI 上升期间, 收益率曲线整体上有平坦化趋势	18
图表 23: 银行间固定利率 AAA 级企业债与国债信用利差	19
图表 24: 银行间固定利率 AA 级企业债与国债信用利差	19

1. 全面通胀之重

发达国家的相关经济指标，仍然显示其尚未走出“流动性陷阱”，非传统货币政策还将继续，数量宽松创造的大量流动性抬高初级产品价格。由于我国初级产品进口需求刚性，外贸依存度较高，在国际能源、原材料价格大幅攀升的形势下，进口额反而继续增长，生产成本上升；国内农产品和劳动力的价格上涨加剧了成本对于物价的推动作用。预计，11年债券市场面临的通胀压力巨大：一方面，目前还看不到逆转成本上升、继而物价上涨的因素；另一方面，10年年尾数月CPI环比的快速上涨，导致11年上半年仅翘尾因素就可能高达3%。

1.1 发达国家尚未走出“流动性陷阱”，非传统货币政策将继续

为应对金融危机，发达国家实行非传统货币政策。以美国、日本和欧元区为代表的主要发达国家的中央银行实行低利率承诺政策：目前，美联储将联邦基金利率维持在历史最低点的0-0.25%之间；日本央行将无担保隔夜拆借利率维持在历史最低点的0-0.1%之间；欧洲央行将再贷款利率维持在1%。

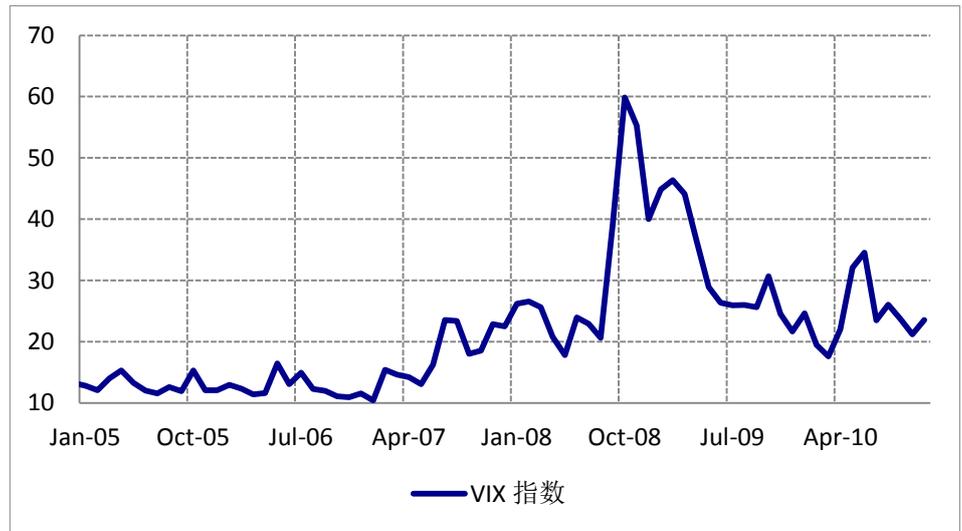
在实行低利率的同时，这些国家和地区的货币政策都呈现出量化宽松的特点。在量化宽松的政策下，各国央行的资产负债表规模都大幅度扩张，基础货币大量投放，基础货币以超过各自名义GDP的增长率增长。连续性地大量增加基础货币，不仅是为了降低短期名义利率，而更重要的是提高投资者的通货膨胀预期。

但是，即便是这样宽松的货币政策仍不能遏制产出和物价下降的趋势，宏观经济对极低的政策利率和过快的货币增长没有明显反应，经济尚未走出“流动性陷阱”，二次量化宽松政策出台。

下面，我们通过观察美国的相关经济指标，来说明“流动性陷阱”尚未消失，非传统货币政策短期难以结束。

首先，从反映投资者心理预期的VIX指数来看，VIX指数越高代表市场认为后市波动幅度越大，反映投资者恐慌的心理预期，目前VIX指数虽然比危机高涨期有明显下降，但是依然远高于危机前的水平，说明市场恐慌情绪还没有平复。

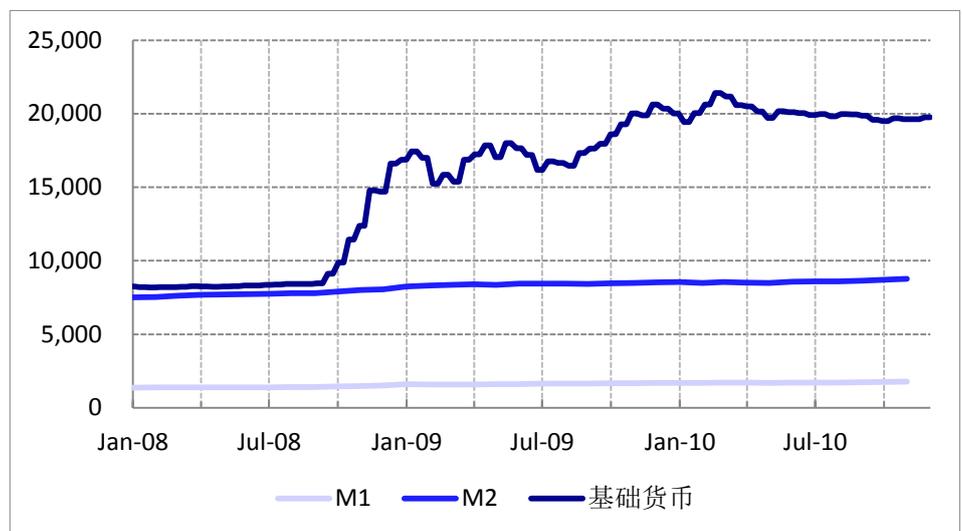
图表 1: VIX 指数虽然较危机高涨时明显下降, 但依然远高于危机前水平



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

其次, 从反映银行信贷意愿和企业信贷需求的乘数来看, 如图表 2, 危机以来, 美国央行大量投放基础货币, 但是货币供给量 M1、M2 变化不大, 原因在于货币乘数效应大幅下降。货币乘数效应大幅下降, 说明美国金融市场上商业银行投放贷款的意愿不高, 而企业由于对经济前景不乐观, 借贷意愿同样比较低落。

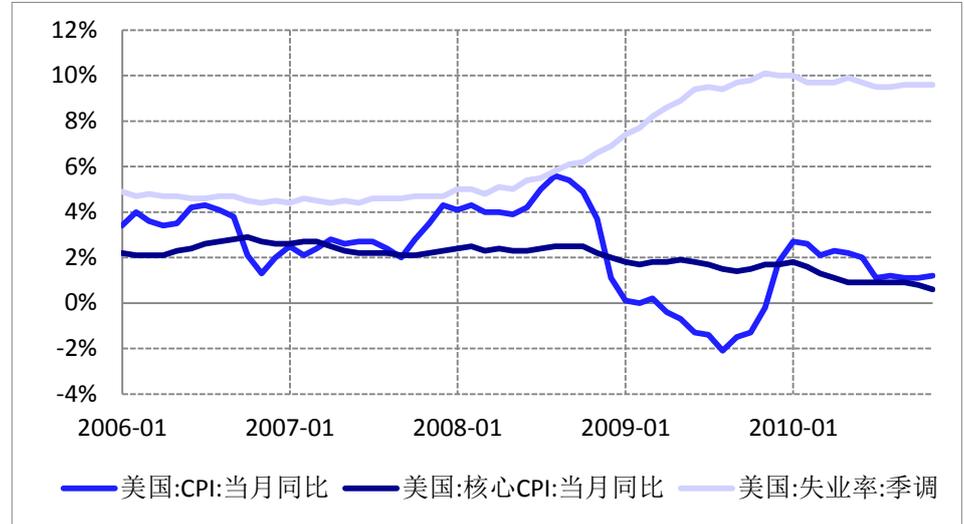
图表 2: 美国央行投入大量基础货币, 并没有创造出大量的货币供给



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

最后，从失业率和通胀指标来看，美国失业率居高不下，使得经济的主要推动力——消费增长也会受到抑制；另一方面，通胀指标 CPI 同比增速下滑，特别是核心 CPI 同比增速 10 年 10 月份创出危机以来的新低，通货紧缩的阴影萦绕。

图表 3：美国失业率依然居高不下，通货紧缩的态势有所抬头



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

综合以上分析，可以看到，以美国为代表的发达国家，其金融市场的恐慌情绪没有根除，商业银行和企业预期悲观且借贷意愿不强，失业率仍然高企，通货紧缩的态势没有逆转，这些表明“流动性陷阱”还没有消失，传统的利率传导机制还没有恢复，非传统货币政策将延续。可以认为，我们所面临的国际形势没有改善。

1.2 国内物价上涨具有成本推动型特征，全面通胀的“苗头”隐现

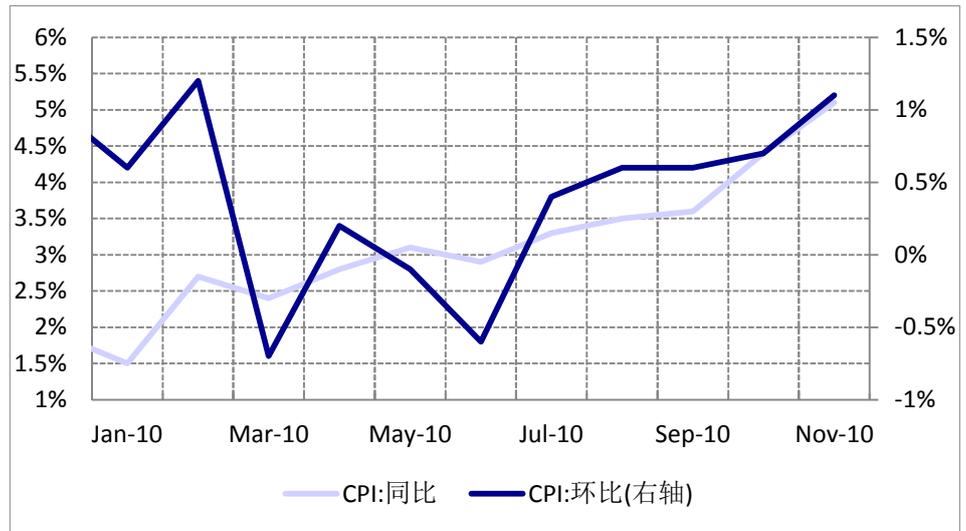
需求拉动和成本推动,一般来说,是造成通货膨胀的两个主要原因。成本推动型通货膨胀,是指在没有超额需求的情况下,由于供给方面成本的提高所引起的一般价格水平持续和显著的上漲。

与需求拉动型通货膨胀往往表现为结构性物价上涨不同,成本推动型通货膨胀波及范围广,持续时间往往较长,且可能形成螺旋式上涨态势。对于成本推动型通货膨胀,物价上涨的主要推力源于生产和流通成本增加,即使产品供求关系基本平衡、甚至供过于求也无法对抗其价格上涨。

目前,国外原材料的价格上涨以及国内农产品和劳动力的价格上涨就属于成本推动,构成 CPI 的新涨价因素,11 月份 CPI 同比上涨 5.1%,其中,新涨价因素达到 4.1%,在当月 CPI 同比涨幅比重达到 80%。由于成本推动型通胀具有波及范围广,持续时间长的特征,如不加以控制,可能引发全面通胀。

从目前的数据来看,全面通胀的“苗头”有所隐现:首先,物价指数 CPI 同比和环比同时持续上涨,2010 年 6-11 月,CPI 同比连创新高,环比连续 5 个月为正(如图表 4)。事实上,如果同期翘尾因素没有大幅下滑,CPI 可能早已突破 5%;

图表 4：物价指数 CPI 同比和环比同时持续上涨

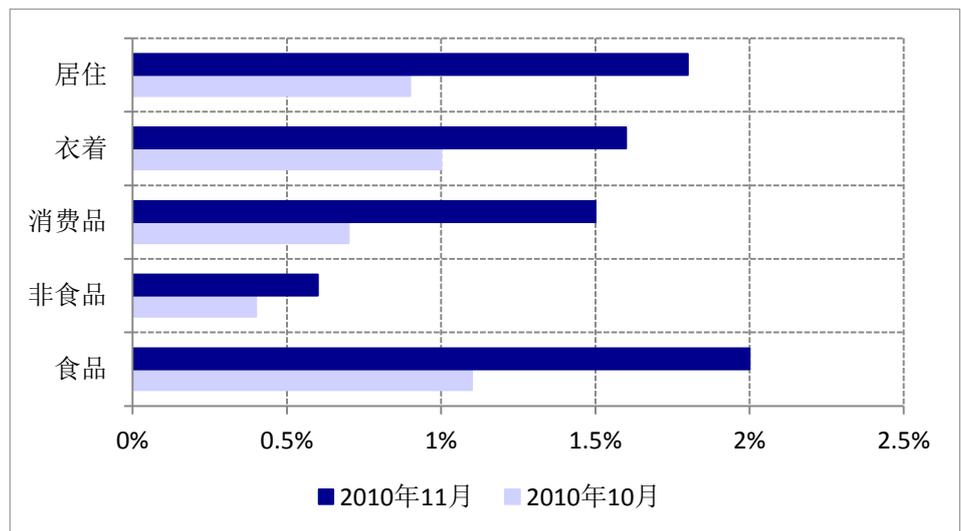


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

其次，CPI 环比基本呈现普涨的格局，我们分类别来看，与以往月份涨跌互现不同，自 10 年 7 月份以来，除食品类价格环比上涨之外，非食品类价格环比也开始上涨且涨幅有扩大之势，11 月份居住价格和衣着价格的环比涨幅靠前，分别为 1.8%和 1.6%，仅次于食品价格，如图表 5；

最后，国务院在 11 月 19 日发布《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》，强调必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施，也从一个侧面反映目前的物价上涨形势，政策面开始考虑运用行政手段予以干预。

图表 5：CPI 分项来看,环比有普涨之势



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

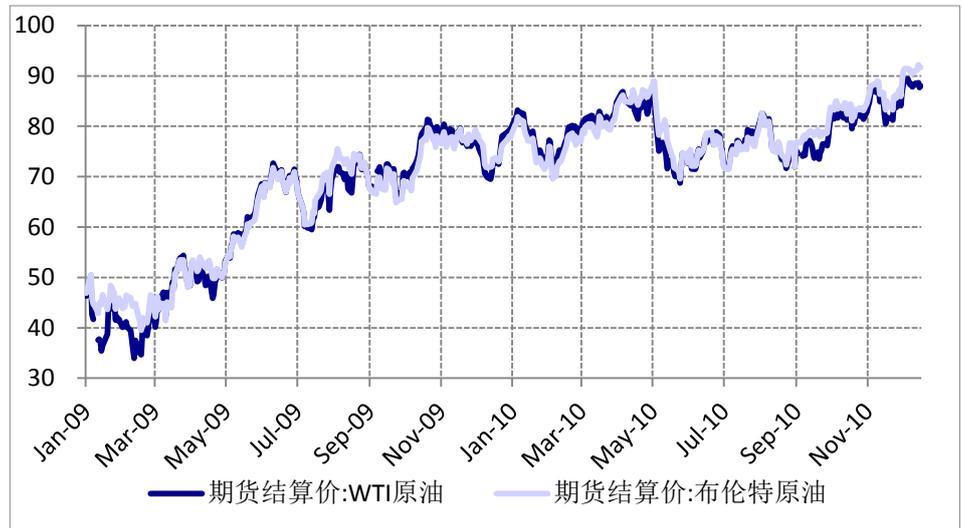
1.3 带有成本推动型特征的全面通胀之重，或将持续打压债券市场

预计，11 年债券市场面临的通胀压力巨大：一方面，我们目前还看不到逆转成本上升、继而物价上涨的因素；另一方面，10 年年尾数月 CPI 环比的快速上涨，导致 11 年上半年仅翘尾因素就可能高达 3%。

(1) 从成本方面来看，国外原材料价格上涨趋势还将持续，而我国外贸依存度较高，这使得国外原材料价格与我国国内物价具有高度的联动性。

首先，如我们前一部分的分析，以美国为代表的发达国家，其“流动性陷阱”还没有消失，传统的利率传导机制还没有恢复，非传统货币政策将延续，这就意味流动性还将大量产生并可能流向初级产品市场，带动这些产品价格上涨。以原油为例，从图表 6 可以看到，在经过 10 年年中的短暂下跌之后，随着主要发达国家再次量化宽松，国际油价再度攀升，进入 12 月更是连续刷新两年来的新高，10 年 12 月 14 日，WTI 原油期货和布伦特原油期货结算价分别收报 88.28 美元/桶和 92.21 美元/桶。

图表 6：国际油价刷新 09 年来的新高

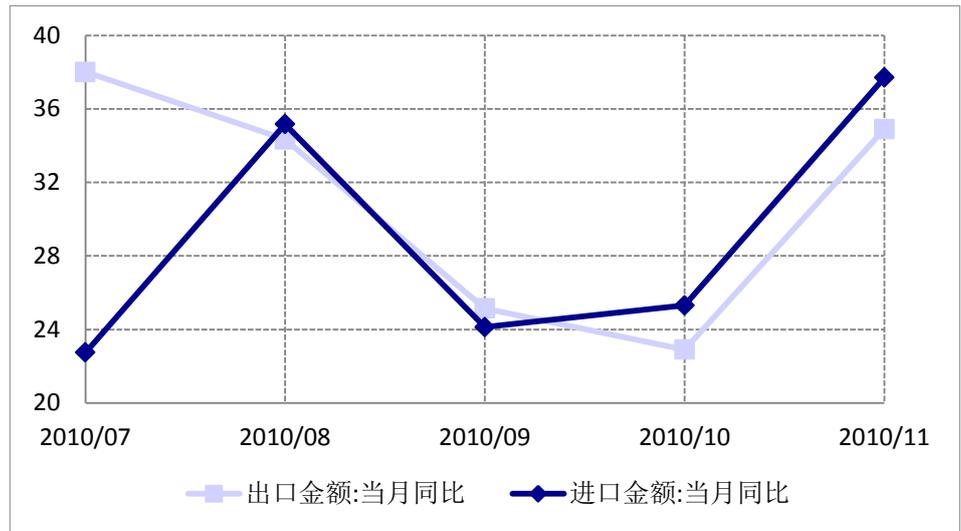


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

其次，由于我国对初级产品进口需求刚性，外贸依存度较高，在国际能源、原材料价格大幅攀升的形势下，进口额反而继续增长，生产成本上升，最终推高国内物价指数。据我国统计局的数据，我国原油的对外依存度持续上升，今年前 10 个月达到 53.75%，较去年同期增加了 3.34 个百分点。从进口金额数据来看，在国际初级产品价格上涨的同时，我国进口金额 11 月份为 1304 亿美元，同比增长 38%（图表 7）。

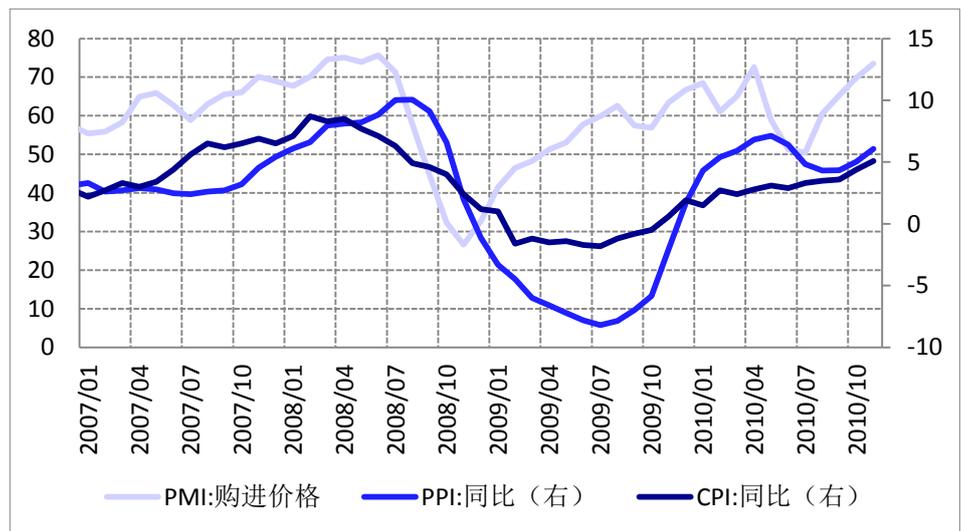
PMI 购进价格指数全面走高，工业成本加速上涨。从图表 8 可以看到，PMI 购进价格指数在 2008 年阶段性高点时，PPI、CPI 均持续攀升。10 年 8 月份以来，PMI 购进指数经过连续强劲上涨，11 月份该指数达 73.5%，已接近 2008 年阶段性高点。通常购进价格指数涨幅领先于 PPI 涨幅 6 个月左右，预计 PPI 也将随着购进价格的上涨而上涨，并传导至 CPI。在成本的推动下，预计通胀压力或将一直延续到明年上半年甚至全年。

图表 7：进出口金额同比数据



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 8：PMI 购进价格指数和 PPI、CPI



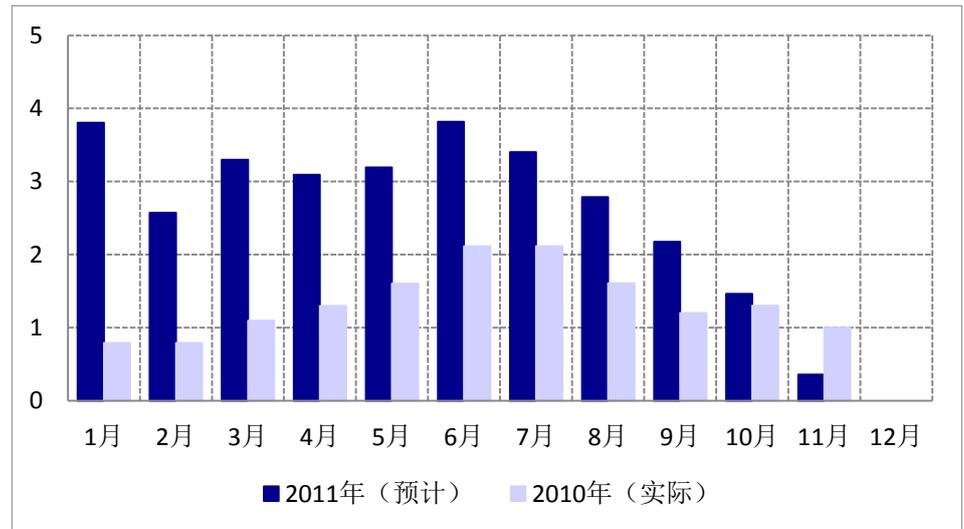
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

最后，农产品和劳动力价格上涨的势头将延续。随着各种惠农政策的实施和自然灾害等多种因素的影响，农产品价格上涨；同时，劳动力成本上升也将推动农产品价格上涨。随着我国经济结构和收入分配结构调整地深化，劳动者报酬水平将得到提高，十七届五中全会上通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中，“城乡居民收入普遍较快增加”被确定为今后五年中国经济社会发展的主要目标之一；此外，随着“刘易斯拐点”的来临，劳动力成本将进入持续上升阶段，未来劳动力成本推动型通胀压力将会带动核心 CPI 的稳步上涨。

(2) 从翘尾因素来看，10 年年尾数月 CPI 环比的快速上涨，导致 11 年上半年仅翘尾因素就可能高达 3%。

图表 9 可以看到，与 2010 年相比，2011 年主要是上半年，在翘尾因素的推动下，假设新涨价因素为零，CPI 同比也可能基本保持在 3% 以上。事实上，根据前面的分析，受原材料和劳动力成本的影响，新涨价因素应为正值，且可能较高。

图表 9：2011 年预计上半年 CPI 翘尾因素就可能在 3% 以上



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2. “三率”上升之忧

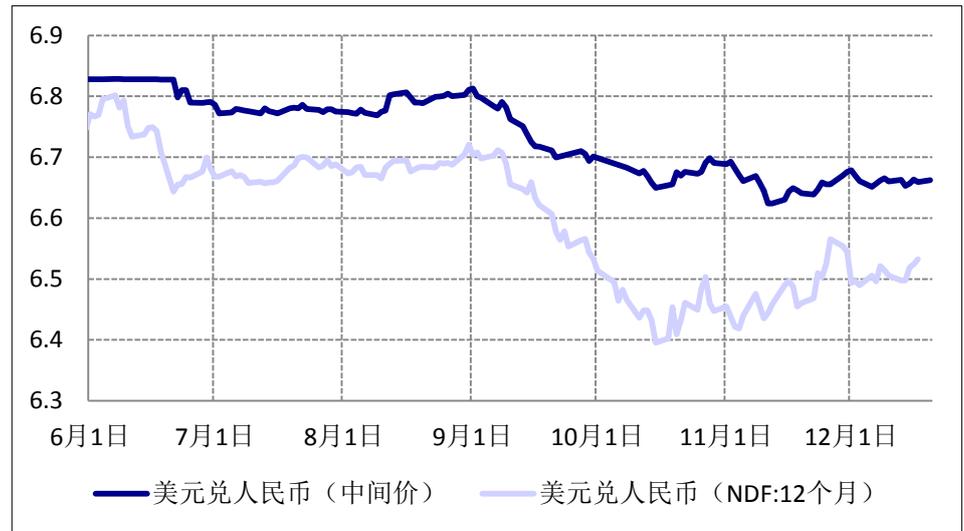
早在 10 年年中，我们就提出“钱袋子”将收紧的观点，认为货币政策趋紧，资金面不再处于极度宽裕的状态。10 年四季度，央行上调了基准利率，连续三次上调存款准备金率，货币政策也明确转向。预计 11 年，人民币汇率、基准利率和存款准备金率“三率”将形成组合拳，在打压通胀的同时防范“热钱”。

2.1 人民币汇率继续升值

预期人民币汇率将继续升值。首先，人民币汇率升值能部分抑制通货膨胀，这是因为，在我国进口品中，消费品的比例是比较低的，资本品和原材料占了相当大的比重，人民币升值可以降低以美元标价的进口商品在国内的价格，在其他条件不变的情况下，国际能源、资源、原材料等进口产品价格下降，这将直接缓解因国外原材料价格上涨带来的成本推动型物价上涨。

其次，我们认为，人民币汇率升值预期比升值更吸引“热钱”。人民币的每一次升值，事实上，降低了后续的升值空间，特别是在经历较大幅度的升值后；同时，升值后人民币汇率双边波动的空间增加，人民币汇率的弹性上升，货币政策独立性增加，也有利于控制“热钱”，减少通过外汇占款被动投放货币。

图表 10：美元兑人民币现价和 NDF



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.2 基准利率继续上调

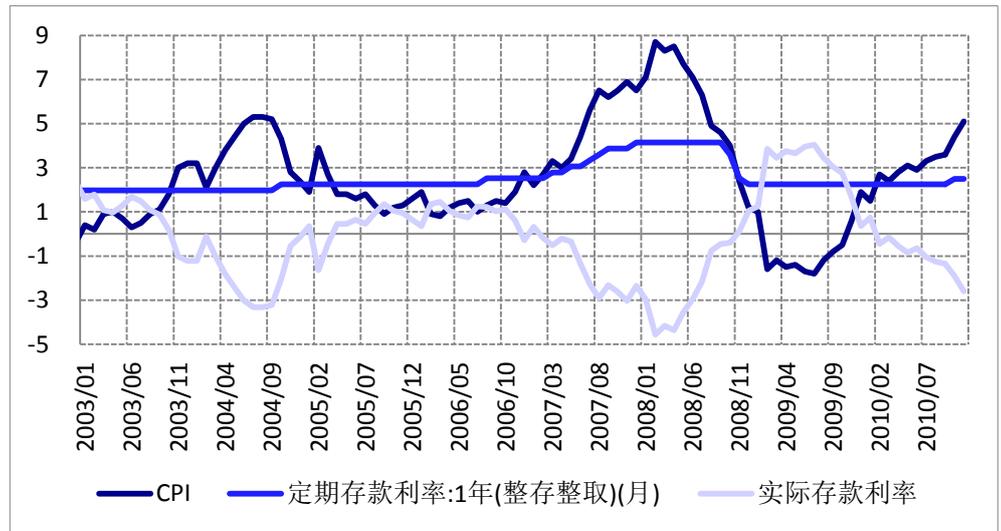
利率调整的一个最主要参考变量，就是以 CPI 为指标的通货膨胀水平。目前，CPI 同比已经连续 5 月超过 3%，且 11 月份 CPI 同比高达 5.1%，实际存款利率已经连续 10 个月为负。

实际利率持续为负，是决定加息政策的主要原因之一。如果实际利率为负，名义利率调整慢于通胀的涨幅；那么，居民的储蓄存款就会出现“存款活期化”，这不仅可能增加宏观经济的热度，加剧通货膨胀；同时，低利率导致的持续储蓄分流，也对金融系统自身稳定产生一定的影响。根据央行发布的《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》，“从人民币存款的部门分布和期限看，住户存款增长逐步加快，活期占比显著提高”，“第三季度，新增住户存款中活期占比为 55%，分别比第一季度和第二季度提升 3.9 个和 12.7 个百分点，呈逐步上升态势”。

为了减轻实际负利率对经济的负面影响，弱化通胀预期，基准利率已经做出一次调整，货币政策也重回“稳健”。央行自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；12 月 3 日，中共中央政治局召开会议，要求 2011 年实施积极的财政政策和稳健的货币政策，标志着 2008 年金融危机后实施的“适度宽松”货币政策将正式转向“稳健”。

预期基准利率上调还将继续。根据我们第一部分的分析，国内通胀具有成本推动型特征，物价存在全面上涨的可能，为控制通胀预期，应对人民币对内贬值，存在继续上调基准利率的可能。

图表 11: 实际存款利率和加息



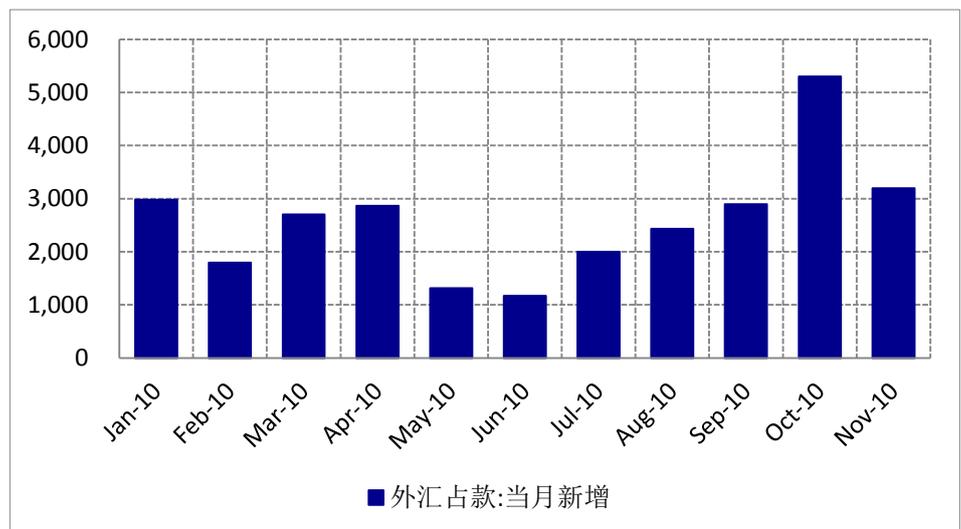
数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

2.3 存款准备金率继续上调

存款准备金率是否上调主要取决于当期结售汇新增加的人民币被动投放量和公开市场到期资金量。2010 年截至 12 月 21 日, 经过 6 次上调存款准备金率, 大型金融机构存款准备金率已经从 15.5% 提升至 18.5%, 中小金融机构已经从 13.5% 提升至 15%。

一方面, 从新增人民币投放量来看, 由于人民币升值和利率调整的双重预期, 加上国外主要发达经济体继续实施非传统货币政策, 国内面临“热钱”冲击的压力, 外汇占款超预期增长。如图表 12, 2010 年 10 月新增外汇占款 5302 亿元, 是 10 年前 9 月平均值的两倍还多; 11 月份新增外汇占款 3196 亿元, 仅次于 10 月份。

图表 12: 外汇占款 10 月份大增

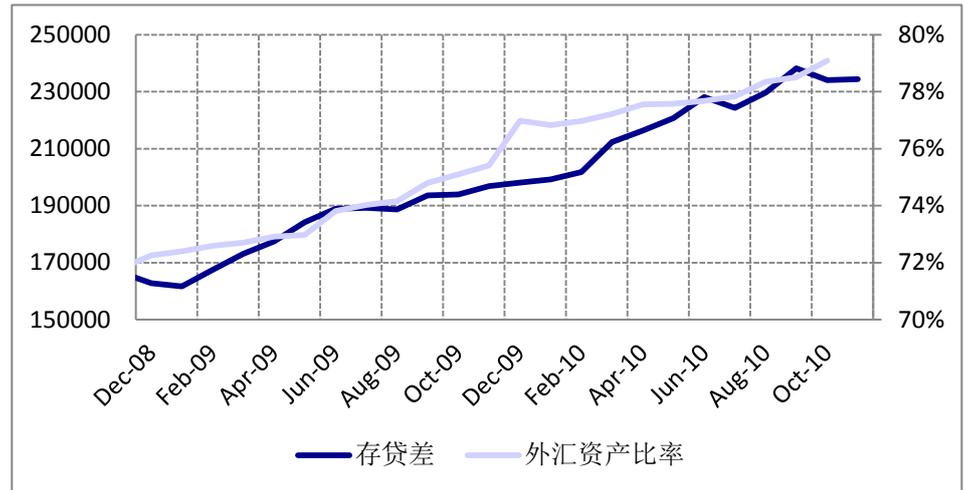


数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

我们多次提到，我国基础货币主要通过外汇占款投放，商业银行通过向央行出售外汇获取基础货币，并导致存差大幅增加。图表 13 可以看到，由于我国外汇占款余额持续增加，金融机构通过向央行结汇大量获取基础货币，金融机构的存贷差连续攀升。

由于在升值和加息过程中“热钱”可能大量流入，并通过外汇占款产生大量的基础货币投放。为避免这些资金直接进入实体经济，央行需要主动提高存款准备金率，使大量产生的基础货币停留在央行的资产负债表上，而不进入实体经济循环。

图表 13：央行外汇资产与金融机构存贷差



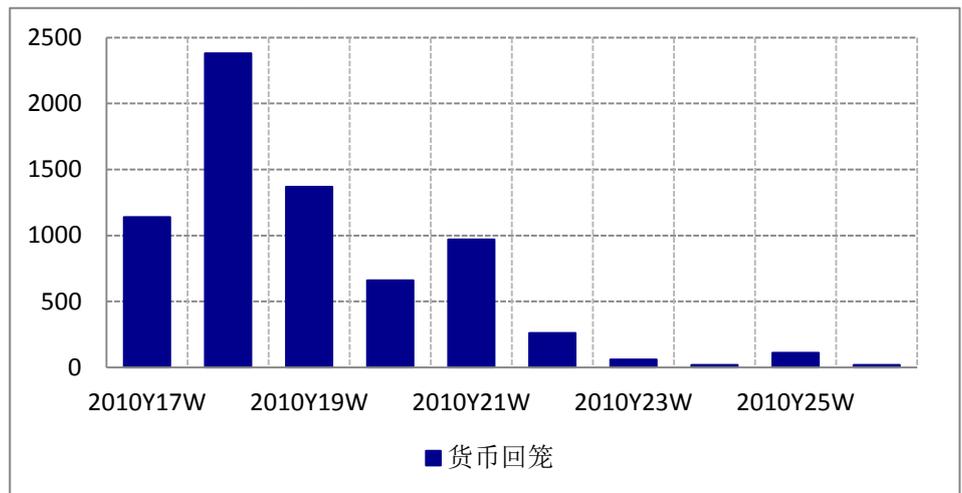
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

另一方面，从公开市场来看，在二级市场利率大幅上升的同时，央票发行利率上升的十分迟缓，目前（12月21日）央票一、二级利差巨大，3年期、1年期和3个月央票发行利率分别比同期二级市场低60个基点、97个基点和130个基点左右。

偏低的发行利率影响了央票的发行量，3个月和1年期央票发行量快速下降到100亿元以下，最近一次发行量均只有10亿元（图表14）。事实上，由于央票本身产生的利息也属于货币投放，因此，在再次加息之前，很难大幅提高央票发行利率。

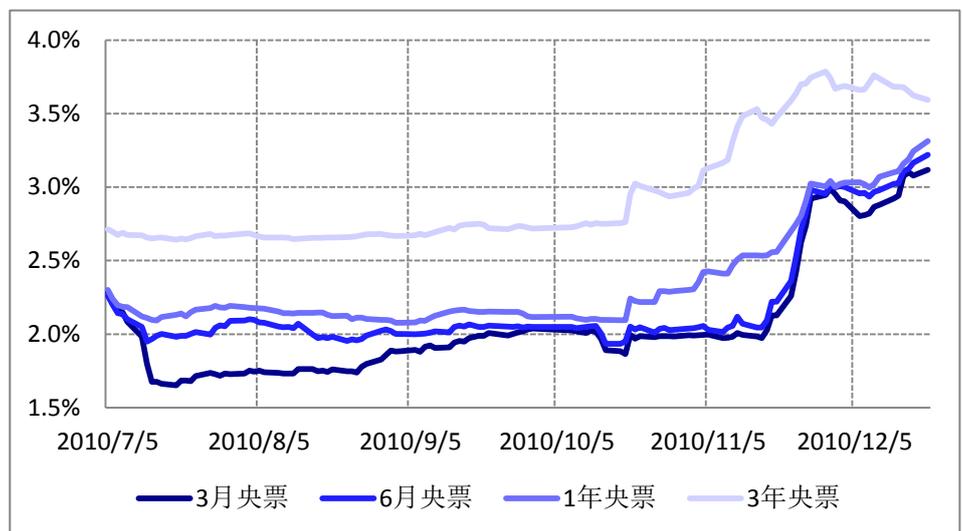
这样一来，在回收流动性的工具中，央行需要更多借助存款准备金率。需要注意的是，根据最新可得数据，虽然3季度金融机构超额准备金率仅有1.7%，中资大型银行为1.4%，但是这并不意味着法定存款准备金率的上调空间只有这么大。为回收流动性，配合“稳健”货币政策，央行很可能继续提高存款准备金率，且不以目前的超额准备金的多少为限。

图表 14：公开市场货币回笼量



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 15：央票二级市场收益率



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3. 利率上行之势

收益率水平在底部运行近一年多后，开始大幅回升。从总的趋势来看，在全面通胀的压力下，债券面临系统性冲击，收益率上行或将是大的趋势。不过，在受到系统性风险冲击收益率上行时，市场往往超调，比如期限利差大幅下降或者信用利差逆势上升。

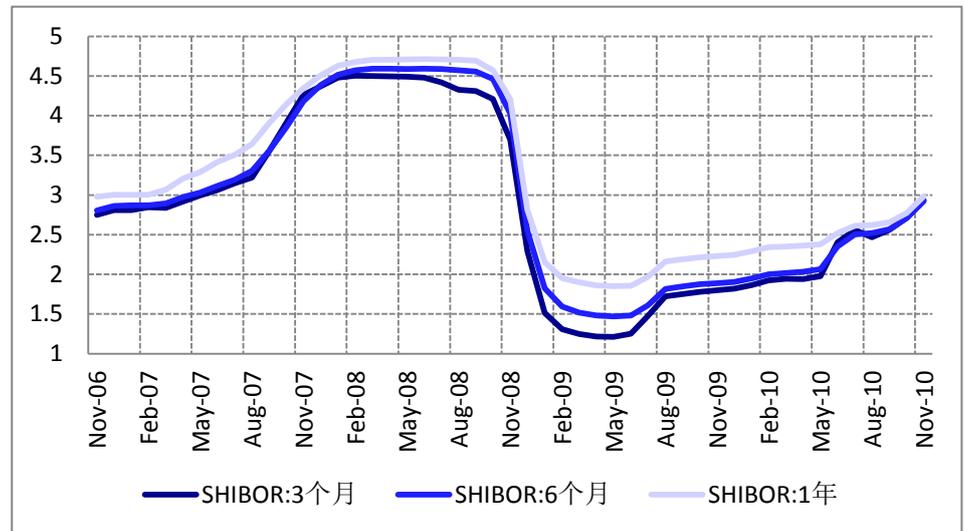
3.1 货币市场利率上行

在 2010 年半年报时，我们就认为“短端收益率上行”，2010 年下半年以来，随着货币政策的收紧，基准利率的上调，货币市场利率如期上升。

图表 16 是 SHIBOR 月度平均利率，目前 3 个月、6 个月和 1 年期 SHIBOR 利率均上升到 3% 附近，且三者的期限差缩小。与 08 年 4.5% 的利率水平相比，目前还有 150 个基点的空间，而物价部分层面已经接近 08 年上半年的水平（如 PMI 购进价格）。

预期 2011 年在全面通胀的压力下，基准利率将继续上调，相应的货币市场利率也将上升。

图表 16：货币市场利率进入上升通道



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3.2 债券利率整体上移

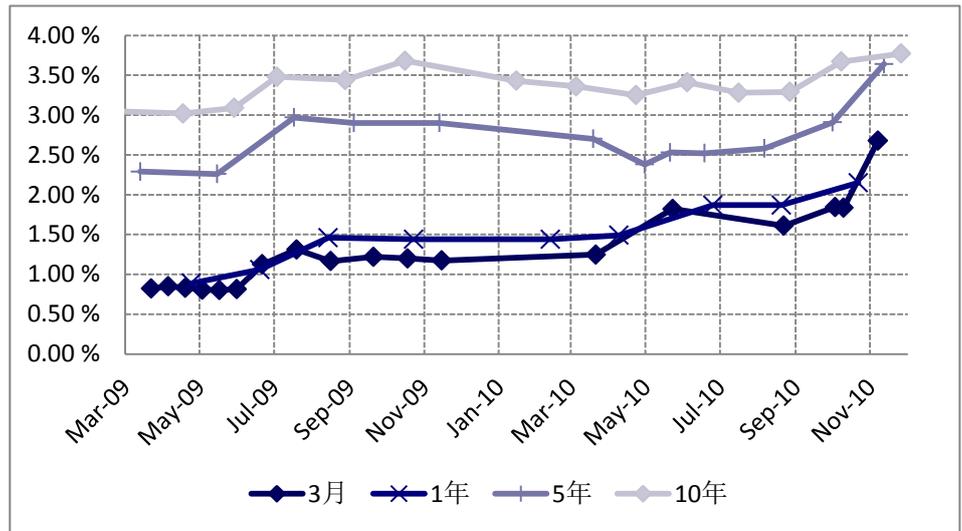
在基准利率上升的系统性冲击下，与我们 10 年 4 季报的预期相符，债券市场各品种债券的发行利率均明显上升。图表 17 是固定利率国债发行利率走势图，可以看到自 2010 年下半年以来，国债发行利率即开始出现趋势性上涨。

目前，二级市场固定利率国债收益率大幅上升，与加息前一天相比，截至 12 月 21 日，银行间固定利率国债 1 年期和 10 年期收益率分别上升了 118 个基点和 38 个基点，离 07-08 年的高点相距约 50 个基点。

在通胀的压力下，如果“三率”上升，那么首当其冲的是国债等利率型债券品种，我们认为其收益率很可能达到甚至超过 07-08 年的高点。

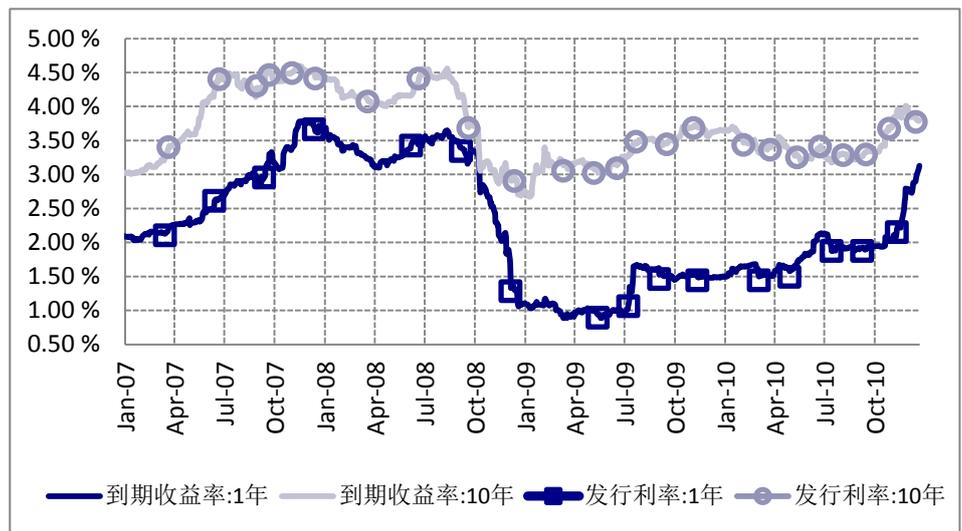
图表 18 显示国债一、二级市场利差很少，在二级市场收益率走高的背景下，预计一级发行利率整体上也将会上升。

图表 17：固定利率国债发行利率大幅上升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

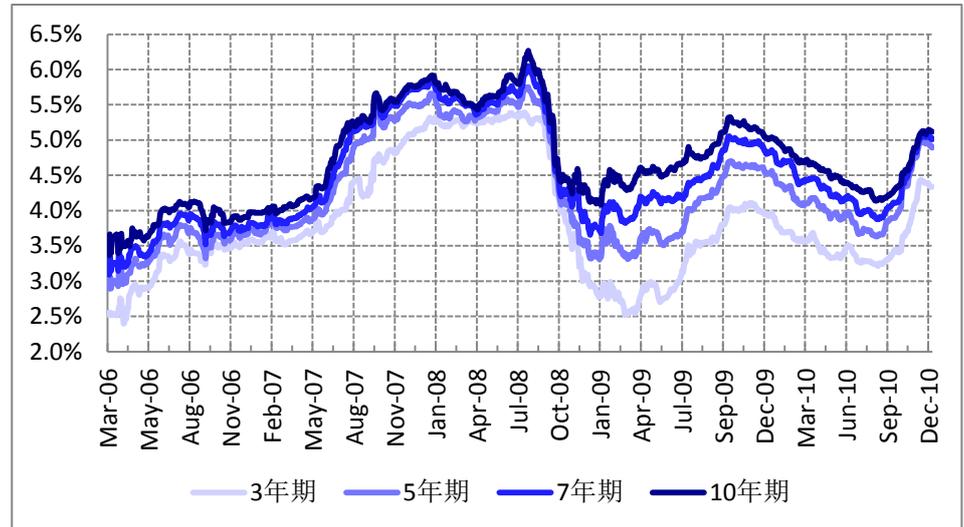
图表 18：固定利率国债发行利率与二级市场同期限国债收益率同步



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

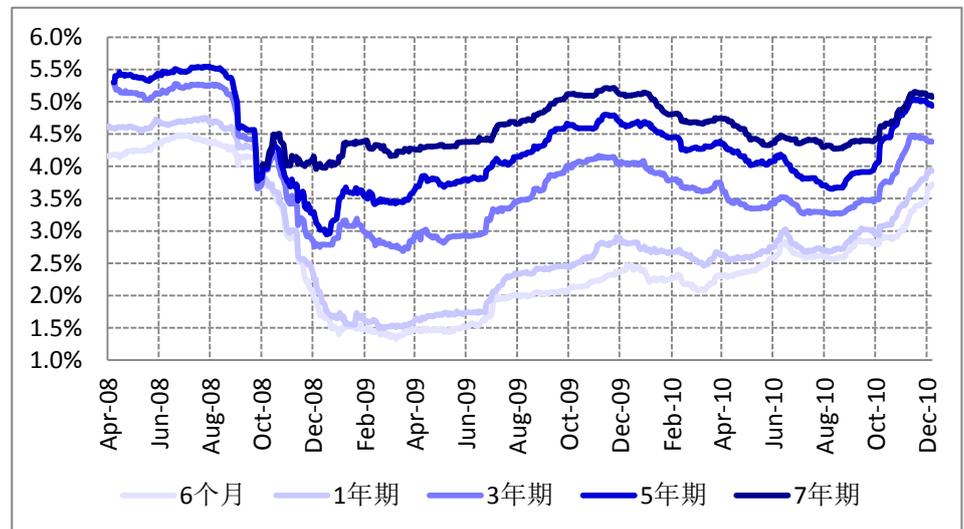
对于信用债券，在通胀压力、货币政策趋紧、基准利率上升的系统性冲击下，同样没能“独善其身”，自10月中旬加息至今，其收益率也整体上升。其中，与加息前一天相比，截至12月21日，AAA级银行间固定利率企业债到期收益率3年期和10年期分别上升了90个基点和75个基点（图表19），AAA级银行间中短期票据到期收益率1年期和5年期分别上升了100个基点和86个基点。

图表 19：银行间固定利率企业债到期收益率(AAA)



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 20：银行间中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

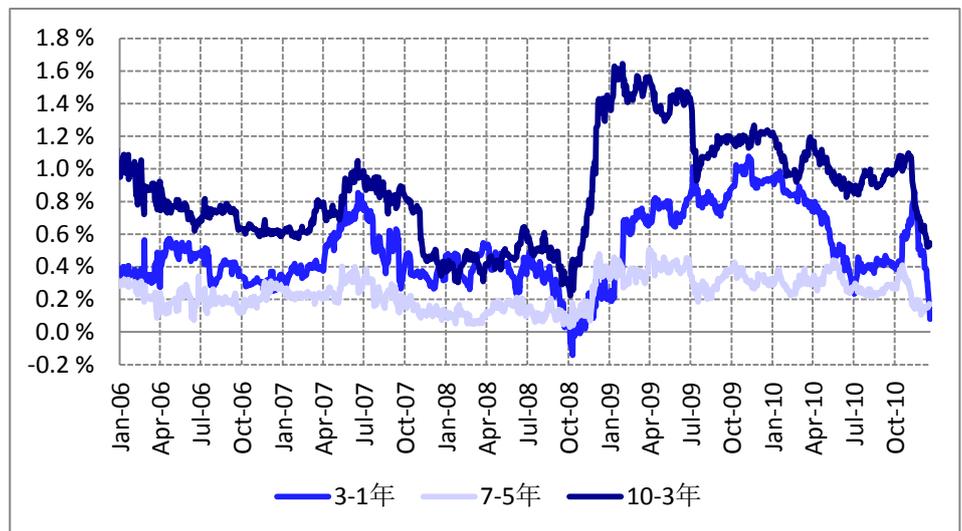
3.3 期限和信用利差分析

在各品种收益率整体上升的同时，同一类型债券各期限品种之间的期限差在大幅缩小，观察图表 21，我们注意到，在收益率剧烈变动时，往往伴随着期限利差的大幅收紧，主要原因是短期利率相对更为敏感，在受到冲击时，会短时间内有明显变动。例如 08 年季度市场收益率快速下行时，银行间固定利率国债 3 年期和 1 年期利差甚至一度落入负值。

同样的，当前由于短期利率在基准利率上调等系统性风险的冲击下上行，导致期限利差直线下行至 0 附近，预计在政策的真空期间，随着市场情绪的平复，期限利差将有所回复。

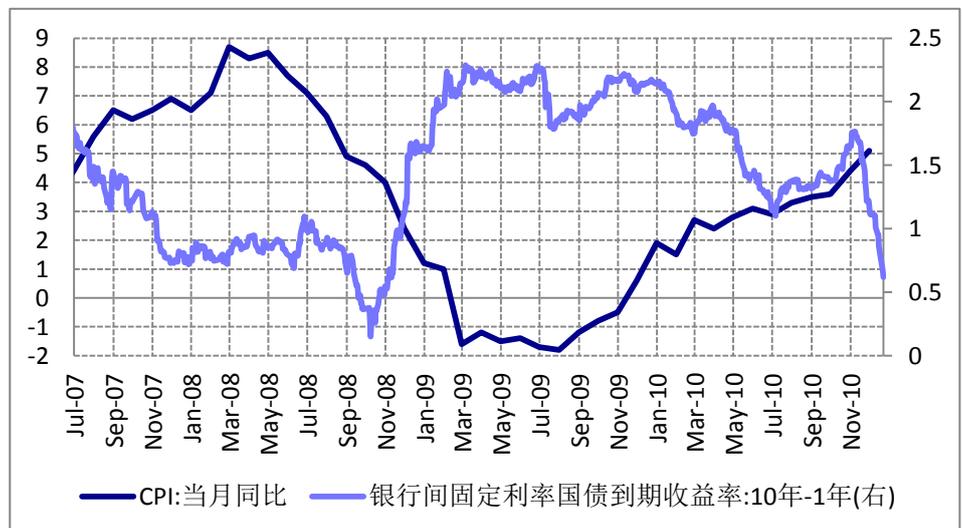
但是，从图表 22 可以看到，在 CPI 下行时，收益率曲线总体上是趋于陡峭化的；而在 CPI 上行时候，收益率曲线总体上是趋于平坦化的，也就是说，过度缩小的期限利差即使有所回复，也难以回到之前的水平。

图表 21：银行间固定利率国债期限利差



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 22：CPI 上升期间，收益率曲线整体上有平坦化趋势

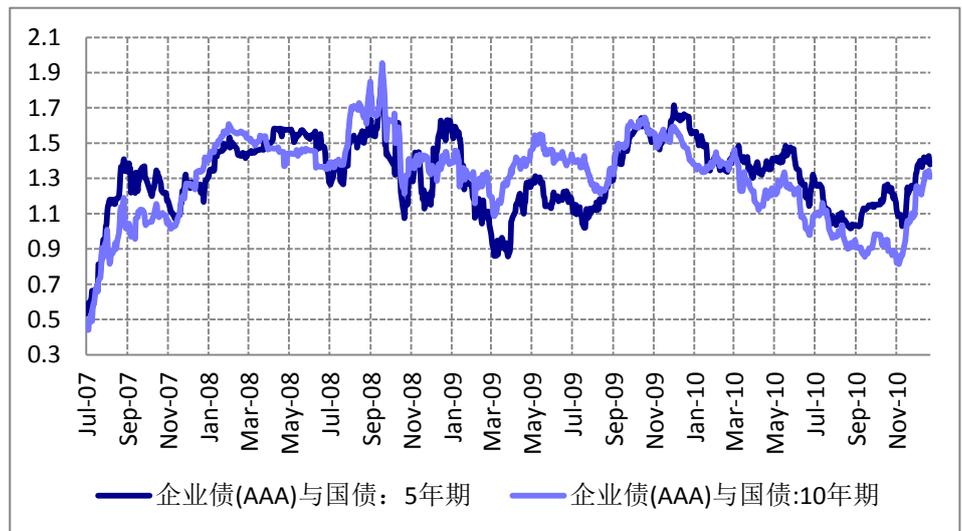


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

从企业债与国债所反映的信用利差来看，自 10 月中旬加息以后，信用利差明显上升。与加息前一天相比，截至 12 月 21 日，银行间固定利率 10 年期 AAA 级企业债与同期限国债利差上升了 40 个基点，银行间固定利率 10 年期 AA 级企业债与同期限国债利差上升了 36 个基点。

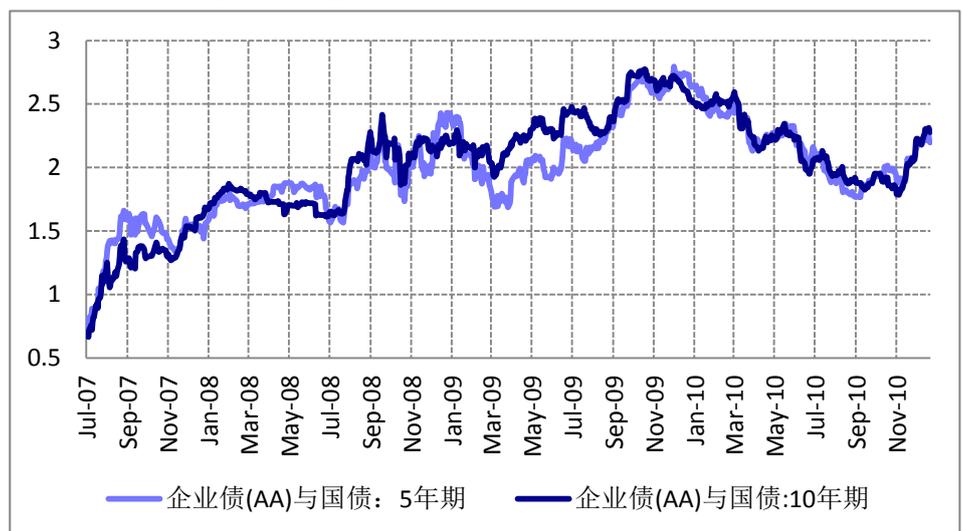
然而，我们预计，信用利差整体上将趋势性下行。目前，企业债发行利率已经上升到 7% 以上，继续上升的空间不大，同时，国债等无风险利率在通胀导致的系统性冲击下或将继续上行。

图表 23：银行间固定利率 AAA 级企业债与国债信用利差



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 24：银行间固定利率 AA 级企业债与国债信用利差



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

4. 债市保持谨慎

宏观经济政策取向不利于债市。一方面，由于具有成本推动型特征，我们预期，本轮物价上涨将持续较长时间，且有演变为全面通胀的可能；另一方面，GDP 增速已经连续两个季度下滑，明年是“十二五”规划的第一年，战略性调整经济结构和转变经济发展方式，可能导致经济增速的短期下滑。

明年货币政策重回稳健，这在一定程度上意味着货币政策的紧缩，预期人民币汇率、基准利率和存款准备金率“三率”将再次形成组合拳，市场利率水平攀升，资金面难有大幅宽松。

在系统性风险的冲击下，债市收益率水平在底部运行近一年多后，开始大幅回升。由于短期和超长期债券，相对于中期债券，受到的冲击较小，且有固定的投资者偏好于短期或超长期债券，建议投资者不妨采取杠铃型投资方法，选择短期债券和超长期债券。

此外，根据 3.3 的分析，我们认为，债市在受到系统性风险冲击时往往会出现超调，比如期限利差大幅下降或者信用利差逆势上升，对于交易型投资者存在一定的交易性机会。

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	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
行业投资评级	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的资料、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。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：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102