



宋卫华

执业证书编号: S0730209090107

021-50588666-8020 songwh@ccnew.com

通胀预期升温 货币政策趋紧

——2010年11月债券投资研究

研究报告—策略月报

发布日期: 2010年11月5日

中原证券研究所 金融工程组

近期相关报告

《债市有望延续震荡 重点关注可转债》

——2010年10月债券投资研究

2010.10.12

《资金偏紧 市场或进入震荡调整期》

——2010年9月债券投资研究

2010.09.2

《资金需求增大 债市或维持震荡》

——货币市场专题研究

2010.08.24

《市场资金宽松 央行适度回笼》

——货币市场专题研究

2010.08.16

《通胀或创新高 债市回调难免》

——债券月报

2010.08.02

《货币政策稳定 资金回归常态》

——货币市场专题

2010.08.02

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

● 投资要点:

● 宏观动态

9月份经济数据显示,中国经济经过上半年主动性调控并如期回落之后,出现企稳回升态势。9月份PMI为53.8,较8月份上升2.1个百分点,说明工业生产确认见底回升。

● 通胀压力

9月CPI增速达3.6%,再创年内新高。PPI增速4.3%。并且,9月份热钱加速流入,新增外汇占款创年内新高。短期通胀压力在增加。

● 公开市场操作

10月份,央行公开市场投放量为5720亿元,创三个月来新高,回笼4890亿元,从而实现净投入830亿元。本期市场到期资金量比较大,因此央行需要对冲数量有所增加。由于央行加息以及通胀压力因素,导致央票发行难度增加。这一现象预计年底剩余两个月会有所好转,因为11月、12月到期资金分别为3025亿元和2220亿元。较本期大幅减少。

● 策略观点

10月份债券收益率曲线整体上移。由于加息预期升温以及股债跷跷板效应,11月份债市走势不容乐观。建议缩短持有债券久期,同时继续加大可转债配置。重点关注有色和银行业可转债。

● 风险提示:

1. 关注通胀预期和宏观指标变化引发紧缩货币政策风险。
2. 继续关注股债跷跷板风险。

目录

1. 宏观动态.....	3
1.1 经济企稳回升	3
1.2 通胀压力加大	5
2. 货币市场—适度宽松.....	6
2.1 公开市场操作	6
2.2 央票发行利率上行	7
2.3 升值预期引发热钱净流入	7
3. 债券一级市场.....	8
4. 债券二级市场.....	10
4.1 央票	10
4.2 国债	11
4.3 企业债	15
4.4 短期融资券	17
4.5 可转债	18

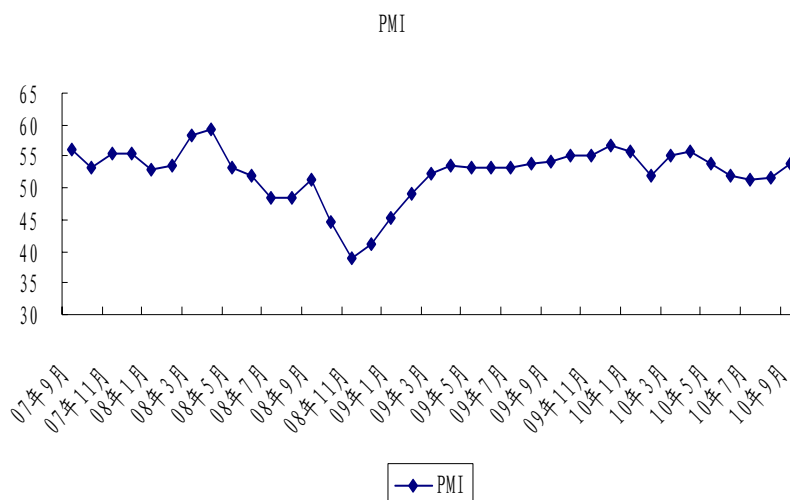
1. 宏观动态

1.1 经济企稳回升

10月份公布的9月份经济数据显示，中国经济经过上半年主动性调控并如期回落之后，出现企稳回升态势。9月份PMI为53.8，较8月份上升2.1个百分点，说明工业生产确认见底回升。9月份货币供应趋稳，M1、M2同比增速分别为20.87%、18.96%，较前期只有小幅下滑。而9月份信贷发放5955亿元，超出市场均值5000亿元的预期，表现强劲增长，反映流动性向好趋势以及热钱流入因素影响。我们通过外汇占款口径测算的9月份热钱流入超过1200亿元人民币。预计未来货币流动性有望保持持续宽松局面。

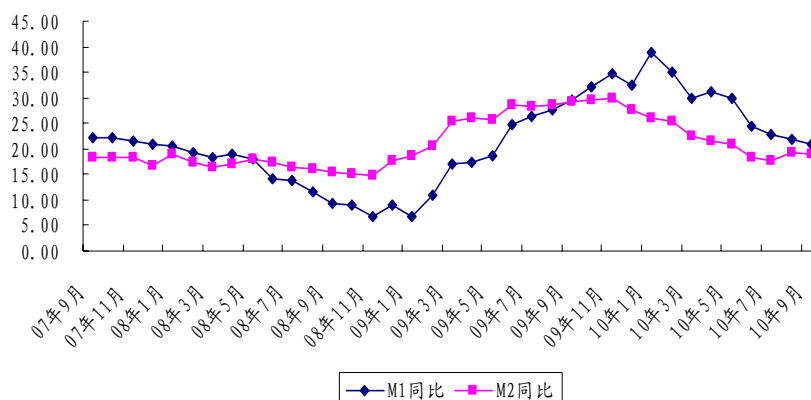
9月份的外贸数据显示外需疲软，顺差也创新低。9月份出口1450亿美元，同比增长放缓至24.1%，较上月回落9.3个百分点。其中除外需疲弱因素之外，与同期基数较高也有一定关系。9月份进口增速回落至24.1%，但是环比大幅增加，显示内需强劲。

图1 从9月份PMI看工业见底回升



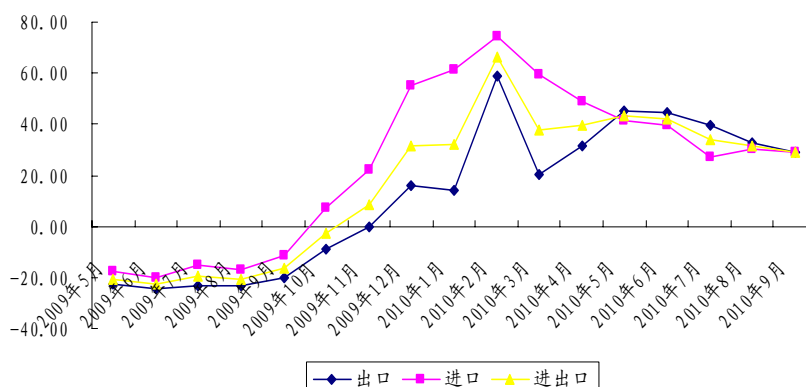
资料来源：中原证券，Wind资讯

图2 M1和M2当月同比增速



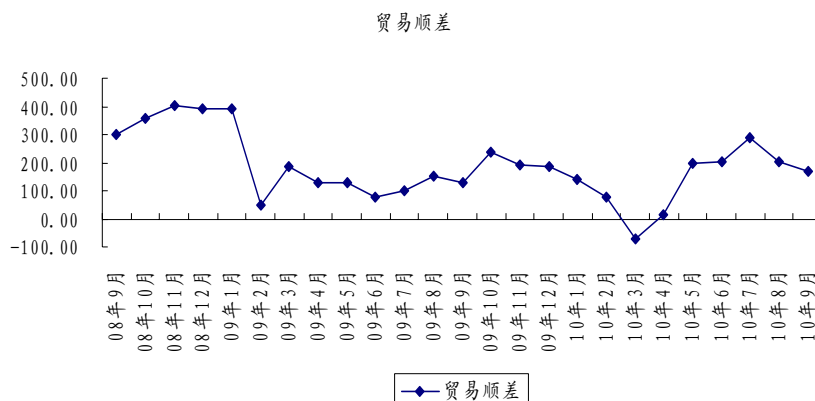
资料来源：中原证券，Wind资讯

图3 进口、出口与进出口额当月同比增长



资料来源：中原证券，Wind资讯

图4 进出口贸易顺差回落



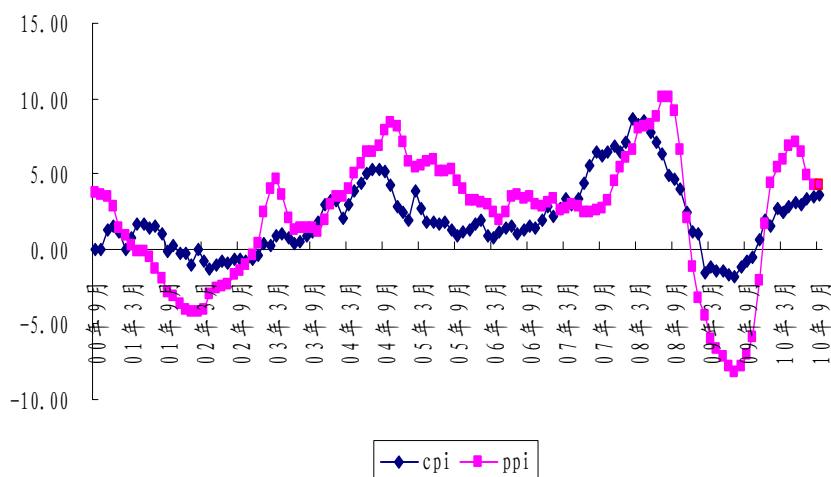
资料来源：中原证券，Wind资讯

1.2 通胀压力加大

根据国家统计局本月发布数据，9月CPI增速达3.6%，再创年内新高。PPI增速4.3%。今年前三季度CPI增2.9%，PPI5.5%。

9月CPI上涨主要因素包括：一方面因为去年CPI前低后高，对今年产生的翘尾影响达到了1.3个百分点；另一方面是来源于食品价格的上涨和居住价格的上涨的新涨价因素的影响有所扩大。预计未来价格上行压力较大，如果后期通胀预期管理不当，全年宏观调控预期的目标难以实现。

图5 CPI与PPI



资料来源：中原证券，Wind资讯

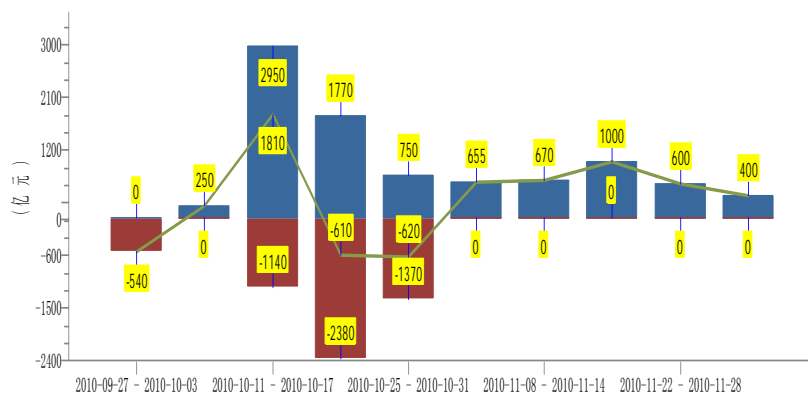
2. 货币市场—适度宽松

2.1 公开市场操作

10月份，央行公开市场投放量为5720亿元，创三个月来新高，回笼4890亿元，从而实现净投入830亿元。本期市场到期资金量比较大，因此央行需要对冲数量有所增加。由于央行加息以及通胀压力因素，导致央票发行难度增加。这一现象预计年底剩余两个月会有所好转，因为11月、12月到期资金分别为3025亿元和2220亿元。较本期大幅减少。

从周数据看，目前市场资金相对宽松，为应对到期资金高峰和热钱流入，央行已经连续两周实现净回笼。预计央行保持净回笼的可能性比较大。

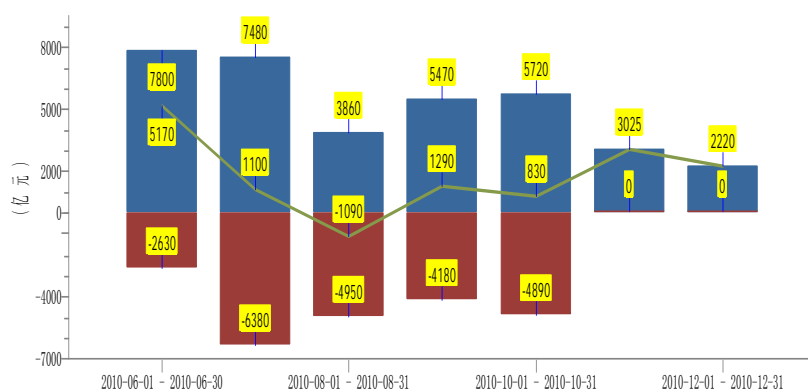
图6 央行10月份公开市场货币投放与回笼（周）



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind资讯

图7 央行10月份公开市场货币投放与回笼(月)



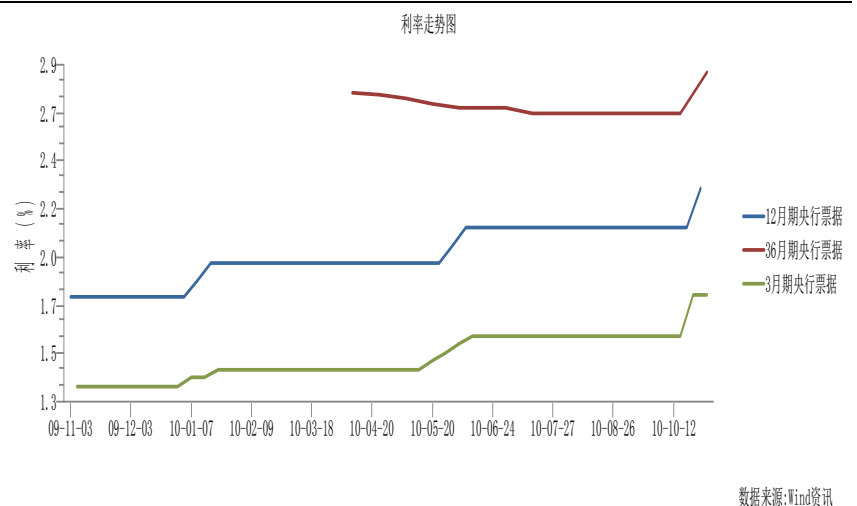
数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind资讯

2.2 央票发行利率上行

10月份央票发行利率随加息而迅速上行，之前各期限央票发行利率一直保持稳定。3个月期央票连续14周保持1.5704%水平，1年期央票稳定在2.0929%17周时间，而3年期央票也连续6期持平于2.65%。其中尽管3个月央票二级市场收益率不断走高导致利差曾扩大到47个基点，央行仍然保持维稳状态。但是在10月19日央行以外加息之后，个品种央票发行利率随之上涨，10月21日3个月期发行利率1.7726%，高于之前的1.5704%超过20个基点。加息后首次发行的1年期和3年期央票发行利率分别为2.2913%和2.85%，分别高于之前利率19.84和20个基点。央票发行利率上涨幅度略低于25个基点的加息幅度。

图8 10月份央票发行利率随央行加息而普涨月20个基点

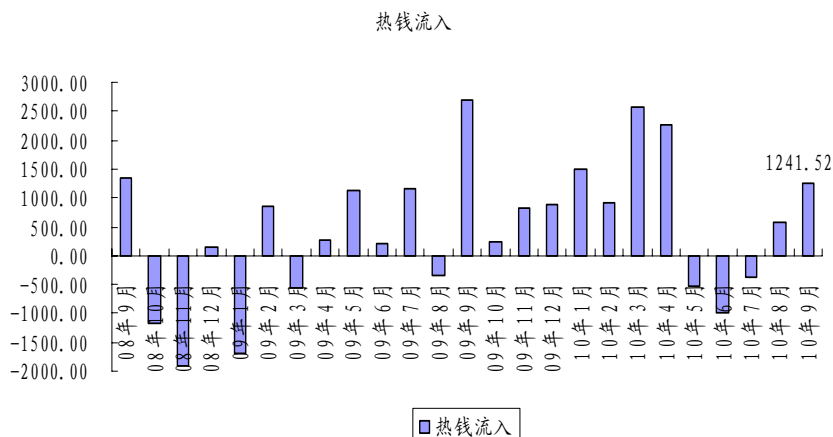


资料来源: Wind资讯

2.3 升值预期引发热钱净流入

9月份新增外汇占款创年内新高，显现热钱加速流入趋势。9月份国内新增外汇占款2895.65亿元，较上月增加19.19%，创年内新高。考虑到美元利率已逼近于零，远低于国内利率水平，套利驱动因素加强，而且考虑到定量宽松货币政策在全球竞相实施，人民币升值预期强烈。

图9 9月份热钱流入超过1200亿元



资料来源: Wind资讯

3. 债券一级市场

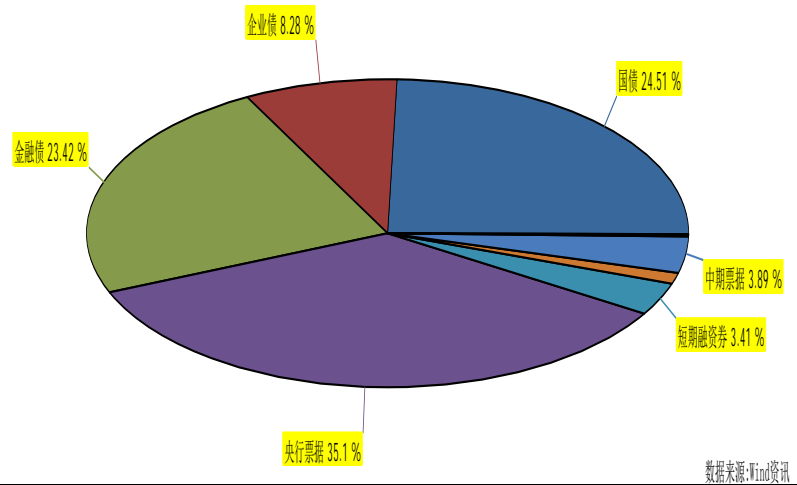
本期由于交易日减少, 债券一级市场发行各类债券98只(期), 减少34只, 总发行金额6637.29亿元, 较上期减少1860.81亿元。央票占比仍然最大, 达到35.1%, 其次是国债和金融债, 分别占24.5%和23.4%。

表1 10月债券一级市场发行结构图(按发行主体分类)

类别	发行期数(只)	发行期数比重(%)	发行总额(亿元)	发行总额比重(%)
合计	98	100.00	6637.29	100.00
央行票据	8	8.16	2330	35.10
国债	7	7.14	1627	24.51
金融债	11	11.22	1554.6	23.42
企业债	22	22.45	549.5	8.28
中期票据	18	18.37	258.39	3.89
短期融资券	27	27.55	226.5	3.41
公司债	4	4.08	80	1.21
可转债	1	1.02	11.3	0.17

资料来源: 中原证券, Wind资讯

图10 10月份债券一级市场发行结构图（按发行主体分类）



资料来源: 中原证券, Wind资讯

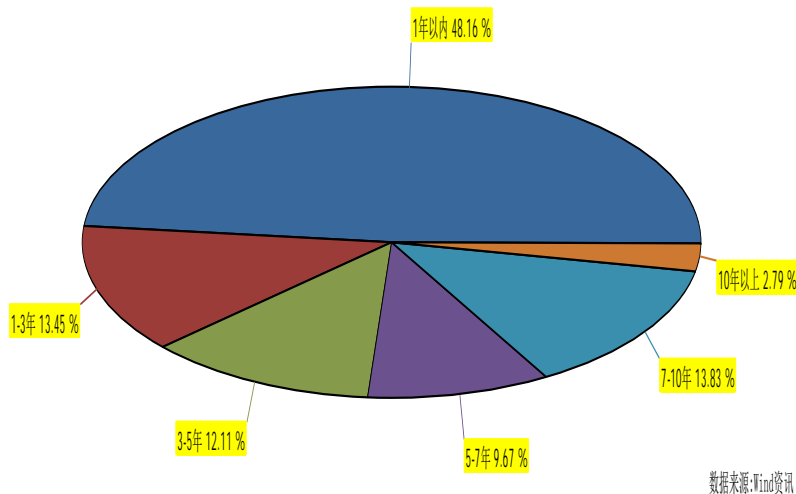
按发行债券存续期限分类, 短期限品种发行较多, 1年期以内的短期品种占比近一半, 占总额的48.16%, 7-10年期和1-3年期品种分别占13.81%和13.45%。

表2 10月债券一级市场发行结构图（按存续期分类）

类别	发行期数 (只)	发行期数 比重 (%)	发行总额 (亿元)	发行总额 比重 (%)
合计	98	100.00	6637.29	100.00
1年以内	37	37.76	3196.5	48.16
7-10年	10	10.20	918	13.83
1-3年	15	15.31	892.39	13.45
3-5年	16	16.33	803.5	12.11
5-7年	17	17.35	641.9	9.67
10年以上	3	3.06	185	2.79

资料来源: 中原证券, Wind资讯

图11 10月份债券一级市场发行结构图（按存续期限分类）



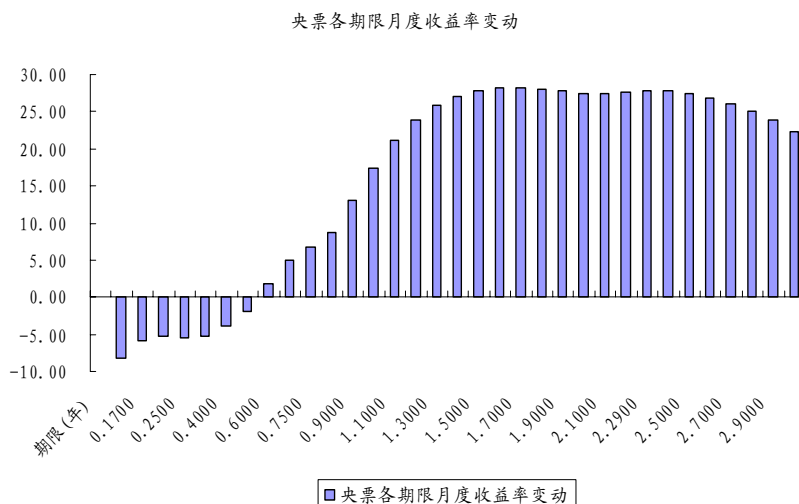
资料来源：中原证券，Wind资讯

4. 债券二级市场

4.1 央票

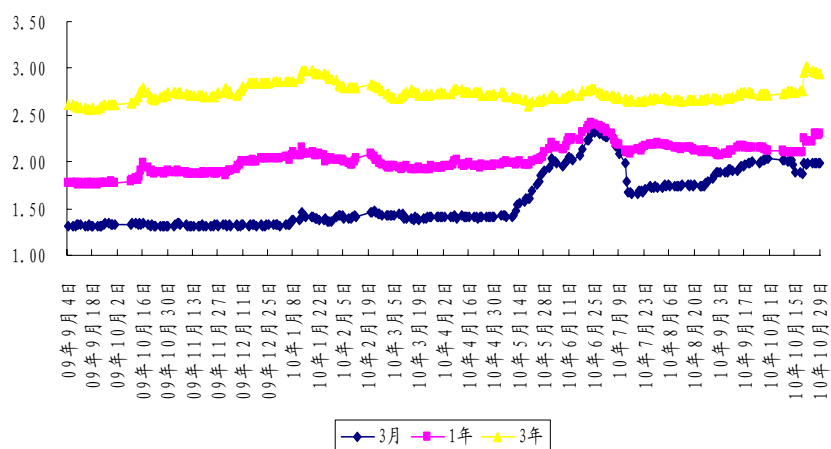
10月份央票二级市场各期限收益率均以上涨为主，1年以上品种平均上升22BP，基本与央行加息幅度相当。半年以下期限品种均呈小幅下跌走势。加息之后，3个月央票一二机市场倒挂水平有所下降，利差缩小为21个基点。1年期和3年期央票一二级市场收益率基本保持一致。

图12 月度主要年限央票收益率变动



资料来源：中原证券，Wind资讯

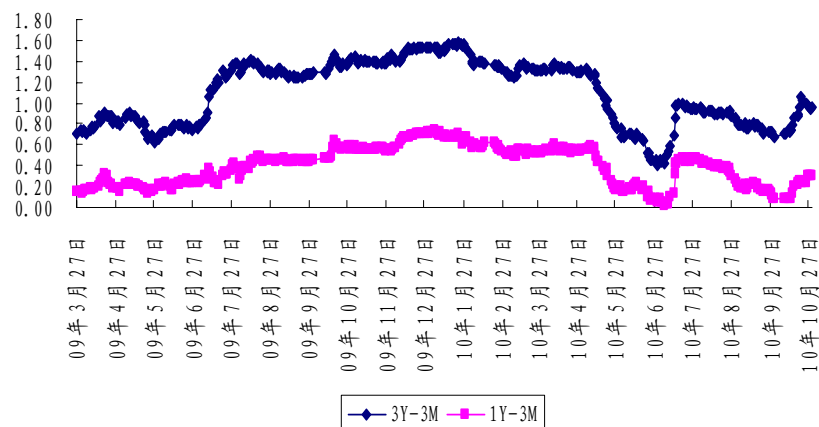
图13 关键期限央票二级市场收益率曲线（3个月、1年、3年）



资料来源：中原证券，Wind资讯

10月份，央票长短期利差变动出现反弹，说明在通胀预期以及央行加息背景下，市场增持短期品种抗通胀预期。因此，短期内缩短债券久期规避风险。

图14 央票长、短期限利差变动



资料来源：中原证券，Wind资讯

4.2 国债

10月份，受加息影响，银行间和交易所间固息国债收益率大幅上扬。银行间和交易所间固息国债收益率分别平均上涨27和23个基点。整体3-10年中期品种收益率上升幅度最大，银行间3-10年固息国债收益率平均上涨45个基点，交易所间固息国债收益率平均上涨32个基点。收益率曲线进一步平坦化。

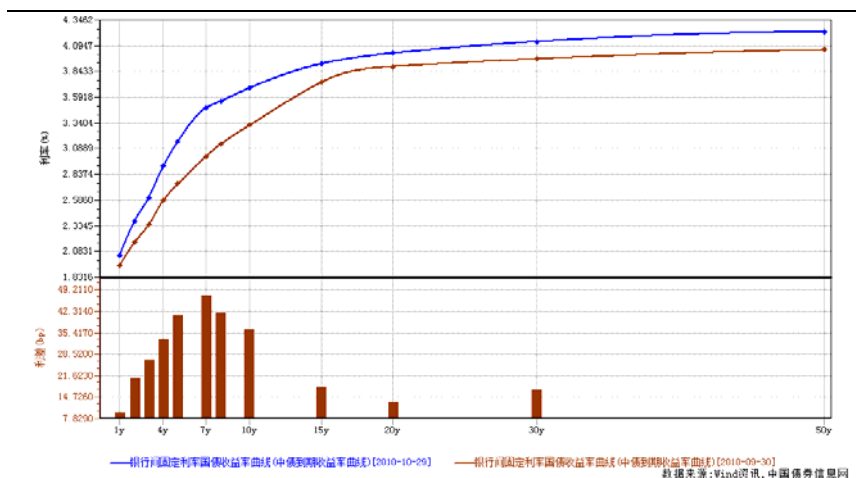
银行间7年和10年期品种10月底收益率分别为3.48%和3.68%，交易所间同期品种收益率分别为3.79%和2.75%。因此相对来讲，交易所间7年期品种更有价值。

10月27日，证监会、人民银行、银监会联合发布《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》，意味着2008年12月“国三十条”中提到的“上市商业银行进入交易所债券市场试点”正式进入实质性操作阶段。这一方面有利于降低两个市场之间的利差，上市商业银行的加入将有效地提高交易所债市的流动性。另一方面为合格境外机构投资者入市国内债市做好准备。

央行在今年8月份发布了《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，规定经央行同意后，香港、澳门地区人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行和境外中央银行或货币当局，可在核准的额度内在银行间债券市场从事债券投资业务。

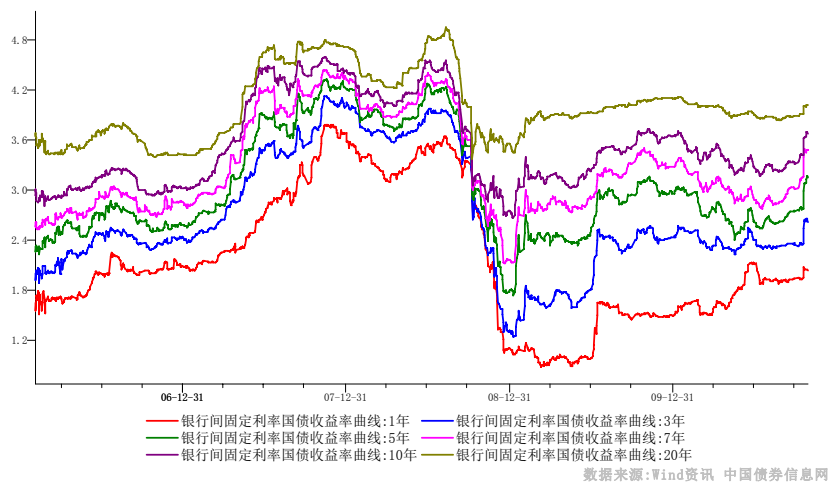
因此，根据目前交易所市场对上市商业银行即将放开的政策，预计境外合格投资者可能首先被引导至交易所市场买卖债券。所以，从总体投资机会上来讲，我们认为交易所市场债券投资价值将早于银行间市场债市机会。

图15 10月份银行间固定利率国债收益率曲线再次上移



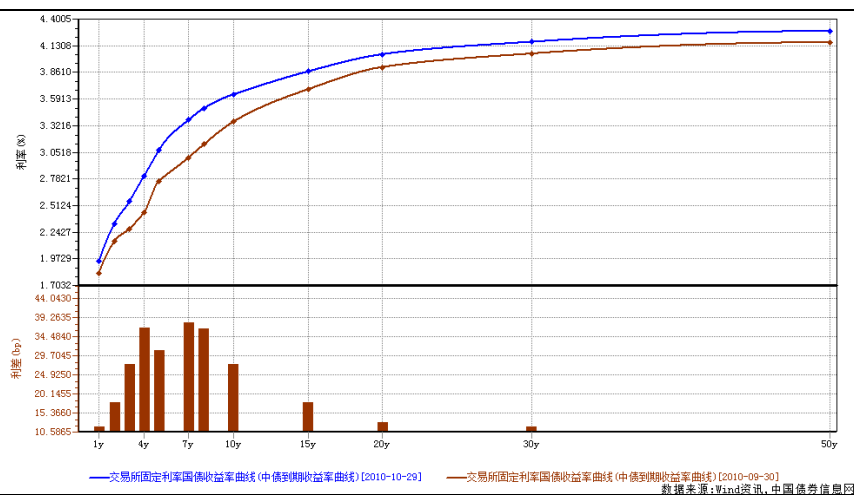
资料来源：中原证券，Wind资讯

图16 银行间固定利率国债收益率



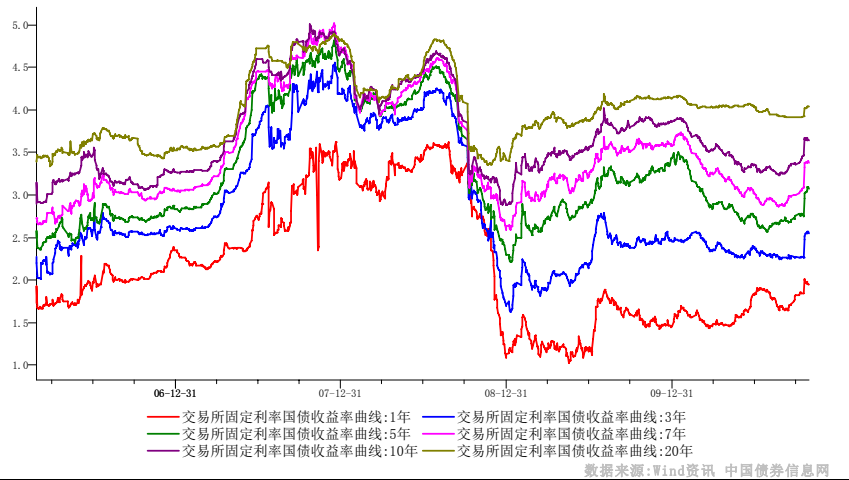
资料来源: 中原证券, Wind资讯

图17 10月份交易所固定利率国债收益率上移



资料来源: 中原证券, Wind资讯

图18 交易所固定利率国债收益率曲线



资料来源: 中原证券, Wind资讯

表3 银行间固定利率国债收益率月度变动

期限(年)	利率(%) 9. 26	利率(%) 8. 31	月度利差(bp)
1. 0000	1. 9459	2. 0430	9. 71
2. 0000	2. 1739	2. 3822	20. 83
3. 0000	2. 3473	2. 6137	26. 64
4. 0000	2. 5815	2. 9169	33. 54
5. 0000	2. 7449	3. 1545	40. 96
7. 0000	3. 0137	3. 4870	47. 33
8. 0000	3. 1363	3. 5553	41. 9
10. 0000	3. 3183	3. 6821	36. 38
15. 0000	3. 7404	3. 9191	17. 87
20. 0000	3. 8907	4. 0228	13. 21
30. 0000	3. 9664	4. 1357	16. 93
50. 0000	4. 0559	4. 2319	17. 6

资料来源: 中原证券, Wind资讯

表4 交易所间固定利率国债收益率月度变动

期限(年)	利率(%) 10. 29	利率(%) 9. 30	月度利差(bp)
1. 0000	1. 8258	1. 9455	11. 97
2. 0000	2. 1509	2. 3309	18
3. 0000	2. 2756	2. 5517	27. 61
4. 0000	2. 4436	2. 8104	36. 68
5. 0000	2. 7589	3. 0697	31. 08
7. 0000	2. 9990	3. 3786	37. 96
8. 0000	3. 1331	3. 4983	36. 52
10. 0000	3. 3621	3. 6375	27. 54

15.0000	3.6892	3.8692	18
20.0000	3.9128	4.0419	12.91
30.0000	4.0493	4.1682	11.89
50.0000	4.1630	4.2779	11.49

资料来源：中原证券，Wind资讯

4.3 企业债

10月份银行间固定利率企业债（AAA）震荡下跌，10月19日央行加息之后，呈加速下跌态势。致使月度收益率全面上涨，平均上涨26个基点。收益率曲线继续向扁平化趋势发展。其中5年期品种收益率涨幅排第一，上涨46个基点。

相对来讲，本期交易所间企业债下跌幅度小于银行间市场，收益率平均上涨16个基点，低于银行间10个基点。交易所间表现的较强抗跌性，源于本月证监会、人民银行、银监会三部门联合发布的《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》。

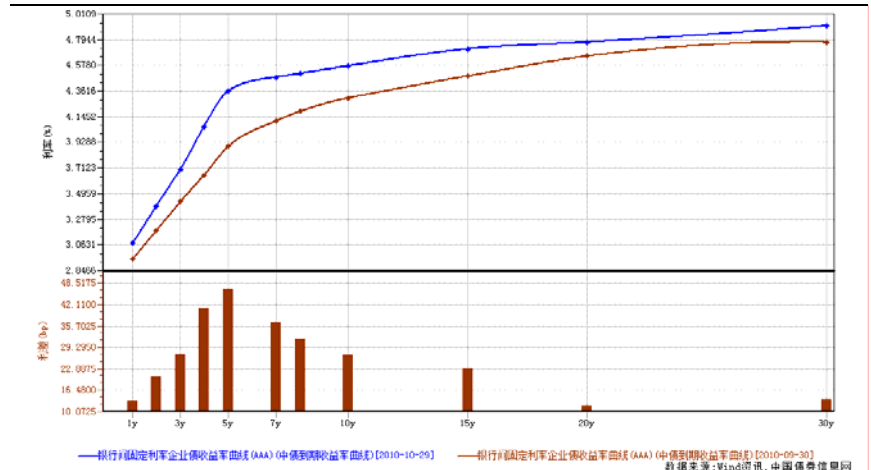
另外，目前企业债收益率距离09年11月份次高点收益率水平已经相差不多，特别是银行间和交易所间市场1年期品种收益率分别超过次高点17%和10%。其它各关键期限品种收益率距离次高点平均相差不多不到10%。

银行间3、5、7、10年期品种收益率分别相差次高点8.9%、7.5%、11%和15%，交易所间对应品种与次高点相差5.1%、5.6%、9.6%和12.3%。银行间1、3、5、7、10年期企业债次高点目标收益率分别为2.54%、4.03%、4.69%、5.01%、5.28%，交易所对应同期限品种收益率分别为：2.77%、4.31%、4.88%、5.07%、5.33%。

与08年8月份到目前收益率最高点相比较，目前银行间1、3、5、7、10年期限固息企业债品种收益率相差幅度分别为：54%、43%、31%、35%、37%，目标收益率为：4.74%、5.30%、5.75%、6.04%、6.26%。交易所间对应各年期限品种收益率相差幅度分别为：54%、36%、31%、32%、29%。对应目标：4.8%、5.61%/6.06%、6.12%、6.17%。

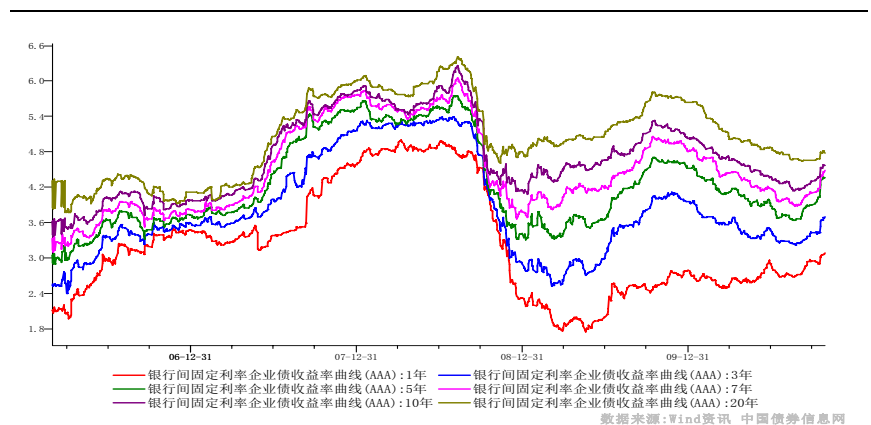
因此，根据年内至明年上半年央行加息上限再加50个基点，可以判断两市场企业债收益率上涨两个高点的阻力位应具一定投资价值。暂时规避调整风险和等待时机为上策。

图19 10月份银行间企业债（AAA）收益率曲线上移



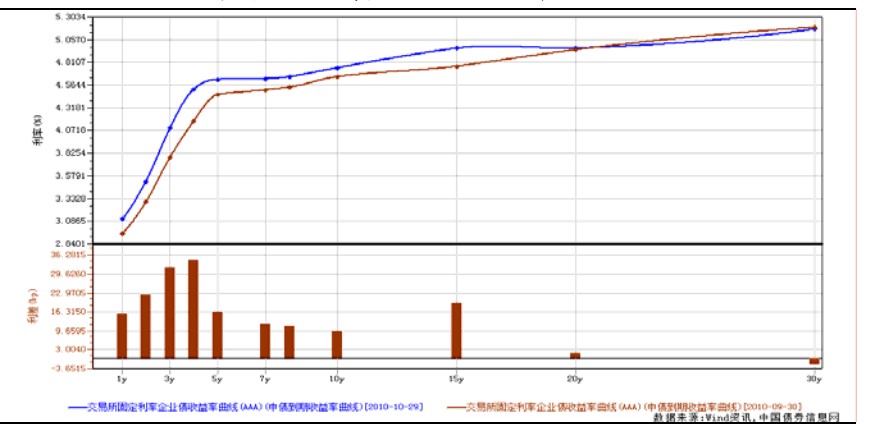
资料来源：中原证券，Wind资讯

图20 10月份银行间企业债（AAA）收益率变化



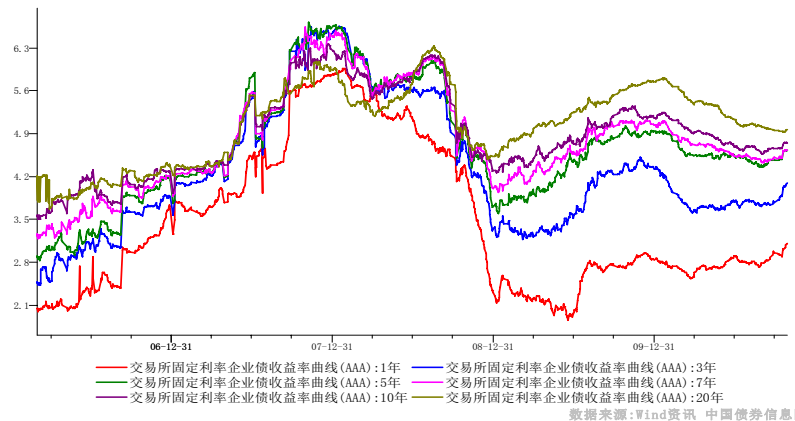
资料来源：中原证券，Wind资讯

图21 10月份交易所间企业债（AAA）收益率曲线结果下移



资料来源：中原证券，Wind资讯

图22 10月份交易所间企业债（AAA）收益率变化



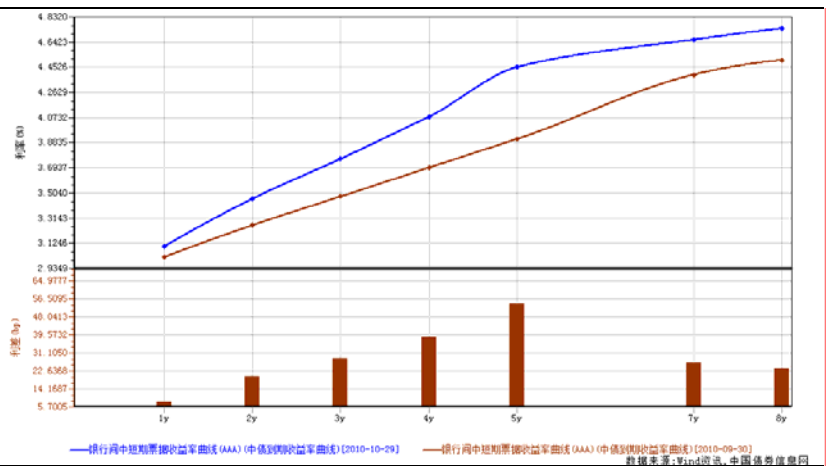
资料来源：中原证券，Wind资讯

4.4 短期融资券

10月份，银行间短期融资券二级市场收益率再次全线上涨，平均上涨24个基点，1年期品种上涨8个基点。5年期品种收益率上涨幅度最大，达到54个基点。

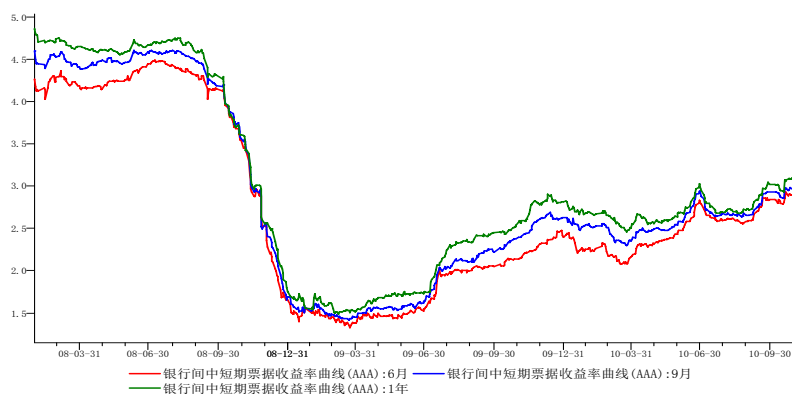
整体看，期限越长收益率上涨幅度越大，显示市场对通胀预期做出反应。

图23 10月份银行间中短期融资券收益率曲线继续上移（AAA级）



资料来源：中原证券，Wind资讯

图24 银行间关键期限短期融资券到期收益率曲线



数据来源: Wind资讯, 中国债券信息网

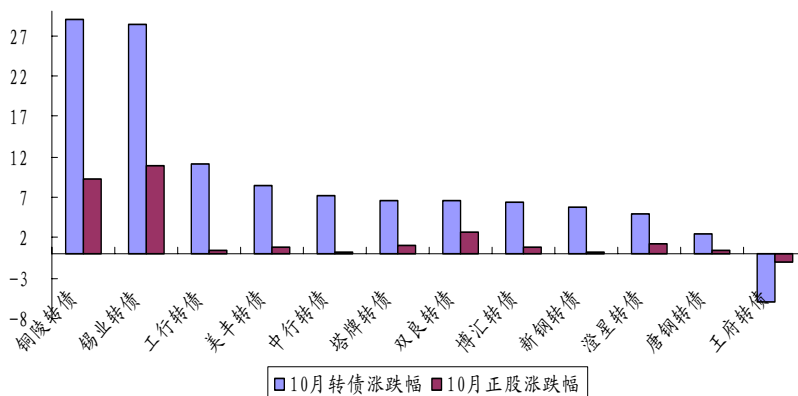
资料来源: 中原证券, Wind资讯

4.5 可转债

10月份, 沪深A股大盘放量上涨, 上证综指月度上涨12.16%。转债市场因此表现不俗。整体可转债表现稍强于正股走势。转债平均涨幅9.2%, 而正股平均涨幅只有2.2%。银行、资源有色转债板块涨幅领先, 铜陵转债和锡业转债分别上涨29%和28%。尽管转债大幅上涨, 因为正股涨幅更大, 因此转股溢价率涨幅并不大, 铜陵转债转股溢价率只有3.4%。工行和中行转债涨幅均超过7%, 转股溢价率分别达到18%和22%。截止10月底, 转股溢价率最高的是仍然是唐钢转债, 达到154%。转股溢价率最低除了王府转债-2.6%之外, 就是铜陵转债、工行转债和中行转债, 分别为3.4%、18.7%和22.9%。

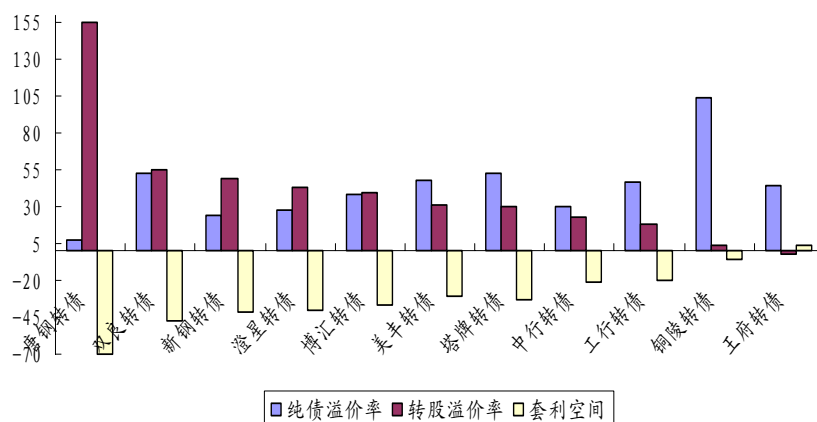
因此, 我们建议继续重点关注中行转债、中行转债、铜陵转债和锡业转债。

图25 10月份可转债、转债正股涨跌幅



资料来源: 中原证券, Wind资讯

图26 10月份可转债纯债溢价率、转股溢价率和套利空间



资料来源：中原证券，Wind资讯

行业投资评级

- 强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
- 同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
- 弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
- 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
- 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
- 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。