

## 内容摘要：

**基本面：**受季末效应影响，预计9月工业增加值、固定资产投资等不会大幅回落，并促使整个三季度经济数据表现为温和回落。展望四季度，经济加速回落是投资者一致的预期，但四季度会不会是本轮宏观调控的经济运行底部却存在分歧，这也正是投资者对债市预期存在分歧的主要原因。总体而言，“滞”与“胀”在四季度仍会纠结于债市上方，但“胀”的年内高峰预计很快将要过去，“滞”也将在一时期内占据上峰，且在去年高基数的作用下数据表现会更差，因此基本面对于债市的支撑有望强于三季度。但以PMI等为代表的部分先行指标已经止跌企稳，暗示经济运行离底部可能已经不远。物价走高带给投资者的通胀预期也愈演愈烈，管理通胀预期再度被置于央行各项任务之首，但我们认为在确认经济增长底部之前加息都不太可能成为现实。如果四季度经济运行企稳得到确认，则来年在年关附近伴随着新一轮涨价周期开启，加息的时点有可能出现在农历年关之后。

**利率产品：**四季度债券市场走势整体出现大幅度、长时间的反弹行情难度较大，多半时候仍以收益率中枢上行的震荡整理为主，由于货币政策基调将在年末中央经济工作会议上公布，在此之前货币政策可能也维持中性操作，债券市场有可能回到一种缺乏方向性指导的状态，届时债市有可能回到“牛皮市”行情。但从2009年经验来看，在牛皮市行情中，缺乏主动做多的机构，而债市会处于一种缓慢的下跌中。鉴于资金成本的上升，收益率曲线有可能呈现一种平坦化上行，中间穿插着波段的震荡行情。

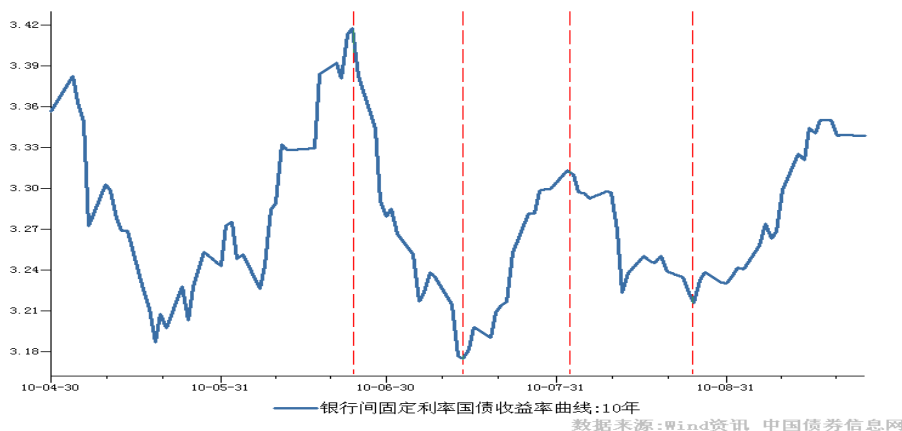
投资策略方面建议利率产品投资建议应该以缩短久期的防御性策略为主，以时间换空间。在CPI冲高阶段债市可能会出现补跌，后市关注重要数据公布的时间点，物价回落、经济数据回落的阶段反弹行情的机会。

**信用产品：**我们对于四季度信用债的走势并不乐观，认为四季度很难给予短期交易性机会以支撑，过于平坦化的收益率曲线也很难提供交易空间，不过资金对市场效力的支撑依然存在，收益率向上或向下的空间都相对有限。从资产配置的角度来看，虽然当前债券收益率较年中有所上行，但整体上绝对收益率水平仍在相对低位，只是相比之下短端产品的配置价值更高一些。另外城投债加大发行力度为市场提供了更多的高收益产品选择，是供给压垮需求后的利差扩大，还是市场认可度提升、流动性增加后的利差缩小尚待确认。

## 一、三季度债券市场回顾

三季度债券市场的走势颇为跌宕，利率随投资者对通胀及经济基本面的预期变化而上下震荡。7月与8月债券利率均是先抑后扬变化，从表面的触发因素来看，7月上旬现券利率下降主要是受到回购利率渡过半年时点后大幅下降的刺激，8月上旬现券利率下降则主要由于7月CPI低于投资者预期的影响，但对经济走弱的预期是根本上支撑两轮现券利率下降的背景，而7月下旬利率的反弹及9月份利率的上升也均是投资者对基本面预期发生变化以及对政策预期的改变。7月22日，温家宝总理提出“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”，令市场产生宏观调控不再加力的预期，10年期国债利率在击穿3.20%跌至3.17%的低点之后反攻至3.30%附近。进入8月份，随着银监会停止部分城市第三套房贷的传言、银监会出台新规清理银信合作业务等，投资者对调控转向的担忧化解，尤其是当7月宏观数据公布，CPI弱于预期，工业增加值环比走低提振了投资者对债市的信心，利率再度随之下降。但关于通胀的担忧很快吞噬了基本面的利好，整个9月份市场都在消化通胀带来的威胁，截止9月末，中长期利率的中轴水平已经回到6月末水平的上方，3、5、7、10年期国债收益率分别收于2.36%、2.74%、3.03%、3.34%，较6月末变化分别为-3.75bp、11.39bp、12.56bp和6.38bp。

图 1：三季度银行间 10 年期国债利率走势



信用产品方面，三季度的信用债券供给并没有受到7月份沉寂的影响，在8、9月份迎来了井喷式的增长。从目前能够掌握到的信息，预计整个3季度短融、中票、企业债、可转债供给总量将达到4790~4900亿元之间，这一供给量远远大于1季度的3682.8亿元与2季度的4576.75亿元。这一结果也与我们半年度报告中的预期相一致，信用债的供给正按照其自身的发展需求而增长，并没有因为国有大型企业的发债限制而萎缩，更多的发行数量填补了这一空白。如果扣除1624.55亿元的到期，那么3季度信用债券的新增供给为3170亿元~3280亿元之间，如果四季度的发行量也能保持如此速度的话，那么下半年信用债新增供给突破我们年中预计的6000亿元也将不成问题。

表 1: 信用债三季度发行统计

时间	短融	中票	企业债	可转债	合计
9月	810~840	780~820	520~560		2110~2220
8月	872	420.4	392.13	256.3	1940.83
7月	410	182	132.5	20	744.5
合计	2090~2120	1380~1420	1040~1080	276.3	4790~4900

图 2: 5Y 超 AAA 中票期限结构

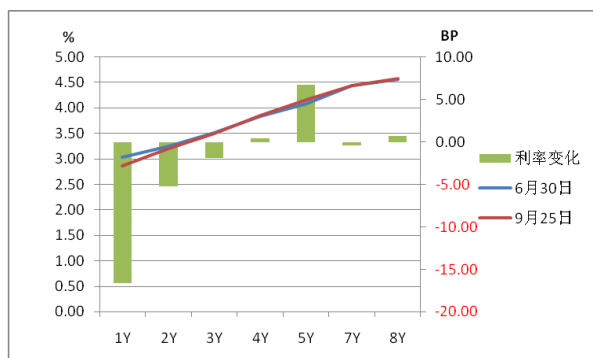
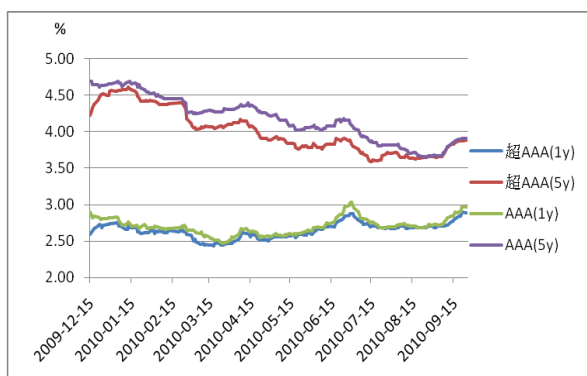


图 3: 1Y、5Y 超 AAA 与 AAA 收益率走势



7 月份较少的供给量确实成为了行情强劲反弹的助推器，相对的，供给结构上的不平衡也为 9 月份的价格快速下跌埋下了伏笔，收益率呈现出先下后上的走势。以 5 年期超 AAA 中票为例，其收益率水平迅速在 7 月上旬突破 6 月份的年内低点，并一度在 7 月中旬达到 3.6% 以下，个别活跃产品如 10 中油股 MTN3 甚至成交在 3.5% 附近。而随着发行量的逐渐增加以及一些宏观数据变化，在 7 月下旬与整个 8 月都维持在 3.6%~3.68% 附近盘整，最终在 9 月份开始走高。截至到 9 月 25 日该品种估值收益率水平为 3.88%，一共上行了 20BP 之多，也就是说，在该期限段内持有有一个 5 年期品种的票息加公允价值损失收益与持有 1 年期同等级短融基本相当。低评级品种的情况也大体类似，并且如果考虑到损失的流动性交易机会，其未来面临的风险可能还要更大。

在该期限段内企业债的调整无疑是最为剧烈的，由于发改委公告要在下半年发行 100~150 支企业债，这也超出了我们在半年报中的预计。我们原先认为城投债的供给暂停之后，企业债的供需将导致投资者对该部分稀缺品种出现抢券行为（7 月初的情况也确实如此，10 芜湖建投债、10 杨浦投债发行利率跌至 5% 以下），但是现实情况则刚好相反，虽然该期间债券类基金以及投资债券类理财产品的发行量也有所上升，但是供给端的冲击不仅仅影响着投资者的容纳能力，也影响着对未来的预期，这导致了企业债与中期票据之间的利差出现了扩大。具体券种方面，10 芜湖建投债二级市场成交在 98.8 元，从溢价转为折价，收益率上行了 30 多 BP。

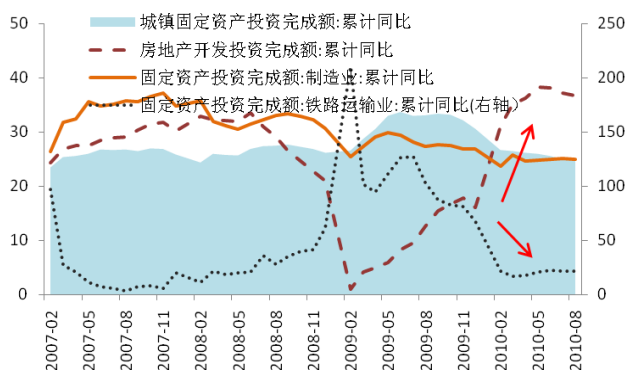
## 二、基本面分析

展望四季度，经济数据回落是投资者一致的预期，但关于四季度会不会是本轮宏观调控的经济运行底部却存在分歧，这也正是投资者对债市预期存在分歧的主要原因。从目前来看，宏观调控仍向着预定方向推进，节能减排时间紧任务重、房地产调控没有松懈、人民币稳步升值，但温家宝总理提出的改革“要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”可能仍是我们做任何判断时的重要政治背景。总体而言，预计四季度“滞”与“胀”还是会纠结于债市上方，但“胀”的年内

高峰预计很快将要过去，“滞”也将一段时期内占据上峰，因此基本面对于债市的支撑有望强于三季度。关注“十二五”规划及年底经济工作会议的召开，对于中国未来经济增长方式及未来宏观政策的定调，将有助于我们对中长期经济形势做出判断，并随之修正我们的观点。

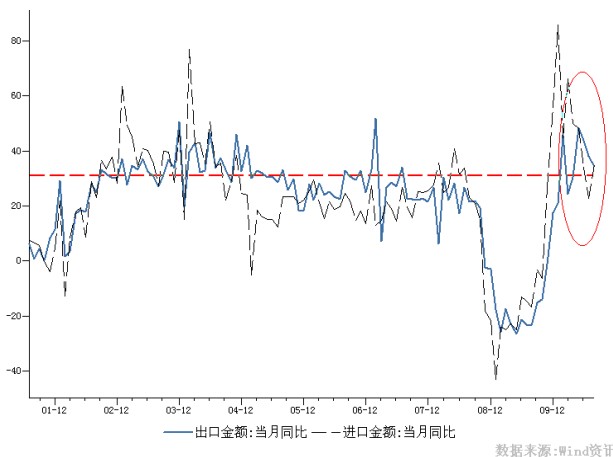
**(一) 三季度经济温和回落，四季度数据不乐观，基本面对于债市的支撑四季度强于三季度**

**图 4: 城镇固定资产投资完成额累计同比及房地产、制造业及铁路运输业投资同比增速**



数据来源: Wind, 金融市场部

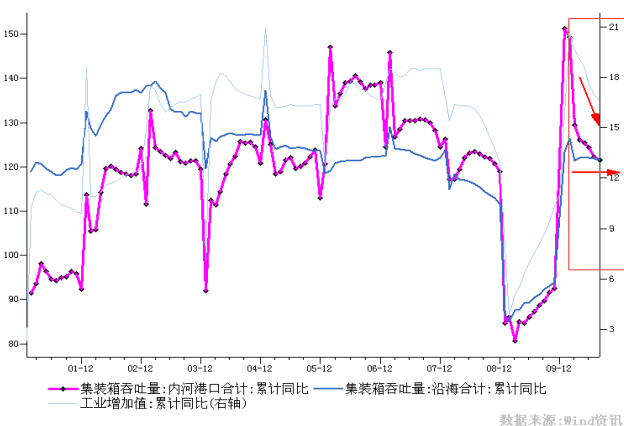
**图 5: 进出口金额当月同比**



数据来源: Wind 资讯

虽然二季度以来经济结构调整是宏观调控最主要方向，而投资者也一致预期在政府的调控下经济增长将稳步回落。但回顾今年前三季经济运行情况，可以发现，除了工业生产收缩速度相对较快，前三季度“三驾马车”的减速均较为温和：首先，对 09 年中国经济增长贡献了 8.2 个百分点的固定资产投资增速在 8 月之前均温和回落，其中房地产投资功不可没，截止 8 月份，我国固定资产投资累计增速仍保持在 24.8%。进行行业细分后可以发现，在 2006-2007 年我国经济小幅度“过热”时期作出重要贡献的制造业投资从 2008 年即开始回落，直至目前仍处于低水平状态，而在金融危机爆发后，政府主导的基建设施投

**图 6: 内河港口及沿海港口集装箱吞吐量同比与工业增加值累计同比**

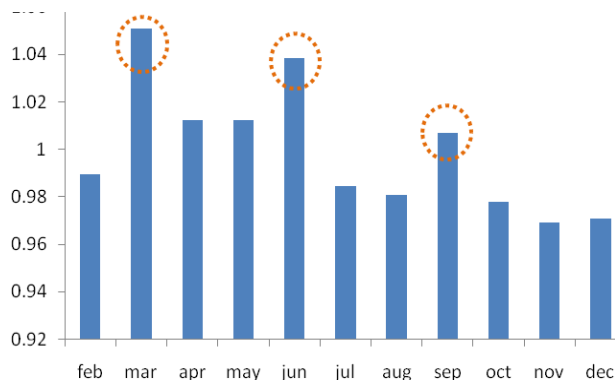


数据来源: Wind 资讯

资，例如铁路运输业投资对经济增长起到了重要的拉动作用，不过今年以来铁路运输业的投资增速也迅速回落至 2008 年上半年水平，而房地产投资自 2009 年触底反弹后，投资增速一直在加快，直至今今年 5 月份，房地产投资增速才开始触顶回落。其次，虽说今年中国面临的国际环境不甚有利，美国复苏反反复复，欧盟和日本的复苏也问题多多，但进出口在前几个月的表现仍然是可圈可点。今年 6 月以来，我国单月进出口贸易值已经突破 2500 亿美元并创下历史最高水平，而进出口增速也基本回到危机前的水平上。可见，这一轮经济增速的下滑，最重要的原因是工业生产收缩相对明显，因为生产者预期悲观，主动性的去库存导致了实体经济大幅减速。港口和河流的集装箱运输量增速可以较好的跟踪当前经济运行状态，而将内陆河流与海岸港口的集装箱运输量对比则是衡量内外需变化的一个较好指标。从图 6 可以看出，近几个月来沿海港口的集装箱运输量总体保持平稳的增速，而内陆港口的集装箱运输量增速自年初以来持续回落，可以佐证外需回落相对温和，而内部需求的降温才是年初以来经济增速放缓的最主要原因。



图 7: 2000 年以来工业增加值当月增速的季节性因子



数据来源: Wind, 金融市场部

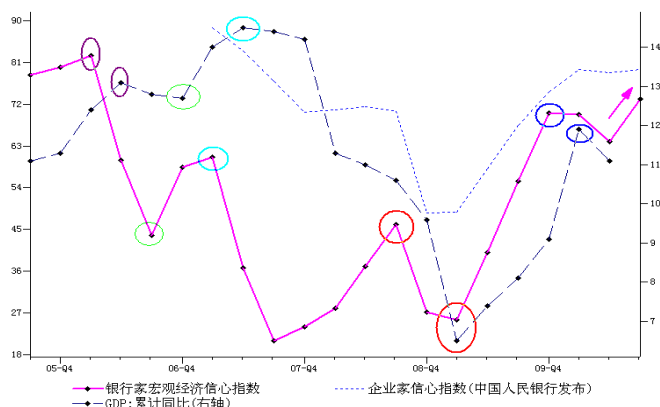
正是因为前三季度数据上的表现给予投资者经济增长感受上的不同, 仅仅工业生产状况透露出经济增长的寒意, 而出口、投资等指标却难以带给投资者强烈的下滑感受, 因此年初以来投资者强烈预期的基本面走弱始终无法战胜投资者对通胀的恐惧, 抑制了债券市场的表现。就 9 月数据而言, 受到季末效应影响, 预计工业增加值、固定资产投资等不会大幅回落, 并促使整个三季度经济数据表现为温和回落。

但展望四季度, 经济数据可能出现明显下滑, 原因有四: 其一, 房地产调控政策的细化、落实被进一步加强, 地产对投资的支撑力趋于减弱。节前密集出台了系列房地产调整政策, 包括打击开发商的囤地行为、出台公共租赁住房建设和运营有关的

税收优惠政策、提高二套房贷首付及利率、全面暂停三套及以上房贷以及调整个人购房税收优惠政策等等, 面对地产行业的“金九银十”销售旺季, 投资者预期的“房地产第二轮调控”悄然展开。其二, 节能减排的压力也将促使宏观调控继续严厉推进, 部分地区采取的拉闸限电措施充分凸显出十一五至十二五期间节能减排的压力之大。其三, “619”以来人民币累计超过 2% 的升值幅度对未来的出口必然产生影响。根据中央财经大学银行业研究中心的一份调研结果, 大约 57% 的中小型出口企业税后利润率集中在 5% 以内, 尤其是纺织、服装、鞋、帽等劳动密集型制造业。针对人民币升值可能产生的影响, 调查结果发现, 出口企业所能忍受的人民币升值幅度主要集中在 2% 以下, 这部分企业占全部样本总数的 39.7%。其中, 纺织、服装、鞋、帽制造业所能忍受人民币升值幅度在 2% 以下的高达 44.5%, 而所能忍受 6% 以上的企业占比为零。其四, 2009 年四季度经济增长加力, 突出体现在工业增加值增速加快, 促使四季度 GDP 较三季度环比劲增 31.67%, 单季 GDP 同比增速达到 12.1%, 形成今年四季度较高的基数水平。因此预计, 四季度经济回落趋势不会改变, 而这种效果在去年高基数的作用下数据表现可能会更差, 随着物价走势在 10 月份之后的触顶回落, 四季度基本面对于债市的支撑将会强于三季度。

### (二) 尽管经济增速继续回落, 但先行指标暗示经济离底部或已不远

图 8: 银行家宏观经济信心指数、企业家信心指数与 GDP 累计同比相关性



数据来源: Wind 资讯 - 5 -

在宏观调控继续推进的背景下, 企业生产收缩、投资下降的影响还将释放一段时间, 但部分先行指标已经止跌企稳, 透露出经济运行距离底部可能已经不远。

首先, 人民银行公布的三季度企业家信心指数较二季度反弹 0.6 个百分点至 79.4%, 而银行家对宏观经济的信心指数则在连续两个季度走低之后, 三季度大幅反弹至 73.1%。回顾 2005 年以来银行家信心指数对 GDP 增长的先导意义, 在 05 年-07 年 GDP 累计同比增长出现的三次高点/低点的过程中, 银行家信心指数均领先了一个季

度，对于 2008 年金融危机爆发所带来的国内经济衰退，银行家信心指数拐点领先两个季度，在这一轮经济的复苏中，GDP 增速拐点则与银行家信心指数拐点重合，而对这一次 GDP 增速的下行，银行家信心指数领先了一个季度。在连续两个季度环比走低之后，三季度银行家信心指数大幅反弹了 9.1 个百分点，创下 2006 年 2 季度以来新高。简单来看，以往银行家信心指数回升至少会延续两个季度，期间与宏观经济运行出现大幅背离的情况并不多，尽管 2008 年前三季度银行家信心回升与 GDP 累计增速下行并存，但那一时期社会公众与实体企业的感受是良好的。从这个角度来看，银行家信心指数的企稳回升至少反映目前银行家对经济形势评价尚属良好，而未来经济运行离底部可能也不太远了。

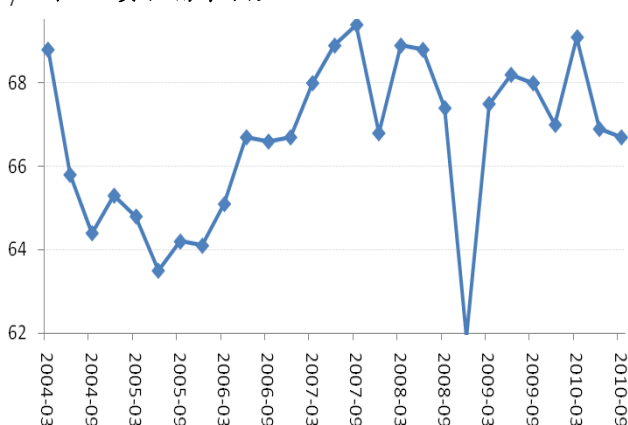
尽管企业家与银行家的信心均有所企稳，但恢复初期数据表现仍然是矛盾与疲弱的。中国人民银行的银行家问卷调查结果同时显示，3 季度当季的贷款指数较上季小幅下降 0.2 个百分点至 66.7%，连续第二个季度下降，但环比降幅较一季度大幅收窄。从行业来看，农业、制造业和非制造业贷款需求指数分别下降了 0.5、0.9 和 0.6 个百分点，从用途来看，企业固定资产投资和经营周转贷款需求较上季度均下降了 0.4 个百分点。但三季度个人消费贷款需求指数止跌企稳，其中购房贷款需求指数结束三个季度的跌势，3 季度较上季微升了 0.3 个百分点至 59.1%。

其次，汇丰（HSBC）29 日发布数据显示，9 月份汇丰中国制造业采购经理人指数（PMI）为 52.9%，较上个月的 51.9% 继续回升，为近 5 个月以来的最高，而中国物流与采购联合会和国家统计局发布的 9 月中国采购经理人指数也将较上月回升了 2.1 个百分点至 53.8%。汇丰 PMI 在 7 月份短暂跌至 49.4 后，9 月份已是连续第二个月回到 50 分界线上，从分项来看，汇丰 PMI 的回升主要得益于新订单的持续反弹。由于汇丰 PMI 统计的样本数目主要覆盖沿海、民营、外资及中小企业，其对经济环境、尤其是出口环境的变化敏感度往往高于官方 PMI 覆盖的国营企业和大中型企业，因此汇丰 PMI 的持续回升也从侧面反映出目前外需相对内需形势更为良好，这与前文分析内陆河流与海岸港口集装箱运输增量相对变化结果

是一致的。

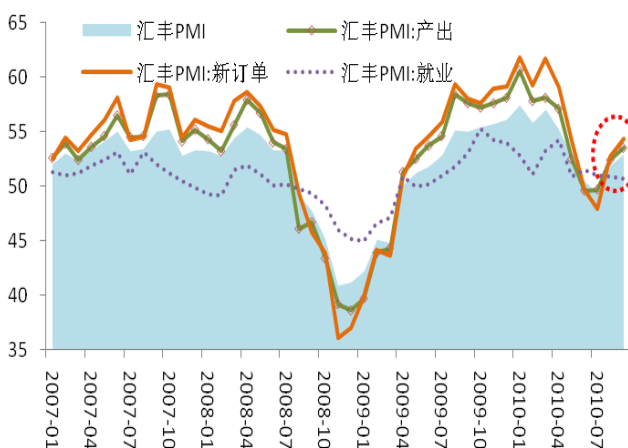
再次，由于企业订单反弹及政府刺激政策收尾工作的实施，草根消息反映 9 月银行信贷需求继续回暖。银行新增贷款规模具有一定的经济运行的先行指标，8 月份银行新增贷款规模已经略超预期，达到 5452 亿元，同比多增 1348 亿元，其中企业及其他部门贷款增加 3436 亿元，占据新增贷款的 63% 之多。近期多家券商对珠三角、长三角

图 9：贷款需求指数



数据来源：Wind，金融市场部

图 10：汇丰 PMI 及各分项走势



数据来源：Wind，金融市场部

地区企业的调查也反馈企业活力有所增强。临近季末，为了控制银行信贷投放进度，部分地方银监局再度重启了对银行信贷投放的按日监控，凸显银行季末信贷投放冲动有所抬头。而9月份票据利率走高与回购利率下行并存，更加反映出9月银行信贷额度的稀缺性。

图 10: 票据直贴与转贴利率及回购利率走势

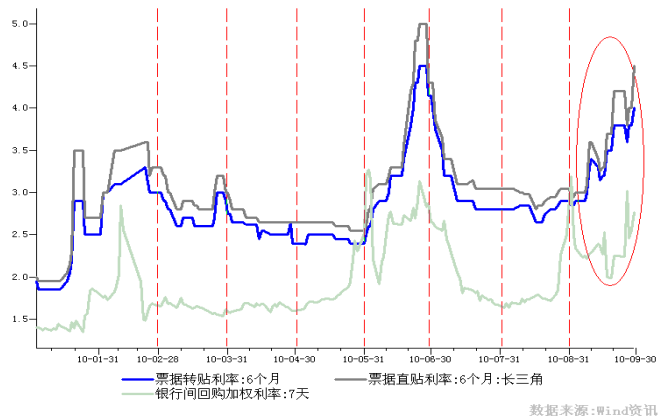


图 11: CPI 各月环比走势

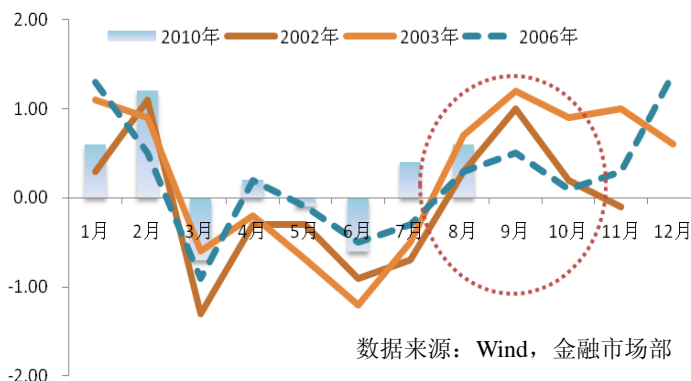
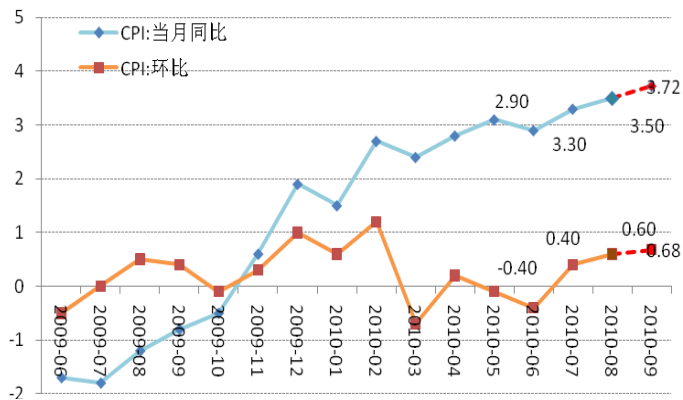


图 12: 9 月 CPI 同比走势预期



数据来源: Wind, 金融市场部

预计房地产政策会在相当长一段时间内维持持续紧缩状态，这必然对内需形成抑制，但经济结构的调整是一个缓慢而长期的过程。随着新兴产业和区域振兴规划（特别是中西部发展规划）的陆续推出，未来经济增长的主要动力可能还是来源于基建投资，经济增长有望在低至一定水平后恢复温和增长。

### (三) 年内物价难以大幅走低，通胀预期愈演愈烈

节前农产品价格继续快速上涨，从商务部公布的食用农产品价格指数来看，截止9月26日，食用农产品价格较8月已经环比上升了2.57%。从历史来看，每年的3-11月期间，9月份都是CPI环比涨幅最大的月份，从今年7月份以来，物价的月度环比走势连续两个月高于2001年以来的月度平均水平（7月份的历史均值在-0.08%，2010年7月CPI环比为0.4%，8月份的历史均值在0.45%，2010年8月CPI环比为0.6%），反映现实通胀的压力较大，2001年以来9月份的CPI环比均值在0.68%，如果今年9月CPI环比涨幅略高于8月份达到均值0.68%的水平，则9月份CPI将攀升至3.72%附近。前瞻性的看，历史上10月份物价涨幅会大幅收敛，但今年以来物价的波动已反映出目前物价水平的脆弱性。10月份翘尾因素较9月还将反弹0.1%，而11月份翘尾因素也在1%，因此预计今年剩余月份CPI都难大幅走低，即使10月、11月小幅走低之后，很快年关将至，新一轮的涨价周期又会开启。

人民银行储户问卷调查也显示，社会公众的通胀担忧亦愈演愈烈。2010年三季度末，对当前物价满意的储户占比已降至2.1%，较二季度再度下降0.2个百分点，为2002年有统计以来最低水平，而认为当前物价过高的比例为58.3%，虽然比上个季度下降了0.6个百分点，但却为有统计以来的次高水平，远远高出2007年CPI高企时的占比水平。在对未来物价走势的预期上，调



查结果显示，2010年三季度未来物价预期指数进一步攀升至73.2%，比上季度上升了2.9个百分点。根据该指数计算方法倒推可得，三季度末认为未来3个月物价水平将继续上升的储户比认为未来物价下降的储户占比要高出46个百分点，可见，接受调查的绝大部分人都认为未来物价水平将继续上涨。尽管二季度以来央行将通胀预期的管理作为货币政策的首要目标，但社会公众的通胀预期在此消彼长的涨价风潮中没有丝毫减弱。

在央行三季度货币政策例会的会议纪要中，管理通胀预期再度被置于央行各项任务之首。在四季度物价走势小幅回落的过程中，加息的可能性也在逐步淡化，但正如我们前文所分析，目前物价环境是脆弱的，而且随着投资者对经济增长逐步企稳预期的增强，加息的预期有可能随着年关前后物价再度上扬而逐步增强。我们认为在确认经济增长底部之前加息都不太可能成为现实，即年内加息的可能性都不大，但如果四季度经济企稳得到确认，来年伴随着新一轮涨价周期的开启，加息的时点有可能出现在农历年关之后。

### 三、四季度利率产品投资策略

#### (一) 资金面是四季度债券市场面临的最大不确定性

从今年5月以来资金面的几起几伏已经让市场机构措手不及，进入8月下旬后又经历了2次资金紧张，首先是8月下旬至9月初的工行转债发行引发的回购利率大幅上行，但市场普遍预测这是阶段性的利率反弹；第二个阶段是9月下旬由于中秋、国庆假期的影响，资金利率开始大幅攀升，7天回购利率再次冲高至3%以上。

影响资金面的重要因素：

#### 第一，贸易顺差将保持适度稳定，对债市资金面影响不大

图 13: 贸易顺差及人民币汇率中间价走势

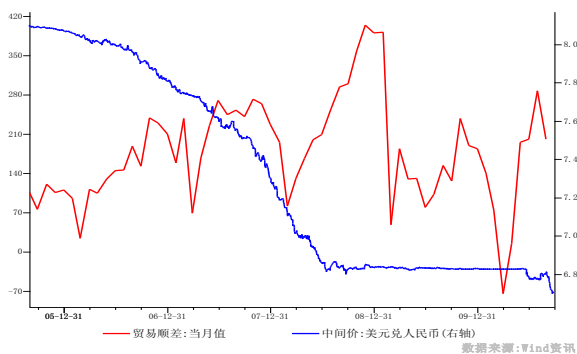
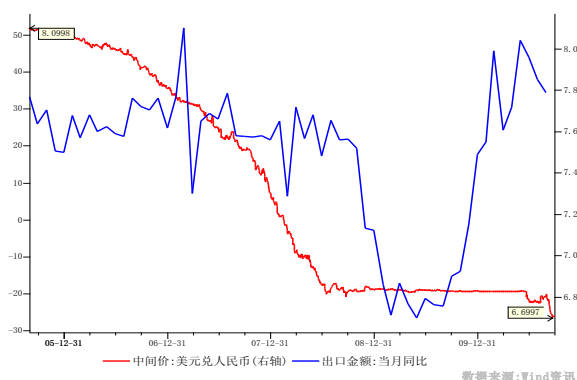


图 14: 出口金额及人民币汇率中间价走势



从贸易顺差和我国人民币中间价来看，两者没有很明显的正相关关系，我国贸易顺差在08年的11月当月达到历史最高为403.28亿元，而当时的汇率已经升值至6.82附近，可以说贸易顺差大小跟当时的世界经济环境、经济总量、贸易对手拓展难度有更大的关系。而从出口来看，8月出口增速依然延续缓慢下滑的趋势，8月份中国对欧盟与美国出口新增279.29、267.35亿美元，同比增速从7月份的38.11%、38.32%下滑至在34.35%、35.39%。另一方面8月份我国出口东盟占总出口比重出现下滑，同比增速连续3个月下滑至21.83%。世界复苏仍不能乐观，贸易摩擦有所加剧。但贸易顺差虽较7月高点回落，但已经回复到2007年至2008年间的常态水平，虽然世界复苏的动力有所减缓，未来中国进出口均会面临一定程度的缓慢下调压力，但是由于亚洲新兴市场复苏较快、国际大宗商品市场趋于稳定、中国内需较为强劲，加上圣诞节的因素也或多或少会在未来几个月贸易中有所显现，我们认为对四季度进

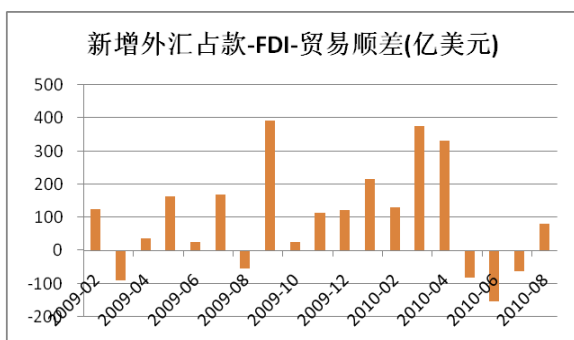


出口不应特别悲观，未来月度贸易顺差仍会在 200 亿美元左右常态水平上下波动。

人民币升值阶段出口增速回落，近期人民币的持续升值也使得 9 月份的出口受到负面预期影响，市场担忧贸易顺差下降的趋势得以延续，意味着外汇占款投放的减少和债市流动性源头之一的逐渐“枯竭”，由此债市的资金面也将受到影响。但我们预计出口单一因素还不足以影响银行间市场整个资金面，而且我们也判断四季度贸易顺差会保持相对稳定。

## 第二，外汇占款和“热钱”的变化增加资金面不确定性

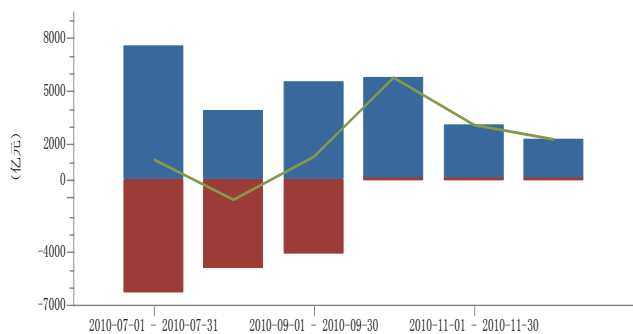
图 15：2009 年以来“热钱”变化



数据来源：Wind，金融市场部

我们选取了当月外汇占款余额数据，通过推算当月新增外汇占款，按照美元兑人民币 6.8: 1 的比例进行测算，8 月份热钱流入开始转为正增长，大约在 550 亿人民币，虽然比 5、6、7 月份的外汇占款负增长有所好转，但这一规模和 3、4 月份相比还相差甚远。这一数据说明资本项目下的资金流入规模对债市资金面构不成有力支撑。相信由于人民币汇率的双向波动，资本项目的资金流入很难恢复到之前的持续流入局面，这种不确定性必然会继续困扰四季度债市资金面。但近期人民币持续升值有利于“热钱”的流入。

图 16：7 月份以后公开市场到期量



数据来源：Wind资讯

季末因素和节假日因素使机构对资金的需求上升，而工行转债的发行使该问题提前暴露出来。9 月初以来，央行趁势在公开市场转为净投放，且投放力度逐周加大，共净投放了 1290 亿元，但资金面自从 9 月 20 日以来回购利率大幅飙升，9 月 20 日至 26 日的当周净投放资金 900 亿元，但节前一周又转而回笼资金。

从四季度公开市场操作来看，总到期量为 10965 亿元，10 月、11 月和 12 月到期量分别为 5720 亿、3025 亿、2220 亿，其中 10 月的到期量较大。1-10 月份净投放资金 2890 亿，后续央行应该会根据到期量进行适当对冲，根据资金面灵活控制投放和回笼方向，但央行一般也不会进行逆回购的资金投放，从历史来看公开市场操作上央行只有零星 10 次的逆回购操作，且 2007 年 2 月之后就未动用过这个工具，说明从根本上流动性管理还是强调由商业银行进行自律管理。

关于央票利率的走势，我们认为若后续 CPI 出现连续较大幅冲高，则央行可能提高 1 年央票利率，但这种概率较小。不过 3 个月央票利率偏离市场水平较为严重，若四季度资金利率出现大

幅拾升，3个月央票应当会适当上行，不过其对市场造成的利空影响不会如1年央票利率上扬来的大。

#### 第四，银行超额储蓄率变化

近年来随着银行同业业务的发展和银行流动性管理能力的提高，银行普遍降低了超额储备的头寸，2010年6月末金融机构超额储蓄率仅为1.82%，接近2009年6月末1.55%的最低水平，这也决定了在面临季末、大盘股发行等特别时点，银行体系的流动性是比较脆弱的，四季度一般该指标会有所回升。

#### 第五，财政存款回流商业银行，对年底资金面构成支撑

图 17：财政存款变化图

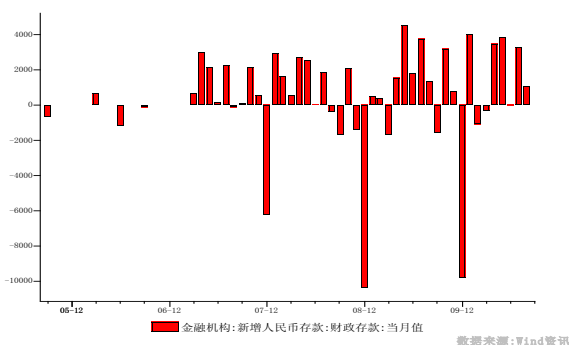
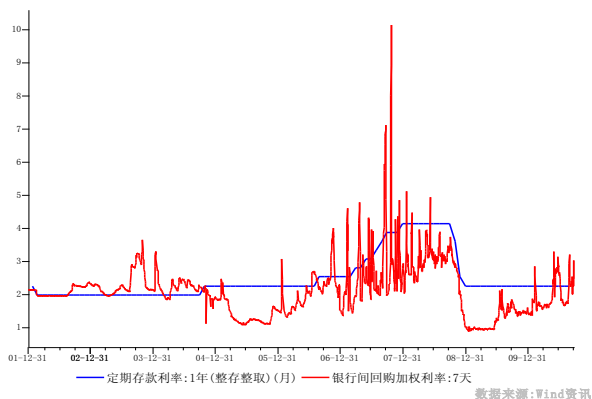


图 18：1年期定期存款与回购利率走势图



#### (二) 四季度利率产品供给与需求分析

根据财政部四季度国债发行计划，1年、3年储蓄国债在10月、11月和12月各发行一期，发行节奏与3季度相当；贴现国债发行6期，与3季度相同，其中91天的4期，182天和273天各一期。发行期限较3季度缩短，91天发行占多数；记账式国债发行10支，比三季度减少了2支，其中1年、3年国债各1支，5年和7年国债各两支，10年的2支，30年和50年各1支，减少了1年、20年和30年的各一支，增加了一支50年的超长期国债。整体来看国债发行规模可能较3季度减少500多亿，考虑到贴现国债和关键期限国债的发行计划，国债发行量不考虑追加也会在4000亿以上；发行期限上突出中间期限品种，减少了10年以上品种的供给，但根据特定需求增发1期50年国债。

虽然8月份新增财政存款1006亿元较7月份有所减少，但截至8月份的全年新增财政存款高达1.4万亿，从余额的角度看，财政存款占比依然维持上升趋势，已经从05年的3%左右上升至目前的5%左右，特别是12月份财政存款依靠惯例会大幅流入商业银行，对当月的资金面形成支撑。但如此大的资金投放也将加大政策变动的可能，特别是在1月份CPI翘尾趋于上升的情况下，加上货币政策未来一年基调的不确定性，虽然财政存款流出对资金面构成利好支撑，但预计资金面不会出现特别大的松动。

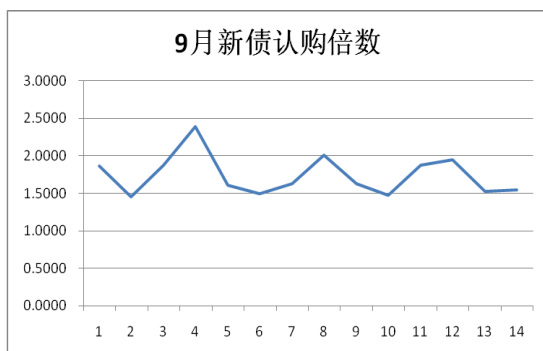
我们认为季末资金面的紧张只是短期行为，国庆过后资金面会有所缓解。四季度资金面应该较三季度宽松，由于负利率的持续，同业存款、国库现金的大幅飙升都侧面说明了银行存款增长乏力和银行资金成本预期的上行，这必然也会在银行间债券市场有所反应，预计四季度整体资金成本将继续上行，而从历史来看，在负利率持续、加息预期相伴的阶段，银行间回购利率都会提前上行。整体来看4季度资金面将有望继续维持紧平衡的局面。

表 2: 四季度记账式国债发行计划

期限 (年)	招标日期	付息方式
7	10月13日	按年付息
5	10月20日	按年付息
10	10月27日	按半年付息
3	11月3日	按年付息
1	11月10日	按年付息
50	11月17日	按半年付息
7	11月24日	按年付息
5	12月1日	按年付息
30	12月8日	按半年付息
10	12月15日	按半年付息

金融债方面，截至目前今年已经发行了 10993 亿元，2009 年全年发行了 13758.5 亿元，根据往年四季度发行情况来看，近三年发行规模波动在 3900-4500 亿之间，今年金融债发行速度平均每月 5 支，预计四季度金融债发行规模在 4000 亿左右。这样算下来四季度利率产品的供给至少在 8000 亿以上。

图 19: 9 月新债认购倍数



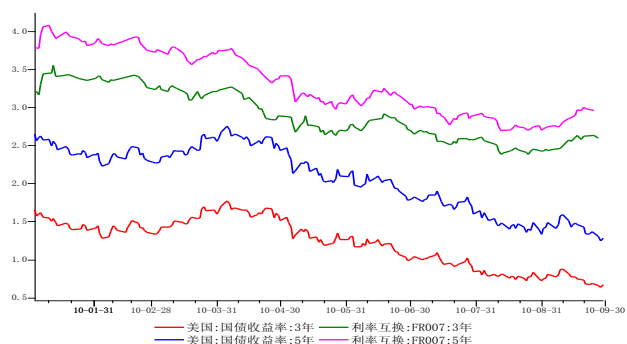
数据来源: Wind, 金融市场部

从需求方面来看，四季度到期量 14050.62 亿元，在本年度内属于到期量最少的季度，一、二、三季度扣除到期量通过债券市场净融资分别为 5696 亿元、8551 亿元、8351 亿元。考虑到四季度新债供给也有所缓和，四季度净融资压力将有所减小。

近期由于资金面紧张推动资金成本上行，对债券投资回报要求提高，但目前债券绝对收益率仍缺乏吸引力，9 月新债认购倍数显示机构参与投标热情不高，在货币政策基调不明朗的背景下，关于债券收益率何时出现拐点的迷茫将制约市场机构参与的热情。预计四季度一级市场的表现仍较为平淡，机构拿债热情不高。

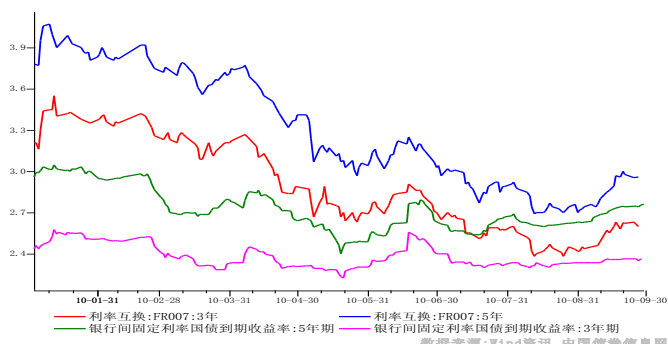
### (三) 美国国债、利率互换的强劲表现难以传染我国债市

图 20: 美国国债收益率走势与国内 3Y、5Y 期 FR007 的 IRS 走势相关性



数据来源: Wind 资讯

图 21: 我国国债收益率走势与 3Y、5Y 期 FR007 的 IRS 走势相关性



数据来源: Wind 资讯 中国债券信息网

在基本面的支撑下和避险买盘的支撑下，今年以来美国国债市场走出一波大牛市行情，2年、5年、10年和30年的国债收益从年初的1.09%、2.65%、3.85%、4.65%下降至9月末的0.44%、1.28%、2.52%、3.69%，降幅分别为65、37、133和96个基点。利率互换方面，3年5年期品种较为活跃，其走势与美国国债走势保持高度一致，而与中国国债走势在7月份之后表现的相关性较差，中国债券陷入横盘整理，而利率互换走势则表现的跌宕起伏。

国际金融市场上，影响互换价格的因素主要有：互换进行时市场总体利率水平、汇率水平及其波动幅度与变化趋势；互换本金数量、期限等；互换双方自身的资金状况与资产负债结构；互换伙伴的信用状况；互换合约对冲的可能性等等。国内互换利率的走势最重要的原因还是在于它的参与机构，从国内市场来看，目前参与者主要包括政策性银行、四大国有银行、部分股份制银行和外资银行、部分保险公司以及一些商业银行的存贷款企业客户，大部分证券公司、城市商业银行和农村信用社等其他金融机构没有获得该项业务的资格。在市场形成初期，外资银行比较活跃，利率互换市场参与主体的特点决定了其走势关注的重要因素，也就是影响利率互换走势的核心因素还是海外市场的变化，目前跟国内债券市场的联动效应并不强。

回顾欧美各国均未彻底实现经济复苏，量化宽松的货币政策难言退出，而美国国债收益率也创出了1990年以来的历史最低水平，继续下降的空间有限，利率互换依托美国经济复苏状况和美国国债收益率的走势，继续回落的空间也相对有限。目前，互换利率已经回落至2006年年初的水平，从互换利率与CPI及1年定存的历史关系来看，目前的互换利率水平偏低。2006年3年期及5年期IRS\_FR007的运行底部是2.65%和2.9%，目前的互换利率水平与之2006年时互换最低水平相近。当前的形势与2006年下半年有一定的相似性。2006年8月央行将1年期基准利率提高25bp至2.52%，年底前CPI同比一直在2%以下低位运行，下半年加息预期迅速消退，市场利率下行。目前虽然央行还未启动加息，但CPI有上冲4%的压力，而且持续负利率时间较久，互换利率继续下降也缺乏基本面持续利好的配合。

#### **(四) 收益率曲线演变趋势**

具体来看我们判断四季度行情可能经历几个阶段的转变：

第一阶段，10月收益率曲线继续陡峭化

利多因素：节后资金面有所缓解，外围环境宽松，央行暂不会加息

利空因素：PMI止跌启稳显示经济增长势头较好，CPI受新涨价因素的影响，9月CPI有望创出年内新高，股市阶段反弹，中长期债券收益率有继续上行的空间，10年国债利率有望触及3.4%-3.5%一带。而短期品种收益率国债和信用产品由于资金成本的推高已经和央行票据形成了倒挂，3个月央票利率上行压力较大，1年央票维稳，造成收益率曲线短端的适度稳定。

第二阶段，11月之后的平坦化走势

利多因素：10月秋粮丰收，CPI环比走势可能小幅回落，可能引发债市波段反弹行情；四季度经济增速同比不高，投资增速回落，基本面也对债市构成支撑；年底对于明年投资规划的配置型需求可能利多债市，对物价走势敏感的中长端收益率将会出现一定的回落，但我们预计10年国债也难以回落至3.2%以下。

利空因素：天气变化引发的新涨价因素不好预测

整体来看四季度债券市场走势整体出现大幅度、长时间的反弹行情难度较大，多半时候仍以收益率中枢上行的震荡整理为主，由于货币政策基调将在年末中央经济工作会议上公布，在此之前货币政策可能也维持中性操作，债券市场有可能回到一种缺乏方向性指导的状态，届时债市



有可能回到“牛皮市”行情。但从2009年经验来看，在牛皮市行情中，缺乏主动做多的机构，而债市会处于一种缓慢的下跌中。鉴于资金成本的上升，收益率曲线有可能呈现一种平坦化上行，中间穿插着波段的震荡行情。

### (五) 持有半年投资收益测算分析

我们仍然以国债为例对利率产品进行持有6个月的压力测试：

表 3：三季度末的半年持有期回报

	0.5年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	15年	20年	30年	50年
久期	0.49085	0.96397	1.89906	2.81952	3.72483	4.49746	5.38183	5.94591	6.77523	8.1443	10.9629	13.4864	16.9458	20.9154
凸性	0.72349	1.89283	5.5481	10.8931	17.8869	25.6723	35.6953	44.1986	56.5805	82.1584	154.13	241.44	410.317	715.851
票面	1.8824	1.9442	2.1665	2.367	2.5892	2.7586	2.8924	3.025	3.1484	3.331	3.7368	3.8906	3.9663	4.0559
-30	1.09%	1.26%	1.66%	2.03%	2.42%	2.74%	3.08%	3.32%	3.63%	4.15%	5.23%	6.10%	7.25%	8.62%
-20	1.04%	1.17%	1.46%	1.75%	2.04%	2.28%	2.53%	2.71%	2.94%	3.31%	4.09%	4.69%	5.45%	6.35%
-10	0.99%	1.07%	1.27%	1.47%	1.67%	1.83%	1.99%	2.11%	2.25%	2.48%	2.97%	3.31%	3.70%	4.16%
0	0.94%	0.97%	1.08%	1.18%	1.29%	1.38%	1.45%	1.51%	1.57%	1.67%	1.87%	1.95%	1.98%	2.03%
10	0.89%	0.88%	0.89%	0.90%	0.92%	0.93%	0.91%	0.92%	0.90%	0.86%	0.78%	0.61%	0.31%	-0.03%
20	0.84%	0.78%	0.70%	0.62%	0.55%	0.48%	0.38%	0.33%	0.23%	0.05%	-0.29%	-0.70%	-1.32%	-2.01%
30	0.79%	0.68%	0.52%	0.34%	0.19%	0.04%	-0.15%	-0.25%	-0.43%	-0.74%	-1.35%	-1.99%	-2.92%	-3.92%
40	0.75%	0.59%	0.33%	0.06%	-0.18%	-0.40%	-0.68%	-0.83%	-1.09%	-1.53%	-2.39%	-3.26%	-4.47%	-5.77%
50	0.70%	0.49%	0.14%	-0.21%	-0.55%	-0.84%	-1.20%	-1.41%	-1.74%	-2.30%	-3.42%	-4.50%	-5.98%	-7.53%
60	0.65%	0.40%	-0.05%	-0.49%	-0.91%	-1.27%	-1.72%	-1.98%	-2.39%	-3.07%	-4.43%	-5.71%	-7.45%	-9.23%
70	0.60%	0.30%	-0.23%	-0.76%	-1.27%	-1.71%	-2.23%	-2.54%	-3.03%	-3.83%	-5.43%	-6.90%	-8.87%	-10.86%
80	0.55%	0.21%	-0.42%	-1.04%	-1.63%	-2.14%	-2.75%	-3.10%	-3.66%	-4.59%	-6.41%	-8.07%	-10.26%	-12.41%

表 4：二季度末的半年持有期回报

	0.5年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	15年	20年	30年	50年
久期	0.491387	0.975947	1.9303	2.816892	3.673138	4.466184	5.318112	5.944746	6.700571	8.259181	11.0294	13.5021	16.76636	20.98977
凸性	0.726083	1.916406	5.6413	10.92328	17.6811	25.52805	35.33421	44.33032	55.8442	83.59266	154.9927	240.8712	406.0366	716.0746
票面	1.7606	1.8768	2.1741	2.297	2.44	2.5697	2.7262	2.8147	2.9771	3.2144	3.6218	3.8611	3.9705	4.0544
-30	1.03%	1.23%	1.67%	2.00%	2.33%	2.64%	2.97%	3.21%	3.52%	4.12%	5.19%	6.09%	7.20%	8.65%
-20	0.98%	1.13%	1.47%	1.71%	1.96%	2.18%	2.43%	2.61%	2.84%	3.28%	4.05%	4.68%	5.42%	6.37%
-10	0.93%	1.04%	1.28%	1.43%	1.59%	1.73%	1.90%	2.00%	2.16%	2.44%	2.92%	3.29%	3.68%	4.16%
0	0.88%	0.94%	1.09%	1.15%	1.22%	1.28%	1.36%	1.41%	1.49%	1.61%	1.81%	1.93%	1.99%	2.03%
10	0.83%	0.84%	0.89%	0.87%	0.85%	0.84%	0.83%	0.82%	0.82%	0.79%	0.72%	0.59%	0.33%	-0.04%
20	0.78%	0.74%	0.70%	0.59%	0.49%	0.40%	0.31%	0.23%	0.16%	-0.03%	-0.36%	-0.72%	-1.29%	-2.03%
30	0.73%	0.65%	0.51%	0.31%	0.13%	-0.04%	-0.22%	-0.36%	-0.50%	-0.83%	-1.43%	-2.01%	-2.86%	-3.95%
40	0.68%	0.55%	0.32%	0.03%	-0.24%	-0.48%	-0.74%	-0.94%	-1.15%	-1.63%	-2.48%	-3.28%	-4.40%	-5.80%
50	0.64%	0.45%	0.13%	-0.25%	-0.59%	-0.92%	-1.25%	-1.51%	-1.79%	-2.42%	-3.51%	-4.52%	-5.89%	-7.57%
60	0.59%	0.36%	-0.06%	-0.52%	-0.95%	-1.35%	-1.76%	-2.08%	-2.43%	-3.20%	-4.53%	-5.74%	-7.34%	-9.28%
70	0.54%	0.26%	-0.25%	-0.80%	-1.31%	-1.78%	-2.27%	-2.65%	-3.07%	-3.97%	-5.53%	-6.93%	-8.76%	-10.91%
80	0.49%	0.16%	-0.44%	-1.07%	-1.66%	-2.21%	-2.78%	-3.21%	-3.69%	-4.73%	-6.52%	-8.10%	-10.13%	-12.47%

通过对比可以发现，与二季度末相比，4年以内、6-8年和10年以上超长期债券的正收益保护空间不变，5年和10年的正收益保护空间上升10bp。具体来说，1年期以内的债券能抵抗至少80BP以上的升幅，2年期的保护空间在50BP，3年期的保护空间在40BP，4年期的保护空间在30BP，5年期的由20BP上升到30BP，6-8年期的保护空间在20BP，10年期的保护空间由10BP上升到20BP。超长期债券的保护空间在0-10BP。

投资策略方面建议利率产品投资建议应该以缩短久期的防御性策略为主，以时间换空间。在CPI冲高阶段债市可能会出现补跌，后市关注重要数据公布的时间点，物价回落、经济数据回落的阶段反弹行情的机会。

## 四、四季度信用产品投资策略

**核心观点**——我们对于四季度信用债的走势并不乐观，认为四季度很难给予短期交易性机会以支撑，过于平坦化的收益率曲线也很难提供交易空间，不过资金对市场效力的支撑依然存在，收益率向上或向下的空间都相对有限。再从资产配置的角度来看，虽然当前债券收益率较年中有所上行，但整体上绝对收益率水平仍在相对低位，只是相比之下短端产品的配置价值更高一些。另外城投债加大发行力度为市场提供了更多的高收益产品选择，是供给压垮需求后的利差扩大，还是市场认可度提升、流动性增加后的利差缩小尚待确认。

**策略建议**——缩短久期，规避风险应是四季度信用债投资的主基调，但仍可关注部分产品的阶段性机会。比如当前短融已经进入相对较优的配置时点，另外浮息债的价值仍然高于固息债，且等级越高其相对价值越高。最后，对于城投债，投资者可有选择的参与，参与时应以信用风险作为第一判别标准。

### 对趋势的判断

#### 一、交易性机会——短期机会空间不大

9月底收益率的上行并不会如6月份一样迅速被市场修正，因为当前市场缺乏对未来宏观经济走势的一致性预期、资金面以及供需端的支持、信用利差提供的操作空间：

##### 1. 市场缺乏对未来宏观经济及政策的一致性预期

6、7月份的宏观经济数据为市场反弹提供了信心支撑。6月份的M2是18.46%，比5月份低2.54个百分点，CPI则从5月初探3.1%之后回落至3%以下，新增人民币贷款也保持稳步回落态势，当时政策效果的显现令市场对政府实施进一步的紧缩预期明显下降。相比而言当前状况复杂度提升，市场对未来的预判分歧度也较为明显：第一，虽然3季度GDP数据有可能创年内新低，但是CPI在9月、10月的继续高企也被市场所认同，再加上PMI的连续上升，似乎空方的支撑理由应该更强一些；第二，房地产政策调控再出重拳，我们认为5大房地产政策仍然从需求端入手，从量到价的传导仍然需要时间，而价格才是调控是否继续的决定变量，具体效果如何市场仍会选择以观望为主。总之，等待数据对预期的进一步验证可能是大多数投资者的选择，很难形成一个市场公认的结果。

图 22：6、7月份宏观经济数据的一致性为3季度初的反弹提供了支撑，4季度缺乏这种一致性

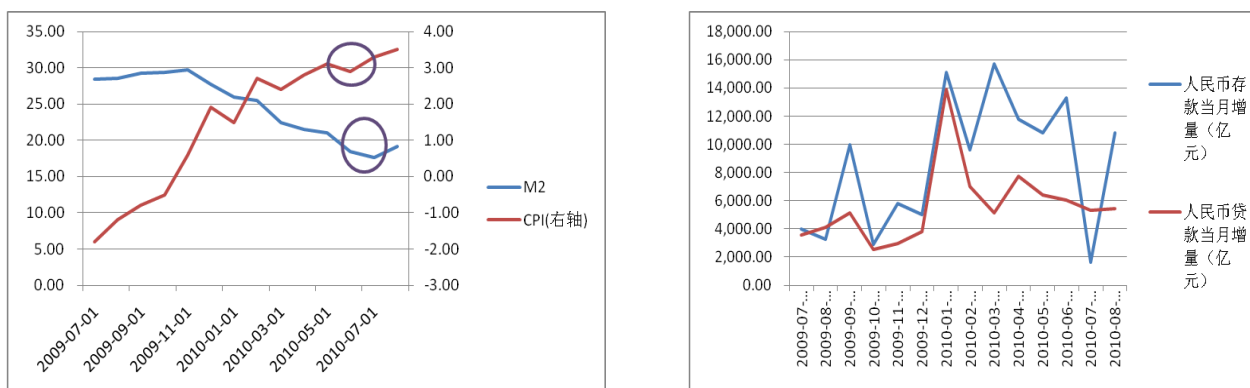


图 23: 7 天回购利率近期运行走势

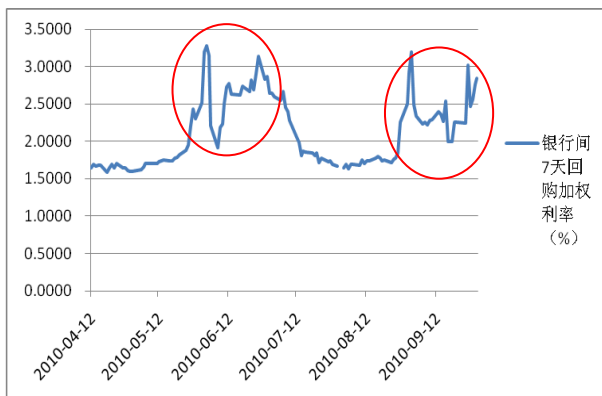
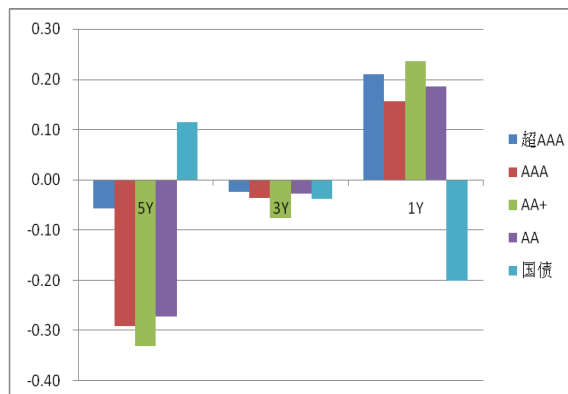


图 24: 信用利差长端缩窄，短端扩大



## 2、资金面与供需端难以相互配合

我们知道 6 月份市场由于季末因素以及农行 IPO 令资金利率高企，随后的反弹中两大警报一并消除的影响毋庸置疑。4 季度资金利率的高企同样面临两大警报：季末因素与节日因素。但是警报解除后资金利率能否再次复制历史我们持怀疑态度。

首先，3 季度初的资金面重现宽裕还有央行连续公开市场资金投放的作用，4 季度末的投放力度明显更弱，由于在宏观面已经对其有了详尽的论述，在这里就不做重复。

其次，10 月份信用债的供给量不太可能如 7 月份一般对做多力量形成配合。如我们在回顾中谈到的，7 月份信用债的供给量仅为 744.5 亿元，仅相当于 6 月份的一半，为市场做多力量提供了支撑。但是 8 月份之后发改委提出要大力发展企业债市场，随后企业债发行规模急速上升，从目前的发行规模来看要完成发改委制定的年内目标，4 季度出现减速的可能性很小。短融与中票虽然可能出现回落，但是总体上仍会保持 1000 亿元以上的规模，况且 10 月份本身到期的信用债总量就偏少，发行量再次被“挖坑”的可能性很小。

最后，四季度需求端将会受到贷款分流的影响。四季度的贷款剩余额度为 1.4 万亿左右（按照 3322 标准），远远大于去年同期的 9276 亿元。而目前债券收益率水平是大大低于同期贷款水平的，如当前 5 年期 AAA 债收益率估值水平在 3.9% 附近，3-5 年贷款利率为 5.76%，即使假设 AAA 企业能够获得 8 折贷款的话，两者之间仍有 70BP 的利差。在这样的现实条件下，发行人对债券融资的偏好要明显大于投资者对其参与的偏好，比较而言银行发放贷款的意愿应该更强。

## 3、做多空间过小，资金吸引有限

虽然近期信用产品收益率出现了明显的上升，但是与利率产品相比，长端收益率的上行幅度明显偏小，5 年段信用利差缩窄了 30BP。这样一来，要对收益率做多就对利率产品下一阶段的走势依赖度增加，俗话说就是要看利率债“脸色”，很难走出独立行情。此外，较窄的利差空间对于短期投机资金的吸引力也会下降。

综上所述，我们对 10 月份可能出现比较大幅度的短线交易机会是比较悲观的，至于四季度的中后期是否会出现交易性机会，我们认为还是对论述中的三个要点给予关注。由于信用债对宏观经济以及货币政策的敏感性要更弱一些，收益率运行轨迹存在滞后性，所以建议投资者在目前环境下以谨慎为先，以利率债走势为准而后动。

## 二、收益率独立跳空可能性低，整体配置时机尚早

第一、单独对信用债起利空作用的因素已可基本排除，信用债走出独立弱势行情的可能性很低。

### 1. 资本充足率危机重现概率低

商业银行在经历了长达 1 年多的资本金补充之后，已基本能够满足未来 2-3 年的业务需求。国内管理层对巴塞尔 III 的超前响应应该只是一种逆周期的调控措施，并不会成为永久性监管标准。

表 5: 上市商业银行资本充足率情况

证券简称	2008 中期 %	2008 年度 %	2009 中期 %	2009 三季 %	2009 年度 %	2010 一季 %	2010 中期 %
深发展 A	8.53	8.58	8.62	8.6	8.88	8.66	10.41 ↑
宁波银行	17.02	16.15	12.84	11.25	10.75	10.88	10.81
浦发银行	8.66	9.06	8.11	10.16	10.34	10.16	10.24 ↑
华夏银行	8.22	11.4	10.36		10.2		10.57 ↑
民生银行	9.21	9.22	8.48		10.83		10.77
招商银行	10.41	11.34	10.63	10.54	10.45	11.53	11.6 ↑
南京银行	25.59	24.12	15.2	13.21	13.9	12.15	11.59
兴业银行	10.85	11.24	9.21	10.63	10.75	10.63	11.96 ↑
北京银行	19.14	19.66	16.12		14.35		12.47
交通银行	14.06	13.47	12.57	12.52	12	11.73	12.17 ↑
工商银行	12.46	13.06	12.09	12.6	12.36	11.98	11.34
建设银行	12.06	12.16	11.97	12.11	11.7	11.44	11.68 ↑
中国银行	13.78	13.43	11.53	11.63	11.14	11.09	11.73 ↑
中信银行	14.28	14.32	12.04	11.24	10.14	9.34	10.95 ↑

\*基本上大部分上市银行资本充足率都出现拐点转而上升，未出现拐点的其下降速度也明显放缓

表 6: 上市商业银行资本金补充情况

代码	名称	融资方案	计划融资规模	进展	完成时间
000001.SZ	深发展 A	向中国平安定向增发	67~107 亿元	已完成	2010 年 7 月
002142.SZ	宁波银行	定向增发	50 亿元	已获批准	计划 2010 年完成
600000.SH	浦发银行	向中国移动广东定向增发	398 亿元	已完成	2010 年 3 月
600015.SH	华夏银行	定向增发	不超过 208 亿元	已获批准	尚无时间表
600016.SH	民生银行	H 股上市	267.5 亿元	已完成	2009 年 11 月
600036.SH	招商银行	A+H 配股	220 亿元	已完成	2010 年 3 月
601009.SH	南京银行	定向增发	50 亿元	已获批准	计划 2010 年完成
601166.SH	兴业银行	配股融资	180 亿元	已完成	2010 年 5 月
601169.SH	北京银行	发行次级债	100 亿元	已获批准	计划 2010 年完成
601288.SH	农业银行	A+H 股上市	2000 亿元	已完成	2010 年 7 月
601328.SH	交通银行	A+H 配股	420 亿元	已完成	2010 年 7 月
601398.SH	工商银行	A 股可转债+H 股配股+次级债	A 股 250 亿元+220 亿元次级债+H 股不明	A 股已完成	计划 2010 年完成
601818.SH	光大银行	A 股上市	约 200 亿元	已完成	2010 年 8 月
601939.SH	建设银行	A+H 配股	不超过 750 亿元	董事会通过	推迟至 2011 年完成
601988.SH	中国银行	A 股可转债	400 亿 A 股转债	已完成	2010 年 6 月
601998.SH	中信银行	发行次级债或混合资本债	165 亿元	已完成	2010 年 5 月

\*上市银行要达标需融资 6000 亿元，目前已经完成接近 4000 亿，剩余不到 2000 亿，未来再融资压力不大

表 7: 巴塞尔 III 新资本标准在国际上的时间表



Items	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	as of 1 january 2019
minimum common equity Capital Ratio		3.50%	4%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
minimum conservation buffer					0.63%	1.25%	1.88%	2.50%
minimum common equity Capital Ratio + Capital conservation buffer		3.50%	4%	4.50%	5.13%	5.75%	6.38%	7%
minimum Tier 1 Capital		4.50%	5.50%	6%	6%	6%	6%	6%
minimum Total Capital		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
minimum Total Capital + conservation buffer		8%	8%	8%	8.63%	9.25%	9.88%	10.50%

\*虽然国内有传闻银监会对商业银行资本充足率的标准要高于巴塞尔III2%，并且时间上要提前2年，但我们倾向于这仅仅是管理层逆周期风险控制的一种手段，并不会成为永久性限定

由于商业银行资本金补充的到位、控制贷款政策的延续以及管理层的逆周期监管手段，使得信用利差如09年受迫于银行资本充足率大幅度上升这一历史在未来重现的可能性很低。

## 2. 当前环境信用债收益存优势

首先，经济复苏的背景已经确立，但是未来复苏的前景还难以判断，这使得社会资金的风险偏好程度受限；其次，股票市场的现实情况是：一级市场打新获益较低——要不是中签率太低，要不就是上市收益率太低，甚至有破发可能，二级市场长期盘整难以形成突破，混合一级和混合二级基金在股票走势未确立的情况下不会出现对债券的集中抛售；最后，银信合作的实质上暂停令债券类理财重获关注，对信用债的需求在增加，保险机构资金运用压力年内都会存在，对信用债构成刚性支撑。

## 第二、但目前仍处于低利率环境，绝对收益率偏低，大部分信用债产品配置远未到时机。

表 8： 目前信用债收益率水平与其各期均值

项目	AAA 短融	AAA3 年中票	AAA5 年中票	AA+短融	AA+3 年中票	AA+5 年中票	AA 短融	AA3 年中票	AA5 年中票
目前	3.03%	3.49%	3.91%	3.27%	3.80%	4.22%	3.46%	4.10%	4.57%
周均值	3.01%	3.46%	3.91%	3.26%	3.79%	4.22%	3.42%	4.08%	4.57%
半月均值	2.96%	3.42%	3.90%	3.20%	3.76%	4.20%	3.36%	4.04%	4.55%
月均值	2.87%	3.36%	3.82%	3.07%	3.68%	4.14%	3.23%	3.96%	4.47%
季度均值	2.77%	3.32%	3.79%	2.96%	3.67%	4.10%	3.11%	3.90%	4.42%
半年度均值	2.73%	3.38%	3.96%	2.93%	3.75%	4.30%	3.07%	3.96%	4.60%
年度均值	2.69%	3.67%	4.26%	2.92%	4.06%	4.68%	3.10%	4.32%	4.99%
历史均值	3.23%	3.74%	4.27%	3.58%	4.19%	4.77%	3.64%	4.26%	5.10%

我们参照股票分析的方法，将短融和中票的收益率按期限进行均值统计。从统计的结果来看，目前短融的收益率在历史上处于相对高位，3-5年中票收益率均处于半年均线以下。过去半年长端产品收益率水平是构筑在欧债危机这一宏观大背景下的，过去一年该收益率水平则是构筑在对贷款的严格控制背景下的，信用债券投资地位上升的背景下的。最重要的是，在这一年中基准利率

率始终在历史次低水平上稳定，去年底市场预期的加息并没有兑现。未来的宏观经济走势能否继续给予当前货币政策以长期的支撑存在很大疑问，所以长期债的配置仍然未到时机。

信用债不会走出绝对弱势行情意味着对其完全放弃并不现实，而绝对收益率水平偏低意味着还未到大量参与时机，策略上应以被动性配置为主，重点参与具有相对价值的品种：如短融、浮息债以及部分城投债。

### 具体品种的投资策略

#### 一、抓住当下短融的阶段机会

在半年报中我们测算了不同等级 1Y、3Y、5Y 债券对 6M 债券的利率保护点差，当时结论是长期超 AAA 产品对 6 个月短融的保护点差不足 15BP。由于从测算期到目前为止（6 月 11 日~9 月 28 日）收益率 5 年超 AAA 债收益率上升了 3BP，6 个月超 AAA 短融上升了 14BP，不过这是由于选取时点时长债的收益率还处于阶段性的高点，假使投资者在 3 季度中期介入长端的话，其持有收益就要低于短端了。

通过两个测算时期的比较，我们发现 1 年期产品对短端的保护点差有所上升，其中尤以低等级短融的上升最为明显。长期品种中，低等级产品对短端的保护点差下降幅度要大于超 AAA 品种，基本上所有的长期品种都抗不住一次加息对收益的冲击。

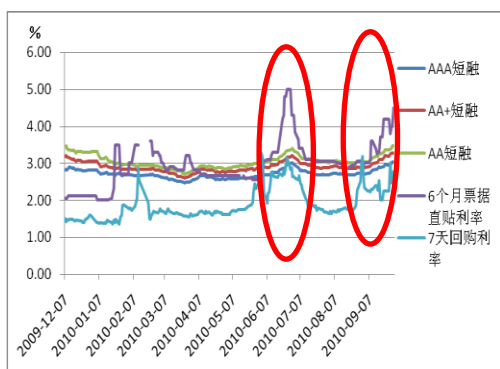
图 25： 6 月 11 日测算的各期限品种对 6 个月品种的保护点差

等级	1Y	3Y	5Y
超 AAA	9.6001	14.1681	14.5505
AAA	10.0657	13.9708	17.5213
AA+	12.6690	17.9625	20.4920
AA	17.9447	20.1398	23.5787
AA-	20.5481	21.5913	27.3610

图 26： 9 月 28 日测算的各期限品种对 6 个月品种的保护点差

等级	1Y	3Y	5Y
超 AAA	13.0741	12.6382	14.1633
AAA	16.5967	13.0582	14.4017
AA+	20.8035	15.4169	16.9087
AA	26.0791	18.8642	20.6910
AA-	32.4237	21.0415	24.4732

图 27： 短融与票据、资金利率关联度较高，未来存在回落可能



从前述分析及测算结果来看我们不建议投资者参与长端品种的波段机会及配置，但是对于新发短融我们认为短期还是可以介入的，并且其机会就在当下。因为短融与资金利率、票据利率有较高的相关性，近期短融收益率的上升很大一部分是由于“季末因素”、“节日因素”引起的票据利率、资金利率上行。目前短融的绝对收益率水平已经超过一年以内的各期均线，仅比历史均线稍低，其短期配置价值已经显现。另外，假使未来票据利率、资金利率出现下行，短融也存在一定的交易性机会，综合来看，其已达到进可攻退可守的境地。

#### 二、关注浮息信用债的相对价值

在 8 月下旬的一次周报中，我们分析过浮息中票的投资价值，当时基于的市场环境是固息中票利率已被追至很低，有相对优势的浮息中票出现了短暂的补涨行情。当时得出的结论是，某些等级和期限的浮息中票在配置价值方面还是有优势的。然而 9 月份固息信用债的收益率快速上升，而浮息品种相对缓和，我们所关心的是，浮息信用债的投资价值还存在吗？

对于这个问题的解答不外乎还是从以下方面着手：

1、**绝对收益率的角度**。9月份的下跌行情中，固息信用债的收益率普遍上升了20-30bp，而浮息信用债除了1年期的跟随上行，3年和5年的都还比较平稳。下面几张表我们列出了用目前的估值数据所测算的1年期、3年期和5年期的AAA、AA+、AA级固息信用债与定存浮息信用债的绝对收益率和浮息信用债的扯平利率。

**表 9：AAA 级信用债绝对收益率的比较与扯平利率**

	浮息信用债绝对收益率			固息信用债绝对收益率		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
2010-08-26	2.6976	3.2306	3.5834	2.6967	3.2736	3.6613
2010-09-26	2.9316	3.2867	3.6281	2.9828	3.4407	3.9053
扯平利率						
	1年		3年		5年	
2010-08-26	2.2491		2.2930		2.3279	
2010-09-26	2.3012		2.4040		2.5272	

**表 10：AA+级信用债绝对收益率的比较与扯平利率**

	浮息信用债绝对收益率			固息信用债绝对收益率		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
2010-08-26	2.8576	3.4006	3.7284	2.8667	3.5836	4.0213
2010-09-26	3.0916	3.5167	3.9231	3.2528	3.8007	4.2153
扯平利率						
	1年		3年		5年	
2010-08-26	2.2591		2.4330		2.5429	
2010-09-26	2.4112		2.5340		2.5422	

**表 11：AA 级信用债绝对收益率的比较与扯平利率**

	浮息信用债绝对收益率			固息信用债绝对收益率		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
2010-08-26	3.0076	3.5806	3.8734	3.0167	3.8336	4.3513
2010-09-26	3.2416	3.7167	4.0181	3.3828	4.0807	4.5653
扯平利率						
	1年		3年		5年	
2010-08-26	2.2591		2.5030		2.7279	
2010-09-26	2.3912		2.6140		2.7972	

从扯平利率的变化来看，除了AA+5年期品种，其余扯平利率都有所上升。其中上行最为剧烈的是高等级5年期的品种，因固息债的利率上行幅度较大。3年期各等级的扯平利率也上升了有10bp。1年期方面，中低等级的扯平利率上行幅度要大于高等级。扯平利率高低也就反映了浮息债所隐含的“加息”权的价值，一般来说，扯平利率越低，债券存续期内浮息债绝对回报超过固息债的可能性就越大。通过预测债券存续期内加息的时点、次数和幅度，我们来判断目前各扯平利率的合理程度。从历史上的加息周期来看，价格手段的运用比较慎重，频繁的或大幅度升息只有在宏观经济过热时才会出现。而在宏观经济复苏的过程中，低利率环境将维持很长时间。因此，在目前国内外经济复苏形势仍不明朗的情况下，低利率环境持续时间可能超过市场预期，即便加息，幅度和次数也是有限的。在当前的扯平利率下，假设每年一年定存按照匀速上调，付息频率一年一次（短融的付息频率为半年一次），那么浮息短融仅有高等级的能达到固息债的水平。中低等级的浮息短融很有可能回报差于固息短融。3年期各评级的浮息中票在8月末投资价值都较高，因为当时的扯平利率仅要求3年内进行一到两次27bp的加息，就能与相应的固息中票打平。而3年内两次27bp加息的目标不难达到。不过到了9月末，3年期各等级的扯平利率都上升了10bp，按照现在的扯平利率测算，等级越高，最终回报高于同期限同等级固息中票的可能性越大，3年期AA的浮息中票刚好可以与固息中票收益率打平。5年期浮息中票方面，AAA和AA+的浮息中票

要求在 5 年内一年定存的平均利率达到 2.55% 左右，实现的可能性也还是较大的。AA 级 5 年期 AA 浮息中票的相对价值仍然最低。

**2、信用利差的角度。**8 月的报告中我们对比过同期浮息中票和固息中票与对应政策性金融债的信用利差情况。由于政策性金融债利率的上行幅度要小于信用债，导致无论是固息信用债还是浮息信用债的信用利差都是呈现走阔的态势。截至 9 月 26 日的估值数据，高等级短融在信用利差方面，浮息与固息是无差异的，中低等级浮息短融的信用利差要差于固息短融。中票方面，中高等级的浮息中票比固息中票更具有信用利差优势，尤其是 5 年期 AAA 和 AA+ 的浮息中票。

**表 12: 各等级各期限固息信用债的信用利差**

	AAA			AA+			AA		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
2010-08-26	0.4536	0.5417	0.6194	0.6236	0.8517	0.9794	0.7736	1.102	1.3094
2010-09-26	0.6604	0.6407	0.7161	0.9304	1.0007	1.0261	1.0604	1.281	1.3761

**表 13: 各等级各期限浮息信用债的信用利差**

	AAA			AA+			AA		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
2010-08-26	0.42	0.78	1.03	0.58	0.95	1.17	0.73	1.13	1.32
2010-09-26	0.67	0.8	1.08	0.83	1.03	1.37	0.98	1.23	1.47

综合以上分析，从信用利差和绝对收益率的角度来看，高等级短融可优选浮息品种，而中低等级浮息短融的回报很可能不及中低等级的固息短融。中票的情况也类似，等级越高，浮息中票最终回报高于同期限同等级固息中票的可能性越大。因为等级越高的信用债利率性更强，而等级越低的信用债收益性更强，所以在当前的收益率水平下，高等级信用债优选浮息品种，低等级信用债优选固息品种。

**3、利率互换的角度。**主要考察能否利用利率互换工具获取比购买单一债券更高的回报。我们选取 AA+ 等级的浮息债与固息债作为信用债的代表进行收益率的测算。由于基于 depo 的互换报价没有 1 年期的，所以我们只计算 3 年期和 5 年期。各债券与利率互换的要素如下：

**表 14: 9 月 25 日估值数据**

	3年期	5年期
固定利率信用债 (AA+) 收益率	3.8000	4.2100
浮动利率信用债 (AA+) 收益率	depo+125BP	depo+165BP
利率互换报价	2.7	2.97

可以考虑的组合方式有二：

方式一：持有一个固定利率信用债与利率互换多头的组合跟仅持有一支浮动利率信用债比较。现金流状况如下：

**表 15:**

		3年期	5年期
组合	固定利率债券多头	3.8	4.21
	利率互换多头	depo-2.7	depo-2.97
	组合的收益	depo+1.1	depo+1.24
浮动利率债券收益		depo+1.25	depo+1.65

方式一的结果表明：持有一个固定利率信用债与利率互换多头的组合收益不如直接持有一支浮动利率信用债。

方式二：持有一个浮动利率信用债与利率互换空头的组合跟仅持有一支固定利率信用债比较。现金流状况如下：



表 16:

		3年期	5年期
组合	浮动利率债券多头	depo+1.25	depo+1.65
	利率互换空头	2.7-depo	2.97-depo
	组合的收益	3.95	4.62
固定利率债券收益		3.8	4.21

方式二的结果表明：持有一个浮动利率信用债与利率互换空头的组合能够获得比仅持有一支固定利率信用债更高的收益。3 年期的高出 15bp，5 年期高出 40bp。

**结论：**虽然 5 年期浮息信用债要求的扯平利率较高，降低了它的相对投资价值，但通过与利率互换构建适当的组合规避它的劣势，仍然可以获得比固息信用债更高的回报。

### 三、关注扩大发行后的城投

7 月份重启后，城投债的整体主体信用水平并未提升，变化的只是债券增信的操作方式，在法律层面上本息偿还已完全与地方财政相脱离。但是我们认为其实质并未有变化，城投公司的经营资金来源仍然完全依赖于当地财政，政府担保责任的剥离则令市场对产品进行信用重估。

8 月份发改委对企业债的发行进行了指导，强调要做大企业债市场，年内要发行 100~150 支产品，随后其发行规模急速上升，8 月份 392 亿元，9 月份 500 多亿元。在其背后则是收益率拐点的出现，供给量的增加使得抢券的行为有所降温，一些前期被高估的产品跌破了面值，涨幅较大的品种也出现了回落。以 AA 产品为例，其发行利率水平从 8 月初的 5% 以下，上行至 9 月份初的 5.2% 附近，再上升至 9 月末的 5.5% 以上，期间利率变化超过 50BP。

从以上两方面我们的观点是：

1. 价值重估会令市场对产品的价值判断出现分歧，导致产品收益率逐渐分化。对城投债坚持将主体的长期信用风险放在第一位，在投资时不可唯收益而论，过分追逐高收益品种。

2. 发行量的加大短期或许会令供给端难以承受，但是长期来看，市场逐渐扩容后流动性的增加或许对产品又会形成促进作用，但短期来看具体会向哪方面发展还难以判断。需要关注是否有新资金介入以及产品的完备性。

3. 城投债加大发行后债券市场的高收益产品供给获得实质上增加，投资者进行组合配置时可达到的目标收益水平更加广泛，市场甚至可能衍生出一些专门参与城投债的基金，吸引风险资金的参与。

4. 从发行利率逐级下降仍然疯狂追逐到收益率转升后的一致看空，市场的转变一向迅速，但产品的波动幅度已明显超过了市场的系统性变化程度。在目前收益水平上投资者仍可选择参与，一是其绝对收益水平经过调整后已经高出其他品种相当水平，二是避免市场风格突变后出现抢券而踏空行情。

## 免责声明

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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行金融市场部研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。