

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

2010_01_27

暂无“加息”之忧; 债市属“配置型”行情

2009_12_15

温和通胀; “温和”债市

2009_11_17

债市如期好转, 资金面成主推力

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

请务必阅读最后一页重要的免责声明

加息: 压跨债市的最后一根“稻草”

债券市场点评

2010年10月20日

事件:

中国人民银行2010年10月19日决定, 上调金融机构人民币存贷款基准利率。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%; 一年期贷款基准利率上调0.25个百分点, 由现行的5.31%提高到5.56%; 其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

点评:

粮食价格上升, 通胀隐忧是主因

我国物价(CPI)中食品价格所占的权重较高, 食品类CPI的走势对整体CPI影响明显。在粮食价格的主要推动下, 食品价格可能持续上涨继而推高物价(CPI)。目前, 粮食价格成为推动食品价格上涨继而CPI上涨的最主要因素。2010年8月份, CPI同比增长3.5%, 其中, 食品类CPI上涨7.5%, 猪肉价格上涨6.6%, 粮食价格上涨12%。

预计今年四季度在粮食价格的推动下, 物价(CPI)有继续上行的压力。一般来说, 粮食丰收将有效抑制食品价格主导的CPI上行。然而, 作为我国冬季“菜篮子”基地的海南省连遭强降雨袭击, 致使粮食减产, 粮食价格可能难以回落, 致使抑制CPI上升的一个重要因素有可能失效。据民政部网站消息, 截至10月18日7时统计, 灾害造成农作物受灾面积67.4千公顷, 其中绝收面积8.1千公顷。

回顾2004年, 粮食价格在当年7-8月份连续同比上涨31.8%, 导致CPI连续两月同比上涨5.3%。在基准利率连续两年多保持1.98%的低点之后, 央行在2004年10月进行了第一次加息。

压垮债券市场的最后一根“稻草”

本次加息之前, 债券市场收益率已经小幅走高。今年8月份以来, 各期限品种的国债、政策性金融债到期收益率均有20个基点左右的上升; 中短期票据和企业债收益率也明显上升, 以银行间5年期固定企业债为例, AAA级和AA级企业债收益率均上升近40个基点。事实上, 前期收益率的缓慢上行已经反映出市场的谨慎心态, 担心宏观面对债市的负面影响。

本次加息有可能成为压跨债市的最后一根“稻草”。我们认为, 除“加息”外, 之前至少存在两根“稻草”:

其一, 差别上调准备金率, 控制新增信贷规模。今年10月11日, 中国人民银行通知,

对工、农、中、建四家国有商业银行和招商银行、民生银行实行差别存款准备金率，上述六家银行均上调存款准备金率 0.5 个百分点，此次差别调整之后，工、农、中、建的法定存款准备金率上调为 17.5%，招商银行和民生银行上调为 15.5%。此次上调，主要是针对 9 月新增贷款冲高、央票集中到期等情况而出台的暂时性措施。在资金面出现过度紧张时，央行很可能大量投放流动性；但是这不等于说明货币政策大幅放松，此次差别上调存款准备金率，9 月贷款增加较快的银行受到了临时性的处罚措施，说明货币政策没有大幅放松，资金面限于适度宽松。

其二，城投债供给开闸，债券供给压力上升。由于前几个月对城投公司的整顿和清理，城投类企业发债一度暂停，直到 7 月中旬后才有零星城投债发行。据报道，发改委在企业债承销机构会议中提到目前排队的城投债项目有 300 多家，这个数目不少，2008-2009 年两年总计发行的城投债支数才 261 家。今年 8 月份下发的《关于地方政府投融资平台公司发行债券的有关问题的通知》（以下简称《通知》）从发债人资格、担保行为、资金用途监管等方面对地方投融资平台发债作出了较为详细的规范，地方政府投融资平台公司发债标准理清，城投债由限制发行转向鼓励发行，根据 WIND 统计，2010 年 10 月份上半个月发行的企业债 11 只，其中 7 只可归类为城投债券，而 1-9 月份每月发行平均 13 只。根据媒体报道，发改委会在年内剩余的时期内加快城投债的发行节奏，发行支数将会超过前三季度的总数，存量或将增加 50% 以上。

本次加息有可能成为压跨债市的最后一根“稻草”。

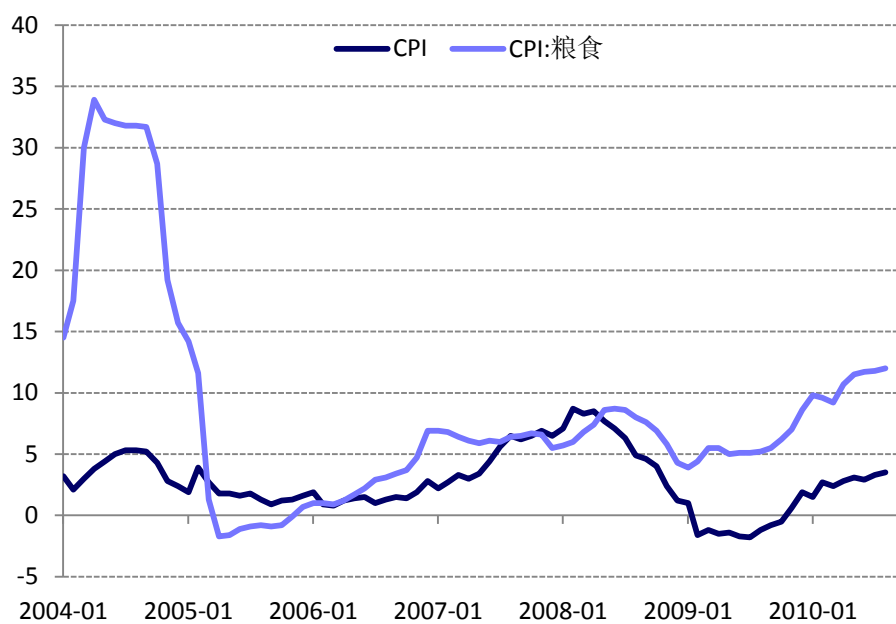
我们在四季报中，预测收益率继续上升，目前来看，“加息”有可能成为压跨债市的最后一根“稻草”。

首先，如果说“加息”能够利好资金面继而利好债券。那么，这一利好可能比较有限，因为“加息”25 个基点不足以吸引“热钱”大量流入，而对“热钱”有极大吸引力的中国房地产市场却因为本次加息变得更加“扑朔迷离”；

其次，供给方面，本次加息促使债券发行企业“嗅到”了加息周期的危险，为尽量降低发行成本，他们可能加快债券发行进程，同时，审批方面，城投债恰恰在不久前开闸，且有从之前的限制发行转向鼓励发行的可能，这进一步促使债券供给的大量释放；第三，需求方面，年初以来，机构投资者已经积累了一定的盈利，目前已经接近年底，投资者可能出于年终考核的需要，不再等待可能出现但不知何时出现的反弹，提前卖出以实现盈利；

另外，如果年底下跌，而市场进一步确认已经进入加息周期，那么，机构投资者很可能减少来年债券的投资资金比例，投资债券市场的资金量减少

附表：粮食价格与物价（CPI）



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。

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