

## 内容摘要

重要的先行指标 PMI 在 10 月份逆季节大幅上涨，反映经济企稳向好趋势明显。面对市场的强劲需求，企业预期改善，显示出补库存意图，未来工业生产有望延续反弹步伐。美联储 QE2 规模基本符合预期，欧洲、英国以及日本央行相继维持利率水平不变，变相的货币战争将持续加剧新兴市场的通胀压力。在这一背景下，央行三季度货币政策执行报告中对经济局面的判断以及货币政策总体基调上明确改变。央行预计下一阶段国民经济将保持平稳较快的发展态势，而对通胀的担忧也被提高至近 08 年以来最高的级别。受此影响，央行提出要“引导货币条件逐步回归常态水平”，并要求“前瞻、灵活地调整政策重点、力度和节奏”。在货币政策执行工具上，数量化的信贷总量控制、存款准备金率等，以及利率与汇率等“有弹性的市场化手段”未来运用的可能性都较大。

对于目前收益率的调整我们认为仍然处于熊市增陡的阶段，也是熊市调整的收益率曲线初期变化形态，调整刚开始，但已经显示了它的威力。截至本周末，5-10 年利率产品收益率已经大幅上行了 40 个基点。目前资金面支撑作用有限，3 年央票和 1 年央票的短债指标作用基本丧失。目前债券市场走势让市场感觉到了 2007 年连续下跌的气息，债券收益率震荡上行还会持续多久，我们认为最关键的因素还在于通胀预期的减弱和房地产调控效果显现，体现在信号上就是农产品价格的明显回落和房价的明显下跌。

回顾 2007 年，我们感受到在加息周期里资金面的支撑力度十分有限，必须配合宏观数据的转好才能发挥对债券市场刺激的作用，从而催生熊市里的波段行情的产生。目前债券市场运行在通胀预期强烈的阶段，短线来看风险尚未释放完毕，月中 CPI 公布后市场会形成新的预期，预计债市会逐步走稳。在这一阶段，缩短久期是十分必要的和有效的控制风险的策略。其次，关注中长期债券价值的回归，目前收益率水平已经回到了 2007 年 5-6 月的水平，隐含了 2-3 次加息的调整空间，建议配置盘可选择逐步介入的策略。

信用债在近期债市调整中无疑是表现最为剧烈的，熊市初期收益率曲线的陡峭化十分明显。大部分产品收益率上行的幅度已经大大超出前期市场的预期，长期产品甚至达到了 3~4 次加息的幅度。我们认为在目前这种市场恐慌的情况下，整体行情出现扭转的可能性较低，不过个别品种还是存在介入的机会。我们通过对供给与发行的分析，认为低等级企业债高票息的发行现状一部分是由政策性因素造成的，企业实际的债券融资意愿是在降低的，在这种三方博弈的情况下投资者是实际的获利方。如果去年信用债大幅上升的历史重演的话，目前持有低等级信用债的票息（考虑税收因素后）在 3~4 个月内尚无法覆盖估值损失，但超过 4 个月即出现正收益，并在半年后收益开始高速增长。

南京银行金融市场部

研究员：黄艳红 张兰

张明凯 陈辰

电话：025-84551113 84551116

025-84546002

地址：南京市淮海路 50 号扬子大厦 7 层

## 热点关注

### PMI 强劲反弹，企业预期乐观

中国物流与采购联合会 11 月 1 日公布，2010 年 10 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 54.9%，比上月环比上升 0.9 个百分点，自 8 月 PMI 企稳后连续第三个月上升。

从 PMI 的季节性规律来看，10 月份 PMI 在大部分年份都是下跌的，因此今年 10 月份 PMI 的逆季节性上涨可以被定义为“强劲增长”。剔除季节性影响后，10 月份 PMI 指数较上月环比增长 2.47 个百分点，反映经济增长企稳向好趋势明显。

从分项指标来看，10 月份生产指数为 57.1%，比上月回升了 0.7 个百分点。20 个行业中，烟草制品业、饮料制造业、造纸印刷及文教体育用品制造业、金属制品业和有色金属冶炼及压延加工业等行业低于 50%，通信设备计算机及其他电子设备制造业、专用设备制造业、农副食品加工及食品制造业等行业高于 50%。

10 月份新订单指数较 9 月上升了 1.9 个百分点至 58.2%，其中新出口订单指数小幅回调 0.2 个百分点至 52.6%。如果剔除季节性因素，10 月新订单指数回升 4.18 个百分点，达到年内最大单月涨幅，其中新出口订单指数回升 1.9 个百分点，反映相比较出口，内需在 10 月份的强劲反弹是 10 月订单激增的更重要原因。这从进口指数也能窥得一二，10 月季调前进口指数较 9 月是小幅下滑 0.1 个百分点，季调之后 10 月进口指数则大幅反弹了 2 个百分点。近期内需的激增我们认为一方面是源于对 4 万亿投资在建和续建项目的落实与跟进，另一方面则与保障房建设力度加大有关。分分行业看，石油加工及炼焦业、交通运输设备制造业、化学原料及化学制品制造业以及通用设备制造业等等行业新订单数量环比快速增长，反映未来对上游基础原料的需求可能会大幅增加，而由于在建项目的延续以及保障房和对中西部地区投资的倾斜，投资增速也有望逐步企稳。

综合各主要分项指数来看，新订单指数连续 3 个月回升，但企业对经济前景预期并不乐观，仅保持生产的微幅扩张，过程中以削减库存为主要导向，致使产成品库存在 8、9 月的持续减少。但面对 10 月市场需求的强劲增长，企业预期改善，显示出补库存意图。10 月产成品库存结束前两月的回落走势，反弹 0.7 个百分点至 45.7%，企业的原材料库存也进一步增加至 49.5%。

但主要原材料购进价格指数连续第三个月大幅上涨，10 月原材料购进价格指数为 69.9%，比上月提高 4.6 个百分点，为下半年以来的最高点。从行业情况看，20 个行业的购进价格指数均在临界点以上，尤其是纺织业创下自 2005 年开展采购经理调查以来的新高。受到美元贬值、全球流动性泛滥影响，大宗商品价格持续上涨，CRB 各类现货指数先后从 6 至 7 月初的年内低点开始反弹，截止到 11 月 4 日，CRB 工业原料指数已经上涨了 20%，CRB 金属指数上涨了 34%，CRB 纺织品指数上涨了 23%。制造业企业生产成本压力显著加大，企业利润空间压缩；同时部分原材料供应

图 1: PMI 与 PMI 季节性调整走势图

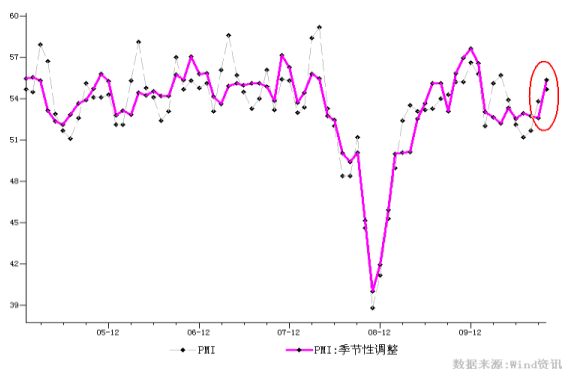


图 2: PMI 指标分项指标

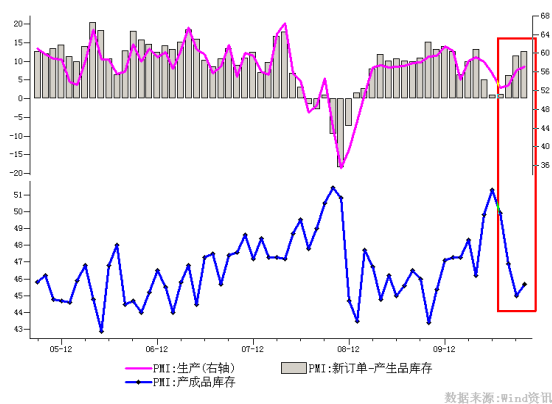
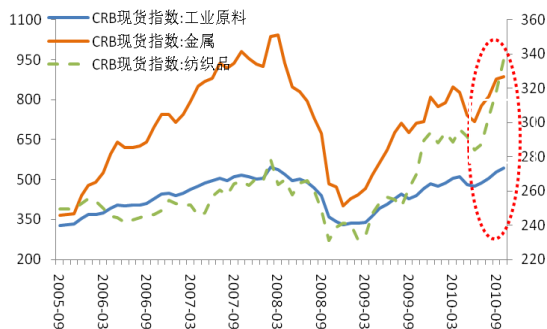


图 3: CRB 现货指标走势图



紧张，给企业正常生产带来影响。

### **QE2 规模基本符合预期，变相货币战争加剧新兴市场通胀压力**

美联储在 11 月 3 日的议息会议中推出渐进式的量化宽松，宣布将在 2011 年第二季度前购买 6000 亿美元长期国债，并表示将根据实际情况调整政策规模。同时宣布，将联邦基金利率维持在零至 0.25% 的水平不变，在较长时间内保持超低利率不变。总体而言，美联储的议息会议结果基本符合市场预期。继续量化宽松的原因，在于美国居高不下的失业率，而基本通胀目标相对于目标水平也偏低，没有好转的失业率与通缩的风险给了美联储继续宽松的理由。美国中期选举结果在同一天产生，共和党赢得了众议院的选举，但没有获得对参议院的控制权。美国政府更加复杂的政治角力，也将导致奥巴马政府在政策制定上受到更多的制约，从而不得不把促进经济复苏的重任更多的施压在美联储上，也将意味着美联储维持极度宽松的货币政策时间可能会更长。

紧随美国之后，欧洲央行在 4 日宣布，继续维持欧元区 16 国 1% 主导利率不变，连续第 18 个月将主导利率维持在这一历史最低水平。英格兰银行同日决定继续将主导利率维持在 0.5% 的历史最低水平，并维持向市场提供的直接货币供应量规模不变。

日本银行 5 日宣布继续推行实质上的零利率政策，同时决定下周开始动用新设基金购买国债，并就购买交易所交易基金和房地产投资信托基金定出具体实施方案。至此，日本央行此前 35 万亿日元（约合 4321 亿美元）资产购入计划的具体操作方案全部落实。

发达国家之间的货币战争从之前的“汇率战”变相为了“流动性战”，对发展中国家带来的最大压力莫过于四处乱窜的国际资本对全球资本市场以及通胀形势的影响。部分国家已经进入加息周期以应对持续量化宽松带来的通胀压力。澳洲联储 11 月 2 日宣布，上调基准利率 25 个基点，至 4.75% 的两年高点，这是澳大利亚央行今年第 4 次加息。印度央行 2 日也宣布，将指标附买回利率和附卖回利率各提高 25 个基点，这是印度央行年内第 6 次加息。就国内而言，目前的局面“负利率+人民币升值+通胀”短期内预计难以改变，市场对于持续加息的预期也将难以改变。

### **2010 年三季度货币政策执行报告解读**

通读央行三季度货币政策执行报告，我们认为尽管央行在“适度宽松货币政策”的提法上没有改变，但实际央行对经济局面的判断以及货币政策总体基调上已经发生改变，而这些改变也将使得央行未来的货币政策决策目标会相对单一一些。具体而言：

首先，央行对于全球经济局势的判断要优于二季度。央行认为，全球经济已经走出金融危机最坏阶段，虽然全球经济新的增长点还不明朗，但缓慢复苏的态势将得到保证，这也会为国内经济提供一个相对稳定的外需环境。



关于国内经济形势，二季度时投资者关注的焦点还是宏观经济在结构调整的影响下会出现“硬着陆”，当时央行的措辞也认为宏观经济“有望逐步趋向稳定和可持续增长”。但在三季度货币政策执行报告中，央行提出8月份可能是经济运行局势的拐点。8月份之后，受到前期推出的系列振兴战略以及各地投资动力较强的影响，“经济呈现稳定增长的良好势头”，预计下一阶段国民经济也将“保持平稳较快的发展态势”。

其次，二季度货币政策报告中央行首次提出的“宏观调控面临两难”问题在三季度货币政策报告中不再提及，取而代之的是央行对通胀和资本流入的担忧。二季度央行提出的有利于物价下行的经济条件，例如“全球经济缓慢的复苏、经济趋向稳定增长以及货币信贷增速回落”等，在三季度报告中央行也没有再提及。相反，央行指出，“由于复苏的不稳定性，发达经济体开始推出新的经济刺激措施，全球流动性和货币条件仍将宽松，大量资金可能向增长较快的新兴经济体流入”，而我国又处于新兴经济体中发展较好的，因此“面临的通胀预期和价格上行压力不容忽视”。而另一方面，由于国内劳动力和服务业价格的上升，资源性商品价格的理顺都会带给物价“结构性上行的压力”。

也正是由于对通胀的担忧被提高至近08年以来最高的级别，央行在阐述下一阶段货币政策的思路时是明确提出要“根据形势发展需要”，“引导货币条件逐步回归常态水平”，并要求“前瞻、灵活地调整政策重点、力度和节奏”。央行研究局局长张健华认为，货币政策逐步回归常态，就是要回归“稳健的货币政策”取向，而且货币政策也将更具前瞻性和灵活性。

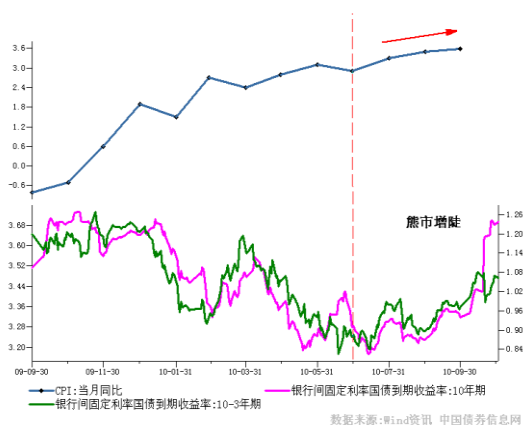
对于10月份的加息，三季度货币政策执行报告中指出是为了“管理好通胀预期，巩固房地产调控成果”。关于下一阶段的货币政策工具，央行提出要“在引导货币信贷适度增长的同时不断优化信贷结构”，协助维护价格总水平的稳定，将信贷的适度增长以及结构的优化共同置于维护价格总水平稳定的手段之一，凸显未来信贷调控的重要性。在政策的协调配合以及优化政策组合中，央行首次提出要运用“有弹性的市场化手段，着力于体制机制改革和经济结构调整，加快转变经济增长方式，进一步提高经济发展的内生动力”。我们认为，“有弹性的市场化手段”暗示出利率与汇率等市场化手段可能会更多的被运用。而“有效汇率”的提出，我们更倾向于认为央行是在弱化市场对人民币对美元单边升值的预期，因为央行在专栏中提到，如果按照BIS有关有效汇率指标的计算，“汇改以来至2010年9月，人民币名义有效汇率升值14.8%，实际有效汇率升值22.3%”，未来人民币汇率还是在一定的区间内双向波动。

## 现券投资策略

### 熊市初期的陡峭化

10月20日加息以来，短短两周时间，债券市场收益率已经经历了两轮的上行，第一波段是加息之后的当周，收益率上行了15-20个基点，经过了短暂的盘整后，本周继续下跌走势，其中5-10年段表现最为明显，收益率较加息前已经上行了40个基点以上。

图 4: CPI 与国债收益率走势图



导致市场恐慌调整的根源还是对于我国长期强烈通胀预期的担忧，根据发改委监测10月份猪肉价格稳中略升，鸡蛋价格有所回落，牛羊肉和鸡肉价格继续小幅上涨，食用油和蔬菜价格上涨较为明显，环比涨幅在10%以上，在监测的31种产品中，近80%价格上涨。目前市场机构普遍预测10月CPI可能会突破4%，但这一增速还远远赶不上居民的实际生活感受。另外还有对房地产调控短线效果不佳、后市将出台更严厉政策的担忧，周三住建部四部委联合发文停止第三套房公积金贷款事宜，各地房地产细则、房产税的试点也在酝酿中，上海房地产限售令出台一个月后房屋销售量跌价升，不由得让人担心行政调控不见效的情况下，可能会再度启用加息加以调控。

**对于目前收益率的调整我们认为仍然处于熊市增陡的阶段，也是熊市调整的收益率曲线初期变化形态，**

**第一，调整刚开始，但已经显示了它的威力。**截至本周末，5-10年利率产品收益率已经大幅上行了40个基点，10年国债已经从加息前的3.4%上行到目前的3.81%。如果说10月下旬市场还在思考是否会连续加息的话，目前市场已经过渡到另一种思维状态即长期通胀形势严峻，再度加息是必然，只是个时间点选择的问题。目前市场的恐慌情绪尚未释放完毕，未来很难出现2004年加息后资金面支撑下的启稳和波段反弹行情，目前市场启稳需要CPI明显回落加以支撑，同时房地产调控在现有政策调控下开始显现效果。

**第二，资金面支撑作用有限。**一方面体现在虽然短线资金面十分充裕，7天回购利率又重新回到了1.8%，但shibor利率的长端还在继续上行，月末3个月、6个月和1年shibor分别处于2.84%、2.86%和2.93%的水平，分别比9月末资金面十分紧张时还上涨了22、26、6个基点，说明了未来3个月之后的利率继续走高的市场预期。另一方面体现在宽松资金面对一级市场短期债券的发行支撑已经被击溃，本周发行的2支短期债券，周三发行的3年国债发行利率为2.68%，边际中标利率为2.77%，高于市场预期约8-17个基点，有效认购倍数也仅为1.23倍，周四发行的1年期金融债发行利率为2.61%，高于市场预期上限6个基点，有效认购倍数也仅为1.27倍，虽然资金面宽松，机构投资者也选择推迟建仓的步伐。

**第三，3年央票和1年央票的短债指标作用基本丧失。**虽然连续2周公开市场操作1年央票利率维持在2.29%，3年央票发行利率为2.85%。但是对于市场的稳定作用并未显示。首先，央票一级市场发行利率的稳定，对二级市场作用有限，二级市场3年央票的成

交收益率已经上行至 3.15%，高于发行利率29个基点。其次，本周1年金融债发行利率已经达到2.61%，高于1年央票利率32个基点，这也说明央票利率低位难以持续，后市为担当回笼资金的重任，上行是大势所趋。再次，1年利率互换报价在加息后快速上升，显示了对未来债券收益率走势继续上行的预期。若后市公开市场操作央票利率仍维持上周水平，至少会透露央行维持市场利率稳定的意图，但在通胀预期强烈的阶段对市场的稳定作用有限。

### 收益率上升的会触及何处？

目前债券市场走势让市场感觉到了 2007 年连续下跌的气息，债券收益率震荡上行还会持续多久，有什么力量能让疯狂的大熊停止它的脚步，我们认为最关键的因素还在于通胀预期的减弱和房地产调控效果显现，体现在信号上就是农产品价格的明显回落和房价的明显下跌，即长期通胀预期的减弱。国家现在已经动用了一些储备粮、储备糖等农产品的储备来平抑物价，而房地产在目前的但目前效果还不明显，所以暂时债市调整还会继续，目前收益率上行的幅度只是对未来通胀走势的担忧，若明年通胀形势依然严峻，或出现 2007 年的高通胀的话，相信目前的调整幅度还不能覆盖利空兑现的影响。

回顾 2007 年，在 2004 年和 2006 年各加息一次的基础上，2007 年共加息 6 次，1 年定期存款利率从 2.79% 上行至 4.14%。上调存款准备金率 10 次，几乎每个月调整一次，政策调整十分频繁。而目前的经济状况和当时并不完全相同。

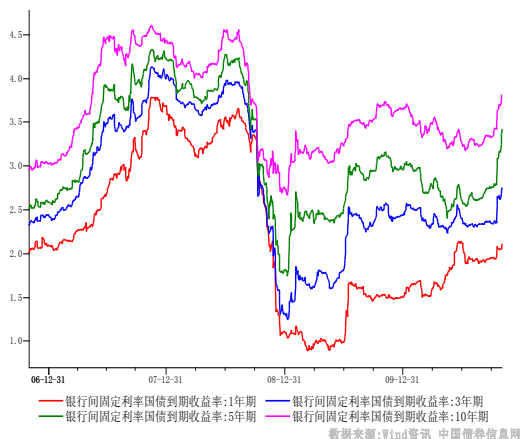
第一阶段，通胀预期强烈阶段。以上半年为例，CPI 还会真正上涨，2007 年 3 月 18 日和 5 月 19 日各加息 27 个基点，但债券收益率反映剧烈，但国债和金融债 1 年以上品种上行幅度达到了 100 个基点以上。这一阶段就是通胀预期十分强烈的阶段，收益率曲线快速陡峭化。

第二阶段，高通胀兑现阶段。但从 CPI 的走势来看一直到 2007 年的 7 月之后才开始兑现，CPI 从 5% 攀升至 2008 年 2 月的 8.7%，后伴随着天气转暖物价开始回落。这个形势和目前有点相像，通胀预期强烈但数据上还没有兑现。这一阶段加息 4 次，从 2007 年 7 月后的市场表现来看市场收益率继续快速上行，应该是对 CPI 利空兑现后的补跌，从 2007 年 7 月到 2007 年 9 月的市场表现来看，债券收益率又出现了快速的平坦化，以 1 年国债为例在这一阶段上行了 65 个基点。应该说相比较利空兑现，在通胀预期强烈阶段会得到较大释放。

第三阶段，熊市中的小反弹。2007 年其间 9 月 CPI 有所回落，所以反映在收益率曲线上市场有所反弹，但昙花一现。直到 2007 年 11 月的下旬，CPI 再度回落加上资金面宽松，债券收益率温和回落。但受到 2008 年 2 月春节大雪影响 CPI 再创新高，债券收益率又继续冲高，直到 2008 年年中次贷危机爆发市场才回归上涨。

回顾过去，我们感受到在加息周期里资金面的支撑力度十分有限，必须配合宏观数据的转好才能发挥对债券市场刺激的作用，从而催生熊市里的波段行情的产生。目前债券市场运行在通胀预

图 5：2007 年 1、3、5、10 年国债收益率走势



期强烈的阶段，也就是调整行情的第一个阶段，短线来看在各方止跌盘轮番作用下，风险尚未释放完毕，月中 CPI 公布后市场会形成新的预期，预计债市会逐步走稳。

### 陡峭化收益率阶段的投资决策

第一，参照 2007 年上半年国债金融债收益率上行的幅度，我们依据 11 月 3 日目前债券收益率水平，进行了情景分析，测算在 2007 年上半年市场调整的幅度上，唯有 1 年期品种持有收益率为正，其他均为负，该结论再度验证了收益率陡峭化阶段下，缩短久期是十分必要的和有效的控制风险策略。

图 6: 2007 年上半年国债收益率变化

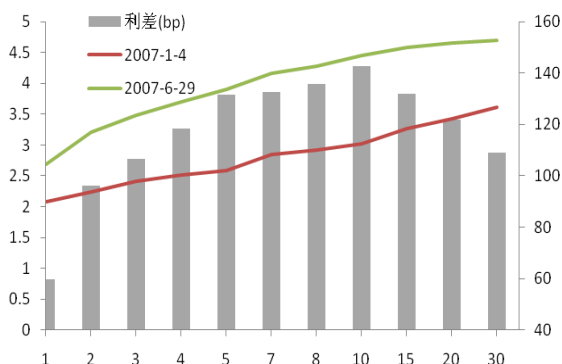


图 7: 2007 年上半年金融债收益率变化

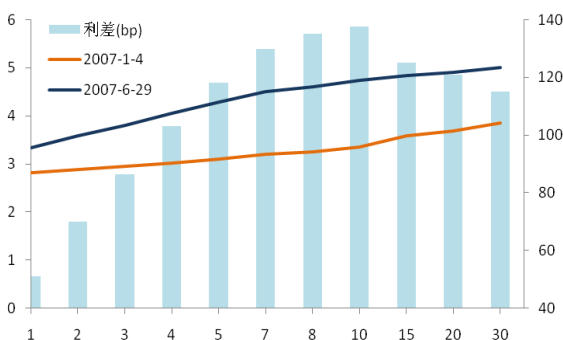


表 1: 金融债收益率在 2007 年上半年上行幅度下的情景假设

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
11 月 3 日收益率	0.0205	0.0271	0.0335	0.0367	0.0381
利率上行幅度 (bp)	60	110	130	130	150
持有期收益	0.0043	-0.0173	-0.04216	-0.0579	-0.09779

表 2: 金融债收益率在 2007 年上半年上行幅度下的情景假设

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
11 月 3 日收益率	0.0251	0.0319	0.0367	0.0396	0.0412
利差上行幅度 (bp)	50	90	120	130	140
持有期收益	0.007596	-0.00975	-0.03548	-0.0544	-0.08948

第二，关注中长期债券价值的回归。上述对 2007 年行情回顾的结果，我们发现在收益率曲线陡峭化和平坦化过渡的阶段，长期债券收益率上行幅度有限。也就是说伴随着陡峭化过程的进行，可以逐步关注中长期债券的投资价值。中长期债券收益率目前回到历史均值，尤其是 5-10 年期国债高于历史均值，配置价值得到明显提升。目前 7、10、20 年期国债收益率为 3.72%、3.84% 和 4.1%，7、10、20 年的金融债收益率为 4.02%、4.15% 和 4.39%，已经达到了 2007 年 5 月下旬和 2007 年 6 月初的水平，也就是说和 2007 年加息 2 次后的绝对收益率水平基本相当，目前的收益率水平已经隐含了 2-3 次加息的调整空间，建议配置盘可以选择逐步介入的策略。

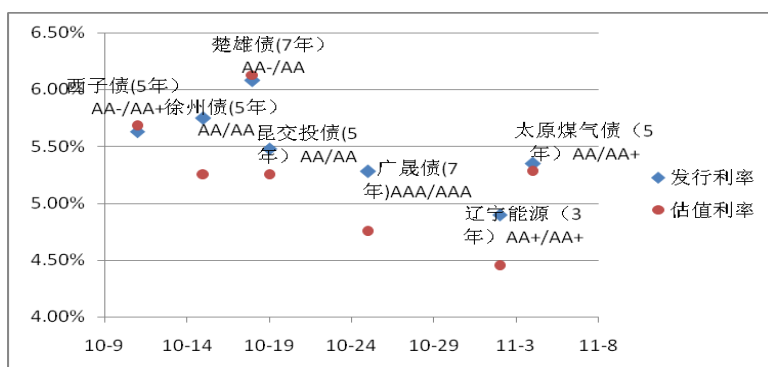


## 信用产品

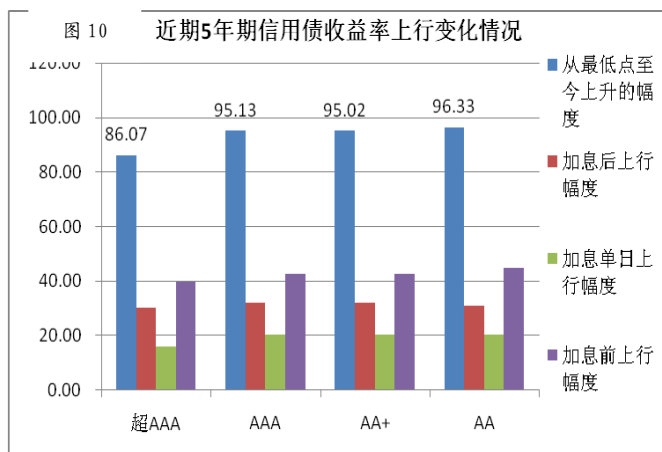
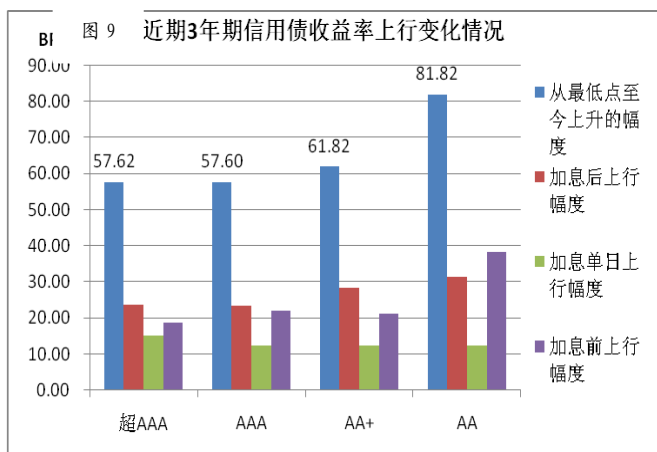
### 对近期行情的点评：又是一轮阴霾

信用债在近期债市调整中无疑是表现最为剧烈的，熊市初期收益率曲线的陡峭化十分明显。二级市场成交利率的水涨船高直接影响一级市场发行利率的走高，特别是短融中票发行利率与市场估值水平相挂钩之后这一趋势更加明显。而反过来，从一级市场上反应出来的发行困难、供过于求又再度提升了市场的利率上行预期。近期发行的许多产品利率水平都明显高于估值，像徐州债和广晟债都高于估值50BP以上。

图 8：近期一二级市场利率情况



在市场贪婪的时候谈谨慎，在市场恐慌的时候找机会应该是投资学中亘古不变的核心理念。我们从半年报开始就对信用债市持偏空的观点，并在8月份更坚定了这一看法。但是随着加息的出现，收益率的大幅攀升，今年仿佛要完成一个从哪里来到哪里回的U型回转走势，在此背景下我们反而希望来挖掘一下是否存在投资的机会。虽然我们前期观点偏空，但是近3个月的收益率波动幅度无疑是超过预期的，相信市场绝大多数投资者都没有预料到这一点。



如果说加息之前投资者是出于对风险资产出现偏好适度抛售信用债的话，那么加息之后市场则完全是一种恐慌性的抛售。从变动幅度上来看，3年期信用债收益率上行幅度大多已经超过了2次加息的50BP，而5年期信用债收益率上行幅度大多已经超过了3次加息



的75BP（实际上可能是4次的80BP）。对于这一结果我们希望从供给方面来讨论一下是否个别期限已经存在了投资介入的可能。

### 融资成本的比较将引发债券供给结构出现变化

收益率的大幅度上升一方面令投资者持有的存量债券严重亏损，另一方面也提升了投资者未来的再投资收益。就投资者来说，出于对未来收益率继续上行的担忧将导致其不敢轻易介入，但就发行人来说，债券融资成本的快速提升使其开始再次专注于债与贷之间的比较成本。在我们前述的例子中，7年期广晟债的发行利率为5.28%，以发行人的信用资质应该能在市场上获得8.5~9折的贷款利率，贷款的融资成本应该在5.2%~5.5%之间，考虑到债券还有一些发行附加成本，其实际成本应该已经高于贷款融资。

从期限上来看，债券发行利率高于贷款利率会是一个渐进的过程，一方面熊市初期收益率曲线的陡峭化会表现出长端收益率的率先上涨，另一方面基准贷款利率期限结构的相对平坦化不太可能出现本质上的改变，所以长期债券融资成本的比较价值会最先居于劣势。现在市场的情况是：5年以上的企业债发行成本大多已经超过贷款，5年以下的发行成本还具有相对价值。一般来说，这一现象会造成两种结果，或者是发行人选择放弃债券融资，亦或者是发行人采用缩短融资期限的方式来降低成本。我们认为后者出现的可能性更大一些。

首先，我们认为对贷款的限制将继续延续，这不仅仅是防范系统性的信用风险，同时也是防止M2的继续冲高，这是符合目前控通胀的经济调控大前提的。其次，08年以来许多企业都在政策刺激下对固定资产进行了相当规模的投入，巨量的已开工项目对后续资金有持续性需求，放弃融资是不现实的，也是资源的重大浪费。再次，09年至今的数据也显示：当长期债券收益率不断走高之时，企业有将发行期限缩短的动力，如09年下半年3年期以内信用债券发行规模要远远大于3年期以上规模，这一比率在去年8月甚至达到了3.72，而今年该数据大多在1以下。最后需要说明的是，去年下半年央企的债券融资成本还没有超过其贷款融资成本，所以很大一部分的长债规模是由央企提供的，如果将其剔除，图11的比例反应或许会更为明显。

图 11: 发行量期限比例

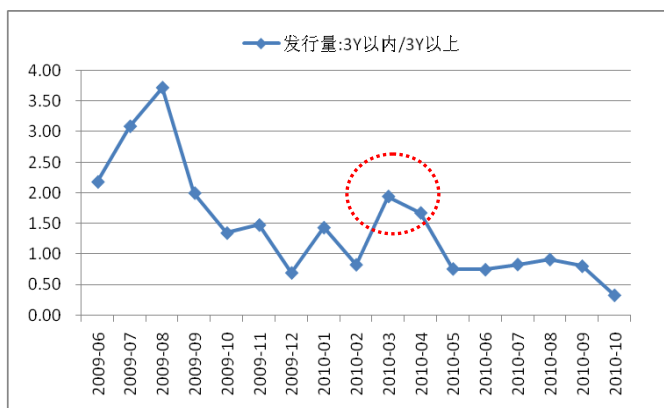
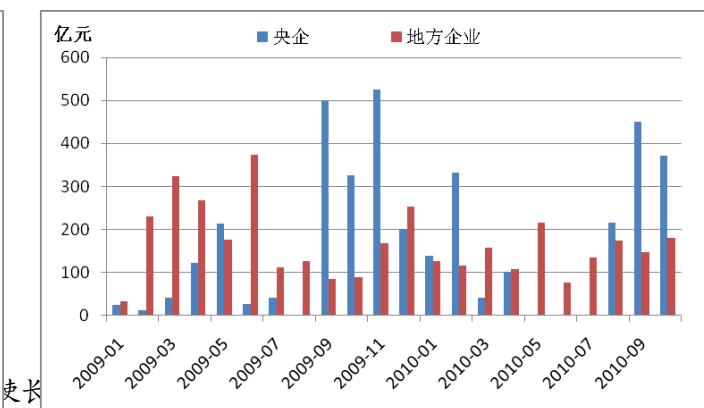


图 12: 央企与地方企业债的发行情况



正好契合收益率曲线陡峭化后熊市中中期短端收益率上行的曲线平坦化过程,供需平衡的调节将令长端债券的收益率企稳,短端债券的收益率快速上行。

如果以去年长期信用债券发行利率开始低于贷款利率的时点作为开始的话(今年3月1日,以5年期AA-级企业债收益率下行至5.76%开始计算),发行人融资选择开始出现倾向大约存在1个月的时滞。目前债券收益率还未完成对贷款利率的整体上穿,但正如我们在开始时举出的例子,一些具体债券的发行利率已经高于了贷款利率水平,相信长债将发行人向短债“驱赶”的进程应该已经开始。

再进一步分析,我们预计未来中票与短融两者间的发行规模逐渐向后者倾斜的可能性很大,而企业债规模减小的可能性极低。由于发改委对企业债大发展的指示,起码到年底企业债的供给量应该都能保持稳定,这样就会出现一个较为有意思的现象:企业从融资成本方面考虑希望以较短期限融资,但是发改委对存量项目的加紧审批以及企业债大多期限较长这一现实会导致一些高票息的产品逐渐涌现,企业不得不承担较高的融资成本。这种被迫的结果实际上是对发行人输送了一种政策上的利好。对于其持续性需要判断的就是发改委对企业债规模扩张的期望是多少,能够持续多长时间。如果仅是到年底的话那么未来两个月发行的企业债利率水平持续走高将是确定的,但同时这部分企业债也将成为债券投资中的稀缺品种。

### 高票息债券持续的时间回顾

去年的情况可以作为今年的一个参考。去年8月28日当时评级为AA-的09株城投债以7%的利率发行之后,一级市场的发行利率开始被不断刷新,09成城投债、09邑水务债、09吉安债发行利率都超过7%甚至接近8%。从估值上来看,7年AA等级无担保企业债估值收益率超过6%和7年AA-等级无担保企业债收益率超过7%都维持了5个月(09年10月~10年2月)左右的时间,随后利率水平出现快速下行。如果这种情况重现的话,当前发行的所有较长期限企业债到年期的票息收益可能尚无法覆盖估值损失,但持有4个月之后总体收益将开始为正(较高等级债的情况可能要持有半年),并在持有半年后总体收益进入大幅度上升期。

图 13: 去年长期低等级企业债维持高收益的时间

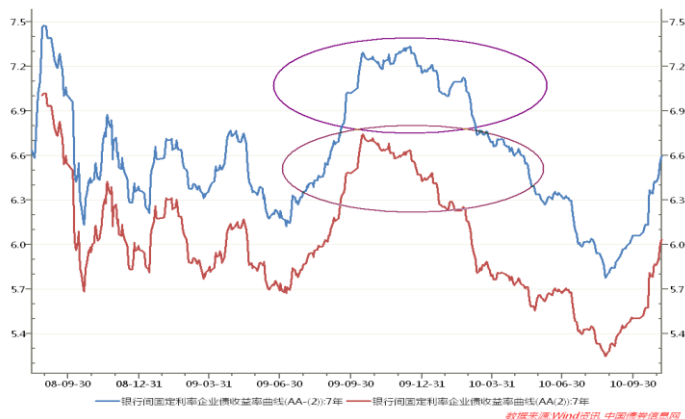
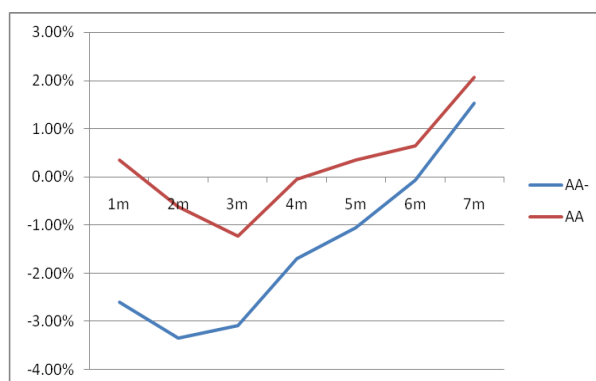


图 14: 去年历史重演的情况下目前持有企业债的收益(考虑税收因素之后)



虽然去年的情况不一定会重现，但是高收益债无疑是值得关注的，到底从国内企业融资与实际经营效率来看，类似于国外10%、甚至10%以上的融资成本出现在国内公开市场上短期内也是不太现实的。而从我们的判断来看，只要明年不出现连续加息的超紧缩局面，未来发行的高收益企业债应该有逐渐企稳的可能。

**表3: 近期发行的信用产品信息**

	债券名称	发行日期	发行规模(亿元)	债券期限(年)	票面利率(%)	主体/债项/评级机构	主承销商	担保人
待发行	10 北京开 SMECN1	2010-11-12	1.98	2		AA/大公	北京银行	首创担保
	10 瓷矿 MTN2	2010-11-12	25	5		AAA/AAA/联合	农业银行	
	10 众和 CP01	2010-11-11	3.5	1		AA-/A-1/大公	建设银行	
	10 粤百 CP01	2010-11-11	3	1		AA/A-1/新世纪	浦发行, 招商银行	
	10 中铁 CP01	2010-11-11	21	1		AA+/A-1/大公	招商银行	
	10 云煤化 CP01	2010-11-11	10	1		AA/A-1/中诚信	华夏银行	
	10 天脊 CP02	2010-11-11	5	1		AA-/A-1/大公	国开行, 北京银行	
	10 苏盐业 MTN1	2010-11-10	3	5		AA/AA/联合	交通银行	
	10 方大 CP02	2010-11-10	5	1		AA/A-1/新世纪	兴业银行	
	10 中粮 CP03	2010-11-10	60	1		AAA/A-1/联合	中国银行, 农业银行	
	10 宁波银行次级债	2010-11-10	25	10		AA/AA-/中诚信	中信证券	
	10 正邦 CP01	2010-11-09	4	1		AA-/A-1/新世纪	南京银行	
	10 西特钢 CP02	2010-11-09	5	1		AA-/A-1/联合	民生银行	
10 天瑞水泥 CP01	2010-11-09	5	1		AA-/A-1/大公	广发行		
已发行	10 复星 MTN1	2010-11-08	10	5		AA/AA/新世纪	农业银行	
	10 忠旺 MTN1	2010-11-05	12	3		AA/AAA/中诚信	农业银行	中债增进
	10 国机 MTN2	2010-11-05	5	5		AAA/AAA/大公	招商银行	
	10 大连合作 CP01	2010-11-05	3	1		AA-/A-1/中诚信	招商银行	
	10 贵开磷债	2010-11-05	5	8	5.85	AA/AA/鹏元	招商证券	
	10 浙网 CP01	2010-11-05	4	1		A+/A-1/中诚信	中信证券, 兴业银行	
	10 粤交投 CP01	2010-11-05	15	1		AA+/A-1/大公	中信证券, 兴业银行	
	煤气债(5年)	2010-11-04	3	5	5.35	AA/AA+/鹏元	中德证券	阳泉煤业
	煤气债(7年)	2010-11-04	7	7	5.5	AA/AA+/鹏元	中德证券	阳泉煤业
	10 肥矿业 MTN1	2010-11-04	10	2		AA-/AA-/大公	浦发行	
10 辽能源债	2010-11-02	6	6	4.5	AA+/AA+/中诚信	国泰君安		

## 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。