

内容摘要

11月经济形势仍然以盘整为主，其一体现在工业增加值在目前较低的水平上虽然反弹，但反弹幅度有限；其二体现在固定资产投资增速虽然连续第二月上升，但部分原因在于季节性冲高特性；其三，虽然出口有超预期表现，数据上强劲反弹，但进口在季调后呈现走低表现，也暗示出之前反弹的内需逐步回落。经济运行更大的挑战来自通胀形势，目前物价上升已经由之前的食品领域向非食品领域蔓延。在世界经济复苏以及弱势美元的背景下，国际工业品原料价格未来仍有望保持在上升通道中，并推动国内PPI走升。短期来看，CPI同比高峰是否已经过去还是要取决于各级政府及各地区行政手段干预的效果，而中期中，非食品价格有望接力食品价格支撑CPI同比维持高位。而货币政策中存款准备金率的再次上调弱化了短期内加息的预期，但由于季节因素和翘尾因素的影响，物价快速回落的基础不具备，加息无法根本排除。

从一周债市的走势来看，债券收益率呈现平坦化走势，由于9个月贴现国债和1年金融债的发行利率走高，抬升了短端收益率，其他品种收益率小幅上行2-3个基点。准备金率的再次上调，弱化了短期加息的预期，预期年底前债市以窄幅震荡整理为主，3-7年段利率产品收益率可能会出现小幅下行。但CPI在春节前很难出现大幅下移，所以我们认为利率产品收益率下降空间也较为有限，行情仍会有反复。

未来信用债收益率向上的空间不会太大，较高的相对价值构筑了风险保护，但同时跨年出现波段行情的可能性也不大，流动性因素状况的不乐观是主要原因。准备金率再次上调，连续两月资金净回笼基本已成定局，未来这种趋势可能还会延续。信用债对流动性的敏感性无疑更高，目前交易盘会谨慎牺牲流动性，更难以加大利用资金杠杆力度，信用债的需求主要来源于配置资金。

在对信用债的操作策略上，我们建议以流动性为标尺分配投资：对于可牺牲的流动性，建议配置破7或接近7的高收益城投，一方面城投债的规范化使其潜在风险有降低的可能，另一方面其票息的市场风险保护与相对价值极高，可提供可观的票息收入与估值收益；对于不可牺牲的流动性，建议规避信用产品或者仅配置超AAA长期产品或者短融，中间等级产品参与价值不大。

南京银行金融市场部

研究员：黄艳红 张兰

张明凯 陈辰

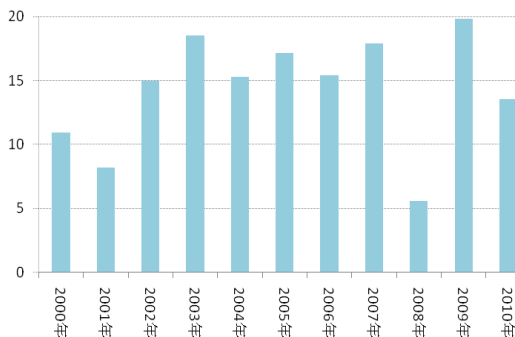
电话：025-84551113 84551116

025-84546002

地址：南京市淮海路50号扬子大厦7层

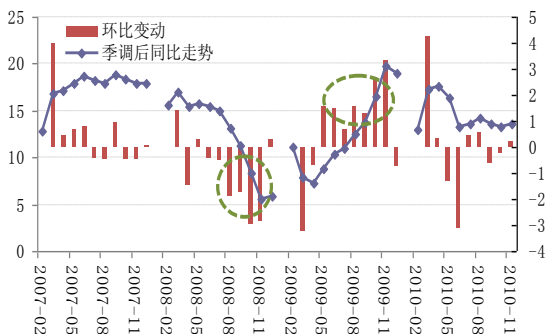
热点关注

图 1: 2000 年以来季调后 11 月工业增加值增速



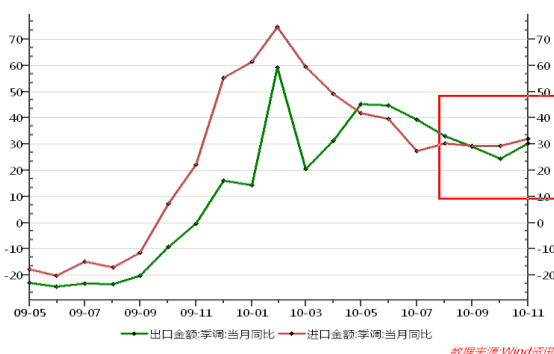
数据来源: Wind, 金融市场部

图 2: 季调后工业增加值同比走势及环比变化



数据来源: Wind, 金融市场部

图 3: 季调后进出口金额同比走势



数据来源: Wind 资讯

11 月经济形势仍然以盘整为主, 其一体现在工业增加值在目前较低的水平上虽然反弹, 但反弹幅度有限; 其二体现在固定资产投资增速虽然连续第二个月上升, 但部分原因在于季节性冲高特性; 其三, 虽然出口有超预期表现, 数据上强劲反弹, 但进口在季调后呈现走低表现, 也暗示出之前反弹的内需逐步回落。经济运行更大的挑战来自通胀形势, 目前物价上升已经由之前的食品领域向非食品领域蔓延。在世界经济复苏以及弱势美元背景下, 国际工业品原料价格未来仍有望保持在上升通道中, 并推动国内 PPI 走升。短期来看, CPI 同比高峰是否已经过去还是要取决于各级政府及各地区行政手段干预的效果, 而中期中, 非食品价格有望接力食品价格支撑 CPI 同比维持高位。而货币政策中存款准备金率的再次上调弱化了短期内加息的预期, 但由于季节因素和翘尾因素的影响, 物价快速回落的基础不具备, 加息无法根本排除。

工业生产继续低位震荡

1-11 月份, 规模以上工业增加值累计同比增长 15.8%, 比 1-10 月份回落 0.3 个百分点, 但就 11 月当月来看, 工业增加值同比增长 13.3%, 比 10 月份加快了 0.2 个百分点, 工业增加值在连续两个月下滑之后出现企稳迹象。其中, 轻工业 11 月增长 12.7%, 较上月回落 0.2 个百分点, 延续 8 月份以来的缓慢下降趋势, 11 月重工业增长 13.6%, 增速较上月加快 0.4 个百分点, 是 11 月工业增速反弹的主要驱动力, 并扭转了连续 2 个月下降的局面。11 月的季节性因子在全年来看处于低位, 剔除季节性因子后, 11 月工业增速较 10 月反弹 0.2 个百分点。

工业增速在今年 4 月从高位回落, 6 月创下年内最大跌幅, 随后便在 13%~14% 的区间反复震荡。7、8 月受到内外需共同企稳的影响季调后增速有所反弹, 但 9、10 月外需回落增速又有所下降。季调前后 11 月工业增加值的反弹力度均不是太大, 从历史来看, 目前 13~14% 的工业增速水平也处于相对较低位置, 季调后 11 月的工业增速仅高于近十年中 2000 年、2001 年以及 2008 年水平。尽管先行指标 PMI 在 7 月触底之后维持在 50% 上方, 需求主力也在内外部之间不停转换, 然而较低水平的工业增速仍反映出企业生产活动上的收缩取向。另一现象, 11 月 PMI 中库存指标环比大幅上升, 在连续两个月再库存之后, 企业供需缺口缩小, 而新需求上升速度收敛, 因此预计未来工业增速仍会维持低位盘整态势。

分经济类型来看, 国有及国有控股企业增长 10.9%, 集体企业增长 10.8%, 股份制企业增长 14.4%, 外商及港澳台投资企业增长 11.7%, 各类型企业的生产均在 11 月出现企稳反弹变化, 不过涨幅都有限, 其中国有及国有控股企业、股份制企业以及外商投资企业 11 月工业增速较 7 月均反弹了 0.1 个百分点, 波幅相对较大

的集体企业在 11 月份反弹幅度则最大，达到 2.9 个百分点。

11 月进出口数据：内需转弱，出口小幅超预期

继 10 月份进出口回落之后，11 月份我国进出口值出现强劲反弹。其中，进出口总值达到 2837.6 亿美元，同比增长 36.2%，环比增长 15.9%，刷新今年 9 月份创下的 2730.9 亿美元的历史纪录，月度进出口规模首次超过 2800 亿美元关口。

就进口来看，11 月我国进口值 1304.3 亿美元，创历史新高，同比增速达 37.7%，比 10 月份提升 12.3 个百分点，但季节性调整后增速修正至 32%，较 10 月份仅提高 1.8 个百分点。从环比来看，11 月进口值较 10 月环比劲增 19.5%，但季节性调整后较 10 月是环比回落 3.5 个百分点。出口方面，11 月我国出口值 1533.3 亿美元，同样创下历史新高，同比增长 34.9%，增速较 10 月提高 12 个百分点，但季节性调整后增速回落至 30.3%，较 10 月加快 6 个百分点。

从进出口季调后的同比变动趋势来看，我国进口情况从年初开始逐步回落，但 3 季度开始企稳，11 月小幅反弹，而出口则在 2 至 3 季度持续下降，11 月份出现较明显反弹。环比变化则更清楚的显示出，出口形势在最近两个月有较为明显的回升，这与 PMI 中季节性调整后的新出口订单变化趋势一致，但进口环比增速显示出的内需扩张从 9 月达到年内最高水平之后逐步回落，11 月内需已经较前期显示出收缩变化。反映国内企业面临的需求局面正逐步从前期的内需相对强于外需转变为外需强于内需。而出口形势之所以好于我们的预期，因为虽然人民币兑美元明显升值，但兑其他货币升值幅度综合来看并不大，而兑卢布更是大幅贬值。从我国出口商品的地区分布也可以看到，虽然我们对美国、日本的出口增速有所下降，但对于一些新兴市场譬如俄罗斯、印度等保持较高增速，而对欧盟部分国家德国、意大利等也创下了有史以来较高的增长水平。

CPI 超预期，PPI 攀升，非食品价格有望接力食品价格支撑 CPI 高位盘整

11 月 CPI 同比水平走高至 5.1%，创下 08 年 8 月以来的最高水平，1-11 月 CPI 累计同比涨幅达到 3.2%，跨过年初制定的 3% 红线水平。11 月 CPI 环比涨幅达到 1.1%，较 10 月扩大 0.4 个百分点，由于 11 月翘尾因素较 10 月回落了 0.3 个百分点，11 月 CPI 同比上升的主要原因可以归为新涨价因素造成。

从具体新涨价因素来看，11 月食品 CPI 环比涨幅 2.0%，较上月扩大 0.9 个百分点，已经达到年初 2 月份，即 10 年春节当月的水平，贡献 11 月 CPI 环比涨幅 0.7 个百分点。尽管如此，与以往春节前后月份的食品环比涨幅相对比，目前 2.0% 的涨幅仍不算太高。因此，如果参考历史经验，随着春节的来临食品价格在需求的推动下仍有上涨的动力。不过也应该看到，前期涨幅较大的鲜菜价格在 11 月环比回落了 1.9 个百分

图 4：季调后进出口金额环比走势与 PMI 新出口订单变化

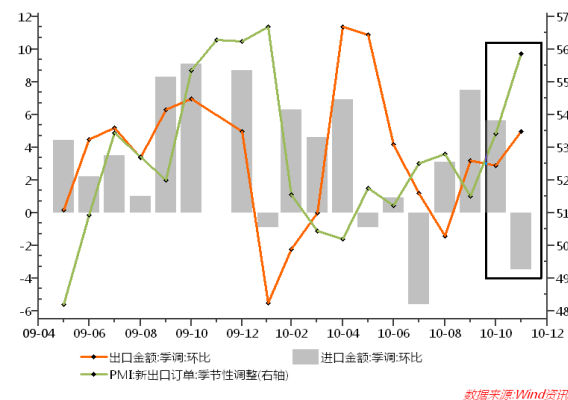


图 5：11 月 CPI 食品环比与非食品环比水平与历史的比较

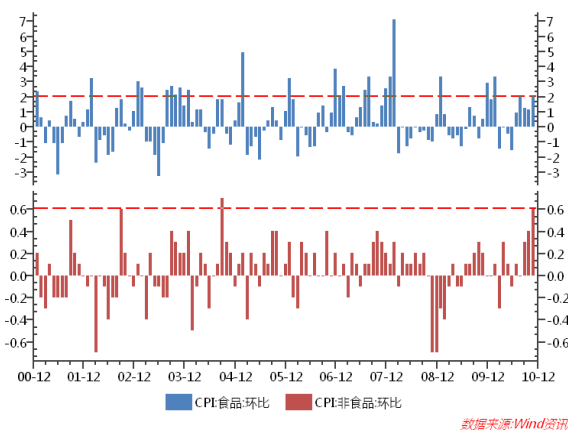


图 6：11 月 CPI 食品环比与非食品环比水平与历史的比较

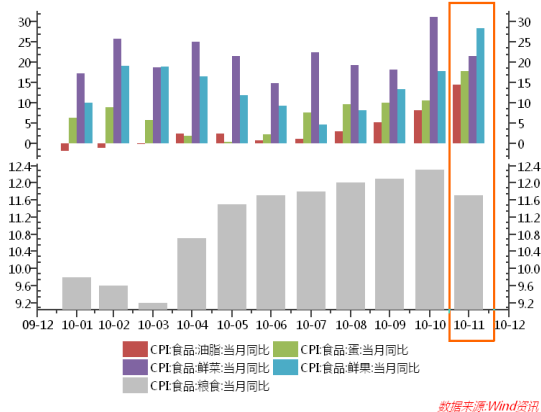


图 7: 农业部及商务部监测的农产品价格走势

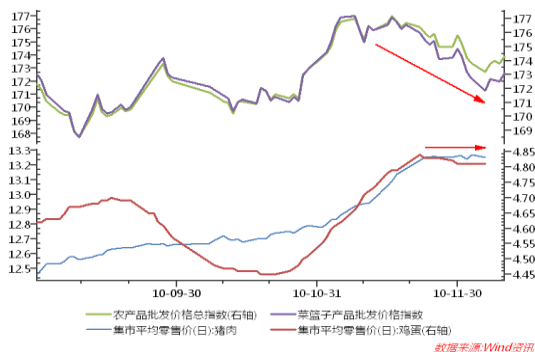


图 8: PPI 与国际 CRB 工业原料价格走势

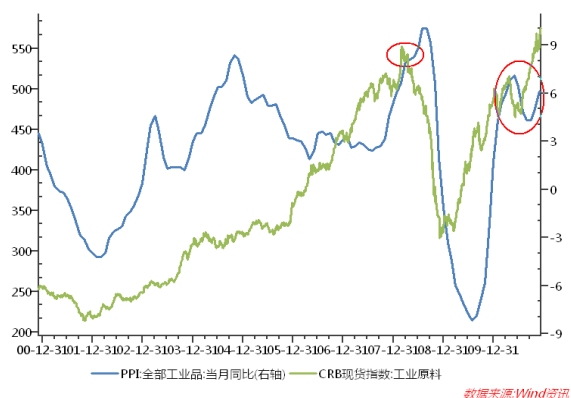


图 9: PPI 生活资料与 CPI 消费品价格走势

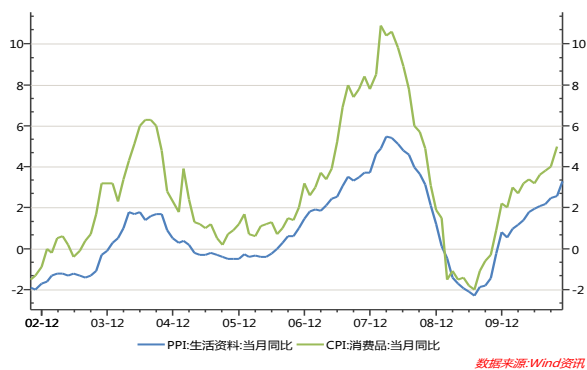
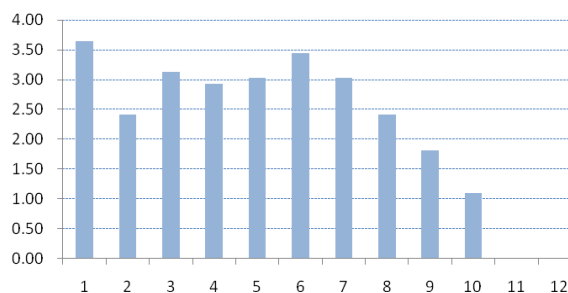


图 10: 2011 年 CPI 翘尾因素估计(假设 2010 年 12 月 CPI 环比增长 0%)



点, 随着供给量的增加未来仍有可能继续回落。只不过食品中, 具有明显冬季需求旺盛的肉蛋禽以及水果类价格仍在继续攀升。从统计局公布的数据来看, 除了粮食、蔬菜在 11 月的同比涨幅较 10 月回落外, 鸡蛋、油脂、鲜果同比涨幅均大大高于 10 月份。

国 16 条中保障供给是稳定物价的重要举措之一。从发改委监测的 36 个大中城市农副产品价格变化来看, 在 11 月 22 日之后猪肉、鸡蛋的价格涨幅已经趋稳, 农业部监测的菜篮子批发价格指数也在 11 月下旬开始回落。未来食品价格走势是体现出季节性特征继续攀升还是能够企稳回落可能还是要取决于这一轮行政手段中在加大农产品供给上的效果如何。

11 月 CPI 中另一值得投资者关注的是非食品价格已经呈现出加速上涨的势头。11 月 CPI 非食品环比涨幅已经达到 0.6%, 环比涨幅连续第三个月扩大, 并达到 04 年 9 月以来的最高水平。非食品价格中又以居住类及衣着类价格领涨, 两者环比涨幅分别达到 1.8% 和 1.6%, 均创下 2000 年以来最高水平, 对环比指数分别贡献了 0.3 个百分点和 0.1 个百分点, 占比 CPI 环比涨幅的 36%。就居住类而言, 水电以及入冬后取暖用的煤、电等能源价格的上涨是其指数上升的主要原因, 而衣着类价格从以往经验来看, 进入冬季大都会面临价格的上升, 但今年的涨幅已经远远高于历史上 11 月平均 0.72% 的涨幅。因此整体而言, 非食品价格上涨除了季节性因素外, 能源及原材料等成本推动是不可忽视的诱因。

结合工业品出厂价格走势 PPI 来看。11 月 PPI 同比涨幅 6.1%, 环比涨幅 1.4%, 环比涨幅连续第四个月扩大, 且 11 月环比涨幅较 10 月扩大 1 倍。将 PPI 分解为生产资料与生活资料, 可以看出目前生活资料价格上升的压力非常大, 以此推动了非食品中消费品 CPI 价格的上涨。其中生活资料 11 月同比上升 3.3%, 创下 08 年 10 月以来最高水平。PPI 上涨的背后, 暗含着原材料、燃料、动力购进价格指数 (PPIRM) 的升高。11 月 PPIRM 同比升至 9.7%, 其中燃料、动力购进价格指数受到原油价格的上升, 11 月同比上升至 9.8%, 而其他原材料价格也同样保持升势。

2007 年以后我国 PPI 走势与国际市场工业原料的价格波动同步性日益提高, 且国际市场价格的拐点往往领先于国内市场。从目前来看, 国际 CRB 工业原料价格指数在世界经济复苏以及弱势美元的背景下, 仍处于上升周期, 国内 PPI 的走势也将随之保持上升变化。就消费物价来看, 食品价格中肉蛋禽的价格仍有可能继续高攀, 而非食品价格受到 PPI 的推动其上升动力也将存在。CPI 同比高峰是否已经过去还是要取决于各级政府及各地区行政手段干预的效果。但前瞻性的看, 7 月以来的 CPI 环比涨幅持续扩大已经为明年奠定了非常高的基数水平, 即使假设 12 月份 CPI 环比涨幅为 0, 明年 1 月的翘尾因素仍高达 3.64%, 而在 7 月份之前 (除 2 月) CPI 的翘尾水平

都在 3% 以上。

固定资产投资季节性反弹，房地产投资与价格齐增长

1-11 月份，城镇固定资产投资 210698 亿元，同比增长 24.9%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点，也扭转了自去年 8 月开始的固定资产投资累计增速回落势头。11 月当月完成固定资产投资 23142 亿元，较 10 月环比回升了 6.7 个百分点，同比增速 29.11%，比 10 月加快了 5.5 个百分点。

从项目隶属关系来看，中央与地方项目在 11 月的投资均出现环比上升，共同助推了 11 月投资的反弹。其中地方项目 11 月投资环比增长 7.1%，中央项目投资环比增长 2.75%，但从历史来看，每年 12 月无论是中央投资还是地方投资都会出现集中投放行为，尤其是中央投资尤为明显。因此从 11 月开始，投资从环比上可能都会呈现出明显的季节性反弹趋势。

同比变化能够部分的消除这种季节性影响，11 月中央项目投资同比增长 12.22%，较上月增速上升 3.32 个百分点，增速连续第二个月扩大。地方项目投资增长 30.96%，较上月增速大幅提升了 5.6 个百分点。受到地方项目投资加快的影响，11 月地方项目占固定资产投资总额的比重回升至 91.4% 附近，而中央投资项目占固定资产投资总额的比重则下降至 8.61%。从企业注册类型来看，外商及港澳台企业在 11 月投资继续回落，且是连续第二个月回落，回落幅度均较上个月有不同程度扩大。投资的反弹主要来源于内资企业，11 月内资企业固定资产投资环比增长 7.76%，其中国有及国有控股企业投资环比增长 2.53%，非国有企业投资环比增长 12.33%。

从新开工项目情况看，1-11 月份，新开工项目 301937 个，较去年同期相比减少了 15075 个，而新开工项目计划总投资 172345 亿元，同比增长 25.9%。就 11 月当月来看，11 月新开工项目 21661 个，环比上月减少了 1817 个，为今年以来连续第 5 个月减少，但新开工项目计划投资额较上月环比大增 23.87%，同比则攀升至 46.81%。新开工项目个数的下降应该是节能减排下对新上马项目的严格控制所致，而计划投资额的上升则反映出单个项目投资额的扩大，并预示着未来投资增速有可能会进一步提升。

房地产投资在 10 月出现较大回落之后，11 月企稳反弹。

1-11 月，全国房地产开发投资累计同比增长 36.5%，增幅与 1-10 月持平，也是开发投资连续第三个月僵持在目前水平上。11 月当月同比增长 36.74%，较上月小幅回落 0.29 个百分点，不过当月完成房地产投资 4628 亿元，环比增长 1.53%，因此同比增速的回落主要由于基期更高的水平所致。不过从开发商行为来看，连续推出的重磅调控措施开始影响到开发商拿地积极性，11 月开发商土地购置面积较 10 月环比回落了 10.1%，同比增速回落至 10%，为年内最低水平。新屋开工面积较 10 月环比上升了 8.35%，但较去年同比下降了 17.63%。

图 11: 城镇固定资产投资累计及当月同比走势

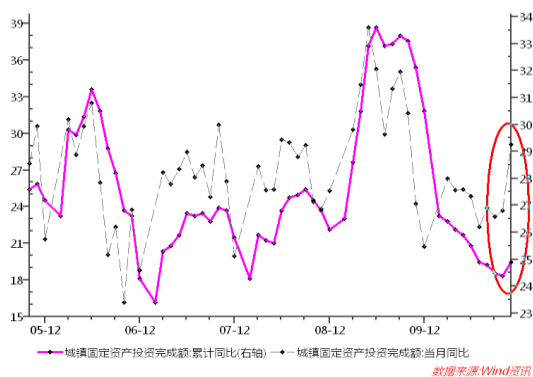


图 12: 中央与地方项目投资月度环比增速

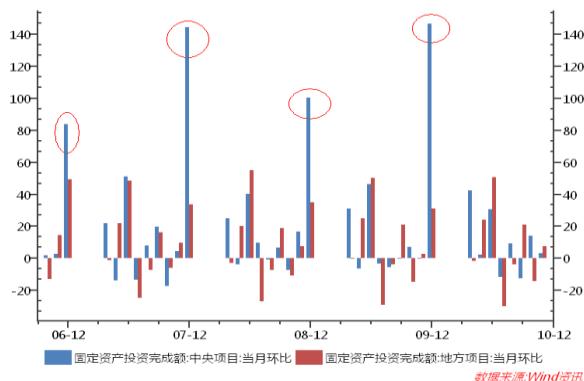


图 13: 房地产开发投资完成额当月及累计同比

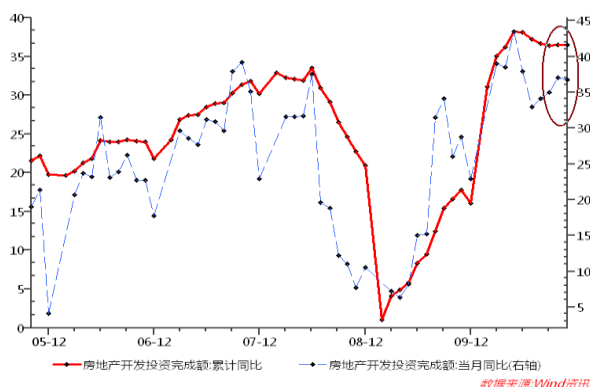


图 14: 房屋销售价格指数与商品房销售面积

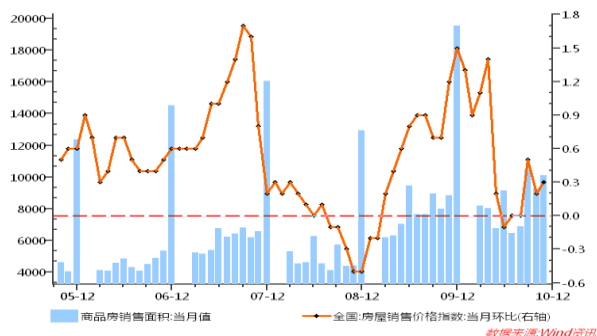
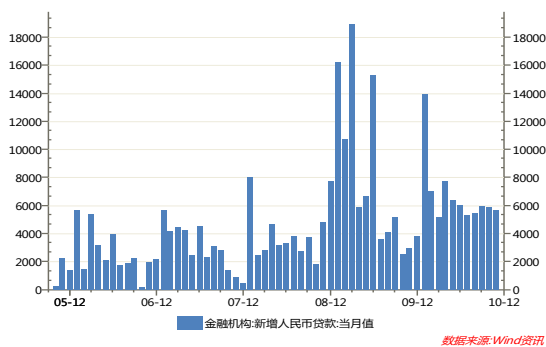


图 15: 新增贷款逼近 7.5 万亿



1-11月，全国商品房销售面积比去年同期同比增长了9.8%，增幅比1-10月提高0.7个百分点，11月当月商品房销售面积同比增长14.5%，环比10月增长9.0%，扭转了10月环比下跌走势。11月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.7%，涨幅比10月份缩小0.9个百分点，但环比仍上涨0.3%，涨幅较上月扩大。从房屋销售价格走势来看，仅6月份70个大中城市房屋销售价格出现了0.1%的微幅下降外，从去年3月份以来一直保持着环比走高的趋势。可见，在宏观调控收紧与量价回升的共同影响中，房地产市场仍然处于对峙当中。

M2 高位运行，1-11月新增贷款逼近7.5万亿

11月末，广义货币(M2)余额71.03万亿元，同比增长19.5%，增幅比上月高0.2个百分点，比上年同期低10.2个百分点。M0、M1增速仍在高位运行，表明经济形势不明朗、股市低迷居民投资渠道匮乏，滞留在现金领域的资金较多。当月M2增速反弹M1增速稳定，M2与M1剪刀差进一步缩窄为2.6%。

当月人民币贷款增加5640亿元，同比多增2692亿元。高于市场预期，截至11月底2010年全年新增贷款74428亿元，逼近年初7.5万亿的计划，今年全年突破7.5万亿没有悬念。分部门看，住户贷款增加1896亿元，其中，短期贷款增加525亿元，中长期贷款增加1371亿元；居民贷款的绝对量虽然未回到前期高位，但也超过了10月份的水平，特别是中长期贷款的占比已经回升至居民贷款的72%，这和房地产市场的阶段回暖、刚性需求支撑的价格继续上涨有着直接的关联。国家统计局10日发布的数据显示，11月70大中城市房价同比上涨7.7%，环比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，是环比第三个月上涨。11月份全国房地产开发投资为42697亿元，同比增长36.5%。1-11月，全国商品房销售面积8.25亿平方米，同比增长9.8%，增幅比1-10月提高0.7个百分点，可以看到房地产价格和销量都比10月有所好转，房地产调控的难度很大，调控效果仍需继续巩固。中国社科院发布的2011年《住房绿皮书》也指出，2010年4月开始的新一轮的房地产调控使住宅价格上涨势头初步得到遏制，但依然面临很大的反弹压力。企业及其他部门贷款增加3742亿元，其中，短期贷款增加1670亿元，中长期贷款增加1930亿元，票据融资减少156亿元。由于加息影响企业财务成本等因素的影响，企业贷款中短期贷款的占比提高，长期贷款占比回落。

存款方面，当月人民币存款增加5924亿元，同比多增88亿元。其中，住户存款增加1332亿元，企业存款增加5737亿元，财政存款净减少2119亿元。其中企业存款继续大幅增长，原因有三，第一，世界经济复苏的不确定性，造成工业生产和出口贸易减缓；第二，年底将至，企业应收账款回流，现金流充裕；第三，热钱的藏身之所，通过贸易结售汇等渠道变相流入我国的热钱。

从目前的金融数据来看，2010年全年新增贷款可能会突破7.8万亿，对于蔬菜价格的调控已经开始显现效果，若12月CPI出现

回落则加息的必要性大大降低。2011年货币政策基调转为稳健，但从2010年的适度宽松过渡到2011年的稳健有一个过程，即现在会根据市场的接受情况，考虑市场参与者的感受，逐步的调整，不会一下急刹车、猛刹车，而是有针对性、有灵活度和追求实效的调整。而对于通胀的治理，也会边走边看，不会下猛药，而会坚持“中药理论和池子理论”，数量工具存款准备金率在人民币升值和世界经济未真正复苏的大背景下作为一个优先备选工具，比价格工具更容易被采用。

准备金率年内第六次上调点评

中国人民银行决定，从2010年12月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，可冻结银行资金约3500亿元，至此大型金融机构存款准备金率达到了18.5%，已经超过了2007年17.5%的最高水平。这是年内的第六次上调存款准备金率，也是3个月内的三度上调准备金率，此次上调完全落在了市场预期范围内。此次上调的影响：第一，降低了近期加息的预期，说明在新增贷款快速增长、人民币升值的背景下，数量型货币政策工具仍是首选。第二，加剧了市场流动性分配的不均衡，大型金融机构的资金融出更加谨慎，中小金融机构流动性压力加大。第三，资金利率上行压力，时值年底商业银行揽存竞争较为激烈，1个月同业存款利率已经达到4.2%以上，机构不愿融出跨年底长期资金，银行间回购利率也面临上行的压力。

中央经济工作会议主要内容

备受市场关注的中央经济工作会议今天起一连三天(10至12日)在北京召开，为来年的经济发展作出规划。针对目前严峻的通胀形势，如何保障和改善民生将是重中之重，基调为“稳增长、调结构、管通胀”，会议提出了八字方针“积极稳健、审慎灵活”。

第一，稳增长仍然是第一要务，经济工作会议定调经济增长“保八”目标不变。稳增长主要指保持经济长期稳定增长，防止经济快速下滑，预料明年经济增速保持在9%以上，介乎9%至9.5%，较今年全年10%的预期为低。

第二，明年经济政策大方向拍板，定调为积极财政政策和稳健的货币政策。货币政策的转型符合市场预期，明年新增贷款贷款增量不仅要稳增长，还要保证新项目开工，同时让老项目不形成大量坏账，从2008年下半年开始宽松货币政策，在支持固定资产投资方面需要呈现一个连续性。此外，保证明年经济持续增长以及结构调整，仍需要一定力度的新增贷款支持。明年上半年信贷规模控制会非常严格；但如果明年下半年通胀压力缓解，年初确定的信贷规模或许有一定弹性空间。预计明年贷款增长6.5万亿。

第三，管通胀。2011年有可能酝酿调高居民消费价格指数(CPI)调控目标至4%；当前通胀压力上升，加强流动性管理是货币政策的重要任务，也是货币条件回归常态的主要表现。要根据经济金

融形势和外汇流动的变化情况，继续综合运用多种货币政策工具，合理安排货币政策工具组合、采取数量型工具和价格性工具以及宏观审慎管理的方式，保持银行体系流动性合理适度，为价格总水平的基本稳定创造良好的货币环境。

第四，积极稳健、审慎灵活的八字方针，积极稳健分别是说财政政策和货币政策，就是不仅要实现明年经济的平稳增长，同时要将通货膨胀控制在可控范围之内。不过审慎灵活也表明了在世界经济复苏不明朗的局势下，货币政策相机而动的意味。考虑到中国利率和其他国家的利差和人民币升值的趋势，数量工具先于利率工具，预计 2011 年加息政策的运用会较为审慎，不会大幅连续加息。

现券投资策略

3 年央票暂停发行

公开市场操作央行票据对流动性的回笼可能进一步陷入困境。为保持基础货币平稳增长和货币市场利率基本稳定，央行公告显示，周四将发行 50 亿元 3 个月期央票；而例行发行的 3 年期央票却未见诸于公告。

今年以来央票合计发行 4.224 万亿元，相当于平均每周发行 1000 亿元左右。尤其是今年二季度期间央行曾连续大规模发行央票，累计净回笼近万亿元规模的资金，一度造成银行间市场银根紧张。此次三年央票暂停的原因最根本的还在于一、二级利差倒挂使得买卖双方无法达成一致，二级市场 3 年央票 3.68% 附近，一级市场利率仍维持在 3%。这不同于历史上其他两次 3 年央票的暂停发行。

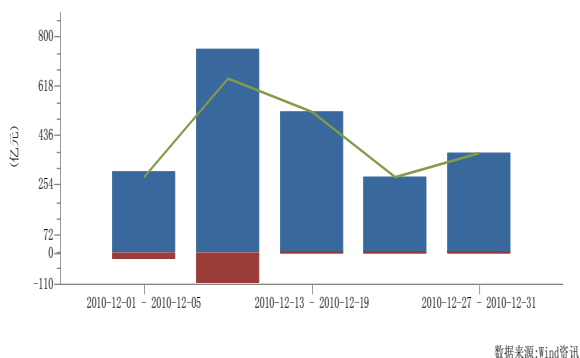
具体来看，第一个阶段是 2004 年 12 月到 2005 年 5 月。期间发行 3850 亿元，同时期一年期央票发行 4810 亿元。发行的背景是 2004 年开始，人民币升值压力增强，导致流动性异常宽裕，需要长期回笼工具进行对冲。当时三年期央票影响力不如一年期央票大。当时 2005 年 5 月后由于外汇占款激增局面减轻，物价回落到 2% 以下区间，新增贷款回落明显，所以 3 年央票选择了暂停发行。

第二个阶段是 2007 年 1 月到 2008 年 6 月。当时三年期央票发行背景是经济过热，通货膨胀高企，导致央行回笼流动性压力很大。期间公开发三年期央票 18000 亿元，定向发行 5500 亿元，而同期一年期央票发行 24000 亿元。直至 2008 年 6 月次贷危机爆发、经济下滑趋势明显后，央行实行适度宽松货币政策，三年期央票才停发。这一阶段三年期央票已经是主要回笼流动性的工具。

一级市场快速“变脸”，市场进入迷茫阶段

由于进入 12 月后资金面紧张局面的逐步缓解，本周债券市场走势表现先扬后抑，3 年央票收益率率先下降至 3.4%，10 年国债也回到了 3.85% 附近，周二市场传闻 11 月 CPI 为 4.6%，本周末将

图 16: 12 月公开市场操作到期量



数据来源: Wind资讯

公布 11 月宏观数据，市场陷入观望状态。

本周一二级市场共发行 4 支新债，周三发行 30 年国债，加权中标利率为 4.23%，边际中标利率为 4.29%，中标利率低于市场预期 5 个基点左右，有效认购倍数为 1.61 倍；周五发行 9 个月贴现国债中标利率 2.8451%，有效认购倍数为 1.46 倍；5 年期进出口金融债发行利率为 3.98%，高于市场预期 3-5 个基点，有效认购倍数为 1.73 倍；1 年期进出口金融债采用数量招标，发行利率定在 3.2%，但计划发行的 130 亿，没有募满出现了流标。

一级市场的快速变脸显示了基本面不确定的情况下，即便资金面出现缓解，市场走势仍不乐观，也再次证明债券市场熊市中反弹短暂。

雪上加霜，资金面转紧

12 月公开市场操作到期量 2220 亿元，若按照目前 1 年央票的发行量不可能完成对冲，虽然 12 月 7 日央行重启了 1 个月正回购，操作 50 亿，发行利率为 1.65%，但这一利率水平也恐难完成大量的回笼。虽然 12 月份有利于资金面的因素较多，但由于 3 年央票暂停后存款准备金率上调的预期，使得资金面在 12 月初短暂宽松几天后，12 月 9 日又转为紧张，由于担心存款准备金率上调，大型金融机构开始预留冻结的资金，而减少回购拆借融出资金，使得市场资金供给减少。后市央票利率不上行，则准备金率就有继续上调的可能，这种紧缩预期可能会使得 12 月份后的资金面并不会出现十分宽裕的局面，这对债市不利。

从一周债市的走势来看，债券收益率呈现平坦化走势，由于 9 个月贴现国债和 1 年金融债的发行利率走高，抬升了短端收益率，其他品种收益率小幅上行 2-3 个基点。准备金率的再次上调，弱化了短期加息的预期，预期年底前债市以窄幅震荡整理为主，3-7 年段利率产品收益率可能会出现小幅下行。但 CPI 在春节前很难出现大幅下移，所以我们认为利率产品收益率下降空间也较为有限，行情仍会有反复。

信用产品

近期信用产品行情

货币政策预期收紧对于信用债的打击是更大的，不仅仅是绝对利率上升的威胁，由于信用债投资者多采用资金杠杆工具，所以数量方面的趋紧对于其也是一个十分重要的利空因素。回顾 2009 年下半年以来以及今年 10 月份以来信用债的领跌行情，我们可以确定的判断：当前造成国内信用利差的最主要因素就是流动性。得出这样的判断是两次信用利差的大幅度上升并不源于企业信用资质的下降，而往往源于信用产品可投资资金的趋紧。09 年是银行资本金受限，今年则是市场资金面的整体趋紧。

如果从流动性角度入手，一般而言高等级债的流动性要好于低等级债，所以当资金面趋紧的时候，高等级债的市场表现应该就

会略好。我们从市场的实际运行中也找到了例证，超AAA的5年期10中油股MTN3与AA+的5年期10阳煤MTN1的成交价相差1元以上，持有较低等级、较低流动性阳煤中票的投资者形成了更多的亏损。回首半年报，流动性不足也是我们不好整体大势、并相对推荐高等级债券的原因，只不过我们预判流动性不足的根源是供需不平衡，是收益性需求的下降。

图 17: 10 中油股 MTN3 市场双边报价及成交净价走势

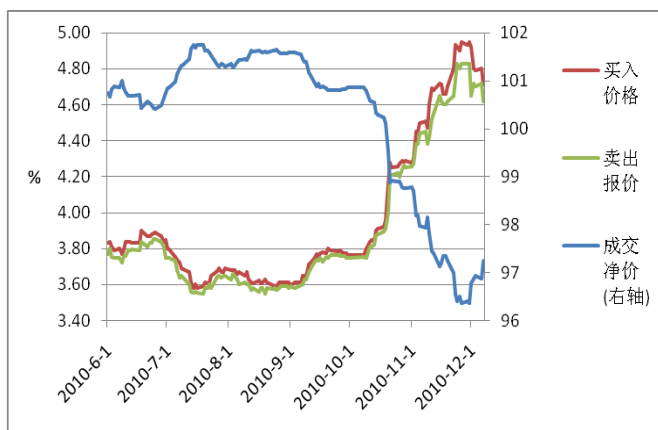
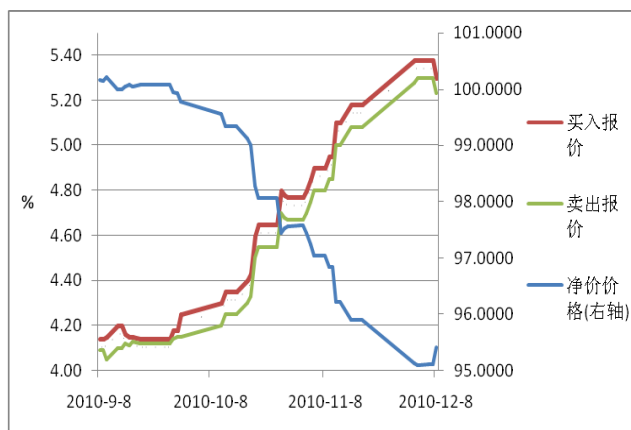


图 18: 10 阳煤 MTN1 市场双边报价及成交净价走势



对于未来一到两个月市场的流动性状况我们认为并不乐观，一方面是整个市场的紧缩程度将会不断上升：央行在慎用利率工具之时，就已经注定了数量工具将承担更多的责任，当社会各方都将通胀、资产价格虚高的现实归因于货币超发这一问题之时，货币何时回笼，以何种方式回笼已经突破是否回笼而成为讨论的关键。在央票利率难以上调的情况下，公开市场短期内在数量调控的作用明显下降，准备金率仿佛成为了一种必然的趋势，不仅仅投资者如此预期，整个社会舆论导向也均指向此处。而央行果然也如市场预期一般于周末上调了存款准备金率，回笼资金3000多亿元。我们知道公开市场操作净投放、外汇占款变动、准备金调整三项数据构成了全社会货币的投放与供给。由于11月份外汇占款未公布，存款准备金与公开市场两项数据表明当月货币回笼达7529亿元，即使考虑外汇占款增长的影响货币回笼也将成为事实，再加上本月的存款准备金收缩，连续2月回笼货币的可能性极高。

表 1: 市场货币回笼与投放

| 时间 | 外汇占款变动额 (亿元) | 公开市场操作货币净投放 (亿元) | 准备金回笼资金 (亿元) | 货币总投放与总回笼 (亿元) |
|------------|--------------|------------------|--------------|----------------|
| 2009-1-31 | 1414 | 3610 | | 5024 |
| 2009-2-28 | 1574.08 | -3475 | | -1900.92 |
| 2009-3-31 | 1211.34 | 310 | | 1521.34 |
| 2009-4-30 | 1531.33 | -810 | | 721.33 |
| 2009-5-31 | 2425.65 | 1890 | | 4315.65 |
| 2009-6-30 | 1327.16 | 1030 | | 2357.16 |
| 2009-7-31 | 2204.56 | 1505 | | 3709.56 |
| 2009-8-31 | 1187.54 | 120 | | 1307.54 |
| 2009-9-30 | 4067.69 | 1790 | | 5857.69 |
| 2009-10-31 | 2285.58 | -560 | | 1725.58 |
| 2009-11-30 | 2542.94 | -2990 | | -447.06 |
| 2009-12-31 | 2909.49 | -430 | | 2479.49 |
| 2010-1-31 | 2981.67 | -710 | -3064.39 | -792.716 |
| 2010-2-28 | 1794.96 | 5220 | -3112.18 | 3902.776 |
| 2010-3-31 | 2701.51 | -5720 | | -3018.5 |
| 2010-4-30 | 2863.1 | -4670 | | -1806.9 |
| 2010-5-31 | 1315.64 | 2240 | -3303.78 | 251.8561 |
| 2010-6-30 | 1171.49 | 5710 | | 6881.49 |
| 2010-7-31 | 1997.48 | 560 | | 2557.48 |
| 2010-8-31 | 2429.77 | -1190 | | 1239.77 |
| 2010-9-30 | 2895.65 | 1930 | | 4825.65 |
| 2010-10-31 | 5301.8 | 290 | -1405.59 | 4186.213 |
| 2010-11-30 | | 975 | -8504.4 | -7529.4 |

从历史的经验来看，数据所表现出的情况与投资者主观感受有着时滞性影响。比如3、4月份货币明显回笼，但是银行间市场在6月份才出现资金紧张，而6月份的大规模投放又在7月份才显示出宽松。也就是说从政策操作到市场是一个量变逐渐向质变转化的过程。对于短期的流动性与资金面，我们认为整体感受上仍然不会有多大的差异，但未来某一时点再次出现流动性的全面紧张可能性极大，并且在整体宏观背景下，未来的流动性趋紧也是确定性的。

对流动性因素判断的不乐观是我们并不看好跨年信用债波段行情的关键。交易盘在大幅度波动的资金利率威慑下将变得更加谨慎，牺牲流动性的操作策略将变得有待商榷，更不要说通过资金杠杆加大自身的流动性风险暴露程度了。而对于配置盘来说，流动性因素的威胁要弱化一些，考虑更多的还是绝对利率与相对利率水

平。所以在不加息的情况下，信用债收益率整体中枢上行的幅度也不会太大，原因我们在前两周周报中已经有了一定论述。

在对信用债的操作策略上，我们建议以流动性为标尺分配投资：对于可牺牲的流动性，建议配置破7或接近7的高收益城投，一方面城投债的规范化使其潜在风险有降低的可能，另一方面其票息的市场风险保护与相对价值极高，可提供可观的票息收入与估值收益；对于不可牺牲的流动性，建议规避信用产品或者仅配置超AAA长期产品或者短融，中间等级产品参与价值不大。

表2：近期信用一级市场发行主要信息

| 债券名称 | 发行日期 | 发行数量 (亿元) | 期限(年) | 发行费率 (%) | 票面利率 (%) | 债券评级 | 主承销商 | 担保人 |
|---------------|-------|--------------|-------|----------|----------|-------------|--------------|--------------------|
| 10 杭州银行次级债 | 12-10 | 12 | 10 | | | AA/AA-/中诚信 | 中信证券 | |
| 10 龙源电力债(5年) | 12-10 | 10 | 5 | 1 | 4.89 | AAA/AAA/大公 | 瑞银证券 | 中国国电 集团公司 |
| 10 龙源电力债(10年) | 12-10 | 30 | 10 | 1 | 5.05 | | 宏源证券 | |
| 10 红河州开发债(6年) | 12-9 | 10 | 6 | | 6.65 | AA/AA/中诚信 | 中信建投 | |
| 10 红河州开发债(7年) | 12-9 | 10 | 7 | | 6.95 | | 太平洋证券 | |
| 10 北营钢 CP02 | 12-9 | 5 | 1 | | | AA-/A-1/联合 | 恒丰银行 | |
| 10 云冶 MTN1 | 12-9 | 12 | 5 | | | AA+/AA+/中诚信 | 中信银行 招商银行 | |
| 10 重庆钢铁债 | 12-9 | 20 | 7 | 2.5 | 6.2 | AA/AA+/中诚信 | 招商证券 | 重庆渝富资产经营 管理有限公司 |
| 10 渝兴债 | 12-8 | 5 | 7 | | 7.29 | AA-/AA/中诚信 | 海通证券 | |
| 10 南通经开债 | 12-8 | 10 | 7 | | 6.26 | AA/AA/中诚信 | 东海证券 | |
| 10 安顺国资债(6年) | 12-7 | 5 | 6 | | 7.1 | AA-/AA-/大公 | 长江证券 | |
| 10 安顺国资债(7年) | 12-7 | 5 | 7 | | 7.4 | | | |
| 10 渝交通债 | 12-7 | 28 | 10 | | 6.1 | AA+/AA+/中诚信 | 中银国际 | |
| 10 天业 MTN1 | 12-14 | 6 | 2 | | | AA/AA/大公 | 国开行 | |

本周信用债的发行量始终，一共162亿元。如我们预计的一般，中票的发行将迅速缩减，企业债成为了市场供给的主力。短融的供给减少主要还是因为近一个月短期利率的快速上行，导致其对发行主体的吸引力明显下降。不过与贷款相比而言，短期债券融资的资金成本仍然是具有优势的，预计本月短融供给量不会有明显减少。高收益企业债终于出现在投资者视野，如7.29%的10渝兴债、7.4%的10安顺国投债与7.18%的10本溪债，潜在发行类似“破7”债券存量不小。发改委的集中审批加大了承销商的发行压力，结合当前偏空的市场环境引导企业债发行利率不断走高。虽然目前的情况与去年同期不同，但是高于贷款利率100BP、高于曲线估值50BP以上的发行利率其市场风险已经基本可以忽略，此外对于银行投资者期间个别产品流动性较差的情况也可以在参与交易所市场后抚平。

个券点评

又是两支重庆债！

本周企业债市场城投债密集供给，共有6家发债主体发行8支城投类债券。在发改委正式发文明确地方政府投融资平台发债

标准之后，城投债发行的节奏果然是越发紧凑。本周新发的8支城投债中，有两支重庆债的身影。它们分别是10渝开投债和10渝兴债。其中，渝开投债的发行主体重庆城市交通开发投资（集团）有限公司是重庆市的八大国有建设投资集团之一，重庆市国资委的全资直属企业，注册资本31.04亿元。而10渝兴债的发行人重庆市渝兴资产经营管理有限公司，是重庆市下辖巴南区的城投企业，注册资本为3.2亿元，巴南区财政局是公司唯一股东，主要从事辖区内的土地一级开发和基础设施项目代建业务。我们重点分析10渝兴债。

| 代码 | 名称 | 发行总额(亿) | 期限(年) | 票面利率 | 付息利率类型 | 发行日期 | 债券信用评级 | 主体信用评级 | 担保方式 | 是否跨市场 | 发行人 |
|------------|--------|---------|-------|------|--------|------------|--------|--------|-------|-------|-------------------|
| 1080153.IB | 10渝开投债 | 28 | 10 | 6.1 | 累进利率 | 2010-12-07 | AA+ | AA+ | | 否 | 重庆城市交通开发投资(集团)有限公 |
| 1080157.IB | 10渝兴债 | 5 | 7 | 7.29 | 固定利率 | 2010-12-08 | AA | AA- | 偿债保证金 | 否 | 重庆市渝兴资产经营有限公司 |

分析思路：与新规前重庆市其他区域城投债券的比较

| 代码 | 名称 | 发行总额(亿) | 期限(年) | 票面利率 | 付息利率类型 | 发行日期 | 债券信用评级 | 主体信用评级 | 担保方式 | 是否跨市场 | 发行人 |
|------------|--------|---------|-------|------|--------|------------|--------|--------|-------|-------|------------------|
| 098002.IB | 09渝隆债 | 10 | 5+2 | 7.08 | 累进利率 | 2009-01-15 | AA | AA | 质押担保 | 是 | 重庆渝隆资产经营(集团)有限公司 |
| 1080069.IB | 10渝大晟债 | 8 | 4+3 | 5.78 | 累进利率 | 2010-06-02 | AA | AA- | 质押担保 | 否 | 重庆大晟资产经营(集团)有限公司 |
| 1080157.IB | 10渝兴债 | 5 | 7/加权 | 7.29 | 固定利率 | 2010-12-08 | AA | AA- | 偿债保证金 | 否 | 重庆市渝兴资产经营有限公司 |

在重庆市（含辖内各区）已发行的18支城投债中，可比债券有09渝隆债和10渝大晟债。09渝隆债的发行人重庆渝隆资产经营有限公司股东为重庆市九龙坡区财政局，公司主营业务是国有资产的投资、参股、合资、承包、兼并等资本运作业务。10渝大晟债的发行人重庆大晟资产经营公司是大渡口区人民政府出资组建的国有独资公司，主要负责大渡口区重大基础设施建设、社会事业投资项目的管理和实施，并统筹区重点建设项目的资金运作。同样都是重庆市的区级融资平台，三者在财政实力、运作方式、财务状况、担保等方面还是有较大不同的。

表3：09年重庆三区经济发展状况以及财政状况

| 项目 | 九龙坡区 | 大渡口区 | 巴南区 |
|-------------|----------|----------|-----------|
| GDP(亿元) | 500.03 | 149.6 | 243.33 |
| 工业增加值(亿元) | 213.99 | 89.4 | 104.89 |
| 固定资产投资(亿元) | 240.23 | 120.7 | 271.33 |
| 地方财政收入(亿元) | 23.18 | 18.8 | 40.16 |
| 一般预算内收入(亿元) | 16.86 | 8.7 | 14.43 |
| 地方财政支出(亿元) | 39.41 | 18.6 | 32.7 |
| 一般预算内支出(亿元) | - | 15.1 | 27.92 |
| 一般预算内收入/GDP | 0.033718 | 0.058155 | 0.0593022 |

从当地的经济状况以及财政实力来说，大渡口区最弱。因九龙坡区和巴南区同属重庆市“一小时经济圈”，受益于重庆市建设的“一体两翼”战略，这两个区在工业经济各项指标上都优于大渡口区。而九龙坡与巴南相比，前者在经济指标上更胜一筹，并且2009年九龙坡区GDP在一小时经济圈中都是居于首位。从一般财政收入与地方财政支出的对比上来说，两者的缺口都在一倍以上，财政支出对上级补贴收入依赖性较强。考虑补贴收入后的地方财政收入，巴南区大于九龙坡区，一方面表明它受到重庆市政府的支持力度较大，另一方面也显示该区本级的财政收支平衡能力较弱。

运作模式上，09渝隆债的发行主体代区政府实施土地开发和公益设施工程建设，代理费用按成本金额上浮4%计算，由于其投资

与管理的资产仍主要为基础设施等非盈利性资产，公司主营业务毛利率很低。政府补贴收入构成公司重要的收入来源。从07年开始，区政府将当年实现的财政收入的10%以现金或等额资产的方式拨付给公司，作为对公司的财政专项补贴。10渝大晟债的发行主体由于土地储备整治业务尚未全面展开，因此目前的收入来源主要为计提城市基础设施建设管理费和专项补贴收入。10渝兴债的发行是在发改委城投债新规出台之后，与前两家公司相比，其在运营模式上有了变化。渝兴公司在区内没有土地储备权，但目前公司通过各子公司掌握了巴南区主要经济区内重要土地开发和旅游开发资源。此外，公司与区属土地储备中心合作开展土地联合整治储备工作。土地出让收入中的土地整治成本返还是公司土地整治收入的主要来源，还可以从土地储备增值收益中获得部分收益，使得公司该项业务毛利率相对较高，主营业务的盈利能力比前两家公司更好。另一部分主营业务收入来自于代建工程项目，从区政府得到代建收入和相应的投资收益。不过从补贴收入上来说，后者受到的补贴力度明显小了很多。渝兴公司07和08年分别获得补贴收入0.24和0.51亿元，09年没有补贴收入，该项利润来源的稳定性弱于前两者。

表 4：09 年三家发债公司主要财务指标

| | 09渝隆债 | 10渝大晟债 | 10渝兴债 |
|-------------|--------|--------|-------|
| 货币资金(亿元) | 20.15 | 20.69 | 16.38 |
| 流动资产(亿元) | 67.56 | 68.74 | 48.46 |
| 短期债务(亿元) | 8.40 | 4.00 | 7.63 |
| 总资产(亿元) | 121.90 | 111.91 | 71.16 |
| 总负债(亿元) | 80.00 | 66.26 | 50.62 |
| 经营活动现金流(亿元) | 1.00 | -8.05 | -8.45 |
| 投资活动现金流(亿元) | -19.98 | -6.06 | -2.02 |
| 筹资活动现金流(亿元) | 32.63 | 25.43 | 21.61 |
| 主营业务收入(亿元) | 4.99 | 0.24 | 2.72 |
| 主营业务利润(亿元) | -1.21 | -0.13 | 0.28 |
| EBITDA(亿元) | 2.41 | 1.10 | 0.94 |
| 净利润(亿元) | 0.82 | 0.89 | 0.37 |
| 主营业务利润率 | -0.24 | -0.55 | 0.10 |
| 流动比率 | 3.00 | 2.21 | 2.22 |
| 速动比率 | 2.97 | 1.20 | 1.66 |
| 现金收入比 | 0.20 | -33.83 | -3.11 |
| 资产负债率% | 65.63 | 59.21 | 71.14 |
| 应收账款周转率% | 1.04 | 0.00 | 1.52 |
| 存货周转率% | 0.43 | 0.00 | 0.15 |
| 总债务/总资本 | 63.16 | 58.96 | 67.42 |
| EBIT/利息费用 | 1.78 | 17.54 | 5.37 |
| EBITDA/总负债 | 0.03 | 0.02 | 0.02 |

财务指标上，10渝兴债的资产负债率最高，债务资本比达到67%，在城投企业中，这样的杠杆率也属于较高。受到土地整治和代建项目投入以及与政府之间的往来影响，公司近年经营净现金流的波动很大。后续看，公司承担园区等开发项目及危旧房改造，投资支出压力较大，可能进一步推高未来债务规模。

担保方式上，09渝隆债和10渝大晟债的应收账款质押担保早已消失，10渝兴债设置了偿债保证金安排，共计1.7亿元，分别会在本期债券第一个付息日前30个工作日和第二个付息日前30个工作日之前划入。我们认为，存入保证金的方式与大多数发行人承诺的专项偿债基金安排没有本质差异，增信作用并不大。

新规之后发的10渝兴债，至少在形式上已经在向新规靠拢，具体来说：一是发改委要求平台公司偿债资金来源超过70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，10渝兴债在08年主要收入来源还是补贴收入，09年补贴收入为零，基本依靠主营业务。二是发改委规定对于经营收入中30%来源于政府公益性项目的，当地政府必须向发行核准机构出具本级政府债务余额和综合财力的完整信息，10渝兴债主营业务收入由土地整治收入和担保费收入组成，并没有触及需要出具本级政府债务余额和综合财力完整信息的监管红线，相应的发行资料中也没有找到相应的项目。

总体来看，新规并没有提高城投公司的资质，但新规之后所发城投债的硬性指标规定还是得到了满足。10渝兴债发行人所在区的财政实力相对较弱，巴南区财政收入一半以上来自上级转移支付，本级财政实力相对较弱。并且发行人自身的投资支出及融资压力较大，债务负担较重。公司主营业务的毛利率虽然相对较高，但利润规模有限。虽然设有偿债保证金和提前偿还条款，加权期限为6.1年，但与本周发行的其它发行利率同样也在7%以上的城投债相比，我们认为其配置价值要弱于本溪债和安顺国资债。

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。