

内容摘要

央行2010年四季度货币政策执行报告详细阐述了稳健货币政策内涵。从解读中可以看出，稳健货币政策下“把好流动性总闸门”将是央行最高目标。而结合央行的阐述，我们认为央行的政策工具选择还是会以数量型为主而价格型为辅，当然价格工具慎用的前提是通胀局势没有持续恶化。在具体的数量工具上，公开市场操作以及差别存款准备金率会是今年最重要的政策工具，一刀切的法定存款准备金率上调次数将十分有限。基于这一判断，1年期央票将会重启，央票的发行利率也将逐步与二级市场接轨，并促使公开市场流动性回笼功能逐步恢复。

2011年的第一次加息原因不外乎通胀预期的增强，同时也是破解央行目前政策困境的唯一选择。因为在把好流动性总闸门的根本原则指导下，央行所能选择的、效果相对迅速的政策工具实际非常有限。加息之后，央票发行利率抬升的空间即被打开，公开市场的资金回笼功能也将逐步恢复。此次加息对曲线长端的影响应该会强于去年第二次加息，但弱于第一次加息。加息周期还远没有结束，但在通胀没有变的更加恶劣的前提下，我们认为央行在加息的选择上可能会趋于谨慎。

利率产品收益率曲线运行方向是陡峭化延续，无论是以短端的下降还是以长端的上升，亦或是两者同时发生的方式。一方面，春节后，资金面得以缓解，资金利率下降将带动曲线短端收益率下降。另一方面，春节前后物价压力将再次凸显，中长端面临上升的压力。从宏观面来说，支持曲线陡峭化的因素是成立的。而未来一级市场发行将推动债券重新定价，债券调整尚未到位，但债券的调整不会像07年调整得那么剧烈、迅速、猛烈。建议关注短期产品收益率有望跟随资金面缓解继续下降，长期国债伴随着收益率的调整配置性机构可以逐步建仓。

与利率产品相比，信用产品面临的不利因素更多一些，其中最主要的源于供需，贷款在价格上、量能上倒逼直接融资利率上升、供给加大。而这一现状所面临的大背景是一个资金面收紧、通胀预期高企的市场，利空会再次被强化。对于曲线的变化，我们认为总体的陡峭化、相对的平坦化是信用债利率曲线短期内的变化趋势。短融暂时仍然是避险的优质产品，甚至在资金利率下行过程中会出现一定交易性机会，但这个过程会极为短暂。总体来看，注重个性化差别投资是目前信用债对抗利率风险的最优策略。

南京银行金融市场部

研究员：黄艳红 张兰

张明凯 陈辰

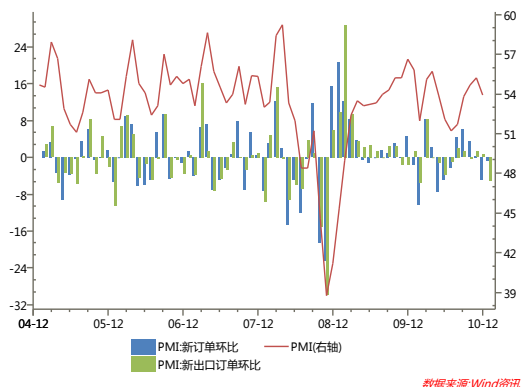
电话：025-84551113 84551116

025-84546002

地址：南京市淮海路50号扬子大厦7层

热点关注

图 1: PMI 新订单环比变化

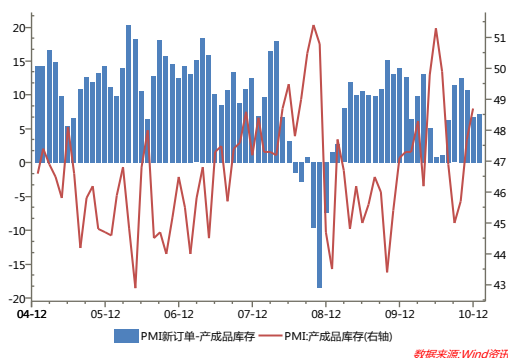


PMI连续两个月回落，外需不稳定，企业成本压力较大

国家统计局、中国物流与采购联合会1日发布的报告显示，1月份中国制造业采购经理指数（PMI）为52.9%，比上月回落1.0个百分点。中国PMI虽然连续两个月有所回落，但仍然保持在多年平均水平之上，显示出当前经济增长态势基本平稳。1月回落的主要原因应该是外需不稳定和成本提高所致。

从分项指数来看，整体呈现回落态势。1月份制造业新订单指数为54.9%，比上月回落0.5个百分点，预示工业生产可能由持续回升转向平稳较快增长。从行业来看，20个行业中，以烟草制品业、饮料制造业、通用设备制造业为首的14个行业高于50%，为首的行业达到60%以上。通信设备计算机及其他电子设备制造业、金属制品业、化学原料及化学制品制造业等6个行业受节能减排影响低于50%。从产品类型看，原材料与能源类企业略低于50%；中间品、生活消费品和生产用制成品类企业高于50%。新出口订单指数为50.7%，大幅回落2.8个百分点，积压订单下降至46.5%，为4个月后的再次回落至50以下区间，外需有所萎缩，在国内外经济环境错综复杂，世界主要经济体经济复苏进程难以预料的背景下，未来制造业出口形势依然严峻。这点可以从国外消费数据得到佐证，高失业率、经济复苏缓慢使得美国房地产低迷、消费市场依然疲软，预计1月份出口额将明显下滑。而进口指数较上月上升了2.6%至53%，说明我国内需仍然比较强劲；新订单减新出口订单1月份为4.2%，比12月份增加了2.3%，说明内需较12月有所增强。从业人员指数为49.0%，下降2.5个百分点，这不排除一定的季节性因素。

图 2: PMI 产成品库存和供需缺口



1月购进价格指数比上月上升1.8个百分点，显示当前通胀压力仍然较大。分产品类型来看，原材料与能源和中间品类企业最高，超过70%；生活消费品和生产用制成品类型企业稍低，但也在60%以上。成本不断提高，加之市场竞争日益加剧，由于担忧物价上涨原材料库存继续上升。产成品库存略有下降，新订单-产成品库存的供需缺口也自2010年8月份持续扩大之后，10月份达到最高12.5%，1月份该供需缺口为7%，阶段性去库存仍然在进行中，总体来看企业订单减少，购进成本提高，表明经济在外需不稳定、成本推动下短线调整压力增大。

调控思路更加明朗，把好流动性总闸门为最高目标—— 2010年四季度货币政策执行报告解读

通读央行四季度货币政策执行报告，虽然基调上跟去年年底以来央行在各种场合及各类媒体上传达出的信息基本保持一致，但报告中对今年货币政策目标与内涵的专门阐述仍清晰的传达了央行货币政策的调控思路，并为投资者把握央行政策意图提供了重要参考。

首先，央行的货币政策基调明确转为“稳健”，并提出要“按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，增强政策的针对性、

灵活性和有效性”。央行用专栏的形式专门阐述了稳健货币政策的内涵。央行认为，货币政策转为稳健，目的在于创造“控制物价过快上涨的货币条件，彰显把稳定物价总水平放在更加突出位置、治理通胀的决心”。而稳健货币政策的内涵包括：（1）控制好货币总量，M2 增速应低于适度宽松时期，降至以往稳健货币政策阶段的一般水平。央行明确提出 2011 年 M2 的增长目标为 16%。2010 年 12 月，我国 M2 增速为 19.72%，尽管去年 11 月~12 月连续 3 次上调存款准备金率，但 M2 增速仍不断加快，主要原因在于上调存款准备金率后基础货币投放量放大，基础货币与货币乘数增速均未出现明显下降。（2）保持社会融资总量及贷款总量合理适度增长，社会融资总量调控应按满足经济平稳健康发展的正常需要掌握，银行信贷作为社会融资总量的一个重要组成部分，要考虑经济增长目标和通胀控制目标，从反危机特殊时期的非常态应对，转向适度的增长。（3）继续优化信贷结构。（4）有效防范系统性金融风险，高度重视和防范经济较快发展中存在的流动性宽松、信贷投放较大等可能积累的顺周期系统性风险隐患。

从上述解读可以看出，稳健的货币政策下，“把好流动性总闸门”将是央行最高目标。尽管稳定物价总水平被放在了更加突出的位置上，但央行提出，“保持合理的社会融资规模和节奏”，是创造“有利于价格总水平基本稳定的适宜货币条件”，对流动性加强管理，同时也是对通胀预期的管理，并为通胀水平的回落创造条件。

第二，央行提出要从社会融资总量的角度来衡量金融对实体经济的支持力度。社会融资总量包括人民币贷款、企业发行债券、股票筹资、信托贷款和委托贷款等。显然，央行的政策目标在于压缩信贷增长速度，并以此实现货币供应量增速的下降。而央行强调应从社会融资总量的角度衡量金融对实体经济的支持力度，实际是在强调信贷规模的压缩不会对经济的平稳运行造成太大冲击。

第三，央行再次提出要加快建立逆周期的宏观审慎政策框架，并配合常规性的货币政策工具发挥作用。逆周期的宏观审慎框架落实到具体的政策工具上，主要是指目标差别准备金率。

在下一阶段的货币政策工具上，央行提出会“继续运用利率、存款准备金率、公开市场操作等价格和数量工具”，同时“运用差别准备金动态调整，配合常规性货币政策工具发挥作用”。但结合央行对稳健货币政策内涵的阐述，以及央行认为的货币总量调控本身能够为稳定物价水平创造积极条件的论述，我们认为，在政策工具的选择上，央行可能还是会以数量型为主而价格型为辅。不过价格工具慎用的前提是通胀压力没有进一步加大，如果通胀形势恶化，央行数量型工具无法实现缓解通胀预期的目的，则价格工具必然会被动用。而具体的数量工具上，我们又认为公开市场操作以及差别存款准备金率会是今年最重要的政策工具，一刀切的法定存款准备金率上调次数将十分有限。基于这一判断，1 年期央票将会重启，央票的发行利率也将逐步与二级市场接轨，

并促使公开市场流动性回笼功能逐步恢复。

2011年第1次，2010年以来第3次加息

1、此次加息的特征

在农历春节的最后一天央行宣布加息，时点略早于市场预期，因为市场虽预计到2月份将是一个政策敏感期，但时点上可能会等待1月宏观数据的公布。另一方面，政策工具本身处于大部分投资者预期当中，而央行此次迎合市场预期启用利率工具，与此轮新的政策周期开启之后央行历次的“出其不意”其实有些不符，这个角度看，又可以认为是另一种的“出其不意”。未来对央行货币政策进行预判的难度实际是进一步加大，结合周小川行长在节前接受央视采访时谈到的加息实际是两难的选择，作为投资分析而言，未来我们判断的侧重点仍应该是央行“应不应该加息”，而不是央行“会不会加息”，只要判断应该加息的预期存在，市场的风险就会一直存在。

从此次加息的结构看，1年期基准存贷款利率上调幅度相同，均为25bp，但与去年两次加息比较，此次加息的特征有以下几个方面：（1）活期存款利率自2008年12月以来首度上调，虽然仅仅是0.04个百分点，但仍反映出央行对商业银行在资金成本上的惩罚。（2）与前两次加息一样，此次加息在存款利率方面还是1年定存加息幅度最小，两头加息逐步增大，5年及以上定存利率加息幅度达到45bp；（3）此次加息在贷款利率方面与上次加息有明显不同，上次是期限越长贷款利率加息幅度略大，而这一次3年以内贷款利率的加息幅度要大于3年以上品种，期限越长，加息幅度越小，体现央行明显的引导商业银行缩短贷款期限的倾向，而这一轮加息之后商业银行的长期存贷款利差将更窄。

表 1：三次加息各期限利率变动幅度对比

存款利率	2011-2-9	2010-12-26	2010-10-20	贷款利率	2011-2-9	2010-12-26	2010-10-20
活期(%)	0.04	0	0				
3月	0.35	0.34	0.2				
6月	0.3	0.3	0.22	6个月内	0.25	0.25	0.24
1年	0.25	0.25	0.25	6个月至1年	0.25	0.25	0.25
2年	0.35	0.3	0.46	1至3年	0.25	0.25	0.2
3年	0.35	0.3	0.52	3至5年	0.23	0.26	0.2
5年	0.45	0.35	0.6	5年以上	0.2	0.26	0.2

2、加息剑指通胀预期，同时也是破解央行目前政策困境的唯一选择

（1）加息的原因不外乎通胀预期的增强。1月受到春节及雨雪天气的影响，CPI有望突破去年5.1%的高位并触及6%的高位水平。而从央行2010年四季度货币政策执行报告中也可以看出，央行关注物价上涨带给市场的持续的通胀预期，同时劳动力成本的上升，即物价上涨中长期性因素的加快呈现也被央行明确提及，通胀局势十分严峻。

从目前物价环境来看，国际农产品价格连攀高峰，CRB食品现货价格指数已经创下历史最高，1月累计涨幅接近10%，联合国

粮农组织 2 月 3 日发表报告显示,1 月全球食品价格指数达 231 点,创 1990 年开始统计食品价格以来出现的最高值,环比增长 3.4%,连续 7 个月上涨,而国际小麦、玉米价格也连续创下危机之后的最高。国内方面,产量区的旱灾有望进一步推高国内粮价,而作为基本物资的农产品价格持续上涨已传导至非食品上,同时长期性的成本因素借助货币的力量也进入快速释放阶段。从 9 月份开始,非食品价格开始呈现加速上涨势头,11 月非食品价格单月环比已创下 04 年 9 月以来的最高水平。12 月非食品价格涨幅虽有所回落,但与历史比较,非食品中各大类环比涨幅均大大超过历史均值。

在经济基本上,假日期间美国方面公布的数据不断好于预期,包括 1 月失业率的降低,工厂订单的增加,伯南克承认,越来越多的迹象显示,具有自持性的消费和企业支出复苏可能正在企稳。而我国央行也在最新的货币政策执行报告中肯定了国际形势的好转,认为外部环境的稳定有望提升出口对国内经济增长的贡献,这为央行启用利率工具也创造了条件。

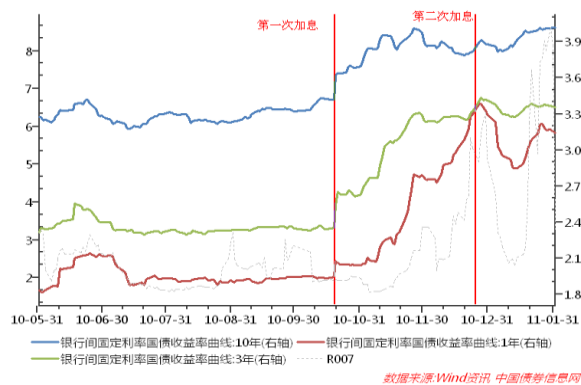
(2) 加息也是破解央行目前货币政策困境的唯一选择。我们在节前的周报中就曾经分析,目前央行决策所处的局面有三大特点:第一,对冲压力巨大。根据 12 月外汇占款进行粗略估计,12 月涌入中国市场的热钱数量超过 2000 亿,而面对热钱,央行不得不动用总量对冲的办法。第二,公开市场到期量巨大。2011 年 1~3 月各月的公开市场到期量分别达到 5480 亿元、4150 亿元、6670 亿元。第三,一刀切的存款准备金率运用空间在逐步收窄。去年 11 月开始连续 4 次的存款准备金率上调,已使得该工具的边际效应越来越明显,在热钱大量流入同时公开市场大量资金投放的背景下,1 月下旬银行间市场 7 天回购利率仍维持在 4.08~8.6% 区间,而大型商业银行的超额备付率也降至 0.9% 的历史最低水平。

目标差别存款准备金率作为一种新型的货币政策工具在今年必然被实行,但从差别存款准备金率的计算公式来看,最快的调控频率可能也只是一月一次,且如果 (GDP+CPI) 运行在上升通道中(至少从一季度来看可能性是非常大的),商业银行能够保持稳定的信贷投放增速,就可以被避免被差额。因此在把好流动性总闸门的根本原则指导下,央行所能选择的、效果相对迅速的政策工具实际非常有限。加息之后,央票发行利率抬升的空间即被打开,如果央票发行重启伴随利率的大幅度抬升,公开市场的资金回笼功能也将逐步恢复,央行的政策组合将回归相对灵活的状态。

3、加息对债券市场的影响——收益率曲线趋于陡峭化

2010 年两次加息,第一次加息带给市场冲击非常大,10 年期国债在加息第一天跳升 20bp,在随后的一个月里累计上行了约 60bp,曲线陡峭化,因为在时隔近 2 年时间里,央行的加息宣布我国正式进入加息通道。但央行的第二次加息带给市场的影响大幅弱于第一次,曲线中长端对加息反映趋于钝化,10 年期国债波幅在 5bp 以内,从原因来看,当时的市场有利空出尽的预期,随后市场甚至演绎出一轮小幅的跨年行情。但曲线的短端却由于资

图 3: 2010 年两次加息债券收益率走势变化



金利率的大幅攀升而大幅抬升，曲线大幅平坦化。

就此次加息而言，对曲线长端的影响应该会强于去年第二次加息，因为政策利空并没有解除，一月份信贷投放预计超过万亿，央行的对冲压力仍然较大，虽然一刀切的存款准备金率上调带给市场的冲击央行已经看到，而我们也认为这一工具的空间在不断缩窄，但随着节后资金陆续回归银行，如果公开市场回笼效果仍没有达到，央行仍有可能运用这一手段。第二，这一轮短端利率的抬升过程中，长端并没有太大幅度的反应，在央行再度启动利率工具之后，技术上长端也有补跌的需要。但对市场的影响幅度预计不会超过第一次加息，曲线长端的升幅预计在 20bp 以内，因为目前市场可以预计到的是，在 1 月物价高峰过去之后，2 月物价将会回落。而关于此轮物价上涨的峰值是出现在一月份还是在二季度又或者是下半年，要取决于非食品价格的上涨速度以及食品价格中新的不确定性因素的影响情况。

在曲线短端方面，由于前期资金利率的高企已经导致短端债券收益率持续攀升，1 年国债的收益率水平已经达到 3.15%，较此轮货币政策周期启动前上升了约 120bp，距 2007~2008 年的高点仅 60bp。因此此次加息对于短端的影响应该不大，且短端品种在加息周期中是一个较好的以时间换空间的品种，在资金利率回落之后市场需求预计会放大，因此收益率下行的动力实际强于上行的动力，因此此轮收益率曲线的陡峭化有可能会通过长端的上行与短端的小幅下行来实现。

4、下一次加息会在什么时候？

在 3 个多月的时间内加了 3 次息，加息的频率已经超过 2007 年紧缩型货币政策周期，未来加息的频率与次数显然要取决于通胀的演变趋势，但现在可以肯定的是，加息周期还远没有结束。世界经济行驶在复苏的通道中，全球范围内包括能源、食品等价格均处于上升通道，中国通胀进一步加剧的可能性也非常大。从预测的角度，我们认为这次加息之后由于 CPI 有望出现一段时间的回落，因此在 CPI 再度突破前期高点之前，央行再次出手加息的可能性不大。虽然从历史上看，CPI 的回落并不构成央行不加息的充分条件，但不可否认的是，目前制约央行加息的因素与 2007 年相比确实更为严重。目前谈得最多的是债务融资规模太大，如果仅考虑信贷余额与存量债券规模，在剔除国债、金融债和央票之后，各类债券的存量规模已经达到 4.3 万亿，加上贷款余额 47.82 万亿，合计存量债务规模已达到 52.12 万亿，跟 2007 年底相比，三年内增长了 92%，粗略计算，利息每上升 25 个 bp，就要多付出约 1300 亿的成本。正如周小川行长提到，加息向来就是把双刃剑，只是随着中国在近年中债务规模的急剧膨胀，其带来的负面效应也正变得越来越不容忽视。因此，在通胀没有变的更加恶劣的前提下，我们认为央行在加息的选择上可能会趋于谨慎。

现券投资策略

全年债券到期和发行安排结构分析

2011年债券到期量为5.44万亿，比去年减少了1.2万亿，从分布来看到期量较多的月份为3、4月份，到期量分别为9057.2亿元和7783.24亿元。机构配置需求可能在这两个月表现得较为明显，债券收益率得到一定支撑。

其中国债年内到期11568.7亿元，从分布来看3、5、11月份到期量比较大，分别为1675.1亿元、1425.5亿元和1365.3亿元，另外2月、6月和12月到期量较少，分别为489.2亿元、460亿元和40亿元。对照今年国债发行计划表，3月份有4只关键期限国债发行，5月份有3只关键期限国债发行，11月有2只关键期限国债发行，从国债的供给上来看，11月可能不能满足到期资金的配置需求，造成一定程度某一阶段国债的稀缺性，国债配置可以避开供给不足的月份，以免收益率走低。

1月城商行与国有银行债券托管思路变化

从1月债券托管量分析，债券托管总量为201094.9亿元，比上月减少了653.06亿元，从投资者结构分析，全国性商业银行债券托管量为121289.51亿元，减仓634.86亿元；外资银行债券托管量为1661.66亿元，减仓145亿元；商业银行中的城商行托管量为12287.57亿元，增仓137.74亿元，保险公司和基金在1月份都显示为小幅增仓态势。

从机构持有重要券种来看，城商行与全国性商业银行操作思路分歧较大。国债方面，1月全国性商业银行减持了243.95亿元，但城商行增仓了60.42亿元，说明城商行对于具有免税作用和流动性较好的国债情有独钟。全国性商业银行增持国开行金融债620.88亿元，城商行和保险公司分别减持了96.13亿元和80.9亿元；信用产品方面分歧依然较为明显，由于受到流动性紧张的压力，1月城商行为了保证流动性，同时降低估值压力减持了短融69.91亿元，减持中票34.34亿元，但增持高收益的企业债102.65亿元，而全国性商业银行对信用产品都表现为增持，特别是中票增持量最大为367.01亿元。另外由于资金成本推高短融利率，1月基金增持短融524亿元，券商则减仓中票和短融。

节后回购利率下跌，资金面渐回宽松

2010年12月和2011年1月的存款准备金率的上调使得资金面十分紧张，7天回购利率最高冲高至8.62%，但春节前最后一个交易日7天回购利率就大降了486个基点至3.27%，但春节过后7天回购利率受加息的影响单日再度冲高至4.14%，随后逐步回落，截至2月12日7天回购利率已经下降至2.68%，与隔夜利率接近。主要的原因在于：第一，春节时点性紧张已经过去。第二，公开市场操作到期量巨大，2-3月份到期量突破1万亿，公开市场目前尚未恢复大规模回笼的能力，而2月信贷增速回落也降低了法定存款准备金率继续上调的压力，资金面得到缓解。第三，加息引发人民币继续升值的预期，国外资本的流入对资金面也构成支撑。但由于

图 4: 年内债券到期量分布

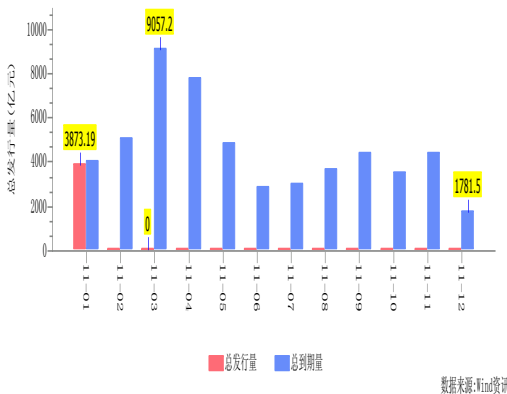


图 5: 年内国债到期量分布

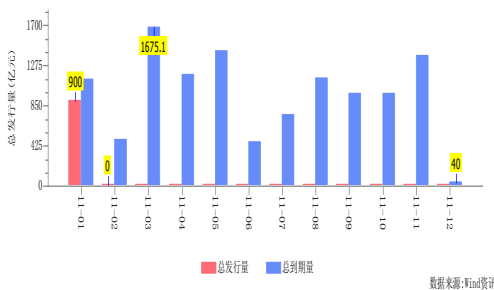


图 6: 不同类型机构国债持仓量月变化

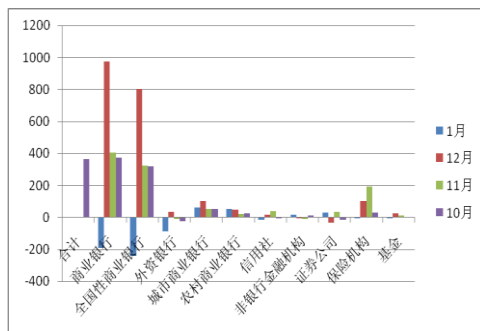
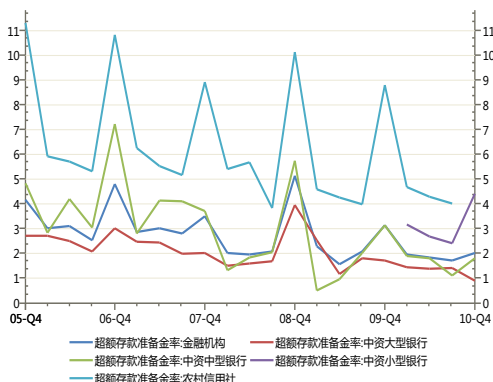


图 7: 金融机构超储率



加息推高了银行资金成本和同业资金成本，回购利率难以回到前期十分宽松之际的水平。

2011年资金面仍然面临着一定的考验，2010年末金融机构超额准备金率为2.0%，比上年下降1.13个百分点。其中，中资大型银行为0.9%，中资中型银行为1.8%，中资小型银行为4.4%，农村信用社为7.7%。大型银行超储率已经下降至历史最低水平，虽然1月份金融机构超储率会有所上升，但在管好流动性总闸门的政策指引下资金面整体还是脆弱的。在存款准备金率和差额存款准备金率可能同时存在的情况下，存款结构性不均和流动性阶段性紧张的情况下可能仍会时有发生。

债券配置价值分析

表2: 国债各期限收益率水平和历史最高比较

时间	国债1年	国债3年	国债5年	国债7年	国债10年	国债30年
2011-02-11	3.20%	3.42%	3.71%	3.88%	4.11%	4.38%
2006年以来均值	2.21%	2.72%	3.07%	3.31%	3.57%	4.12%
历史最高收益率	3.78%	4.13%	4.23%	4.44%	4.59%	5.00%
目前距离历史最高的距离	0.58%	0.71%	0.52%	0.56%	0.48%	0.62%

表3: 金融债各期限收益率水平和历史最高比较

时间	金融债1年	金融债3年	金融债5年	金融债7年	金融债10年	金融债30年
2011-2-12	3.62%	3.97%	4.16%	4.30%	4.55%	4.79%
2006年来历史平均水平	2.74%	3.23%	3.58%	3.79%	4.01%	4.55%
历史最高收益率	4.28%	4.83%	4.96%	5.13%	5.32%	5.74%
目前距离历史最高的距离	0.66%	0.86%	0.80%	0.83%	0.77%	0.95%

从绝对收益率分析，目前国债的收益率水平距离历史最高收益率大约在48-60个基点左右，其中10年期国债差距最小。金融债方面收益率距离历史最高水平越66-95个基点，目前金融债国债收益率利差过窄，未来有望进一步拉开，以1年金融债差距最小。相比较而言国债的投资配置价值优于金融债。

债券收益率陡峭化走势还会持续

经过年末资金面的再度紧张，债券收益率曲线的平坦化程度更深，各期限结构收益率粘合的比较紧密，利率产品和信用产品各期限收益率都已高于02年或06年以来的历史均值，而且短期品种高于均值的幅度更大，也就是说，信用产品和利率产品目前的收益率曲线与历史均值曲线相比更为平坦。与历史最高值相比，信用产品和利率产品具有差异，信用产品短端收益率低于历史最高值的幅度要大于长端，也就是说，现在的信用曲线比历史最高值曲线更陡峭，而现在的利率曲线比历史最高值曲线更平坦。

我们以10-1年期限利差来看目前曲线的平坦化程度。除了08年10月份大牛市的开端，目前的期限利差已经接近了历史最低位置。因此从曲线形态修正的趋势上来说，曲线向陡峭化修正的可能性更大。从加息之后市场表现来，收益率调整幅度低于市场

图8: 国债收益率曲线

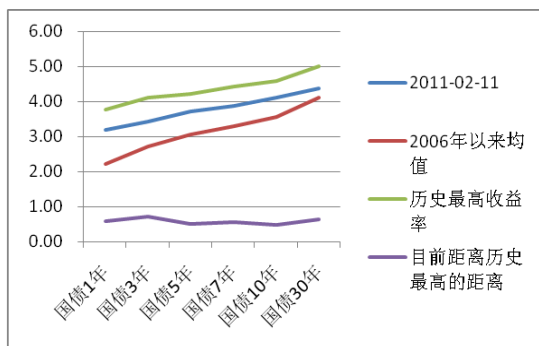
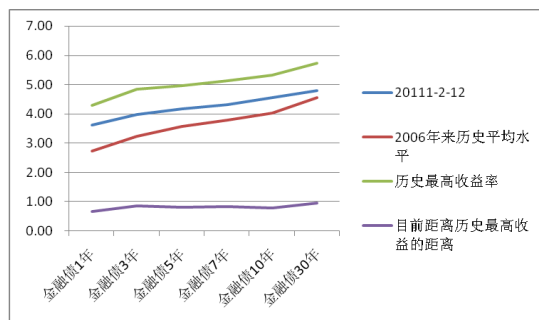


图 9: 金融债收益率曲线



预期，所有期限品种收益率调整都在 10 个基点之内，而且短期品种伴随着资金面缓解有所下降，长期品种 10 年金融债的发行较为出乎意料，高于市场预期 20 个基点以上，最终票面利率为 4.62%，有效认购倍数仅为 1.26 倍。该券发行利率大幅走高使得 10 年国债半天短暂反弹嘎然而止，但后续伴随回购利率下跌至 2.5% 附近区域，10 年国债买入收益率再度下降至 4.0% 附近，可以看出国债刚性需求依然较大，调整不会剧烈。

债券收益率曲线运行方向无论是以短端的下降还是以长端的上升，亦或是两者同时发生的方式。一方面，春节后，资金面得以缓解，资金利率下降将带动曲线短端收益率下降。另一方面，春节前后物价压力将再次凸显，中长端面临上升的压力。从宏观面来说，支持曲线陡峭化的因素是成立的。而未来一级市场发行将推动债券重新定价，债券调整尚未到位，但债券的调整不会像 07 年调整得那么剧烈、迅速、猛烈。建议关注 1 年以内品种收益率有望跟随资金面缓解继续下降，长期国债伴随着收益率的调整配置性机构可以逐步建仓。

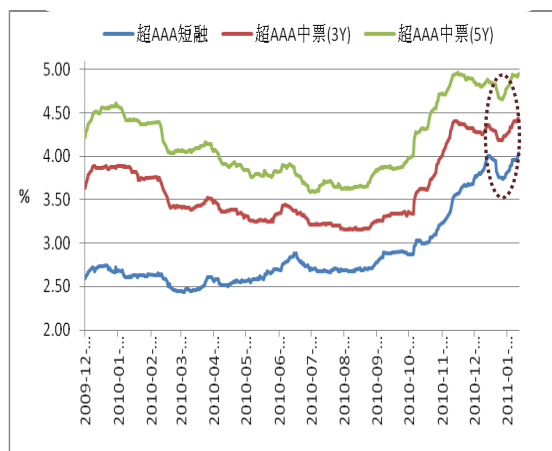
信用产品

与利率产品相比，信用产品面临的不利因素更多一些，其中最主要的源于供需，贷款在价格上、量能上倒逼直接融资利率上升、供给加大。而这一现状所面临的大背景是一个资金面收紧、通胀预期高企的市场，利空会再次被强化。对于曲线的变化，我们认为总体的陡峭化、相对的平坦化是信用债利率曲线短期内的变化趋势。短融暂时仍然是避险的优质产品，甚至在资金利率下行过程中会出现一定交易性机会，但这个过程会极为短暂。总体来看，注重个性化差别投资是目前信用债对抗利率风险的最优策略。

信用债行情——从未如此悲观

通胀高企、资金面紧张、连续加息，债券市场仿佛进入到了前所未有的黑暗时期。跨年的反弹行情也在资金面的打击下中途夭折了。与利率产品相比，信用产品面临的影响因素可能更加负面，因为信用债本身还存在着供需双方博弈的属性：信贷投放的收紧导致实体经济对资金需求大于供，而在前两年信贷大规模投放之后，企业普遍提高其经营规模与投入预期的背景下，货币收紧带来的冲击要强于一般意义上的概念。这种资金向供给方的倾斜，导致双方利率定价不断上移，直接影响贷款利率，所以我们在一月份看到了银行贷款利率在基准上的全面上浮，或者企业被动的接受一些附加条件等等。间接造成了信用债供给量的增多以及利率的上升，虽然年初信用债的供给量并没有攀升，但是从管理层相对遏制间接融资，大力发展直接融资的思路来看，全年信用债的供给将较去年有一个明显的增加。正是在这种信用债供给量上升、市场定价逐渐上升的引导下，我们认为信用利差扩大的动力更强一些。

图 10: 超 AAA 债券收益率估值



以上我们阐述的是对趋势方面的判断，而具体到春节之后 1-2

个月，我们认为信用债供给将迎来比较大的加码。1月份加上2月初的1个交易日，信用债一共发行了1375.59亿元。从往年的统计来看，1、2月份供给量会偏少，比较多的如2008、2010年，前两月供给量占全年比率在13%左右，比较少的如2007和2009年，占比仅为5.6%和8.74%。而从另外一个方面来看，前4个月的债券供给量大多会追上平均时间水平，其中可能是一部分年前被压抑的需求在年后集中释放的结果。从近5年的情况来看，除2007年以外前4个月信用债供给量在全年中占比均接近平均水平，也就是达到全年总量的1/3，2006年是31.54%、2007年是19.44%、2008年是27.15%、2009年是29.9%、2010年是32.44%。从这个逻辑上来看，如果全年信用债供给量与去年持平的话，则到4月底剩余这2个半月的时间内，信用债的供给量至少在4000亿元以上，平均下来每个交易日接近70亿元，该指标将高于前两年平均66亿元的水平。如果沿着我们年报中对今年供给量大于去年的预测，则短期供给压力可能要更大一些。

表 5: 2003 年~2011 年信用债供给量 (不含非政策性银行债券)

单位: 亿元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1月	41.00	0.00	10.00	281.00	184.40	386.48	734.00	868.20	1372.59
2月	80.00	45.00	10.00	208.70	131.88	831.90	716.00	1368.40	3.00
3月	0.00	10.00	0.00	299.50	449.70	710.71	1808.30	1590.20	
4月	16.90	23.80	53.00	548.40	331.00	715.96	1701.15	1596.45	
5月	7.60	29.50	151.00	401.10	367.20	399.95	915.80	1672.70	
6月	18.50	0.00	85.00	266.45	557.70	601.90	1827.08	1507.60	
7月	38.00	32.00	343.00	342.08	387.50	884.70	1151.00	744.50	
8月	64.90	7.00	125.00	266.98	379.00	660.60	1025.25	1940.83	
9月	14.10	149.90	258.00	251.60	744.93	971.00	2040.70	2201.30	
10月	24.50	58.83	347.00	351.10	367.51	1251.29	1192.71	1122.69	
11月	44.00	93.00	272.00	665.60	1077.90	805.96	2016.55	1162.33	
12月	324.00	82.00	530.74	358.70	665.09	1522.00	1460.00	943.55	
合计	673.50	531.03	2184.74	4241.21	5643.81	9742.46	16588.54	16718.75	
前两月供给量占比	17.97%	8.47%	0.92%	11.55%	5.60%	12.51%	8.74%	13.38%	

在收益率下行或者是低位运行周期，信用债供给的增加可能会反而会引起市场赚钱效应的升温，并不会产生过多的利空。但不幸的是，目前的市场环境一方面是企业等着用钱，另一方面则是资金供给方金融体系的银根短缺。企业对资金的渴望所引发的效应我们在开篇已经有过讨论，表现是银行贷款利率上浮10%~45%，随着央行的再次加息，过去抱着“等等看”思想的企业会逐渐加入到资金争夺中去，这会进一步推高利率水平。体现在债券市场上，就是企业为了惧怕再次加息，希望发行进度能够加快，同时从比较利率水平来说，企业对于债券利息成本的承受能力也在增强。

在天平的另外一端，金融体系则遭受着多方面紧缩调控而会

时常的出现暂时性缺血。

一方面是准备金的提升：虽然央票到期量较大，并且央行在公开市场上的对冲也基本上处于停滞状态，但是准备金率相当于衡量金融体系中蓄水水池大小的标尺，它的升高意味着水池被改小了。水池被改小意味着可选择的余地更小，也就是以银行为代表的金融机构对于无论是公开市场对冲还是资金流出的抵抗力下降。这种抵抗力下降的感受会迅速蔓延，导致金融机构一方面对资金惜售，另一方面加大对资金的吸收力度，也就是说此时投资者对流动性风险的担忧程度成为市场主导，远大于对利率风险的担忧。

另一方面是我们前期周报中对于差别准备金利率以及贷款的交互作用：贷款投放增多、商业银行被进行差别的可能性增加，两方面共同造成金融体系内部失血。我们粗略地计算出了上市银行被进行差别准备金调整的贷款增速临界值，从计算的结果来看，大型国有银行贷款增速在 13% 以上基本上就会被差别，而较大资产规模的股份制银行在 14%~15% 左右，中小型银行在 16% 以上就很可能被进行差别调整。此外，我们通过对上市银行在贷款中的占比进行了计算，并以此估算全部金融机构不被差别的安全放贷额度。除去农行和光大以外，14 家上市银行在全社会贷款余额中占比为 56.41%（2010 年 3 季报数据），则去年 4 季度加上今年 1 季度金融机构不被差别准备金调整的新增放贷额度为 24364 亿元。而我们知道去年 4 季度贷款新增投放为 16373 亿元，则今年一季度仅余 8000 亿元。需要说明的是，我们这里没有考虑上市银行这一样本与金融机构全样本之间在贷款投放节奏的差异，不过可以肯定的是，由于年初贷款投放总量再度高企基本已成事实，所以今年一季度出现机构“越线”应该已是必然，而且其被差别调整的幅度可能会较大。差别准备金对存量资金的影响弱于准备金，但强于公开市场对冲。未来银行也存在贷款严控之后出现被反差别的可能，但是起码 1 季度差别准备金的影响仍会是负面的。

表 6：我们对上市银行可能被差别准备金调整的各项计算结果

银行名称	资产规模 (亿元)	系统重要性参数	系统重要性附加	被差别的临界 贷款增速(亿元)	2010-3-31 贷款余额 (亿元)	2010-9-30 贷款余额 (亿元)	在临界值下去年 4 季度 和今年 1 季度贷款投放 总额度(亿元)
深发展 A	6,750.64	0.25	0.50%	16.29%	3,676.04	3,926.21	348.61
宁波银行	2,349.68	0.25	0.50%	16.29%	863.93	957.15	47.5
浦发银行	19,757.18	0.52	1.04%	14.30%	9,901.48	10,593.83	723.45
华夏银行	10,107.91	0.27	0.53%	16.06%	4,491.97	4,977.37	236.03
民生银行	17,643.95	0.46	0.93%	14.52%	9,201.56	9,732.61	805.01
招商银行	23,595.64	0.62	1.24%	14.00%	12,461.57	13,551.23	654.81
南京银行	1,985.69	0.25	0.50%	16.29%	699.52	779.78	33.69
兴业银行	18,102.67	0.48	0.95%	14.47%	7,383.01	8,141.32	309.84
北京银行	6,897.59	0.25	0.50%	16.29%	2,870.47	3,169.70	168.32

农业银行	101,171.22	2.66	2.30%	12.68%	NA.	NA.	NA.
交通银行	38,027.05	1	2.00%	13.41%	19,605.79	21,302.25	933.15
工商银行	134,178.87	3.53	2.50%	12.57%	59,160.94	64,123.54	2,474.31
光大银行	14,910.41	0.39	0.78%	14.90%	NA.	NA.	NA.
建设银行	105,790.50	2.78	2.40%	12.66%	49,327.80	53,680.23	1,893.47
中国银行	101,024.35	2.66	2.20%	12.67%	51,937.87	54,335.33	4,185.22
中信银行	19,476.15	0.51	1.02%	14.33%	11,165.05	11,832.76	931.75

综上所述我们认为信用债供给量的加大在此时推高收益率进一步上升的概率更大，这种一级市场所造成的冲击预计是未来行情演绎的主流。

收益率曲线

至于在收益率曲线的变化形态方面，信用债与利率产品应该是同向的，不过我们倾向于信用债收益率曲线的陡峭程度会弱于利率产品的判断，原因还是出在供给方面。发行人在进行融资时，应该会衡量各种方式的比较价值，在目前银行对贷款利率普遍进行上浮的背景下，企业会倾向于进行短期融资以降低成本，而短期债券融资的比较价值更高。央行利率调整后，1年期贷款利率为6.06%，上浮10%后利率为6.67%，而AA-等级短融的估值利率也仅仅是4.93%，如果加上相关的发行成本，其总的融资成本大约在5.5%附近，低于贷款利率1%以上。长期产品方面，3~5年贷款利率为6.6%，上浮10%后为7.26%，而AA、AA-等级5年期中票的估值利率分别为5.88%和6.25%，加上发行成本大约在6.2%和6.6%附近，优势并不明显，同时由于企业债的发行利率更高，实际低等级产品的发行成本可能已高于7%，对于企业的吸引力并不大。

总的来说，出于对融资成本的考虑，企业会倾向于加大短期债券而相对减少长期产品的发行，这种影响在资质较差的发行人中体现的会更加明显，这不仅仅在于低等级企业在融资谈判中更加处于劣势，对资金的需求更加迫切，也在于资质较差的发行人往往是中小企业，对于资产负债匹配以及成本调整的灵活性会更大。当然类似于中石油、中石化这样的优质企业也会出于对成本控制的考虑而选择对融资期限进行调整，只不过其影响程度会相对较小罢了。

图 11: 短期债券融资成本与贷款利率比较

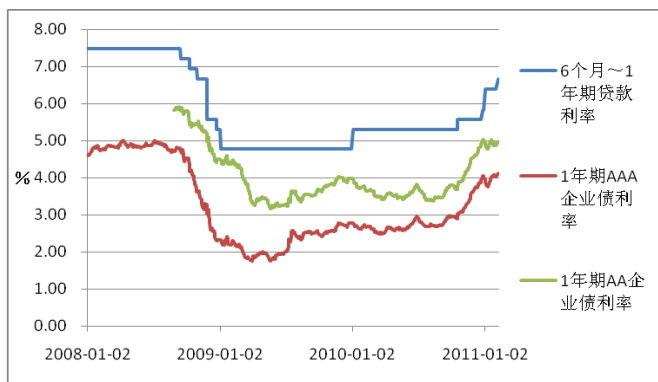
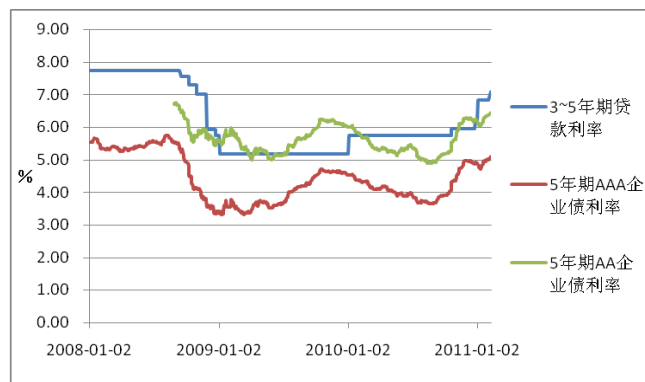


图 12: 中长期债券融资成本与贷款利率比较



上图我们对贷款利率进行了一些调整，08 年与 10 年是基准利率，09 年是下浮 10%，11 年是上浮 10%，这与银行的实际放贷情况是较为相符的。而这一利率水平大致上是普通 AAA~AA 类资质企业可以获得的贷款利率，超 AAA 企业则可能在以上标准上下浮 10%。从图中可以验证我们的分析，在 09 年下半年也曾经出现过长期债券利率高于贷款利率的情况，也确实造成了长债供给的减少，低等级债的这种情况也更加显著。

以上分析的结论是：长债的供给减少对应于短债的供给增加，而这种变化中低等级产品的显现程度要明显于高等级产品。此外我们没有谈到的需求方面，收益率 7% 仍然是相当一部分投资者认可的投资配置水平，对长期低等级债利率进一步上行的压制作用短期仍然有效，而高等级中票的利率已经达到 5% 以上，即使在加息过后，对于保险等不存在估值压力的机构也具有相当的吸引力。

表 4: 信用产品各期限收益率和历史最高比较

时间	AAA:6 月	AAA:1 年	AAA:3 年	AAA:5 年	AA+:6 月	AA+:1 年	AA+:3 年	AA+:5 年	AA-:6 月	AA-:1 年	AA-:3 年	AA-:5 年
2011-02-11	4.04	4.13	4.60	5.17	4.25	4.42	5.02	5.63	4.69	4.91	5.71	6.29
历史平均	3.00	3.26	2.58	2.94	3.04	3.35	2.88	3.27	3.40	3.75	3.31	3.74
历史最高	5.07	5.20	5.28	5.54	5.29	5.46	5.82	6.04	5.57	5.82	6.36	6.58
目前与历史最高差距	1.03	1.07	0.68	0.37	1.04	1.04	0.80	0.41	0.88	0.91	0.65	0.29

信用产品方面与存贷款利率关联度较大，目前来看信用产品收益率距离历史最高水平还有较大的差距，特别是短期品种差距在 100 个基点以上，但 5 年期的信用债券前期调整幅度较大，具有一定的配置价值。

在供需的作用下，短债供给上升，考验市场的承接力，会产生拉大信用利差的动力，长债供给下降而市场需求方对利率较认可，又会抑制其较大幅度的上行，最终体现为**信用利差**期限结构的平坦化。

市场与产品

银行间市场

信用债定价的个性化是其不同于利率产品的一大特征，只是相比较而言这种个性化在短融与中票中间表现的相对不明显，在企业债中的差异则十分显著。

短融年初在多头对跨年行情的集中释放下，收益率快速下行，一二级市场利差处于较高位置，基本上申购即获利策略是当时的最优选择，不过这一局面很快就被资金面的冲击所打破，一二级市场利差缩窄，短融收益率高企。虽然我们在前面认为短融未来的市场前景并不乐观，但是在当前这个时点上短融也存在一定的交易性机会，这种投资机会将在资金面瞬间放松的情况下出现，速度应该较快，同时持续时间应该很短。考虑到资金价格仍然处于高位波动期，我们并不建议大量的介入短端产品，抓取波段机

会，快进快出还是主要思路。超级短融在 1 月份正式成行，这也分流了短融中超级 AAA 企业的供给，预计未来其他超级 AAA 企业也会积极申请发行超短资格，并将发行量逐步转移至此。超级短融目前的定价还处于真空期，我们建议短期内仍然利用短融的收益率曲线进行定价，由于今年的资金利率波动会很大，短端产品的利率水平波动情况可能也远大于长端，资金期限的匹配是投资该类产品的关键。这种思路在 90 天的中石油 SCP005 中将更为重要。

图 13: 今年短融发行利率与一二级市场利差

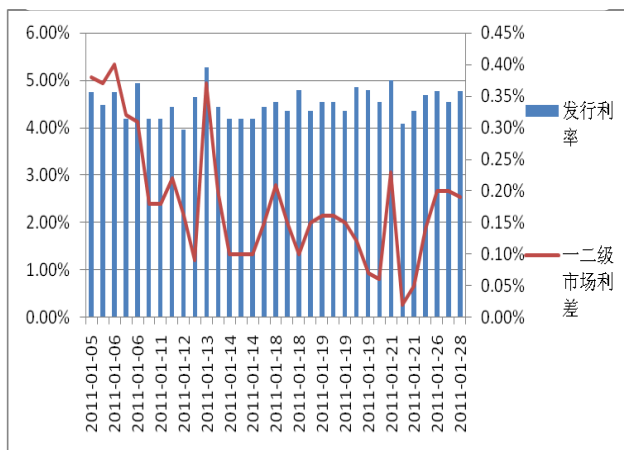
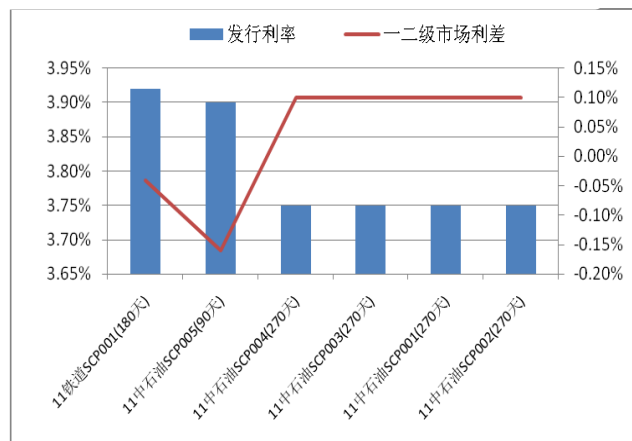


图 14: 今年 SCP 发行利率与一二级市场利差



从中票的表现来看，一二级市场均存在一定溢价，其中高等级债的溢价要少于低等债，除了市场对个别产品的评级不认可而导致利差较大之外，高等级债的一二级利差约在 10BP 左右，低等级债的一二级利差约在 20BP 左右。

图 15: 近期发行中票一二级市场利差 1

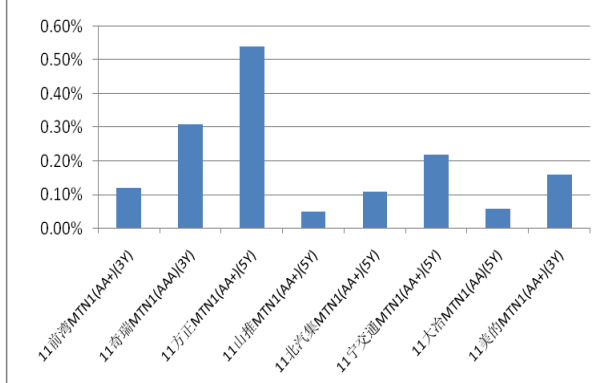
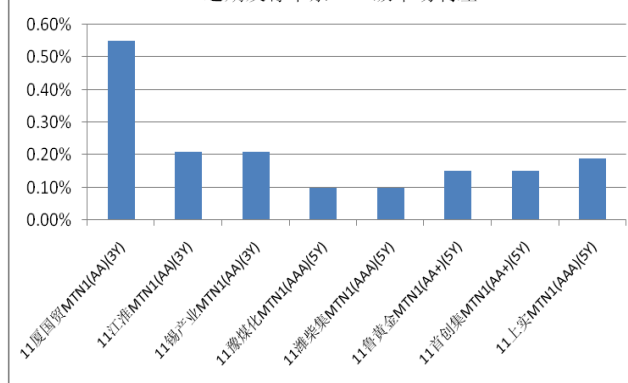


图 16: 近期发行中票一二级市场利差 2



总体上可以将企业债分为城投类产品与非城投类产品，从年初以来的发行情况来看，城投类与非城投类之间的利差仍十分明显。比如纯 7 年有担保 AA 的城投 11 金城债发行利率与 5+5 年无担保 AA+ 的非城投 11 粤广业债利差在 43BP，此外纯 7 年 AA- 有担保城投利率一般在 7% 左右，5+2 年 AA- 有担保的非城投 11 陕电子债利率则在 5%。相较之下低等级城投债与非城投债的利差要更大一些。非城投 11 微矿集团债的情况较为特殊，估值与市场对其评级并不认可，从目前的估值来看，其利率走势与 A 等级债相当，实际市场成交则相当于 A+ 等级债券。

表 7: 今年发行的非城投类企业债

期限 (Y)	AAA (有担保)	AAA (无担保)	AA+ (有担保)	AA+ (无担保)	AA (有担保)	AA (无担保)	AA- (有担保)	AA- (无担保)
3+3					11 杭工投债 4.97%			
4+3		11 淮南矿业债 4.98%						
5+2				11 海控债 5.8%			11 陕电子债 5%	
5+5				11 粤广业债 5.8%				11 微矿集团债 7.99%

表 8: 今年发行的城投类企业债

期限 (Y)	AAA(有担保)	AAA(无担保)	AA(有担保)	AA(无担保)	AA-(有担保)	AA-(无担保)
5+2				11 筑城投债 6.4% 11 晋中公投债 6.02%		
5+5		11 渝城投债 5.78%			11 新余债 6.5%	
7			11 金城债 6.23%	11 新乡投资债 6.80%	11 如东东泰债 7.1% 11 渝华信债 6.95% 11 合川城投债 6.95%	11 邹城国资债 7.02%

抓住信用产品的个性化差异所带来的投资机会是我们从去年下半年开始就提倡的方法，这或许是对抗收益率整体上移所造成利率风险的最优策略。

交易所市场

公司债：今年以来已有两家公司共发行 70 亿元。5 年期 11 西矿 01 和 10 年期 11 西矿 02，西部矿业集团担保，发行利率分别为 5.0%和 5.3%，债项评级和主体评级分别为 AA+和 AA 级；AAA 级的龙源电力集团分别以 4.89%和 5.04%的利率发行 5 年期 11 龙源 01 和 10 年期 11 龙源 02，并由中国国电集团提供担保，债项信用为 AAA 级。

两市公司债交投较为冷清，成交比较活跃的一般是房地产债。春节后三个交易日，资金成本如期回落，但回购利率回落对公司债利好有限，特别是中长债受加息预期和通胀风险影响，收益率大幅上行。以 08 新湖债（AA-，无担保，剩余 5.38 年）为例，到期收益率由节前的 6.82%升至 7.08%，三个交易日累计升幅达 26BP。短债受益于资金面宽松，两市公司债中期限较短的 08 宁沪债（AAA，银行担保，0.45 年）到期收益率下降 9BP 至 3.22%，不过与其主体、债项评级相同，但期限剩余 10 天以内的 08 上港债收益率 4.63%更具吸引力，从估值上来说，08 宁沪债在目前收益率水平上下空间小于上升空间。1 月中旬开始，公司债市场进入连续下跌通道，主要是受央行加息和资金面紧张双重打击，后期通胀形势仍不容乐观，市场紧缩预期还将如期而至，公司债收益率上行动力仍然较强。

企业债：受央行加息影响，节后交易所交投活跃的企业债收益率全线走升，特别是中低等级的城投债。在弱势格局下，两市企业债延续了此前交易清淡的局面，但收益率升幅扩大。09 怀化债（A+，土地担保，8 年）收益率较节前跳升 38bp 至 7.31%，08 长兴债（AA-，土地担保，2.9 年）到期收益率先是大幅上升 11BP，周五又回落至节前 6.68%水平一线。资金面缓解对交易所企业债中长端收益率影响较小，在中低等级企业债中，期限相对较长的 09 怀化债收益率上行幅度较大，且难以回落。目前市场对政策收紧和通胀风险的担忧挥之不去，导致投资者对企业债的看空气氛较浓，在加息风险没有完全释放的情况下，企业债收益率将易上难下，即便是如 09 怀化债这类高收益债，在面临紧缩政策时也不能幸免，在继续走高至投资者新的心理价位之前，这类债券的估值优势并不明显。

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。