

## 2008 年债券市场投资策略

### 一季度仍需谨慎，走出弱市还看下半年

何秀红 固定收益研究小组 研究员  
电话：020-87555888-626  
eMail: hxxh@gf.com.cn

**CPI 有望高位回落，通胀压力仍然很大。**此轮物价上涨成本推动特征非常明显，尽管目前物价上涨仍然属于结构性通胀，但各方面因素表明通胀压力仍然很大。在人民币加速升值、央行紧缩货币政策以及各种缓解通胀的行政政策影响下，08 年物价水平应该可控。预计全年 CPI 处于 3.9%-4.4%，上半年 5.7% 左右，下半年回落至 3%。

**资金面仍然充裕。**宏观经济流动性过剩，银行间资金充裕程度虽然已经下降，但资金供给潜力很大，债市资金面仍然较为充裕。

**货币政策紧缩毫无疑问，关键在于政策“打法”。**在政策方式上，利率政策运用减少，汇率政策启航；回收流动性力度将继续加大，准备金仍然有上调空间，定向央票、央票和特别国债正回购也继续成为常规回收流动性方式；窗口指导和行政调控的力度将继续加大，信贷和投资将成为行政调控的主要对象。在政策时间分布上，货币政策上半年收紧程度高于下半年。

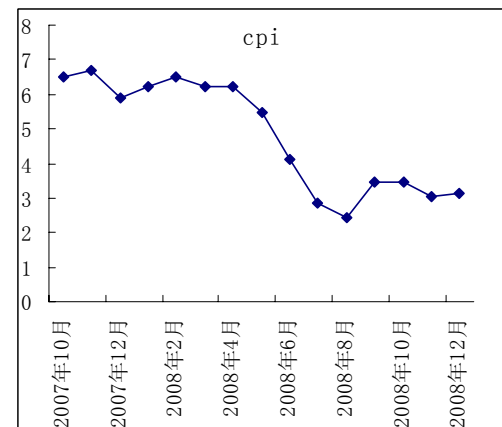
### 投资策略：一季度需谨慎，走出弱市看下半年

目前债市难以走出弱市的主要原因是经济过热担忧、通胀风险以及央行紧缩的货币政策，债市资金面总体上较为宽松。因此从这个角度来看收益率曲线将在 08 年一季度继续整体上升，并呈现平坦化特征；二季度中后期，如果 CPI 能够顺利回落，下半年货币政策也将有所松动，收益率曲线将企稳并回落。

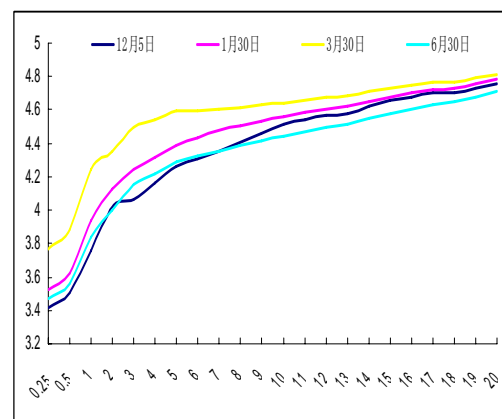
交易型机构在一季度应继续保持谨慎，降低组合久期，关注浮息债和短债。二季度中后期如果 CPI 回落，投资者可开始加仓，并拉长组合久期。从目前来看长期债券收益率上行空间不大，配置型机构可尝试开始布局长债，等到二季度中后期 CPI 出现回落迹象再加速建仓。

在品种方面建议持有国债和有担保企业债。金融债投资价值仍然低于国债，无担保且信用评级较低的企业债利差仍然有上升空间，建议回避。目前低信用级别的短融利差处于历史高位，如果明年下半年 CPI 回落，基准利率企稳，对于激进投资者而言应该是介入信用评级较低的短融的好时机。另外，可关注互换套利机会，近期换入浮息换出固息的互换交易套利空间较大。

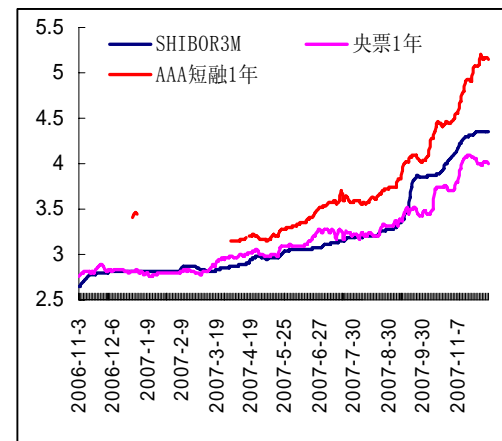
08 年 CPI 预测



08 年收益率曲线预测



短融和其定价基准利率的走势



## 目录

一、2007 年债市回顾：弱市一年，创新不断.....	2
（一）收益率曲线大幅上升，上半年陡峭、下半年平坦.....	4
（二）企业债利差先降后升，金融债利差长短变化不一.....	4
（三）总体收益为负，浮息债表现较好.....	5
（四）债市创新不断.....	5
二、2008 年债券市场基本面分析与预测.....	5
（一）CPI 有望高位回落，通货膨胀压力仍然很大.....	5
（二）人民币加速升值.....	12
（三）经济持续高增长，但是增速将有所回落.....	15
（四）货币政策：紧缩仍然是主调.....	18
三、市场资金面仍然充裕.....	19
（一）宏观经济流动性过剩：央行的角度.....	19
（二）债券市场资金供给：银行间资金供给量出现下滑迹象.....	21
（三）银行间资金供给潜力仍然很大.....	23
（四）保险公司：资金来源充裕.....	25
（五）债券市场资金供需分析：总体上仍然充裕.....	25
四、国债收益率曲线预测.....	27
（一）国债收益率的决定：通胀与资金面起决定性影响.....	27
（二）国债收益率曲线的预测：上半年整体上移、趋于平坦化，下半年下移的机会较大.....	30
五、信用产品.....	31
（一）有担保或信用级别高的企业债相对配置价值呈现.....	31
（二）短融利差逐渐分化，AA 级以上短融值得关注.....	31
（三）金融债投资价值不如国债.....	32
六、投资策略.....	33
（一）配置型机构投资策略.....	33
（二）交易型机构投资策略.....	33

## 图表目录

图 1： 国债收益率曲线，12 月期央票招标利率走势.....	4
图 2： 企业债和金融债利差的变动.....	4
图 3： 2007 年债券市场各指数表现.....	5
图 4： CPI 走势及其食品价格上涨对其贡献.....	6
图 5： 本轮价格上升的驱动因素和未来价格走势的潜在风险.....	6
图 6： 路透社 CRB 指数和世界通货膨胀.....	7
图 7： 全球谷物库存大幅下降，小麦期货价格大幅飙升.....	8
图 8： 近几年劳动力成本增速远高于 GDP 增速.....	9
图 9： 货币供应量和 CPI 走势非常一致.....	9
图 10： 汇率对 CPI 传导路径.....	10

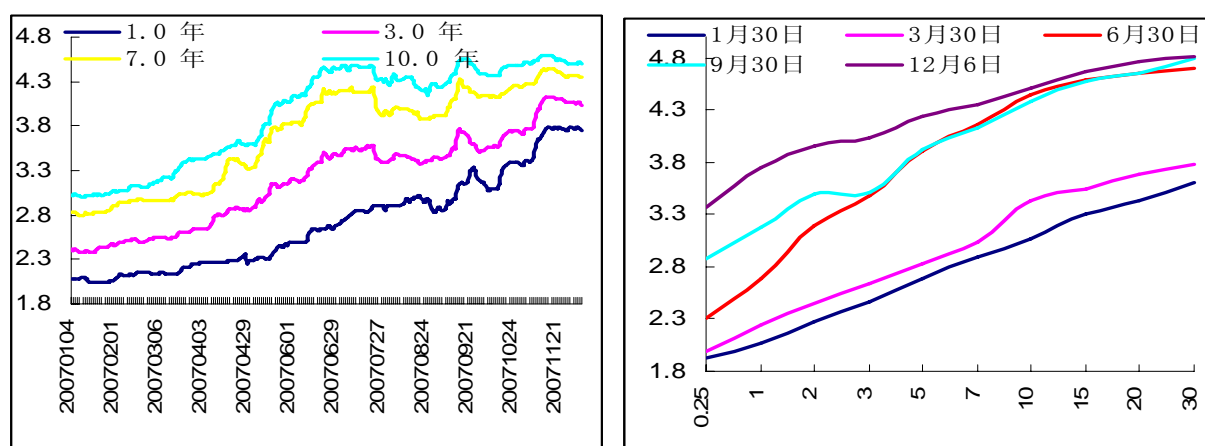
图 11: CPI 对于名义有效汇率和 M1 冲击的反应.....	11
图 12: 08 年翘尾因素以及对 08 年 CPI 的预测 (%).....	11
图 13: 人民币兑美元、欧元走势, 人民币名义有效汇率 (NEER) 和实际有效汇率 (REER) .....	12
图 14: 顺差大幅上升 .....	12
图 15: 人民币 NDF 走势 .....	13
图 16: 本币升值对国债收益率的传导路径.....	14
图 17: 美国房地产市场一片萧条 .....	16
图 18: 美国采购经理人指数和消费者信心指数大幅回落.....	16
图 19: 全球经济增速将在 08 年回落 (IMF 预测) .....	16
图 20: 固定资产投资增长强劲 .....	17
图 21: 固定资产投资资金来源 .....	17
图 22: 固定资产投资完成额 .....	18
图 23: 贸易顺差和金融机构的外汇占款大幅上升.....	20
图 24: 外汇储备增长导致央行总资产大幅增长.....	20
图 25: 目前为止央行对基础货币的对冲仍然比较完全.....	20
图 26: 多种手段回笼资金 .....	21
图 27: 在货币投放增速较稳定时货币供应量大幅增长, 流通速度的影响非常明显 .....	21
图 28: 债券的托管结构 .....	22
图 29: 银行可用资金增速已经出现下降 .....	22
图 30: 7 天回购利率的月平均值 (%) .....	23
图 31: 居民储蓄增长率 (%) 与 A 股新增开户数.....	23
图 32: 商业银行的贷存比 .....	24
图 33: 债券投资占存贷差比例仍然很低, 债券投资占总资产比例也较低.....	24
图 34: 保险公司的保费收入和国债投资占比.....	25
图 35: 债券发行结构以及目前债券市值结构.....	26
图 36: 国债托管的期限分布 (左), 全部债券托管量的期限分布 (右) .....	26
图 37: CPI 与长短期国债收益率走势非常一致.....	27
图 38: 市场资金面与国债收益率成反向关系.....	28
图 39: 两年期国债收益率对于 CPI 和资金面冲击的反应.....	28
图 40: 十年期国债收益率对于 CPI 和资金面冲击的反应.....	28
图 41: 长短期国债利差与通胀率, 长短期国债利差对于 PPI 冲击的反应 .....	29
图 42: 滞后 6 个月的凸度因素与货币供应量走势具有一致性.....	29
图 43: 收益率曲线预测: CPI2 月份 CPI 创新高, 收益率将在 3 月大幅上升, 5 月份 CPI 开始回落。 .....	30
图 44: 企业债利差 (左), 考虑 20% 税收后的企业债利差.....	31
图 45: 近期短融发行利率大幅上升, 信用利差扩大.....	32
图 46: 政策性金融债利差 (左), 考虑 20% 税收后的政策性金融债利差.....	32
图 47: 金融债和互换卖价价差 .....	34

## 一、2007 年债市回顾：弱市一年，创新不断

### （一）收益率曲线大幅上升，上半年陡峭、下半年平坦

2007 年，物价持续上涨，货币、信贷增长过快，为了防止经济过热和通胀风险，央行 5 次提高存贷款基准利率，10 次上调准备金率，5 次发行定向票据，与此同时财政部还发行了 1.55 万亿特别国债。在通胀预期不断攀高和紧缩政策影响下，债券市场收益率不断上行，各期限的国债收益率上涨幅度在 120BP-169BP 之间。上半年收益率曲线大幅上移、增陡；下半年收益率曲线上行幅度有所减缓，并呈现明显的平坦化特征。

图 1：长短期国债收益率大幅上升，收益率曲线大幅上行

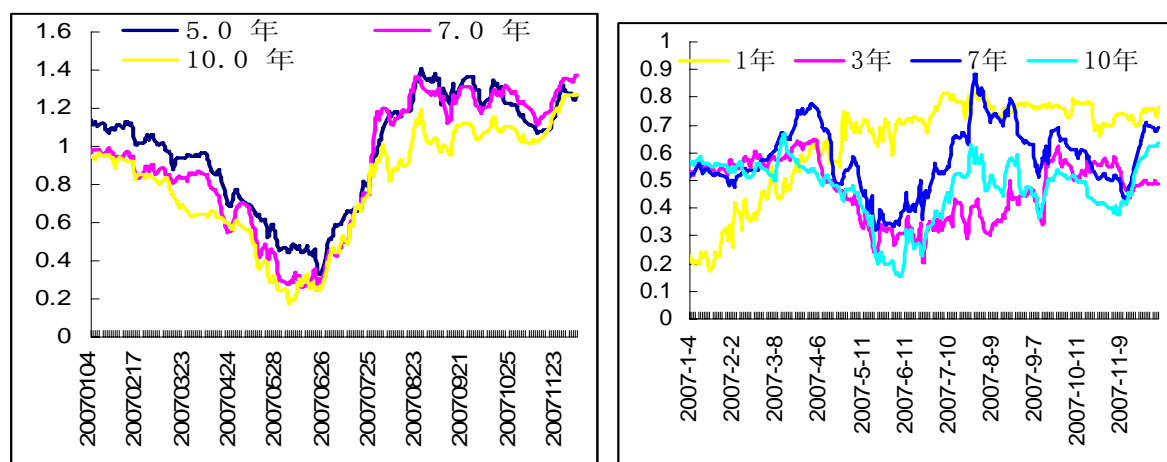


数据来源：中国债券信息网，广发证券发展研究中心

### （二）企业债利差先降后升，金融债利差长短变化不一

企业债利差先降后升，目前已经处于较高水平。金融债长短期利差变化不一，短期金融债利差先升后保持平稳，中长期金融债利差变动为W形。

图 2：企业债和金融债利差的变动

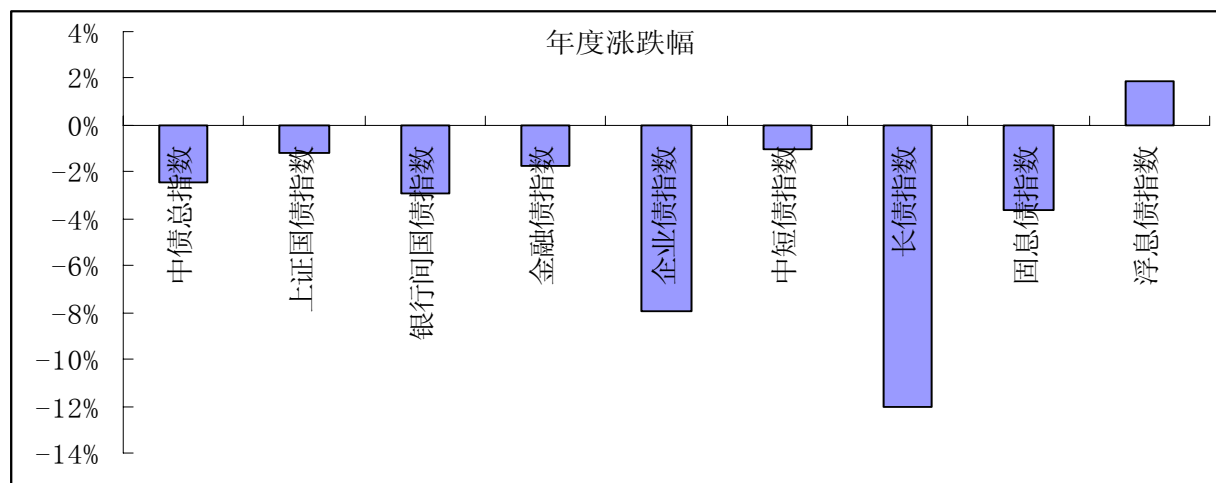


数据来源：中国债券信息网，广发证券发展研究中心

### （三）总体收益为负，浮息债表现较好

2007年债券市场走弱，总体收益为负，中债总指数下跌2.46%。各品种都出现不同程度下跌，其中企业债跌幅最大，金融债跌幅较低。长期债券的利率风险高于中短债，跌幅远高于中短债。在市场利率上升时，浮息债表现优秀，浮息债指数上涨1.88%。

图 3： 2007 年债券市场各指数表现



数据来源：中国债券信息网，广发证券发展研究中心

### （四）债市创新不断

07年债券市场创新不断，为振荡的弱市增加了不少亮点。创新内容既有产品创新也有制度创新：公司债品种破壳、远期利率协议推出、SHIBOR的正式运行、企业债发行制度改革、企业债银行担保取消等。

公司债发行对于债券市场具有重大意义，为债市扩容、产品体系完善和未来的产品创新打下基础，同时对于信用产品定价机制也有重大的促进作用，我们对公司债发展前景充满信心。远期利率协议的推出则为投资者提供更多管理利率风险的工具，有利于促进货币市场的稳定和提高市场价格发现功能，为央行货币政策提供参考。SHIBOR于2007年1月4日起开始正式运行，自SHIBOR正式运行以来，短期融资券、企业债发行定价基准改为SHIBOR，同时以SHIBOR为基准的浮息债和互换也纷纷推出，SHIBOR的基准利率地位得到一定程度的巩固。

## 二、2008 年债券市场基本面分析与预测

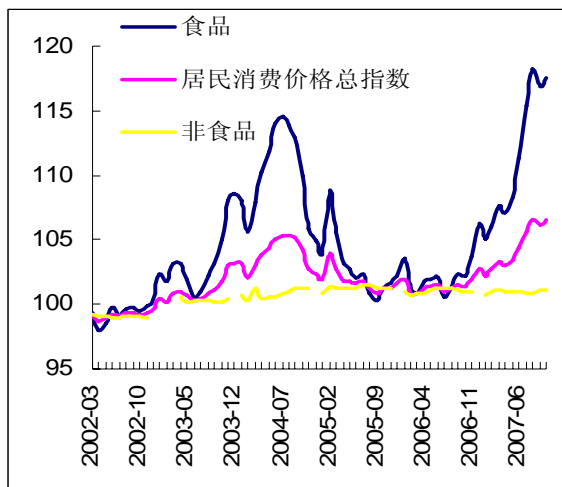
### （一）CPI 有望高位回落，通货膨胀压力仍然很大

#### CPI连创新高，成本推动特征明显

2007年CPI涨幅远远超出市场预期，从3月份开始，CPI超过3%警戒线并且持续上升，并在8月和10月份创下10年来新高，预计全年CPI为4.6%-4.7%。食品价格上涨是本轮物价上涨的主要推动力量。



图 4: CPI 走势及其食品价格上涨对其贡献



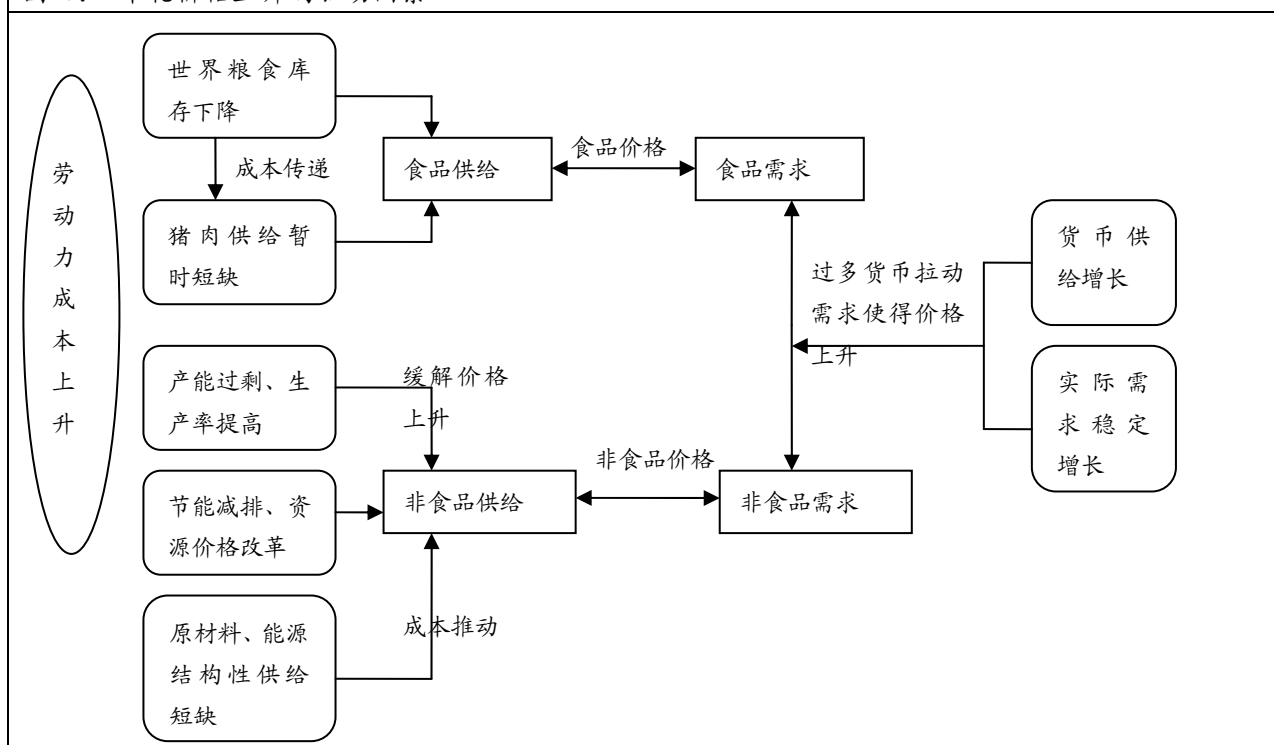
	食品 贡献	粮食 贡献	肉禽贡 献
2007-01	75.68%	9.72%	49.09%
2007-02	74.00%	7.81%	45.63%
2007-03	77.70%	6.01%	40.00%
2007-04	78.81%	6.30%	46.93%
2007-05	81.29%	5.38%	62.35%
2007-06	85.52%	4.30%	64.91%
2007-07	91.58%	3.32%	64.57%
2007-08	93.24%	3.05%	60.31%
2007-09	90.77%	3.25%	55.48%
2007-10	90.17%	3.20%	47.14%

数据来源: WIND 资讯, 广发证券发展研究中心

造成本轮价格上涨的原因既有成本推动的因素也有需求拉动的因素, 但是成本推动仍然是主要原因。我们把CPI分为食品和非食品两类, 面临同样的货币增长环境, 食品价格大幅上涨而非食品价格却保持平稳, 这种相对价格明显变化显然是与供给状况或者供给弹性有关。

食品价格大幅上涨最主要原因是世界粮食供给紧张和猪肉供给的暂时性下降。货币供给增速偏快虽然在一定程度上对食品价格具有拉动作用, 但是并不是本轮食品价格大幅上涨的主要因素。而非食品价格之所以保持稳定, 一方面是由于工业部门的产能过剩和竞争格局趋向于完全竞争使得原材料价格上升难以传导到最终消费品中, 另外一方面是资源价格低估, 使得企业能够吸收一定成本上涨, 降低成本往下游传导程度。

图 5: 本轮价格上升的驱动因素



尽管目前物价上涨仍然属于结构性通胀，但是各方面因素都表明08年CPI走势仍然非常令人担忧。由于翘尾因素影响以及下半年猪肉价格趋稳甚至回落，上半年CPI同比增长率将会高于下半年，但是CPI下半年走势仍然存在许多不确定因素，通胀压力仍然很大。

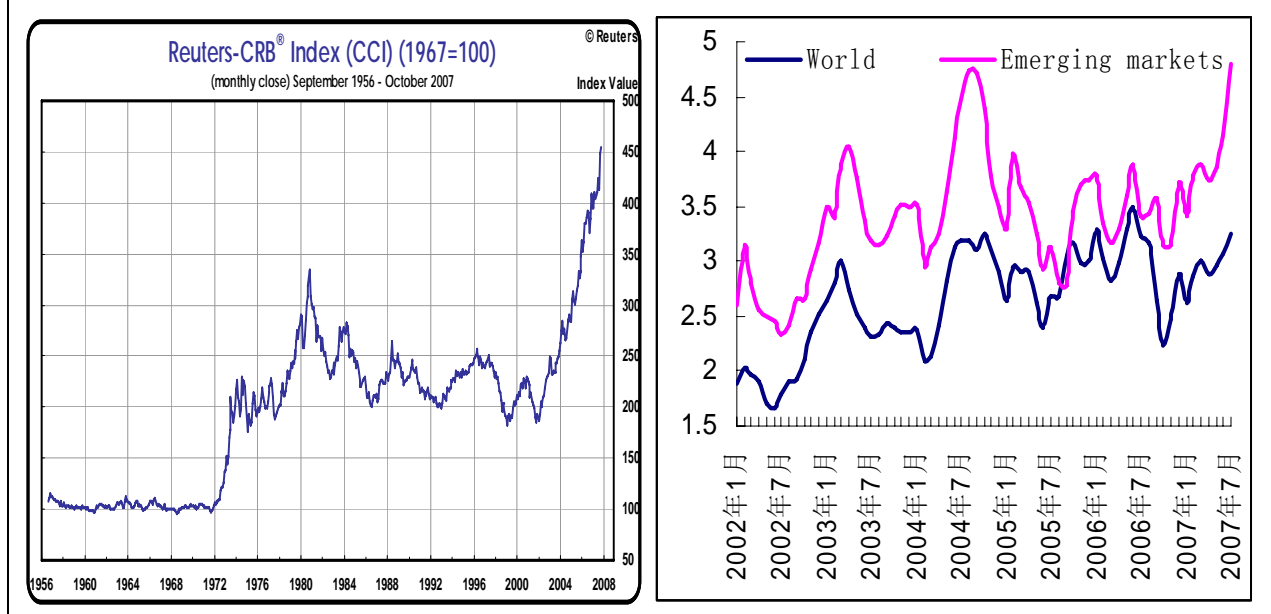
### 多重因素导致通胀压力难解

第一、原材料、能源价格持续上涨，全球经济通胀风险加剧

粮食库存的大幅下降，石油资源的结构性供给短缺，新兴市场长期快速发展导致原材料、燃料的需求激增以及美元贬值和全球流动性充裕多重因素作用下，全球多数国家和地区都面临者通货膨胀压力，其中新兴市场的通货膨胀率从07年年初开始大幅上升，至7月份已经接近5%。

路透社大宗商品价格指数从03年开始上升，07年以来涨速有加快的趋势。CRB指数涵盖的商品都是原材料性质的大宗物资商品，其走势一般领先于PPI和CPI，原材料价格上涨难免传导到工业制成品和消费品中去，CRB大幅上涨加剧了全球经济通胀风险。

图 6：路透社 CRB 指数和世界通货膨胀



数据来源：路透社、IMF

表 1： IMF 对各国 CPI 预测（08 年虽然有所下降，但是仍然处于较高水平）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (E)	2008 (E)
美国	1.5	1.8	2	2.3	2.3	2.1	2
欧盟	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2	2
俄罗斯	15.8	13.7	10.9	12.7	9.7	8.1	7.5
亚洲发展国家	2	2.5	4.1	3.6	4	5.3	4.4
中国	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.5	3.9
印度	4.3	3.8	3.8	4.2	6.1	6.2	4.4
中东国家	5.3	6.2	7.2	6.9	7.5	10.8	9.2

数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

第二、粮食供求状况令人担忧，粮价将持续上涨。

虽然2007年粮食总产量继2004年以来第四次大丰收，总产量超过1万

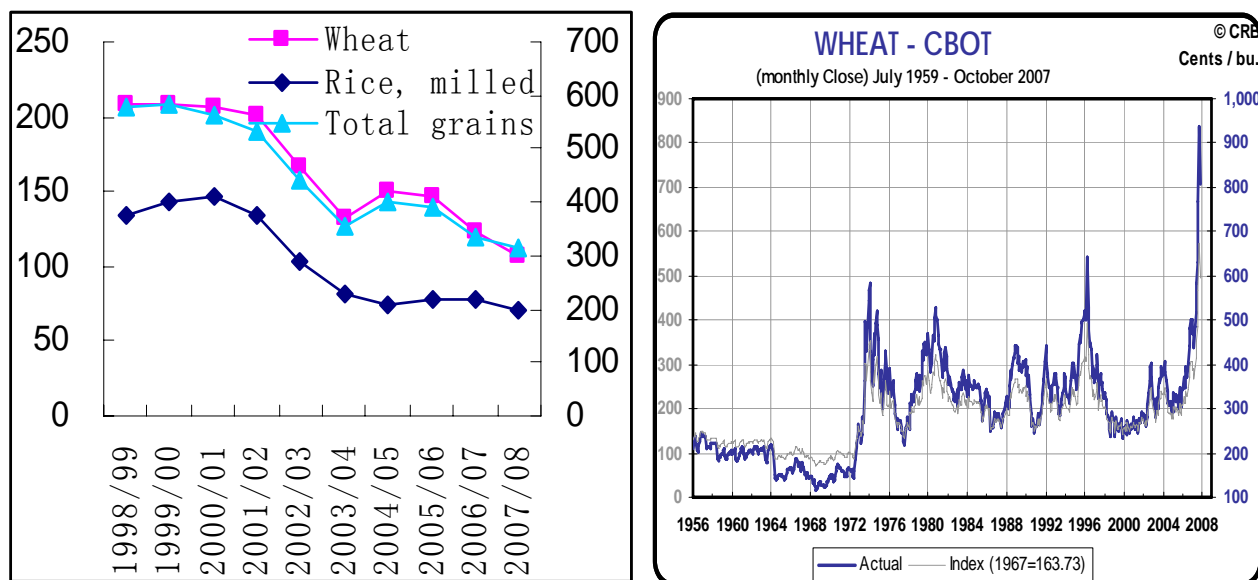
亿斤，但是由于近年来粮食的需求也是平稳增加，预计今年需求依然会增加100亿斤以上，供需仅仅达到平衡。

与此同时，世界粮食供求出现紧张局势，全球粮食储备存量已经达到25年来新低。由于粮食种植周期较长，水资源短缺，综合生产能力提升得到限制，而粮食刚性需求在不断上升，全球粮食供不应求状况难以在短期内改变。

粮食供不应求导致世界粮食价格大幅上涨，芝加哥期货交易所的小麦期货价格指数从06年2月的370上升到07年9月的939，玉米期货指数也从去年8月的232上升到今年10月的375。世界粮食价格上涨将带动国内粮食价格上涨。由于国内外粮价差价较大，小麦出口速度加快，与此同时国内市场农户惜售行为变得严重，玉米供应紧张局势加剧，粮食价格持续上涨仍然主导08年全年。

粮食价格上涨不仅仅对CPI有直接影响，对其他食品价格的推动作用也非常明显，粮价上涨是CPI难以回落的主要风险之一。

图 7： 全球谷物库存大幅下降，小麦期货价格大幅飙升



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

### 第三、节能减排、资源价格改革推高成本价格

《节能减排综合性工作方案》明确了2010年中国实现节能目标任务和总体要求，目前节能减排已经取得实质性进展。节能减排虽然有利于企业长期发展，但是短期内带来成本提高确是一个不争的事实。

资源价格形成机制改革自从05年提出以后，至今还未出现实质性进展，但是由于原油价格大幅上涨以及由于资源价格低估导致的经济社会问题越来越突出，发改委对于资源价格改革问题越发重视并表示将统筹考虑经济、社会各方面的承受能力，要选择合适的时机出台。如果08年下半年CPI回落，资源价格形成机制改革可能性非常大，水、电和燃料占消费比重5.5%，如果资源价格提价10%，CPI将上涨0.55%。

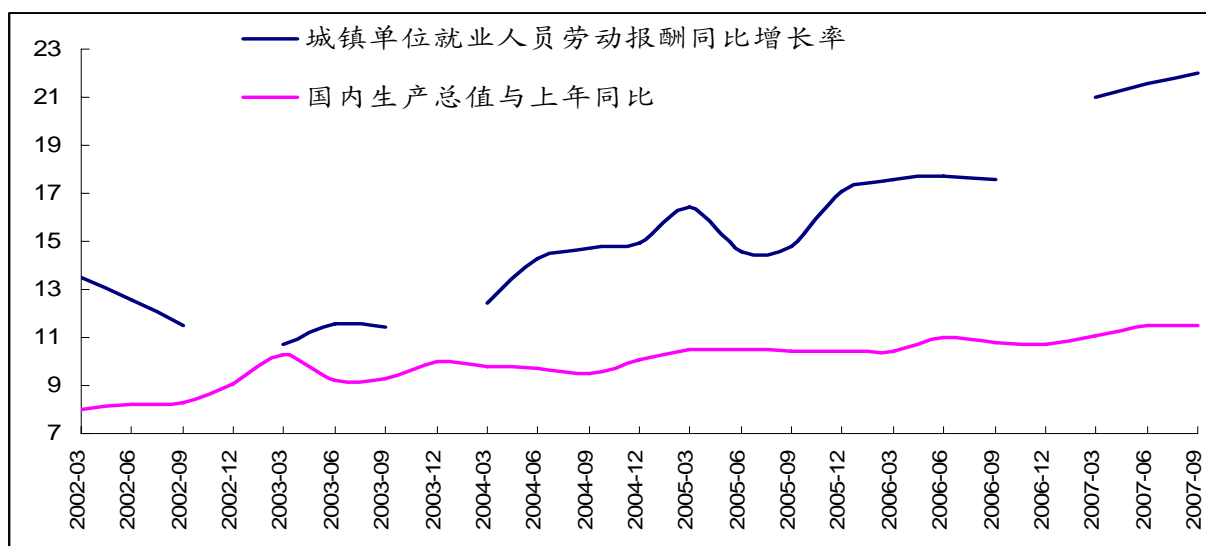
### 第四、劳动力成本上涨压力增大

劳动力供给的结构性趋紧和最低工资不断上调使得劳动力成本不断上升，近5年来城镇单位就业人员劳动报酬同比增速远高于GDP增速。



十七大提到：逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。着力提高低收入者收入，逐步提高扶贫标准和最低工资标准。十七大对于收入分配制度新提法对于提高居民收入影响深远，劳动力成本持续加快上涨将成为未来趋势之一，劳动力成本持续上升将导致本轮通胀持续性增强。

图 8：近几年劳动力成本增速远高于 GDP 增速

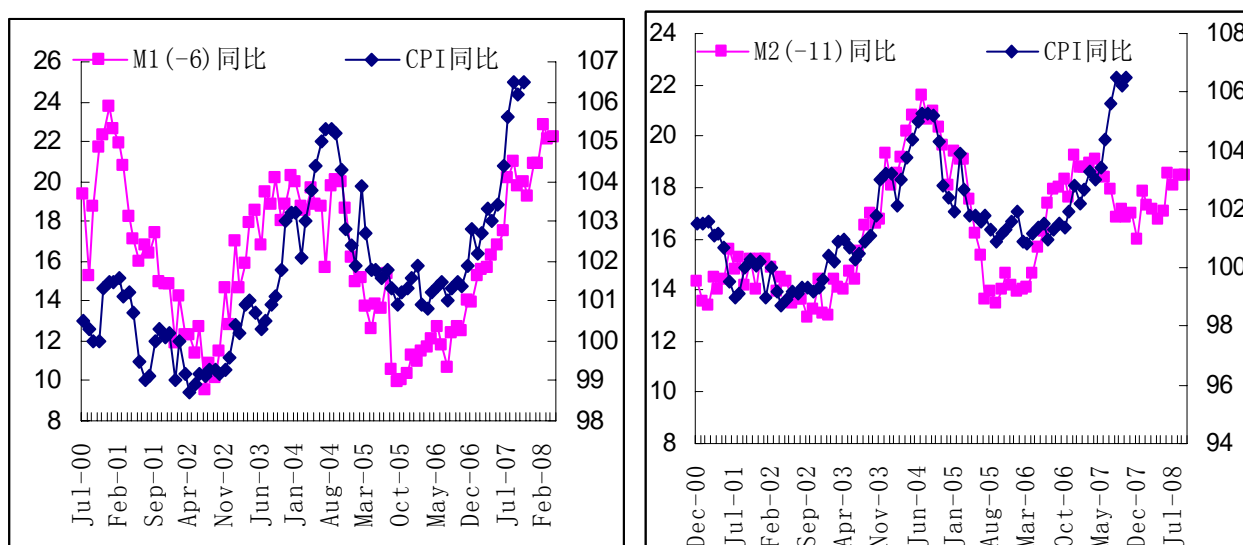


数据来源：广发证券发展研究中心

#### 第五、货币供应量增速过快更应关注

货币供应增速和CPI走势非常一致。06年以前M2滞后11个月数据和CPI走势基本上同起同落，06年以来M1滞后6个月数据和CPI走势更加贴近。近期M1和M2增速逐渐上升，虽然目前货币供应量增加对CPI影响似乎不大，但是过多的货币始终会表现在物价上。考虑到CPI和M1、M2关系，08年CPI大幅回落的可能性非常小。

图 9：货币供应量和 CPI 走势非常一致



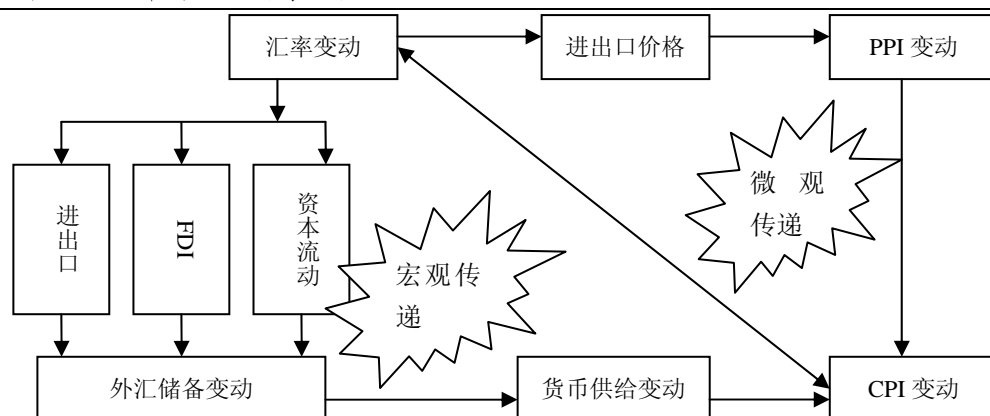
数据来源：广发证券发展研究中心

### 升值能否降低通货膨胀率？- 影响显著，但是存在时滞效应

从理论上讲，本币升值能通过降低进口价格进而降低国内价格，但是实际上本币升值能在多大程度上改善本国通胀状况？

关于本币汇率变动与国内价格关系的传导过程可以归结为图10。汇率变动可以通过进口价格传导至CPI，也可以通过汇率变动预期影响货币环境来间接影响CPI。汇率变动对CPI传导不仅路径较长，而且影响因素也较为复杂。

图 10：汇率对 CPI 传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

从以往学术文献研究结果来看，工业国家的汇率变动对于进口价格的影响比较明显，但是对于生产者价格和消费者价格的影响却非常弱，甚至在统计上不显著。罗忠州在其博士论文中对日元汇率对日本物价影响进行详细研究，也发现日元汇率波动对进口价格传导效率比较高，但是对批发物价影响较小，而对消费者价格的影响根本不显著。

表 2：1971 年～2003 年日元汇率对价格的影响因素

变量	对进口价格的影响	对批发价格的影响	对消费价格的影响
日元汇率	0.6033 (***)	0.0569 (***)	-
日元汇率滞后一期	-	0.0255 (*)	0.0043
石油价格	-	0.0272 (***)	0.002
美国出口价格	-	0.2795 (***)	0.0929 (**)
日本的货币供给	-	0.1576 (**)	0.172 (***)

数据来源：罗忠州博士论文《汇率波动的经济效应》

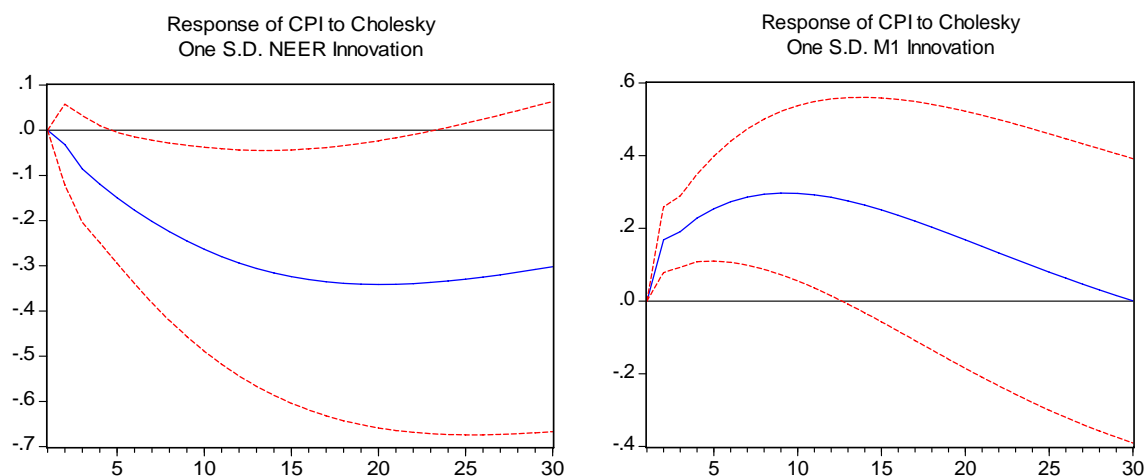
利用同样方法对人民币汇率变动和国内价格关系进行研究，发现名义有效汇率升值对CPI的影响虽然显著，但是边际影响较小而且存在时滞效应。名义有效汇率升值1%，导致当期CPI下降0.021%。如果人民币持续升值，考虑到前期的升值的累积效应，那么从长期来看，人民币升值1%，CPI将下降0.175%（0.021% / (1-0.88)=0.175%）。

人民币名义有效汇率对于CPI影响模型：

$$cpi = -0.77 - 0.021neer + 0.049m1(-6) + 0.018pf + 0.88cpi(-1)$$

其中neer为人民币名义有效汇率，pf为世界出口价格指数，所有数据都换算成同比增长率。数据采取1996年1月至2007年8月。模型各个变量都在95%置信水平下显著，R<sup>2</sup>=0.945 DW=1.89。

图 11: CPI 对于名义有效汇率和 M1 冲击的反应



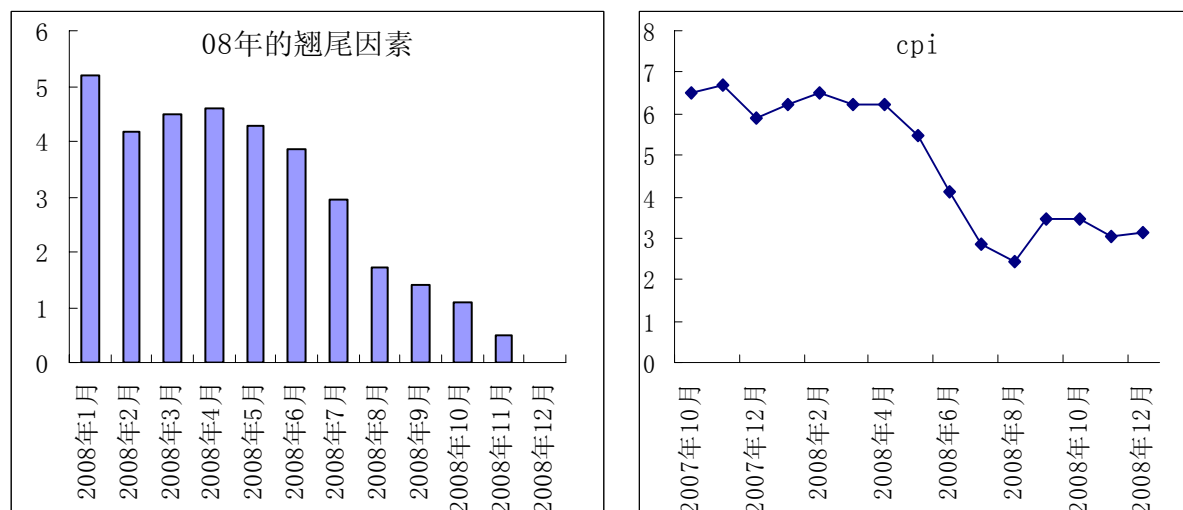
数据来源：广发证券发展研究中心

### 上半年CPI将高位运行，全年通胀膨胀率3.9%-4.4%

08年造成物价上涨的因素中除了肉类价格上涨将得到抑制以及人民币升值对通胀压力的微弱缓解作用之外，其他因素仍然在起作用，通胀风险较大。

猪肉供给将在08年二季度逐渐增加，猪肉价格将在08年二季度得到稳定甚至回落，粮食价格继续维持小幅上涨趋势。再考虑到明年紧缩的货币政策和政府对于物价调控各种政策的影响，我们认为08年CPI仍然可控。08年上半年翘尾因素估计为4.43%，下半年翘尾因素为1.27%，在翘尾因素影响下，上半年CPI将明显高于下半年。根据模型推算，全年CPI将处于3.9%-4.4%之间，上半年CPI为5.7%左右，下半年回落至3%。

图 12: 08 年翘尾因素以及对 08 年 CPI 的预测 (%)



数据来源：广发证券发展研究中心

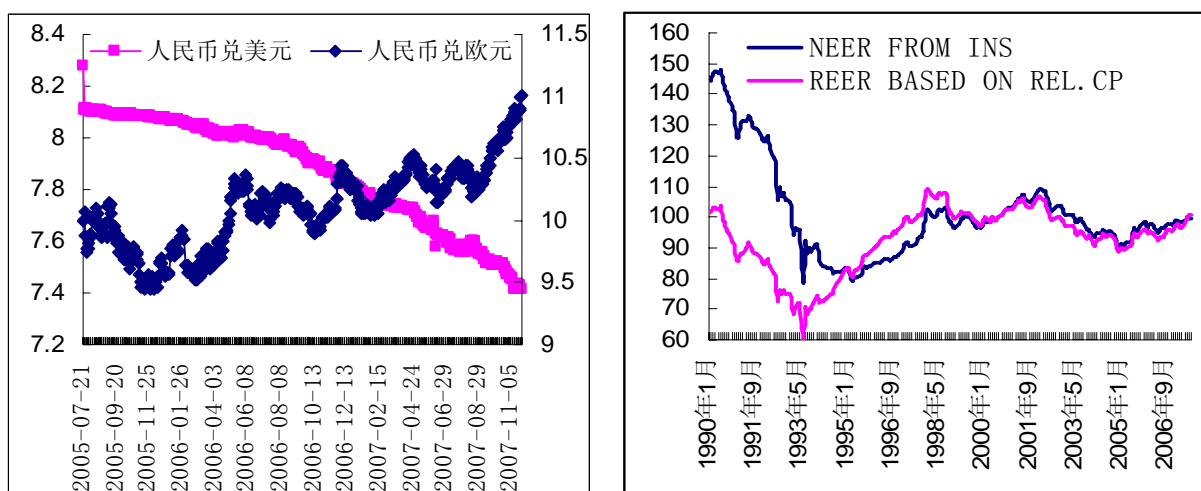
## (二) 人民币加速升值

### 人民币面临巨大的升值压力

1994年以来，中国可贸易部门生产率提高快速提高，而劳动力成本上涨幅度相对较小，导致单位劳动生产率提高幅度高于发达国家，人民币存在内在的升值要求。

虽然人民币存在内在的升值要求，但是人民币升值步伐非常慢。2002年至2005年7月人民币名义有效汇率(neer)和实际有效汇率(reer)甚至贬值。汇改之后，虽然人民币兑美元升值幅度达10.4%，但是人民币兑欧元仍然是贬值的。从整体来看，汇改以来人民币名义有效汇率只升值了3.05%，实际有效汇率升值6.4%左右，升值速度非常缓慢。

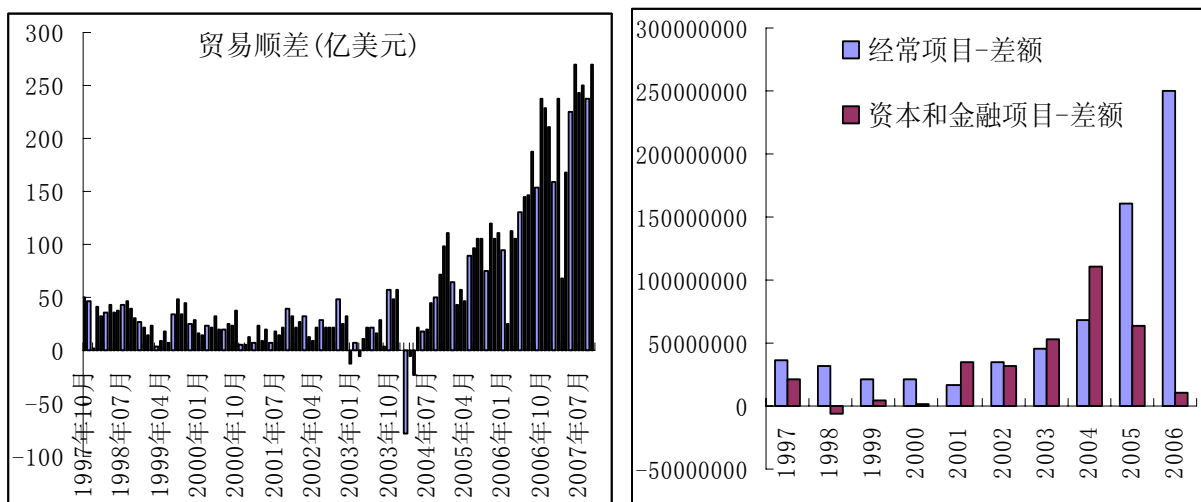
图 13: 人民币兑美元、欧元走势，人民币名义有效汇率（NEER）和实际有效汇率（REER）



数据来源：广发证券发展研究中心

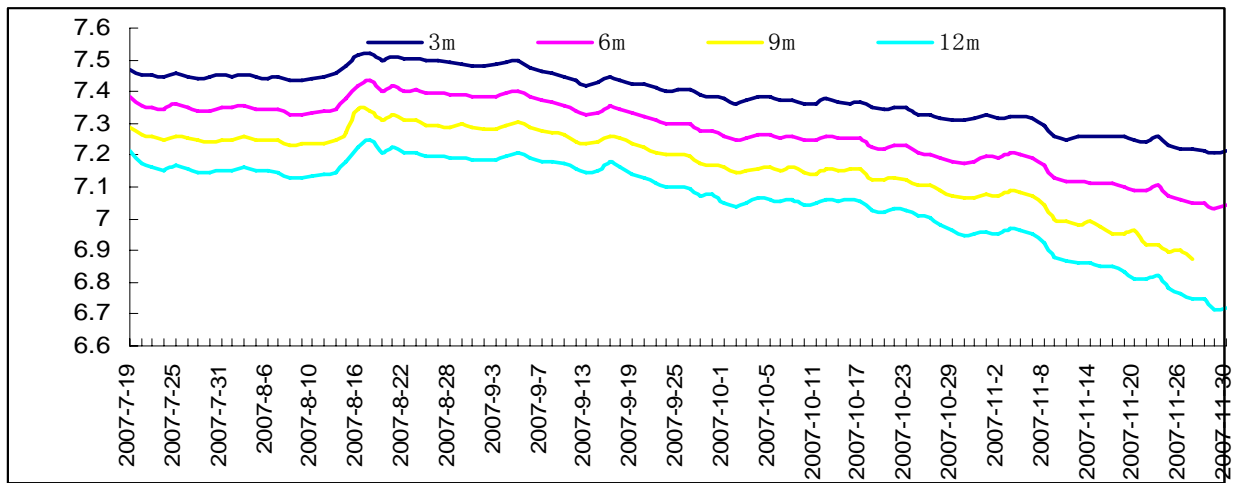
人民币实际汇率低估的集中表现是我国国际收支的双顺差和贸易摩擦加剧倾向。人民币升值压力的另外一个表现是人民币NDF贴水的上升。11月30日，12个月人民币NDF为6.72，贴水幅度达到6900BP。

图 14: 顺差大幅上升



数据来源：广发证券发展研究中心

图 15: 人民币 NDF 走势



数据来源: BLOOMBERG, 广发证券发展研究中心

### 人民币升值速度将加快, 08年年底人民币兑美元有望达到6.7

近期由于美国次级债危机影响, 美国经济已经出现疲软现象, 今年美联储两次下调联邦储备利率, 但是实体经济仍然未见好转, 次级债危机的阴影将继续笼罩美国经济, 美国进入降息周期的可能性很大。而中国经济仍然存在过热风险以及通货膨胀压力, 未来一段时间内仍然处于加息周期, 人民币兑美元升值压力进一步加大。在升值和加息预期下, 外部热钱不断流入。07年上半年国际收支净误差与遗漏达到131亿美元, 外汇储备中有近20%无法由经常账户顺差和FDI净流入来接受, 热钱流入非常明显。

从人民币升值压力存在到升值的实现主要取决于央行对于升值的态度。人民币升值对国内经济有利影响在于升值能在一定程度上改善通胀压力和贸易条件, 并且在升值达到一定程度之后能降低热钱流入速度和规模, 从长期来看有利于国内经济的良性发展; 不利影响在于升值导致出口竞争力下降, 升值结束之后还有可能引起热钱大量流出。目前中国经济面临主要问题经济存在过热风险和通货膨胀压力较大, 人民币升值具有一定紧缩效应, 有利于降低通货膨胀压力, 而年内10%的升值幅度仍然不会扭转人民币升值预期, 因此不会导致热钱大量流出进而对中国金融稳定产生较大影响, 总体来看升值是利大于弊。05年汇改至07年11月, 人民币兑美元三年来分别升值2.42%、3.12%、5.3%, 到07年年底人民币有望升值至7.33, 07年全年升值幅度将达到6%。从名义汇率升值过程来看, 人民币兑美元的升值速度确实在加快。

考虑到人民币升值压力增大以及央行对于升值态度转变, 我们认为08年人民币升值速度将会持续加快, 年内升值幅度有望突破8%, 08年年底, 人民币兑美元将达到6.7。

### 人民币加速升值, 债市反应如何?

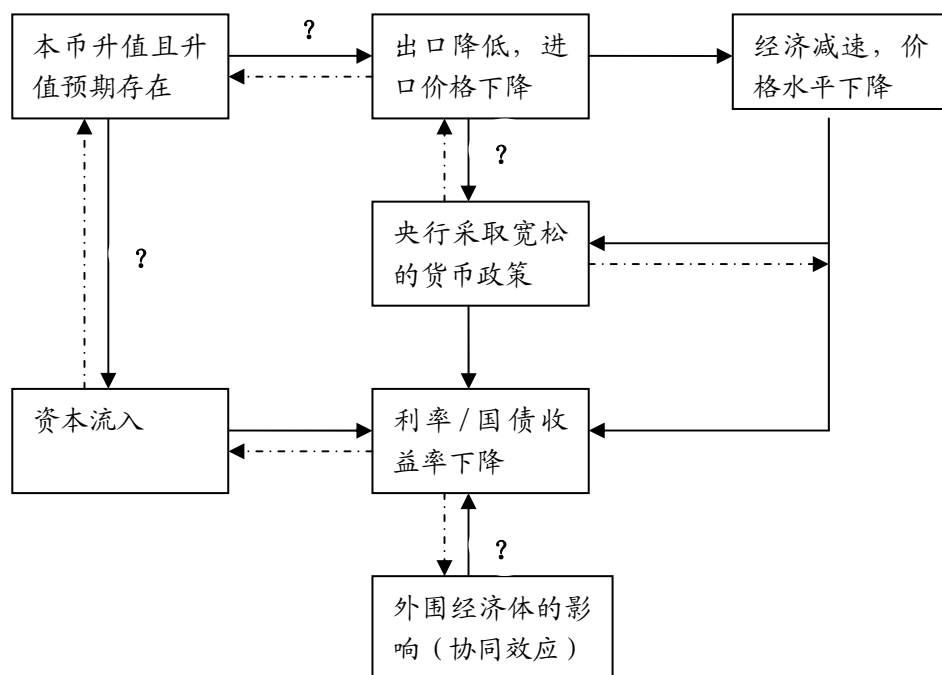
理论分析表明, 升值基本上利好债市, 但是由于债券市场受到影响较多, 升值因素是否能够覆盖其他因素, 从而使得债市发生方向性逆转仍然存在许多不确定因素。

从德国、日本和新加坡三国的历史来看, 本币升值期间, 各国债市表现不一。日本国债收益率在升值期间大幅下降, 但是德国和新加坡的国债收益率在升值期间没有出现明显下降。我们认为原因有多个, 其中主要原



因是：日元年内升值达到 40%，升值速度过快使得国内经济特别是出口受到极大冲击，进口价格也大幅下降，而这些都是有利于日本债券市场走强的基本面因素；与此同时，为了防止本国经济出现衰退，日本央行连续大幅降低利率，这对于债券市场是一个极大的利好因素；最后，国际市场的低利率环境也有利于日本国债利率下降。与日元升值不同的是，新元和马克的升值压力低于日元，升值速度较为缓慢，升值对国内基本面没有明显的负面影响，新加坡和德国也没有因为升值而降低本国利率。**由此可见，升值速度、本国货币政策操作和国内外宏观经济环境是影响升值期间债券市场表现的主要因素。**

图 16：本币升值对国债收益率的传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

人民币升值能否将债市从弱市中拯救出来？从升值速度来看，虽然人民币升值速度有可能加快，但是短期内大幅升值的可能性不大，年内升值幅度估计在 10% 以内，此升值速度不仅大幅低于日本广场协议之后的日元升值速度，也低于马克和新元快速升值阶段的速度，总体来看升值仍然是相对缓和的。从本国的货币政策操作来看，目前中国仍然处于加息周期。从外围市场影响来看，中国的资本账户尚未完全开放，国内的金融市场受外国市场的影响较小，即使国际市场利率下降，债券市场不一定能受益。与此同时，部分研究还表明本币升值期间，资本流入本国，推高本国资产价格。但是，需要注意的是，资本流入不一定能注入债券市场。从 06 年以来的市场行情的资金流动来看，股票和房地产受资金追逐显现明显，但是债券市场却一片冷落。债券市场的投资主体越来越集中于商业银行，其他非银行金融机构的债券投资比例大幅降低，而自 06 年以来，商业银行可用于债券投资的资金增速已经大幅回落。

考虑到以上因素，我们认为升值虽然对债市形成利好，但是 10% 以内的升值速度难以把债市从弱市中“拯救”出来。如果央行改变货币政策

操作，放弃加息并加速升值，债市或有转折性变化，但是从目前央行政策操作方式来看，此种可能性还无迹象。

### （三）经济持续高增长，但是增速将有所回落

08年中国经济将维持惯性高速增长，但是在世界经济减速和人民币升值环境下，出口增速将回落，而在央行的紧货币政策下，信贷和投资调控将对投资产生一定的抑制作用，但是受多方面因素影响，投资增速将维持较高水平。总体来看08年经济增速将小幅回落，但是增速仍然在10%以上。

#### 不稳定因素之一：世界经济减速，中国能否独善其身？

由于美国次级债危机、食品、原材料和能源价格上涨影响，世界经济面临减速和通胀风险。

美国次级债危机至今为止还未见好转迹象，房地产市场一片惨淡，新屋开工率和房屋销售大幅下降。受次级债危机的影响，美国股市大幅波动，10月中旬至11月中旬S&P指数下跌接近10%。金融机构损失惨重，对实体经济的影响也逐渐呈现，失业人数增加、消费者信心指数大幅下降，采购经理人指数快速回落。

美国经济在全球经济地位决定了其经济波动必然会波及其他国家和地区。与此同时，食品、原材料和能源价格上涨使得全球经济增长面临更多不确定性。IMF将全球经济增长速度从2007年的5.2%调低至2008年的4.8%。

在全球经济增长减速之际，中国经济能否独善其身？理论研究表明：出口需求由进口国的需求和出口产品的到岸价格决定，相应地出口需求方程可以表示为进口国的经济增长和本国的实际有效汇率的函数。我国的出口需求方程为：

$$\text{export} = 20.9 - 2.14\text{reer} + 1.03y^*$$

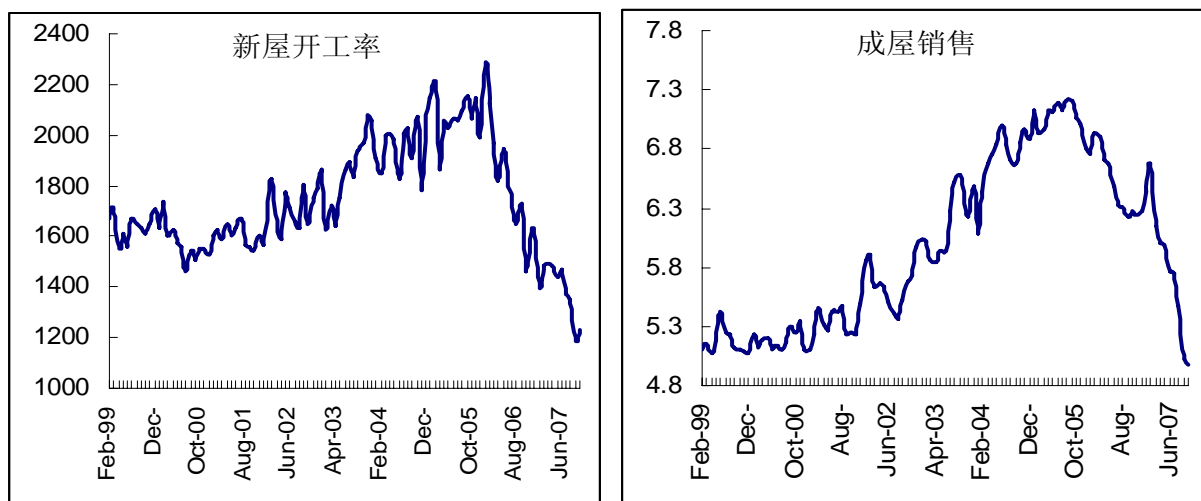
出口需求方程表明：从长期来看，世界经济增速下降1%，出口增速也将下降1.03%，人民币名义有效汇率升值1%。出口增速下降2.14%。

据IMF预测，08年世界经济增速较07年下降0.4%，那么世界经济增速回落将造成中国出口下降0.412%。与此同时，预计人民币兑美元升值8%，但是由于美元处于贬值周期，名义有效汇率和实际有效汇率升值幅度将远低于8%，保守估计人民币实际有效汇率将升值3%-4%，那么世界经济回落以及人民币升值将导致出口增速较下降6.83%-8.97%。考虑到升值对出口影响的时滞性，2008年出口受到的影响可能要小得多，但是无论如何全球经济减速以及人民币实际汇率的实际升值对出口的影响仍然难以忽略。

与此同时，国家对于出口的调控越来越重视，为了抑制出口过快增长，减少贸易摩擦，财政部在出口退税、出口税收方面抑制出口，而商务部从出口许可、出口配额方面对部分商品出口进行管制。因此外部形势和政策方面都不利于出口增长。

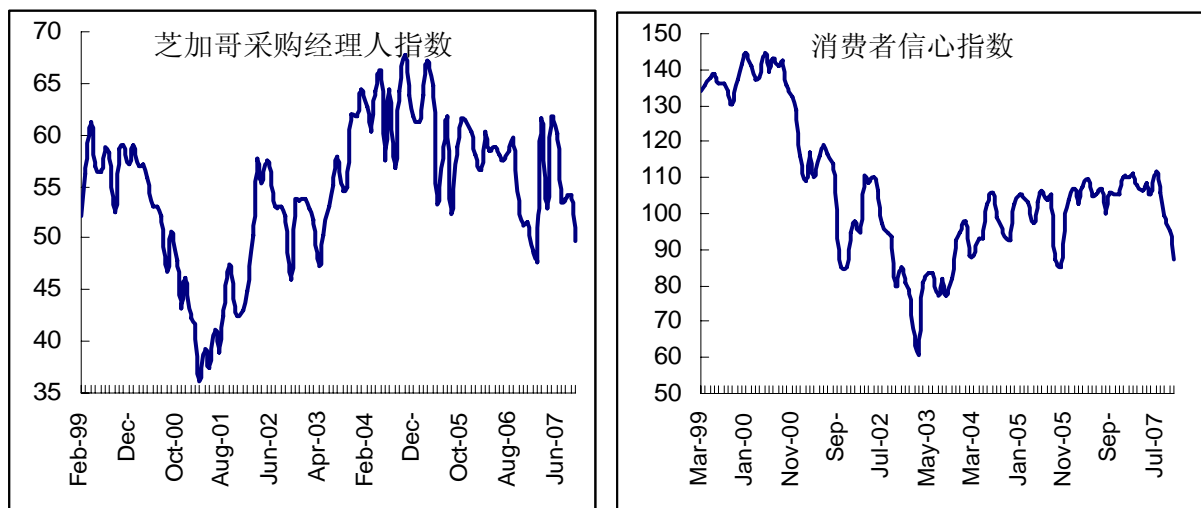
考虑到以上因素我们认为08年出口增速将回落至17% - 22%。进口增速与人民币汇率和内需有关，在内需保持平稳增长以及人民币升值的刺激下进口有可能加快，估计进口增速在20%-25%之间。以此计算08年全年贸易顺差约为2800 - 3000亿元，同比增速为7%-12%。

图 17: 美国房地产市场一片萧条



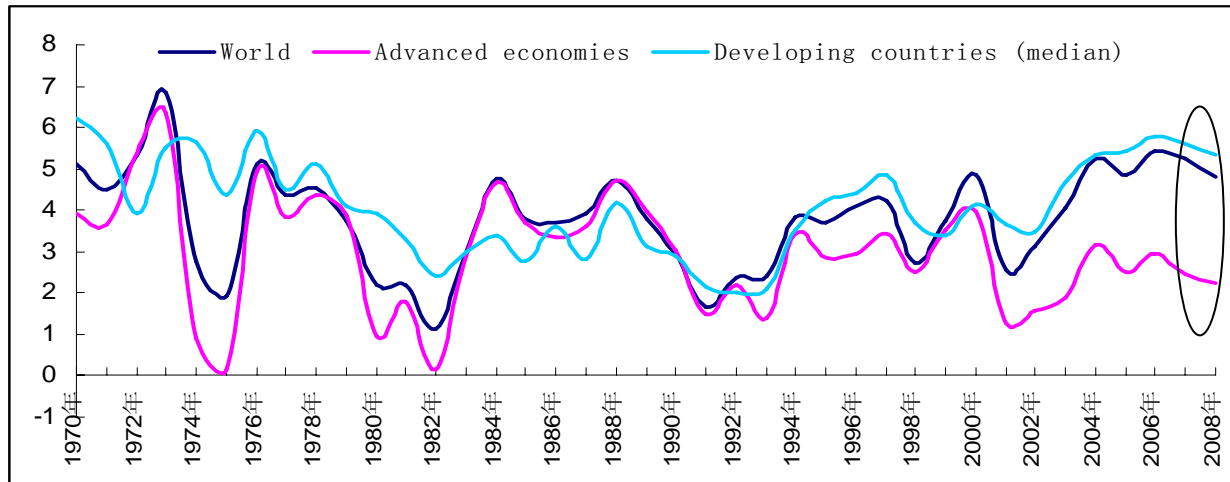
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 18: 美国采购经理人指数和消费者信心指数大幅回落



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 全球经济增速将在 08 年回落 (IMF 预测)



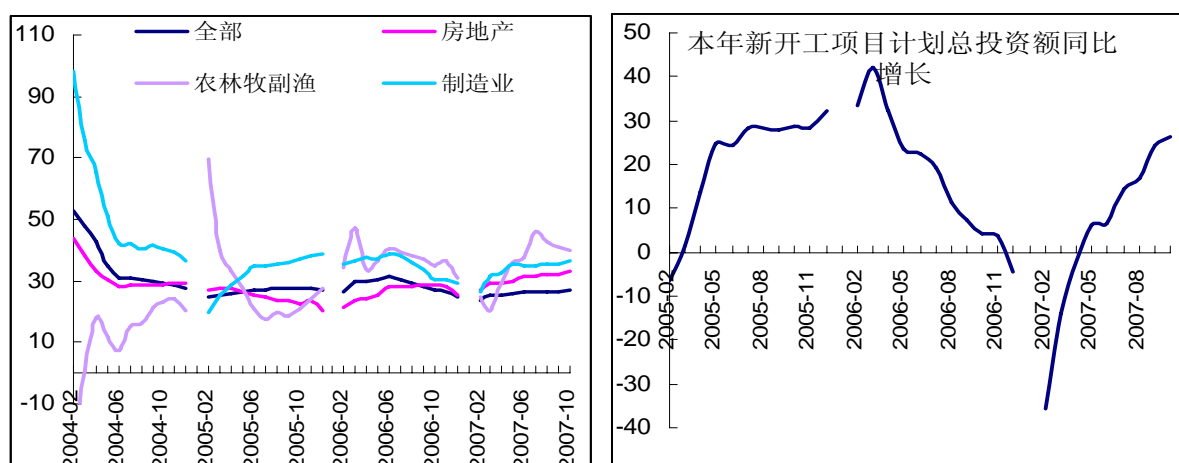
数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

### 不稳定因素之二：固定资产投资调控效果如何？

目前防止经济过热和通胀风险已经成为宏观调控的首要任务，08年将实行从紧的货币政策，信贷和投资将成为调控的重点对象，除了信贷的总量控制之外，估计窗口指导和行政调控力度将大幅加大，为此市场曾有观点认为08年投资增速将大幅下降，我们认为08年固定资产投资增速仍将保持较快水平。原因如下：

首先，经济发展前景良好，企业投资回报较高导致投资需求旺盛。虽然明年外部环境有所恶化，但是对于出口的影响有限。目前，内需刚刚启动，宏观经济发展前景良好，工业企业的利润增长率保持在30%以上，房地产价格维持高位，高投资回报率将导致企业投资需求旺盛。

图 20：固定资产投资增长强劲

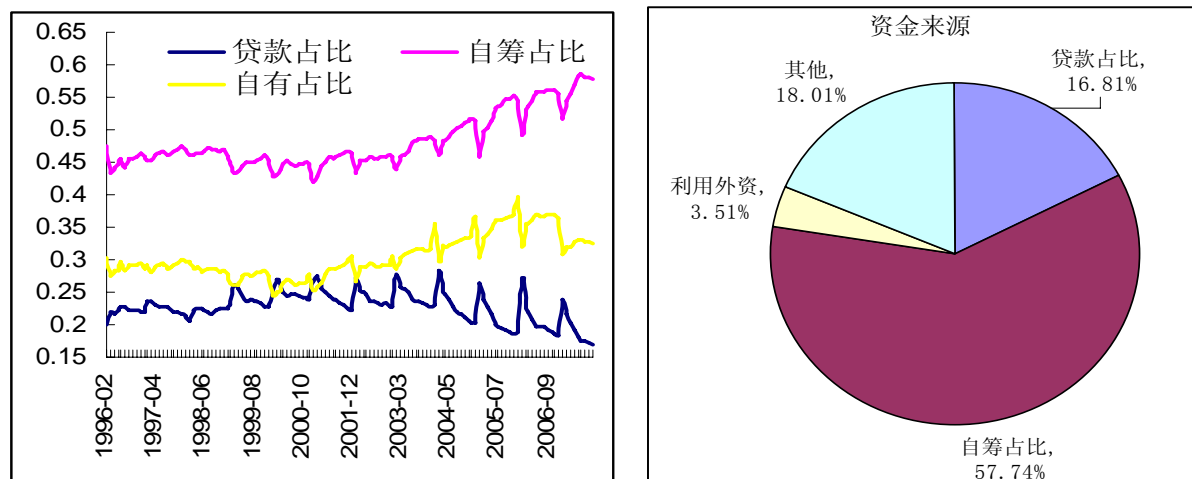


数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

其次，企业融资渠道拓宽，信贷调控影响减弱。企业固定资产投资资金来源当中信贷资金占比呈现下降趋势，企业自筹资金占企业固定资产投资资金来源的58%左右，信贷资金占比只有16.81%。信贷资金比重下降意味着通过调控信贷来控制固定资产投资的政策效力下降。

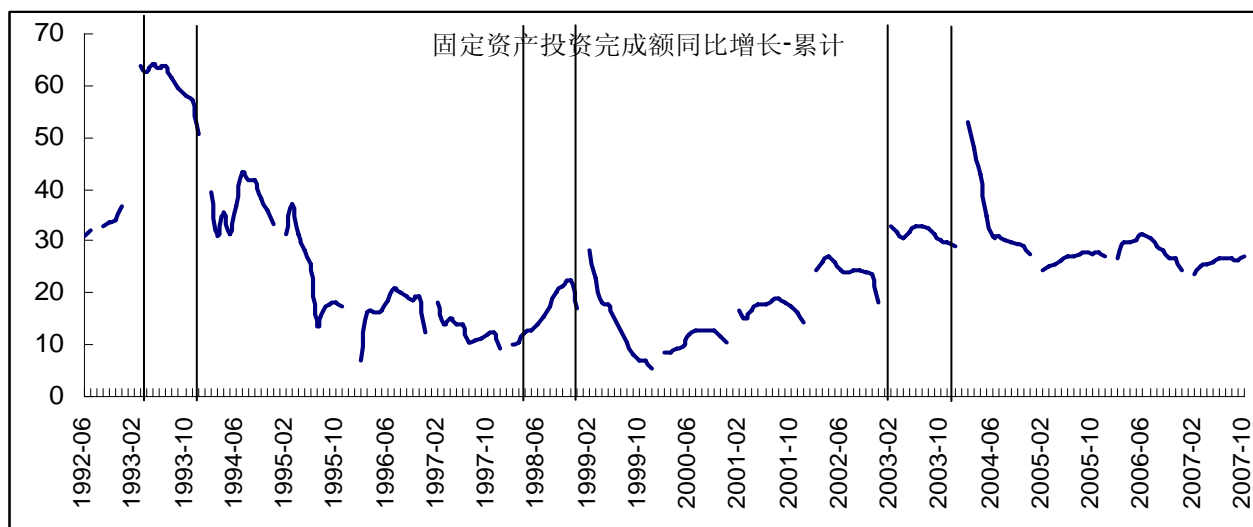
最后，2008年为政府换届年，新政府上台的第一年固定资产投资增长往往有推高的现象。

图 21：固定资产投资资金来源



数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

图 22: 固定资产投资完成额



数据来源: WIND 资讯, 广发证券发展研究中心

08年出口增速有可能回落, 外需增速下降对固定资产投资可能有不利影响, 但是考虑企业投资需求旺盛、投资资金来源拓宽、信贷调控的影响减弱、新政府上台对投资推动等这几个因素, 我们认为08年固定资产投资增速仍然维持在较高水平, 年度增速有望达到25%。07年下半年年新开工项目投资额度的同比增速加快上涨也表明未来固定资产投资增速大幅回落的可能性不大。

#### (四) 货币政策: 紧缩仍然是主调

中共经济工作会议奠定了未来宏观调控的基调: 把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。会议提出08年将实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。在政策时间分布上, 我们认为随着下半年物价回落, 紧缩政策将有所松动, 整体来看, 货币政策上半年收紧程度高于下半年。

##### 利率政策运用减少, 汇率政策启航

我们认为08年央行将降低加息频度, 加息的空间54BP左右, 原因在于:

首先, 07年5次加息, 政策效果有限。当前物价上涨主要原因在于成本推动, 加息难以平移成本推动的通胀;

其次, 08年下半年翘尾因素很低, CPI应该在4%以下, 央行制定政策时应当会考虑到物价未来走势;

再次, 美国处于降息周期, 虽然利率平价理论在中国难以成立, 但是中美利差如果逆转, 热钱加剧流入的风险将上升;

最后, 从央行近期的货币政策操作可以看出, 央行对于加息已经更加谨慎, 10月份CPI再上6.5%, 央行仍然未加息;

在利率政策减少时, 央行将加大汇率政策调控, 估计人民币汇率升值速度将加快, 年内升值幅度将超过8%。

##### 加大流动性回收力度

08年贸易顺差增速将回落, 但是由于人民币升值预期强烈, 预计资本



流入会加速。央行回收流动性的任务仍然非常艰巨。在回收流动性工具上将继续使用上调准备金、发行央票、定向央票和特别国债正回购等方式。虽然存款准备金已经达到20年来的新高14.5%，但是仍然有上调空间。定向央票和普通央票发行仍然是回收流动性的常规手段，考虑到特别国债的部分替代作用，以及普通央票发行成本上升，估计央票发行量将有所下降。12月11日发行的7500亿特别国债将在08年被央行买断，13500亿元的特别国债将起到部分替代央票的功能。

#### 窗口指导和行政调控力度加大 - 严控信贷和投资

07年央行货币政策主要采取上调存贷款基准利率、上调准备金和公开市场操作等手段，但是对于物价、信贷和投资的调控并没有达到预期效果，预计08年窗口指导和行政调控力度将有所加大。信贷和投资将成为调控重点，信贷总量调控可能由年度管理改为季度管理，而固定资产投资可能对源头上的新开工项目进行调控。

### 三、市场资金面仍然充裕

由于研究目的不同，流动性的定义往往存在较大差别。根据流动性的范围可以分为总体流动性（宏观经济体流动性）和分市场流动性。分市场流动性是指金融市场流动性和实体经济流动性。由于资金是逐利的，并且部分资金能够跨市场流动，债券市场作为金融市场一部分，因此对于债券市场资金面的研究，首先必须清楚总体流动性情况或者整个宏观经济体的流动性情况。

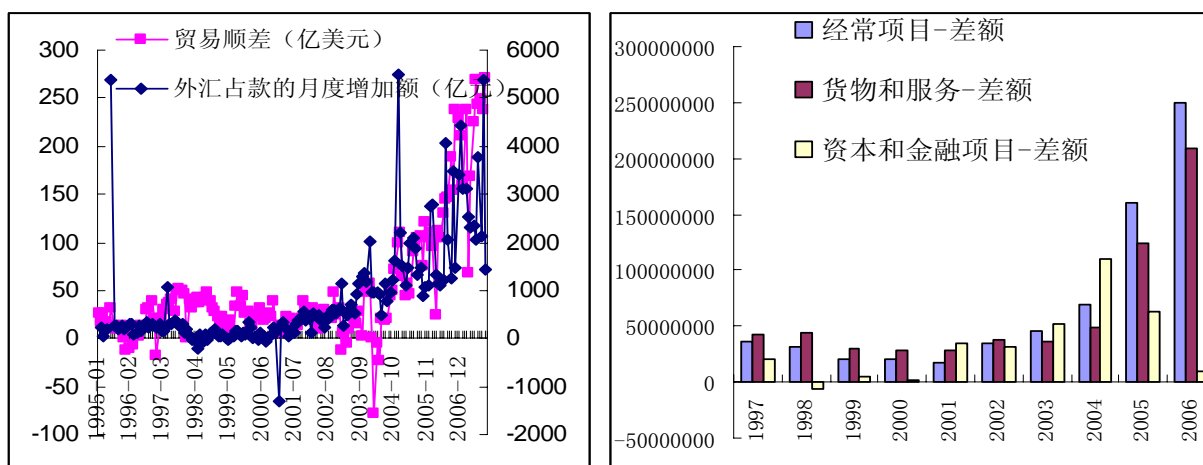
#### （一）宏观经济流动性过剩：央行的角度

1999年以来，我国经常项目和资本项目持续双顺差，03年以来贸易顺差增速上升，贸易顺差在双顺差中占比大幅上升。虽然强制结汇制度已经解除，但是在人民币升值以及企业结算习惯的影响下，贸易顺差和资本流入最终导致外汇占款上升和外汇储备增加。而外汇储备增加将直接增加央行资产负债表中的总资产。02年以来，外汇储备占央行总资产比例持续上升，至目前为止该比例已经达到70%。央行总资产增加要么增加基础货币要么增加央票发行或者其他负债等。从央行基础货币供给情况来看，基础货币自从06年以来增速大幅跃升。但是基础货币当中含有大量的金融机构的准备金，扣除掉金融机构法定准备金后，发现央行实际货币投放量保持非常平稳的增长。这意味着央行通过央票和提高商业银行存款准备金以及其他回收流动性方法对外汇储备增加带来的流动性对冲比较完全。

但是问题在于未来的流动性增长情况怎样？央行是否有足够的政策工具或者政策空间来吸收这些过多的流动性？流动性根源在于贸易顺差和资本流入。对于贸易顺差，我们认为虽然人民币升值、全球经济减速以及国家在出口退税、出口配额政策方面限制等因素对出口有诸多不利，但是考虑到国内产品的出口竞争力仍然存在，出口增速不会大幅下降。而在人民币升值加速、中美利差的大幅下降、中国资本市场的高回报的影响下，中国市场对于外围资金的吸引力非常明显，资本流入有可能加剧。总体来

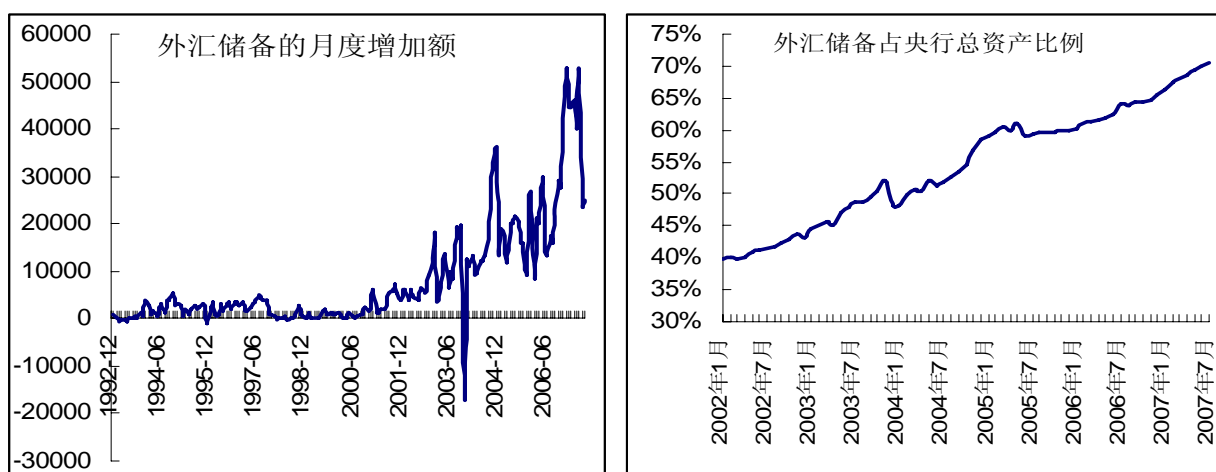
看，流动性过剩的局势不会改变，央行回收流动性过程可谓任重而道远。

图 23：贸易顺差和金融机构的外汇占款大幅上升



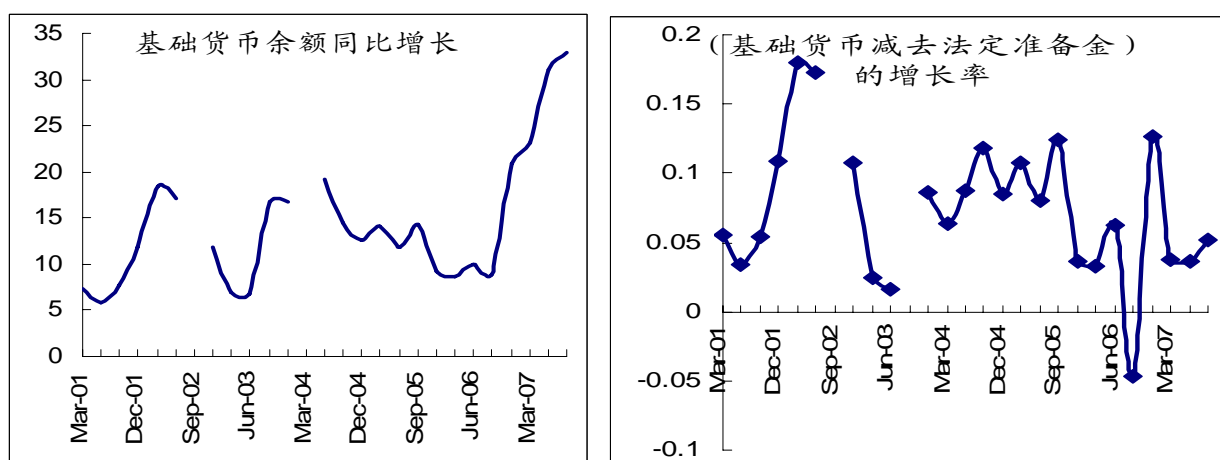
数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

图 24：外汇储备增长导致央行总资产大幅增长



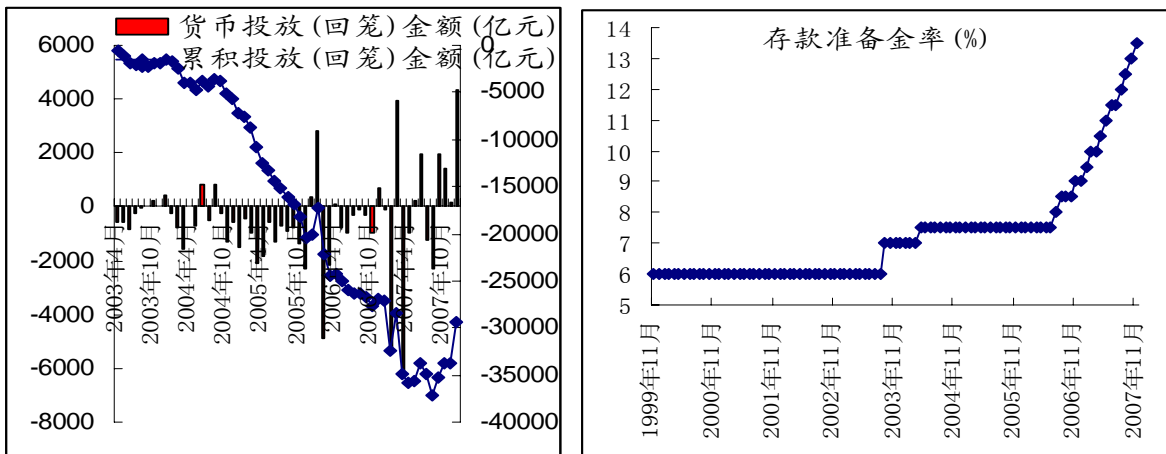
数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

图 25：目前为止央行对基础货币的对冲仍然比较完全



数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

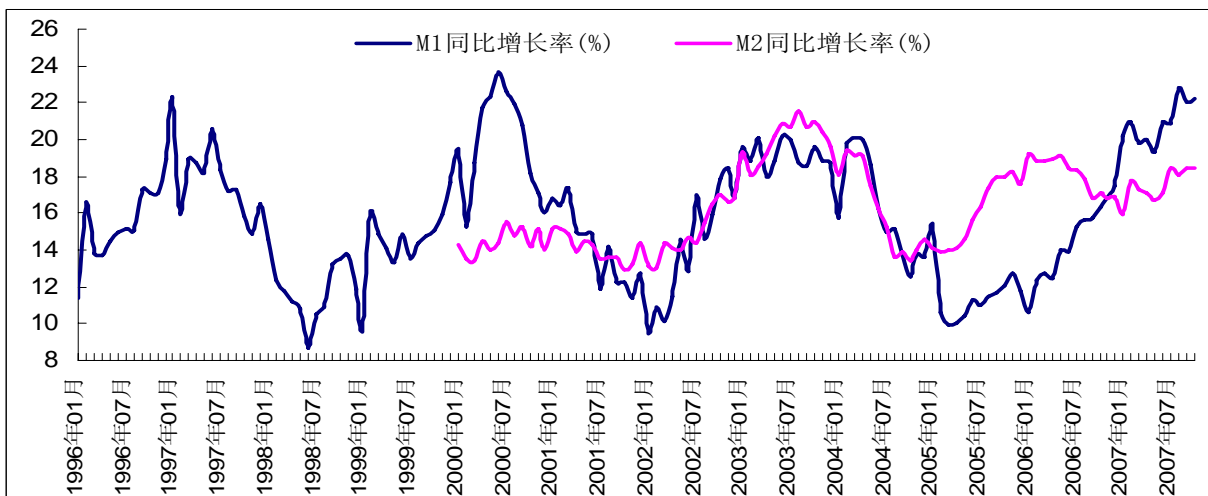
图 26：多种手段回笼资金



数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

还有一个值得我们关注的问题：在流动性管理问题上，即使央行能够有效地对冲外汇储备增加带来的过多的流动性，但是也难以控制货币供应量的快速增加。从目前状况来看，央行货币投放已经保持在一个较为稳定的增长速度，但是M1和M2的增速反而大幅上升，这表明货币流通速度在加快。对于货币流通速度加快导致的货币增长问题，回收流动性调控效果显然有效，信贷调控或能起作用。

图 27：在货币投放增速较稳定时货币供应量大幅增长，流通速度的影响非常明显

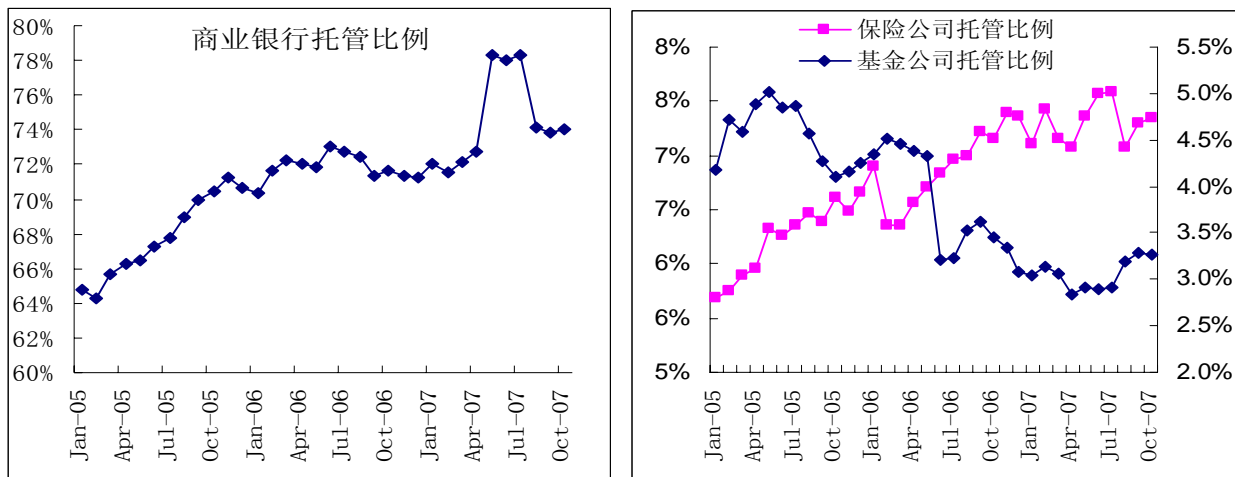


数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

## （二）债券市场资金供给：银行间资金充裕程度下滑迹象

目前商业银行是最主要的债券投资者，其托管债券量占总债券余额的75%左右。保险公司是企业债的主要投资者，但是其托管的债券余额只占5%左右。今年债券市场走弱，基金公司大幅降低债券投资比例，其托管的债券量下降至市场规模的3%左右。

图 28: 债券的托管结构



数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

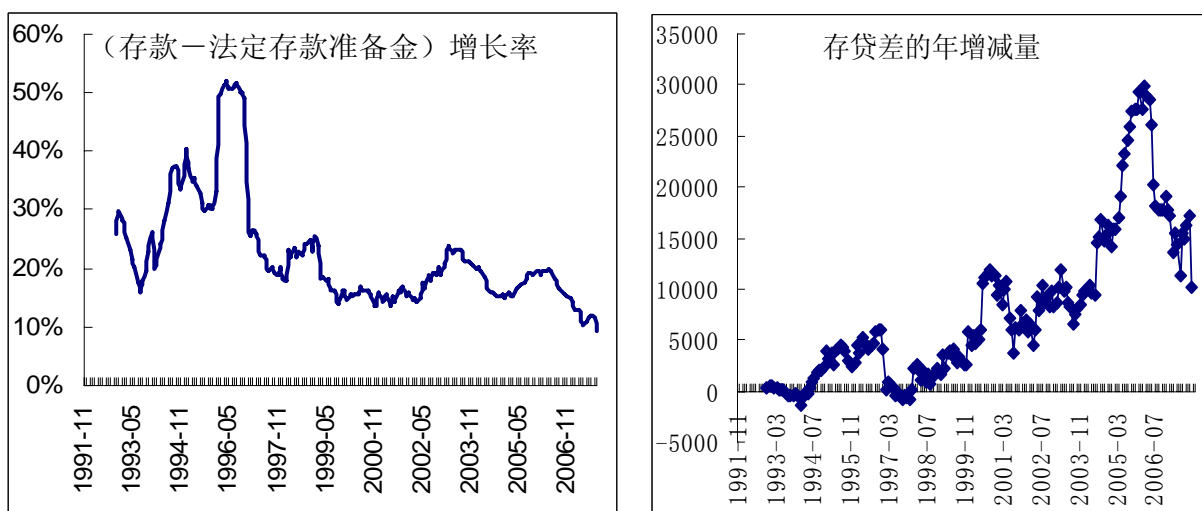
从银行的资金来源来看, 存款增速已经出现回落, 特别是今年10月份, 存款的总量甚至出现缩水。而由于央行多次上调法定准备金率, 扣除法定准备金后的10月份存款同比增速已经下降至9.3%。

银行可用于债券投资资金从06年3月份开始下降, 说明银行系统中可用于债券投资的资金在下降。

从资金价格来看, 7天回购利率的月度平均值的底部自从05年年底已经开始抬升。资金价格上升从一侧面反映了银行间市场资金充裕程度已经出现下降。

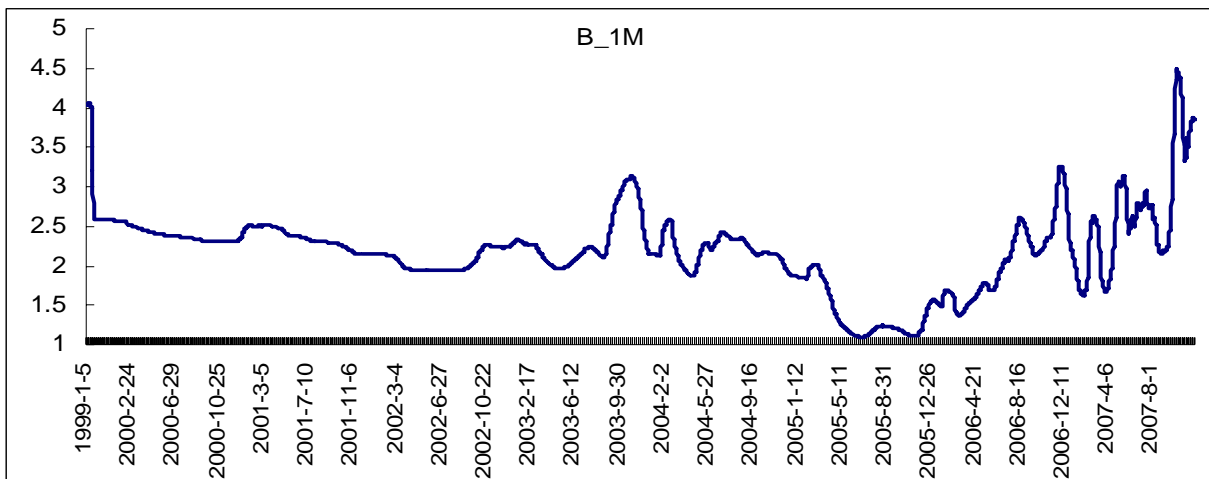
另外, 银行间资金还经常受新股申购的影响, 出现短时性紧张, 9月份三只大盘股连续发行, 10月份中国石油发行等对货币市场资金冲击非常大, 7天回购利率达到10%以上。虽然新股申购影响只存在短期, 但是机构采取抛售现券以维持流动性的行为对债市市场的影响也不容忽视。

图 29: 银行可用资金增速已经出现下降



数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

图 30: 7 天回购利率的月平均值 (%)



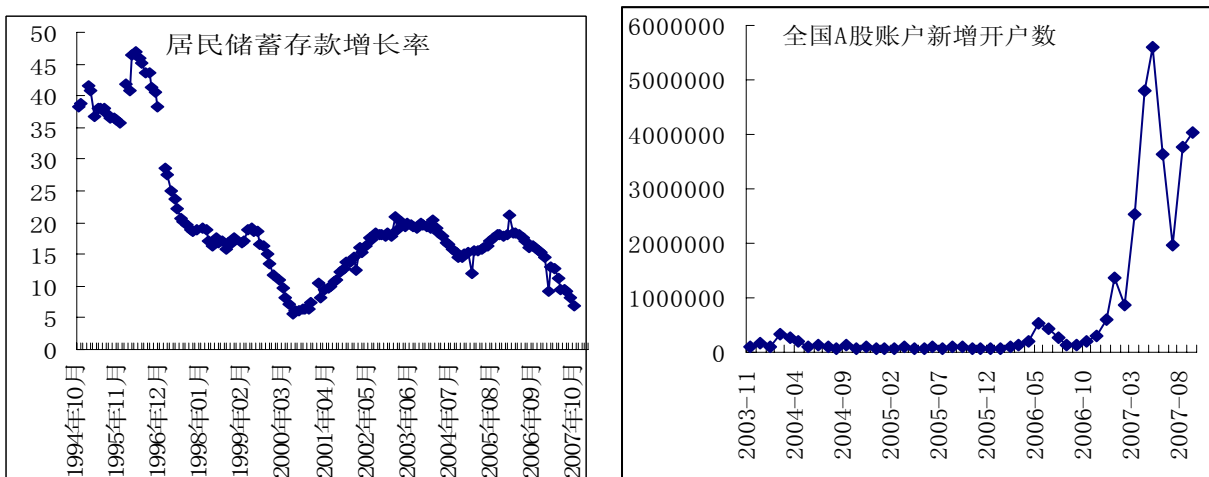
数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

### (三) 银行间资金供给潜力仍然很大

资金来源、资金分配和债券投资占存贷差比例等各个相关指标都表明: 商业银行对债市资金的供给仍然存在较大的空间。

银行间资金来源增减关键问题之一是储蓄分流是否会继续加剧? 从各大券商对于08年股市预测来看, 牛市行情会延续, 但是振荡可能加剧。牛市行情未结束表明股市对于资金仍然有吸引力, 储蓄分流延续的可能性较大, 但是随着股市风险的加大, 部分风险偏好较低的资金将会回流至银行系统中。总体来看, 明年储蓄分流的速度下降的可能性仍然很大。

图 31: 居民储蓄增长率 (%) 与 A 股新增开户数



数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

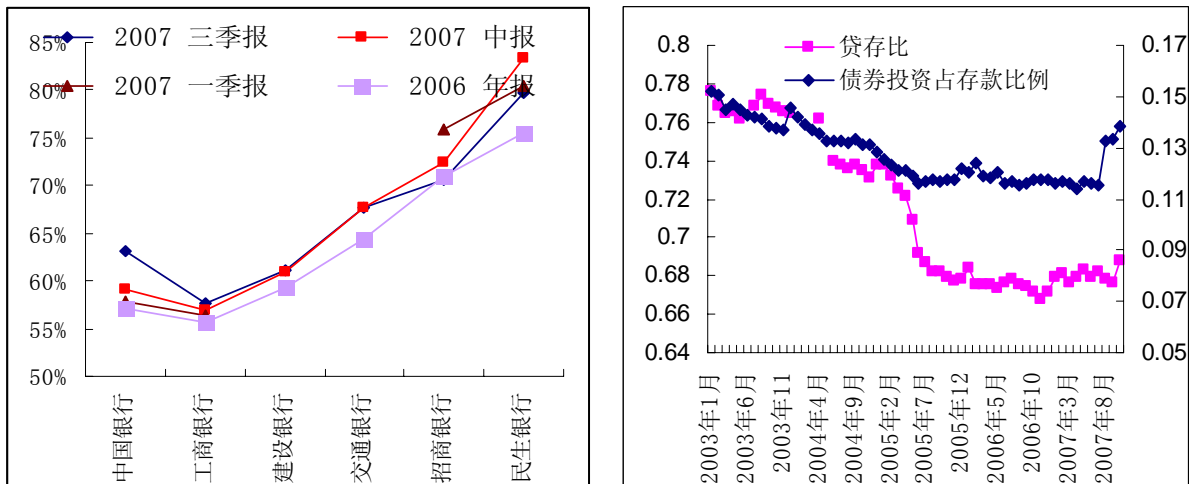
从银行间资金的分配来看, 贷款和债券投资是银行资金运用的最大两块。在存款一定情况下, 债市资金供给变动关键在于贷款增速能否有效控制? 从贷存比来看, 03年以来商业银行的贷存比一直在下降, 07年维持在 67%-68%左右, 仍然低于银监会的控制目标, 信贷对债市资金的挤占效应并不明显。从各银行情况来看, 国有大行的贷存比维持在60%左右, 股份制商业银行的贷存比在70%以上, 信贷扩张能力受到很大的限制。除了贷



存比指标之外，银监会还规定年内信贷增速。到07年10月为止，全年信贷增速已经高达15.6%，超过银监会全年15%的目标。年底央行通过窗口指导和行政调控，严格限制商业银行的放贷。

虽然加息、定向票据惩罚等市场性调控对商业银行的信贷调控效力有限，但是窗口指导和行政调控仍然是行之有效。目前经济过热和通胀风险已经成为宏观调控的首要任务，估计08年信贷调控将要比今年严格，预计08年信贷增速应当维持在15%左右。

图 32：商业银行的贷存比

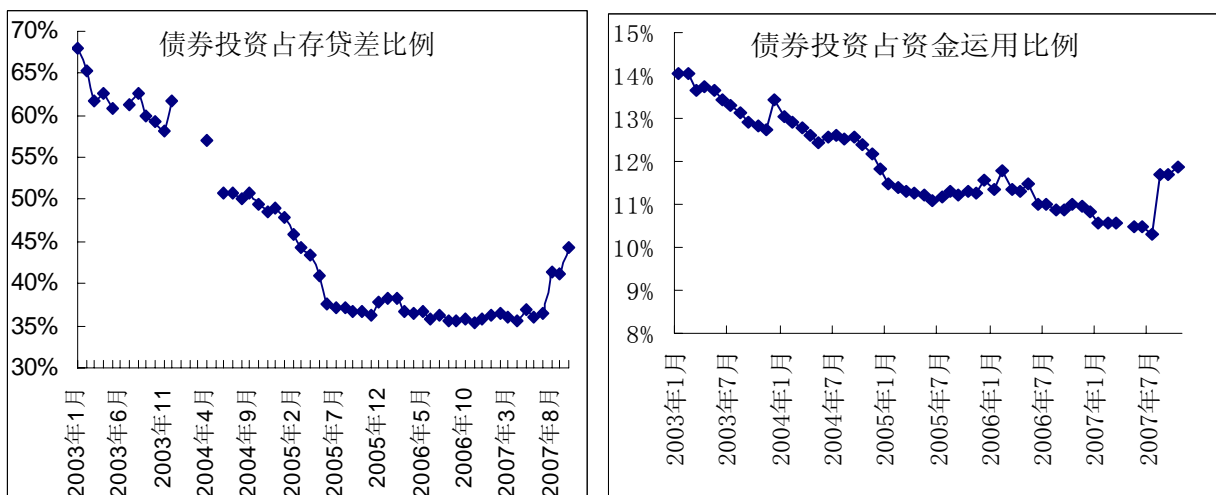


数据来源：各银行季报和年报，广发证券发展研究中心

从债市投资占存贷差比例来看，债市资金供给仍然有很大的提升空间。从03年开始债券投资占银行存贷差比例一直在下降，07年8月份才有所回升，但是总体水平仍然很低。债券投资占存贷差比例低表明即使未来存贷差增速放缓，商业银行仍然可以通过提高债券投资占存贷差比例来增加债券投资资金。具体来看，目前债券投资占存贷比例为45%，该比例上调10%，可以多释放出1.2万亿资金，商业银行资金供给空间仍然较大。

从各个银行的债券投资情况来看，07年各大银行的债券投资占资金运用的比例都已经下降，商业银行的资金供给空间仍然较大。

图 33：债券投资占存贷差比例仍然很低，债券投资占总资产比例也较低



数据来源：中国人民银行网站，广发证券发展研究中心

表 3: 各银行债券投资比例已经出现下降

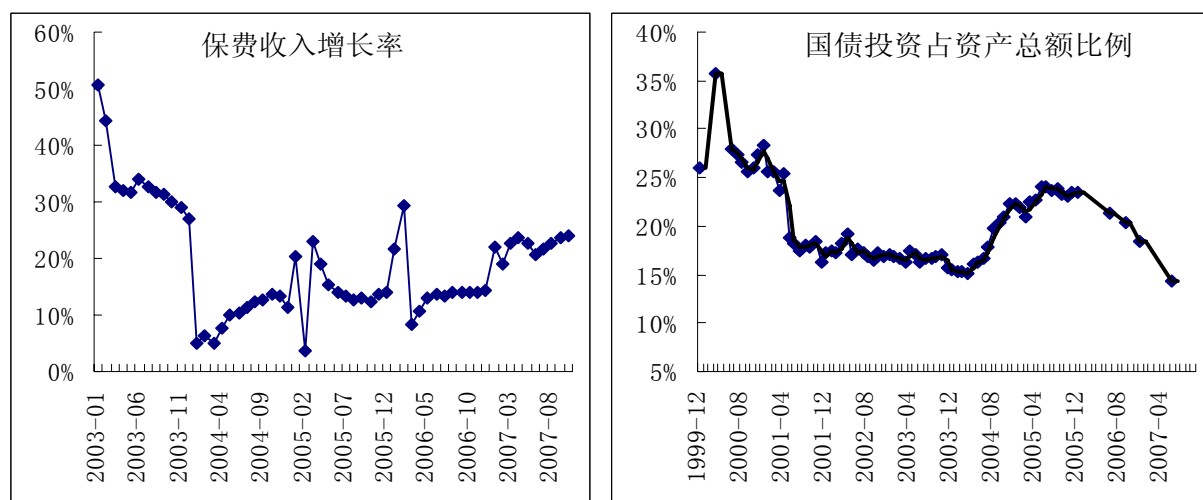
	中国银行		工商银行		建设银行		招商银行	
	07-3 月	06 年	07-3 月	06 年	07-3 月	06 年	07-3 月	06 年
可供出售的金融资产 (百万元)	810207	815178	509383	504609	465227	318463	134692	109428
持有到期的金融资产 (百万元)	522678	461140	1346107	1228937	1114892	1038713	66065	54065
金融资产投资合计 (百万)	1332885	1276318	1855490	1733546	1580119	1357176	200757	163493
资产总计 (百万)	6020209	5332025	8597756	7511188	6406041	5448511	1219366	934102
可供出售金融资产占总金融资产比	60.79%	63.87%	27.45%	29.11%	29.44%	23.47%	67.09%	66.93%
持有到期的金融资产占总金融资产比	39.21%	36.13%	72.55%	70.89%	70.56%	76.53%	32.91%	33.07%
金融资产投资占比	22.14%	23.94%	21.58%	23.08%	24.67%	24.91%	16.46%	17.50%

数据来源: 各银行季报和年报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 保险公司: 资金来源充裕

保险公司近年的保费收入增长维持在 20% 左右, 资金来源充裕, 但是随着保险公司投资渠道的拓宽, 债券投资比例出现下降, 特别是在 07 年债券市场走弱时, 大幅降低了国债投资比例。保险机构资金风险偏好相对较低, 如果明年股市风险加大, 保险资金回流的可能性较大。

图 34: 保险公司的保费收入和国债投资占比



数据来源: WIND 资讯, 广发证券发展研究中心

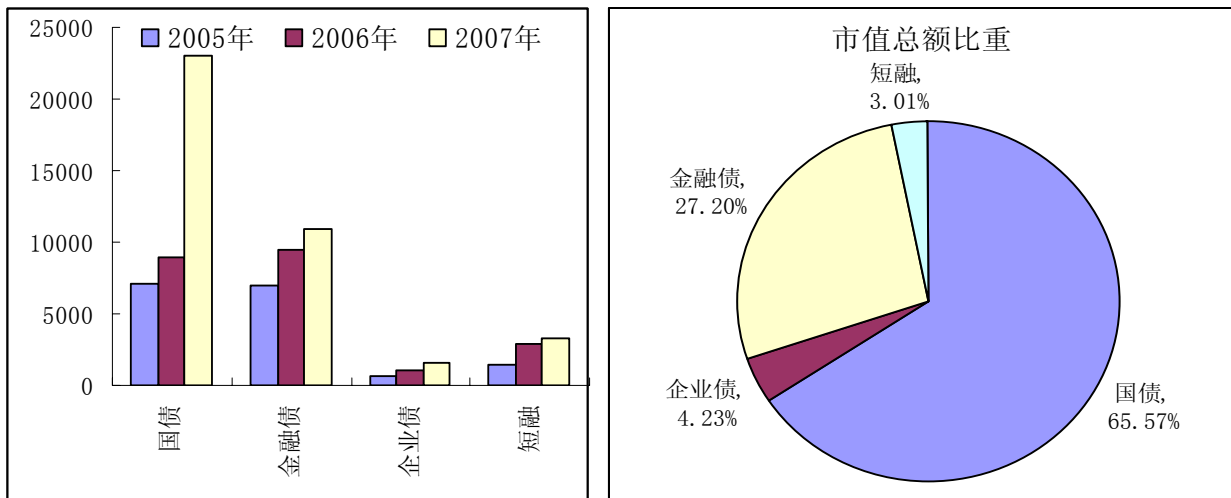
#### (五) 债券市场资金供需分析: 总体上仍然充裕

07 年 15500 亿元的特别国债的发行导致债券供给量大幅增加, 到 12 月 5 日为止, 除了央票以外债券市场总供给量为 38787 亿元, 比 06 年多增 74%。国债的市值比重高达 65%, 但是 1.55 万亿特别国债中有 6000 亿由央行持有, 而近期发行的 7500 亿特别国债也很有可能过手给央行, 债市供给冲击并没有那么严重。

在债券期限分布方面, 由于长期特别国债发行, 导致 7-10 年期和 10 年期以上的国债托管量大幅增加, 3-5 年期的国债托管量有逐渐下降趋势。5-7 年期国债的托管量略有下降, 总体来看国债市场的期限结构向中

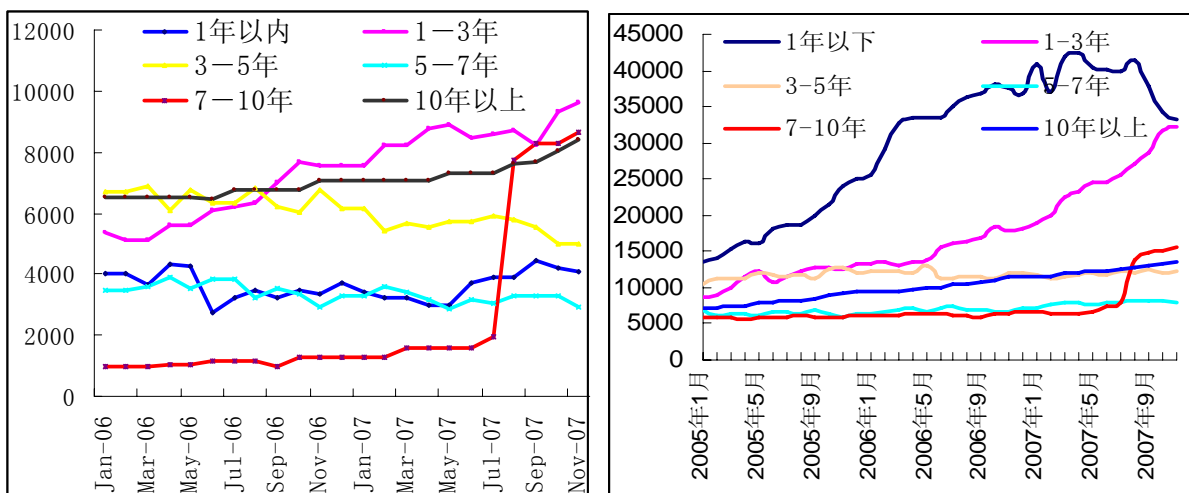
长期倾斜。

图 35: 债券发行结构以及目前债券市值结构



数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

图 36: 国债托管的期限分布 (左), 全部债券托管量的期限分布 (右)



数据来源: WIND资讯, 广发证券发展研究中心

对于08年债市资金供给, 预计明年存款增速和今年接近, 贷款增速比今年略低为15%, 那么新增存贷差为16800亿元。目前银行的债券投资占存贷差45%左右。考虑到这个指标仍然有上升空间, 乐观估计存贷差50%用于债券投资, 那么减去前期债券存量, 银行间增量资金为18000亿元。保险公司的资金比较难以预测, 假定保险公司的国债投资占资金总额比例保持在15%左右, 考虑到保险公司保费收入保持20%以上, 保险公司新增的资金至少在2500亿元。基金和证券公司的资金量较小, 两者提供资金量应该在1000亿元以下。

资金需求方面, 国债发行继续实行余额管理方法, 由于经济存在过热担忧, 财政部仍然实行稳健的财政政策, 但是考虑到税率下降和经济增速的小幅回落, 财政赤字可能较今年小幅增加。再考虑到短期国债的滚动发行, 预计08年国债发行量将约为9500亿元。根据前几年金融债供给规模增长情况, 预计今年金融债发行量约为12000亿。短融自从06年大幅扩张之

后，07年发行量只是多增300亿，预计08年发行规模和07年比较接近。07年公司债出台，明年发行量应当会大幅增加，预计企业债和公司债发行规模在3500亿元以上。

总体来看，市场资金来源有21500亿元，债券净发行量15038亿元左右，资金供给仍然大于需求，市场资金仍然相对宽裕。

表 3: 债券资金供需 (亿元)

	2008 年到期额	2008 年预计发行	净发行(资金需求)	资金供给方	供给量
国债	6336	9500	3164	银行间	18000
金融债	3821.23	12000	8178.77	保险	2500
短融	3254.3	3500	245.7	基金和券商	1000
企业债	50	3500	3450		
总计	13461.53	28500	15038.47		21500

数据来源：广发证券发展研究中心

## 四、国债收益率曲线预测

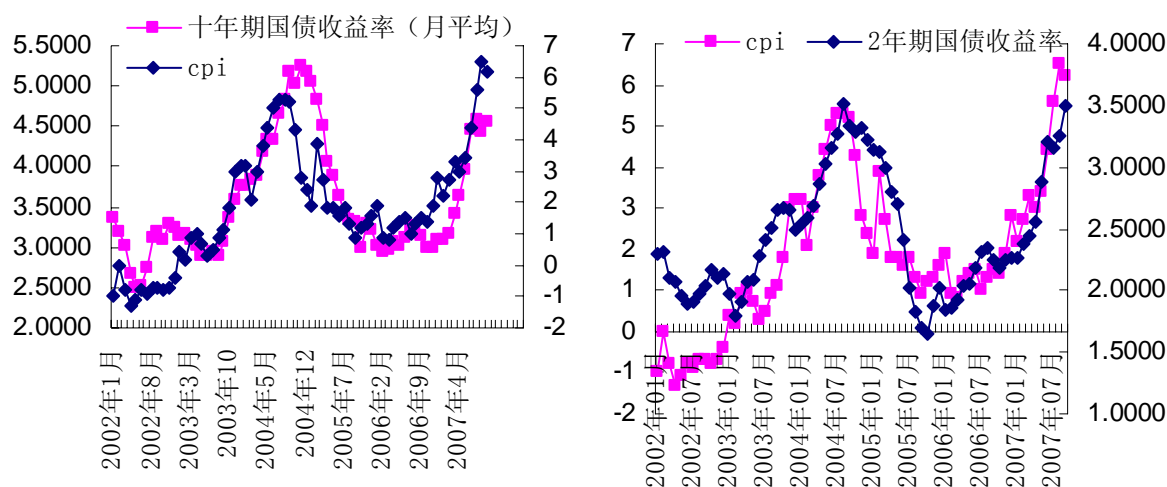
### (一) 国债收益率的决定：通胀与资金面起决定性影响

根据我们前期对长短期国债收益率的研究发现：宏观经济基本面，市场资金面和政策面是定国债收益率的主要因素，其中通货膨胀率和债市资金面是对国债收益率具有决定性影响，实证研究发现：CPI和长短期国债收益率走势非常一致，资金面与长短期国债收益率成反向走势，对他们进行协整检验发现，长短期国债收益率和CPI、M2成协整关系：

$$r_{10} = 3.141 + 0.314cpi - 0.0832m2c$$

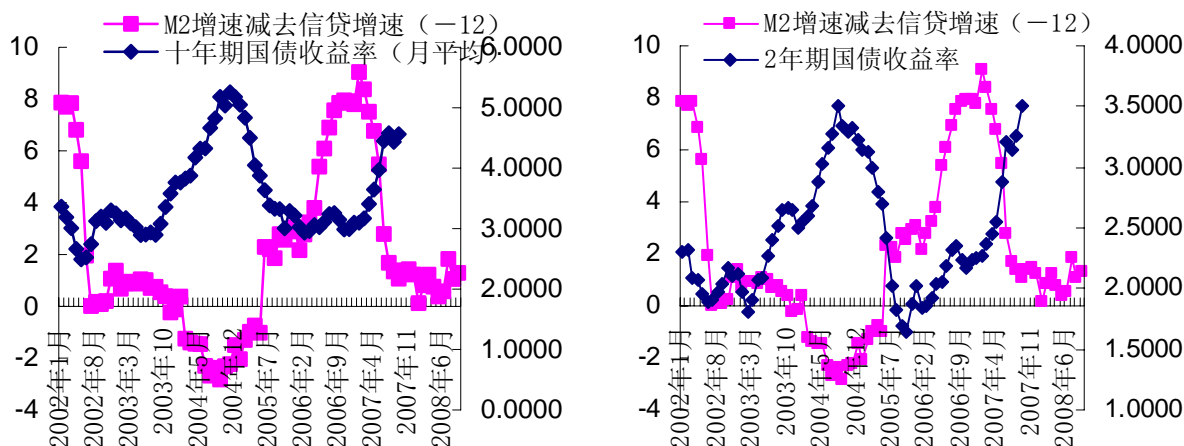
$$r_{02} = 2.161 + 0.20cpi - 0.0483m2c$$

图 37: CPI 与长短期国债收益率走势非常一致



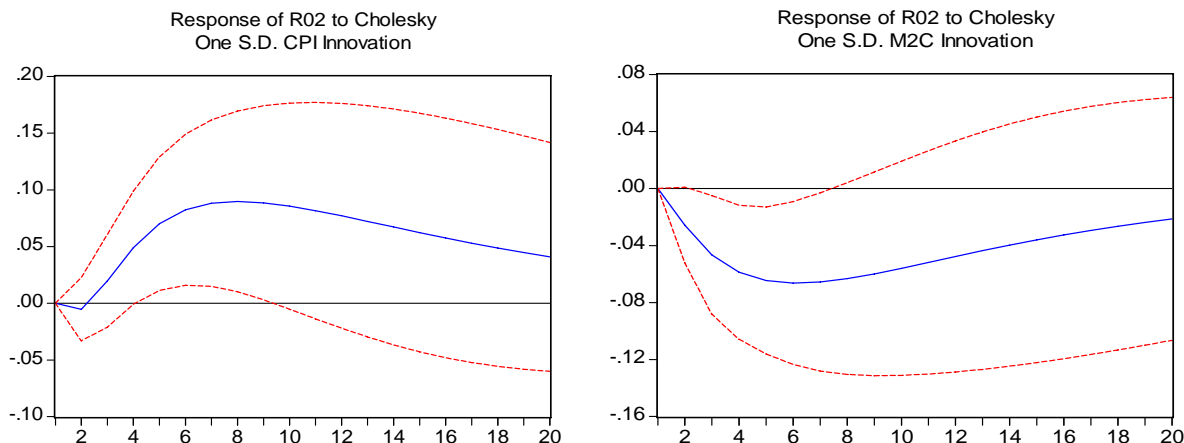
数据来源：广发证券发展研究中心

图 38: 市场资金面与国债收益率成反向关系



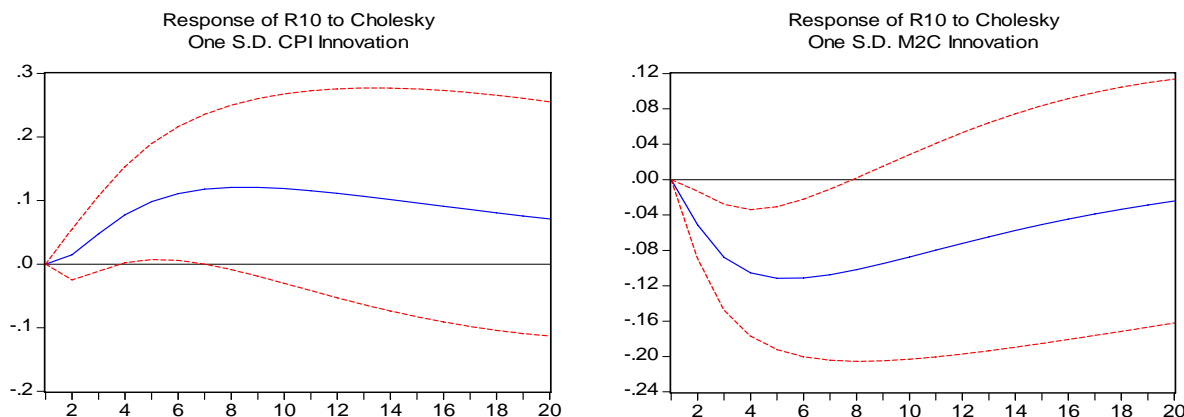
数据来源: 广发证券发展研究中心

图 39: 两年期国债收益率对于 CPI 和资金面冲击的反应



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 40: 十年期国债收益率对于 CPI 和资金面冲击的反应



数据来源: 广发证券发展研究中心

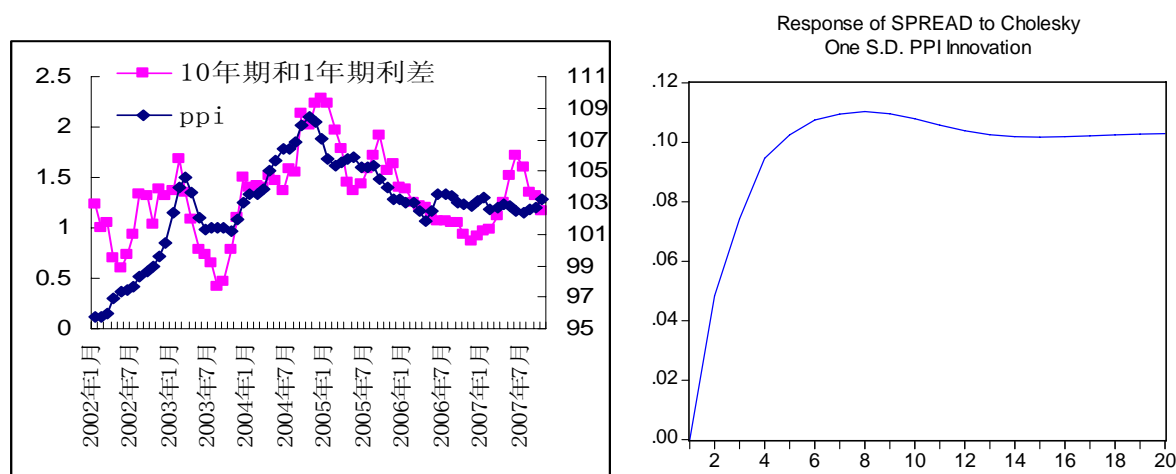
收益率曲线变动可以表现为平移、扭转、蝶型移动。对我国利率期限结构进行研究,发现三个因子对收益率曲线变动解释度已经达到 99%,这三个因子为:水平因子、斜率因子和凸度因子。将短期利率变动作为水平



因子的代理变量，前面对 2 年期国债收益率的决定因素研究适用于水平因子；将长短期国债利差作为斜率因子的代理变量；凸度因子使用两个代理变量（ $2 \times 5$  年 - 2 年 - 10 年； $2 \times 3$  年 - 1 年 - 10 年）。

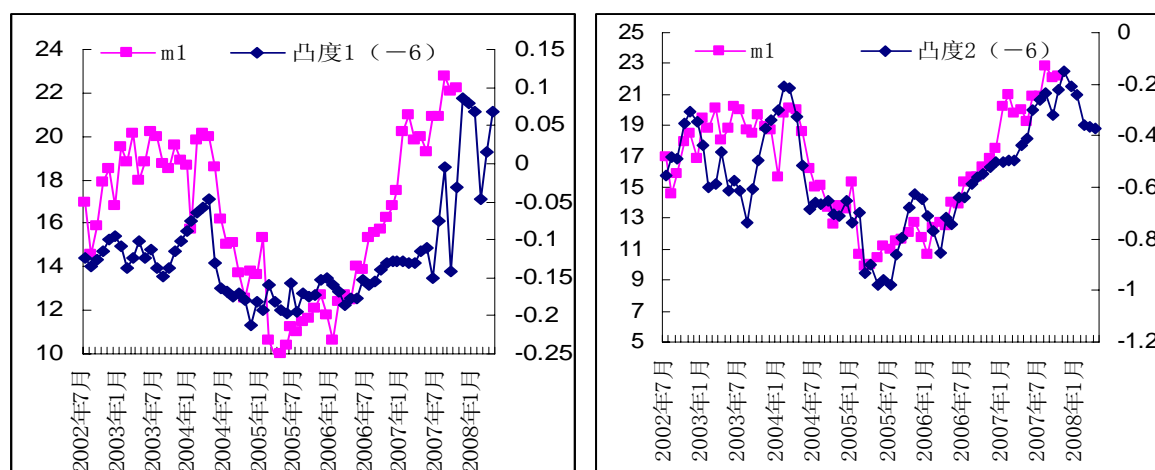
倾斜度的变化主要是与长期预期通胀的变化或市场风险溢价的变化有关，当市场对长期利率和短期利率的预期变化方向不一致时就引起倾斜度的变化进而影响利率期限结构的变化。对发达国家的收益率曲线进行研究发现加息周期内，收益率曲线扁平化，甚至出现倒挂。对我国的长短期国债利差进行研究发现：PPI 和长短期国债利差相关程度非常高，两者走势非常一致，对他们进行 Granger 因果关系检验，发现 PPI 是长短期国债利差的 Granger 因，两者还存在协整关系。由于 PPI 在一定程度上是 CPI 的先行指标，在一定程度上反应通胀预期，因此这与理论上的通胀预期变动造成收益率曲线斜率变动完全相符。

图 41：长短期国债利差与通胀率，长短期国债利差对于 PPI 冲击的反应



数据来源：广发证券发展研究中心

图 42：滞后 6 个月的凸度因素与货币供应量走势具有一致性



数据来源：广发证券发展研究中心

以往的研究表明：凸度的变化则与利率波动率的变化有关，当对市场收益率变化的波动率预期发生变化时，市场分割造成的特定期限的债券的供求暂时失衡或者利率风险的期限溢价发生变化时都会造成收益率曲线凸度的变化。但是我们发现滞后 6 个月的凸度因子却和货币供应量之间关

系非常一致。其中经济含义是：收益率曲线的凸度变化能够提前反应央行货币供应量变化。

## （二）国债收益率曲线的预测：上半年整体上移、趋于平坦化，下半年下移的机会较大

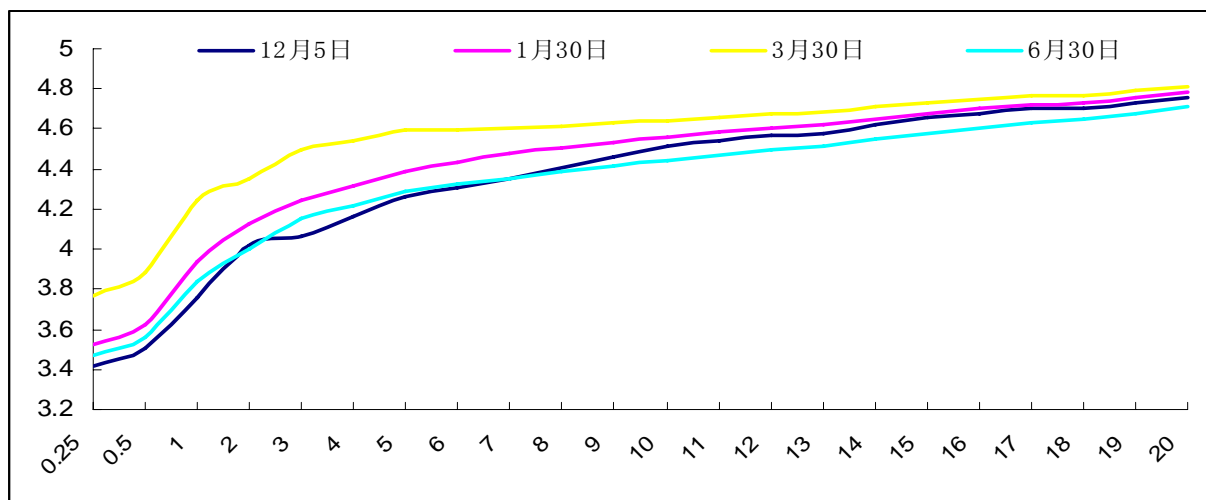
根据前面分析收益率曲线水平移动的影响因素为：宏观经济基本面（主要为通货膨胀）、债市资金面和政策面。对未来通胀预期变化是造成收益率曲线斜率变动的主要原因。

从基本面、政策面和资金面研究来看：造成目前债市难以走出弱市的最主要因素是经济过热担忧、通胀风险以及央行的紧货币政策，债市资金面从总体来看仍然是较为宽松的。因此从这个角度来看收益率曲线至少在 08 年上半年仍然会上移动。二季度中后期，如果 CPI 能够顺利回落，下半年货币政策也将有所松动，收益率曲线往下平移的可能性非常大。

对于收益率曲线斜率变动，根据我们对 CPI 的研究，08 年上半年 CPI 仍然处于高位，但是总体水平仍然在 5% - 6% 之间，低于当前的 6.5% 水平，而下半年 CPI 有可能高位回落，因此对于未来通胀的预期应该低于当前的通胀水平，而且考虑到目前已经处于加息中后期，长短期国债的利差应当继续回落，收益率曲线平坦化趋势仍将持续。

12 月 11 日财政部向中国农业银行发行 7500 亿期限为 15 年票面利率为 4.45% 的特别国债，到目前为止央行尚未公布是否从农行转手买断。市场担忧 7500 亿特别国债会对长债造成较大的供给冲击，但是考虑到此次发行规模如此之大、发行方式和上次 6000 亿特别国债类似，发行利率低于市场利率，我们认为这期特别国债将会采取从农行转手到央行的方式。从央行目前回收流动性方式可以看出使用特别国债回购替代部分央票的趋势已经形成。如果 7500 亿被央行买断并且用作正回购回收市场流动性，那么不仅不会对债市产生冲击，反而会减轻市场的心理压力，因此巨额特别国债的发行不会改变收益率曲线平坦化进程。

图 43：收益率曲线预测：CPI2 月份 CPI 创新高，收益率将在 3 月大幅上升，5 月份 CPI 开始回落。



数据来源：广发证券发展研究中心

## 五、信用产品

### （一）有担保或高信用级别的企业债配置价值呈现

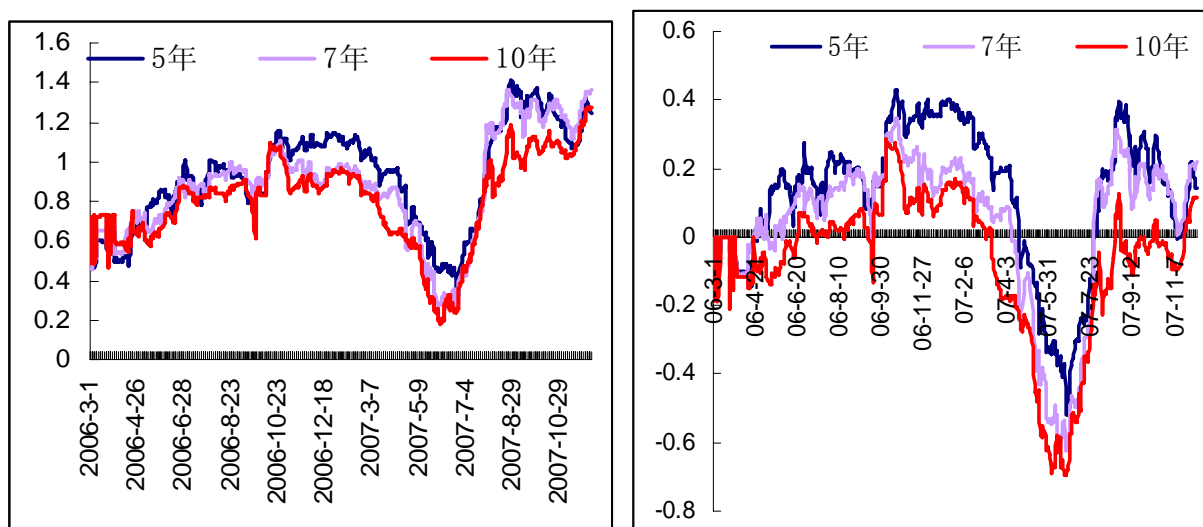
07 年企业债和国债利差先降后升，目前 AAA 的企业债利差已经处于历史高位，对于边际税率低于 20% 的机构，企业债配置价值不低于国债。

08 年 1 月 1 日两税合一正式实施，内资企业的名义所得税率将从 33% 下降至 25%，所得税率下降有利于降低企业债利差。企业债所得税下降，投资于企业债的利息收入中应缴纳的税收下降，实际利息相对增加，如果企业债和国债利差保持不变，那么企业债投资价值将相应提高。具体来看，边际税率下降 1%，10 年期企业债利差将下降 0.0058%。

银监会日前下发《关于有效防范企业债担保风险的意见》，明文禁止银行对以项目债为主的企业债进行担保。银行担保取消之后，企业债的信用状况成为衡量信用风险溢价的一个主要标准。由于企业偿债能力、盈利能力和经营状况异质化，不同企业发行的债券即使条款一致，发行利率也可能出现较大差异。企业债的期限较长，因此信用风险暴露应该高于同企业发行的短期融资券，近期短期融资券的信用利差分化已经出现，我们认为如果企业债没有设担保，企业债利差分化情况将会高于短期融资券。

企业债利差分化将出现两种情况：部分信用较好的企业债的信用利差将维持稳定，而税率下降将降低企业债的税收补偿，因此此类高信用的企业债利差至少会维持稳定；信用状况较差的企业债的信用利差将会大幅上升，税率下降难以弥补信用利差上升，利差将会上升。因此我们认为目前信用状况好或者有银行担保的企业债已经具备一定的投资价值，信用状况较差的企业债仍然需要回避。

图 44：企业债利差（左），考虑 20% 税收后的企业债利差



数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心

### （二）短融利差逐渐分化，AA 级以上短融值得关注

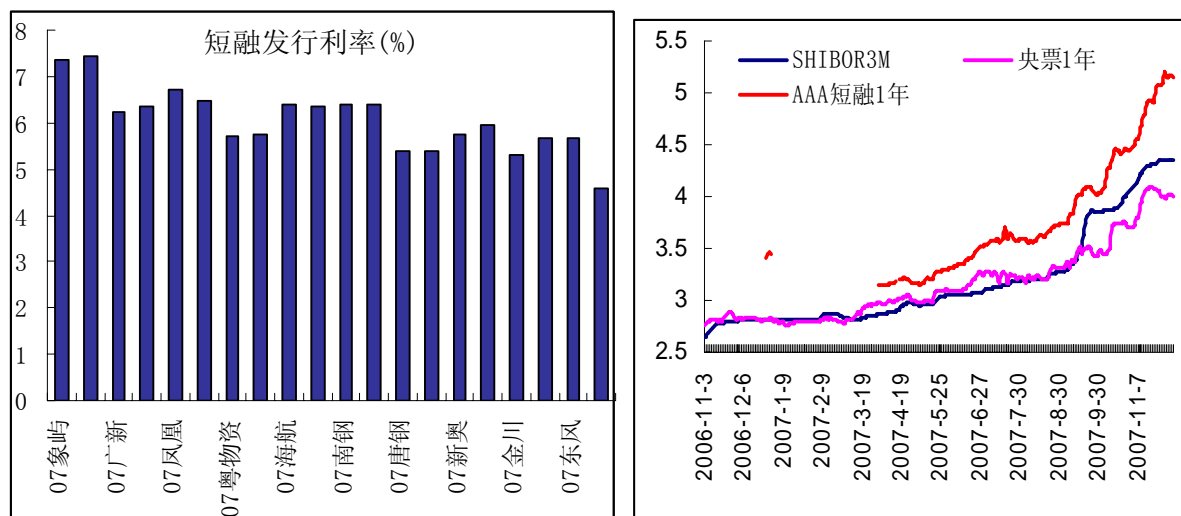
07 年短融的基准利率由央票利率转变为 SHIBOR，SHIBOR 利率的大幅

上扬以及短融利差的扩大导致短融发行利率大幅上升。部分主体评级为 A 或者 A+ 的短融的发行利率甚至高于 1 年期贷款利率。评级较高的短融发行利率也有所上升，但是涨幅低于低评级的短融，不同主体评级的短融利差逐步增大。

短融发行利率如果高于贷款利率较多，发行人可能选择贷款，因此贷款利率可以看作短融发行利率的一个上限。如果明年下半年 CPI 回落，基准利率企稳，对于激进投资者而言应该是一个介入信用评级较低的短融的好时机。

对于稳健的投资者，考虑到目前 AA 级别的短融发行利率都已经高达 5.6%-5.7%，具备一定配置价值。

图 45：近期短融发行利率大幅上升，信用利差扩大

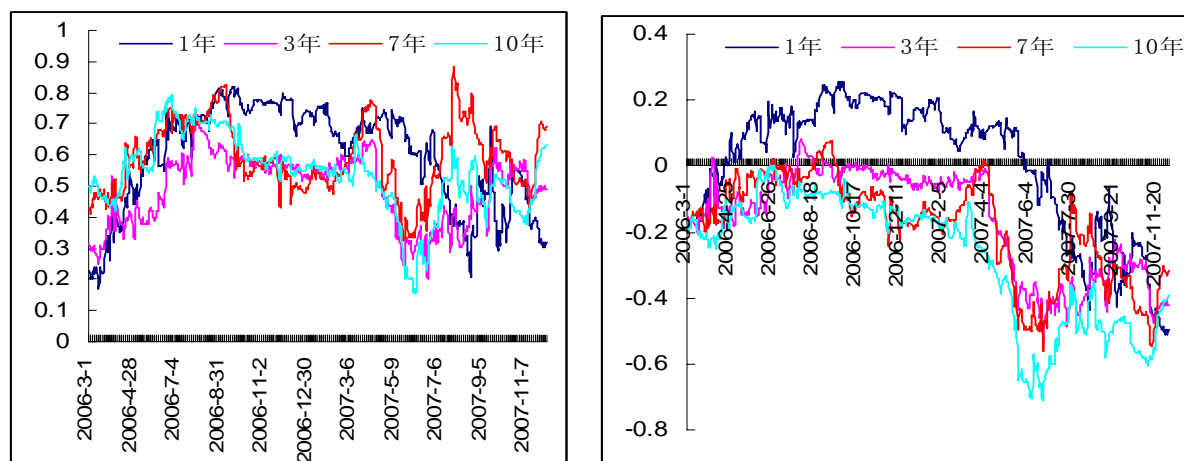


数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心

### (三) 金融债投资价值不如国债

目前金融债和国债的利差维持在正常水平，但是对于边际税率高于 15% 的机构，金融债的投资价值仍然低于国债。

图 46：政策性金融债利差（左），考虑 20% 税收后的政策性金融债利差



数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心

## 六、投资策略

### （一）配置型机构投资策略

收益率曲线将在 08 年一季度继续上移，继续呈现平坦化特征，二季度中后期，收益率曲线有望企稳。从目前来看长期债券收益率上移空间不大，配置型机构可以尝试开始布局长债，等到二季度 CPI 出现回落迹象时，再加速建仓。

在品种选择方面，对于边际税率高于 20% 的机构，国债仍然是较好的配置品种，对于边际税率低于 20% 的机构，有担保或者高信用评级的企业债的配置价值已经非常明显。另外，也可关注主体评级为 AA 以上的短融。

### （二）交易型机构投资策略

#### 收益率曲线策略

考虑到 08 年上半年 CPI 仍然处于高位，收益率曲线仍然有上行空间，一季度交易型机构应当继续保持谨慎心态，降低组合的久期，关注 SHIBOR 浮息债和短债。二季度中后期如果 CPI 出现回落，投资者可开始加仓，并拉长组合久期。

#### 息差策略

7 天回购利率月度均值一般在 3% 左右，目前 AA 级的短期融资券的票面利率达到 5.6% 以上，因此进行滚动回购养券的策略仍然具有一定吸引力。但是考虑到大盘股发行期间，回购利率大幅冲高，市场上资金非常紧张，资金难以筹措，息差交易的风险也不小。

#### 利差策略

目前金融债利差处于正常水平，对于税率高于 15% 的投资者，金融债的投资价值低于国债。企业债的利差已经处于历史高位，但是考虑到企业债信用利差将进一步分化，低信用评级的企业债利差将继续扩大，建议投资者回避，而高信用等级或者有担保的企业债的利差上行空间不大，对于税率低于 20% 的投资者，有担保或者高信用级别的企业债投资价值不低于国债。

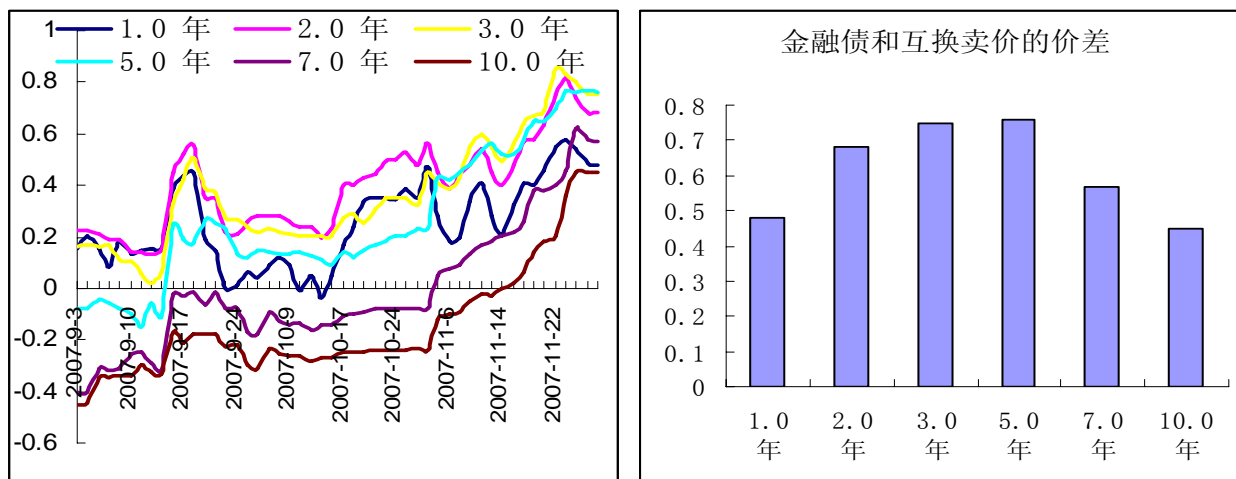
因此，投资者可以增持国债和有担保、高信用级别的企业债，相应地降低金融债比例。短融利差已经出现分化，目前低信用级别的短融利差处于历史高位，如果明年下半年 CPI 回落，基准利率企稳，对于激进投资者而言应该是介入信用评级较低的短融的好时机。

#### 套利策略

金融债收益率大幅高于互换利率 ASK 价格，其中 2-5 年期的金融债收益率高于国开行同期互换 ASK 价 60BP 以上，套利机会自从 9 月份开始出现。

投资者进行滚动 7 天回购借入资金，买入 2-5 年期金融债，并进行以 7 天回购利率为浮动端的换入浮息债、换出固息债的互换，至少可以获取 60BP 的套利收益。而由于互换换入的浮动利息可以用于支付 7 天回购利率，两者计息基准和计息时间相同，基差风险基本上可以忽略。

图 47：金融债和互换卖价价差



数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心



	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。