

08年12月债市投资策略

12月大幅降息的概率大，长债调整带来增持机会

何秀红 固定收益研究小组 研究员

电话: 020-87555888-626

eMail: hxx7@gf.com.cn

经济加速下滑，12月或大幅降息

全球经济在加速下滑，欧美国家已经进入衰退，中国10月份的PMI、发电量、工业增加值等数据表明经济下滑速度超出市场的预期。需求下降以及银行可能的惜贷使得通缩风险增大，11月CPI估计为3%左右，12月则会回落至2%，至09年2月份将会出现负增长。

11月份市场的降息预期已经落空，但是12月份大幅降息的概率将会比较大，无论从国内经济状况考虑（利率已经为正，货币政策不够宽松）还是从全球政策协调来看，大幅降息都是有必要的。

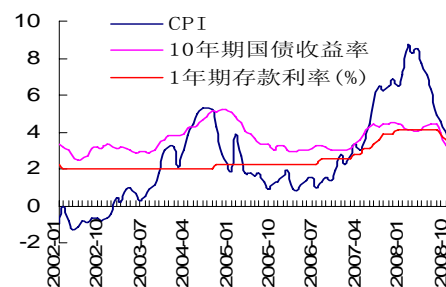
长债调整带来增持机会

11月中旬以来长债出现20-30BP的调整，26日招标的15年期国债中标利率高于市场预期20BP，长债调整有可能会延长至下一次降息前。对于交易型机构来说，长债收益率回升提供了一个增持机会，未来一段时间长债收益率将呈现双向波动的走势，对长债进行波段操作可能是较优的策略。短债收益率下降的空间还比较大，未来随着存款基准利率以及存款准备金率下降，回购利率、央票利率、短期国债和短期金融债收益率将会随之下降。

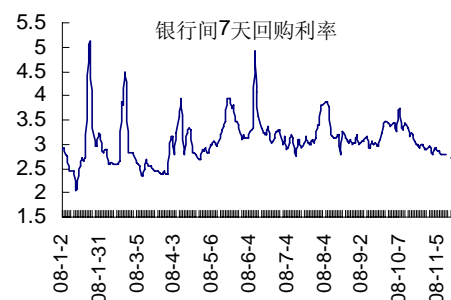
公司债发行回暖，质优公司债价值较高

公司债的发行经历两个月的低迷之后，5家公司-中石油、中石化、金融街、新希望、大秦铁路等发行公司债的申请获得了证监会的批准。经过此轮调整，交易所质优的公司债和分离债已经具备投资价值。08石化债和5年期中票票据利差为70BP，创下中票发行以来的新高。虽然这两个市场的投资主体存在差别，并且中票的流动性也比较好，但是08石化债平局每天也有接近1000亿元的成交量，流动性差别解释不了如此高的利差。

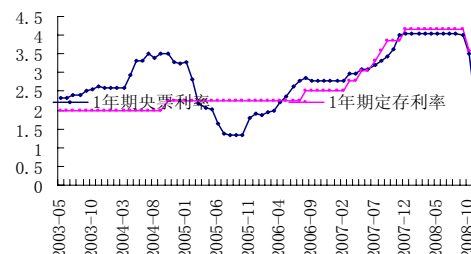
CPI与10年期国债收益率



回购利率缓慢回落



央票发行利率与1年期定存



目录

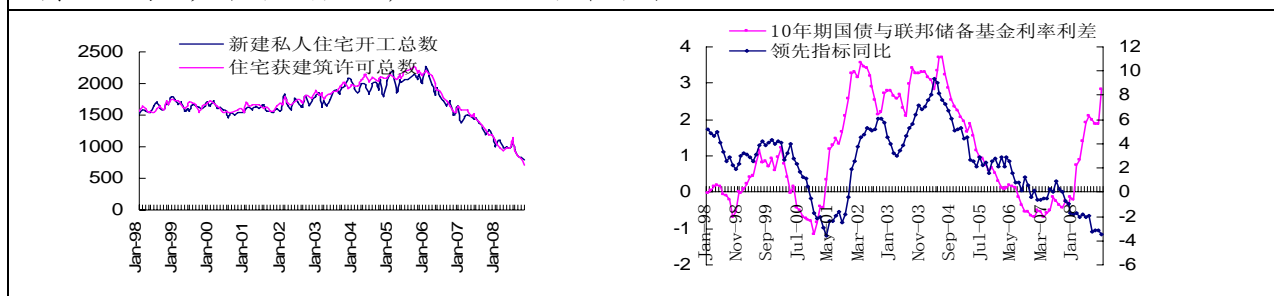
一、经济加速下滑，明年通缩概率大	3
（一）经济加速下滑	3
（二）货币供应量增速大幅下降，明年通缩概率大	4
（三）11 月份 CPI 预计为 3%左右	6
二、12 月份或将大幅降息	6
（一）货币政策放松的空间还很大	6
（二）12 月大幅降息以及降存款准备金率的概率大	7
三、资金面充裕，回购利率下降空间大	7
（一）宽货币与慎信贷，债市资金供给将大幅增加	7
（二）银行间质押式回购利率下降空间大	9
（三）央票利率短期到位，但是预期 09 年还会更低	10
四、债市进入慢牛，长债收益率双向波动	10
（一）长债收益率双向波动增大	10
（二）收益率曲线陡峭化，短债收益率还有较大的下降空间	12
（三）银行盈利恶化有利于缩小税收利差	14
五、信用债市场	15
（一）短融发行减少，AAA 以下的短融利差大幅上升	15
（二）公司债发行回暖，质优的分离债、公司债价值高	16

一、经济加速下滑，明年通缩概率大

(一) 经济加速下滑

金融危机对实体经济的影响已经比较明显，美国10月份的宏观经济普遍比市场预测更加糟糕，经济衰退程度可能会比预期大，德国和日本的经济已经连续2个季度出现负增长，明年中国出口负增长的概率不小。具体来看，美国的救市政策已经使得货币市场稳定下来，但是银行不良资产还在上升，信贷紧缩持续，公司债利差继续创新高。房地产市场继续恶化，10月份营建许可为70.8万套低于预估值为78万套以及上个月的79万套，新屋开工率下降4.5%，降至第二次世界大战以来最低水平，房价稳定下来还需要一段时间。美国经济恢复有赖于房地产市场的出清，政府的介入或许能缩短房价下跌-信贷紧缩-经济衰退恶性循环的时间，但是最根本还得依赖经济内在的力量。经济形势恶化已经使得美国的失业率大幅上升，经季节性因素调整后，截至11月15日当周首次申请失业救济人数增加27,000人，至542,000人，为1992年7月以来最高水平。失业率上升、财富缩水以及信贷更加难以获取使得美国人开始节省支出，增加储蓄，10月份美国的私人消费环比下降-2.8%，为历史最大月跌幅。需求的萎缩使得物价大幅下降，通缩的风险上升，10月份美国的CPI环比下降1%，减幅创下1947年2月统计开始以来新高。

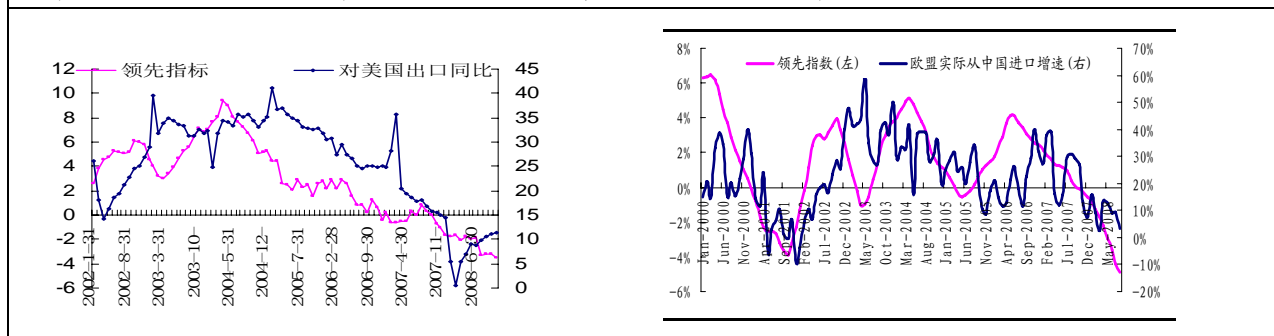
图表 1：房地产市场继续恶化；领先指标仍然在下滑



数据来源：Bloomberg

中国对欧美日地区出口占50%，这些国家进入衰退将会严重影响到中国的出口。2008年中国对欧美地区出口增速已经大幅下降，2009年欧美日经济负增长，中国对这些地区的出口出现负增长的概率不小。

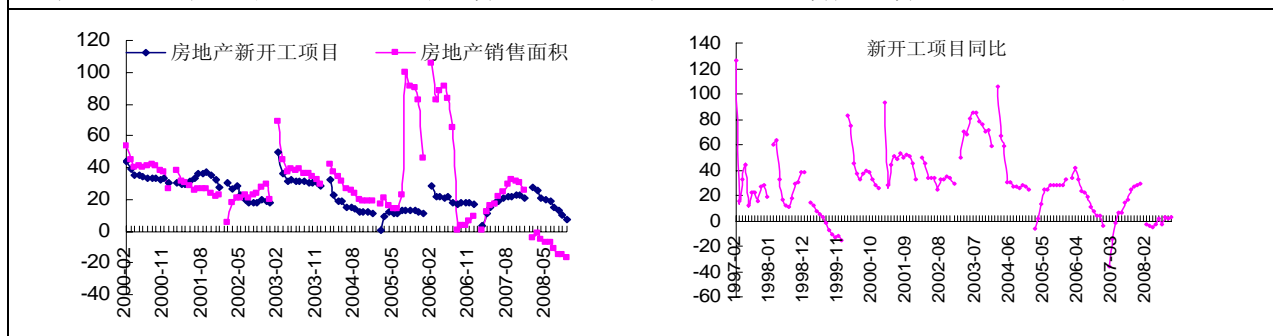
图表 2：美国领先指标与中国对美国出口同比；欧盟领先指标与中国对欧盟出口同比



数据来源：Bloomberg

除了出口需求减弱之外，私人投资已经出现明显下滑。房地产新开工项目增速明显下降，销售不佳限制了房地产企业的投资。据房地产行业分析师的研究，房地产行业投资增速有可能由今年的20%下降至09年的0%，由此直接对09年GDP贡献-2%，政府增大财政刺激可以在短期内弥补私人投资减少的部分，但是很难驱动私人部门增加投资。

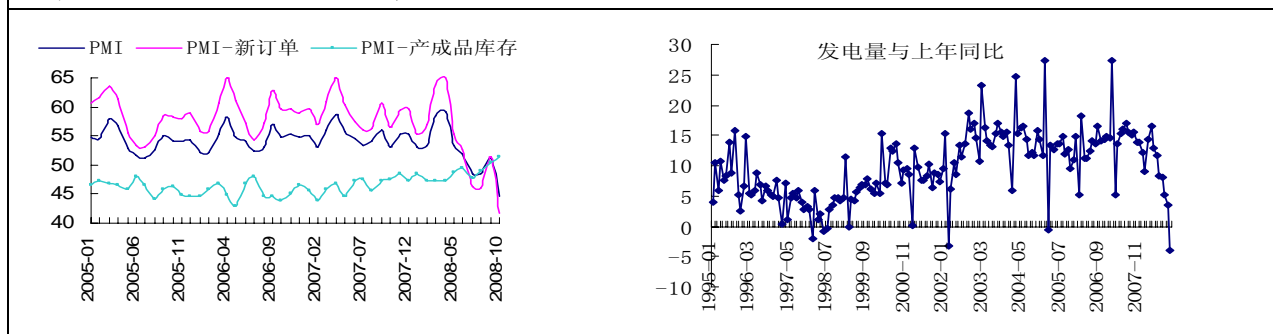
图表 3：房地产销售数据显示明年投资 0 增长的概率较大，固定资产投资新开工项目增速在 0 附件



数据来源：WIND资讯

10月份的宏观经济数据表明中国经济加速下滑趋势在四季度延续，下滑的速度不亚于1998年。10月份PMI指数为44.6，低于50并且创下历史新低，新订单指数41.7，产成品库存指数连续2个月高于50，表明市场需求严重萎缩，产成品过剩，未来的价格看跌，企业盈利状况将会更差。10月份的发电量同比增速-3.97%，为历史的新低，工业增加值同比增速8.2%，较上个月的同比增速下降3.2个百分点。

图表 4：PMI 指数创下历史新低；发电量增速创下历史新低

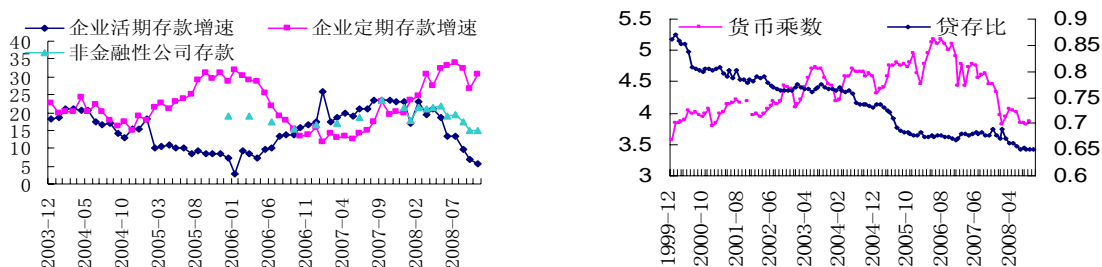


数据来源：WIND资讯

(二) 货币供应量增速大幅下降，明年通缩概率大

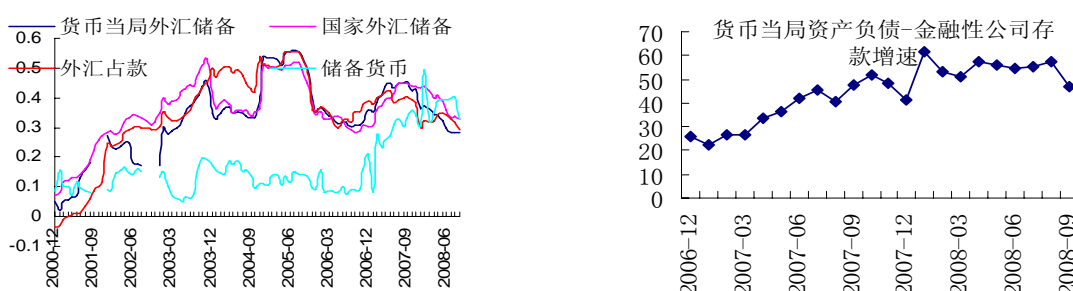
10月份M1增速为8.85%，创下1998年6月份以来的新低，主要原因是企业盈利状况恶化导致企业活期存款下降。10月份M2同比增速为15.02%，自从5月份以来延续下降趋势，主要原因在于社会资金的流通速度在放慢，贷存比与货币乘数均在下降，并且9月份以来的基础货币增速也有所放慢。影响基础货币增长的因素为外汇储备、央行的公开市场操作、法定准备金率调整、以及财政存款等。08年下半年以来央行外汇储备增速呈现下降趋势、9月份以来央行两次下调存款准备金率使得金融机构在央行的存款减少，这两个因素是近两个月基础货币增速下降的主要原因。

图表 5：企业存款增速下降，尤其是活期存款；货币乘数和贷存比同时下降，社会资金流通速度减慢



数据来源：WIND资讯

图表 6：外汇储备增速下降；准备金率下调使得金融性公司在央行的存款增速下降

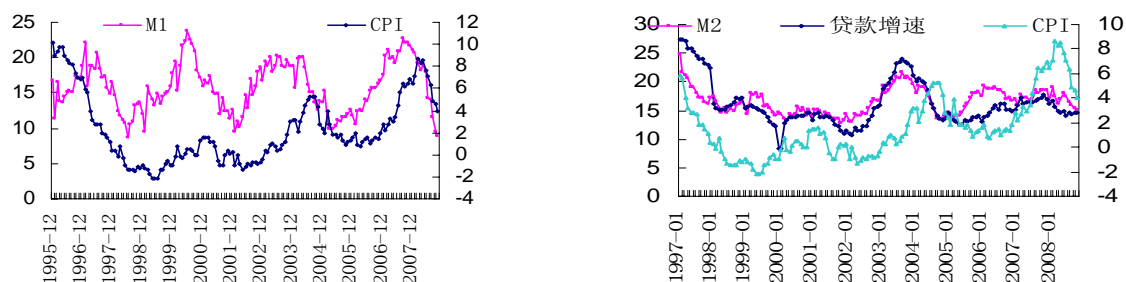


数据来源：WIND资讯

M1大概领先CPI半年左右，10月份的M1增速回落至1998年的低点意味着未来半年CPI回落的幅度可能会比较大，再考虑到翘尾因素影响，2009年2月之后CPI有可能出现几个月的同比负增长。M2和信贷增速对于CPI也有一定的领先作用，9月份和10月份的信贷增速有所回升，这说明货币政策放松起到一定的效果。政府大量财政刺激使得商业银行增加对基建投资相关行业的信贷投放，但是鉴于明年的经济形势较差，商业银行对于制造业以及房地产等行业的信贷供给将会降低，总体来看，信贷增速或不会回落至99年当时低点，但是上升的幅度也有限，我们银行业研究员认为09年信贷增速有可能保持在14%-15%之间。

政府提高粮食收购价格，并且有可能对资源价格进行改革，物价上升的压力还是存在，但是在全球经济衰退，需求急剧下降时，大宗商品价格难有起色，工业品库存上升，物价还是看跌，再考虑到09年翘尾因素很大可能是负数，09出现轻度通缩的概率还是比较大。

图表 7：M1 领先 CPI 6 个月左右，M2 和贷款对于 CPI 也有一定的领先效果

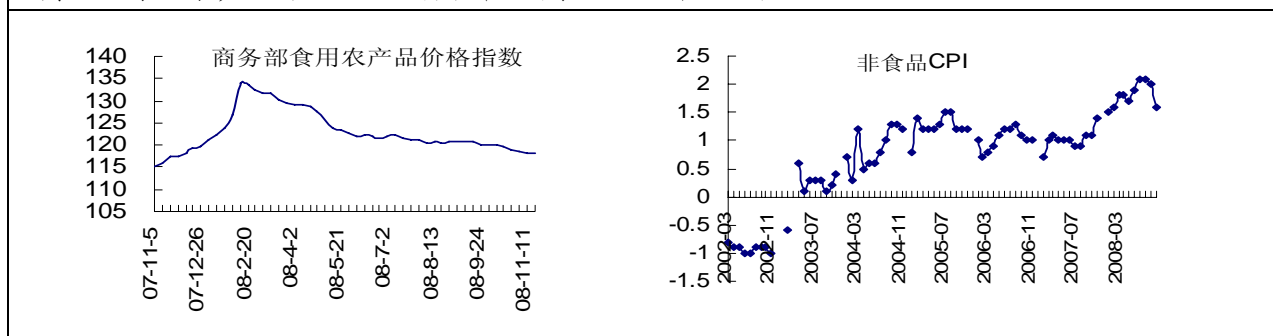


数据来源：WIND资讯

(三) 11 月份 CPI 预计为 3%左右

商务部农产品价格指数延续下行的趋势, 11 月份该指数环比下降 1.2% 左右, 除了蔬菜价格略有回升之外, 其他各类产品的价格均下降。今年的粮食丰收、生猪养殖的恢复使得这两大类产品的供应充足, 粮食价格保持稳定, 猪肉价格则出现较大幅度回落。在需求回落、库存上升的影响下, 非食品CPI于9月份开始反转向下, 这种趋势在未来几个月估计还会持续。考虑到以上因素, 11 月份CPI环比估计在 -0.3% 左右, 相应地CPI同比约为 3%。12 月份的CPI无翘尾因素, 新涨价因素为 2% 左右, 如果当月价格环比为 0, 那么 12 月CPI将在 2% 左右。

图表 8: 食用农产品价格指数继续下降, 非食品 CPI 开始回落



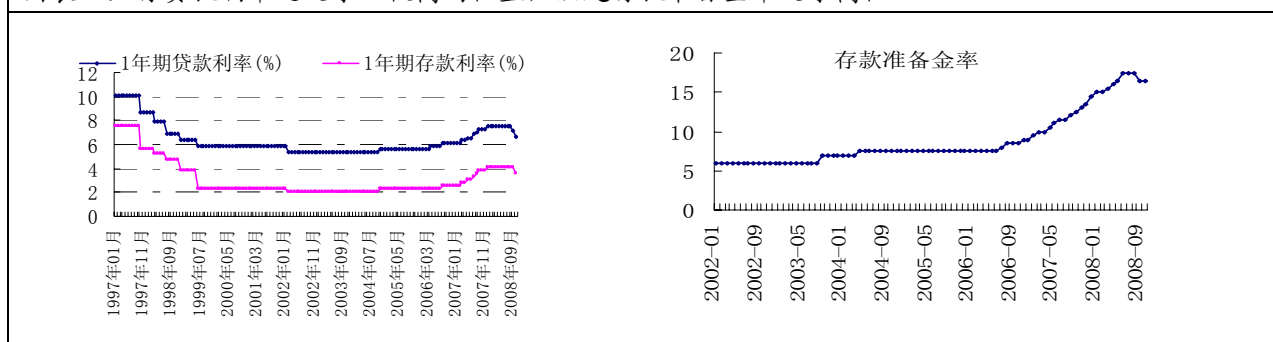
数据来源: 商务部、WIND 资讯

二、12 月份或将大幅降息

(一) 货币政策放松的空间还很大

9 月 15 日以来, 央行 3 次下调贷款基准利率 2 次下调存款基准利率, 一年期存贷款基准利率下调幅度均为 27BP。10 月份的宏观经济数据表明经济在加速下滑, 通缩风险上升, 目前的存贷款利率以及存款准备金率水平相对于目前的经济形势而言还比较高, 货币政策的宽松程度还远远不够。1 年期定存利率为 3.6%, 11 月份CPI同比增速将会回落至 3%, 经历多年的负利率结束。2009 年出现轻度通缩的概率比较大, 因此 1 年期定存利率下降的空间比较大。对于存款准备金率, 央行在近两个月来表现得比较谨慎, 数量型政策上主要还是体现在降低公开市场操作力度。近期的外汇占款增速虽然有所下降, 但是每个月增量在 1000 亿元以上, 因此降低公开市场操作力度就已经使得商业银行的流动性明显增加。但是, 未来一段时间, 为了刺激商业银行贷款, 央行下调法定存款准备金率的可能性比较大。

图表 9：存贷款利率还处于比较高的位置，法定存款准备金率处于高位



数据来源：WIND资讯

(二) 12月大幅降息以及降存款准备金率的概率大

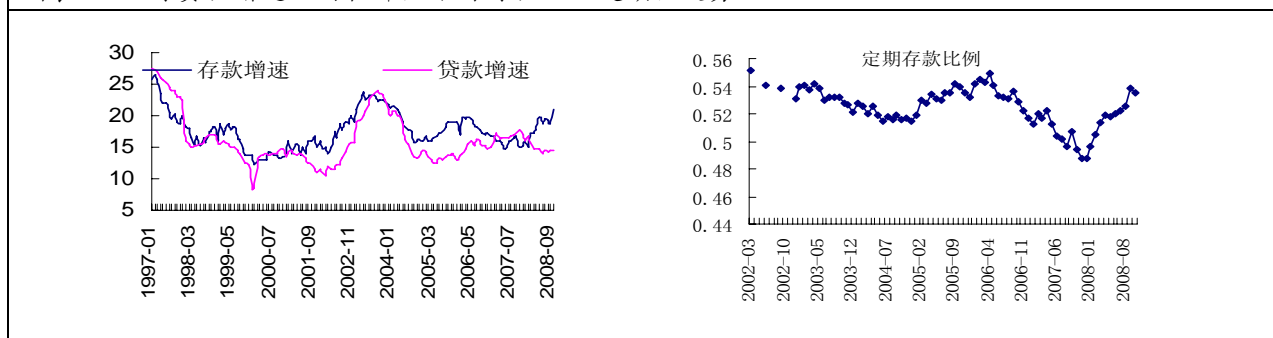
货币政策具有时滞性，政策实施的效果可能要在未来几个月才能体现，央行在《三季度货币政策执行报告》中也提到要提高货币政策的前瞻性，并且强调短期通缩的风险以及实行适度宽松的货币政策。10月份糟糕的经济数据并没有使得央行如市场预期那样大幅降息或者降准备金率，可以解释的一个原因是央行或考虑到全球政策协调，在美联储12月11日议息后再下调利率和准备金率。10月份两次降息几乎是与美联储以及西方几大央行的降息同时发生。我们认为12月份央行降息与降准备金的概率很大，并且降息的幅度会大于平常的27BP。当11月份的CPI下降至3%时，降息54BP，仍然可以保持正利率。

三、资金面充裕，回购利率下降空间大

(一) 宽货币与慎信贷，债市资金供给将大幅增加

经济形势恶化，股市、实业投资的吸引力下降，企业贷款需求下降，资金回流银行体系，存款增速和贷款增速的剪刀差在扩大，并且定期存款的比例大幅上升，商业银行在债市的资金供给趋于上升。

图表 10：存贷款增速距离拉开，银行存款呈现定期化趋势



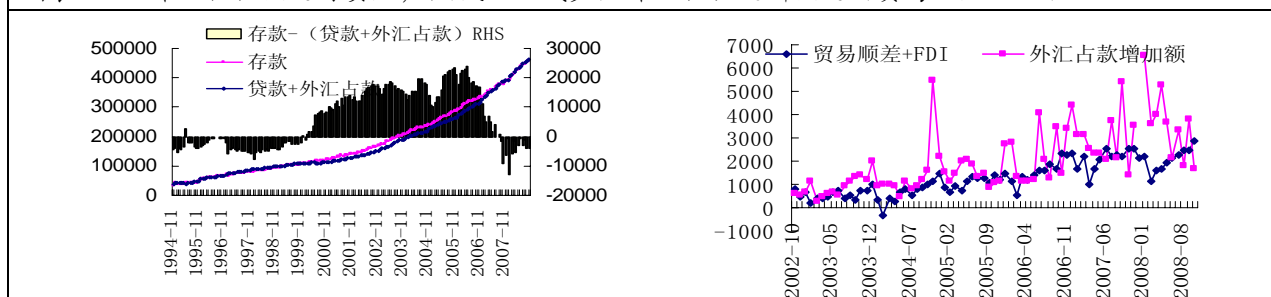
数据来源：WIND资讯

为了刺激银行信贷以及企业的贷款需求，央行一方面会逐渐增大银行

体系的流动性，降低公开市场操作力度，下调法定存款准备金率，另外一方面将逐渐下调存贷款基准利率。但是，鉴于经济形势比较差，控制不良率成为商业银行的目标之一，商业银行在信贷投放上将会比较谨慎，信贷增速不可期待过高。松货币与慎信贷同时存在将导致商业银行可用于债券投资的资金增加。

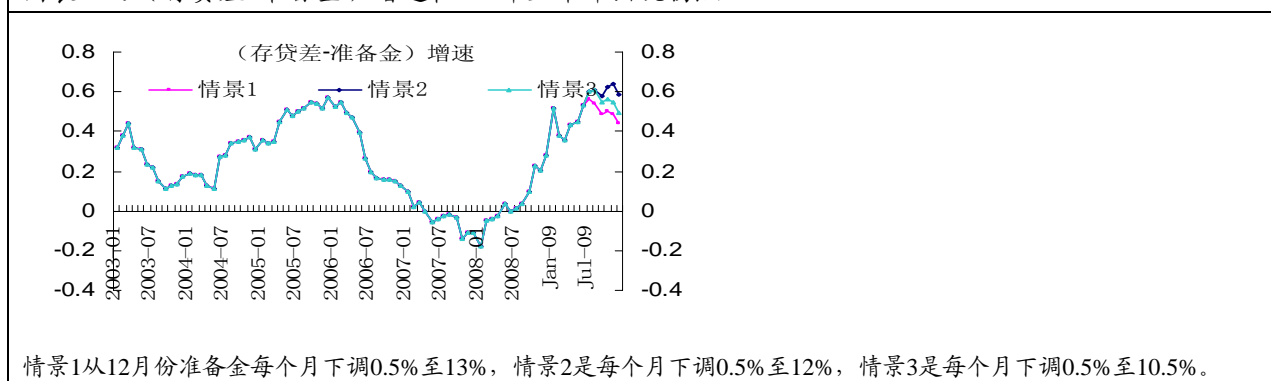
衡量商业银行资金供给的一个指标是存贷差-法定准备金，从金融机构的资金来源与运用结构来看，资金来源主要是存款，资金运用主要是外汇占款+贷款，因此存贷差可以运用外汇占款来近期替代，那么商业银行新增资金供给应该等于新增外汇占款+法定准备金的调整×存款，假定09年热钱流入为0，贸易顺差+FDI为0增长，那么在存款准备金率下调至10.5%-13%的情形下，债市资金供给增长率如图12所示，新增的资金供给在4.0-5.3万亿元，09年债市的资金面将会回到05年当时状况。

图表 11: 外汇占款接近存贷差；热钱流入减少，外汇占款逐渐接近（贸易顺差+FDI）



数据来源：WIND资讯

图表 12: (存贷差-准备金) 增速在 08 年上半年出现拐点



情景1从12月份准备金每个月下调0.5%至13%，情景2是每个月下调0.5%至12%，情景3是每个月下调0.5%至10.5%。

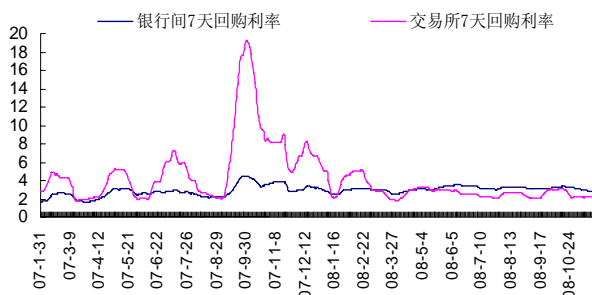
数据来源：广发证券发展研究中心

在讨论债市资金面时还需要考虑需求方面问题，09年国债以及企业债的发行将大幅增加。对于国债供给增多的问题，政府实行财政刺激将增大09年的财政赤字，如果财政赤字为GDP的2%-3%，这些赤字完全依赖发国债融资，那么新增的国债为6000-9000亿元。在政策鼓励下以及企业股权融资渠道受阻的条件下，企业债、公司债和中期票据的供给也会增加，但是这两个市场规模本来就比较小，至目前为止的发行量不足4000亿元。新债的供应相对于09年的新增资金4万亿元还是比较少，因此，供给因素不会成为主导市场的因素，主导债市趋势仍然是宏观经济走势以及央行的货币政策。

(二) 银行间质押式回购利率下降空间大

目前债市资金虽然比08年6月份当时已经宽松不少,但是7天回购利率在2.6%-2.7%上下徘徊。7天回购利率回落缓慢的主要原因在于,一方面是非银行机构的融资需求在过去的三个月上升,交易型机构回购套利需求增大、保险机构赶在基准利率下降之前提前定存(部分通过融资方式)都使得资金需求量增大,另一方面是,商业银行在银行间回购市场上占据支配地位,当非银行金融机构的融资需求增大时,其支配地位更加明显,从商业银行融出的资金面占比可以看出这一点。鉴于存款基准利率下降比较缓慢,而定存比例不断上升,因此商业银行的存款利息成本下降得比较慢,目前商业银行存款的利息成本大概在2.1%左右。鉴于成本还是比较高,较高的回购利率符合商业银行的利益,而商业银行在回购市场上的支配地位赋予了其维持较高的回购利率能力。

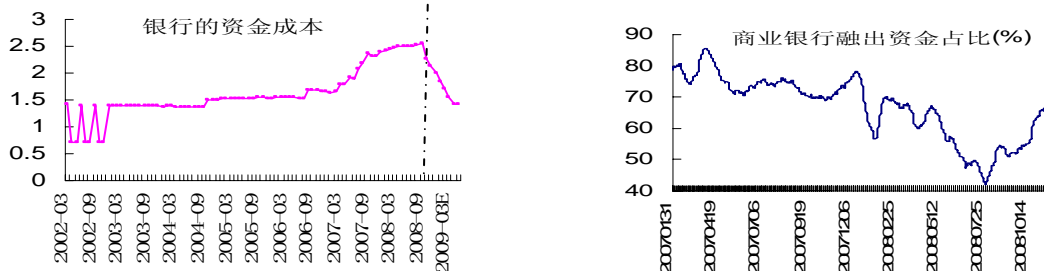
图表 13: 银行间 7 天回购利率回落缓慢, 5 月份以来交易所 7 天回购利率持续低于银行间的



数据来源: WIND资讯

尽管如此,市场对于回购利率下降的预期已经非常浓厚,当非银行金融机构的融资需求减弱,或者商业银行资金更为泛滥的时候,银行间回购利率将不会受限于商业银行资金成本的限制。2002年和2005年,7天回购利率曾经回落至超储利率左右。如果央行继续实行宽松的货币政策。银行间7天回购利率年内将会向2.1%靠拢,2009年预期会达到1.5%。做出这个判断的理由在于:2009年一年期定存基准利率预期下调至2.25%,假定定存比例上升至55%,那么商业银行的利息成本将从目前的2.1%下降至1.56%。09年债市资金将会非常充裕,在资金泛滥时,7天回购利率甚至会冲破利息成本的限制。

图表 14: 银行的资金成本还处于高位, 商业银行在银行间回购市场上占据支配地位



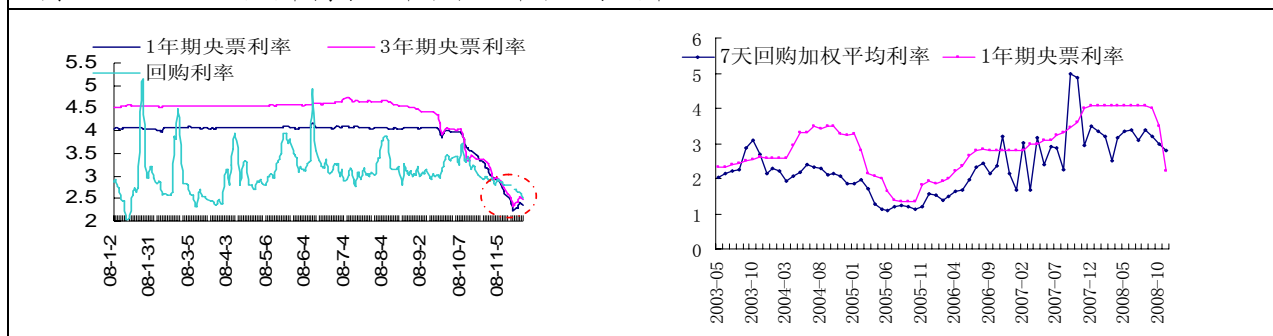
数据来源: WIND资讯

（三）央票利率短期到位，但是预期 09 年还会更低

11月18日1年期央票的发行利率从11月4日的3.21%下降至2.25%，发行利率接近二级市场利率，市场普遍预期央票利率已经到位。我们认为短期内央票利率基本到位，但是最低的时候未到。判断的依据在于：7天回购利率下降缓慢对央票利率形成制约。银行间7天回购利率已经持续1个月高于1年期央票二级市场收益率，从11月18日起，7天回购利率开始高于1年期央票的发行利率。7天回购利率低于1年期央票利率是难以持久的。从理论上来看，同是作为流动性管理的工具，1年期央票可以看成是未来1年内7天回购的累计回报加上一定的风险溢价，未来1年内7天回购利率看跌，均值有可能会低于目前1年期央票收益率，但是考虑到未来1年内的不确定性因素较多，因此必须附加一定的风险溢价，从历史数据来看，自央票发行以来，1年期央票利率低于7天回购利率持续时间不超过3个月。从投资者行为来看，部分交易型机构采取回购养央票的投资方式，回购利率下降缓慢，并且高于央票利率将会降低这些机构回购养央票的需求。

尽管我们认为短期内央票利率基本到位，但是09年央票利率还会更低。主要原因在于回购利率将会随着存款基准利率下调以及准备金率下降而下降，7天回购利率预期可以下降至1.5%，而回购利率下降将打开央票利率下降空间。

图表 15：7 天回购利率高于 1 年期和 3 年期央票利率



数据来源：WIND资讯

四、债市进入慢牛，长债收益率双向波动

（一）长债收益率双向波动增大，调整带来增持机会

债券牛市已经持续3个多月，8月15日至11月15日国债、金融债、央票等利率产品的收益率基本上呈现直线下降趋势。11月15日之后，长债收益率出现20-30BP的调整，长债供应大幅增加、长债收益率偏低以及降息预期落空因素是调整的主要原因。11月26日15年期国债中标利率为3.62%，边际3.77%，高于市场预期20BP左右，这期国债发行将会引起长债进一步调整，调整的时间有可能会持续至下一次降息前。

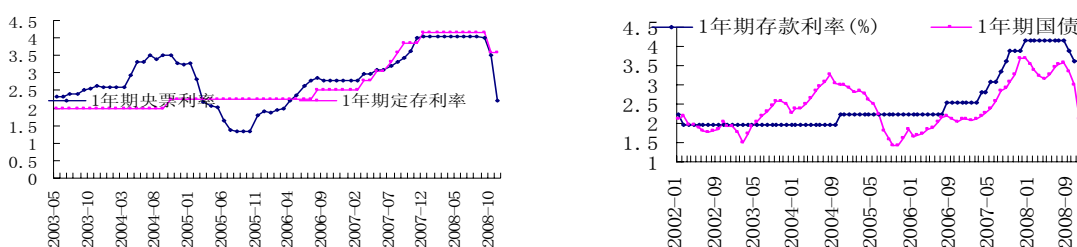
未来一段时间，我们认为长债收益率更多是呈现双边波动特征。主要

原因在于：

第一，虽然目前投资者对于宏观形势的判断比较一致，认为未来1年内将是降息周期，但是问题在于债市已经对未来多次降息做出提前反应。当前的基准利率还处于相对较高位置，但是债市交易数据隐含的基准利率已经低于2.52%，1年期央票二级市场交易收益率在2.25%左右，而从历史数据来看，1年期央票利率只会略低于1年期定存。从浮息债的交易数据来看，对未来1年内的降息预期已经超过100BP，1年期定存基准利率在2.25%-2.52%。从卖方分析师的预期来看，09年内的1年期定存利率预期在1.5%-2.5%之间。如果明年基准利率正如最为乐观的分析师预期，达到1.5%，那么短债收益率应该还会有较大的下降空间。但是，长债收益率是跨经济周期的，在长期通缩的概率较小的情况下，偏低的长债收益率持续时间不会长。

第二，目前的收益率对于长期投资者已经缺乏吸引力，保险机构以及商业银行对于长债的配置需求将会下降，交易型机构的波段操作将增大长债收益率的波动性。

图表 16：1 年期央票利率和 1 年期定存利率接近，1 年期国债收益率略低于 1 年期定存



数据来源：WIND资讯

表 1：浮息债隐含的降息空间（11 月 25 日）

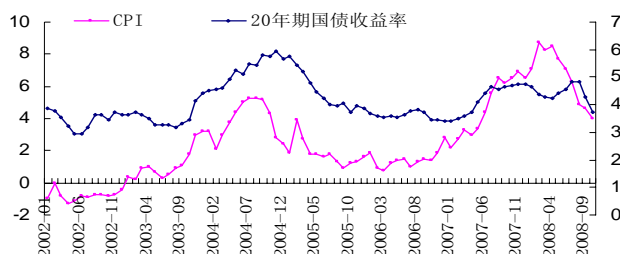
	剩余时间	全价	隐含降息
08 农发 04	1.23	101.06	2009 年 2 月 18 日 1 年期定存 3.06%-3.33%，2009 年 8 月 18 日前一年期定存 2.25%-2.52%
08 农发 03	2.22	101.3	前期如 08 农发 04 预期，2009 年 8 月 15 日至 2010 年 8 月 15 日 1 年期定存 2.52%-2.87%。

数据来源：广发证券发展研究中心

虽然我们预期长债收益率将会结束单边下降趋势，并将呈现双边波动走势，但是收益率反转向上的时机还未到来，对于交易型机构而言，若收益率回升，可以考虑买入并进行波段操作。我们在11月18日的报告中提到20年期国债收益率的短期均衡值在3.42%，10年期国债收益率的短期均衡值在2.95%，这个短期均衡值可以看成是长债收益率上下波动的中间值的一个参考。

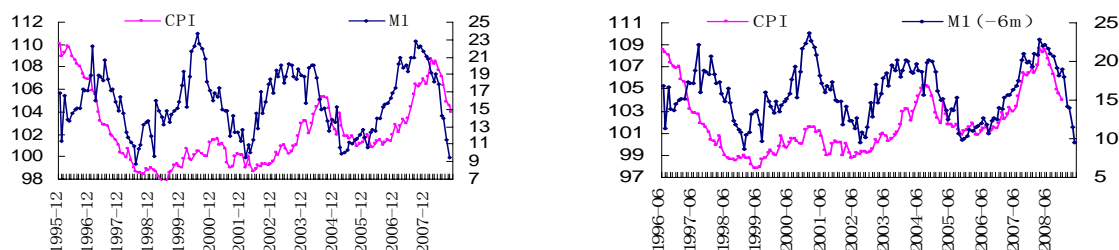
判断长债收益率反转向上的指标，不是供给因素，而是宏观经济走势，同步指标为CPI，先行指标是货币和信贷，其中M1的领先效果最优。M1还处于趋势下行阶段，并且创下1998年6月以来的新低，这表明未来6个月CPI很大可能会继续下行，国债收益率反转向上的概率不大。

图表 17: 20 年期国债收益率与 CPI 走势基本同步



数据来源：广发证券发展研究中心

图表 18: M1 是 CPI 较好的先行指标，大概领先 6 个月



数据来源：广发证券发展研究中心

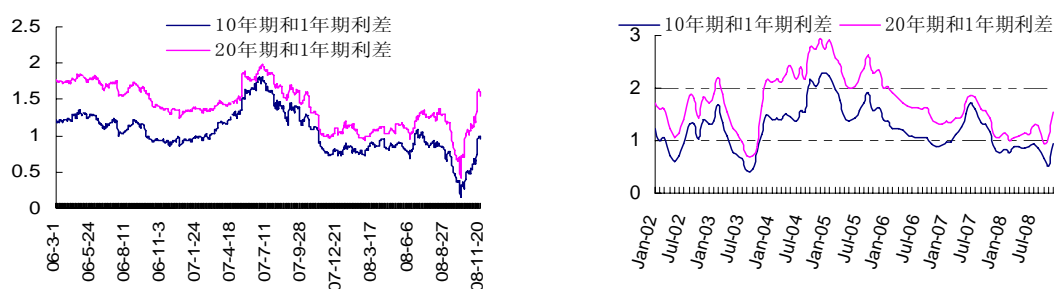
未来一段时间，资金面、降息的节奏以及股票市场波动对于债市的影响将会增强。银行间回购利率缓慢下降对于短债收益率下降形成制约，而回购利率下降的速度与资金面变动有关。降息节奏对于长债收益率的影响在11月份表现的非常明显，11月份第二周市场的降息预期强烈，收益率快速下降，其中10年期国债收益率一度下降至2.86%，后来降息预期落空使得长债产生20-30BP的调整，11月25日10年期国债收益率上升至3.15%。12月份大幅降息可期，但是降息具体时点难以预测，尽管如此，长债调整得比较多的时候仍然可以考虑买入，进行波段操作，毕竟收益率反转向上的时间点还未到。中国的股债跷跷板效应比较弱，但是今年股市单边下跌也是的部分股票型参与债市，而近期巨额的财政刺激计划出来，使得股市呈现双边波动特征，不排除部分资金从债市中撤离，因此股市波动对于债市也有一定影响。

（二）收益率曲线陡峭化，短债收益率还有较大的下降空间

11月份，国债收益率曲线继续呈现陡峭化走势，10-1年期以及20-1年期利差上升了40BP左右，但是目前收益率曲线的形状相对于历史水平还属于平坦。收益率曲线陡峭化是否会成为趋势关键在于此轮通缩持续时间，如果是长期通缩，意味着未来的短期利率也会很低，那么长短期国债利差不一定在降息周期内大幅上升。以日本为例，90年代初的资产价格泡沫破裂之后，日本经历了长达10年的通缩，30年-3月的国债利差在降息

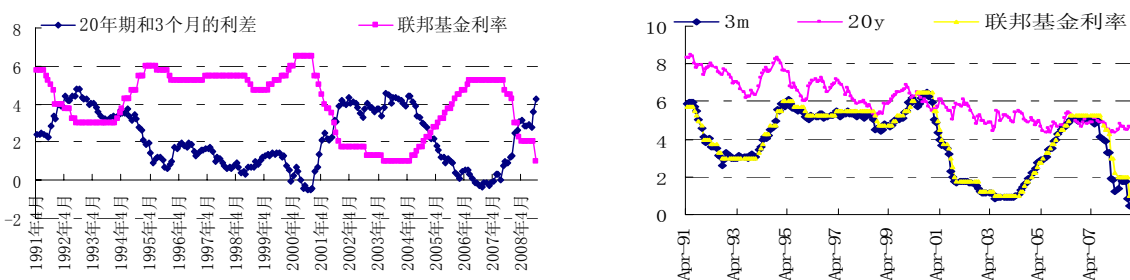
上半段曾经上升，但是后来下降至200BP左右，并保持至现在。如果通缩是短期的，意味着未来的短期利率会上升，因此长短期国债利差应当在降息周期上升。美国长短期国债利差和联邦基金基准利率之间形成明显的同期反向关系，降息周期里面长短期国债利差上升。美国目前的联邦基金利率已经降至历史新低1%，大量金融机构破产、经济衰退使得投资者对于风险资产的需求降至冰点，国债的需求量大增，期限在3个月以内的国债收益率已经接近0，但是10年期国债收益率还在3.0%附近，10年-3月国债利差为300BP，处于历史较高水平，这说明投资者对于美国长期通胀水平还是比较担忧。债券之王-格罗斯认为美国会出现“短期通缩与长期通胀”。商业银行信贷紧缩使得货币流通速度大幅下降，即使美联储大量释放流动性，也抵补不了乘数下降的效果。但是，美国财政部为了拯救经济而产生的大量财政赤字、低于泰勒规则的基准利率、美联储释放出来的大量基础货币将为下一轮通胀买下伏笔。美国本次金融危机虽然与1929年的危机可相提并论，但是美国政府的政策比较及时，并且全球的政策协调也做得比较好，进入长期衰退的概率小，而一旦经济复苏，通胀风险即将来临。

图表 19：收益率曲线陡峭化，但是从历史水平来看，目前的陡峭化程度并不高



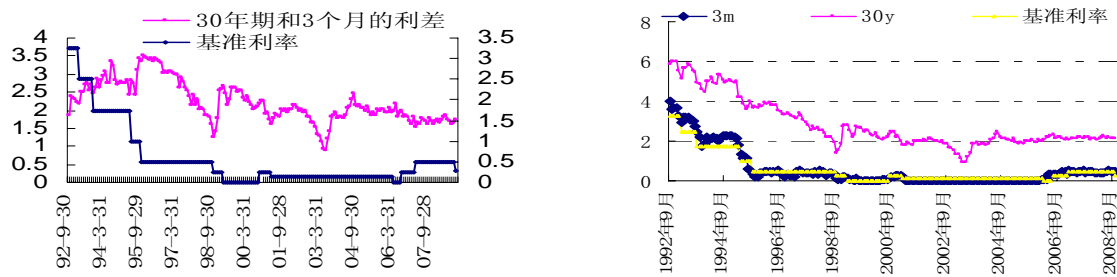
数据来源：广发证券发展研究中心

图表 20：美国降息周期伴随着收益率曲线陡峭化



数据来源：Bloomberg

图表 21: 日本的长短期国债利差与基准利率并无必然关系, 长期国债收益率在 2% 左右稳定

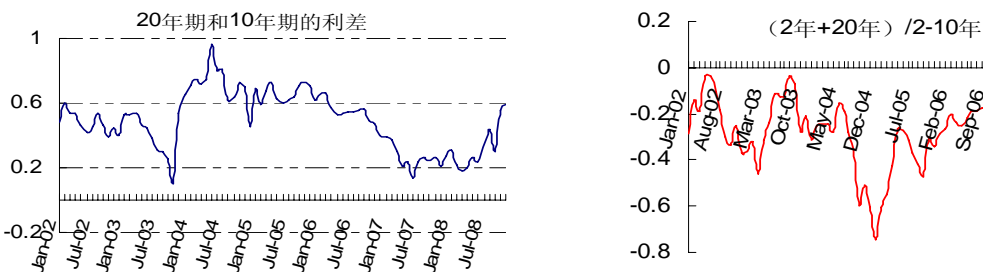


数据来源: Bloomberg

中国经济出现长期通缩的概率也不大, 因此, 收益率曲线陡峭化的趋势还将会持续。收益率曲线陡峭化意味着短端下降幅度高于长端, 但是长端收益率是上升还是下降? 对于长债收益率的走势, 我们在上一节已经讨论, 进入双向波动的概率较大, 收益率反转向上的时机尚未到。对于短债收益率, 我们认为, 随着存款基准利率以及准备金率下降, 短债收益率还有较大的下将空间, 短债收益率回到05年当时水平的可能性是存在的。在收益率曲线陡峭化过程中, 凸度明显下降, 虽然10年期国债收益率在11月中下旬有所回升, 但是(2年+20年)/2-10年还处于历史高位。

综合以上分析, 我们认为10年期以上的国债波段操作与持有2-3年期国债组合是较好的策略。12月份, 预期大幅降息的概率较大, 趁目前长债收益率上升时增持, 待降息之后卖出。此交易策略需要注意的是10年期以上的国债的流动性风险。

图表 22: 收益率曲线凸度比较小



数据来源: 广发证券发展研究中心

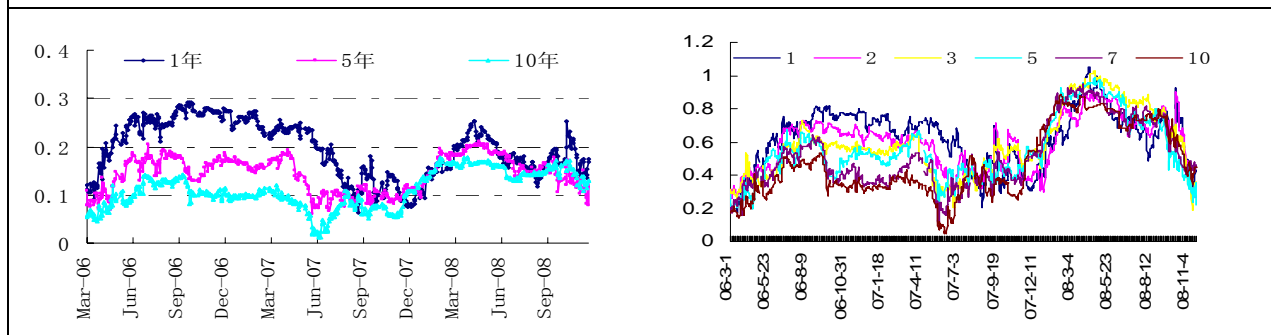
(三) 银行盈利恶化有利于缩小税收利差

政策性银行金融债和国债利差在本轮债券牛市中呈现下降的趋势。5年期金融债利差从8月15日的72BP回落至11月24日的22BP, 接近2006年一季度的利差水平。

金融债和国债的利差主要是税收利差, 流动性差异以及信用风险溢价在银行体系稳健的情况下比较小。比较奇怪的是金融债收益率隐含的税率与期限成反向关系, 期限越长隐含的税率越小。可以解释这种现象的是: 第一是不同期限的金融债投资主体存在差别, 而这些主体的税率是存在差别的。保险和社保机构是长期金融债的投资主体, 保险机构的税率低, 而

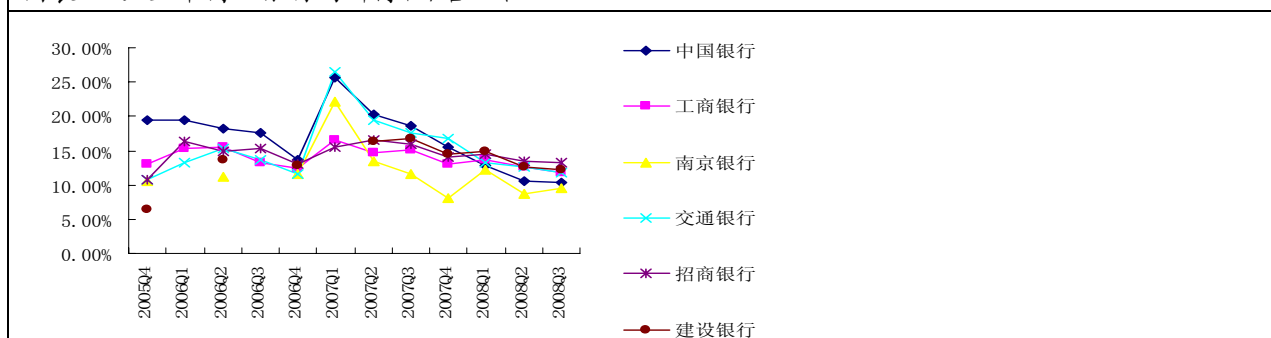
社保机构免税，因此长期金融债的税收利差比较低。商业银行是中期金融债的投资主体，其税率为25%左右，但是具有资金成本，将资金成本计入之后，3-5年期金融债隐含的税率在20%-30%之间波动。货币基金偏好短期金融债，虽然其最后不一定要纳税，但是买入时必须先锁定20%的税收。这个20%的税收在短期内会影响到基金净值表现，因此税收仍然是基金需要考虑的因素。第二，实际税率与宏观经济周期有关，在经济繁荣期，企业盈利状况好，实际税率高，在经济衰退期，企业盈利状况差，实际税负低。长期债券跨周期，其隐含的税收利差应当比较平稳，中短期金融债的税收利差则应当随着经济周期波动而波动。按照此理论，09年金融机构的盈利状况会比较差，那么税收利差应当会下降。

图表 23: 政策性银行金融债收益率隐含的税率（左）；政策性银行金融债利差走势



数据来源：广发证券发展研究中心

图表 24: 上市商业银行的所得税/营业收入



数据来源：广发证券发展研究中心

五、信用债市场

（一）短融发行减少，AAA 以下的短融利差大幅上升

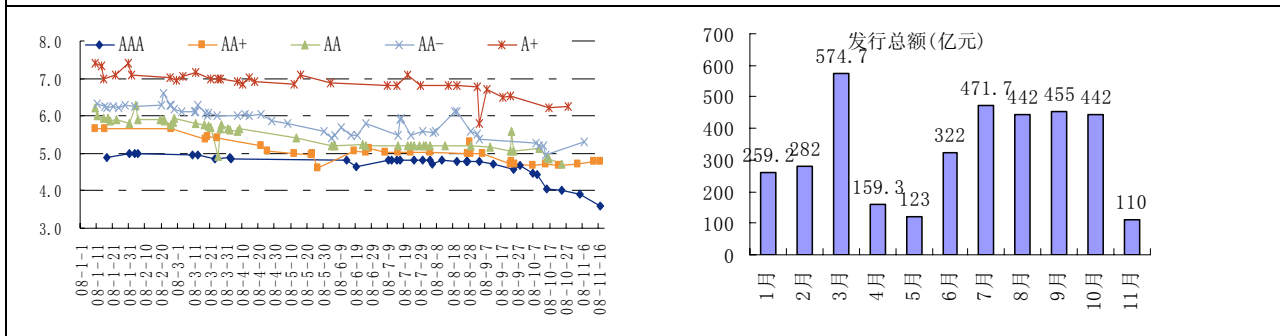
11月份短融发行量减少，发行数量为10只，不到10月份的一般，发行总额为110亿元，只有10月份的四分之一。投资者的风险厌恶情绪严重以及中期票据的重新发行对于短融发行都产生负面作用。AAA的短融发行利率随着央票利率下降而下降，但是AA+及其以下的短融发行利率变动较小，造成其发行利差大幅上升。

二级市场上，AAA短融利差比10月份略有上升，主体评级在AA+及其以下的短融利差大幅上升至200BP以上。10月中旬的“江铜事件”之后，投

投资者对于信用风险已经非常敏感，对短融的信用等级要求更高。

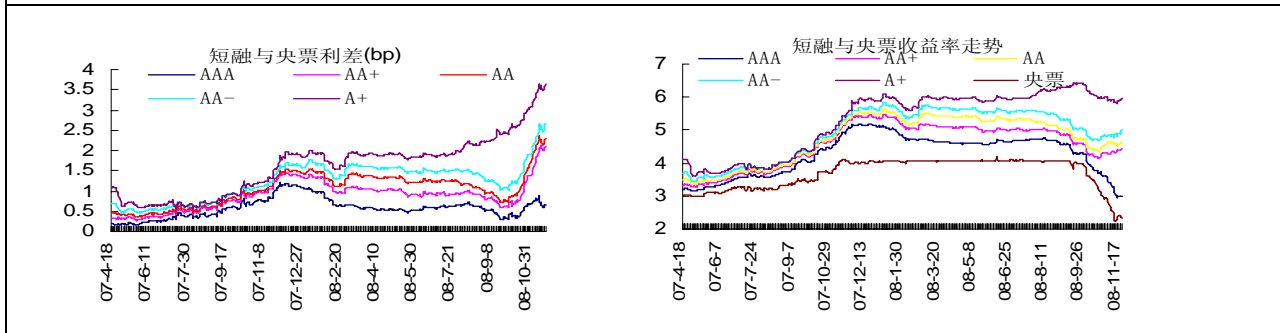
AA+短融利差大幅上升是否意味着AA+短融具有很高的投资价值？相邻评级的公司债利差，往往是在投资级和投机级之间是最高的。10月中旬之前，短融的利差在AA-与A+之间的利差最大，目前是AA+与AAA之间的利差最高，这说明投资者对于投资级的短融的要求已经从AA-提高至AAA。未来半年企业盈利状况可能更差，因此投资者信用风险厌恶情绪应该难以缓解，AA+短融利差维持高位的可能性还是比较大，但是需要注意的是，对于评级为AA+的短融，其发行人的资信也可能存在较大的差异，因此收益率也存在差别，对于一些行业风险较小的AA+短融，我们应当给予关注，在交易所分离债中，同时AA+的分离债利差可以相差100BP，这种现象也会发生在短融市场中。

图表 25：短融发行利率走势；短融发行量（右边）



数据来源：广发证券发展研究中心

图表 26：短融与央票利差；短融收益率与央票收益率走势（右边）



数据来源：WIND资讯

（二）公司债发行回暖，质优的分离债、公司债价值高

公司债的发行经历两个月的低迷之后，5家公司-中石油（300亿元）、中石化（200亿元）、金融街（56亿元）、新希望（8亿元）、大秦铁路（135亿元）等发行公司债的申请获得了证监会的批准，估计不久将会向市场发行。

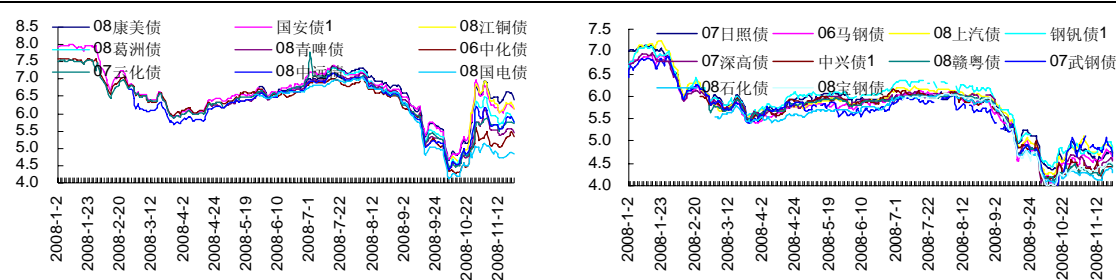
交易所无担保债公司债、分离债二级市场的收益率在10月中旬的“江铜事件”冲击之后趋于稳定，但是鉴于公司的经营状况还可能恶化，投资者的风险厌恶情绪高，这个市场的反弹空间有限。

经过此轮调整，交易所质优的公司债和分离债已经具备投资价值。08石化债和5年期中票利差为70BP，创下中票发行以来的新高。虽然这

两个市场的投资主体存在差别，并且中票的流动性也比较好，但是08石化债平局每天也有接近1000亿元的成交，流动性解释不了如此高的利差。

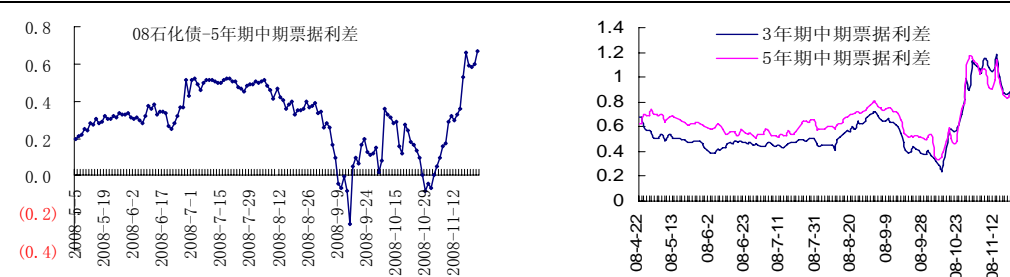
对于资质中等的青啤债、中远债、中化债等，贷款利率应当是他们的收益率的顶部，从美国、日本的历史数据来看，BBB公司债的收益率基本上是低于同期优惠贷款利率。明年贷款利率还有较大幅度下调，预期5年期贷款利率会下调至5.5%，那么持有这些资质中等的分离债风险也不大。

图表 27：无担保分离债收益率走势；有担保分离债收益率走势



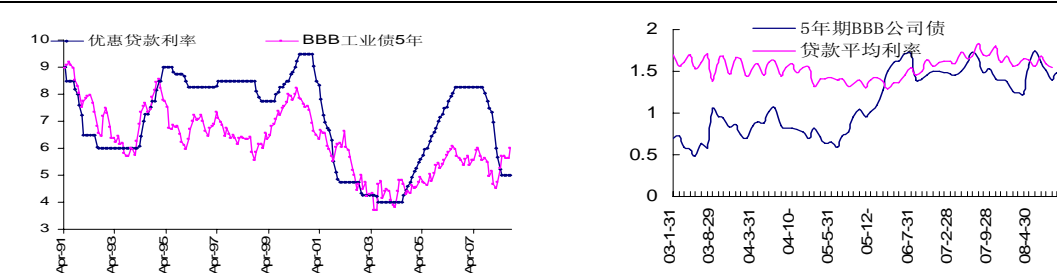
数据来源：WIND资讯

图表 28：石化债和 5 年期中期票据的利差创新高，中期票据利差（与政策性金融债）高位回落



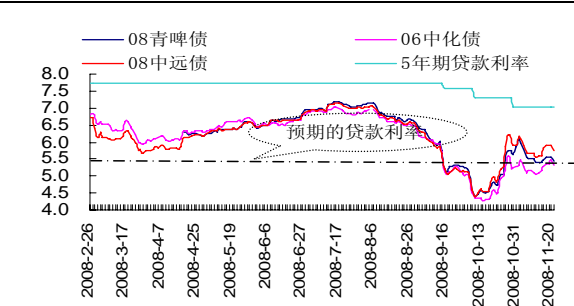
数据来源：WIND资讯

图表 29：贷款利率一般是高于投资级的公司债收益率



数据来源：Bloomberg

图表 30：青啤债、中远债、中化债等收益率仍然是在预期的贷款利率之上



数据来源：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。