

目前债券市场展望及利率分析

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

- 展望 09 年中国经济，我们预期 09 年将是经济“U 型”筑底期，09 年下半年各项经济数据有望在低谷企稳，但本轮经济的复苏预期要到 2010 年之后。
- 对基准利率的走势，我们预计 09 年还有 54-108BP 的下降空间。对于存款准备金，我们预计 09 年还会有 3-4 个百分点的下移空间。
- 受宽松性货币政策及下调存款准备金率影响，银行间市场资金面将维持宽裕局面，同时，09 年债券供给也将有较大的增长，预计 09 年中国债市将维持上涨趋势，但增幅将有所放缓。
- 近期受近期出台的 PMI、信贷等宏观指数有所反弹影响，市场乐观情绪高涨，目前市场对于后市判断分歧依然存在，特别是对经济是否遇到拐点的分歧加大，导致中长期债券收益率明显上扬。但我们认为，此时断言经济开始复苏为时尚早，降息周期远远尚未结束。
- 我们认为目前债市的调整主要受短期市场气氛及投资者心态影响，宏观经济基本面目前并无显著证据证明会有马上复苏，宏观数据还有下调的可能性，降息周期也远远尚未结束，估计在这拨调整期过后，债券市场将重归上升通道。
- 总体来看，09 年将是近 10 年难得一见的低利率年份，利率将持续维持在低位，虽然未来仍有降息的可能性，但鉴于未来市场债券供给，特别是信用债供给将会大增，债券市场的不确定性会趋于增加，银行重回交易所市场也可能会给目前债市格局造成一定的不确定性。

目前全球主要经济体普遍陷入低迷。在美国经济低迷的时期，一般全球经济也都不会有过于乐观的表现。展望 09 年中国经济，我们预期 09 年将是经济“U 型”筑底期，09 年下半年各项经济数据有望在低谷企稳，但本轮经济的复苏预期要到 2010 年之后。对基准利率的走势，我们预计 09 年还有 54-108BP 的下降空间。对于存款准备金，我们预计 09 年还会有 3-4 个百分点的下移空间。下面，我们将从货币政策、银行间债券市场及近期债市的波动情况这三方面对中国债券市场及利率走势予以分析。

一、 货币政策及其效应：实体经济与银行系统“冰火两重天”

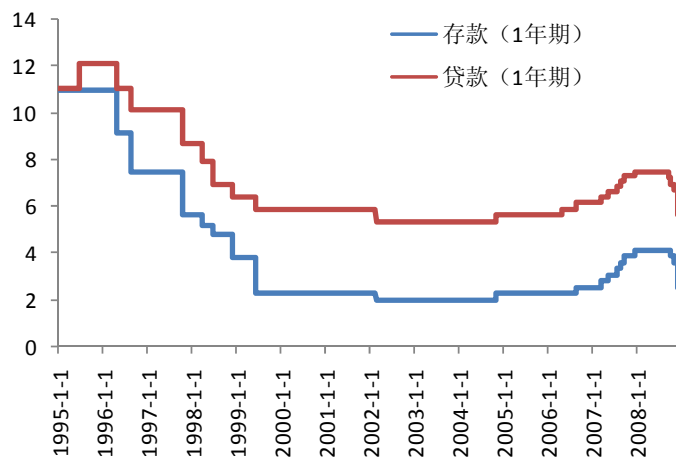
从 08 年 9 月份开始，我国货币政策开始转型，随着一连串货币政策的陆续出台，“紧缩性的货币政策”逐步转变为“适度宽松的货币政策”，货币政策正式进入降息周期。从 9 月中旬到 12 月底，短短的 98 天之内的连续 5 次降息，一年期存贷款利息分别累积下降了 189BP 及 216BP，这是央行在 11 年内最大幅度的降息，仅低于 1998 年亚洲金融风暴期间下降得幅度（225 个基点），而一年期贷款基准利率（5.31%）已经持平于历史最低水平（2002 年 2 月）。

表：近期公布的货币政策

日期	政策内容	政策类型
2008-9-15	首次降息：人民银行宣布实施非对称降息，下调人民币贷款基准利率 0.27 个百分点	货币政策
2008-10-9	第二次降息： 人民银行宣布下调存贷款基准利率各 0.27 个百分点	货币政策
2008-10-15	下调存款类金融机构人民币存款准备金 0.5 个百分点	货币政策
2008-10-20	央行要求中小企业贷款单独统计，鼓励增加中小企业信贷	货币政策
2008-10-21	宣布至 11 月 1 日起，调高部分劳动密集型及高技术含量、高附加值商品出口退税	货币政策
2008-10-22	降低购房首付比例，住房公积金贷款下调 0.27 个百分点	货币政策
2008-10-27	人民银行将一年期央票发行频率从一周一次改为两周一次	货币政策
2008-10-29	第三次降息： 人民银行宣布下调存贷款基准利率各 0.27 个百分点	货币政策
2008-11-5	人民银行将 3 个月期央票发行频率从一周一次改为两周一次	货币政策
2008-11-26	第四次降息： 人民银行宣布下调一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点	货币政策
2008-12-2	人民银行宣布一年期央票暂停发行	货币政策
2008-12-3	“金融国九条”出台：国务院常务会议提出九大金融举措力促经济发展，并追加政策性银行 2008 年度贷款规模 1000 亿	财政政策、 货币政策
2008-12-13	《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》公布“金融 30 条”，对“金融国九条”加以细化，并首次提出将促进货币信贷稳定增长，以高于 GDP 增长与物价	财政政策、 货币政策

	上涨之和约 3-4 个百分点的增长幅度作为 09 年货币供应总量目标，争取全年 M2 增速达到 17% 左右。	
2008-12-22	第五次降息：人民银行宣布下调存贷款基准利率各 0.27 个百分点，同时下调的还有中央银行再贷款、再贴现利率及金融机构人民币存款准备金率（0.5 个百分点）	货币政策

图：1 年期存、贷款利率 数据来源：Wind 资讯

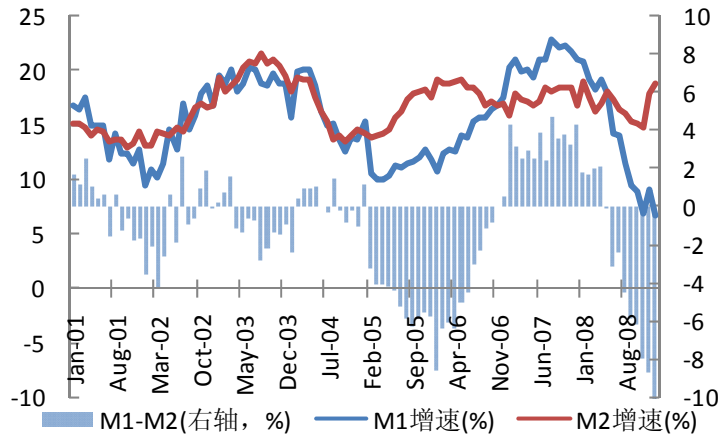


从货币政策的实施效果来看，在存贷利率、存款准备金率、再贴现利率四率齐降的情况下，银行的资金面在 09 年将会迎来较为宽松的一年，但实体经济能够受益的程度有限，企业流动性紧张问题、特别是中小企业融资难问题并无法通过降息得到有效解决。

一方面，随着利率与银行存款准备金率的下调及信贷控制的逐步解除，银行系统资金泛滥，这从银行间债券总财富指数的持续上涨及银行间市场收益率屡创新低可以得到证明。

但另一方面，宽松性的货币政策并没有给实体经济带来多大的收益，银行“避险”情节严重，自觉收缩信贷规模，宽松性的货币政策难以通过金融中介传导到实体经济，造成银行系统与实体经济资金链的脱节。而企业界也基于“过冬”心理，贷款需求下降，个别资金链紧缺的行业出现破产现象。从 5 月份以来，M1-M2 的倒剪刀差持续扩大，存款定期化现象明显，反映出存款定期化趋势持续及整体经济活跃度和景气度疲软。

图：M1、M2 持续疲软，贷款增速有所复苏 数据来源：Wind



事实上，货币从金融系统向实体经济流动最主要的有效途径就是通过信贷扩充。从 11 月的数据看来，随着“4 万亿计划”首批项目的上马及“金融国九条”各项措施的出台，当月新增人民币贷款规模开始有上升的迹象，但目前的信贷增速仍就是以“财政拉动型”为主，当财政效应减弱时，流动性将再次被“冻结”，要解决目前货币政策难以通过金融中介传递到实体经济中的矛盾，避免“流动性陷阱”产生，确保 09 年全年 M2 达到 17% 的水平，除了货币政策与财政政策的积极配合外，还必须依靠实体经济信心的恢复和民间资本的有效流动。

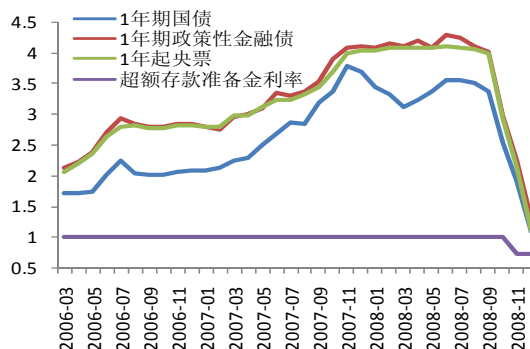
二、 09 年中国债市走势及预期

受宽松性货币政策及下调存款准备金率影响，银行间市场资金面将维持宽裕局面，同时，09 年债券供给也将有较大的增长，预计 09 年中国债市将维持上涨趋势，但增幅将有所放缓，原因主要有两个：

一是在整体经济面疲软的情况下，债券的升温主要来源于前期高票面利率的债券的升幅，08 年基本上已经预支了 09 年降息所带来的升幅，09 年的上升空间有限；

二是目前债券收益率已经接近银行资金的“机会成本”，即使进一步降息，债券收益率的下降空间也有限。

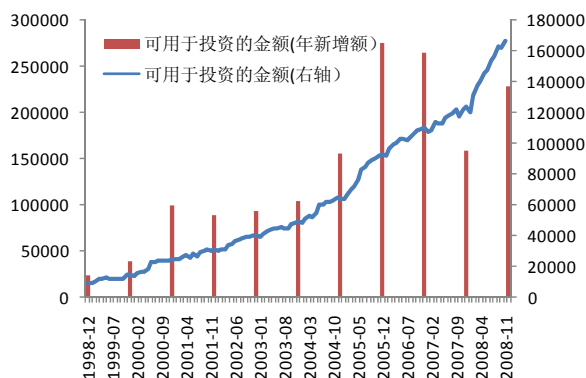
图： 收益率已经接近银行的“机会成本” 数据来源：Wind



预计明年债市供求将有以下几大特点:

1、银行间市场资金面将更加宽松，由于法定存款准备金的持续下调及存贷差的持续扩大，银行可用于投资的资金将不断增加。我们可以用[存贷差-应上交的法定存款准备金]来计算银行投资资金的潜在量，从统计数据来看，可用于投资的金额近年呈持续扩大的趋势。随着 09 年法定存款准备金的进一步下调，可用于投资的资金将更加充裕。

图： 银行间债市资金面持续宽松 数据来源： Wind 资讯



2、09 年债券供求将维持供不应求的局面。09 年国债发行将大幅增加，受政策扶持，企业发债也将有所上升，但由于央票等公开市场操作将呈负增长等影响，债券供应会呈现供不应求的局面。预计 09 年中国债市将维持上涨趋势，但上涨空间有限。

3、长短期供需可能出现结构性失衡，导致收益率曲线陡峭化。一方面受低利率影响，长债供给将增加。而从债券的发行结构来看，央票是最主要的债券品种，由于央行已经明确 09 年的货币政策将调减公开市场操作力度，降低央行票据发行频率，随着前期公开市场操作的逐步到期，央票的供应呈负增长，导致短久期债券的供给减少；而

另一方面，银行等机构出于流动性考虑，投资偏好于缩短久期，长短久期的供求不匹配将导致收益率曲线继续维持陡峭化趋势。

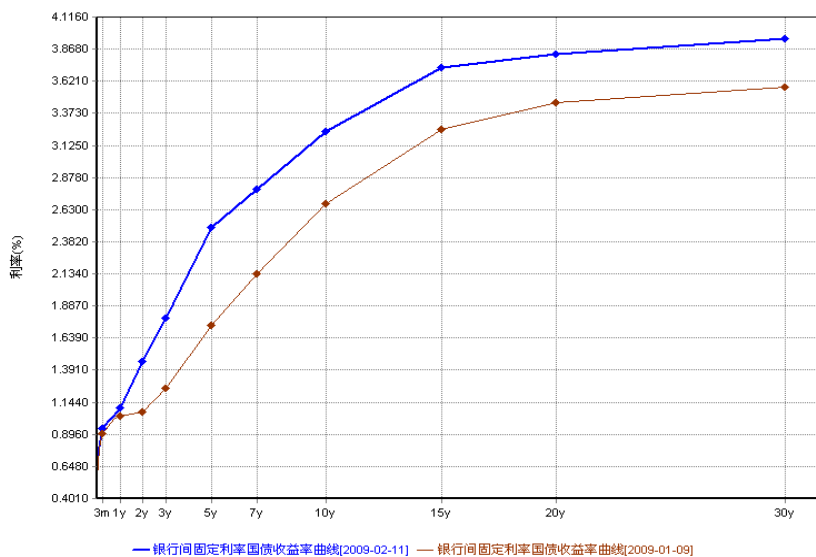
4、信用市场整体风险将有所加大。在经济硬着陆风险加大的情况下，预计09年债券信用市场发生违约事件的概率大大加大，2009-2010年将是信用违约事件高发期。

5、基准利率下行，但高低评级信用利差开始分化。在降息的预期下，二级市场收益率将领跌于一级市场，并引导一级市场收益率持续下行。但信用利差将出现分化，一方面高评级债券收益率将受需求及降息影响将持续下行；但另一方面，持续下行的利率向市场传递了经济不景气的信号，低评级企业抗风险能力弱，而出于规避风险考虑，机构在经济低迷时偏好于持有高评级债券。在供需不匹配的情况下，低评级债券信用利差将有所加宽。

三、对近期债市波动的分析

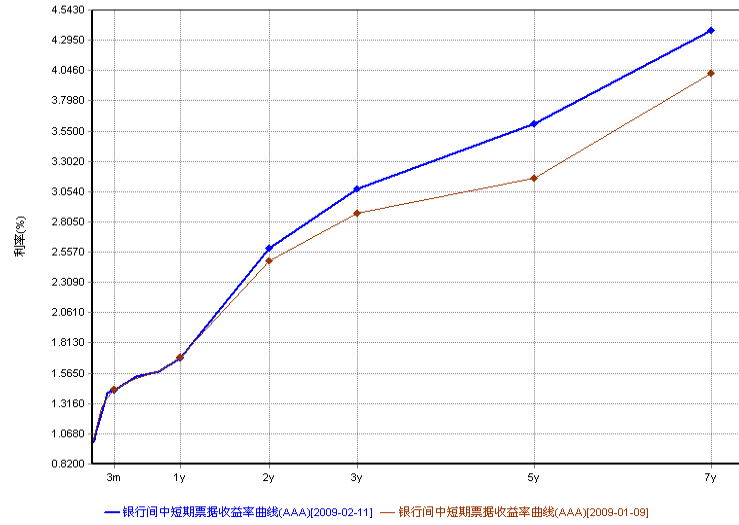
从09年年初开始，银行间债券市场进入一波调整期，3-20年中长期国债收益率上升了39-76BP，2-7年的AAA评级中短期债券收益率也上升了10-45BP。对于这轮调整，我们认为主要原因主要有以下几个：

图：银行间国债收益率曲线呈陡峭化趋势 数据来源：Wind



数据来源：Wind资讯

图：AAA 评级中短期票据收益率曲线呈陡峭化趋势 数据



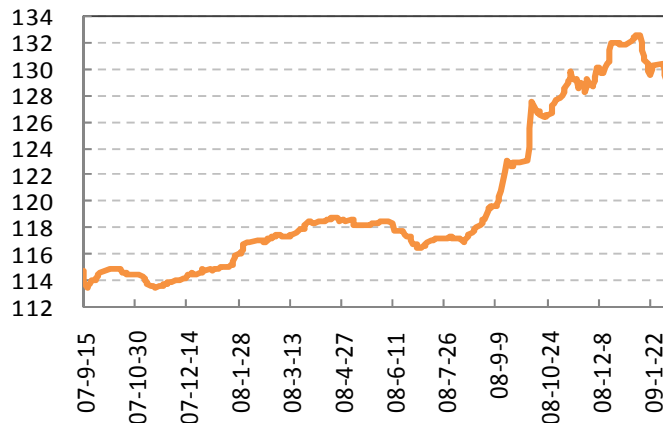
数据来源: Wind资讯

一是信贷数据的超预期回暖,成为债市回调的导火线。目前信贷数据连续3个月超预期反弹,导致市场对经济开始复苏的乐观情绪高涨,进而引发债券市场的震荡。

二是债券市场从08年8月份开始持续上涨,而没有经历一轮像样的调整,目前信用风险不断加大及收益率逼近银行资金成本“底线”,导致交易员对债市走势十分敏感,此轮信贷数据的超预期回暖为市场调整提供了一个契机,获利了结及回避风险的声音在市场上逐渐占上风。

三是股市的走好导致股票型基金的获利离场,之前股市低迷导致基金资金大量进入债市,而目前股市有反弹上扬的趋势,基金撤资离场,债券市场受股票类基金抛盘,导致收益率上扬。

图: 近期银行间债券总指数有所调整 数据来源: Wind 资

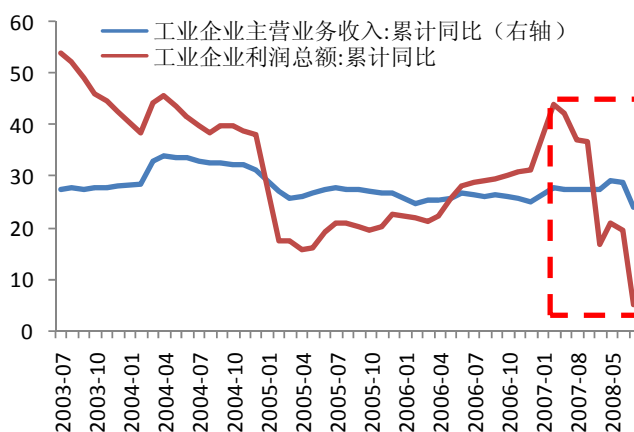


目前，受近期出台的 PMI、信贷等宏观指数有所反弹影响，市场乐观情绪高涨，目前市场对于后市判断分歧依然存在，特别是对经济是否遇到拐点的分歧加大，导致中长期债券收益率明显上扬。但我们认为，此时断言经济开始复苏为时尚早，降息周期远远尚未结束。原因有三：

一是欧美等发达经济体就业及消费数据仍处于持续恶化阶段，对于对外依存度占近 70% 的中国，在外围经济持续恶化的阶段，中国经济难以一枝独秀。

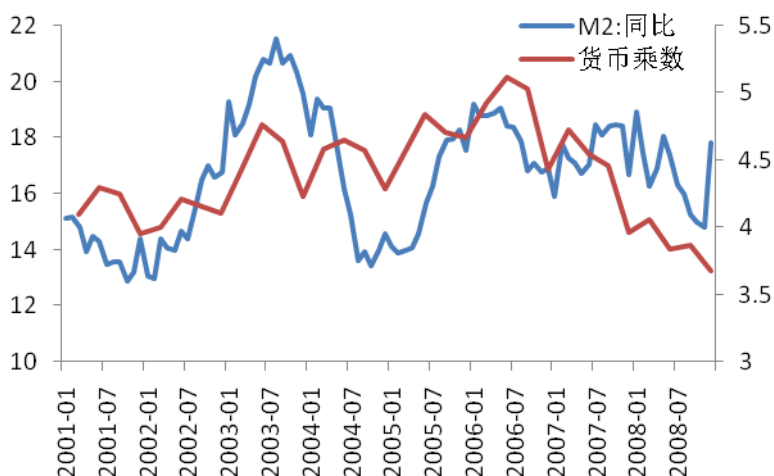
二是目前宏微观经济数据出现分歧。虽然如钢材价格及发电量等数据有所反弹，但企业仍处于调整产能及去库存化阶段，盈利数据仍持续下滑，在企业经营疲软的情况下，经济难以快速反弹。

图：工业企业利润持续恶化 数据来源：Wind 资讯



三是目前信贷等数据反弹主要来源于政府投资带动及票据融资的增加，中小企业并没有从中受惠。从货币供给数据看，M1 仍旧处于 M2 下方，且并没有明显趋势表明两者间差距会有所收缓，反映出存款定期化趋势在未来仍将持续，经济景气度及活跃度在近期仍没有好转迹象。这从货币乘数与 M2 之间的背离也可以看出。

图：M2 与货币乘数出现背离 数据来源：Wind 资讯



结论:

基于以上分析,我们认为目前债市的调整主要受短期市场气氛及投资者心态影响,宏观经济基本面目前并无显著证据证明会有马上复苏,宏观数据还有下调的可能性,降息周期也远远尚未结束,估计在这拨调整期过后,债券市场将重归上升通道。

总体来看,09年将是近10年难得一见的低利率年份,利率将持续维持在低位,虽然未来仍有降息的可能性,但鉴于未来市场债券供给,特别是信用债供给将会大增,债券市场的不确定性会趋于增加,银行重回交易所市场也可能会给目前债市格局造成一定的不确定性。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2009 版权所有。保留一切权利。