

郑重声明：本刊内容仅供参考，据此入市，风险自担。

一、债市月评（2012年4月）

4月上证国债指数继续收涨

4月份债市继续震荡上扬，截至4月27日。上证国债指数开盘于132.54点，全月最高曾触及132.93点，最低为132.50点，月底收于132.81点，涨幅0.26%；成交额约为22.40亿元，成交较2012年3月有所下降。上证企债指数开盘于150.79点，全月最高151.82点，最低探至150.69点，月底收于151.79点，涨幅为0.75%；全月成交金额约185.80亿元，成交较2012年3月有所下降。深证企债指数开盘于125.37点，全月最高125.84点，最低探至125.22点，月底收于125.83点，涨幅为0.37%；全月成交金额约136.1亿元，成交较2012年3月有所下降。

在3月信贷放量、通胀反弹，同时又存在较强的降准预期的背景下，4月份债市没有明显趋势性行情。从收益率曲线来看，国债基本走平，政策金融债出现陡峭化上移；高等级信用债呈现短期小幅下行、中长期小幅上行的特点，低评级信用债明显下移，但近期中低评级债券收益率下行动力已略显不足。

从基本面来看，上周发布的4月份欧元区PMI和德国制造业PMI显示欧洲经济依然不乐观。由于欧债危机远没有结束，全球的避险情绪将阶段性上升。上周发布的中国4月份汇丰PMI预览指数小幅反弹仅体现季节性特点，目前仍不能断言经济明显好转。

通胀方面，根据商务部发布的食品价格周数据，4月份猪肉及蔬菜价格出现明显下跌。众多农产品中，只有食用油价格出现反弹，反弹幅度高于历史同期水平。

资金方面，4月份资金面状况要比预想的宽松。按历史规律，4月份财政存款增加规模在4000亿以上，会对资金面产生明显冲击，导致7天回购利率上行到4%以上。4月公开市场净投放2530亿，同时存款减少带来的准备金退还等因素都在一定程度上缓解了财政存款的冲击。目前来看，5月份公开市场到期量仅2360亿。近年来每个季度后两个月存款增幅都较大，由此5月份新增存款带来准备金的缴存规模预计在3000亿左右。5月份财政存款增加规模预计也在3000亿左右。欧美经济数据依然低迷，意味着中国出口增速仍处于较低水平，加上从3月中下旬开始人民币贬值预期再起，由此外汇占款在未来较长一段时间内对资金面很难有改善

的效果。在不调准备金率的情况下，7天回购利率可能上升到4%以上。

在资金面和通胀形势都不是非常有利的背景下，债市很难出现趋势性机会。不过，从信用利差的角度看，目前中等级别债券的信用利差基本回归到历史均值附近，而高等级信用债与政策金融债的信用利差明显高于历史均值。同时，国开债全年计划的发布有助于稳定市场对国开债供给压力的担忧。回购利率难以回落到3%以下意味着国债收益率将总体维持走平格局。未来高等级信用债与政策金融债信用利差的收窄更多体现为两者收益率水平的缓慢回落。低等级信用债信用风险的降低始终依赖于企业融资环境的改善。3月份信贷放量在一定程度上改善企业融资状况，该放量是否具有持续性才是决定低等级信用债实质改善的关键因素。

总体来看，5月份债市总体走平或略有改善。如有改善，也将从高评级和政策金融债开始。

4月银行间债券市场月评

2012年4月份全国银行间债券市场19个交易日共发生债券交易结算61057笔，现券、回购和远期等各项业务交易结算总量为170971.86亿元，日均成交约8998.518947亿元。当月现券交割34885笔，交易结算量为51892.12亿元，平均单笔交易结算量约1.487519564亿元。质押式回购当月交割23434笔，交易结算量为115331.38亿元，平均每笔交割量约4.921540497亿元。买断式回购首期交割2732笔，交易结算量3726.02亿元，平均每笔交割量约1.363843338亿元。远期交易1笔，交易额3.5亿元。债券借贷没有发生交割。

4月份以来，银行间固定利率国债走势明显偏弱，收益率曲线整体小幅抬升，各期限收益率平均上行了2个BP。以10年期国债走势为例，其整月在3.50%-3.55%之间窄幅震荡，且收益率整体呈现前低后高，转折点为3月份CPI数据披露期附近。截止26日，10年期国债收益率落在3.54%，位于整月运行区间的中上部，表明市场对经济下滑的担心有所缓解，同时也对未来通胀中枢预期进行了小幅的向上修正。

政策性金融债方面，受国开行“随卖发行”影响，中长端收益率上行幅度明显要强于国债，但考虑到影响金融债配置的最主要因素依然是宏观基本面而非供给，因此后市将依然跟随国债走势。

由于CPI同比增速走势可以解释到10年期国债收益率70%左右的走势，今年CPI同比增速会在4月份之后趋稳，且至少有望延续至三季度末，二季度企稳的主要原因在于当前去库存化过程缓慢、油价上涨等输入性通胀传递过程极为缓慢使得非食品类价格环比涨幅继续维持在低位，而三季度之后受经济可能逐步企稳，去库存周期也已进入尾声，CPI环比，特别是非食品类价格环比增速可能出现明显的反弹，但由于去年三季度各月环比增速依次为0.50%、0.30%、0.50%，较高的翘尾因素将限制CPI的同比增长。总体来看，二三季度CPI同比增速将趋稳，市场估算，届时CPI同比增速将在3.5%左右窄幅波动，大幅超过3.50%的可能极小。由此，市场认为中长端利率债的利率风险已是极小，只是下行的空间也不大，未来投资应是以持有期价值为主。具体操作上，以10年期国债为例，当收益率突破3.60%时可大胆补仓，而当收益率下至3.50%以下时可择机分批卖出。

短端来看，货币市场资金面的适度宽松仍然是可以预期的，但资金利率的中枢肯定会明显高于09年和10

年时的状况，这是由当前货币政策放松的幅度和节奏来决定的，这也是当前 1 年期国债收益率始终难以大幅下行的原因。

整体来看，利率债投资以持有期价值为主，但考虑到货币市场资金面适度宽松仍然可期，当货币市场资金利率开始明显下行的时候，投资者不妨提高杠杆，以短周期的回购市场资金杠杆化配路中长端利率债。

主办：招商银行财富管理室

债券日报

2012 年 5 月 2 日 星期三

一、债市新闻

新闻 1：印尼计划 2013 年发行人民币债券。印尼政府日前称，计划在 2013 年发行人民币债券和韩元债券。

在本周举行的亚洲开发银行会议上，东盟成员国代表、中国、日本和韩国计划在东盟 10+3 债券市场倡议下，讨论跨境债券的发行事宜。

印尼财政部长阿古斯说，计划发行的东盟 10+3 债券将类似于之前在日本债券市场上发行的，以日元为计值货币的“武士债券”。武士债券曾经帮助印尼降低其填补财政赤字的资金成本，因为日元债券的利率要比印尼盾债券的利率低得多。

东盟 10+3 和亚行还将讨论增加清迈倡议的筹备资金，阿古斯称希望至少增加 2 倍，达到约 1200 亿美元。专家认为，鼓励在东盟 10+3 区域内部发行债券和融资对引导区域资源和区域融资是十分必要的，并将使该地区经济实现可持续平衡增长。日前，东盟 10+3 债券市场论坛与亚行合作，发行了它的第一本债券市场指南，借以鼓励在东盟 10+3 领域发行更多的跨境债券。

新闻 2：评级遭降重返衰退 西班牙渐成欧债危机新导火索。继 4 月 27 日下调西班牙主权信用评级后，30 日，标普宣布下调 16 家西班牙银行信用评级或评级前景，其中 11 家银行被降级。2012 年第一季度，欧元区第四大经济体西班牙经济正式重返衰退，失业率升至纪录新高 24.4%。分析人士指出，西班牙已渐成欧债危机的新发酵诱因。

30 日评级遭降的银行包括西班牙最大的银行桑坦德银行及其核心子零售部门 Banco Espanol de Credito，它们的评级分别由 A- 被降至 A-2、由 A+ 被降至 A-1。标普称将于 5 月底前完成对西班牙银行业评级的重新审核。据外媒 30 日报道称，西班牙政府与该国银行业正在讨论一项“坏银行”计划，旨在将银行业有问题的房地产贷款转至一家或多家资产管理公司，以减轻银行负担。截至 3 月底，西班牙银行所持该国国债由 2 月的 1420 亿欧元升至 1710 亿欧元。

标普称，此次降级反映了其对西班牙国债风险增强的担忧，目前西班牙正面临经济加速滑坡和银行业所需支持增多的困境，“我们认为，西班牙政府的财务表现和灵活性风险正在增强，主权债务负担所面临的风险也在增强。”

二、市场点评

交易所债市稳步上扬

上周上交所国债市场缓步上行，上周五（4月27日）上证国债指数收于132.81点，较前周上涨了0.12点，成交量仍然处于低位，全周仅成交了8.34亿元，较前周增加了1.62亿元。上交所企债市场强势上涨，上周五上证企债指数收于151.79点，较前周上涨了0.37点，共成交59.58亿元。从走势图上来看，近期国债市场和企债市场持续稳步上扬，牛市格局有望延续。

资金面上，上周央票继续停发，至此央行已经连续17周停发央票。且央行上周仅进行了90亿元正回购操作，考虑票据和正回购到期因素后，央行实现净投放640亿元，连续5周累积净投放共计2720亿元。值得关注的是，继上周二正回购缩量后，央行在上周四暂停了91天正回购操作，这是两个月来央行首次主动停止91天期正回购操作，其主要原因是为了确保五一期间市场流动性充裕。银行间市场利率保持平稳，债券质押式回购7天品种平均利率在3.9%左右徘徊，不过市场资金面仍显得较为充裕。

一级市场上，上周人民银行重庆营管部发布消息称，2012年凭证式国债发行已进行改革，今后将只面向个人投资者发售，而且发行方式由承购包销改为“代销”。新的规定意味着，以后政府机关、企事业单位、社会团体等机构投资者不能再购买凭证式国债了，这一举措增加了个人投资者购买到国债的机会，以往一债难求的局面有望改观。

二级市场方面，近期银行股可转债的表现再次成为市场的热点，走势强于大部分可转债品种。随着四月份股市的震荡上行，大部分可转债品种均有不错的表现。值得一提的是，在本轮大盘上涨过程中，银行股表现不凡，两只银行股转债（工行转债和中行转债）持续上扬。尽管上周银行股小幅回落，但未来仍有上涨的空间，因此处于低价的中行转债上周连续上扬。目前投资者仍可关注低于百元的可转债品种，存在一定的投资价值。

总体来看，目前市场资金面较为宽裕，节后这一格局将延续下去，支持债市进一步上扬。建议投资者继续关注可转债市场，特别是银行股可转债品种，可进行中长线价值投资。同时，高评级的信用债未来有望进一步走强。

全国银行间债券市场——量价齐跌

4月28日（星期六），五一节前最后一个交易日，全国银行间债券市场债券交易结算总量较上一日大幅减少24.55%，其中，现券交易大幅回落，较上一日减少43.6%。中长端回购利率全线下行，7天品种跌幅至102个基点。

详细交易情况请见下表：

表 1：当日银行间债券市场结算概况

	合计	现券交易	买断式回购	质押式回购	远期成交	债券借贷
当日交易结算总笔数	1555	739	17	799	0	0
当日结算总额(亿元)	6180.72	1486.55	55.21	4638.96	0	0
结算额增幅	-24.55%	-43.60%	-65.64%	-14.02%	-	-

表 2：当日银行间债券市场各券种现券结算情况

	债券结算只数	结算金额（亿元）
国债	23	89.80
地方政府债	4	46.70
政策性银行债	78	512.15
中央银行票据	17	257.50
商业银行债	1	1.02
企业债	73	156.35
短期融资券	13	31.98
中小企业集合票据	0	0.00
中期票据	127	373.84
资产支持证券	0	0.00
证券公司短期融资券	0	0.00
非银行金融机构债	0	0.00
国际机构债	0	0.00
其他	3	17.20
总计	339	1486.55

表 3：当日回购利率情况

	1 天	2 天	3 天	7 天	14 天	21 天
当日利率	-	-	-	2.858%	3.812%	3.970%
较上日增减基点	-	-	-	-102.1	-24.9	-3.0

三、机构看债

华泰证券：政策期待实现，货币市场看央行脸色行事

——5 月份债券投资策略报告

■ 结合 4 月份汇丰 PMI 预览指数和今年固定资产投资完成额的数据来看，经济惯性下滑仍在持续，未来虽然会面临货币政策逐步放松的利好刺激，但内生增长动力不足决定了经济难以大幅反转。考虑到去年 GDP 基数“前高后低”，单季度 GDP 同比增速有望于四季度开始大幅好转，但累积值同比增速来看，全年“一字型”走

势可能性极大。

■ 受经济惯性下滑、去库存过程漫长以及下游转移成本能力依然较弱影响，未来非食品类价格的月度环比上涨幅度将面临增长乏力。而食品类方面，猪肉供给弹性十足，气温回升后蔬菜环比增速也将逐渐放缓，甚至转负。根据我们的假设和估算，4月份CPI同比增速将小幅回落至3.50%左右，并将在二季度维稳于这一水平附近。

■ 5月公开市场到期资金虽然高达2360亿元，但6、7月份公开市场到期分别仅有990亿元、190亿元，在当前中性略偏宽松的政策框架下，央行仍有必要继续利用短期正回购平滑后期公开市场到期资金的分布。受此影响，5月份公开市场净投放规模将仍然有限，考虑到5月仍属财政净缴款月、外汇占款又难以给力，央行非常有必要主动投放货币，降准或是其最主要选择之一。而对货币市场来说，央行降准之后，近期小幅偏紧的资金面才会得到明显改善，我们预计，届时R007有望回落至3.5%以下。

■ 投资策略方面，5月份来看，利率债依然难以出现明显利好，收益率走势趋平的可能性较大。

信用债方面，虽然信用环境仍在持续改善，但债市已经提前反映，受制于利率债的盘整行情，其收益率下行空间已经不大了，投资都将以持有期价值实现为主。但考虑到货币市场资金面适度宽松仍然可期，期限利差套利和信用利差套利会是今年债市增强收益的主要途径，即以短周期的回购市场资金杠杆化配路中长端利率债或者中短端中等评级信用债。

具体操作上，继续建议在同一评级体系（AA+或AA级）中，从收益率高于整体水平的个券种精挑细选，比如老城投债、新发公司债、短融和中票，期限尽量控制在3年左右。

转债方面，我们预计股市中短期内依然震荡，因此首推估值低、业绩支撑明确的银行、石化、电力转债。其中工行、石化的投资价值均超越正股。

四、债券公告提示

- ◆ 05/02 缴款 12 扬化工债(1280127)
- ◆ 05/02 缴款 12 昆钢控股债(1280135)
- ◆ 05/02 缴款 12 宁波电力债(1280139)
- ◆ 05/02 上市流通 12 农发 07(120407)
- ◆ 05/02 上市流通 12 粤温氏 MTN1(1282130)
- ◆ 05/02 上市流通 12 晋煤运 MTN1(1282131)
- ◆ 05/03 到期兑付 11 三花 CP01(1181212)

- ◆ 05/03 缴款 12 国开 23(120223)
- ◆ 05/03 缴款 12 杭城投债(1280131)
- ◆ 05/03 缴款 12 南化债(1280132)
- ◆ 05/03 缴款 12 乌兰察布债(1280133)

招商银行 因您而变

一网通证券: info.cmbchina.com

留言信箱: 95555@cmbchina.com

免责声明:

- 1、市场有风险，请谨慎入市。
- 2、本资讯产品分析文章，仅供参考，投资者据此入市操作，风险自担。
- 3、招商银行依照合法合规、恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则向客户提供投资咨询服务，但是由此所产生的投资风险由客户承担。
- 4、招商银行不负责用户对所提供资料、信息的全部或部分内容产生的或因依赖该资料而引致的任何损失。