

2011 年 5 月 31 日

## 关注 6 月份宏观经济及政策变化，遇调整则配置

——2011 年 6 月固定收益投资策略

- **经济政策述评：经济趋缓，通胀趋高，调控处于观察期**
  - ✓ 5 月份在存准率上调收紧流动性，企业融资成本高企，短期面临库存调整，电力供应紧张引发“限电”等因素影响下，工业增加值同比将继续小幅回落，经济增速趋缓。
  - ✓ 未来 5-8 月份 CPI 同比指标中翘尾因素均处年内较高位置，而后逐月回落，受此影响，期间 CPI 同比涨幅将创本年新高，我们预测 5-8 月份 CPI 同比涨幅维持 5% 以上，最高可能破 6%，5 月份 CPI 环比上下波幅 [-0.1%, 0.1%]，CPI 同比将在 [5.3%, 5.5%] 之间，通胀短期仍居高不下。
  - ✓ 短期经济往下，通胀往上，目前债市收益率上有经济基本面压制，下有通胀高位抬升，难有方向性选择。我们认为加息控通胀，年内至多还有 1 次，出台敏感时点在 6 月份，而存款准备金率继续上调的次数亦不多，公开市场操作净回笼将成控制流动性主要手段。
- **债市评述：收益率震荡区间收窄下移，6 月份或有调整压力**
  - ✓ 5 月初债市 10 年期国债收益率突破前期震荡中枢位 3.90%，下落在 3.8-3.85% 区间运行，短端债受存款准备金率上调资金面变紧影响，利率抬升，收益率曲线进一步平坦化，全月债市交投不活跃。
- **利率策略：适宜观望 6 月份经济数据及政策变化，遇调整则配置**
  - ✓ 利率债期限利差处于历史低位，金融债与国债隐含税收利差处于高位，综合来看，利率债投资标的较好选择是 5 年期金融债，目前在 6 月份的政策观望期中，适合等待调整机会或者出现明确的信号，遇调整则配置。
  - ✓ 资金面后期大幅波动不多，偶有波动性紧张，我们认为 3 月 shibor 利率将维持波动区间在 [4%-5%]，shibor 浮息债的超额收益机会变得不是很明显，当前有效利差相对前期略有增加，短期有配置价值。
- **信用策略：类滞胀环境下，防御性的哑铃式配置较为适合**
  - ✓ 对于 6 月份信用债的市场影响因素，我们认为主要有以下几个：首先银行间流动性难以大幅度提升，将会压制短端信用债的表现；其次未来的信用债供需状况并不乐观，目前市场的潜在供给较多，加之银行次级债的大量发行，对信用债尤其是长期限高评级品种影响

较大。

- ✓ 在类滞胀状态下，债券市场难以找到明确方向，我们仍建议以防御为主，根据信用债券信用利差的比较分析，我们认为哑铃式的投资策略较为合适，短端配置建议以高评级短融为主，而长端配置建议以长周期中低评级企业债为主。

➤ **可转债策略：可转债以防御为主，建议适量买入唐钢转债**

- ✓ 在大盘窄幅震荡调整的行情下，转债估值开始回落，建议以防御性投资为主，继续持有新钢。中行、工行正股仍然处于相对较低的估值水平，在大盘向下调整的情况下防御性作用较为突出，建议继续持有或少量加仓。
- ✓ 建议适量买入唐钢转债，河北钢铁 4 月 26 日发布增发获批公告，具体时间待定，本次增发不超过 38 亿股，增发后转股价格将下调至 7.7 元附近，对唐钢转债将有较好的促进作用，同时河北钢铁近期有铁矿注入消息，即使转债短期内没有转股可能，但在收益率仍然为正的情况下，博取短期超额收益的机会仍然较大。

## 一、经济政策述评：经济趋缓，通胀趋高，调控处于观察期

### 1、经济基本面方面

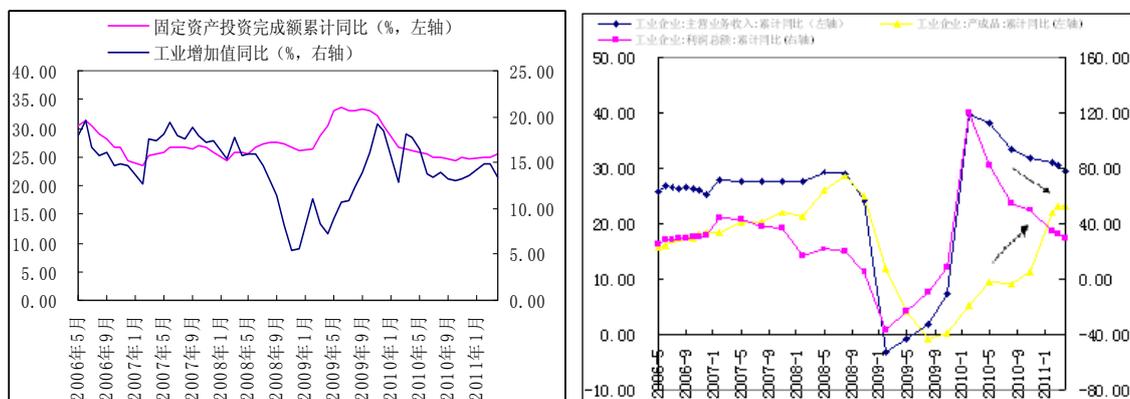
5 月 23 日公布的汇丰中国 PMI 预览的 5 月初值数据仅为 51.1，下滑至自 2010 年 7 月以来的最低水平，该预览值显示近期经济有放缓迹象，我们对固定资产投资、工业增加值、企业主营业务收入与利润增速、社会消费品零售及进出口、库存指数和货币信贷等系列指标进行分析：

#### 投资与生产：

4 月份，固定资产投资完成额累计同比为 25.40%，较 3 月份上行 0.4%，而规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比 3 月份回落 1.4%，我们认为工业增加值同比指标下降，表明经济活跃度已开始趋弱，而固定资产投资同比继续增长，应归因于部分项目投资的短期惯性，工业生产增加值指标更敏感、有效。

从工业企业生产来看，4 月份主营业务收入累计同比增速为 29.5%，较 3 月份同比下降 1.09%，利润总额累计同比增速 29.7%，比 3 月份下降 2.29%，而产成品累计同比增速 23.2%，较 3 月份上升 0.05%，反映工业企业生产景气下降，而库存压力却在增大，这也有前期大宗商品价格上涨预期所造成的企业积极采购、备货因素，其中利润降幅大于主营业务收入，我们认为输入型通胀导致的生产要素价格上升是其部分原因。

图 1 固定资产投资完成额与工业增加值同比 图 2 工业企业主营业务收入及利润同比增速(%)



数据来源：WIND，万家基金

#### 消费与进出口：

4 月份，社会消费品零售总额 13649 亿元，同比增长 17.1%，比 3 月份回落 0.3 个百分点，进口同比增长 27.4%，较 3 月份上行 0.3%，出口同比增长 35.1%，相比 3 月份上行 1.2%，国内外贸易数据显示外需增长较好，内需方面，社会消费品零售增速虽有回落，但仍处在较高水平，进口保持稳定并略有增长。从供给与需求角度，预计工业企业的去库存压力短期存在，但持续期不会太长，下半年将开始逐步主动补库存进程。

图 3 国内外贸易月同比走势

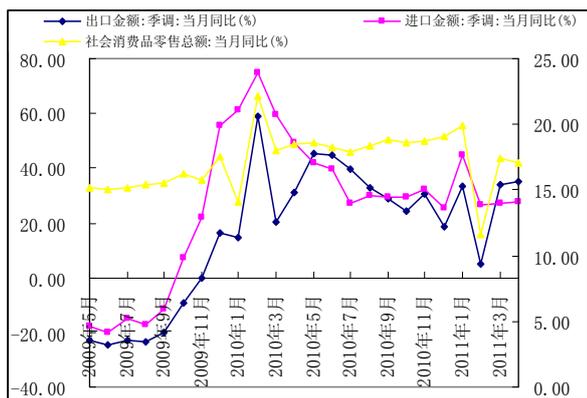
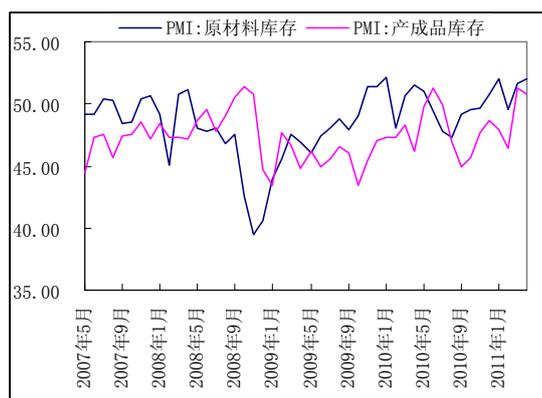


图 4 PMI 原材料库存与产成品库存指数走势



数据来源：WIND

5 月份，预计在存准率上调收紧流动性，企业信贷需求受抑制，融资成本高企，工业企业面临去库存，电力供应紧张引发“限电”等影响下，工业增加值同比将继续小幅回落，企业生产面临库存周期。

货币信贷：

4 月份新增信贷 7396 亿元，其中短期贷款新增 3083 亿元，中长期贷款新增 3762 亿元，相比 3 月份，新增中长期贷款环比减少，而新增短期贷款环比增加，说明企业内部流动性需求大于中长期扩张、投资建设需求；4 月份 M1 同比增速较 3 月份回落 2.1%，为 12.9%，M2 增速回落 1.3%，为 15.3%，低于央行 16% 的调控目标，从 M2 增速大于 M1 增速的剪刀差来看，亦说明企业投资意愿有所下降，我们认为对商业银行信贷投放调控，进而影响货币创造的紧缩效果有所显现，预计 5 月份信贷新增将不会超过去年的同期投放节奏控制（去年季度投放比例 3:3:2:2），按全年 7 万亿，约在 6000 多亿元，下半年投放规模将参考经济增速，酌情调节。

图 5 当月贷款新增

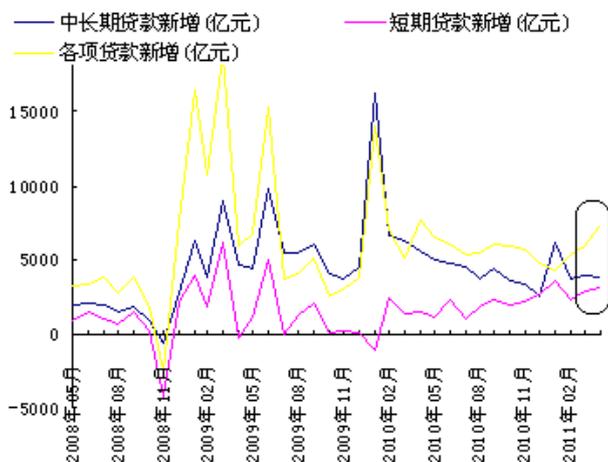
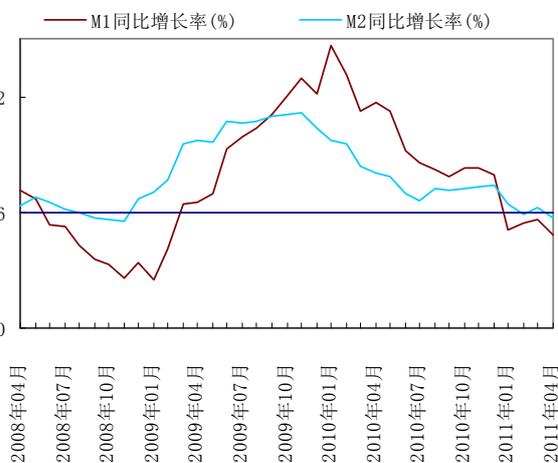


图 6 货币供应量同比增长率



数据来源：WIND

## 2、通胀方面

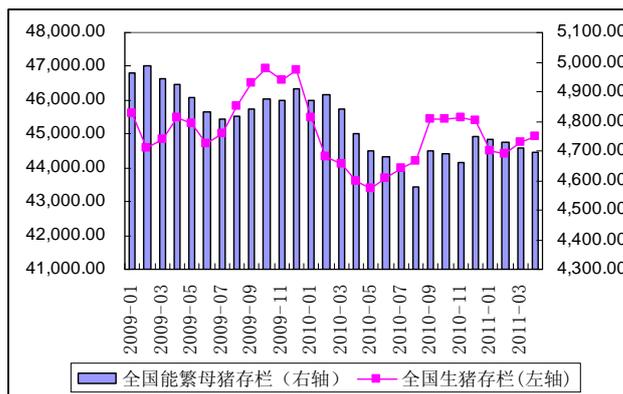
CPI 指标中食品权重最大，占比 31.39%，通过商务部 5 月前 3 周数据，观察食品中主要细项猪肉和蔬菜，我们发现蔬菜价格降幅不断缩小并企稳，前期供应较大导致的菜价下跌，在后期政策调控、中南部天气干旱的影响下，开始底部回升之势；猪肉价格每周持续上行，猪肉的消费需求除季节性因素外，一般保持稳定，而从供给这方面来看，能繁母猪存栏量已连续 4 个月下降，影响了后续生猪的供应，生猪存栏虽然在增加，增量应是仔猪量，短时不能提高供应，预期猪肉价格难以迅速回落，年内可能维持较高水平。

商务部食用农产品价格周变动

		5月2日至8日	5月9日至15日	5月16日至22日	前3周累计
18种蔬菜平均批发价格		-3.10%	-1.90%	0.00%	-4.94%
8种水产品平均批发价格		1.20%	1.50%	1.20%	3.95%
鸡蛋		0.30%	0.80%	1.30%	2.42%
肉类	猪肉	0.10%	1.20%	1.50%	2.82%
	羊肉	-0.90%	-0.30%	-0.30%	-1.49%
	牛肉	-0.20%	-0.10%	0.50%	0.20%
	鸡肉	0.10%	0.10%	0.10%	0.30%
粮食	大米	0.20%	0.40%	0.20%	0.80%
	面粉	0.20%	0.20%	0.20%	0.60%
食用油	花生油	0.10%	0.10%	0.10%	0.30%
	菜籽油	0.10%	-0.10%	0.10%	0.10%
	豆油	0.00%	0.00%	-0.10%	-0.10%

数据来源：商务部，万家基金

图 7 全国能繁母猪存栏量及生猪存栏量（万头）

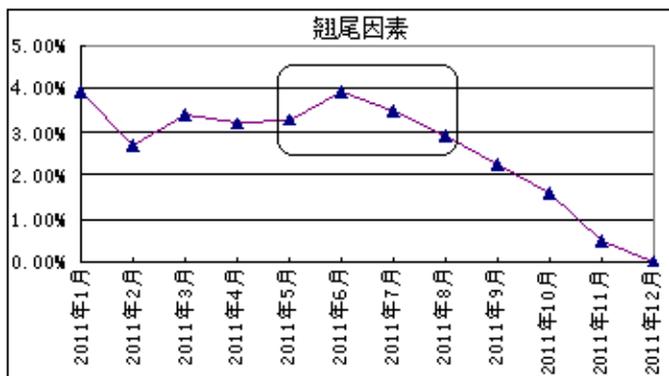


数据来源：WIND，万家基金

未来 5-8 月份 CPI 同比指标中翘尾因素均处年内较高位置，而后逐月回落，受此影响，期间 CPI 同比涨幅将创本年新高，我们预测 5-8 月份 CPI 同比涨幅维持 5% 以上，最高可能破 6%，5 月份 CPI 环比上下波幅 [-0.1%, 0.1%]，CPI 同比将在 [5.3%, 5.5%] 之间，通胀短期仍居高不

下，但到 4 季度翘尾因素影响明显减小，CPI 同比将下降，全年均值预期高于 4.5%。

图 8 CPI 同比翘尾因素



数据来源: 国家统计局, 万家基金

### 3、政策方面

综合各项指标来看，短期经济往下，通胀往上，后期经济有望向上而通胀年末因翘尾因素往下，目前债市收益率上有经济基本面压制，下有通胀高位抬升，难有方向性选择，只有进一步的经济指标大幅变动或者宏观政策出台才能结束箱体震荡态势，但我们认为加息控通胀，年内至多还有 1 次，出台敏感时点在 6 月份，而存款准备金率继续上调的次数亦不多，公开市场操作净回笼将成控制流动性主要手段。

## 二、债市评述：收益率震荡区间收窄下移，6 月份或有调整

债市 5 月初，10 年期国债收益率突破前期震荡中枢位 3.90%，下落在 3.8-3.85% 区间运行，短端债受存款准备金率上调资金面变紧影响，利率抬升，收益率曲线进一步平坦化，全月债市交投不活跃。

政策方面，上旬，央行公开市场重启 3 年期央票，票面利率为 3.80%，贴近二级市场成交利率，市场认购活跃带来发行量较大，央行此举仍意在回笼资金；中旬，央行再次上调存款准备金率 0.5%，商业银行存款准备金率冲历史新高达到了 21%，缴款日前后导致银行间市场资金面骤紧，回购利率大幅上行，3 年央票本在市场意料之中的隔周发行，变为连续暂停 2 周，显示央行关注资金面的松紧，适时、灵活操控公开市场，在下旬资金面转缓之际，央行再次发行 3 年央票，恢复回笼流动性的功能。

图 9 4-5 月份 1 年期央票与 10 年期国债收益率走势 (%)



数据来源：中国债券网

## 三、投资策略

### 1、利率策略：利率债投资适宜等待 6 月份调整机会或者出现明确的信号

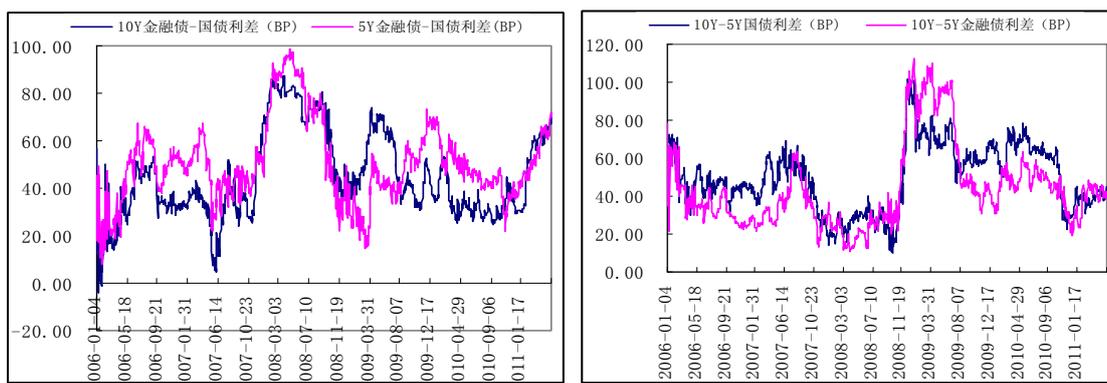
利率债：截取 2002 年至今 10 年期、5 年期金融债与国债到期收益率，以及期限利差和相互信用利差，统计均值与中值分别为：

	10 年国债收 益率 (%)	5 年金融债收 益率 (%)	10Y-5Y 国债 利差 (BP)	10Y-5Y 金融 债利差 (BP)	10Y 金融债-国 债利差 (BP)	5Y 金融债-国债 利差 (BP)
平均	3.60	3.38	57	48	27	35
中值	3.42	3.24	57	44	32	39
目前	3.82	4.10	43	42	70	70

目前利率债收益率整体处于较高水平，超越历史均值，短期利率受流动性收紧影响，抬升较多，而长期利率因为基本面的经济结构调整、外围经济缓慢复苏影响，上行不大，导致收益率曲线平坦化特征，期限利差处于低位，显示长期债的投资价值较弱。

图 10 金融债与国债利差处于近几年高位

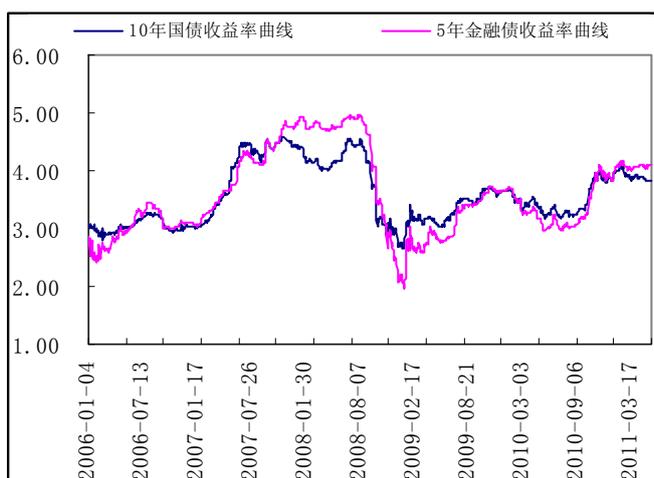
图 11 利率债期限利差处于近几年低位



数据来源: wind, 万家基金

相比国债, 10 年期品种, 金融债收益率隐含税率达 15.5%, 5 年期达到了 17%, 达到历史较高位, 综合以上分析, 未来央行加息政策再次出台导致收益率走高, 5 年期金融债是不错的利率债投资标的, 但是在 6 月份的政策观望期中, 我们认为利率债不宜配置、加仓, 等待调整机会或者出现明确的信号, 也许是更佳选择。

图 12 5 年期金融债与 10 年国债收益率走势分化 (%)



数据来源: wind, 万家基金

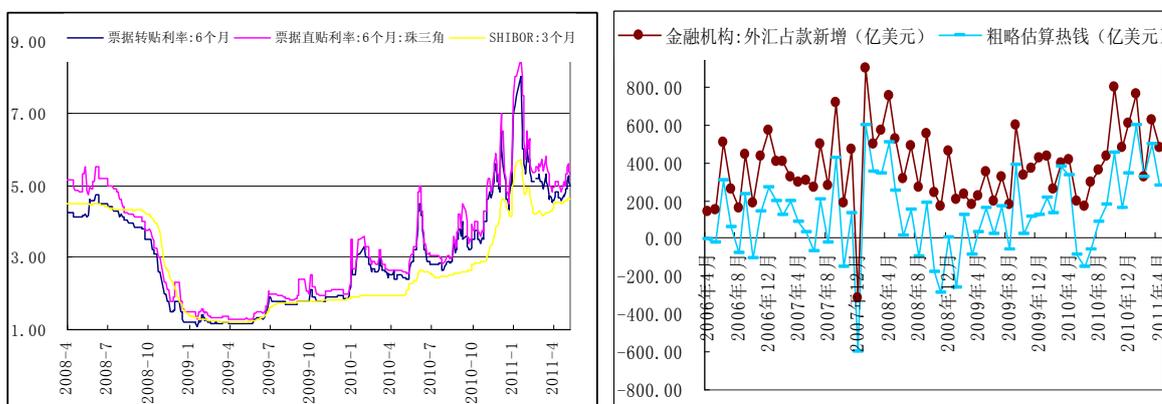
shibor 浮息金融债: 本轮加息周期开启以来, 稳健的货币政策使得流动性收紧, 票据利率、3 月 shibor 利率均呈现一波上冲走高势头, 最高点创造于去年末资金面系统性紧张时期, 当时隔夜回购利率达到了 8% 以上, 而后资金面缓和, 但受制于存准率的每月一上调, 仍维持在高位, 受此影响, shibor 浮息金融债净价同步于资金利率走势。

证券代码	证券简称	剩余期限 (年)	发行利差 (%)	成交价或估值	同期金融债收益率 (%)	隐含未来 3Mshibor 利率 (%)	隐含 shibor 变动 (BP)	有效利差 (BP)
110206	11 国开 06	2.70	-0.1	100.59	3.90	4.22	-38	-32
100209	10 国开 09	3.90	0.08	100.965	4.00	4.17	-43	-17
100236	10 国开 36	4.53	0.05	101.09	4.06	4.25	-35	-19
110402	11 农发 02	4.63	-0.1	100.415	4.07	4.26	-34	-19

110221	11 国开 21	4.86	-0.15	100.12	4.08	4.25	-35	-17
110227	11 国开 27	9.90	-0.35	99.86	4.51	4.85	25	-34

后期，我们认为政策调控受制于经济基本面的考虑，继续大幅上调存准率的次数或许不多，将更依赖公开市场的回笼功能，主要是因为对冲外汇占款的必要性有待于观察，虽然流入趋势不会改变，但流入量可能趋弱，美元指数止跌反弹并维持震荡下，外汇占款口径计算“热钱”的减少等影响因素，资金面因此将不会大幅度变紧，偶发会有波段性紧张导致利率上行，3 月 shibor 利率将维持波动区间在 [4%-5%]，这样 shibor 浮息债的超额收益机会变得不是很明显，当前有效利差较前期略有增加，短期有配置价值。

图 13 票据直贴、转贴及 3 月 shibor 收益率曲线走势 (%) 图 14 外汇占款新增及估算热钱

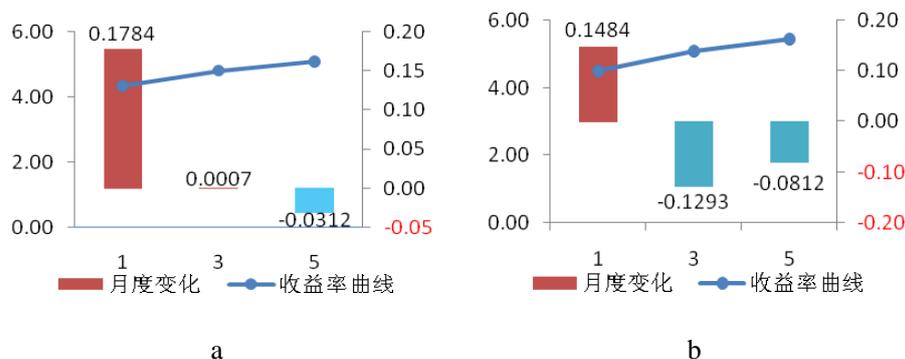


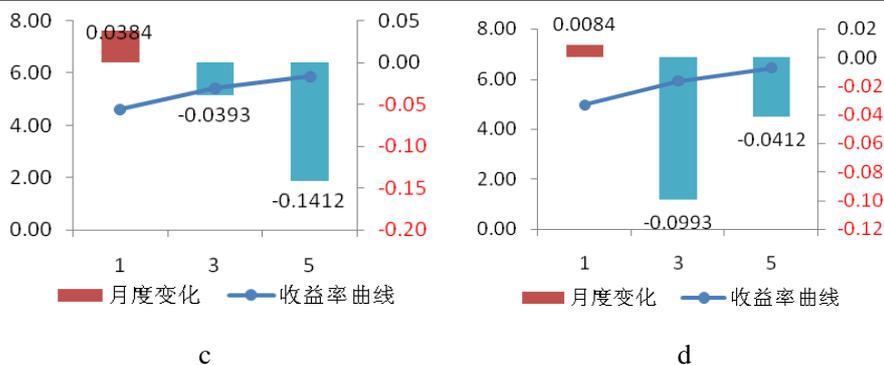
数据来源：中债

## 2、信用策略：类滞胀环境下，防御性的哑铃式配置较为适合

5 月信用债表现分化较为明显，短融收益率受资金面影响有一定幅度上行，而 3-5 年期中票收益率则出现较大幅度下行；同时各评级信用债走势大体一致，以图中的 1 年和 5 年票据收益率变化为例，在月初较为宽松的资金面影响下，中短期票据均呈现回落态势，在月中受准备金上调影响，开始大幅回升，此时长期限低评级中票开始显现出利差保护的作用，并未受到很大影响，反而在后期有较大幅度的下行。

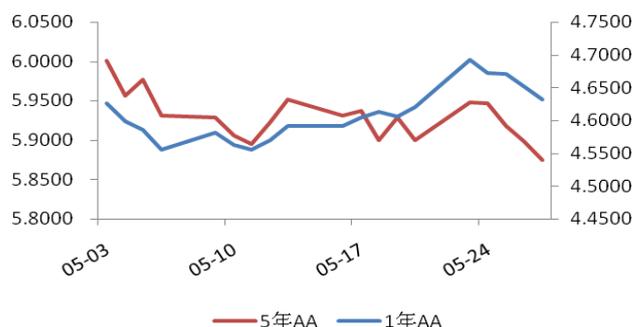
图 15 a、b、c、d 分别为 AAA、AA+、AA、AA- 总短期票据收益率月度变化情况





数据来源: wind, 万家基金

图 16 5 月份 AA 级中短期票据走势



数据来源: wind, 万家基金

展望 6 月资金面, 有利因素在于财政存款的减少会适当的降低央行回笼货币压力; 当月央票到期量为 6010 亿, 但 7 月份以后到期量大幅减少, 考虑到央行平滑到期量的需求, 仍然会有一些的回笼压力; 同时 6 月即将开始的银行日度存贷比考核将会增加银行对资金的需求, 一方面会减少大行的融出量, 另一方面银行揽存需求的增大会间接抬高银行间资金价格, 该制度对银行间资金面的影响有待观察, 但预计市场对资金面的变化会持较为谨慎的态度。总体来看, 再不追加上调准备金的情况下, 6 月资金面会比 5 月中下旬宽松, 但估计 7 天仍会保持在 3-4 之间的位置, 以此来看, 本次资金利率回落幅度有限, 短期信用债表现将会受到制约。

5 月份的信用债市场出现了两个较大的变化: 其一是证监会正式放开了基金投资中期票据的限制, 另一个是银行次级债券潜在供给的大幅增加。

对于中票投资的开放, 我们认为更多的影响是结构上的, 基金投资的标的增加, 但静态的来看, 整个信用市场供需关系并不会改变, 改变的是基金投资的仓位, 一部分投资标的被调出, 用中票取而代之。

中票和银行间企业债利差:

	AAA	AA+	AA	AA-
3年	-0.0819	0.1581	0.1581	0.2081

5年	-0.0774	0.1526	0.1626	0.1026
----	---------	--------	--------	--------

而目前 AAA 中票和政策性金融债利差 3 年为 90bp, 5 年为 102bp, 7 年为 97bp, 从利差和流动性综合分析来看, 流动性较好而收益率并不低的中票对企业债的替代作用较强; 而对利率债也有一定的挤出效应, 但考虑到机构投资者对流动性和收益要求分化较为明显, 预计影响不大。总体来看, 目前企业债和中票面额占整个债券市场份额分别为 7.99% 和 8.22%, 差别不大, 而全部基金所持有的企业债不超过企债面额的 5%, 以目前专户投资中票的比例 28% 来测算, 基金债券类投资资产按照 1500 亿计算, 则中票的新增需求大概在 420 亿元, 占中票存量不足 3%, 该结构性变化对整体影响不大。

就具体品种来看, 银行间市场内中票相对于企业债来说优势在于较好的流动性, 而与企业债的利差并不明显, 因此对于银行间企业债中票应当有较为明显的替代作用; 交易所企业债的主要优势在于较为便利的融资途径, 而中票在银行间的融资能力则相对有限, 因此中票对交易所市场的冲击主要在于不可质押品种, 尤其是中低评级品种。但预计中票与企业债利差扩大空间有限。

5 月发行了 320 亿中行次级债和 50 亿的上行次级债和 24 亿的成都银行次级债, 而已公告 6 月待发行的还有 320 亿的农行次级债, 此外根据统计, 目前已通过股东大会的次级债发行预案还有兴业、浦发、南京、华夏四个银行次级债共计 791 亿元。银行次级债发行的大幅放量必将对信用债券构成较大影响: 首先从信用风险角度来看, 除非发生大的系统性风险, 否则银行体系的违约风险非常小, 资质甚至好于同评级有担保的企业债; 其次, 当前银行次级债的发行利率有上行趋势, 以中行发行的 15 年期附 10 年末赎回权次级债为例, 发行利率为 5.3, 高于同期发行的有担保 AAA 级大唐公司债; 第三, 由于银行大量发行次级债的主要目的为增加资本充足率, 而根据银监会规定, 银行间互持信用债将在附属资本中全额扣减, 因此银行对次级债的需求不会很多, 而保险公司则成为次级债的主要持有者。总体来看, 次级债的高收益低风险特征将吸引较多的保险资金, 造成对企业债和公司债的分流, 尤其是高评级品种。

从供给量上来看, 信用债券的潜在供给仍然很强, 从 11 年 1 月至 5 月, 已通过股东大会的发行方案为 182 个 (不包含金融债、企业债), 总金额大约在 2290 亿, 大幅超过往年同期的潜在供给量, 显现出当前紧缩政策下企业融资渠道的减少。

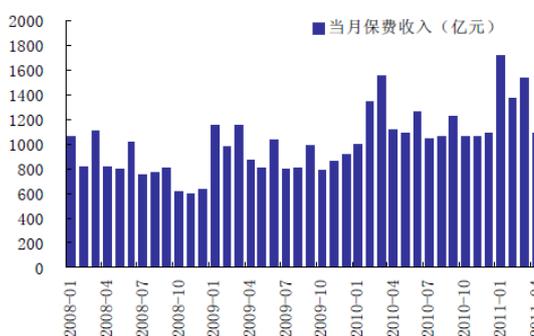
保险公司作为信用债券市场的主要参与机构, 年初以来, 保险公司保费收入呈逐步下滑的态势, 尽管从一个更长的时间段来看月保费收入

还是处于高位，但是随着保费收入的下滑，保险公司债券托管量占比也逐步掉头向下。而银行系统对信用债的需求较为难以测算，但在紧缩政策的压制下，预计参与程度也难以大幅度提升。

图 17 保险公司债券托管量比例



图 18 保费收入增长情况



预计接下来的半年时间内信用债市场将会出现较为明显的扩容。在需求难以出现大幅增加的情况下，未来信用债券市场的供求状况将会对信用债券的表现产生压制作用。

从信用利差的角度来看，目前短期限品种较上月利差扩大较为明显，1 年期短融和中票对政策性金融债利差基本处于历史 3/4 分位数以上，但鉴于银行间流动性仍绵连较多不确定因素，短期内仍不看好其表现；相比较而言长期限低评级产品表现相对较好，体现出市场对有利差保护的品种需求较多。

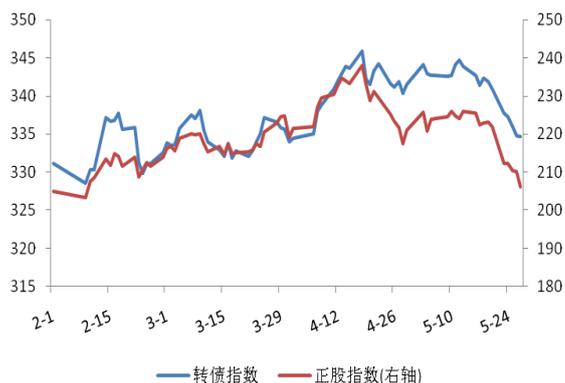
单位 (bp)	AAA	AA+	AA	AA-
1年	86 (58)	102 (91)	115 (117)	148 (147)
	+15	+12	+1	-2
3年	90 (91)	117 (135)	153 (175)	201 (211)
	-2	-15	-6	-12
5年	102 (101)	137 (150)	180 (187)	237 (228)
	-3	-8	-14	-4

\*括号中数字为 3 年信用利差 3/4 分位数。

我们认为在目前类滞胀的宏观环境下，债券走势应该仍以震荡为主，因此防御性的哑铃式策略仍然适用，建议流动性配置以 AA+ 以上短融为主，而长期限配置以 5 年中低评级企业债为主。

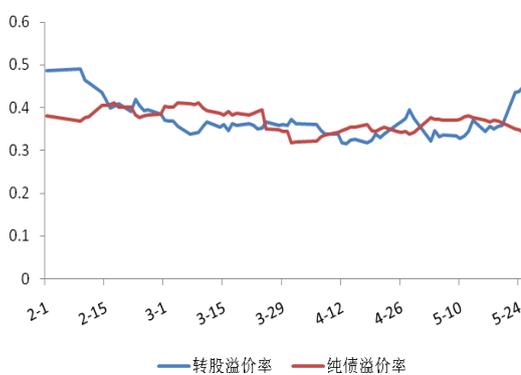
### 3、可转债投资策略

图 19 可转债及其正股指数走势图



数据来源：申银万国研究所，万家基金固定收益小组

图 20 转股溢价率及纯债溢价率走势图



数据来源：申银万国研究所，万家基金固定收益小组

截至 5 月底，沪深 300 指数较月初下跌 5.99%，可转债正股指数下跌 6.68%，申万转债指数则下跌了 2.23%，展现了可转债在熊市状态下的防御作用。5 月份，工商银行与月初持平，在正股中表现最好，唐钢转债上涨 1.42%，是可转债中的最大涨幅；中鼎股份按照复权后计算下跌 15.92%，在正股中表现最差，川投转债下跌 1.89%，在转债中表现最差。和 4 月末相比可转债整体转股溢价率上升 10.22 个百分点，纯债溢价率小幅下行 0.49 个百分点，可转债市场整体股性降低，债性平稳。

可转债市场本月表现较差，成交清淡，在大盘窄幅震荡调整的行情下，转债估值开始回落，建议以防御性投资为主，继续持有新钢。

中行、工行正股仍然处于相对较低的估值水平，在大盘向下调整的情况下防御性作用较为突出，建议继续持有或少量加仓。

建议适量买入唐钢转债，河北钢铁 4 月 26 日发布增发获批公告，具体时间待定，本次增发不超过 38 亿股，增发后转股价格将下调至 7.7 元附近，对唐钢转债将有较好的促进作用，同时河北钢铁近期有铁矿注入消息，即使转债短期内没有转股可能，但在收益率仍然为正的情况下，博取短期超额收益的机会仍然较大。