

# 这轮加息 阶段性机会颇多

## ——调息对信用债市场的影响——

### 内容摘要:

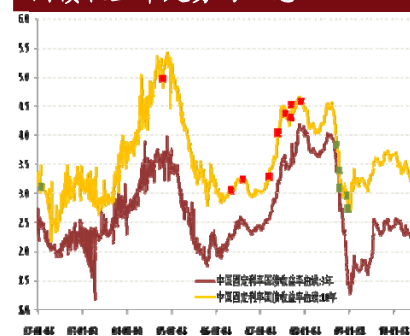
- **加息一周后:** 作为这轮加息的起点,此次 25bp 的上调给债券市场不小的冲击,目前,收益率曲线已经上移了近 30bp,其中以 3 至 10 年的收益率上升最为明显,此前积累的利率风险被释放不少。
- **加息后,并不意味收益率单向运行:** 分析过去调息周期对国债收益率、企业债信用利差的影响,我们发现,单次加息或者降息并不一定意味着债券收益率将一味的单向运行,加息后的经济形势和 CPI 预期依然是引领收益率走向的关键。但往往首次调息,会有较大的冲击。
- **流动性和通胀预期是收益率短期动向的关键:** 此轮加息的触发点是人民币升值预期加海外流动性过剩带来的资产价格攀升传到至 CPI 连续走高所致,而这一关键因素将主导未来中期内的加息频率。历史经验也表明,在 CPI 连续走高以及国内市场流动性旺盛的情况下,连续加息往往是央行没有选择的选择。但是后续加息对收益率的冲击相对较小,因为市场已经有心理预期。
- **加息还要继续,收益率还要上扬:** 预计未来 6~8 个月, CPI 将持续在 3% 以上运行,并且明年会持续上扬,因此加息至少还有 3 次,总计幅度在 75~100bp 之间。因此预计此轮加息会带动收益率上调 120bp~150bp。
- **阶段性机会增多,冬天不会冻死僵:** 由于此轮加息是受到海外不稳定的经济以及过剩的货币流动带来的,因此,随着国外经济的起起伏伏,国内通胀的预期也会随之反复修改,加上实际数据与预期不符,最终收益率震荡的机会也大大增加,因而阶段性的机会比 3 年前的那轮加息要多。短期来看,短融的供给没有收缩迹象,因而即便收益率有 15Bp 的回落空间,但是难度和时间跨度都比较大;年底前中票都应当处于调整阶段,如果明年银监会依然严格控制银行的信贷,那么中票的阶段性机会会再次出现;企业债面临城投债的放量发行,因此收益率上行压力比较大。总体来说,元旦前的机会只能靠 CPI 的实际数据回落或海外突发事件来提供。

### 研究员

王剑辉  
执业证号: S1250200010075  
电话: 010-57631186  
邮箱: wjhui@swsc.com.cn

薛娇  
执业证号: S1250110030165  
电话: 010-57631195  
邮箱: xjiao@swsc.com.cn

国债收益率走势与加息



资料来源:西南证券研发中心

企业债信用利差走势与加息



资料来源:西南证券研发中心

## 目 录

一、看历史——曾有三百基点的空间 .....	1
二、调息与国债收益率：大趋势中也有机会与危机 .....	1
三、调息与信用利差：几乎每次调息，信用利差都会暂时回落 .....	2
四、调息当日与收益率：并非每次都致命 .....	3
五、调息与经济指标的关系：还是要关注通胀预期 .....	4
六、调息与货币的关系：调息打开资金成本震荡的通道 .....	5
七、看现在——这个冬天，不会天寒地冻 .....	5

## 插图目录

图 1: 历次调息与国债收益率的关系 .....	2
图 2: 历次调息与高信用级别企业债利差的关系 .....	3
图 3: 历次调息与 GDP 的关系 .....	4
图 4: 历次调息与 CPI 的关系 .....	4
图 5: 历次调息与货币供应量的关系 .....	5
图 6: 历次调息与流动性的关系 .....	5

## 表格目录

表 1: 历次调息后一交易日国债与企业债收益率变化 .....	3
表 2: 最近一次加息表 .....	7
表 3: 历次调息前后国债和企业债收益率变化情况 .....	7
表 4: 建国以来的历次调息 .....	8

## 一、看历史——曾有三百基点的空间

时隔 22 个月，在连续使用了三次存款准备金率和一次针对性存款准备金率之后，央行于 10 月 19 日宣布提高基准利率 25bp，并且各期限存、贷款利率上调幅度并不对称（具体见附表）。

顿时，整个债券市场蒙上了一层阴影，一片“冬天来了”的呼声。但是，并不是说冬天里就没有阳光，加息一周以后，我们应当冷静下来，想一想：

### ——这个冬天有多冷？

通过分析国债的历史，2003 年曾一度达到了 300 个基点的涨幅，但是我们认为，在未来的一轮加息周期中，收益率上升百点的空间是存在的，可历史上那段上浮 300 个基点的时代，将难在此轮中显现。同时，伴随着全球经济复苏的蹒跚步伐，期间的阶段性机会应当较多。具体的收益率上升空间，看到 120bp~150bp。

在下文的分析中，我们首先分析历次调息与国债收益率、企业债收益率、GDP、CPI、货币供应量和流动性<sup>1</sup>的相互走势关系，其次结合历史结论分析当下的形势，最后给出我们的结论。

## 二、调息与国债收益率：大趋势中也有机会与危机

由于商业银行和保险公司是国债的主要持有人，而他们匹配的期限主要是 3 至 5 年以及 10 年至 30 年，因此我们以 3 年期国债和 10 年期国债的收益率为代表。在下图中（包括文中后面的图），我们用红色方块代表加息，绿色方块代表降息。

从图中，我们可以看出，在加息周期，收益率的大趋势是上升的，但也未必总是上升；在减息周期，收益率的大趋势是下降的，但也未必总是下降。大趋势中的小反弹，多则 50bp，少则 15bp。

究其原因，基准利率只是债券收益率的引领者，但是债券本身还受到资金面、供给量和短期预期的影响，因此它和基准利率的距离会忽近忽远。然而，调息不一定是收益率转向的风向标，例如 04 年的那次加息后，10 年期国债收益率在随后的 1 年里下降了近 300 个基点，因此，债券市场的基本面是否发生逆转，我们不能单纯的依靠加息或减息来判断。

就 04 年那次特例来看，当时央行在加息的同时，进一步放宽金融机构贷款利率浮动区间。金融机构（不含城乡信用社）的贷款利率原则上不再设定上限，贷款利率下浮幅度不变，贷款利率下限仍为基准利率的 0.9 倍；城乡信用社贷款利率仍实行上限管理，最高上浮系数为贷款基准利率的 2.3 倍，贷款利率下浮幅度不变。而存款利率也允许下浮，依然不允许上浮。在此之后的两年，央行没有加息动作，仅两次上调了银行存款准备金率，每次 50bp。同一阶段，M2 增速反弹，从 15% 反弹至接近 20% 的位置，仅次于 03 年的历史高点。更重要的是，05 年至 06 年，CPI 一直维持在 2% 以下运行，通胀预期的空缺给债市足够的理由上扬。

<sup>1</sup> 由于我国债券市场数据都是近两年完善起来的，因此我们每个数据都是从可得的最早数据开始的。

同样，07年12月份最后是上一轮加息周期的终点，这次加息后，国债收益率有近百点的下跌，主要是当时国内GDP与CPI反向走，避险情绪突起的缘故。

结合此次的加息，我们认为，在下次加息前，国债收益率最多有50bp的上升空间。而从10月20日到26日，4个交易日已经上浮了30bp。之所以认为这次加息会对收益率产生如此大的冲击，一方面是因为债券市场本身已经积累了不少利率风险，另一方面是在目前热钱流入的情况下，交易型资金都奔向高收益产品，如股票市场等，债市仅配置型资金守护战场。

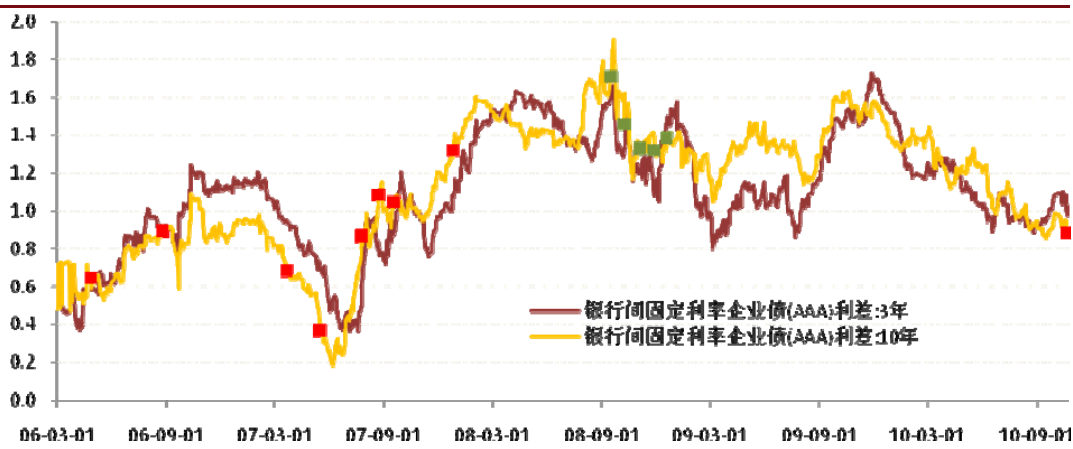
图1: 历次调息与国债收益率的关系



资料来源: WIND 西南证券研发中心。更新日期: 2010-10-27。

### 三、调息与信用利差：几乎每次调息，信用利差都会暂时回落

从图中看上去，几乎每次调息，信用利差都会有暂时回落的机会。这主要是信用利差与企业的现金充裕程度以及CPI预期紧密相关，也会受到短期资金追逐的影响，因此对于信用利差的变化，需要具体问题具体分析。例如，我国的信用债市场刚刚起步，在08年以前还没有形成比较稳定利差中枢，加上07年下半年至08年上半年，CPI一路冲高至8%，而08年下半年开始，CPI就一路下冲至-2%，因此尽管08年下半年开始企业债发行放量，信用利差也没有上升。在整个09年，预期一致主宰着收益率的走向。目前，高信用级别企业债的信用利差已经下降至近3年的中枢水平，但是尽管未来的经济形势比较乐观，可企业债的供给会增加，同时配置债券的资金会显得相形见绌，两股力量的博弈，会引得信用利差在90bp~115bp之间博弈，因此在下一次加息前，信用利差并不会明显的向下。另外，我们选择的是AAA企业债，而它与国债的走势是最靠近的，如果选择BBB+级别，可能效果会不一样，但是BBB+曲线是09年初才编制出来的，因此没有可对比的调息周期。

**图 2: 历次调息与高信用级别企业债利差的关系**


资料来源: WIND 西南证券研发中心。更新日期: 2010-10-27。

## 四、调息当日与收益率: 并非每次都致命

下表统计的是有收益率曲线以来, 新利率实施当天和前一天的变化情况。可以看到, 并非调息的第二天利率就一泻千里或一冲到天, 只有在敏感时间的加息才能起到一锤定音的效果, 比如这次, 债券市场的利率风险已经长久的积累, 突然的加息就会使得收益率风险一次性释放很多。这也就是为什么说, 调息不仅是门科学, 也是门艺术。对投资者来说, 在调息周期中的调息, 对收益率的影响是比较小的, 但是当首次调息预期较强的时候, 还是应该尽早的调整组合的久期, 以防来不及抽身。

**表 1: 历次调息后一交易日国债与企业债收益率变化 (单位: bp)**

	中国固定利率 国债收益率:3年	中国固定利率 国债收益率:10年	银行间企业债 收益率(AAA):3年	银行间企业债 收益率(AAA):10年	1Y 定存 调整幅度	1Y 贷款 调整幅度
2002-02-21	1.98	4.09			-27	-54
2004-10-29	3.07	24.84			27	27
2006-04-28	-3.93	-4.16	-3.08	0.00	0	27
2007-03-18	3.32	3.20	2.10	1.10	27	27
<b>2007-05-19</b>	<b>9.98</b>	<b>12.76</b>	<b>7.40</b>	<b>10.80</b>	<b>27</b>	<b>18</b>
2007-07-21	2.38	2.20	2.57	3.51	27	27
2007-08-22	1.77	-2.98	-5.23	-0.11	27	18
2007-09-15	8.16	5.53	1.30	6.00	27	27
2007-12-21	3.06	1.07	1.00	1.00	27	18
2008-09-16	-8.44	-8.24	1.30	6.00	0	-27
<b>2008-10-09</b>	<b>-18.57</b>	<b>-9.92</b>	<b>1.01</b>	<b>-0.05</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
2008-11-27	1.14	7.56	3.00	5.43	-108	-108
2008-12-23	1.38	1.70	0.66	1.57	-27	-27
<b>2010-10-20</b>	<b>10.49</b>	<b>1.54</b>	<b>7.75</b>	<b>2.52</b>	<b>25</b>	<b>25</b>

资料来源: WIND 西南证券研发中心。更新日期: 2010-10-27

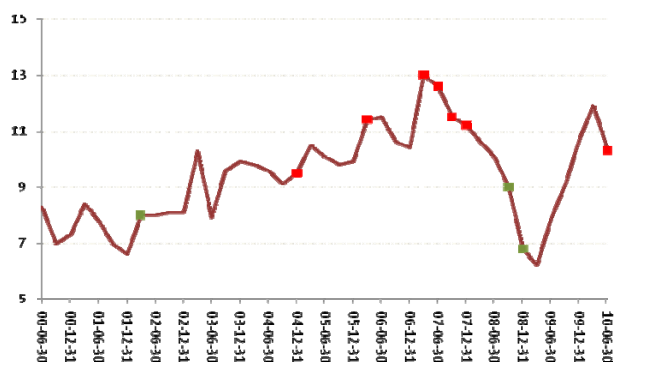
## 五、调息与经济指标的关系：还是要关注通胀预期

毋庸置疑，CPI 是观测调息的风向标。通常，央行也会在加息的时候打出一点时间的提前量，因此，准确判断 CPI 的走向是预测调息的前提。但是，预期总与实际有偏差，这也就给收益率回落带来理由。一来，CPI 是有惯性的，二来机构投资者也习惯性的用惯性去预测 CPI，因此预计偏差总是有的。具体到目前，如果未来两个月，CPI 依然在创新高，可能春节前还有一次加息在等着市场。而此轮加息的频率，主要是看经济的发展是否顺畅。目前仅仅是资产价格的上涨比较引人注目，只有等到服务业等全面价格上涨，CPI 的增速才会加速，到时加息的频率才会增加。

传导至债券市场，收益率对 CPI 的依赖度是比较高的，在 CPI 的上升过程中，哪怕短短两个月的小幅回落，都会给债券市场一个喘息的机会，因此密切关注每月 CPI 的走向，有助于我们把握阶段性的投资机会。

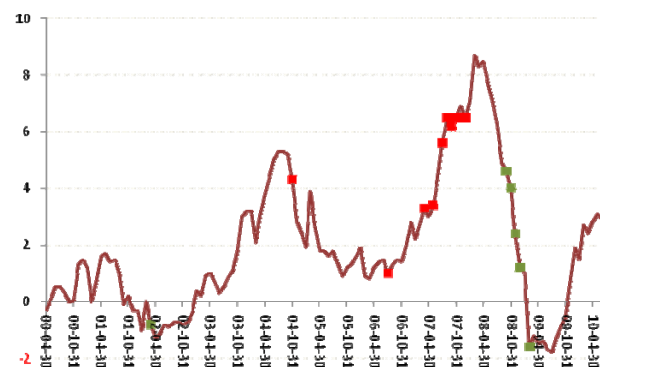
就 12 月份以前来看，CPI 有望小幅回落，并且未来 6~8 个月，CPI 会一直在 3% 以上运行。加息至少还需 3 次，75-100bp，这也是我们判断收益率上调 120~150bp 的基础。对于最近造成股市狂热的热钱，短期不会大增，但是由于人民币升值预期并未达到国际期望，因而而来的热钱回流亦不会太大。这是我们预测 CPI 的基本假设。

图 3: 历次调息与 GDP 的关系



资料来源: WIND 西南证券研发中心。更新日期: 2010-10-27

图 4: 历次调息与 CPI 的关系



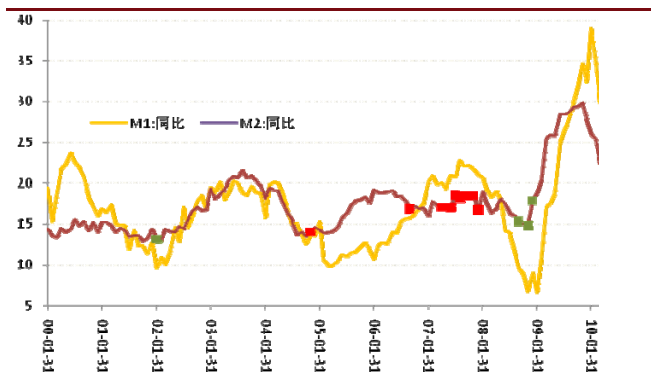
资料来源: WIND 西南证券研发中心。更新日期: 2010-10-27

## 六、调息与货币的关系：调息打开资金成本震荡的通道

在 CPI 进入上升通道，并且流动性充裕的情景下，启动加息进程的可能性很大。从图 6 来看，对于我国的货币市场，隔夜 SHIBOR 在 1.6% 左右说明市场流动性充裕，如果没有其他因素制约流动性，配合 CPI 和高速增长的货币供应量，离央行实施加息就不远了。

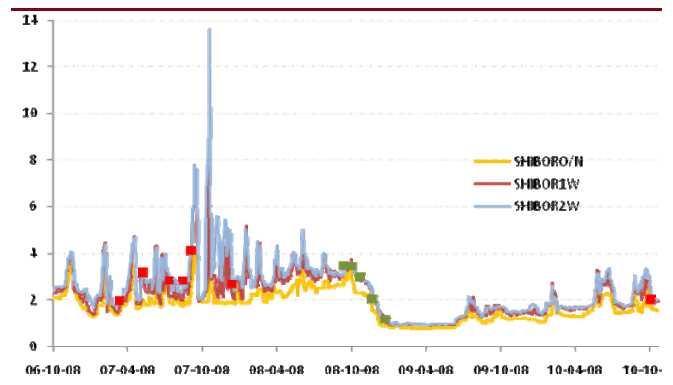
但是，对债券市场来说，资金成本降低，并不意味着收益率上行的压力就小。在 CPI 上升通道中，经济通常较热，资金的风险偏好会随之增加，因此，债券市场反而只剩下一些配置型资金。

图 5：历次调息与货币供应量的关系



资料来源：WIND 西南证券研发中心。更新日期：2010-10-27。

图 6：历次调息与流动性的关系



资料来源：WIND 西南证券研发中心。更新日期：2010-10-27。

## 七、看现在——这个冬天，不会天寒地冻

综上所述，我们得出以下的结论：

### 前景分析

- ✓ 弱势的美元和过剩的日本流动性，给新兴市场国家带来流动性的麻烦，并且这一格局是否改变，需要等到中期大选以后看美元的走势，我们预计美元将在未来维持弱势震荡的格局。
- ✓ 人民币升值幅度并未达到国际期望，且我们认为央行将保持人民币以稳定的步伐升值，因此，为人民币而来的热钱，在人民币盘整的时期不会大幅流入，但是已经流入的大量热钱，也不会甘心就此出去，所以，资产价格的上扬压力犹存，可能进一步全面传导至计算 CPI 的一揽子商品。
- ✓ 明年的 GDP 将是一个前低后高的走势，加上 CPI 的压力，多次加息是不可避免的，而考虑到明年，海外经济体不一定能稳定下来，因此此轮加息不会上演 3 年前的那一幕，我们预计最终将加息 3 次，幅度总计在 75~100bp 之间。



## 前景判断

- ✓ 由于目前信用债市场已经积累了过多的利率风险，所以这第一次的加息给债券市场的冲击会比较大，在下次加息前，收益率上浮上限在 50bp。而在此轮加息中，收益率预计将共计上浮 120bp~150bp。
- ✓ 信用债将逐步找到市场公认的利差区间，下次加息前预计利差仍在 90Bp~115bp 之间博弈，而 80bp 将是 AAA 企业债利差的一个较强的支撑位。
- ✓ 由于未来海外经济可能出现反复，因而市场预期会频繁变动，随之而来的收益率震荡，会带来熊市中的阶段性机会，而且此轮加息周期中，阶段性机会将多于以往。因此，债市的这个冬天，尽管冷，但是不会天寒地冻。

## 品种观测

- ✓ 短期来看，短融的供给没有收缩迹象，因而即便收益率有 15Bp 的回落空间，但是难度和时间跨度都比较大；年底前中票都应当处于调整阶段，如果明年银监会依然严格控制银行的信贷，那么中票的阶段性机会会再次出现；企业债面临城投债的放量发行，因此收益率上行压力比较大。总体来说，元旦前的机会只能靠 CPI 的实际数据回落或海外突发事件来提供。

## 附表

**表 2: 最近一次加息表 (单位: %)**

2010-10-20	调整前利率	调整后利率	变动
一、城乡居民和单位存款			
(一) 活期存款	0.36	0.36	0
(二) 整存整取定期存款			
三个月	1.71	1.91	0.2
半年	1.98	2.2	0.22
一年	2.25	2.5	0.25
二年	2.79	3.25	0.46
三年	3.33	3.85	0.52
五年	3.6	4.2	0.6
二、各项贷款			
六个月	4.86	5.1	0.24
一年	5.31	5.56	0.25
一至三年	5.4	5.6	0.2
三至五年	5.76	5.96	0.2
五年以上	5.94	6.14	0.2

资料来源: 人民银行 西南证券研发中心

**表 3: 历次调息前后国债和企业债收益率变化情况 (单位: bp)**

	中国固定利率 国债收益率 曲线:3 年	中国固定利率 国债收益率 曲线:10 年	银行间企业债 收益率曲线 (AAA):3 年	银行间企业债 收益率曲线 (AAA):10 年	1Y 定存 调整幅度	1Y 贷款 调整幅度
2002-02-20	2.4003	3.1106				
2002-02-21	2.4546	3.1066			-27	-54
2002-02-22	2.4744	3.1475				
2004-10-28	3.5537	5.1274				
2004-10-29	3.6881	4.8246			27	27
2004-11-01	3.7188	5.0730				
2006-04-27	2.2934	3.0431	2.9480	3.6850		
2006-04-28	2.2989	3.0416	2.8820	3.6300	0	27
2006-04-29	2.2596	3.0000	2.8512	3.6300		
2007-03-16	2.5782	3.3054	3.5300	4.0500		
2007-03-18					27	27
2007-03-19	2.6114	3.3374	3.5510	4.0610		
2007-05-18	3.0532	3.8285	3.7410	4.2300		
2007-05-19					27	18
2007-05-21	3.1530	3.9561	3.8150	4.3380		

2007-07-20	3.6323	4.4708	4.0999	5.1785		
2007-07-21					27	27
2007-07-23	3.6561	4.4928	4.1256	5.2136		
2007-08-21	3.4361	4.2595	4.2293	5.2898		
2007-08-22	3.4127	4.2605	4.2469	5.3456	27	18
2007-08-23	3.4304	4.2307	4.1946	5.3445		
2007-09-14	3.7668	4.5214	4.7120	5.5620		
2007-09-15					27	27
2007-09-17	3.8484	4.5767	4.7250	5.6220		
2007-12-20	4.1305	4.5040	5.1360	5.7700		
2007-12-21	4.1507	4.5166	5.1500	5.7900	27	18
2007-12-24	4.1611	4.5147	5.1600	5.8000		
2008-09-12	3.6328	4.0266	5.1950	5.6349		
2008-09-16	3.4540	3.8363	5.0569	5.5462	0	-27
2008-09-17	3.3696	3.7539	5.0200	5.5700		
2008-10-08	3.1323	3.3939	3.4241	4.3150		
2008-10-09	2.8958	3.1912	3.4305	4.3250	-27	-27
2008-10-10	2.7101	3.0920	3.4406	4.3245		
2008-10-29	2.7118	3.1145	3.9600	4.4800		
2008-10-30	2.6489	3.1092	3.8600	4.4300	-27	-27
2008-10-31	2.6352	3.1151	3.8349	4.4336		
2008-11-26	2.3312	3.1207	3.4111	4.5206		
2008-11-27	2.0768	2.9553	3.2000	4.2757	-108	-108
2008-11-28	2.0882	3.0309	3.2300	4.3300		
2008-12-22	1.4674	2.7713	2.9335	4.1728		
2008-12-23	1.4769	2.7277	2.9351	4.1399	-27	-27
2008-12-24	1.4907	2.7447	2.9417	4.1556		
2010-10-19	2.3507	3.4233	3.4305	4.3696		
2010-10-20	2.5392	3.6225	3.5430	4.5084	25	25
2010-10-21	2.6441	3.6379	3.6205	4.5336		

资料来源：WIND 西南证券研发中心。更新日期：2010-10-27。

表 4: 建国以来的历次调息 (单位: %)

指标名称	定期存款利率: 1年(整存整取)	短期贷款利率: 6个月至1年(含)	1Y定存 调整幅度	1Y贷款 调整幅度
1950-04-10	156.00			
1950-10-20	34.80		-121.2	
1951-12-01	31.20		-3.6	
1952-09-15	14.40		-16.8	
1958-10-01	7.92		-6.5	
1959-01-01	4.80		-3.1	
1959-07-01	6.12		1.3	
1965-06-01	3.96		-2.2	

1971-10-01	3.24		-0.7	
1979-04-01	3.96		0.7	
1980-04-01	5.76		1.8	
1982-04-01	6.84		1.1	
1985-08-01	7.20		0.4	
1988-09-01	8.64		1.4	
1989-02-01	11.34	11.34	2.7	
1990-03-21		10.08		-1.26
1990-04-15	10.08		-1.3	
1990-08-21	8.64	9.36	-1.4	-0.72
1991-04-21	7.56	8.64	-1.1	-0.72
1993-05-15	9.18	9.36	1.6	0.72
1993-07-11	10.98	10.98	1.8	1.62
1995-01-01		10.98		0.00
1995-07-01		12.06		1.08
1996-05-01	9.18	10.98	-1.8	-1.08
1996-08-23	7.47	10.08	-1.7	-0.90
1997-10-23	5.67	8.64	-1.8	-1.44
1998-03-25	5.22	7.92	-0.5	-0.72
1998-07-01	4.77	6.93	-0.5	-0.99
1998-12-07	3.78	6.39	-1.0	-0.54
1999-06-10	2.25	5.85	-1.5	-0.54
2002-02-21	1.98	5.31	-0.3	-0.54
2004-10-29	2.25	5.58	0.3	0.27
2005-03-17		5.58		0.00
2006-04-28		5.85		0.27
2006-08-19	2.52	6.12	0.3	0.27
2007-03-18	2.79	6.39	0.3	0.27
2007-05-19	3.06	6.57	0.3	0.18
2007-07-21	3.33	6.84	0.3	0.27
2007-08-22	3.60	7.02	0.3	0.18
2007-09-15	3.87	7.29	0.3	0.27
2007-12-21	4.14	7.47	0.3	0.18
2008-09-16		7.20		-0.27
2008-10-09	3.87	6.93	-0.3	-0.27
2008-10-27		6.93		0.00
2008-10-30	3.60	6.66	-0.3	-0.27
2008-11-27	2.52	5.58	-1.1	-1.08
2008-12-23	2.25	5.31	-0.3	-0.27
2010-10-20	2.50	5.56	0.3	0.25

资料来源: WIND 西南証券研发中心。更新日期: 2010-10-27。

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

### 西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>