

2011 年 6 月 30 日

经济持续减速，通胀见顶，调控空间降低

——2011 年 3 季度固定收益投资策略

➤ 经济政策述评：经济持续减速，通胀见顶，调控空间降低

- ✓ 6 月中国制造业 PMI 预览值为 50.1，较 5 月降低了 1.5%，接近荣枯分界点，创下去年 7 月之后的低点；5 月经济数据表明增速放缓幅度不大；6 月份翘尾因素为 3.90%，年内最高，综合食品 0.1% 和非食品 0.2% 估算，6 月份环比 0.2% 左右，同比上涨将在 6.30% 附近。在今年 4 季度通胀回落态势下，经济受调控政策的影响减弱，可能表现为先抑后扬。

➤ 债市评述：收益率平坦化调整，短端好于长端

- ✓ 资金面紧张导致回购利率飙升，外加央行已经主动调高央票票息，推高了短期债券利率，目前长期利率债收益已逐步回调，流动性因素跨过月末较目前转好，债市买盘力量增强，短期回调行情下，短端债收益率下降幅度较长端债更大，对加息的防御性更强。

➤ 利率策略：金融债与国债的利差优势后期或有体现

- ✓ 在 6 月份固定收益策略报告中，我们提到金融债相对国债的利差优势，并建议关注 5 年期金融债，目前来看，参与时点要拖后，市场的加息预期较强，利率债对此敏感度较高，易受冲击，7-8 月份通胀高峰回落后，将是较好的介入时点（金融债的利差优势、下半年供给逆转）。
- ✓ 今年以来固息金融债收益率与浮息金融债点差走势较大相关，随着固息债出现反弹（收益率下降），前期浮息金融债的较大下跌有短期回补要求，有效利差有望下降。但须注意下半年经济和通胀预期双降，继续密集上调存准率必要性降低，预期政策收紧进入强弩之末，3Mshibor 利率较少超上半年的高位，使得资本利得空间较上半年变弱。

➤ 信用策略：高评级短融有很好的介入价值

- ✓ 我们判断 7 月资金面将较于 6 月会相对性宽松，高评级短融收益率有较大的下行空间，有较高的交易价值。在央票供给降低的情况下，流动性较好的高评级短融对央票有一定的替代作用。而在当前城投债受负面消息影响，公司债受供给冲击，收益率上行压力较大的情况下，以高评级短融进行流动性管理，等待高收益债的配置良机也

是很好的组合策略。

- ✓ 根据数据显示，下半年公司债供需失衡压力仍然很大，会对二级市场收益率构成较大压力，建议静观其变。
- ✓ 城投债的上行空间将被打开，但随着恐慌情绪的消退以及配置型资金的进一步需求，7、8 月份可能会迎来高收益债的配置良机。
- ✓ 受供求关系影响，我们认为中票在下半年将会有较好表现，根据对各期限绝对收益率和信用利差的比较来看，我们认为 5 年期中票有较好的投资价值，建议积极介入。

➤ **可转债策略：机会成本和股市调整的双重压力下，短期难有起色**

- ✓ 在展望 3 季度以致下半年转债投资策略时，着重关注的两点在于：可转债正股是否会有所反弹，如果反弹哪些板块将是好的投资标的；博取转债上涨的机会成本是否会下降。
- ✓ 对于前者，我们认为下半年随着通胀回落，紧缩政策告一段落，经济增速企稳回升，股票市场将会有所表现，而且出现在 8 月份以后的可能性较大，我们认为 8 月后，钢铁、银行业可能会有所表现。对于后者，如果通胀回落和经济增速企稳回升如期到来，信用债收益率可能会有所回落但幅度预计有限。
- ✓ 在我们认为接下来的三季度可转债市场会有所表现，但机会成本仍会较高，建议精选业绩确定，估值较低的个股及转债。