

一、市况回顾

1、公开市场

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

上周央行公开市场资金大力回笼资金，净回笼资金 1600 亿元，票据及回购到期释放资金 1760 亿元，央票发行 2240 亿元，同时央行进行正回购操作 1120 亿。

一年期央票、三个月央票、三年期分别为 740 亿、700 亿元和 800 亿元，发行利率分别为 4.0583%、3.3978%和 4.56%，收益率水平继续持平于前一周。

图1：央票招标利率

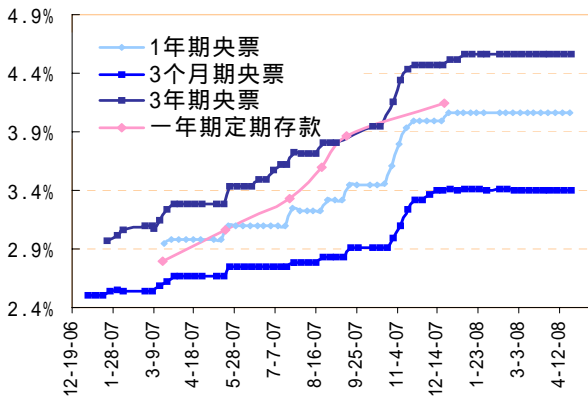


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

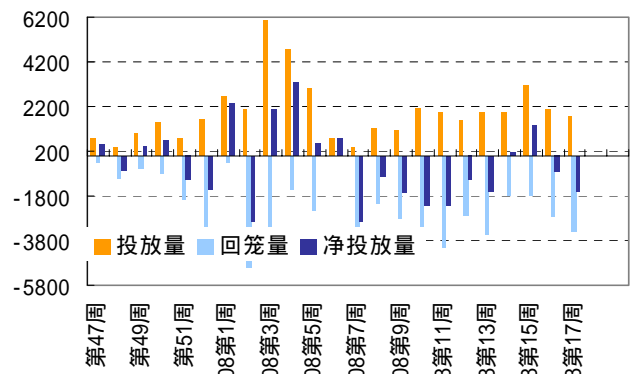
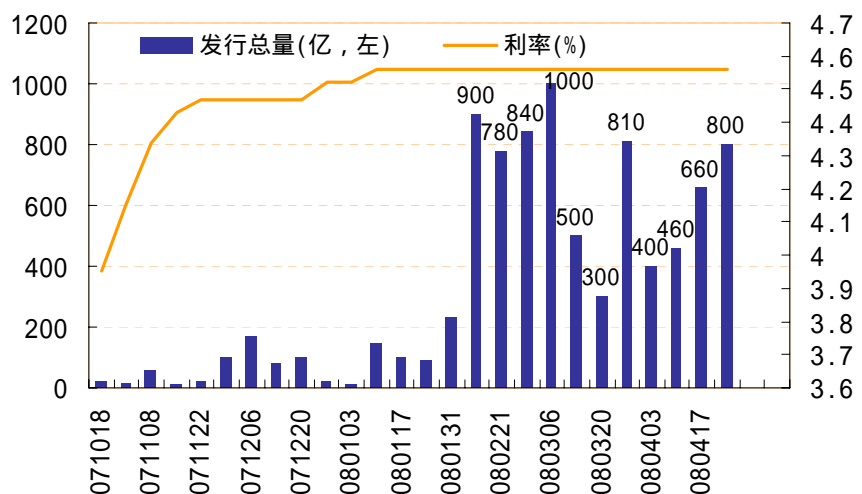


图3：近期三年期央票发行利率与规模



4 月份是资金到期的高峰期，央行还将继续在货币市场较为平稳的时候通过公开市场大力回笼流动性。

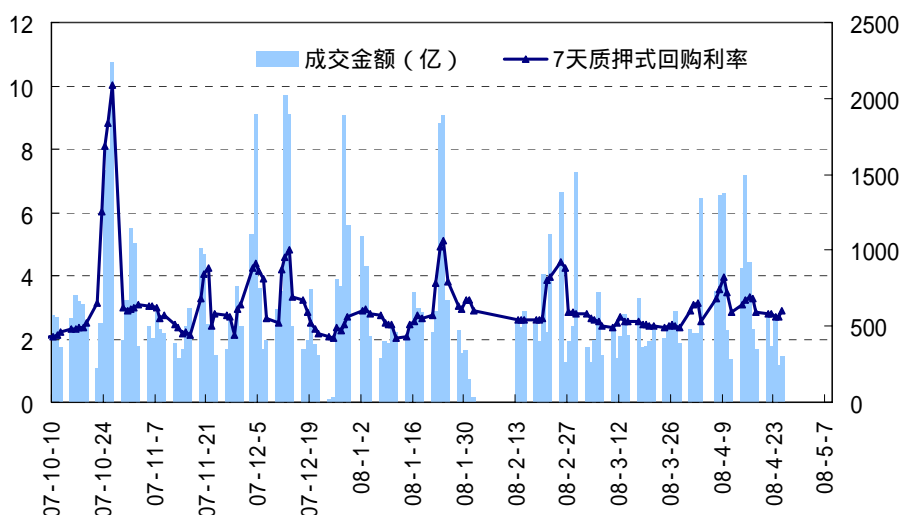
上周央行正回购操作的利率基本持平于前期水平，其正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-4-22	182 天	50	3.65%	0
2008-4-22	28 天	510	3.2%	0
2008-4-24	28 天	560	3.2%	0

2、货币市场

尽管上周五金融机构上缴存款准备金，同时本周还有数只小盘股、八只中期票据密集申购发行，不过银行间市场资金面充裕大局仍未被撼动，货币市场资金利率基本平稳，周一至周四逐日小幅回落，周五金融机构上缴存款准备金，周五利率小幅上涨。7 天质押式回购利率周末收在 2.896%，较上周末上升 3.5BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.40%，与前一周相比下跌 36BP；债券质押式回购成交 1.12 万亿元，与前一周相比增加了 0.24%。下周货币市场利率预计将保持平稳。

图4：银行间7天质押式回购加权利率及成交



3、债券市场

一级市场方面，上周有一只国债发行。财政部发行 280 亿元 5 年期记账式国债，票面年利率为 3.69%，略低于近期二级市场收益率水平；超额认购倍数为 1.43 倍，认购倍数略低于前期水平。

上周并无金融债发行。

二级市场方面，债市指数略有上升。银行间债券总指数收于118.51，较前一周周末收盘指数下降0.21点。上周现券成交9681亿元，与前一周相比增加37%。

图5：银行间债券总指数

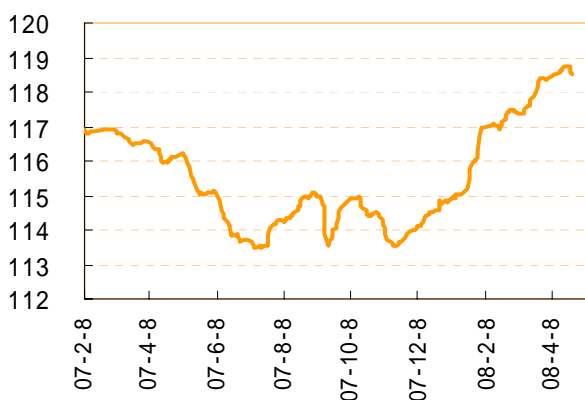


图6：1年期与5年期国债参考收益率

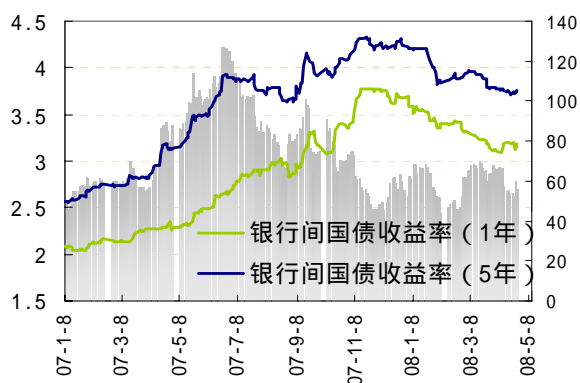


图7：中债收益率曲线 - 国债

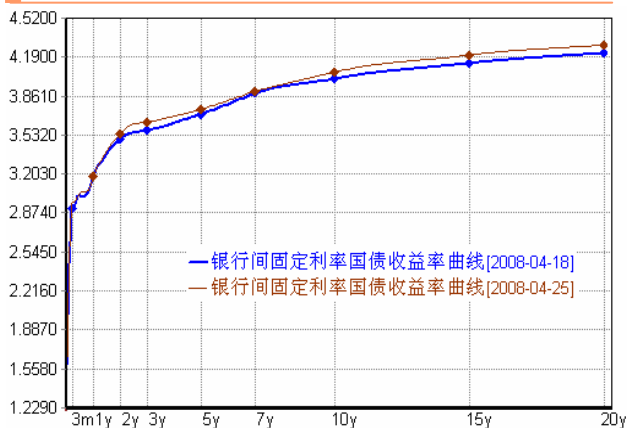
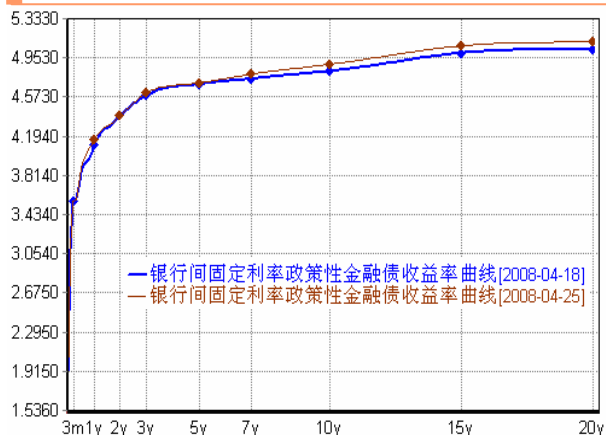


图8：中债收益率曲线 - 金融债



中央国债登记结算有限责任公司于4月22日将中期票据并入对于信用级别（长期主体信用评级）的银行间短期融资券收益率曲线，并增加三个关键期限点：2年期、3年期和5年期。同时将“银行间短期融资券收益率曲线”更名为银行间中短期票据收益率曲线。

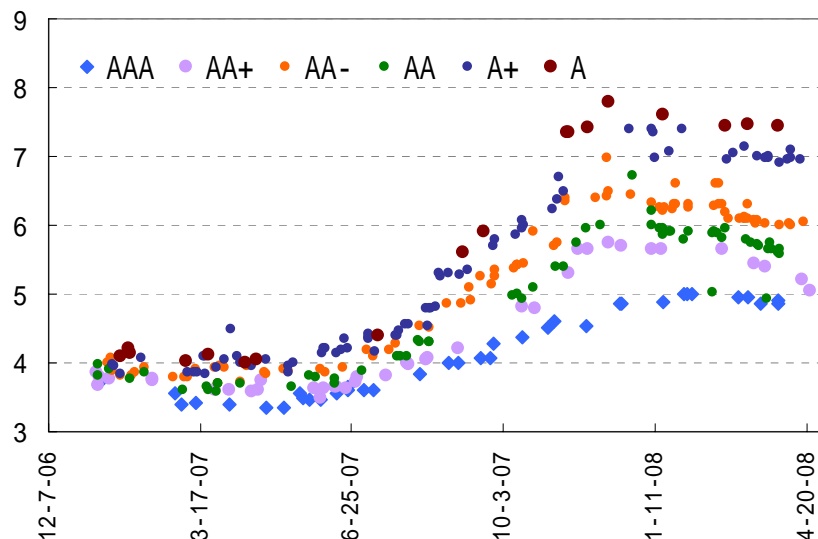
从收益率曲线来看，国债收益率曲线整体上移，2-5年的短端上移4-6BP，10-20年期的长段上移6-7BP。金融债收益率曲线整体上移，3-5年期的中短端上移1-2BP，7-20年期中远端

上移 5-7BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周共计发行 3 只、40 亿元短期融资券。上周主体信用评级为 AA+ 的短融发行收益率较前期有所降低，主体信用评级为 AA+ 的杭州市城市建设投资集团短融发行利率为 5.20%，相同信用评级的广东省广晟资产经营公司短融发行利率为 5.05%，较前者低 15BP；主体信用评级为 AA- 的美的集团公司短融发行收益率为 6.05%。

图9：今年以来短融发行利率



上周中期票据正式推出，8 只、规模共计 392 亿元的、由国内 7 家大型央企发行的、信用评级均为 AAA 级的优质中期票据完成发行。批经交易商协会注册发行中期票据的包括铁道部、中国电信股份有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国核工业集团公司、中粮集团有限公司和中国交通建设股份有限公司 7 家单位，总注册额度 1190 亿元。

铁道部上周发行两期中期票据。其中第一期三年期品种发行 50 亿元，中标利率为 5.08%；第二期五年期品种发行 150 亿元，中标利率为 5.28%，中标利率为市场预期的下端。铁道部的中期票据获得机构高达 37 倍资金的认购，对应 3%左右的“分配中签率”堪比新股发行。

除铁道部两只 3 年和 5 年期的中期票据的票面利率分别确定为 5.08% 和 5.28% 外，3 年期中期票据的利率约为 5.3%，5 年期利率约为 5.5%。

首只无担保公司债“2008 中联重科债”正式发行，这是继 2008 中国中材集团公司首只无担保企业债发行后的首只无担保公司债。该期债券期限 8 年，票面利率为 6.5%，较刚刚发行的、同等级别的中材债 6.4% 的票面利率高出 10BP；该期债券附五年后回售权；该期债券的长期主体信用等级为 AA 级，公司债券信用等级为 AA 级。目前保险公司尚不能投资于无担保公司债。

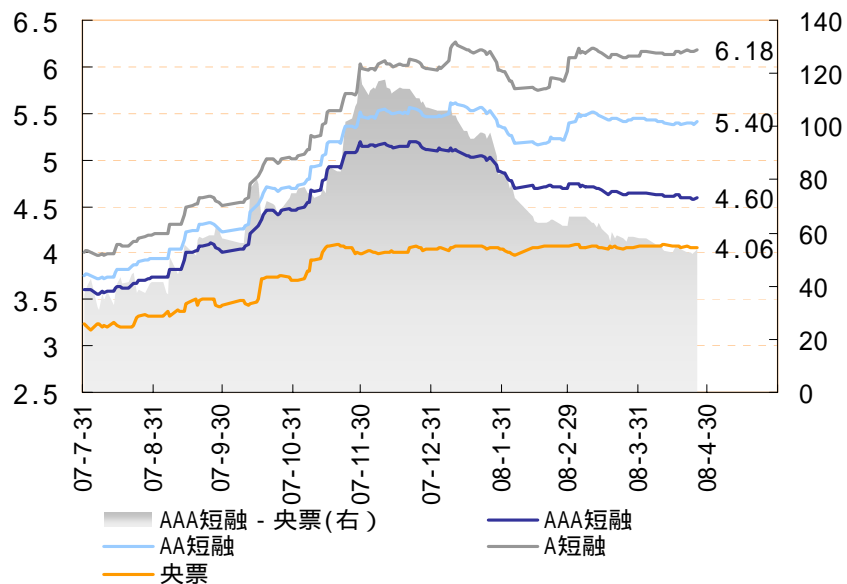
倍受关注的创新性非金融企业债务融资工具中期票据上周正式面市，并获得市场的热烈认购。中期票据弥补了企业的中期直接债务融资工具，对扩大企业直接融资、增加投资品种、完善资本市场结构、完善信用产品市场化发展都具有重大意义。目前首批发行的企业均为资质好的大型央企，高信用评级对其中期票据的发行提供了较好的支持。目前中期票据的筹资成本大大低于银行贷款，高效的注册制下发行流程短、速度快，企业融资需求也较为强烈，并对短融和长期企业债、公司债都具有一定的替代性。但是目前基金公司和保险机构尚不能投资于中期票据。

光大银行上周发行 2008 年第一期次级债券。发行规模为人民币 60 亿元，其中 10 年期累进固定利率品种为 30 亿元，在第 5 年末附发行人赎回权；在前 5 个计息年度内固定不变；如果发行人不行使赎回权，后 5 个计息年度的票面年利率在初始发行利率的基础上提高 3%。其中，10 年期浮动利率品种为 30 亿元，在第 5 年末附发行人赎回权，票面基准利率为 1 年期定期；前 5 个计息年度的基本利差将通过簿记建档集中配售的方式确定；如果发行人不行使赎回权，后 5 个计息年度的基本利差将在前 5 个计息年度的基本利差的基础上提高 3%。该期债券不设担保，经联合资信评估有限公司综合评定，发行人的主体信用等级为 AA+，本期次级债券信用等级为 AA。

二级市场方面，企业债收益率曲线整体下移，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.46% 和 5.71%，分别较上周下降 6BP 和 4BP。二级市场短融收益率基本平稳，剩余期限在 1 年附近的、

主体信用评级分别为 AAA、AA、A 的短期融资券收益率分别为 4.60%、5.40% 和 6.18%，分别较前一周末上升 0BP、3BP 和 3BP。

图10：短融二级市场收益率



二、中国经济分析

1、国家统计局强调今年首先要避免经济增速过快回落

国家统计局副局长许宪春日前撰文指出，2008年中国消费需求增长率有可能保持或者略高于2007年的水平；投资需求增长率有可能略低于2007年的水平；出口需求增长率有可能低于2007年的水平；经济增长率有可能略低于2007年的水平。他认为，2008年的宏观调控政策一是要避免政策性紧缩、美国次贷危机的影响和经济发展自身规律形成的自然减速的叠加，造成经济增长速度回落过快；二是要避免连续5年两位数高速增长对价格的滞后影响、雨雪冰冻灾害造成的农产品价格上涨和国际石油价格及粮食价格上涨影响的叠加，造成价格上涨过快。同时要充分利用经济增长速度回落的机会，加快转变经济发展方式。针对世界经济增速减缓有可能导致出口增速进一步减缓的情况，当前要防止出口出现大幅滑坡，对我国经济发展和就业带来不利影响；防止出口增速下降的同时，受国际市场需求的诱导，粮食和高耗能产品的出口增速不减或者降幅较小，导致其占出口的比重上升，出口商品结构恶化，影响我国经济结构调整和经济增长方

式的转变。充分利用出口增速减缓的机会，减少贸易顺差，利用国际市场需求不足的机会多进口国内市场稀缺的产品、高技术产品；充分利用出口增速减缓的机会调整出口产品结构，减少粮食产品、资源性产品和高耗能产品的出口，通过出口调整国内产业结构，使国内产业结构向资源消耗低、环境污染小、技术含量高的方向发展。

2、一季度固定资产投资价格涨幅创 13 年新高，投资实际增速放缓

国家统计局 21 日公布的数据显示，一季度固定资产投资价格指数同比上涨 8.6%，分析人士认为，这一涨幅至少创下自 1996 年以来 13 年新高。相应地，一季度全社会固定资产投资实际增速同比大幅回落。在投资价格中，建筑安装工程价格上涨 12.4%，设备工器具购置价格上涨 0.2%，其他费用价格上涨 5.8%。在建筑安装工程价格中，材料费价格同比上涨 13.7%，人工费价格上涨 13.5%，机械使用费价格上涨 5.3%。此前的数据显示，今年一季度全社会固定资产投资 21845 亿元，同比增长 24.6%，这一名义增速比去年同期加快 0.9 个百分点。但根据固定资产投资价格指数测算，今年一季度固定资产投资实际增速为 14.73%，同比下降 6.19 个百分点。同时，一季度消费名义增速尽管创出新高，但实际增速也比去年有所回落。一季度，社会消费品零售总额同比实际增长 12.29%，比上年同期降低 0.25 个百分点。这意味着，在净出口对 GDP 增长贡献度为负的同时，内需（投资和消费）增长放缓也在拉低一季度 GDP 增速。

3、一季度全国城镇居民人均可支配收入实际增长 3.4%

据对全国 6.4 万户城镇居民家庭抽样调查资料显示，一季度城镇居民人均可支配收入 4386 元，同比增长 11.5%，扣除价格因素，实际增长 3.4%。一季度城镇居民人均消费性支出 2882 元，同比增长 10.0%，扣除价格因素，实际增长 2.0%。城镇居民人均可支配收入实际增速放缓可能影响消费的增长。

三、人民币利率预测

整体看市场流动性充裕。在经济下滑担忧的驱动下，收益率中期看还将继续平坦化，对于配置型需求，建议关注信用状况较好的信用产品的投资价值。目前国债和金融债收益率曲线较为平坦，受制于央票利率的稳定，短期看国债与金融债收益率回落空间有限，但从加息周期接近尾声的情况看，可增加配置中期品种，可关注三年期央票以及中期金融债。

招商银行主承销短期融资券最新市场收益率一览表

(2008年4月25日)

名称	净价收盘	收盘收益率	剩余年限	发行日期	发行量(亿)	发行价格	票面利率	资信等级
07中海运 CP02	96.459	4.67%	0.077	2007-5-24	30	96.64	-	A-1
07苏交通 CP02	96.4596	3.85%	0.096	2007-5-31	25	96.50	3.617%	A-1
07云铝 CP01	97.1667	3.55%	0.153	2007-6-21	3	100	3.9369%	A-1
07京投 CP01	99.8413	4.37%	0.192	2007-6-29	20	100	3.78%	A-1
07华新 CP01	98.7959	7.13%	0.244	2007-7-5	5	100	-	A-1
07金隆 CP01	99.9626	4.44%	0.299	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1
07苏交通 CP03	96.0043	4.33%	0.304	2007-8-13	25	96.11	-	A-1
07凤凰 CP01	99.5281	5.93%	0.399	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1
07海航 CP01	99.7697	5.17%	0.467	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1
07玖龙 CP01	100.0488	5.05%	0.473	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1
07西太 CP01	100.0457	5.22%	0.495	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1
07皖高速 CP01	100.0329	4.67%	0.497	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1
07玖龙 CP02	100.3042	5.25%	0.534	2007-10-23	4	100	5.9%	A-1
07京投 CP02	100.177	4.43%	0.548	2007-10-24	20	100	4.8%	A-1
07中核 CP01	100	4.58%	0.551	2007-11-6	20	100	4.6%	A-1
07凤凰 CP02	100.3128	6.10%	0.553	2007-11-09	3	100	6.70%	A-1
07淮矿 CP02	99.8031	5.65%	0.589	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1
07海航 CP02	100.7254	5.06%	0.751	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1
07南钢 CP01	93.6644	6.84%	0.753	2007-11-23	8	93.98	6.41%	A-1
07京国资 CP01	100.75	4.79%	0.773	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1
08南钢 CP01	93.7654	6.68%	0.829	2008-1-24	9	94.07	6.304%	A-1
08赣出版 CP01	100.3685	5.75%	0.830	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1
08皖能 CP01	100.4288	5.64%	0.833	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1
08中高新 CP01	100.6158	5.51%	0.837	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1
08陕重汽 CP01	100.4402	5.50%	0.840	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1
08陕重汽 CP02	100.5181	5.51%	0.840	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1
08京机电 CP01	94.9699	5.24%	0.842	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1
08闽太电 CP01	100	6.97%	0.980	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1
08顺鑫 CP01	100.4213	6.34%	0.729	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1
08顺鑫 CP02	100.5722	6.33%	0.989	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1

数据简报

(2008年4月25日)

一、中国关键期限债券利率结构表

期限品种	国债	金融债	企业债
1年	3.19%	4.16%	4.87%
2年	3.54%	4.39%	5.14%
3年	3.64%	4.61%	5.24%
5年	3.75%	4.71%	5.32%
7年	3.90%	4.80%	5.38%
10年	4.07%	4.89%	5.44%
15年	4.21%	5.07%	5.72%
20年	4.29%	5.11%	5.76%
5 - 1年	0.56%	0.56%	0.45%
10 - 1年	0.88%	0.73%	0.56%
20 - 1年	1.11%	0.95%	0.88%

二、人民币债券发行明细

银行间市场简称		年限	发行日期	发行价格	票面利率(收益率)	发行量(亿)	(债项或)主体评级
央票	08 央票 46	1	08-4-22	96.10	4.0583%	740	-
	08 央票 47	3	08-4-24	100	4.56%	800	-
	08 央票 48	0.25	08-4-24	99.16	3.3978%	700	-
国债	08 国债 05	5	08-4-21	100	3.69%	280	-
短融	08 杭城建 CP01	1	08-4-17	100	5.20%	20	AA+
	08 美的 CP02	1	08-4-18	100	6.05%	10	AA-
	08 广晟 CP01	0.82	08-4-23	100	5.05%	10	AA+
资产证券化	08 光大债固	10	08-4-25	100	5.85%	30	AA+
	08 光大债浮	10	08-4-25	100	5.80%	30	AA+

银行间市场简称		年限	发行日期	发行价格	票面利率(收益率)	发行量(亿)	(债项或)主体评级
公司债	08 中联债	8	20080421	100	6.5%	11	AA/AA
中期票 据	08 五矿 MTN1	3	20080422	100	5.3%	15	AAA/AAA
	08 中交建 MTN1	3	20080422	100	5.3%	25	AAA/AAA
	08 中化 MTN1	5	20080422	100	5.5%	19	AAA/AAA
	08 中电信 MTN1	3	20080422	100	5.3%	100	AAA/AAA
	08 中粮 MTN1	3	20080422	100	5.3%	15	AAA/AAA
	08 中核 MTN1	5	20080422	100	5.5%	18	AAA/AAA
	08 铁道部 MTN1	3	20080422	100	5.08%	50	AAA/AAA
	08 铁道部 MTN2	5	20080422	100	5.28%	150	AAA/AAA

招银短期融资券综合信用利差指数

(2006年10月3日-2008年4月24日)



日期	08-4-18	08-4-21	08-4-22	08-4-23	08-4-24
招银短期融券综合信用利差指数	141.4	141.31	140.91	141.57	141.67

编制说明：

1、为了反应银行间市场短期融资券相对于国债收益率利差的变化，增强投资者对短期融资券的定价能力，我行特编制此综合信用利差指数。今后，我行将每周通过《招银债市评论》公布此项指数。

2、招银短期融资券综合信用利差指数是以活跃的国债收益率为基准，利用剩余期限在6个月以上的短期融资券在二级市场的交易价计算各只券种的利差，剔除最高利差、最低利差后，经适当处理而成。

3、在给某只短期融资券定价时，以剩余期限在1年左右的活跃国债收益率为基准，加上招银短期融资券综合信用利差指数后，根据信用等级、发行规模和期限因素，适当加减一定的基点数，就能得到相应的参考定价。

4、本综合信用利差指数可作为国内市场信用风险的方向标，同时可供定价参考，但提醒投资者需要根据市场形势的变化和券种的个别情况斟酌判断。

5、招银短期融资券综合信用利差指数通过路透 (Reuters)、彭博 (Bloomberg)、中国债券网 (Chinabond) 和招商银行一网通 (Cmbchina) 等信息平台发布。在路透报价页面上输入代码 <CMBCNYID>，在彭博报价页面上输入代码 <CNMB>，可查看当日的招银短期融资券综合信用利差指数。

招银人民币贸易加权汇率指数

(2006年12月1日-2008年4月26日)



日期	08-4-18	08-4-21	08-4-22	08-4-23	08-4-24
招银人民币贸易 加权汇率指数	112.6961	112.3543	112.4365	112.2249	112.7809

编制说明：

1、为了监测人民币兑国际主要货币的升跌情况，反映我国进出口的汇率条件，我行特编制了招商银行人民币贸易加权汇率指数。

2、招商银行人民币贸易加权汇率指数是对人民币兑中国十大贸易伙伴货币的汇率进行指数化并加权制作而成，加权的权重采用上年度的中国十大贸易伙伴的进出口额在中国进出口总额的比重，其中美元的权重是中美进出口额在中国进出口总额的比重与非十大贸易伙伴的进出口在中国进出口总额的比重之和。每当调整权重时，我们进行适当的平滑处理。

3、招商银行人民币贸易加权汇率指数通过路透 (Reuters)、彭博 (Bloomberg)、中国债券网 (Chinabond) 和招商银行一网通 (Cmbchina) 等信息平台发布。在路透报价页面上输入代码 <CMBCNYIG>，在彭博报价页面上输入代码 <CNMB>，可查看当日的招银人民币贸易加权汇率指数。