

## 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净回笼 710 亿元，票据及回购到期释放资金 2030 亿元，央票发行 1750 亿元，同时央行进行正回购操作 990 亿。

一年期央票、三个月央票、三年期分别为 670 亿、420 亿元和 660 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

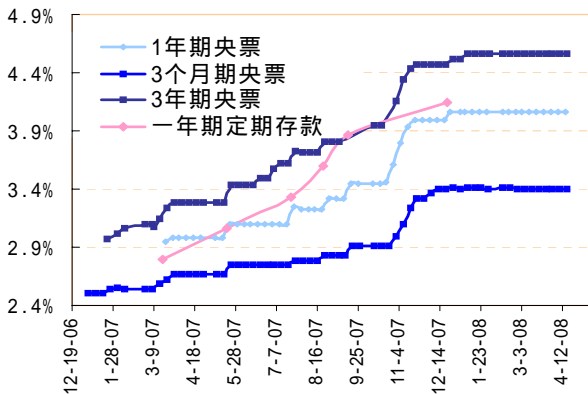


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

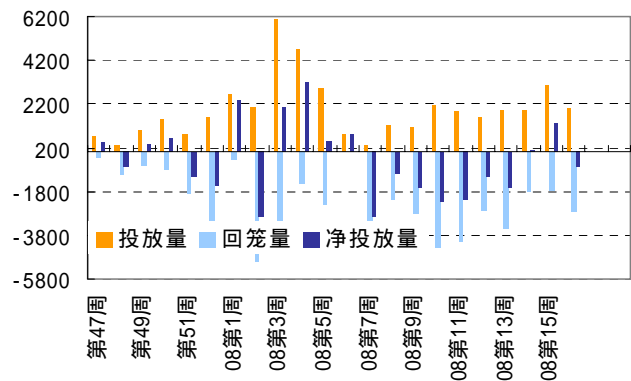
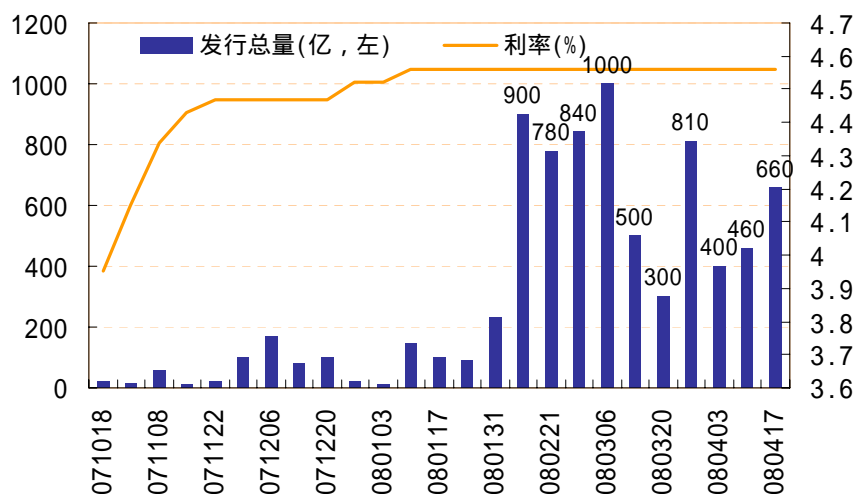


图3：近期三年期央票发行利率与规模



4 月份是资金到期的高峰期，4 月份将有近万亿央票到期，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。

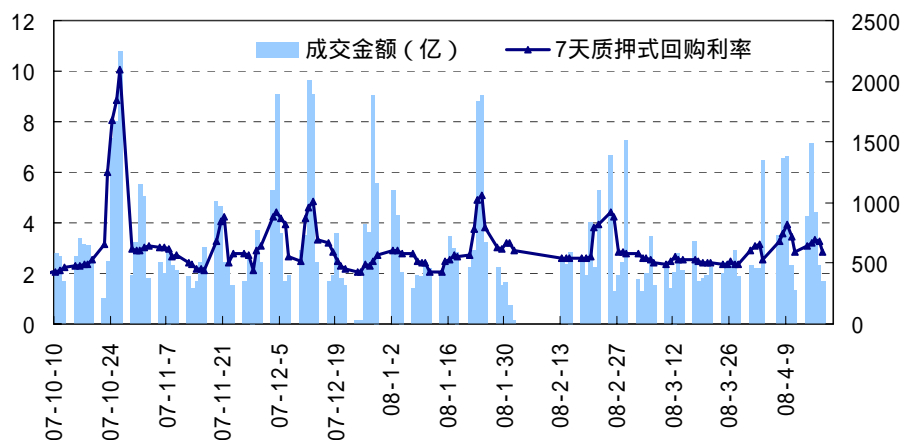
上周央行正回购操作的利率基本持平于前期水平，其正回购操作情况如下表所示：

日期	正回品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-4-15	28 天	500	3.2%	0
2008-4-17	28 天	490	3.2%	0

## 2、货币市场

上周受新股发行影响，货币市场资金利率冲高回落。7 天质押式回购利率周末收在 2.861%，较上周末上升 1.4BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.76%，与前一周相比下跌 21BP；债券质押式回购成交 1.12 万亿元，与前一周相比减少了 17%。下周货币市场利率可能小幅回落后企稳。

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，上周有两只国债发行，规模合计 400 亿元。

上周财政部发行第二期凭证式国债，国债发行总额为 400 亿元，其中 3 年期 320 亿元，票面年利率为 5.74%；5 年期 80 亿元，票面年利率为 6.34%。若持有到期，投资者可一次性兑付本金和利息。和同年期的定期存款相比，目前，3 年期的定存利率为 5.40%，5 年期的为 5.85%，还需支付 5% 的利息税。所以目前凭证式国债发行受到投资者青睐。

上周共计有两只、352 亿金融债发行。国开行上周发行第八期 10 年期固息金融债，发行利率为 4.80%，明显低于此前市场预期和二级市场收益率。计划发行 200 亿元，追加发行 33.9 亿元，认购倍数达到 1.9 倍，显示该期金融债的市场需求较好，该期债券的需求以社保基金和保险公司为主。

农发行上周招标发行第八期 7 年期固息金融债，计划发行 100 亿，追加发行 18.1 亿，认购倍数达到 1.8 倍，中标利率为 4.73%，低于此前市场预期和二级市场收益率，显示机构需求较好。

二级市场方面，债市指数略有上升。银行间债券总指数收于 118.72，较前一周周末收盘指数上涨 0.2 点。上周现券成交 7051 亿元，与前一周相比减少 1.6%。

图5：银行间债券总指数

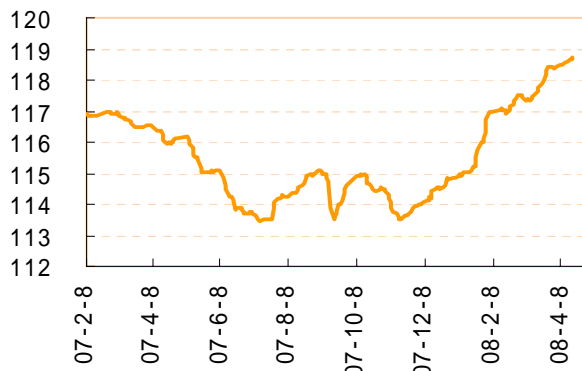


图6：1年期与5年期国债参考收益率

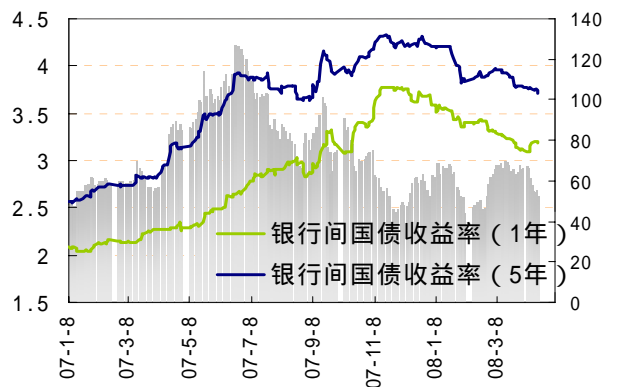


图7：中债收益率曲线 - 国债

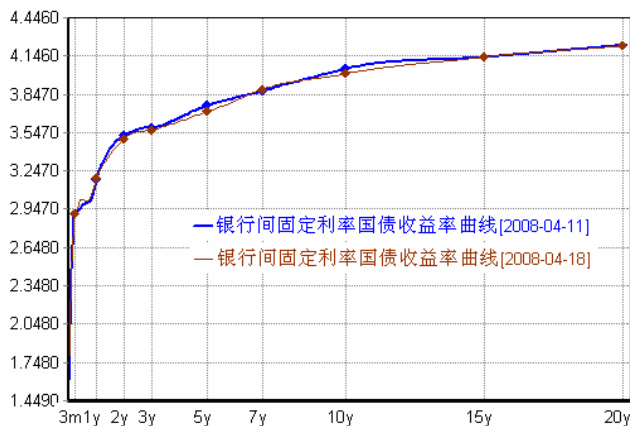
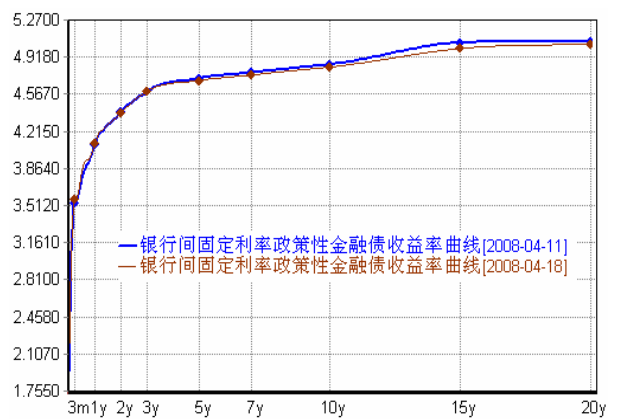


图8：中债收益率曲线 - 金融债



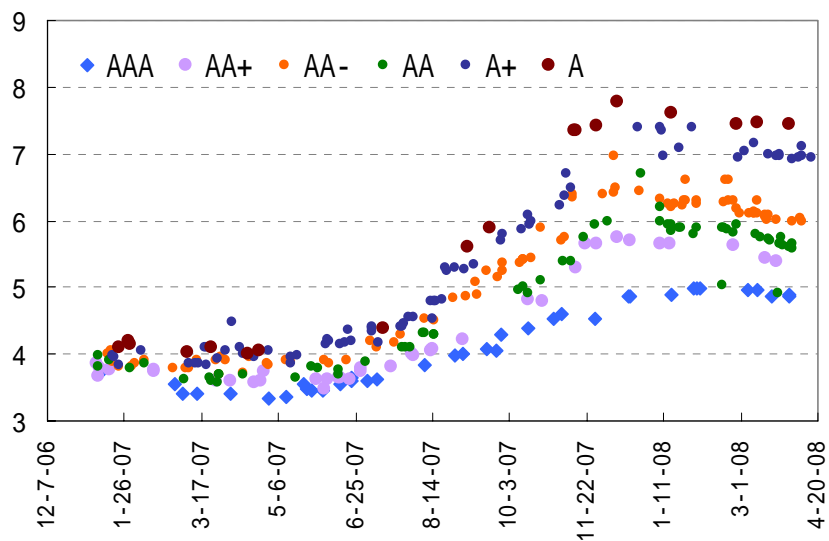
从收益率曲线来看，国债收益率曲线小幅下移，2-5 年的

短端下降 2-5BP，15-20 年期的长段基本平稳。受新债发行收益率走低影响，金融债收益率曲线整体小幅下移，并呈现扁平化变动，1-3 年期的短端基本稳定，5-20 年期中远端下降 2-6BP。

## 4、信用市场

一级市场方面，上周共计发行 5 只、20 亿元短期融资券。整体看各评级短融发行收益率基本维持平稳。上周主体信用评级为 AA- 的安徽省交通投资集团公司短融发行收益率分别为 5.99%；主体信用评级为 A+ 的山西运城制版集团公司、福建太平洋电力公司和北京顺鑫农业股份公司短融发行收益率分别为 7.10%、6.97%和 6.95%。

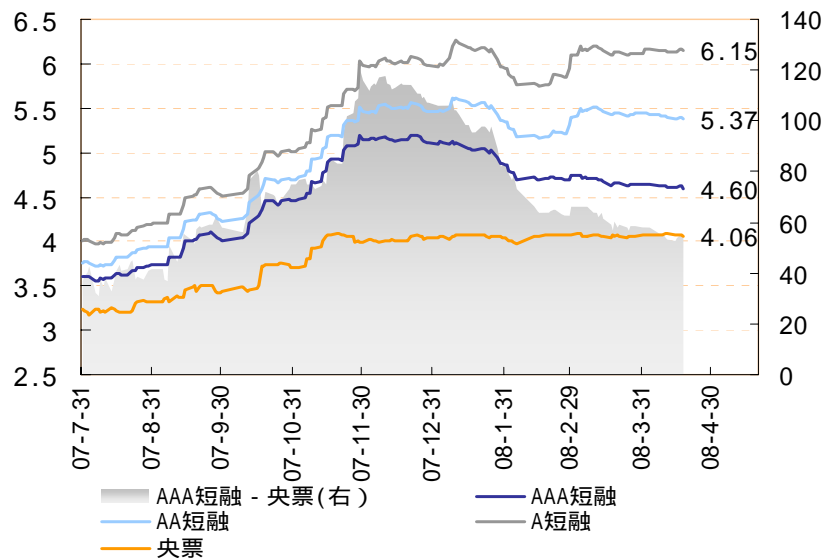
图9：今年以来短融发行利率



上周无新发企业债。

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%、5.37%和 6.15%，分别较前一周末下降 2BP、2BP 和上升 1BP。

图10：短融二级市场收益率



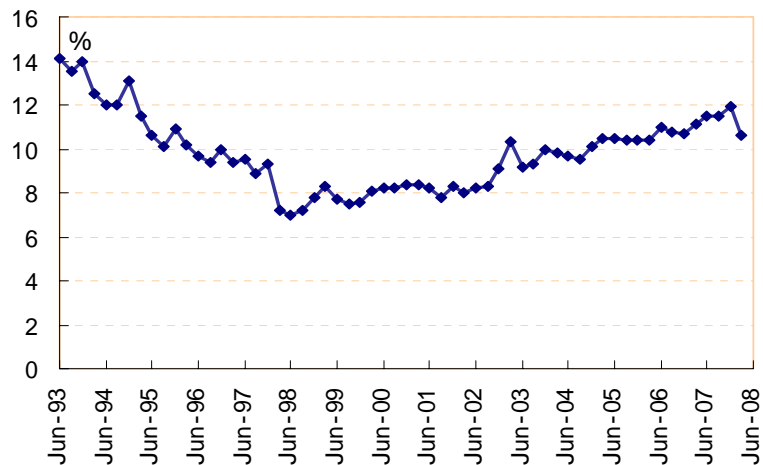
## 二、中国经济分析

### 1、一季度 GDP 同比增长 10.6%

国家统计局日前公布的数据显示，一季度国内生产总值 6.15 万亿元，按可比价格计算，同比增长 10.6%，比上年同期回落 1.1 个百分点。其中，第一产业增长 2.8%，回落 1.6 个百分点；第二产业增长 11.5%，回落 1.7 个百分点；第三产业增长 10.9%，回落 0.4 个百分点。

	2006	2007	2008Q1
实际 GDP 增速 (%)	11.6	11.9	10.6
城镇固定资产投资累计同比增速 (%)	24.5	25.8	25.9
社会消费品零售总额增速 (%)	13.7	16.8	20.6
出口增长 (%)	27.2	25.7	21.4
进口增长 (%)	20.2	20.8	28.6
工业增加值增速 (%)	16.6	18.5	16.4
CPI	1.5	4.8	8.0
PPI	3.0	3.1	6.9

图11：GDP增速



一季度 GDP 增长 10.6%，比上年同期回落 1.1 个百分点，经济增速回落主要是由于净出口的拖累，(一季度贸易顺差为 414 亿美元，同比下降 10.6%，折合成人民币的顺差增长下降则更明显)，而进出口方面收到外围主要经济体需求放缓的影响，但是值得关注的是，一季度在美国、日本出口减少的同时，中国对东盟、俄罗斯、印度等发展中经济体的出口增长较好，一定程度上弥补了美日需求放缓的影响。投资方面，目前尚属理想，农业领域的投资增长明显增加，中西部地区的投资延续了去年以来的较强势头，增速继续快于东部地区。消费方面，物价上涨显然推动名义消费的扩张，实际消费尚属平稳。

一月份 GDP 增速放缓也在预期之中，除却外需放缓的影响，雪灾也是不容忽视的因素，第一产业增长 2.8%，回落 1.6 个百分点，这主要是受到雪灾的影响。值得注意的是，在统计局最新的 GDP 修正中，过去两年农业增速被大幅下调了近 3%，农业生产的薄弱不容忽视。

一季度，全社会固定资产投资同比增长 24.6%，比上年同期加快 0.9 个百分点。其中，城镇固定资产投资增长 25.9%，加快 0.6 个百分点；农村固定资产投资增长 18.3%，加快 1.6 个百分点。分产业看，三大产业投资分别增长 80.8%、25.9%和 25.3%。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资增长 19.5%；新开工项目计划总投资同比下降 4.4%。

图12：固定资产投资同比增速

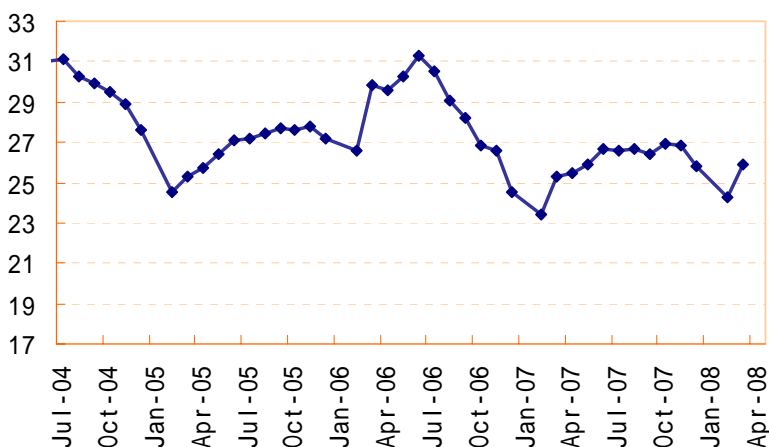
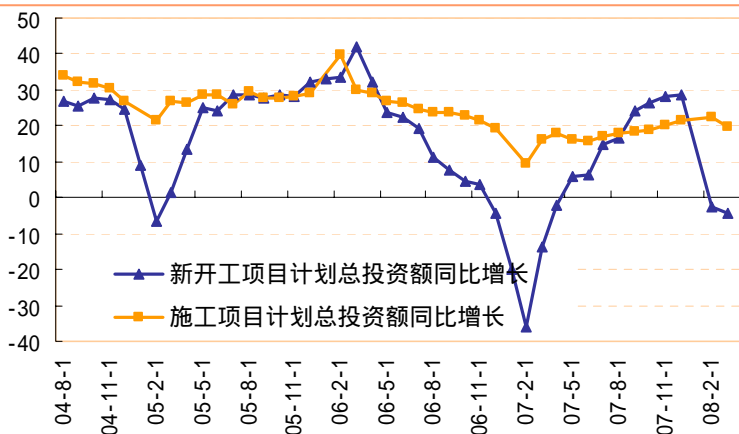


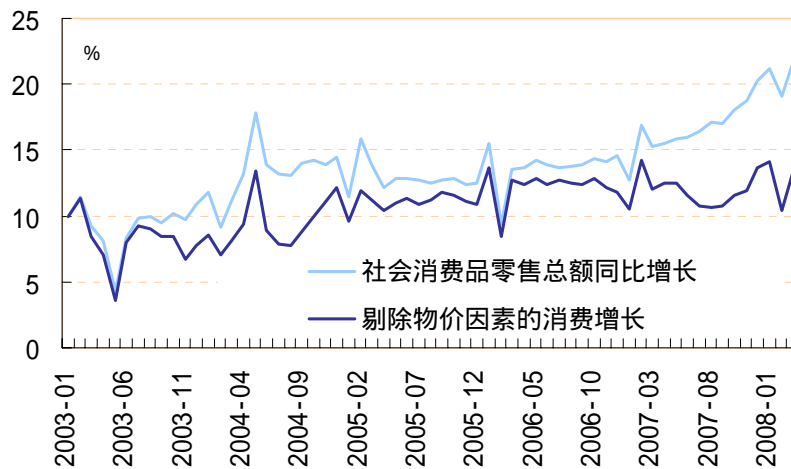
图13：施工项目及新开工项目计划总投资



固定资产投资名义增长仍高，一季度全社会固定资产投资同比增速为 24.6%，其中城镇固定资产投资增长 25.9%，农业固定资产投资增速大幅上升至 80%，对于农业问题的重视和对于农业领域的投入已经显现效果，房地产固定资产投资增速为 32%，显示在房地产调控形势下房地产企业加快项目进度。由于近来基础工业原材料的涨价，实际固定资产投资增速可能是略逊于 07 年同期水平的。基本上，固定资产投资的增速也与信贷数据呼应，银行体系在信贷调控中压缩了短期贷款，但长期贷款依然同比多增。值得跟进关注的是，今年以来新开工项目计划总投资额持续回落可能会预示后续的投资增速的放缓。

一季度，社会消费品零售总额同比增长 20.6%（3 月份增长 21.5%），比上年同期加快 5.7 个百分点。一季度社会消费品零售总额增长 20.6%，剔除物价上涨因素后，实际增长 13.2%。

图14：名义消费与实际消费



一季度，居民消费价格总水平 CPI 上涨 8.0%（3 月份同比上涨 8.3%，环比下降 0.4%）。其中，城市上涨 7.8%，农村上涨 8.7%。分类别看，一季度，食品价格上涨 21.0%，拉动价格总水平上涨 6.8 个百分点；居住价格上涨 6.6%，拉动价格总水平上涨 1 个百分点。

3 月份 CPI 涨幅环比下降，主要是由于食品价格涨幅回落。分类别看，主要是鲜蛋、鲜菜等涨幅回落，但是粮食、油脂、肉禽等则继续维持上涨。目前粮食价格上涨的趋势成为影响 CPI 的重要因素。

图15：PPI与CPI

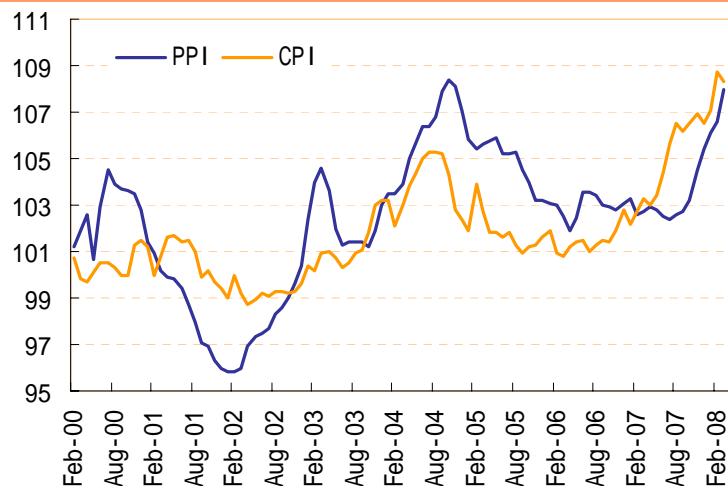


图16：CPI、食品、非食品及粮食涨幅

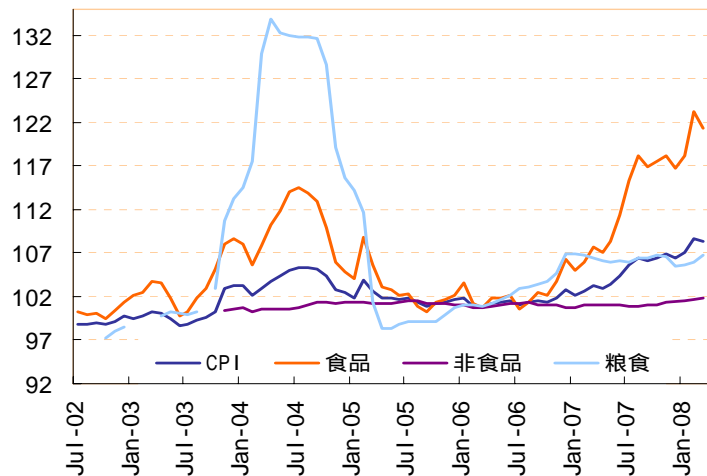
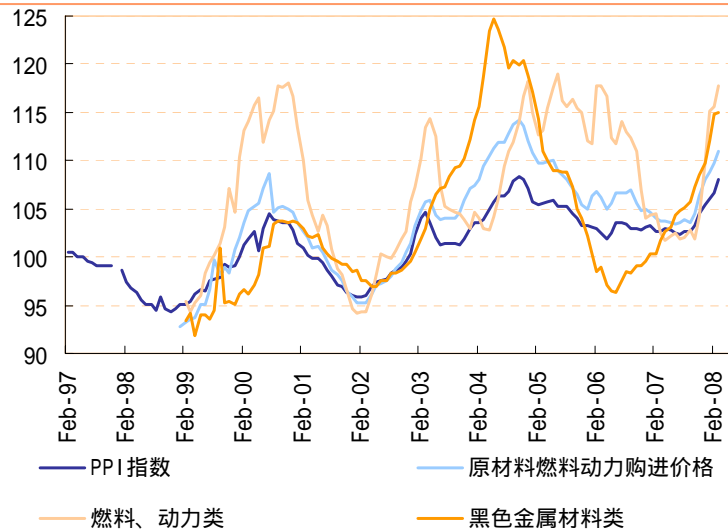


图17：PPI与RPI



PPI 与 RPI (原材料、燃料、动力购进价格指数) 仍然加速上涨, 一季度分别上涨至 8% 和 11%, 分别比 2 月份提高了 1.4 个百分点和 1.3 个百分点, 上涨态势仍未见缓和。同时, 3 月份 PPI 的上涨继续呈现出上游向下游扩散传导的重要特征, RPI (原材料燃料动力类指数) 上涨继续快于 PPI 的上涨。目前看原油价格、煤炭、铁矿石等基础工业原材料的涨价势头仍未见有效遏制, PPI 和 RPI 由国际价格引导向上的压力突出。弱势美元背景下国际市场原油价格频创新高, 受大量资金进入商品市场寻求保值的影响, 也使全球金属市场持续走高。由于国内能源产品、有色金属价格追随国际商品市场走高, RPI 和 PPI 还有继续走高并高位运行的可能。

图18：M1、M2、CPI

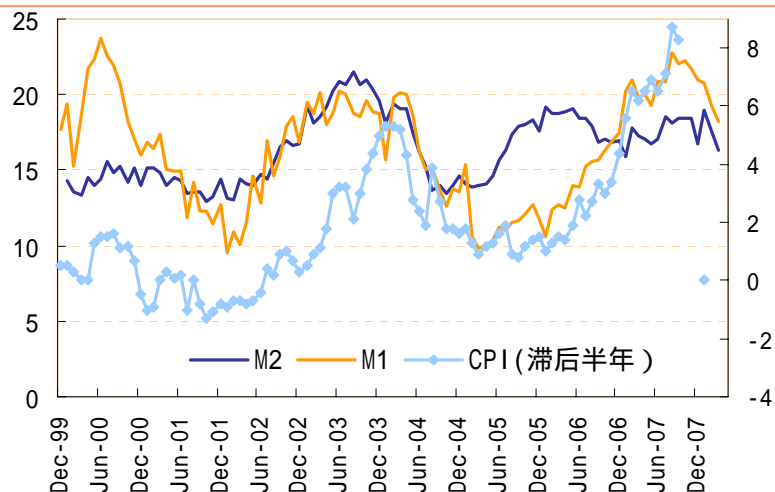
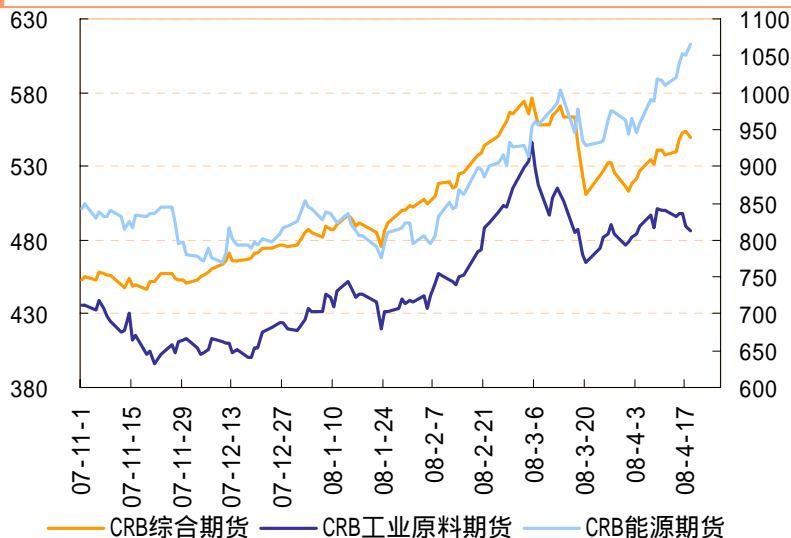


图19：CRB能源期货与工业原料期货指数



尽管从金融数据看，信贷增速和货币增速有所回落，从货币角度减轻物价上涨的压力，但是美元汇率和大宗商品价格对通胀仍构成较大的通胀压力，受国际市场影响，基础工业原材料价格上涨的调控难度较大，同时，国内的价格管制也在一定程度上导致通胀动能的压抑，预计二季度 CPI、PPI 仍可能高位运行。

据统计，一季度城镇居民名义可支配收入（PDI）同比增长 11.5%，较去年同期的 17.2% 明显下降了 5.7%。同时，伴随股票市场的大幅下跌，进一步缩减了财富效应，对后续消费而言不是好消息。

## 2、存款类金融机构存款准备金率上调 0.5 个百分点

为继续落实从紧的货币政策要求，加强银行体系流动性管理，引导货币信贷合理增长，中国人民银行决定从 2008 年 4 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

这是自去年以来第十二次上调存款准备金率，至此存款类金融机构人民币存款准备金率已经调升至 16%，再创新高。目前看，央行仍在倚重于公开市场操作和上调存款准备金率的手段来大力回收流动性，在公开市场到期释放资金较多以及外汇储备继续高增的背景下，“上调存款准备金率”几乎成为央行的月度调控工具，而公开市场上发行央票的成本毕竟较高，预计央行后续仍将继续运用“上调存款准备金率”这一政策工具。

截止 2007 年 12 月底，金融机构超额存款准备金率为 3.5%，其中国有商业银行为 2.0%，股份制商业银行为 3.7%，农村信用社为 8.9%。尤其是 3 月份新增人民币存款超过万亿，而在严格信贷调控之下，银行存贷差超过 14 万亿，上调存款准备金率不会冲击银行体系的流动性，上调存款准备金率仍有空间。

## 三、人民币利率预测

市场对于上调存款准备金率有一定预期，因此对债市的影响可能已经提前消化，短期冲击应该不会太大。整体看流动性依然充裕。加之，随着信贷调控的实施、资本市场波动的加大、储蓄回流以及投资者风险偏好降低，对固定收益类产品的投资需求将有所上升。在经济下滑担忧的驱动下，收益率将继续平坦化，对于看涨债市同时手中资金充裕的投资者来说，中长期债券的配置需求非常旺盛。

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。

## 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18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 苏交通 CP01	96.5376	3.65%	0.019	2007-4-20	30	96.54	-	A-1
07 中海运 CP02	96.459	4.67%	0.115	2007-5-24	30	96.64	-	A-1
07 苏交通 CP02	96.4596	3.85%	0.134	2007-5-31	25	96.50	3.617%	A-1
07 云铝 CP01	97.1667	3.55%	0.192	2007-6-21	3	100	3.9369%	A-1
07 京投 CP01	99.8413	4.37%	0.230	2007-6-29	20	100	3.78%	A-1
07 华新 CP01	98.7959	7.13%	0.282	2007-7-5	5	100	-	A-1
07 金隆 CP01	99.9626	4.44%	0.337	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1
07 苏交通 CP03	96.0043	4.33%	0.332	2007-8-13	25	96.11	-	A-1
07 凤凰 CP01	99.5281	5.93%	0.437	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1
07 海航 CP01	99.7679	5.15%	0.326	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1
07 玖龙 CP01	100.0488	5.05%	0.511	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1
07 西太 CP01	100.0463	5.22%	0.49	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1
07 皖高速 CP01	100.0329	4.67%	0.496	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1
07 玖龙 CP02	100.3042	5.25%	0.573	2007-10-23	4	100	5.9%	A-1
07 京投 CP02	100.177	4.43%	0.572	2007-10-24	20	100	4.8%	A-1
07 中核 CP01	100	4.58%	0.570	2007-11-6	20	100	4.6%	A-1
07 凤凰 CP02	100.3128	6.10%	0.586	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%	0.592	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1
07 南钢 CP01	93.6644	6.84%	0.781	2007-11-23	8	93.98	6.41%	A-1
07 京国资 CP01	100.75	4.79%	0.789	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1
08 南钢 CP01	93.7654	6.68%	0.791	2008-1-24	9	94.07	6.304%	A-1
08 赣出版 CP01	100.3685	5.75%	0.781	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1
08 皖能 CP01	100.4288	5.64%	0.797	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1
08 中高新 CP01	100.6158	5.51%	0.86	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1
08 陕重汽 CP01	100.4402	5.50%	0.814	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1
08 陕重汽 CP02	100.5181	5.51%	0.94	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1
08 京机电 CP01	94.9699	5.24%	0.912	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1
08 闽太电 CP01	100	6.97%	0.992	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1
08 顺鑫 CP01	100.448	6.31%	0.737	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1
08 顺鑫 CP02	100.6007	6.31%	0.997	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1

## 数据简报

(2008年4月18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%	4.11%	4.86%
2年	3.50%	4.39%	5.14%
3年	3.57%	4.60%	5.25%
5年	3.71%	4.70%	5.29%
7年	3.88%	4.75%	5.42%
10年	4.01%	4.83%	5.46%
15年	4.14%	5.00%	5.71%
20年	4.22%	5.04%	5.75%
5 - 1年	0.53%	0.59%	0.44%
10 - 1年	0.82%	0.72%	0.60%
20 - 1年	1.04%	0.93%	0.89%

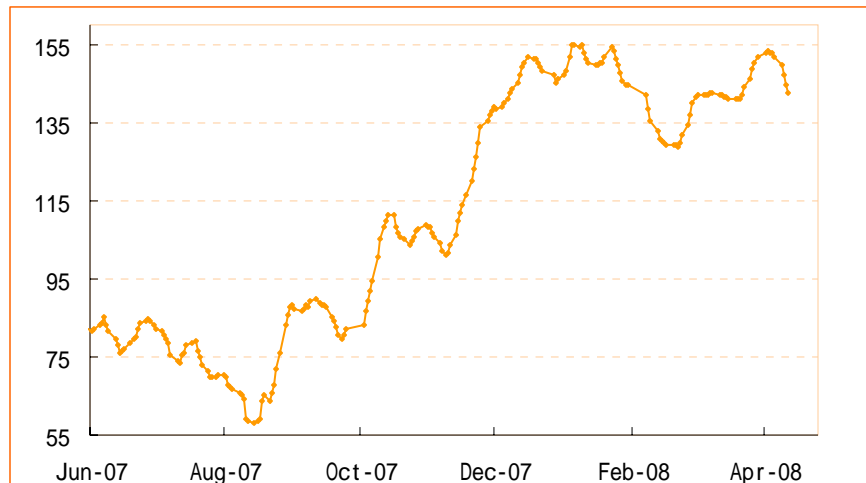
### 二、人民币债券发行明细

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 43	1	08-4-15	96.10	4.0583%	670	-
	08 央票 44	3	08-4-17	100	4.56%	660	-
	08 央票 45	0.25	08-4-17	99.16	3.3978%	420	-
	08 年凭证式二期国债(5)	5	08-4-15	100	6.34%	80	-
	08 年凭证式二期国债(3)	3	08-4-15	100	5.74%	320	-
金融债	08 国开 07	10	08-4-16	100	4.8%	233.9	-
	08 农发 08	7	08-4-18	100	4.73%	118.1	-

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
短融	08 运制版 CP01	1	08-4-10	100	7.01%	6	A+
	08 皖交投 CP01	1	08-4-10	100	5.99%	5	AA-
	08 闽太电 CP01	1	08-4-10	100	6.97%	3	A+
	08 顺鑫 CP01	0.74	08-4-16	100	6.90%	3	A+
	08 顺鑫 CP02	1	08-4-16	100	6.95%	3	A+

## 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17日)



日期	08-4-11	08-4-14	08-4-15	08-4-16	08-4-17
招银短期融资券综合信用利差指数	149.75	147	144.88	142.8	141.8

### 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17日)



日期	08-4-11	08-4-14	08-4-15	08-4-16	08-4-17
招银人民币贸易加权汇率指数	111.9644	112.1321	112.4533	112.1776	112.6128

### 编制说明：

1、为了监测人民币兑国际主要货币的涨跌情况，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。