

## 一、市况回顾

### 1、公开市场

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

上周央行因假期因素净回笼资金 580 亿元，票据及回购到期释放资金 800 亿元，央票发行 920 亿元，同时央行进行正回购操作 460 亿。

一年期央票、三个月央票、三年期分别为 330 亿、160 亿元和 430 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

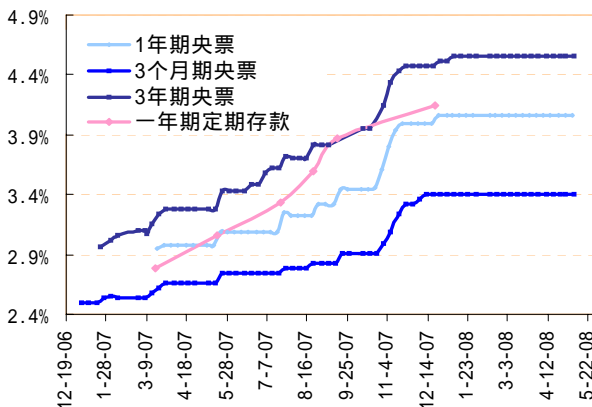


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

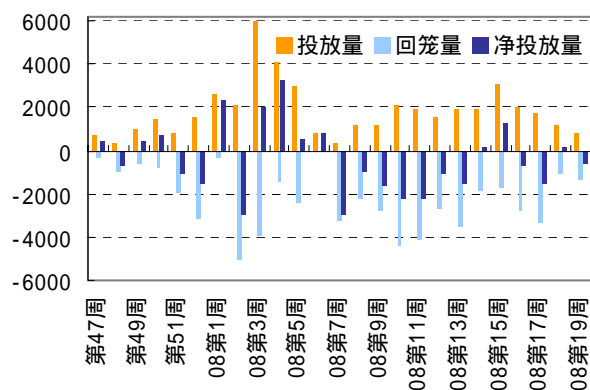
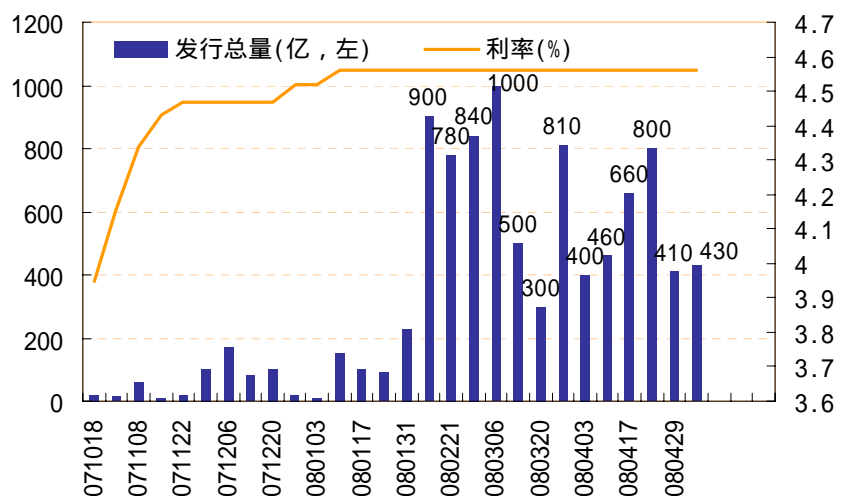


图3：近期三年期央票发行利率与规模



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：

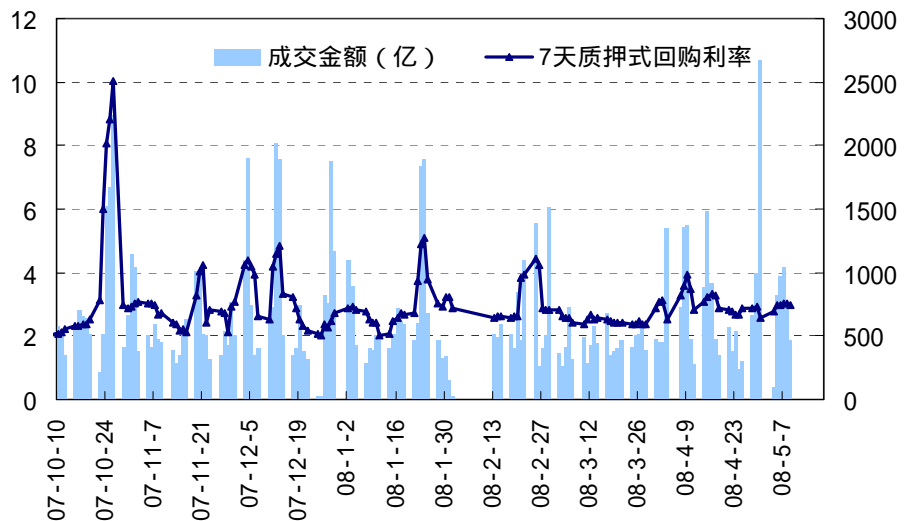
日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)

2008-5-6	28 天	370	3.2%	0
2008-5-8	28 天	90	3.2%	0

## 2、货币市场

上周货币市场资金利率先扬后抑。7 天质押式回购利率周末收在 2.96%，较上周末上升 37BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.68%，与上周 2.53%相比上涨 15BP。债券质押式回购成交累计 9390 亿元，与上周相比增加 11%。预计下周货币市场利率将保持平稳。

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，上周发行一期国债，规模为 280 亿元。

上周财政部发行 30 年期第六期固息国债，发行规模为 280 亿元，中标利率为 4.5%，边际中标利率高达 4.70%，大大高于先前市场普遍预期的 4.35%，超额认购倍数为 1.06 倍，显示市场需求偏淡。该期国债中标利率走高不应归因于短期资金面因素，应是超常期限需求主体的保险机构配置需求较低造成的。

上周发行一期金融债，规模为 143.9 亿元。上周农发行发行一期三年期第九期金融债，计划发行 100 亿元，追加发行 43.9 亿元，中标利率为 4.58%，略低于市场预期，认购倍数达到 3.48 倍。该

期金融债发行情况迥异于 30 年期国债发行，市场需求较为旺盛。

二级市场方面，受新发债收益率走高影响，债市上周明显下跌。银行间债券总指数收于 118.21，较前一周周末收盘指数下跌 0.33 点。全周现券成交 5697 亿元，与上周相比增加 2%。

图5：银行间债券总指数

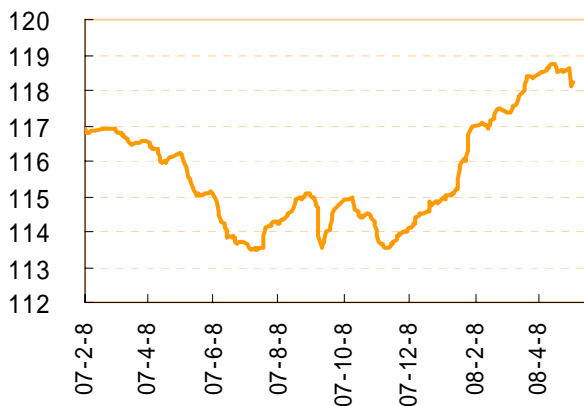


图6：1年期与5年期国债参考收益率

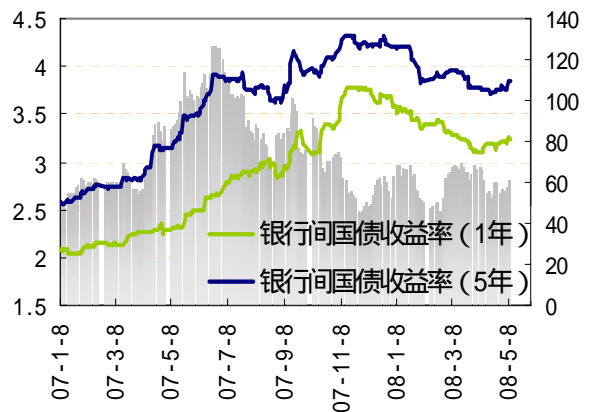


图7：中债收益率曲线 - 国债

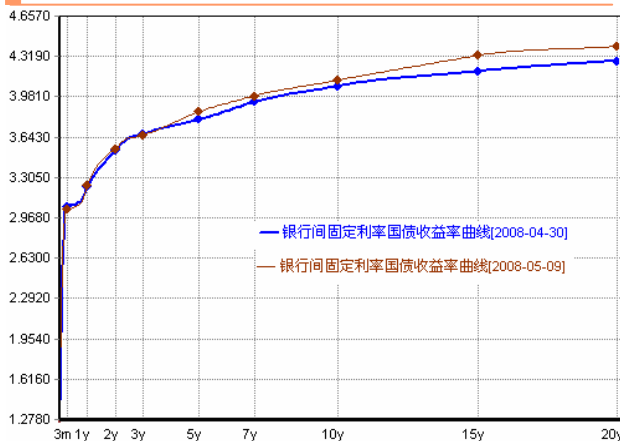
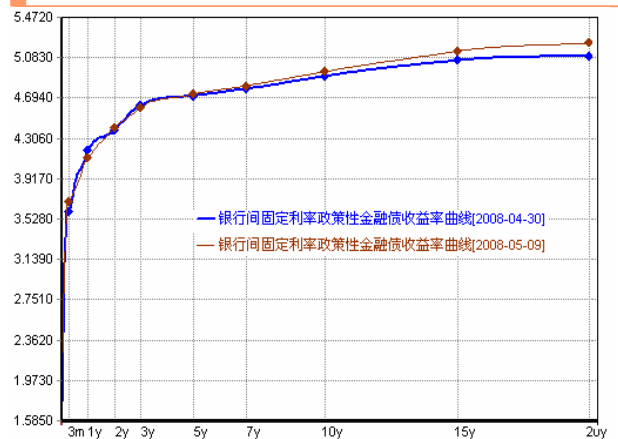


图8：中债收益率曲线 - 金融债



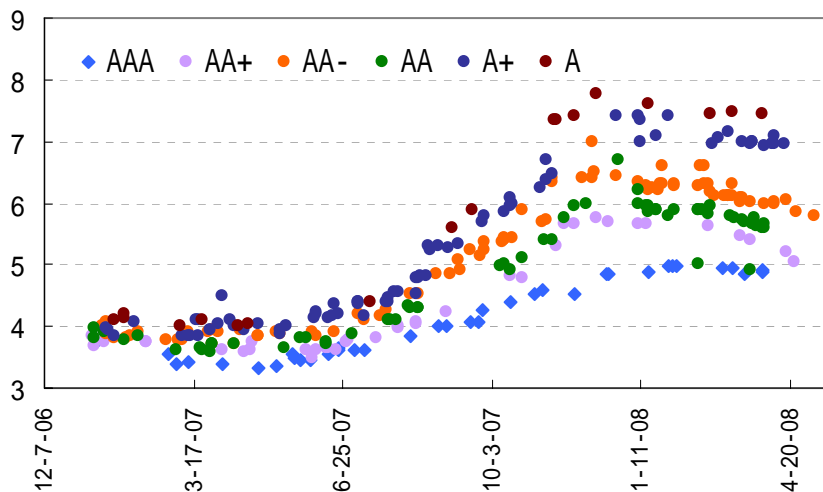
从收益率曲线来看，30 年期国债中标利率跳升促使国债收益率曲线整体上移，尤其是中远端。1-10 年的中短端基本上移 2-6BP，15-30 年期的远端上升 12 - 14 个 BP。金融债收益率曲线陡峭化变动，短端受到新债发行影响而下降，但中长端上移，3 年期下降 6 BP，5-10 年的中段上升 2 - 4 BP，而 15 年以上收益率曲线远端上升 9-14 个 BP。

#### 4、信用市场

一级市场方面，上周发行一期短期融资券（4 亿元）、三期中期票据（98 亿元）和一期企业债（40 亿元）。

短融方面，一级市场发行收益率较前期有所下降，安徽省交通投资集团公司发行第二期短期融资券，主体信用评级为 AA-，发行收益率为 5.8%。

图9：今年以来短融发行利率



中期票据方面，华能集团、中国电力投资集团公司和华电集团分别发行 28 亿、50 亿和 20 亿中期票据，三期中期票据期限均为三年期，三家公司主体信用评级均为 AAA 级，三期中期票据的票面利率均为 5.30%。

企业债方面，华能国际股份有限公司发行 40 亿元十年期企业债，其主体信用评级为 AAA，票面利率为 5.20%，该期企业债由华能国际电力开发公司提供担保。

二级市场方面，企业债收益率曲线陡峭化变动，中远端明显上升，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.56% 和 5.80%，分别较上周上升 4BP 和 9BP。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 4.61%、5.42% 和 6.20%，分别较前一周末上升 1BP、1BP 和 1BP。

图10：短融二级市场收益率

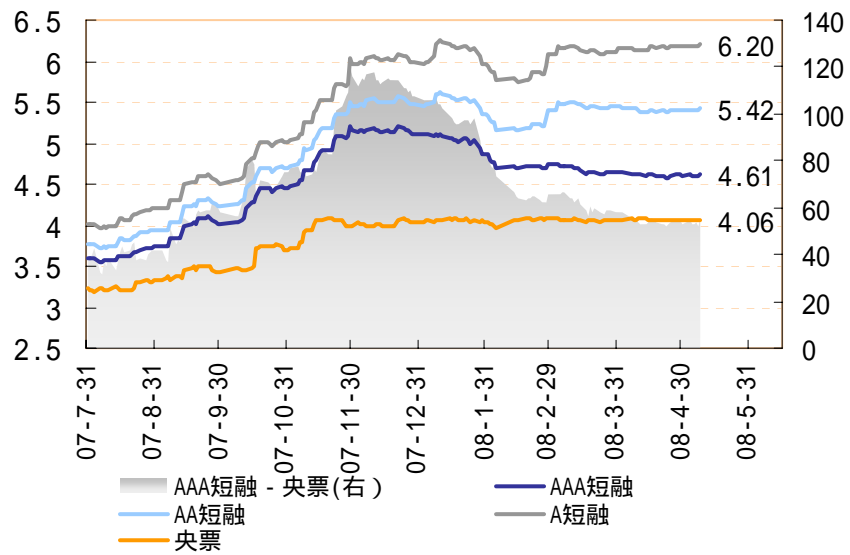
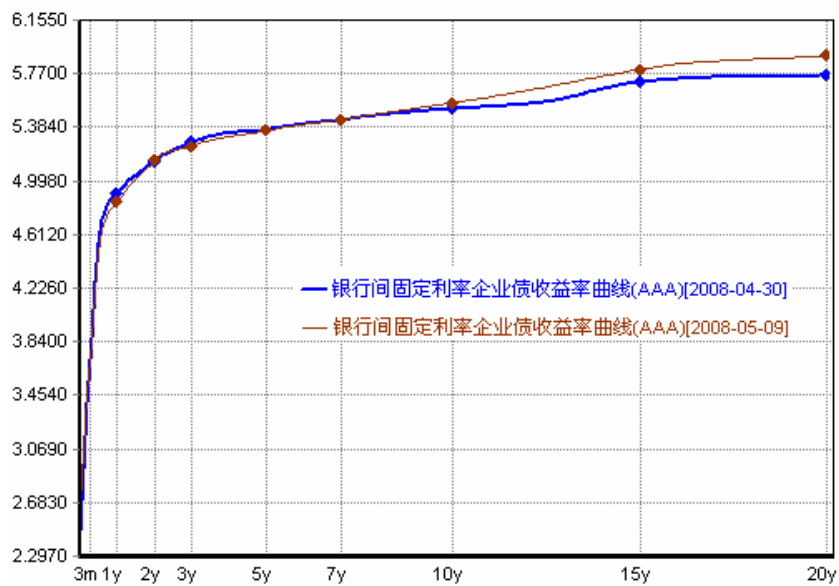


图10：银行间债市企业债收益率曲线（AAA）



## 二、中国经济分析

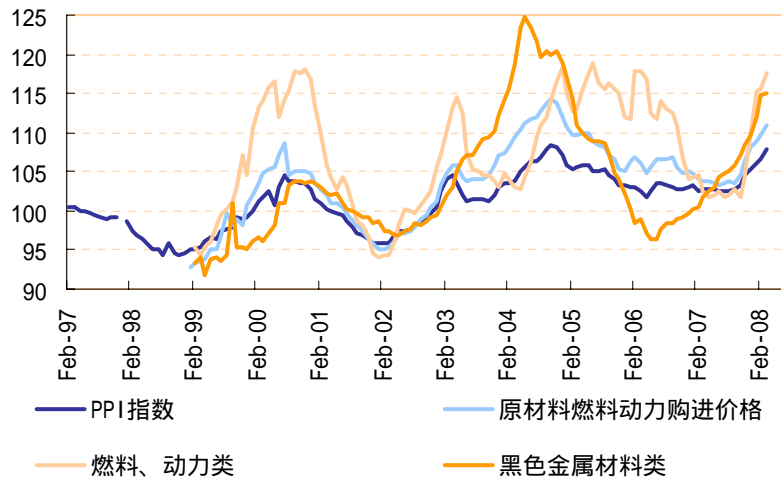
### 1、4月份PPI同比上涨8.1%，RPI同比上涨11.8%

国家统计局上周公布，今年4月份我国工业品出厂价格（PPI）同比上涨8.1%，连续第4个月创3年来新高，此前1、2、3月份PPI分别上涨了6.1%、6.6%、8.0%。至此，1-4月份累计工业品出厂价格同比上涨7.2%，原材料、燃料、动力购进价格上涨10.3%。

数据显示，4月份我国原材料、燃料、动力购进价格上涨

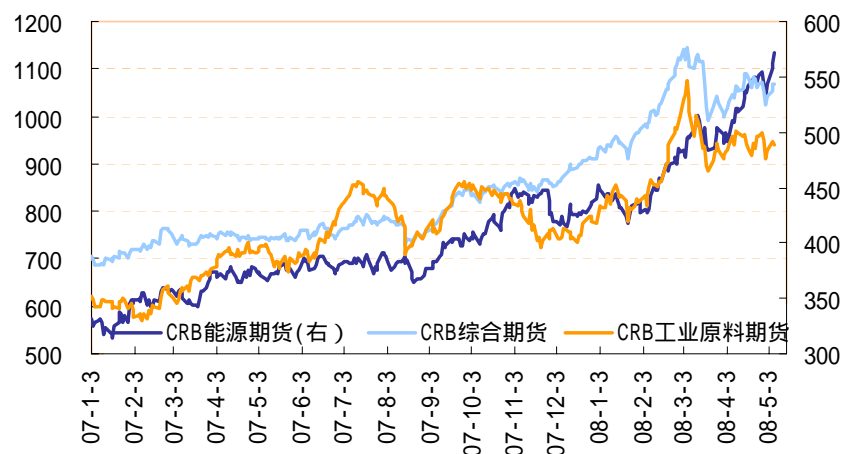
11.8%，比3月份加快了0.8个百分点，其中，燃料动力类、黑色金属材料类、有色金属类和化工原料类购进价格同比分别上涨21.2%、20.8%、6.1%和4.2%。

图17：PPI与RPI



4月份PPI保持快速上升主要体现在采掘工业、原料工业和食品类工业的出厂价格上，分别上涨了27.2%、10.4%、11.9%。从主要产品看，4月份原油出厂价格同比上涨37.9%，与上月涨幅持平；成品油中的汽油、柴油和煤油出厂价格则分别上涨10.8%、10.2%和11.7%。

图19：CRB能源期货与工业原料期货指数

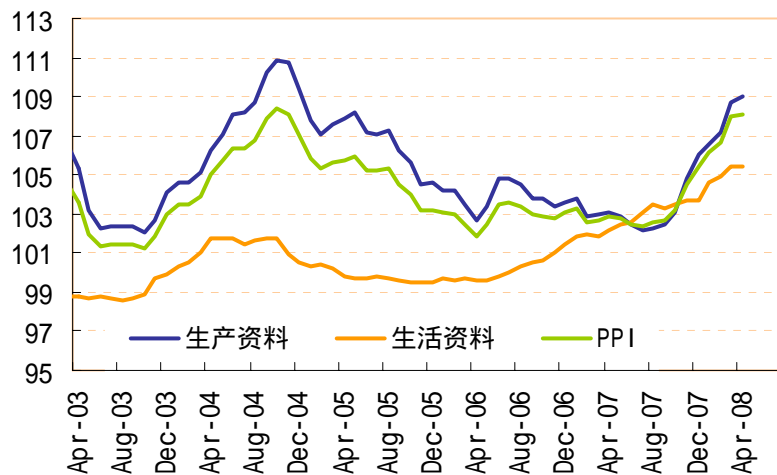


4月份出厂价格增幅较高但有所回落的产品包括了煤炭开采和洗选业，出厂价格同比上涨20.9%，回落了5.1个百分点。其中原煤出厂价格上涨20.9%，涨幅回落高达6.5个百分点；

有色金属冶炼及压延加工业出厂价格也由3月份的上涨10%回落至上涨4.7%。

最突出的还是黑色金属冶炼及压延加工业，其出厂价格同比上涨24.8%，比3月份涨幅提高了3.6个百分点，其中，4月份普通大型钢材较上年同期上涨29.3%，快于3月份的24.3%；普通中型钢材上涨41.1%，快于3月份的35.5%；普通小型钢材上涨34.6%，快于3月份的33.6%；中厚钢板价格上涨24.9%，快于3月份的22.2%。

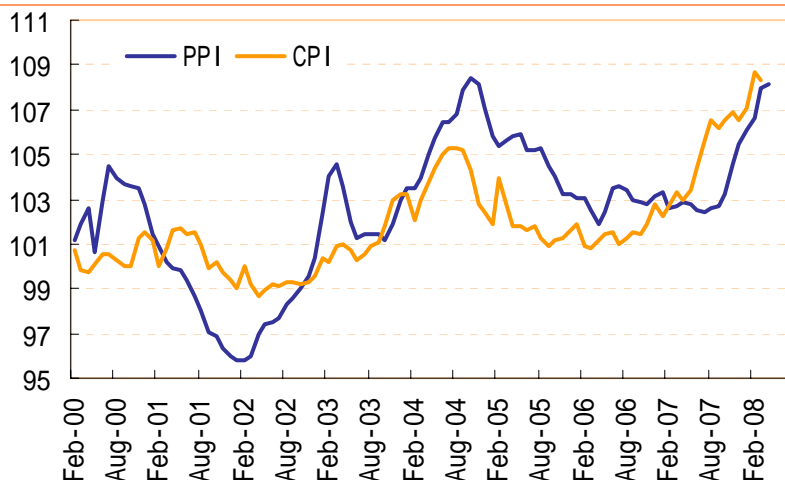
图19：PPI结构：生产资料与生活资料



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%，四月份则分别上涨8.1%和11.8%，上涨态势仍未见缓和。同时，四月份PPI的上涨继续呈现出上游向下游扩散传导的重要特征，RRI(原材料燃料动力类指数)上涨继续快于PPI的上涨。

应该看到，本轮PPI的上涨有其国际背景。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，相应地，天然气煤炭等也存在跟随涨价的可能。受大量资金进入商品市场寻求保值的影响，也使全球能源与金属市场持续走高或维持高位，目前涨价预期也较为强烈。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19：PPI与CPI



总体看，我国工业品价格仍在加速上涨，并将向 CPI 传导，尽管四月份食品价格涨幅有所回落，但是在 PPI 的推动下，CPI 的非食品部分仍将继续高涨，因此 4 月份 CPI 增速仍将维持高位，并将影响后续 CPI 回落的速度和幅度。

### 三、人民币利率预测

目前看通胀压力成为中期问题，难以在短期内回落，不管是 CPI 还是 PPI 的上涨都有其全球通胀的背景。在上游原材料和资源涨价以及外需放缓的背景下，经济增速放缓的风险在增加。目前的通胀难以单纯依靠国内紧缩货币政策予以有效遏制，货币政策方面将仍以采取行政手段和数量型工具为主，在央票利率的牵制下，国债与金融债可能将维持盘整格局。建议关注信用状况较好的信用产品（尤其是中期票据）的投资价值，并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5月9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	96.6288	3.65%	0.038	2007-5-24	30	96.64	-	A-1
07 苏交通 CP02	96.4876	3.75%	0.068	2007-5-31	25	96.5	-	A-1
07 京投 CP01	99.8733	4.57%	0.144	2007-6-29	20	100	3.78%	A-1
07 华新 CP01	99.8413	4.37%	0.153	2007-7-5	5	100	4.59%	A-1
07 金隆 CP01	98.7959	7.13%	0.208	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1
07 苏交通 CP03	95.9588	4.57%	0.264	2007-8-13	25	96.11	-	A-1
07 凤凰 CP01	96.0043	4.33%	0.262	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1
07 海航 CP01	99.8795	4.87%	0.268	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1
07 玖龙 CP01	99.95	5.29%	0.361	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1
07 西太 CP01	99.9714	5.38%	0.429	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1
07 皖高速 CP01	100.0457	5.22%	0.434	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1
07 玖龙 CP02	100.0329	4.67%	0.456	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1
07 京投 CP02	100.3042	5.25%	0.459	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1
07 中核 CP01	97.7136	9.33%	0.495	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1
07 凤凰 CP02	100.0727	6.43%	0.505	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1
07 淮矿 CP02	100.3128	6.10%	0.511	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1
07 海航 CP02	100.6126	5.07%	0.514	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1
07 南钢 CP01	100.7254	5.06%	0.545	2007-11-23	8	93.98	-	A-1
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.577	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1
08 南钢 CP01	94.7408	5.23%	0.713	2008-1-24	9	94.07	-	A-1
08 赣出版 CP01	93.7654	6.68%	0.715	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1
08 皖能 CP01	100.8532	5.00%	0.735	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.791	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1
08 陕重汽 CP02	100	6.07%	0.836	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1
08 陕重汽 CP01	100	6.04%	0.804	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1
08 京机电 CP01	100.5181	5.51%	0.848	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1
08 闽太电 CP01	100.4959	6.41%	0.921	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1
08 顺鑫 CP01	100.2284	6.60%	0.915	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1
08 顺鑫 CP02	100.4213	6.34%	0.937	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1

## 数据简报

(2008年5月9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	3.25%	4.12%	4.85%
2年	3.55%	4.41%	5.14%
3年	3.66%	4.60%	5.25%
5年	3.85%	4.73%	5.36%
7年	3.99%	4.81%	5.44%
10年	4.12%	4.95%	5.56%
15年	4.33%	5.15%	5.80%
20年	4.40%	5.23%	5.90%
5 - 1年	0.61%	0.61%	0.51%
10 - 1年	0.88%	0.83%	0.71%
20 - 1年	1.16%	1.10%	1.05%

### 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 52	1	08-5-6	96.10	4.0583%	330	-
	08 央票 53	3	08-5-8	100	4.56%	430	-
	08 央票 54	0.25	08-5-8	99.16	3.3978%	160	-
国债	08 国债 06	30	08-5-8	100	4.50%	280	-
金融债	08 农发 09	3	08-5-9	100	4.58%	143.9	-
短融	08 皖交投 CP02	1	08-5-6	100	5.8%	4	
中期票据	08 华能 MTN1	3	08-5-5	100	5.30%	28	AAA
	08 中电投 MINI1	3	08-5-6	100	5.30%	50	AAA
	08 华电 MTN1	3	08-5-7	100	5.30%	20	AAA
企业债	08 华能债	10	08-5-8	100	5.20%	40	AAA

## 招银短期融资券综合信用利差指数

(2006年10月3日-2008年5月7日)



日期	08-4-30	08-5-4	08-5-5	08-5-6	08-5-7
招银短期融券综合信用利差指数	140.5	140	139.76	139.2	137.9

### 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5月7日)



日期	08-4-30	08-5-4	08-5-5	08-5-6	08-5-7
招银人民币贸易加权汇率指数	113.0727	113.4127	113.3825	113.8131	113.0727

### 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。