

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

## 一、市况回顾

### 1、公开市场

上周央行净投放资金 540 亿元，票据及回购到期释放资金 840 亿元，央票发行 240 亿元，同时央行进行正回购操作 40 亿。

鉴于前一周货币市场资金紧张局面，本周商业银行将上缴存款准备金，故央行未在公开市场上回笼资金，央票发行继续缩量，三年期央票仅象征性发行 10 亿元，全周正回购操作也仅为 40 亿。

一年期央票、三个月央票、三年期分别为 90 亿、160 亿元和 10 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

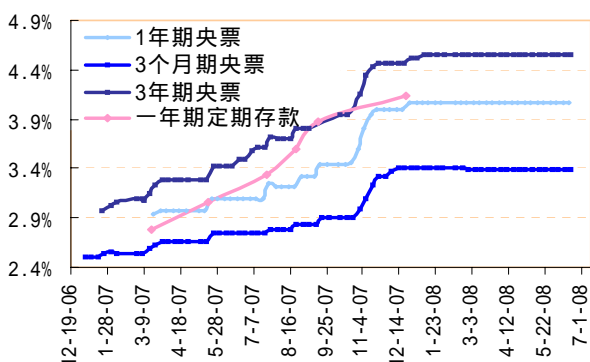


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

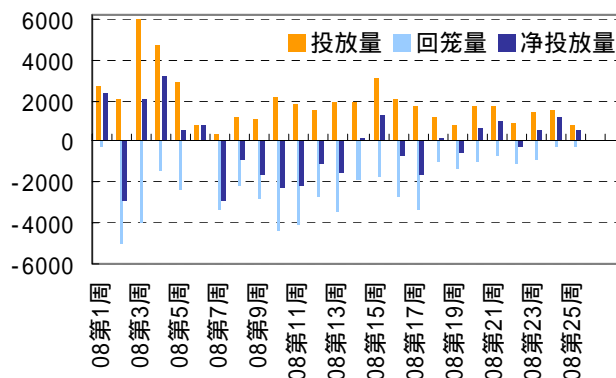
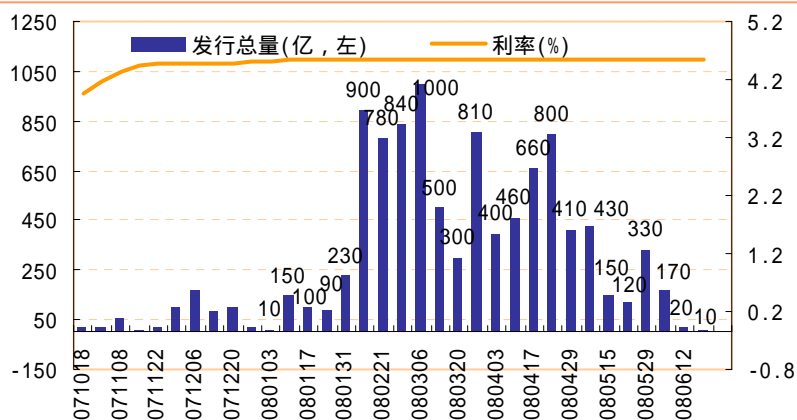


图3：近期三年期央票发行利率与规模



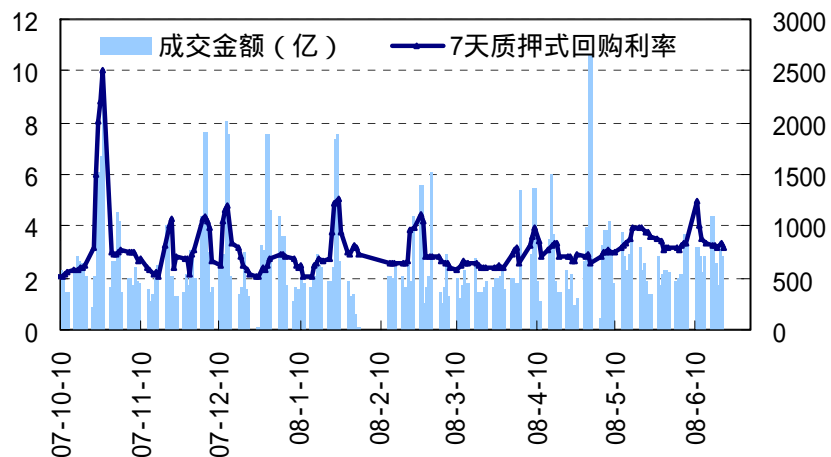
上周央行正回购利率持平与前期水平，其正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-6-17	28 天	40	3.2%	0

## 2、货币市场

上周货币市场利率有所回落，7 天质押式回购利率周末收在 3.15%，较上周末下降 19BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.86%，与上周相比下跌 75BP。债券质押式回购成交累计 1.14 万亿元，与上周相比增加 38%。

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（266.5 亿元）。

上周财政部发行 2008 年十年期第十期固定利率国债，计划发行 260 亿元，追加发行 6.5 亿元，中标利率 4.41%，超额认购倍数仅为 1.32 倍。该期债券为关键年期国债，备受关注，收益率的走高显示了投资者在高通胀下的加息预期。

上周无新发金融债。

二级市场方面，受新发国债收益率走高影响，债市出现下跌，银行间债券总指数收于 117.46，较前一周周末收盘指数大幅下跌 0.27 点。全周现券成交 7560.7 亿元，与上周相比增加 64%。

图5：银行间债券总指数

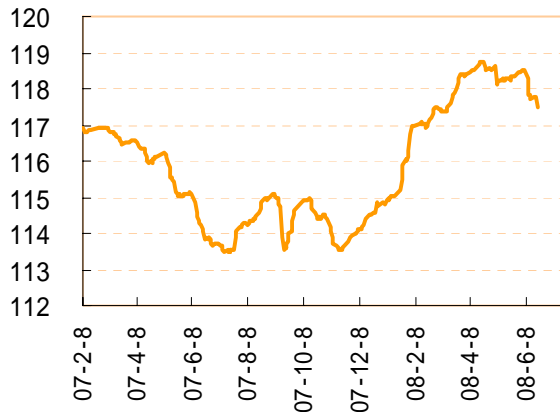


图6：1年期与5年期国债参考收益率

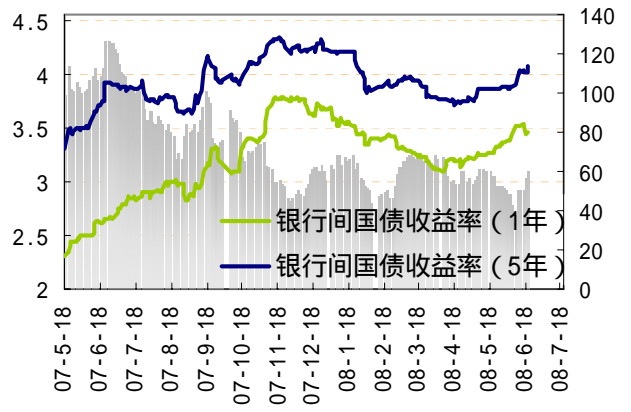


图7：中债收益率曲线 - 国债

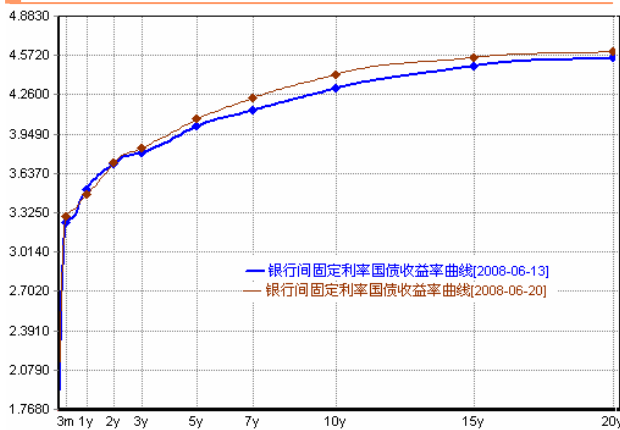
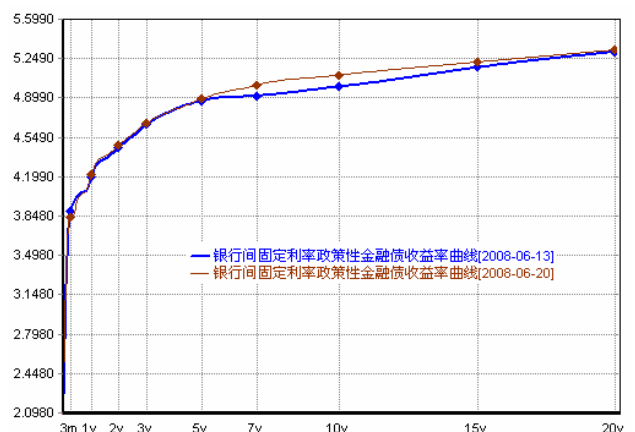


图8：中债收益率曲线 - 金融债



从收益率曲线来看，受新发债收益率走高影响，国债收益率曲线陡峭化变动，中段上升显著，2-5年的短端上移1-5BP，7-10年的中段上移10-11BP，15-20年的长端上升5-7BP。金融债收益率曲线走势类似于国债，1-5年期短端上升2BP，7-10年的中段上升10BP，15-20年期的远端上升2-5BP。

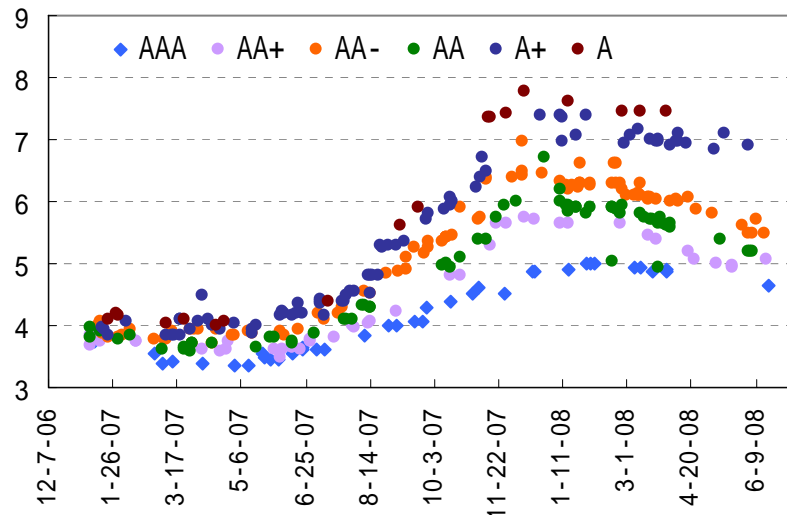
#### 4、信用市场

一级市场方面，上周发行三期短期融资券（120亿元）、四期中期票据（85亿元）和一期企业债（6亿元）。

短融方面，主体信用评级为AAA的铁道部短融发行收益率为4.65%，这是铁道部首次通过银行间债券市场债券发行系统公开招标发行短期融资券，中标利率为此次招标利率区间的下限，认

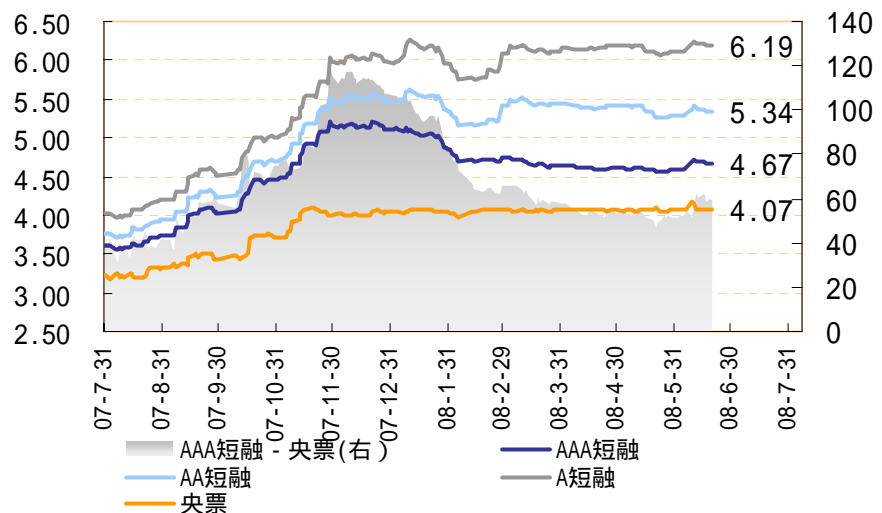
购倍数达到 40.7 倍。自四月初以来，AAA 评级的短融供给就出现断档，所以该期短融受到热情追捧。主体信用评级为 AA- 的广西柳州钢铁集团发行收益率为 5.5%，主体信用评级为 AA+ 的杭州市城市建设投资集团短融发行收益率为 5.05%。

图9：今年以来短融发行利率



中期票据方面，上周共计三家公司发行中期票据，仍集中于 AAA 级主体信用的公司。上海国际港务(集团)股份公司同时发行三年期和五年期中期票据，均为 15 亿元；中国海运(集团)总公司发行 25 亿元三年期中期票据；中国铝业公司发行 30 亿元五年期中期票据。中期票据收益率继续持平于前期水平，三年期和五年期分别为 5.3% 和 5.5%。

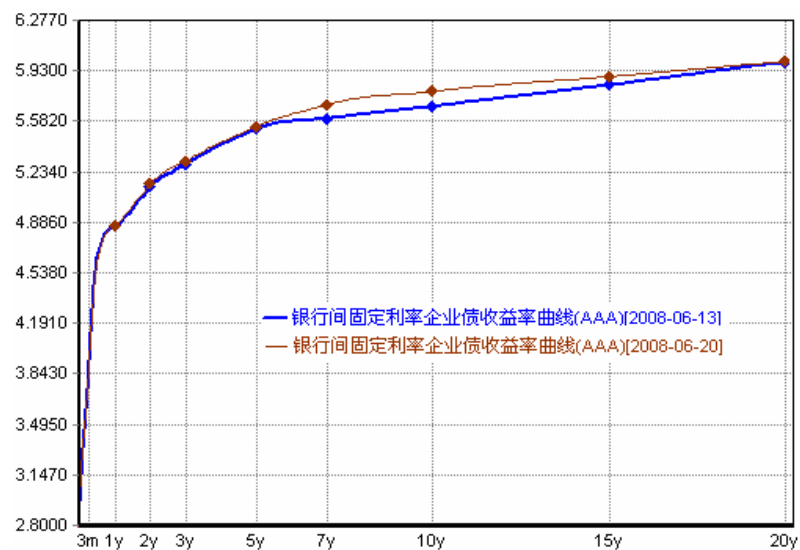
图10：短融二级市场收益率



企业债方面，主体信用评级为 AA - 的鲁能集团公司发行 6 亿元 15 年期企业债，该期企业债的担保方为山东电力集团公司，票面利率为 6.20%。

二级市场方面，企业债收益率曲线整体上移，7-15 年期中段上升最为显著，上升 6-10BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.79% 和 5.89%，较上周分别上升 9BP 和 10BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.15% 和 5.46%，较上周上升 2BP 和 3BP。二级市场短融收益率有所上升，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 4.67%、5.34% 和 6.19%，分别较前一周未下降 2BP、3BP 和 2BP。

图11：银行间债市企业债收益率曲线（AAA）



## 二、中国经济分析

### 1、1-5 月全国城镇固定资产投资同比增长 25.6%

1-5 月，城镇固定资产投资 40264 亿元，同比增长 25.6%。其中，国有及国有控股投资 16397 亿元，增长 18.0%；房地产开发投资 9519 亿元，增长 31.9%。

从产业看，第一、二、三产业投资分别为 509 亿元、17846 亿元和 21909 亿元，同比分别增长 66.1%、25.6% 和 25.0%。第二产业投资增速回落较为明显。

从施工和新开工项目情况看，截止到5月底，城镇50万元以上施工项目累计168508个，同比增加17369个；施工项目计划总投资206150亿元，同比增长17.6%；新开工项目84368个，同比增加9667个；新开工项目计划总投资27212亿元，同比下降2.5%。

图12：固定资产投资同比增长与结构

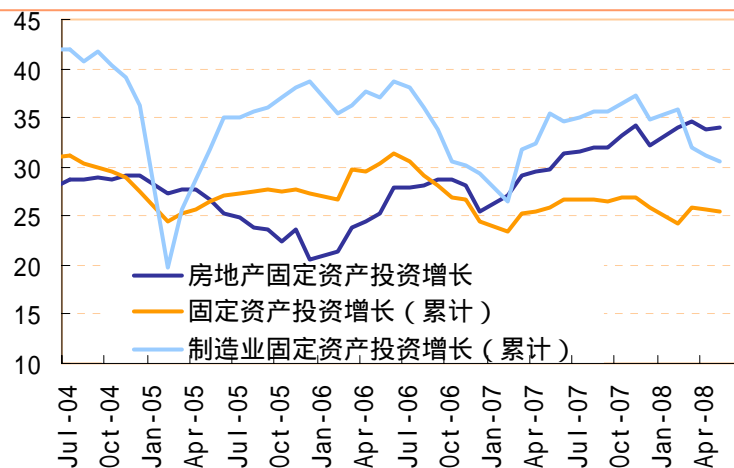
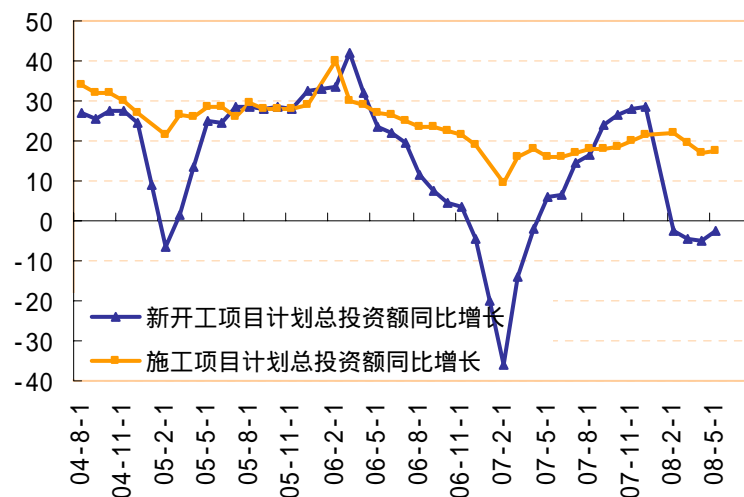


图13：固定资产投资中施工项目与新开工项目计划投资额



五月份的固定投资同比增长25.4%，较4月份的小幅上升因五月份长假的变化而可以忽略不计，考虑到投资品价格的上涨，实际投资增速应为继续小幅减速。值得跟进关注的是，今年以来新开工项目计划总投资额的回落可能会预示后续的投资增速的放缓，但同样值得关注的新因素是四川地震的灾后重建对于投资的影响程度。

从到位资金情况看，城镇投资到位资金 49865 亿元，同比增长 23.7%。其中，国内贷款增长 17.6%，利用外资下降 3.5%，自筹资金增长 29.3%。其中，占比达到 18.2%的投资资金来源于国内贷款，而国内贷款的同比增速为 17.6%，低于投资资金的平均增速，显示信贷从紧的效应显现。另一个值得关注的是外商直接投资和利用外资今年以来连续五个月增长率分别为 -9%和 -3.5%，显示出下降趋势，这又与我国今年以来实际利用外资金额增长 55%不能对应，另一个侧面揭示游资的流入。

1-5月份固定资产投资资金来源

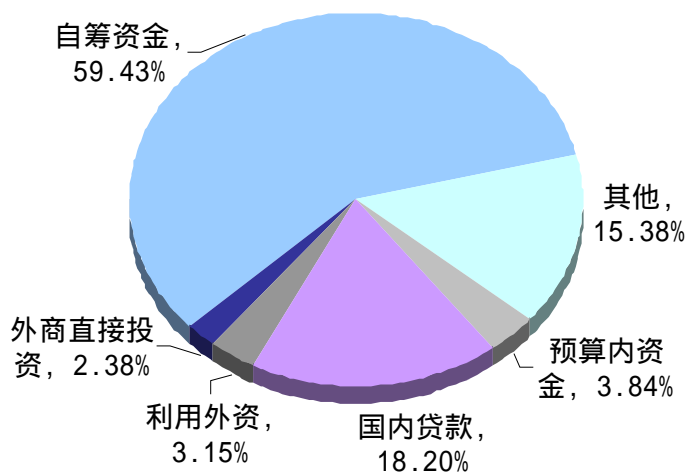
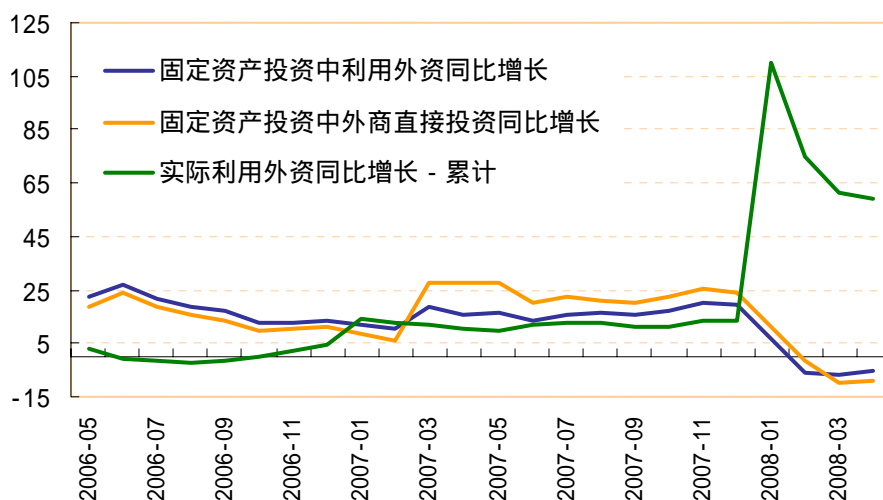


图14：固定资产投资中利用外资与实际利用外资的背离



## 2、 油价电价上调，多项配套措施防连锁反应

周四国家发改委宣布，自6月20日起将汽油、柴油价格每吨提高1000元，航空煤油价格每吨提高1500元；自7月1日起，将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱；液化气、天然气价格不作调整；至今年12月31日，供发电用煤的出矿价不得超6月19日结算价格。汽油和柴油上调后，全国平均零售基准价折合每升约分别提高0.8元和0.92元。

配合成品油价格上调政策，国家财政部发出公告，为确保成品油价格改革顺利实施，有效缓解成品油调价对部分困难群众和社会公益性行业的增支压力，中央财政在成品油价格调整当日紧急拨付补贴资金198亿元，对渔业、林业、城市公交、农村道路客运、城市出租车和种粮农民给予补贴。其中：对渔业、林业、城市公交、农村道路客运、城市出租车五类补贴对象增加补贴资金120亿元；对种粮农民再次增加农资综合直补资金78亿元。

### 3、中美第四次经济战略对话结束

第四次中美战略经济对话18日在美国马里兰州首府安纳波利斯落下帷幕。两国签署了《中美能源环境十年合作框架》，并同意启动双边投资保护协定谈判。根据该文件，中美确定了第一阶段五大合作目标，分别是电力、发电和传输领域的节能合作，提高能效；交通运输领域的提高能效和减低排放；水污染的治理；大气污染的治理；以及森林和湿地等自然资源的保护。此外，两国在金融合作和金融开放方面也取得了许多实质性的进展和成果。根据中美两国发布的联合情况说明，本次战略经济对话在两国金融合作和金融开放方面取得了许多实质性的进展和成果。中方同意，将按照审慎监管原则，允许符合条件的境外公司通过发行股票或存托凭证的形式在中国的交易所上市，同意在今年12月31日之前，完成对外资参股中国证券、期货和基金公司的评估，并根据评估结果提出有关调整外资参与中国证券市场的政策建议。中方还将允许符合条件的外资法人银行发行人民币次级债券。中方同意开展试点，允许非存款类外国金融机构向试点地区零售消费者提供消费金融服务。在QFII投资方面，中方同意，境外保险机构、政府和货币当局、共同基金、养老基金、慈善基金和捐赠基金等QFII及其发起的开放式中国基金的投资本金锁定期从1年以上降低为3个月。

## 三、人民币利率预测

上周的油电价格上调显著推升了通胀预期，年内通胀形势难以乐观，新发十年期国债收益率走高反映了投资者对于加息预期的强化。上周央行行长周小川表示，为了对付可能的通胀加剧局面，央行可能会制定“更有力”的政策，短期内债市仍难言乐观，债市投资仍需审慎，建议关注近期债券市场调整走势。

## 招商银行主承销短期融资券最新市场收益率一览表

(2008年6月20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 京投 CP01	99.9615	4.05%	0.030	2007-6-29	20	100	3.78%	A-1/AAA
07 华新 CP01	100.0051	4.38%	0.038	2007-7-5	5	100	4.59%	A-1/A
07 金隆 CP01	98.7959	7.13%	0.093	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1/A+
07 苏交通 CP03	96.116	3.95%	0.150	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	96.0043	4.33%	0.148	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1/A+
07 海航 CP01	99.9997	4.42%	0.153	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1/AA-
07 玖龙 CP01	99.8612	5.59%	0.246	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1/AA-
07 西太 CP01	99.8915	5.64%	0.315	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.0457	5.22%	0.320	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1/AA+
07 玖龙 CP02	100.2718	5.10%	0.342	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1/AA-
07 京投 CP02	99.82	5.23%	0.344	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	97.7136	9.33%	0.380	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1/AAA
07 凤凰 CP02	100.0727	6.43%	0.391	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1/A+
07 淮矿 CP02	100.2564	4.68%	0.396	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1/AA
07 海航 CP02	100	6.26%	0.399	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1/AA-
07 南钢 CP01	93.7647	6.74%	0.431	2007-11-23	8	93.98	-	A-1/AA-
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.462	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1/AA
08 南钢 CP01	93.6044	7.07%	0.599	2008-1-24	9	94.07	-	A-1/AA-
08 赣出版 CP01	100.2622	5.81%	0.601	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1/AA-
08 皖能 CP01	99.8073	6.48%	0.620	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1/AA-
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.677	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP02	100	6.07%	0.721	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP01	100.5514	5.04%	0.667	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1/AA-
08 京机电 CP01	94.9187	5.23%	0.734	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1/AA
08 闽太电 CP01	100.4959	6.41%	0.808	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1/A+
08 顺鑫 CP01	100.1118	6.71%	0.760	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1/A+
08 顺鑫 CP02	100.2265	6.62%	0.822	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1/A+
08 沈化工 CP01	100	5.39%	0.893	2008-5-12	5	100	5.40%	A-1/AA
08 岱海 CP01	100.3584	5.12%	0.992	2009-6-10	9	100	5.50%	A-1/AA-
08 鲁晨鸣 CP01	100.2846	4.90%	0.997	2009-6-10	7	100	5.20%	A-1/AA

## 数据简报

(2008年6月20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	3.47%	4.22%	4.86%
2年	3.73%	4.48%	5.15%
3年	3.84%	4.68%	5.31%
5年	4.07%	4.89%	5.54%
7年	4.23%	5.01%	5.69%
10年	4.42%	5.10%	5.79%
15年	4.56%	5.22%	5.89%
20年	4.60%	5.33%	6.00%
5 - 1年	0.60%	0.67%	0.68%
10 - 1年	0.95%	0.88%	0.92%
20 - 1年	1.14%	1.11%	1.13%

### 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 67	1	08-6-17	96.10	4.0583%	90	-
	08 央票 68	3	08-6-19	100	4.56%	10	-
	08 央票 69	0.25	08-6-19	99.16	3.3978%	160	-
国债	08 国债 10	10	08-6-20	100	4.41%	266.5	-
短期融资券	08 柳钢 CP02	1	08-6-16	100	5.50%	10	AA-
	08 杭城建 CP02	1	08-6-18	100	5.05%	10	AA+
	08 铁道 CP01	1	08-6-19	100	4.65%	100	AAA
中期票据	08 上海港 MTN1	3	08-6-16	100	5.30%	15	AAA
	08 中海运 MTN1	3	08-6-17	100	5.30%	25	AAA
	08 中铝业 MTN1	5	08-6-17	100	5.50%	30	AAA
	08 上海港 MTN2	3	08-6-19	100	5.30%	15	AAA
企业债	08 鲁能债	15	08-6-18	100	6.20%	6	AAA/AA-

## 招银短期融资券综合信用利差指数

(2006年10月3日-2008年6月19日)



日期	08-6-13	08-6-16	08-6-17	08-6-18	08-6-19
招银短期融资券综合信用利差指数	118.64	118.01	117.8	117.86	118.34

### 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6月19日)



日期	08-6-13	08-6-16	08-6-17	08-6-18	08-6-19
招银人民币贸易 加权汇率指数	115.9485	115.7568	115.7431	115.7826	115.8742

### 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 <CMB CNY IG>，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。