

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 790 亿元，票据及回购到期释放资金 1070 亿元，央票发行 180 亿元，同时央行进行正回购操作 100 亿。

鉴于本周商业银行将继续上缴存款准备金，故央行未在公开市场上回笼资金，央票发行继续缩量，三年期央票仍仅象征性发行 10 亿元。

一年期央票、三个月央票、三年期分别为 50 亿、120 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

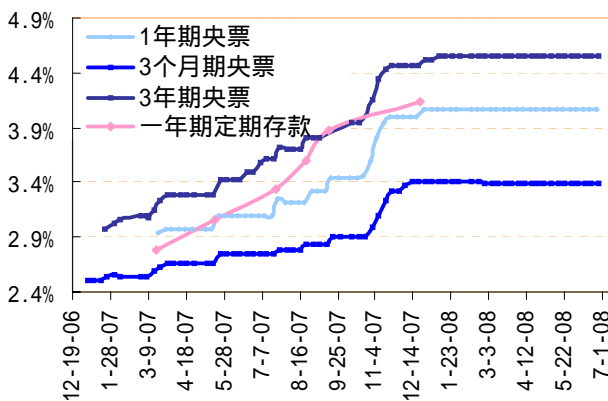


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

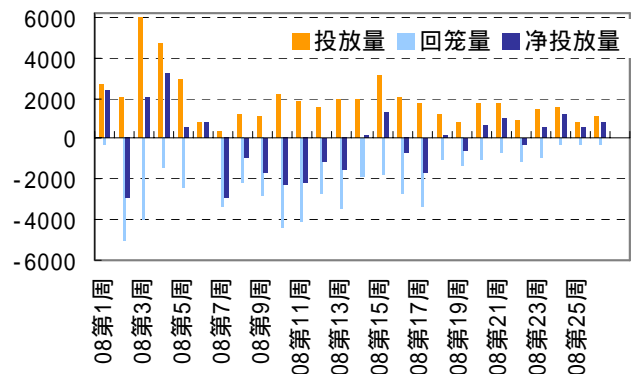
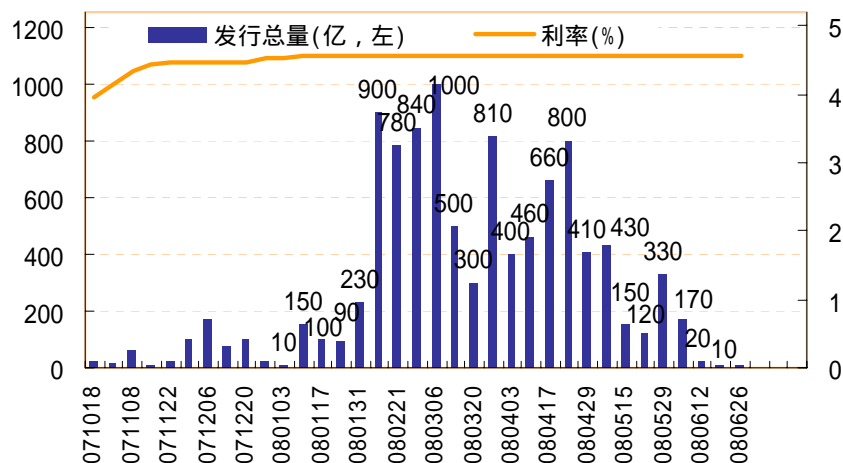


图3：近期三年期央票发行利率与规模



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

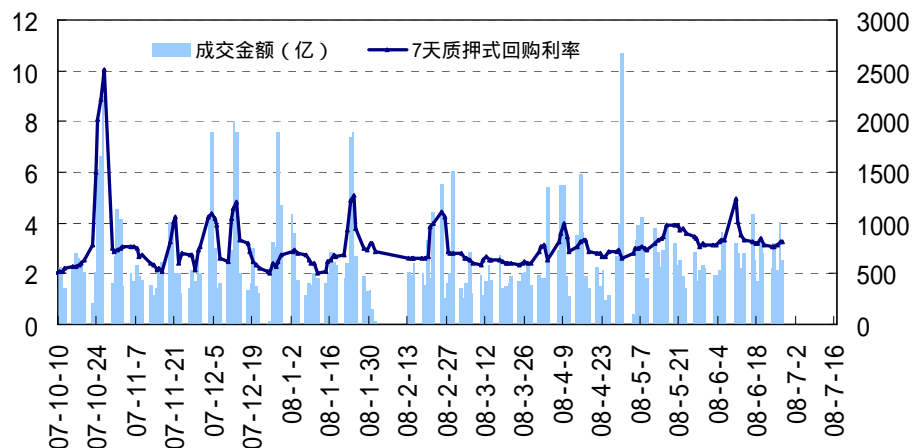
下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-6-24	28 天	50	3.2%	0
2008-6-26	28 天	50	3.2%	0

2、货币市场

上周货币市场利率相对平稳，7 天质押式回购利率周末收在 3.26%，较上周末上升 10BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.93%，与上周相比上涨 7BP。债券质押式回购成交累计 1.09 万亿元，与上周相比减少 4%。

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，上周无新发国债。

上周有一期金融债发行。

中国进出口银行发行第四期九个月期贴现债，计划发行 150 亿元，但是并未招满，实际发行 109.1 亿元，中标价格为 97.02 元，对应收益率为 4.0916%，较二级市场收益率略高，招标结果显示需求不旺且机构投资审慎。

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 116.82，较前一周周末收盘指数大

幅下跌 0.64 点。全周现券成交 6329.52 亿元,与上周相比减少 16.28%。

图5：银行间债券总指数

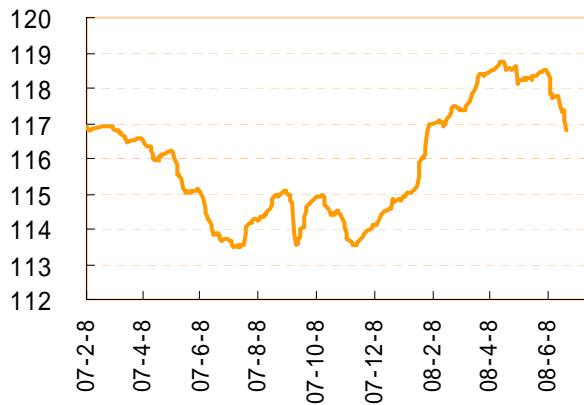


图6：1年期与5年期国债参考收益率

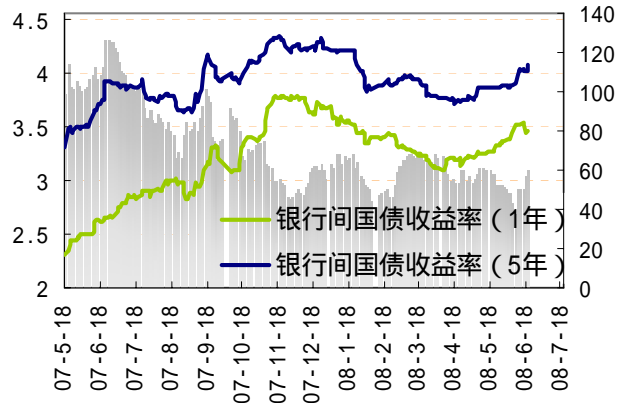


图7：中债收益率曲线 - 国债

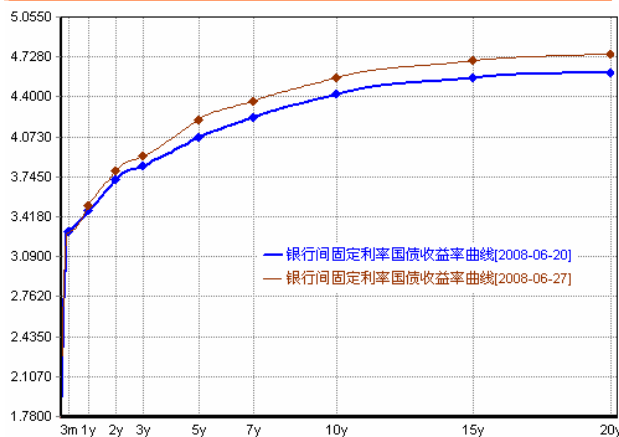
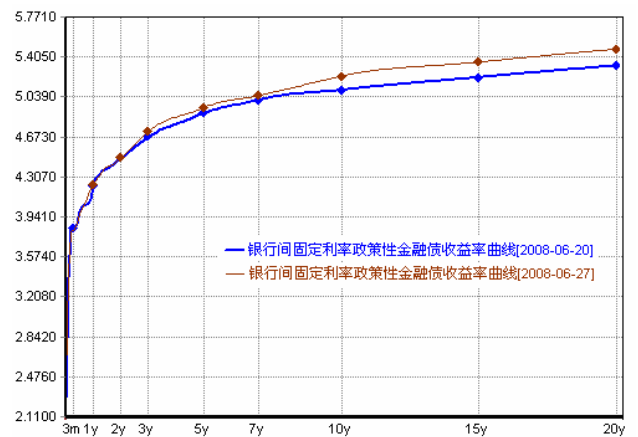


图8：中债收益率曲线 - 金融债



从收益率曲线来看，国债收益率曲线继续陡峭化变动，中远端继续显著上升，1-3年的短端上移 4-8BP，5-20年的中段上移 13-15BP。金融债收益率曲线走势类似于国债，1-7年期中短端上升 1-5BP，10-20年的远端上升 13-15BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行五期短期融资券（62 亿元）

短融方面，主体信用评级为 AA+ 的江苏省国信资产管理集团公司短融发行收益率为 5.04%；主体信用评级为 AA 的阳泉煤业（集团）公司和内蒙古包钢钢联股份有限公司发行收益率分别为

5.23%和 5.22% ;主体信用评级为 AA - 的云南铜业股份有限公司和新希望集团有限公司发行收益率分别为 5.50%和 5.80%。

图9：今年以来短融发行利率

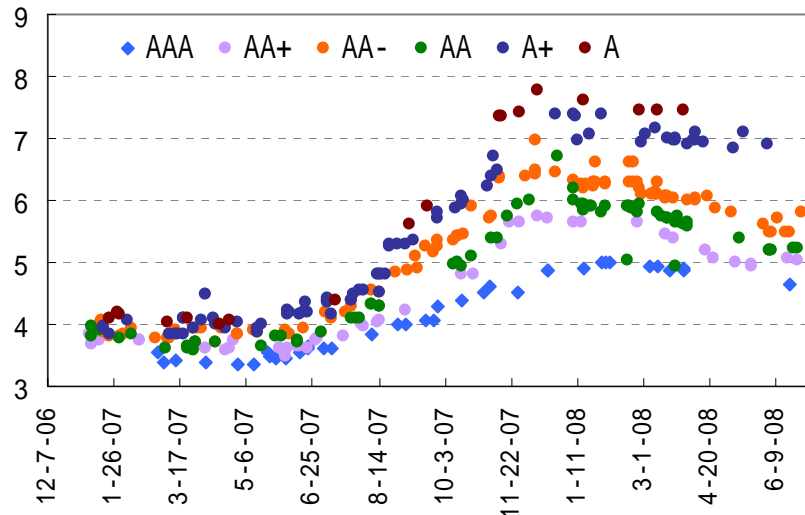
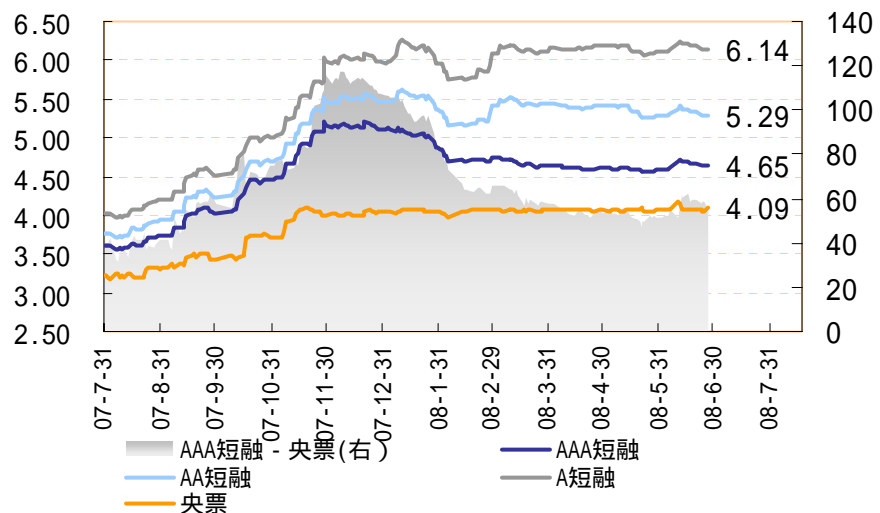


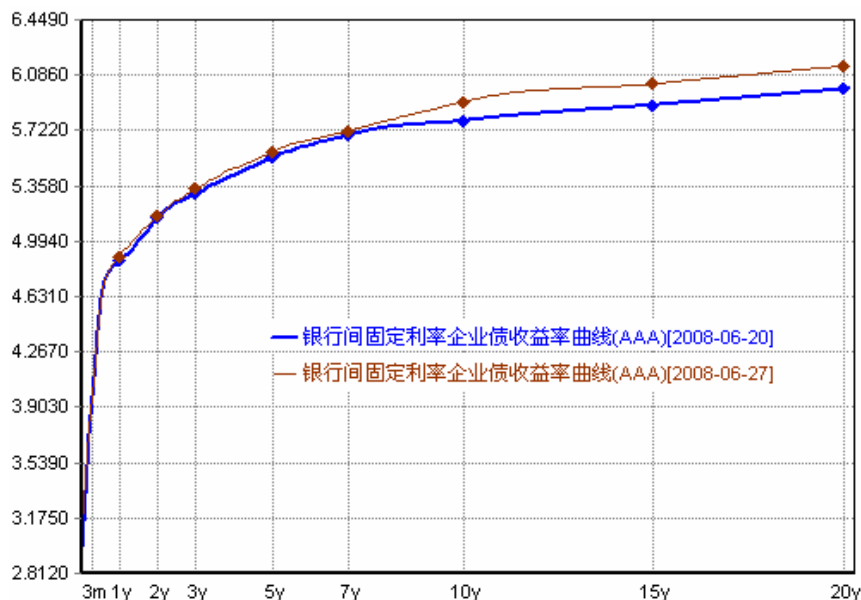
图10：短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债收益率曲线陡峭化变动，远端显著上升，1-7 年期的中短端上升 1-4BP，10-20 年期远段上升 12-15BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.91%和 6.03 %，较上周分别上升 12BP 和 14BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.19%和 5.45%，较上周上升 4BP 和下降 1BP。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 4.65%、5.29%和 6.14%，分别较前一周末下降 2BP、5BP

和 5BP。

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 月工业企业实现利润增长 20.9%

国家统计局 27 日公布，1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润 10944 亿元，同比增长 20.9%。

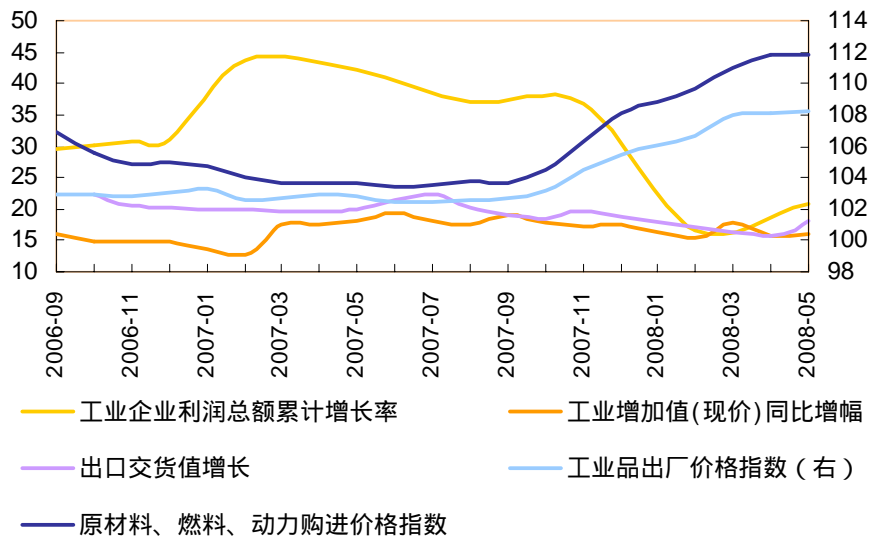
在 39 个工业大类中，石油和天然气开采业利润同比增长 54.3%，煤炭行业增长 97.8%，钢铁行业增长 25.6%，化工行业增长 26.0%，有色金属冶炼及压延加工业增长 3.9%，建材行业增长 50.9%，专用设备制造业增长 25.9%，交通运输设备制造业增长 46.3%，电子通信设备制造业增长 36.5%，电力行业利润下降 74.0%，化纤行业利润下降 26.8%，石油加工及炼焦业由去年同期盈利 352 亿元转为净亏损 443 亿元。

前 5 个月，规模以上工业企业税金总额 7889 亿元，同比增长 26.4%；规模以上工业实现主营业务收入 183768 亿元，同比增长 29.3%。

前五个月规模以上工业企业利润同比增长 20.9%，增速略有反弹。但前五个月规模以上工业企业的主营业务收入同比增长 29.3%，而同期利润同比增长 20.9%；显示工业企业的净利率受

到成本上升的压缩。同时，工业品出厂价格同比上涨 8.2%，而原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 11.9%，也同样反映了上游原材料涨价对于下游盈利构成的压力。

图12：固定资产投资同比增长与结构



行政性价格管制也造成了利润的行业性分配。前 5 个月电力、化纤行业利润大幅下降，石油加工及炼焦业由去年的盈利转为净亏损。显示在国际能源价格大幅上涨情况下，国家控制国内能源价格上涨导致企业盈利大幅下滑。而化纤行业利润下滑，显示出口退税调低、外需减缓对化纤行业的负面影响凸显。除了能源成本之外，融资成本、原材料成本、劳动力成本甚至环境成本的上升，都加大了工业企业利润压力。前五个月企业盈利的下降还来自于非经常性收益（主要指投资性收益）的缩水。而 6 月 20 日的油电调价将进一步因价格管制而造成新的利润行业间分配格局。

表：各工业行业利润同比增速

	08 年 1-2 月	1-5 月
全部工业行业	16.5%	20.9%
石油和天然气开采业	61.2%	54.3%
煤炭行业	66.8%	97.8%
钢铁行业	12.2%	25.6%
化工行业	15.9%	26%
有色金属冶炼及延压加工业	1.6%	3.9%
建材行业	53.5%	50.9%

专用设备制造业	35.9%	25.9%
交通运输设备制造业	42.6%	46.3%
电子通信设备制造业	37.7%	36.5%
电力行业	- 61%	- 74.5%
化纤行业	- 0.2%	- 26.8%
石油加工及炼焦业	- 206 亿	- 443 亿

2、6月食用农产品价格继续下跌。

商务部 24 日发布监测报告称,受夏季部分商品消费需求下降等因素影响,上周(6月16日至22日)36个大中城市重点监测的食用农产品价格总水平较前一周下跌 0.1%。这是继 6 月第一周食用农产品价格短暂上升 0.6%后,食用农产品的连续第二周下跌,此前第二周(6月9日至15日)36个大中城市重点监测的食用农产品价格总水平较前一周下跌 0.6%。

三、人民币利率预测

年内通胀形势仍难以乐观,投资机构对于加息预期的强化、银行面临的紧缩调控对于短期内债市走势构成压力。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27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%	0.011	2007-6-29	20	100	3.78%	A-1/AAA
07 华新 CP01	100.0024	4.38%	0.019	2007-7-5	5	100	4.59%	A-1/A
07 金隆 CP01	98.7959	7.13%	0.074	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1/A+
07 苏交通 CP03	96.116	3.95%	0.131	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	96.0043	4.33%	0.128	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1/A+
07 海航 CP01	99.9759	4.58%	0.134	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1/AA-
07 玖龙 CP01	99.8612	5.59%	0.227	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1/AA-
07 西太 CP01	99.8559	5.78%	0.296	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.0457	5.22%	0.301	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1/AA+
07 玖龙 CP02	100.2718	5.10%	0.322	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1/AA-
07 京投 CP02	100.3178	3.74%	0.325	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	97.7136	9.33%	0.361	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1/AAA
07 凤凰 CP02	100.565	5.06%	0.372	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1/A+
07 淮矿 CP02	100.2564	4.68%	0.377	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1/AA
07 海航 CP02	100.3515	5.34%	0.380	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1/AA-
07 南钢 CP01	94.2304	5.92%	0.412	2007-11-23	8	93.98	-	A-1/AA-
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.443	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1/AA
08 南钢 CP01	93.6044	7.07%	0.580	2008-1-24	9	94.07	-	A-1/AA-
08 赣出版 CP01	100.2622	5.81%	0.582	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1/AA-
08 皖能 CP01	100.3871	5.51%	0.601	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1/AA-
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.658	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP02	100	6.07%	0.702	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP01	100.5514	5.04%	0.644	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1/AA-
08 京机电 CP01	95.151	4.82%	0.715	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1/AA
08 闽太电 CP01	100.4959	6.41%	0.789	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1/A+
08 顺鑫 CP01	100.1118	6.71%	0.734	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1/A+
08 顺鑫 CP02	100.2265	6.62%	0.803	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1/A+
08 沈化工 CP01	100	5.39%	0.874	2008-5-12	5	100	5.40%	A-1/AA
08 岱海 CP01	100.3584	5.12%	0.943	2009-6-10	9	100	5.50%	A-1/AA-
08 鲁晨鸣 CP01	100.2846	4.90%	0.943	2009-6-10	7	100	5.20%	A-1/AA

数据简报

(2008年6月27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	3.51%	4.23%	4.90%
2年	3.80%	4.49%	5.16%
3年	3.91%	4.72%	5.34%
5年	4.21%	4.94%	5.58%
7年	4.37%	5.05%	5.72%
10年	4.56%	5.23%	5.91%
15年	4.70%	5.36%	6.03%
20年	4.75%	5.48%	6.15%
5 - 1年	0.70%	0.70%	0.69%
10 - 1年	1.05%	0.99%	1.02%
20 - 1年	1.25%	1.24%	1.25%

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 73	1	08-6-24	96.10	4.0583%	50	-
	08 央票 74	3	08-6-26	100	4.56%	10	-
	08 央票 75	0.25	08-6-26	99.16	3.3978%	120	-
金融债	08 进出 04	0.75	08-6-26	97.02	4.0916%	266.5	-
短期融资券	08 云铜 CP01	1	08-6-20	100	5.50%	28	AA-
	08 阳煤 CP01	1	08-6-23	100	5.23%	10	AA
	08 苏国信 CP01	1	08-6-25	100	5.04%	10	AA+
	08 包钢 CP02	1	08-6-25	100	5.22%	7	AA
	08 新集团 CP02	1	08-6-25	100	5.80%	7	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26日)



日期	08-6-20	08-6-23	08-6-24	08-6-25	08-6-26
招银短期融资券综合信用利差指数	118.72	119.63	120.87	120.94	121.11

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。

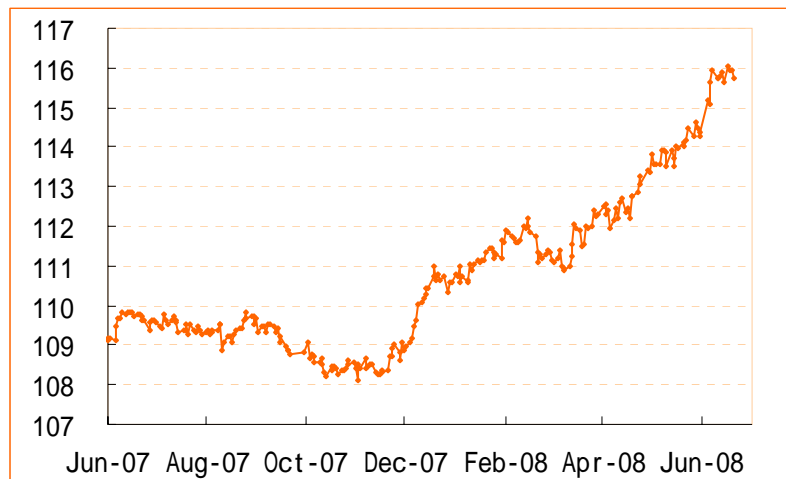
3、在给某只短期融资券定价时，以剩余期限在1年左右的活跃国债收益率为基准，加上招银短期融资券综合信用利差指数后，根据信用等级、发行规模和期限因素，适当加减一定的基点数，就能得到相应的参考定价。

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26日)



日期	08-6-20	08-6-23	08-6-24	08-6-25	08-6-26
招银人民币贸易 加权汇率指数	115.6281	116.0162	115.9550	115.9401	115.7267

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。