

08年下半年中国信用市场分析

分析师:

刘俊都

0755 - 83196172
jerryjyliu@cmbchina.com

主要观点:

■ 货币市场方面: 流动性过剩与银行资金短缺并存

➢ 外汇的流入导致整体流动性过剩,但央行的公开市场操作及6次上调存款准备金冻结了大部分的流动性,整体资金表现为从商业银行向央行流动,银行间的资金面趋于紧张。

➢ 上半年央行公开市场操作仍旧以回笼资金为主,但央票发行利率基本维持不变,一二级市场利差有所扩大,银行间市场资金面明显偏紧,各银行对持有央票的热情不高。

➢ Shibor 利率走势基本平稳,但由于资金面在整体上仍然较为紧缺,Shibor 与央票的利差居高不下。

➢ 7 天质押式回购移动平均利率略有上升,且交易频繁,反映银行资金面较 07 年同比有所收紧。这主要是由于央行持续性的提高存款准备金导致银行资金面较为短缺所致。

■ 信用市场方面:

➢ 短期融资券方面,各品种发行利率显著提高,并有了明显的分化,信用利差趋向加大,AA 及 AA-评级成为短融市场的主体;新增短融仍然以公用事业及基础工业为主,国有企业及资源型行业占大多数

➢ 中长期债券市场品种及监管层众多,环境更为复杂,中期票据对短融及企业债具有较强的替代作用,评级较高的公司倾向于发行中期票据。

■ 行业分析:

➢ 电力行业:火电成本危机依然存在,利润空间进一步压缩

➢ 有色金属行业:出现产能过剩及原材料枯竭风险

➢ 房地产市场:流动性压力依然存在

■ 08年下半年展望:

➢ 预计央行将维持紧缩性货币政策,但可供选择的调控工具不多,可调控空间不大。估计下半年,央行的调控仍旧以数量调控为主,预计有一至两次的加息。

➢ 下半年信用市场仍然旧维持资金面偏紧的趋势

➢ 存款准备金的持续上调及贷款的调控导致银行盈利能力及盈利渠道减少,投资于信用的需求增加;但同时,资金面偏紧,可用于投资的资金不多,银行对投资的收益率有较高的要求。

➢ 央行实行数量调控的空间已经不大,如果国内通货膨胀持续性的得不到控制,不排除央行会实行包括提高基准利率等更加严厉的货币政策,银行间市场资金面将更趋紧张。

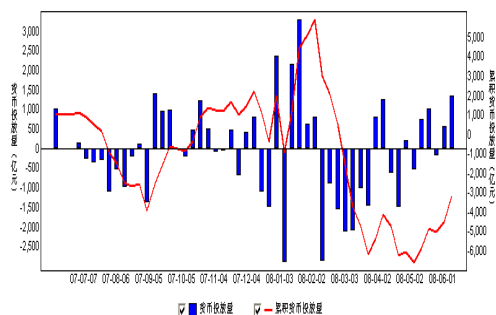
2008年上半年中国信用市场分析报告

一、 市场回顾

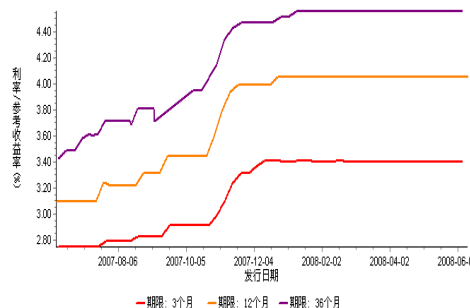
(一) 公开市场

上半年，央行累计净回笼资金4140亿元，其中，正回购23330亿，正回购到期27480亿；而央票发行28910亿，央票到期20620亿。

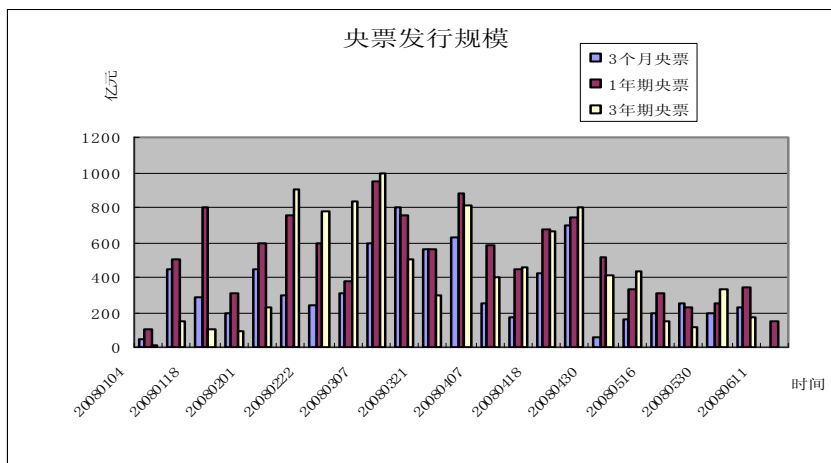
一年期央票、三个月央票、三年期分别为11750亿、7520亿元和9640亿元，在发行规模上，央票的发行规模在三四月份达到顶峰，从四月份以来，各期限的央票发行规模均有所回落。发行利率基本稳定在4.0583%、3.3978%和4.56%，收益率除了在1月份时三个月央票从3.4071%减低到3.3978%，三年期从4.52%调整到4.56%，略有调整之外，基本保持持平。



数据来源: Wind资讯



数据来源: Wind资讯



上半年央行政策仍然以紧缩性货币政策为主，公开市场操作以回笼资金为主，并根据各时期因春节、新股上市等因素影响市场资金面的波动程度而略作调整。

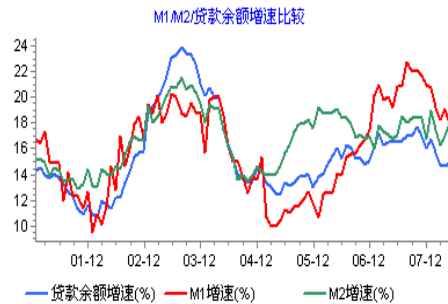
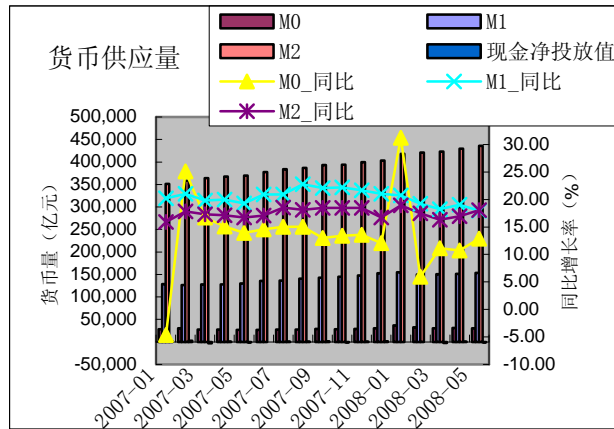
(二) 货币市场

流动性过剩与银行资金短缺并存

08年上半年，货币市场存在流动性过剩与银行资金短缺并存的局面。一方

面，资金大规模的流入导致了货币市场流动性过剩，另一方面，央行持续性的回收资金又导致了银行间资金的短缺与紧张。

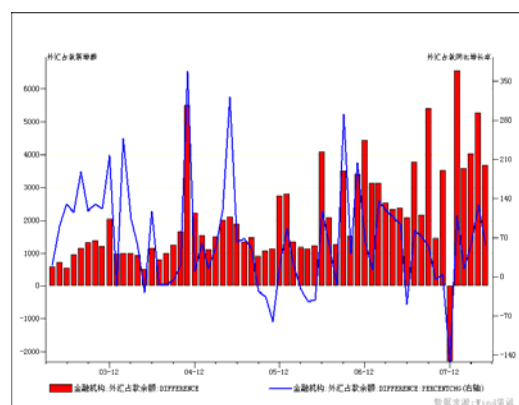
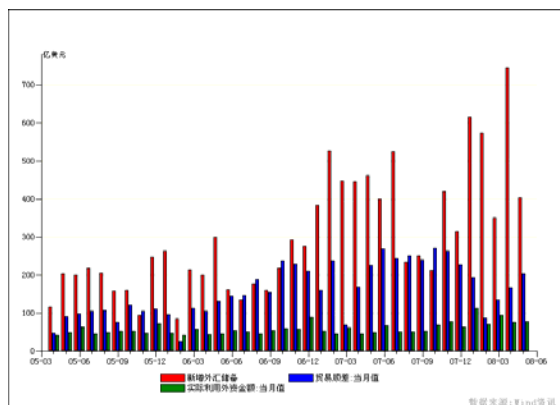
08年上半年，在紧缩性货币政策的调控下，虽然M1增速有所回落，但M2增速却一直保持在15%以上，且有所反弹，表明市场的流动性依然过剩。



数据来源: Wind资讯

流动性过剩主要体现在信贷的变动及外汇的流入。

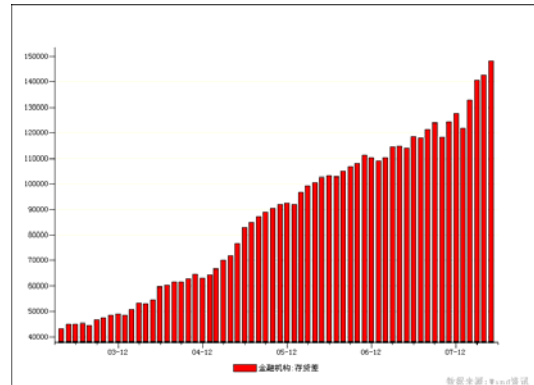
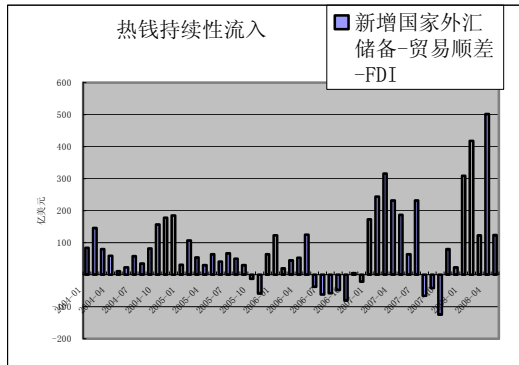
从信贷方面看，08年信贷余额增速虽然有所减少，但在整体M2的占比中还比较大。从M1与M2的增速对比中可以看出，M2增速一直保持在15%以上的水平，08年5月份甚至达到18%，但M1增速却一直呈下降趋势，表明贷款的增速有所回升。由于信贷规模的限制不可能一直持续下去，再加上今年年初的雪灾及地震，外贸环境的恶化，对贷款的需求有所增加。虽然信贷规模限制能够暂时性的收缩流动性，但过紧的信贷限制同时也会对经济带来更加长远的负面影响。而且信贷方面并不是造成流动性过剩的最主要原因。



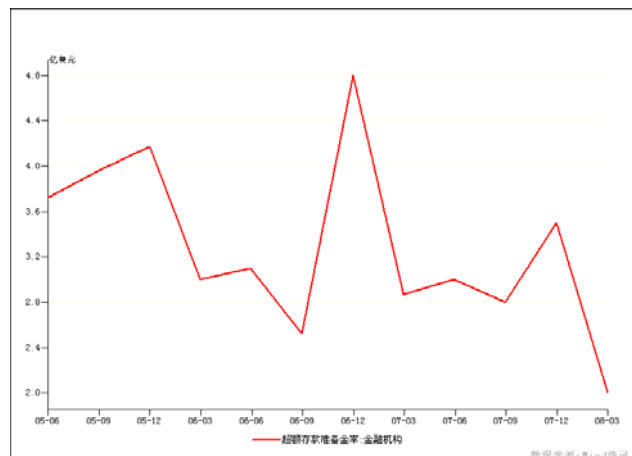
热钱的流入是造成流动性过剩的主要因素

从外汇方面看，由于世界经济疲软，在人民币升值的预期下，外汇流入不断增加，在强迫结售汇制度下造成资金的被动投放，导致外汇占款持续性的增大。仅今年1-5月，外汇储备已经增长2687.51亿美元，同比增长18.75%。从外汇流入的来源看，外贸顺差及实际利用外商直接投资并非造成外汇储备较大幅度增长的主要来源。真正推动流动性不断增长的应该是不断流入的热钱。从

新增国家外汇储备与贸易顺差及实际利用外资的差额来看，08年上半年的差额均大于零。而从金融机构的存贷差也可以看出，08年以来，金融机构存贷差呈大幅增长趋势。在中美利差倒挂及人民币升值预期强化的情况下，以套利为目的的热钱的流入使得短期内流动性过剩的现象不会消失。



那么，流动性过剩的情况下，银行资金面为什么会紧缺呢，这主要是由于央行通过大规模的回收流动性冻结了大量的资金，我们通常所指的流动性过剩一般指的是银行体系内整体的资金充裕程度，包括央行及各商业银行等金融机构。事实上，08年上半年，央行通过公开市场操作及6次提高存款准备金，回收及冻结了大部分的流动性，整体资金表现为从商业银行向央行流动。这从金融机构的超额存款准备金率可以看出，从07年上半年开始，金融机构的超额存款准备金率就开始波动下降，到08年3月份达到最低的2%，表明银行间的资金面逐渐趋于紧张。



下面，我们将从央票收益率走势、Shibor 走势及质押式回购走势对银行间市场进行逐一分析。

1、央票收益率走势

一级市场方面，央行利率基本保持不变，在央行大力回收流动性的情况下，央票的发行利率并没有明显上调，一直保持不变，这可能是基于避免中美利差倒挂扩大引发热钱回流进而抵减央行回收流动性的效果方面考虑。就目前央行

的调控手段而言，央行目前主要以数量工具回收流动性为主。

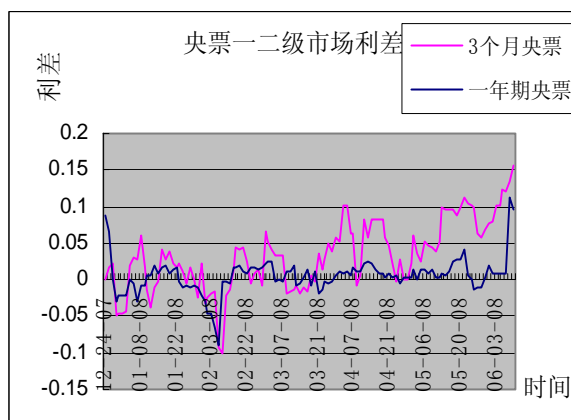
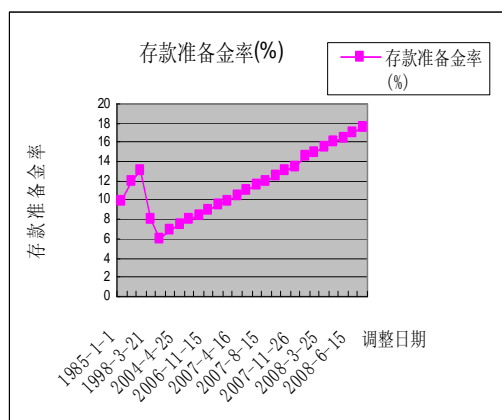
由于央行目前的工具包括调节基准利率、调节银行存款准备金及公开市场操作，就上半年而言，央行公布提高存款准备金共计6次，包括最近6月15日及6月25日的两次，存款准备金率从年初的15%提高到17.5%（6月25日）。而央行最近一次提高基准利率在07年的12月21日，08年并未提高基准利率。

从央行的操作来看，存款准备金率及基准利率主要是用于长期调控的目标，而公开市场操作由于其灵活性，主要是用于辅助长期的目标并调节短期市场上的资金面的宽裕程度，虽然总体来看，上半年央行在公开市场上还是以回笼资金为主，但根据各时期市场资金面的紧张程度略有调节，以避免货币市场较大的波动。

由于公开市场操作主要以数量手段为主，且上半年基准利率并没有发生变化，央行出于国际国内市场利差的考虑，可能需要把央票发行利率维持在一个合理的水平，因此，在一级市场上，央票发行收益率基本上保持持平。一年期央票、三个月央票、三年期基本稳定在4.0583%、3.3978%和4.56%。

在二级市场方面，央票收益率走势主要受三方面的影响，一是CPI的预期走势，央票收益率至少应该等于CPI的预期走势；二是回购利率的大小，回购利率是央票机会成本的参考指标之一；三是受当前流动性大小的影响，在资金面紧缺的情况下，即使一级市场的发行利率不变，一二级市场的利差也会变大。

由于受美国市场低迷的影响，国内外利差加大，央行出于稳定汇率方面考虑，并没有提高发行利率，但从市场可以看出，四月份以来一二级市场利差有所扩大，说明在央票发行利率不变及央行大力回收流动性的背景下，银行间市场资金面明显偏紧，各银行对持有央票的热情不高。

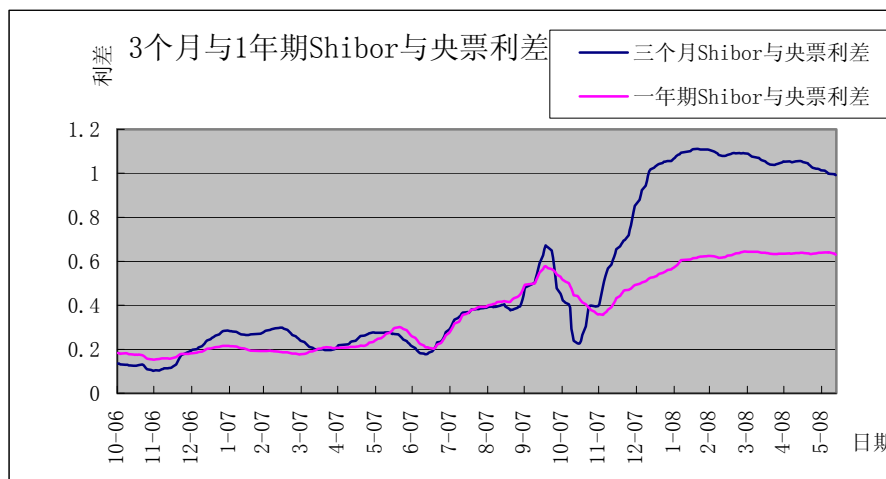
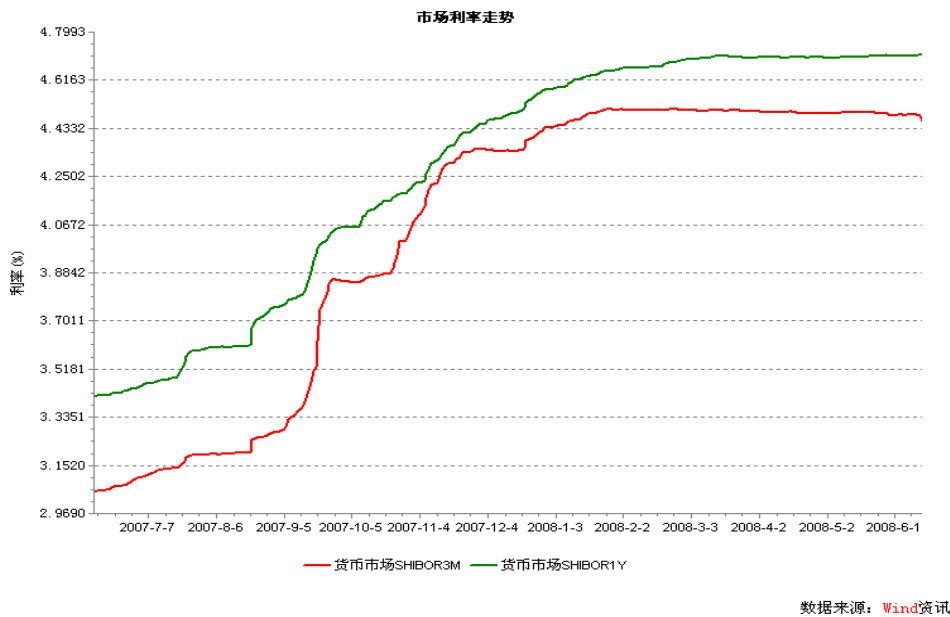


2、Shibor 走势

三个月及一年期 Shibor 从 07 年 8 月份起明显走高，从两者的走势来看，3 个月与一年期之间的利差有所收窄。08 年上半年，三个月 Shibor 基本保持在 4.44%-4.50% 之间，一年期 Shibor 保持在 4.58%-4.71% 之间。

利差方面，三个月与一年期的 Shibor 与央票的利差（经移动平均处理）从 07 年末开始大幅上升，在 08 年 1 月份达到顶峰，其中 3 个月利差已超过 110BP，但目前略有回落，6 月份回落到 100BP 以下。而一年期利差则波动不大，3 月份以后基本保持在 63BP 上下浮动。

影响 Shibor 跟央票的利差主要有两个因素：一是信用利差，央票体现的是政府信用，而 Shibor 体现的是商业银行信用，两者之间的差异即为信用利差；第二个是当前资金面的紧缺程度，07 年下半年央行的频繁加息导致银行间利率也随着大幅上升，08 年上半年投资者对央行的加息预期有所降低，Shibor 利率走势基本平稳，但由于资金面在整体上仍然较为紧缺，对世界经济放缓及内部通胀压力的普遍担忧导致 Shibor 与央票的利差居高不下。



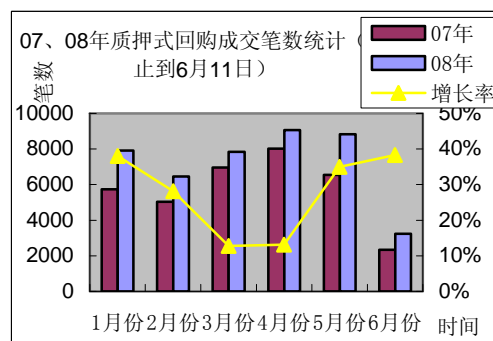
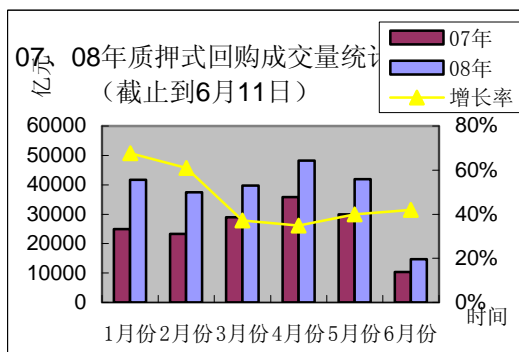
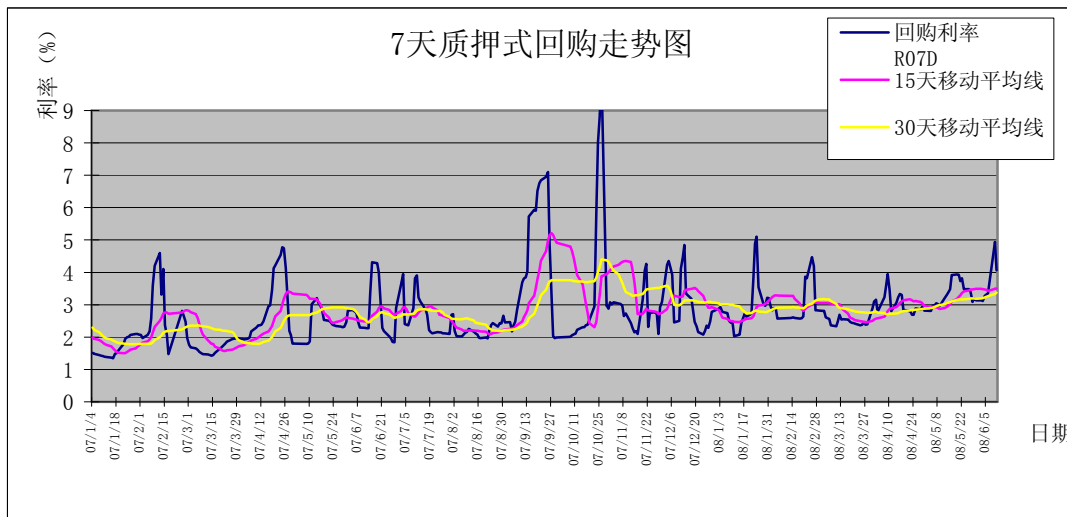
3、质押式回购走势

7 天质押式回购共计成交 68586.59 亿元，最高利率为 6.8%，最低为 1.199%，平均利率为 3.175%。虽然 7 天质押式回购利率受到短期资金面的影响而呈现较大的波动，但从 15 天及 30 天的移动平均线可以看出，在基准利率没有变化的情况下，质押式回购利率呈微幅上升的趋势。

从回购量来看，由于资金面偏紧，08 年上半年质押式回购成交额均比 07 年

有了较大的增幅，成交活跃，每月成交笔数同比均有较大的增长。

质押式回购由于有债券作为质押，信用利差较小，成为银行间短期融通资金的重要工具，但由于回购利率易受新股申购收益率及银行资金成本等短期因素的影响，波动幅度较大。从7天质押式回购利率的走势来看，08年上半年移动平均利率略有上升，且交易频繁，反映银行资金面较07年同比有所收紧。这主要是由于央行持续性的提高存款准备金导致银行资金面较为短缺所致。



(三) 信用市场

目前影响信用产品的信用利差主要有三方面的因素：

信用风险：衡量发行人得违约风险的大小，主要通过各个信用产品的外部评级各投资机构的内部评级加以衡量。

流动性风险：衡量信用产品短期可变现能力，主要通过各做市商的 Bid-ask Spread 加以衡量。

货币市场的充裕程度：当资金面较紧时，机构投资者会要求更高的投资溢价，主要衡量投资机构的需求。

机会成本：短期内各信用产品的供给的大小及投资者在各信用产品之间的权衡取舍，当供给大于需求会抬高信用利差，主要衡量信用市场的供给情况。

	基准利率	信用利差
短融	1 年期央票	信用风险、流动性风险、货币市场的充裕程度、机会成本
中期票据	3 年期中期票据以 3 年期央票作为基准利率， 5 年期中期票据以 5 年期国债作为基准利率	
企业债	以同期限的银行间国债为基准利率	
公司债	以同期限的银行间国债为基准利率	

在基准利率上，我们针对不同的债券品种，采用不同的基准利率。对于短融来说，由于 1 年期 Shibor 利率已经高于 AAA 级别的短融到期收益率，因此，我们采用 1 年期央票作为短期融资券的基准利率。

对于中长期债券，我们采用如下定价基准：

中期票据：3 年期中期票据以 3 年期央票作为基准利率， 5 年期中期票据以 5 年期国债作为基准利率；

企业债：以同期限的银行间国债为基准利率；

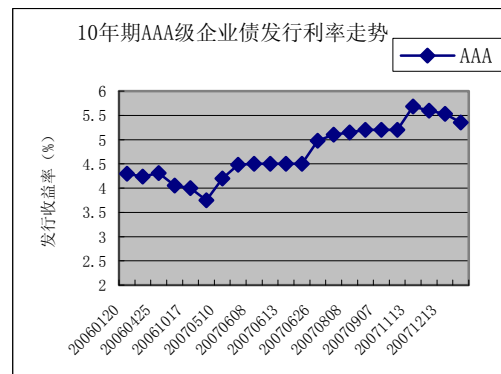
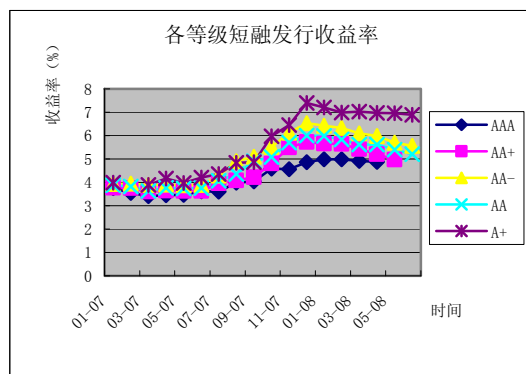
公司债：以同期限的银行间国债为基准利率；

1、一级市场

自 07 年下半年以来，短融各评级的发行利率显著提高，并有了明显的分化，特别是 08 年以来，AAA 评级的短融与 A+ 评级的短融之间的利差超过了 200BP。此外，各评级企业债也出现了分化加大的趋势。

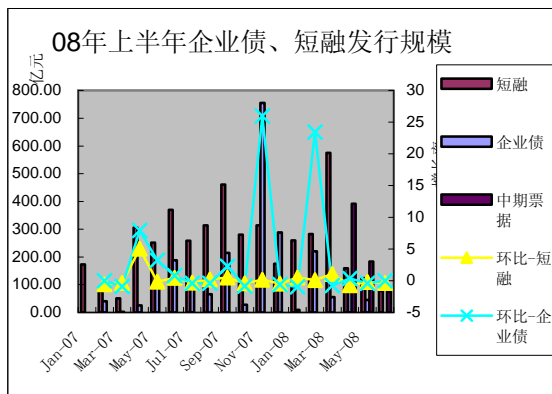
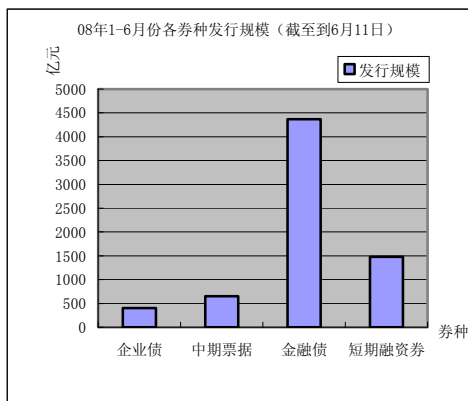
出现这种趋势的主要原因是由于信用利差的加大导致评级较低的券种要求更高的风险溢价。

由于银监会明令禁止银行对信用产品进行担保，发行主体的信用差异化更加明显，对于投资者不熟悉的发行人或评级较低的券种，市场及投资者往往缺乏信息及定价经验，因此尽量回避评级较低的券种，导致不同评级之间的风险溢价拉宽。而美国次贷危机及整个经济运行的放缓也使得银行在资金面紧缺的情况下投资于较高级别的品种，对风险较高的券种要求更高的风险溢价。



发行规模方面，1-6 月份发行额度最大的是金融债，其次才是短期融资券，中期票据由于 4 月下旬才开始发行，至今才发行 16 期，规模较小，而企业债由于与中期票据有替代性，受中期票据发行的影响，发行规模最小。企业债与短

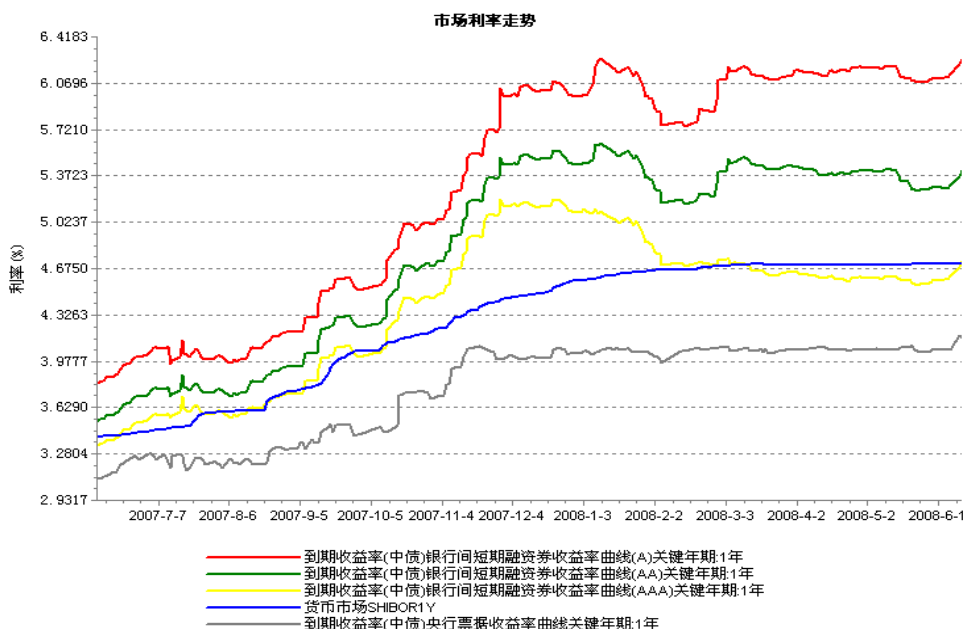
融与07年下半年相比，发行规模均有所缩小。



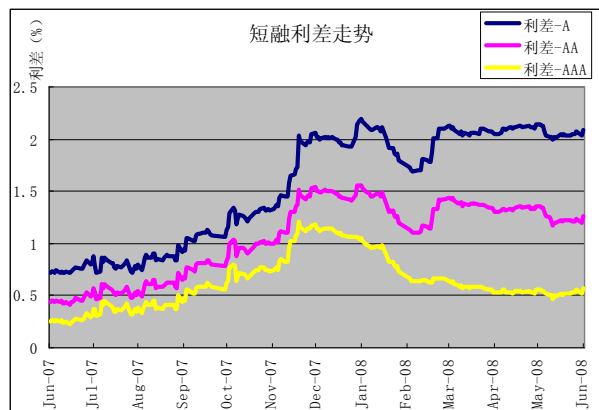
2、短期融资券

各品种信用利差趋向加大，AAA 级别短融收益率较去年末有所回落

08年上半年，AA 级别及 AAA 级别短期融资券到期收益率曲线较 07 年年底有所回落，其中评级最高的 AAA 级别回落幅度最大，大约为 36BP，但评级较低的 A 级别短融收益率仍旧维持上升的趋势。在流动性紧缩的情况下，银行在选择券种时较为谨慎，对信用风险较大的券种要求较大的信用溢价，而评级较高的券种由于受中期票据发行的替代影响，发行量有所减少，特别是四月份以后，基本没有 AAA 评级的短融发行，导致该评级券种受到二级市场追捧，收益率有所降低，从 3 月份以来，已经持续低于一年期 Shibor 利率。

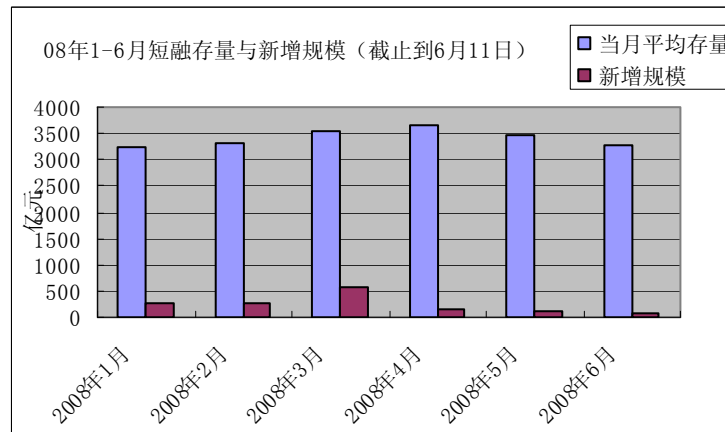


数据来源：Wind资讯



短融新增规模与存量分别在3月份及4月份达到最高峰

发行规模方面，上半年最高新增规模发生在3月份，新增574亿元，4月份由于中期票据开始发行，新增短融发行规模有所减少，随着上一年短融到期赎回，短融存量4月份达到顶峰后开始收缩。



AA及AA-评级成为短融市场的主体

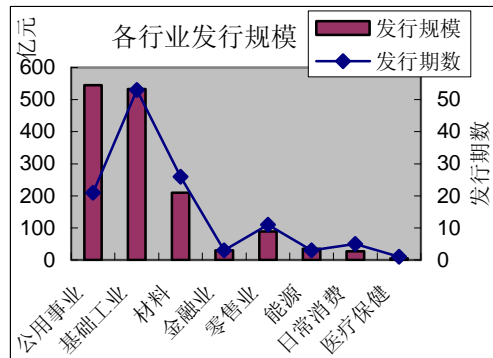
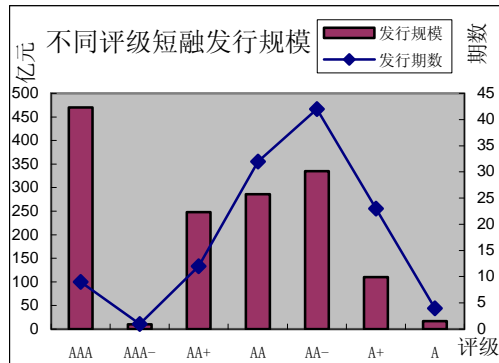
上半年共发行了123支短融，其中AAA级别的发行规模最大，共计470亿，但发行期数只有9期，其中仅国家电网(08电网CP01)一期就发行300亿。AA+、AA及AA-评级逐渐成为市场的主流，特别是AA及AA-评级的券种，这一类型的发行人占短融市场的大多数，所发行的短融兼顾风险与收益相平衡，由于发行期限在一年以内，在短期内经营波动性不会太大，容易被银行接收。因此，大多数主体评级介于AA-至AA的企业选择发行短融而不是向银行贷款。

新增短融的所处的行业仍然以公用事业及基础工业为主，国有企业及资源型行业占大多数

08年上半年，公用事业及基础工业仍然是发行的主体，分别占据发行规模的36.96%及36.19%。相对于07年全年两者的占比45%及38%，均有所下降。其中，在二级子行业中，发行主体占比最大的是电力企业，发行规模达504，占比34.18%，基本上接近07年整年的发行规模(608.6亿)，其次为综合类工业，金属、非金属与采矿，交通设施建设等行业，从行业占比可以看出，发行人以垄断或寡头市场占多数，大部分企业均为资源型行业，行业内市场竞争较弱，

或政府保护体制或市场壁垒较高。

从发行主体股东背景来看，08年上半年发行的123支短融中，有占85%以上为国有企业，且大部分为国资委100%持股企业。



行业	明细	发行规模	发行期数
公用事业	电力	504	18
基础工业	综合类工业	216	20
	机械	79.9	11
	建筑与工程	60.8	5
	交通基础设施	103.4	8
材料	化工	51.5	9
	金属、非金属与采矿	145.6	15

从以上分布可以看出，由于目前中国市场缺乏比较有效的市场信用风险定价机制，大部分的企业定价均依靠评级公司给出的主体评级，但目前市场评级机构主要只有三家（中诚信、联合和大公），信用评级市场集中度较高，但评级公司规模较小，其独立性及评级水平易遭市场怀疑，市场公信度不高，大多数银行均依靠自身的评级系统，形成了多重评级体系。在这种情况下，投资者倾向于那些政府背景扶持的，行业集中度较高，有一定资源或关系到公用事业的行业或企业，而民营企业由于在信用定价缺失的情况下，市场公信力不足，无法获得投资机构的认可或要求较高的风险溢价，导致市场中民营企业占比较低。

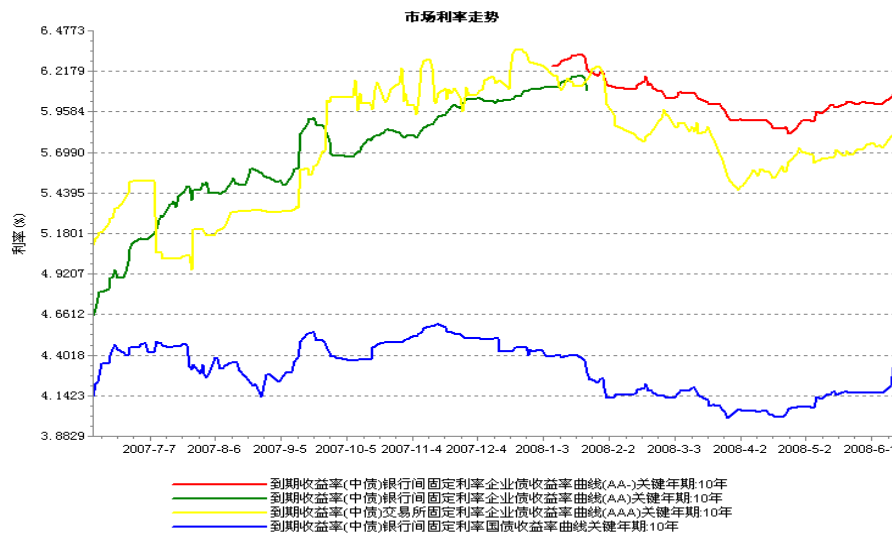
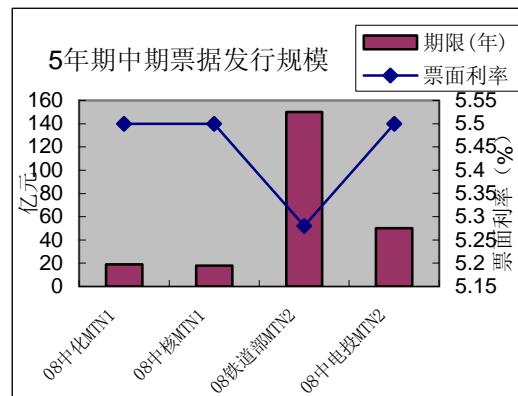
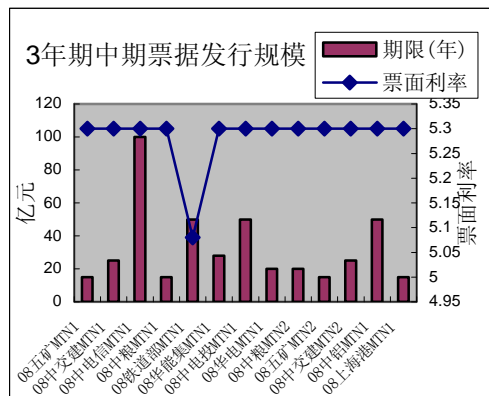
3、企业债及中期票据

中期票据对短融及企业债的替代作用

从08年4月下旬开始，第一批中期票据开始对外发行，本次发行的中期票据基本上均为“中字头”央企，截止到6月11日，共发行16期中期票据，主体评级均为AAA级别。

中期票据的发行填补了3-5年期的债券市场的空白，但同时对于短融及企业债也产生了替代作用。特别是对于短融来说，自4月份开始，AAA级别的短融就鲜有在市场出现。在目前央行收缩流动性，限制贷款的情况下，信用评级较高的企业可能更加倾向于发行中期票据而不是一年期的短期融资券。目前，短融发行的主体主要由AA评级及AA+评级的券种组成。

对于企业债来说，由于中期票据在注册及发行等方面更加便捷，很多原打算发行企业债的企业开始转为发行中期票据，使今年来企业债发行速度明显放缓、发行量有所萎缩，再加上银监会宣布取消金融机构对公司的担保，企业债的发行进一步受到约束，08年上半年仅发行了11期，发行规模仅为289.9亿元。



数据来源: Wind资讯

中长期债券市场品种及监管层众多，环境更为复杂

此外，中期票据的发行使得中长期债券市场环境更为复杂。目前仅仅中长期债券品种的监管机构就有三个：发改委、证监会及央行，各管理不同的债权品种。企业债的发行由发改委监管，公司债由证监会监管而中期票据由人民银行监管。并存两个相互独立的二级市场：银行间市场及交易所市场。由于监管机构高度分化，导致中长期信用债在二级市场存在严重的市场分割现象，只有企业债能够同时在交易所市场跟银行间市场上市，但目前来说，大部分的企业债还是在银行间市场上市，极少有同时在两个市场上市的。

此外，对于投资机构来说，两个市场的限制也不尽相同，商业银行只能够在银行间市场交易，而保险机构不能投资于无担保公司债券，基金公司尚不能投资于中期票据。

这种多方监管，分割市场的情况使得两个市场的相互独立，投资群体的差别也使得市场资金不能自由流通，各品种债券的发展缺乏协调，监管层不一致

使得监管程序及信息公布渠道混乱，尤其是在银监会宣布取消金融机构对公司的担保之后，企业债发行规模下降，可能使得各券种的流通性进一步下降。

债券期限	债券品种	监管机构	发债主体	监管机构	主承销商	交易市场	投资者
1年以内	短期融资券	央行监管，注册制	企业或上市公司	央行监管，注册制	商业银行	银行间市场	商业银行、保险公司、基金（尚不能投资于中期票据）
3-5年	中期票据						
5-20年	企业债	发改委监管，核准制	企业	发改委监管，核准制	证券公司	银行间市场、交易所市场	保险公司（不能投资于无担保公司债券）、基金
	公司债	证监会监管，核准制	上市公司	证监会监管，核准制	证券公司	交易所市场	

由于中期票据的推出打破了原有中长期信用市场的格局，加剧了市场的复杂局面，以及目前各监管层对中期票据的监管权限存在分歧，投资者投资权限混乱等问题，据6月20日路透上海报道，中国银行间市场交易商协会宣布即日起暂停非金融类企业中期票据审核和注册。对于非金融类企业上报新的中期票据申请发行材料暂不接收，已经获批了但没有发行的将暂停发行。对于正审核未注册的中期票据，建议改为发行短期融资券。何时恢复发行仍未确定。中期票据发行的暂停可能不会对现有的中期票据产生明显影响，反而可能提高市场对已发行中期债券的需求，而中期票据的市场流动性可能随之趋弱。

二、 行业分析及展望

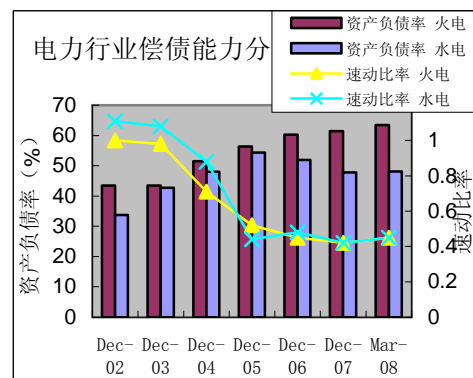
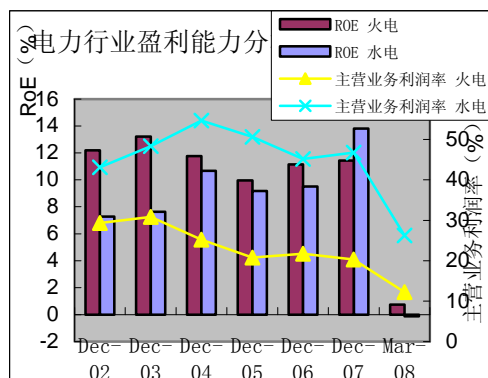
电力行业：火电成本危机依然存在，利润空间进一步压缩

电力行业是08年短融发行量最大的行业。我们将电力生产行业分为水电及火电两个，相对于火电来说，水电初期投资大，但运营成本非常小，主营业务利润较高，但容易受来水不稳定的影响，发电量波动性较大。其营业能力取决于当地的地质及水资源的稳定性及水库的调节能力。2007年7月国家电力监管委员会主席办公会议审议通过《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》，该办法自2007年9月1日起施行，根据该规定，对于电网覆盖范围内的可再生能源发电企业，电网企业必须优先全额收购其上网电量，优先收购的可再生能源发电项目包括水力发电、风力发电、生物质发电、太阳能发电、海洋能发电和地热能发电等六种。也就是说，水电相对于火电具有优先上网的优势。在国家大力扶持水电企业的政策下，水电的发电成本将更加低廉，其带来的竞争优势势必会给火电企业带来更大的冲击；但水电初期投入较大，且遇到天灾，如旱灾、断流、地震时盈利能力会受较大的损害。目前，我国已基本形成十二大水电基地，其中十个位于我国西南水资源较发达地区。

对于火电而言，我国以煤为主的能源资源结构决定了以火电为主的电源结构短期内不会发生改变。目前火力发电约占全国发电总量的83.17%。为达成中国“十一五”规划纲要中提出的“十一五”期间全国单位GDP能耗降低20%左右和主要污染物排放减少10%两个约束性指标，2007年《国务院批转发展改革委、

能源办关于加快关停小火电机组若干意见的通知》和《国务院办公厅关于转发发展改革委等部门节能发电调度办法（试行）的通知》提出了小火电机组的关停范围，小火电企业将逐步退出市场或被兼并。同时，随着煤炭价格的节节攀升，火电企业盈利能力受到很大损害，虽然国家发改委已经拟定了多个协调煤电矛盾的方案，包括煤电价格联动、直接财政补贴等，但这些方案基本上都未获通过或效用不大，在2005年5月和2006年6月，中国两次启动煤电价格联动机制，部分缓解了电煤价格上涨给发电公司带来的压力。但煤电价格联动机制在政策上只能补偿发电成本上涨的70%，其余30%还需发电企业自己承担。

虽然国家发展和改革委员会于6月19日宣布，自7月1日起，将全国工业用电销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱。同时明确，此次电价调整，对城乡居民用电和农业、化肥生产用电价格不作调整，四川、陕西、甘肃三省受地震灾害影响严重的县(市)用电价格也不作调整。发展改革委还指出，目前煤炭价格水平较高，为防止煤、电价格轮番上涨，自即日起至2008年12月31日，对全国发电用煤实施临时价格干预措施。在临时价格干预期间，全国煤炭生产企业供发电用煤的出矿价，不得超过2008年6月19日实际结算价格。此番措施，虽然有助于稳定火电的原材料上涨压力，但由于电价的提高仅限于工业用电，居民及农业、化肥用电不作调整，其对火电企业的营运环境的改善作用不大，火电企业面临的利润空间仍然有限。

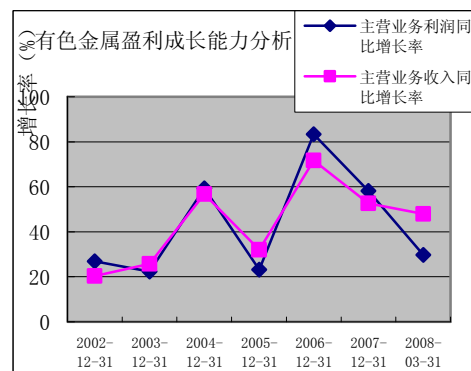
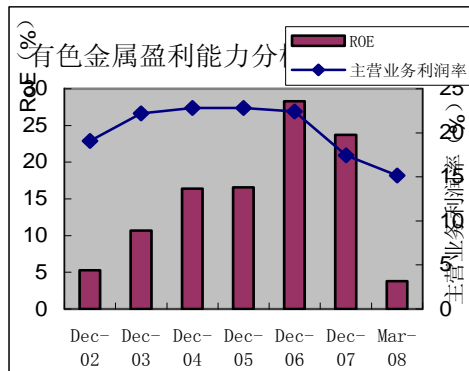


有色金属行业：出现产能过剩及原材料枯竭风险

随着近几年电子、钢铁等下游行业开始加速增长，拉动有色金属市场需求快速扩张，有色金属市场价格快速上涨，有色金属行业盈利能力明显提升。2007年我国有色金属行业整体销售收入和利润水平继续保持快速增长，行业固定资产投资额度加大，铜、铅、锌等主要有色金属生产规模均高于同期全球平均水平的速度快速增长。目前，中国已成为仅次于美国的全球第二大有色金属消费市场和全球最大的有色金属加工基地。但同时，由于有色金属行业快速增长，某些有色金属已处于市场饱和的状态，特别是国家对出口实行限制性政策之后，某些有色金属有可能出现产能过剩的风险。

其次，目前我国有色金属业仍然依靠资源的高消耗来推动增长，随着固定资产的持续性投入，冶炼产能的每年持续扩大、加之因价格提升行业内粗放式的过度开采现象十分严重，某些资源已接近于枯竭，资源短缺现象日益突出，进口对外依存度逐年提高，目前我国铜、铝、铅、锌等四种有色金属原料均需

进口，资源约束瓶颈日益突出。

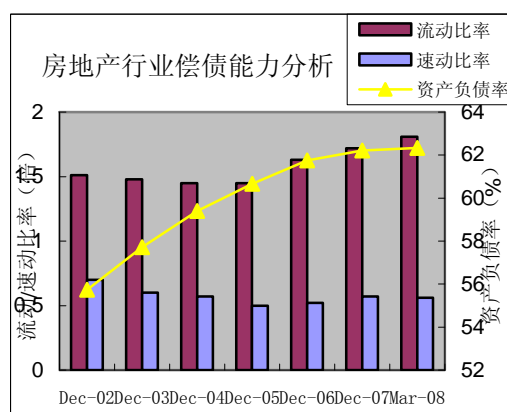
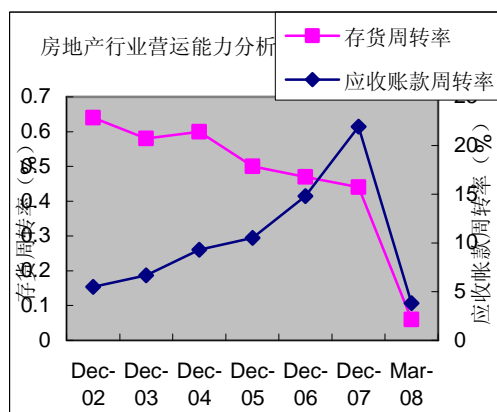


房地产市场：流动性压力依然存在

出于对宏观经济过热，行业发展过快及物价上涨的影响，央行采取了提高准备金率、加息等紧缩性流动政策，并实行压缩按揭贷款等银根紧缩政策。在07年9月27日之前，这些措施都旨在紧缩流动性，并没有明显的针对房地产行业，直到07年9月27日“第二套房产”政策的出台，标志着房地产市场进入了调整期。从2007年四季度开始，深圳、广州出现销量萎缩、房价下跌的情况，北京、上海虽然价格继续上涨，但销量同样出现下降现象，二线城市也整体表现低迷，房地产已经处于阶段性的调整之中。

以“二套房贷”为标志的银根紧缩政策迅速打击了投资者对房地产的投资热情，随着房价下跌，交易量萎缩，投机需求遭受打击，加上银行对个贷的全面控制及贷款成本的上升，不少资金离场，需求开始萎缩。房地产市场开始面临资金压力。

由于需求开始转向疲软，之前加大囤积楼盘和土地的房地产开发商开始面临流动性压力，再加上目前银行贷款受到严格控制，上市融资也受到限制，房产商出于资金压力被迫进行降价销售已加速回笼资金，供求关系开始发生反转。从目前来看，08年房产商流动性压力仍然持续，并有分化的迹象，对于无法上市又拿不到贷款融资的企业，只能依靠出让土地及楼盘项目来维持现金流，甚至可能会有清盘情况出现。由于房地产同经济发展高度相关，受到货币政策影响较为明显，在目前资金面普遍紧张及央行控制贷款规模的情况下，房地产流动性压力依然存在。



三、 市场分析与展望

央行将维持紧缩性货币政策，但可供选择的调控工具不多，可调控空间不大

对于08年下半年，我们认为央行的货币政策仍旧以抑制通货膨胀为目标，在抑制高通胀和防范热钱导致流动性泛滥的思路下，加上越南金融动荡，央行货币政策仍将谨慎行事，紧缩货币的操作方向未来仍会延续。

由于央行目前的工具包括调节基准利率、调节银行存款准备金及公开市场操作。央行在公开市场上的操作主要是通过发行央票及做正回购来回收流动性。但从实际效果看，在基准利率不变及流动性紧缩的情况下，投资者对央票的热情不高，央票发行利率与二级市场的利差正在加大，较低的票面利率导致央票的发行额度受到限制。

而在08年上半年，央行已经6次公布提高存款准备金率，对于银行来说，持续性的上调存款准备金不仅收缩了银行的流动性，也降低了银行的盈利能力。这从另一方面加大了银行贷款及投资信用市场的需求，反过来抵消了央行紧缩性的货币政策的作用。存款准备金的上升空间已经不多。

而对于加息，由于中美利率倒挂，短时间内，为了维持货币稳定，央行通过大幅度加息来收缩流动性的可能性不大，而且进一步加息会导致热钱的进一步流入，导致加息收缩流动性的效果大打折扣。但由于目前通货膨胀依然高企，且日前发改委调高油电价格将进一步拉升PPI及CPI，如无其他有效的调控手段，估计加息将成为央行最后的可施行的调控工具。

估计下半年，央行的调控仍旧以数量调控为主，预计有一至两次的加息。

下半年信用市场仍旧维持资金面偏紧的趋势

对于信用市场来说，下半年市场走势仍然是未知数。由于存款准备金的持续上调及贷款的调控，不仅降低了银行的盈利能力，而且使得银行的盈利渠道变窄。投资于信用市场的需求增加；但同时，存款准备金的上调也对银行的资金有较大的“挤出效应”，导致资金面偏紧，可用于投资的资金不多，再加上较高的通货膨胀，导致银行对投资的收益率有较高的要求。再加上央行实行数量调控的空间已经不大，如果国内通货膨胀持续性的得不到控制，不排除央行会实行包括提高基准利率等更加严厉的货币政策，银行间市场资金面将更趋紧张。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2008 版权所有。保留一切权利。