

## 一、市况回顾

### 1、公开市场

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

上周央行净投放资金 165 亿元，票据及回购到期释放资金 240 亿元，央票发行 245 亿元，同时央行进行正回购操作 160 亿。

目前央票一二级市场利率已经出现倒挂，央票发行遭遇困难，本周中断了三年期央票的发行，一年期央票也仅为象征性发行，数量仅为 15 亿元。

一年期央票、三个月央票发行分别为 15 亿、230 亿元，发行利率分别为 4.0583%、3.3978%，收益率水平仍持平于前期水平。

图1：央票招标利率

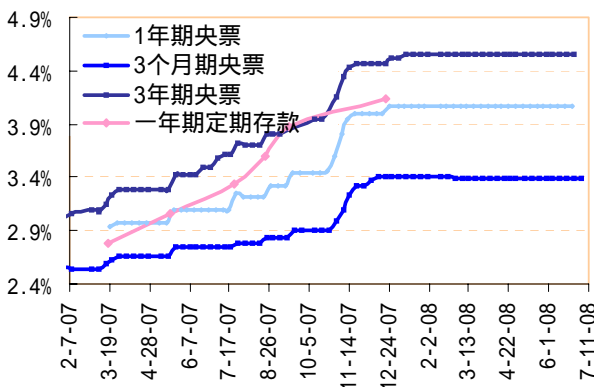


图2：公开市场操作的货币投放与回笼

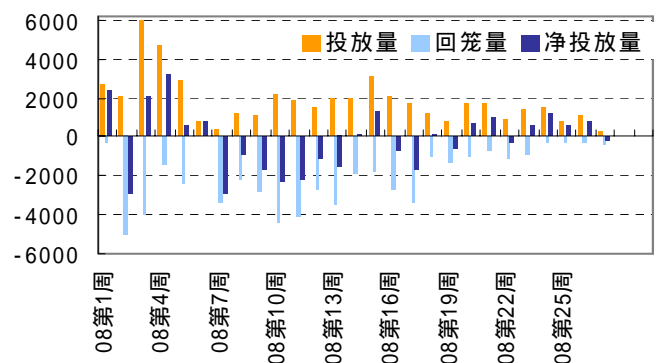
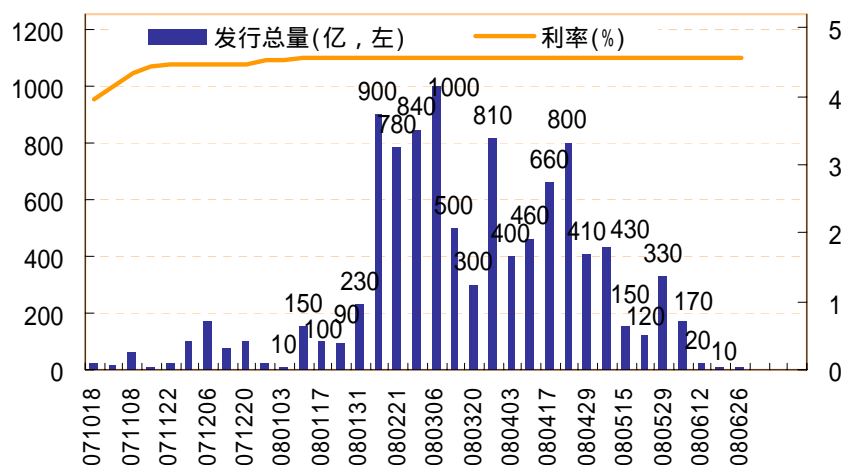


图3：近期三年期央票发行利率与规模



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

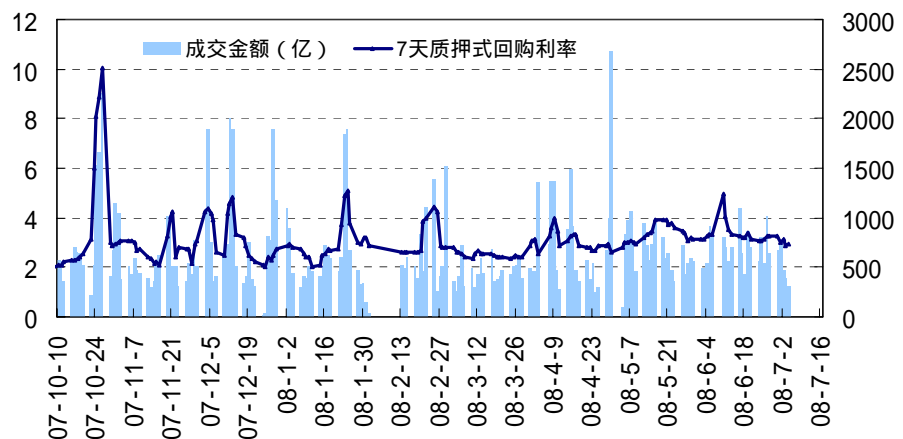
下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-7-1	28 天	30	3.2%	0
2008-7-3	28 天	130	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 2.93%，较上周末下降 32BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.87%，与上周相比下跌 6BP。债券质押式回购成交累计 9068 亿元，与上周相比减少 17%。

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。

上周有两期金融债发行。

国开行上周发行第 12 期五年期浮息债，利率基准为一年期定存，中标利差为 75BP，发行 200 亿元，认购倍数为 1.35 倍，对应收益率为 4.89%，利差较二级市场收益率高，也高于市场此前预期。尽管目前浮息债有防御价值，但是该期债券调息频率为一年一次，在目前加息预期较为强烈的敏感时期，其防御价值打了折扣，使得投资者的认购仍偏审慎。

农发行上周发行第 12 期三年期固息债，发行 100 亿元，认购

倍数为 1.56 倍，中标利率为 4.82%，较二级市场收益率高，边际中标利率为 4.95%，招标结果显示了投资者加息对于利率风险的关注。

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 116.51，较前一周周末收盘指数大幅下跌 0.31 点。全周现券成交 7397 亿元，与上周相比增加 17%。

图5：银行间债券总指数

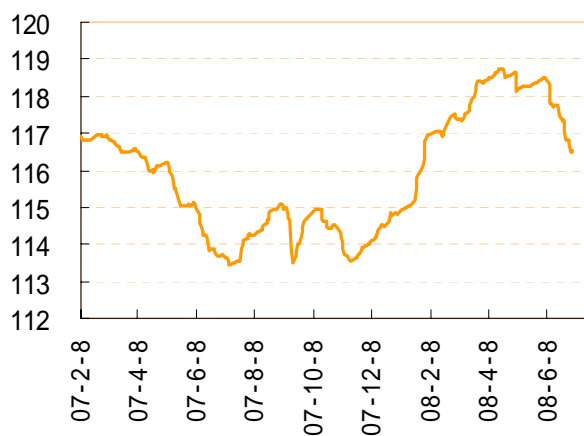


图6：1年期与5年期国债参考收益率

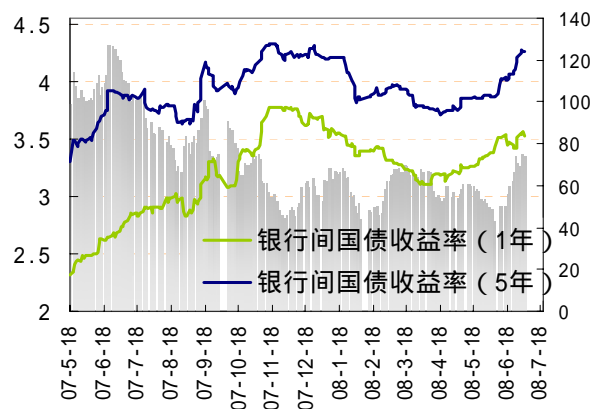


图7：中债收益率曲线 - 国债

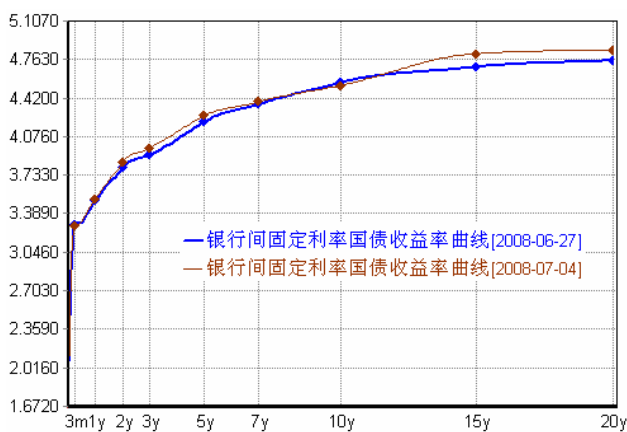
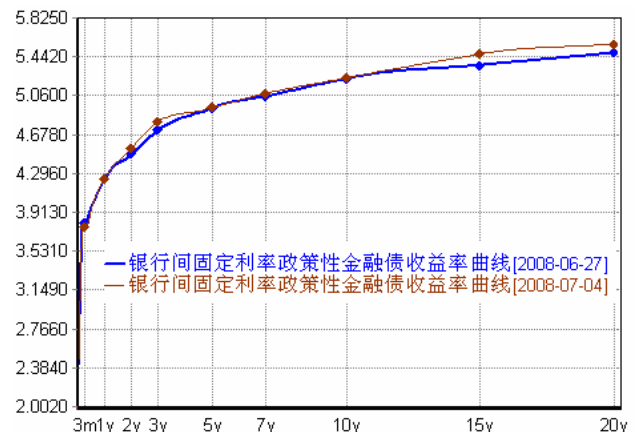


图8：中债收益率曲线 - 金融债



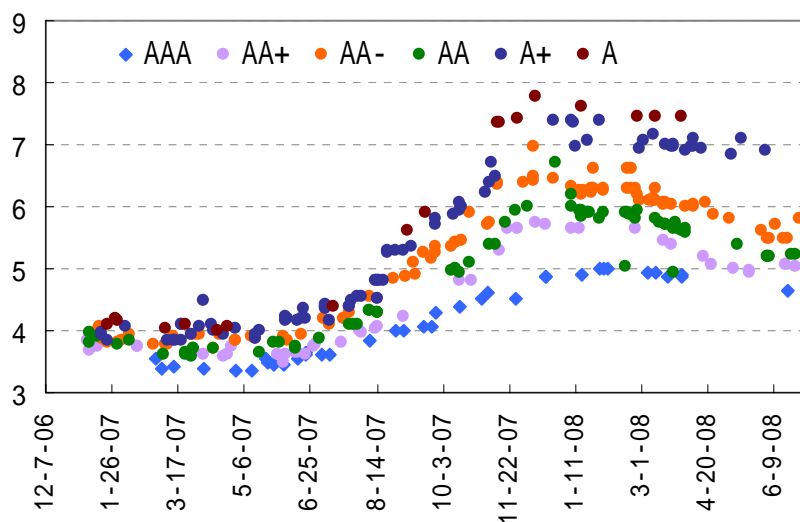
从收益率曲线来看，国债收益率曲线继续上升并陡峭化变动，1-7 年的短端上移 2-6BP，15-20 年的中段上移 9-12BP。金融债收益率曲线继续上升并陡峭化变动，1-10 年期中短端上升 1-8BP，15-20 年的远端上升 9-11BP。

## 4、信用市场

一级市场方面，上周共计有两期企业债和一期公司债发行，无短融发行。

企业债方面，国家电网公司发行两期共计 195 亿元企业债，七年期品种发行 74 亿，票面利率为 5.6%；十年期品种发行 121 亿元，票面利率为 5.71%，较今年二月底发行的两期相同期限的企业债票面利率分别高 35BP 和 36BP。两期企业债主体信用评级和债项评级均为 AAA，首钢总公司为其提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

图9：今年以来短融发行利率



公司债方面，时隔两个月，本周有一期公司债发行。新湖中宝股份有限公司发行 14 亿元八年期公司债，该期公司债的最大特点是，这是以信用方式发行的第一单公司债，其票面利率为 9%，信用评级为 AA-。该期公司债券持有人有权在第 3 年和第 6 年付息日按面值回售给发行人。该期公司债收益率走高与信用发行方式以及发行人所属的房地产行业有关。

二级市场方面，企业债收益率曲线陡峭化变动，15-20 年期远段上升 10-11BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.93% 和 6.14%，较上周分别上升 1BP 和 11BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.28% 和 5.51%，较上周上升 9BP 和 6BP。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%、5.31% 和 6.16%，分别较前一周末上升

2BP、2BP 和 2BP。

图10：短融二级市场收益率

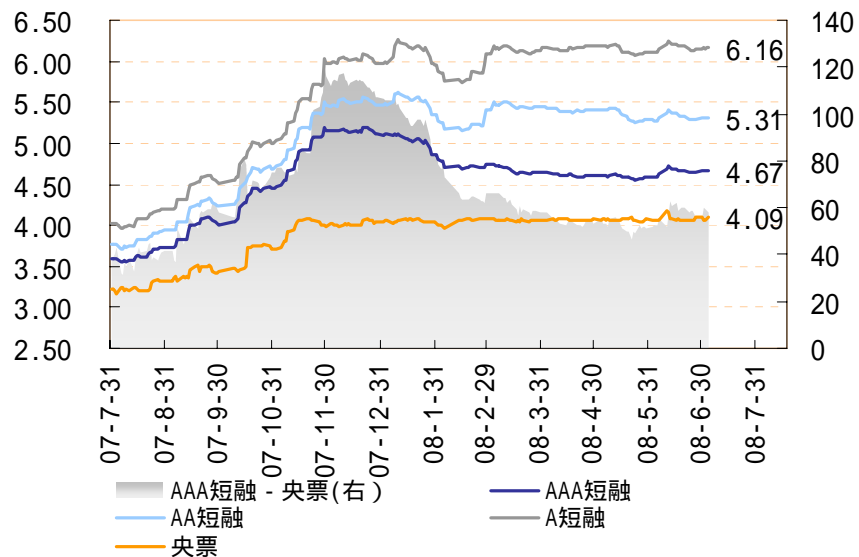
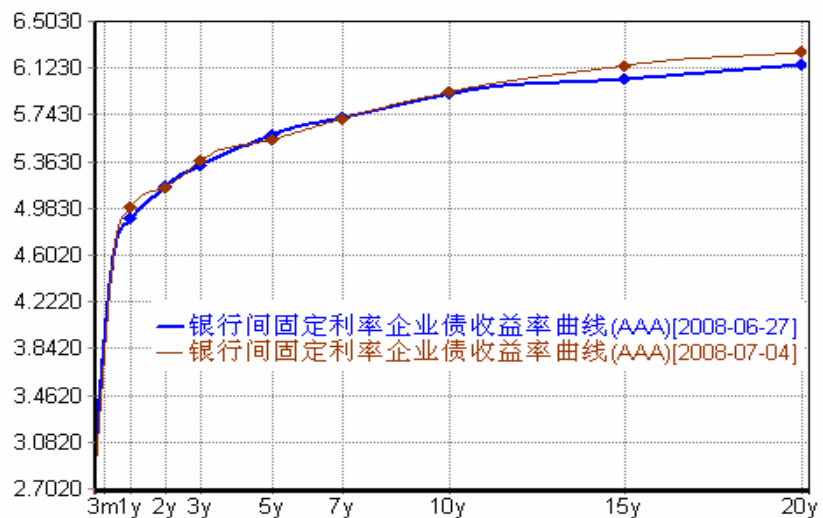


图11：银行间债市企业债收益率曲线 (AAA)



## 二、中国经济分析

1、6月份 PMI 制造业指数为 52，回落 1.3 个百分点，跌至两年最低

6 月中国物流与采购联合会发布的 CFLP 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.0%，比上月回落 1.3 个百分点。

本月中国制造业 PMI 指数体系中，积压订单指数、产成品库

存指数、原材料库存指数、供应商配送时间指数低于 50%，其余各指数均高于 50%，尤其以购进价格指数为最高，达到 75.7%。

从变化趋势来看，同上月相比，产成品库存指数、进口指数、购进价格指数有所上升，其余各指数均有所回落。综合指数 PMI 由于连续 2 个月回落，本月达到最近两年的最低点；新出口订单指数经历连续 3 个月回落，本月处在 50% 临界点边缘；购进价格指数经过上月短暂回落以后，又见回升，本月达到自 2005 年 PMI 开展调查以来的最高点，对这种趋势值得关注。

6 月份 PMI 调查结果反映了经济增长回调在企业采购方面的反映。特别是产品库存指数、购进价格指数等均较上月提高，表明企业经营的状态在向不好方向发展，这些从微观角度会影响到经济增长态势。如果未来对国内需求调控得当，预计企业的市场环境会出现好转，经济增长的回调应该不会很深。”

与新订单指数的回落相比，新出口订单指数回落更为明显。本月新出口订单指数为 50.2%，比上月回落 3.2 个百分点。伴随着新订单回落，生产增速减缓。本月生产指数为 54.2%，比上月回落 1.5 个百分点。

由于生产增速减缓，采购活动减少。本月采购量指数为 53.5%，比上月回落 0.2 个百分点，整体上呈回落趋势。

从企业反馈的意见来看，反映问题的企业比重继续上升。本月反映问题的企业比重为 33.7%，比上月上升 6.5 个百分点。在提出问题的企业中，本月反映价格上涨的比重占 47%，比上月上升 10 个百分点；反映资金紧张的占 16.8%，比上月回落 8.2 个百分点；反映原材料问题的占 25%，比上月上升 9 个百分点；反映运输紧张的企业占 11.9%，比上月上升 3.1 个百分点

## 2、 国家粮食局：粮食价格仍有上涨压力

国家粮食局副局长曾丽瑛今日在“2008 年夏季稻米市场分析会”上表示，全球粮食供求形势依然偏紧，但是有缓和迹象，中国粮食供求基本平衡，市场价格运行平稳，但是国内粮价未来仍存在上涨压力。

全球粮食供求形势偏紧，但有缓和的迹象。美国农业部 6 月份预测，2008/09 年度全球粮食产量为 21.61 亿吨，同比增长 0.47 亿吨，粮食产量增长恢复的原因是气象情况的转好，利于粮食增产，同时由于玉米价格相对比较高，导致全球玉米播种面积增加，而玉米相对其他粮食品种单产高，所以从数据上看全球粮食产量在上涨。不过全球粮食需求也在增长，在过去的 5 年全球人口增长了 7600 万人，由于消费结构的改善，肉禽蛋奶等产品的消费大幅增长，增加了对粮食的需求。更重要的是，国际原油价格上涨导致生物能源被大规模开发应用，工业用粮的大幅增长导致粮食需求上涨。

国际、国内粮食市场互相影响，互相左右，联系越来越紧密，国际粮食危机肯定对中国市场产生了一定的压力。国际粮食市场价格目前高位调整且很难下跌，国际粮食供需失衡在加剧，中国更应该立足国内生产来保障中国的粮食安全。目前看中国的三大粮食品种小麦、玉米和大米是能够满足自给的，与国际市场关联度不强，中国的库存充足，所以中国粮食价格在这次世界粮食危机中保持了稳定。不过从长期看，中国粮食市场与世界市场接轨将是一个趋势。

中国粮食库存仍将保持较高的水平，国家完全有能力保证市场供应和价格的基本稳定。

今年国家粮食价格仍将存在一定的上涨压力，今年粮食生产资料价格的大幅上涨，推高了种粮成本，同时国际粮食价格上涨也在一定程度影响国内粮食价格，这主要体现在大豆上。另外，今年提高粮食最低收购价，导致市场粮价存在较高的心理预期，对价格具有一定的拉动作用。从这三点来看，未来粮食价格仍有上涨的可能。

### 3、 三部委联合狙击热钱，联网核查出口收结汇

外汇局、商务部、海关总署日前联合颁布实施《出口收结汇联网核查办法》，决定自 2008 年 7 月 14 日起对出口收结汇实行联网核查管理。

另外，为配合实施出口收结汇联网核查，完善外债统计监测，

严格管理短期外债规模，外汇局同时发布了《关于完善企业货物贸易项下外债登记管理有关问题的通知》，决定对企业出口预收货款和进口延期付款实行登记管理。

外管局称，加强预收货款与未来实际出口的跟踪监管，可防止无真实贸易背景的资金借用贸易渠道流入境内投机获利；改进对进口延期付款的监督管理，可防止潜在的债务风险，防止未来资金集中大规模流出。截至5月底，中国外汇储备总额达1.797万亿美元。其中5月份增长403亿美元，小于4月份近750亿美元的创纪录增幅。有经济学家表示，5月份资本流入放缓，意味着有关部门加强跨境资本流动管理的措施或已初见成效。这些措施包括：外汇部门加强对热钱流入的检查，对金融机构非居民账户检查。

不过，在加强对贸易信贷管理的同时，外汇局称将充分考虑大型成套设备、船舶等特殊行业和企业实际需求。《出口收结汇联网核查办法》规定，企业出口收汇(含预收货款)应先进入企业的出口收汇待核查账户。企业在通过待核查账户办理资金结汇或划出手续时，银行应登录出口收结汇联网核查系统，在具体贸易类别相对应的可收汇额范围内进行收汇核注。

### 三、人民币利率预测

尽管从商务部监测的食品价格指数估计6月份的CPI可能继续略有回落，但是在主要能源价格仍在高涨的形势下，年内通胀形势仍难以乐观，在上半年经济数据公布之前，就调控层对当前经济形势给予进一步明确判断、对宏观调控取向和操作给予进一步明确定位和信号，市场投资心态都会趋于审慎，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。投资品种方面，可关注信用状况较好的信用类产品。

## 招商银行主承销短期融资券最新市场收益率一览表

(2008年7月4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 金隆 CP01	100.0014	4.27%	0.055	2007-7-24	5	100	4.40%	A-1/A+
07 苏交通 CP03	96.1121	3.96%	0.112	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	96.0043	4.33%	0.109	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1/A+
07 海航 CP01	100.0046	4.37%	0.115	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1/AA-
07 玖龙 CP01	100.0595	4.84%	0.208	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1/AA-
07 西太 CP01	99.8559	5.78%	0.277	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.0457	5.22%	0.281	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1/AA+
07 玖龙 CP02	100.2718	5.10%	0.303	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1/AA-
07 京投 CP02	100.1807	4.11%	0.306	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	97.7136	9.33%	0.342	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1/AAA
07 凤凰 CP02	100.565	5.06%	0.353	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1/A+
07 淮矿 CP02	100.2564	4.68%	0.358	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1/AA
07 海航 CP02	100.3515	5.34%	0.361	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1/AA-
07 南钢 CP01	93.8844	6.55%	0.393	2007-11-23	8	93.98	-	A-1/AA-
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.423	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1/AA
08 南钢 CP01	93.6044	7.07%	0.561	2008-1-24	9	94.07	-	A-1/AA-
08 赣出版 CP01	100.0767	6.06%	0.563	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1/AA-
08 皖能 CP01	100.7048	4.94%	0.582	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1/AA-
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.639	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP02	100.7021	4.99%	0.683	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP01	100.5514	5.04%	0.621	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1/AA-
08 京机电 CP01	95.308	4.55%	0.696	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1/AA
08 闽太电 CP01	100.4316	6.34%	0.770	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1/A+
08 顺鑫 CP01	100.1118	6.71%	0.708	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1/A+
08 顺鑫 CP02	100.2265	6.62%	0.784	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1/A+
08 沈化工 CP01	100	5.39%	0.855	2008-5-12	5	100	5.40%	A-1/AA
08 岱海 CP01	100.3584	5.12%	0.934	2009-6-10	9	100	5.50%	A-1/AA-
08 鲁晨鸣 CP01	100.1812	4.99%	0.934	2009-6-10	7	100	5.20%	A-1/AA

## 数据简报

(2008年7月4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	3.52%	4.25%	4.99%
2年	3.85%	4.54%	5.15%
3年	3.98%	4.81%	5.38%
5年	4.27%	4.94%	5.54%
7年	4.39%	5.08%	5.72%
10年	4.53%	5.23%	5.93%
15年	4.82%	5.47%	6.14%
20年	4.85%	5.57%	6.25%
5 - 1年	0.74%	0.70%	0.55%
10 - 1年	1.01%	0.99%	0.94%
20 - 1年	1.32%	1.32%	1.26%

### 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 76	1	08-7-1	96.10	4.0583%	15	-
	08 央票 77	0.25	08-7-3	99.16	3.3978%	230	-
金融债	08 国开 12	5	08-7-2	100	1年定存+0.75%	200	-
	08 进出 12	3	08-7-4	100	4.82%	100	-
企业债	08 国网债 03	7	08-7-4	100	5.6%	74	AAA/AAA
	08 国网债 03	10	08-7-4	100	5.71%	121	AAA/AAA
公司债	08 新湖债	8	08-7-2	100	9%	14	AA -

## 招银短期融资券综合信用利差指数

(2006年10月3日-2008年7月3日)



日期	08-6-27	08-6-30	08-7-1	08-7-2	08-7-3
招银短期融券综合信用利差指数	119.96	117.96	116.25	113.93	112.46

### 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。

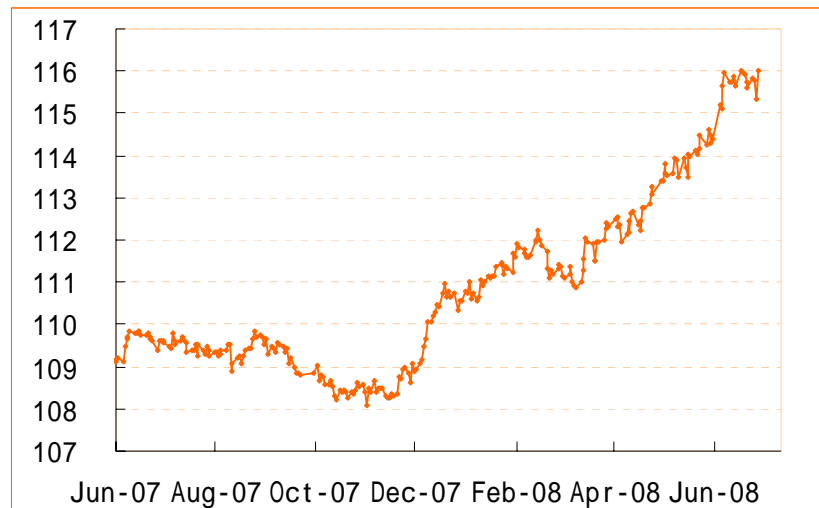
3、在给某只短期融资券定价时，以剩余期限在1年左右的活跃国债收益率为基准，加上招银短期融资券综合信用利差指数后，根据信用等级、发行规模和期限因素，适当加减一定的基点数，就能得到相应的参考定价。

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7月3日)



日期	08-6-27	08-6-30	08-7-1	08-7-2	08-7-3
招银人民币贸易 加权汇率指数	115.6114	115.8375	115.7922	115.3498	116.0306

### 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。