

分析师:

阎素萍 刘俊郁

0755-83076506

0755-83196172

yansp@cmbchina.com

jerryjyliu@cmbchina.com

一、市况回顾

1、公开市场

上周央行净回笼资金 260 亿元，票据及回购到期释放资金 590 亿元，央票发行 580 亿元，同时央行进行正回购操作 520 亿。

由于央票一二级市场利率倒挂，3 年期和 1 年期央票需求遭到抑制，一年期央票象征性发行 50 亿元。以往按惯例在周四公开市场发行的 3 年期央票自上周四起暂停发行，取而代之的是 6 个月期央票的重新启动。而此前最近的一次 6 个月期央票发行是在 2006 年 8 月份，距今已近两年之久。

一年期央票、三个月及六个月期央票发行分别为 50 亿、350 亿及 180 亿元，一年期及三个月央票发行利率分别为 4.0583%、3.3978%，收益率水平继续持平于前期水平，而六个月央票发行利率为 3.6969%。

图1: 央票招标利率

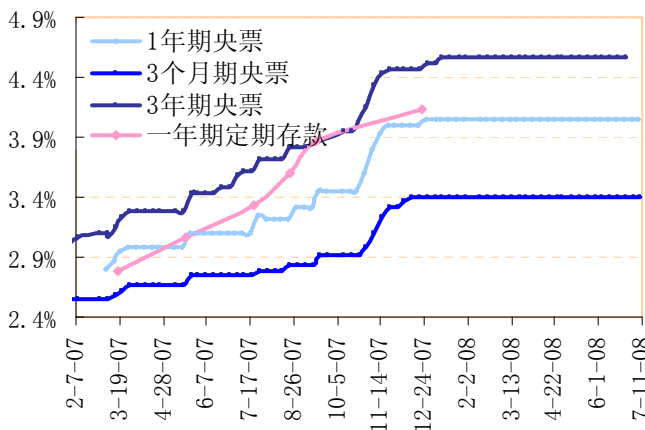
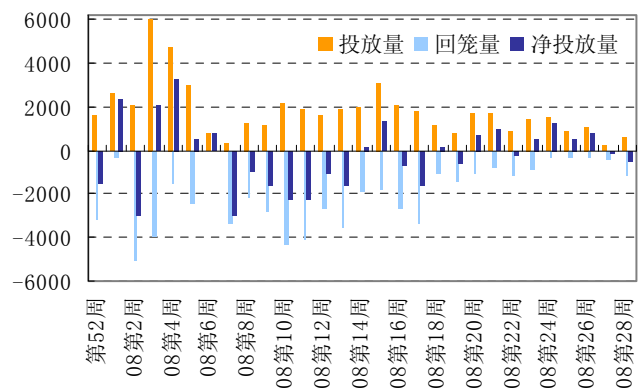


图2: 公开市场操作的货币投放与回笼



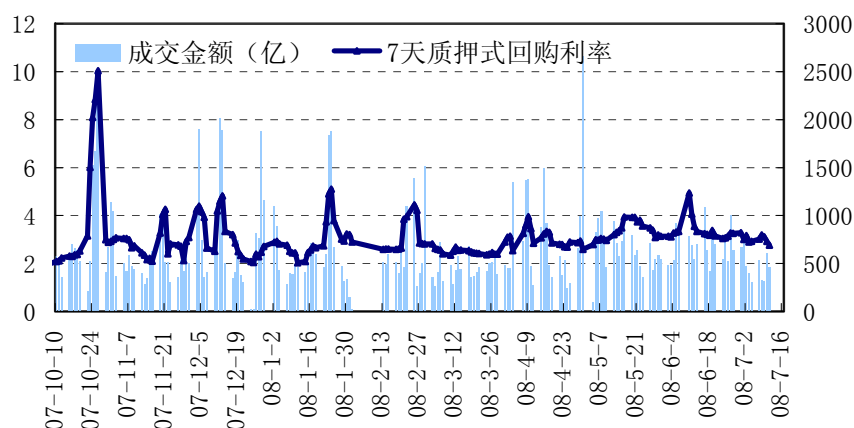
上周央行正回购利率持平与前期水平，其正回购操作情况如下表所示:

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-7-8	28 天	190	3.2%	0
2008-7-3	28 天	330	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2.77%，较上周末下降16BP。上周债券质押式回购加权平均利率为2.69%，与上周相比下跌18BP。债券质押式回购成交累计8155.88亿元，与上周相比减少10.05%。

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。

预定于下周一（7月14日）发行的2008年第十一期固息国债，期限为三年，计划发行240亿元，追加发行5.9亿元，中标利率3.92%，认购倍数为1.43倍，较6月下旬发行的10年期国债1.32倍的认购倍数有所上升，但仍维持在较低的水平。

上周发行一期金融债（139.30亿元）。

中国进出口银行上周发行第5期三年期浮息债，利率基准为一年期定存，中标利差为52BP，在计划100亿元招标量结束后，承销团成员又以数量招标方式追加认购了39.3亿元该期债券，总发行额为139.30亿元，认购倍数为2.88倍，对应收益率为4.66%，利差略高于二级市场收益率。

上周由于市场关于6月份CPI有所回落的预期使得对央行加息的担忧减弱，加之目前银行间市场资金面趋于宽松，同时投资

者对近期加息的预期有所淡化，导致新债受到投资机构追捧，该认购倍数较上周中国农业发展银行3年期固定利率债券1.56倍的认购倍数明显上升，并创下近期所发新债认购倍数的最高纪录。

二级市场方面，受新发国债收益率走低影响，债市出现上涨，银行间债券总指数收于116.93，较前一周周末收盘指数大幅上升0.42点。全周现券成交7284亿元，与上周相比减少1.5%。

图5：银行间债券总指数

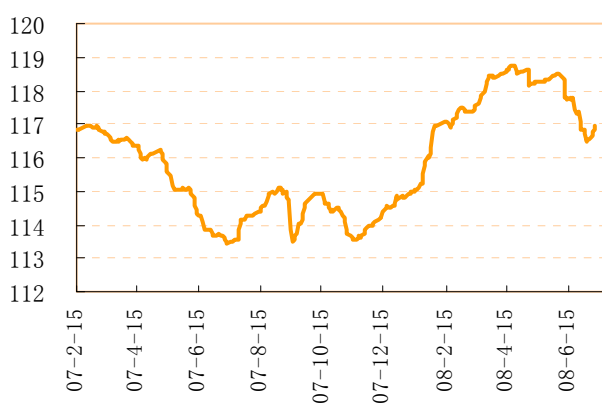


图6：1年期与5年期国债参考收益率

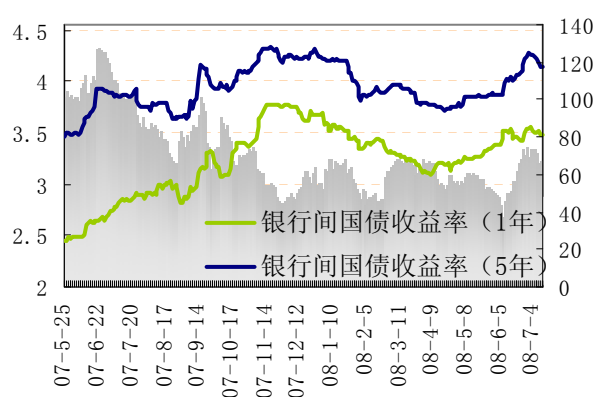


图7：中债收益率曲线 - 国债

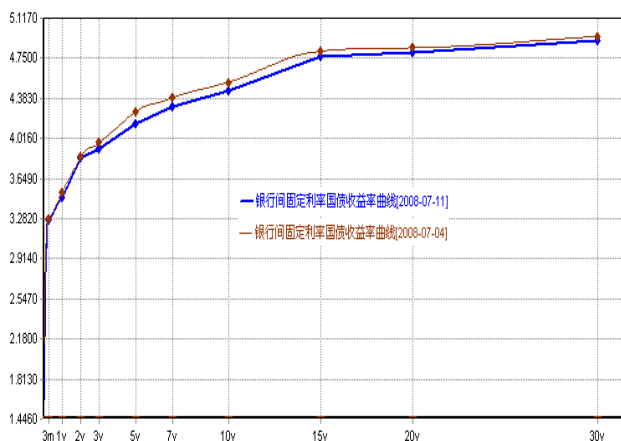
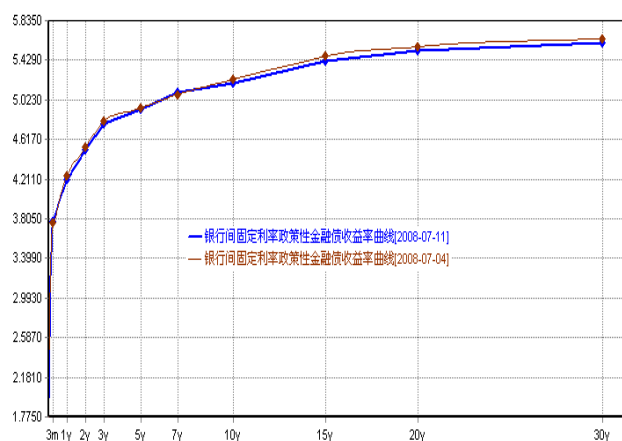


图8：中债收益率曲线 - 金融债



从收益率曲线来看，国债收益率曲线整体有所下降，短端下降比较大，1-7年的短端下移0-12BP，15-20年的中段下移4-5BP。金融债收益率曲线有所下降并呈扁平化变动，1-10年期中短端变动较为不确定，变动范围为-1.5-4BP，15-20年的远端整体下降，下降幅度基本上保持为4.4BP。

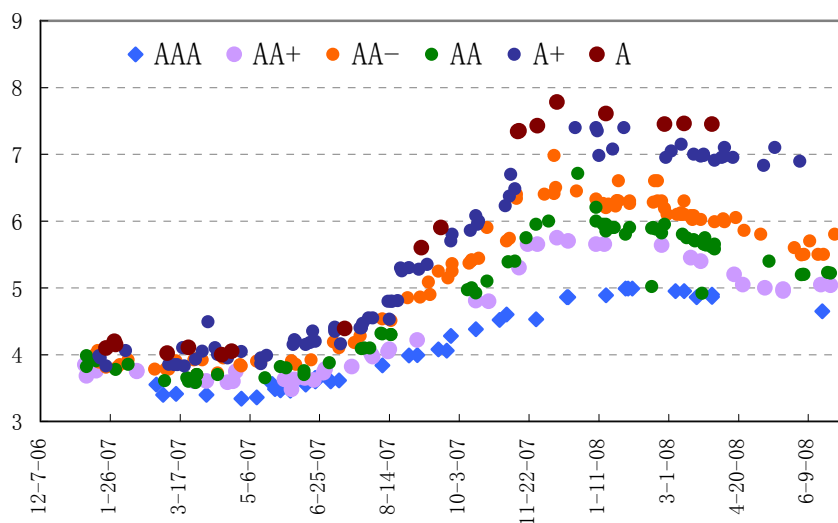
4、信用市场

一级市场方面，上周共计有一期公司债和六期短融发行。

公司债方面，保利房地产(集团)股份有限公司发行 43 亿五年期公司债，票面利率 7.00%。较今年四月初发行的相同期限与评级的企业债票面利率高 30BP。该期公司债主体信用评级和债项评级分别为 AA 及 AA+，中国保利集团公司为该期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

短融方面，评级为 AA+ 的广州发展实业控股集团股份有限公司及江苏省国信资产管理集团有限公司，发行额度均为 10 亿元，发行利率为 5.03%，较上周同评级的短融下降 10BP；评级为 A+ 的石药集团有限公司发行额度为 4 亿，发行利率为 6.80%，较 6 月初同等评级的短融下降 9.5BP；评级为 AAA 的鞍山钢铁集团公司及中国铝业股份有限公司分别发行 40 及 30 亿元，发行利率均为 4.83%，持平于前期同评级短融。

图9：今年以来短融发行利率



二级市场方面，企业债收益率曲线扁平化变动，中远端下移较为明显，10-20 年期中远端下降 4-8BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.85% 和 6.09%，较上周分别下降了 8BP 和 5BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.35% 和 5.52%，较上周下降了 3BP 和 2BP。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 4.7009%，5.3448%，6.192%，分别较前一周末上升 3BP、3BP 和 3BP。

图10: 短融二级市场收益率

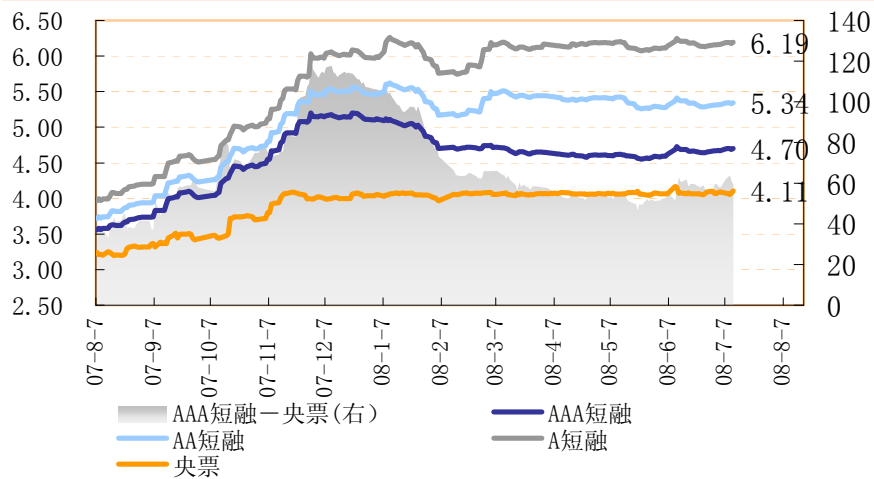
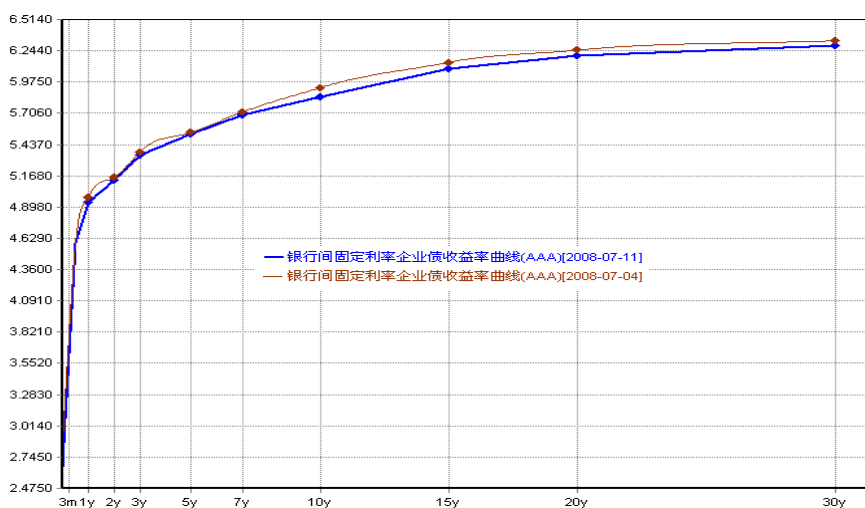


图11: 银行间债市企业债收益率曲线 (AAA)

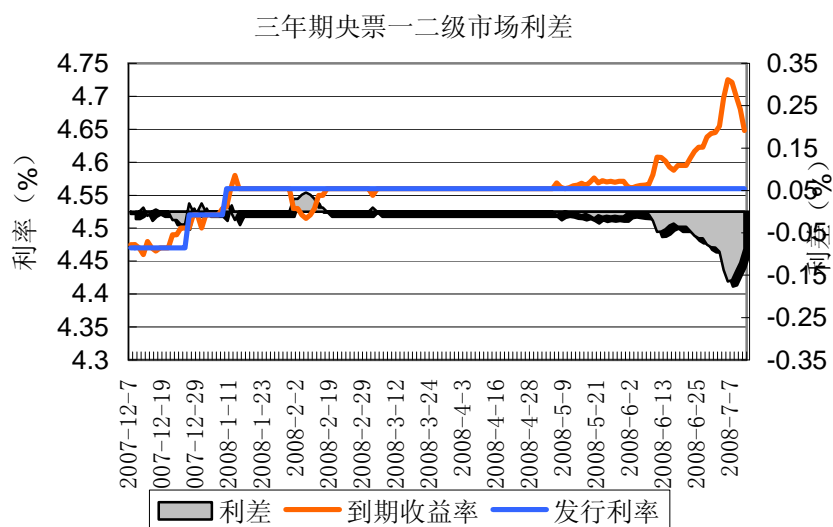


二、中国经济分析

1、6 个月期央票重新启动

由于央票一二级市场利率倒挂，投资者对3年期和1年期央票需求不高，导致央票的发行遭遇困难，在连续几周3年期央票维持10亿元的地量发行后，上周四，央行暂停了3年期央票。同时公开市场回笼资金效果也大为减弱。取而代之的是6个月期央票的重新启动。一直以来，央行公开市场业务操作中很少使用6个月期央票，尤其在3年期央票开始发行后，6个月期央票的发行就更少。此前最近的一次6个月期央票发行是在2006年8月份，距今已近两年之久。

图12：三年期央票一二级市场利差



由于三年期央票可以达到深度锁定资金的功能，且今年基准利率并没有上调，央票的发行利率仍然维持年初4.56%的水平。而在二级市场上，受加息预期等因素的影响，该品种收益率水平已经接近4.7%。如果要确保发行规模，央行就必须提高发行利率，而3年期央票利率的上升必然将进一步强化市场对央行加息的预期，引发连锁反应。央行此次的暂停三年期央票而转化为发行6个月期央票的举动说明央行的继续运用数量工具回收流动性的决心及方法并没有发生改变，反而会寻求更加灵活的短期措施。这也凸现了央行目前面临的困境，在利率不

变的情况下，数量工具对市场的回笼功能已经逐渐减弱，之前的6次提高存款准备金已经使银行资金面逐步紧缺。而利率工具的提高会给市场带来较大的冲击，在目前经济放缓的情况下，央行尽可能的避免实行利率手段来回收流动性。

上周二央行在发行50亿元1年期央票的同时，将28天正回购的量增加到了190亿元，已显现出公开市场操作力度加强的趋势。而上周随着6个月期央票的复出，公开市场资金回笼力度大幅增加，上周央行公开市场净回笼资金达510亿元，这也是央行在连续5周向市场净投放资金后，首次转向净回笼资金。因此，6个月期央票的替补上场，预示着下半年公开市场将倾向动用短期工具。

2、6月出口增速大幅回落，进口增长加速，贸易顺差同比下降20.6%

6月份，我国进出口总值2217.15亿美元，同比增长23.30%。当月出口1219.33亿美元，同比增长17.6%，较上月的28.1%大幅回落；进口1001.82亿美元，同比增长31%，月度进口规模连续3个月超过千亿美元。贸易顺差213.5亿美元，比去年同期下降20.6%。

图13: 进出口同比增长与贸易顺差

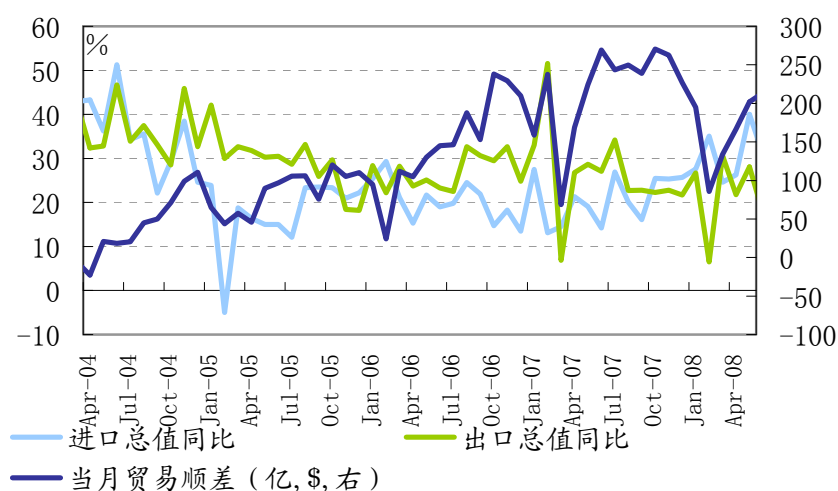
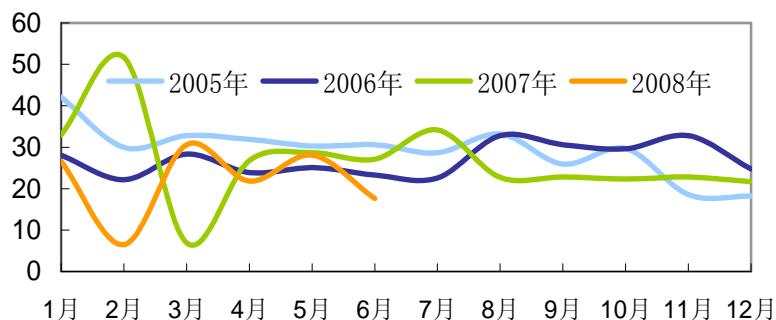


图14: 05-08年出口增速

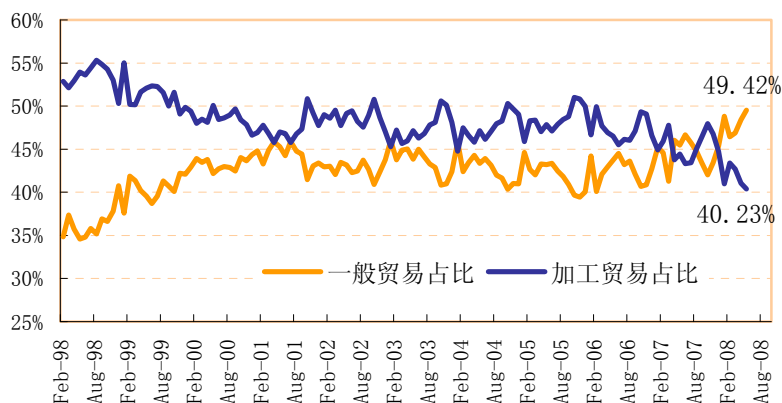


今年上半年,我国对外贸易进出口总值达12341.7亿美元,去年同期累计增长25.7%。其中出口6666.05亿美元,累计增长21.9%,进口5675.67亿美元,增长30.6%;累计顺差为990.3亿美元,比去年同期下降11.8%,净减少132.1亿美元。

在出口商品中,电器、电子产品、机械及设备机电产品出口增势良好,共出口3887.8亿美元,占同期出口总值的58.3%。服装、纺织纱线、织物及制品等传统大宗商品出口增长呈现放缓迹象。

在进口商品中,铁矿砂、原油、成品油和煤炭等初级产品进口步伐明显加快,主要品种进口均价大幅上涨。其中,进口成品油均价达到每吨758.9美元,上涨77.3%;进口均价更是上涨78.3%。

图15: 一般贸易占比与加工贸易占比

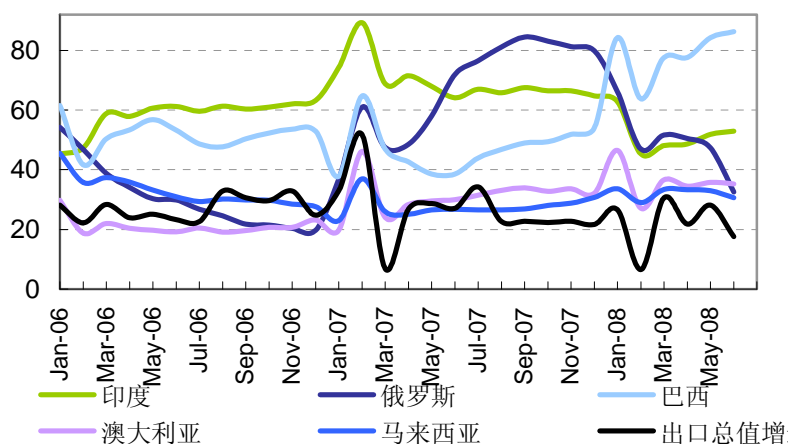


就出口结构看,加工贸易占比继续下降,目前已经降至

40.23%，而一般贸易的占比已经升至 49.42%。一般贸易相对于加工贸易，有相对较高的商品附加值，一般贸易的增强表明，我国出口能力及产品竞争能力有所增强，但由于加工贸易出口与进口具有较强的联动关系，出口减缓直接导致进口乏力，其项下顺差增势减缓。

从出口地区看，在中国前三大主要贸易体中，作为我国第一大贸易体的欧盟，1-6 月份中欧双边贸易总值为 2021.4 亿美元，累计出口同比增速为 27.7%，较去年同期下降了 3.2%，美国为第二大贸易伙伴，但对其出口增速下降最大，为 8.9%，同比下降了 8.9%；日本的增速为 15.1%，上升不大，为 3.8%。但中国对于发展中经济体出口保持了较好的增长，6 月份对印、俄、巴西、澳大利亚、马来西亚等国的出口增速在 31%-53%之间。中国的出口有从发达国家向发展中国家转移的趋势。

图16: 中国对发展中国家的出口增长



就进口来看，进口主要由进口商品价格上涨推动。1-6 月我国进口初级产品 1840 亿美元，增长 70%。初级产品进口大幅增长的主要原因是进口均价大幅上涨。其中，原油、成品油、铁矿砂、大豆及食用植物油进口均价同比涨幅均超过 67%，而上述初级产品的进口数量同比增幅仅介于 10%-20%之间。

从 6 月份的数据可以看出，主要的进口商品数量除大豆外环比均有所下跌，但价格方面除大豆价格环比有所下跌之外，其余均实现 3%-24% 的上涨。

表1: 主要的进口商品价格上涨幅度

	原油	成品油	铁矿砂及其精矿	大豆	食用植物油
2008年6月较2007年1月上漲幅度	105.99%	89.93%	103.52%	95.42%	129.95%
今年以来上漲幅度	32.08%	34.71%	12.38%	20.96%	41.52%
同比上漲幅度	81.56%	116.37%	67.45%	78.91%	66.50%
环比上漲幅度	13.89%	24.23%	3.18%	-0.73%	3.94%

图17: 主要的进口商品数量 (单位: 万吨)

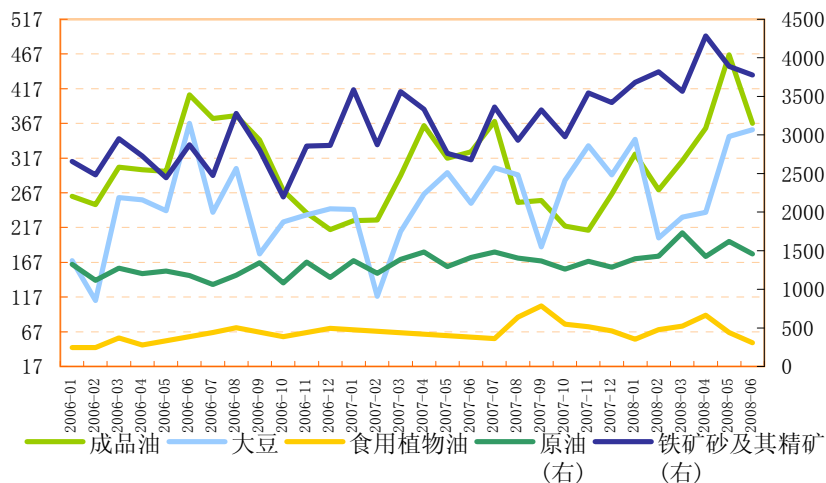
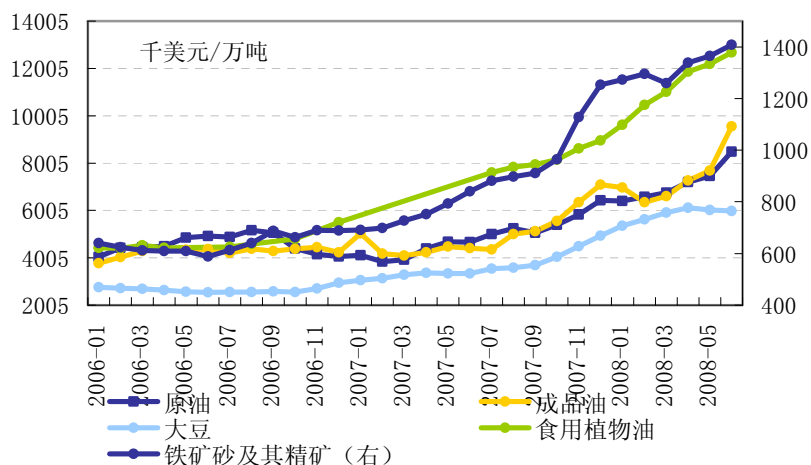


图18: 主要的进口商品价格上涨



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，而且鉴于进口初级产品的价格上涨会体现在PPI中，因此预期PPI在未来数月可能还将保持高位状态。在上半年来经济数据公布之前，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之前，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11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%	4.2%	4.94%
2年	3.83%	4.52%	5.13%
3年	3.92%	4.78%	5.35%
5年	4.15%	4.93%	5.52%
7年	4.31%	5.1%	5.7%
10年	4.46%	5.2%	5.85%
15年	4.77%	5.43%	6.09%
20年	4.8%	5.52%	6.21%
5-1年	0.68%	0.73%	0.58%
10-1年	0.99%	1.00%	0.91%
20-1年	1.33%	1.32%	1.27%

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 央行票据 78	1	2008-7-9	96.1	4.0583%	50	—
	08 央行票据 79	0.25	2008-7-11	99.16	3.3978%	350	—
	08 央行票据 80	0.5	2008-7-11	98.19	3.6969%	180	—
金融债	08 进出 05	3	2008-7-10	100	1年定存+0.52%	139.30	—
短期融资券	08 广控 CP01	1	08-7-07	100	5.03%	10	AA+/A-1
	08 苏国信 CP02	1	08-7-07	100	5.03%	10	AA+/A-1
	08 石药 CP01	1	08-7-08	100	6.80%	4	A+/A-1
	08 鞍钢 CP01	1	08-7-09	100	4.83%	40	AAA/A-1
	08 中铝 CP02	1	08-7-09	100	4.83%	30	AAA/A-1
公司债	08 保利债	5	08-7-11	100	7%	43	AA/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
招银短期融资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。

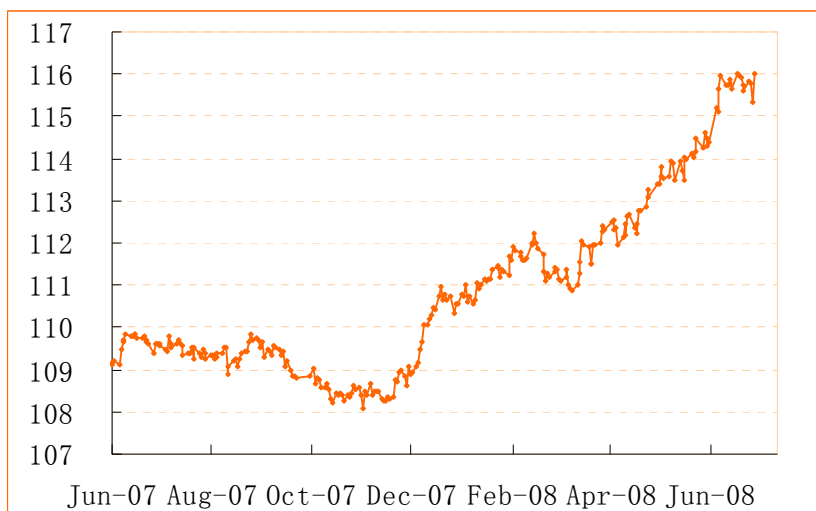
3、在给某只短期融资券定价时，以剩余期限在1年左右的活跃国债收益率为基准，加上招银短期融资券综合信用利差指数后，根据信用等级、发行规模和期限因素，适当加减一定的基点数，就能得到相应的参考定价。

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。