

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 100 亿元，票据及回购到期释放资金 900 亿元，央票发行 660 亿元，同时央行进行正回购操作 140 亿。

一年期央票、六个月、三个月央票发行分别为 210 亿、200 亿元、250 亿元，发行利率分别为 4.0583%、3.6969%和 3.3978 %，收益率水平仍持平于前期水平。

图1：央票招标利率

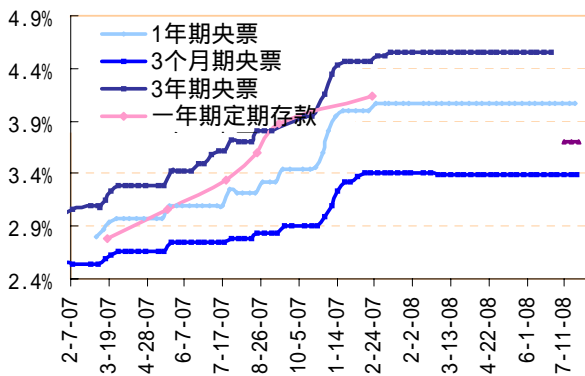
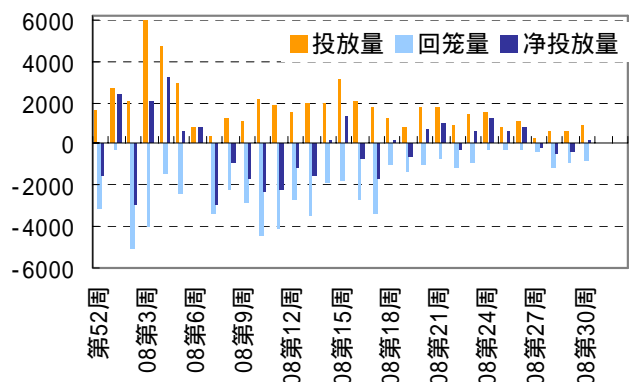


图2：公开市场操作的货币投放与回笼



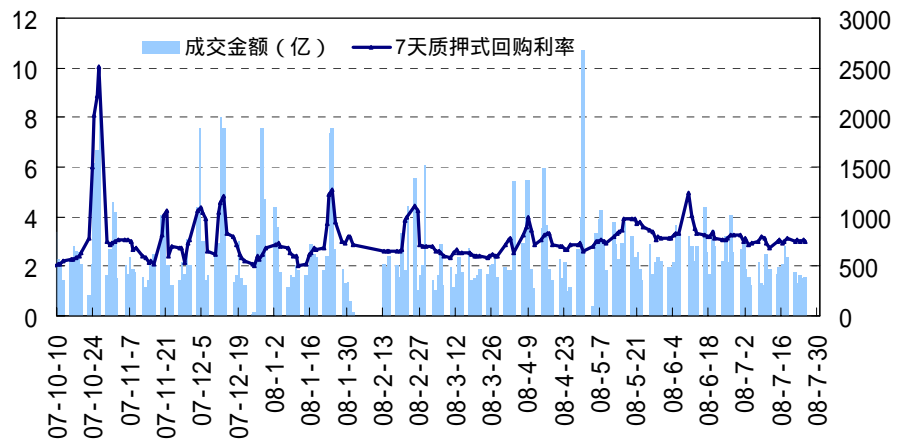
上周央行正回购利率持平与前期水平，其正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-7-22	28 天	80	3.2%	0
2008-7-24	28 天	60	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 3.0276%，较上周末下降 13BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 2.70%，与上周相比上涨了 4BP。债券质押式回购成交累计 8891 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，上周发行一期 260 亿元国债。财政部发行期限为 6 个月的第十二期记账式国债，发行价格为 98.348 元，对应收益率为 3.3321%，发行 260 亿元，认购倍数为 1.08 倍，显示市场需求较为平淡。

上周有三期金融债（共计 150 亿）发行。中国农业发展银行发行第十三期浮息金融债，期限为三年，基准利率为一年期定期存款利率，中标利差为 49BP，对应收益率 4.63%，该期债权发行规模为 120 亿元，超额认购倍数为 2.28 倍，显示机构需求较好。

二级市场方面，债市小幅反弹，银行间债券总指数收于 117.2，较前一周周末收盘指数大幅上涨 0.05 点。全周现券成交 7635 亿元，与上周相比增加 7.85%。

图5：银行间债券总指数

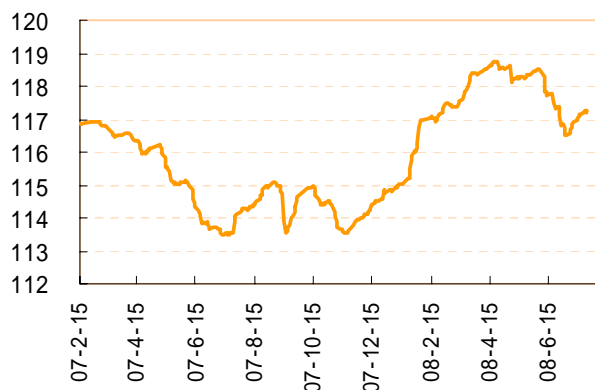


图6：1年期与5年期国债参考收益率

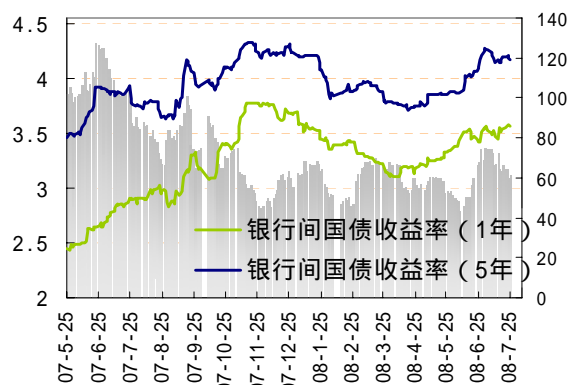


图7：中债收益率曲线 - 国债

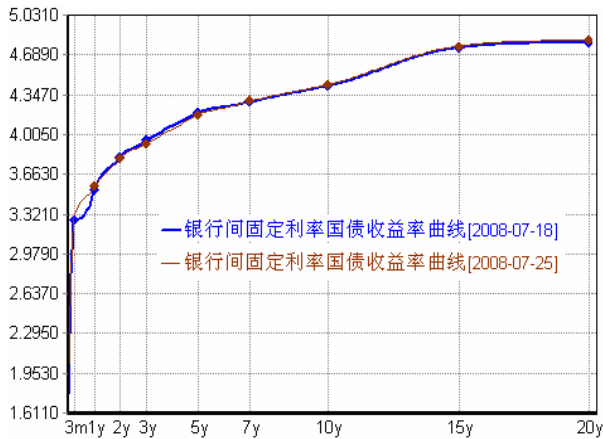
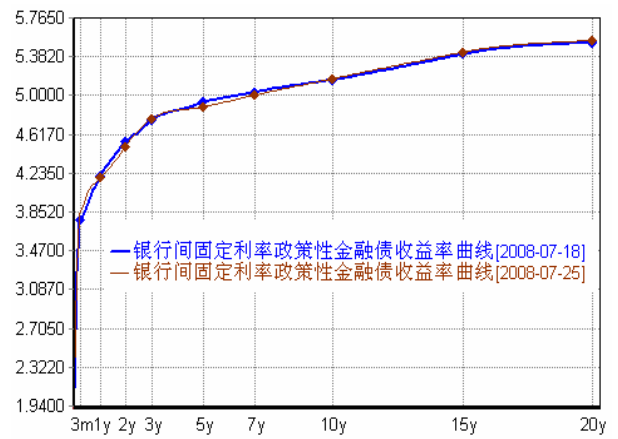


图8：中债收益率曲线 - 金融债



从收益率曲线来看，国债收益率曲线基本稳定，轻微陡峭化变动，7-20年的中远端上升在1BP左右，2-5年的短端下移1-3BP。金融债收益率曲线走势类似于国债，2-7年期中短端下降3-5BP，10-20年的远端上升1-2BP。

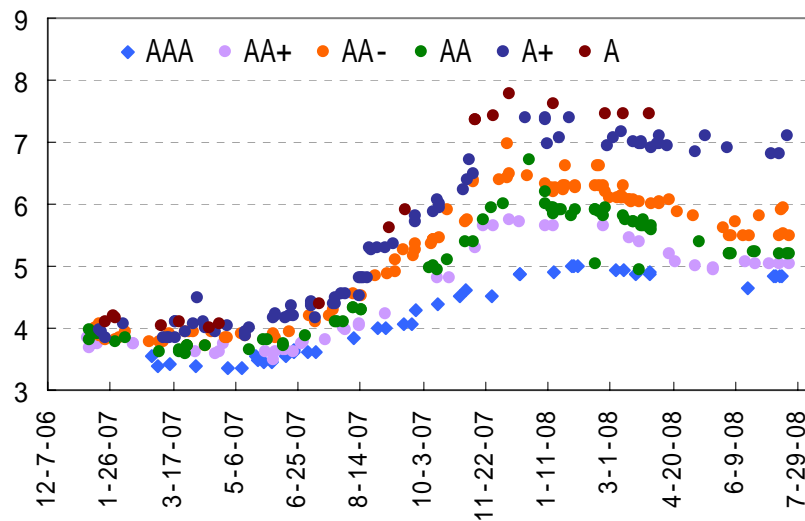
4、信用市场

一级市场方面，上周发行五期短期融资券(46亿元)、六期(133亿元)企业债。

短融方面，主体信用评级为AA的潍柴动力股份有限公司和上海浦东发展(集团)公司短融发行收益率为5.20%；主体信用评级为AA+的安徽省高速公路总公司发行收益率分别为5.03%；主体信用评级为AA-的厦门钨业股份有限公司发行收益率分别为5.50%；主体信用评级为A+的江苏三房巷集团有限公司发行收益率分别为7.1%。

企业债方面，宁波交通投资控股公司发行8亿元五年期企业债，票面利率为6.9%，该期债券主体信用评级为AA-，债项评级为AA，宁波城建投资控股公司为其提供担保。

图9：今年以来短融发行利率



中国冶金科工集团公司发行 35 亿元十年期企业债，该期债券主体信用评级和债项评级均为 AAA，前五年票面利率 6.10%，后 5 年的利率在前 5 年的基础上上调基点；且该期债券附回售权，发行人将于本期债券的第 5 个计息年度付息日前决定是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告；投资者有权选择将持有的本期债券按面值回售给发行人。

大唐集团公司发行 25 亿元十五年期企业债，该期债券主体信用评级和债项评级均为 AAA，前十年票面利率 5.9%，后十年的利率可上调基点；且该期债券附回售权，发行人将于本期债券的第十个计息年度付息日前决定是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告；投资者有权选择将持有的本期债券按面值回售给发行人。国家开发投资公司为该期债券提供不可撤销连带责任担保。

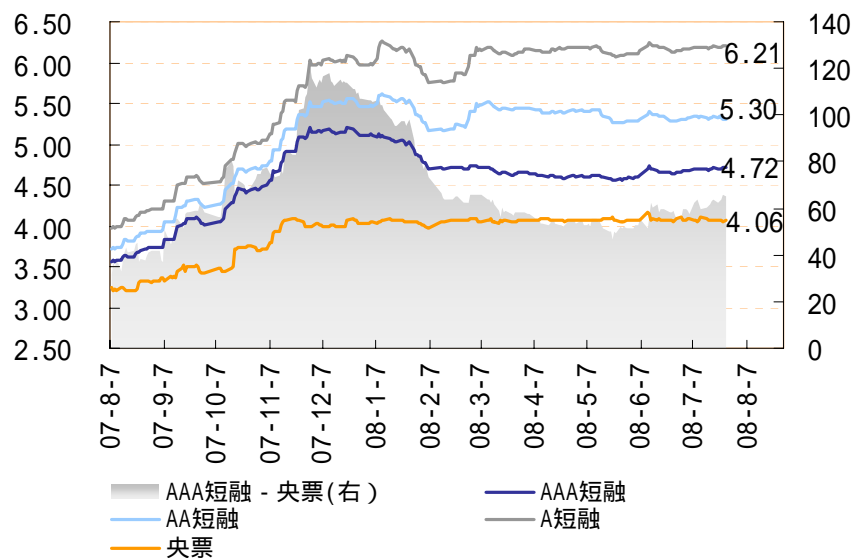
金发科技发行 10 亿元五年期公司债，票面利率为 8.2%，该期债券主体信用评级和债项评级均为 AA -。

中国兵器工业集团公司发行 45 亿元十年期企业债，前七年票面利率 6.00%，后 3 年的利率在前 7 年的基础上上调基点，该期债券主体信用评级和债项评级均为 AAA，且该期债券附回售权，发行人将于本期债券的第七个计息年度付息日前决定是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告；投资者有权选择将持有的本期债券按面值回售给发行人。

08 连云发展债期限 7 年，发行规模 10 亿元，票面年利率

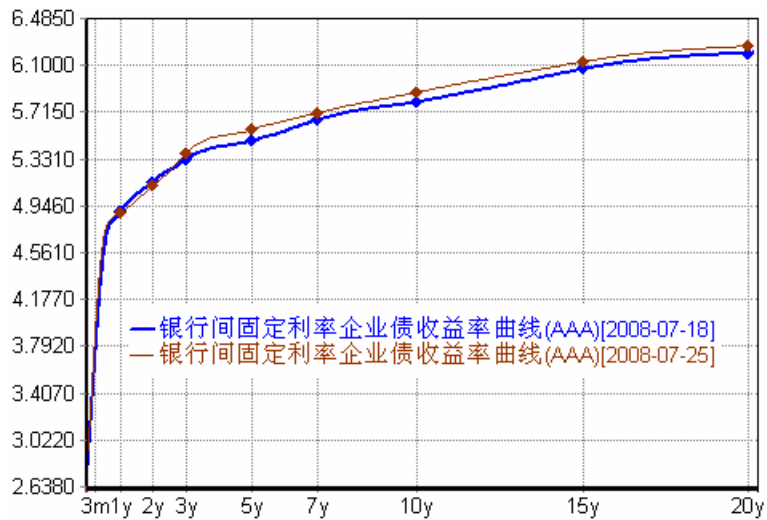
为 7.85%。经联合资信评估有限公司综合评定，本期债券发行人主体信用评级为 AA-级，债项信用评级为 AA+级。该期债券不设担保，但首次采用了海域使用权抵押、股份质押、偿债基金提取和提前偿还条款相结合的增信方式。其中，股份质押被首次作为信用增级手段进入企业债券发行。这拓宽了我国企业融资工具（含票据、企业债、公司债等）信用增级渠道，股份质押是对传统抵押担保方式的一个突破，为丰富企业债务融资工具增级手段提供了好的借鉴，有助于我国信用风险市场的发展与定价。

图10：短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债收益率曲线整体上移，远端显著上升，3-20 年期远段上升 5-9BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.88%和 6.13%，较上周分别上升 8BP 和 6BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.26%和 5.53%，较上周上升 2BP 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 4.72%、5.30%和 6.21%，分别较前一周末上升 1BP、下降 4BP 和上升 1BP。

图11：银行间债市企业债收益率曲线（AAA）



资料来源：WIND

二、中国经济分析

1、发改委要求进一步加强和完善电煤价格临时干预措施

6月19日，国家发展改革委对全国发电用煤实施临时价格干预措施以来，电煤价格过快上涨的势头得到明显遏制，重点合同价格保持平稳，但出现了合同兑现率下降、部分非重点合同电煤价格出现不同程度上涨的情况。近日，国家发展改革委发出通知，要求进一步加强和完善电煤价格临时干预措施。

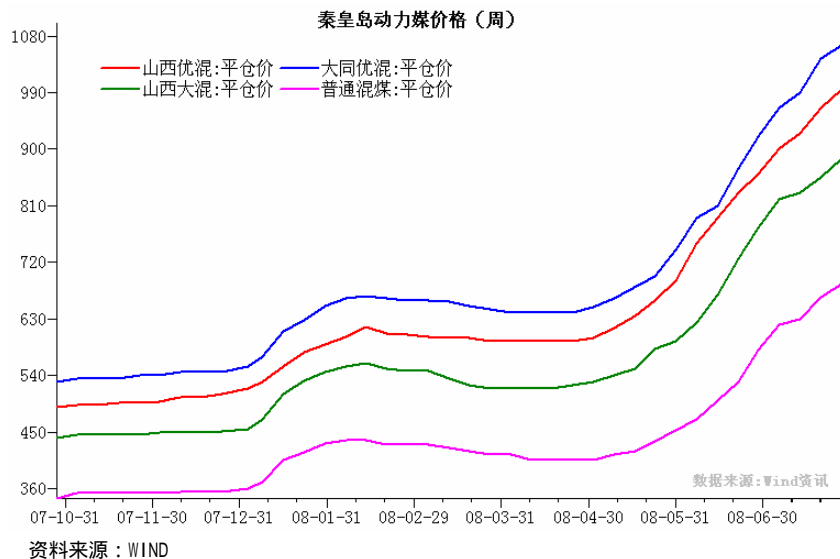
《通知》提出，对主要港口和集散地动力煤实行最高限价。规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过6月19日价格水平，即发热量5500大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨860元、840元和850元。

《通知》强调，加强对重点电煤合同兑现率的监管。规定煤炭生产经营企业原则上不得在港口变更重点合同收货人，不得将重点合同电煤交给关联销售公司进行销售，转变为市场电煤或其它用煤。国家发展改革委将组织有关单位按价格、热值、数量统计重点合同兑现率，对未按合同约定执行的，相应削减其次年重点合同运力计划，并收缴价格违法收入。

这是继6月19日国家发改委出台电煤价格临时干预措施之后追加的二次通知。6月19日“限价令”下发以来，由于煤炭重点合同内外价格差较大，有的煤矿在煤炭运抵秦皇岛港后将

重点电厂的重点合同变更为非重点合同，由重点合同价格提高为非重点的市场价格，导致出现合同兑现率下降、部分非重点合同电煤价格不同程度上涨的情况。

图12：秦皇岛动力煤价格周走势图



今年重点电煤合同兑现率仅为 76%。目前，国内电煤价格标杆——秦皇岛中转煤炭价连续 2 个多月周周创新高，目前报价超过 1000 元/吨。包括煤在内的国内资源价格上涨的潜在压力仍较为突出，而煤作为我国主要的能源，其价格上涨的影响也将是广泛的，国内潜在的未释放的通胀压力不容忽视。

2、 中央政治局召开会议明确下半年经济工作六点要求

中央政治局 25 日召开会议研究了当前经济形势和经济工作。该次会议强调，下半年经济工作的目标，要继续保持经济平稳较快增长、努力推动经济社会又好又快发展，继续把抑制物价过快上涨摆在突出位置、努力把物价涨幅控制在合理的区间内。为了实现这个目标，必须稳定政策，保持政策的连续性和稳定性；必须适时微调，把握好宏观调控的重点、节奏、力度；必须坚持区别对待、有保有压，灵活而准确地解决问题。

胡锦涛就做好下半年经济工作提出 6 点要求。一是全力保持经济平稳较快发展。要着力扩大国内需求尤其是消费需求，同时保持对外贸易平稳增长，充分利用国际国内两个市场、两

种资源推动经济发展。要努力增加煤电油供给，支持中小企业解决生产经营困难，引导资本市场、房地产市场健康发展，稳定对经济发展的预期。二是有效抑制物价过快上涨。要继续综合运用经济、法律和必要的行政手段，着力在增加有效供给和抑制不合理需求上下功夫。要扩大市场供给，特别是要努力增加粮油肉菜等基本生活必需品的生产，强化市场监管。三是切实抓好农业生产。要努力实现粮食总产稳定增长，注意搞好品种结构平衡。要进一步落实和完善各项强农惠农政策，加大对农业的支持和补贴力度，采取措施降低农业生产成本，保护农民种粮积极性。四是积极推动经济发展方式转变。要推动产业结构优化升级，大力推进企业科技进步和创新，全力做好节能减排工作。五是继续推进改革开放。要坚定不移地推进改革开放，特别是要根据条件抓紧在重要领域和关键环节上取得新进展。要加快完善资本市场体系，深化行政管理体制改革，扩大对外开放。六是精心做好保障民生工作。要切实做好抗震救灾和灾后恢复重建工作。要继续实施积极的就业政策。要关注物价上涨对低收入群众生活水平的影响，加大财政对保障民生的支持力度，努力保证低收入群众生活水平不下降。

三、人民币利率预测

当前政策导向倾向于“一保一控”，已经显现出局部性政策调整或放松，如中小企业金融支持、信贷控制的“有保有压”等。上半年经济数据公布以后的政策敏感期至今未见紧缩货币操作，一定程度的上缓和了市场气氛。短期内债市可能出现震荡走势，债市反弹仍将受制于通胀问题，债市投资仍需偏于审慎。投资品种方面，在近期企业债利率上升的过程中，仍建议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25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 苏交通 CP03	96.116	3.95%	0.054	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	96.0043	4.33%	0.052	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1/A+
07 海航 CP01	99.9759	4.58%	0.057	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1/AA-
07 玖龙 CP01	99.8612	5.59%	0.150	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1/AA-
07 西太 CP01	99.8559	5.78%	0.220	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.0457	5.22%	0.224	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1/AA+
07 玖龙 CP02	100.2718	5.10%	0.246	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1/AA-
07 京投 CP02	100.3178	3.74%	0.249	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	97.7136	9.33%	0.284	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1/AAA
07 凤凰 CP02	100.565	5.06%	0.296	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1/A+
07 淮矿 CP02	100.2564	4.68%	0.301	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1/AA
07 海航 CP02	100.3515	5.34%	0.303	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1/AA-
07 南钢 CP01	94.2304	5.92%	0.336	2007-11-23	8	93.98	-	A-1/AA-
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.366	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1/AA
08 南钢 CP01	93.6044	7.07%	0.504	2008-1-24	9	94.07	-	A-1/AA-
08 赣出版 CP01	100.2622	5.81%	0.505	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1/AA-
08 皖能 CP01	100.3871	5.51%	0.525	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1/AA-
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.582	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP02	100	6.07%	0.626	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP01	100.5514	5.04%	0.552	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1/AA-
08 京机电 CP01	95.151	4.82%	0.639	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1/AA
08 闽太电 CP01	100.4959	6.41%	0.713	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1/A+
08 顺鑫 CP01	100.1118	6.71%	0.631	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1/A+
08 顺鑫 CP02	100.2265	6.62%	0.727	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1/A+
08 沈化工 CP01	100	5.39%	0.798	2008-5-12	5	100	5.40%	A-1/AA
08 岱海 CP01	100.3584	5.12%	0.877	2009-6-10	9	100	5.50%	A-1/AA-
08 鲁晨鸣 CP01	100.2846	4.90%	0.877	2009-6-10	7	100	5.20%	A-1/AA

数据简报

(2008年7月25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	3.56%	4.19%	4.89%
2年	3.80%	4.50%	5.11%
3年	3.92%	4.77%	5.38%
5年	4.17%	4.89%	5.57%
7年	4.29%	5.00%	5.71%
10年	4.43%	5.17%	5.88%
15年	4.76%	5.43%	6.13%
20年	4.82%	5.54%	6.26%
5 - 1年	0.61%	0.70%	0.68%
10 - 1年	0.87%	0.97%	0.99%
20 - 1年	1.26%	1.35%	1.37%

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 84	1	08-7-22	96.10	4.0583%	210	-
	08 央票 85	0.25	08-7-24	99.16	3.3978%	250	-
	08 央票 86	0.5	08-7-24	98.19	3.6969%	200	-
国债	08 国债 12	0.5	20080724	98.348	3.3321%	260	-
金融债	08 农发 13	3	20080725	100	1年定存+0.49%	120	-

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
企业债	08 甬交投债	5	20080722	100	6.90%	8	AA/AA-
	08 连云发展债	7	20080722	100	7.85%	10	AA+/AA-
	08 中冶债	10	20080723	100	6.10%	35	AAA/AAA
	08 金发债	5	20080724	100	8.20%	10	AA-/AA-
	08 大唐债	15	20080725	100	5.9%	25	AAA/AAA
	08 兵器债	10	20080725	100	6%	45	AAA/AAA
短融	08 潍柴 CP01	1	20080721	100	5.2%	9	AA
	08 三房巷 CP03	1	20080721	100	7.10%	7	A+
	08 厦钨 CP01	1	20080723	100	5.50%	5	AA-
	08 皖高速 CP01	1	20080723	100	5.03%	10	AA+
	08 浦发 CP01	1	20080723	100	5.20%	15	AA