

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 140 亿元，票据及回购到期释放资金仅 450 亿元，央票发行 180 亿元，同时央行进行正回购操作 130 亿。

本周到期释放资金较低，仅为 450 亿元，本周末发行六个月央票，一年期央票、三个月央票发行分别为 100 亿、80 亿元，发行利率分别为 4.0583% 和 3.3978%，收益率水平仍持平于前期水平。

图1：央票招标利率

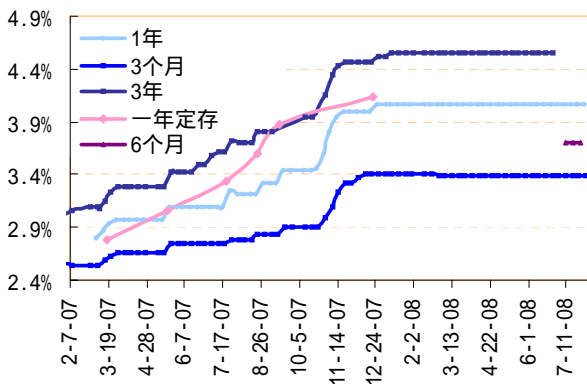
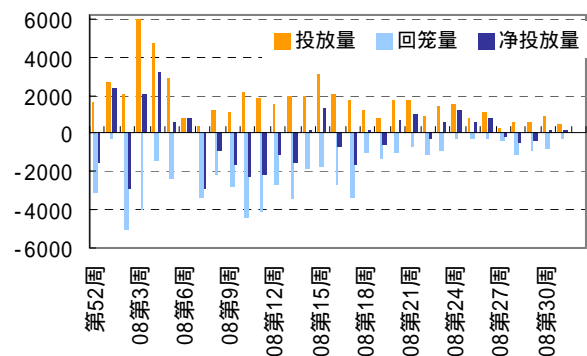


图2：公开市场操作的货币投放与回笼



本周半年期央票暂停的原因可能在于两个方面：一是由于大盘股南车股份发行临近，为减少银行体系的资金压力，央行减少了资金回笼力度；二是半年央票到期时间正处在明年春节间隙，这也可能导致半年期央票发行的暂停。

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：

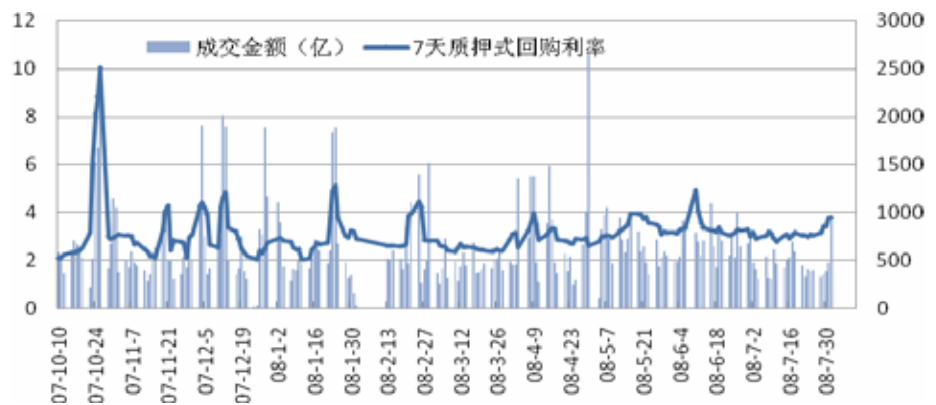
日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-7-29	28 天	80	3.2%	0
2008-7-30	28 天	50	3.2%	0

2、货币市场

由于大盘股中国南车股份即将发行，上周货币市场利率逐日走高，7 天质押式回购利率周末收在 3.79% 较上周末上升 76BP。

上周债券质押式回购加权平均利率为 3.02%，与上周相比上涨了 32BP。债券质押式回购成交累计 1.09 万亿元，与上周相比增加 22%。

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（共计 420 亿）和一期（23 亿）商业银行次级债发行。

国家开发银行上周招标发行第十三期 5 年期固息金融债，基础发行 200 亿元，追加发行 100 亿元，中标利率为 4.95%，低于二级市场收益率水平，招标倍数仅为 1.11 倍，显示市场需求较淡。

中国农业发展银行上周发行第十四期固息金融债，期限为三年，中标利率为 4.8%，收益率水平基本与二级市场一致，基础发行 120 亿元，未追加发行，认购倍数为 1.62 倍。

广东发展银行发行 08 年第一期次级债券，包含一个固息品种和一个付息品种，期限均为 10 年，发行规模分别均为 16 亿元和 7 亿元，其中固息债利率为 6.3%，浮息债基准利率为一年定存，利差为 2%。发行人可以选择在 2013 年 7 月 28 日按面值全部赎回该期债券，如果发行人不行使赎回选择权，则后五个计息年度固息债票面利率是原利率加 3%，即 9.3%；浮息债基本利差加 3%，即基本利差为 5%。该期债券主体信用评级为 AA+，债项信用评级为 AA。

图5：银行间债券总指数

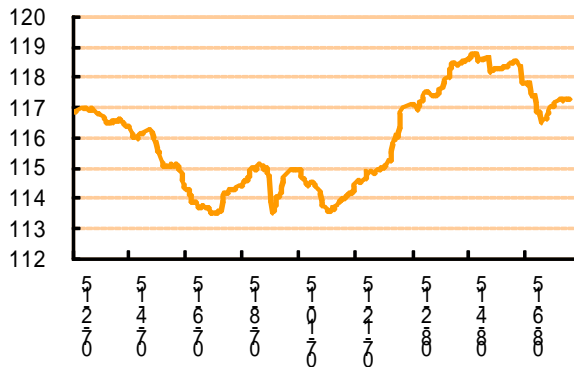
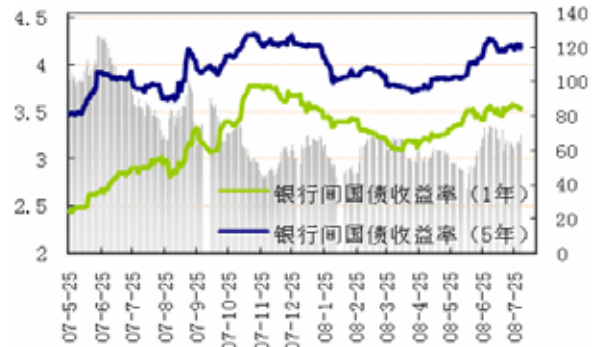


图6：1年期与5年期国债参考收益率



二级市场方面，债市小幅反弹，银行间债券总指数收于117.28，较前一周周末收盘指数大幅上涨0.08点。全周现券成交7707亿元，与上周相比增加1%。

图7：中债收益率曲线 - 国债

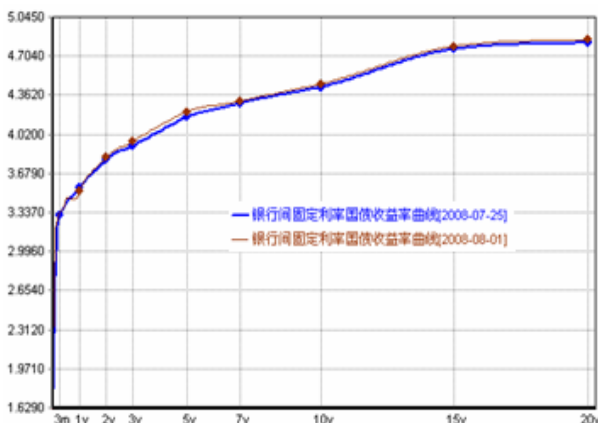
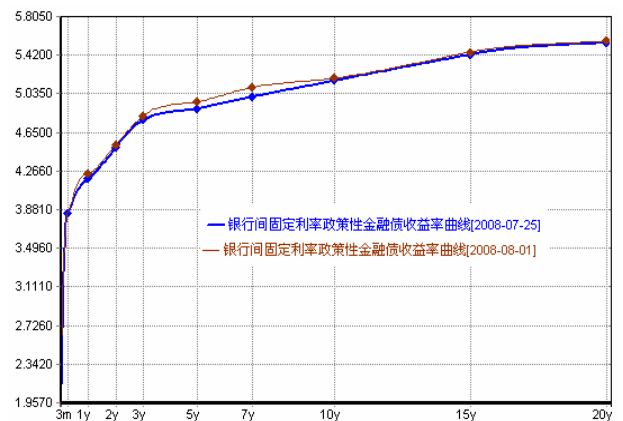


图8：中债收益率曲线 - 金融债



资料来源：WIND

从收益率曲线来看，国债收益率曲线整体小幅上移，上移幅度为2-5BP。金融债收益率曲线走势主要是中段上升显著，3-7年期中短端下降4-9BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行八期短期融资券（142亿元）、一期（11亿元）公司债。

短融方面，主体信用评级为AAA的华能电力和长江电力短融发行收益率为4.83%；主体信用评级为AA的中国建材股份公司、

华菱管线股份公司、济钢集团短融发行收益率均为 5.20%；主体信用评级为 AA- 的四川美丰化工股份公司和中兴新通讯设备公司短融发行收益率分别为 5.58% 和 5.60%；主体信用评级为 A+ 的哈尔滨东安发动机集团公司短融发行收益率分别为 6.80%。

公司债方面，江苏宁沪高速公路股份公司发行 11 亿元三年期企业债，票面利率为 5.4%，1 年付息 2 次，该期债券主体信用评级为 AAA-，债项评级为 AAA，中国建设银行股份有限公司江苏省分行为其提供担保。

图9：今年以来短融发行利率

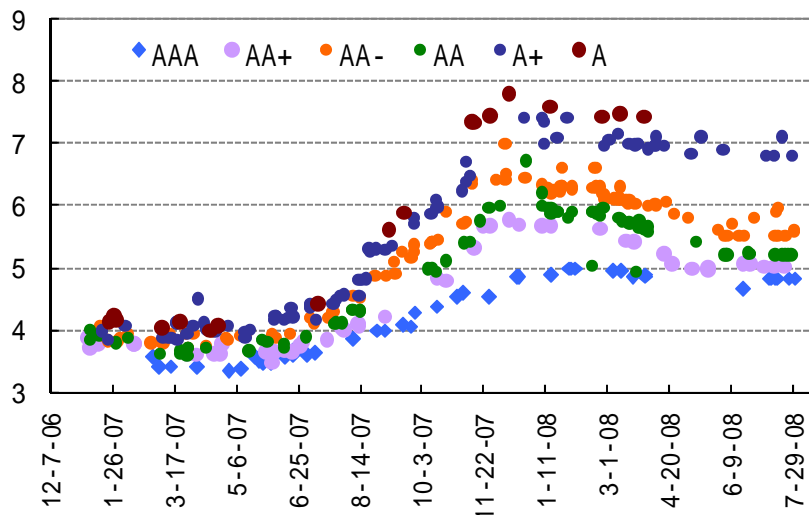
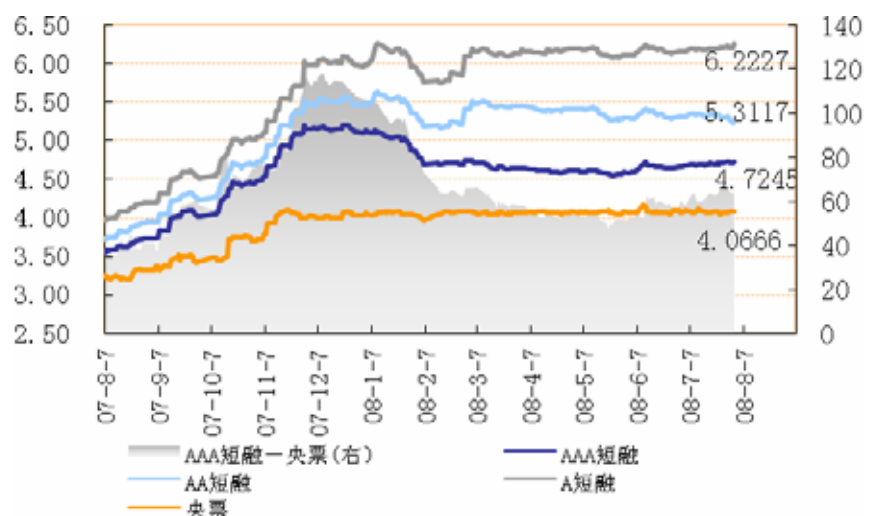


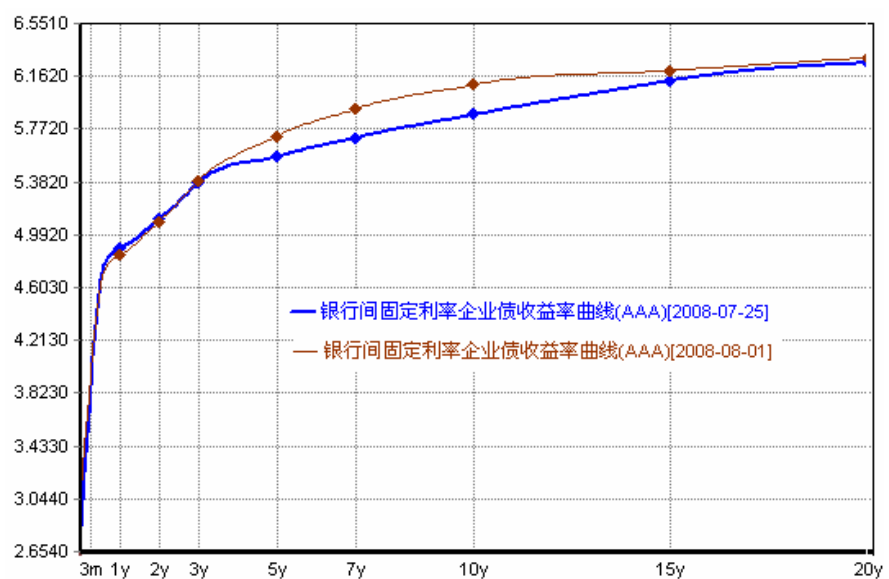
图10：短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债收益率曲线整体上移，远端显著上

升, 5-10 年期远段上升 15-22BP, 10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.92%和 6.10%, 较上周分别上升 21BP 和 22BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.26%和 5.54%, 较上周上升 0BP 和 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 4.73%、5.24%和 6.25%, 分别较前一周上升 1BP、下降 6BP 和上升 4BP。

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、8月1日起我国调整纺织品服装等部分商品出口退税率

财政部、国家税务总局日前发出《关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的通知》。《通知》指出, 从 2008 年 8 月 1 日起, 将部分纺织品、服装的出口退税率由 11% 提高到 13%, 将部分竹制品的出口退税率提高到 11%。同时取消部分高耗能、高污染、资源性产品的出口退税, 包括红松子仁、部分农药产品、部分有机磷产品、紫杉醇及其制品、松香、白银、零号锌、部分涂料产品、部分电池产品、碳素阳极等。

《通知》规定, 对本次取消出口退税的商品, 凡企业在 2008 年 8 月 1 日之前已经签定出口合同且价格不能更改的, 出口企业

可在 2008 年 8 月 15 日之前持合同文本到当地主管出口退税的税务机关登记备案。经备案的出口合同，凡在 2009 年 1 月 1 日之前报关出口的，准予按调整前的退税率执行。逾期未能备案的以及 2008 年 12 月 31 日以后报关出口的，一律按调整后的出口退税率执行。

图12：我国服装和纺织品出口金额同比增长率



出口退税政策调整显然是为应对急剧变化的外贸形势而采取的改善国际收支项目的举措，也是前一阶段高层对出口中小企业进行密集调研、关注其经营状况而采取的实质性举措，在今年出口形势遭遇内外部因素挤压的背景下，净出口的不利形势较为突出，而出口的受挫将引致就业、投资以及消费的增长，市场此前对出口退税政策调整举措已经有一定的预期。

出口退税调高的效应是直接而迅速的，业内人士表示，出口退税率每调高一个百分点，就相当于将企业出口总额的 1% 直接增加到企业利润中去。数据显示，2007 年国内纺织服装的出口总额为 1679 亿美元，其中一般贸易占七成，按照年出口增长 10% 估算，2008 年全年纺织品服装出口总额可达到 1847 亿美元，其中一般贸易方式出口总额可达到 1300 亿美元。出口退税率上调 2 个百分点，则纺织行业利润总额将增加 26 亿美元，按照目前的汇率水平折算，企业利润将增加 176.9 亿元人民币。近来，人民币升值幅度有所放缓，也利于缓解出口企业的经营压力。

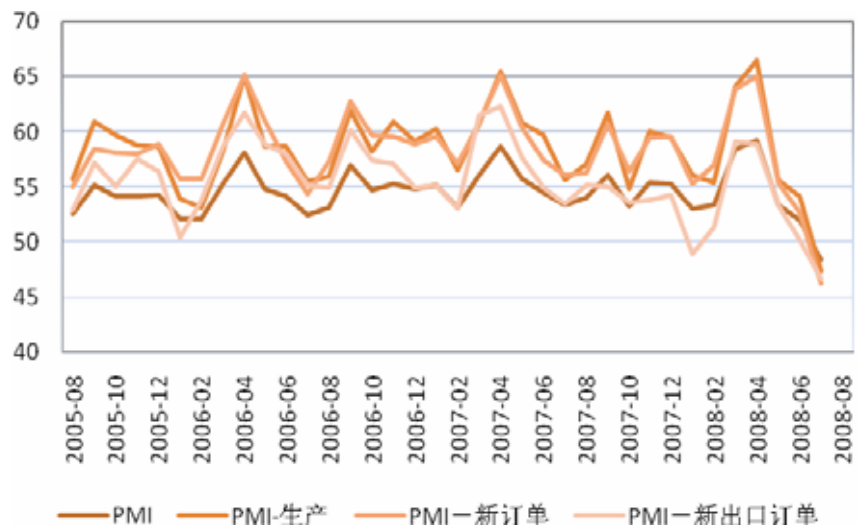
同时，这次出口退税政策的调整也反映了调控高耗能、高污

染产业的调控取向。政府还将进一步采取措施改善出口企业面临的普遍经营困难,除出口退税政策外还将包括改善中小企业融资等。

2、7月 PMI 回落至 48.4%

中国物流与采购联合会数据显示,7月份反映未来经济走势的先行指数——制造业采购经理指数(PMI)为 48.4%,比上月回落 3.6 个百分点。这是自 2005 年 1 月以来,PMI 指数首次回落到 50%以下。

图13: PMI 指数及其分项数据



过去 3 年来,该指数一直为 50%以上,反映经济仍在扩张。而进入 7 月份,该指数首次低于 50%。由于制造业占到整个工业的绝大比重,因此制造业低迷,反映出未来的经济形势存在隐忧。

具体而言,7月新订单指数为 46.2%,比上月回落 6.4 个百分点,该指数已连续三个月回落。7月生产指数为 47.4%,比上月回落 6.8 个百分点。至于新出口订单指数经历连续 4 个月回落,7月也下滑到 50%以下。

对于 7 月份该先行指数首次回落到 50%以下,需要引起高度警惕。尤其是从企业这一微观角度来看困难明显增大,可能会成为抑制经济增长、影响就业与收入的因素。近期政策已经开始关注劳动密集型企业目前所面临的困境问题,并可能继续采取一些

措施。

3、国务院明确今年经济改革九大任务

国务院日前批转发展改革委《关于 2008 年深化经济体制改革的意见》，明确了今年经济体制改革的九大任务。《意见》明确，今年经济体制改革九大重点是：加快行政管理体制改革；深化财税体制改革；深化金融投资体制改革；推进国有企业改革和非公有制经济发展；推进要素市场建设；深化农村经济体制改革；建立健全资源节约和环境保护机制；加快社会体制改革和深化涉外经济体制改革。金融改革方面，《意见》明确，要推进利率市场化改革，建立健全主要由市场供求决定的利率形成机制；深化人民币汇率形成机制改革，增强汇率弹性；建立健全跨境资本流动监管体制；完善反洗钱工作协调机制。

4、央行拟成立汇率司更好地推进未来汇率改革

据悉，央行正在筹划成立一个专司负责汇率工作的新机构——汇率司，这也从一个侧面显示了国家对于汇率工作的重视。由于中国正处于新兴加转轨的时期，汇率政策具有相对的独立性，与各个部门的关联程度很高，因此，从更好地推进未来的汇率改革角度看，有必要成立一个独立的部门。有消息称，汇率司有可能在现有的货币政策司下属的汇率处、金融市场司的相关业务部门等基础上组建。

三、人民币利率预测

近来宏观调控政策方面显现出局部性调整迹象，且上半年经济数据公布之后，未见央行的紧缩操作，宏观层面处于政策真空期或静默期。近期市场普遍关注信贷规模调控的局部松动，但是目前发债规模的上升本身已经实现一定的融资松动，信贷规模难有大的松动。受食品价格回落和翘尾因素降低的影响，7月份 CPI 有望继续回落，债市或可短期内趋稳，但空间有限，在长期通胀压力下，长债的投资仍应当审慎，操作方面仍应中短期品种为主，并可关注信用状况较好的信用产品。

招商银行主承销短期融资券最新市场收益率一览表

(2008年8月1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%	0.035	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	100.02	4.12%	0.033	2007-8-13	3	100	4.80%	A-1/A+
07 海航 CP01	99.9759	4.58%	0.038	2007-8-15	12	100	4.51%	A-1/AA-
07 玖龙 CP01	99.8612	5.59%	0.131	2007-9-18	4	100	5.25%	A-1/AA-
07 西太 CP01	99.6933	6.82%	0.201	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.1351	4.13%	0.205	2007-10-15	10	100	4.81%	A-1/AA+
07 玖龙 CP02	100.2955	4.48%	0.227	2007-10-23	4	100	5.90%	A-1/AA-
07 京投 CP02	100.3178	3.74%	0.230	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	100.1045	4.11%	0.265	2007-11-6	20	100	4.60%	A-1/AAA
07 凤凰 CP02	100.565	5.06%	0.277	2007-11-9	3	100	6.70%	A-1/A+
07 淮矿 CP02	100.2564	4.68%	0.281	2007-11-12	8	100	5.40%	A-1/AA
07 海航 CP02	100.3515	5.34%	0.284	2007-11-13	13	100	6.40%	A-1/AA-
07 南钢 CP01	94.2304	5.92%	0.317	2007-11-23	8	93.98	-	A-1/AA-
07 京国资 CP01	93.6644	6.84%	0.347	2007-12-6	10	100	6.00%	A-1/AA
08 南钢 CP01	93.3436	7.84%	0.485	2008-1-24	9	94.07	-	A-1/AA-
08 赣出版 CP01	100.1939	5.80%	0.486	2008-1-25	4	100	6.30%	A-1/AA-
08 皖能 CP01	99.0213	8.16%	0.505	2008-2-2	9.5	100	6.26%	A-1/AA-
08 中高新 CP01	100.4288	5.64%	0.563	2008-2-22	5	100	6.30%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP02	100	6.07%	0.607	2008-3-10	4	100	6.10%	A-1/AA-
08 陕重汽 CP01	100.5514	5.04%	0.529	2008-3-10	4	100	6.04%	A-1/AA-
08 京机电 CP01	94.9125	5.08%	0.620	2008-3-14	8.9	94.56	-	A-1/AA
08 闽太电 CP01	100.4959	6.41%	0.694	2008-4-10	3	100	6.97%	A-1/A+
08 顺鑫 CP01	100.35	6.10%	0.605	2008-4-16	3	100	6.95%	A-1/A+
08 顺鑫 CP02	100.2265	6.62%	0.708	2008-4-16	3	100	6.90%	A-1/A+
08 沈化工 CP01	100	5.39%	0.779	2008-5-12	5	100	5.40%	A-1/AA
08 岱海 CP01	100.0804	5.38%	0.858	2008-6-10	9	100	5.50%	A-1/AA-
08 鲁晨鸣 CP01	100.2846	4.90%	0.858	2008-6-10	7	100	5.20%	A-1/AA
08 皖高速 CP01	100.1191	4.90%	0.975	2008-7-23	10	100	5.03%	A-1/AA+
08 美丰 CP01	100	5.58%	0.995	2008-7-30	5	100	5.58%	A-1/AA-

数据简报

(2008年8月1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	3.53%	4.24%	4.84%
2年	3.82%	4.53%	5.09%
3年	3.96%	4.82%	5.39%
5年	4.22%	4.96%	5.72%
7年	4.31%	5.10%	5.92%
10年	4.46%	5.19%	6.10%
15年	4.79%	5.45%	6.20%
20年	4.85%	5.56%	6.30%
5 - 1年	0.69%	0.72%	0.88%
10 - 1年	0.93%	0.95%	1.26%
20 - 1年	1.32%	1.32%	1.46%

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 87	1	20080729	96.10	4.0583%	100	-
	08 央票 88	0.25	20080731	99.16	3.3978%	80	-
金融债	08 国开 13	5	20080731	100	4.95%	300	-
	08 农发 14	3	20080801	100	4.80%	120	-
商业银 行债	08 广发债固	10	20080725	100	6.3%(9.3%)	16	AA/AA+
	08 广发债浮	10	20080725	100	1年定存+2% (1年定存+5%)	7	AA/AA+
公司债	08 宁沪债	3	20080728	100	5.40%	11	AAA/AAA-

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
短融	08 华能 CP01	1	20080725	100	4.83%	50	AAA
	08 中建材 CP01	1	20080725	100	5.2%	24	AA
	08 湘华菱 CP01	1	20080728	100	5.20%	15	AA
	08 济钢 CP02	1	20080728	100	5.20%	15	AA
	08 东安 CP01	1	20080729	100	6.80%	4	A+
	08 美丰 CP01	1	20080730	100	5.58%	5	AA-
	08 中兴新 CP01	1	20080730	100	5.60%	4	AA-
	08 长电 CP02	1	20080730	100	4.83%	25	AAA

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31日)



日期	08-7-25	08-7-28	08-7-29	08-7-30	08-7-31
招银短期融券综合信用利差指数	114.07	114.35	114.82	115.95	116.73

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31日)



日期	08-7-25	08-7-28	08-7-29	08-7-30	08-7-31
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。