

分析师：

阎素萍

0755-83076506

yansp@cmbchina.com

一、市况回顾

1、公开市场

上周央行净投放资金 390 亿元，票据及回购到期释放资金仅 1010 亿元，央票发行 300 亿元，同时央行进行正回购操作 320 亿。

一年期央票、六个月、三个月央票发行分别为 60 亿、60 亿元、180 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

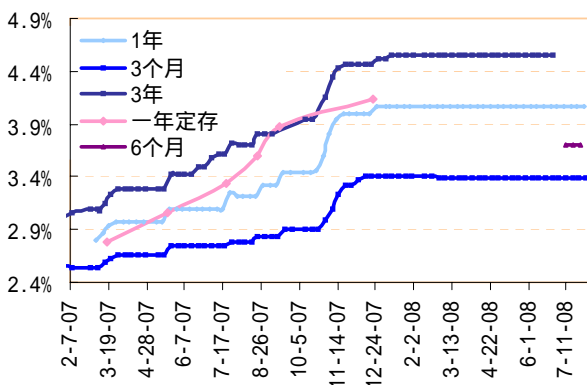
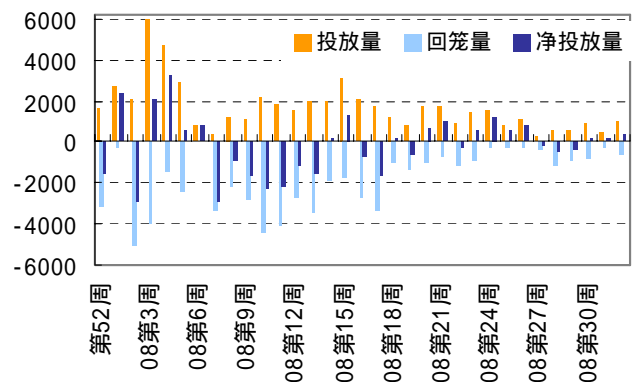


图2：公开市场操作的货币投放与回笼



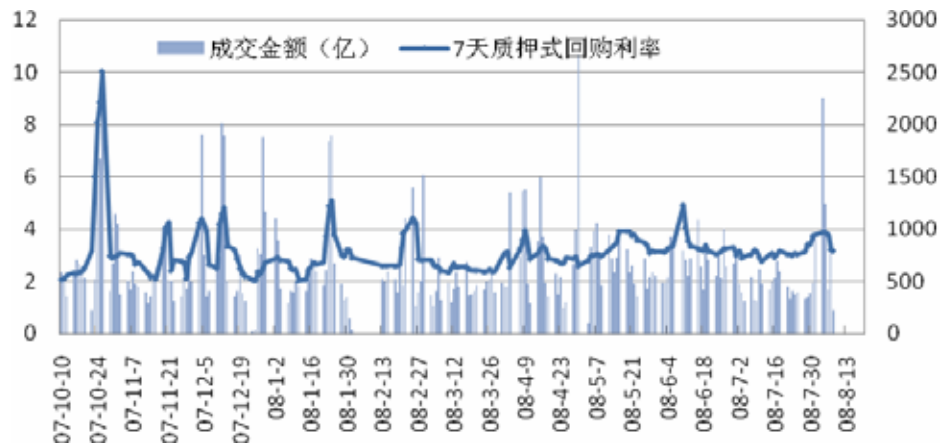
上周央行正回购利率持平与前期水平，其正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2008-8-5	28 天	140	3.2%	0
2008-8-7	28 天	180	3.2%	0

2、货币市场

受大盘股中国南车股份发行影响，上周货币市场利率冲高回落，7 天质押式回购利率周末收在 3.16%，较上周末下降 63BP。上周债券质押式回购加权平均利率为 3.16%，与上周相比上涨了 13BP。债券质押式回购成交累计 1.35 万亿元，与上周相比增加 24%。

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。

上周有一期金融债（共计 300 亿）和一期（150 亿）商业银行金融债发行。

国开行上周招标发行 300 亿元第十三期固息金融债，期限为 3+7 年（投资人选择权）债券，前三年利率为 4.75%，后七年利率在前三年票面利率的基础上加 0.75%，且投资人可选择三年后向发行人全部或部分回售该债券（回售价格为 100 元/百元面值）。该期债券收益率基本符合市场预期，较近期二级市场收益率略低，认购倍数为 2.03 倍，显示市场需求较好。

兴业银行上周发行 150 亿元 2008 年第一期金融债。其中，三年期固息品种为 56.55 亿元，票面利率为 5.32%；三年期浮息品种为 52.65 亿元，票面利率为 1 年期定存 + 1.05%（5.19%）；五年期浮息品种为 40.8 亿元，票面利率为 1 年期定存 + 1.25%（5.39%）。该期债券主体信用评级和债项评级均为 AAA。

二级市场方面，债市小幅反弹，银行间债券总指数收于 117.23，较前一周周末收盘指数大幅上涨 0.1 点。全周现券成交 8000 亿元，与上周相比增加 4%。

图5：银行间债券总指数

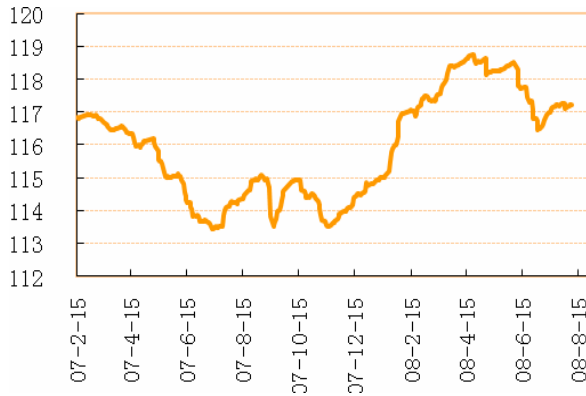


图6：1年期与5年期国债参考收益率



图7：中债收益率曲线 - 国债

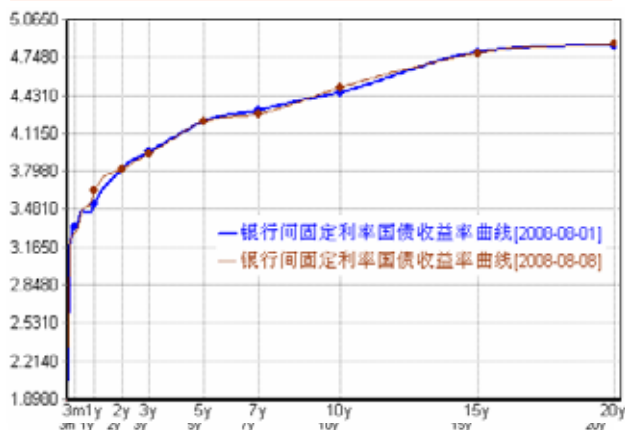
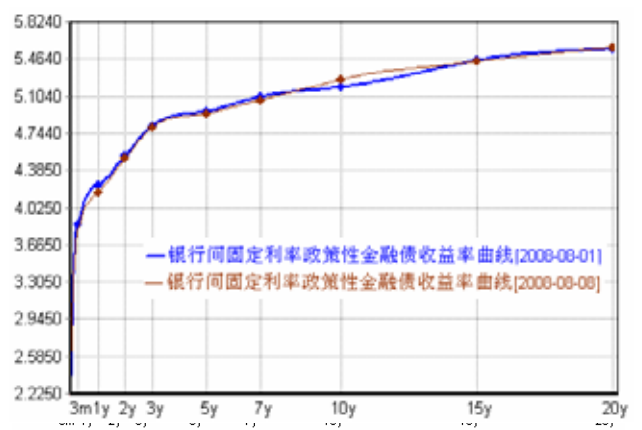


图8：中债收益率曲线 - 金融债



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涨跌互现，1年期的短端上升10BP，3-7年的中段略有下降，下降1-3BP。上移幅度为2-5BP。金融债收益率曲线走势主要是中短端段有所下降上升显著，3-7年期中短端下降4-92-7BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行十期短期融资券（221亿元）、三期（95亿元）公司债。

短融方面，主体信用评级为AAA的招商局集团、中粮集团和中国电信短融发行收益率分别为4.83%、4.83%和4.72%；主体信用评级为AA+的东方明珠集团股份公司短融发行收益率为5.03%；主体信用评级为AA的西安市基础设施建设投资总公司、

首创股份、中国铁路物资总公司和云南冶金集团公司短融发行收益率均为 5.20%；主体信用评级为 AA- 的京煤集团公司和河南神火集团公司短融发行收益率分别为 5.55% 和 5.60%。

公司债方面，福建省煤炭工业集团公司发行 10 亿元五年期企业债，票面利率为 6.18%，该期债券主体信用评级为 AA，债项评级为 AAA，中国建设银行股份有限公司江苏省分行福建省高速公路有限责任公司为其提供担保；华润股份有限公司发行两期企业债，其中 10 年期品种发行 60 亿元，票面利率为 5.90%，15 年期品种发行 25 亿元，票面利率为 6%。该两期期债券主体信用评级为 AAA，债项评级为 AAA，中国华润总公司为其提供担保。

图9：今年以来短融发行利率

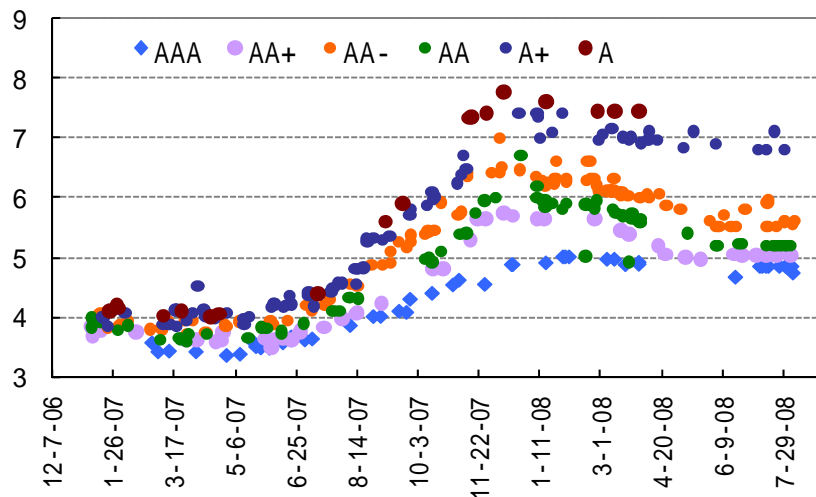
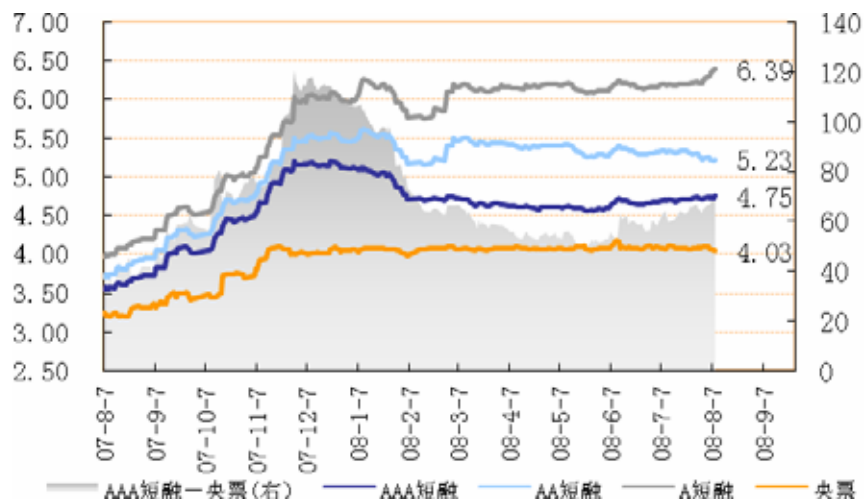
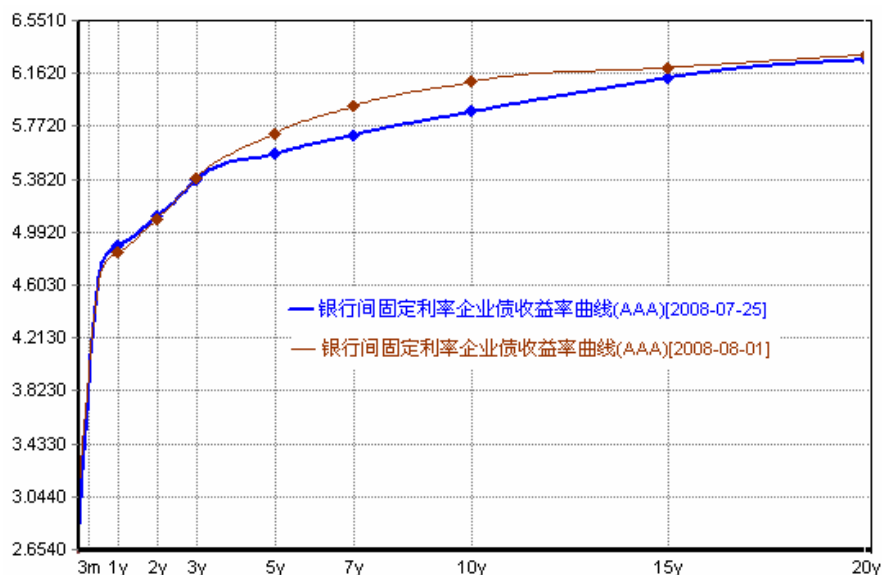


图10：短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债收益率曲线基本整体上移，远端显著上升，57-1015 年期远段上升 156-22BP11BP，10 年和 15 年企业债二级市场收益率为 5.926.21% 和 6.10 26 %，较上周分别上升 21BP11BP 和 22BP6BP。二级市场 3 年期和 5 年期中期票据收益率分别为 5.2625% 和 5.54%，较上周上升 0BP 和 1BP 与上周持平。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 4.7753%、5.2423% 和 6.2539%，分别较前一周末上升 1BP2BP、下降 6BP1BP 和上升 4BP14BP。

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、修订后的外汇管理条例公布

国务院总理温家宝近日签署国务院令，公布了修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》。新条例对原条例作了全面修订。修改后的条例进一步便利了贸易投资活动，完善了人民币汇率形成机制及金融机构外汇业务管理制度，建立了国际收支应急保障制度，强化了跨境资金流动监测，健全了外汇监管手段和措施，并相应明确了有关法律责任。

一是对外汇资金流入流出实施均衡管理。要求经常项目外汇收支应当具有真实、合法的交易基础，取消外汇收入强制调回境

内的要求，允许外汇收入按照规定的条件、期限等调回境内或者存放境外；规范资本项目外汇收入结汇管理，要求资本项目外汇及结汇资金应当按照批准的用途使用，增加对外汇资金非法流入、非法结汇、违反结汇资金流向管理等违法行为的处罚规定；明确外汇管理机关有权对资金流入流出进行监督检查及具体管理职权和程序。

二是完善人民币汇率形成机制及金融机构外汇业务管理。规定人民币汇率实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度；经营结汇、售汇业务的金融机构和符合规定条件的其他机构，按照国务院外汇管理部门的规定在银行间外汇市场进行外汇交易；调整外汇头寸管理方式，对金融机构经营外汇业务实行综合头寸管理。

三是强化对跨境资金流动的监测，建立国际收支应急保障制度。健全国际收支统计申报制度，完善外汇收支信息收集，加强对跨境资金流动的统计、分析与监测；根据世界贸易组织规则，规定国际收支出现或者可能出现严重失衡，以及国民经济出现或者可能出现严重危机时，国家可以对国际收支采取必要的保障、控制等措施。

四是健全外汇监管手段和措施。为保障外汇管理机关依法、有效地履行职责，增加规定了外汇管理机关的监管手段和措施，同时规定了外汇管理机关进行监督检查的程序。

从经常项目看，与原条例相比，新条例大大简化了经常项目外汇收支管理的内容和程序。条例规定对经常性国际支付和转移不予限制。取消经常项目外汇收入强制结汇要求。

从资本项目看，新条例加强了对资本项目外汇管理的规范，为拓宽资本流出渠道预留政策空间，简化对境外直接投资外汇管理的行政审批，增设境外主体在境内筹资、境内主体对境外证券投资 and 衍生产品交易、境内主体对外提供商业贷款等交易项目的管理原则；改革资本项目外汇管理方式，除国家规定无需批准的以外，资本项目外汇收入保留或者结汇应当经外汇管理机关批准；加强流入资本的用途管理，要求资本项目外汇及结汇后人民币资金应当按照有关主管部门及外汇管理机关批准的用途使用。

新条例赋予了在紧急时刻封闭资本账户流动的权利，新的条例已经在为防范大规模外资流动扭转而未雨绸缪。

总体看，新外汇管理条例有助减轻人民币升值压力。新的外汇管理条例日前公布，新条例取消了企业经常项目外汇收入强制结汇的要求和外汇收入强制调回境内的要求，同时加强了对跨境资金的流动监测。新条例公布的同期，人民币汇率则出现连续 7 个交易日的走低。

2、支持中小企业 商业银行获准新增信贷额度

为全力保持经济平稳较快发展，支持中小企业解决生产经营困难，商业银行将在下半年信贷方面可加大对中小企业的支持，对全国性商业银行在原有信贷规模基础上调增 5%，对地方性商业银行调增 10%。

据了解，央行已大致确定在年初信贷规模基础上调增商业银行信贷规模，定向投放于“三农”、小企业和地震灾后重建。调增商业银行信贷总额、严格控制信贷投向，以及“区别对待”政策，反映了相关部门重在进一步加强对重点领域和薄弱环节的金融服务，反映出央行缓解小企业融资难的政策意图。

3、受次贷危机影响，上半年中国出口坏账大增

今年以来，美国次贷危机的影响逐步向制造业和消费品行业扩散，众多中国出口企业感受到美国进口商潜在的付款危机。上半年我国出口信用索赔案件数量大增。据中国出口信用保险公司不完全统计，今年上半年，中国信保全国范围内共接到出口信用险索赔案件 936 宗，金额 2.34 亿美元，同比增长 108%。其中美国报损案件 202 宗，同比增长 31.2%，报损金额 1.05 亿美元，同比增长 235.6%。从今年上半年上海发生的赔案来看，次贷危机的影响占有相当比重。同时，在出口形势恶化的背景下，国内银行也开始对部分主营出口的企业惜贷。

4、发改委等正研究建立国家中小企业银行

第二届广东中小企业经济论坛近日在广州落下帷幕，据悉，

国家发改委目前正同有关部门研究建立“国家中小企业银行”，在税收方面，有可能把中小企业纳税规模标准从年纳税额 30 万元提高到约 50 万元，提高所得税门槛。据国家发改委中小企业司昨天发布统计结果显示，在国际经济形势增速放缓，国内宏观调控结构调整等因素影响下，今年相当部分中小企业面临资金链断裂等困难，全国约十分之一的规模以上中小企业在今年上半年工业增加值增长率接近 30%，较去年同比减少 15%。中小企业司有关负责人透露，据初步统计，全国今年上半年 6.7 万家规模以上的中小企业倒闭。作为劳动密集型产业代表的纺织行业中小企业倒闭超过 1 万多家，有 2/3 的纺织企业面临重整。

5、国家粮油信息中心发布中国主要粮油作物产量 8 月份预估报告

国家粮油信息中心 8 月 6 日发布《中国主要粮油作物产量 8 月份预估报告》。国家粮油信息中心本月上调了 2008 年中国大豆和玉米播种面积，将 2008 年玉米、大豆、稻谷产量预估值分别上调 200 万吨、100 万吨和 80 万吨。国家粮油信息中心将 2008 年中国大豆播种面积预估调整为 965 万公顷，较 7 月份预估增加 15 万公顷，将 2007 年的大豆播种面积上调 68.5 万公顷至 870 万公顷，2008 年大豆产量较 7 月份预估上调 100 万吨至 1,750 万吨。2008 年玉米产量预估值上调 200 万吨至 15,600 万吨，2008 年稻谷产量预估值上调 80 万吨至 18,650 万吨。

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，一定程度上缓和了市场情绪。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，8 月、9 月亦有望保持平稳，债市或可短期内趋稳，短期内债市审慎乐观，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8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	96.115	3.65%	0.035	2007-8-13	25	96.11	-	A-1/AA+
07 凤凰 CP01	100.0107	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	100.0972	4.78%	0.201	2007-10-12	10	100	5.41%	A-1/AA-
07 皖高速 CP01	100.159	3.86%	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	100.1397	4.03%	0.230	2007-10-24	20	100	4.80%	A-1/AAA
07 中核 CP01	100.0998	4.10%	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	94.03	6.09%	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	94.07	6.20%	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	100.0998	4.10%	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	100.2926	6.19%	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 航一 CP01	100.1005	4.71%	0.932	2008-7-14	50	100	4.83%	A-1/AAA
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-
08 招商局 CP01	100	4.83%	0.995	2008-8-4	30	100	4.83%	A-1/AAA

数据简报

(2008年8月8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	3.5364%	4.2417%	4.8478%
2年	3.82%	4.5350%	5.09%
3年	3.9695%	4.8280%	5.3932%
5年	4.2221%	4.9693%	5.7274%
7年	4.3128%	5.1007%	5.926.00%
10年	4.4650%	5.1926%	6.1021%
15年	4.79%	5.4544%	6.2026%
20年	4.8586%	5.5657%	6.3032%
5 - 1年	0.5769%	0.7276%	0.8896%
10 - 1年	0.9386%	0.951.09%	1.2643%
20 - 1年	1.3222%	1.3240%	1.4654%

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 89	1	20080805	96.10	4.0583%	60	-
	08 央票 90	0.25	20080807	99.16	3.3978%	180	-
	08 央票 91	0.5	20080807	99.16	3.6969%	60	-
金融债	08 国开 14	3 + 7	20080806	100	4.75% (后七年+0.75%)	300	-
商业银 行债	08 兴业 01	3	20080807	100	5.32%	56.55	AAA/AAA
	08 兴业 02	3	20080807	100	一年定存+1.05%	52.65	AAA/AAA
	08 兴业 03	5	20080807	100	一年定存+1.25%	40.8	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 西基投 CP01	1	20080731	100	5.20%	7	AA
	08 首创 CP01	1	20080801	100	5.20%	8	AA
	08 中铁 CP01	1	20080804	100	5.20%	13	AA
	08 招商局 CP01	1	20080804	100	4.83%	30	AAA
	08 中粮 CP01	1	20080804	100	4.83%	20	AAA
	08 明珠 CP01	1	20080804	100	5.03%	20	AA+
	08 云冶 CP01	1	20080804	100	5.20%	10	AA
	08 中电信 CP01	1	20080805	100	4.72%	100	AAA
	08 京煤 CP01	1	20080806	100	5.55%	8	AA-
	08 神火 CP01	1	20080807	100	5.60%	5	AA-
企业债	08 福煤债	5	20080806	100	6.18%	10	AAA/AA
	08 华润债 01	10	20080806	100	5.90%	60	AAA/AAA
	08 华润债 02	15	20080806	100	6.00%	25	AAA/AAA

招银短期融资券综合信用利差指数

(2006年10月3日-2008年8月7日)



日期	08-8-1	08-8-4	08-8-5	08-8-6	08-8-7
招银短期融券综合信用利差指数	117.61	117.560	116.96	116.25	114.66

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8月7日)



日期	08-8-1	08-8-4	08-8-5	08-8-6	08-8-7
招银人民币贸易加权汇率指数	116.4439	116.3717	116.5762	116.9596	116.8870

编制说明：

1、为了监测人民币兑国际主要货币的升跌情况，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。

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
的客观与公正，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。