

郑重声明：本刊内容仅供参考，据此入市，风险自担。

一、交易所债市周评(0507-0511)

CPI 重回下行通道 降准如期兑现

上周上交所国债市场缓步上行，上周五上证国债指数收于 132.96 点，较前周上涨了 0.06 点，成交量仍然处于低位，仅为 8.19 亿元。上交所企债市场强势上涨，上周五上证企债指数收于 152.22 点，较前周上涨了 0.30 点，共成交 86.71 亿元。从走势图上来看，近期国债市场和企债市场稳步上行，多重因素支持债市进一步走强。

资金面上，上周央票继续停发，至此央行已经连续 19 周停发央票。央行上周进行了 240 亿元逆回购操作和 200 亿元正回购操作，考虑票据及回购到期因素后，央行实现净投放 410 亿元。上周财政部发行了今年第三期和第四期电子式储蓄国债，其中第三期期限为 3 年，年利率 5.58%；第四期期限为 5 年，年利率 6.15%，两期国债总额度共计 300 亿元。尽管两期国债的利率并不高，但这些国债在银行网点开售几分钟后就被投资者抢购一空。银行间市场利率保持平稳，债券质押式回购 7 天品种平均利率小幅下行，回到了 3.2% 左右，显示出市场资金面较为充裕。

基本上，5 月 11 日国家统计局数据显示，4 月份 CPI 同比上涨 3.4%，涨幅较 3 月份稍有回落。CPI 涨幅符合此前市场预期，对债市影响偏中性。但受 CPI、PPI 低位运行，工业增加值、存贷款、货币供给数据低于市场预期影响，11 日债市收益率明显下行。

中国人民银行 12 日宣布，从 2012 年 5 月 18 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是 2012 年以来央行第二次下调存款准备金率，距离 2 月 24 日今年第一次正式下调存款准备金近三个月。此次调整后，中国大型金融机构和中小金融机构将分别执行 20% 和 16.5% 的存款准备金率。本次降准将向市场释放约 5000 亿流动性，使原本已经较为充裕的市场资金面更趋宽裕，这将有利于债市的进一步上扬。

总体来看，目前市场资金面仍然宽裕，随着央行宽松货币政策的兑现，债市未来仍有进一步上涨的空间。投资者可以重点关注高评级的信用债，其收益率优势在降息通道中会具有投资价值。同时，可转债市场存在价值低估，被众多机构投资者看好，投资者可以逢低介入，进行中长线投资。

二、银行间债券交易系统周评(0507-0511)

上周全国银行间债券市场交易金额有所回升，5个交易日共发生债券交易结算18384笔，现券、回购、远期等各项业务交易结算总量44803.81亿元，日均成交量约为8960.762亿元，较前一周增加约354.9553333亿元。其中，现券交割11010笔，交易结算量为14238.66亿元。质押式回购首期交割6658笔，交易结算量为29488.32亿元。买断式回购首期交割716笔，交易结算量为1076.82亿元。债券远期没有发生交割。债券借贷没有发生交割。

在央行连续逆回购及国库现金定存招标推动下，上周资金面表现趋松。此外，最新公布的数据显示经济增长仍面临挑战，市场对政策宽松的预期升温，上周债券收益率呈全线下滑态势。

上周五，多项最新经济数据陆续出炉。上周五上午公布的CPI、PPI数据符合市场预期。

国家统计局数据显示，4月份CPI同比上涨3.4%，涨幅较上月稍有回落。CPI涨幅符合此前市场预期，对债市影响偏中性。业内人士表示，从市场反应来看，主要还是中短端债券收益率有所回落，长端基本稳定，这反映了市场对未来通胀压力还是比较担忧。

国家统计局上周五下午公布的数据显示，4月份规模以上工业增加值同比实际增长9.3%，比3月份回落2.6个百分点。4月份工业增加值同比增速降至个位数，为近三年来的最慢增速，出乎市场各机构的意料。数据疲软导致市场对政策进一步放松的预期显著升温，现券买盘涌现，各期限、各品种收益率呈全线下滑态势。

央行11日发布的数据显示，4月份人民币贷款新增额不足7000亿元，也低于市场的普遍预期。同时，当月存款数据出现负增长现象，其中居民存款减少逾6000亿元。受存款减少的影响，4月末货币供应量也出现环比增速下滑的现象。

受CPI、PPI低位运行，工业增加值、存贷款、货币供给数据低于市场预期影响，11日债市收益率明显下行。中债估值显示，当日国债收益率曲线1年期下行5个基点。央票收益率曲线整体全线下行。固息金融债收益率曲线多数期限均下行4至5个基点。高信用等级债券收益率下调，较低信用等级债券小幅波动。

上周在央行逆回购及国库现金定存招标的影响下，市场资金面整体趋松。中国外汇交易中心公布的数据显示，11日，银行间市场回购定盘利率隔夜品种收报2.3%，较前周末下跌67个基点；7天回购定盘利率报3.22%，较前周末下跌63个基点。上周上海银行间同业拆放利率也出现明显下行，周内连续四日全线下跌。

继前周650亿元逆回购后，上周央行再次在公开市场上开展了逆回购操作。上周四，其以利率招标方式进行了240亿元7天期逆回购，中标利率为3.3%。据统计，本周央行公开市场操作共计净投放资金410亿元。至此，央行在公开市场连续七周实现净投放，共计4300亿元。央票连续第19周停发。

5月份市场资金面仍面临财政存款上缴、公开市场到期资金减少及外汇占款持续走低等因素的挑战。市场预计，央行可能持续通过逆回购操作对冲流动性的阶段性紧张。央行逆回购的利率对市场具有指导作用，预计5月份银行间7天回购利率可能在3%—3.5%附近波动。

一、债市新闻

新闻 1：上交所允许可转债回购质押。 上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司 13 日发布《关于在上海证券交易所上市的可转换公司债券计入回购质押库的通知》，自 21 日起允许符合条件的可转债计入回购质押库。

《通知》规定，可计入回购质押库的可转债的资质标准比照公司债券。可转债申报作为质押券期间，不可进行转股和回售申报。目前由发行人提出申请并经上交所会商中国登记结算公司认定可计入回购质押库的可转债共 9 只，包括新钢转债(105800)、海运转债(105801)、国投转债(105802)、中海转债(105803)、国电转债(105804)、工行转债(105805)、中行转债(105806)、石化转债(105807)和川投转债(105808)。

新闻 2：债市再爆信披造假 曲江文投遭到交易商协会警告。 继去年山东海龙之后，又一家债券发行人受到中国银行间市场交易商协会自律处分，同样牵涉信息披露造假。

交易商协会日前发布公告称，作为短期融资券“11 曲文投 CP01”的发行人，西安曲江文化产业投资(集团)有限公司存在信息披露不真实等问题；在此过程中，主承销商农业银行未充分尽职履责。对此，交易商协会决定给予曲江文投警告处分、给予农行通报批评处分。

“上述行为违反了协会相关自律规则指引的规定，损害了投资者合法权益，给市场造成了一定不良影响。”交易商协会指出。从川高速到云投集团，到山东海龙，再到曲江文投，信息披露问题已经成为困扰债券市场发展秩序的顽疾。

二、市场点评

交易所国债市场继续缓步上行

交易所债市方面，国债市场继续缓步上行，企债则强势上涨。上证国债指数上周五(5月11日)收于 132.96 点，较前周末上涨 0.06 点，成交量仍处低位。上证企债指数上周五收于 152.22 点，较前周末上涨 0.3 点，全周共成交 86.71 亿元。

银行间债券市场——交易量小幅回落

5月11日(周五)，全国银行间债券市场交易结算总量继续小幅回落，较上日减少 1.52%。各期限回购利率窄幅波动。

具体交易情况请见下表：

表 1：当日银行间债券市场结算概况

	合计	现券交易	买断式回购	质押式回购	远期成交	债券借贷
当日交易结算总笔数	3854	2338	129	1387	0	0
当日结算总额(亿元)	8896.24	2830.42	217.99	5847.83	0	0
结算额增幅	-1.52%	-1.53%	-17.54%	-0.79%	-	-

表 2：当日银行间债券市场各券种现券结算情况

	债券结算只数	结算金额(亿元)
国债	41	369.50
地方政府债	1	0.40
政策性银行债	131	868.98
中央银行票据	17	371.00
商业银行债	9	23.70
企业债	203	514.58
短期融资券	29	46.21
中小企业集合票据	1	0.25
中期票据	247	587.32
资产支持证券	0	0.00
证券公司短期融资券	0	0.00
非银行金融机构债	0	0.00
国际机构债	0	0.00
其他	7	48.47
总计	686	2830.42

表 3：当日回购利率情况

	1天	2天	3天	7天	14天	21天
当日利率	-	-	2.284%	3.190%	3.413%	3.765%
较上日增减基点	-	-	-	-4.9	-6.4	12.5

表 4：上日国债柜台结算情况

债券代码	买入量(万元)	卖出量(万元)	债券代码	买入量(万元)	卖出量(万元)
100007	0	0	100008	0	0
100010	0	0	100012	0	0.5
100013	0	0.8	100015	0	0
100016	0	0.01	100017	0	0
100019	0	0	100020	0	0
100022	0	0	100024	0	0.3
100025	0	0	100027	0	0
100028	0	0.32	100031	1.5	0.4
100032	0	0	100033	0	0
100034	0	0	100035	0	0

100038	0	0	100039	0	0
100041	0	0	110002	0	0.08
110003	0	0	110004	0	1
110006	0	0	110007	0	0
110008	0	0	110013	0	0
110014	0	0	110015	2.49	0
110017	0	0	110018	1.49	1.39
110019	0	0.16	110020	13.84	10.57
110021	0.05	0	110022	0	0
110024	0.01	0.46	110025	0	0.3
120001	17.24	18.19	120002	1.5	3.96
120003	48.51	10	120004	1.09	0.11
120005	17.46	4.55	120007	45.56	1.06
050005	4.77	0.74	050009	0	0
050013	0.22	0.55	060001	0	0.1
060006	0	0.11	060013	0	0
060020	0	0	0700002	0.2	1.1
0700003	0	0	0700004	0	0.63
0700005	0	0	0700006	9.15	0.27
0700008	1	0	070001	0	0
070003	0	0	070007	0	0
070010	0	0.04	070014	0.01	0
070018	14.47	5.85	080001	0	0
080003	0	0	080007	0.1	0.02
080010	0	0.01	080014	0.05	0
080018	0	0	080022	0.01	0
080025	0	1.4	090001	0.05	0.2
090003	0	0.43	090004	0	0
090006	0	0	090007	0	0.35
090009	1.7	0.26	090010	0	0
090012	0	0	090013	0	0
090015	7.86	2.98	090016	0	0
090017	0	0	090018	0	0
090019	0	0	090022	8.33	8.73
090023	0	0	090024	0	0.03
090026	0	0	090027	0.3	0
090029	6.92	2.82	090031	0	0
090032	0	0.01	100002	0	0
100005	0	0	100006	1.01	1

三、机构看债

中金公司：盈利恶化加大评级下调和流动性风险

——中国信用策略周报

■ 盈利恶化引发评级下调风险和流动性风险加大

盈利指标方面，2011 年年报半数以上发行人同比增速下降，EBITDA 和净利润绝对水平下降的分别占比 20%和 40%。2012 年一季报净利润同比下降的发行人达到 50%，有 20%净利润为负，亏损家数比 2011 年一季度增加一倍以上，行业主要集中于电力、钢铁、机械设备和综合投资。现金流和流动性指标恶化的发行人比例也超过半数，2012 年一季度末发行人货币资金总额与短期债务总额的比值为 70%，比 2010 年底的 83%明显下降，经营现金流为负的行业主要集中于机械设备、城投、综合投资、房地产、建设设施、贸易、有色金属等。盈利下滑导致今年以来负面评级调整频率明显提高，而且在 4 月年报披露期之后评级下调特别密集。我们预计未来负面评级行动频发的情况还会持续，无论银行间还是交易所，被下调评级的债券都会面临估值风险。除债券实际资质的变化外，对于交易所债券，发行人盈利恶化以及负面评级行动还可能给债券带来流动性风险。第一类是发行人连续两年亏损导致债券暂停上市甚至终止上市的风险，这类债券不能在竞价系统和固定收益平台交易，除了已经被暂停上市的债券外，需要特别关注 2011 年新发生亏损的，且 2012 年一季度仍在继续亏损的发行人，这些债券未来可能会有暂停上市风险。第二类是评级下调导致不符合竞价系统上市条件或丧失质押回购资格。竞价系统交易的条件之一是债项评级达到 AA，如果债项评级被下调到 AA-或更低，可能将不能再在竞价系统上市交易（但应可以在固定收益平台上市交易）。回购资格的条件之一是主体评级达到 AA，以此条件获得回购资格的债券如果主体评级被下调至 AA-或更低，则将失去质押回购功能。

■ 高等级债券收益率有望再度下行

未来高等级信用债收益率有望再度下行。首先，基准利率有下行的可能，为高等级债下行打开空间。第二，供给压力不大。第三，商业银行和保险的配置需求有望逐步恢复。第四，年报恶化和评级下调将导致市场风险偏好重新下降。本周新发短融整体资质偏弱，蒙东等新券相对价值较高，湘高速虽然资质在 AA+中确实偏弱，但至少 AA 级中不算差，6%的发行利率相对价值突出。本周新发中票资质整体要好于短融，评分多数都可达到同评级平均水平，其中通程虽然主体只有 AA-，但 4 的评分与 AA 级可比，而且担保后债项可达 AAA，适合对主体资质要求不高的投资者。本周新券中有两支需要加以提示，一是 AA 级协鑫控股股东近期被惠誉下调评级至投机级，二是 AA+船燃料评级偏高。本周新发的 4 支城投债均为地级市城投，评分都在 4 大档，资质明显好于近期品种，其中推荐徐州新盛债和平发投债。

■ 交易所：低评级公司债风险偏好下降风险大于城投债

从上周交易所高收益债的调整过程来看，目前影响交易所高收益债的主要因素还是股市，说明边际需求主要还是来源于与股市投资相关的投资者居多，这是交易所高收益债整体的系统性风险，与需求群体的投机性有关；从高收益债内部的风险偏好分化来看，低评级公司债的风险大于城投债，因为低评级公司债存在的盈利

恶化、评级下调、可能丧失流动性和回购资格等风险会降低投资者对此类债券的风险偏好，但城投债出现亏损的很少，而且由于资质主要依赖于当地财政而不是自身财务状况，被下调评级的情况也很少；另外公司债内部，行业分化会加剧，盈利下滑涉及面以及下滑幅度较大的行业压力会较大，例如钢铁。

■ 评级调整：负面评级行动明显增多

近两周负面评级行动明显增多，上周 9 项评级行动中有 5 项为负面行动，下调原因基本都与盈利下滑以及流动性压力增大有关。我们将新中基、银鸽和星湖主体评分分别下调一小档，其余评分维持不变。上周 9 项评级行动中有 8 项与交易所上市债券有关，因此将对很多债券的回购和竞价系统上市资格产生影响。

四、债券公告提示

◆ 国债提示 ◆

- (010504) 05 国债 (4)、(010504) 05 国债 (4)、(050004) 05 国债 04-债权登记日，本年度利率 4.11%，每 100 元面值付息 2.055 元。
- (010512) 05 国债 (12)、(010512) 05 国债 (12)、(050012) 05 国债 12-债权登记日，本年度利率 3.65%，每 100 元面值付息 1.825 元。
- (010619) 06 国债 (19)、(010619) 06 国债 (19)、(060019) 06 国债 19-债权登记日，本年度利率 3.27%，每 100 元面值付息 1.635 元。
- (094701) 09 大连债 01、(096102) 09 湖北债 02、(096802) 09 四川债 02-兑付日，本年度利率 1.71%，还本付息 101.71 元。
- (019012) 10 国债 12、(019012) 10 国债 12、(100012) 10 附息国债 12-除息日及付息日，本年度利率 3.25%，每 100 元面值付息 1.625 元。
- (130019) 09 大连债、(130019) 09 大连债、(130020) 09 四川 02、(130020) 09 四川 02、(130021) 09 湖北 02、(130021) 09 湖北 02-兑付日，本年度利率 1.71%，还本付息 101.7147 元。
- (100504) 国债 0504-债权登记日，本年度利率 4.11%，每 100 元面值付息 2.055 元。
- (100512) 国债 0512-债权登记日，本年度利率 3.65%，每 100 元面值付息 1.825 元。
- (100619) 国债 0619-债权登记日，本年度利率 3.27%，每 100 元面值付息 1.635 元。
- (101012) 国债 1012-除息日及付息日，本年度利率 3.25%，每 100 元面值付息 1.625 元。
- (109020) 大连 0901、(109021) 四川 0902、(109022) 湖北 0902-兑付日，本年度利率 1.71%，还本付息 101.7147 元。

◆ 其他债券提示 ◆

- 2012 年徐州市新盛建设发展投资有-发行截止日，发行总额 150000 万人民币，期限 6 年，固定利率，发行票面利率为 7.48%；发行期间为 2012-05-08 至 2012-05-14。
- 2012 年平顶山市发展投资公司企业-发行截止日，发行总额 150000 万人民币，期限 7 年，固定利率，发行票面利率为 7.86%；发行期间为 2012-05-08 至 2012-05-14。
- 四川省煤炭产业集团有限责任公司-发行截止日，发行总额 50000 万人民币；发行期间为 2012-05-11 至 2012-05-14。

- 山东海化（000822）集团有限公司 2012 年度第-发行起始日，发行总额 195000 万人民币，期限 1 年，固定利率；发行期间为 2012-05-14 至 2012-05-15。
- 包头钢铁（集团）有限责任公司 2012-发行日，发行总额 100000 万人民币。
- 福建闽东电力（000993）股份有限公司 2012 年-发行日，发行总额 25000 万人民币。
- 合肥市建设投资控股（集团）有限公-发行日，发行总额 350000 万人民币。
- （078010）07 中海油服（601808）债-付息日，本年度利率 4.48%，每 100 元面值付息 4.48 元。
- （092201）09 中油财务债-兑付日，本年度利率 2.4%，还本付息 102.3934 元。
- （098081）09 扬州开发债-付息日，本年度利率 5.8%，每 100 元面值付息 5.8 元。
- （098082）09 华西债-债权登记日，本年度利率 6.05%，每 100 元面值付息 6.05 元，集中付息日为 2012-05-15 至 2012-06-11。
- （09820699）09 中石油 USD1-兑付日，浮动利率，本年度利率 1.2617%，还本付息 100.6379 元。
- （0982070）09 兵器 MTN1-付息日，本年度利率 3.6%，每 100 元面值付息 3.6 元。
- （100404）10 农发 04-付息日，本年度利率 3.15%，每 100 元面值付息 3.15 元。
- （1080057）10 广核债-付息日，本年度利率 4.6%，每 100 元面值付息 4.6 元。
- （1080059）10 金坛债-付息日，本年度利率 6.2%，每 100 元面值付息 6.2 元。
- （1082095）10 鞍钢 MTN1-付息日，本年度利率 3.87%，每 100 元面值付息 3.87 元。
- （110307）11 进出 07-付息日，本年度利率 3.65%，每 100 元面值付息 3.65 元。
- （1181231）11 隆平 CP01-兑付日，本年度利率 5.8%，还本付息 105.8 元。
- （1181230）11 皖华茂 CP01、（1181232）11 浙中大 CP01-兑付日，本年度利率 5.15%，还本付息 105.1641 元。
- （1182155）11 津保税 MTN1、（1182156）11 农发集 MTN1-付息日，本年度利率 5.67%，每 100 元面值付息 5.67 元。
- （1182157）11 平煤化 MTN1-付息日，本年度利率 5.23%，每 100 元面值付息 5.23 元。
- （1182158）11 国药控 MTN1-付息日，本年度利率 4.89%，每 100 元面值付息 4.89 元。

招商银行 因您而变

一网通证券：info.cmbchina.com

留言信箱：95555@cmbchina.com

免责声明：

- 1、 市场有风险，请谨慎入市。
- 2、 本资讯产品分析文章，仅供参考，投资者据此入市操作，风险自担。
- 3、 招商银行依照合法合规、恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则向客户提供投资咨询服务，但是由此所产生的投资风险由客户承担。
- 4、 招商银行不负责用户对所提供资料、信息的全部或部分内容产生的或因依赖该资料而引致的任何损失。