

一、市况回顾

1、公开市场

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

上周央行净回笼资金 290 亿元，票据及回购到期释放资金 1410 亿元，央票发行 700 亿元，同时央行进行正回购操作 1000 亿。

上周 3 个月期央票发行 700 亿，发行利率为 0.9650%，持平于上一期发行收益率水平。

图1：央票招标利率

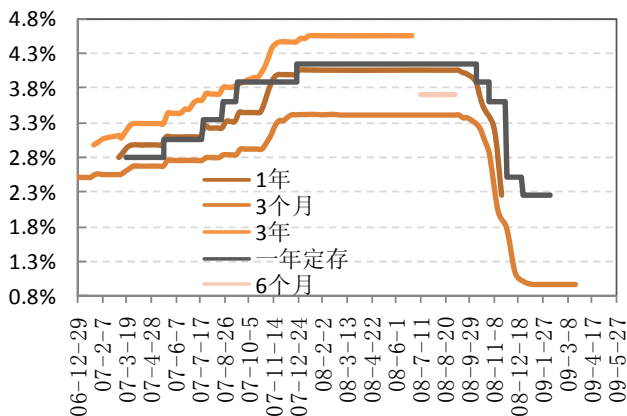
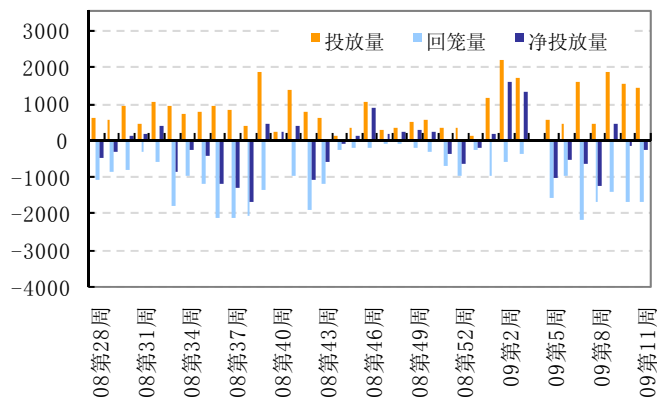


图2：公开市场操作的货币投放与回笼



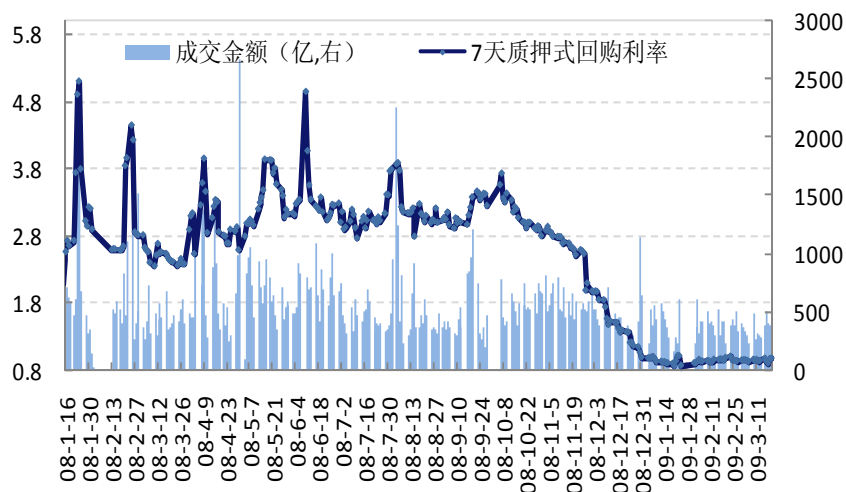
上周央行进行 1000 亿 28 天正回购，回购利率为 0.90%，持平于前期同期限正回购利率水平。上周正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2009-03-17	28 天	1000	0.90%	-

2、货币市场

上周货币市场利率呈上升趋势，7 天质押式回购利率周末收在 0.9844%，较前一周周末上升了 3.45BP。全周质押式回购加权平均利率为 0.8365%，较前一周周末下跌了 0.2BP。债券质押式回购成交累计 1.62 万亿元，与前一周相比增加了 8.46%。

图3：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，上周发行两期国债（300亿），无金融债发行。

上周发行了两期凭证式国债，分别为3年期及5年期，3年期发行210亿，票面利率为3.73%，5年期发行90亿，票面利率为4.0%。

图4: 银行间债券总指数

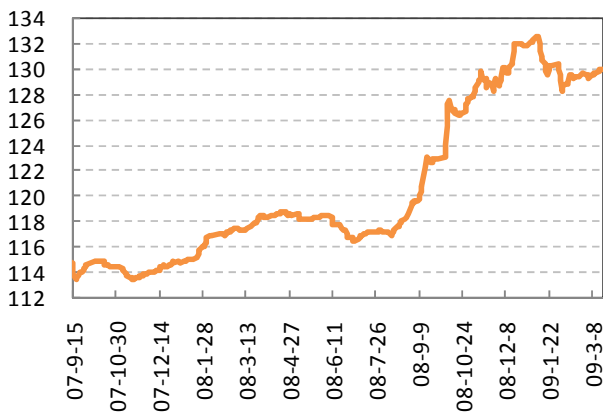
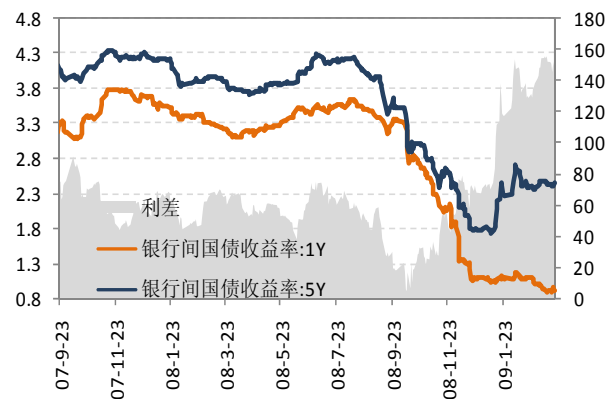


图5: 1年期与5年期国债参考收益率



二级市场方面，债券市场继续维持上涨趋势，但涨幅不大。目前市场间分歧依然较大，导致各品种及各期限收益率波动较大。银行间债券总指数小幅反弹，周末收于129.9987，较前一周周末收盘指数上涨了0.26点。上周现券成交10445.01亿元，与前一周相比增加了11.88%。

图6: 中债收益率曲线 - 国债

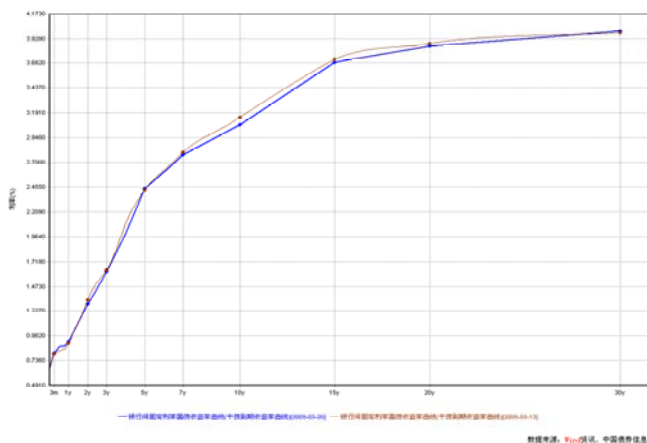
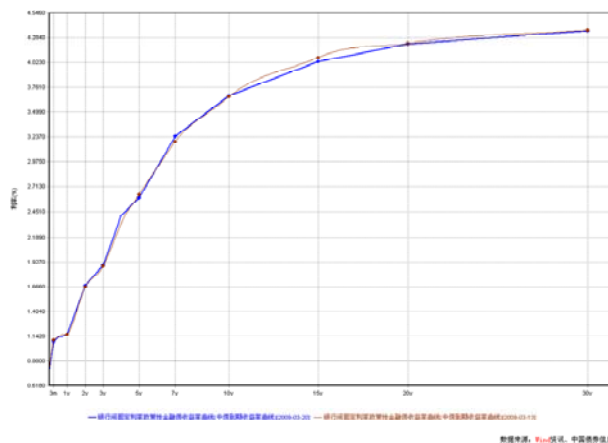


图7: 中债收益率曲线 - 金融债



从收益率曲线来看，上周国债收益率呈涨跌互现趋势，中短端有所波动。其中，1年期及5年期均上涨1BP，2-4年期下跌了2-4BP，而7-20年中长端下跌2-7BP。金融债方面，也呈涨跌互现趋势，5年期、15年期及20年期分别下降3BP，5BP及1BP，其余年限上涨0-6BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行了一期企业债（共计13亿），四期中期票据（210亿）及三期短期融资券（140亿）。

企业债方面：

名称	发行人	规模 (亿)	期限 (年)	价格 (元)	票面利率	主体/债券 信用评级	担保人
09 中水电 债	中国水利水电建设集团公司	13	5	100	3.18%	AA+/AAA	中国建设银行 北京市分行

中期票据方面：

名称	发行人	规模 (亿)	期限 (年)	价格 (元)	票面利率	主体/债券信用 评级
09 华电股 MTN1	华电国际电力股份有限公司	15	3	100	3.38%	AA+/AA+
09 中油股 MTN1	中国石油天然气股份有限公司	150	3	100	2.28%	AAA/AAA

09 国 航 股 MTN1	中国国际航空股份有限 公司	30	5	100	3.48%	AAA/AAA
09 中 外 运 MTN1	中国对外贸易运输(集 团)总公司	15	3	100	-	AAA/AAA

短期融资券方面:

发行日期	发行人	规模 (亿)	期限 (年)	票面 利率	同评级二级 市场收益率	主体/债券 信用评级
2009-03-16	2009年中华人民共和国铁道部 第二期短期融资券	100	1	1.35%	1.3670%	AAA/A-1
2009-03-16	2009年北京市基础设施投资有 限公司第一期短期融资券	30	1	1.60%	1.5202%	AAA/A-1
2009-03-19	2009年横店集团控股有限公司 第一期短期融资券	10	0.9972	2.80%	2.5516%	AA-/A-1

图8: 今年以来短融发行利率

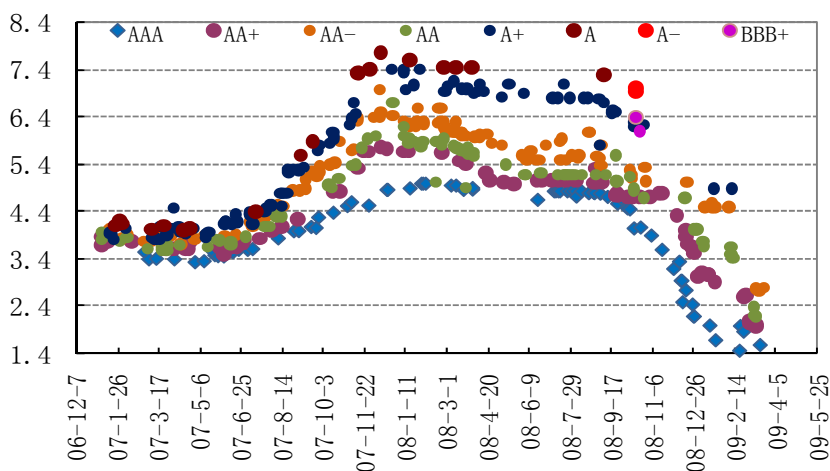
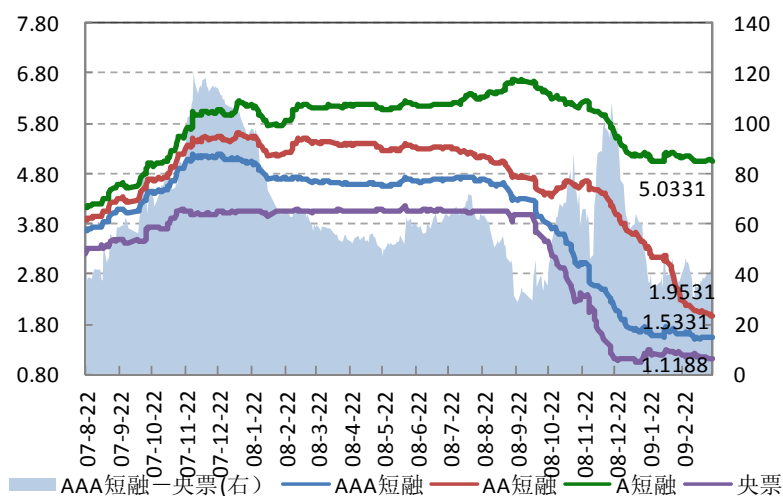


图9: 短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债收益率曲线呈整体上涨趋势，1-3年短端上涨了0-2BP，而5-10年中长端上涨了2-4BP，15-20年基本保持不变。中短期票据方面，呈下跌趋势，除1年期短端上升了1BP之外，其余年限均下跌了0-7BP。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收于1.53%，1.95%及5.03%，分别较前一周波动+1BP，-7BP及-4BP。

图10：中债收益率曲线-企业债（AAA）

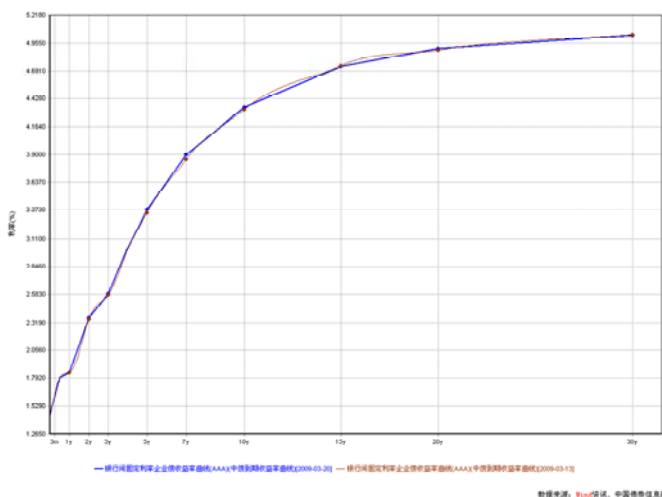
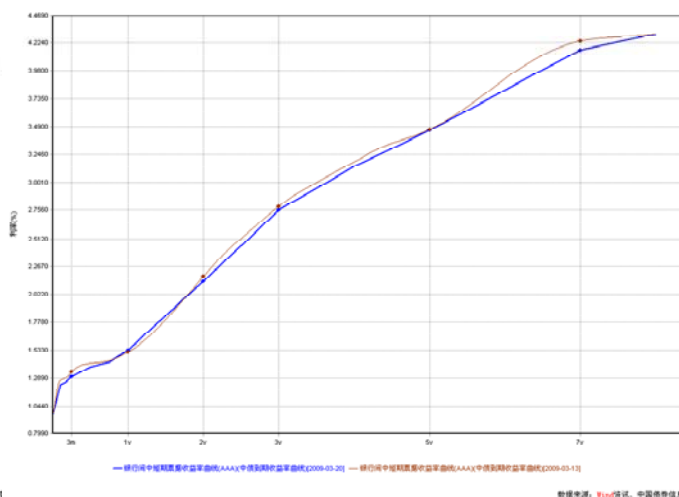


图11：中债收益率曲线-中短期票据（AAA）

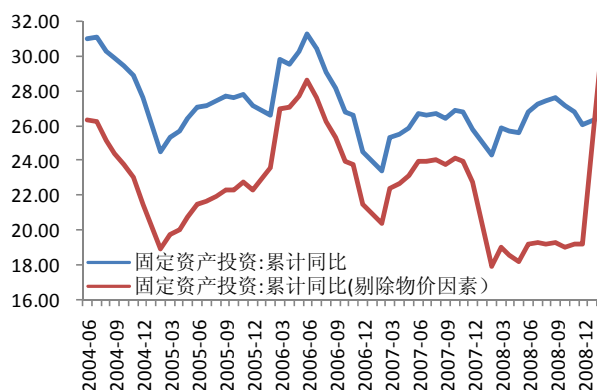


二、中国经济分析

1、投资持续高增

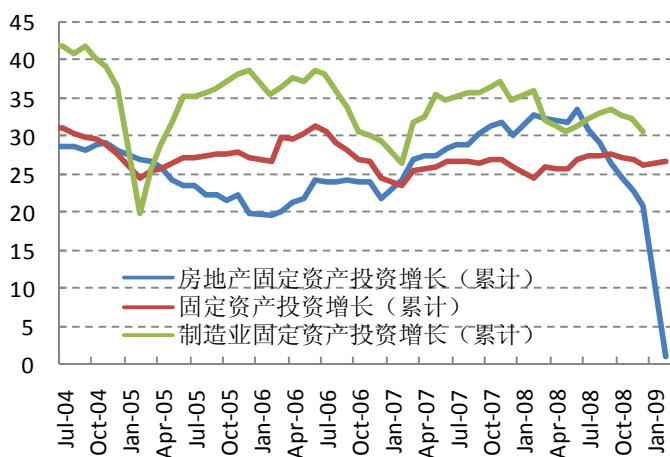
国家统计局公布的投资数据显示，1-2 月份，我国城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%，相对于 08 年 1-12 月份的累计增幅 26.1%，略微上涨了 0.4 个百分点。但由于目前大宗商品持续下滑，PPI 从去年底已经进入负区间，如果剔除投资品价格因素的影响，事实上的固定资产投资增幅为 30.4%，相对于去年全年的实际投资增速大幅上涨了 11.2 个百分点。

图12: 固定资产投资实际增幅已经有较大的上涨



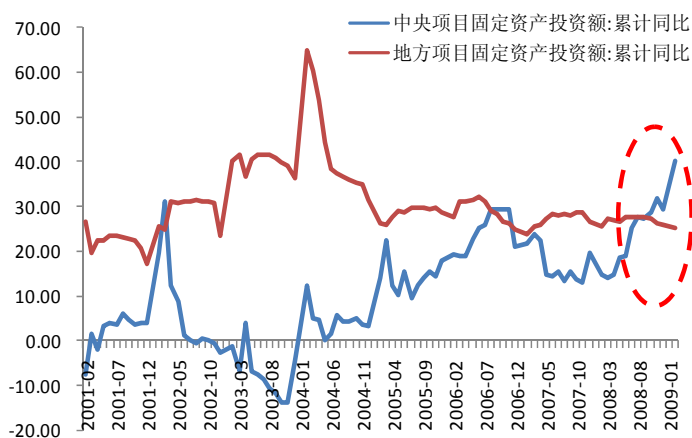
财政刺激项目仍然是推动投资增长的主要动力。1-2 月国有及国有控股完成投资 4486 亿元，同比增长 35.6%，占整体投资总额的 43.66%。其中，政策支持力度较大的铁道运输业同比增幅达到 210.1%，相对于 08 年全年的 61.2%加速了近 150 个百分点。但房地产业仍然低迷，1-2 月房地产开发完成投资 2398 亿元（占比 23%），同比仅增长 1.0%，成为制约投资进一步增长的主要因素。

图13: 房地产投资依然低迷



中央项目对投资的驱动趋势明显。从中央与地方项目的对比来看，1-2月中央项目投资1070亿元，同比增长40.3%，较08年全年提高10.7个百分点。但占比高达90%（9206亿）的地方项目投资增速为25.1%，相对于去年全年下跌了0.6个百分点，依然没有提升迹象。

图14: 中央项目对投资的驱动趋势明显



新开工项目大幅增长，对经济拉动作用可能在下一季度有所显现。受财政政策影响，1-2月新开工项目同比大幅上涨到87.5%，远高于08年全年的5.4%，受新开工影响，施工项目总投资同比增长25.4%，相对于去年也有5.5个百分点的增长。由于投资对经济的促进有一定的时滞，虽然目前1-2月份工业产出仅增长3.8%，但预计随着投资项目的逐步展开，对经济的拉动作用有望在下一季度有所显现。

图15: 新开工项目大幅增长

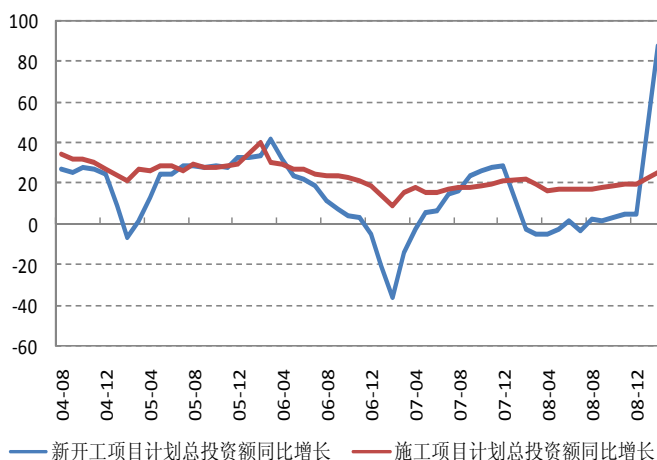
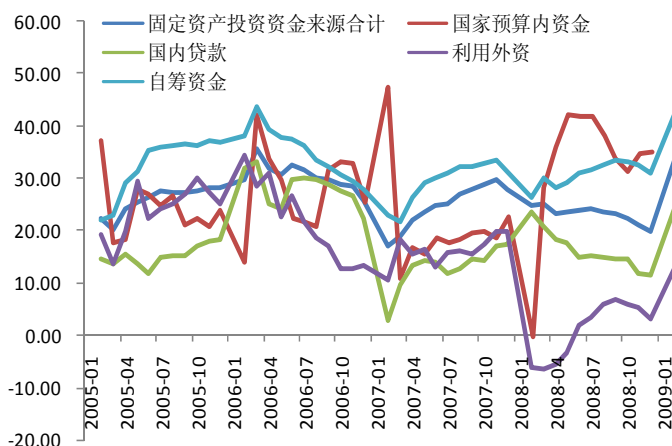


图16: 固定资产各项资金来源

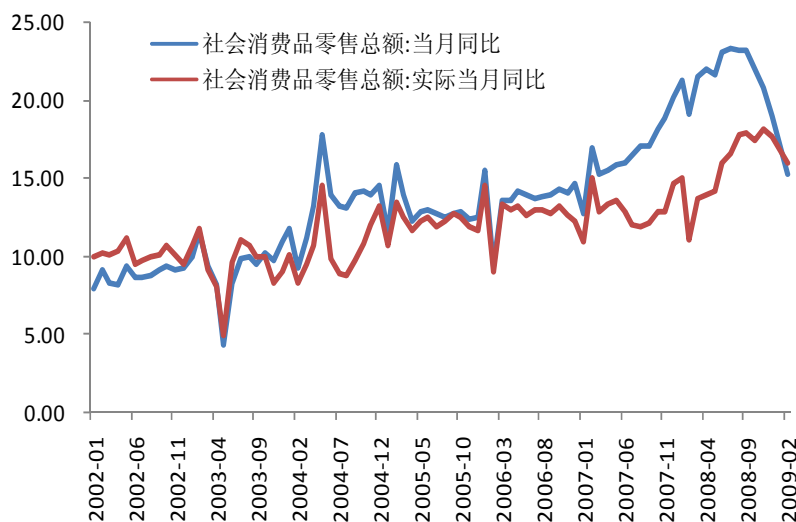


2、消费继续维持疲软

国家统计局公布的社会消费品零售数据显示,1-2月社会消费品零售总额 20080.4 亿元,同比增长 15.2%。增长幅度较去年同期下降 5 个百分点,较去年全年下降 6.4 个百分点,自 07 年 12 月起延续 13 个月超过 20% 的高增长后,首次回落至 20% 以下。

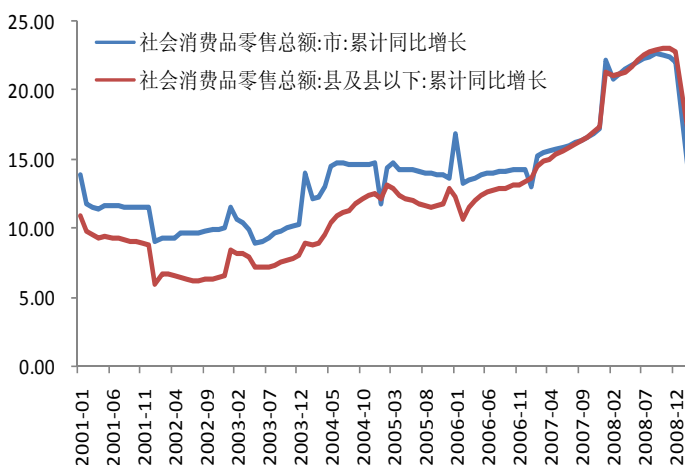
剔除物价因素之后,1-2 月实际消费同比增速略有回升,为 16%,依然低于去年第三及第四季度水平,消费减速的势头十分明显。在国内景气程度下滑及需求疲软的情况下,就业及负财富效应将在较长时间内逐步显示效果,消费预计在未来较长时期内将持续减速。

图17: 社会消费品零售依然低迷



农村消费有可能成为推动消费复苏的重要来源。从地域看，09年1-2月城市消费品零售额 13,541.0 亿元，同比增长 14.4%；县及县以下零售额 6,539.4 亿元，增长 17.0%。由于中央一号文件明确了对“三农”的扶持力度，而“家电、农机及摩托车下乡”等消费政策也旨在释放农村消费力量，农村消费可能成为推动消费复苏的重要手段之一。

图18: 县及县以下消费增速高于城市增速



分行业看，批发和零售业零售额 16800.1 亿元，同比增长 14.8%；住宿和餐饮业零售额 3015.9 亿元，增长 18.9%；其他行业零售额 264.4 亿元，增长 2.6%。受居民可支配收入下滑的影响及对经济及就业不景气的预期，汽车、石油及制品等耐用品消费下滑严重。

图19: 批发和零售业、住宿和餐饮业消费增速

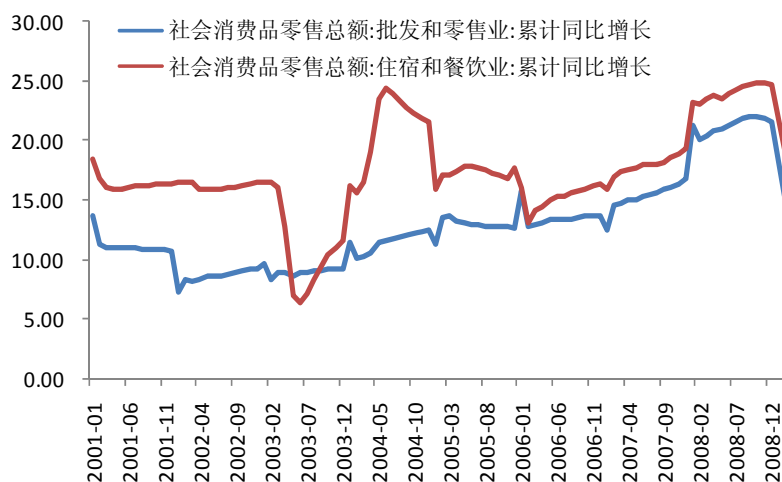
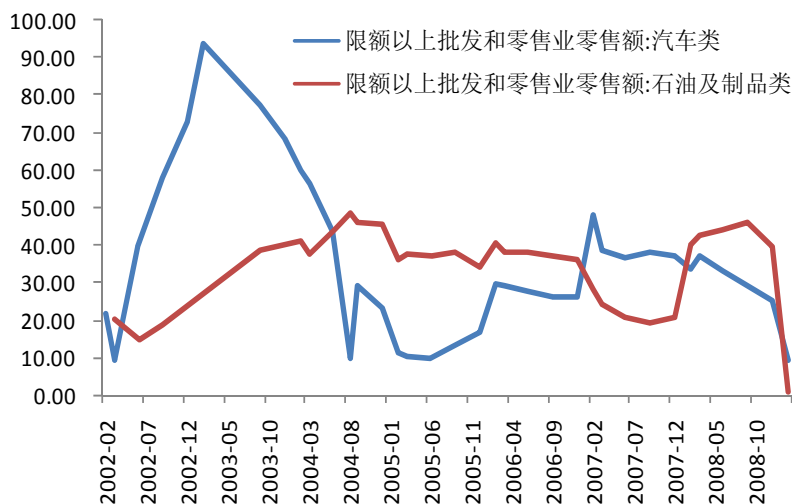


图20: 汽车类、石油制品类消费明显下滑



居民可支配收入与消费出现较大的背离成为制约消费增长的主要原因。目前股市及房市依然疲软，负财富效应还将长期存在。从国家统计局的编制的消费者信心、满意及预期指数来看，这三大指数均呈下滑趋势，消费者信心不足及收入的减少将成为制约消费增长的主要原因。

图21: 居民可支配收入与消费出现较大的背离

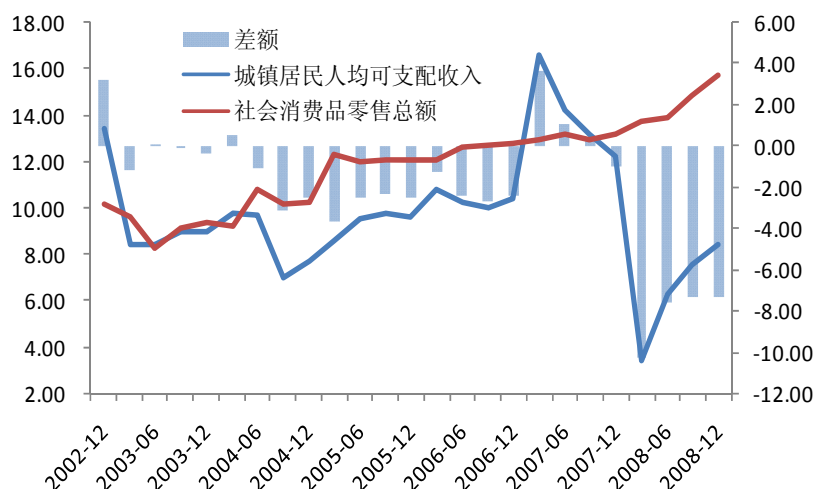
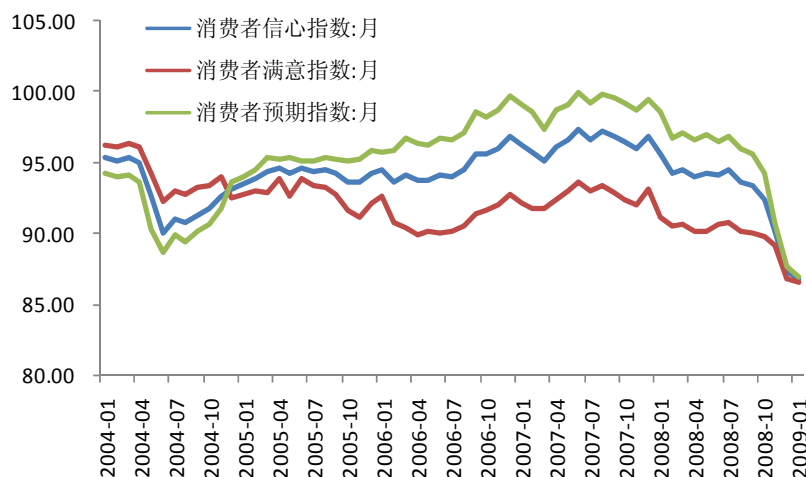


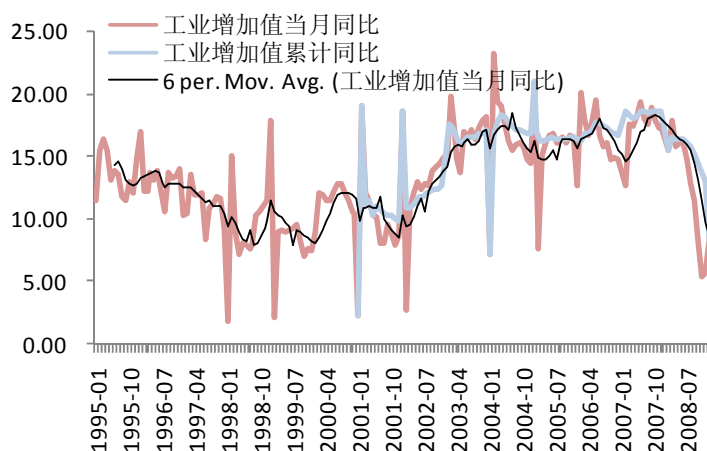
图22: 消费者信心、满意及预期指数均下滑



2、工业生产呈“外冷内热”格局

国家统计局公布的数据显示，09年1-2月份，全国规模以上工业企业(年主营业务收入500万元以上的企业)增加值同比增长3.8% (由于08年是闰年，如按可比天数计算，1-2月工业增加值同比增速为5.2%)，比去年同期回落11.6个百分点，在08年年底5.6%的水平上继续回落1.8个百分点，再次创下了1995年公布月度数据以来的最低水平，显示我国制造业活动仍然十分低迷。

图23: 工业增加值增速依然低迷



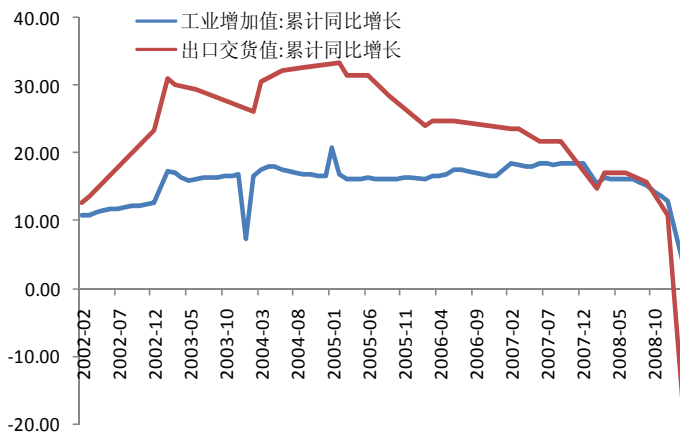
工业生产呈“外冷内热”格局。与财政刺激政策相关的产业有复苏迹象，但出口的疲软拖累工业增加值的增长。从行业数据来看，原煤、水泥、钢材、汽车均较去年12月份有了较大的涨幅，其中1-2月份水泥产量大幅增长17%，这主要是受目前财政支持项目的大规模开展的影响。但从出口方面来看，受出口疲软影响，1-2月份出口交货值同比下滑17.1%，创02年有记录以来的最低值，出口的疲软将制约工业增加值的进一步增长。

增速对比 (%)	09年1-2月	08年12月	08年11月	08年10月	08年1-12月
原煤	3.60	-1.30	5.20	9.20	12.80
发电量	-3.70	-7.90	-9.60	-4.00	5.50
粗钢	2.40	-10.50	-12.40	-17.00	1.10
钢材	3.10	-1.70	-11.00	-12.40	3.60
十种有色金属	-9.50	-2.30	-4.30	3.60	8.20
水泥	17.00	3.50	2.80	1.10	5.20
汽车	-1.70	-18.90	-15.90	-0.70	6.50

图24：粗钢及水泥上涨较为明显

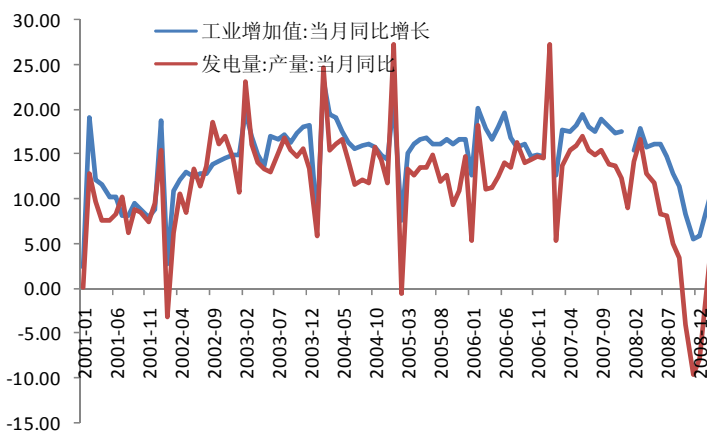


图25: 出口交货值大幅下滑



尚未明显数据表明工业生产有复苏迹象。目前虽然2月份发电量及工业增加值当月同比增幅有所上升(2月份发电量同比增长5.9%,工业增加值同比大幅增长11%),但其当月增幅数据意义不大,这主要是受今年及去年春节错位的影响,由于去年春节发生在2月份,造成2月份同比基数较低,如果从累积数来看,1-2月份工业增加值及发电量累计增长3.8%及-3.7%,小于去年12月份当月5.70%及-7.9%的当月同比增速。判断未来工业生产是否复苏,还须看月底工业企业利润数据是否有好转的可能性。

图26: 受春节错位影响, 2月发电量及工业增加值当月同比大幅上扬



三、人民币利率预测

2月份宏观经济数据差强人意，随着CPI下滑到负区间，物价下滑的压力在未来将逐步显现，目前市场流动性宽裕，央行连续两周大规模的发行央票回收流动性引发了市场对近期下调存款准备金的预期。

目前我国债市仍处在震荡徘徊期，市场对经济及政策的走势依然分歧较大，下周工业企业利润数据出台有可能对未来经济走势的判断产生一定影响。投资方面，建议继续关注信用状况较好的信用类产品，可适当增加中长期品种的投资。

数据简报

(2009年3月20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	0.92	1.16	1.84
2年	1.30	1.68	2.37
3年	1.62	1.89	2.58
5年	2.44	2.60	3.38
7年	2.78	3.24	3.90
10年	3.08	3.67	4.35
15年	3.69	4.03	4.73
20年	3.86	4.22	4.91
30年	4.01	4.36	5.03
5-1年	1.52	1.44	1.54
10-1年	2.16	2.51	2.50
20-1年	2.94	3.06	3.06

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)	主体/债项评级
国债	2009年凭证式一期国债 (3年)	3	2009-3-16	100	3.73%	210	-
	2009年凭证式一期国债 (5年)	5	2009-3-16	100	4.00%	90	-
企业债	2009年中国水利水电建设集团公司企业债券	5	2009-3-19	100	3.18%	13	AA+/AAA
中期票据	2009年华电国际电力股份有限公司第一期中期票据	3	2009-03-17	100	3.38%	15	AA+/AA+
	2009年中国石油天然气股份有限公司第二期中期票据	3	2009-03-19	100	2.28%	150	AAA/AAA
	2009年中国国际航空股份有限公司第二期中期	5	2009-03-19	100	3.48%	30	AAA/AAA

	票据						
	2009年中国对外贸易运输(集团)总公司第一期中期票据	3	2009-03-20	100	-	15	AAA/AAA
短融	2009年中华人民共和国铁道部第二期短期融资券	1	2009-03-16	100	1.35%	100	AAA/A-1
	2009年北京市基础设施投资有限公司第一期短期融资券	1	2009-03-16	100	1.60%	30	AAA/A-1
	2009年横店集团控股有限公司第一期短期融资券	0.9972	2009-03-19	100	2.80%	10	AA-/A-1

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。

招商银行版权所有。保留一切权利。