

分析师：

刘东亮

0755 - 83195919

liudongliang@cmbchina.com

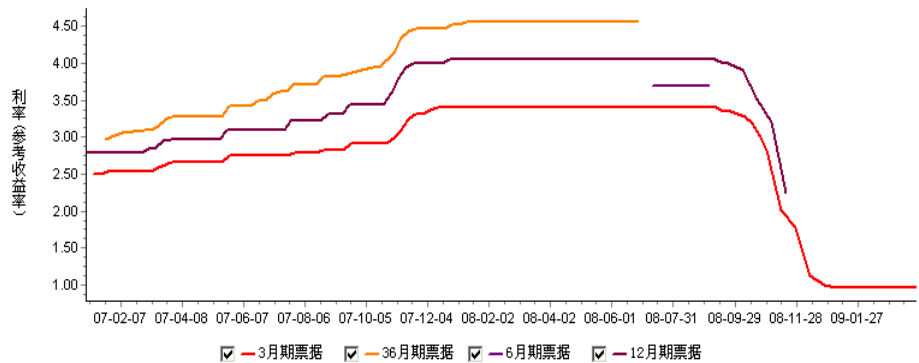
一、市况回顾

1、公开市场

上周央行净投放资金 380 亿元，票据及回购到期释放资金 2180 亿元，央票发行 800 亿元，同时央行进行正回购操作 1000 亿。

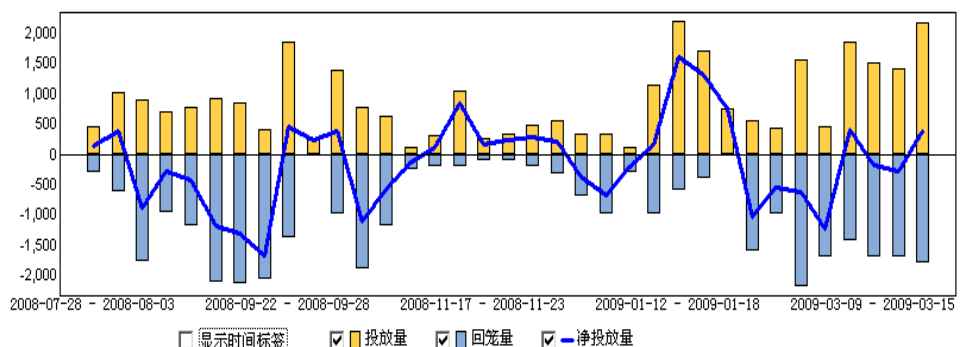
上周 3 个月期央票发行 800 亿，发行利率为 0.9650%，持平于上一期发行收益率水平。

图1：央票招标利率



数据来源：Wind资讯

图2：公开市场操作的货币投放与回笼



数据来源：Wind资讯

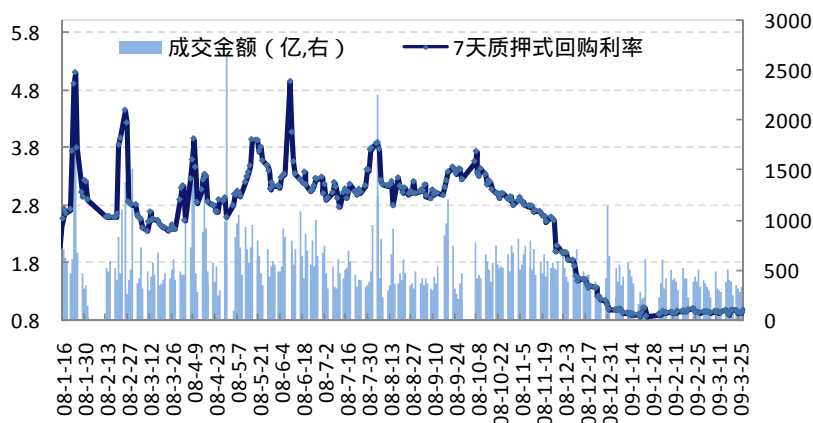
上周央行进行 1000 亿 28 天正回购，回购利率为 0.90%，持平于前期同期限正回购利率水平。上周正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2009-03-24	28 天	1000	0.90%	-

2、货币市场

上周货币市场利率基本持平，7 天质押式回购利率周末收在 0.9762%，较前一周周末下跌了 1.82BP。全周质押式回购加权平均利率为 0.8360%，较前一周周末下跌了 0.05BP。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 0.37%。

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，上周发行四期金融债，无国债发行。

上周发行了四期金融债，分别为两期政策性金融债和两期资本支持的金融债。

名称	发行人	规模 (亿)	期限 (年)	价格 (元)	票面利率
09 四期中国农业发展银行金融债	中国农业发展银行	150	1	100	1.08%
09 年中国民生银行混合资本债券 (浮)	中国民生银行股份有限公司	16.75	15	100	一年定存利率 + 3%
09 年中国民生银行混合资本债券 (浮)	中国民生银行股份有限公司	33.25	15	100	2019年3月24日前 5.7% ;之后 8.7%
09 一期国开金融债	国家开发银行股份有限公司	200	10	100	3.73%

图4：银行间债券总指数

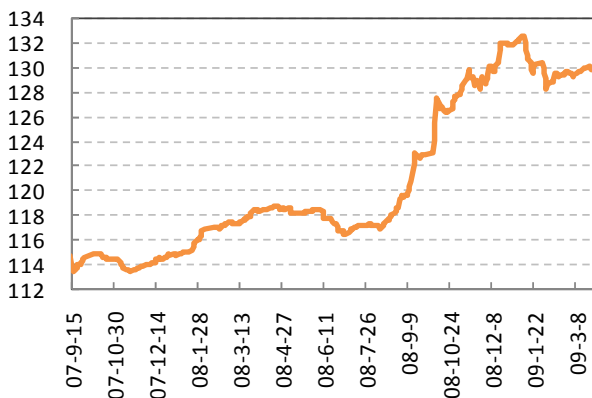
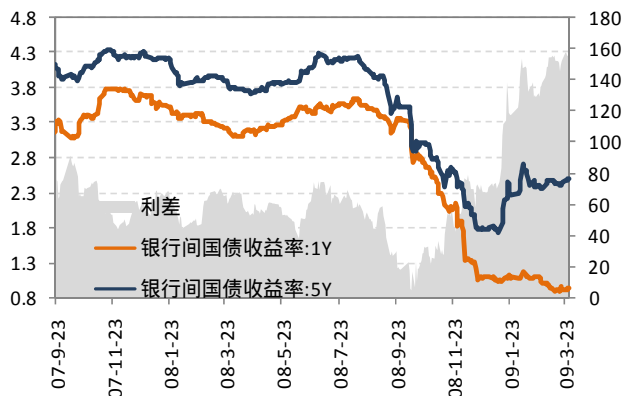


图5：1年期与5年期国债参考收益率



二级市场方面，债券市场小幅下跌。银行间债券总指数周末收于 129.8264，较前一周周末收盘指数下跌了 0.17 点。上周现券成交 1.12 万亿元，与前一周相比增加了 7.50%。

图6：中债收益率曲线 - 国债

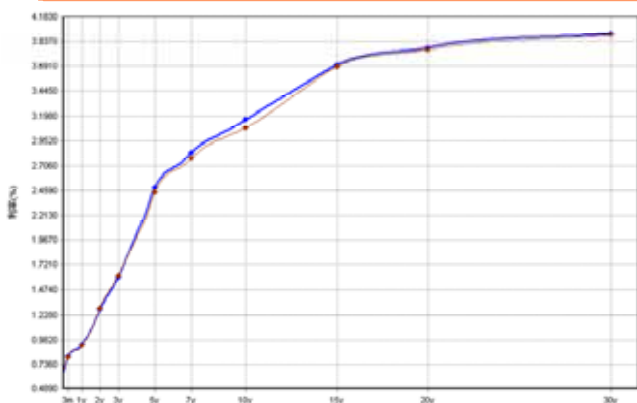
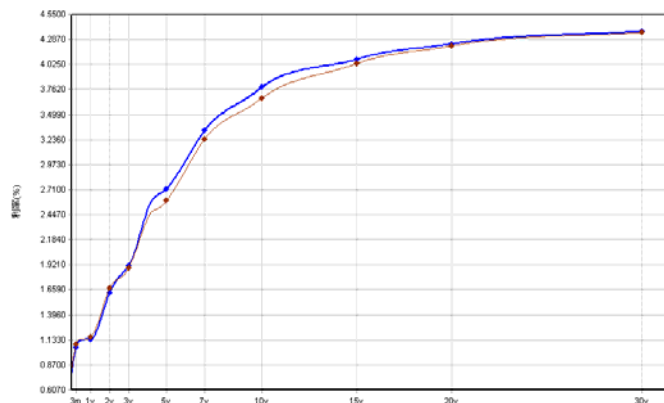


图7：中债收益率曲线 - 金融债



4、信用市场

一级市场方面，上周发行了十六期企业债（共计 210.3 亿），六期中期票据（367 亿）及九期短期融资券（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 开磷债	贵州开磷有限责任公司	5	6	100	5.39	AA-/AA-	贵州省开发投资有限责任公司
09 百联债	百联集团有限公司	10	3	100	4.15	AA/AA	-

09 济城建债	济南市城市建设投资有限公司	15	10	100	4.78	AA/AA+	济钢集团有限公司
09 国药债	中国医药集团总公司	10	5	100	4.08	AA+/AA+	-
09 津城投 1	天津城市基础设施投资建设集团有限公司	15	3	100	3.02	AA+/AAA	天津城市基础设施投资建设集团有限公司
09 津城投 2	天津城市基础设施投资建设集团有限公司	20	5	100	3.75	AA+/AAA	天津城市基础设施投资建设集团有限公司
09 津城投 3	天津城市基础设施投资建设集团有限公司	25	7	100	4.78	AA+/AAA	天津城市基础设施投资建设集团有限公司
09 浙交投债	浙江省交通投资集团有限公司	30	10	100	3.88	AA+/AAA	浙江省能源集团有限公司
09 闽交控债	福建省交通运输(控股)有限责任公司	10	5	100	4.6	AA-/AA	吉林省高速公路集团有限公司
09 许继债	许继集团有限公司	8	6	100	4.6	AA-/AA	许继集团有限公司
09 许继债	许继集团有限公司	8	6	100	4.6	AA-/AA	许继集团有限公司
09 津滨投债	天津滨海发展投资控股有限公司	5	6	100	7.1	A+/A+	天津市政建设集团有限公司
09 普天债	中国普天信息产业股份有限公司	16	6	100	5.28	AA-/AA-	中国普天信息产业集团公司
09 兰城投债	兰州市城市发展投资有限公司	15	7	100	5	AA/AA	中国投资担保有限公司
09 国联债	无锡市国联发展(集团)有限公司	10	6	100	5	AA/AA	-
09 建发债	建发房地产集团有限公司	6.3	7	100	6	A+/AA-	厦门建发集团有限公司
09 芜湖建投债	芜湖市建设投资集团有限公司	10	6	100	4.25	AA/AA	-

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 沪电力	上海电力股份有限公司	12	5	100	4.05	AA+/AA+

MTN1						
09 中船 MTN2	中国船舶工业集团公司	30	5	100	3.45	AAA/AAA
09 华电股 MTN2	华电国际电力股份有限公司	15	5	100	3.96	AA+/AA+
09 中石油 MTN1	中国石油天然气集团公司	200	3	100	2.25	AAA/AAA
09 中石化 MTN1	中国石油化工股份有限公司	100	3	100	-	AAA/AAA
09 潞安 MTN1	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	10	3	100	-	AA+/AA+

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
20090327	龙口矿业集团有限公司	5	1	-	1.5366%	A+/A-1
20090326	北京建工集团有限责任公司	5	1	3.5	1.5405%	A+/A-1
20090325	中国节能投资公司	9	1	2.08	1.5331%	AA/A-1
20090324	厦门建发集团有限公司	9	1	2.58	1.5062%	AA-/A-1
20090324	开滦(集团)有限责任公司	12	1	2.1	1.5062%	AA/A-1
20090324	华电煤业集团有限公司	7	1	2.1	1.5062%	AA/A-1
20090323	天津市医药集团有限公司	5	1	2.73	1.5327%	AA-/A-1
20090323	中铁电气化局集团有限公司	4	1	2.68	1.5327%	AA-/A-1

图8：今年以来短融发行利率

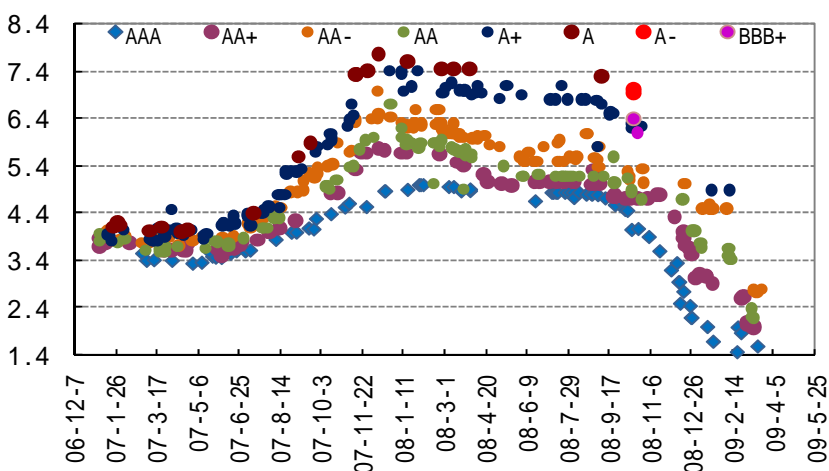


图9：短融二级市场收益率

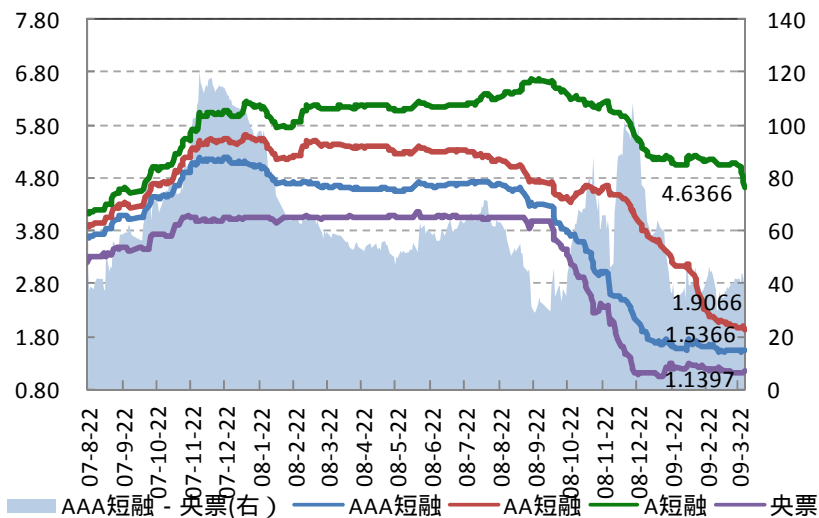
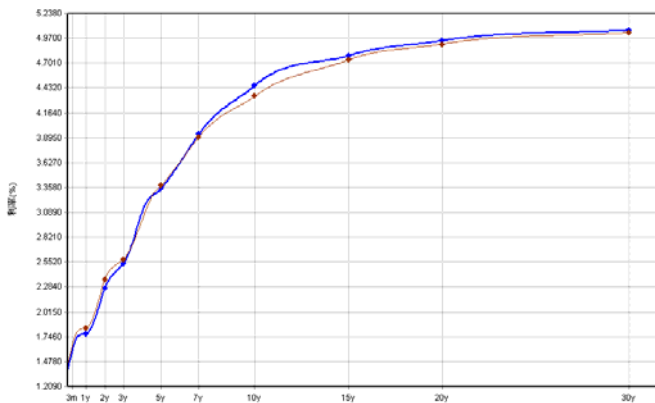


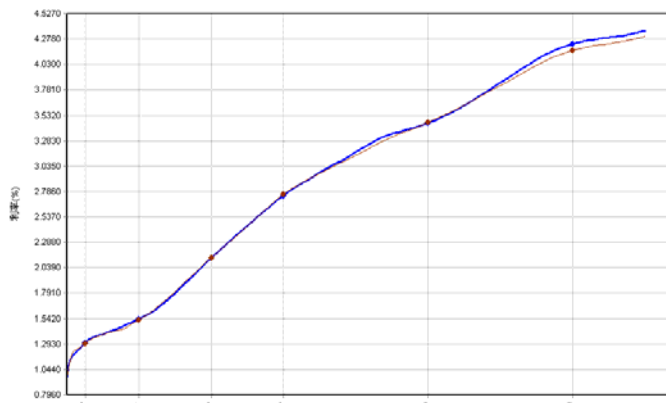
图10：中债收益率曲线 - 企业债 (AAA)



— 银行间固定利率企业债收益率曲线(AAA)中债到期收益率曲线(2009-03-27) — 银行间固定利率企业债收益率曲线(AAA)中债到期收益率曲线(2009-03-20)

数据来源：Wind资讯、中国债券信息网

图11：中债收益率曲线 - 中短期票据 (AAA)



— 银行间中短期票据收益率曲线(AAA)中债到期收益率曲线(2009-03-27) — 银行间中短期票据收益率曲线(AAA)中债到期收益率曲线(2009-03-20)

数据来源：Wind资讯、中国债券信息网

二、中国经济分析

1 经济触底信号或难以持续

近期，对中国经济形势到底如何的争论十分激烈，部分市场人士认为，近期一些经济数据出现好转，表明中国经济已经触底，最坏的时期已经过去，也有市场人士持相反观点，认为经济仍处在下行趋势。

我们认为，近期的经济数据颇为有些令人困惑，好坏参半，发出的信号不一，部分指标确实脱离了近期的低点开始回升，但以此为证据表明中国经济已经出现复苏，还为时尚早。

2 月份的钢产量和发电量同比数据，摆脱了此前的大幅下滑势头，重新回到增长轨道，通常而言，这是经济反弹的信号，但有必要对此加以分析。以下两点可能是造成钢产量和发电量重回增长的重要原因：一是企业的去库存化告一段落，经过去年 4 季度和今年年初激烈的去库存化，企业的库存出现回落，部分闲置产能重新开工；二是国家大规模刺激经济的计划初见成效，随着一批大型项目的动工，对钢材和能源的需求重又显现。

图12：中国发电量和钢产量同比出现好转



但是，这种好转能否持续是个很大的疑问，关键在于需求能否恢复。国内的需求暂时可以依靠政府投资拉动来进行一定程度的弥补，但海外需求仍在持续萎缩，在可预见的阶段内都不会明显好转，而这一部分需求必须依靠内需来弥补，目前来看，并非完全没有可能，但难度会非常大，而且短期内很难见效。

实际上，产能过剩与需求不足的矛盾，不只是中国的问题，它

存在于几乎所有的新兴市场，特别是那些过度依赖出口的国家。在过去几年全球化和全球贸易大发展的时期，世界经济失衡进一步加剧，新兴市场承担了绝大部分中低端产品的供给，来满足发达国家的需求，但随着欧美消费的强烈收缩，过剩的产能矛盾看起来格外突出。

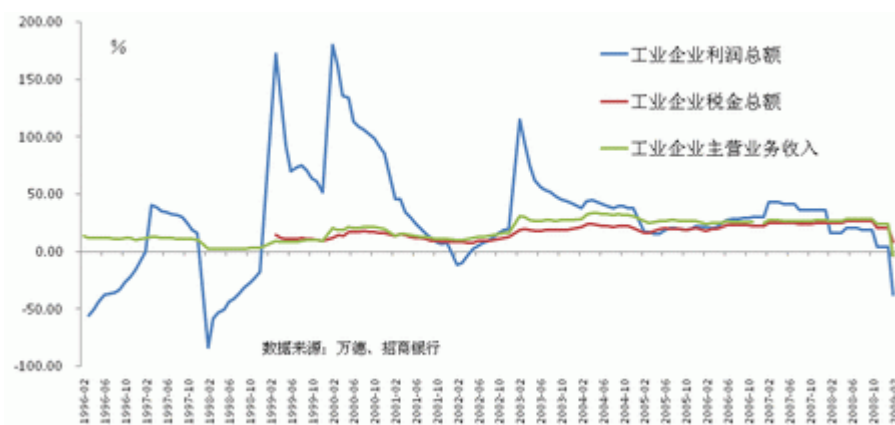
我们认为，目前企业的去库存化只是阶段性的，由于世界范围内的需求中期内很难恢复，除非中央政府加大投资刺激经济的力度，否则目前经济触底的信号很难持续。但需要注意的是，如果单纯为了经济复苏而投资，很可能加剧中长期的产能过剩矛盾，如果世界经济不能很快复苏，依靠政府投资拉动经济的成本和代价会越来越大。

2 实体经济形势严峻

上周公布的工业企业利润显示，我国工业经济处在全面收缩阶段，并未出现好转迹象。今年 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)实现利润 2191 亿元人民币，同比大幅下滑 37.3%。

在 97 年东南亚金融危机后，该数据曾出现大幅下滑，负增长状态持续长达一年，因此有理由认为，目前的这一轮企业利润收缩，可能会较 97 年更甚。令人担忧的是，工业企业主营业务收入这一指标也出现罕见的负增长，而该指标在 97 年东南亚金融危机和 02 年美国网络泡沫破灭期间，均维持正增长，该指标负增长表明，我国实体经济不容乐观，工业企业破产倒闭的风险在进一步上升。

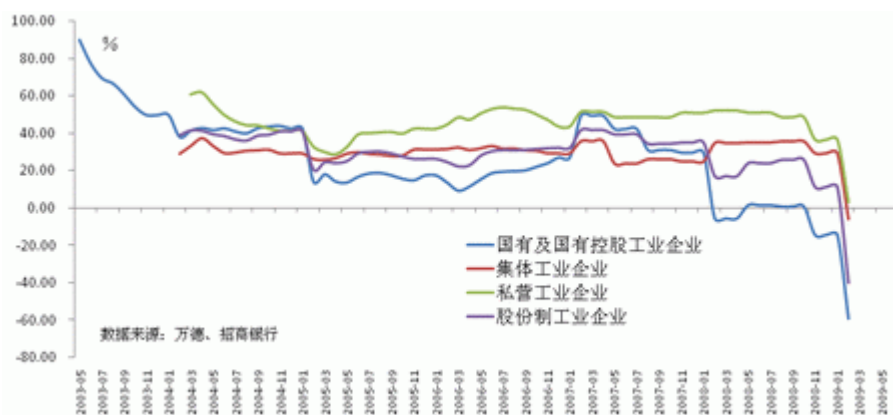
图13：工业企业利润及主营业务收入出现下滑



从所有制来看的话，国有及国有控股工业企业利润下滑幅度最

大，降幅接近 6 成，其次为股份制工业企业，表现最好的是私营工业企业，仍维持正增长。国有工业企业利润的大幅下滑，显示其亏损风险最高，裁员压力最大，但国有企业很可能迫于行政和舆论压力无法裁员，这将进一步恶化其未来的经营前景。

图14：按所有制划分的工业企业利润

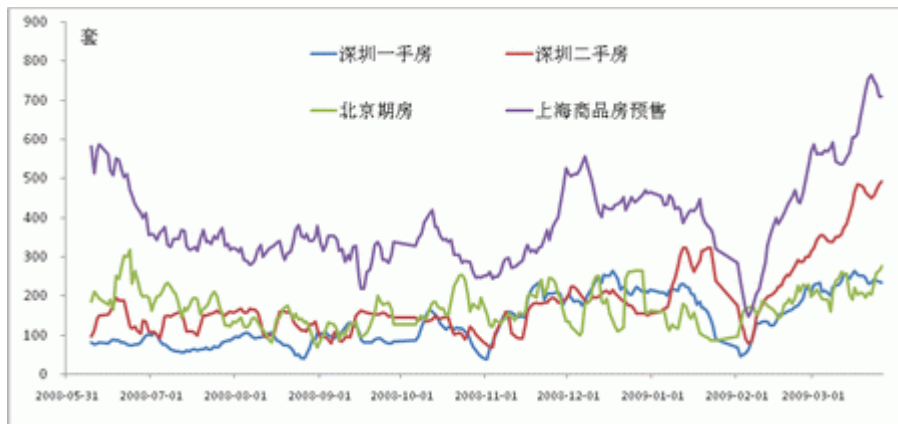


3 房地产市场未见实质性好转，商业地产形势更为严峻

发改委上周公布了最新的房地产数据，全国 36 个大中城市 2 月新房房价由降转升，存量房价小幅上涨，新建商品房集中成交价为 5991 元/平方米，环比由上月的下降 2.96%，转为上涨 0.22%；存量房集中成交价为 5933 元，环比上涨 1.33%。

从数字来看，一线城市的房地产市场确实出现了明显回暖，以北京、上海、深圳为例，成交量以 2009 年春节为拐点，春节后出现了井喷式的爆发，单日成交量已超过了 2008 年春季。

图14：京、沪、深楼市日成交量（经平滑处理）



从投资数字来看，房地产投资开发完成额和住宅投资开发完成额增速两项指标，均维持自 08 年夏季以来大幅放缓的态势，增速已

逼近零，不排除很快出现负增长。如果地产投资持续降温，甚至负增长，供给逐渐减少，而销量大幅上升的话，则对于消化库存将有很大帮助，房地产市场实质性转暖将可期待。

图15：房地产投资增速



不过，楼市转暖仍面临两个问题，一是目前需求回暖能否持续，二是存量究竟有多大。

对于前者，我们表示怀疑，就经济周期而言，一年时间完成调整是不太现实的，也是很罕见的，由于我国地产市场自99年才正式起步，并未经历过真正的调整周期，难以取得历史参照，如果以国外为例的话，欧美地产市场的调整周期通常在2-5年之间，这样的话，我国地产市场至少还将有一年的调整期，而在经济下行阶段，除刚性需求外，投机因素将大幅下滑，而投机因素恰恰是近年我国地产市场爆发式增长的重要推动力。近期楼市回暖，很可能只是价格调整后带来的刚性需求的释放。

图16：房地产空置面积和销售



而对于第二个问题，形势就更加严峻。目前虽然楼市销量回升，

但楼市空置面积却在持续增加,已经创有统计数据以来的历史最高,其中住宅空置面积增至 6500 万平米,非住宅空置面积超过 7000 万平米。

值得注意的是,非住宅商品房空置面积已经超过了住宅空置面积,表明在商业、办公等领域的地产泡沫更为严重,考虑到经济调整对商业、办公的打击较居住需求更大,因此未来非住宅商品房的空置面积料会继续大幅增加,甚至是加速上扬,商业、办公地产面临的资金链问题将较住宅地产更为严重。

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。