

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 150 亿元，票据及回购到期释放资金 1550 亿元，央票发行 900 亿元，同时央行进行正回购操作 800 亿。

上周 3 个月期央票发行 900 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

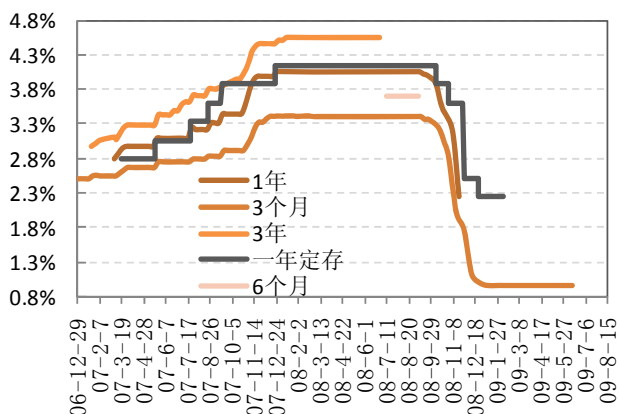
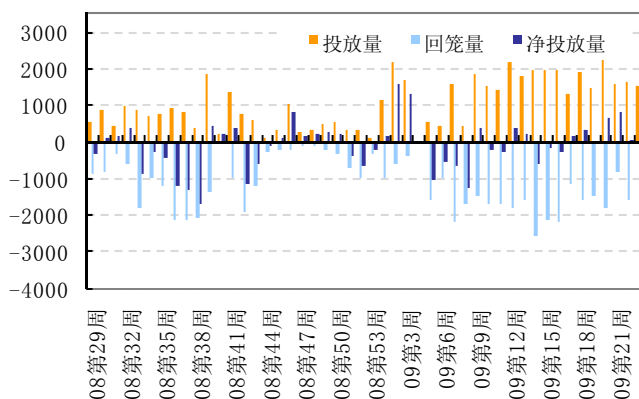


图2：公开市场操作的货币投放与回笼



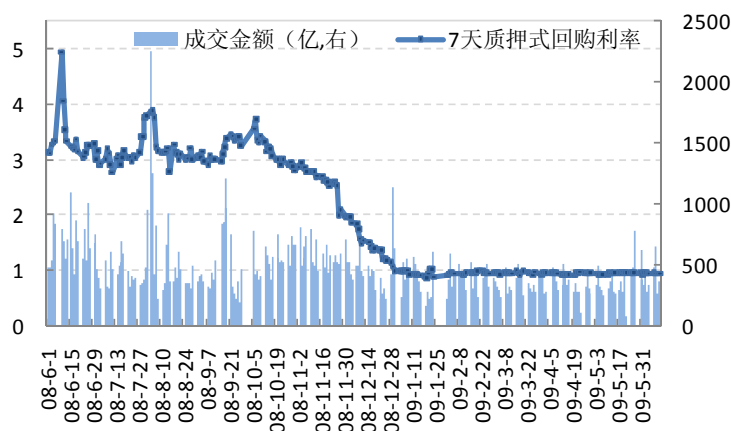
上周央行进行 28 天正回购，回购利率为 0.90%，持平于前期同期限正回购利率水平。上周正回购操作情况如下表所示：

日期	正回购品种(天)	规模(亿)	回购利率	利率变动(bp)
2009-06-09	28 天	800	0.90%	-

2、货币市场

上周货币市场利率有所下滑，7 天质押式回购利率周末收在 0.9404%，较前一周周末下降了 0.47BP。全周质押式回购加权平均利率为 0.8469%，较前一周周末上涨了 0.28BP。债券质押式回购成交累计 1.68 万亿元，与前一周相比增加了 0.98%。

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，上周发行了一期国债（280 亿）、三期地方政府债（138 亿）及两期金融债（350 亿）。

上周财政部发行了 09 年第十一期记账式付息国债，期限为 15 年，发行额度为 280 亿，票面利率为 3.69%，较二级市场收益率水平低了 9BP，但高于市场预期水平，获得了 1.64 倍的认购倍数。目前市场对通胀的预期较为强烈，本次国债的发行并没有引起机构的热捧，但在资金面较为宽裕的局面下，本次长期国债的发行依然吸引银行及保险机构进行配置，一级市场发行收益率也并未对二级市场造成较大的影响。

地方债方面，上周打包发行了福建省、宁夏回族自治区、湖南省三期地方债，吸引了 194.60 亿元的资金，共获得 1.41 倍的认购倍数，略高于前一期 1.39 倍的认购水平，但仍大大低于 2.10 倍的历史最高认购倍数，近期国债收益率的整体上涨对本次招标定价有所影响，发行收益率较 5 月底有所上涨，略高于招标日同期限国债二级市场收益率水平。

债券名称	年限	发行日期	票面利率	同期限国债二级市场收益率	发行量 (亿)	认购倍数
2009 年福建省政府债券	3	2009-06-09	1.70%	1.6861%	26	1.41
2009 年宁夏回族自治区政府债券	3	2009-06-09	1.70%	1.6861%	30	1.41
2009 年湖南省政府债券	3	2009-06-09	1.70%	1.6861%	82	1.41

金融债方面，农业发展银行上周发行了09年第八期农发行金融债，为7年期浮息品种，采取一年定存利率+利差的方式发行，中标利差为35个基点，最终票面利率为2.60%。计划发行150亿，追加发行了50亿，受到机构热捧，其认购倍数达到了3.61倍。

国家开发银行上周发行了09年第五期国开行金融债，为7年浮息品种，采取3个月shibor+利差的方式发行，中标利差为30个基点，落在了市场预期的下限，按照招标时1.23%的基础利率计算，最终票面利率为1.53%。计划发行100亿，追加发行了50亿，认购倍数为2.11倍。通胀预期及对经济面的不确定性预期是导致上周这两期浮息金融债受追捧的主要原因。

图4：银行间债券总指数

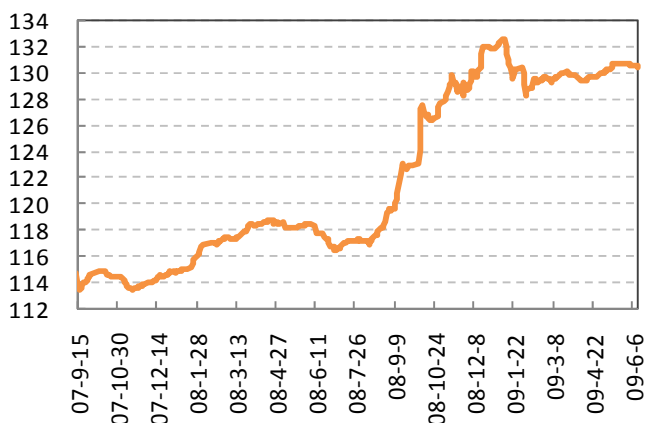
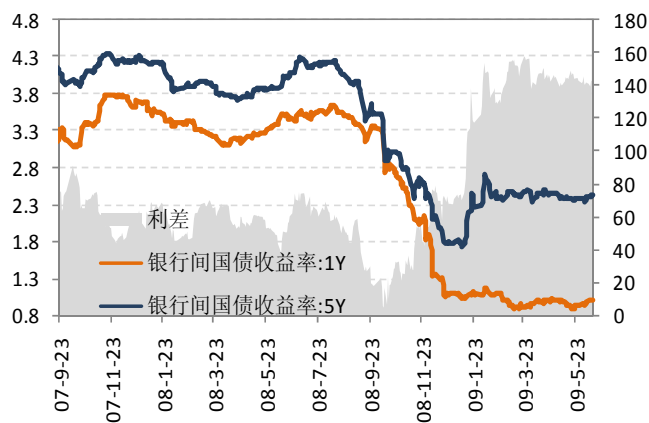


图5：1年期与5年期国债参考收益率



二级市场方面，受通胀预期上升的影响，上周债市持续调整，各期限收益率呈整体上扬趋势。银行间债券总指数持续下滑，周末收于130.4365，较前一周周末收盘指数下降了0.12点。上周现券成交9911.33亿元，与前一周相比增加了7.75%。

图6: 中债收益率曲线-国债

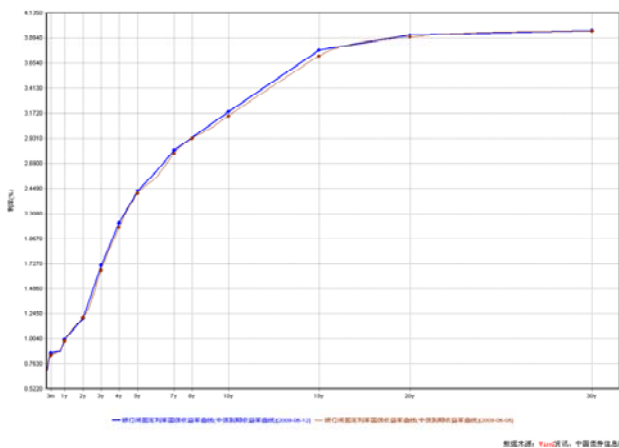
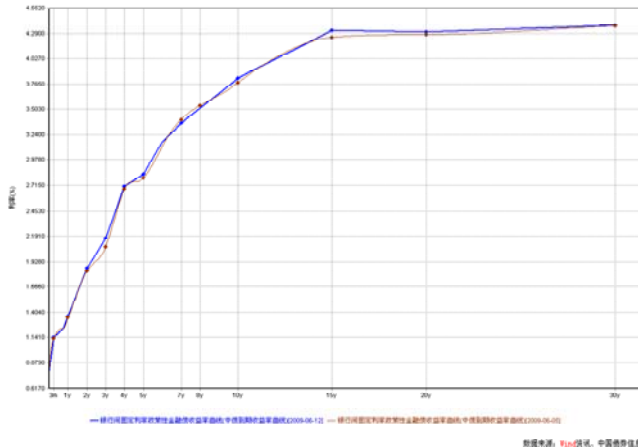


图7: 中债收益率曲线-金融债



从收益率曲线来看，上周国债呈整体上涨趋势，3年以上中长期上升幅度较大，平均有 2-5BP 的涨幅，2 年以内短期基本持平于前一周水平。金融债方面，呈整体上升趋势，除了 7 年期小幅下降了 3BP 之外，1-5 年短端上升了 1-9BP，10-20 年长期上升了 3-7BP。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行了四期企业债（60 亿）及六期中期票据（150 亿）及六期短期融资券（31 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 开滦债	开滦(集团)有限责任公司	20	10	100	5.15%	AA/AA+	河北钢铁集团有限公司
09 武进城投债	常州市武进城市建设投资有限责任公司	22	7	100	5.42%	AA/AAA	常州投资集团有限公司
09 甬城投债	宁波城建投资控股有限公司	10	5+2	100	前 5 年 4.79%； 后 2 年 4.79%+ 上调基点	AA/AA+	宁波交通投资控股有限公司
09 张江债	上海张江(集团)有限公司	8	3	100	3.87%	AA/AAA	发行人以其 6 处 房地产及 6 宗土 地使用权作质 押担保

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 中广核 MTN2	中国广东核电集团有限 公司	20	5	100	3.75%	AAA/AAA
09 海螺集 MTN1	安徽海螺集团有限责任 公司	30	5	100	4.32%	AA+/AA+
09 浦发 MTN1	上海浦东发展(集团)有 限公司	25	5	100	4.33%	AA+/AA+
09 华能集 MTN1	中国华能集团公司	35	5	100	3.72%	AAA/AAA
09 淮南矿 MTN2	淮南矿业(集团)有限责 任公司	10	5	100	4.35%	AA+/AA+
09 中粮 MTN2	中粮集团有限公司	30	5	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
2009-06-08	2009年岳阳纸业股份有限公司 第一期短期融资券	6	1	2.65%	2.4859%	AA-/A-1
2009-06-09	2009年石药集团有限公司第一 期短期融资券	4	1	2.70%	2.5378%	AA-/A-1
2009-06-09	2009年内蒙古鄂尔多斯羊绒制 品股份有限公司第一期短期融 资券	6	1	2.82%	2.5378%	AA-/A-1
2009-06-09	2009年北京市政路桥建设控股 (集团)有限公司第一期短期融 资券	6	1	2.82%	2.5378%	AA-/A-1
2009-06-09	2009年沈阳化工股份有限公司 第一期短期融资券	5	1	2.28%	2.2278%	AA/A-1
2009-06-10	2009年中牧实业股份有限公司 第一期短期融资券	4	1	2.75%	2.5389%	AA-/A-1

图8: 今年以来短融发行利率

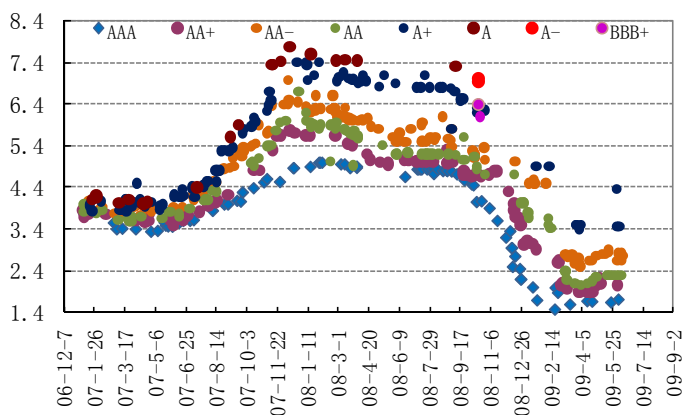
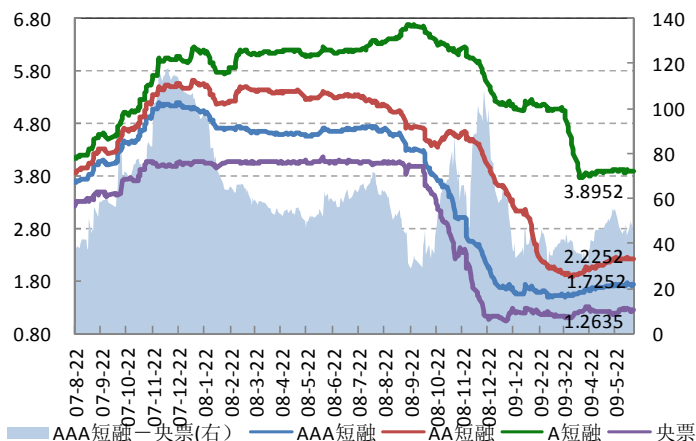


图9：短融二级市场收益率



二级市场方面,企业债2-3年中期及10-15年长期上涨幅度较大,均有7-10BP的涨幅,其余年限也有1-3BP的涨幅不等。中短期票据方面,呈整体上升趋势,2年以内短期上升了0-5BP,而3-8年中长期上升了1-4BP。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1.73%,2.23%及3.90%,基本持平于前一周水平。

图10: 中债收益率曲线 - 企业债 (AAA)

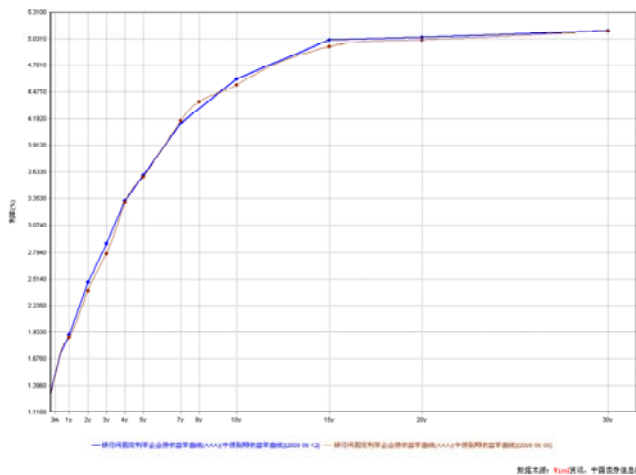
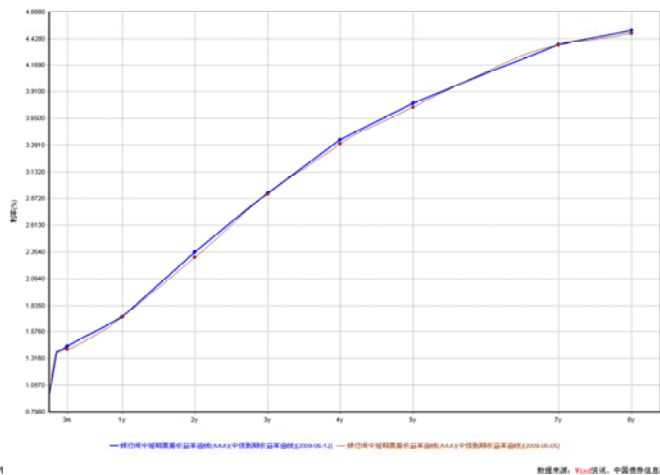


图11: 中债收益率曲线 - 中短期票据 (AAA)

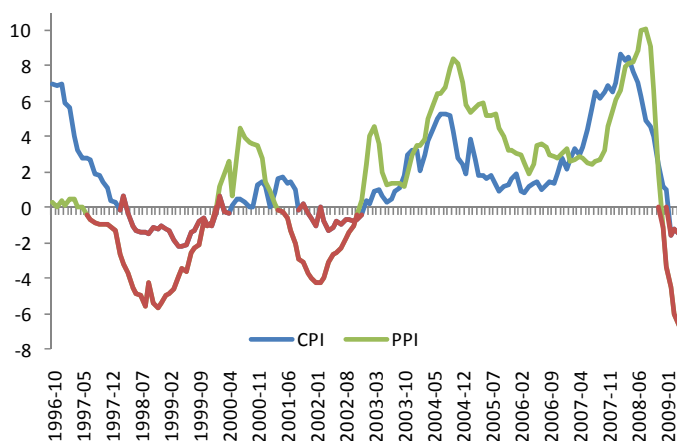


二、中国经济分析

1、CPI 已经企稳，PPI 还在探底

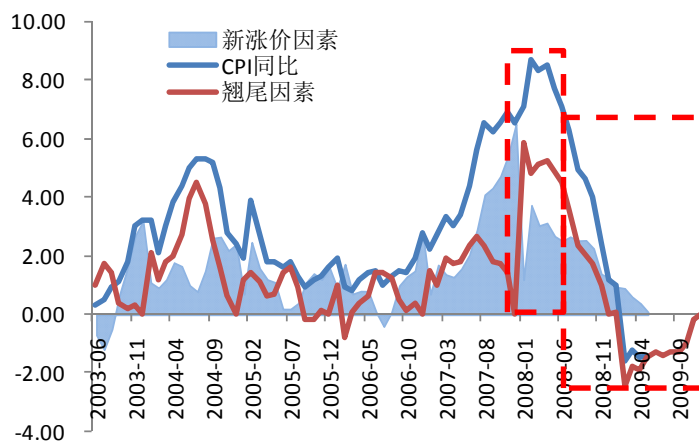
国家统计局发布的数据显示，5月份CPI同比下降1.4%，相对于4月份小幅上升0.1个百分点，PPI同比下降7.2%，相对于4月份进一步下滑0.6个百分点，两者的下降幅度均大于此前市场普遍预计的1.3%及6.8%。此外，5月RMPPI也录得99年有记录以来的最低值-10.40%，相对于4月份进一步下降0.8个百分点。此前市场普遍预计的物价指数下滑趋势开始全面收窄并没有实现。

图12: CPI已经企稳，PPI还在探底



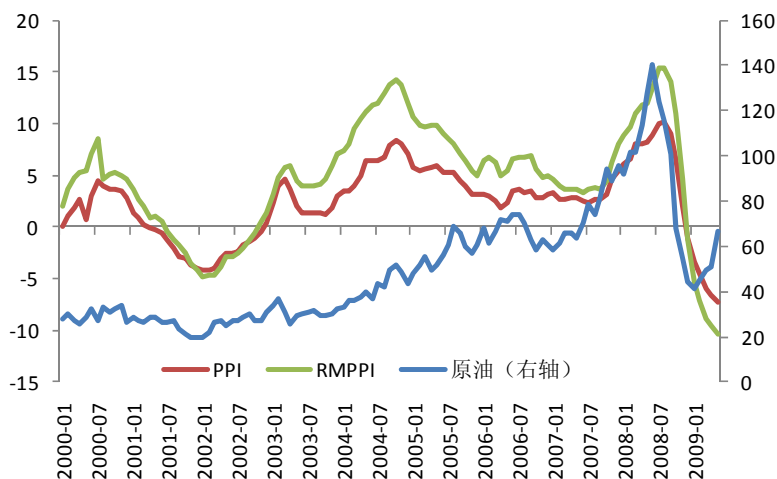
翘尾因素对CPI负效应逐步减弱，但CPI环比依然为负增长。对于5月份的CPI，由于翘尾因素的影响已经开始逐步减弱，CPI已经开始见底回稳，对于本次CPI未见明显回升，主要是CPI环比数据(-0.3%)依然没有好转，预计随着食品价格的逐步回暖以及翘尾因素的进一步减弱，CPI将逐步好转。

图13: 翘尾因素对CPI负效应逐步减弱，但CPI环比依然为负



国际油价及大宗商品价格上涨尚未传导到国内。5月份以来，国际大宗商品持续上涨，国际原油价格更首次回升到70美元以上水平，预计未来在输入型成本压力的推动下，PPI与RMPPI有望在底部企稳回升，并进一步带动CPI上扬。但从短时间来，外部价格压力输入到国内还将滞后一段时间，CPI与PPI难以在短期内突破负区间。

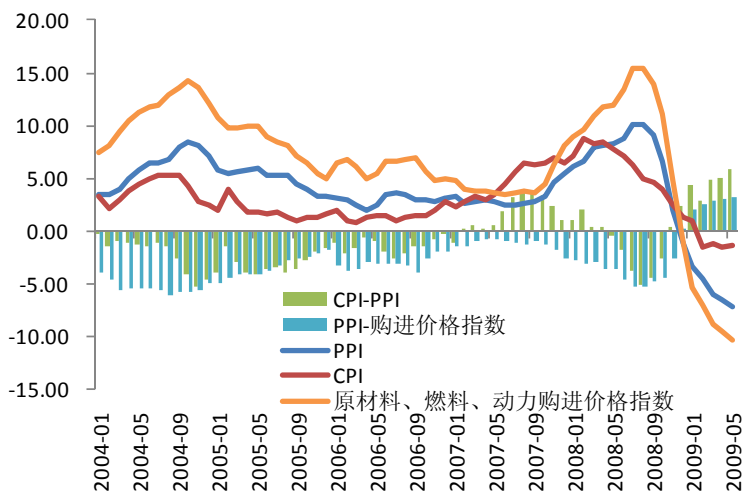
图14: 国际油价及大宗商品价格上涨尚未传导到国内



物价回升一定有利于经济复苏？物价及大宗商品市场的回升，虽然有利于稳定经济信心，但在经济基本面尚未完全复苏之前，国外大宗商品的虚假繁荣有可能成为经济复苏的阻力因素，而这一切的关键取决于经济需求能否快于大宗商品价格涨幅率先实现复苏。如果PPI或RMPPI受输入型通胀影响而率先进入正区间，但CPI却受需求不振的影响依然维持低迷，那么生产型企业有可能面临07-08年初大宗商品泡沫导致的成本高涨及需求低迷的双重压力，那

么中国经济有可能进一步演变成为“滞胀”。

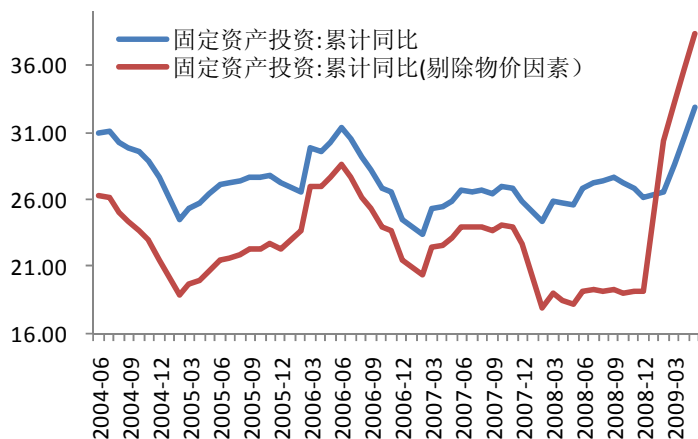
图15: PPI与RMPPI与CPI的差额有利于生产企业复苏



2、固定资产投资持续高涨

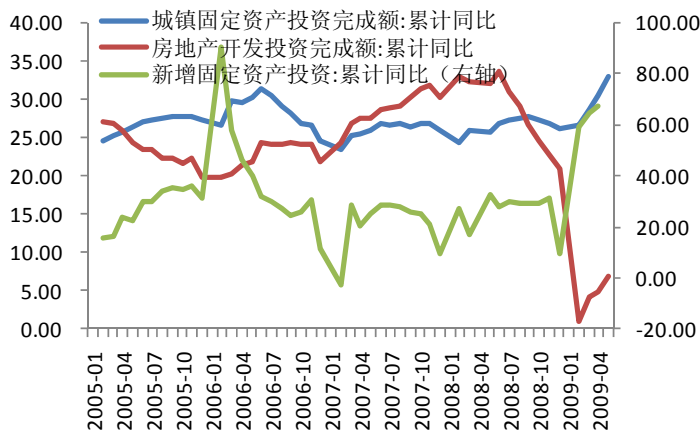
国家统计局发布的数据显示,1-5月我国城镇固定资产投资同比增长32.9%,较1-4月份进一步加快了2.4个百分点,与市场预期基本一致。如果剔除物价下滑的影响,实际投资增速为38.4%,较1-4月份进一步上涨2.8个百分点。

图16: 固定资产投资增速持续高涨



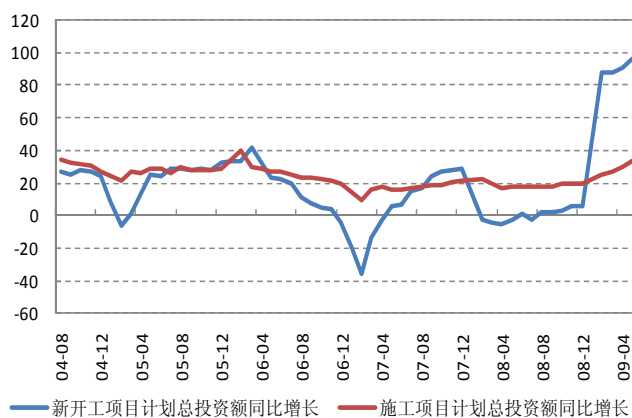
房地产投资持续好转。随着近期资本市场持续升温,房地产投资开始见底回升,1-5月份累计同比上涨6.8%,虽然相对于07及08年同期依然处于低位,但投资增速回暖的势头十分明显。

图17: 房地产投资持续好转



新开工项目持续保持高速增长。1-5月份新开工项目累计投资上扬了95.9%，进一步带动施工项目总投资额实现33.8%的增长。

图18: 新开工项目持续保持高速增长



地方项目投资成为固定资产投资增长的主力军。目前地方项目投资增速已经超过中央项目，表明通过中央带动地方投资增长的财政刺激政策开始持续产生效果。虽然目前中央项目投资开始高位下滑，但由于地方项目占总投资额的91.15%，新开工项目已经逐步由中央主导的大型项目向地方政府政府主导的中小型项目转变，地方投资已经成为拉动固定资产投资增长的主要动力。

图19: 地方项目投资成为固定资产投资增长的主力军

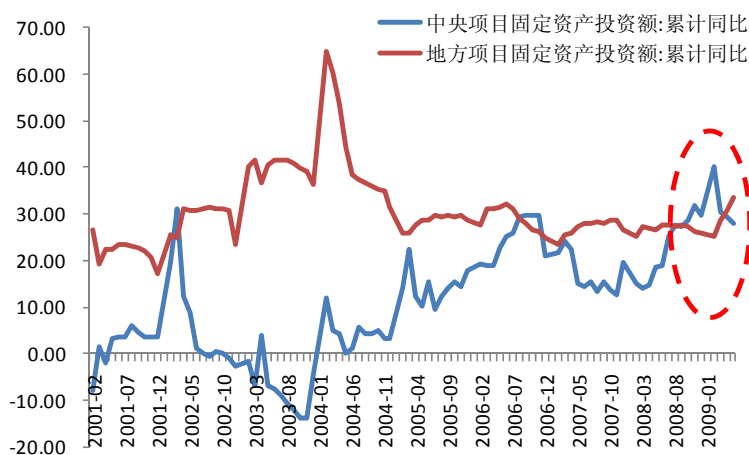


图20: 内资企业投资增速持续高涨, 港澳台资依然低迷

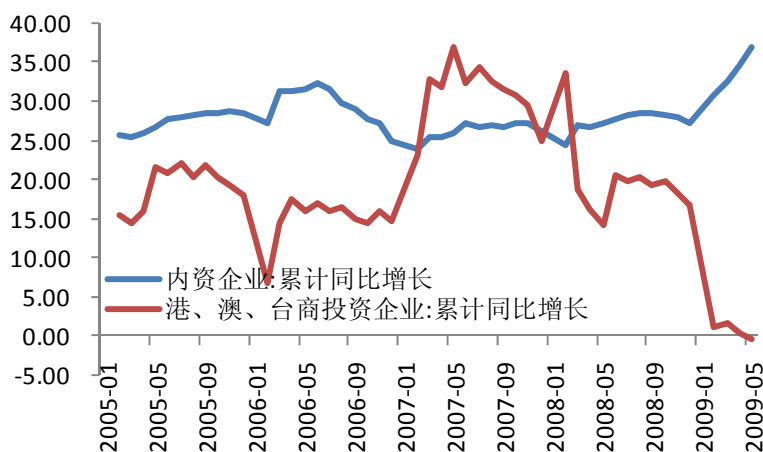
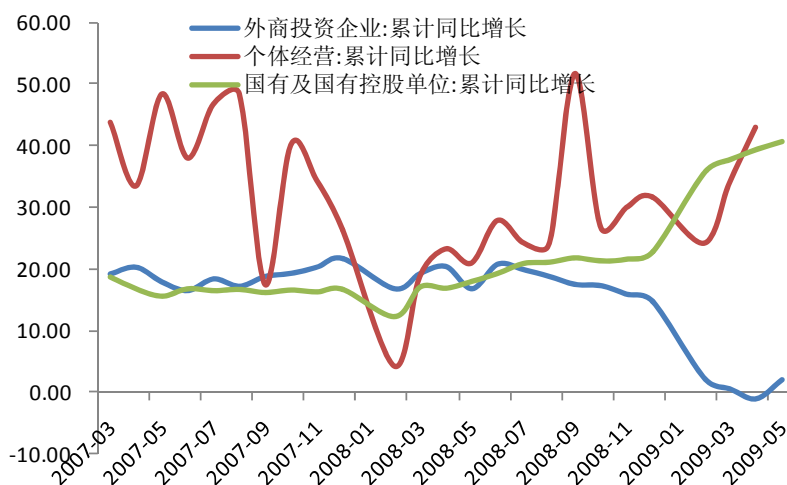


图21: 个体经营企业投资增速持续上扬



3、出口持续恶化, 进口下滑有望收窄

中国海关总署公布数据显示，5月份我国出口下降26.4%，较4月份进一步下滑3.81个百分点，创下95年以来的最低值，进口下降25.2%，较4月份下滑了2.15个百分点；当期贸易顺差133.89亿美元，基本持平于4月份水平。经季节调整后，5月份当月进出口、出口和进口同比分别为下降了20.5%，22.8%和17.7%；环比相对于4月份分别增长2.1%、0.2%和4.4%。

从累计值来看，今年1-5月份出口同比下降21.8%，进口同比下降28%，表现为出口继续恶化而进口下滑有所收窄的趋势，累计贸易顺差为887.93亿美元。

图22: 出口持续恶化

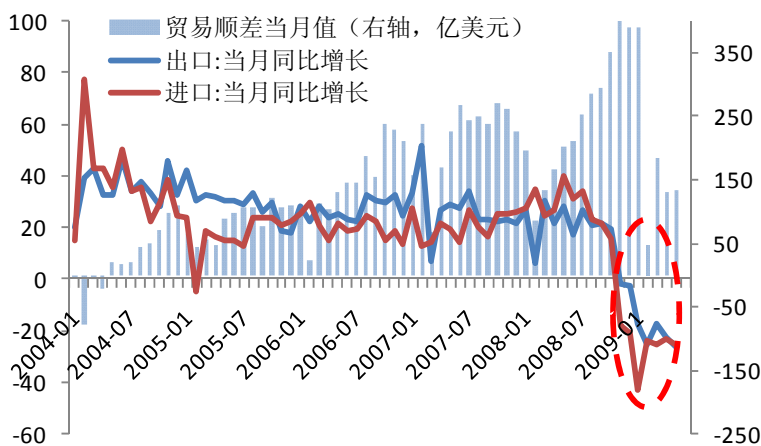
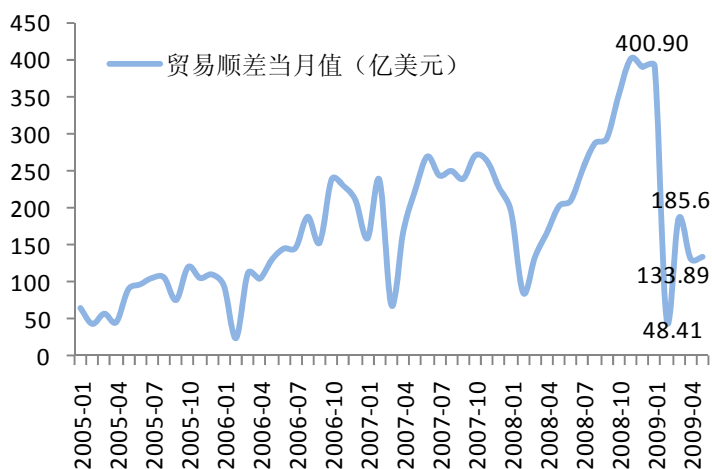


图23: 贸易顺差持平于4月份水平



出口短时间内难以提振。出口方面来看，5月份出口继续延续前几个月深度下滑的趋势。目前外围经济依然尚未企稳，5月份美

国失业率进一步攀升到 9.4%，呈继续恶化趋势，在就业及零售消费难以没有复苏的情况下，出口继续疲软并不出乎市场预期。

图24：一般贸易及加工贸易出口依然疲软

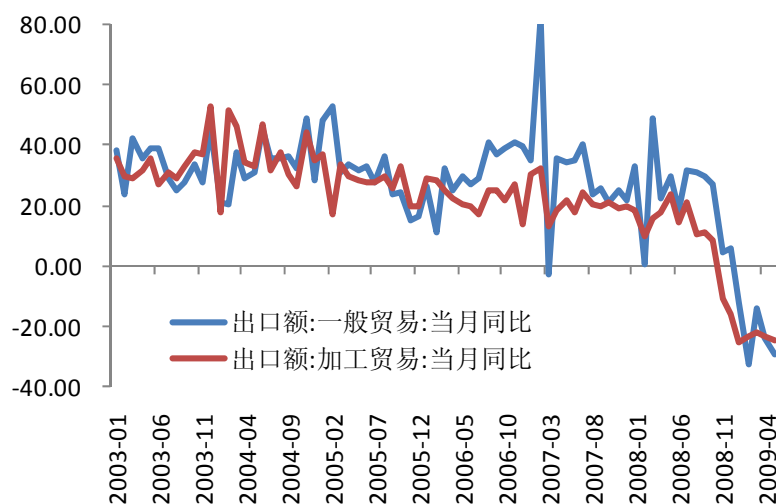
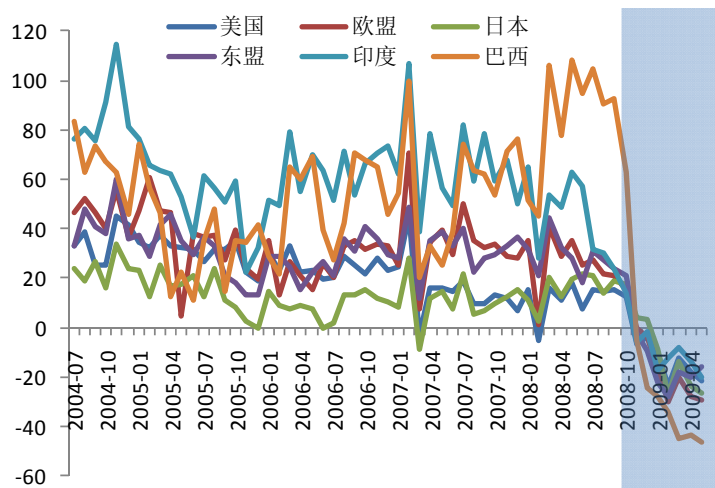
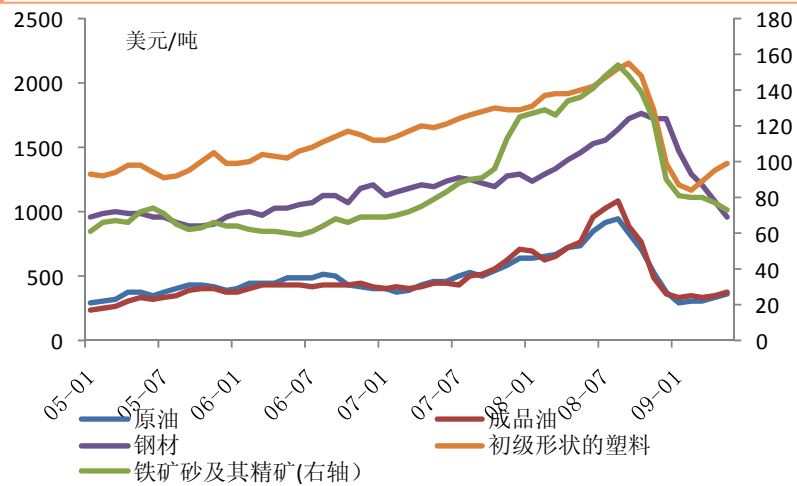


图25：中国对各国出口增速深度下滑



大宗商品的升温将导致进口下滑程度收窄回稳。由于中国进口构成中，大宗商品占比较大，仅以下 5 种商品的进口就占整体进口额的 20.03%。由于 5 月份大宗商品市场持续升温，除了铁矿石及钢材之外，原油 (+10.41%)、成品油 (+8.06%)、塑料 (+3.60%) 及铜合金 (7.40%) 的进口单价均有不同程度的升幅。预计随着国外大宗商品价格传导到国内，进口额将开始上扬，在出口依然疲软的情况下，贸易顺差将呈继续收窄的趋势。

图26: 大宗商品进口价格开始见底回升



三、人民币利率预测

上周公布的5月份经济运行数据显示，国内经济依然延续外需疲软与投资高增的趋势，CPI与PPI并没如市场预期般的出现下滑收窄的情况，但这不改通货膨胀预期持续高涨，银行间债市收益率上周继续维持上扬趋势。

受通胀预期强烈的影响，上周发行的两期金融浮息债受到投资机构的热捧，二级市场方面，上周15年国债发行收益率低中标并未对二级市场产生影响，15年国债及金融债收益率有较大幅度的上扬，投资方面，建议继续缩短久期，可关注中短期信用债及浮息债的配置机会。

数据简报

(2009年06月12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	1.00	1.36	1.93
2年	1.20	1.86	2.48
3年	1.71	2.17	2.88
5年	2.42	2.83	3.60
7年	2.82	3.36	4.15
10年	3.19	3.83	4.61
15年	3.78	4.32	5.02
20年	3.93	4.31	5.05
30年	3.97	4.37	5.12
5-1年	1.43	1.47	1.67
10-1年	2.19	2.47	2.69
20-1年	2.93	2.94	3.12

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年记账式付息(十一期)国债	15	2009-6-11	100	3.69%	280	-
地方政府债	2009年福建省政府债券	3	2009-06-09	100	1.70%	26	-
	2009年宁夏回族自治区政府债券	3	2009-06-09	100	1.70%	30	-
	2009年湖南省政府债券	3	2009-06-09	100	1.70%	82	-
金融债	2009八期中国农业发展银行金融债	7	2009-06-11	100	一年期定存+35BP (2.60%)	200	-
	2009五期国开金融债	7	2009-06-11	100	3个月Shibor5日均值+30BP (1.53%)	150	-
企业	2009年开滦(集团)有	10	2009-06-08	100	5.15%	20	AA/AA+

债	限责任公司公司债券						
	2009年常州市武进城市建设投资有限责任公司公司债券	7	2009-06-09	100	5.42%	22	AA/AAA
	2009年宁波城建投资控股有限公司公司债券	5+2	2009-06-09	100	前5年4.79%；后2年4.79%+上调基点	10	AA/AA+
	2009年上海张江(集团)有限公司公司债	3	2009-06-10	100	3.87%	8	AA/AAA
中期 票据	2009年中国广东核电集团有限公司第二期中期票据	5	2009-06-08	100	3.75%	20	AAA/AAA
	2009年安徽海螺集团有限责任公司第一期中期票据	5	2009-06-08	100	4.32%	30	AA+/AA+
	2009年上海浦东发展(集团)有限公司第一期中期票据	5	2009-06-09	100	4.33%	25	AA+/AA+
	2009年中国华能集团公司第一期中期票据	5	2009-06-09	100	3.72%	35	AAA/AAA
	2009年淮南矿业(集团)有限责任公司第二期中期票据	5	2009-06-11	100	-	10	AA+/AA+
	2009年中粮集团有限公司第二期中期票据	5	2009-06-12	100	-	30	AAA/AAA
短融	2009年岳阳纸业股份有限公司度第一期短期融资券	1	2009-06-08	100	2.65%	6	AA-/A-1
	2009年石药集团有限公司第一期短期融资券	1	2009-06-09	100	2.70%	4	AA-/A-1
	2009年内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司第一期短期融资券	1	2009-06-09	100	2.82%	6	AA-/A-1
	2009年北京市政路桥建设控股(集团)有限公司第一期短期融资券	1	2009-06-09	100	2.82%	6	AA-/A-1
	2009年沈阳化工股份有限公司第一期短期	1	2009-06-09	100	2.28%	5	AA/A-1

融资券							
2009年中牧实业股份有限公司第一期短期融资券	1	2009-06-10	100	2.75%	4	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。