

一、市况回顾

1、公开市场

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

为平伏 IPO 重启对货币市场造成的波动，上周央行净投放资金 1150 亿元，票据及回购到期释放资金 1650 亿元，央票缩量发行 500 亿元，同时央行近 7 个月以来的第一次暂停正回购操作。

上周 3 个月期央票仅发行 500 亿，发行利率依然维持在 0.9650%，持平于上一期发行收益率水平。

图1：央票招标利率

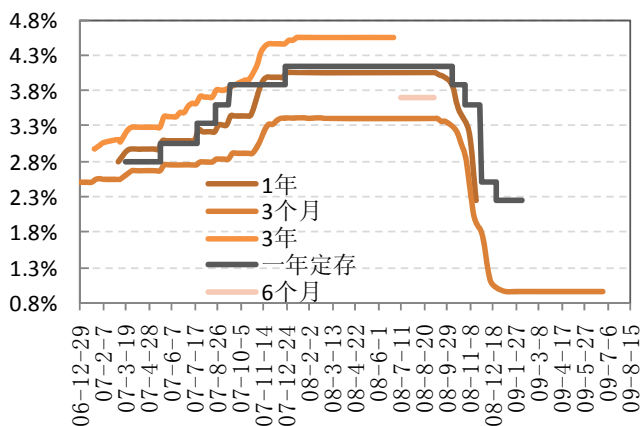
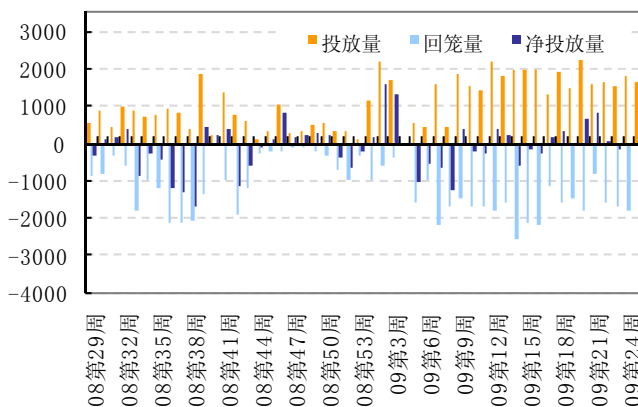


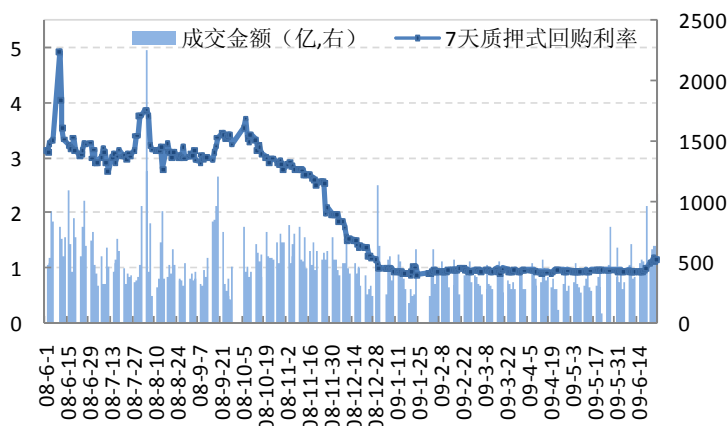
图2：公开市场操作的货币投放与回笼



2、货币市场

受下周 IPO 重启的影响，上周货币市场利率持续上升，7 天质押式回购利率周末收在 1.1693%，较前一周周末上升了 17.6BP。全周质押式回购加权平均利率为 1.0152%，较前一周周末上涨了 13.48BP。债券质押式回购成交累计 1.20 万亿元，与前一周相比减少了 34.28%。

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（122亿）及四期金融债（260.3亿）。

上周财政部发行了09年第十三期记账式付息国债，期限为7年，发行总额为280亿，票面利率为2.82%，较二级市场收益率水平低了5BP，仅获得1.33倍的认购倍数，创下年内国债发行的最低认购倍数。上周由于IPO重启导致了回购市场资金成本走高，本期国债招标利率与二级市场收益率的利差有所收窄，显示机构投资意愿较前期减弱，但整体资金面相对宽裕的局面短期内并没有改变。

地方债方面，上周打包发行了海南省、广东省、厦门市三期地方债，吸引了193.4亿元的资金，共获得1.59倍的认购倍数，中标利率为1.75%，略低于发行当日二级市场3年期国债收益率水平。

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年海南省政府债券	3	2009-06-23	1.75%	1.7744%	29	1.59
2009年广东省政府债券	3	2009-06-23	1.75%	1.7744%	85	1.59
2009年厦门市政府债券	3	2009-06-23	1.75%	1.7744%	8	1.59

金融债方面，农业发展银行上周发行了09年第九期农发行金融债，为3年期固息品种，计划发行150亿，追加发行了30.3亿，中标利率为2.12%，高于市场预期，共有226.8亿元资金参与了150亿元招标总量的追逐，获得1.51倍的认购倍数，远低于农发行前期发行的7年期浮动债3.61倍的认购倍数，表明目前在收益率走高的预期下，机构资金配置均以缩短久期为主。

上周宁波银行发行了09年金融债，发行额度为50亿，期限为5年，其主体评级及债项评级均为AA。

次级债方面，平安银行发行了09年平安银行次级债，分为10年期固息及10年期浮息两个品种，发行额度分别为20亿及10亿元，固息利率区间为4.40%-4.70%，浮息采用一年期定存+利差的形式，利差区间为1.65%-1.95%，两个品种均附5年末发行人赎回权，其

主体评级为 AAA，债项评级为 AA+。

图4：银行间债券总指数

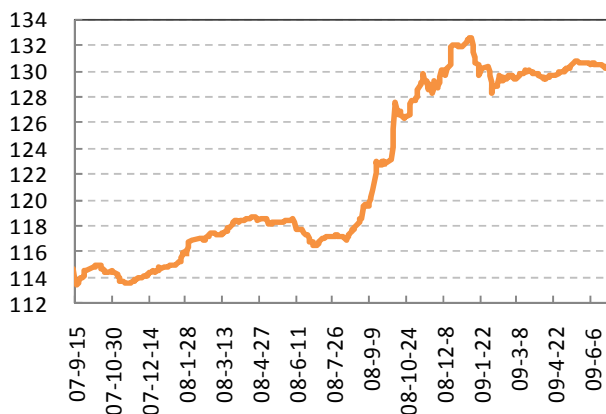
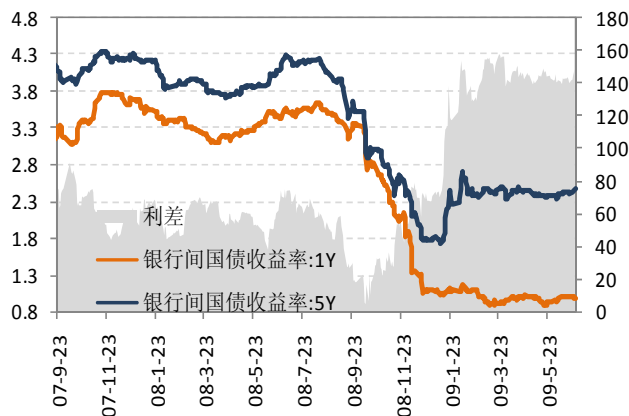


图5：1年期与5年期国债参考收益率



二级市场方面，上周央行暂停正回购操作及将下调存款准备金的传言导致市场资金面趋紧的预期进一步加强，中长期收益率有明显的提升，银行间市场再度出现了一轮较大的跌幅，银行间债券总指数周末收于 130.1871，较前一周周末收盘指数大幅下跌了 0.25 点。上周现券成交 8478.75 亿元，与前一周相比减少了 14.44%。

图6：中债收益率曲线-国债

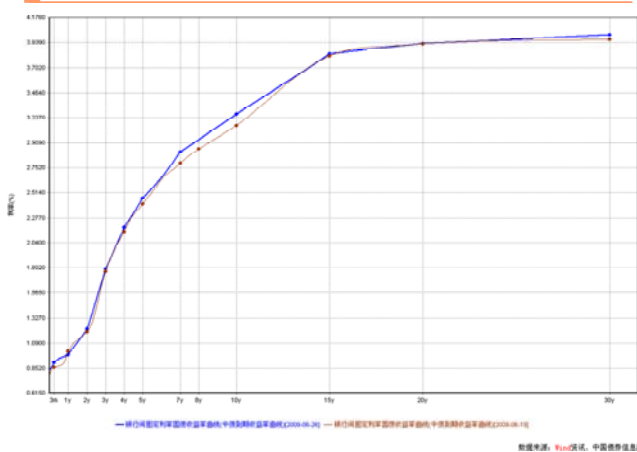
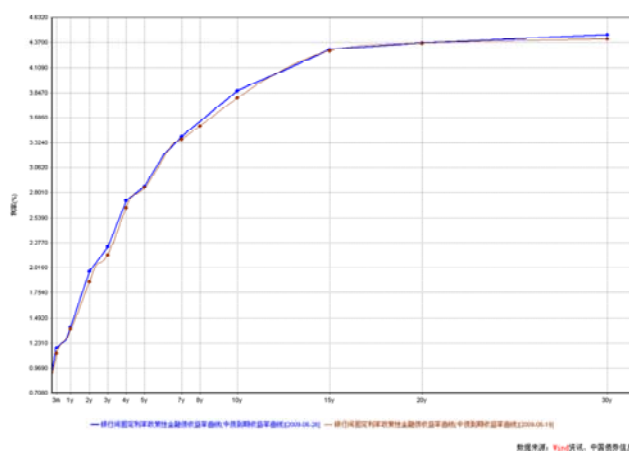


图7：中债收益率曲线-金融债



从收益率曲线来看，上周国债收益率呈陡峭化上涨的趋势，1年期下跌3BP、2-5年短端上升3-5BP，7-10年中长期上升了10-11BP。金融债方面，呈整体化上涨趋势，各期限涨幅差别较大，2年期、3年期及10年期上涨幅度较大，有8-11BP的涨幅，其余年限也各有1-3BP的涨幅。

4、信用市场

一级市场方面，上周发行了三期企业债（48.7 亿）及三期中期票据（510 亿）及两期短期融资券（25 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 远洋地 产债	远洋地产有限公 司	26	3+3	100	前 3 年 4.4%； 后 3 年 4.4%+ 上调基点	AA/AA	-
09 津临港 债	天津临港工业 区建设开发有 限责任公司	7.7	5+2	100	前 5 年 6.00%； 后 2 年 6.00%+ 上调基点	AA-/AA+	-
09 淮南城 投债	淮南市城市建 设投资有限责 任公司	15	5+2	100	前 5 年 5.88%； 后 2 年 5.88%+ 上调基点	AA-/AA+	发行人以其拥 有的 32 宗土地 使用权为作质 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 川化工 MTN1	四川化工控股(集团)有 限责任公司	10	3	100	4.19%	AA/AA
09 电网 MTN2	国家电网公司	300	5	100	-	AAA/AAA
09 中石化 MTN2	中国石油化工股份有限 公司	200	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
2009-06-23	2009 年江西赣粤高速公路股份 有限公司第二期短期融资券	5	1	2.12%	2.0189%	AA+/A-1
2009-06-23	2009 年上海同盛投资(集团)有 限公司第一期短期融资券	20	1	1.80%	1.7389%	AAA/A-1

图8：今年以来短融发行利率

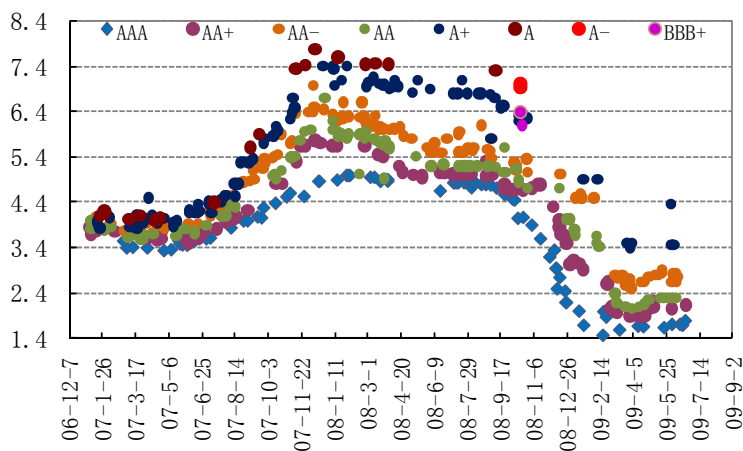
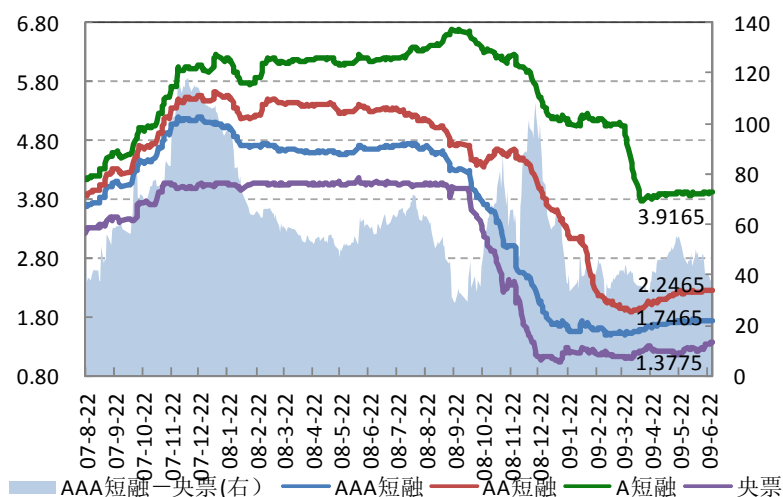


图9：短融二级市场收益率



二级市场方面，企业债呈陡峭化上升趋势，1-2 年短端上升 1-2BP，3 年期、7 年期及 10 年期均上升了 8-9BP。中短期票据方面，呈整体上升趋势，各期限涨幅不大，除 3 个月及 5 年期上升 3BP 外，其余年限均只上升了 0-1BP。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 1.75%、2.25% 及 3.92%，均较前一周上升了 1BP。

图10: 中债收益率曲线 - 企业债 (AAA)

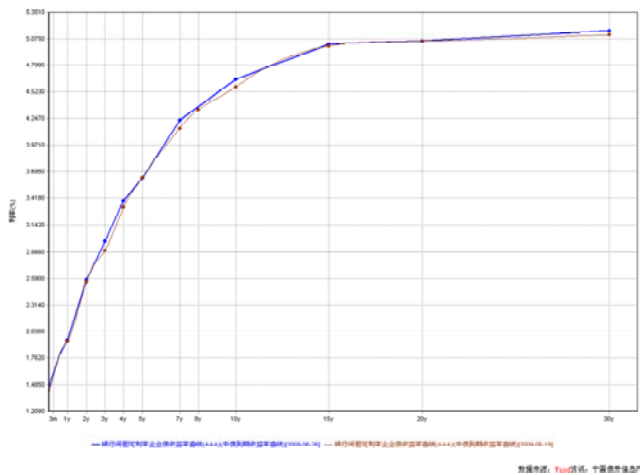
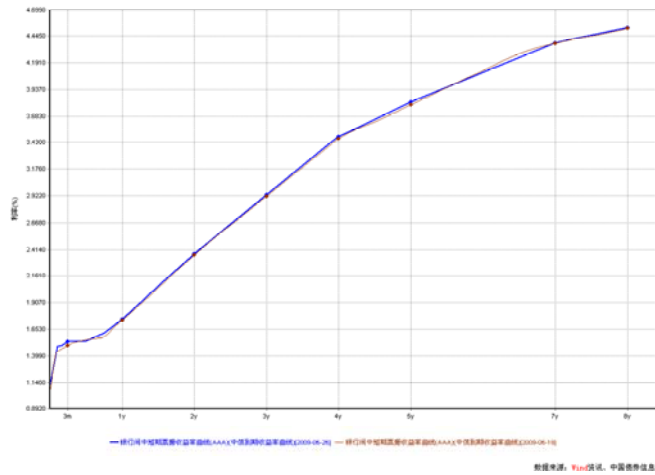


图11: 中债收益率曲线 - 中短期票据 (AAA)

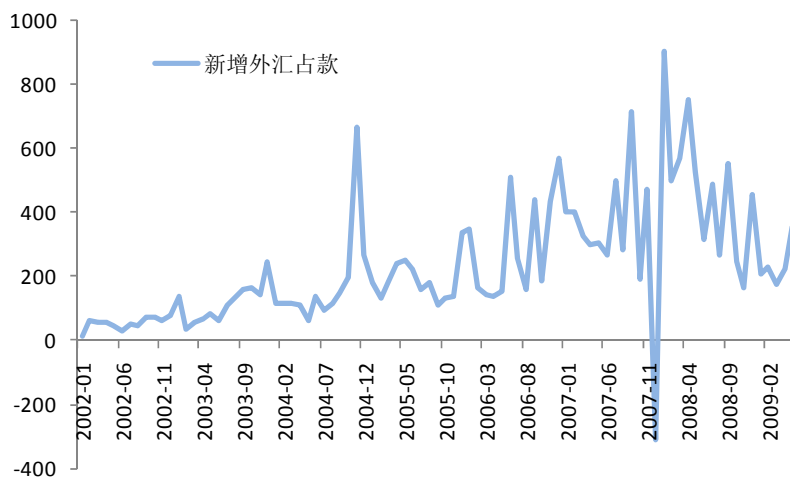


二、中国经济分析

1、新增外汇占款大幅上涨，热钱流入迹象明显

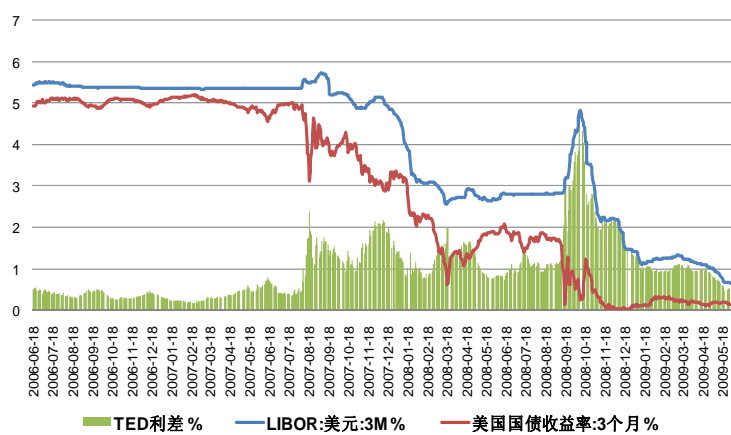
最新公布的金融机构信贷收支表显示，5月份，金融机构外汇占款为176587.51亿元，当月新增2425.65亿元，按5月份平均汇率来算，相当于央行净购入355.43亿美元外汇。而此前4个月，该数据均值仅为1400亿元左右。虽然5月增幅首次突破2000亿元，但相对于08年金融危机全面爆发前，其增幅已经大幅缩小。

图12：新增外汇占款月增幅首度超过2000亿元



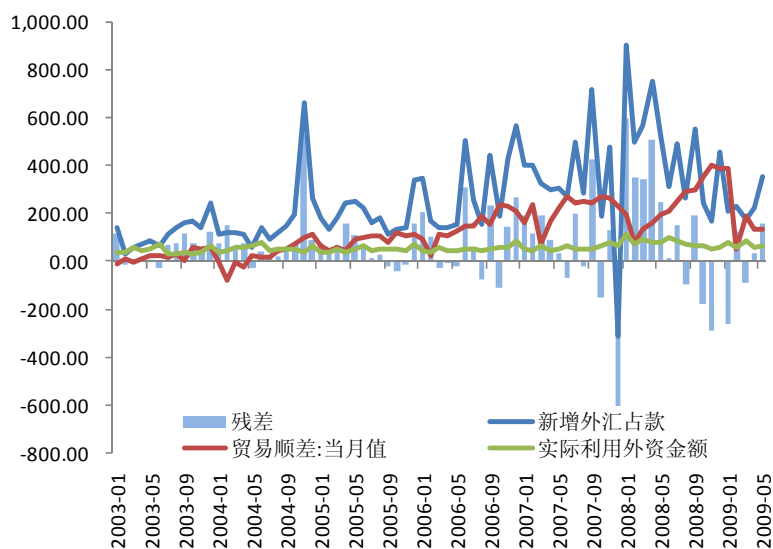
而从5月份的贸易顺差及FDI来看，5月份贸易顺差为133.89亿美元，实际利用外资为63.79亿美元，均延续前几个月的低迷趋势，合计外资净流入为197.68亿美元，如不考虑民间藏汇的影响，外汇占款与外资流入的残差为157.75亿美元，大大高于前几个月水平。近期全球资本市场有回稳迹象，资金风险偏好明显上升，再加上在全球资金对赌中国率先复苏的预期下，流入中国的资本有明显增加的趋势。

图13：市场风险偏好持续升温，近期TED利差逐渐收窄（来源：Wind资讯）



数据来源:Wind资讯

图13: 流入中国的资本有明显增加的迹象



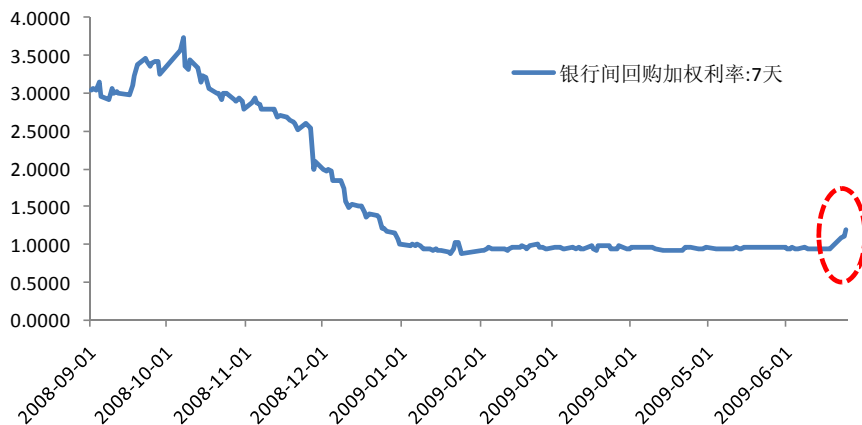
2、IPO 重启对资金面的影响分析

上周 IPO 重启导致短期资金市场有所波动，7 天回购利率周末收于 1.1693%，出现较大的涨幅，最高涨幅较前一周末上扬的近 20BP。

对于此次 IPO 对货币市场的影响，我们认为更主要表现在对短期资金的波动上面，特别是回购市场持续近半年的平静局面将被打破。随着 IPO 的开闸，短期资金成本基准利率将会经历一段明显的波动，表现为波动率的增加，但由于 IPO 新政的限制，本次 IPO 重启难以重复 07 年新股发行前夕短期资金成本大起大落的局面。至于资金面的影响，我们认为资金面更主要的还是受货币政策及宏观经济基本面的影响，从短期来看，IPO 重启影响的主要是短期资金的

波动幅度，难以对资金面造成直接影响。

图14: 回购市场持续近半年的平静局面有可能被打破



从 IPO 重启的新政来看，此次公布的《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》中，对回购市场及资金面的影响主要有以下几点：

一是由于网下申购冻结资金的时间较长，“将网下网上申购参与对象分开，对每一只股票发行，任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购”的规定，将加大机构打新股资金的机会成本，抑制机构融资进行打新股的热情，从而减少回购市场的波动幅度。

二是“网上申购方式中，单个投资者只能使用一个合格账户进行申购”及“对网上单个申购账户设定上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一”及将导致投资机构在新股发行前夕大规模融资的意愿减弱，07 年大盘股 IPO 期间回购利率大起大落的历史可能已经成为过去，这也减少了短期资本的波动幅度。

图15: 随着IPO重启，回购市场波动幅度将有加大的趋势

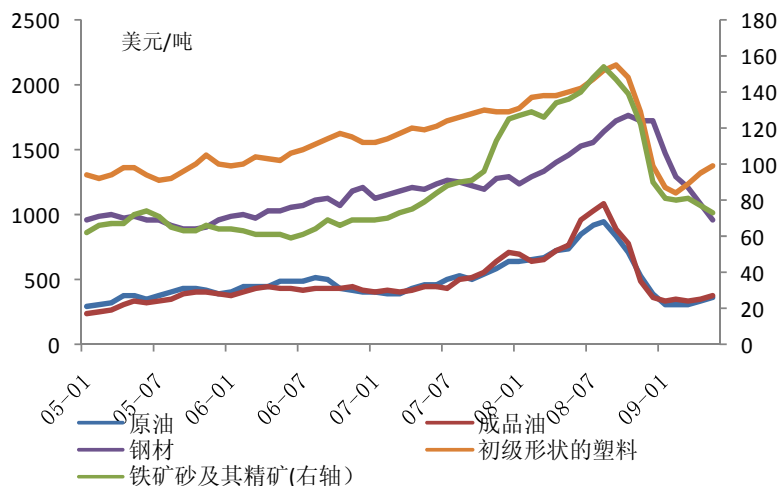


从资金面来看，短期内，IPO 难以对资金面造成直接影响，市场资金面还将维持相对宽裕的局面，但从长期来看，资金的确有趋紧的趋势。我们认为，在经济尚未完全企稳前，预计央行会将市场资金面保持在一个相对宽裕的局面，以避免利率的过度波动对市场预期造成误导。前两周发行的中长期国债中标利率均低于二级市场同期限利率也说明了目前银行等机构的资金配置的压力还是较大，资金较为宽裕的局面并没有有较大的改变。

从长期来看，资金的确有趋紧的趋势，这主要是受三方面影响：

一个是通胀的预期逐步加强，随着去年翘尾因素逐步减弱，全球央行定量宽松的政策导致流动性泛滥的局面在未来将加剧国际大宗商品价格的上扬，输入型通胀对我国未来物价走势将起到决定性的作用，在这种情况下，货币政策在长期面临转型的风险；

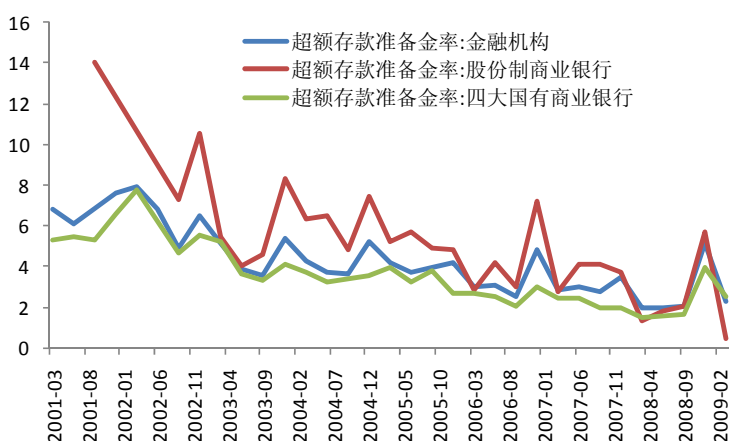
图16：大宗商品进口价格已经有上升的苗头



二是银行资金面开始有趋紧迹象。一季度金融机构超额存款准

备金率较 08 年四季度有了较大的降幅，而股份制银行更降到 0.49% 的水平，为 01 年以来的最低值。超额存款准备金率下降虽然有一部分原因是受近期信贷高增的影响，但也从另一方面表明银行资金面有趋紧迹象。

图17: 超额存款准备金率持续下滑，银行资金面有趋紧迹象



三是资金面供需不平衡的趋势将进一步加强。随着资本市场及房地产市场的回暖，07 年存款搬家的现象在未来有望再次出现，从目前 M2-M1 的剪刀差来看，存款活期化的现象已经延续 4 个月，可用于投资债市的资金有可能出现较大幅度的减少。而债市供给也将持续上扬，特别是由于政府财政压力逐步增大，在未来尤其是明年有可能迎来新一轮的发债高峰。受大规模财政刺激政策的影响，中国财政赤字占 GDP 的比重已经从 08 年的 0.4% 持续跳升，09 年有望达到 4.5% 以上的水平。对于明年来说，新的财政刺激政策对财政的压力将进一步增大，未来国债及地方债的供给将进一步增强。资金供需的不平衡从长期来看将加剧债市及资金面的压力。

图18: 随着资本市场的回暖，07年存款搬家的现象有望再次出现

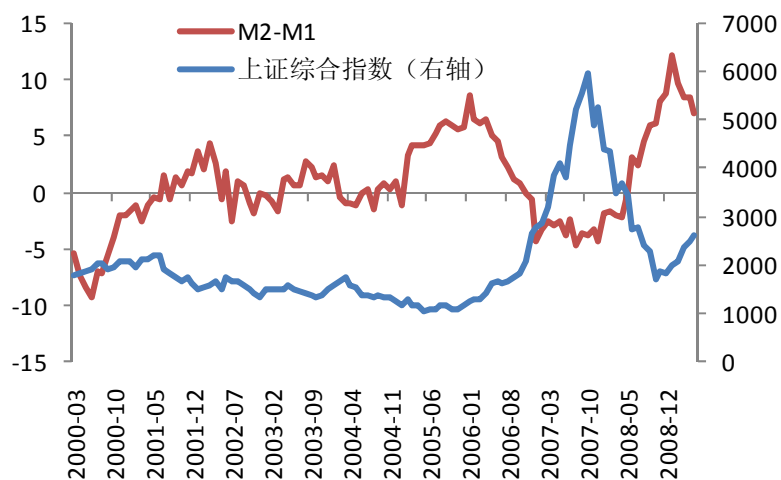
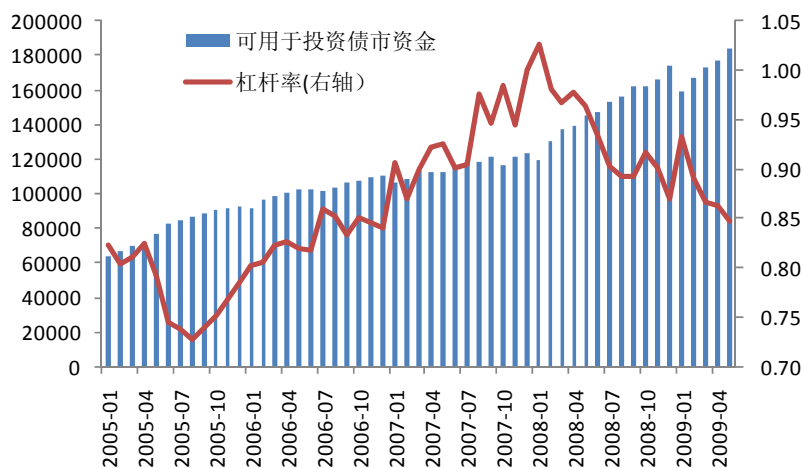


图19: 目前可用于投资债市的资金依然保持充裕, IPO重启对整体资金面的直接影响不大



三、人民币利率预测

IPO 重启导致了回购市场持续近半年的平静局面被打破,7 天质押式回购利率有一个较大的升幅,央行近 7 个月以来第一次暂停正回购操作,导致市场对近期资金面将趋紧及下调存款准备金率的预期增强,二级市场收益率再度大幅上扬,但我们认为短期内 IPO 重启只能加大回购市场的波动率,难以直接对资金面造成影响。

受 IPO 的影响,上周一级市场发行利率依然维持在较高水平,但中标利率与二级市场之间的利差有明显收窄的趋势,认购倍数也出现了明显的降幅,表明在收益率持续走高的预期下,机构资金配置均偏向于缩短久期。投资方面,依然建议以短久期操作为主。

数据简报

(2009年06月26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	0.98	1.40	1.95
2年	1.22	1.98	2.58
3年	1.79	2.23	2.97
5年	2.46	2.87	3.63
7年	2.90	3.39	4.23
10年	3.26	3.87	4.66
15年	3.83	4.29	5.02
20年	3.93	4.37	5.05
30年	4.01	4.45	5.16
5-1年	1.48	1.47	1.68
10-1年	2.28	2.47	2.71
20-1年	2.95	2.97	3.10

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 贴现(十期)国债	0.2493	2009-06-22	99.797	0.83%	150	-
	2009年记账式 贴现(十一期)国债	0.4986	2009-06-22	99.581	0.85%	150	-
	2009年记账式 付息(十三期)国债	7	2009-06-25	100	2.82%	280	-
地方政府债	2009年海南省 政府债券	3	2009-06-23	100	1.75%	29	-
	2009年广东省 政府债券	3	2009-06-23	100	1.75%	85	-
	2009年厦门市 政府债券	3	2009-06-23	100	1.75%	8	-

金融债	2009 九期中国农业发展银行金融债	3	2009-06-22	100	2.12%	180.3	-
	2009 年宁波银行金融债券	5	2009-06-25	100	-	50	AA/AA
	2009 年平安银行股份有限公司次级债券(浮)	5+5	2009-06-26	100	利差区间 1.65%-1.95%	10	AAA/AA+
	2009 年平安银行股份有限公司次级债券(固)	5+5	2009-06-26	100	利率区间 4.40%-4.70%	20	AAA/AA+
企业债	2009 年远洋地产有限公司公司债券	3+3	2009-6-23	100	前3年4.4%;后3年4.4%+上调基点	26	AA/AA
	2009 年天津临港工业建设开发有限责任公司企业债券	5+2	2009-06-26	100	前5年6.00%;后2年6.00%+上调基点	7.7	AA-/AA+
	2009 年淮南市城市建设投资有限责任公司公司债券	5+2	2009-06-26	100	前5年5.88%;后2年5.88%+上调基点	15	AA-/AA+
中期票据	2009 年四川化工控股(集团)有限责任公司第一期中期票据	3	2009-06-22	100	4.19%	10	AA/AA
	2009 年国家电网公司第二期中期票据	5	2009-06-26	100	-	300	AAA/AAA
	2009 年中国石油化工股份有限公司第二期中期票据	3	2009-06-26	100	-	200	AAA/AAA
短融	2009 年江西赣粤高速公路股份有限公司第二期短期融资券	1	2009-06-23	100	2.12%	5	AA+/A-1
	2009 年上海同盛投资(集团)有限公司第一期短期融资券	1	2009-06-23	100	1.80%	20	AAA/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。