

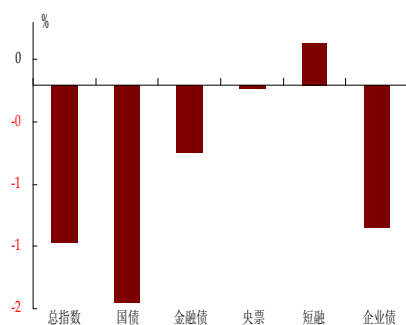
债券研究小组
 86-755-82943292
 chenbq@cmschina.com.cn

2009年2月3日

债券市场月报（2009年2月）

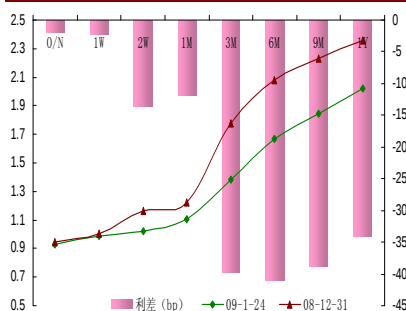
先抑后扬，重点配置高等级信用债

1 月份中债资产收益



资料来源：WIND

1 月份 SHIBOR 变化



资料来源：WIND

相关报告

债券市场周报（2009.1.19）——信贷增速待观察，债市未到反转时

2009/1/19

债券市场周报（2009.1.12）——信贷挤出效应不明显，资金面乃主导债市关键因素

2009/1/13

债券市场月报（2009年1月）——把握流动性与收益性平衡，关注中长债相对价值

2009/1/6

上市商业银行进入交易所债市点评——关注高等级信用债

2009/1/22

内容摘要：

- **市场回顾——收益率急升，曲线陡峭化加剧：**中票等信用资产发行依然是亮点；二级市场除短融外其它债券资产普跌，国债金融债收益率曲线继续陡峭化，由于信用资产收益率上行幅度小于国债，信用利差总体呈缩窄之势；债市流动性充裕格局未改；中债发布高信用等级债券指数和中期票据总指数。
- **美国经济——货币和信用市场紧缩缓解仍是唯一亮点：**IMF 最新下调 09 年全球经济增速至 0.5%，12 月美国工业产出大幅下滑，CFNAI-MA3 指标预示经济已陷入深度衰退；12 月零售创 30 年来最大降幅，失业率继续飙升，房贷利率下降并未助房市企稳，信贷违约率仍在攀升；Libor/OIS 和 CP 息差回落表明货币与信用市场继续解冻；从货币看，08 年美国银行新增信贷较 07 年几乎腰斩，货币乘数大幅下降也表明银行超储资金并未完全进入借贷市场；12 月 PPI 和 CPI 延续跌势；作为 QE 政策的一部分，1 月 Fed 正式启动 MBS 购买计划，1 月美联储资产运用规模首次下降印证了目前金融机构流动性紧缩缓解的迹象，但考虑到未来美联储庞大的 MBS 购买计划和财政部的“不良资产救助计划”（TARP），未来美联储资产负债表仍存在继续恶化的可能。
- **宏观分析——工业与消费价格步入短期通缩：**我们预计 1 月工业增速为 5%，CPI 同比降至 0.6%，PPI 同比降至 -2.5%，贸易顺差规模约在 300 亿美元。
- **货币当局——信贷质量监管并未放松：**考虑到 1 月份信贷增长依然较快，为保证银行流动性充裕，我们预计 2 月央行再次下调存款准备金率的可能较大。按银监会要求，今后银行拨备覆盖率要达到 130% 以上，由此也反映出监管层对信贷质量的重视，未来不良率反弹和拨备率上升都将在一定程度上使银行放贷更趋谨慎。因此，我们认为 1 月份信贷的高增长仍更多的是银行争夺优质基建项目和票据融资业务所带来的，在实体经济放缓和不良贷款率趋于上升的背景下，商业银行并不具有不计风险的普遍的放贷冲动。
- **月度展望——先抑后扬，重点配置高等级信用债：**鉴于 1 月信贷的超预期增长，2 月债市仍具有一定的调整压力，但由于市场已对此做出提前反应，我们认为在 PPI 和 CPI 步入短期通缩、央行可能再次双降两率、1 月份货币增速放缓以及银行 09 年债券配置计划逐步展开等利好因素支撑下，2 月份长债收益率的上行幅度将会小于 1 月份。在 1 月份信贷数据和结构明朗后，2 月份后半月债市收益率有望重新步入企稳下行的节奏之中。近期股市展开的阶段性反弹对债市整体的流动性分流作用依然有限，相反股票基金抛持债券将会减少这些机构对债市造成的不确定性影响，为下一阶段债市走稳打下基础。
- **在目前长债供应还存在不确定的情况下，我们建议机构对 7 年期以上的长期国债和政策性金融债谨慎，2 月份建议以配置高等级信用债为主，辅以剩余期限 5 年以内的国债和政策性金融债，组合久期控制在 5 年以内的水平。**

正文目录

一、市场回顾——收益率急升，曲线陡峭化加剧	5
一级市场——央票净发行大幅缩减	5
二级市场——债券资产普涨，曲线陡峭化加剧	6
信用市场——1 月信用溢价总体攀升	7
货币市场——1 月资金利率继续下挫	9
中债公司发布“高信用等级债券指数”和“中期票据总指数”	9
二、美国经济——货币和信用市场紧缩缓解仍是唯一亮点	10
IMF 最新下调 09 年全球经济增速至 0.5%	11
12 月工业产出大幅下滑，CFNAI-MA3 预示经济已陷入深度衰退	11
12 月零售创 30 年来最大降幅	12
信贷成本下降未使购房需求明显改观，信贷违约率仍在攀升	14
货币与信用市场继续解冻	15
工业和消费价格继续下降	16
08 年新增信贷腰斩，货币乘数大幅下降	17
Fed 购入 MBS 计划正式启动，1 月份资产负债表规模下降	18
三、宏观分析——工业与消费价格步入短期通缩	20
4 季度经济增速降至近年来低点	20
12 月投资增速回升，实际消费增速继续回落	21
12 月工业价格同比步入通缩，消费价格延续跌势	21
工业与消费价格步入短期通缩通道	22
四、货币当局——信贷质量监管并未放松	23
公开市场操作——1 月净投放资金	23
一季度经济工作——做到“五个尽早”，落实“六要点”	24
银监会——信贷质量监管并未放松，拨备和资本充足率标准将进一步提高	24
五、月度展望——先抑后扬，重点配置高等级信用债	25
1 月银行融出资金下降，但其流动性充裕状况未改	26
再论信贷——1 月信贷或创单月高点，但货币增速或将回落	27
投资策略——以高等级信用债为主，组合久期维持在 5 以内	28

图表目录

图1: 1月份央票净发行量继续大幅缩减	5
图2: 1月金融债净发行量较去年同期锐减 1100 亿	5
图3: 1月份中期票据发行量维持高位	5
图4: 1月企业债净发行维持地量	5
图5: 中债系列资产月度收益	6
图6: 其他分类月度收益	6
图7: 1月国债收益率曲线陡峭化加剧	6
图8: 政策性金融债收益率平均跌幅与国债基本持平	6
图9: 1年期短融央票利差走势	8
图10: 银行间AAA级企业债国债利差走势	8
图11: 银行间AAA无担保企业债利差走势	8
图12: 银行间AA无担保企业债利差走势	8
图13: 1月SHIBOR利率变化	9
图14: 1月银行间质押式回购利率继续下行	9
图15: 08年中债高信用等级债券指数累计上涨 13%	10
图16: 08年中债中期票据指数累计上涨 10%	10
图17: IMF最新修正的 09 年全球经济增速降为 0.5%	11
图18: 历次世界经济衰退周期中的累计产出损失	11
图19: IMF调低预测 09 年原油价格为 50 美元/每桶	11
图20: IMF调低预测 09 年发达经济体通胀率为 0.3%	11
图21: 12 月美国工业产出同比下降 7.8%	12
图22: 12 月美国工业产出同比创 82 年 8 月以来最大跌幅	12
图23: 12 月产能利用率降至 2001 年衰退时期低点	12
图24: 11 月CFNAI-MA3 已大幅降至-2.5	12
图25: 12 月美国零售月环比大幅下滑 2.7%	13
图26: 12 月汽车除外的餐饮服务业零售额降幅达 3.1%	13
图27: 12 月零售同比创 30 年来最大跌幅	13
图28: 12 月实际零售额降幅接近 1980 年水平	13
图29: 12 月美国总失业率升至 7.2%	14
图30: 12 月世界大企业联合会消费者信心跌至谷底	14
图31: 12 月各期限房地美债券对国债息差大幅缩窄	14
图32: 12 月新屋开工月环比连续 6 个月下降	14
图33: 因再融资跳升 1 月 9 日当周MBA指数涨 15.8%	15
图34: 1 月 9 日当周购房贷款申请指数降 14%	15
图35: 12 月优质抵押贷款拖欠率升至 3.7%	15
图 36: 12 月Alt-A和次级类抵押贷款违约率继续攀升	15
图37: 最近的TED息差已从历史高点整体缩窄 350BP	16
图38: Libor/OIS利差已较雷曼兄弟破产以来大幅回落	16
图39: A2/P2 与AA非金融CP间价差下跌过半	16
图40: 多数CP利率下跌至雷曼破产前数周水平	16
图41: CP市场未偿付存量已较 08 年 8 月下降 5000 亿	16
图42: 各期限资产支持商业票据收益率降至历史新低	16
图43: 12 月PPI月环比降 1.9%为连续 5 个月下降	17
图44: 纽联储制造业购进价格指数与PPI走势较为吻合	17
图45: 12 月CPI环比降 0.7%	17
图46: 12 月核心CPI环比继续持平	17
图47: 12 月美国商业银行新增信贷被腰斩过半	18
图48: 08 年商业银行消费者信贷增速大幅降至 10%	18
图49: 12 月M1 乘数跌破 1 倍	18
图50: 12 月存款类机构超储规模继续飙升	18

图51: 截至 08 年 3 季度末机构MBS存量为 4.6 万亿.....	19
图52: 自 11 月购买计划宣布后MBS息差已大幅收窄.....	19
图53: 1 月份美联储资产负债表规模下降.....	19
图54: 季调后的 4 季度GDP环比增速仅为 2.8%.....	20
图55: 4 季度产出缺口扩大至 3.4%.....	20
图56: 12 月工业增加值环比结束连续负增长的局面.....	20
图57: 4 季度工业环比增速仍为 10 年来的新低.....	20
图58: 剔除价格因素后 12 月实际投资增速继续回升.....	21
图59: 12 月实际消费增速继续回落.....	21
图60: 12 月PPI环比增速连续 4 个月下降.....	21
图61: 4 季度PPI同比增速大幅降至 2.5%.....	21
图62: 12 月CPI环比连续 5 个月负增长.....	22
图63: 4 季度CPI环比下降 5.7%.....	22
图64: 12 月份制造业增速略有回升但仍低于 50 临界值.....	22
图65: 12 月份新订单和出口订单指数小幅反弹.....	22
图66: 12 月制造业购进价格反弹至 32.7.....	23
图67: 12 月份农产品价格环比涨幅有所反弹.....	23
图68: 1 月央行公开市场操作净货币投放 3810 亿.....	24
图69: 1 月份 28 天正回购利率持平于 0.9%.....	24
图70: 1 月份 3M期限央票利率降至 0.965%.....	24
图71: 09 年 2 月份公开市场到期资金 3025 亿.....	24
图72: 08 年 3 季度三大行拨备覆盖率平均为 120%.....	25
图73: 浦发和民生行拨备覆盖率为 216%和 124%.....	25
图74: 4 季度商业银行不良贷款率降至 2.45%.....	25
图75: 4 季度次级类不良贷款比例反弹至 1.15 %.....	25
图76: 1 月全国性商行净拆出资金较 12 月减少 1.4 万亿.....	26
图77: 1 月份全国商行净拆出资金 3 个月均值仍在高位.....	26
图78: 主要原因是质押式回购拆出资金减少 1.5 万亿.....	26
图79: 1 月全国商行同业拆出资金增加 1445 亿.....	26
图80: 3 个月期国库现金招标中标利率仅为 0.36%.....	27
图81: 12 月银行间 7 天质押式回购利率跌至 1.51%.....	27
图82: 12 月份财政存款大幅减少 1 万亿.....	28
图83: 财政存款增速与M2 增速呈现近似反相关的关系.....	28
图84: M1 和M2 乘数不断下降.....	28
图85: M2 速率继续降低.....	28
图86: 中长期国债利差已创出历史新高.....	29
图87: 政策性金融债 10 年和 1 年期利差飙升至 218BP.....	29
图88: 1 年浮息金融债收益率隐含的降息预期降至 2 次.....	29
图89: 1 年浮息AAA企债收益率隐含降息预期降至 1 次.....	29
表 1: 1 月份一级市场发行概况.....	6
表 2: 1 月成交量前三位的个券明细.....	7
表 3: 1 月末各期限到期收益率首位的个券明细.....	7
表 4: 1 月成交量前三位的信用资产明细.....	8
表 5: 1 月末各期限到期收益率首位的 AAA 级信用资产明细.....	9
表 6: 推荐的银行间市场国债和政策性金融债明细.....	30
表 7: 推荐的交易所市场国债明细.....	30
表 8: 推荐的短融和中票明细.....	30
表 9: 推荐的其它信用资产明细.....	31

一、市场回顾——收益率急升，曲线陡峭化加剧

1 月中票等信用资产发行依然是亮点，二级市场除短融外其它债券资产普跌，国债金融债收益率曲线继续陡峭化，由于信用资产收益率上行幅度小于国债，信用利差总体呈缩窄之势；债市流动性充裕格局未改；中债发布高信用等级债券指数和中期票据总指数。

一级市场——央票净发行大幅缩减

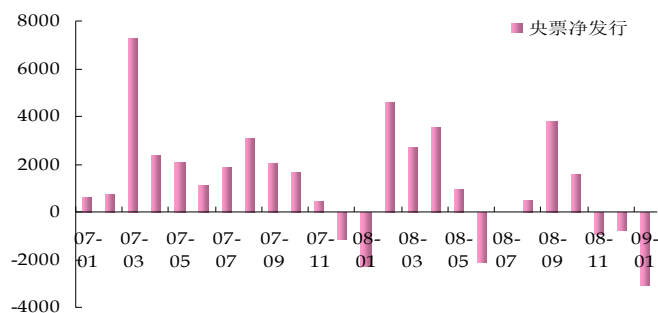
央票：1 月份央票共计发行 700 亿，较 12 月小幅增加 90 亿，1 月到期央票达 3790 亿，1 月央票净发行量大幅将缩减至-3090 亿（图 1）。

政策性金融债：1 月份仅发行农发行 1 只政策性金融债，实际发行量 167.7 亿，1 月政策性金融债到期 300 亿，1 月政策性金融债净发行量较去年同期锐减 1100 亿（图 2）。

短融与中票：1 月份短期融资券共发行 212 亿，扣除到期短融 229.2 亿，1 月短融净发行量为-17.2 亿，较去年同期减少 75 亿。1 月中期票据发行继续维持高位，共发行 10 只合计 468 亿，较 12 月基本持平，其中中石油和铁道部共发行了 350 亿，铁道部中票发行分 5 年和 10 年 2 个期限，发行利率分别为 2.58% 和 3.95%，中石油 3 年期中票发行利率为 2.7%（图 3）。

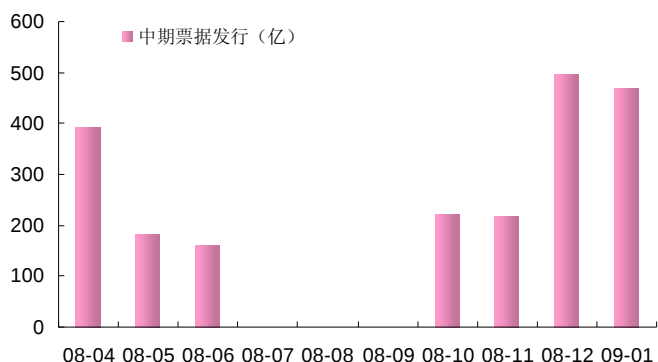
企业债：1 月企债发行共计 69 亿，较 12 月基本持平，其中中国化工集团公司发行了期限 5 年规模 23 亿的企业债，主体评级为 AAA，发行利率为 3.85%（图 4）。

图 1：1 月份央票净发行量继续大幅缩减



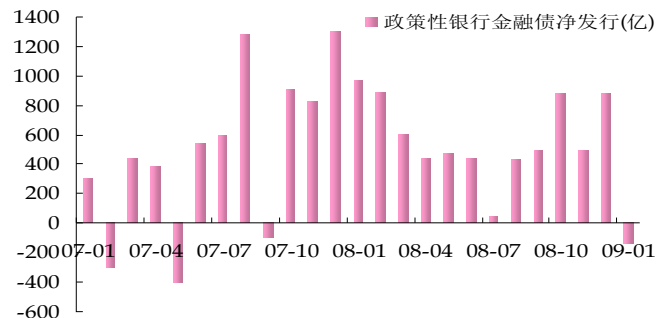
资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

图 3：1 月份中期票据发行量维持高位



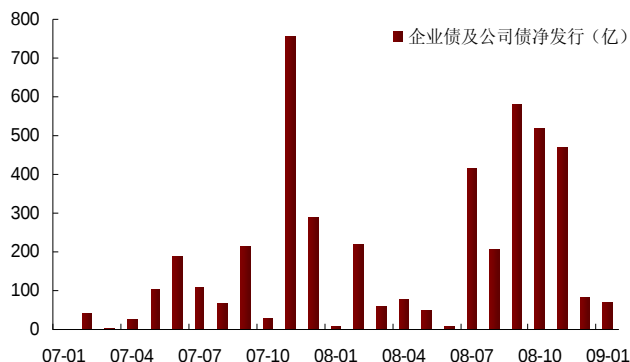
资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

图 2：1 月金融债净发行量较去年同期锐减 1100 亿



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

图 4：1 月企业债净发行维持地量



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

表 1: 1 月份一级市场发行概况

类别	发行期数(只)	发行期数比重(%)	发行总额(亿元)	发行总额比重(%)
企业债	14	41	522	32
金融债	2	6	177.7	11
央行票据	2	6	700	43
短期融资券	16	47	212	13
合计	34	100	1611.7	100

资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

二级市场——债券资产普涨，曲线陡峭化加剧

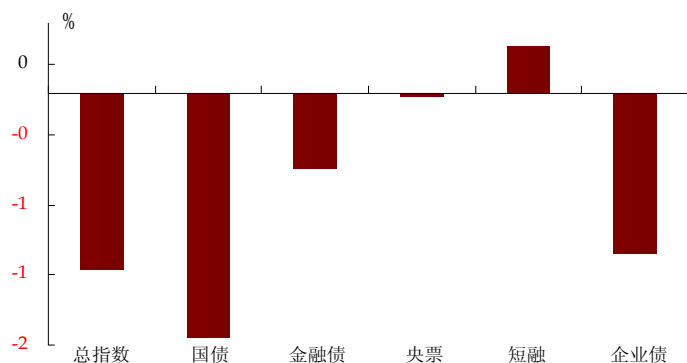
1 月中债总指数下跌 1.2%，除短融外其它债券资产普跌。国债、企债和金融债分别跌 1.7%、1.1%和 0.5%，央票跌幅最小为 0.03%，短融上涨 0.34%；按其他类别划分收益情况，长期债和固定利率债分别大跌 2%和 1.6%，银行间和交易所市场跌幅分别为 1.3%和 1.4%，中短期债跌 1%，浮息债小涨 0.45%（图 5、图 6）。

1 月国债收益率曲线继续陡峭化，各关键期限国债收益率平均下行 18BP，其中 5 年和 7 年期收益率各大幅升 35BP 和 44BP，10 年至 30 年长期收益率平均上行幅度为 19BP（图 7）。

1 月政策性金融债各关键期限收益率平均降幅与国债基本持平，但 5~7 年期收益率曲线上行程度大于国债，5 年和 7 年期收益率分别升 44BP 和 53BP，10~30 年长期收益率平均上行 20BP（图 8）。

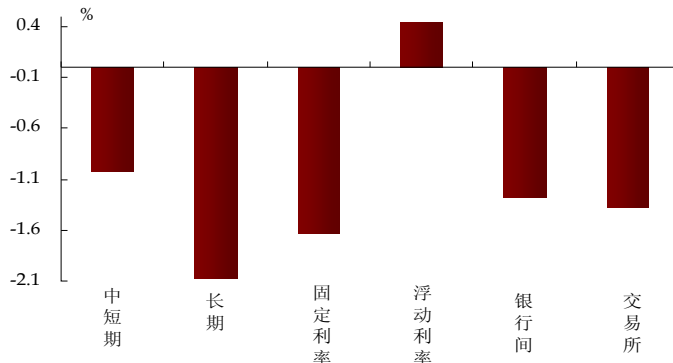
1 月成交量位居前三位，以及各关键期限到期收益率居前的国债、金融债和央票资产明细详见下表（表 2、表 3）。

图 5: 中债系列资产月度收益



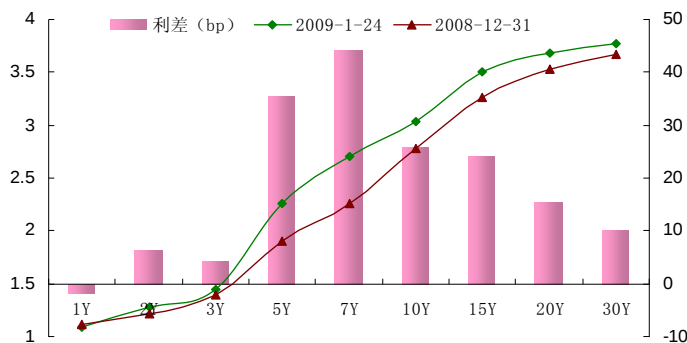
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 6: 其他分类月度收益



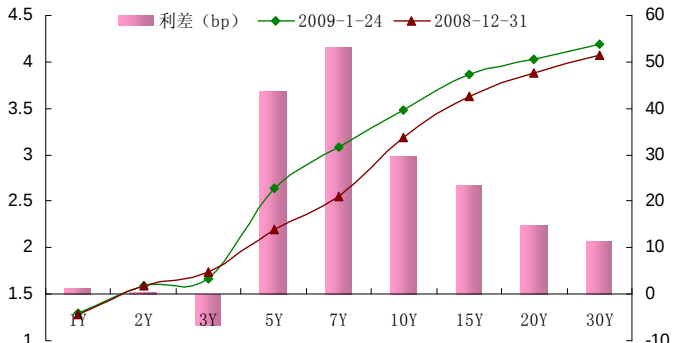
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 7: 1 月国债收益率曲线陡峭化加剧



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 8: 政策性金融债收益率平均跌幅与国债基本持平



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 2: 1 月成交量前三位的个券明细

市场	类型	代码	债券简称	成交额 (万元)	全价涨跌%	收盘收益率%	剩余期限 (年)
银行间市场	国债	080016	08 国债 16	3419547	1.7037%	1.0119%	0.627
		080026	08 国债 26	2368949	-1.6903%	2.2237%	4.899
		080018	08 国债 18	2115585	0.0365%	3.0420%	9.663
	金融债	080223	08 国开 23	6719745	-1.0178%	3.2505%	9.890
		080222	08 国开 22	5914659	0.0542%	1.7000%	2.882
		080225	08 国开 25	5488711	1.0255%	2.7537%	6.899
	央行票据	801044	08 央票 44	8083610	-0.25%	1.60%	2.23
		801106	08 央票 106	7440284	-0.07%	1.27%	0.647
		801017	08 央票 17	6831948	-0.12%	1.58%	2.06
交易所市场	国债	009908	99 国债(8)	330334	0.1150%	0.9201%	0.666
		010210	02 国债(10)	208445	0.0989%	1.0268%	0.562
		010110	21 国债(10)	149156	-0.4932%	1.8793%	2.671

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 3: 1 月末各期限到期收益率首位的个券明细

市场	类型	代码	债券简称	成交额 (万元)	全价涨跌%	收盘收益率%	剩余期限 (年)
银行间市场	国债	80025	08 国债 25	469916	-0.63%	3.08%	9.896
		80022	08 国债 22	1068172	0.64%	2.65%	6.833
		70001	07 国债 01	63175	0.45%	2.49%	5.044
		60018	06 国债 18	25974	0.32%	1.48%	2.762
		30001	03 国债 01	82469	-0.02%	1.15%	1.077
	金融债	80420	08 农发 20	1470630	1.68%	3.48%	9.896
		80225	08 国开 25	5488711	1.03%	2.75%	6.899
		80314	08 进出 14	4849062	-0.01%	2.07%	4.915
		80222	08 国开 22	5914659	0.05%	1.70%	2.882
		70222	07 国开 22	136540	0.04%	1.30%	1.022
	央行票据	801017	08 央票 17	6831948	-0.12%	1.58%	2.06
		701007	07 央票 07	406152	0.01%	1.20%	1.011
		801084	08 央票 84	694774	0.10%	1.02%	0.499
交易所市场	国债	10512	05 国债(12)	735.05	-1.64%	3.43%	11.811
		10603	06 国债(03)	85.56	-0.83%	2.87%	7.173
		100308	国债 0308	66.02	-0.63%	2.44%	4.649
		100203	国债 0203	18.79	-0.51%	2.15%	3.236
		10301	03 国债(1)	3982.66	0.37%	0.78%	1.074

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

信用市场——1 月信用溢价总体攀升

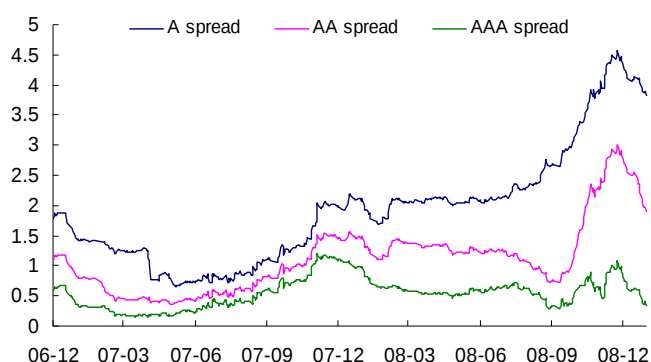
1 月由于 1 年期央票收益率上行 10BP, A ~ AAA 级 1 年期短融收益率分别降 18BP、55BP 和 20BP, 使得各信用级别短融与 1 年期央票利差平均缩窄 41BP (图 9)。

1 月份由于企业债收益率上行幅度小于国债, 致使企业债国债利差缩窄, 其中 3 年 ~ 7 年期利差分别缩窄 22BP、32BP 和 33BP (图 10)。

从无担保企业债看, 1 月 AAA 和 AA 级无担保企业债利差各平均缩小 22BP, 其中 3 年和 5 年期 AAA 和 AA 级无担保企业债利差分别缩窄 24BP 和 33BP (图 11、图 12)。

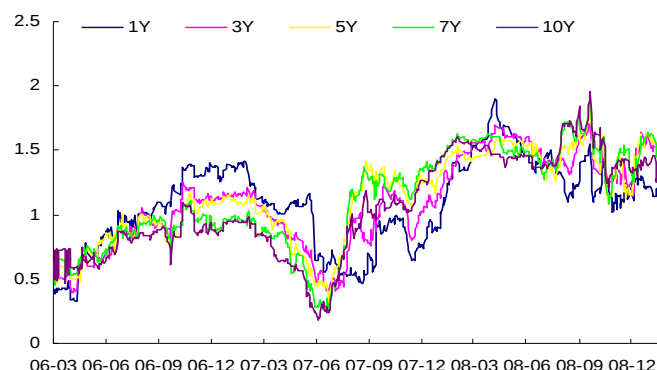
1 月成交量位居前三位, 以及各关键期限到期收益率居前的 AAA 级信用资产明细详见下表 (表 4、表 5)。

图 9: 1 年期短融央票利差走势



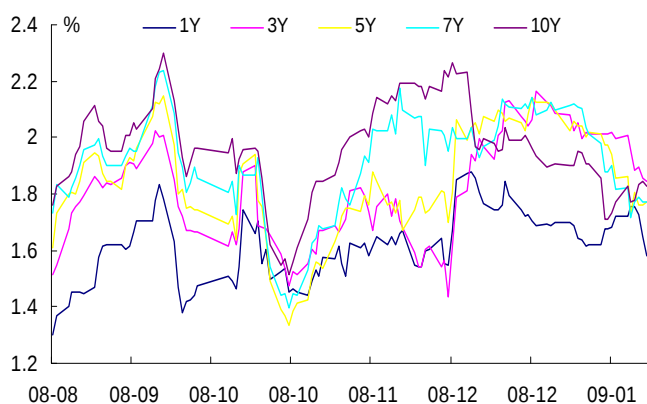
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 10: 银行间 AAA 级企业债国债利差走势



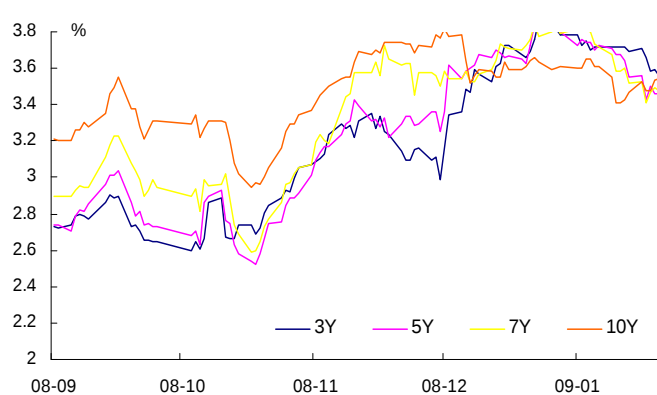
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 11: 银行间 AAA 无担保企业债利差走势



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 12: 银行间 AA 无担保企业债利差走势



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

表 4: 1 月成交量前三位的信用资产明细

市场	类型	代码	债券简称	成交量 (万元)	全价涨跌%	收盘收益率%	剩余年限	主体评级
银行间市场	短融	0881249	08 电网 CP03	1406441	1.4227%	1.4659%	0.893	AAA
		0881076	08 电网 CP01	1245639	0.0822%	1.7677%	0.162	AAA
		0881269	08 苏交通 CP01	967527	-	2.1537%	0.953	AA+
	企业债	088060	08 铁道 05	5660617	0.2147%	3.5800%	6.805	AAA
		088044	08 无锡公用债	586444	3.6748%	4.9687%	2.710	AA
		088040	08 铁道 01	517524	-0.3773%	4.0400%	9.666	AAA
交易所市场	分离债	126018	08 江铜债	179211	-0.12%	5.50%	7.663	AA+
		126011	08 石化债	71200	-1.46%	3.70%	5.077	AAA
		126014	08 国电债	49190	-1.20%	4.32%	5.285	AAA
	公司债	122009	08 新湖债	69254	1.3642%	7.8554%	7.438	AA-
		112006	08 万科 G2	53935	-	5.6973%	4.616	AA+
		122996	08 常城建	43608	1.2950%	5.7862%	6.668	AA+
	企业债	115002	国安债 1	41509	-0.07%	5.22%	4.638	AA+
		111041	08 铁岭债	31759	0.05%	7.38%	6.575	AA
		111046	08 东特债	20190	-	6.56%	6.921	AA

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 5: 1 月末各期限到期收益率首位的 AAA 级信用资产明细

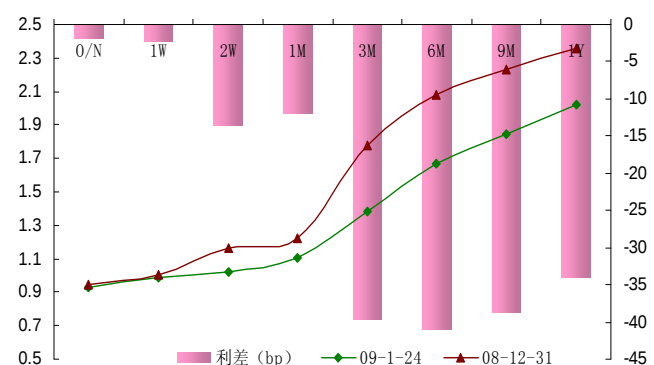
市场	类型	代码	债券简称	成交量 (万元)	全价涨跌%	收盘收益率%	剩余年限	主体评级
银行间市场	短融	881249	08 电网 CP03	1406441	1.42%	1.47%	0.893	AAA
		981016	09 中粮 CP01	711339	-	1.73%	0.493	AAA
	企业债	88063	08 铁道 07	148474	-2.09%	4.05%	9.841	AAA
		68007	06 首都机场债	66526	-6.00%	3.68%	7.071	AAA
		98001	09 中化工债	103130	-	3.87%	4.962	AAA
		88008	08 西基投债	70047	10.93%	5.19%	4.195	AA
交易所市场	分离债	126018	08 江铜债	179211	-0.12%	5.50%	7.663	AA+
		126009	08 赣粤债	7031	-2.48%	3.89%	5.011	AAA
		126012	08 上港债	31915	0.14%	2.87%	2.077	AAA
	公司债	112004	08 中粮债	3097	-0.41%	4.61%	9.586	AAA
		122006	08 金地债	2818	-0.79%	4.37%	7.126	AAA
		122992	08 苏交通	586	1.21%	4.26%	4.822	AAA
	企业债	120306	03 中电投	463	0.62%	4.24%	9.874	AAA
		111046	08 东特债	20190	-	6.56%	6.921	AA
		126008	08 上汽债	10976	-1.48%	4.19%	4.904	AAA
		126005	07 武钢债	4527	0.03%	3.39%	3.167	AAA
		129903	99 三峡债	3042	0.72%	3.16%	1.501	AAA

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

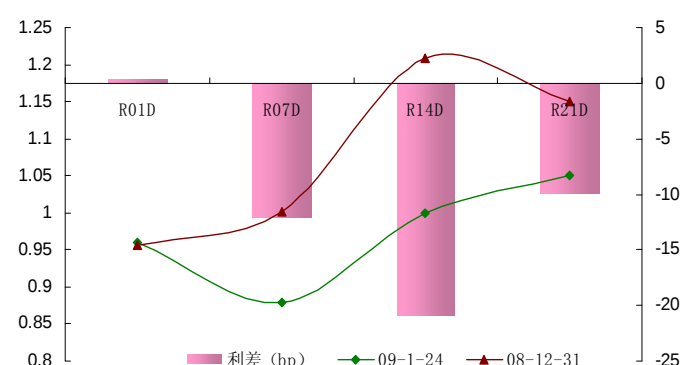
货币市场——1 月资金利率继续下挫

虽然 12 月信贷增长超预期, 但银行体系流动性充裕使得 1 月份货币市场利率继续全线回落, 各关键期限 SHIBOR 利率平均下行 23BP (图 13)。

1 月银行间质押式回购多数期限利率继续下行, 7 天至 21 天回购利率平均下行 14BP (图 14)。

图 13: 1 月 SHIBOR 利率变化


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 14: 1 月银行间质押式回购利率继续下行


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

中债公司发布“高信用等级债券指数”和“中期票据总指数”

为进一步满足市场成员的投资分析需要及业绩考评参考需求, 中债公司发布《关于试发布“中债-高信用等级债券指数”和“中债-中期票据总指数”的通知》, 决定于 09 年 1 月 21 日试推出两只总指数, 即“中债-高信用等级债券指数”和“中债-中期票据总指数”, 两只指数编制的基本原则如下:

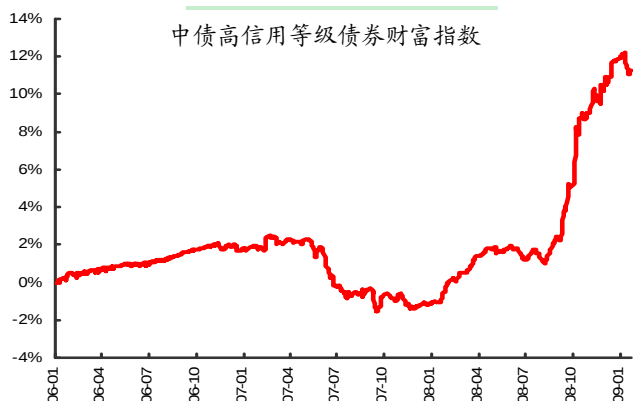
中债-高信用等级债券指数编制基本原则: 基期为 2005 年 12 月 31 日, 样本选择规则包含短融、企业债券、中期票据, 流通场所为银行间债券市场、上交所、深交所及其它, 信用等级: 短融债信用评级在 A-1 及其以上, 其主体评级在 AA 及其以上; 企业债券和中期票据的主体评级和债信评级均在 AA 级及其以上, 价格选取原则以中债估值为标准进

行异常价格判断，对于异常的双边报价和结算价进行剔除，取中债估值进入指数，待偿期和托管量不受限制，券种属性包含固定利率债券、零息债券、贴现债券、到期一次还本付息债券，不含选择权债券、可调换债券、浮动利率债券，样本券退出规则为债券到期自动从样本券退出，新券进入规则为新发行的债券自上市日后的第二个工作日进入指数，样本券付息处理方式对财富指数投资于指数本身。

中债-中期票据总指数编制基本原则：基期为 2008 年 4 月 30 日，样本选择规则为中期票据，流通场所在银行间债券市场及其它，信用等级均在 AA 级及其以上，价格选取原则以中债估值为标准进行异常价格判断，对于异常的双边报价和结算价进行剔除，取中债估值进入指数，待偿期和托管量不受限制，券种属性包含固定利率债券、到期一次还本付息债券，不含选择权债券、可调换债券、浮动利率债券，样本券退出规则：债券到期自动从样本券退出，新券进入规则：新发行的债券自上市日后的第二个工作日进入指数，样本券付息处理方式对财富指数投资于指数本身。

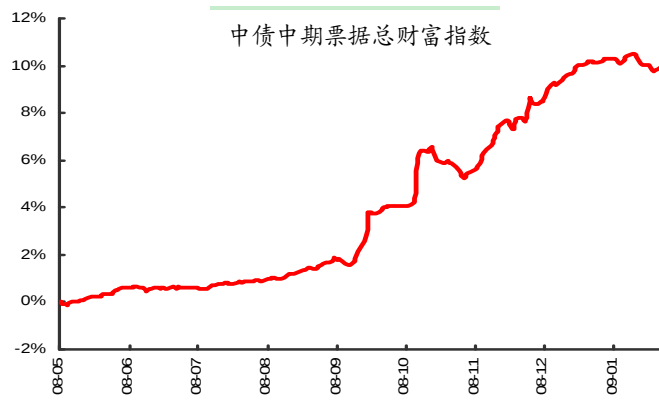
中债公司再次单独推出信用类资产指数，也反映了目前市场对于中期票据等高等级信用债投资需求的增加，08 年中债高信用等级债券指数累计上涨 13%（图 15），中债中期票据指数累计上涨 10%（图 16），在国债金融债收益率偏低的情况下，09 年中期票据等高等级信用资产因其超额收益机会仍将会受到机构青睐。

图 15：08 年中债高信用等级债券指数累计上涨 13%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 16：08 年中债中期票据指数累计上涨 10%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

二、美国经济—货币和信用市场紧缩缓解仍是唯一亮点

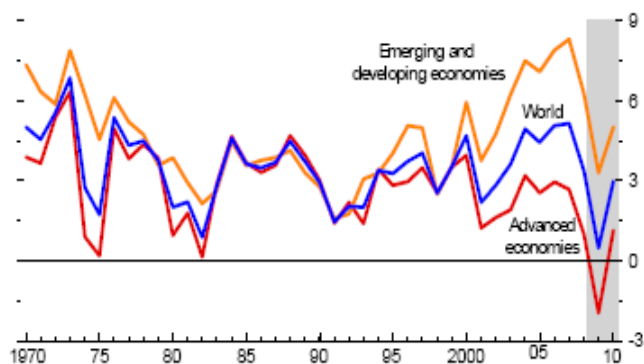
IMF 最新下调 09 年全球经济增速至 0.5%，12 月美国工业产出大幅下滑，CFNAI-MA3 指标预示经济已陷入深度衰退；12 月零售同比创 30 年来最大降幅，12 月失业率继续飙升，房贷利率下降并未助房市企稳，信贷违约率仍在攀升；货币和信用市场为目前美国经济为数不多的亮点，TED、Libor/OIS 和 CP 息差回落表明货币与信用市场继续解冻；从货币看，08 年美国商业银行新增信贷较 07 年几乎腰斩，货币乘数也大幅下降，这表明存款类机构的超储资金并未完全进入借贷市场。从价格看，12 月 PPI 和 CPI 延续跌势；作为 QE 政策的一部分，1 月份 Fed 正式启动 MBS 购买计划，1 月份美联储资产运用规模首次下降印证了目前金融机构流动性紧缩缓解的迹象，但考虑到未来美联储庞大的 MBS 购买计划和财政部针对金融机构的“不良资产救助计划”（TARP），未来美联储资产负债表仍存在继续恶化的可能。

IMF最新下调 09 年全球经济增速至 0.5%

1 月份 IMF 在其最新的世界经济展望报告中,将 09 年全球经济增速由 12 月预测的 2.2% 大幅调降至 0.5%, 2010 年全球经济增速由此前的 3.8% 调降至 3% (图 17)。IMF 预计发达经济体 09 年经济整体收缩 2%, 为二战后以来首度年度经济负增长, 如果有相对有效的金融政策以支持金融市场复苏, IMF 预计发达经济体可能在 09 年末复苏, 2010 年可能恢复 1.1% 的增长 (图 18)。

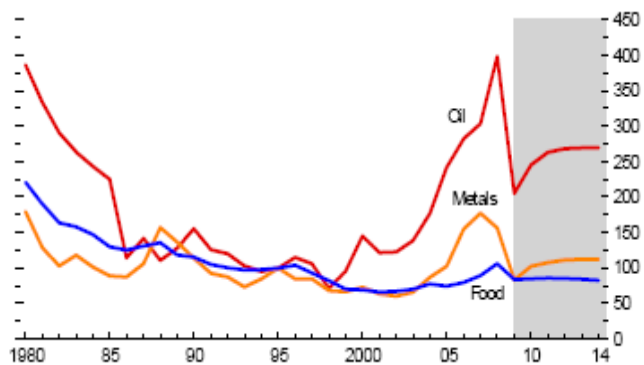
受全球需求下滑影响, IMF 认为即使考虑主要产油国减产和地区冲突等因素, 09 年原油价格仍将较 08 年 7 月的高点下跌 60%, IMF 将 09 和 10 年原油价格每桶, 分别由此前 11 月预测的 68 和 78 美元/每桶下调至 50 和 60 美元/每桶 (图 19)。由于原油、金属以及食品价格继续回落, IMF 调低了 09 和 10 年发达经济体通胀率至 0.3% 和 0.8%, 新兴经济体通胀率为 5.8% 和 5% (图 20)。

图 17: IMF 最新修正的 09 年全球经济增速降为 0.5%



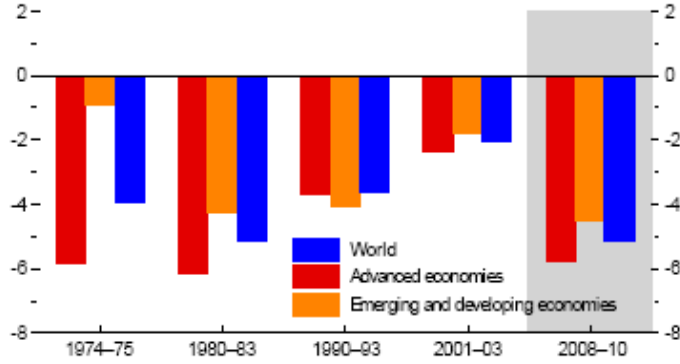
资料来源: IMF, 招商证券研发中心

图 19: IMF 调低预测 09 年原油价格为 50 美元/每桶



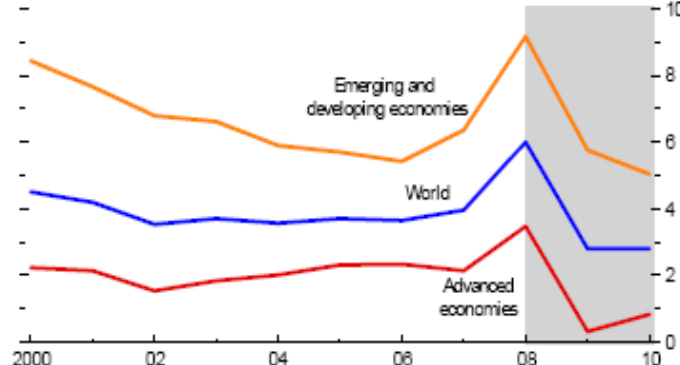
资料来源: IMF, 招商证券研发中心

图 18: 历次世界经济衰退周期中的累计产出损失



资料来源: IMF, 招商证券研发中心

图 20: IMF 调低预测 09 年发达经济体通胀率为 0.3%



资料来源: IMF, 招商证券研发中心

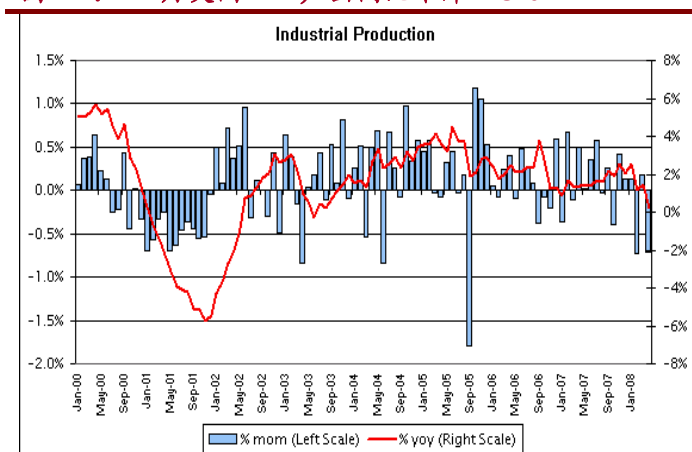
12 月工业产出大幅下滑, CFNAI-MA3 预示经济已陷入深度衰退

12 月份美国制造业产出月环比下降 2.3%, 月同比下降 7.8% (图 21), 创 1982 年 8 月以来的单月最大跌幅 (图 22)。在工业生产分类中, 12 月份耐用品产出下降 2.6%, 受汽车业陷入停滞影响, 12 月份初级金属产出降幅最大达 9.4%, 此外 12 月份产出降幅较大的还有木制品-5.1%、加工金属制品-4.1%以及机械-3%等。非耐用品方面, 12

月份产出下降 2.1%，且几乎所有主要产品领域均下降。考虑到汽车业停工带来的冲击，我们预计 1 月份美国制造业产出仍将继续维持 1-2% 的负增长局面。

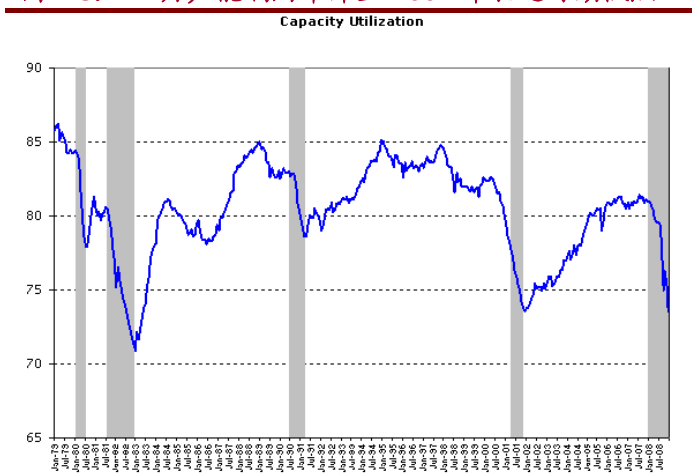
从产能利用率看，12 月美国产能利用率由 11 月的 75.2 进一步降至 73.6，触及 2001 年 12 月的衰退期低点水平（图 23）。11 月芝加哥联储全国活动指数为 2.47，CFNAI-MA3 为 -2.5，现任芝加哥联储主席的伊万斯（Evans）曾在 2002 年撰写的《2001 年衰退与芝加哥联储国家活动指数：确认商业周期拐点》一文中指出，当 CFNAI-MA3 降至 -0.70 时，经济已陷入衰退的概率在 70% 左右（图 24）。

图 21：12 月美国工业产出同比下降 7.8%



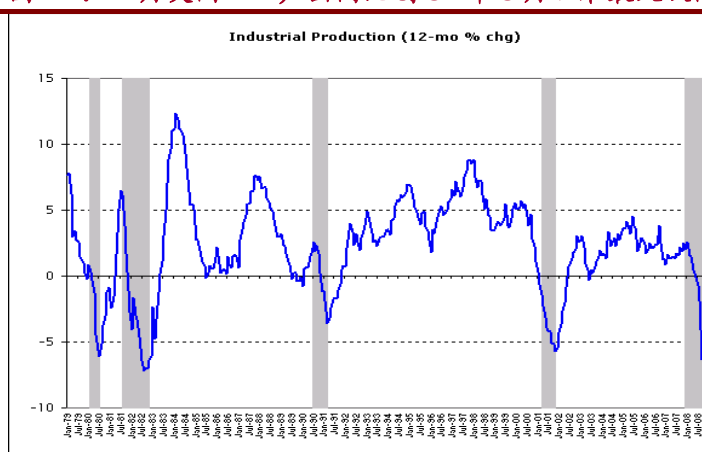
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 23：12 月产能利用率降至 2001 年衰退时期低点



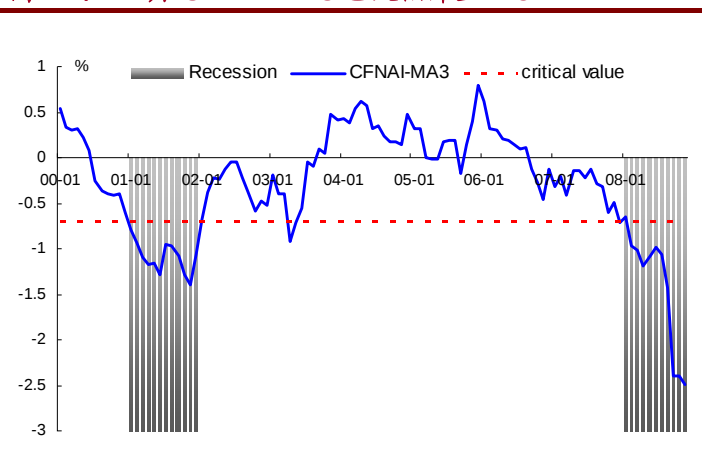
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 22：12 月美国工业产出同比创 82 年 8 月以来最大跌幅



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 24：11 月 CFNAI-MA3 已大幅降至 -2.5

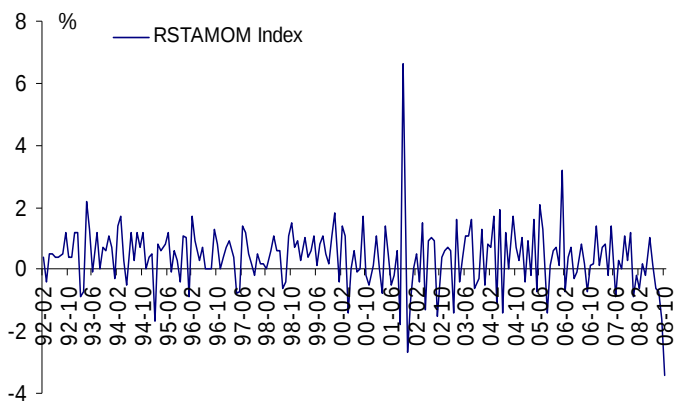


资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

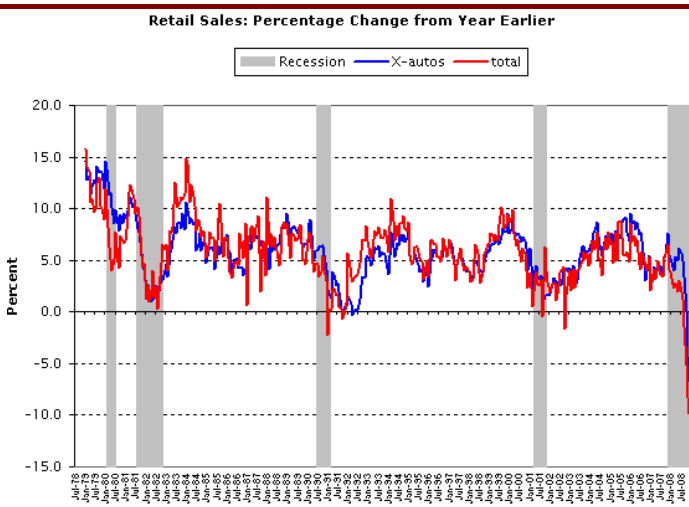
12 月零售创 30 年来最大降幅

12 月美国零售月环比下降 2.7%，为连续第六个月下滑，也是自 1992 年有数据纪录以来最大程度下跌（图 25）。12 月汽车除外的餐饮服务业零售额降幅达创纪录的 3.1%，也为连续第 6 个月下降（图 26），四季度汽车以外的零售销售降幅达 22.8%，而 3 季度为上升 0.1%。

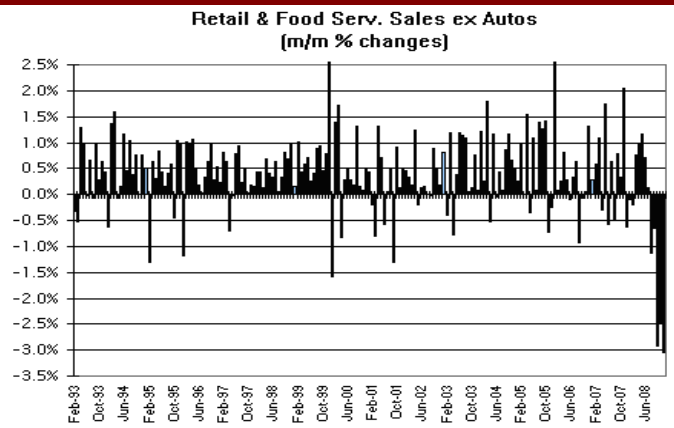
12 月份美国零售年度同比缩减 9.8%，为自 1978 年以来 30 年间历次经济衰退期中的罕见跌幅（图 27），用 CPI 平减的实际零售额降幅已经接近 1980 年的历史低点（图 28）。

图 25: 12 月美国零售月环比大幅下滑 2.7%


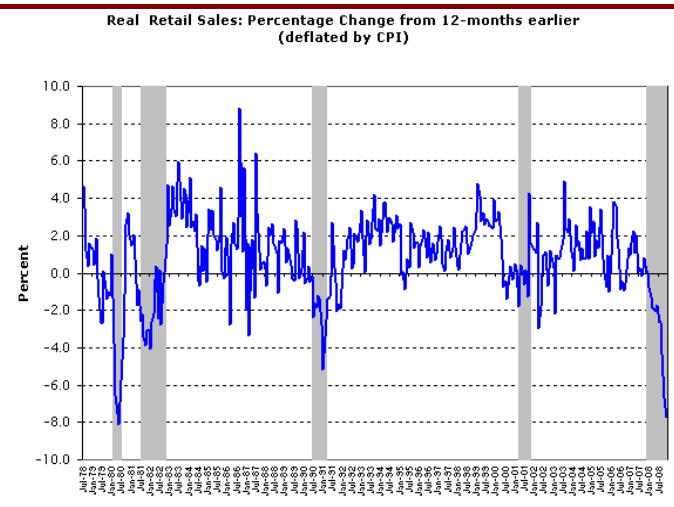
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 27: 12 月零售同比创 30 年来最大跌幅


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 26: 12 月汽车除外的餐饮服务零售额降幅达 3.1%


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

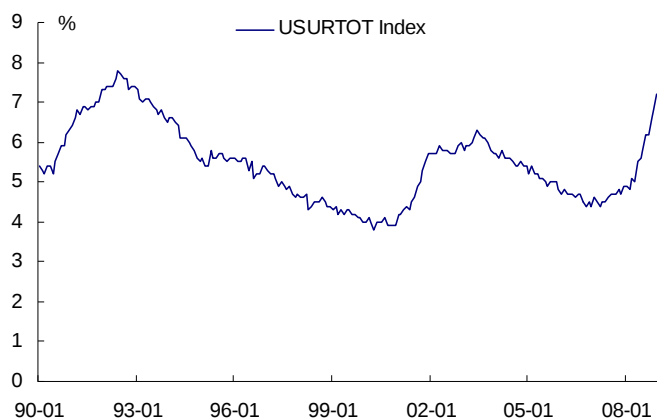
图 28: 12 月实际零售额降幅接近 1980 年水平


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

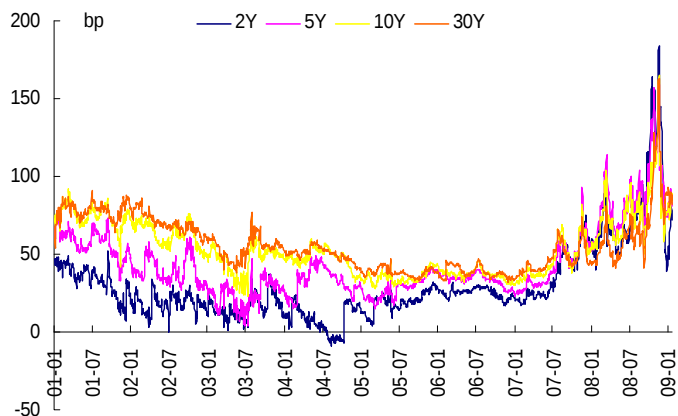
失业率继续飙升，房贷利率下降并未助房市企稳

随着金融危机向实体经济扩散，实体经济失业人数上升使得 12 月美国总失业率升至 7.2%（图 29），09 年 1 月 16 日当周的首次申请失业救济金人数升至 58.9 万人，预期悲观使经济咨情局公布的 12 月世界大企业联合会消费者信心指数跌至 60 年代以来的历史谷底（图 30）。

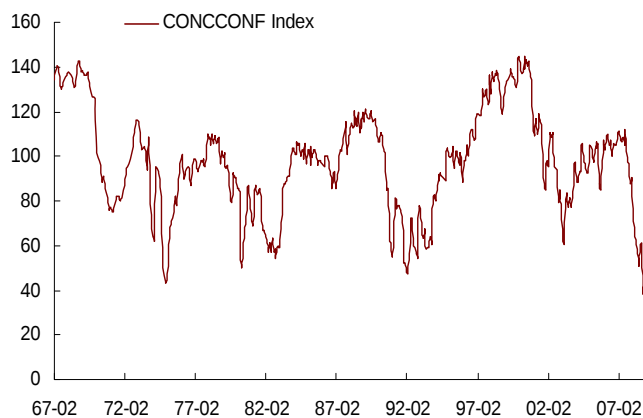
受美联储购入房产抵押债券影响，1 年浮息、15 年和 30 年房地美固息房贷利率分别由 07 年末的 5.53%、5.79% 和 6.17% 分别降至最近的 4.92%、4.8% 和 5.12%，12 月各期限房地美债券对国债息差也大幅缩窄（图 31）。房贷利率虽然下降但其并没有带来购房需求的上升和房价的企稳，11 月新屋和成屋价格延续跌势，而 12 月的新屋开工月环比连续 6 个月下降为 15.5%（图 32）。

图 29: 12 月美国总失业率升至 7.2%


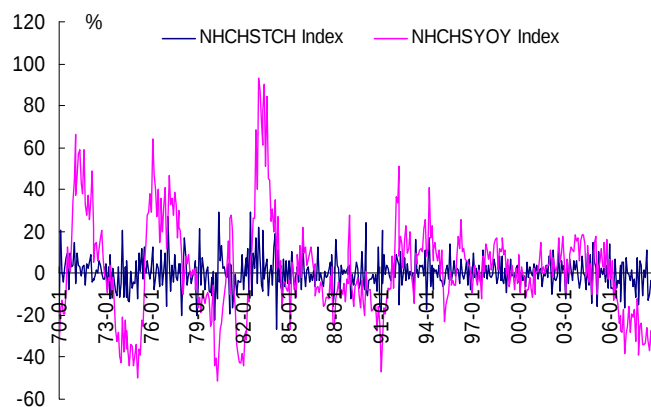
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 31: 12 月各期限房地美债券对国债息差大幅缩窄


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 30: 12 月世界大企业联合会消费者信心跌至谷底


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

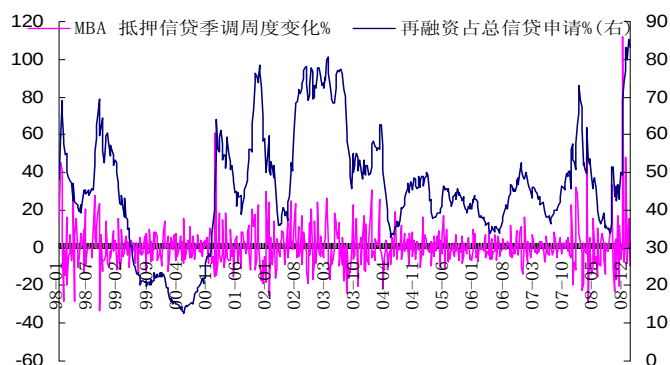
图 32: 12 月新屋开工月环比连续 6 个月下降


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

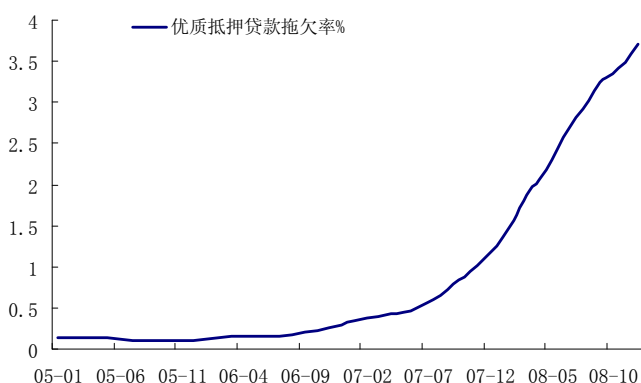
信贷成本下降未使购房需求明显改观，信贷违约率仍在攀升

由于房贷利率处于历史低点，再融资需求增加使得 1 月美国住房抵押贷款申请数量继续上升，MBA 公布的 1 月 9 日当周经季节调整的抵押贷款申请活动指数上扬 15.8% 至 1324.8，为 2003 年 7 月 11 日止当周触及 1358.2 以来的最高位，其中再融资申请占总信贷申请的比例升至 85.3%，是 1 月 9 日当周 MBA 指数上升的主要原因，85.3% 也是 MBA 自 1990 年开始调查来的最高水准（图 33）。抵押贷款利率的下降，尚未能刺激房屋购买信贷申请的增加，1 月 9 日当周的购房贷款申请指数下跌 14.1% 至 295.8。（图 34）。

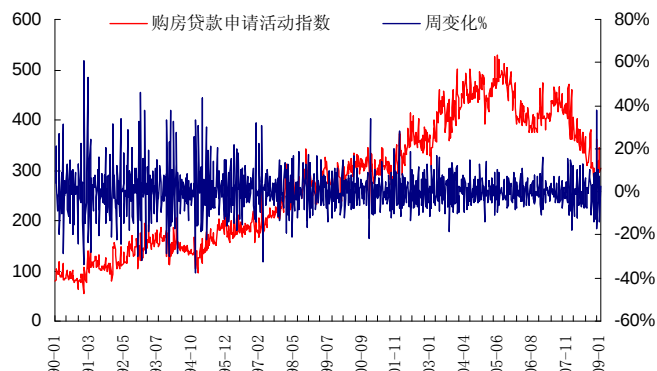
与此同时，贷款利率的下降也并未使抵押贷款违约率有所降低，12 月优质抵押贷款拖欠率升至 3.7%（图 35），Alt-A 和次级类抵押贷款违约率分别继续攀升至 6.5% 和 13%（图 36）。

图 33: 因再融资跳升 1 月 9 日当周 MBA 指数涨 15.8%


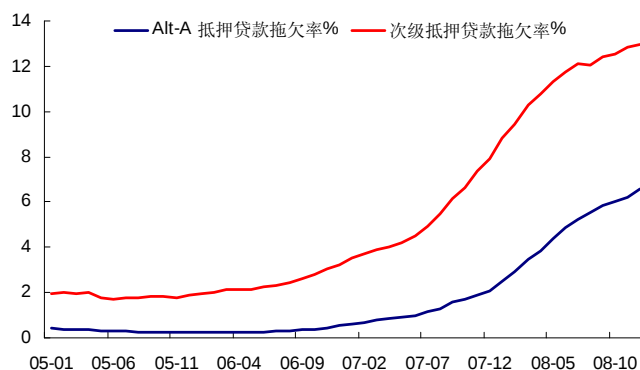
资料来源: MBA, 招商证券研发中心

图 35: 12 月优质抵押贷款拖欠率升至 3.7%


资料来源: MBA, 招商证券研发中心

图 34: 1 月 9 日当周购房贷款申请指数降 14%


资料来源: MBA, 招商证券研发中心

图 36: 12 月 Alt-A 和次级类抵押贷款违约率继续攀升


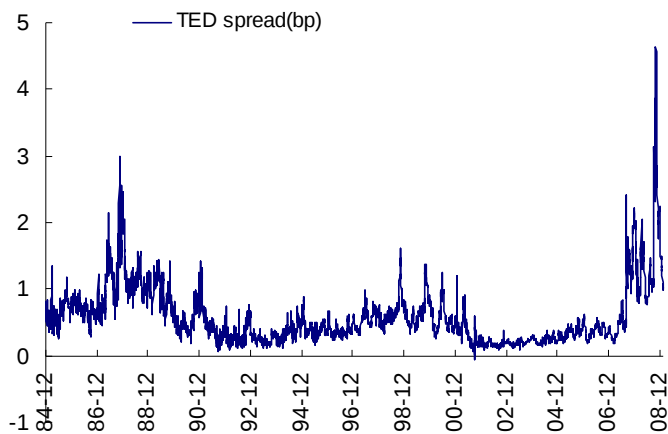
资料来源: MBA, 招商证券研发中心

货币与信用市场继续解冻

美联储前期采取的一系列旨在缓解货币市场紧缩的措施正在发挥作用,代表金融市场整体流动性状况的 TED 息差在 12 月份共缩窄 83BP,其已从 08 年 10 月份历史高点的 457BP 回落至 09 年 1 月末的 108BP (图 37)。另一个衡量银行间市场流动性状况的 Libor 与隔夜指数掉期利率 OIS 利差,目前 1 个月和 3 个月 Libor/OIS 利差已较 08 年 9 月雷曼兄弟破产以来大幅回落 (图 38)。TED 和 Libor/OIS 利差与前期美联储通过一级交易商贴现窗、各种流动性借贷工具向金融机构注入大量流动性密切相关。

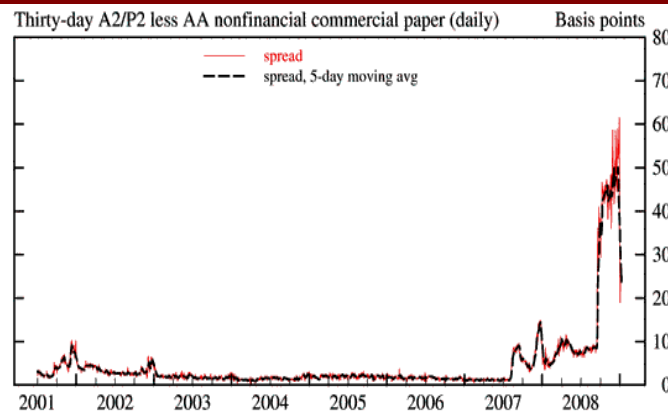
从票据和信用市场看, A2/P2 与 AA 非金融 CP 间价差已从历史高点的 600BP 下跌过半 (图 39),多数 CP 利率下跌至雷曼破产前数周水平 (图 40)。由于美联储通过货币市场共同基金 (MMMF)、商业票据融资工具 (CPFF) 和货币市场投资者融资工具 (MMIFF) 3 个工具,通过买入优质 3 个月无担保 ABCP、充当 SPV 等措施来支持商业票据市场, CP 市场未偿付存量已从 08 年 8 月份的 2.2 万亿降至 1.7 万亿,非金融 CP 存量由 2031 亿降至 2033 亿 (图 41)。由于美联储购入 ABCP,使得各期限 A1/P1 级资产支持商业票据收益率降至历史新低 (图 42)。

图 37: 最近的 TED 息差已从历史高点整体缩窄 350BP



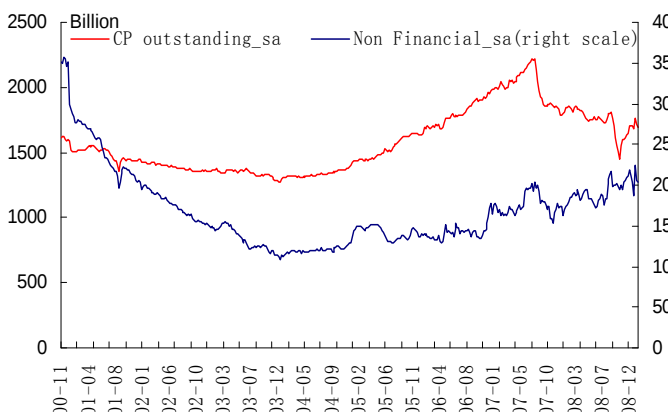
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 39: A2/P2 与 AA 非金融 CP 间价差下跌过半



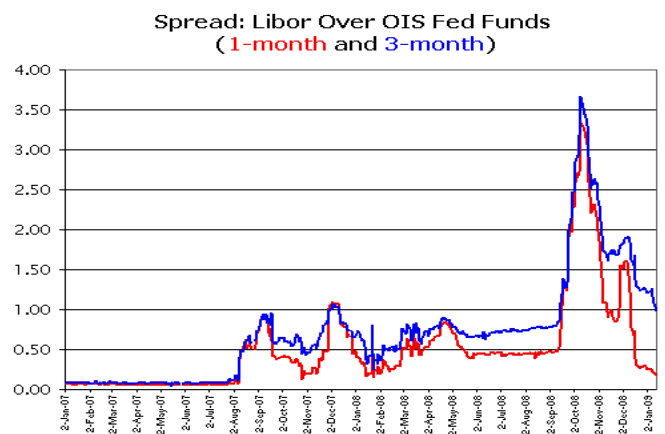
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 41: CP 市场未偿付存量已较 08 年 8 月下降 5000 亿



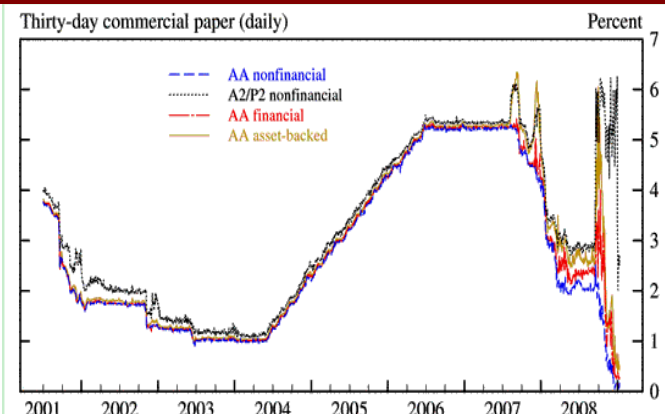
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 38: Libor/OIS 利差已较雷曼兄弟破产以来大幅回落



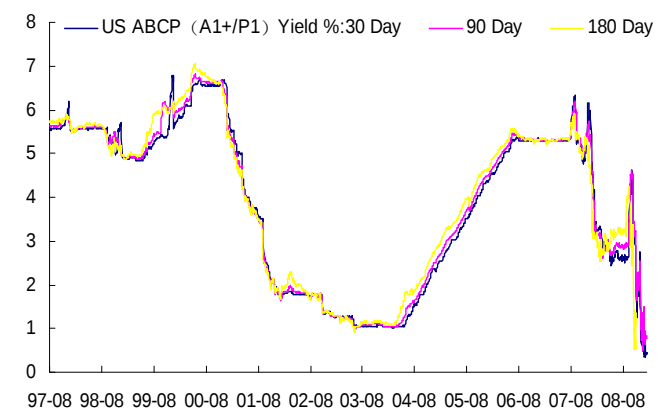
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 40: 多数 CP 利率下跌至雷曼破产前数周水平



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 42: 各期限资产支持商业票据收益率降至历史新低



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

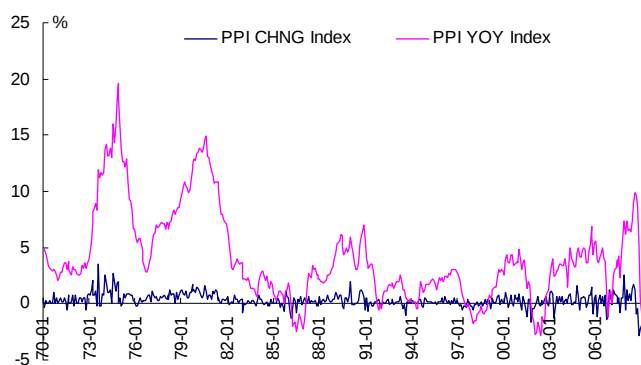
工业和消费价格继续下降

12 月美国 PPI 月环比下降 1.9%, 为连续 5 个月环比下降, 12 月 PPI 同比降 0.9% (图 43)。12 月 PPI 中能源价格环比大幅降 9.3%, 消费品总成品降 2.6%, 其中食品价格降 1.5%, 为 06 年 3 月以来的最大跌幅。食品除外的非耐用消费品降幅达 4.4%, 耐用消费品价

格升 0.5%。从地区联储的制造业出场价格看，其与PPI的走势也较为吻合，1 月份纽联储制造业产成品价格指数降 3.4%，我们预计 1 月PPI环比仍降维持下降趋势（图 44）。

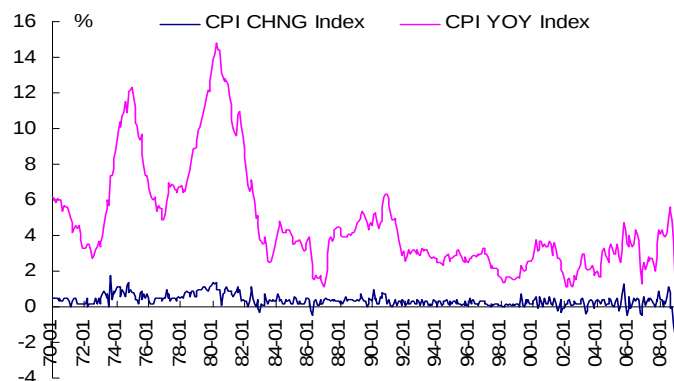
12 月美国CPI环比下降 0.7%，主要原因是能源价格下跌 8.2%，12 月食品价格仅下降 0.1%（图 45）。12 月的核心CPI连续 2 个月保持不变，其中居住成本保持不变，燃料和公用事业支出下降 0.5%，因油价下跌运输价格下降 4.4%，12 月服装类价格下降 0.9%，12 月核心CPI中为数不多的上涨项目包括教育成本上涨 0.5%和烟草制品上涨 0.5%等（图 46）。

图 43: 12 月 PPI 月环比降 1.9%为连续 5 个月下降



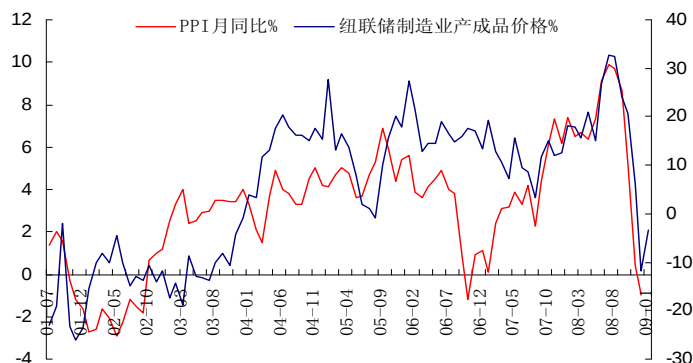
资料来源: Fed, 招商证券研发中心

图 45: 12 月 CPI 环比降 0.7%



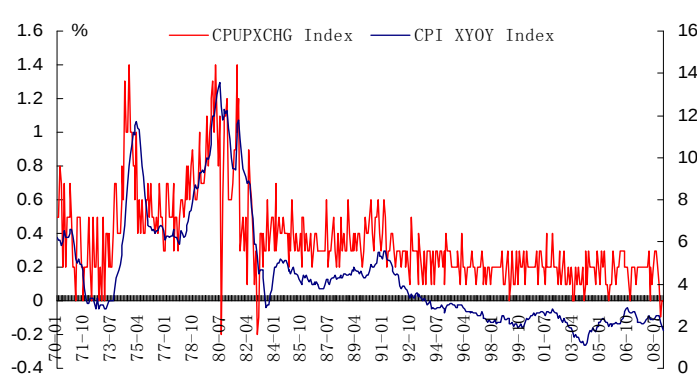
资料来源: Fed, 招商证券研发中心

图 44: 纽联储制造业购进价格指数与 PPI 走势较为吻合



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 46: 12 月核心 CPI 环比继续持平

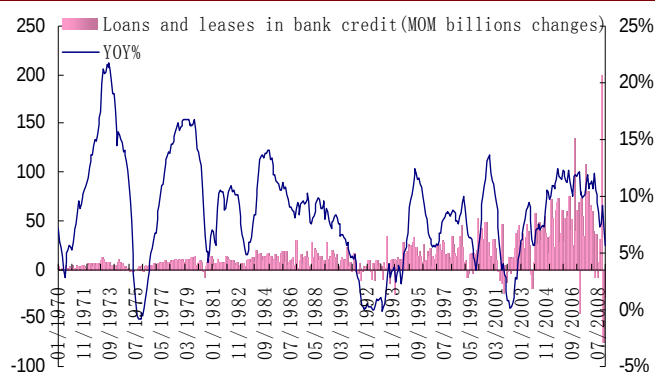


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

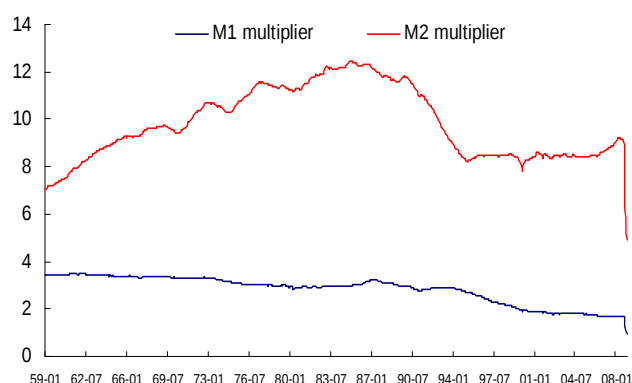
08 年新增信贷腰斩，货币乘数大幅下降

08 年美国商业银行新增信贷和租赁额为 3813 亿美元，与 07 年新增 6743 亿美元相比几乎被腰斩过半（图 47）。08 年美国商业银行新增消费者信贷 727 亿美元，虽较 07 年增加 68 亿美元，但同比增速已从 07 年的 84.6%大幅降至 08 年的 10%（图 48）。

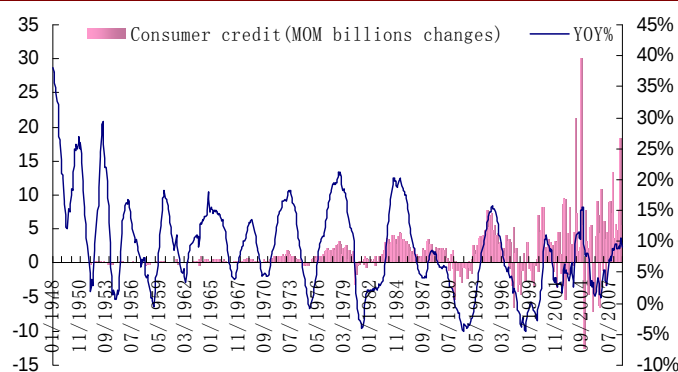
虽然美联储前期向金融机构注入了大量基础货币，但 M1 和 M2 增速却不断下降，12 月份 M1 和 M2 增速分别降至 8.9%和 1.7%，结构使得 M1 和 M2 乘数不断创出新高，12 月份 M1 乘数首度跌破 1 倍创出历史新低，M2 乘数降至 4.9 仅为历史均值的一半（图 49）。货币乘数的下降主要是由于美国存款类机构惜贷而将美联储和财政部向银行体系注入了的大量流动性堆积于超储账户，而并未真正进入借贷市场。12 月美国存款类机构超储规模达 7674 亿美元，较 11 月继续大幅新增 2083 亿美元（图 50）。

图 47: 12 月美国商业银行新增信贷被腰斩过半


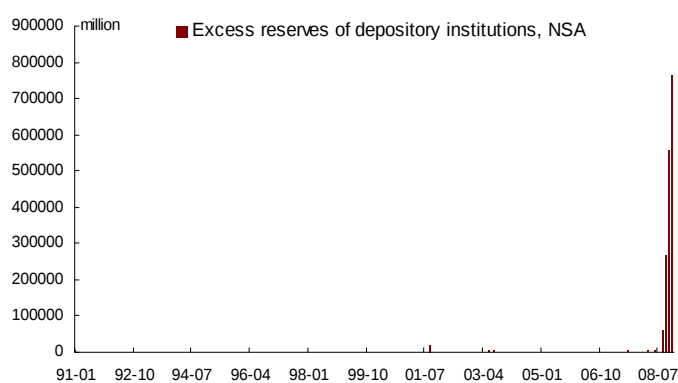
资料来源: Fed, 招商证券研发中心

图 49: 12 月 M1 乘数跌破 1 倍


资料来源: Fed, 招商证券研发中心

图 48: 08 年商业银行消费者信贷增速大幅降至 10%


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 50: 12 月存款类机构超储规模继续飙升


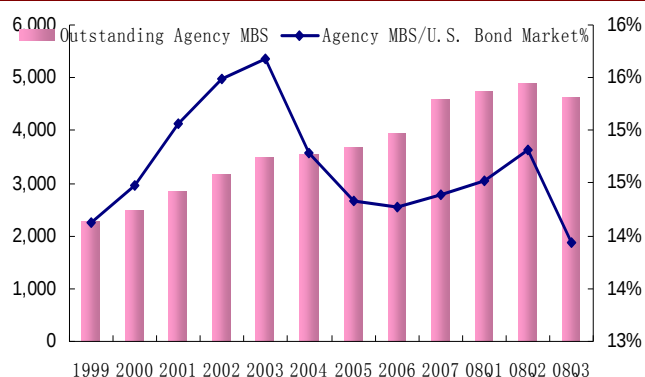
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

Fed 购入 MBS 计划正式启动，1 月份资产负债表规模下降

1 月份美联储正式对去年 11 月宣布的 MBS 购买计划正式付诸实施，在计划实施的前三天里，美联储购买了 102 亿美元的 GSE 和 GNMA 的 MBS。美联储购买计划的目标是将于 2009 年 6 月末前买入 5000 亿美元的 MBS，这一计划旨在支持抵押贷款市场和房市，以压低贷款利率的方式来改善整体金融市场环境。自美联储在 08 年 11 月宣布 MBS 购买计划以来，MBS 息差已经大幅收窄，而长期房贷利率也应声下落（图 52）。

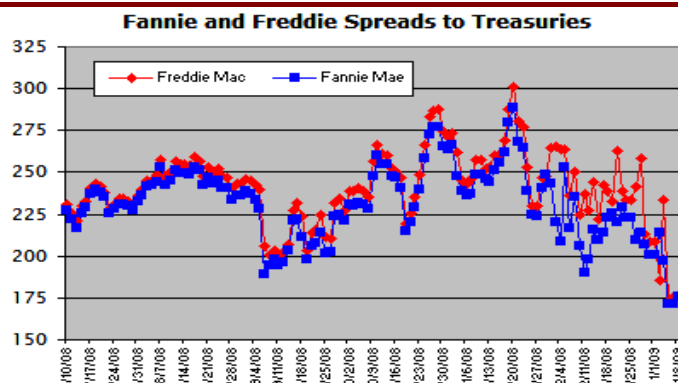
美联储的 MBS 购买计划是否能将房贷利率保持在目前水平或者再进一步压低，将对复苏抵押贷款以及房地产市场至关重要。从目前美国机构 MBS 的市场存量看，截至 08 年 3 季度末机构 MBS 存量为 4.6 万亿，99 年至今机构 MBS 存量占美国债券市场的比重约维持在相对稳定的 14% 的水平。因此，目前来看美联储 5000 亿美元的 MBS 购买计划也仅占目前 MBS 市场存量的 11% 左右，对于未来美联储能否保持抵押信贷利率的持续回落尚存较大的不确定性（图 51）。

图 51: 截至 08 年 3 季度末机构 MBS 存量为 4.6 万亿



资料来源: Fed, 招商证券研发中心

图 52: 自 11 月购买计划宣布后 MBS 息差已大幅收窄



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

尽管购买的机构 MBS 已计入 1 月份美联储的资产负债表，但其并没有改变 1 月份美联储资产负债表规模下降的状况。1 月份计入美联储资产方增加的买入机构 MBS 为 73.77 亿，而 1 月份其它资产项目 TAF、PDCF、ABCP/MMF 和 CPFF 则分别减少 345.88 亿、59.94 亿、80.26 和 835.95 亿，负债项目财政部一般账户和特别账户资金大幅缩水 1937 亿。1 月份美联储资产负债表资产规模减少 3307 亿美元，负债规模减少 2517 亿美元，这使得 1 月份美联储储备资产余额减少 789.6 亿至 7360 亿美元（图 53）。

在目前货币市场紧缩大幅缓解和 TED 息差下行的情况下，美联储资产运用规模的下降也正印证了目前美国金融机构流动性紧缩缓解的迹象。但是，考虑到未来美联储庞大的 MBS 购买计划和财政部针对金融机构的“不良资产救助计划”（TARP），未来美联储资产负债表仍存在继续恶化的可能。

图 53: 1 月份美联储资产负债表规模下降

Federal Reserve Balance Sheet				
USD million	30-Oct-08	28-Nov-08	29-Dec-08	29-Jan-09
assets				
Treasuries	476,469	476,407	476,014	475,129
Agencies	13,620	12,221	20,878	28,365
Agency MBS				7,377
RP	80,000	80,000	80,000	0
TAF Credit	301,363	406,508	450,219	415,631
Advances(depository inst's)	110,737	91,725	84,898	68,288
PDCF and related	79,453	57,886	38,190	32,196
ABCP/MMF liquidity facility	96,010	53,309	23,993	15,967
AIG loan	0	55,936	39,507	38,339
Other credit extensions	83,548	0	0	0
CPFF	144,808	294,094	331,686	248,091
MMFF	0	0	0	0
Maiden Lane LLC(Bear Stearns)	26,848	26,979	26,966	25,772
Maiden Lane LLC(II)(AIG-MBS)	0	0	20,049	18,964
Maiden Lane LLC(III)(AIG-CDOs)	0	21,148	28,191	27,456
Float	-1,234	-1,514	-1,334	-1,542
Central bank liquidity swaps				465,672
Other FR Assets	541,864	516,909	622,031	44,967
Total Reserve Bank credit	1,953,486	2,091,608	2,241,288	1,910,672
Gold stock	11,041	11,041	11,041	11,041
Special drawing rights	2,200	2,200	2,200	2,200
Treasury currency outstanding	38,787	38,787	38,843	38,786
Total factors supplying reserves	2,005,514	2,143,636	2,293,372	1,962,699
liabilities				
Currency in circulation	860,588	871,991	886,651	885,432
Reverse RPs(Foreign official)	69,655	74,761	88,317	72,214
Reverse RPs(Dealers)	25,000	25,000	0	0
Treasury Deposits	19,484	17,355	118,058	38,717
Treasury SF acct	558,864	479,054	289,247	174,840
All Other liabilities&capital	51,945	69,219	96,111	55,468
Factors Absorbing Reserves	1,585,536	1,537,380	1,478,384	1,226,671
Reserve balances	419,978	606,256	814,988	736,028

资料来源: Fed, 招商证券研发中心

三、宏观分析——工业与消费价格步入短期通缩

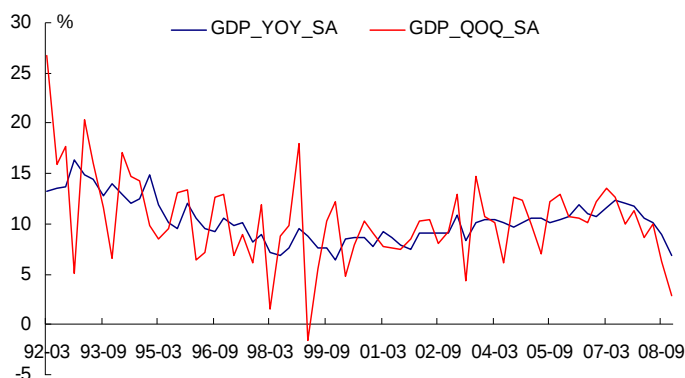
1 月份国家统计局陆续公布了 08 年的相关经济数据，相关要点如下：

4 季度经济增速降至近年来低点

经初步核算全年国内生产总值 300670 亿元，比上年增长 9%。分季度看，一季度增长 10.6%，二季度增长 10.1%，三季度增长 9%，四季度增长 6.8%。剔除季节因素后，4 季度 GDP 环比增速仅为 2.8%，为 99 年以来的最低水平（图 54）；从产出缺口看，4 季度实际 GDP 增速低于潜在 GDP 的产出缺口达到 3.4%（图 55）。

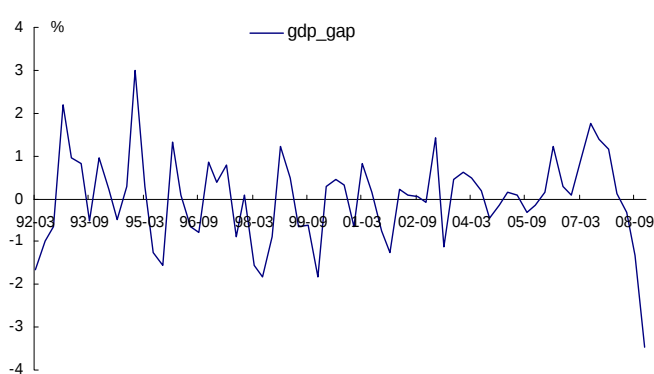
08 全年规模以上工业增加值比上年增长 12.9%，增速比上年回落 5.6 个百分点。分所有制看，国有及国有控股企业增长 9.1%，集体企业增长 8.1%，股份制企业增长 15%，外商及港澳台投资企业增长 9.9%。12 月工业增速同比为 5.7%，较 11 月小幅回升 0.3 个百分点，剔除季节因素后的 12 月工业环比增速反弹至 4.5%，结束了自 08 年 7 月份以来环比连续 5 个月负增长的局面（图 56）；从季度数据看，4 季度工业同比增速降至 6.7%，较 3 季度大幅回落 6 个百分点，4 季度工业环比增速也是连续 2 个季度负增长，为 98 年以来的历史最低水平（图 57）。

图 54：季调后的 4 季度 GDP 环比增速仅为 2.8%



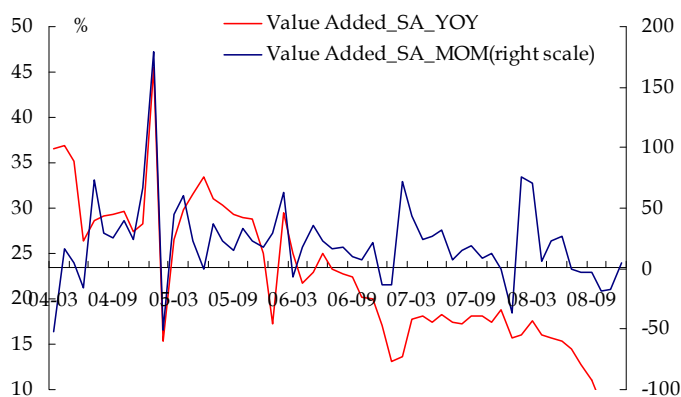
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 55：4 季度产出缺口扩大至 3.4%



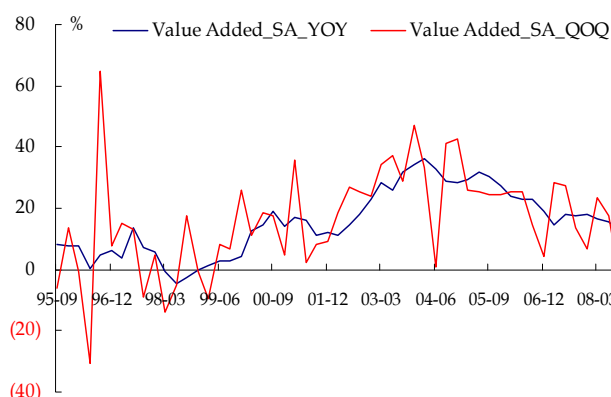
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 56：12 月工业增加值环比结束连续负增长的局面



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 57：4 季度工业环比增速仍为 10 年来的新低



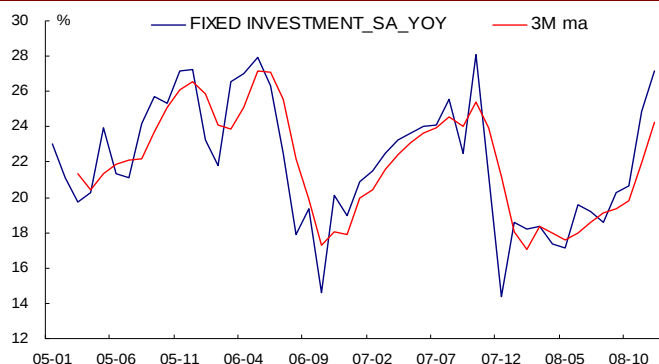
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

12 月投资增速回升，实际消费增速继续回落

08 年全年全社会固定资产投资 172291 亿元，比上年增长 25.5%，增速比上年加快 0.7 个百分点。其中城镇固定资产投资 148167 亿元，增长 26.1%，加快 0.3 个百分点。12 月固定资产投资同比增长 26.1%，剔除价格因素后实际投资增速升至 24.2%，较 11 月高出 2.3 个百分点（图 58）。

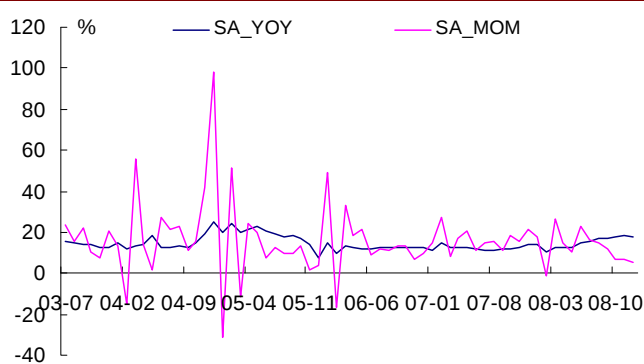
08 年全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比上年增长 21.6%，增速比上年加快 4.8 个百分点。剔除价格因素后，12 月实际消费增速同比回落至 17.7%，较 11 月降 0.4 个百分点，12 月实际消费环比增速降至 5.5%（图 59）。

图 58：剔除价格因素后 12 月实际投资增速继续回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 59：12 月实际消费增速继续回落



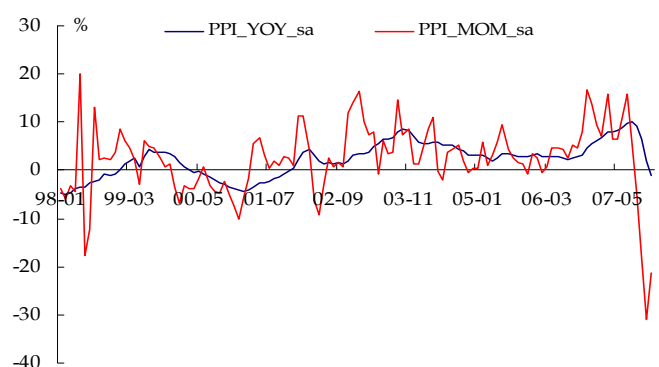
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

12 月工业价格同比步入通缩，消费价格延续跌势

08 年工业和消费价格涨幅呈现前高后低的态势，工业品出厂价格比上年上涨 6.9%，涨幅比上年提高 3.8 个百分点，原材料、燃料、动力购进价格上涨 10.5%，涨幅比上年提高 6.1 个百分点。12 月 PPI 同比下降 1.1%，环比增速也是连续 4 个月下降（图 60），4 季度 PPI 同比增速大幅降至 2.5%，较 3 季度大幅下降 7.1 个百分点（图 61）。

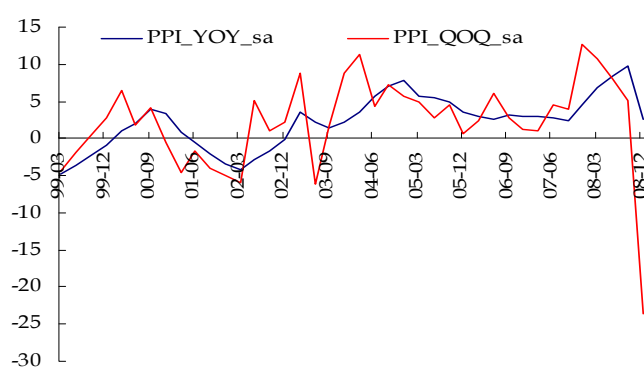
08 全年 CPI 上涨 5.9%，涨幅比上年提高 1.1 个百分点，也创 96 年以来的 12 年新高。分类别看，食品价格上涨 14.3%，拉动价格总水平上涨 4.65 个百分点。12 月 CPI 环比下降 6.5%，为 8 月份以来的连续 5 个月负增长（图 62），从季度数据看，4 季度 CPI 同比增速降至 2.5%，4 季度环比增速下降 5.7%，为连续 2 个季度下降（图 63）。

图 60：12 月 PPI 环比增速连续 4 个月下降

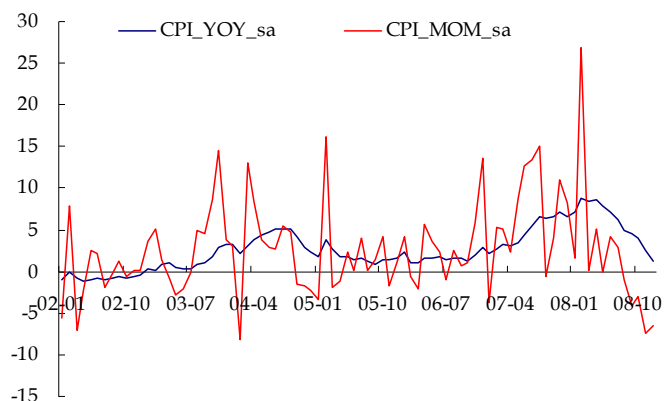


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

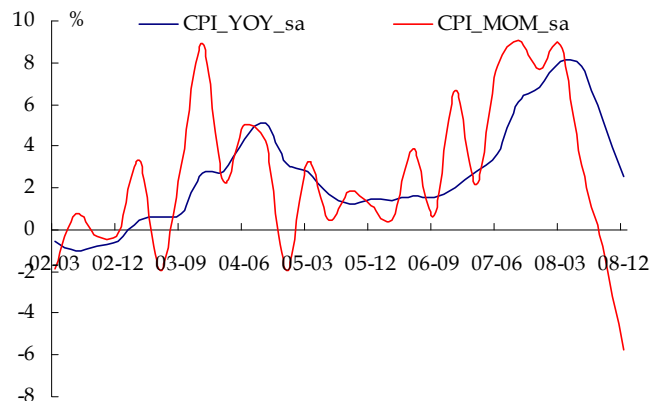
图 61：4 季度 PPI 同比增速大幅降至 2.5%



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 62: 12 月 CPI 环比连续 5 个月负增长


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

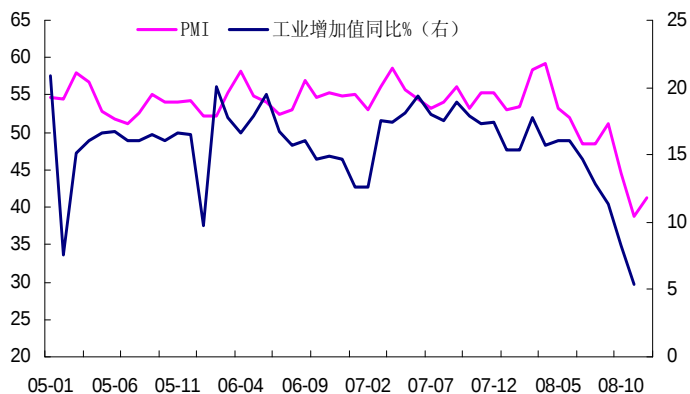
图 63: 4 季度 CPI 环比下降 5.7%


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

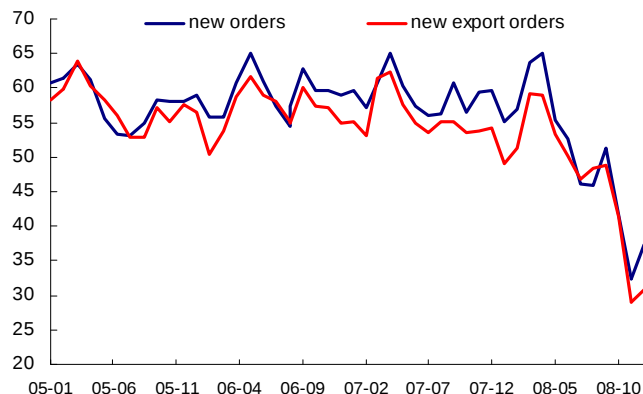
工业与消费价格步入短期通缩通道

12 月份 PMI 指数降至 41.2, 较 11 月份小幅反弹 2.4 (图 64), 考虑到目前仍处于存货消化周期之中, 我们预计 12 月工业增速仍将继续回落。从分项指数看, 12 月新订单和新出口订单分别小幅反弹至 37.3 和 30.7 (图 65), 12 月购进价格指数小幅反弹至 32.7 (图 66)。从农产品价格看, 12 月份农产品批发价格指数同比涨幅为 -1.5%, 为连续 2 个月负增长, 环比涨幅 1%, 较 11 月份有所反弹 (图 67), 受春节假期影响, 1 月份食品价格环比反弹或有所反弹, 但综合考虑基数和需求下滑因素, 我们预计 1 月 CPI 仍将延续回落态势。

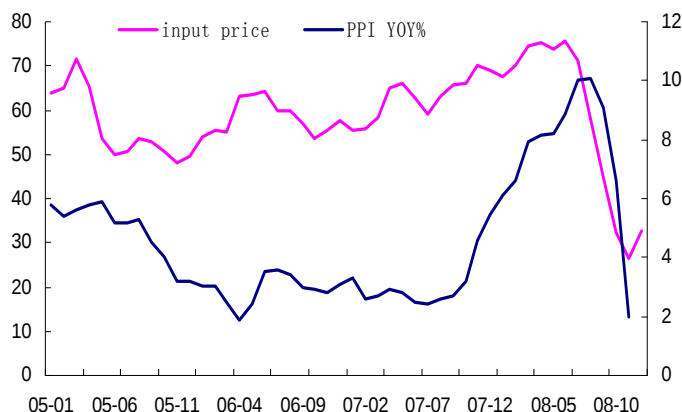
综合 PMI 和相关数据, 我们预计 1 月份的工业增加值增速为 5%, CPI 同比降至 0.6%, PPI 同比降至 -2.5%, 贸易顺差规模约在 320 亿美元。

图 64: 12 月份制造业增速略有回升但仍低于 50 临界值


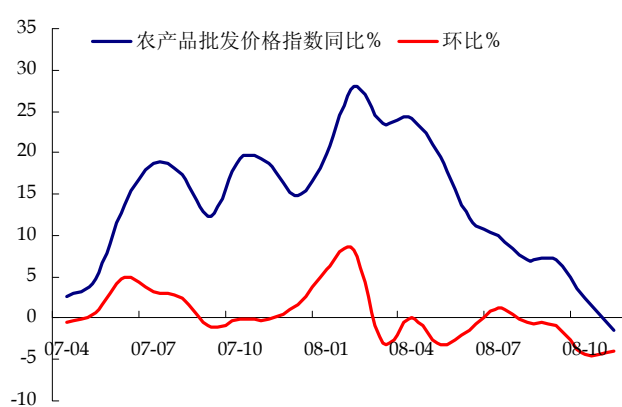
资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 65: 12 月份新订单和出口订单指数小幅反弹


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 66: 12 月制造业购进价格反弹至 32.7


资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 67: 12 月份农产品价格环比涨幅有所反弹


资料来源：农业部，招商证券研发中心

四、货币当局——信贷质量监管并未放松

考虑到 1 月份信贷增长依然较快，为保证银行体系流动性充裕，我们预计 2 月份央行再次下调存款准备金率的可能性较大。春节前国务院第二次全体会议指出全力做好一季度经济工作要以扩大内需为重点，做到“五个尽早”，落实“六要点”；按银监会的要求，今后银行拨备覆盖率至少要达到 130% 以上，商业银行将以更充足的拨备和更高的资本充足率来抵御金融风险，这由此也看出监管层目前在追求信贷合理平稳增长目标时仍没有疏忽对银行信贷资产质量的要求，未来不良贷款比例反弹和拨备覆盖率上升都将在一定程度上导致银行放贷更趋谨慎。因此，我们认为 1 月份信贷的高增长仍更多的是银行争夺优质基建项目和票据融资业务所带来的，在实体经济放缓和不良贷款率趋于上升的背景下，商业银行并不具有不计风险的普遍的放贷冲动。

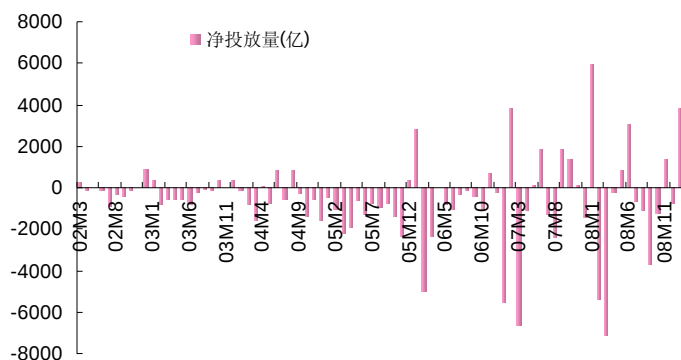
公开市场操作——1 月净投放资金

1 月份央行公开市场操作货币净投放 3810 亿（图 68），较 12 月大幅新增投放 4540 亿。1 月份 28 天正回购利率与上月持平为 0.9%，而 91 天正回购利率持平于 1%（图 69）。1 月份末 3 个月期限央票发行利率从 11 月末的 1.7726% 降至 1.0053%（图 70），

09 年 2 月份公开市场到期资金共计 3025 亿，占 1 季度 1.1 万亿到期资金总量的 27%，占 09 全年 2.5 万亿到期资金总量的 12%，2 月份到期资金仍然较为充裕（图 71）。

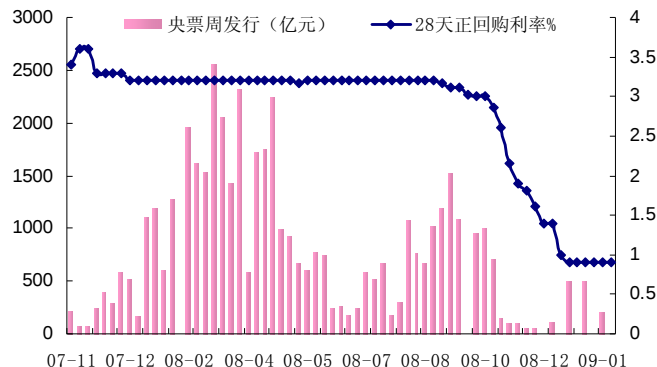
1 月份央行公开市场操作净投放的主要原因，是时值春节假期的因素。考虑到 1 月份信贷增长依然较快，为保证银行体系流动性充裕，我们预计 2 月份央行再次下调存款准备金率的可能性较大。

图 68: 1 月央行公开市场操作净货币投放 3810 亿



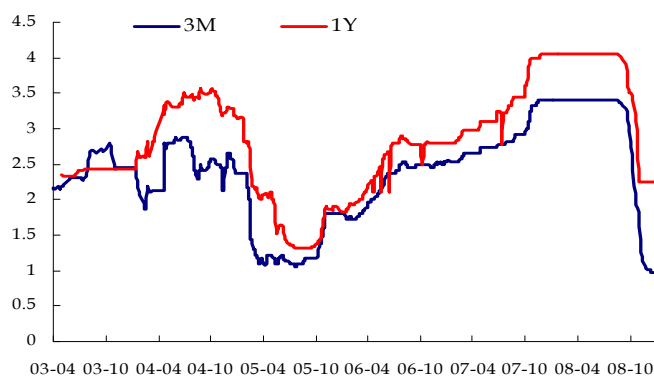
资料来源: CHIANBOND, 招商证券研发中心

图 69: 1 月份 28 天正回购利率持平于 0.9%



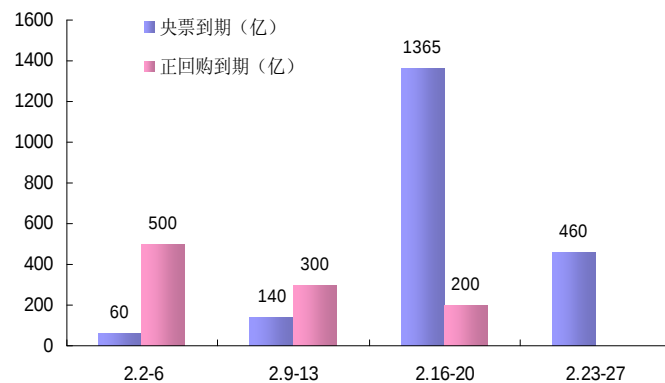
资料来源: CHIANBOND, 招商证券研发中心

图 70: 1 月份 3M 期限央票利率降至 0.965%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 71: 09 年 2 月份公开市场到期资金 3025 亿



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

一季度经济工作——做到“五个尽早”，落实“六要点”

春节前温家宝主持召开国务院第二次全体会议时指出，09 年是我国进入新世纪以来经济发展最困难的一年，要全力做好一季度经济工作，尽快扭转经济增速下滑趋势。温家宝强调，一季度经济工作要做到“五个尽早”：一是尽早完善政策规划和科技支撑规划，二是尽早核准项目计划，三是尽早安排财政资金，四是尽早下达银行贷款，五是尽早落实各项措施。落实“六要点”包括抓紧落实近期出台的扩大内需、促进经济增长的一揽子计划，加快制定和实施重点产业调整振兴规划；抓好冬春农业生产；促进工业平稳较快发展；搞好春节商品供应和服务，扩大城乡居民消费；努力保持对外贸易稳定增长。维护金融稳定和金融安全。

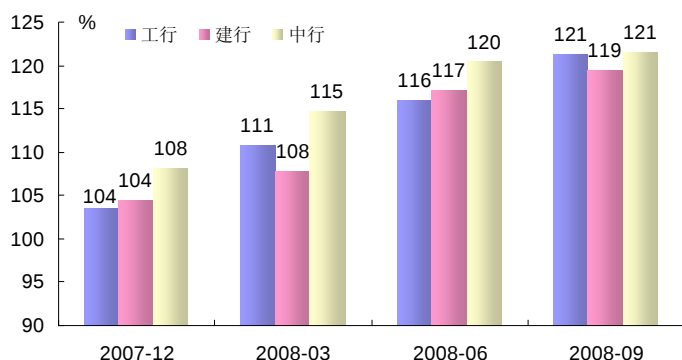
银监会——信贷质量监管并未放松，拨备和资本充足率标准将进一步提高

为应对激进的放贷政策和迅速回落的经济，银监会主席刘明康近期表示，商业银行将以更充足的拨备和更高的资本充足率来抵御金融风险。按照银监会的要求，今后银行拨备覆盖率至少要达到 130% 以上，风险较高的银行应进一步将拨备覆盖率提高到 150% 以上。从 08 年 3 季度数据看，工行、建行和中行不良贷款拨备覆盖率平均为 120%（图 72），浦发和民生行拨备覆盖率为 216% 和 124%（图 73）。如果要达到银监会对银行拨备覆盖率达到 150% 的良好标准，深发展和民生银行等股份制银行将面临较大的补充拨备计提压力。

从银监会公布的数据看, 08 年 4 季度中国境内商业银行不良贷款余额为 5681.8 亿元, 比年初大幅减少 7002.4 亿元, 不良贷款率为 2.45%, 比年初大幅下降 3 个百分点, 不良贷款余额和不良贷款率维持双降格局 (图 74)。4 季度可疑类与损失类不良率分别降至 1.06% 和 0.25%, 但次级类不良贷款比例反弹至 1.15% (图 75)。

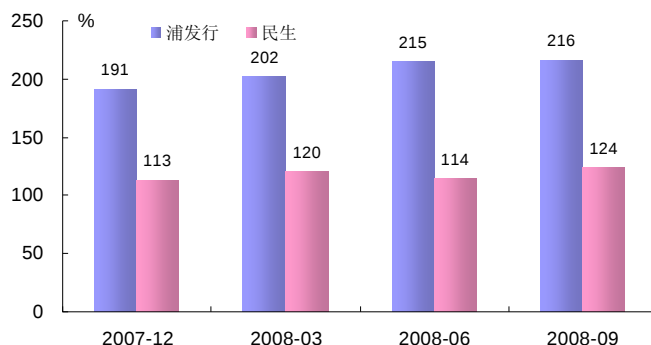
从银监会对拨备覆盖率和资本充足率的新要求看, 监管层目前在追求刺激信贷合理平稳增长的目标时仍然没有疏忽对银行信贷资产质量的要求, 未来不良贷款比例反弹和拨备覆盖率上升都将在一定程度上导致银行放贷更趋谨慎。因此我们认为 1 月份信贷可能的高增长仍更多的是银行争夺优质基建项目和票据融资业务所带来的, 在实体经济放缓和不良贷款率趋于上升的背景下, 商业银行并不具有不计风险的普遍的放贷冲动。

图 72: 08 年 3 季度三大行拨备覆盖率平均为 120%



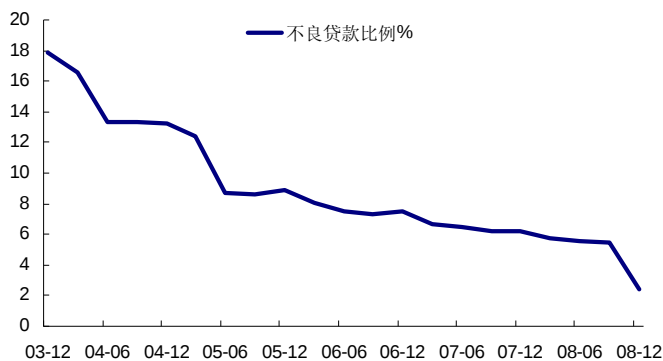
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 73: 浦发和民生行拨备覆盖率为 216% 和 124%



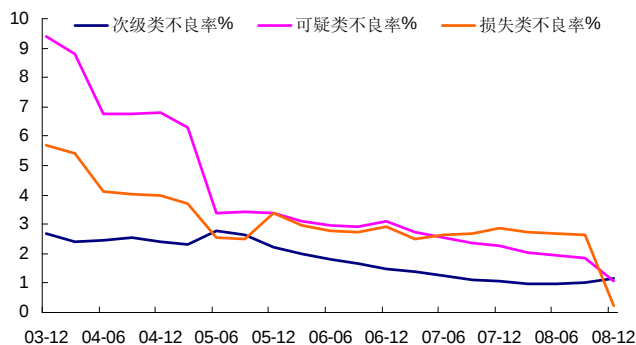
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 74: 4 季度商业银行不良贷款率降至 2.45%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 75: 4 季度次级类不良贷款比例反弹至 1.15%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

五、月度展望——先抑后扬，重点配置高等级信用债

鉴于 1 月信贷的超预期增长, 2 月债市仍具有一定的调整压力, 但由于市场已对此做出提前反应, 我们认为在 PPI 和 CPI 步入短期通缩、央行可能再次双降两率、1 月份货币增速放缓以及银行 09 年债券配置计划逐步展开等利好因素支撑下, 2 月份长债收益率的上行幅度将会小于 1 月份。在 1 月份信贷数据和结构明朗后, 2 月份后半月债市收益率有望重新步入企稳下行的节奏之中。近期股市展开的阶段性反弹对债市整体的流动性分流作用依然有限, 相反股票基金抛持债券将会减少这些机构对债市造成的不确定性影响, 为下一阶段债市走稳打下基础。

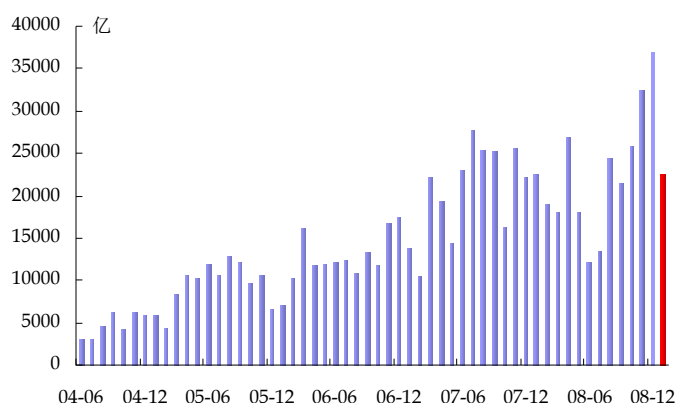
在目前长债供应还存在不确定的情况下,我们建议机构对 7 年期以上的长期国债和政策性金融债谨慎,2 月份建议以配置高等级信用债为主,辅以剩余期限 5 年以内的国债和政策性金融债,组合久期控制在 5 以内的水平。

1 月银行融出资金下降,但其流动性充裕状况未改

1 月全国性商业银行在银行间市场净拆出资金大幅下降,1 月包括同业拆借和回购在内的拆出资金达 2.26 万亿,较 12 月大幅下降 1.4 万亿(图 76),由于 11 月和 12 月拆出资金较高,1 月份全国商行净拆出资金的 3 个月均值仍维持在 3 万亿的高位(图 77)。从结构看,1 月份全国性商行净拆出资金减少的主要原因是质押式回购净拆出资金大幅减少 1.5 万亿所致(图 78),而 1 月份全国性商行同业净拆出资金则增加 1445 亿(图 79)

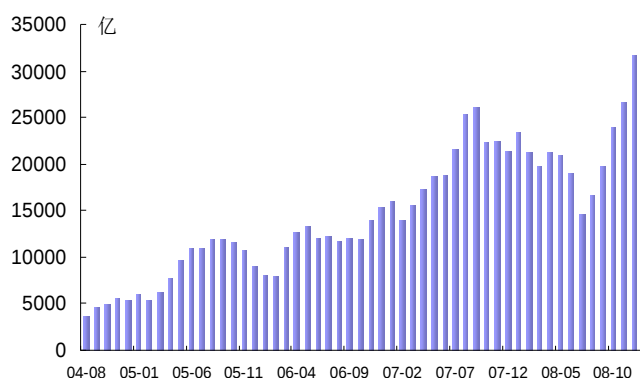
我们认为 1 月份商业银行资金融出意愿的下降与 1 月份信贷投放的高增长有关,不过考虑到目前银行体系流动性充裕以及 1 季度债市到期资金较多的因素,我们依然认为 1 季度信贷的快速扩张仍不至于导致货币市场流动性的明显偏紧,2 月份资金利率仍将可能维持稳步下行的局面。

图 76: 1 月全国性商行净拆出资金较 12 月减少 1.4 万亿



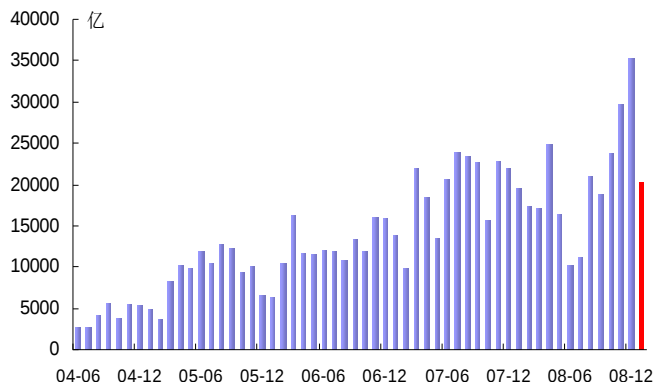
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 77: 1 月份全国商行净拆出资金 3 个月均值仍在高位



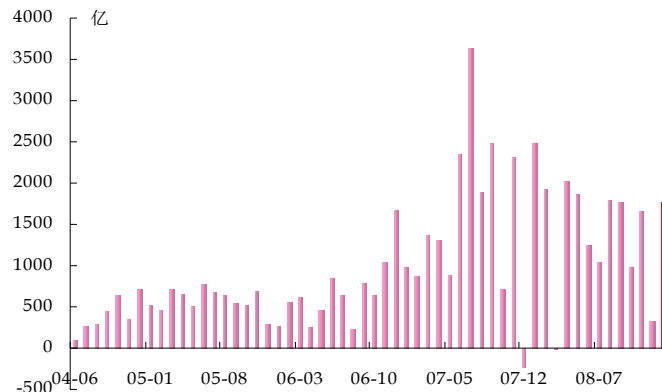
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 78: 主要原因是质押式回购拆出资金减少 1.5 万亿



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

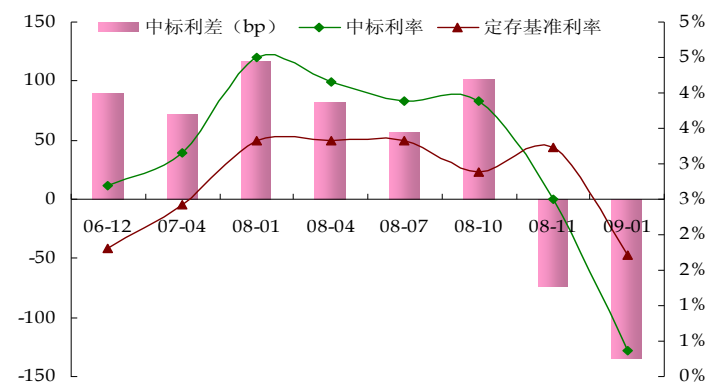
图 79: 1 月全国商行同业拆出资金增加 1445 亿



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

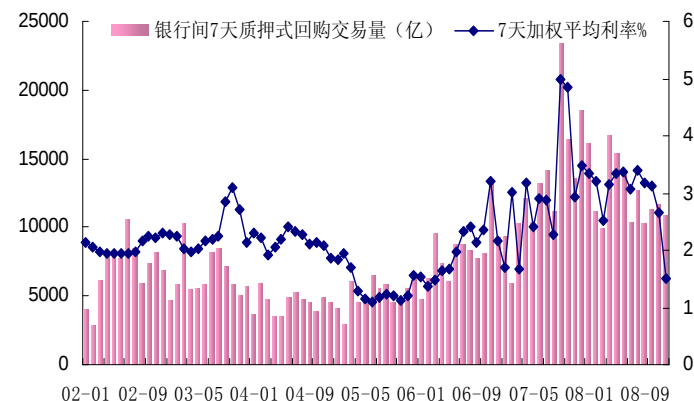
1月21日财政部和央行进行了300亿元3个月期的中央国库现金管理招标，最终的定期存款中标总量为196.4亿元，还不足计划招标额的七成。3个月期中央国库现金管理商业银行定期存款中标利率仅为0.36%（图80），与金融机构人民币活期存款基准利率相同，且远低于1.71%的三个月期定期存款基准利率，为06年末以来中央国库现金管理招标中标利率的最低水平，这由此也反映出银行对存款需求的下降以及机构流动性的十分充裕，也反映了机构对央行不久将再次双降基准利率和存款准备金率的强烈预期（图81）。

图 80: 3 个月期国库现金招标中标利率仅为 0.36%



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 81: 12 月银行间 7 天质押式回购利率跌至 1.51%



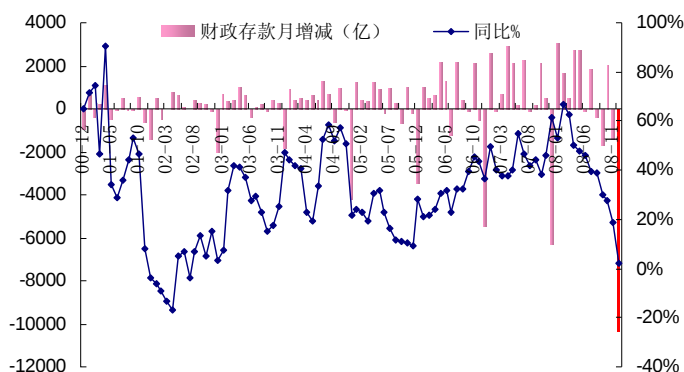
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

再论信贷——1 月信贷或创单月高点，但货币增速或将回落

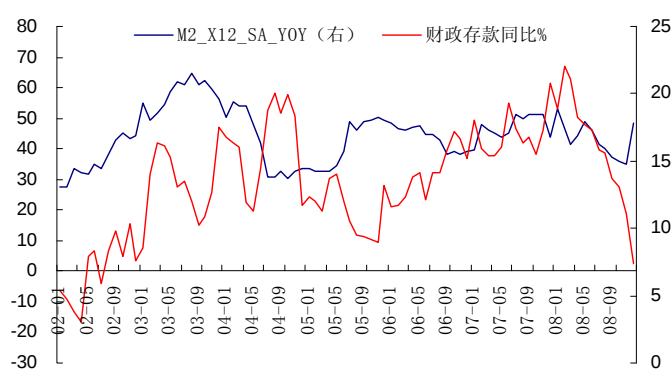
从观察财政存款变动与货币增速的关系，或许能为我们解读 12 月 M2 增速的强劲反弹寻找出些许答案。12 月份财政存款大幅减少 1 万亿，创下 8 年来单月财政存款减少的历史记录，12 月财政存款的同比增速也降至 02 年 8 月以来最低的 2.3% 的水平（图 82）。12 月财政存款的大幅下降与大规模基建项目的财政支出有关，但由于基建项目资金是分期分批投入，这就导致了 12 月从财政存款转移出的 1 万亿资金被多数堆积于企业存款账户，这可能也是造成 12 月 M1 和 M2 增速反弹的主要原因。

从趋势看，财政存款增速与 M2 增速呈现近似反相关的关系，财政存款增速的下滑一般都伴随着 M2 增速的上升。12 月份 M2 同比增速较上月升 3 个百分点，如果按扣除 1 万亿的财政转移资金测算，12 月 M2 增速仅为 13.3%，反较 11 月回落 1.4 个百分点（图 83）。

考虑到年初税收下降导致的财政收入和财政存款下降，以及 09 年国债发行计划尚未展开。因此，我们认为 1 月份再出现类似 12 月份的大幅的财政存款转移支付的情况较为困难，由此 1 月份的货币增速或将重归回落态势。

图 82: 12 月份财政存款大幅减少 1 万亿


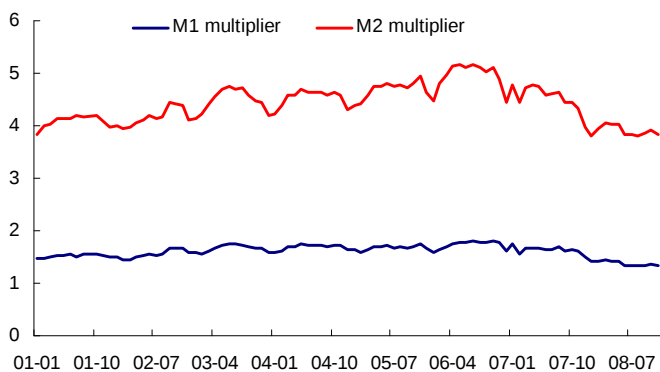
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 83: 财政存款增速与 M2 增速呈现近似反相关的关系


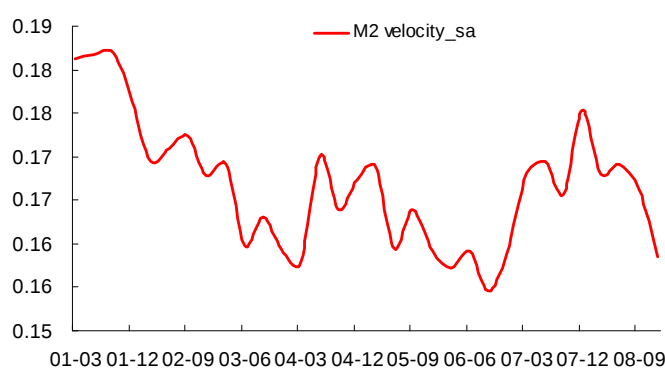
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

从货币创造能力看，商业银行派生货币的能力在不断下降，11 月份 M1 和 M2 乘数分别回落至 1.3 和 3.8（图 84）。从货币流通速度看，季调后的 M2 速率不断降低，即单位货币创造产出的能力也在下降（图 85）。

温家宝 1 月 28 日在出席达沃斯世界经济论坛时透露，09 年 1 月份的前 20 天，国内银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元，我们由此也可以推算出 1 月份国内新增人民币信贷在 1 万亿以上。考虑到 1 月份商业银行持有的备付现金比率较高，我们预计 1 月份的货币乘数将会进一步下降，1 月份届时将可能出现货币和信贷增速相背离的情况。对于 1 月份新增信贷的结构，我们认为其主要组成部分依然可能是票据融资和基建相关的中长期贷款，1 月份信贷增长的季节性和政策性因素可能仍然较为明显。

图 84: M1 和 M2 乘数不断下降


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 85: M2 速率继续降低


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

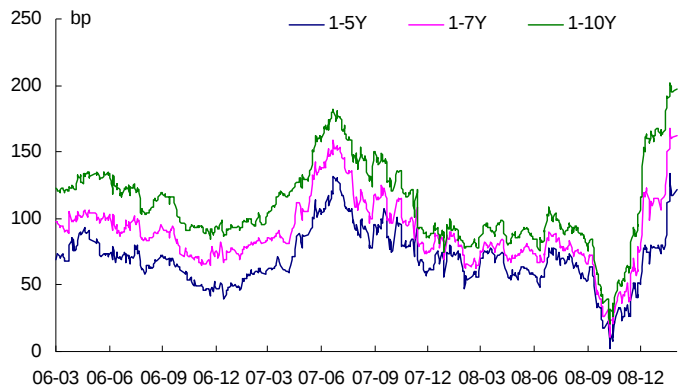
投资策略——以高等级信用债为主，组合久期维持在 5 以内

从目前国债金融债的收益率斜率看，中长期国债利差已创出历史新高（图 86），政策性金融债 10 年和 1 年期利差已飙升至 218BP（图 87），目前收益率曲线的陡峭化程度已对中长债形成了一定的安全边际。

从目前市场收益率中隐含的降息预期看，由于前期固息债券收益率的大幅回调，目前收益率中所透支的降息空间已大幅下降。从政策性金融债看，基于 1 年期定存基准利率的浮息债券与固息债收益率差已大幅缩窄，1-3 年期浮息债收益率隐含的降息预期平均

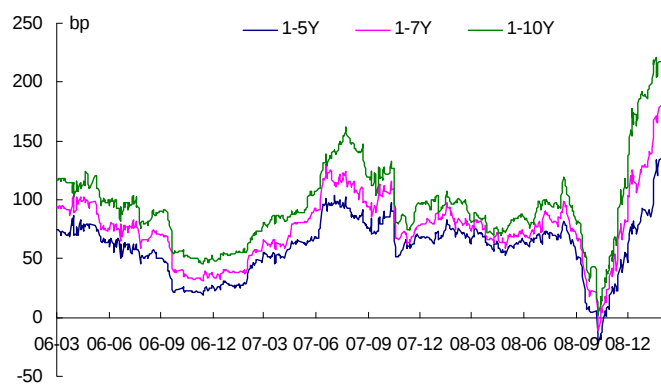
为 54BP，即预期未来 1-3 年内有两次各为 27BP 的降息（图 88）。从企业债看，基于 1 年期定存基准利率的 1-3 年期浮息债收益率隐含的降息预期平均为 27BP，即预期未来 1-3 年内仅有一次 27BP 的降息（图 89）。

图 86：中长期国债利差已创出历史新高



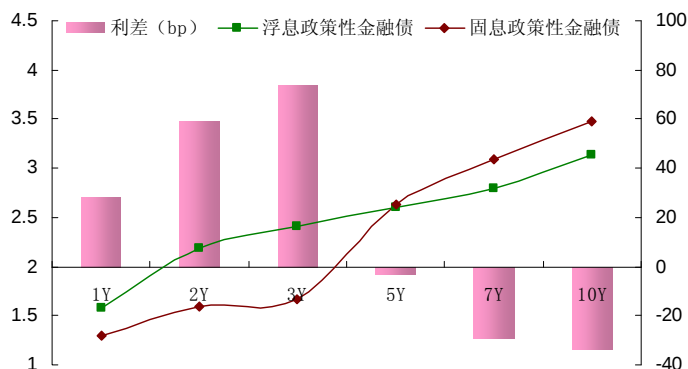
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 87：政策性金融债 10 年和 1 年期利差飙升至 218BP



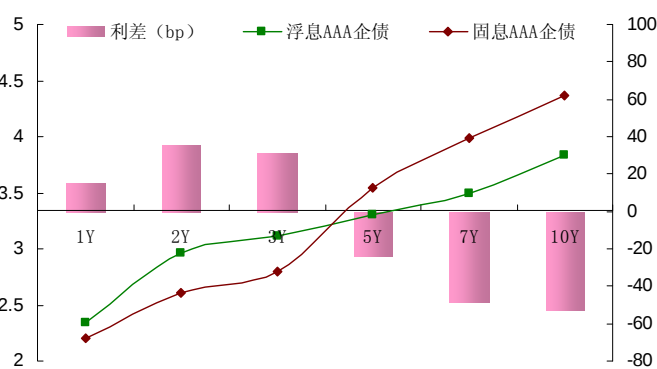
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 88：1 年浮息金融债收益率隐含的降息预期降至 2 次



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 89：1 年浮息 AAA 企业债收益率隐含降息预期降至 1 次



资料来源：WIND，招商证券研发中心

鉴于 1 月信贷的超预期增长，我们认为 2 月债市仍具有一定的调整压力，但由于前期债市已对 1 月份信贷的超预期增长提前作出了反应，我们认为 2 月份在 PPI 和 CPI 步入短期通缩、央行可能再次双降两率、1 月份货币增速放缓以及商业银行 09 年的债券配置计划逐步展开等利好因素支撑下，2 月份长债收益率的上行幅度将会小于 1 月份。由于 1 月份新增信贷可能将是年内的单月高点，而 2 月和 3 月份信贷很可能将出现回落态势。因此，我们认为在 1 月份信贷数据和结构明朗后，2 月份后半个月债市收益率有望重新步入企稳下行的节奏之中。近期股市展开的阶段性反弹对债市整体的流动性分流作用依然有限，相反股票基金抛持债券将会减少这些机构对债市造成的不确定性影响，为下一阶段债市走稳打下基础。

由于 3 月份 09 年的国债发行计划才会明朗，在目前长债供应还存在不确定的情况下，我们建议机构对 7 年期以上的长期国债和政策性金融债谨慎，2 月份配置策略建议以高等级的信用债为主，辅以剩余期限 5 年以内的国债和政策性金融债，组合久期控制在 5 年以内的水平。

结合剩余期限、到期收益率、行业背景和主体评级等因素，我们推荐的国债、政策性金融债以及信用债明细如下（表 6、表 7、表 8、表 9）。

表 6：推荐的银行间市场国债和政策性金融债明细

类型及简称	代码	到期 收益率% ¹	剩余 期限（年） ²	类型及简称	代码	到期 收益率	剩余 期限（年）
国债：				政策性金融债：			
08 国债 26	080026	2.2597%	4.874	09 农发 01	090401	2.5997%	4.953
08 国债 17	080017	2.2508%	4.619	08 进出 14	080314	2.5497%	4.890
04 国债 10	040010	1.4031%	2.811	08 进出 11	080311	2.5401%	4.836
08 国债 19	080019	1.4312%	2.693	08 农发 17	080417	2.5006%	4.693
08 国债 11	080011	1.4026%	2.444	08 进出 08	080308	2.5008%	4.641

资料来源：招商证券研发中心

表 7：推荐的交易所市场国债明细

类型及简称	代码	到期 收益率F	剩余 期限（年）	类型及简称	代码	到期 收益率	剩余 期限（年）
03 国债(8)	010308	2.3558%	4.622	03 国债(11)	010311	2.0579%	1.795
02 国债(3)	010203	1.9838%	3.205	国债 0503	100503	1.1525%	1.227
04 国债(10)	010410	1.8156%	2.811	国债 0301	100301	1.421%	1.047
21 国债(12)	010112	1.9252%	2.740	02 国债(15)	010215	1.3523%	0.841
21 国债(10)	010110	1.9032%	2.644	04 国债(8)	010408	1.4599%	0.712
04 国债(4)	010404	1.6302%	2.307	99 国债(8)	009908	0.9899%	0.638

资料来源：招商证券研发中心

表 8：推荐的短融和中票明细

债券类型及简称	代码	到期收益率	剩余期限（年）	主体评级	担保人	所属行业
短期融资券：						
09 上海港 CP01	0981007	1.5420%	0.951	AAA	无	交通运输
08 中能股 CP01	0881265	1.7429%	0.904	AAA	无	公用事业
08 中能 CP03	0881243	1.5821%	0.83	AAA	无	公用事业
08 南电 CP01	0881176	1.5209%	0.548	AAA	无	公用事业
08 长电 CP02	0881161	1.5236%	0.490	AAA	无	公用事业
09 中粮 CP01	0981016	1.5073%	0.468	AAA	无	农林牧渔
08 上海港 CP01	0881139	1.4556%	0.447	AAA	无	交通运输
09 甘电投 CP01	0981002	3.8945%	0.932	AA	无	公用事业
中期票据：						
09 招商局 MTN1	982008	3.86%	4.96	AAA	无	交通运输
09 铁道部 MTN1	982006	2.61%	4.95	AAA	无	交通运输
08 船重 MTN1	882039	3.94%	4.91	AAA	无	机械设备
08 中建 MTN2	882037	3.68%	4.90	AAA	无	建筑建材
08 大唐集 MTN1	882033	3.94%	4.89	AAA	无	公用事业
08 沪城投 MTN1	882034	3.98%	4.89	AAA	无	建筑建材
08 中核 MTN2	882028	3.65%	4.78	AAA	无	公用事业
08 中铝 MTN2	882026	3.94%	4.74	AAA	无	有色金属
08 铁道部 MTN2	882008	2.88%	4.22	AAA	无	交通运输
08 鞍钢 MTN1	882040	3.10%	2.92	AAA	无	黑色金属
08 五矿 MTN3	882035	3.55%	2.89	AAA	无	有色金属
08 中交建 MTN2	882015	5.33%	2.34	AAA	无	交通运输

资料来源：招商证券研发中心

¹：计算截止日期 2 月 2 日，下同。

²：剩余期限计算截止日期为 2 月 2 日，下同。

表 9：推荐的其它信用资产明细

债券类型及简称	代码	到期收益率	主体评级	剩余期限（年）	担保人	所属行业
交易所市场分离债：						
08 中远债	126010	4.6028%	AAA	4.984	无	交通运输
06 中化债	126002	4.4607%	AAA	3.825	无	公用事业
08 国电债	126014	4.4231%	AAA	5.255	无	公用事业
07 日照债	126007	4.1228%	AAA	4.814	兴业银行股份有限公司	交通运输
08 宝钢债	126016	3.9991%	AAA	5.373	宝钢集团有限公司	黑色金属
07 深高债	126006	3.8959%	AAA	4.679	中国农业银行深圳市分行	交通运输
08 赣粤债	126009	3.9242%	AAA	4.981	中国农业银行江西省分行	交通运输
08 石化债	126011	3.7934%	AAA	5.047	中国石油化工集团公司	公用事业
07 武钢债	126005	3.3837%	AAA	3.137	武汉钢铁（集团）公司	黑色金属
银行间市场公司债：						
08 苏高新债	088046	5.0535%	AAA	4.718	无	建筑建材
08 苏交通债	088058	5.0827%	AAA	4.792	江苏省国信资产管理有限公司	交通运输
交易所市场公司债：						
08 粤电债	112001	4.8496%	AAA	6.099	建设银行广东省分行	公用事业
08 苏交通	122992	4.3535%	AAA	4.792	江苏省国信资产管理有限公司	交通运输
08 苏高新	122997	4.978%	AAA	4.682	无	建筑建材
07 华能 G1	122002	3.9148%	AAA	3.893	中国银行、建设银行	公用事业
银行间市场企业债：						
06 皖煤电债	68033	4.6782%	AAA	7.474	中国农业银行	采掘
06 国网债 1	068027	4%	AAA	7.348	中国农业银行	公用事业
08 铁道 05	088060	3.6300%	AAA	6.775	铁路建设基金	交通运输
08 南网债 02	088055	4.3571%	AAA	6.762	无	公用事业
08 兵器装备债	088039	5.1449%	AAA	6.674	无	机械制造
08 中船重工债	088034	5.8142%	AAA	6.614	中国航天科技集团公司	机械制造
08 网通债	088030	3.5000%	AAA	4.614	国家电网公司	公用事业
05 世博债	058037	3.1031%	AAA	3.953	中国工商银行上海市分行	建筑建材
08 甬交投债	088015	6.1226%	AA	4.504	宁波城建投资控股公司	建筑建材
交易所市场企业债：						
01 三峡债	120102	4.4296%	AAA	7.764	三峡工程建设基金	建筑建材
06 节能债	111035	4.5436%	AAA	7.164	民生银行总行营业部	公用事业
04 中石化	120483	3.8343%	AAA	5.060	中国石油化工集团公司	公用事业
03 电网(1)	120304	3.7046%	AAA	4.937	中国银行股份有限公司	公用事业
03 苏交通	120309	3.7022%	AAA	4.800	工商银行股份有限公司	交通运输
03 石油债	111027	4.2945%	AAA	4.734	中油财务有限责任公司	公用事业
02 武钢(7)	120207	2.0432%	AAA	0.756	中国建设银行湖北省分行	黑色金属
98 中铁(3)	129902	2.0461%	AAA	0.693	铁路建设基金	建筑建材
08 嘉城投	111042	6.0928%	AA+	6.592	嘉兴高等级公路投资公司	建筑建材
08 昆建债	111037	5.718%	AA+	4.162	云南省投资控股集团有限公司	建筑建材
08 甬交投债	111040	6.1033%	AA	4.466	宁波城建投资控股公司	建筑建材
08 西基投	111038	6.2458%	AA	4.162	中国投资担保有限公司	建筑建材

资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

债券市场周报（2009.1.19）——信贷增速待观察，债市未到反转时，2009/1/19

债券市场周报（2009.1.12）——信贷挤出效应不明显，资金面乃主导债市关键因素，2009/1/13

债券市场月报（2009 年 1 月）——把握流动性与收益性平衡，关注中长债相对价值，2009/1/6

上市商业银行进入交易所债市点评——关注高等级信用债，2009/1/22

研究员简介

陈宝强：南开大学经济学博士生，会计学专业管理学硕士，会计师，中国注册会计师（CICPA），中国注册税务师（CTA），曾先后任职于中国工商银行、深圳平安银行及中国人民银行。08年《新财富》最佳分析师团队第4名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

信用分析及评分说明

本报告站在债券投资人的立场，本着客观、公正和审慎的原则，对市场公开发行的信用产品进行信用分析。

该分析基于公司全部可得公开信息，主要考虑公司的业务风险、财务风险以及其他可能对公司信用产生影响的因素。在业务风险方面重点考虑公司的行业风险和经营风险，在财务风险方面，重点考虑盈利性、现金流和财务灵活性等因素。

在对各类因素进行合理的权重调整之后，最终形成信用评分结果。信用评分范围为1-5分，随着公司信用的增加分数依次递增，最高为5分，在各级分数之间“+、-”号表示微调。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。