

债券研究小组

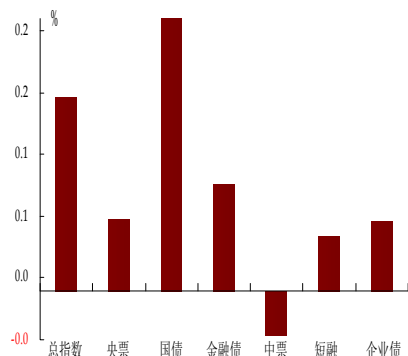
联系人: 陈宝强
86-755-82943292
chenbq@cmschina.com.cn

2009年8月24日

债券市场周报 (2009.8.24)

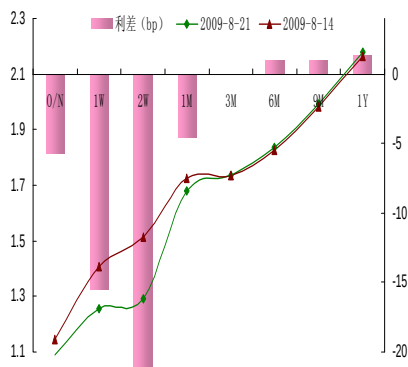
权益市场震荡, 关注交易所债市交易性机会

中债资产一周收益



资料来源: WIND

SHIBOR 一周变化



资料来源: WIND

相关报告

海外债券市场系列专题研究之一美国篇(上)——TIPS市场、收益率与通胀风险管理

2009/7/4

债券市场周报——央票利率上行趋缓, 信贷回落支撑短端需求

2009.8.17

债券市场周报——政策微调限操作层面, 信贷可持续性仍制约银行配置需求

2009/8/10

债券市场周报——资金利率筑底, 关注基于回购和Shibor利率的浮息债价值

2009/6/1

内容摘要:

□ **货币当局——引导信贷告一段落, 央票利率如期走稳:** 上周央行公开市场操作小幅净回笼, 与我们预测相一致, 3个月和1年期央票发行利率如期走稳, 主要诱因在于7月份新增信贷的大幅回落, 从而导致央行通过央票利率引导信贷投放节奏的意愿减弱。我们预计下轮央票发行利率再次迎来上涨期将在9月中下旬出现, 主要原因在于约束3季度末商业银行的放贷冲动。7月份外汇占款新增2204亿元, 较6月份大幅新增877亿元, 与我们近期报告中对外汇占款走势的预测相一致。受经济复苏以及外需逐步改善等有利因素影响, 人民币名义汇率升值预期仍有望延续, FDI和外汇占款增速低迷的状况可望继续有所改观, 国内金融体系和货币市场流动性将继续保持充裕。

□ **债券市场——国债金融债中短期收益率降幅较大:** 上周进出口行招标的5年Shibor浮息债中标利差继续维持低位, 反映经济复苏和通胀预期强化环境下, 机构防御收益率风险的需求; 中债总指数涨0.16%, 除中期票据其它债券资产均为正收益; 国债2~7年期收益率平均降4BP, 10~30年收益率保持平稳; 上周SHIBOR1天~1M期限利率平均降12BP, 银行间质押式回购各期限利率全线下行, 其中1M期限利率大幅降55BP, 在信贷回落、新股发行较少以及央票发行利率持稳的情况下, 我们预计近期货币市场利率将会维持稳中小幅下行的趋势。

□ **一周展望——权益市场震荡, 关注交易所债市交易性机会:** 伴随新增信贷回落, 与我们预测相一致, 上周银行净拆出资金规模继续呈回升趋势; 7月份保费净收入同比增速降至7%, 为自3月份以来连续5个月同比增速下滑, 由于权益投资账面浮盈上升, 7月投资占保险业资产总额的比重继续上升, 考虑下半年保费收入增速下降、长债收益率风险尚未完全释放及权益市场企稳反弹等诸多因素, 我们认为短期内保险机构的整体债券配置需求仍将难有明显改观; 7月票据融资规模的剧减, 意味着商业银行中长期贷款的大幅增长和国内工业生产的显著回升。7月份企业和居民活期存款增速维持高位, 而定期存款大幅减少, 是货币加速流转以及货币乘数显著上升的体现。

□ **受股市大幅调整影响, 交易所债市近期表现优异, 8月份至今, 交易所国债指数涨幅达1.21%, 大幅高于同期银行间市场的表现;** 从收益率曲线变化看, 8月份交易所国债多数期限收益率下行幅度大于银行间市场; 从分离交易纯债看, 我们计算了AAA级和AA级分离债对交易所国债的利差走势, 按照到期收益率、信用利差、剩余期限和流动性分析, 我们推荐投资者关注AAA评级的07深高债、07日照债、08上汽债和08赣粤债, 以及AA评级的08康美债和新上市的09长虹债, 以把握信用利差下行中的交易性机会。

正文目录

一、货币当局——引导信贷告一段落，央票利率如期走稳	5
公开市场——小幅净回笼，央票利率如期走稳	5
本币名义汇率升值预期延续，7月份外汇占款继续回升	5
6月份大幅减持短债，增持美国长债	6
二、债券市场——国债金融债中短期收益率降幅较大	8
一级市场——浮息债认购热情不减，中标点差维持低点	8
二级市场——中债资产普涨，国债金融债曲线继续陡峭化	9
现券市场——现券交易回落	11
货币市场——短期资金利率延续回落	12
三、一周展望——权益市场震荡，关注交易所债市交易性机会	13
银行体系资金拆出规模呈稳步回升态势	13
7月保费净收入继续下滑，下半年保险债券配置需求难有改观	14
7月份活期存款增速维持高位，定期存款大幅减少	15
投资策略——权益市场震荡，关注交易所债市交易性机会	16

图表目录

图 1: 上周央行公开市场操作货币净回笼 80 亿	5
图 2: 上周央行 28 天正回购利率 7 次上涨后首次持平	5
图 3: 7 月份 FDI 同比降幅为 03 年来低点	6
图 4: 7 月份新增外汇占款继续明显回升	6
图 5: 7 月份人民币实际有效汇率贬值速度已大为放缓	6
图 6: NDF 反映的人民币名义汇率升值预期仍在延续	6
图 7: 外国投资者对美国国债的净买入量大幅下降	7
图 8: 6 月份中国持有美国国债占比由 24.3% 降至 23%	7
图 9: 6 月份央行连续减持美国机构债和公司债	7
图 10: 6 月末美国国债占国内外汇储备比重降至 36%	7
图 11: NDF 预示 3 季度外汇储备增速将保持平稳	8
图 12: 6 月份存款性公司持有的国外净资产增速继续下降	8
图 13: 中债资产一周收益	9
图 14: 其它分类计算收益情况	9
图 15: 中债国债指数关键年限收益率及单周变化	10
图 16: 政策性金融债收益率曲线及单周变化	10
图 17: 金融债国债利差走势图	10
图 18: 企业债国债利差走势图	10
图 19: 1 年期 A 级短融与央票利差走势	10
图 20: 1 年期 AA 级短融与央票利差走势	10
图 21: 银行间市场现券成交额及周变化	11
图 22: 交易所市场现券成交额走势	11
图 23: SHIBOR 一周走势	12
图 24: 银行间质押式回购各期限利率全线下行	12
图 25: 上周 3M 和 1Y 期限央票发行利率继续上行	13
图 26: 3Y 期限央票收益率降 8BP	13
图 27: 上周全国性商行净拆出资金继续回升	14
图 28: 上周全国商行质押式回购净拆出资金环比大幅攀升	14
图 29: 7 月份保费净收入同比连续 5 个月下滑	14
图 30: 7 月除平安外其他两家保险公司寿险收入降幅扩大	14
图 31: 7 月份投资占保险业资产比重升至 64%	15
图 32: 6 月末保险资金运用中的债券投资占比降至 50.2%	15
图 33: 7 月份不同行业人民币贷款增速多数小幅回落	15
图 34: 7 月份票据融资创历史最大单月减幅	15
图 35: 7 月份企业活期存款增速创历史新高	16
图 36: 7 月份企业定期存款为近 9 个月以来首次减少	16
图 37: 7 月份居民活期存款同比增速维持高位	16
图 38: 7 月份居民定期存款为 07 年 11 月份来首次减少	16
图 39: 8 月份交易所国债多数期限收益率下行幅度大于银行间市场	17
图 40: 银行间市场国债各期限收益率平均仅下行 2BP	17
图 41: 3 年期交易所和银行间国债利差大幅缩窄至 3BP	17
图 42: 5 年期交易所银行间 AAA 级企债利差升 16BP	17
图 43: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势	17
图 44: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势	17
图 45: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势	18
图 46: 交易所 AA 级分离交易纯债对国债利差走势	18

表 1: 上周一级市场发行明细.....	9
表 2: 上周成交量前三位的各券明细	11
表 3: 上周成交量前三位的信用资产明细	12

一、货币当局——引导信贷告一段落，央票利率如期走稳

上周央行公开市场操作小幅净回笼，与我们预测相一致，3个月和1年期央票发行利率如期走稳，主要诱因在于7月份新增信贷的大幅回落，从而导致央行通过央票利率引导信贷投放节奏的意愿减弱。我们预计下轮央票发行利率再次迎来上涨期将在9月中下旬出现，主要原因在于约束3季度末商业银行的放贷冲动；7月份外汇占款新增2204亿元，较6月份大幅新增877亿元，与我们近期报告中对外汇占款走势的预测相一致。受经济复苏以及外需逐步改善等有利因素影响，人民币名义汇率升值预期仍有望延续，FDI和外汇占款增速低迷的状况可望继续有所改观，国内金融体系和货币市场流动性将继续保持充裕。

公开市场——小幅净回笼，央票利率如期走稳

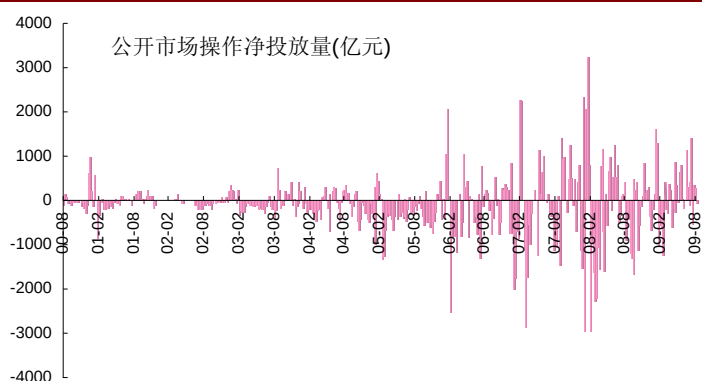
上周央行发行央票1050亿，展开正回购500亿，央票到期1320亿，正回购到期150亿，实现货币净回笼80亿，为连续2周净投放后再次回笼（图1）。

上周央行28天正回购利率为1.18%，为自6月末连续7次上涨后首次持平（图2）。

上周央行招标发行的600亿元3个月期央票发行收益率持平于1.328%，为连续上涨七次后首次持平；招标发行的450亿元1年期央票发行收益率持平于1.7605%，为7月9日重启发行以来，利率连续上涨五次后第一次持平。

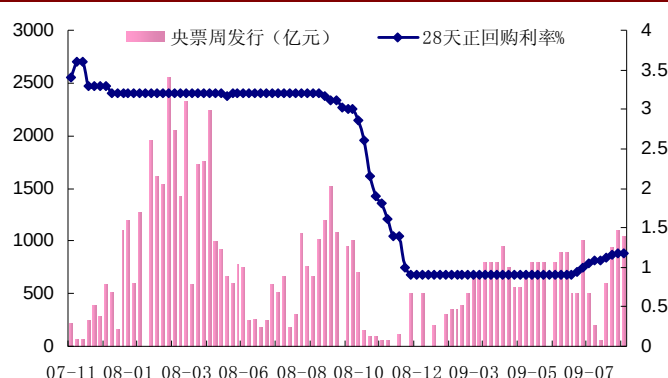
上周央票发行利率持平，于我们近期《债券市场周报（2009.8.17）——央票利率上行趋缓，信贷回落支撑短端需求》报告中的预测相吻合，此次央票发行利率走稳的主要诱因在于7月份新增信贷的大幅回落，从而导致央行通过央票利率引导信贷投放节奏的意愿减弱。我们预计下轮央票发行利率再次迎来上涨期将在9月中下旬出现，主要原因在于约束3季度末商业银行的放贷冲动。

图1：上周央行公开市场操作货币净回笼80亿



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

图2：上周央行28天正回购利率7次上涨后首次持平



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

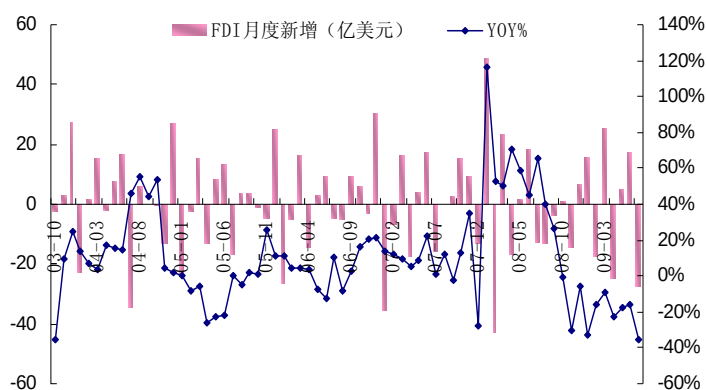
本币名义汇率升值预期延续，7月份外汇占款继续回升

7月份国内吸收外商直接投资（FDI）53.6亿美元，较6月份少增27.3亿美元，较上年同期下降35.7%，降幅为03年以来的低点（图3）。受人民币升值预期和企业居民结汇意愿回升影响，7月份外汇占款新增2204亿元，较6月份大幅新增877亿元，与我们近期报告中对外汇占款走势的预测相一致（图4）。

BIS公布的7月份人民币实际有效汇率指数为115.75，环比下跌0.5%，虽然仍延续连续8个月以来的跌势，但跌幅已现明显放缓迹象。7月人民币兑美元、港元中间价基本保持稳定，7月末人民币兑日元较月初贬值0.7%，兑欧元升值0.2%，兑英镑升值0.5%。（图5）。从人民币远期价格看，3个月至1年期限人民币NDF价格反映的人民币升值预期仍在延续（图6）。

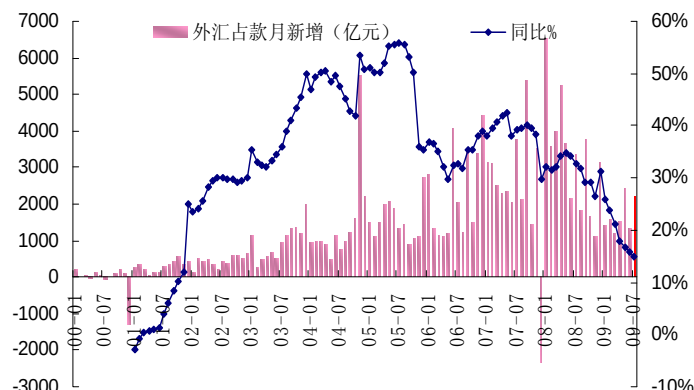
受经济复苏以及外需逐步改善等有利因素影响，人民币名义汇率升值预期仍有望延续，FDI 和外汇占款增速低迷的状况可望继续有所改观，国内金融体系和货币市场流动性将继续保持充裕。

图3：7月份FDI同比降幅为03年来低点



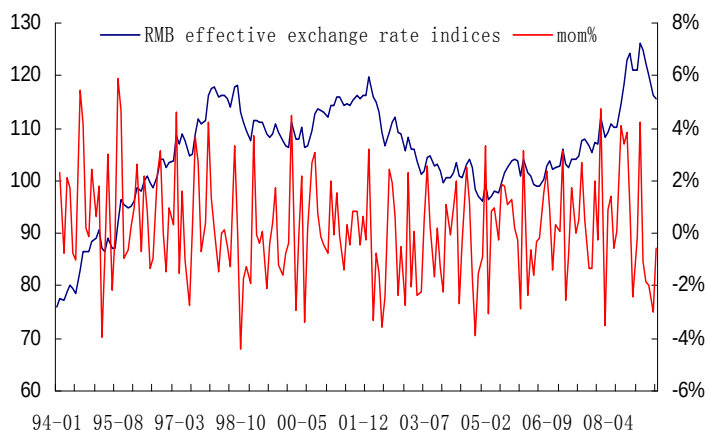
资料来源：招商证券研发中心

图4：7月份新增外汇占款继续明显回升



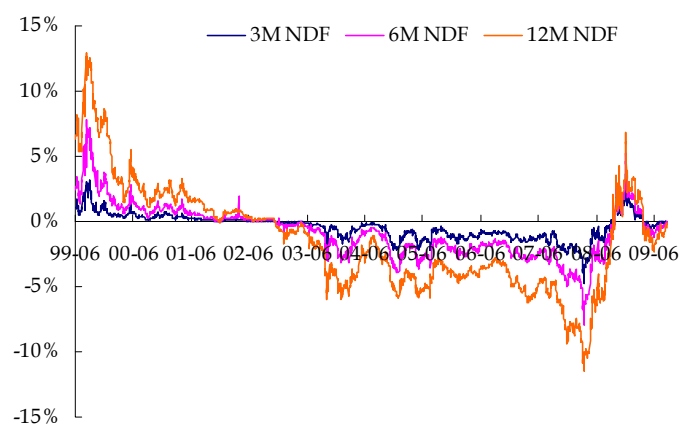
资料来源：招商证券研发中心

图5：7月份人民币实际有效汇率贬值速度已大为放缓



资料来源：招商证券研发中心

图6：NDF反映的人民币名义汇率升值预期仍在延续



资料来源：招商证券研发中心

6月份大幅减持短债，增持美国长债

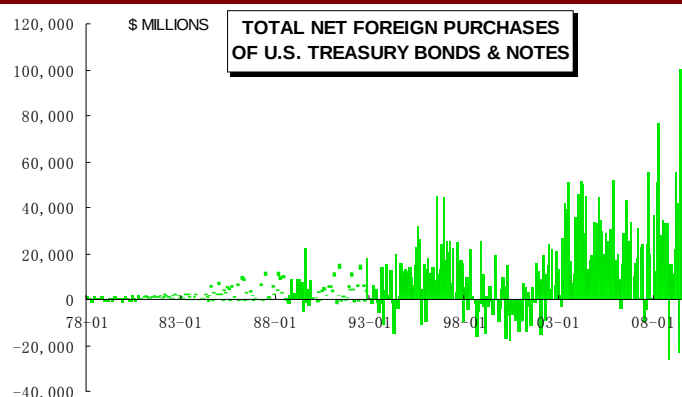
根据美国财政部公布的数据，6月份外国投资者对美国国债的净买入量为1005亿美元，创出历史新高（图7）；6月份中国大幅减持美国国债251亿美元，创下2000年以来单月减持美国国债最高纪录。但从期限结构看，6月份中国在抛售美国短期国债518亿美元的同时，增持了266亿美元美国长期国债，为24年来单月增持规模历史新高；在主要外国投资者中，中国持有美国国债占比由5月份的24.3%降至6月份的23%，仍为对美第一大债权国（图8），6月末央行连续减持美国机构债和公司债（图9），美国国债

占国内外汇储备比重降至 36% (图 10)。

6 月份外汇储备同比增速升至 17.8%，为连续 2 个月回升，从 7 月和 8 月份人民币 NDF 价格看，预示 3 季度外汇储备增速将保持平稳 (图 11)；从存款性公司的国外资产负债结构看，受人民币升值预期和企业居民结汇意愿回升影响，6 月份国外资产和国外负债同比增速分别为 -2.6% 和 -0.7%，国外净资产同比为 -3%，6 月份国外净资产同比增速为连续 3 个月下降 (图 12)。

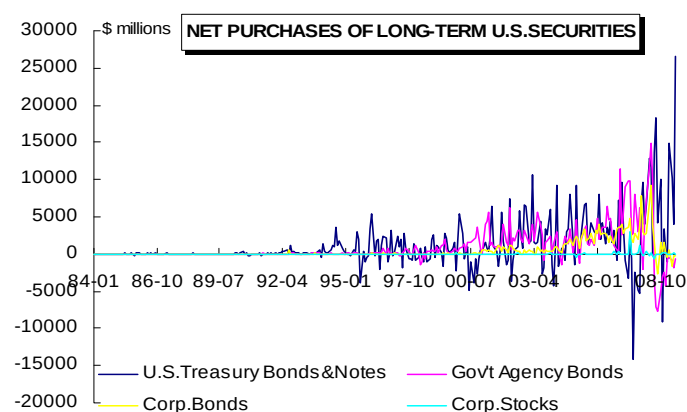
6 月份中国继续大幅减持美国国债，与国内央行调整外汇储备资产的币种结构有关，对美国国债期限弃短就长，是央行对外汇储备资产收益性要求提高的表现，3 季度国内外汇储备资产的继续回升，使得未来国内央行增持美国国债的趋势不会发生太大改变。

图 7：外国投资者对美国国债的净买入量大幅下降



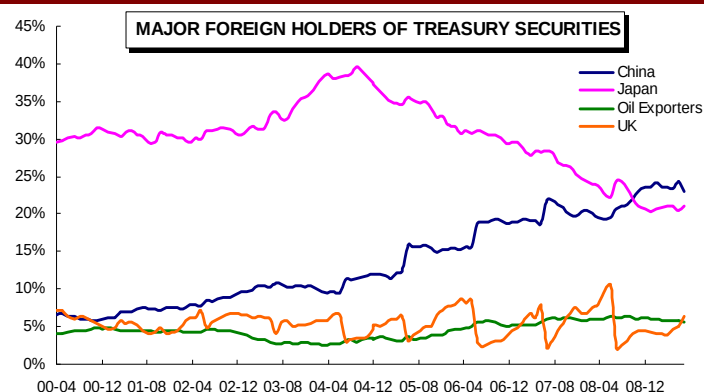
资料来源：招商证券研发中心

图 9：6 月份央行连续减持美国机构债和公司债



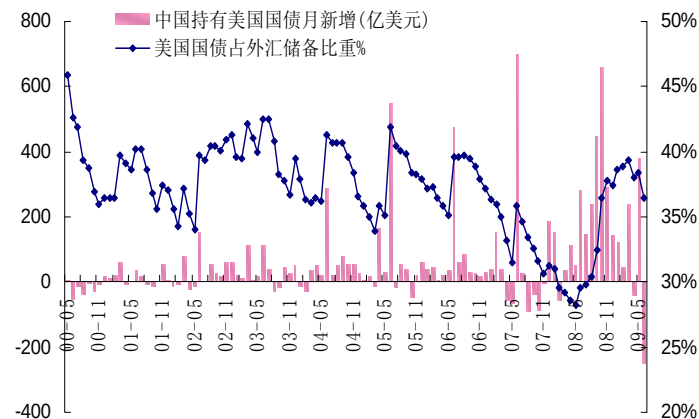
资料来源：招商证券研发中心

图 8：6 月份中国持有美国国债占比由 24.3% 降至 23%



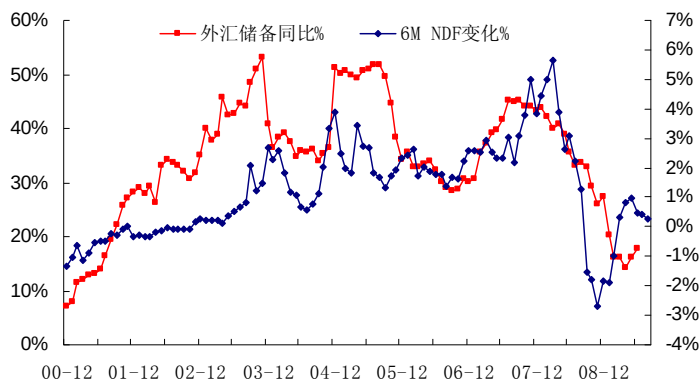
资料来源：招商证券研发中心

图 10：6 月末美国国债占国内外汇储备比重降至 36%



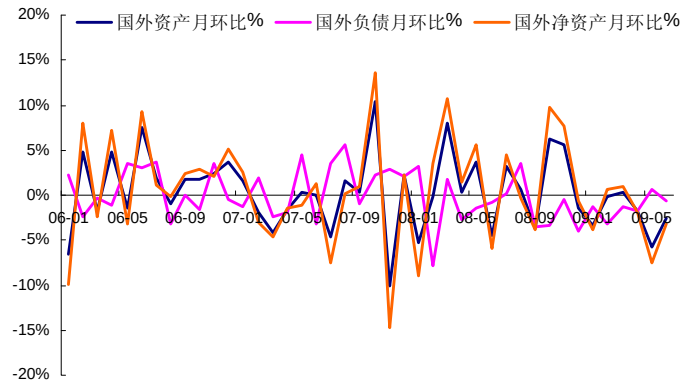
资料来源：招商证券研发中心

图 11: NDF 预示 3 季度外汇储备增速将保持平稳



资料来源：招商证券研发中心

图 12: 6 月份存款性公司持有的国外净资产增速继续下降



资料来源：招商证券研发中心

二、债券市场——国债金融债中短期收益率降幅较大

上周进出口行招标的 5 年 Shibor 浮息债中标利差继续维持低位，反映经济复苏和通胀预期强化环境下，机构防御收益率风险的需求；中债总指数涨 0.16%，除中期票据其它债券资产均为正收益；国债 2~7 年期收益率平均降 4BP，10~30 年收益率保持平稳；上周 SHIBOR 1 天~1M 期限利率平均降 12BP，银行间质押式回购各期限利率全线下行，其中 1M 期限利率大幅降 55BP，在信贷回落、新股发行较少以及央票发行利率持稳的情况下，我们预计近期货币市场利率将会维持稳中小幅下行的趋势。

一级市场——浮息债认购热情不减，中标点差维持低点

央票：上周 3 个月和 1 年期央票发行利率分别持平于 1.328% 和 1.7605%。

国债：财政部招标的 150 亿元 182 天期记账式贴现国债中标利率为 1.4035%，招标的规模认购倍数为 2.8 倍。财政部招标的 260 亿元 7 年期固定利率国债中标利率为 3.17%，边际利率为 3.21%，中标利率与二级市场基本持平。央行发行利率企稳以及货币市场利率下行，对国债一级市场产生了一定的积极影响。

金融债：进出口行招标发行的 100 亿元 5 年期 Shibor 浮息金融债中标利差为 23BP，招标的规模认购倍数为 2.41 倍，当期追加发行总量为 50 亿元，兴业、农行、中银国际分列中标前三位。浮息债中标点差在今年较长一段时期维持低位的主要原因，在于经济复苏和通胀预期强化下市场防御收益率风险的要求，我们认为在较长一段时期内，浮息债点差都将保持低位。

中期票据：中能（集团）发行的 3 年期中票，主体评级为 AAA，发行利率为 3.6%。

短期融资券：上周共发行 3 只短融共计 38 亿，上海城投控股股份有限公司发行的主体评级为 AA+ 的 09 城投 CP01，发行利率仅为 2.7%。

表 1: 上周一级市场发行明细

类型	债券简称	代码	发行量(亿)	发行利率%	期限	付息方式	主体评级
央票	09 央行票据 36	901036	450	1.328%	1 年	贴现式	
	09 央行票据 37	901037	600	1.7605%	91 日	贴现式	
国债	09 附息国债 19	90019	267.3	3.17%	7 年	固定利率	
	09 贴现国债 17	99917	150	1.4035%	182 天	贴现式	
金融债	09 进出 06	90306	150	1.96%	5 年	固定利率	
中期票据	09 中能集 MTN2	982113	40	3.6%	3 年	固定利率	AAA
短期融资券	09 云铜 CP01	981142	16	3.4%	365 日	利随本清	AA-
	09 城控 CP01	981143	17	2.7%	365 日	利随本清	AA+
	09 岳纸 CP02	981144	5	3.45%	365 日	利随本清	AA-

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

二级市场——中债资产普涨，国债金融债曲线继续陡峭化

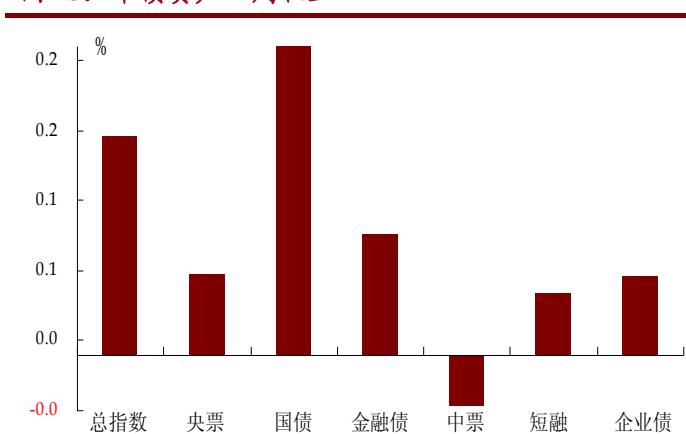
中债总指数涨 0.16%，除中票外其它各债券资产均取得正收益。国债和金融债指数分别涨 0.22% 和 0.08%，中期票据指数跌 0.04%；按其他分类，交易所国债指数大涨 0.44%，固定利率和中短期债券指数分别涨 0.17% 和 0.16%，浮动利率债券指数涨 0.05%（图 13、图 14）；

短端下行致国债和政策性金融债收益率曲线继续陡峭化，国债 2~7 年期收益率平均降 4BP，4 年期金融债收益率降 7BP（图 15、图 16）；

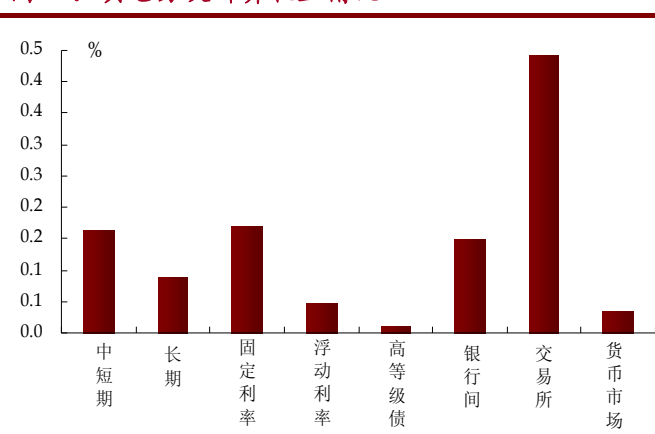
5 年和 7 年期金融债与国债利差分别涨 2BP 和 8BP（图 17）；

1 年~10 年期 AAA 级企业债国债利差平均升 6BP（图 18）；

1 年期 AA 级短融收益率与央票利差较前周升 6BP（图 19、图 20）。

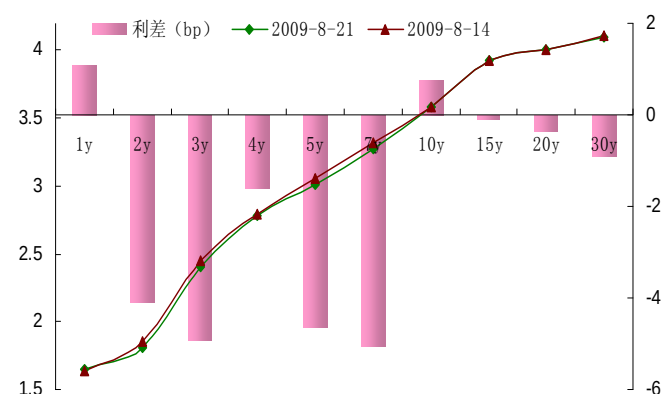
图 13: 中债资产一周收益


资料来源: CHINABOND、招商证券研发中心

图 14: 其它分类计算收益情况


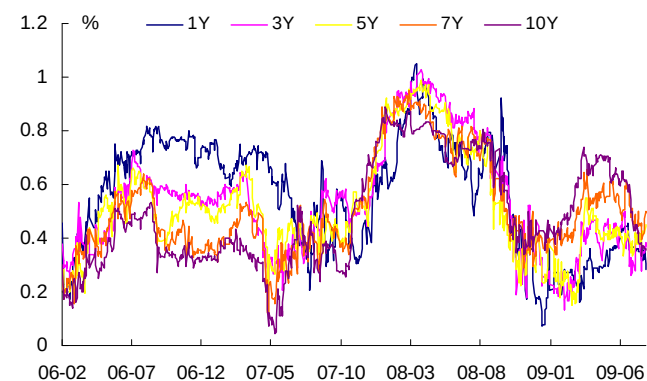
资料来源: CHINABOND、招商证券研发中心

图 15: 中债国债指数关键年限收益率及单周变化



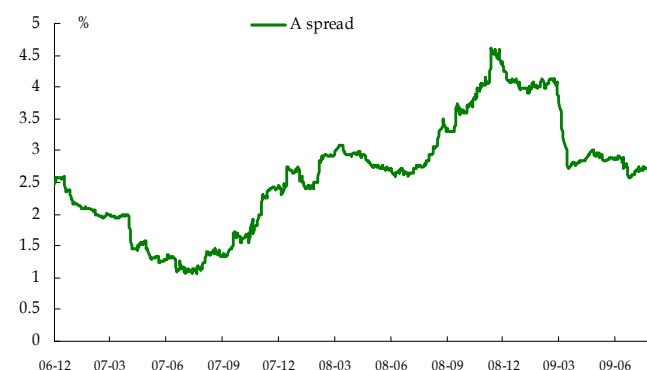
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 17: 金融债国债利差走势图



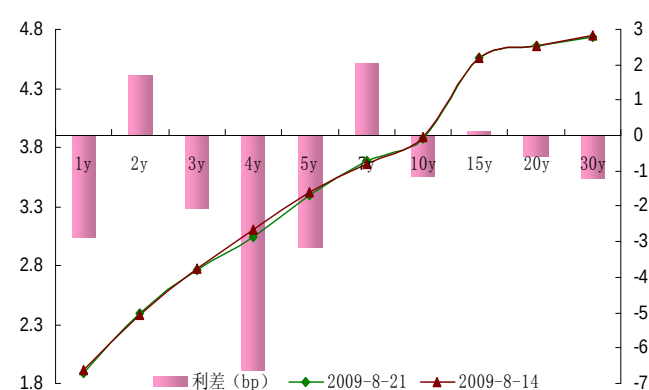
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 19: 1 年期 A 级短融与央票利差走势



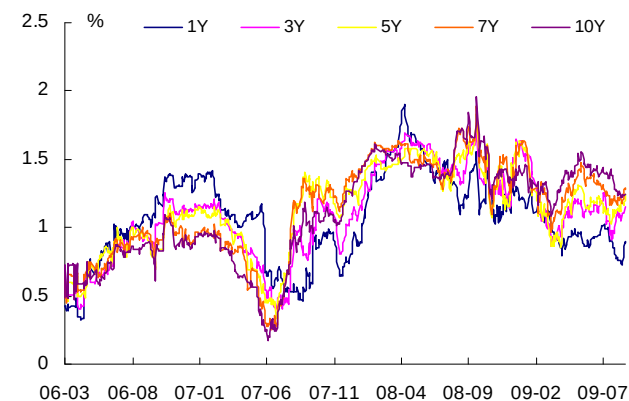
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 16: 政策性金融债收益率曲线及单周变化



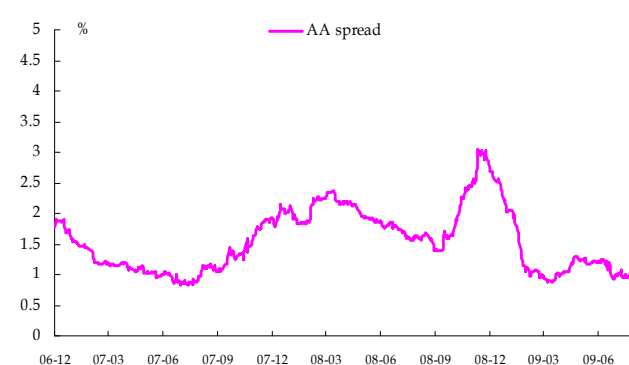
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 18: 企业债国债利差走势图



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 20: 1 年期 AA 级短融与央票利差走势



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

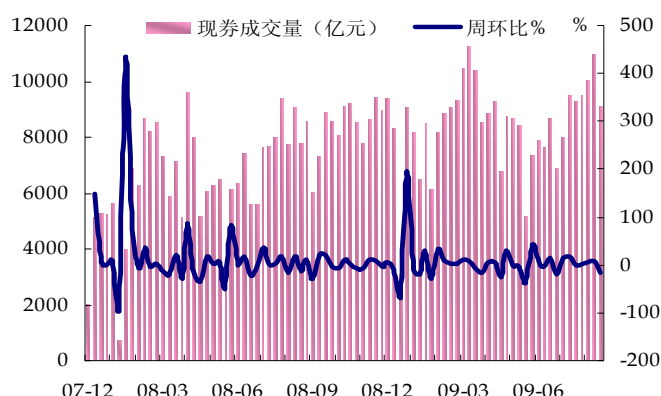
现券市场——现券交易回落

上周银行间市场现券成交量 9124 亿，周环比降 16%（图 21），交易所市场中沪深两市现券成交额为 26 亿和 5 亿（图 22）。

从各券看，上周银行间市场成交首位的国债品种是剩余期限约 1 年半的 08 国债 04，金融债以剩余期限约 4 年的品种成交居首，央票成交首位的是 08 央行票据 35，交易所市场中成交居前的国债品种是 99 国债(8)（表 2）。

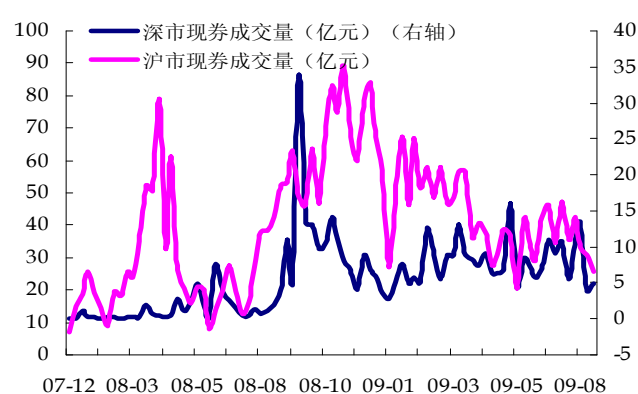
信用资产方面，短融品种 09 方正 CP02 成交最为活跃，银行间和交易所市场成交首位的企业债为 09 兴蓉债和 09 怀化债，交易所市场成交首位的分离债和公司债分别为新上市的 09 长虹债和 08 新湖债（表 3）。

图 21：银行间市场现券成交额及周变化



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 22：交易所市场现券成交额走势



资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 2：上周成交量前三位的各券明细

市场	类型	代码	债券简称	成交额（万元）	净价涨跌%	收盘收益率%	剩余期限（年）
银行间市场	国债	080004	08 国债 04	3402195	0.0302%	1.6592%	1.647
		099908	09 贴现国债 08	2993560	0.0066%	1.0998%	0.047
		080026	08 国债 26	1366707	0.3470%	2.8011%	4.326
	政策性金融债	080308	08 进出 08	4245747	-0.0217%	2.7807%	4.093
		080215	08 国开 15	3699358	-0.7565%	3.0531%	4.033
		080225	08 国开 25	3519741	0.4077%	3.0324%	6.326
	央行票据	0801035	08 央行票据 35	5183306	0.0207%	2.1309%	1.600
		0801017	08 央行票据 17	4236382	0.0193%	2.0897%	1.488
		0801047	08 央行票据 47	3631064	0.1366%	2.1514%	1.677
交易所市场	国债	009908	99 国债(8)	92734	-0.0399%	1.0696%	0.090
		010110	21 国债(10)	38834	0.1571%	1.9566%	2.096
		010112	21 国债(12)	30902	0.2646%	1.9616%	2.192

资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 3: 上周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)	净价涨跌%	收盘收益率%	剩余年限	主体评级
银行间市场	短融	981140	09 方正 CP02	206962	-	3.20%	0.989	AA+
		981031	09 光明 CP01	200043	-0.01%	2.06%	0.534	AA+
		981069	09 粤交通 CP01	199706	-0.01%	2.11%	0.668	AA+
	企业债	0980102	09 兴蓉债	535660	0.8062%	4.0845%	5.789	AAA
		088064	08 蒙路债	507574	-0.0840%	5.7858%	4.266	AA+
		088043	08 湘有色债	436575	-0.0401%	5.5810%	9.126	AA+
	公司债	980114	09 常州投资债	438528	-0.07%	5.49%	6.86	AAA
		98048	09 三峡债 01	272965	-2.38%	4.19%	4.633	AAA
		98062	09 昆明滇投债	270982	-3.77%	6.13%	5.682	AA
交易所市场	分离债	126019	09 长虹债	86410	-	6.86%	5.945	AA
		126018	08 江铜债	12896.85	-0.54%	6.27%	7.093	AA+
		126015	08 康美债	5972.68	-0.54%	6.15%	4.712	AA
	公司债	122009	08 新湖债	6987.87	-0.60%	7.60%	6.868	AA-
		122014	09 豫园债	6267.66	-	5.82%	4.904	AAA
		122996	08 常城建	5245.31	-0.48%	6.17%	6.093	AA+
	企业债	111051	09 怀化债	16371.99	-0.26%	7.38%	9.496	AA
		120204	02 苏交通	15685.16	-0.23%	4.80%	8.315	AAA
		111041	08 铁岭债	12996.18	0.57%	7.25%	6	AA

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

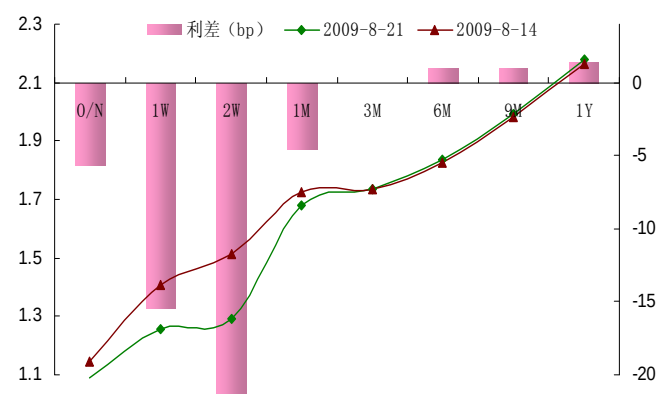
货币市场——短期资金利率延续回落

上周SHIBOR1天~1M期限利率平均降12BP, 银行间质押式回购各期限利率全线下行, 其中1M期限利率大幅降55BP (图23、图24)。

上周3M和1Y期限央票发行利率持平于前周 (图25), 二级市场央票收益率多数下行, 3M期限央票收益率升3BP, 3Y期限收益率降8BP (图26)。

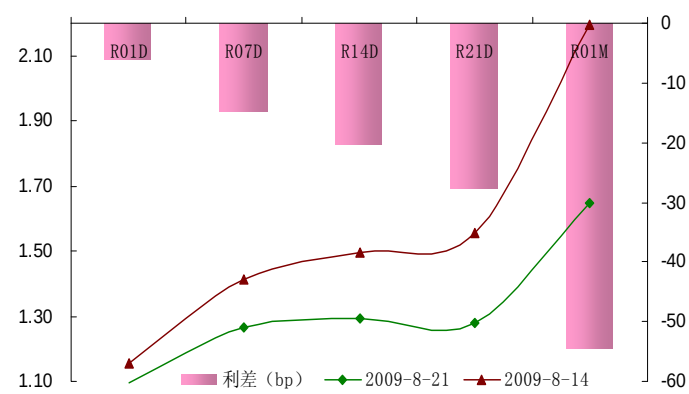
在信贷回落、新股发行较少以及央票发行利率持稳的情况下, 我们认为近期货币市场利率将会维持稳中小幅下行的趋势。

图 23: SHIBOR 一周走势



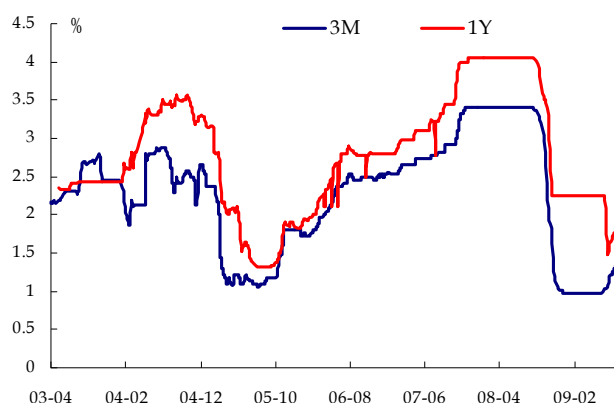
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 24: 银行间质押式回购各期限利率全线下行



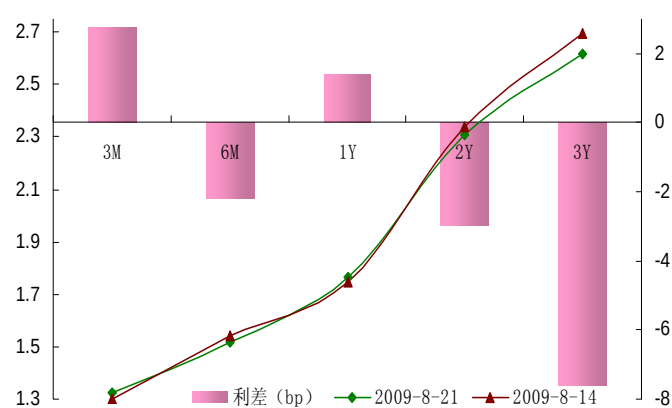
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 25: 上周 3M 和 1Y 期限央票发行利率继续上行



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 26: 3Y 期限央票收益率降 8BP



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

三、一周展望——权益市场震荡，关注交易所债市交易性机会

伴随新增信贷回落，与我们预测相一致，上周银行净拆出资金规模继续呈回升趋势；7月份保费净收入同比增速降至7%，为自3月以来连续5个月同比增速下滑，由于权益投资账面浮盈上升，7月投资占保险业资产总额的比重继续上升，考虑下半年保费收入增速下降、长债收益率风险尚未完全释放及权益市场企稳反弹等诸多因素，我们认为短期内保险机构的整体债券配置需求仍将难有明显改观；7月票据融资规模的剧减，意味着商业银行中长期贷款的大幅增长和国内工业生产的显著回升。7月份企业和居民活期存款增速维持高位，而定期存款大幅减少，是货币加速流转以及货币乘数显著上升的体现。

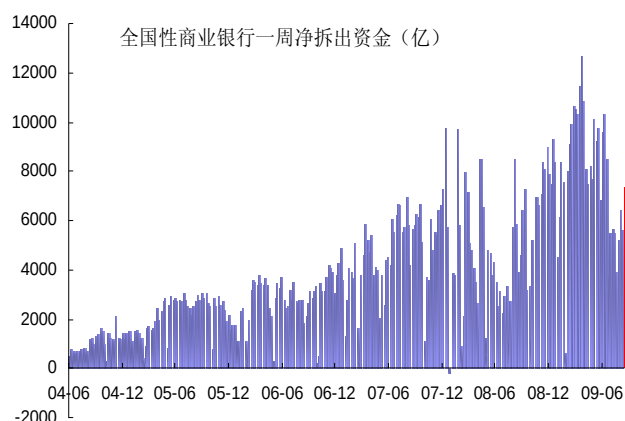
受股市大幅调整影响，交易所债市近期表现优异，8月份至今，交易所国债指数涨幅达1.21%，大幅高于同期银行间市场的表现；从收益率曲线变化看，8月份交易所国债多数期限收益率下行幅度大于银行间市场；从分离交易纯债看，我们计算了AAA级和AA级分离债对交易所国债的利差走势，按照到期收益率、信用利差、剩余期限和流动性分析，我们推荐投资者关注AAA评级的07深高债、07日照债、08上汽债和08赣粤债，以及AA评级的08康美债和新上市的09长虹债，以把握信用利差下行中的交易性机会。

银行体系资金拆出规模呈稳步回升态势

上周全国性商业银行包括回购和同业拆借在内的净拆出资金为7373亿，较前周大幅增加1798亿（图27），上周全国商行质押式回购净拆出资金6596亿，周环比增加1699亿（图28），上周全国商行同业净拆出资金558亿，为连续4周同业净拆出资金。

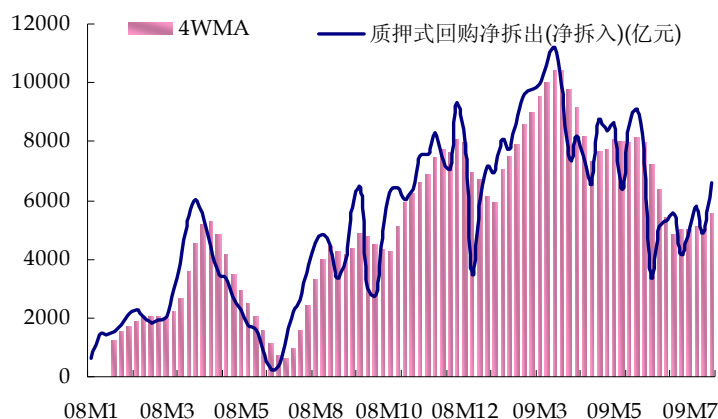
上周银行体系资金拆出规模呈现稳步回升的趋势，与我们近期报告中的观点相印证，8月份新增信贷虽较7月有所增加，但在新股发行较少和央票发行利率走稳的情况下，我们认为未来一段时期货币市场利率维持稳中下行的可能性较大。

图 27: 上周全国性商行净拆出资金继续回升



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 28: 上周全国商行质押式回购净拆出资金环比大幅攀升



资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

7 月保费净收入继续下滑，下半年保险债券配置需求难有改观

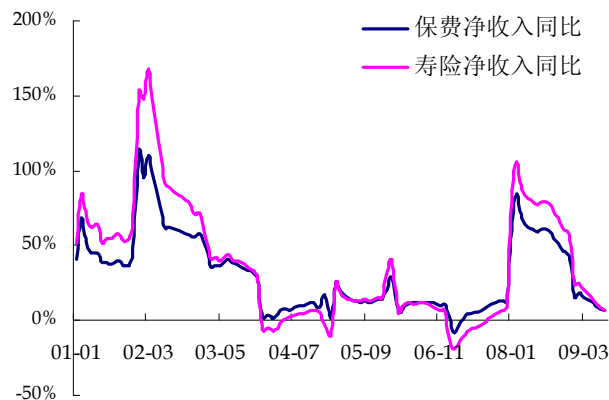
7 月份保费净收入同比降至 7%，为自 3 月份以来连续 5 个月同比增速下滑（图 29），从 3 大寿险公司看，7 月份除了平安寿险净收入同比增速继续回升外，国寿和太保寿险净收入均为同比继续下降（图 30）。

保监会公布的数据显示，今年前 7 月，保险资金投资为 2.448 万亿元，相较于前 6 月的 2.3279 万亿元，7 月份单月增加投资 1204.2977 亿元，7 月份投资占保险业资产总额的比重由 6 月份的 62.8% 升至 64%（图 31）。7 月份保险资产中的投资占比上升与权益投资的账面浮盈有关，7 月上证指数上涨 15%，按 6 月底权益投资规模测算，账面价值增加约 578 亿元左右。

从资金运用情况看，6 月末保险资金运用中的债券投资占比降至 50.2%，较今年 1 月份的 57.1% 下降约 6.9 个百分点，股权及基金投资占比由 1 月份的 13.8% 升至 6 月份的 16.6%，上升逾 2.8 个百分点（图 32）。

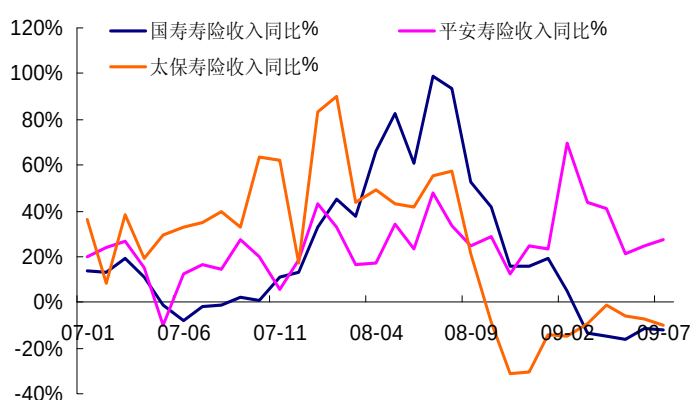
考虑下半年保费收入增速下降、长债收益率风险尚未完全释放以及权益市场企稳反弹等诸多因素，我们认为短期内保险机构的整体债券配置需求仍将难有明显改观，在利率产品方面，保险机构的配置偏好仍将倾向于高票息信用债。

图 29: 7 月份保费净收入同比连续 5 个月下滑

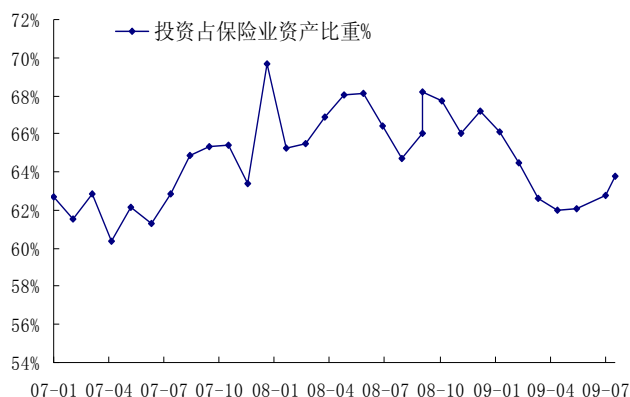


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

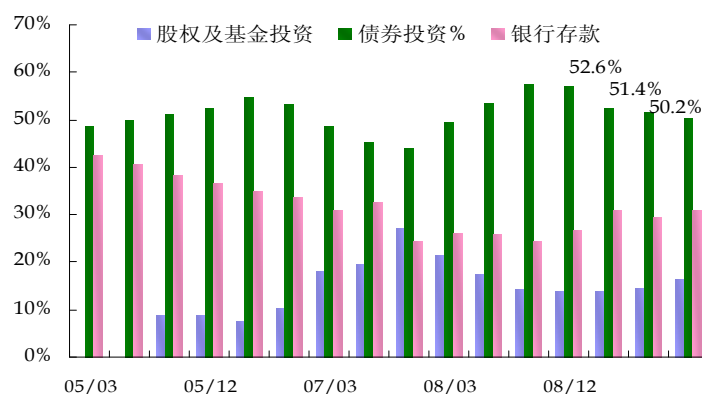
图 30: 7 月除平安外其他两家保险公司寿险收入降幅扩大



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 31: 7 月份投资占保险业资产比重升至 64%


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 32: 6 月末保险资金运用中的债券投资占比降至 50.2%


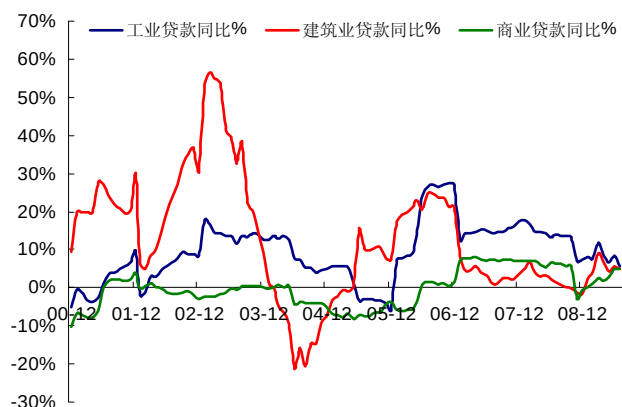
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

7 月份活期存款增速维持高位, 定期存款大幅减少

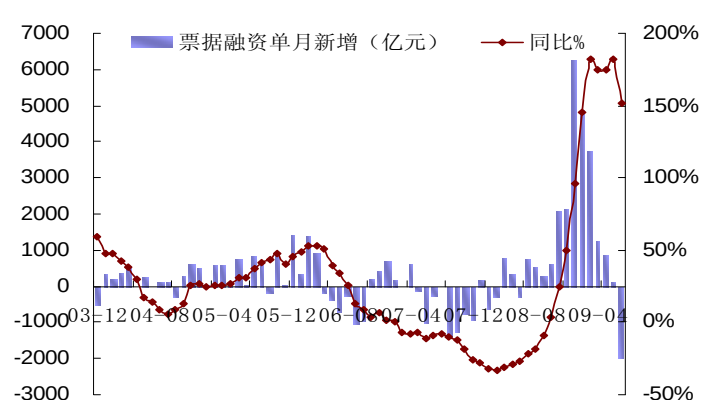
7 月份不同行业人民币贷款增速多数小幅回落, 工业和建筑业贷款同比增速分别从 6 月份的 8.5% 和 5.7% 降至 5.6% 和 4.8%, (图 33)。7 月份本外币票据融资较 6 月份环比大幅减少 1981 亿, 创历史最大单月减幅。(图 34)。

从货币流通速度看, 7 月份企业活期存款增速达 30% 创历史新高 (图 35), 7 月份企业定期存款减少 306 亿, 为近 9 个月以来首次减少 (图 36); 7 月份居民活期存款同比增速为 25% 继续维持高位 (图 37), 居民定期存款大幅减少 1377 亿, 为 07 年 11 月份来首次减少, 同比增速为 27%, 增速已连续 6 个月回落 (图 38)。

7 月份票据融资规模的剧减, 意味着商业银行中长期贷款的大幅增长和国内工业生产的显著回升。7 月份企业和居民活期存款增速维持高位, 而定期存款大幅减少, 是货币加速流转以及货币乘数显著上升的体现。

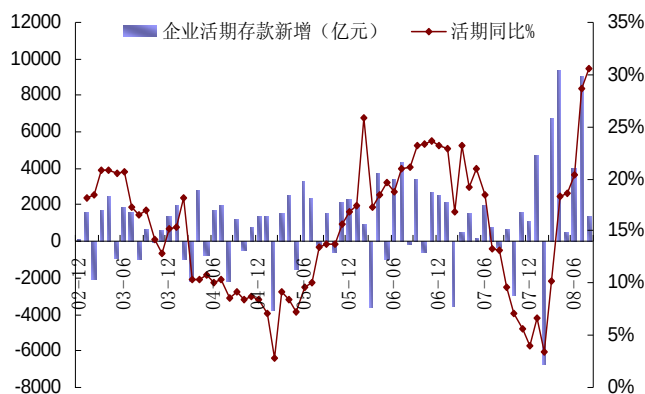
图 33: 7 月份不同行业人民币贷款增速多数小幅回落


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 34: 7 月份票据融资创历史最大单月减幅


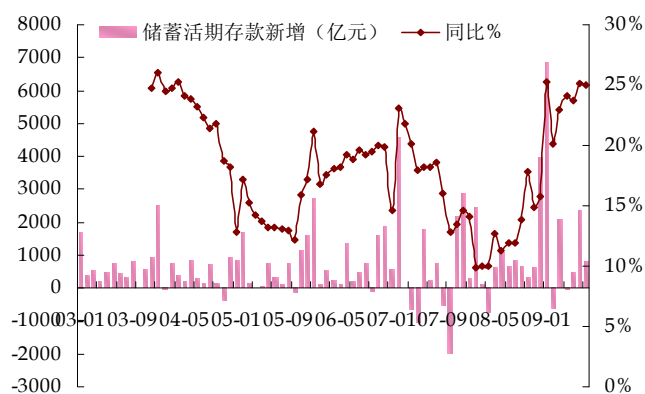
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 35: 7 月份企业活期存款增速创历史新高



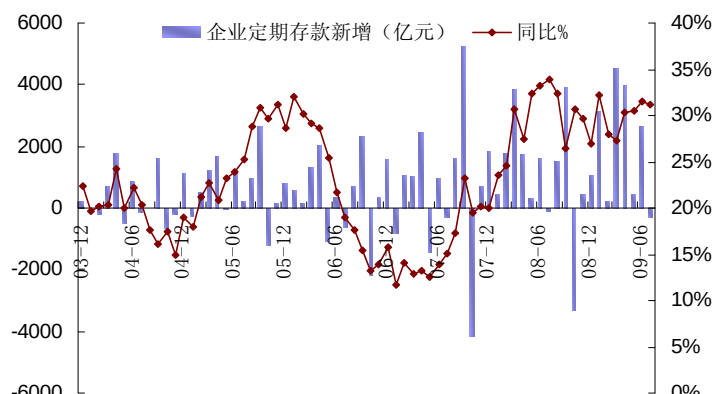
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 37: 7 月份居民活期存款同比增速维持高位



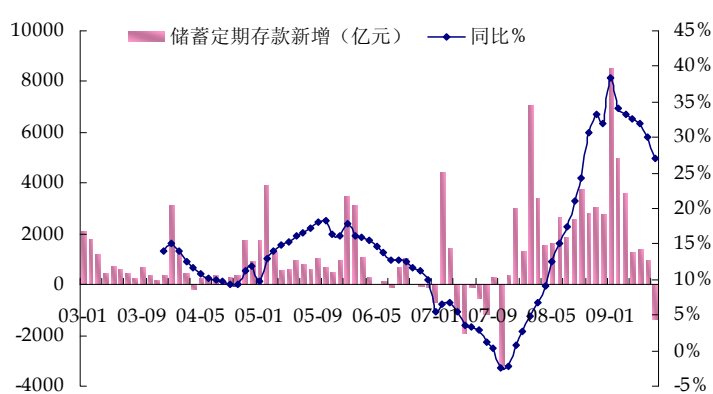
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 36: 7 月份企业定期存款为近 9 个月以来首次减少



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 38: 7 月份居民定期存款为 07 年 11 月份来首次减少



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

投资策略——权益市场震荡，关注交易所债市交易性机会

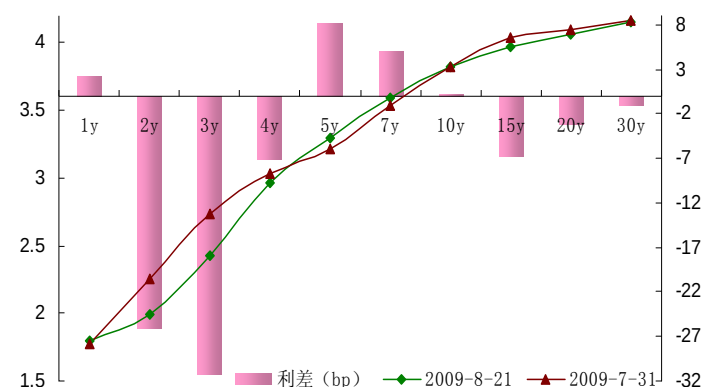
受股市大幅调整影响，交易所债市近期表现优异，8 月份至今，交易所国债指数涨幅达 1.21%，大幅高于同期银行间市场的表现；从收益率曲线变化看，8 月份交易所国债多数期限收益率下行幅度大于银行间市场，其中 2 年和 3 年期收益率分别大幅下行 26BP 和 31BP（图 39），银行间市场国债各期限收益率平均仅下行 2BP（图 40）。

从交易所和银行间两市的利差看，3 年期交易所和银行间国债利差，由 7 月末的 30BP 大幅缩窄至目前的 3BP（图 41）；8 月份交易所和银行间 AAA 级企债利差总体呈上升趋势，其中 5 年期利差大幅升 16BP（图 42）。

从分离交易纯债看，我们计算了 AAA 级和 AA 级分离债对交易所国债的利差走势（图 43），从目前的利差水平和趋势看，AAA 评级中的 07 深高债、07 日照债、08 上汽债和 08 赣粤债到期收益率与国债息差处于历史高点，未来下行的空间较大（图 44）。8 月份 AA 评级中的分离债对国债利差均有所下行，其中 08 青啤债和 08 葛洲债利差分别下行 30BP 和 29BP。

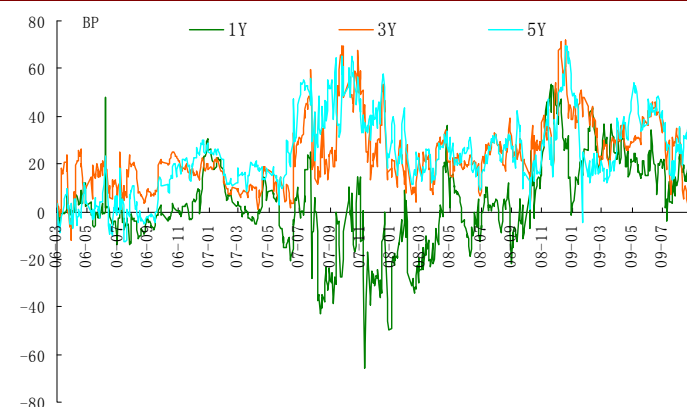
按照到期收益率、信用利差、剩余期限和流动性分析，我们推荐投资者关注 AAA 评级的 07 深高债、07 日照债、08 上汽债和 08 赣粤债，以及 AA 评级的 08 康美债和新上市的 09 长虹债，以把握信用利差下行中的交易性机会。

图 39: 8 月份交易所国债多数期限收益率下行幅度大于银行间市场



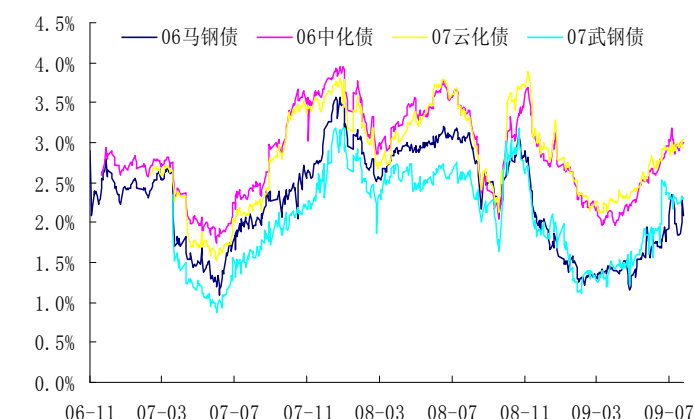
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 41: 3 年期交易所和银行间国债利差大幅缩窄至 3BP



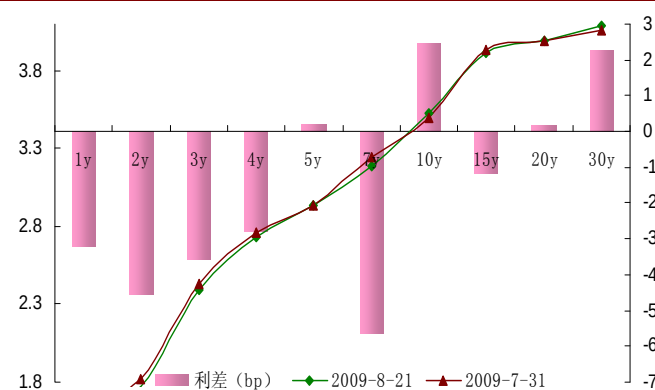
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 43: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势



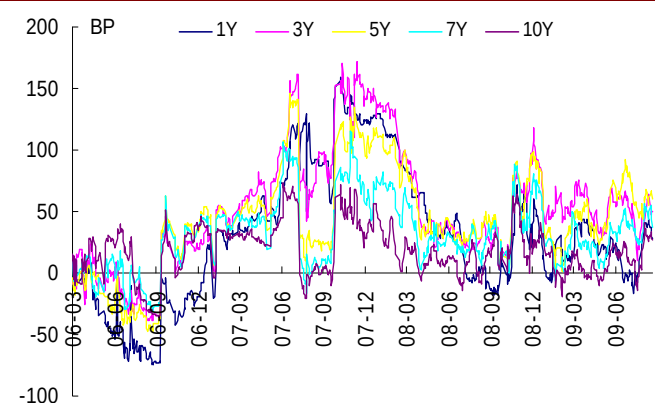
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 40: 银行间市场国债各期限收益率平均仅下行 2BP



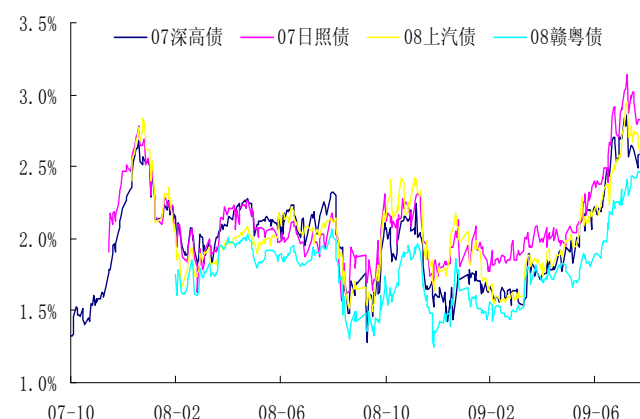
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 42: 5 年期交易所银行间 AAA 级企债利差升 16BP

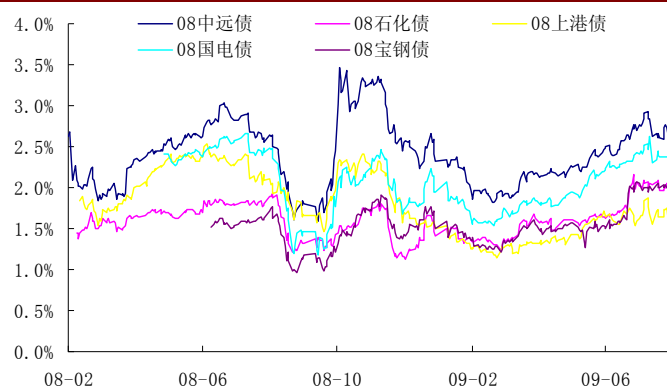


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 44: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 45: 交易所 AAA 级分离交易纯债对国债利差走势


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 46: 交易所 AA 级分离交易纯债对国债利差走势


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

参考报告:

海外债券市场系列专题研究之一美国篇（上）——TIPS 市场、收益率与通胀风险管理，2009/7/4

债券市场周报——央票利率上行趋缓，信贷回落支撑短端需求，2009/8/17

债券市场周报——政策微调限操作层面，信贷可持续性仍制约银行配置需求，2009/8/10

债券市场周报——信贷存推动和制约两因素，短期浮息债收益与防御性俱佳 2009/8/3

债券市场周报——资金面弱势不改，短端优先配置高票息信用债，2009.7.27

债券市场周报——货币流转加速，短久期和滚动操作的防御策略，2009/7/20

债券市场周报——微调信号不足为惧，短端上行不改陡峭化格局，2009/7/13

债券市场周报——降息周期终结，6 月份机构需求继续下滑，2009/7/6

债券市场周报——TIPS 收益率变化及国内通胀预期的度量，2009/6/22

债券市场周报——通胀预期非滞胀预期，配置偏重防御性资产，2009/6/15

债券市场周报——资金利率筑底，关注基于回购和 Shibor 利率的浮息债价值，2009/6/1

债券市场周报——坚守信用底线，谨防城投债风险，2009/5/25

债券市场周报——流动性主导阶段性行情，低久期和高信用溢价配置策略为宜，2009/5/18

债券市场周报——通胀预期来袭，关注浮息债防御价值，2009/4/13

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。

免责条款

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。