

2009 年 3 月 24 日星期二

周刊 (09. 3. 16-09. 3. 20)

债券研究

分析师: 李建朋

电 话: 010-88656469

E-mail: lijianpeng@cindasc.com

地方政府债 VS 城投债,

互补 OR 替代?

核心观点:

相关报告:

第 43 期:

掘金高信用等级、短久期债券

第 46 期:

高收益债券——控制风险, 把握收益

第 49 期:

利率平稳时期, 掘金高票息债券

第 52 期:

债券市场, 难改牛市行情

第 55 期:

再论利率平稳期, 债券市场投资机会

第 60 期:

经济回暖预期, 信用债券的盛宴

第 63 期:

一级市场带动债市企稳

第 66 期:

险资运用拓宽, 利好信用债市

第 69 期:

充裕资金逐鹿一级债券市场

第 72 期:

交易所债券市场, 高票息债券的“半边天”

◆发达国家竞相采用数量型宽松货币政策, 英国、美国先后宣布加大数量型放松的力度, 随后英镑、美元开始大幅贬值。我国或将被迫跟进数量型放松货币政策, 通过对进出口压力、通货紧缩困局和数量型工具操作空间三个方面的分析, 我们认为, 跟进数量型放松货币政策存在一定的迫切性、有效性和可行性。

◆我国目前的法定存款准备金率, 离历史高点17.5%仅下降了2%, 远远高于1985年以来的均值12.15%; 而0.72%的超额准备金率则成为货币市场基准利率继续下降的“拦路虎”。公开市场操作方面, 国债发行量剧增, 为公开市场操作提供了充足弹药。扩大公开市场操作对货币政策目标的影响力是有可能的。

◆中央代发地方政府债券具体办法已经出台, 而新疆政府拔得头筹, 本周一在CHINABOND上公布了发行方面的通知。我们认为这些地方政府债与现有的城投债, 在发行平台、主体资质、发行利率、期限等方面存在或多或少的差异, 二者之间互为补充, 而非替代。

◆预期地方政府债和城投债的市场参与者也存在一定的分割。前者可能更多受到商业银行的青睐; 而之前城投债的投资者, 有较高风险承受能力, 且要求较高投资回报, 会继续投资城投债。

◆3月25日, 国开行将发行09年第1期金融债, 也是国开行转制以后发行的第一只债券。我们认为, 本期国开行金融债的发行难以延续08年国开行金融债火爆局面: 一是次级债和即将发行的地方政府债券, 对政策性金融债有很好的替代效应; 二是近期金融债一、二级市场反应投资者兴致不高。

目 录

1.宏观经济	4
1.1 数量型宽松货币政策兴起，中国或将跟进	4
1.2 中央代发的地方政府债，与城投债互为补充	6
2.货币市场	7
2.1 资金面，“稳”字当头	7
2.2 银行间拆借利率小幅上升	9
3. 债券一级市场	10
3.1 本年度第一期国开行金融债本周三发行	10
3.2 短融一、二级市场利差明显下降	11
3.3 企业债重现银行担保	12
4. 债券二级市场	12
4.1 指数和成交量分析	12
4.2 国债、金融债、铁道部债	13
4.3 无担保企业债表现较好	14

图表索引

图表 1: 人民币与美元、英镑	5
图表 2: 央行公开市场操作 (09/3/16~09/3/20)	8
图表 3: 资金的投放和回笼 (按周)	8
图表 4: 央行票据到期收益率曲线 (中债)	9
图表 5: 货币市场 7 天回购利率走势	9
图表 6: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	10
图表 7: 银行间拆借利率	10
图表 9: 近期金融债发行统计	11
图表 10: 债券指数一览(2009-3-20)	12
图表 11: 银行间现券成交周统计 (2009-3-20)	13
图表 12: 国债市场成交情况 (按流动性指标排名)	13
附表 1: 国债发行情况一览	15
附表 2: 近期上市短融情况一览表 (按发行日期)	16
附表 3: 中期票据发行统计 (按发行日期)	17
附表 4: 企业债券发行情况一览 (按发行日期)	18
附表 5: 国债、政策性金融债和铁道部债券收益率 (09-3-20)	19
附表 6: 固定利率企业债收益率曲线 (09-3-20)	20

1. 宏观经济

1.1 数量型宽松货币政策兴起，中国或将跟进

发达国家竞相采用数量型放松货币政策。3月18日，美联储宣布将联邦基金利率维持在0到0.25%目标区间内，并计划在未来六个月购买总额3000亿美元的中长期国债，以及再额外购买相关住房抵押证券7500亿美元，同时将追加购买1000亿美元的房贷机构债券。美联储为摆脱通缩实现经济复苏，比市场预期更早更猛的开始实施数量型放松货币政策。在美国宣布购买长期国债之前，日本央行也宣布将每个月的日本国债购买规模提高至1.8万亿日元，每年的购买规模也提高至21.6万亿日元；英国央行也宣布了购买750亿英镑国债的计划。

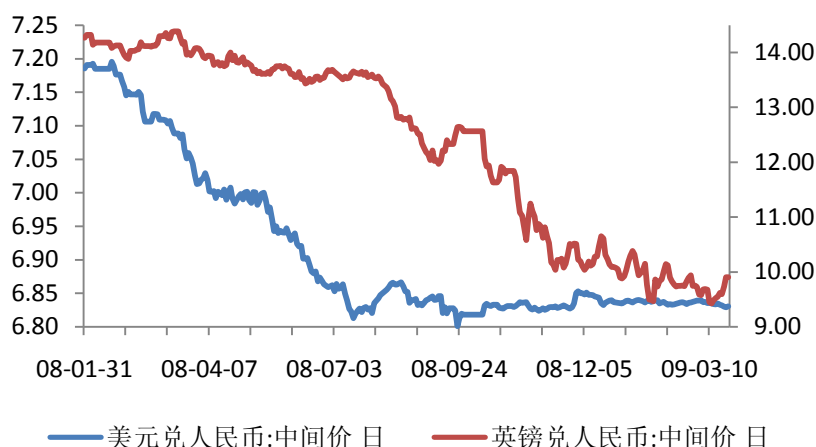
发达国家货币贬值。英国、美国先后宣布加大数量型放松的力度，随后英镑、美元开始大幅贬值。如果发达国家都依靠数量型宽松货币政策来防止通缩，那么纸币的购买力无疑会大幅降低。不过，这或许有利于拉动内部需求和走出通缩：因为如果货币供应量增加，短期名义利率将下降，在存在价格粘性的情况下，意味着短期真实利率下降，从而对本国货币的需求也将下降，本国货币贬值，本国产品比外国产品便宜，净出口上升，最终导致总产量上升。一般认为，先实现货币贬值的国家收益更大（因为后实施货币贬值的国家，相对于先贬值的国家来说，实际上货币升值了）。

我国或将被迫跟进数量型宽松货币政策，理由如下：

（1）我国进出口贸易恶化，人民币如果继续升值，将会进一步加重进出口贸易的严峻形势，跟进数量型放松货币政策存在一定的迫切性：受国外经济萧条的影响，作为拉动经济的三驾马车之一的进出口贸易迅速恶化，据海关统计，1至2月我国外贸进出口总值2667.7亿美元，比去年同期（下同）下降27.2%。其中出口1553.3亿美元，下降21.1%；进口1114.4亿美元，下降34.2%。贸易顺差438.9亿美元，增加59.6%。07年以来，人民币兑英镑、美元等整体上已经大幅升值（参见图表1），

如果这些国家大量使用数量型放松货币政策造成本国货币大幅贬值，相应的，人民币将面临进一步升值的压力。然而，外贸恶化的形势下，如果人民币升值将无异于雪上加霜。因此，我们需要跟进数量型放松货币政策，达到至少抵消人民币升值压力的目的。

图表 1：人民币与美元、英镑



(2) CPI 六年来首次负增长，数量型放松货币政策能有效破解通缩压力，并且在目前的环境下难以演化成恶性通胀，跟进数量型放松货币政策存在一定的有效性。从历史经验来看，在美国 1930 年代的大萧条时期和日本 90 年代初面临的长期经济萧条，最终都实行了极度宽松的货币政策，有效缓解通缩压力。托宾认为，以货币供应量增加的货币政策确实通过通货膨胀的方式，减少人们的实际货币余额，从而增加资本投入量，促进经济增长。目前，我国经济已经显现通缩压力，2 月份我国居民消费价格（CPI）总水平同比下降 1.6%，连续第十个月下降，为六年来首次出现负增长。我国要摆脱经济下滑，必须破解通缩压力，跟进数量型放松货币政策或许是一剂“猛药”。

(3) 利率工具空间有限，公开市场操作和准备金率等数量型工具作用空间大，跟进数量型放松货币政策存在一定的可行性。与国外发达国家的同品种利率相比，我国利率水平并不高。人民银行发布的 08 年第 4 季度货币政策执行报告中，用专栏的形式，比较了中外利率体系，并认为“我国利率人有大幅下调的空间”是一种误

解。事实上，我国目前的法定存款准备金率，离历史高点 17.5% 仅下降了 2%，远远高于 1985 年以来的均值 12.15%，还存在大幅下调的空间；而 0.72% 的超额准备金率则成为货币市场基准利率继续下降的“拦路虎”。公开市场操作方面，作为公开市场操作“弹药”的国债发行量剧增，为公开市场操作提供了巨大空间，扩大公开市场操作对货币政策目标的影响力是有可能的。总之，我国货币政策数量型工具的运用空间巨大，跟进数量型放松货币政策存在一定的可行性。

1.2 中央代发的地方政府债，与城投债互为补充

中央代发的地方政府债券定义。2009 年地方政府债券，是指经国务院批准同意，2009 年发行，以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为发行和偿还主体，由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费的可流通记账式债券。地方政府债券冠以发债地方政府名称，具体为“2009 年 XX 省（自治区、直辖市、计划单列市）政府债券（XX 期）”。债券期限为 3 年，利息按年支付，利率通过市场化招标确定。

中西部地区分配到的债券规模较大。发行 2009 年地方政府债券，主要是为了解决新增中央投资地方配套的公益性投资项目地方政府配套资金困难问题。由于中西部地区涉及民生的建设项目欠账较多，这次中央公益性投资项目向中西部重点倾斜，相应地，中西部地区配套任务较重。考虑到中西部地区政府财力普遍较为薄弱，筹集配套资金能力有限，如果中央对其分配债券规模较小，配套就会出现困难，这不利于中央既定政策目标的顺利实现。因此，分地区债券规模分配，重点考虑配套需求因素，相应地，中西部地区分配到的债券规模较大。

从目前财政部公布地方债发行细节来看，我们认为这些地方政府债与现有的城投债存在较大的差异性，二者之间互为补充，而非替代。具体分析如下：

（1）不同的发行平台。地方政府债券统一由财政部代理，按照记账式国债发行方式，面向记账式国债承销团甲类成员招标发行。中标的承销机构可以采取场内挂牌和场外签订分销合同的方式分销。地方政府债券发行后可按规定在全国银行间债券市场和证券交易所市场上市流通。目前的城投债主要有企业债、短期融资券和中

期票据，它们主要通过现有的企业债、短融和中票的发行渠道发行，主要在银行间债券市场发行流通，其中部分城投类企业债可以在交易所市场发行流通。

(2) 不同的主体资质。地方政府债券，政策性色彩浓厚，主要是出于解决新增中央投资地方配套的公益性投资项目地方政府配套资金困难问题，发行主体偏向于欠发达的中西部地区。而城投债的发行主体往往是发达地区，这一点在中期票据和短融上尤为突出。

(3) 不同的发行利率。地方政府债券，由财政部代办还本付息，按照记账式国债发行方式，面向记账式国债承销团甲类成员招标发行，其信用实际上接近于国债，所以发行利率方面接近同期限国债二级市场利率，且同样具有免税的优惠。而城投债本质上还是企业债，发行利率上更多的参考目前二级市场企业债券的发行利率，没有免税的优惠。

(4) 不同的发行期限。地方政府债券的期限为 3 年；而城投债类企业债的发行期限一般在 5 年以上，并且往往含有投资者回售权。

可以看出，两种债券表现出较大的差异化，二者互为补充，丰富债券市场的投资品种。地方政府债券可能更多受到商业银行的青睐；而之前城投债的投资者，有较高风险承受能力，且要求较高投资回报，会继续投资城投债。

2. 货币市场

2.1 资金面，“稳”字当头

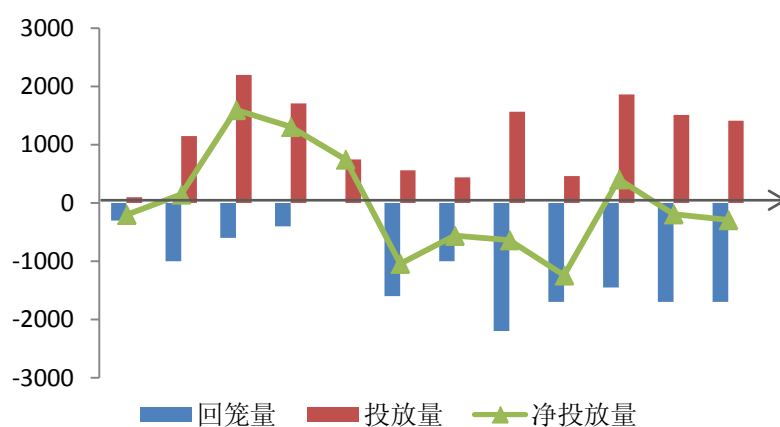
我们注意到，上周央行进行公开市场操作，不仅正回购和央票的发行利率依然分别为 0.9% 和 0.965%；且发行量上也与前一周保持一致，分别为 1000 亿和 700 亿。虽然已经连续两周保持资金净回购，不过净回购金额较小，依然是对巨额到期资金量的一种被动反应。

图表 2：央行公开市场操作 (09/3/16~09/3/20)

区间	日期	操作	期限	票面利率 (%)	投放+ (亿)	回笼- (亿)	合计 (亿)
09/3/9~09/3/13	2009-03-10	正回购到期	28 天	0.9	650		
	2009-03-12	票据到期	12 月	4.0583	750		1510
	2009-03-13	票据到期	3 月	1.1262	110		
	2009-03-10	正回购	28 天	0.9		-1000	-1700
	2009-03-13	票据发行	3 月	0.965		-700	
	资金投放和回收净值						-190
09/3/16~09/3/20	2009-03-19	票据到期	12 月	4.0583	560		
	2009-03-19	正回购到期	91 天	1	200		1410
	2009-03-19	正回购到期	28 天	0.9	650		
	2009-03-17	正回购	28 天	0.9		-1000	-1700
	2009-03-20	票据发行	3 月	0.965		-700	
	资金投放和回收净值						-290

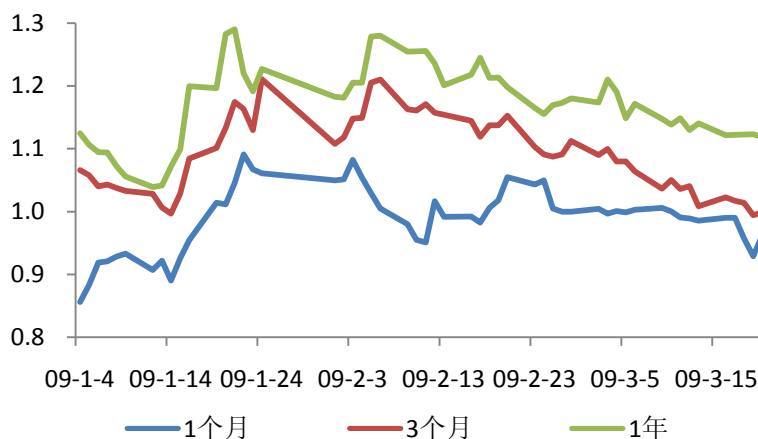
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 3：资金的投放和回笼（按周）



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 4：央行票据到期收益率曲线（中债）

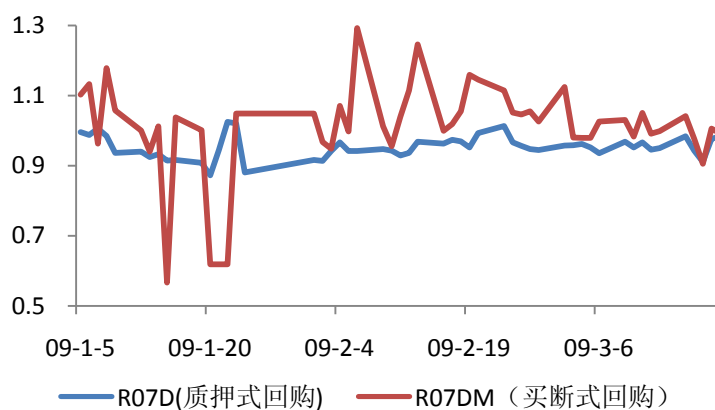


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.2 银行间拆借利率小幅上升

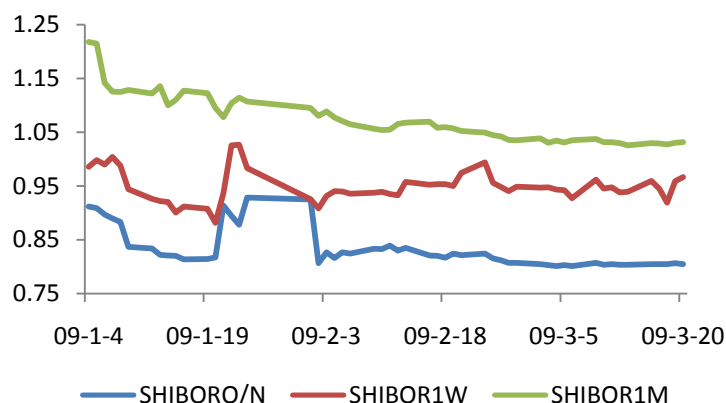
上周 IB0001 和 IB0007 分别上升了 0.17 个基点和 8.43 个基点，SHIBOR 保持平稳，其中 SHIBOR O/N 几乎没有变动。银行间拆借利率的小幅上行或许与央行连续两周净回购有关，不过货币市场利率整体上保持平稳，资金面维持充裕。

图表 5：货币市场 7 天回购利率走势



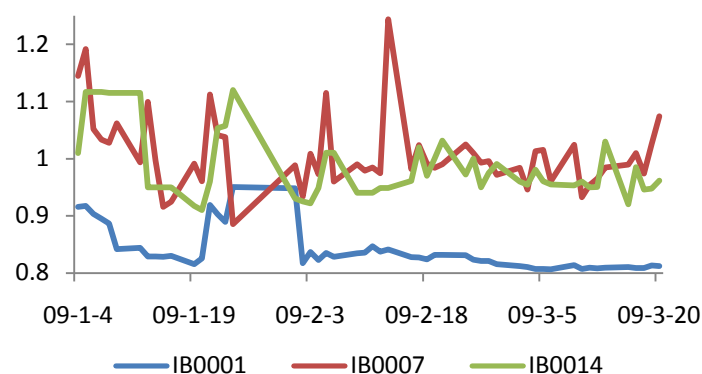
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 6: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 7: 银行间拆借利率



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

3. 债券一级市场

3.1 本年度第一期国开行金融债本周三发行

3 月 25 日, 国开行将发行 2009 年第 1 期金融债, 计划发行额为 150 亿元, 10 年期固定利率。本期国开行金融债的没有投资者选择权, 是国开行转制以后发行的第一只金融债。2009 年, 国家开发银行计划发行额为 6100 亿元, 其中: 中长期债券发行额 5600 亿元, 短期债券 (一年及以下) 发行额 500 亿元。本期金融债的发行情况将直接影响以后各期国开行金融债的发行。

不过，次级债和即将发行的地方政府债券，对政策性金融债有很好的替代效应。近期二级市场金融债的收益率已经持续走高，而最近发行的两只进出口金融债也反应投资者兴致不高。我们认为，本期国开行金融债的发行难以延续 08 年国开行金融债火爆局面。

图表 8：近期金融债发行统计

简称	发行首日	期限 (年)	认购倍数	票面 (%)	发行量			次级债
					计划 (亿)	追加 (亿)	实际 (亿)	
08 国开 21	08-12-3	3	8.1918	2.21	220	101.2	321.2	否
08 进出 13	08-12-4	1	4.574	1.65	100		100	否
08 杭州银行债	08-12-08	5+5		5.15 (+3)	10		10	是
08 农发 20	08-12-9	10	1.3327	3.5	150	50	150	否
08 国开 22	08-12-10	3	9.0661	2.15	300	0	300	否
08 国开 23	08-12-10	3+7	5.7251	2.1	300	0	300	否
08 国开 25	08-12-15	2+5	5.7938	1.98	300	0	300	否
08 光大债固 3	08-12-15	5+5		4.05 (+3)	50		50	是
08 进出 14	08-12-19	5	2.368	2.04	100		100	否
09 农发 01	09-1-9	5	2.625	1.95	120	47.7	167.7	否
09 恒丰债	09-1-19	5+5		5(+3)	10		10	是
09 农发 02	09-2-9	2	2.9167	1.75	120		120	否
09 建行 011	09-2-24	5+5		3.2 (+3)	150	-30 (回拨)	120	是
09 建行 012	09-2-24	10+5		4 (+3)	150	100	280	是
09 进出 01	09-2-27	2	3.066	1.56	100	50	100	否
09 进出 02	09-3-6	3	1.983	1.78	100		100	否
09 农发 03	09-3-12	3	1.615	1.81	200		200	否
09 光大债固 1	09-3-13	5+5		3.75 (+3)	30		30	是
09 农发 04	09-3-23	1			100			否
09 国开 01	09-3-25	10			150			否

数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3.2 短融一、二级市场利差明显下降

上周有 3 只短融发行，其中主体评级为 AAA 的有 2 只，AA-的 1 只。短融一二级市场利差已经大不如前，主要原因是短融市场受到投资者的追捧，一级市场发行利率下降过快，目前主体评级为 AA+的短融的发行利率接近甚至低于年初 AAA 级短融的发行利率。我们预计，AA-级别短融将逐渐成为短融市场的主力投资对象。

（参见附表 2：近期上市短融情况一览表（按发行日期））

3.3 企业债重现银行担保

09 中水电债，得到中国建设银行授权其北京市分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。自 07 年 10 月份，银监下发《关于有效防范企业债担保风险的意见》（简称“意见”）后，长达 5 年历史的银行担保逐渐淡出企业债发行市场，08 年 3 月 8 日开始发行的 08 大连港债，是“意见”下达后最后一只有商业银行担保（由中国建设银行大连市分行担保）的企业债。目前，银行担保的企业债重回市场，其稀缺性将为本期债券增添投资价值，3.18%的发行利率创下 09 年以来企业债发行利率的新低。（参见附表 4）

4. 债券二级市场

4.1 指数和成交量分析

本周国债成交活跃。上周银行间国债成交金额达到 696.65 亿元，比前一周多 198.62 亿元。指数上，中债银行间国债净价指数 5 日涨跌幅为 0.19%。

中债长期债券净价指数有一定上涨，5 日涨跌幅为 0.38%，10 日涨跌幅达到 0.74%。我们认为长期债券指数的上涨与中长期国债的活跃有关。

图表 9：债券指数一览(2009-3-20)

指数名称	当日值	当日涨跌幅 (%)	5 日涨跌幅 (%)	10 日涨跌幅 (%)	60 日涨跌幅 (%)
上证国债指数	120.96	-0.05	-0.08	0.15	0.43
中债银行间国债净价指数	119.7734	0	0.19	0.45	-3.04
中债固定利率国债净价指数	119.106	-0.01	0.17	0.45	-3.11
中债浮动利率国债净价指数	113.7144	0.01	0.04	0.05	-0.18
中债央票总净价指数	102.7713	-0.01	-0.02	-0.02	-0.55
中债短融总净价指数	99.8465	0	-0.01	-0.04	0.02
中债短融 AA 净价指数	99.544	0	-0.04	-0.05	0.38
中债金融债券总净价指数	118.7202	-0.06	0.05	0.11	-1.5
中债固定利率金融债净价指数	116.5186	-0.09	-0.05	0.07	-2.56
中债浮动利率金融债净价指数	114.0608	0	0.2	0.16	0.2

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

公司债	117.09	-0.11	0.24	0.33	2.14
上证企债指数	134.15	-0.01	0.1	0.41	2.34
中债企业债总净价指数	96.1628	0.03	-0.02	0.01	-1.27
中债中短期债券净价指数	118.6034	-0.04	0.03	0.13	-1.79
中债长期债券净价指数	112.5521	0.04	0.38	0.74	-4.31

数据来源：信达证券研发中心、WIND资讯

图表 10：银行间现券成交周统计（2009-3-20）

类别	成交券种		成交笔数		成交金额	
	本期	上期	本期	上期	本期（亿）	上期（亿）
国债	51	36	505	373	695.65	497.03
央行票据	59	59	1145	1035	4797.16	3856.46
政策性银行债	104	105	1427	1218	3426.73	3343.71
商业银行债	10	11	48	66	99.96	135.45
短期融资券	123	117	551	817	863.32	859.74
企业债	120	116	1183	1258	1255.25	1310.82
合计	467	444	4859	4767	11138.05	10003.21

数据来源：信达证券研发中心、WIND资讯

4.2 国债、金融债、铁道部债

国债：银行间市场好于交易所市场。上周，交易所国债各期限收益率大幅反弹，其中 1 年期收益率反弹幅度最大，上升了 17.55 个基点，其他各期限品种也全面反弹。原因可能在于“跷跷板效应”，上周上证综合指数上涨了 7.15%。相比之下，银行间市场国债收益率有所下降，其中 10 年期国债收益率下降了 7.62 个基点，。

图表 11：国债市场成交情况（按流动性指标排名）

时间	代码	成交量 (万手)	流动性指标	到期收益率 (%)	修正久期
2009-3-9	080022.IB	74.50	4.8515	2.7538	6.0071
到	010004.SH	5.21	4.5711	1.3158	1.1171
2009-3-13	080018.IB	72.17	4.5269	3.0905	7.798
	010210.SH	47.71	3.4499	0.9003	0.4236
	080025.IB	48.00	3.0853	3.1118	8.2492
2009-3-16	090003.IB	167.31	6.8671	3.112	8.416
到	080022.IB	92.30	4.4507	2.7269	5.9906
2009-3-20	010110.SH	65.10	3.4584	1.7197	2.3931
	080023.IB	57.10	2.8039	3.7428	10.9794

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

009908.SH	50.76	2.7788	0.8571	0.508
-----------	-------	--------	--------	-------

数据来源：信达证券研发中心、WIND资讯

4.3 无担保企业债表现较好

（参见附表 6）我们看到，在银行间企业债券二级市场上，相同信用等级、相同剩余期限的企业债，有合格担保和无合格担保的企业债券之间，存在 50 到 140 个基点的利差，其中 AAA 级有合格担保和无合格担保的之间约为 50 个基点，而 AA-级的之间约 140 个基点。

由于经济回暖、企业经营状况向好、市场对于违约风险的担忧已经显著下降，加上降息不可期，国债、金融债等收益率过低；投资者开始挖掘收益率还处于高位的信用类产品。上周，无担保企业债收益率下降，其中 AA+、AA 和 AA-级收益率 1 年期和 10 年期（按期限不同）分别下降了 6.31 个基点和 3.97 个基点。而有担保企业债收益率出现反弹。（类似分析，可参见前期周报。）

附表 1：国债发行情况一览

类型	名称	发行首日	招投标日	招标总量 (亿元)	实际发行 (亿元)	认购倍数	发行利率 (%)
20 年期	06 国债 09	06-6-26	06-6-23	300	310.9	1.5443	3.7
	07 国债 13	07-8-16	07-8-15	280	280	2.1489	4.52
	08 国债 13	08-8-11	08-8-11	240	240	1.5429	4.94
	09 国债 02	09-2-19	09-2-18	220	220	2.4836	3.86
10 年期	06 国债 03	06-3-27	06-3-24	340	340	1.6026	2.8
	06 国债 16	06-9-26	06-9-25	300	300	1.4117	2.92
	07 国债 03	07-3-22	07-3-21	300	300	1.8033	3.4
	07 国债 10	07-6-25	07-6-22	300	350.7	2.2723	4.4
	07 特别国债 05	07-11-5	07-11-2	300	349.7	2.1163	4.49
	07 特别国债 08	07-12-17	07-12-14	263.5	263.18	2.2216	4.41
	08 国债 03	08-3-20	08-3-19	260	279.4	2.2315	4.07
	08 国债 10	08-6-23	08-6-20	260	266.5	1.3246	4.41
	08 国债 18	08-9-22	08-9-19	240	243.6	1.835	3.68
	08 国债 25	08-12-15	08-12-12	220	253.7	2.9345	2.9
	09 国债 03	09-3-12	09-3-11	260	260	1.9777	3.05
7 年期	06 国债 06	06-5-25	06-5-24	300	305.6	1.785	2.62
	06 国债 13	06-8-31	06-8-30	300	331.1	1.8043	2.89
	06 国债 20	06-11-27	06-11-24	300	345.9	2.158	2.91
	07 国债 01	07-2-6	07-2-5	300	300	1.8503	2.93
	07 国债 07	07-5-24	07-5-23	300	337.8	1.998	3.74
	07 国债 14	07-8-23	07-8-22	280	326.9	2.8121	3.9
	07 国债 18	07-11-26	07-11-23	300	324.7	1.705	4.35
	08 国债 01	08-2-13	08-2-1	260	289.7	2.5804	3.95
	08 国债 07	08-5-19	08-5-16	260	271.5	1.3773	4.01
	08 国债 14	08-8-18	08-8-15	240	266	2.1467	4.23
	08 国债 22	08-11-24	08-11-21	220	225	1.6114	2.71
	09 国债 01	09-2-12	09-2-11	240	269.3	2.1088	2.76

数据来源：信达证券研发中心、中国债券信息网

附表 2：近期上市短融情况一览表（按发行日期）

短融名称	总 额 (亿)	期 限 (天)	发行日	上市日	票 面 (%)	收益率 ¹ (%)	利差 ² (BP)	成 交 额 (亿)	次 数	主体评级
09 沪建工 CP01	12	332	09-1-12	09-1-14	3.05	3.04	1	32.8	107	新世纪：AA+
09 本钢 CP01	30	333	09-1-13	09-1-15	3.05	3.03	2	56.6	145	中诚信：AA+
09 上海港 CP01	27	334	09-1-14	09-1-16	2.01	1.98	3	22.6	52	新世纪：AAA
09 永煤 CP01	5	149	09-1-14	09-1-19	3.40	3.22	18	10.5	22	中诚信：AA
09 京热电 CP01	6	335	09-1-15	09-1-19	4.50	3.97	53	11.2	31	联合：AA-
09 新矿 CP01	8	335	09-1-15	09-1-19	4.60	3.83	77	20	53	大公：AA-
09 新水电 CP01	5	339	09-1-19	09-1-21	4.50	3.80	70	11.8	33	中诚信：AA-
09 日照港 CP01	5	339	09-1-19	09-1-21	4.50	3.72	78	5.3	17	大公：AA-
09 贵航 CP01	5	339	09-1-19	09-1-21	4.50	3.90	60	6.7	37	中诚信：AA-
09 张江 CP01	10	340	09-1-20	09-1-22	2.90	2.90	0	17.2	70	新世纪：AA+
09 厦国贸 CP01	5	340	09-1-20	09-1-22	4.90	4.86	4	2.6	11	中诚信：A+
09 中粮 CP01	50	158	09-1-21	09-1-23	1.70	1.49	22	77.13	55	联合：AAA
09 中水投 CP01	4	356	09-2-5	09-2-9	4.50	4.22	29	1.8	7	联合：AA-
09 蒙高路 CP01	9	360	09-2-5	09-2-11	3.65	3.66	-1	16.18	36	联合：AA
09 武水务 CP01	10	361	09-2-5	09-2-12	3.50	3.50	0	22.72	64	新世纪：AA
09 农垦 CP01	5	300	09-2-9	09-2-12	4.88	4.90	-2	3.5	9	大公：A+
09 北建工 CP01	5	365	09-2-10	09-2-12	4.90	4.90	0	5.41	19	中诚信：A+
09 集通 CP01	5	365	09-2-11	09-2-13	3.43	2.50	93	9.94	69	中诚信：AA
09 包钢集 CP01	4	365	09-2-13	09-2-17	3.42	2.74	68	5.53	30	大公：AA
09 铁道 CP01	200	365	09-2-19	09-2-23	1.48	1.45	3	105.9	103	联合：AAA
09 天津港 CP01	10	365	09-2-20	09-2-24	2.00	1.82	18	12.4	49	大公：AAA
09 华能 CP01	50	365	09-2-24	09-2-26	1.88	1.71	17	105.56	184	中诚信：AAA
09 保利 CP01	12	365	09-2-24	09-2-27	2.60	2.13	47	14.81	50	中诚信：AA+
09 鲁高速	15	365	09-2-26	09-3-2	2.65	2.00	65	27.47	60	联合：AA+
09 京机电 CP01	10	365	09-2-26	09-3-2	2.61	2.18	43	13.15	44	联合：AA+
09 蒙东 CP01	10	365	09-3-2	09-3-4	2.05	1.91	14	19.93	62	大公：AA+
09 光明 CP01	40	365	09-3-3	09-3-5	2.1	1.88	22	61.83	111	新世纪：AA+
09 中节能 CP01	9	365	09-3-9	09-3-11	2.38	2.09	29	20.86	37	大公：AA
09 招金 CP01	6	365	09-3-9	09-3-11	2.80	2.54	26	6.82	35	联合：AA-
09 鄂能源 CP01	9	365	09-3-6	09-3-10	1.60	1.56	4	18.41	79	联合：AA
09 皖能 CP01	10	365	09-3-10	09-3-12	2.20	2.11	9	24.82	60	大公：AA
09 鲁西 CP01	9	365	09-3-11	09-3-13	2.75	2.48	27	19.35	51	中诚信：AA-
09 首旅 CP01	13	365	09-3-11	09-3-13	2.18	2.04	14	18.91	46	联合：AA

¹ 指上市首日收益率。

² 指上市首日一二级市场的利差，后面的“成交额”和“次数”也是指上市首日该短融二级市场成交额和成交次数。

09 葛洲坝 CP01	8	365	09-3-11	09-3-13	2.00	1.83	17	11.72	32	新世纪: AA+
09 苏交通 CP01	28	365	09-3-11	09-3-13	1.96	1.87	8	53.64	46	中诚信: AA+
09 首旅 CP01	13	365	09-3-11	09-3-13	2.18	2.04	14	18.91	46	联合: AA
09 铁二股 CP01	8	365	09-3-13	09-3-17	2.73	2.42	31	13.04	36	中诚信: AA-
09 铁道 CP02	100	365	09-3-16	09-3-18	1.35	1.35	-0.04	28.65	16	大公: AAA
09 京投 CP01	30	365	09-3-16	09-3-18	1.60	1.55	5	86.84	77	中诚信: AAA
09 横店 CP01	10	364	09-3-19	09-3-23	2.80					大公: AA-
09 中电 CP01	4	365	09-3-23	-						大公: AA-
09 天医药 CP01	5	365	09-3-23	-						大公: AA-
09 华电煤 CP01	7	365	09-3-24	-						中诚信: AA
09 开滦 CP01	12	365	09-3-24	-						中诚信: AA
09 建发 CP01	9	365	09-3-24	-						中诚信: AA-
09 中节能 CP02	9	365	09-3-25	-						大公: AA
09 龙矿 CP01	5	365	09-3-27	-						大公: A+

数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

附表 3: 中期票据发行统计 (按发行日期)

名称	总额 (亿元)	期限 (年)	票面 (%)	收益率 ³ (%)	利差 ⁴ (BP)	发行首日	上市首日	评级公司	债项	主体
09 中电投 MTN1	10	5	3.9	3.60	30	09-1-7	09-1-12	大公	AAA	AAA
09 京投 MTN1	20	5	3.9	3.55	34.98	09-1-13	09-1-15	中诚信	AAA	AAA
09 中油股 MTN1	150	3	2.7	2.70	0	09-1-13	09-1-15	联合	AAA	AAA
09 晋焦煤 MTN1	14	5	3.98	3.84	13.97	09-1-13	09-1-16	中诚信	AAA	AAA
09 广晟 MTN1	15	5	4.67	4.50	16.96	09-1-14	09-1-16	联合	AA+	AA+
09 铁道部 MTN2	50	10	3.95	3.95	0	09-1-15	09-1-19	联合	AAA	AAA
09 铁道部 MTN1	150	5	2.58	2.80	-21.92	09-1-15	09-1-19	联合	AAA	AAA
09 南航集 MTN1	9	5	4.62	4.62	0.01	09-1-16	09-1-21	联合	AA+	AA+
09 招商局 MTN1	25	5	3.85	3.65	19.99	09-1-16	09-1-20	中诚信	AAA	AAA
09 重汽 MTN1	25	5	5.32	5.20	12	09-1-19	09-1-21	中诚信	AA	AA
09 三一 MTN1	18	2	4.32	4.12	19.77	09-2-12	09-2-16	中诚信	AA	AA
09 中信集 MTN1	30	5	3.85	3.62	22.94	09-2-17	09-2-19	中诚信	AAA	AAA
09 中船 MTN1	30	5	3.85	3.66	19.37	09-2-23	09-2-26	联合	AAA	AAA
09 沪城投 MTN1	30	5	3.90	3.64	26.33	09-2-24	09-2-26	新世纪	AAA	AAA
09 国航股 MTN1	30	3	3.32	2.92	40.00	09-2-26	09-3-2	中诚信	AAA	AAA
09 大唐 MTN1	30	5	4.10	3.97	13.00	09-3-2	09-3-4	中诚信	AA+	AA+
09 首机场 MTN1	50	3	2.95	2.73	22.00	09-3-3	09-3-5	中诚信	AAA	AAA

³ 指上市首日收益率。

⁴ 指上市首日一、二级市场利差。

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

09 宁煤 MTN1	15	3	3.45	3.44	1.00	09-3-4	09-3-6	中诚信	AA+	AA+
09 兖矿 MTN1	15	5	3.58	3.51	7.00	09-3-5	09-3-9	联合	AAA	AAA
09 南航集 MTN2	3	5	4.1	3.96	14.00	09-3-5	09-3-10	联合	AA+	AA+
09 久事 MTN1	50	8	4.30	4.30	0.00	09-3-9	09-3-11	新世纪	AAA	AAA
09 一汽 MTN1	100	5	3.53	3.52	1.00	09-3-9	09-3-11	中诚信	AAA	AAA
09 恒健 MTN1	100	8	4.30	4.30	0.00	09-3-9	09-3-11	中诚信	AAA	AAA
09 京国资 MTN1	100	5	3.48	3.46	2.00	09-3-9	09-3-11	大公	AAA	AAA
09 万华 MTN1	7	5	5.15	5.05	10.00	09-3-11	09-3-13	中诚信	AA	AA
09 振华 MTN1	18	5	4.10	3.96	14.00	09-3-12	09-3-16	联合	AA+	AA+
09 华电股 MTN1	15	3	3.38	3.16	22.00	09-3-17	09-3-19	中诚信	AA+	AA+
09 国航股 MTN2	30	5	3.48			09-3-19	09-3-23	中诚信	AAA	AAA
09 中油股 MTN2	150	3	2.28			09-3-19	09-3-23	联合	AAA	AAA
09 中外运 MTN1	15	3	-			09-3-20	09-3-24	中诚信	AAA	AAA
09 中石油 MTN1	200	3	-			09-3-25	09-3-27	联合	AAA	AAA
09 中船 MTN2	30	5				09-3-25	09-3-30	联合	AAA	AAA
09 华电股 MTN2	15	5				09-3-25	09-3-27	中诚信	AA+	AA+
09 潞安 MTN1	10	3				09-3-27	09-3-31	联合	AA+	AA+

数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

附表 4：企业债券发行情况一览（按发行日期）

名称	总额 (亿元)	期限 (年)	票面 (%)	发行日期	特殊条款	评级	债项	主体	担保
09 中化工债	23	5	3.85	09-1-6	无	联合	AAA	AAA	无
08 长兴债	15	5+2	8.13	09-1-6	上调, 回售	大公	AA	A+	长兴县交通建设投资公司
09 渝隆债	10	5+2	7.08	09-1-15	上调, 回售	大公	AA	AA	渝隆资产经营（集团）
09 临安城建债	6	3+2	5.04	09-1-19	上调, 回售	大公	AA+	A+	杭州市城投公司
09 方正债	10	3+3	5.5	09-2-6	上调, 回售	联合	AA+	AA+	无
09 绍兴水务债	15	5+2	5.78	09-2-9	上调, 回售	联合	AA+	AA-	中国投资担保有限公司
09 渝水投	15	7	5.92	09-2-9	无	大公	AA	AA	重庆交通旅游投资集团
09 春华债	10	5+2	6.08	09-2-11	上调, 回售	鹏元	AA+	AA	呼和浩特春华水务开发公司
09 华菱债	30	5+5	5.2	09-2-17	上调, 回售	大公	AA+	AA+	湖南有色金属控股集团
09 上实债	20	5	4.6	09-2-18	无	新世纪	AA+	AA+	无
09 淮南矿业债	15	3+2	4.12	09-2-18	上调, 回售	联合	AA+	AA+	马钢（集团）控股有限公司
09 怀化城投债	13	10	8.1	09-2-18	上调	联合	AA	A+	怀化市城投公司
09 余城建债	10	5	5.04	09-2-20	无	新世纪	AA+	AA-	杭州市城投公司
09 巨化债	9	5+5	5.1	09-2-20	上调, 回售	中诚信	AAA	AA	浙江省交通投资集团
09 浙能债	47	5	3.98	09-2-23	无	中诚信	AAA	AAA	浙江省交通投资集团
09 皖能源债	10	5+2	4.6	09-2-24	上调, 回售	大公	AA+	AA	马钢（集团）控股有限公司

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

09 合海恒债	10	7	5.8	09-2-27	无	大公	AA	AA	中国投资担保有限公司
09 南钢联债	25	4+3	6.13	09-2-27	上调,回售	新世纪	AA	AA-	上海复星高科技(集团)
09 六安城投债	15	5+2	7.1	09-3-2	上调,回售	大公	AA	A+	土地使用权抵押担保
09 渝地产债	23	5+5	5.46	09-3-3	上调,回售	大公	AA	AA	重庆渝富资产经营管理
09 长春城开债	12	7	6.08	09-3-9	提前偿还条款 ⁵	大公	AA+	AA	应收账款质押
09 哈城投	20	10	7.08	09-3-12	无	联合	AA	AA	信融风险资金担保公司
09 中水电债	13	5	3.18	09-3-19	无	大公	AAA	AA+	建行北京分行
09 芜湖建投债	10	3+3	4.25	09-3-23	回售,上调	大公	AA	AA	无
09 建发债	6.3	5+2	6	09-3-23	回售,上调	联合	AA-	A+	厦门建发集团

数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

附表 5: 国债、政策性金融债和铁道部债券收益率 (09-3-20)

期限 (年)	YTM (%)	WTD (BP)	MTD (BP)	YTD (BP)	YTM (%)	WTD (BP)	MTD (BP)	YTD (BP)
银行间固定利率国债					交易所固定利率国债			
1Y	0.9211	1.86	-8.2	-16.25	1.275	17.55	-0.48	13.94
2Y	1.2995	-3.64	-4.35	12.41	1.6138	9.19	-1.28	18.08
3Y	1.6208	-1.73	-6.6	34.12	1.91	9.59	-0.44	16.13
5Y	2.4434	2.06	2.6	62.67	2.6117	3.84	0.44	31.87
7Y	2.7797	2.12	2.07	63.58	2.9872	3.59	4.71	34.3
10Y	3.0772	-7.62	-8.1	36.7	3.3386	3.25	-1.14	44.63
15Y	3.6866	-3.31	-1.57	41.5	3.6785	6.08	2.21	43.61
20Y	3.8577	-2.93	-2.97	34.39	3.8436	5.48	2.35	43.95
30Y	4.006	1.39	3.77	37.55	4.0329	5.48	4.74	31.35
银行间固定利率政策性金融债					固定利率铁道部债			
1Y	1.1628	-0.31	-11.11	-10.32	1.3705	0.35	1.3	-32.44
2Y	1.6804	1.22	6.45	10.04	1.9015	-0.96	-2.49	-12.4
3Y	1.8929	1.52	0.21	20.28	2.3127	-4.45	-0.61	7.26
5Y	2.5981	-0.94	-7.68	46.73	3.24	-1.64	1.78	45.1
7Y	3.243	7.44	4.62	69.46	3.7813	0.18	5.11	48.6
10Y	3.6732	2.06	2.29	54.32	4.0171	-2.78	-5.06	26.82
15Y	4.0333	-4.44	-2.95	40.33	4.265	0	0.46	23.28
20Y	4.2191	-2.89	-1.49	38.39	4.513	0.54	-8.17	21.37
30Y	4.3616	0.52	1.35	32.14	4.6815	1.39	3.22	22.96

⁵ 自第 5 年即 2014 年至 2016 年, 逐年分别按照债券发行总额 30%、30%和 40%的比例偿还债券本金, 到期利息随本金一起支付。

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

附表 6：固定利率企业债收益率曲线（09-3-20）

期限 (年)	YTM (%)	WTD (BP)	MTD (BP)	YTD (BP)	YTM (%)	WTD (BP)	MTD (BP)	YTD (BP)
AAA				AAA(2)				
1Y	1.8407	-0.31	-28.37	-46.6	2.2429	-4.31	-36.49	-53.88
2Y	2.3676	1.22	-5.74	-34.79	2.7722	-2.78	-15.44	-41.29
3Y	2.5841	1.52	-13.09	-26.81	2.9991	-2.48	-22.6	-36.35
5Y	3.38	5.3	-2	3.69	3.7818	-1.12	-13.64	-5.68
7Y	3.9	3.77	2.95	13.03	4.3233	1.77	-7.67	6.69
10Y	4.3453	3.27	-0.47	24.6	4.7653	-1.97	-11.04	15.25
AA+				AA+(2)				
1Y	2.2907	-0.31	-28.37	-46.6	2.8729	-6.31	-48.49	-77.88
2Y	2.8176	1.22	-5.74	-34.79	3.4072	-4.78	-27.44	-69.79
3Y	3.0341	1.52	-13.09	-26.81	3.6391	-4.48	-34.6	-64.35
5Y	3.83	5.3	-2	3.69	4.4368	-3.12	-24.64	-32.18
7Y	4.35	3.77	2.95	13.03	4.9833	-0.23	-18.67	-19.31
10Y	4.7953	3.27	-0.47	24.6	5.4353	-3.97	-21.54	-6.75
AA				AA(2)				
1Y	2.6557	-0.31	-28.37	-45.1	3.7579	-6.31	-45.99	-72.38
2Y	3.1876	1.22	-5.74	-32.79	4.2872	-4.78	-25.44	-59.79
3Y	3.4091	1.52	-13.09	-24.31	4.5191	-4.48	-32.6	-54.35
5Y	4.21	5.3	-2	6.69	5.3168	-3.12	-22.64	-22.18
7Y	4.735	3.77	2.95	16.53	5.8633	-0.23	-16.67	-9.31
10Y	5.1853	3.27	-0.47	28.6	6.3103	-3.97	-20.04	-0.25
AA-				AA-(2)				
1Y	2.9407	-0.31	-28.37	-46.6	4.2829	-6.31	-42.49	-59.88
2Y	3.4676	1.22	-5.74	-34.79	4.8122	-4.78	-21.44	-47.29
3Y	3.6841	1.52	-13.09	-26.81	5.0391	-4.48	-28.6	-42.35
5Y	4.48	5.3	-2	3.69	5.8218	-3.12	-19.64	-11.68
7Y	5	3.77	2.95	13.03	6.3633	-0.23	-13.67	0.69
10Y	5.4453	3.27	-0.47	24.6	6.8053	-3.97	-17.04	9.25
A+				J AAA ⁶				
1Y	5.0429	-4.31	-41.49	-53.88	2.2592	2.13	-1.08	1.31
2Y	5.5722	-2.78	-20.44	-41.29	2.8401	0.01	-0.27	0.82
3Y	5.7991	-2.48	-27.6	-36.35	3.2174	-2.67	-4.12	-16.3

⁶ 指交易所企业债收益率曲线，其它为银行间企业债收益率曲线。

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

5Y	6.5818	-1.12	-18.64	-5.68	3.8341	0.4	-3.29	9.55
7Y	7.1233	1.77	-12.67	6.69	4.12	1.45	-23.15	7.62
10Y	7.5653	-1.97	-16.04	15.25	-	-	-	-

数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及所属关联机构可能会持有报告中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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。