

中国固定收益证券

利率产品周策略

证券研究报告

分析师 郑振源 S1080511090001

电话：0755-82485176

邮件：zhengzhenyuan@fcsc.cn

短期金融债空间更大

摘要：

- **投资“区域转换”，降低经济下滑程度。**1-11 月，中西部投资额超越东部，在总投资中的占比达到 50.6%，且增速(29%)明显高于东部(21.7%)，也高于总体增速(24.5%)。我们认为，未来中西部投资贡献提升的趋势还将延续。一方面，中西部 GDP 冲动较强，且以加大投资作为手段。在今年经济放缓趋势较明确的情况下，大部分中西部省份并未调低 GDP 目标，贵州更是上调 1%，贵州省长强调“要努力扩大投资”。另一方面，中西部的城市化和工业化提升空间要大于东部。09 年中西部城市化率平均为 40%，明显低于东部的 60%。工业化水平也是类似情况。当前国内投资出现的“区域转换”，不仅能缓和投资的下滑力度，也能吸引东部地区的产业内迁，更大发挥内地的劳动力成本优势，出口能力也就不会受到东南亚国家的根本冲击，从而降低转型过程中经济的下滑。
- **欧美 PMI 表现各异，外需环境没有 08 年差。**12 月欧元区 PMI 止住连续 7 个月的下跌，小幅回升 0.5 至 46.9，不过已连续 5 个月低于 50。由于欧央行进行的三年期贷款操作(欧版 QE)，难以根本推动欧洲银行业去购买欧猪国债或者放贷，也就难以根本解决欧债危机问题，因此欧债危机还将继续深化中，而这将继续压制欧洲经济，欧元区 PMI 止跌回稳的不确定性较大。相比之下，11 月美国 PMI 明显回升 1.9 至 52.7，且 2011 年以来单月均未跌破 50，整体经济景气度明显好于欧洲。欧美 PMI 的不同表现，决定了欧债危机更多只是欧洲的危机，也决定了中国外需环境没有 08 年那么差。12 月中国官方 PMI 回升 1.3 至 50.3，重回 50 以上，其中新出口订单指标大幅提升 3 至 48.6。
- **节后资金宽松或先行，更多推荐短期金融债。**由于 PMI 显示经济回落不显著，因此影响债市短期走势的落脚点仍在资金面和物价回落上。由于节后资金面明显转宽的可能性较大，而物价虽然也会出现明显回落，但需要两到三周的时间观察来形成判断，因此从时点来说，节后资金面转宽有望先行于物价明显回落。上周中长期国债明显下行 5-7bp，不过我们认为，短期继续下行的空间需要物价明显回落确认；相比之下，在节后资金宽松可能先行的情况下，短期品种将受益更多，推荐短期金融债。历史来看，资金宽松时期，1 年国债与 R007 利率基本持平(当前与 R007 平均 2.5%的利差在 20bp 左右)；1 年金融债对应利差在 30-40bp 之间(当前与 R007 平均 2.5%的利差在 100bp 以上)。因此，对于后续资金宽松，短期金融债的交易空间更大。
- **1 年央票发行未暂停，央行或不愿短期过多释放宽松信号。**与 2011 年春节相类似，在春节前一个月的下半月开始，央行暂停 3 个月央票和正回购发行，进行防御性操作。但不同之处在于，本次央行未暂停 1 年央票发行，背后或暗含着央行短期内不愿过多释放宽松信号的意图。周小川行长在接受财新网专访时，

12 月 30 日汇率中间价：

CNY/USD=6.3009

上周公开市场：

央票发行(亿元)	40.0
正回购(亿元)	0.0
到期规模(亿元)	130.0
净回笼(亿元)	-91.0

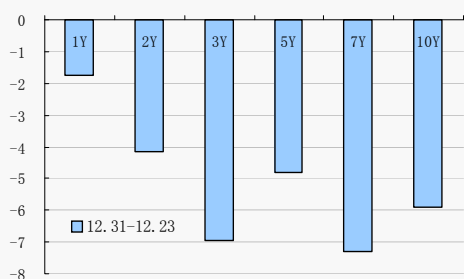
本周到期票据：

央票到期(亿元)	10.0
回购到期(亿元)	501.0

银行间回购利率：

R001 周加权价(%)	3.25
R007 周加权价(%)	5.32

银行间国债收益率曲线变化：



资料来源：中国债券信息网

相关报告

《打破短期平淡，或依旧寄托于资金宽松》

——债市周评 20111226



也表示“对通胀不能掉以轻心”。不过，我们认为，为防止资金利率重现 2011 年春节前的飙升，节前央行再度降准或者大幅逆回购的概率依然较大。

- **今年利率产品供给水平与 2011 年相当，供求状况则明显较好。** 国债方面，根据发行计划，今年国债发行期数与 2011 年相当，不过中长期占比有所提升。金融债方面，今年基建投资预计小幅增长，因此国开债的发行规模较 2011 年不会有明显提升。央票方面，2011 年是紧缩之年，存准率是主要的流动性对冲手段；今年是放松之年，存准率仍是主要的流动性释放手段(公开市场到期资金不到 1 万亿)，因此预计央票发行量不会超过 2011 年。总体而言，今年利率产品的供给水平基本与 2011 年相当。不过由于今年资金面的宽松程度将远好于 2011 年，预计 7 天回购利率平均将到 2.5%左右，明显低于 2011 年的 4%。也因此，预计今年利率产品的整体供求状况将好于 2011 年。

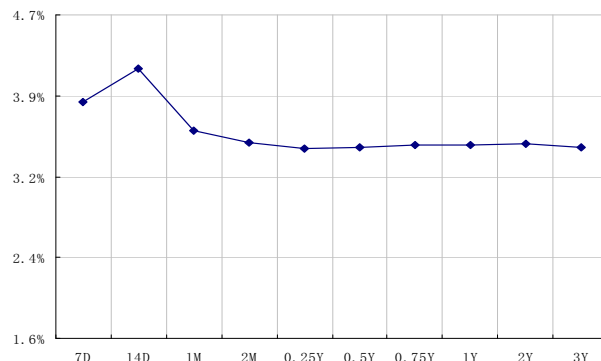


● 上周债券市场重要指标概览 (12.26-12.30)

上周中美基准年限国债收益率比较 (12.30)

基准年限	中国国债收益率	周变化 (bp)	美国国债收益率	周变化 (bp)	中美利差
1Y	2.717%	-2	0.120%	0	260
2Y	2.807%	-4	0.250%	-3	256
3Y	2.864%	-7	0.360%	-9	250
5Y	3.041%	-5	0.830%	-14	221
7Y	3.315%	-7	1.350%	-14	197
10Y	3.421%	-6	1.890%	-14	153
20Y	3.920%	-4	2.570%	-16	135

上周货币市场利率曲线 (取自央票数据)



美元指数



伦敦现货黄金(以美元计价)



路透/Jefferies 商品研究局(CRB)指数 (RJ/CRB Index)



布伦特原油价格指数 (Brent Crude Index)



以上资料来源：中债网、北方之星、美国财政部、Bloomberg



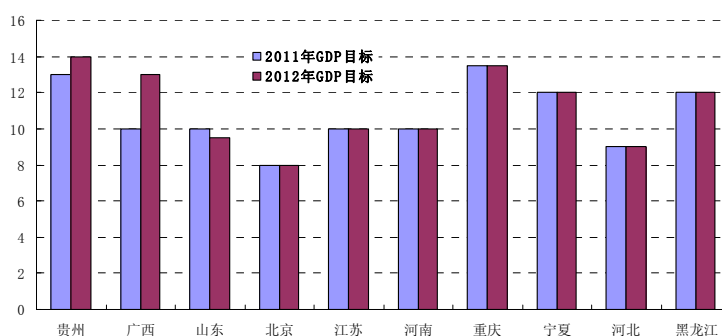
1、宏观研究

1.1、投资“区域转换”，降低经济下滑程度

投资“区域转换”进行时，中西部的投资贡献提升。发改委数据显示，1-11月，东部地区固定资产投资130042亿元，同比增长21.7%，中部地区固定资产投资72765亿元，同比增长28.9%，西部地区固定资产投资63236亿元，同比增长29.2%。**1-11月中西部固定资产投资合计136001亿元，已经在总量上超越东部，而且增速也明显高于东部，也高于总体增速(24.5%)。**1-11月，青海、贵州、甘肃、新疆、黑龙江、宁夏、重庆的投资增速分别达到45%、40%、38%、35%、34%、33%、31%，为全国前几名。这些地区基本上都是西部地区。相比之下，上海为负增长，北京仅仅增长5%，广东投资增速只有17%，增速为全国倒数三名。

未来中西部投资贡献提升的趋势还将延续下去。一方面，中西部GDP冲动较强，同时这种冲动将以加大投资作为手段。近期分别有10个省份公布了2012年的经济目标，其中除了山东将GDP目标从2011年的10%下调至9.5%之外，其余省份均未有下调，贵州和广西两省更是分别将2012年GDP目标大幅提升1个百分点和3个百分点。在2012年经济增速放缓趋势较为明确的情况下，大部分中西部GDP目标并未相应地下调，部分省份甚至明显提升，说明中西部GDP冲动较强。

图1：部分省份的2012年GDP目标



资料来源：各省政府网 第一创业证券研究所整理

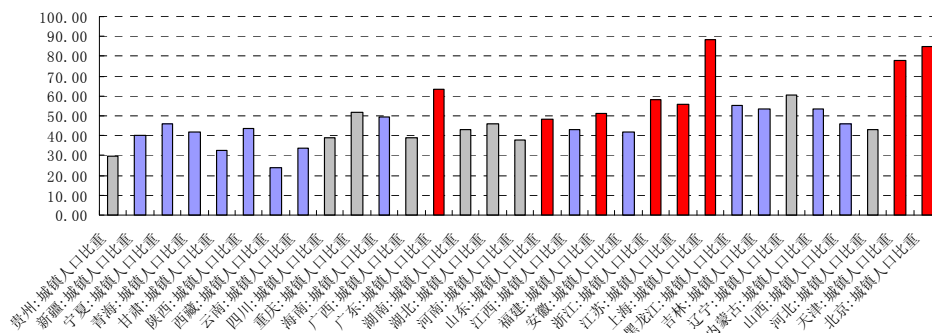
同时，中西部省份实现经济目标，主要依靠的手段是投资。贵州省省长强调，“2012年要努力扩大投资规模，促进经济提速发展”；广西确定2012年全社会固定资产投资目标是28%，比2011年高出8个百分点。二者都是以加大投资作为提升经济的手段，而我们相信，这种手段是中西部省份的普遍手段。

另一方面，中西部的城市化和工业化提升空间要大于东部。2009年中西部的城市化率平均在40%左右，明显低于东部60%的平均水平。很明显，中西部城市化进程正推进到中期，而东部城市化进程则已经推进到后期，部分省份甚至已到尾声，如北京城市化率达到85%，上海达到88%等。鉴于城市化进程是带动投资的关键驱动力，因此未来中西部的投资增速将继续明显高于东部。此外，在工业化程度上，也存在类



似情况。1-11月，中部和西部地区工业投资增速均高于同期全国工业投资增速，分别比东部地区高12.8和13.1个百分点。

图 2： 全国各省份地区的城市化率



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

投资的“区域转换”，将降低中国经济增速的下滑程度。从对经济影响的角度来说，一方面，鉴于以往中国经济是投资主导型的经济模式，因此中西部投资贡献的不断提升，能够缓和投资总体增速的下滑动力，从而在经济转型过程中，经济下滑不会那么剧烈；

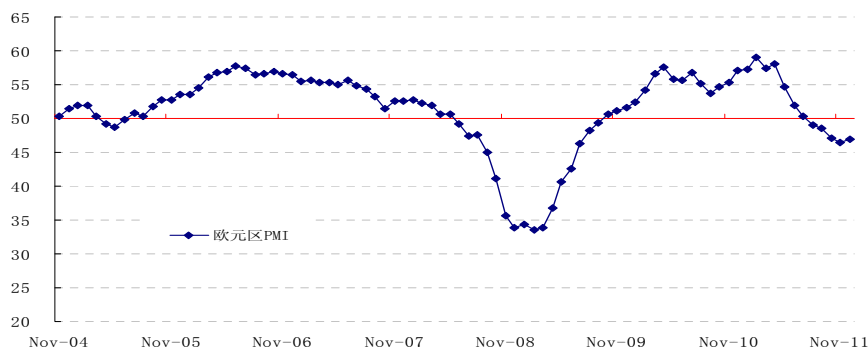
另一方面，中西部投资和工业化的不断增强，能够吸引东部等沿海产业不断内迁，除了反过来推动中西部投资热情之外，也使得雁行模式得以在中国通过“区域对区域”的方式进行。由于中西部劳动力成本较低，因此产业内迁将使劳动力成本优势得以延续，出口制造业能力也就不会受到东南亚等低廉劳动力国家的根本冲击。

1.2、美国PMI表现好于欧洲，中国外需环境没有08年差

12月欧元区制造业PMI止跌，但回稳的不确定性仍较大。12月欧元区制造业PMI为46.9，较上月小幅回升0.5，为8个月以来的首次回升。核心国家-德国的12月制造业PMI同样小幅回升0.5至48.4。整体而言，欧元区PMI回升力度十分疲弱，而且总体指标仍处在50的分界线以下。

由于意大利10年国债收益率依旧维持在7%左右的高水平，这表明欧债危机还在演化中，而财政紧缩等遏制经济的措施还将持续。也因此，12月欧元区PMI的小幅回升难以代表欧元区制造业的触底回稳，后续仍有较大不确定性。

图 3：12 月欧元区小幅回升 0.5 至 46.9，是否止跌回稳，不确定性仍很大





资料来源：Bloomberg 第一创业证券研究所整理

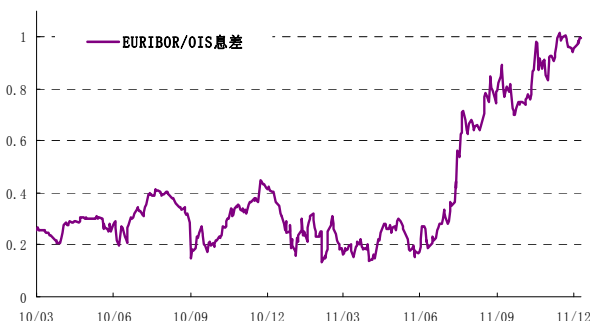
12月21号欧央行无限量供应的三年期贷款操作，被市场解读为“欧版QE”。不过我们认为，这一操作难以根本解决欧债危机问题，也难以推动欧洲银行业的放贷意愿。由于三年期贷款的成本为1%的基准利率，且无限量供应，而欧债收益率则已处于相当高的水平，如欧猪国家的长债收益率，希腊为35%，意大利为7%，西班牙5%等。因此，这中间似乎存在巨大的套利空间。贷款利率也是类似情况。从利差角度来说，大规模低成本流动性似乎可以推动欧洲银行业去购买欧猪国债，甚至去放贷。

但从12月26号欧央行隔夜存款创出新高表明，银行并没有选择将获得的流动性去购买国债；而维持1%高位的EURIBOR-OIS利差则表明，银行放贷的意愿同样没有加强。其中原因也很简单，那就是当前欧洲领导层，尤其是德国，依旧没给出根本措施，市场相应不会认为欧债危机将会得到根本缓解。因此，就算当前利差空间再大，也不足以抵挡债务违约带来的潜在资本损益风险。比如说，意大利10年国债收益率，7%，票息利差收益可达6%，但若以久期8年来计算，这只能抵挡75bp的收益率上行。超过75bp，资本损益将侵蚀票息收益，带来负的持有期收益率。而我们看到，自8月欧债危机加剧时期，10年意大利国债收益率便上行近250bp，在这种上行风险下，什么票息空间都是浮云。同样地，在经济放缓中，银行除了要保持流动性之外，放贷的信用风险也是在提高的。

图 4：12 月 23 号欧央行隔夜存款达到历史最高



图 5：Euribor-OIS 维持高位

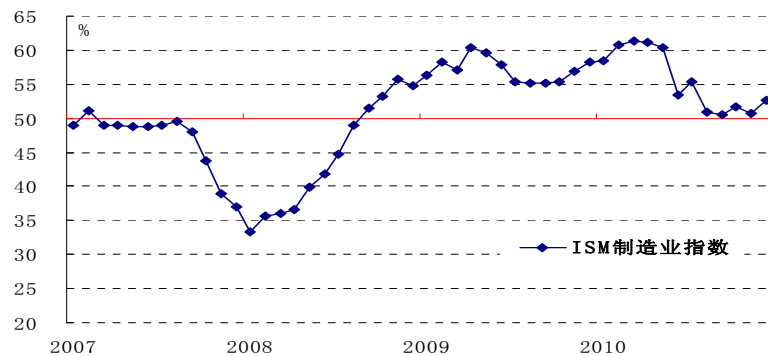


资料来源：Bloomberg 第一创业证券研究所整理

11月美国制造业PMI明显回升，总体表现明显好于欧洲。11月美国制造业PMI明显回升1.9至52.7，回升力度明显大于欧元区。同时，如果回顾3月以来的回落表现，美国PMI整体回落8.7，低于欧元区12.1的幅度；另外，单月也没有跌落到50以下，而欧元区则是连续5个月维持在50以下。从就业市场来看，美国初请失业金人数已经下跌到08年下半年以来的最低水平；从房地产市场来看，房地产销售已触底缓慢回升，房地产开工投资明显好转；从消费市场来看，消费零售则持续增长。这些都表明美国经济在持续改善中。因此，整体而言，美国经济的景气度要明显好于欧洲。



图 6：美国 11 月 PMI 明显回升

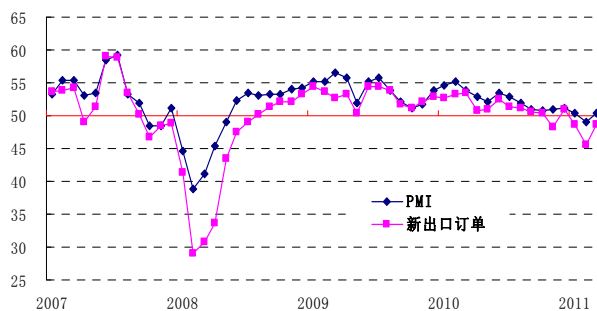


资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

12月中国PMI重回50以上，经济下滑担忧降低。12月中国官方PMI指数为50.3，自上月跌破50以后，重新回到50以上的分界线。此外，12月较上月回升1.3，回升力度明显好于历史平均的0.35，显示制造业景气度的整体提升。

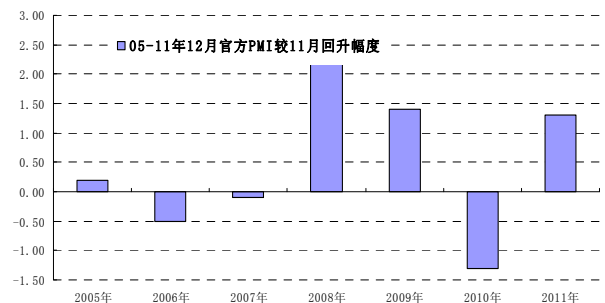
从分项指标来看，生产和订单指标均有明显回升，显示生产和需求出现回暖的迹象。12月新出口订单虽然继续低于50，但大幅提升3个百分点，一定程度说明外部订单没有在继续恶化。**12月欧元区PMI的止跌，以及11月美国PMI的明显回升，很好地代表着当前中国面临的外需情况，即欧债危机更多只是欧洲的危机，而次贷危机是全球的危机。2012年欧元区将陷入温和衰退，而美国经济表现尚好，这决定了今年出口不会重演08年的断崖式下跌情形。**

图 7：12 月中国官方 PMI 重回 50 以上



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

图 8：12 月的回升好于历史均值





2、公开市场

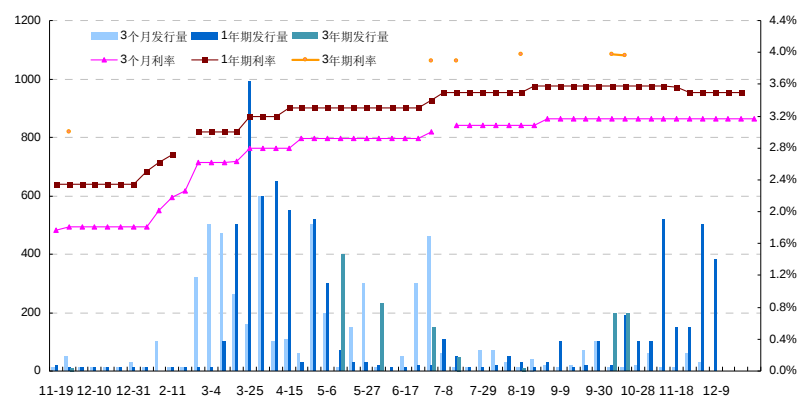
上周公开市场实现净投放91亿，结束连续四周的净回笼。其中，1年央票仅发行40亿，连续三周大幅缩量，这主要在于年底资金面偏紧所致；3个月央票首度暂停发行，而正回购则连续两周没有进行，说明央行公开市场已进入防御性操作阶段。当前公开市场的防御性操作模式，基本与2011年相似，即春节前一个月的下半月，央行选择停发央票和正回购，维护节前的资金面稳定。但与2011年将1年央票停发不同，当前继续发行1年央票，这背后可能暗含着央行不愿向市场过多释放放松的信号。此外，周小川在接受财新网专访时，表示“对通胀不能掉以轻心”，即是背后原因。关键仍在于通胀压力。12月CPI预计与上月持平在4.2%，而春节当月可能会有所回升，因此通胀压力的明显减轻或需等到节后。

由于年底和节前的影响，上周7天回购利率再度大涨250bp至6.3%的高位水平。鉴于节前公开市场基本无钱可放，仅有1200亿左右；在节前通胀压力未明显缓解的情况下，春节居民的提现需求将较旺；同时，外汇占款可能出现连续三个月负增长。因此，为防止资金利率重现2011年春节前的飙升，近期央行降准或者大幅逆回购的概率较大，以流动性的需求。

表格 1：上周公开市场到期及回笼一览表：

	类型	期限	规模(亿元)	利率(%)	周变化(BP)
投放	央票到期	1 年/3 年	30	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	100	-	-
回笼	央票发行	3 个月	0	3.16	0
	央票发行	1 年	40	3.49	0
	正回购	3 个月	0	3.16	0
	正回购	1 个月	0	2.80	0
	正回购	7 天	0	2.70	0
合计	-91				

图 9：央行公开市场操作的央票发行情况



资料来源：中国人民银行 第一创业整理



3、债市策略

3.1 今年利率产品供给压力较小

国债方面，根据12月27号财政部公布的2012年关键期限国债发行计划，今年关键期限国债将发行31只，与2011年相等。不过，7年国债发行9只和10年国债发行10只，分别比2011年增加2只和1只，中长期国债占比有所提升。

金融债方面，由于今年基建投资整体维持小幅增长势头，因此国开行发债筹集基建投资资金的规模不会较2011年有明显提升；同时，预计农发行和进出口行的金融债发行规模较2011年略有增长。因此，总体而言，今年金融债供给也基本与2011年相当。

央票方面，2011年是个紧缩之年，在公开市场到期资金量高达5.8万亿和外汇占款增加约2.9万亿的情况下，存准率是主要的流动性对冲工具；2012年是个放松之年，公开市场到期资金量不足1万亿，外汇占款预计也将明显减少，因此存准率将是主要的流动性释放工具。也因此，预计今年央票发行规模不会超过2011年。

总体而言，今年利率产品的供给压力基本与2011年相当。不过与2011年不同，今年是政策放松之年，资金面的宽松程度将远好于2011年，预计7天回购利率平均将到2.5%左右，明显低于2011年的4%。也因此，预计今年利率产品的整体供求状况将好于2011年。

3.2 推荐短期金融债

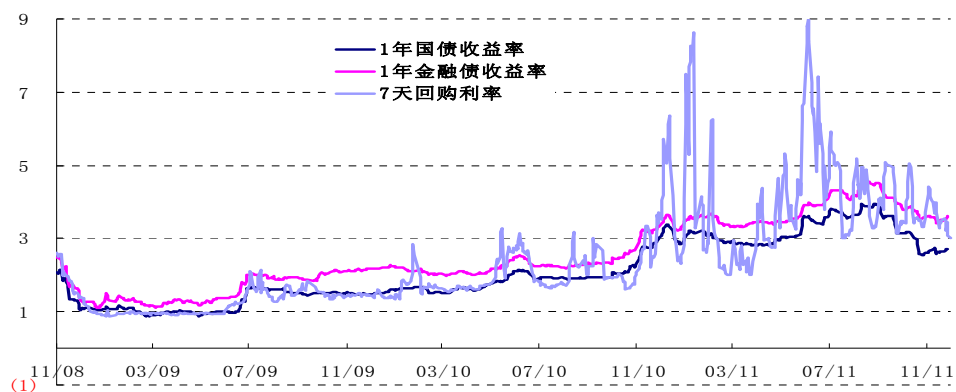
资金面转宽或先于物价明显回落。虽然节前资金面整体偏紧难以改变，但鉴于央行再度降准或大幅逆回购的概率加大，预计资金面不会高度紧张。而从以往来看，春节后，资金利率会出现较为明显的回落，资金面显著转宽。虽然预计节后物价也会有个明显的回落，但基本需要两到三周的时间来观察，才能形成相对明确的判断。因此，从时点上来说，节后资金面转宽有望先行于物价明显回落。

推荐短期金融债。上周中长期国债收益率下行5-7bp，不过我们认为进一步下行的空间，需要物价明显回落的确认。在资金面转宽的情况下，利率产品的短期品种将更多受益。而如果从利差水平来看，更多推荐短期金融债。根据历史走势，当资金整体处于宽松时期，1年国债与7天回购利率基本持平，而1年金融债与7天回购利率的利差基本维持在30-40bp之间。

若与今年预计2.5%的7天回购利率平均水平相比，当前2.7%的1年国债收益率与之利差仅有20bp左右，而3.56%左右的1年金融债收益率与之利差则可达100bp以上。因此，面对后续的资金宽松，短期金融债的交易空间显然更大。



图 10：1 年国债、1 年金融债与 7 天回购利率



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

表格 2：本周利率产品发行情况

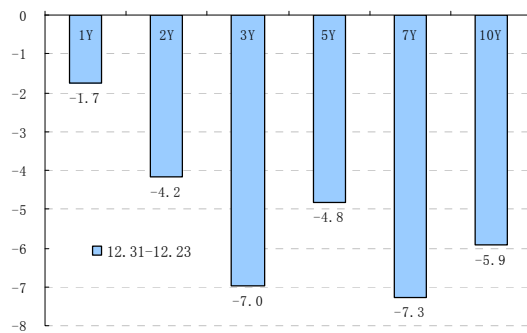
投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)
	无		



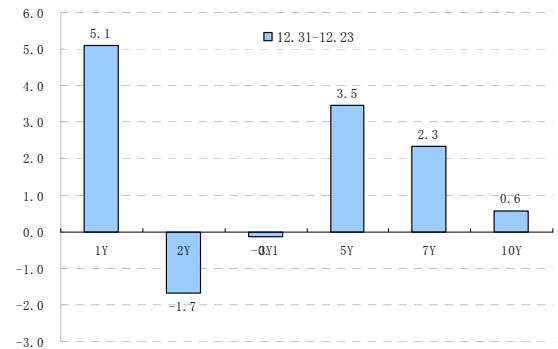
5、一周债市变化图表

5.1、银行间国债、金融债收益率曲线

银行间市场国债收益率曲线周变化

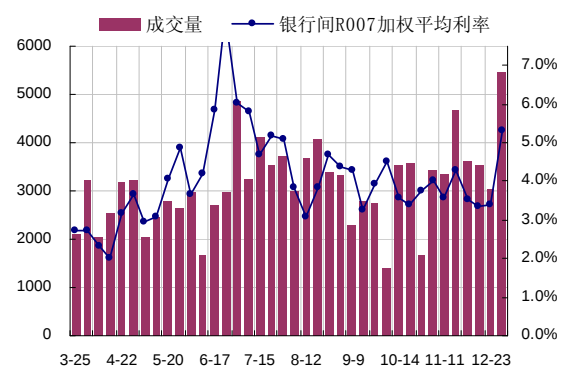
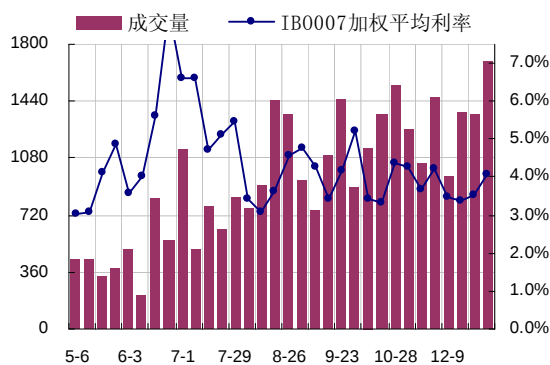


银行间市场金融债收益率曲线周变化



5.2、货币市场利率

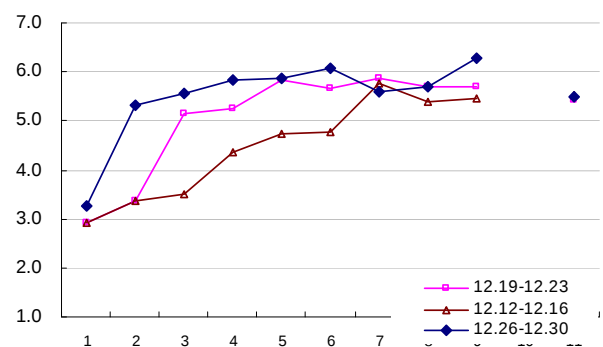
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

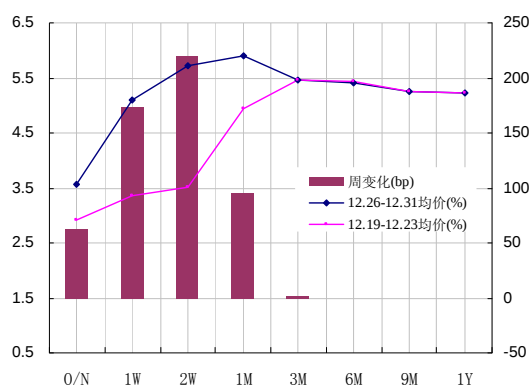
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	3.26	34	178851515.8	4667724.47
R007	5.32	195	54614976.7	18544315.2
R014	5.55	42	17564499.5	2116065.1
R021	5.82	58	2333069	-1319967.39
R1M	5.87	4	186570	-712916.9
R2M	6.08	42	1553694.9	-274805.1
R3M	5.60	-26	135890	-31510
R4M	5.70	0	19910	-196972
R6M	6.27	58	59080	-16520
R9M	0.00	0	0	0
R1y	5.50	8	40000	7368
合计			255359206	22782781

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

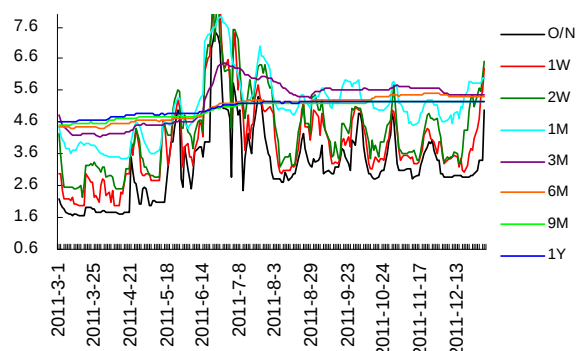




SHIBOR 各期限利率变化



SHIBOR 的各期限利率走势



6、附录

附表 1 2011 年国债和金融债发行情况

国债	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)	发行/投标 日期	金融债	期限 (年)	利率(%)	发行额 (亿元)	投标日期
11 国债 01	3	2.81	300	2011-1-12	11 国开 01	7	3.95	150	2011-1-7
11 国债 02	10	3.94	300	2011-1-19	11 国开 02	7	R+66	150	2011-1-7
11 国债 03	7	3.83	300	2011-1-26	10 农发 01	3	3.60	200	2011-1-7
11 国债 04	5	3.60	300	2011-2-16	11 国开 03	3	3.70	150	2011-1-14
11 国债 05	30	4.31	280	2011-2-23	11 国开 04	5	R+ 56	100	2011-1-14
11 国债 06	7	3.75	300	2011-3-2	11 国开 05	5	4.04	100	2011-1-20
11 国债 07	3	3.22	280	2011-3-9	11 国开 06	3	3M S+(-10)	200	2011-1-20
11 国债 08	10	3.83	300	2011-3-16	11 国开 07	10	R+85	100	2011-1-26
11 国债 09	1	2.80	300	2011-3-23	11 国开 08	10	4.62	200	2011-2-11
11 国债 04	续	3.41	300	2011-4-13	11 国开 09	30	4.83	200	2011-2-16
11 国债 01	续	2.74	200	2011-4-15	11 国开 10	7	R+70	195.5	2011-2-16
11 国债 07	续	3.17	300	2011-4-20	11 进出 01	5	R+65	150	2011-2-16
11 国债 10	20	4.15	300	2011-4-27	11 农发 03	3	3.88	150	2011-2-18
11 国债 11	1	2.77	300	2011-5-4	11 国开 11	7	4.33	160	2011-2-23
11 国债 03	续	3.59	300	2011-05-11	11 国开 12	5	Shibor-15	100	2011-2-23
11 国债 01	续	3.02	117.1	2011-05-13	11 进出 02	3	3.83	100	2011-2-24
11 国债 02	续	3.94	300	2011-5-18	11 农发 04	5	3.99	250	2011-3-8
11 国债 12	50	4.48	300	2011-5-25	11 国开 13	30	4.83	100	2011-3-9
11 国债 13	3	3.26	300	2011-6-1	11 国开 14	5	3.99	200	2011-3-9
11 国债 14	5	3.44	300	2011-6-8	11 国开 15	3	3.83	200	2011-3-11
11 国债 15	10	3.99	300	2011-6-15	11 进出 03	2	3.63	200	2011-3-11
11 国债 09	续	3.96	133.5	2011-6-17	11 进出 04	7	R+72	129	2011-3-11
11 国债 16	30	4.50	300	2011-6-22	11 国开 16	7	4.25	200	2011-3-17
11 国债 17	7	3.70	300	2011-7-6	11 国开 17	7	Shibor-15	200	2011-3-17
11 国债 18	1	3.48	300	2011-7-13	11 农发 05	7	R+78	250	2011-3-21
11 国债 15	续	4.06	300	2011-7-20	11 国开 18	5	4.02	200	2011-3-23



11 国债 10	续	4.48	280	2011-7-27	11 国开 19	5	R+72	200	2011-3-23
11 国债 14	续	3.93	300	2011-8-3	11 进出 05	3	3.80	200	2011-3-25
11 国债 16	续	4.53	280	2011-8-10	11 进出 06	5	4.02	200	2011-3-25
11 国债 19	10	3.93	300	2011-8-17	11 国开 20	5	Shibor-15	150	2011-3-30
11 国债 17	续	3.87	300	2011-8-24	11 国开 21	10	4.50	200	2011-3-30
11 国债 13	续	3.91	300	2011-9-7	11 农发 06	3	3.82	250	2011-3-31
11 国债 20	1	3.90	300	2011-9-14	11 国开 22	1	3.35	300	2011-4-7
11 国债 19	续	4.10	300	2011-9-21	11 国开 23	7	R+75	150	2011-4-7
11 国债 21	7	3.65	300	2011-10-12	11 农发 07	5	4.04	250	2011-4-8
11 国债 22	5	3.55	280	2011-10-19	11 国开 24	3	3.83	200	2011-4-14
11 国债 21	续	3.50	280	2011-11-23	11 国开 25	5	R+65	200	2011-4-14
11 国债 25	3	2.82	280	2011-12-7	11 国开 26	10	4.44	100	2011-4-20
11 国债 24	续	3.45	280	2011-12-14	11 国开 27	10	R-35	100	2011-4-20
					11 农发 08	2	3.65	250	2011-4-21
					11 国开 07 续	10	3.74	200	2011-4-27
					11 国开 08 续	10	4.50	150	2011-4-27
					11 进出 07	2	3.65	200	2011-5-4
					11 国开 30	5	R+59	200	2011-5-5
					08 国开 05 续	1	3.33	150	2011-5-10
					09 国开 05 续	10	104.70	150	2011-5-12
					11 国开 32	7	103.05	150	2011-5-12
					11 国开 33	5	R+59	200	2011-5-20
					11 国开 34	3	3.40	100	2011-5-26
					11 国开 35	7	4.37	150	2011-5-26
					11 进出 08	1	3.50	150	2011-5-27
					11 进出 09	5	R+62	193.2	2011-5-27
					11 国开 36	7	Shibor-20	150	2011-6-2
					11 国开 37	7	R+80	150	2011-6-2
					11 农发 10	5	4.18	282.2	2011-6-9
					11 国开 38	10	4.61	200	2011-6-10
					11 进出 10	3	4.24	200	2011-6-22
					11 农发 11	7	4.59	250	2011-6-23
					11 国开 39	1	R+79	150	2011-6-24
					11 国开 40	5	4.33	200	2011-6-30
					11 农发 12	5	4.36	300	2011-7-7
					11 进出 11	7	4.53	200	2011-7-7
					11 进出 12	2	4.14	200	2011-7-7
					11 国开 41	10	4.62	150	2011-7-8
					11 国开 42	1	4.10	150	2011-7-14
					11 国开 43	5	4.39	200	2011-7-14
					11 进出 13	3	R+91	200	2011-7-21
					11 进出 14	5	4.60	200	2011-7-21
					11 农发 13	3	4.50	200	2011-7-26
					11 国开 44	10	4.90	200	2011-8-3



	11 国开 45	0.4	4.15	150	2011-8-11
	11 国开 46	6.3	4.55	150	2011-8-11
	11 农发 14	1	4.09	250	2011-8-11
	11 进出 15	7	4.49	200	2011-8-16
	11 进出 16	5	4.37	200	2011-8-16
	11 国开 47	3	4.33	160	2011-8-18
	11 国开 48	10	4.73	200	2011-8-18
	11 国开 49	1	4.30	160	2011-8-25
	11 国开 50	3	R+89	200	2011-8-25
	11 国开 51	3	4.64	150	2011-9-8
	11 国开 52	10	4.87	180	2011-9-8
	11 农发 15	5	4.59	150	2011-9-8
	11 国开 53	5	4.68	300	2011-9-16
	11 农发 16	3	4.58	200	2011-9-20
	11 国开 54	7	4.74	200	2011-9-22
	11 农发 17	5	4.27	250	2011-10-11
	11 国开 57	3	4.23	200	2011-10-14
	11 进出 17	3	4.04	150	2011-10-20
	11 进出 18	5	4.10	150	2011-10-20
	11 国开 58	10	4.30	200	2011-10-21

资料来源: Chinabond 第一创业整理 (带*为半年付息一次, 带**为每季度付息一次)

附表 2 上海银行间同业拆放利率(Shibor)周报价情况

时间\期限	O/N(%)	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	9M(%)	1Y(%)
2011-12-26	2.9992	4.0958	5.0875	5.8097	5.4572	5.4154	5.2401	5.2337
2011-12-27	3.0775	4.3842	5.4842	5.8511	5.4686	5.4219	5.2404	5.2345
2011-12-28	3.4202	4.7292	5.6567	5.8500	5.4757	5.4233	5.2401	5.2343
2011-12-29	3.4175	5.4192	5.5933	5.8500	5.4742	5.4218	5.2409	5.2373
2011-12-30	3.4067	5.5808	6.0538	5.9900	5.4749	5.4260	5.2401	5.2378
周均价(%)	3.2642	4.8418	5.5751	5.8702	5.4701	5.4217	5.2403	5.2355
周变化(bp)	36	137	67	16	2	0	0	0

资料来源: 上海银行间同业拆放利率网 第一创业整理



免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135