

中国固定收益证券

债券研究报告

第一创业固定收益研究组

王皓宇 S1080510120005

联系人: 宋启超

电话: 0755-25832167

邮箱: songqichao@fcsc.cn

联系人: 郑振源

结构性机会择优把握

10 月 28 日汇率中间价:

CNY/USD=6.3290

上周公开市场:

央票发行(亿元)	193.0
正回购(亿元)	1000.0
到期规模(亿元)	1010.0
净回笼(亿元)	183.0

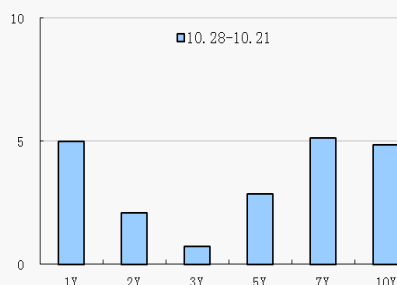
本周到期票据:

央票到期(亿元)	520.0
回购到期(亿元)	550.0

银行间回购利率:

R001 周加权价(%)	3.76
R007 周加权价(%)	4.22

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

《推荐三年期央票》

——债市周评 20111024

内容要点:

- **10 月 CPI 预计为 5.5%，年内将继续缓慢下行。**由于食品价格回落，我们预计 10 月 CPI 同比为 5.5%，物价涨幅进一步回落。本月食品价格环比上涨与下跌的品种差不多，涨幅最大的是水果，下跌的主要是鸡蛋和蔬菜。上游钢材等价格下跌，产出缺口由正转负，有助于缓解通胀压力。但劳动力成本上升具有长期性，外部流动性宽松不改，年内 CPI 回落速度仍不会很快，并不支持政策全面放松。
- **出口继续受压但不会跳水，制造业产出活动反弹。**从广交会情况看，受到欧债危机等影响，出口近期面临进一步放缓压力，但不会重演 2008 年的跳水式下滑。截至本届广交会二期结束，采购商人数达到 16.6 万人，略高与上届，比去年秋交会增长 7.5%，增速与最近两年相当（2010 年秋 7.8%、2009 年秋 6.6%），并未出现危机时的明显下滑。一期共成交 237.5 亿美元，增速虽不及之前仍属稳定，欧洲和北美市场订单出现下滑，短单占比仍然很高。汇丰 10 月 PMI 初值为 51.1%，连续三个月回升，并且重回分界线上方，印证了库存调整结束后产出活动的反弹。由于其更能代表中小企业，因此说明中小企业经营困难引发“硬着陆”的风险降低。
- **有限放松态势确立，但调控不会全面转向。**29 日国务院常务会议提出，政策要适时适度进行预调微调，货币方面“优化融资结构”，财政方面“结构性减税”。我们认为，这意味着政策有限放松的态势确立。但是，通胀刚开始缓慢回落，经济放缓幅度温和，近期调控并不会全面转向。通过有限局部的放松，用时间换取观察物价、房价调控效果的空间，同时观察欧债危机的发展。
- **债市存在结构性机会，信用利差修复或会深化。**随着 CPI 进一步回落，经济继续放缓，政策有限放松的态势确立，基本面利空因素逐步消除，债市有望在 11 月经历结构性机会。短期内经济放缓加速的概率较小，无风险利率下行空间有限，而资金面相对继续改善，信用利差有望进一步修复。因此，我们认为利率产品风险不大，但是短期机会也有限，配置型资金可把握节奏继续建仓。相对而言信用产品的机会更大，首推中高评级短融，其次高评级中票，部分高收益城投可适时参与。
- **长期利率仍将震荡，继续推荐 3 年期央票。**短期内经济放缓不会显著加快，通胀回落在预期之内，调控有限放松，利率产品风险和机会都有限。对于 10



年期国债，收益率震荡中枢会较前期有所下移，近期底部可能在 3.70%附近。我们维持不过分追逐长债的建议，配置型资金可以适当把握建仓节奏。随着流动性逐步改善，风险溢价有望继续回落，金融债的价值仍然相对更优。我们继续推荐 3 年期央票，因为货币紧缩的有限放松，会先从公开市场开始，目前是回购价值，之后有骑乘价值。

- **美国经济衰退风险降低，但后续低迷状态难改。** 三季度美国 GDP 增速为 2.5%，较上季度回升 1.2 个百分点，已经连续两个季度回升。从细项贡献来看，消费支出和企业投资是贡献的主力。消费支出的增长主要在于三季度油价较低，推动耐用品消费较快增长所致。不过我们认为，虽然美国经济短期内的衰退风险在降低，但低迷的状态仍然是难以改变的。一是高债务的压力并未消退；二是房地产泡沫经济破裂之后，仍未找到能够持续推动增长的长久因素。**相比于美国，未来欧洲经济的衰退风险更大。**一方面，欧洲二次峰会出台的方案力度不足，并不能根本解决欧债危机，及欧洲银行业的流动性危机。另一方面，由于欧债危机未得到根本解决，欧洲银行业的流动性危机也将持续，欧洲银行信贷增长将继续萎缩，从而打击欧洲经济。

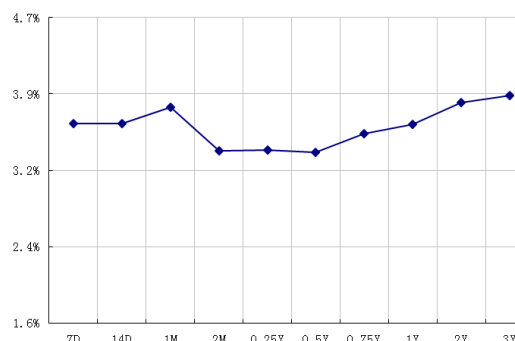


● 上周债券市场重要指标概览 (10.24-10.28)

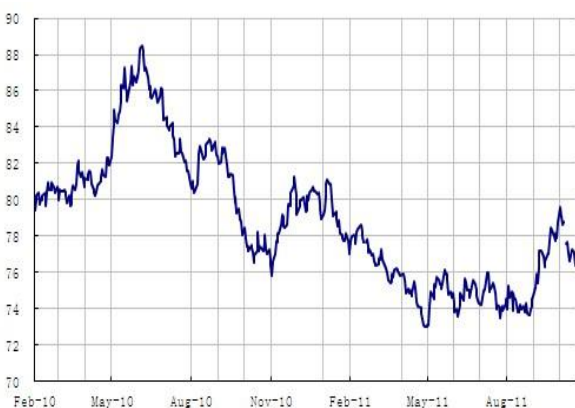
上周中美基准年限国债收益率比较 (10.28)

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	3.190%	5	0.130%	1	306
2Y	3.450%	3	0.280%	-2	317
3Y	3.510%	1	0.500%	4	301
5Y	3.630%	3	1.130%	5	250
7Y	3.730%	5	1.740%	8	199
10Y	3.790%	5	2.340%	11	145
20Y	4.194%	0	3.090%	11	110

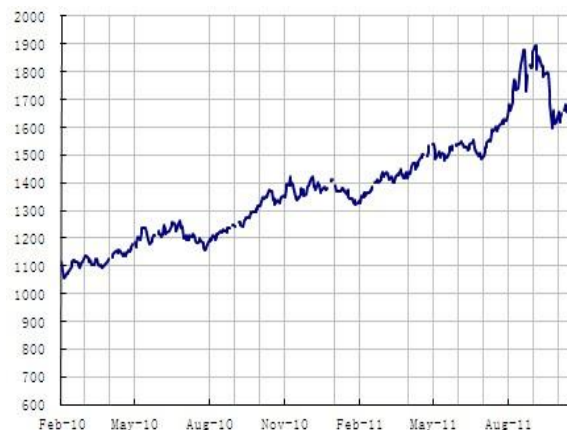
上周货币市场利率曲线 (取自央票数据)



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、通胀进一步回落

10月CPI预计为5.5%，年内将继续缓慢下行。我们预计10月CPI同比为5.5%，物价涨幅进一步回落，产出缺口由正转负有助于缓解通胀压力，年内CPI将继续下行，但速度仍会较为缓慢，并不支持政策全面放松。

本月食品价格方面，环比上涨与下跌的品种差不多。其中，价格涨幅最大的是水果，下跌的品种主要是鸡蛋和蔬菜。商务部数据显示，10月前三周均价与9月均价相比，食用农产品6个品种上涨、5个品种下跌。其中，水果涨幅最高（6.9%），其次是食糖（1.7%）；跌幅最大的是蔬菜（3.1%），其次是肉类（1.9%）和蛋类（1.4%）。从统计局的50个城市监测情况看，水果价格涨幅最高（2.1%），而鸡蛋的跌幅最大（4.6%）。而根据农业部的两个价格指数测算，月度环比分别下跌约3.3%和4.0%。

根据各品种的权重计算，本月食品价格环比下降0.3个百分点。非食品方面，受到成品油价格下调影响，交通通讯类环比降幅明显（-0.3%），其他品种基本都是上涨。综合起来，我们预计10月CPI环比上涨0.1%，同比上涨5.5%。

上游价格方面，本月各类工业品出厂价格全部下跌。钢材价格迅速回落，10月第三周钢材综合指数，比上月末大幅降低4.6%，同时成品油由于调价下跌约1.6%。因此，我们预计10月PPI环比下跌0.8，同比回落至5.0%。

图 1：近期农产品价格回落

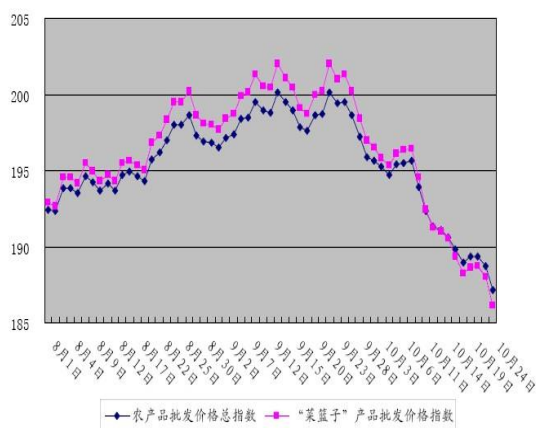
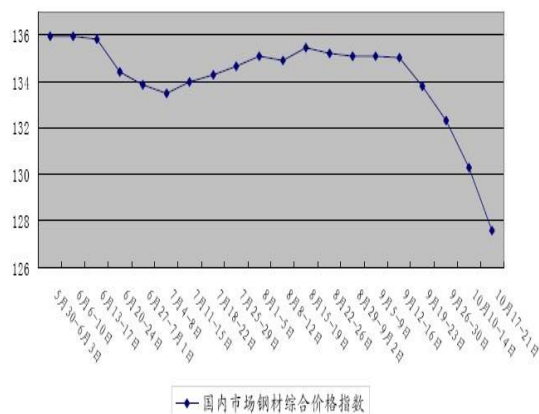


图 2：本月钢材价格明显下行



资料来源：农业部、中钢协、Wind 第一创业整理

从经济周期角度看，产出缺口由正转负，将有助于后续通胀压力的缓解。从年度和季度数据看，改革开放以来GDP缺口对CPI有一定的先导性。主要原因在于，中国的通胀波动和食品价格高度相关，虽然食品价格并不存在广泛的粘性，但其波动明显受



到通胀预期影响。由于通胀预期具有一定粘性，因此价格变化滞后于经济增速变化。今年三季度GDP增长9.1%，与潜在GDP增速之间的差额，处于由正转负的过程。因此后续通胀压力有望逐步缓解。

当然，本轮通胀成本推动的特征明显，而劳动力成本上升具有长期性，同时外围流动性仍然宽松，输入型通胀压力难以迅速回落。因此我们坚持认为，通胀的回落不会很快，CPI同比将继续缓慢下行，预计年底在4.5%左右。

图 3: GDP 缺口与 CPI（年度数据）

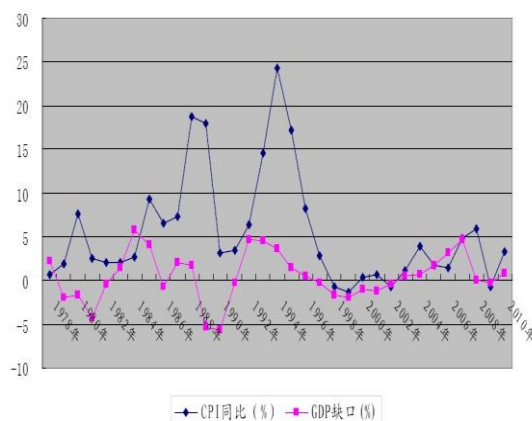
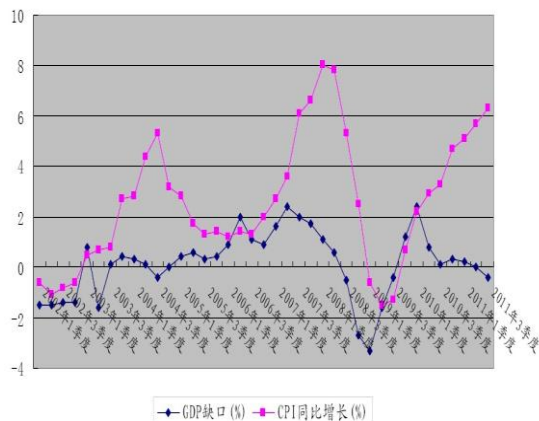


图 4: GDP 缺口与 CPI（季度数据）



资料来源：国家统计局、Wind 第一创业整理

1.2、有限放松确认

出口继续受压但不会跳水，政策有限放松态势确立。从广交会情况看，后续出口面临进一步放缓压力，但不会重演2008年的跳水式下滑。本月汇丰PMI预览反弹至50%以上，印证了库存调整结束后产出活动的反弹。根据国务院常务会议等传递出的信号，我们认为年内政策有限放松的态势确立，来对冲经济下滑的风险。但是，通胀刚开始缓慢回落，而经济放缓幅度合理，因此紧缩调控并不会全面转向。

截至27日本届广交会二期结束，采购商到会人数达到16.6万人，略高于上届前两期（16.3万人），比去年秋交会增长7.5%。采购商人数的增速，保持了金融危机后的水平（2010年秋交会7.8%、2009年秋交会6.6%），并未出现危机时的明显下滑（2008年4月起的三届-7.1%、-7.9%、-13.8%）。我们预计本届采购商人数或略高于上届，参会人气较为稳定。成交方面，一期共成交237.5亿美元，其中机电产品成交207.8亿美元，比上届增长4.5%，比去年秋交会增长13.4%。虽然弱于金融危机后的高增速，增长仍属稳定。具体来看，欧洲和北美市场订单出现下滑，短单占比仍然很高，三个月以内的订单超过一半。

从广交会数据看，受到欧债危机影响，加上成本和升值的压力，后续出口增长面临进一步放缓压力。但是，外需减弱但需求仍在，目前订单足以支持一个季度，出口



近期内不会重演08年的跳水式下跌。明年出口的风险，主要在于欧债危机的演进程度，即是否会深化为实体经济危机，以及美国经济增长情况。

汇丰10月PMI初值为51.1%，连续三个月回升，并且重回50%的分界线上，显示产出活动有所反弹。从分项看，当月新订单指数和产出指数均明显回升，分别较上月提高2.3和1.4个百分点。这印证了我们对9月工业增速反弹的看法，本轮库存调整基本结束，产出面出现反弹。由于汇丰PMI更能反映中小企业的状况，更说明中小企业的困难有所改善，经济回落幅度在合理范围，而且并不会出现“硬着陆”。我们预计10月官方PMI也会继续回升。

上周温家宝总理在天津、北京分别召开座谈会，29日主持召开国务院常务会议，分析经济形势。会议对于今后几个月的工作部署指出，要切实把握好宏观调控的方向、力度和节奏，适时适度进行预调微调，货币方面“优化融资结构”，财政方面“结构性减税”。我们认为，这意味着政策有限放松的态势确立。下一阶段调控会在保障房、铁路建设等方面，对冲房地产和出口风险。但是，通胀刚开始缓慢回落，经济放缓幅度温和，近期紧缩调控并不会全面转向。通过有限局部的放松，决策层用时间换取观察物价、房价调控效果的空间，同时观察欧债危机的发展。

图 5：广交会采购商人数平稳

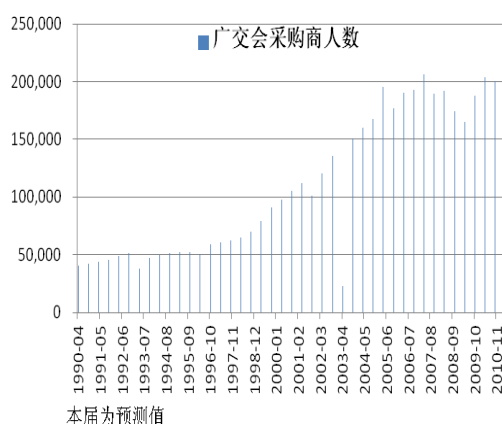
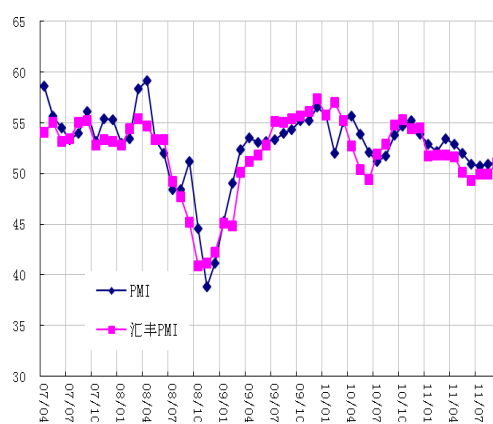


图 6：10 月汇丰 PMI 反弹至分界线上



资料来源：广交会网站、Markit、Wind 第一创业整理

1.3、海外研究

三季度美国经济回升，衰退风险降低，但后续低迷状态难改。三季度美国GDP增速为2.5%，较上季度回升1.2个百分点。美国GDP增速已经连续两个季度回升，因此之前市场所预期的美国经济再度出现衰退的风险在降低。从细项贡献来看，三季度GDP增速回升中，消费支出和企业投资是贡献的主力。其中消费支出贡献了1.7个百分点，而企业非住宅投资贡献了1.6个百分点。消费支出的增长主要在于三季度油价较低，推动耐用品消费较快增长所致。从就业市场的先行指标来看，初请失业金人数并未大幅恶化，也说明美国经济短期陷入衰退的风险较低。10月22号当周，初请失业金人数(四



周移动平均值)为40.55万人，较9月底下降1.25万人，继续有所改善。

不过我们认为，虽然美国经济短期内的衰退风险在降低，但低迷的状态仍然是难以改变的。一是高债务的压力并未消退，未来去杠杆化的过程中，美国财政赤字需要削减，个人消费者需要增加储蓄来还债；二是房地产泡沫经济破裂之后，美国经济仍未找到能够持续推动增长的长久因素，而减税等财政政策只能获得短期的刺激效果。

图 7：三季度美国 GDP 增速提升至 2.5%

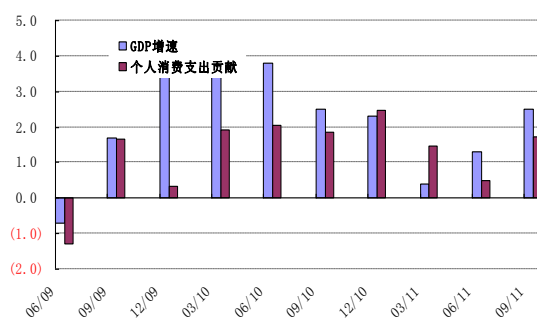


图 8：10 月以来就业市场继续有所改善



资料来源：Bloomberg 第一创业整理

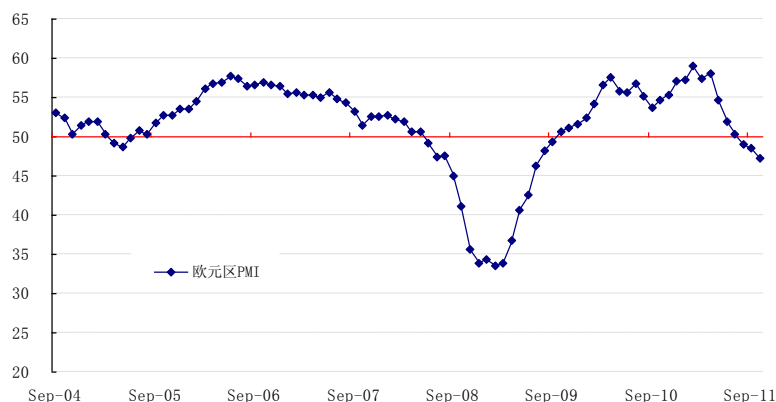
相比于美国，未来欧洲经济的衰退风险更大。一方面，欧洲二次峰会出台的方案力度不足，并不能根本解决欧债危机，及欧洲银行业的流动性危机。首先，银行业进行希腊债务50%的减记幅度仍显不够，未来还需继续减记；其次，相比于意西两国合计高达2.5万亿欧元的政府国债规模，杠杆化后的1万亿欧元EFSF同样显得不足；最后，也是最重要的，本次峰会对未来如何推动欧洲经济持续增长未有讨论，而这是解决债务危机的最根本措施，从中也可以看出本次峰会只有短期缓解方法，却无长期解决方案。

另一方面，由于欧债危机未得到根本解决，欧洲银行业的流动性危机也将持续，欧洲银行信贷增长将继续萎缩，从而打击欧洲经济。

10月欧元区PMI 综合指数为47.3，连续6个月回落，且连续三个月持续在50的荣枯分界线以下，显示欧洲制造业的不景气在加剧。10月欧盟27国经济信心指数同样继续下跌至-20.2。我们预计三季度欧元区GDP增速有可能继续下滑至仅有0.1%，未来更有衰退的风险。



图 9: 10 月欧元区 PMI 指数跌至 09 年 7 月以来的最低



资料来源: Bloomberg、Wind 第一创业整理

2、公开市场

3年央票暂时停发，非政策放松信号。上周3年央票暂停发行，不过我们认为，这主要是央行出于防御性操作的临时性措施，并非政策放松信号。步入10月底，银行间资金面产生季末效应，再度重新紧张起来，7天回购利率从10月中旬3.4%的平均水平明显提升至上周的4%以上。在市场需求较为旺盛的情况下，央行选择了暂停3年央票，以缓解市场资金的紧张程度。与此同时，央行继续维持短期正回购较大的发行力度，7天和28天累计发行继续达1000亿，其中很重要的原因在于平滑年内剩余月份的到期资金分布。11月、12月公开市场到期资金分别只有3260亿和250亿。

11月资金面环境相对优于10月，预计资金利率可能维持在3.5%左右的平均水平。从银行间资金流入来说，一方面，11月财政存款将净减少2000-3000亿，而10月则预计大幅增加3000亿以上；另一方面，在欧洲峰会出台短期缓解的一系列措施后，11月预计外汇占款有望回升，资金外流情况将缓解。从银行间资金流来说，11月保证金存款缴存约2000亿，与10月基本持平，关键的还是在于央行的紧缩态度。

我们认为，“宽财政、紧货币”的宏观大背景整体没有改变，社会资金利率较高的状况也不会改变。但考虑到欧洲经济放缓对出口的负面影响在显著加大，同时内部周期品价格的下跌，以及9月份信贷萎缩至09年来的最低水平，这些可能意味着央行紧缩政策进一步加码的必要性在减弱，也包括在银行间。

因此，在资金面环境改善，央行紧缩不会加码的情况下，后续银行间回购利率有可能在3.5%的附近水平持续，甚至会更低一点。

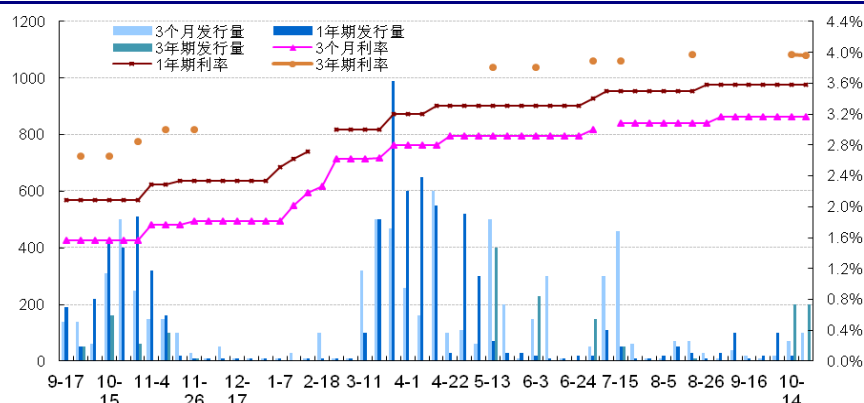
表格 1: 上周公开市场到期及回笼一览表:

	类型	期限	规模(亿元)	利率(%)	周变化(BP)
投放	央票到期	1 年/3 年	410	-	-
	正回购到期	1 个月/3 个月	600	-	-



回笼	央票发行	3 个月	10	3.16	0
	央票发行	1 年	190	3.58	0
	央票发行	3 年	0	3.96	0
	正回购	1 个月	0	3.16	0
	正回购	3 个月	450	2.80	0
合计			183		

图 10: 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、市场观点

债市存在结构性机会，信用利差修复或会深化。随着CPI进一步回落，经济继续放缓，政策有限放松的态势确立，基本面利空因素逐步消除，债市有望在11月经历结构性机会。短期来看，产出有所反弹，出口继续受到外需的负面影响，但不会重现跳水式下滑，经济放缓风险加剧的概率较小，因而无风险利率向下突破的空间有限。同时，资金面相对上月或有所改善，回购利率较为平稳，流动性紧缩预期下降，信用利差会进一步修复。因此，我们认为利率产品风险不大，但是短期内机会也有限，收益率或在低于前期的中枢震荡，配置型资金可把握节奏继续建仓。相对而言，信用产品的机会更大，近期的结构性行情会继续深化，其中中高级短融最优，高级中票次之，部分高收益城投可适时参与。

3.2、利率产品

长期利率仍将震荡，继续推荐3年期央票。上周利率产品收益率全线回升，印证了我们反弹基本到位的判断，而受到停发影响，3年期央票利率小幅下行。短期内经济放缓不会显著加快，通胀回落在预期之内，调控有限放松，利率产品整体风险不大，但是机会也有限。我们继续推荐3年期央票，因为货币紧缩的有限放松，会先从公开市场

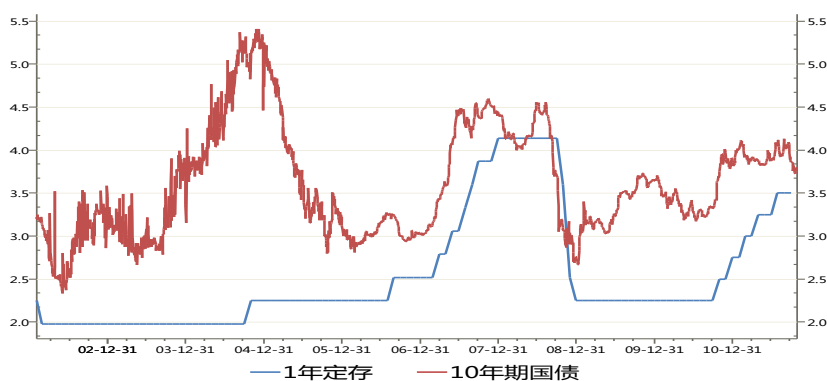


开始，如之前指出，3年期央票目前是回购价值，之后有骑乘价值。

对于10年期国债，收益率震荡中枢会较前期有所下移，近期底部可能在3.70%附近。在本轮加息之前，10年期国债收益率在3.30%-3.40%左右，至今基准利率提高125bp达到3.50%，1年期央票在3.60%附近。目前看来年内降息概率很小，基本面利好有限，因此长期利率难以过分下行。因此，我们维持前期判断，不建议过分追逐长债，配置型资金可以适当把握建仓节奏。随着流动性逐步改善，风险溢价有望继续回落，金融债的价值仍然相对更优。

由于一级市场停发等因素，上周3年期央票表现明显优于其他利率产品，但其价值仍处于低估状态，我们继续推荐投资者参与。一方面，跨月后回购利率会出现回落，11月资金面或相对好于10月，流动性高的央票会受到一定追逐，同时如果一级继续停发，供需结构会更有利。另一方面，调控有限放松，会最先通过公开市场开始，目前普遍下调存准或降息概率都很小。如果后续经济表现不及预期，收益率有更大下行空间。

图 11：长期利率下行空间有限



资料来源：中债信息网、Wind 第一创业整理

表格2：本周利率产品发行情况

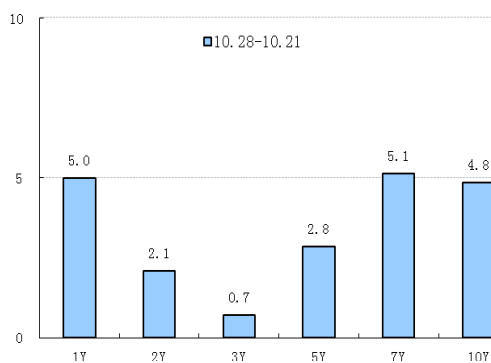
投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)



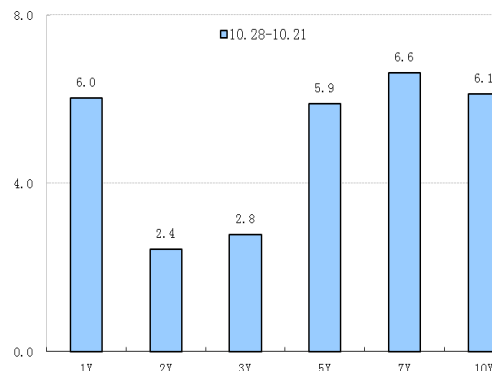
5、一周债市变化图表

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

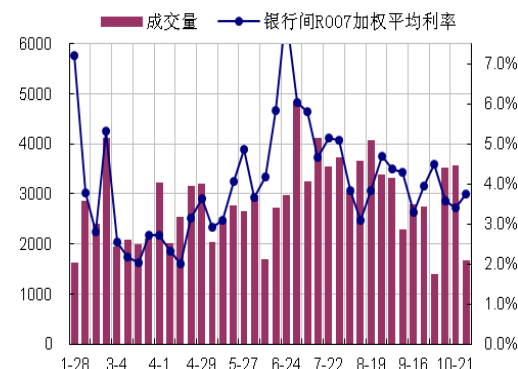
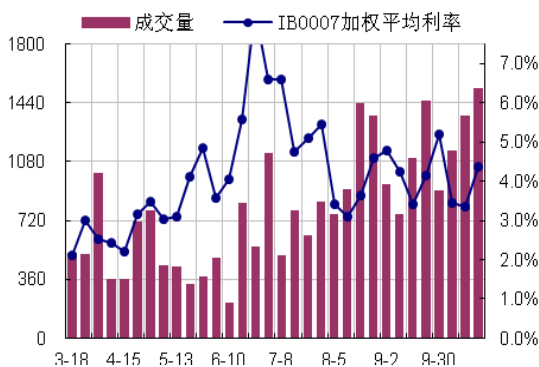


银行间市场金融债收益率曲线周变化



5.2、货币市场利率

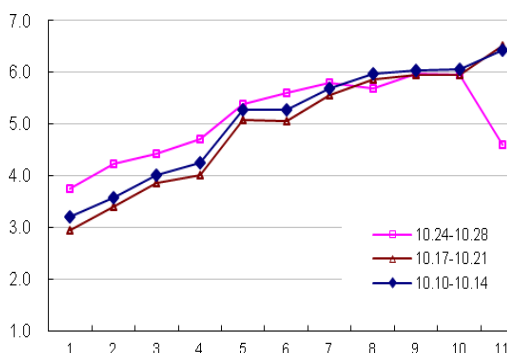
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

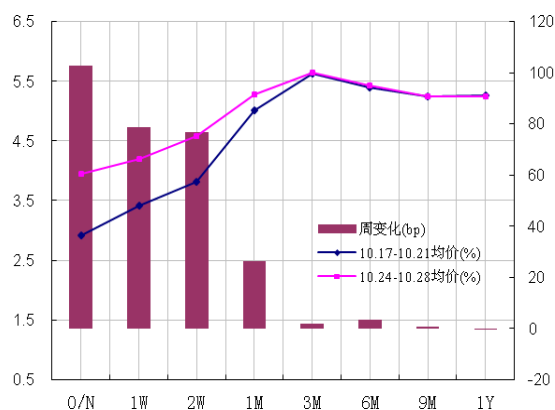
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	3.76	81	167266165.7	26859352.27
R007	4.22	82	39504197.99	3738540.24
R014	4.41	55	8957707.5	-128196.2
R021	4.70	70	1052030	-1032133.5
R1M	5.39	31	3966693.9	2550601.3
R2M	5.61	56	1186025	666100
R3M	5.79	23	671088	-59897
R4M	5.68	0	265815	-205085
R6M	5.97	3	242259.6	-4210.4
R9M	5.95	0	22961.5	-76018.5
R1y	4.60	-192	209800	110028
合计			223344744	32419081

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

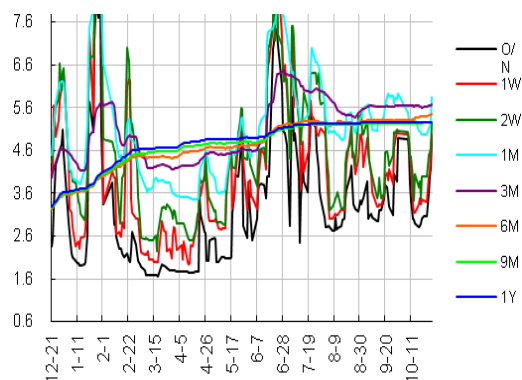




SHIBOR 各期限利率变化

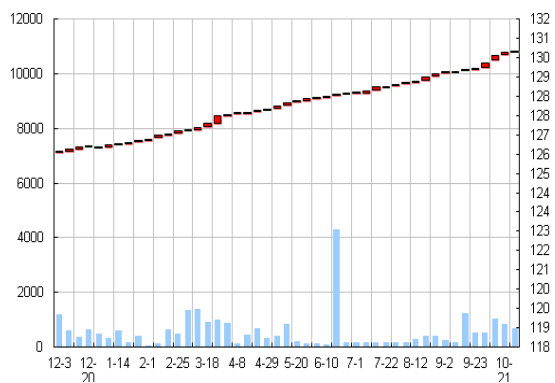


SHIBOR 的各期限利率走势

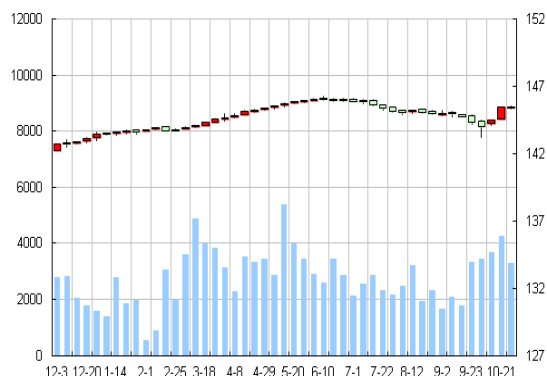


5.3、交易所债券指数

上证国债指数走势图（周K线）



上证企业债指数走势图（周K线）





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 国开 25	5	R+65	200	2011-4-14
					11 国开 26	10	4.44	100	2011-4-20
					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
累计	10250.6	累计	16459.9		

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(%)
2011-10-24	3.0650	3.4033	3.9992	4.9667	5.6136	5.4030	5.2408	5.2536
2011-10-25	3.5983	3.9900	4.5000	5.1010	5.6363	5.4133	5.2451	5.2536
2011-10-26	3.9983	4.0917	4.5418	5.1450	5.6354	5.4214	5.2472	5.2534
2011-10-27	4.1875	4.5417	4.6517	5.3269	5.6522	5.4370	5.2455	5.2474
2011-10-28	4.8983	4.9792	5.2150	5.8317	5.6643	5.4450	5.2452	5.2499
周均价(%)	3.9495	4.2012	4.5815	5.2743	5.6404	5.4239	5.2448	5.2516
周变化(bp)	103	79	77	26	2	3	1	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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120