

陈宝强

86-755-82943292

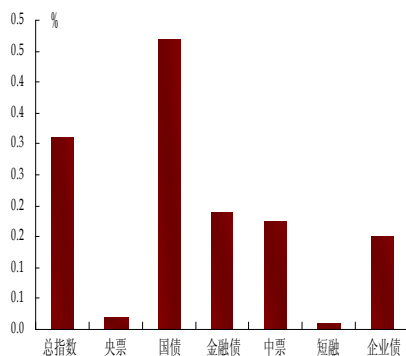
chenbq@cmschina.com.cn

2010年2月8日

债券市场周报（2010.2.8）

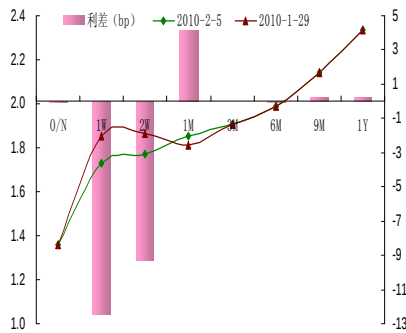
季节因素或继续推高2月CPI，利率产品重交易轻配置

中债资产一周净价收益



资料来源：WIND

SHIBOR 一周变化



资料来源：WIND

相关报告

债券市场 2010 年度投资策略——温和通胀与利率周期中的结构性机会

2009/12/9

债券市场周报——央票利率或持平至节后，谨慎介入利率产品交易性机会

2010/2/1

债券市场周报——通胀与升息周期前半程，继续低配利率超配信用

2010/1/25

债券市场周报——央票利率上行重启，短端优先配置信用产品

2010.1.11

内容摘要：

- **宏观分析——工业小幅回落，购进价格劲升：**1 月份 PMI 小幅回落，对应的 1 月份 GDP 同比小幅回落至 10.7%，为自 8 月份以来 GDP 连续实现两位数增长，预计 1 月工业同比增速降至 17% 左右。PMI 购进价格指数与 CPI 环比的反弹趋势较为一致，生产加速复苏和存货周期继续上升，将继续推动工业及消费品价格上行，通胀显性化趋势将愈加明显。
- **货币政策——物价先行指数显著回升：**上周央票发行利率继续持平，与我们前周的报告观点相一致，主要原因是 1 月份 CPI 回落以及窗口指导下的信贷迅猛扩张趋势得到抑制。我们预计下周央票发行利率将会继续持平，节前央行公开市场操作仍将会继续维持小幅净投放。央行公布《09 年四季度宏观经济形势分析》，4 季度存货指数连续回升，工业企业利润持续改善；内外需加速回暖，居民就业预期持续好转，企业商品与房地产价格加速回升；央行用工业增加值测算的经济一致指数和先行指数，在 4 季度显著回升，央行测算的物价一致指数已经触底反弹，物价先行指数加速上扬。
- **债券市场——央票利率续平，现券收益率继续下行：**上周 10 年固息国债和浮息金融债同时发行，浮息债认购更胜一筹；中债净价总指数涨 0.31%，各债券资产净价均上涨；国债金融债多数期限收益率下行，4~10 年期国债收益率平均降 8BP，1~10 年期政策性金融债收益率平均降 7BP，1 年期 A~AAA 级短融与央票利差各升 3BP；节前流动性充裕，短期货币市场利率继续回落。
- **一周展望——季节因素或继续推高 2 月 CPI，利率产品重交易轻配置：**从历史季度数据看，食品价格常在 1 和 4 季度出现异常波动，主要原因是受寒冷气候以及春节等假期因素影响；从翘尾因素看，2 月份 CPI 翘尾因素与 1 月份同为 0.7%。因此，2 月份 CPI 同比走势主要由食品价格环比涨幅所决定。若 2 月份 CPI 同比达到高于 2% 的水平，则央行将重启央票发行利率上行。
- **近期商业银行等配置型机构的被动配置压力，使得长期利率产品收益率出现阶段性下行局面，收益率曲线出现平坦化下移。但是，我们认为在今年 CPI 和央票发行利率尚有较大调升空间的情况下，短期内收益率曲线将会继续平坦化上移。因此，建议对当前利率产品的阶段性机会采取重交易轻配置的策略。我们认为下半年才为银行、保险等配置型机构配置长债的较佳时机，作为交易型机构的基金公司明年可进入拉长久期和配置长债的观察期。**
- **我们认为在 2 季度加息之前，信用产品不会有较大的利率风险。因此，建议继续积极关注高票息信用产品。**

正文目录

一、宏观经济——工业小幅回落，购进价格劲升	5
二、货币当局——物价先行指数显著回升	8
公开市场——春节临近，央行连续净投放	8
央行 4 季度经济形势分析——经济与通胀先行指标显著回升	8
三、债券市场——央票利率续平，现券收益率继续下行	11
一级市场——央票利率续平，浮息债认购优于固息	11
二级市场——资产普涨，国债金融债多数期限收益率下行	12
现券市场——现券交易平稳	13
货币市场——节前流动性充裕，短期资金利率将继续回落	15
四、一周展望——季节因素或继续推高 2 月 CPI，利率产品重交易轻配置	15
全国商行拆出回暖，外汇占款继续回升	16
配置压力初显，1 月份银行新增债券投资大幅回升	17
保费净收入与避险需求回升，保险公司债券配置将继续回暖	18
1 月份基金公司企业债投资创新高	20
投资策略——季节因素或继续推高 2 月 CPI，短期内收益率曲线将会继续平坦化上移，利率产品重交易轻配置	22

图表目录

图 1: 1 月份PMI小幅回落至 55.8.....	5
图 2: PMI制造业新增需求与工业增速趋势吻合	5
图 3: PMI总指数权重分布%.....	6
图 4: 1 月除供应商配送外其它PMI分项指标均回落	6
图 5: 1 月份生产和新订单指数均小幅回落	6
图 6: 1 月份原材料和产成品库存指数继续攀升	6
图 7: 1 月份PMI出口订单指数继续回升	6
图 8: 1 月份进口指数继续回升	6
图 9: 美国GDP与PMI趋势基本一致, 1 月份PMI升至 58.4	7
图 10: 1 月份首次申请失业人数再次攀升对消费增长构成压力	7
图 11: 1 月份PMI对应的GDP同比为 10.7%	7
图 12: 工业增加值同比与制造业新增需求回归关系	7
图 13: PMI购进价格指数反弹强劲	7
图 14: CPI环比预示购进价格指数回落	7
图 15: 上周央行公开市场操作继续大幅货币净投放 2140 亿	8
图 16: 上周央行未展开正回购操作	8
图 17: 4 季度 5000 户工业企业产成品存货指数显著回升	9
图 18: 1-11 月份工业企业利润持续改善	9
图 19: 4 季度季调后进出口月环比增速创 2 年来高点	9
图 20: 城镇储户居民就业预期持续好转	9
图 21: 4 季度企业商品价格 (CGPI) 加速回升	10
图 22: CGPI同比环比趋势与PPI一致	10
图 23: 12 月份全国房屋销售价格同比环比继续冲高	10
图 24: 12 月份新建及二手房价格环比加速反弹	10
图 25: 4 季度经济先行指数显著回升	10
图 26: 4 季度通胀先行指数加速上行	10
图 27: 中债资产一周净价指数变化	12
图 28: 其它分类中债净价指数变化	12
图 29: 中债国债指数关键年限收益率及单周变化	12
图 30: 政策性金融债收益率曲线及单周变化	12
图 31: 金融债国债利差走势图	13
图 32: 企业债国债利差走势图	13
图 33: 1 年期A级短融与央票利差走势	13
图 34: 1 年期AA级短融与央票利差走势	13
图 35: 银行间市场现券成交额及周变化	14
图 36: 交易所市场现券成交额走势	14
图 37: SHIBOR一周走势	15
图 38: 银行间质押式回购 7 天期限利率降 14BP	15
图 39: 上周央票发行利率持平	15
图 40: 2 年期央票收益率降 12BP	15
图 41: 上周全国性商行净拆出资金回升	16
图 42: 全国商行质押式回购净拆出回升	16
图 43: 上周全国商行同业净拆出回升	16
图 44: 12 月份外汇占款新增 2910 亿继续回升	16
图 45: 1 月份商业银行大幅新增债券投资 2277 亿	17
图 46: 1 月全国商行自营账户现券交易连续四个月净卖出	17
图 47: 1 月份银行减持国债 198 亿	17
图 48: 1 月份银行新增政策性金融债投资 690 亿	17
图 49: 1 月份商业银行新增企业债投资维持高位	18

图 50: 1 月份商业银行增持短融 328 亿	18
图 51: 1 月份商业银行新增央票投资 1215 亿	18
图 52: 1 月份商业银行在一级市场认购的券种结构	18
图 53: 12 月份保险保费和寿险净收入同比继续回升	19
图 54: 12 月份债券投资占比平稳	19
图 55: 1 月份保险机构债券投资减少 14 亿	19
图 56: 1 月份保险公司自营账户现券连续小幅净卖出	19
图 57: 1 月份保险公司国债投资减少 12 亿	19
图 58: 1 月保险新增政策性金融债投资大幅降至 25 亿	19
图 59: 1 月份保险机构新增企业债投资维持低位	20
图 60: 1 月份保险机构新增短融投资维持低位	20
图 61: 1 月份保险机构减持央票 88 亿	20
图 62: 1 月份保险机构在一级市场认购的券种结构	20
图 63: 1 月份基金公司债券投资减少 68 亿	21
图 64: 1 月份基金公司质押式正回购净额回落	21
图 65: 1 月份基金公司新增国债投资维持低位	21
图 66: 1 月份基金公司政策性金融债投资增速小幅回升	21
图 67: 1 月份基金公司企业债投资创 1 年多来新高	21
图 68: 1 月份基金公司减持短融投资 80 亿	21
图 69: 1 月份基金公司减持央票 150 亿	22
图 70: 1 月份基金公司在一级市场认购的券种结构	22
图 71: 食品价格常在 1 和 4 季度受季节影响出现异常波动	22
图 72: 1、2 月份 CPI 翘尾因素同为 0.7%	22
表 1: 上周一级市场发行明细	11
表 2: 上周成交量前三位的利率产品个券明细	14
表 3: 上周成交量前三位的信用资产明细	14
表 4: 近一个月成交最活跃的固定利率产品明细 (剩余期限 ≤ 1 年)	23
表 5: 下一周将发行短融与中票一览	23
表 6: 结合流动性、到期收益率、剩余期限和主体评级推荐的短期信用债 (剩余期限 ≤ 1 年)	24

一、宏观经济——工业小幅回落，购进价格劲升

1 月份 PMI 小幅回落，对应的 1 月份 GDP 同比小幅回落至 10.7%，为自 8 月份以来 GDP 连续实现两位数增长，预计 1 月工业同比增速降至 17% 左右。PMI 购进价格指数与 CPI 环比的反弹趋势较为一致，生产加速复苏和存货周期继续上升，将继续推动工业及消费品价格上行，通胀显性化趋势将愈加明显。

1 月份工业同比增速将回落至 17% 左右

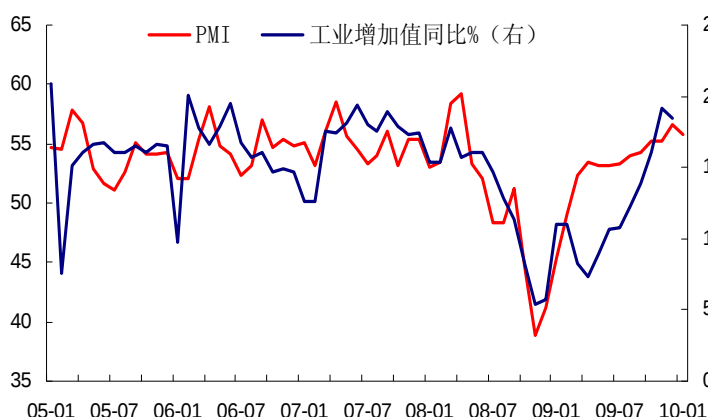
1 月中国 PMI 总指数为 55.8，较上月降 0.8 个百分点，为连续七个月回升后首次回落（图 1）。我们用 PMI 新订单指数减去 PMI 产成品库存指数，衡量国内制造业的新增需求由 12 月份的 13.9 小幅回落至 12.6。从趋势看，PMI 制造业新增需求与工业增速趋势较为吻合（图 2）。根据两者线性关系推算，1 月份工业同比增速将在 12 月份 18.5% 的基础上回落至 17% 左右（图 12）。

从分项指标看，PMI 总指数权重分为生产、新订单、就业、供应商配送以及库存五部分，其权重分别为 25%、30%、20%、15% 和 10%（图 3）。从月环比看，1 月份 PMI 总指数下降 0.8，除供应商配送外其它 PMI 分项指标均回落（图 4）。

1 月 PMI 生产和新订单指数分别为 60.5 和 59.9，分别较上月回落 0.9 和 1.1（图 5）；从库存指标看，1 月份原材料和产成品库存指数分别为 52.2 和 47.3，为近 11 个月来高点，顺周期的存货上升是产出增长和原材料需求增加的信号（图 6）。

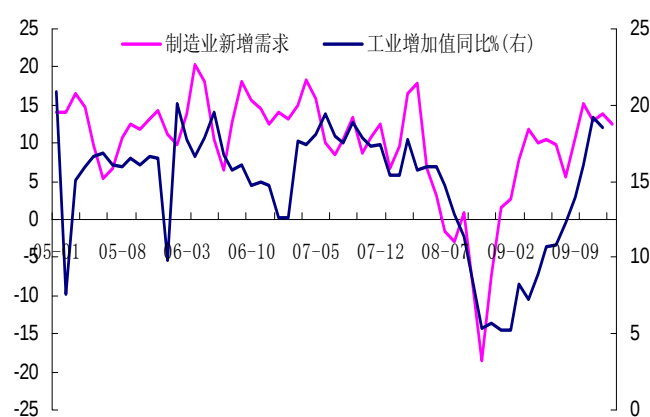
从贸易进出口看，1 月份新出口订单指数为 53.2，较上月升 0.6 个百分点（图 7），1 月份进口指数为 53.4，较 12 月份回升 0.9，反映内外需持续回暖（图 8）。

图 1：1 月份 PMI 小幅回落至 55.8



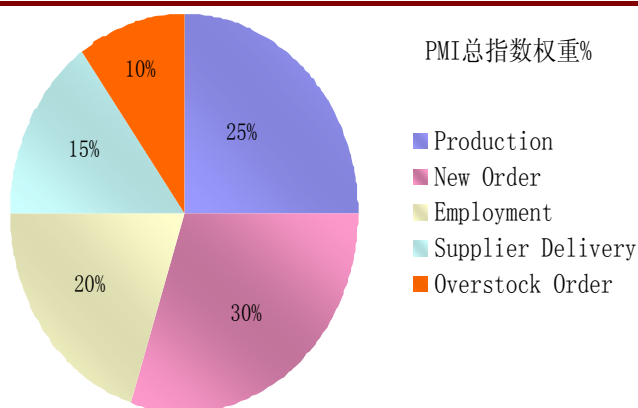
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：PMI 制造业新增需求与工业增速趋势吻合



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3: PMI 总指数权重分布%



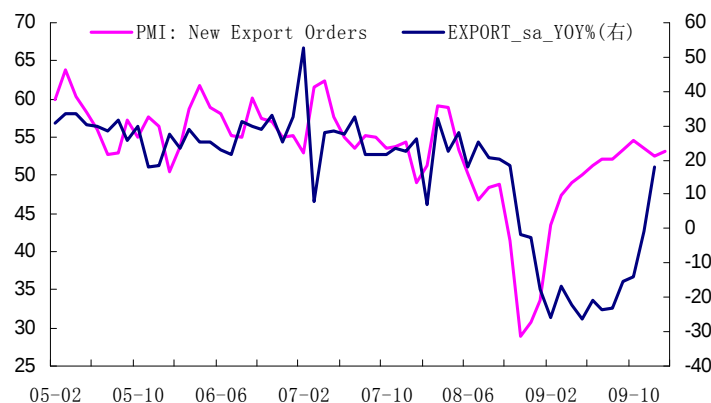
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5: 1 月份生产和新订单指数均小幅回落



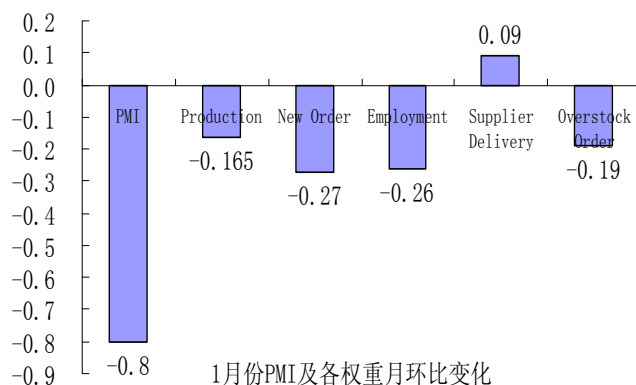
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 1 月份 PMI 出口订单指数继续回升



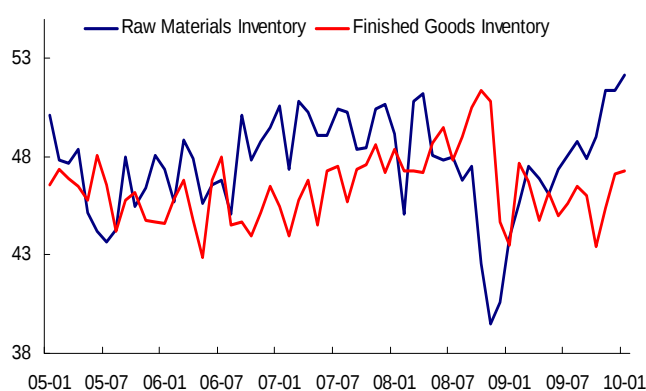
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 1 月除供应商配送外其它 PMI 分项指标均回落



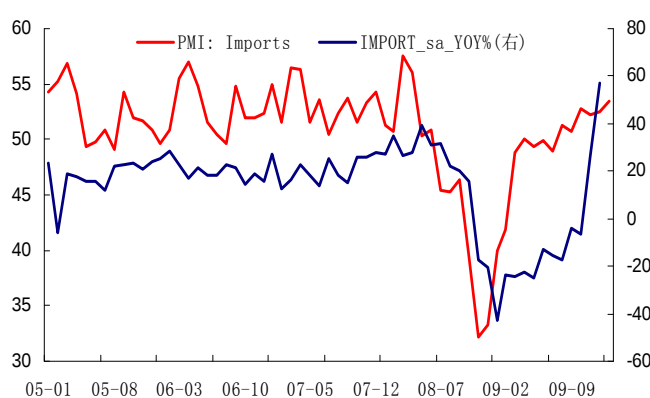
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 1 月份原材料和产成品库存指数继续攀升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 1 月份进口指数继续回升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

购进价格连续反弹, PMI 对应 GDP 继续两位数增长

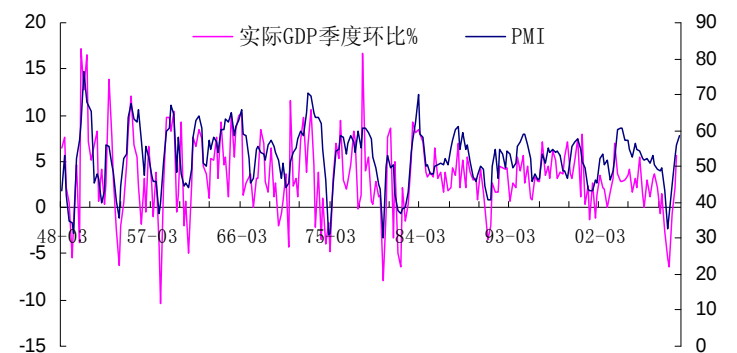
1 月份美国 PMI 指数升至 58.4, 升至 06 年来高点。从趋势上看, 美国 PMI 与 GDP 环比增速基本一致 (图 9)。1 月 15 日当周, 美国首次申请失业人数回升至 48.2 万人, 首次申请失业人数再次攀升对美国消费增长构成压力 (图 10)。

按照 1 月份 PMI 55.8 计算，对应的 1 月份 GDP 同比小幅回落至 10.7%，为自 8 月份以来 GDP 连续实现两位数增长（图 11）。

从 PMI 购进价格指数看，1 月份反弹至 68.5，为 08 年 8 月份以来高点。从趋势上看，PMI 购进价格指数的反弹领先于 PPI（图 13）；而自 09 年初以来，PMI 购进价格指数与 CPI 环比的反弹趋势较为一致，1 月份 CPI 环比预示 PMI 购进价格指数回落（图 14）。

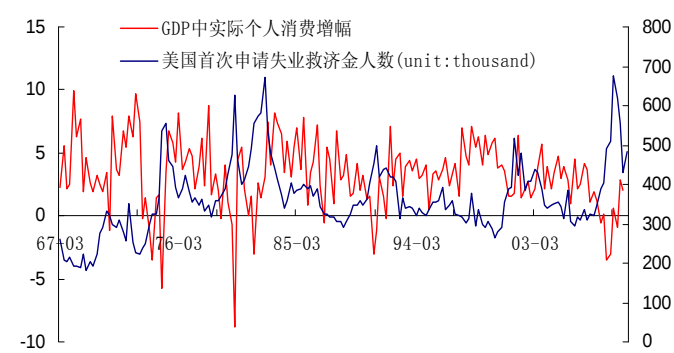
生产加速复苏和存货周期继续上升，将继续推动工业及消费品价格上行，通胀显性化趋势将愈加明显。

图 9：美国 GDP 与 PMI 趋势基本一致，1 月份 PMI 升至 58.4



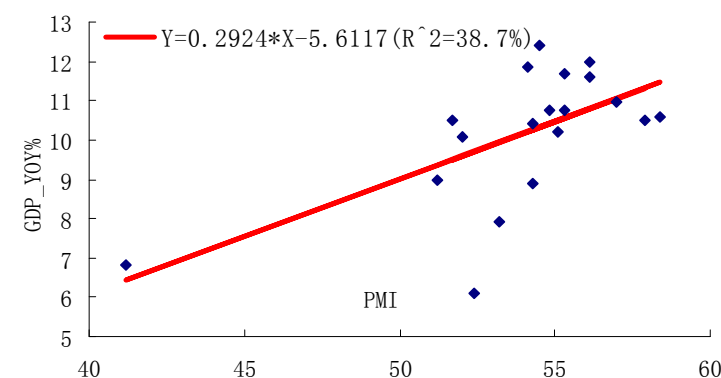
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：1 月份首次申请失业人数再次攀升对消费增长构成压力



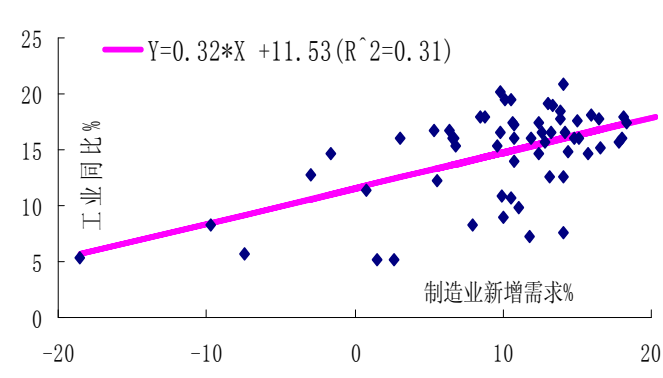
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 11：1 月份 PMI 对应的 GDP 同比为 10.7%



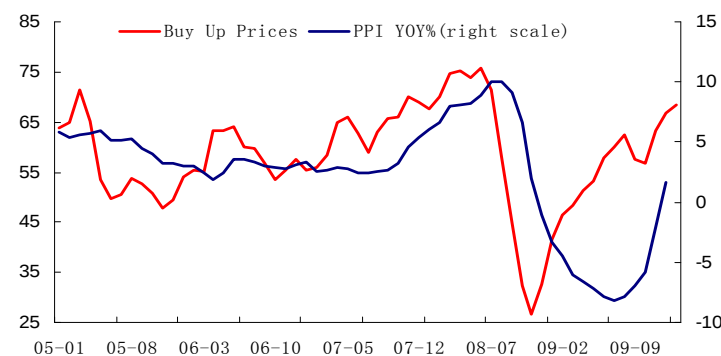
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：工业增加值同比与制造业新增需求回归关系



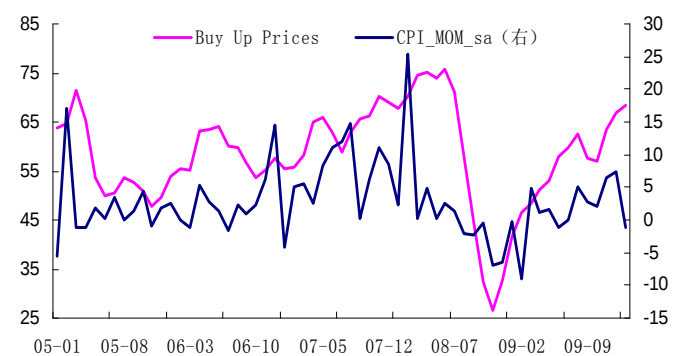
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 13：PMI 购进价格指数反弹强劲



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 14：CPI 环比预示购进价格指数回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

二、货币当局——物价先行指数显著回升

上周央票发行利率继续持平，与我们前周的报告观点相一致，主要原因是1月份CPI回落以及窗口指导下的信贷迅猛扩张趋势得到抑制。央行公开市场操作继续净投放，与春节假期临近市场流动性需求增加有关，我们预计下周央票发行利率将会继续持平，央行公开市场操作仍将会继续维持小幅净投放。

央行公布《09年四季度国内宏观经济形势分析》，4季度存货指数连续回升，工业企业利润持续改善；内外需加速回暖，居民就业预期持续好转，企业商品与房地产价格加速回升；使用工业增加值测算的经济一致指数和先行指数，在4季度显著回升，预示未来经济继续加速复苏的迹象；测算的物价一致指数已经触底反弹，物价先行指数加速上扬。

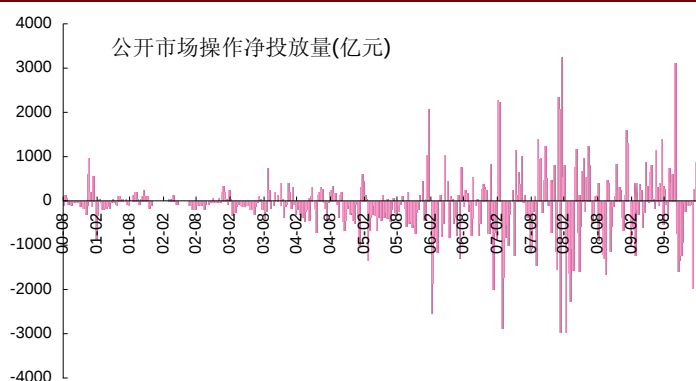
公开市场——春节临近，央行连续净投放

上周央行发行央票520亿，央票到期1110亿，正回购到期1550亿，上周央行公开市场操作继续大幅货币净投放2140亿，为连续3周净投放（图15），上周央行未展开正回购操作（图16）。

招标发行的100亿元1年期央票发行收益率第二次持平于1.9264%，招标发行的420亿元3个月期央票发行收益率第二次持平于1.4088%。

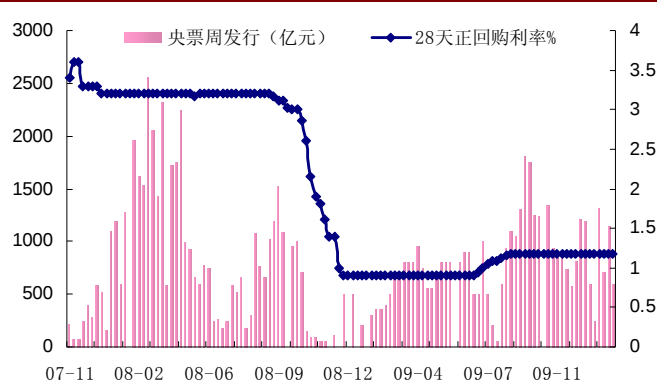
上周央票发行利率继续持平，与我们前周的报告观点相一致，主要原因是1月份CPI回落以及窗口指导下的信贷迅猛扩张趋势得到抑制。央行公开市场操作继续净投放，与春节假期临近市场流动性需求增加有关，我们预计下周央行公开市场操作仍将会继续维持小幅净投放。

图 15：上周央行公开市场操作继续大幅货币净投放 2140 亿



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

图 16：上周央行未展开正回购操作



资料来源：CHIANBOND，招商证券研发中心

央行4季度经济形势分析——经济与通胀先行指标显著回升

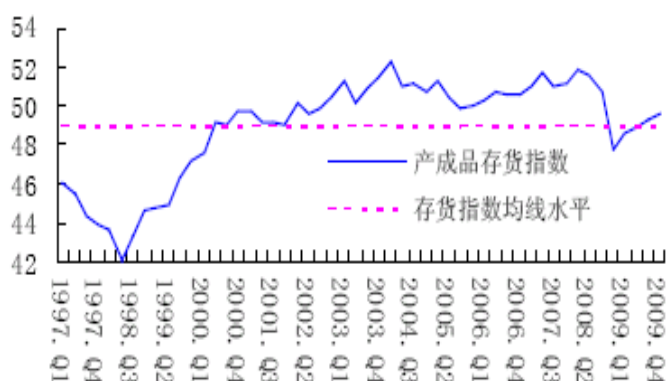
央行近期公布了《09年四季度国内宏观经济形势分析》，其中要点如下：

存货指数连续回升，工业企业利润持续改善：央行5000户企业调查显示，4季度工业企业产成品存货指数较上季上升0.4至49.6，连续第四个季度回升，并连续两个季度超过48.9的历史平均水平（图17）；1-11月份规模以上工业企业利润同比增长7.76%，增速较

去年同期高2.91 个百分点，较前5和前8个月增速分别提高30.6和18.4个百分点（图18）。

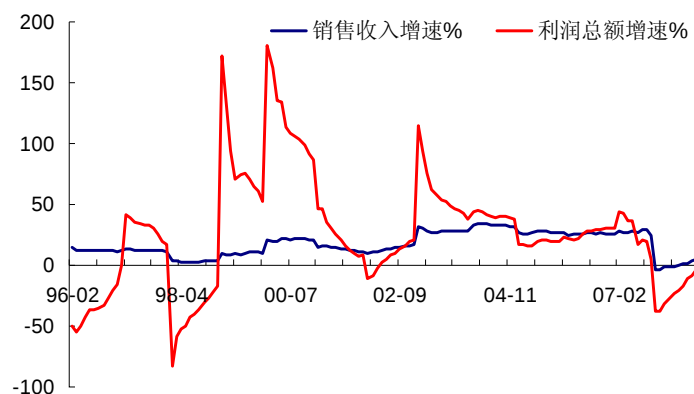
内外需加速回暖，居民就业预期持续好转：从季调后环比看，进口在2月份之后一直保持正增长，并在9月份以后环比增速逐渐走高。出口在下半年也表现出稳定的复苏迹象，12月份进出口月环比均达到历史高位（图19）；央行4季度城镇居民调查显示，居民就业预期指数从今年1季度的42.2%升至4季度的53.1%（图20）。

图 17: 4 季度 5000 户工业企业产成品存货指数显著回升



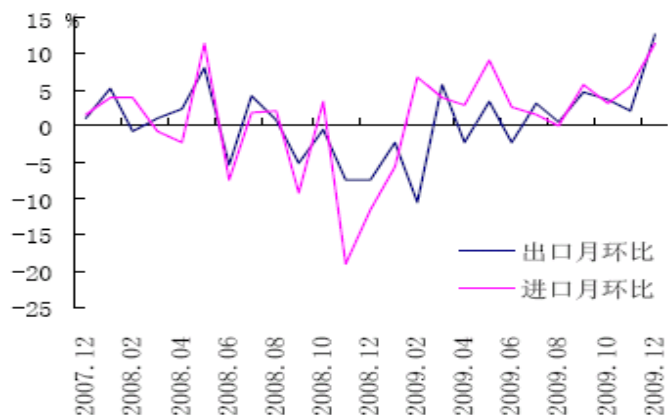
资料来源：招商证券研发中心

图 18: 1-11 月份工业企业利润持续改善



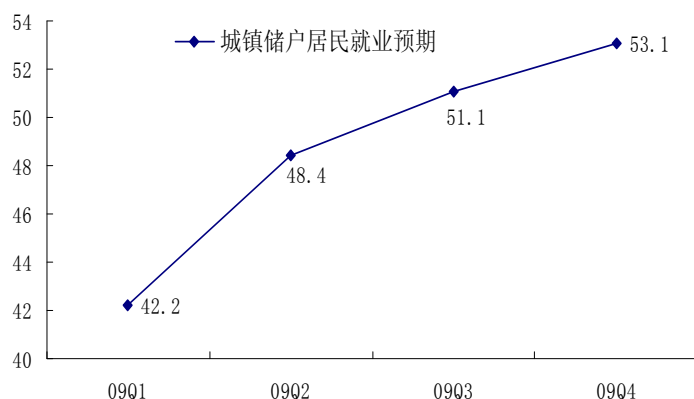
资料来源：招商证券研发中心

图 19: 4 季度季调后进出口月环比增速创 2 年来高点



资料来源：招商证券研发中心

图 20: 城镇储户居民就业预期持续好转

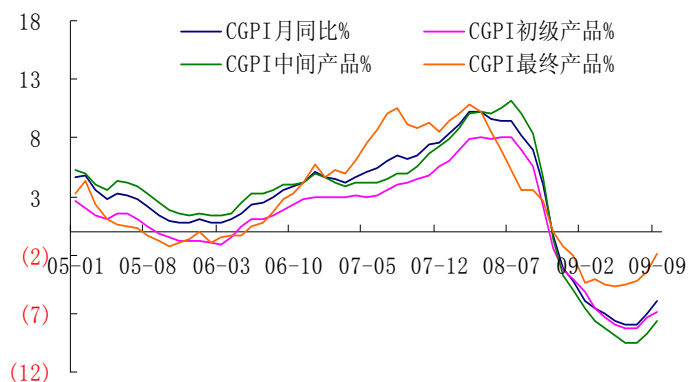


资料来源：招商证券研发中心

企业商品与房地产价格加速回升：央行监测的企业商品价格（CGPI）同比在连续 12 个月下降后，11 月份开始实现正增长，12 月份 CGPI 中投资品、农产品和消费品月环比分别上涨 1.4%、2.7%和 1.5%（图 21），CGPI 同比环比趋势与 PPI 一致（图 22）；12 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 7.8%，涨幅比上月扩大 2.1 个百分点，环比上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点（图 23），新建及二手房价格环比加速反弹（图 24）。

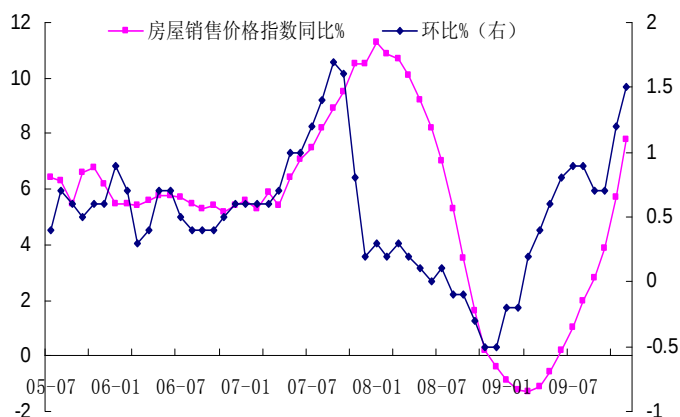
经济与通胀先行指数加速回升：央行使用工业增加值测算的经济一致指数和先行指数，在 4 季度显著回升，预示未来经济继续加速复苏的迹象（图 25）；央行测算的物价一致指数已经触底反弹，物价先行指数加速上扬（图 26）；

图 21: 4 季度企业商品价格 (CGPI) 加速回升



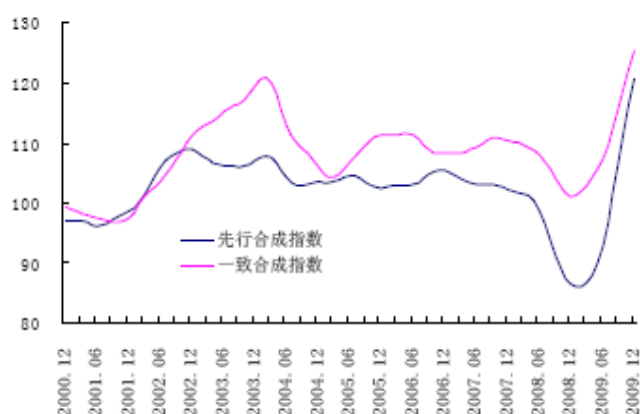
资料来源: 招商证券研发中心

图 23: 12 月份全国房屋销售价格同比环比继续冲高



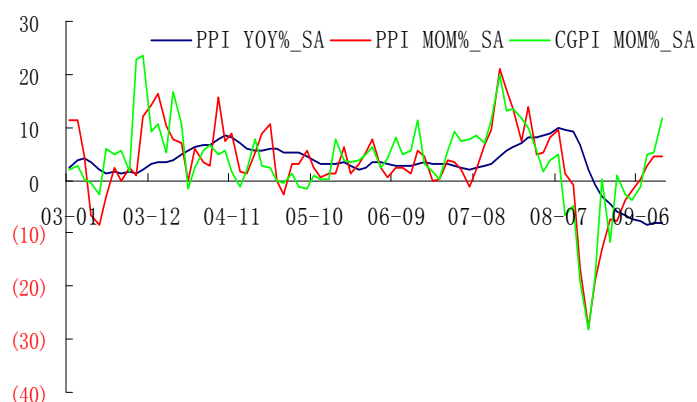
资料来源: 招商证券研发中心

图 25: 4 季度经济先行指数显著回升



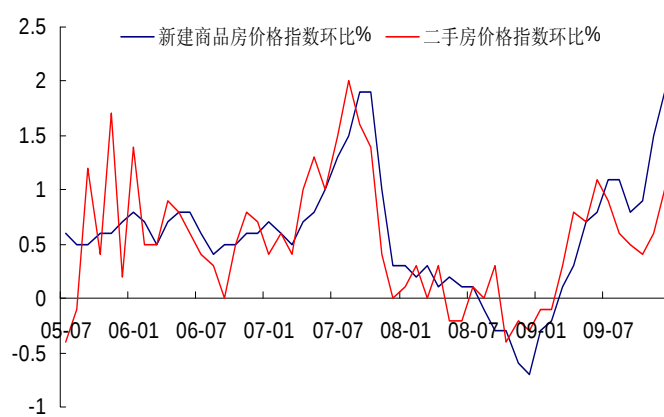
资料来源: 招商证券研发中心

图 22: CGPI 同比环比趋势与 PPI 一致



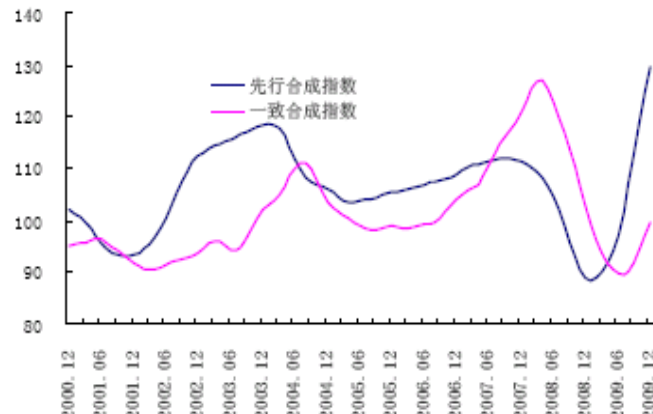
资料来源: 招商证券研发中心

图 24: 12 月份新建及二手房价格环比加速反弹



资料来源: 招商证券研发中心

图 26: 4 季度通胀先行指数加速上行



资料来源: 招商证券研发中心

三、债券市场——央票利率续平，现券收益率继续下行

上周 10 年固息国债和浮息金融债同时发行，机构认购浮息债更胜一筹；中债净价总指数涨 0.31%，各债券资产净价均上涨；国债金融债多数期限收益率下行，4~10 年期国债收益率平均降 8BP，1~10 年期政策性金融债收益率平均降 7BP，1 年期 A~AAA 级短融与央票利差各升 3BP；节前流动性充裕，短期货币市场利率继续回落。

一级市场——央票利率续平，浮息债认购优于固息

央票：上周 3 个月和 1 年期央票发行利率继续持平于 1.4088% 和 1.9264%。

国债：财政部招标的 260 亿元 10 年期固息记账式国债中标利率为 3.43%，低于之前市场预期中值 3.47%，边际利率为 3.46%，规模认购倍数为 1.62 倍。银行信贷受限后的被动配置压力是本期长债发行利率走低的原因，鉴于上半年 CPI 和央票发行利率仍有很大上升空间，我们认为机构的短期配置压力不会改变未来长债收益率继续向上的趋势。

金融债：国开行招标发行 200 亿元 10 年期基于一年定存基准利率的浮息金融债中标利差为 59BP，低于之前市场预期的 60BP，首场招标规模认购倍数为 2.3 倍，高于同期招标的 10 年固息国债。我们认为在加息周期前半程，浮息债防御价值都将会继续体现。

企业债：贵州开投公司发行的 4+2 年有选择权，票面利率为 6.9%，主体评级为 AA-。

中期票据：马鞍山钢铁股份公司发行的 3 年期票面利率 4.45%，主体评级为 AA+。

短期融资券：北京昊华能源股份和甘肃省电力投资集团，发行利率均为 3.31%，主体评级均为 AA。

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
央行票据	10 央行票据 09	1001009	100	1.9264	1 年	贴现式	
	10 央行票据 10	1001010	420	1.4088	91 日	贴现式	
国债	10 附息国债 02	100002	260	3.43	10 年	固定利率	
	10 国开 04	100204	366.2	2.84	10 年	浮动利率	
金融债	10 朝国国债 01	1080014	10	3.91	6 年	选择权	AA+
	10 朝国国债 02	1080015	15	4.53	7 年	选择权	AA+
	10 顺国国债 01	1080016	15	3.91	5 年	选择权	AA+
	10 顺国国债 02	1080017	10	4.53	7 年	选择权	AA+
	10 航天科工债	1080018	20	4.4	10 年	选择权	AAA
	10 贵投债	1080019	5	6.9	6 年	选择权	AA-
	10 宁河西债	1080020	10	6.4	7 年	固定利率	AA
	10 中盐债	1080021	11	5.7	7 年	选择权	AA+
	10 国网债 01	1080022	200	4.74	10 年	固定利率	AAA
	10 国网债 02	1080023	100	4.8	15 年	固定利率	AAA
企业债	10 同煤 MTN1	1082012	20	4.69	5 年	固定利率	AAA
	10 南车 MTN1	1082013	20	4.08	3 年	固定利率	AAA
	10 马钢 MTN1	1082014	10	4.45	3 年	固定利率	AA+
	10 苏交通 CP01	1081028	40	2.6	9 月	利随本清	AAA
	10 京昊华 CP01	1081029	5	3.31	365 日	利随本清	AA
短期融资券	10 恒逸 CP01	1081030	5	3.776	361 日	利随本清	A+
	10 恒逸 CP02	1081031	5	3.4933	270 日	利随本清	A+
	10 鲁高速 CP01	1081032	10	3.03	365 日	利随本清	AA+
	10 甘电投 CP01	1081033	8	3.31	365 日	利随本清	AA

资料来源：WIND，招商证券研发中心

二级市场——资产普涨，国债金融债多数期限收益率下行

中债净价总指数涨 0.31%，各债券资产净价均上涨。国债指数涨 0.47%，金融债和中期票据指数分别涨 0.19% 和 0.17%（图 27）；

按其他分类，长期债和交易所国债指数分别涨 0.51% 和 0.42%（图 28）；

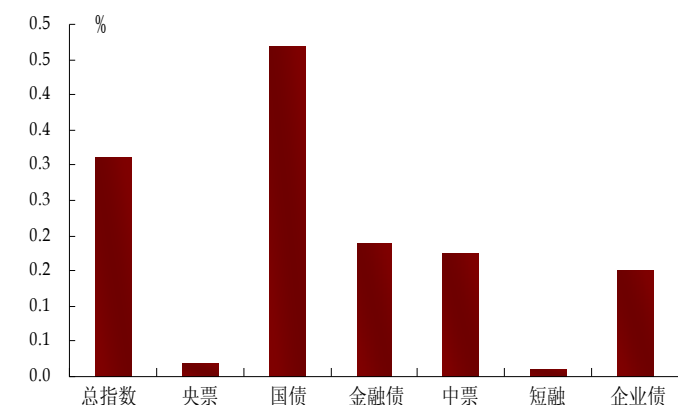
国债金融债多数期限收益率下行，4~10 年期国债收益率平均降 8BP，1~10 年期政策性金融债收益率平均降 7BP（图 29、图 30）；

1 年期金融债与国债利差降 10BP（图 31）；

7 年期 AAA 级企业债与国债利差涨 14BP（图 32）；

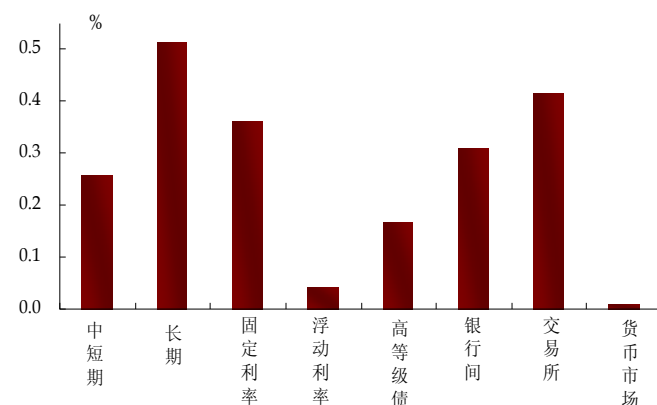
1 年期 A~AAA 级短融与央票利差各升 3BP（图 33、图 34）。

图 27：中债资产一周净价指数变化



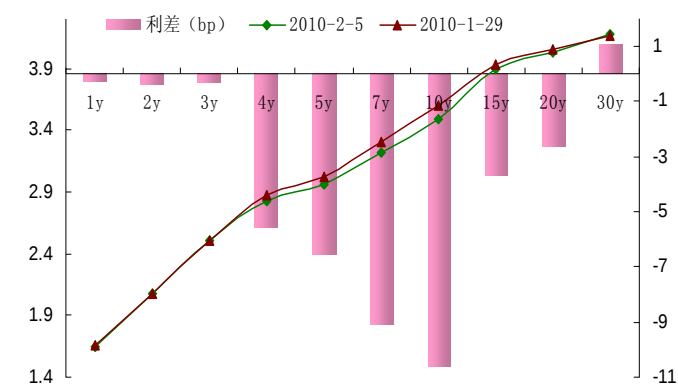
资料来源：CHINABOND、招商证券研发中心

图 28：其它分类中债净价指数变化



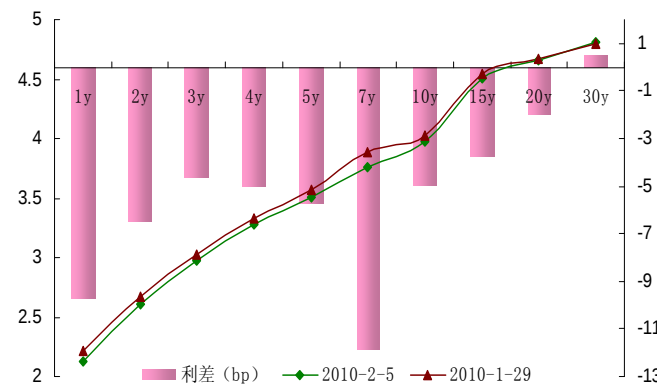
资料来源：CHINABOND、招商证券研发中心

图 29：中债国债指数关键年限收益率及单周变化



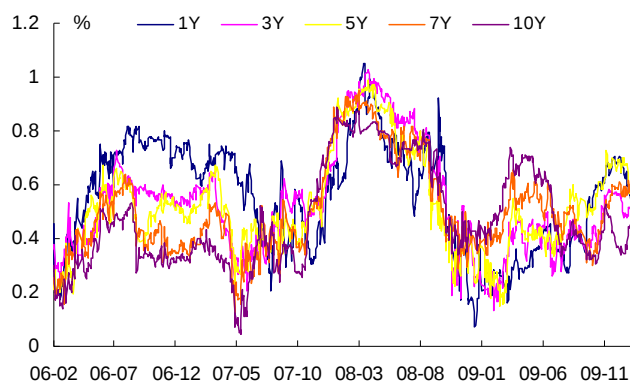
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 30：政策性金融债收益率曲线及单周变化



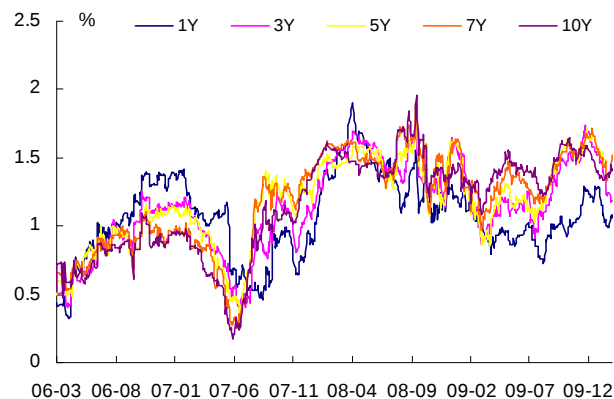
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 31: 金融债国债利差走势图



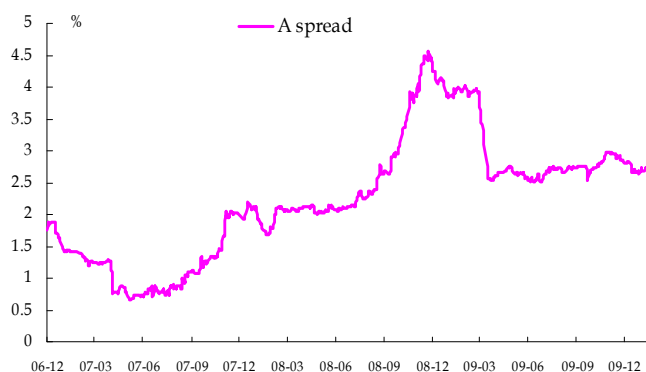
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 32: 企业债国债利差走势图



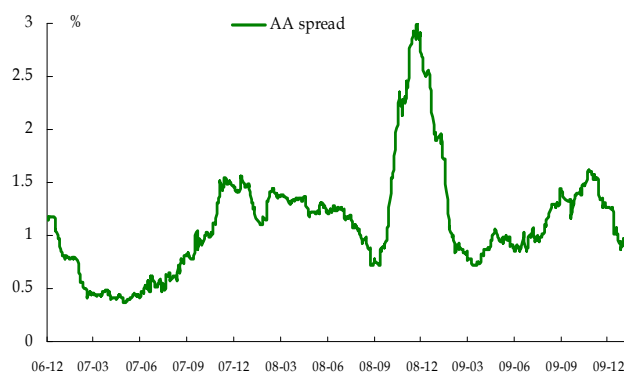
资料来源: CHINABOND, 招商证券研发中心

图 33: 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 34: 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

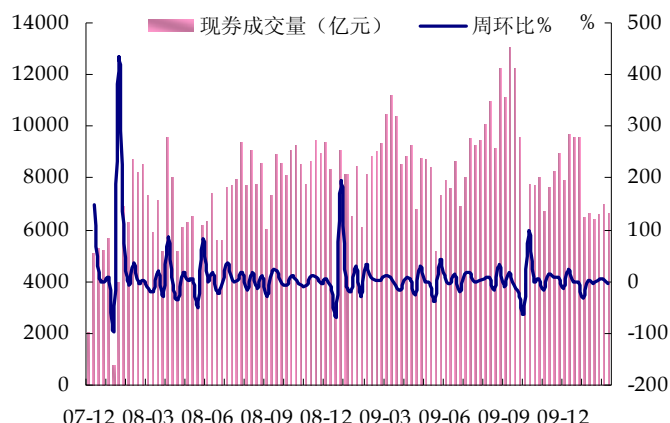
现券市场——现券交易平稳

上周银行间市场现券成交量为 6654 亿，周环比降 4%（图 35），交易所市场中沪深两市现券成交额为 51 亿和 19 亿（图 36）。

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 2 年的 10 附息国债 01，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 10 央行票据 10，交易所市场中成交居前的国债品种是 21 国债(10)（表 2）。

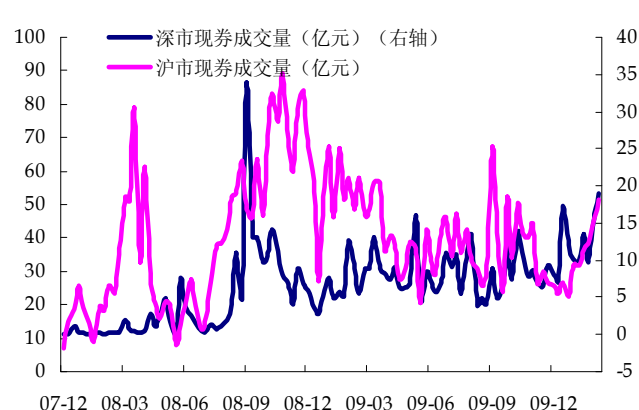
信用资产方面，短融品种 09 中油股CP02 成交继续最为活跃，银行间和交易所市场成交首位的企业债为 10 乌城投债和 09 怀化债，交易所市场成交首位的分离债和公司债分别为 08 江铜债和 09 海航债（表 3）。

图 35: 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 36: 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利率产品个券明细

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	100001	10 付息国债 01	1368116	-	2.0599%	1.978
		090028	09 付息国债 28	1200514	0.0317%	1.4825%	0.767
		080023	08 国债 23	496747	0.6826%	3.9435%	13.808
	政策性金融债	080417	08 农发 17	6074710	0.5456%	3.2111%	3.685
		080215	08 国开 15	5957420	-0.8377%	3.2234%	3.573
		080308	08 进出 08	3066416	0.2795%	3.1915%	3.633
	央行票据	1001010	10 央行票据 10	3209726	-	1.4162%	0.249
		0801035	08 央行票据 35	1859475	0.0411%	2.1416%	1.140
		0801017	08 央行票据 17	1286716	0.0408%	2.0145%	1.027
交易所市场	国债	010110	21 国债(10)	49946	-0.1862%	1.7712%	1.636
		010112	21 国债(12)	35821	-0.1076%	1.7760%	1.732
		010213	02 国债(13)	28535	1.8409%	3.4384%	7.622

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	0981184	09 中油股 CP02	1553760	0.0449%	2.2292%	0.471	AAA
		0981183	09 中油股 CP01	644558	0.0186%	2.2978%	0.553	AAA
		1081028	10 苏交通 CP01	474092	-	2.5652%	0.742	AAA
	企业债	1080003	10 乌城投债	408445	-	6.2380%	6.942	AA+
		098072	09 泰达债	363400	0.2191%	5.0816%	9.233	AA+
		0980185	09 国网债 04	295377	-0.1030%	5.0287%	9.882	AAA
	公司债	098016	09 南钢联债	443061	-0.1472%	6.0716%	6.060	AA
		0980117	09 合肥建投债	191525	1.5064%	5.0218%	4.419	AAA
		098028	09 津城投 3	120692	-0.0039%	4.9512%	6.132	AAA
交易所市场	分离债	126018	08 江铜债	32181	0.5882%	5.9471%	6.627	AA+
		126019	09 长虹债	16429	1.0064%	6.0065%	5.479	AA
		126012	08 上港债	13953	-0.1325%	2.6097%	1.041	AAA
	公司债	122927	09 海航债	29856	-	6.9515%	9.882	AA
		112015	09 泛海债	16806	0.1155%	6.1916%	4.770	AA
		122928	09 铁岭债	14581	-	6.7156%	9.877	AA+
	企业债	111051	09 怀化债	22977	0.0577%	7.3198%	9.036	AA
		111047	08 长兴债	11127	0.5119%	6.8477%	5.918	AA
		111052	09 哈城投	7685	1.1283%	6.8800%	9.096	AA

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

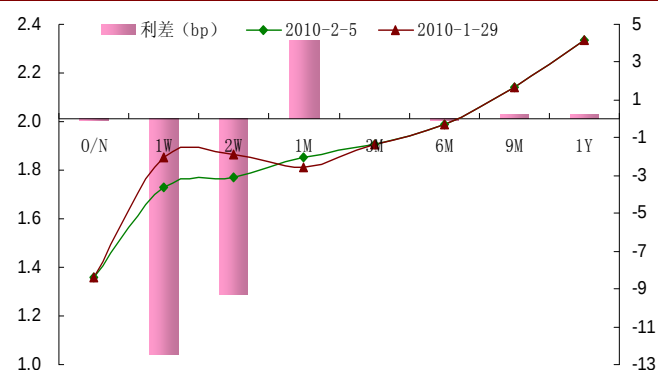
货币市场——节前流动性充裕，短期资金利率将继续回落

上周SHIBOR7天和14天期限短期利率分别降12BP和9BP，7天和14天期限银行间质押式回购利率分别降14BP和12BP（图37、图38）。

上周央票发行利率持平（图39），二级市场2年和3年期央票收益率分别降12BP和9BP（图40）。

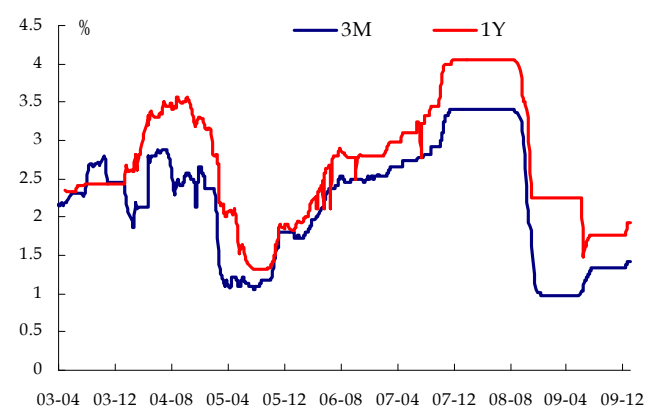
预计春节前一周央行公开市场将会继续净投放，且央票发行利率继续持平，下一周短期货币市场利率将会继续小幅回落。

图 37: SHIBOR 一周走势



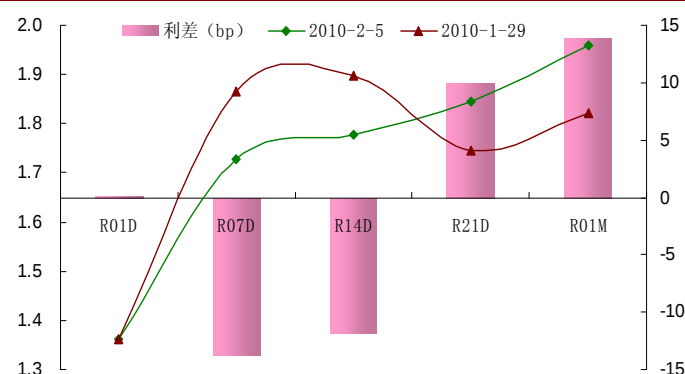
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 39: 上周央票发行利率持平



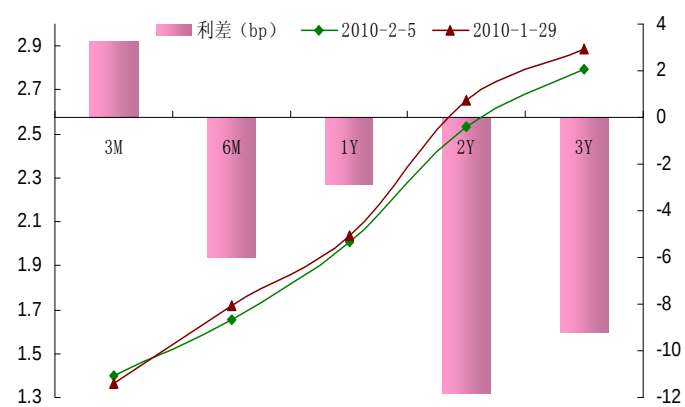
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 38: 银行间质押式回购 7 天期限利率降 14BP



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 40: 2 年期央票收益率降 12BP



资料来源：WIND，招商证券研发中心

四、一周展望——季节因素或继续推高2月CPI，利率产品重交易轻配置

从历史季度数据看，食品价格常在1和4季度受季节影响出现异常波动，主要原因是受寒冷气候以及春节等假期因素影响；从翘尾因素看，2月份CPI翘尾因素与1月份同为0.7%。因此，2月份CPI同比走势主要由食品价格环比涨幅所决定。若2月份CPI同比达到高于2%的水平，则央行将重启央票发行利率上行。

近期商业银行等配置型机构的被动配置压力，使得长期利率产品收益率出现阶段性下行局面，收益率曲线出现平坦化下移。但是，我们认为在今年CPI和央票发行利率尚有

较大调升空间的情况下，短期内收益率曲线将会继续平坦化上移。因此，建议对当前利率产品的阶段性机会采取重交易轻配置的策略。我们认为下半年才为银行、保险等配置型机构配置长债的较佳时机，作为交易型机构的基金公司明年可进入拉长久期和配置长债的观察期。

我们认为在2季度加息之前，信用产品不会有较大的利率风险。因此，建议继续积极关注高票息信用产品。

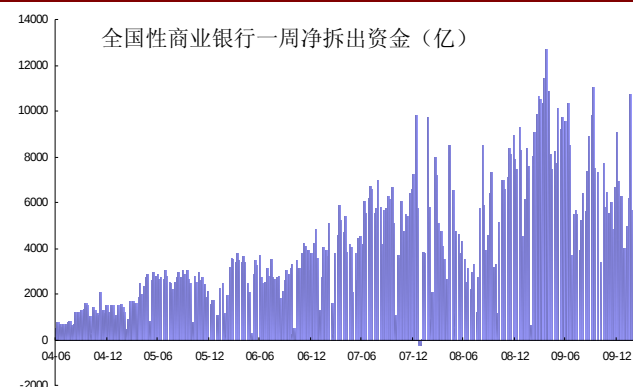
全国商行拆出回暖，外汇占款继续回升

上周全国性商业银行（国有和股份制银行）包括回购和同业拆借在内的净拆出资金为7345亿，较前周大幅增加1676亿（图41），上周全国商行质押式回购净拆出资金6140亿，周环比升1436亿（图42），上周全国商行同业净拆出资金752亿，较前周增加289亿（图43）。

12月份外汇占款新增2910亿，较11月份多增367亿，同比增速14.6%，已经出现触底回升趋势（图44）。

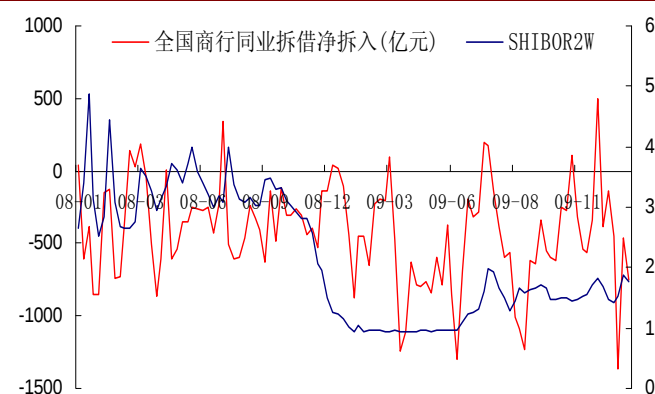
我们认为随着出口加速复苏和外汇储备继续快速增长，上半年人民币升值压力加大必然伴随着外汇占款的快速回升趋势，今年上半年央行面临的回收流动性压力依然较大。

图 41：上周全国性商行净拆出资金回升



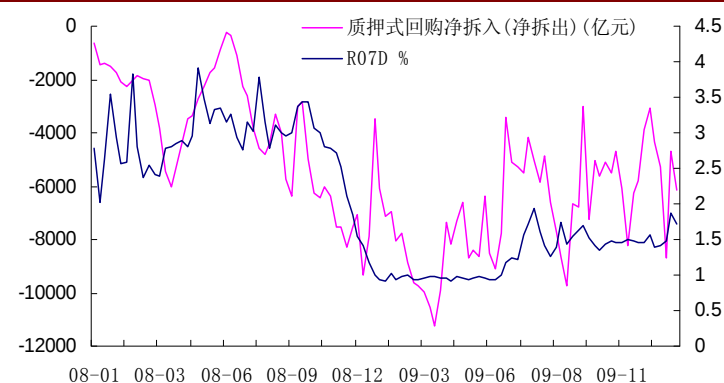
资料来源：CHINABOND，招商证券研发中心

图 43：上周全国商行同业净拆出回升



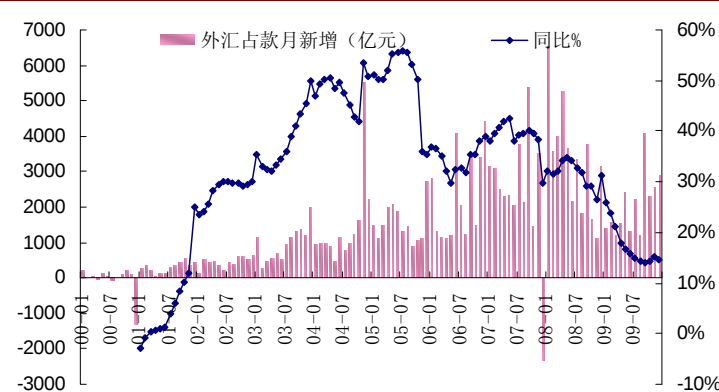
资料来源：CHINABOND，招商证券研发中心

图 42：全国商行质押式回购净拆出回升



资料来源：CHINABOND，招商证券研发中心

图 44：12月份外汇占款新增2910亿继续回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

配置压力初显，1 月份银行新增债券投资大幅回升

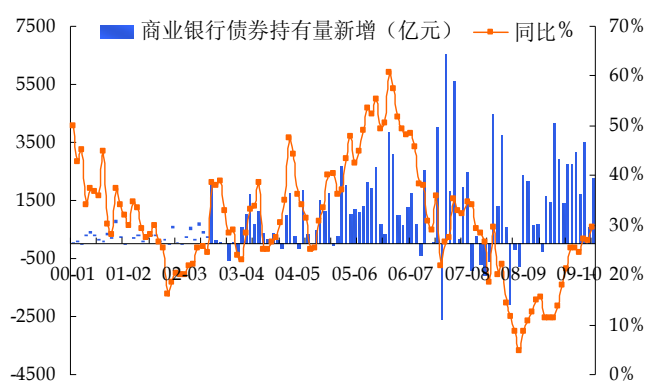
1 月份商业银行新增债券投资 2277 亿，较 12 月份大幅多增 1698 亿，较去年同期多增 2496 亿（图 45）。1 月份全国性商业银行自营现券交易净卖出 481 亿，为连续四个月净卖出（图 46）。1 月份商业银行自营账户质押式逆回购净额为 1.28 万亿，较 12 月份下降 2530 亿，反映 1 月份银行体系流动性充裕状况有所下降。

从投资券种看，1 月份商业银行国债投资减少 198 亿，为连续两个月减少（图 47）；政策性金融债投资新增 690 亿，较 12 月多增 558 亿（图 48）；1 月商业银行企业债投资新增 240 亿，增量和增速继续维持高位（图 49）；短期融资券投资增加 328 亿（图 50）；

1 月份商业银行新增央票投资 1215 亿，较 12 月份大幅增加 561 亿（图 51）；1 月份商业银行在一级市场认购共计 1402 亿（不包括央票），政策性金融债占到 74%（图 52）。

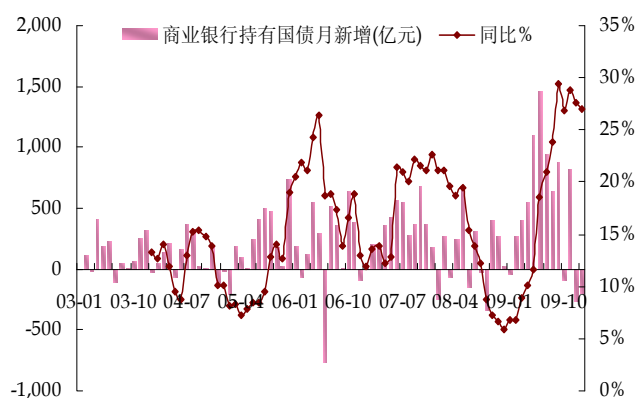
1 月份商业银行新增债券投资大幅回升，与信贷额度控制下的被动配置压力有关，从季节性因素看，1 季度都是商业银行债券配置的旺季，我们认为 2 月份商业银行新增债券配置规模仍将维持在 2000 亿以上，从投资结构看，银行仍将标配利率产品，超配信用产品。

图 45：1 月份商业银行大幅新增债券投资 2277 亿



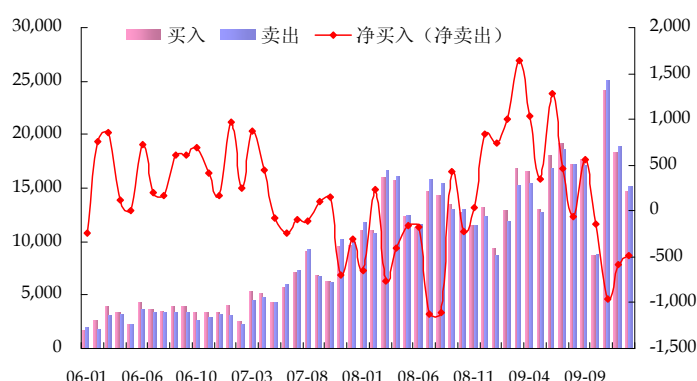
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 47：1 月份银行减持国债 198 亿



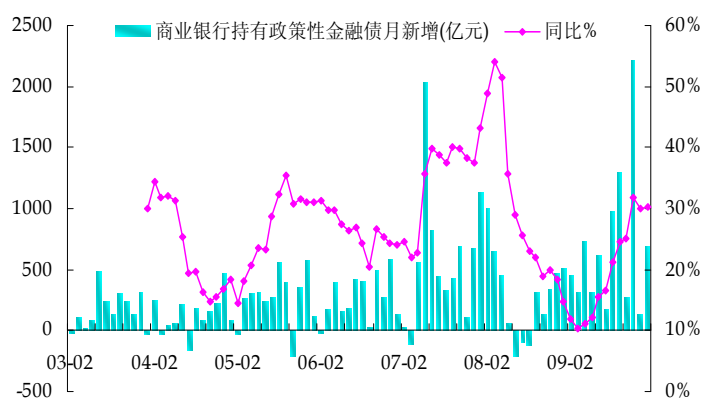
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 46：1 月全国商行自营账户现券交易连续四个月净卖出



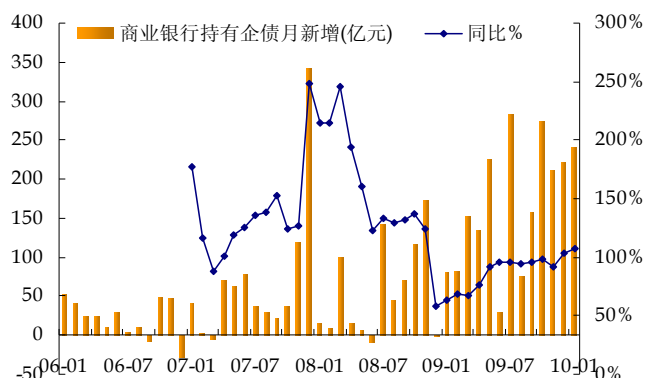
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 48：1 月份银行新增政策性金融债投资 690 亿



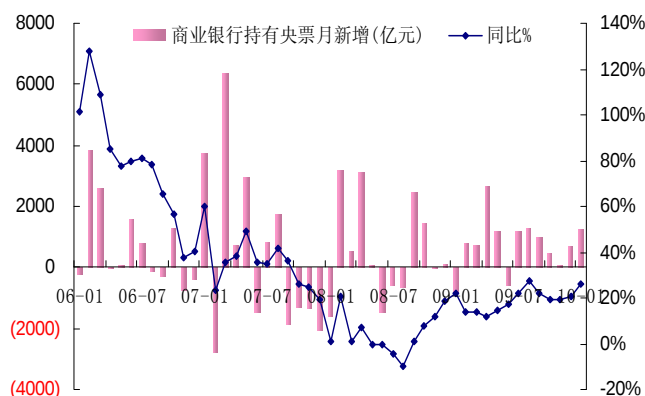
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 49: 1 月份商业银行新增企业债投资维持高位



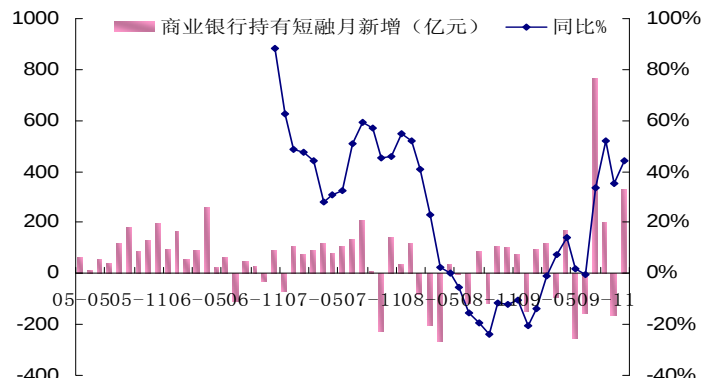
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 51: 1 月份商业银行新增央票投资 1215 亿



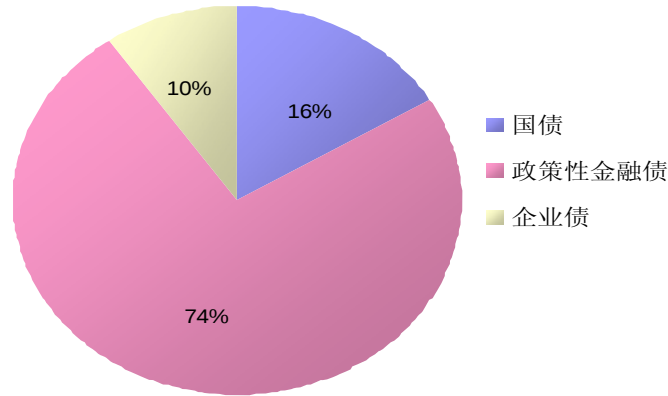
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 50: 1 月份商业银行增持短融 328 亿



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 52: 1 月份商业银行在一级市场认购的券种结构



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

保费净收入与避险需求回升，保险公司债券配置将继续回暖

12 月份保险机构保费净收入和寿险净收入同比分别为 17.6% 和 15.8%，为连续 4 个月回升（图 53）。12 月份投资占保险业资产比重提升至 66.2%，债券占投资比重保持平稳为 58.6%（图 54）。

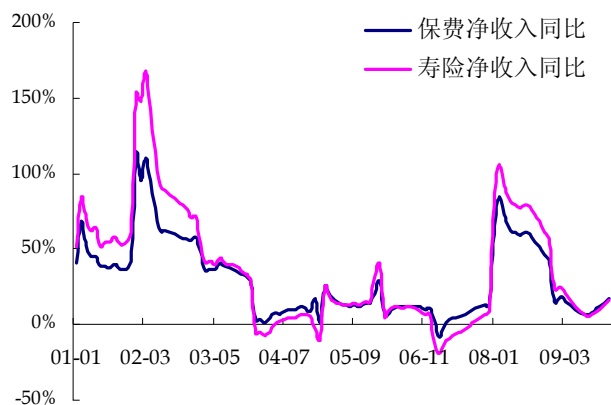
1 月份保险机构债券投资减少 14 亿，为连续 6 个月新增后首次下降（图 55）。从现券交易看，1 月份保险公司自营账户现券净卖出 45 亿，为连续 2 个月小幅净卖出（图 56）。

从券种看，1 月份保险公司国债投资减少 12 亿，为连续 7 个月增长后首次减少（图 57）；1 月保险新增政策性金融债投资大幅降至 25 亿（图 58）；保险机构企业债和短融投资分别新增 59 亿和 2 亿，继续维持低位（图 59、图 60）；

1 月份保险机构减持央票 88 亿（图 61）；1 月份保险机构在一级市场认购为 70 亿（不包括央票），其中企业债占 59%（图 62）。

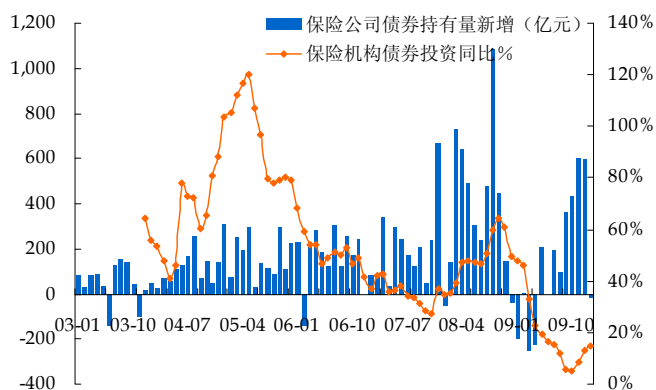
受权益市场震荡和避险需求回升的影响，2010 年保险公司债券配置需求将较 09 年继续回升，由于长期利率产品收益率尚处于历史中值水平，我们认为其配置品种仍将主要倾向于高票息信用债。

图 53: 12 月份保险保费和寿险净收入同比继续回升



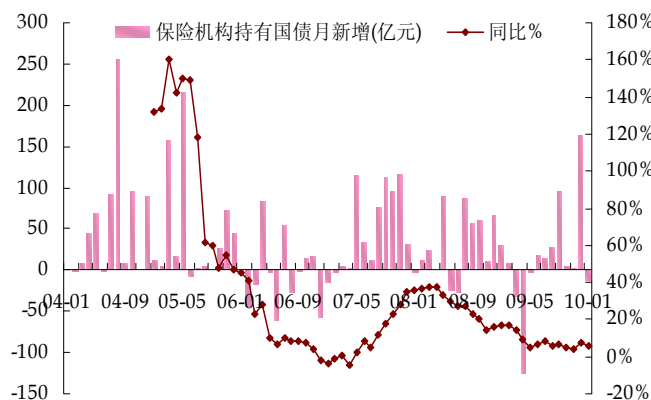
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 55: 1 月份保险机构债券投资减少 14 亿



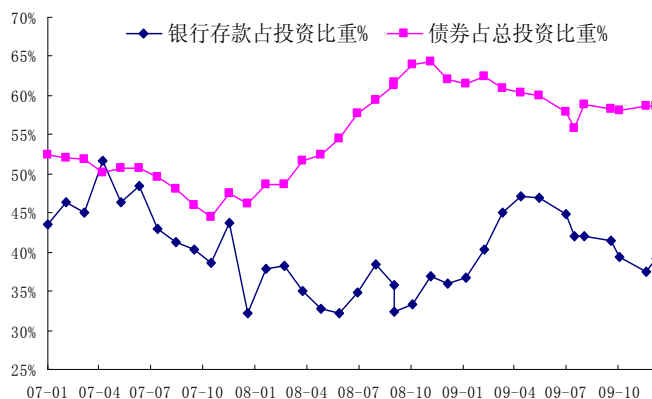
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 57: 1 月份保险公司国债投资减少 12 亿



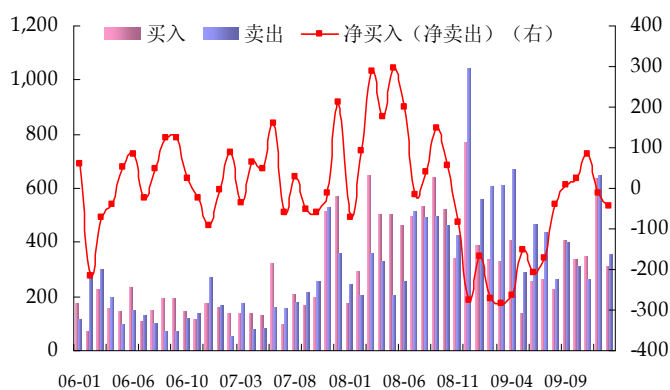
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 54: 12 月份债券投资占比平稳



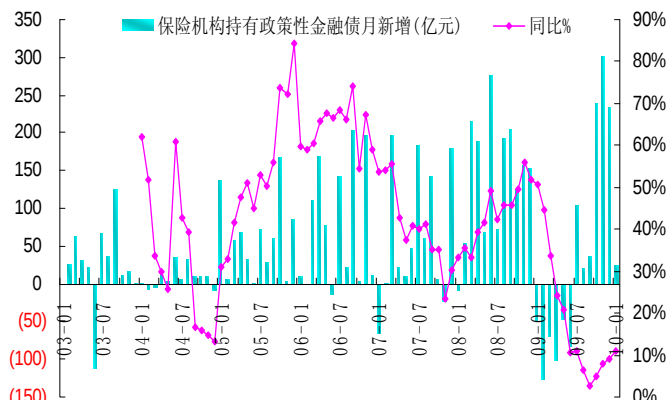
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 56: 1 月份保险公司自营账户现券连续小幅净卖出



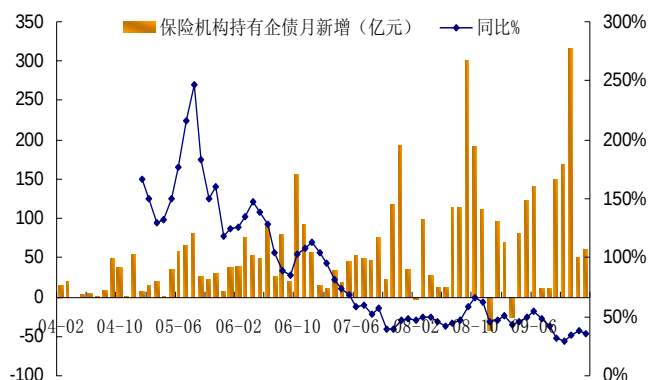
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 58: 1 月保险新增政策性金融债投资大幅降至 25 亿



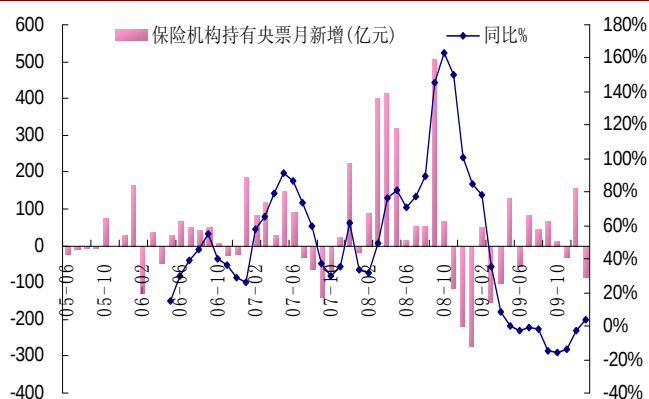
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 59: 1 月份保险机构新增企业债投资维持低位



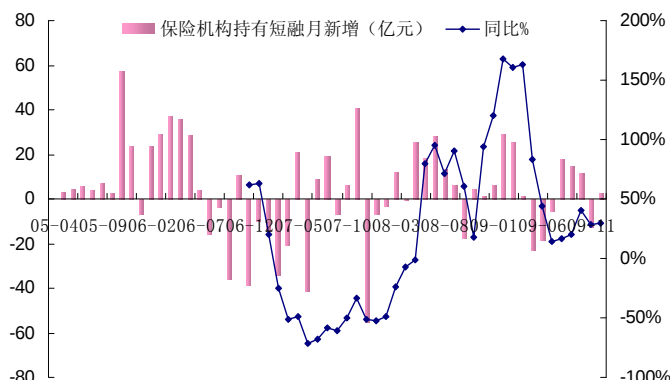
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 61: 1 月份保险机构减持央票 88 亿



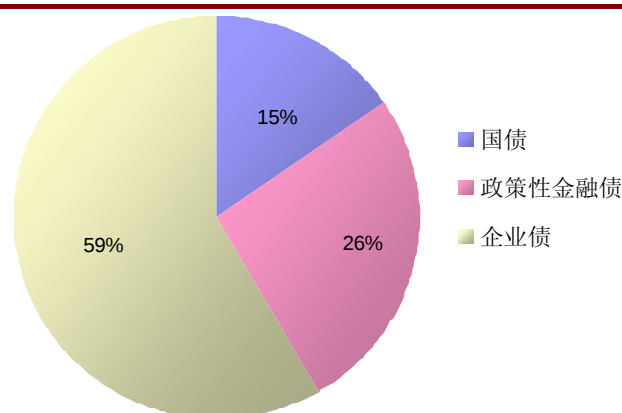
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 60: 1 月份保险机构新增短融投资维持低位



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 62: 1 月份保险机构在一级市场认购的券种结构



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

1 月份基金公司企业债投资创新高

1 月份基金公司减持债券投资 68 亿，为连续 5 个月小幅正增长后首次下降（图 63）。1 月份基金公司自营账户质押式正回购净额为 6403 亿，较 12 月份大幅减少 1960 亿，反映出目前基金机构资金融入的状况有所缓解（图 64）。

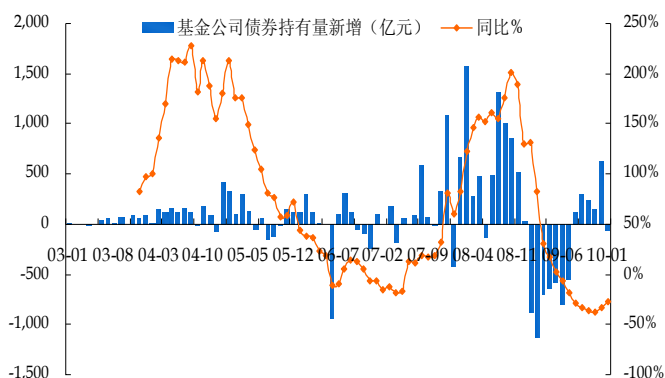
从券种看，1 月份基金公司仅增加国债投资 2 亿（图 65），政策性金融债投资增加 58 亿，同比增速继续触底回升（图 66）；

1 月份基金公司大幅增持企业债 101 亿，创 1 年多来新高（图 67）。

基金公司减持短融投资 80 亿（图 68）；1 月份减持央票 150 亿（图 69）；1 月份基金公司在一级市场认购 68 亿（不包括央票），企业债占 50%（图 70）。

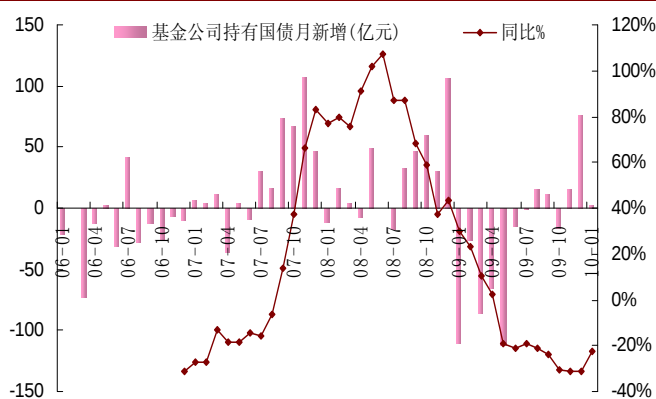
由于上半年 CPI 和央票发行利率将会一路攀升至年中高点，利率产品趋弱和加息周期开启之前，预计基金公司债券配置需求将仍主要集中于高票息信用债。随着下半年加息周期开启和通胀下行后，利率产品的阶段性机会方会有所显现。

图 63: 1 月份基金公司债券投资减少 68 亿



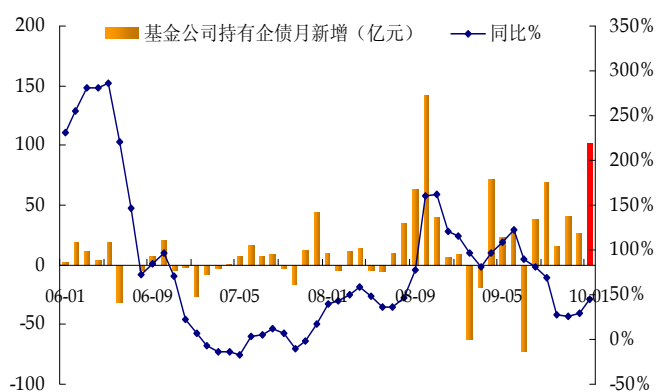
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 65: 1 月份基金公司新增国债投资维持低位



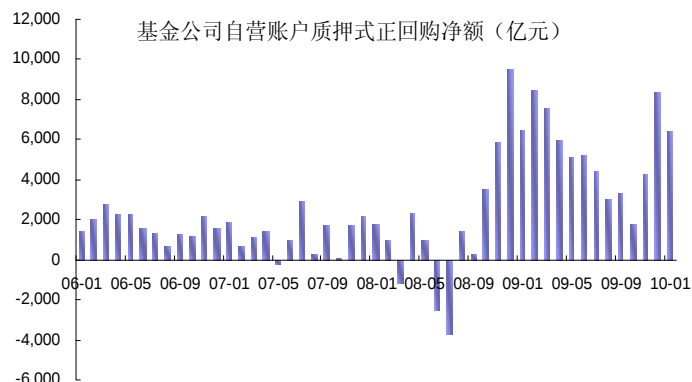
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 67: 1 月份基金公司企业债投资创 1 年多来新高



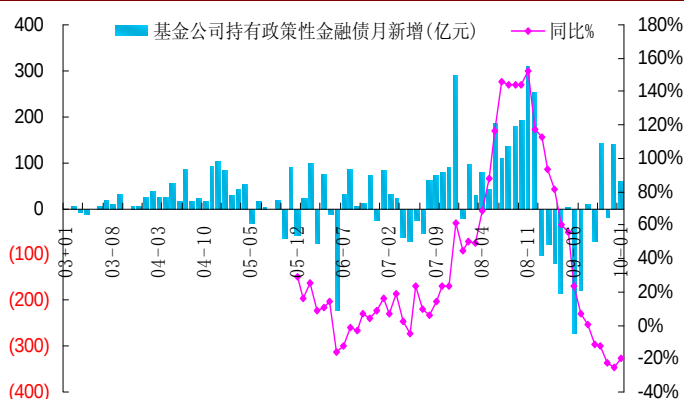
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 64: 1 月份基金公司质押式正回购净额回落



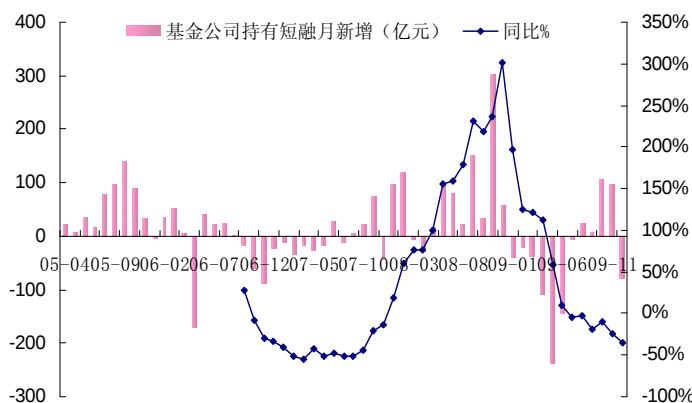
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 66: 1 月份基金公司政策性金融债投资增速小幅回升



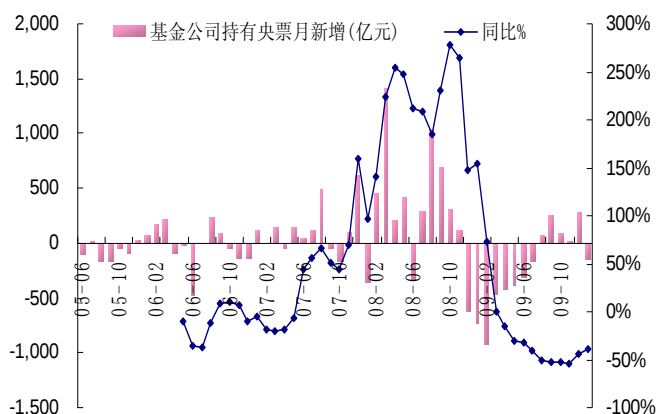
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 68: 1 月份基金公司减持短融投资 80 亿



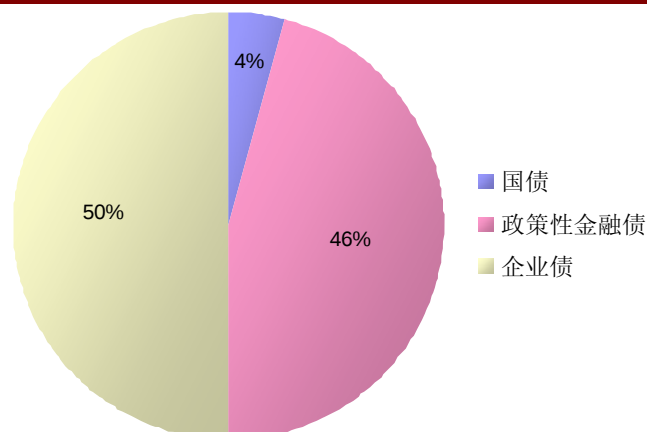
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 69: 1 月份基金公司减持央票 150 亿



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 70: 1 月份基金公司在一级市场认购的券种结构



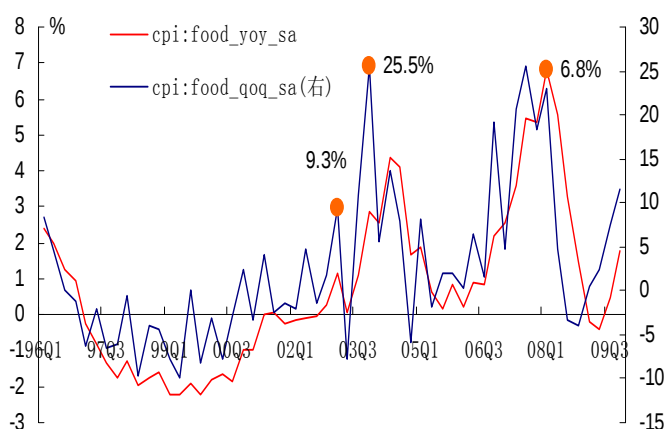
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

投资策略——季节因素或继续推高 2 月 CPI，短期内收益率曲线将会继续平坦化上移，利率产品重交易轻配置

从历史季度数据看，食品价格常在 1 和 4 季度受季节影响出现异常波动，主要原因是受寒冷气候以及春节等假期因素影响。例如，03 年 1 季度和 4 季度食品价格季环比分别达到 9.3% 和 25.5%，08 年 1 季度同比为 6.8%（图 71、图 72）。

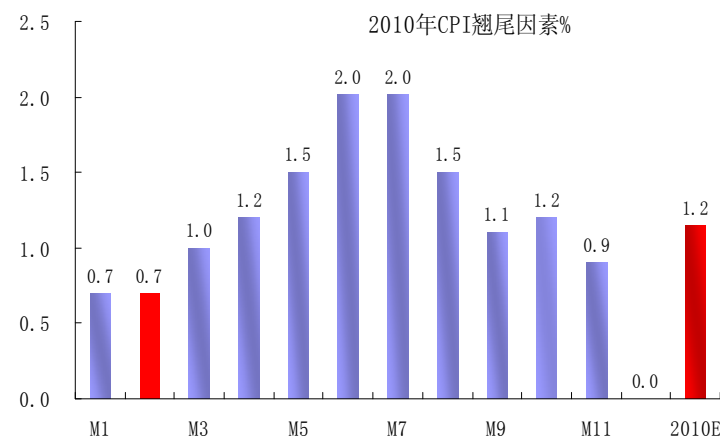
从翘尾因素看，2 月份 CPI 翘尾因素与 1 月份同为 0.7%。因此，2 月份 CPI 同比走势主要由食品价格环比涨幅所决定。若 2 月份 CPI 同比达到高于 2% 的水平，则央行将重启央票发行利率上行。

图 71: 食品价格常在 1 和 4 季度受季节影响出现异常波动



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 72: 1、2 月份 CPI 翘尾因素同为 0.7%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

近期商业银行等配置型机构的被动配置压力，使得长期利率产品收益率出现阶段性下行局面，收益率曲线出现平坦化下移。但是，我们认为在今年 CPI 和央票发行利率尚有较大调升空间的情况下，短期内收益率曲线将会继续平坦化上移。因此，建议对当前利率产品的阶段性机会采取重交易轻配置的策略。

我们认为下半年才为银行、保险等配置型机构配置长债的较佳时机，作为交易型机构的基金公司明年可进入拉长久期和配置长债的观察期。

我们认为在 2 季度加息之前，信用产品不会有较大的利率风险。因此，建议继续积极关注高票息信用产品，谨慎介入央票发行利率持平带来的利率产品交易性机会。

近一个月成交最活跃的固定利率产品明细如下（表 4）：

表 4：近一个月成交最活跃的固定利率产品明细（剩余期限≤1 年）

市场类型	债券类型	代码	简称	到期 收益率%	剩余期限（年）	净价涨跌%
银行间市场	国债	030001	03 国债 01	1.2069%	0.038	-0.1449%
		090028	09 附息国债 28	1.4825%	0.767	0.0324%
		099920	09 贴现国债 20	1.2607%	0.142	0.0031%
		099917	09 贴现国债 17	1.3921%	0.047	-0.0101%
		090021	09 附息国债 21	1.4344%	0.586	0.0301%
		090223	09 国开 23	1.9843%	0.825	0.1445%
	政策性金融债	070413	07 农发 13	1.7248%	0.534	-0.0102%
		050406	05 农发 06	1.5787%	0.425	-0.0100%
		090218	09 国开 18	1.9953%	0.732	0.0448%
		050413	05 农发 13	1.9920%	0.677	-0.0611%
	央行票据	1001010	10 央行票据 10	1.4162%	0.249	-
		1001008	10 央行票据 08	1.4126%	0.233	-
		1001006	10 央行票据 06	1.3972%	0.241	-
		0901036	09 央行票据 36	1.6927%	0.534	0.0269%
		1001002	10 央行票据 02	1.3730%	0.175	-
		010004	20 国债(4)	1.2822%	0.293	-0.1392%
交易所市场	国债	100921	国债 0921	1.4312%	0.581	-0.0200%
		108026	贴债 0926	1.3091%	0.373	-0.3311%
		100928	国债 0928	1.4587%	0.773	0.4824%
		010301	03 国债(1)	0.3751%	0.038	-0.2094%

资料来源：招商证券研发中心

一级市场方面，下周将要发行的短融中，建议关注主体评级为 AA- 的湖南辰州矿业 CP，主体评级为 AA 的天生桥水电、桂冠电力、中国农产、山西国际电力、北大荒、福建交通运输和杭州汽轮动力集团，中期票据可关注主体评级 AA 的四川高速路建设、徐州矿务、重庆化医控股公司（表 5）：

表 5：下一周将发行短融与中票一览

发行人	招标 日期	缴款 日期	计划发行 (亿元)	债券 期限(年)	发行 价格(元)	上市 日期	主体 评级	主承销商
天生桥一级水电公司 CP	2010-2-8	2010-2-9	12.00	1.00	100.00	2010-2-10	AA	民生行
广西桂冠电力股份公司 CP	2010-2-8	2010-2-10	12.00	1.00	100.00	2010-2-11	AA	光大行
浙江中财型材有限公司 CP	2010-2-9	2010-2-11	0.70	1.00	100.00	2010-2-12	BBB+	上海银行
中国农业生产资料公司 CP	2010-2-9	2010-2-10	10.00	1.00	100.00	2010-2-11	AA	交行
湖南辰州矿业股份公司 CP	2010-2-9	2010-2-11	4.00	1.00	100.00	2010-2-12	AA-	浦发,广发行
山西国际电力集团公司 CP	2010-2-9	2010-2-11	8.00	1.00	100.00	2010-2-12	AA	光大银行
北大荒农业股份公司 CP	2010-2-10	2010-2-11	8.00	1.00	100.00	2010-2-12	AA	建行,南京行
福建交通运输集团公司 CP	2010-2-10	2010-2-11	5.00	1.00	100.00	2010-2-12	AA	中信证券
铁道部 CP01	2010-2-10	2010-2-11	200.00	1.00	100.00	2010-2-12	AAA	工行,建行
河北钢铁集团有限公司 CP	2010-2-21	2010-2-23	30.00	1.00	100.00	2010-2-24	AA+	兴业银行
杭州汽轮动力集团公司 CP	2010-2-22	2010-2-23	5.00	1.00	100.00	2010-2-24	AA	南京银行
四川高速路建设公司 MTN	2010-2-9	2010-2-11	15.00	5.00	100.00	2010-2-12	AA	浦发行
徐州矿务集团公司 MTN	2010-2-9	2010-2-10	12.00	3.00	100.00	2010-2-11	AA	工行,民生行
重庆化医控股公司 MTN	2010-2-10	2010-2-11	4.00	5.00	100.00	2010-2-12	AA	兴业银行
陕西煤业化工集团 MTN	2010-2-21	2010-2-23	25.00	5.00	100.00	2010-2-24	AA+	兴业,华夏行

资料来源：CHINABOND，招商证券研发中心

二级市场方面，我们结合流动性、到期收益率、剩余期限和主体评级，推荐以下短期信用债供参考（表 6）：

表 6：结合流动性、到期收益率、剩余期限和主体评级推荐的短期信用债（剩余期限≤1 年）

市场	类型	代码	债券简称	收盘收益率%	剩余年限	主体评级	担保人	标准券折算率
银行间市场	短期融资券	1081027	10 神火 CP01	3.65%	0.992	AA-	-	-
		1081017	10 中谷 CP01	3.02%	0.981	AA	-	-
		1081016	10 江淮 CP01	3.10%	0.978	AA-	-	-
		1081013	10 西特钢 CP01	3.12%	0.97	AA-	-	-
		1081015	10 祁连山 CP01	3.39%	0.97	A+	-	-
		1081004	10 大众 CP01	3.60%	0.94	AA	-	-
		1081001	10 沈机床 CP01	3.75%	0.921	AA-	-	-
		981235	09 成渝 CP01	3.34%	0.819	AA	-	-
		981232	09 京煤 CP01	3.76%	0.814	AA	-	-
		981222	09 沪城建 CP01	3.27%	0.762	AA	-	-
		981206	09 川水电 CP01	3.50%	0.737	AA-	-	-
		981182	09 中普天 CP02	2.84%	0.655	AA-	-	-
		981178	09 平高 CP01	4.81%	0.652	AA-	-	-
		981158	09 昆钢 CP01	3.43%	0.57	AA-	-	-
		981147	09 凤凰 CP01	4.25%	0.556	A+	-	-
		981142	09 云铜 CP01	3.41%	0.534	AA-	-	-
		981138	09 连云港 CP01	3.15%	0.523	AA	-	-
交易所市场	企业债	111036	07 中关村	2.7581%	0.885	AAA	中关村科技担保公司、国开行营业部	0.97
		129903	99 三峡债	2.0055%	0.468	AAA	三峡工程建设基金	0.96
		120517	05 京能(1)	1.8236%	0.416	AAA	农业银行	0.96

资料来源：Wind，招商证券研发中心

参考报告：

债券市场 2010 年度投资策略——温和通胀与利率周期中的结构性机会，2009/12/9

债券市场 2009 年 4 季度投资策略——通胀显性化，将防御进行到底，2009/10/20

债券市场 2009 年中期投资策略——通胀之忧，防御至上，2009/6/25

债券市场 2009 年二季度投资策略——利率周期筑底，短期通缩中更关注防御，2009/4/7

债券市场周报——央票利率或持平至节后，谨慎介入利率产品交易性机会，2010/2/1

债券市场周报——通胀与升息周期前半程，继续低配利率超配信用，2010/1/25

债券市场周报——央票利率上行重启，短端优先配置信用产品，2010/1/11

债券市场周报——系统性信用风险下降，信用债行情延续，2009/12/28

债券市场周报——窗口指导再次到位，信用债阶段性机会将延续，2009/12/21

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、09 年入围《新财富》最佳分析师。

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，最终形成信用评级结果。信用评级范围为 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。