

2009 年 9 月 29 日
中银国际定息收益研究

# 国债发行分析

## 2009 年记账式贴现(二十一期)国债

- **发行情况。**本期国债为 91 天贴现国债，跨市场发行。计划发行总量 150 亿元，全部为竞争性招标，无追加。本期国债采用多种价格“美国式”招标方式发行，招标标的为价格。
- **市场环境。**上半年 GDP 同比增长 7.1%，第二季度增长 7.9%，较第一季度的 6.1% 上调 1.8%；8 月末 M2 同比增长 28.53%，M1 同比增长 27.72%；8 月份新增人民币贷款 4104 亿元，较 7 月份增加 545 亿；8 月份外贸顺差 157.12 亿美元，延续 6 月份之后的回升趋势；8 月份 CPI 同比下降 1.2%，月环比上涨 0.5%；8 月份 PPI 同比下降 7.9%，月环比上涨 0.8%；1-8 月份城镇固定资产投资累计同比增长 33%，较 1-7 月份增速小幅上升 0.1%。近日银行间回购利率小幅上调，目前银行间 7 天回购利率在 1.64% 左右，市场资金面保持宽松。近日央票二级市场利率小幅下调，3 个月央票市场利率在 1.31% 左右。近日短期国债收益率小幅下调，3 个月左右国债市场收益率在 1.26% 左右。商业银行将是本期债券的主要需求者，短债基金和货币市场基金也将有所需求。
- **定价分析。**根据银行间市场交易情况，3 个月国债的市场收益率约为 1.26%。根据 CIR 模型，当前 3 个月国债的理论收益率为 1.27%。综合考虑宽松的资金面和市场需求情况，我们认为本期债券中标利率将在二级市场收益率水平附近。最高中标利率与加权平均中标利率的差值在 5-10bp 左右。
- **投标建议。**建议积极的投资者在 1.20%-1.25% 投标，相对保守的投资者在 1.26%-1.30% 投标。

图表 1：发行概况

招标日	09-10-09	发行量	150 亿	期限	91 天
发行日	09-10-12	竞争性招标量	150 亿	付息频率	0 次/年
缴款日	09-10-14	招标标的	价格	类型	贴现
上市日	09-10-16	招标方式	美国式	是否追加	否

数据来源：中国债券信息网

\*以 2009 年 9 月 29 日收市为准

## 市场综述

### 基本面

- 上半年 GDP 同比增长 7.1% ,其中第二季度 GDP 同比增长 7.9% ,较第一季度的 6.1%上调 1.8%。
- 8 月末 M2 同比增长 28.53% , M1 同比增长 27.72%。
- 8 月份新增贷款 4104 亿 ,较 7 月份增加 545 亿。
- 8 月份外贸顺差 157.12 亿美元 ,延续了 6 月份之后的回升趋势。
- 8 月份 CPI 同比下降 1.2% ,较 7 月份环比上涨 0.5%。
- 8 月份 PPI 同比下降 7.9% ,较 7 月份环比上涨 0.8%。
- 1-8 月份城镇固定资产投资累计同比增长 33% ,较 1-7 月份增速小幅回升 0.1%。

### 供需状况

- 近日银行间回购利率小幅上调 ,银行间 7 天回购利率在 1.64%左右 ,市场资金面保持宽松。
- 近日央票市场收益率小幅下调 ,3 个月左右央票市场利率在 1.31%左右 ,6 个月左右央票市场利率在 1.40%左右。
- 近日短期跨市场国债收益率小幅下调 ,3 个月左右国债市场收益率在 1.26%附近。
- 商业银行将是本期债券的主要需求者 ;此外 ,短债基金和货币市场基金也将有所需求。

## 定价分析

- **定价思路。**我们参考市场近似期限国债的交易情况，根据 CIR 模型估计 3 个月期国债理论收益率为本期债券定价。
- **可比债券。**银行间市场 3 个月左右国债成交较少，图表 2 列出了两只 3 个月左右短期跨市场国债的交易情况，估计目前 3 个月跨市场国债收益率水平在 1.26% 左右。

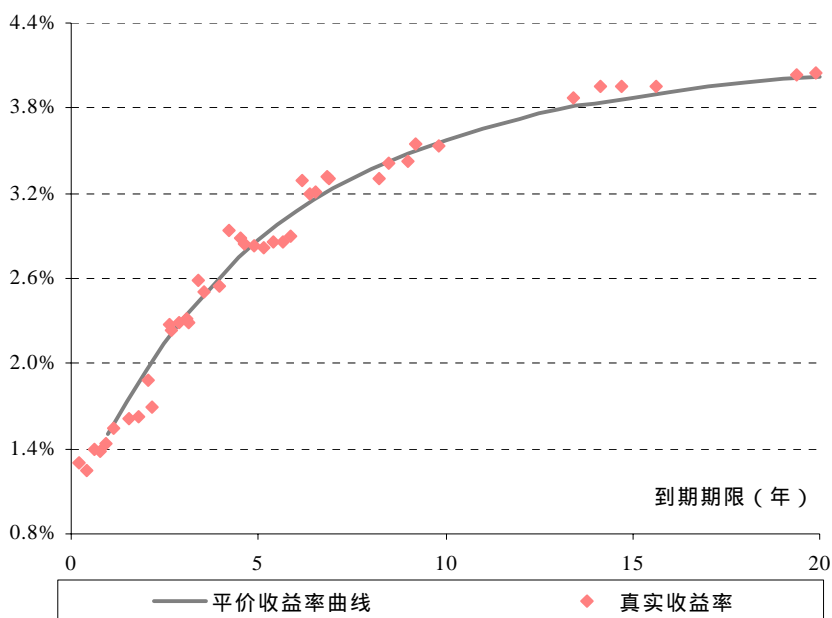
图表 2：可比债券（09.09.29）

名称	到期日	剩余期限	票面利率	交易所到期收益率	银行间到期收益率
09 贴现国债 02	2010-01-11	0.29	0.93%	-	1.27%
09 贴现国债 11	2009-12-21	0.23	0.85%	-	1.25%

数据来源：中银国际  
银行间市场收益率为中银国际报价数据。

- **模型估计。**图表 3 是根据 CIR 模型拟合的国债收益率曲线。我们采用跨市场国债中银国际报价数据拟合收益率曲线。根据模型计算得到当前 3 个月国债的理论收益率为 1.27%。

图表 3：跨市场国债收益率曲线（09.09.29）



数据来源：中银国际

- **边际中标利率。**我们估计本次招标的边际中标利率将比加权平均中标利率高 5-10bp 左右。
- **定价总结暨投标建议。**根据银行间市场交易情况，3 个月

国债的市场收益率约为 1.26%。根据 CIR 模型，当前 3 个月国债的理论收益率为 1.27%。综合考虑宽松的资金面和市场需求情况，我们认为本期债券中标利率将在二级市场收益率水平附近，最高中标利率与加权平均中标利率的差值在 5-10bp 左右。建议积极的投资者在 1.20%-1.25% 投标，相对保守的投资者在 1.26%-1.30% 投标。

图表 4：10 月 14 日对应缴款全价

收益率	1.10%	1.11%	1.12%	1.13%	1.14%	1.15%	1.16%	1.17%	1.18%	1.19%
全价（元）	99.732	99.730	99.728	99.725	99.723	99.720	99.718	99.716	99.713	99.711
收益率	1.20%	1.21%	1.22%	1.23%	1.24%	1.25%	1.26%	1.27%	1.28%	1.29%
全价（元）	99.708	99.706	99.703	99.701	99.699	99.696	99.694	99.691	99.689	99.686
收益率	1.30%	1.31%	1.32%	1.33%	1.34%	1.35%	1.36%	1.37%	1.38%	1.39%
全价（元）	99.684	99.682	99.679	99.677	99.674	99.672	99.669	99.667	99.665	99.662

数据来源：中银国际

### 免责声明

此报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用此报告而使中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(合称“中银国际”)违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使中银国际受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则所有于此报告中的材料的版权均属中银国际。未经中银国际事先书面明文批准下,不得更改或以其他方式传送、覆印或派发此报告的材料、内容或其覆印本予任何其他人士。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中银国际可未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中银国际不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中银国际认为可靠,但中银国际不能担保其准确性或完整性,而中银国际不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非该等损失因明确的法规或规例而引致。并不能尽依靠此报告以取代行使独立判断。中银国际可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问,本报告所载的观点并不代表中银国际控股有限公司,或任何其附属或联营公司的立场。

中银国际在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易,向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意,及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际于法律容许下可于发报材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中银国际于最初发报此报告日期当日的判断,可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖,同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下,我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中银国际的市场专业及机构投资客户。如接收人非中银国际的市场专业及机构投资客户,应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200120  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 8291

中国北京市  
西城区金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950