

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——悲观预期带来的支撑能延续多久？

7月宏观数据小结：

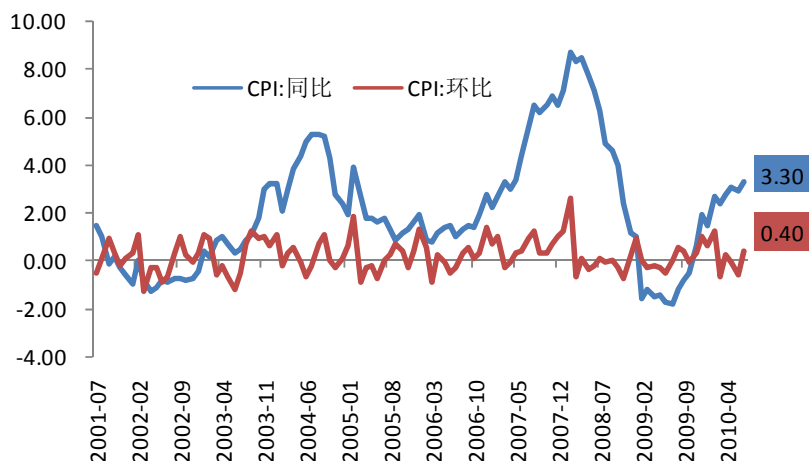
- **CPI 创新高的势头难以为继**
- **货币供应能力持续萎缩**
- **贸易顺差再创新高**
- 尽管7月份CPI没有如外界传言那么高，但其他经济数据均低于市场预期，导致市场对未来经济的悲观预期再度升高。从政策面的角度来看，目前信贷幅度符合央行的预期，我们认为未来监管机构对信贷的监控可能从规模控制向风险控制转化，但这并不意味着未来政策将会出现放松。我们判断未来货币政策还将按照央行既定的目标进行，出现放松或加码的可能性均不大。
- 上周市场走势有所活跃，买盘有所增加，收益率小幅下滑。从整体来看，7月份的宏观经济数据利好于债市，短期内为债市的走强提供了支撑。目前市场走强主要是中长期品种的带动，动力依然来源于对未来经济悲观的判断，未来这种上涨势头有多大及能够持续多久依然有待进一步观察，我们依然维持我们前期观点，目前市场并无出现明显的支撑动力，短期债市难以脱离窄幅震荡的格局。

一、宏观经济分析及展望

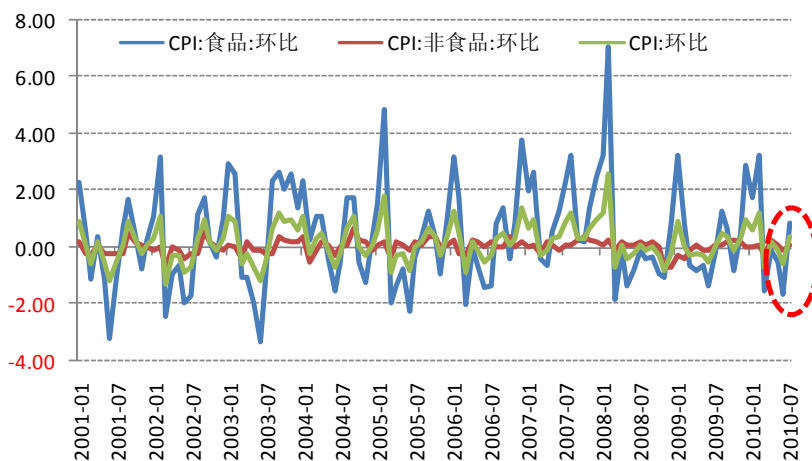
1.1 CPI 创新高的势头难以为继

7 月份的 CPI 为 3.3%，创出年内新高，符合我们的预期，尽管之前有部分机构的预期更高，达到 3.5%，并预计未来 CPI 可能还会进一步走高。但我们认为，CPI 同比再度走高的可能性并不大，7 月份有可能是今年的最高值。

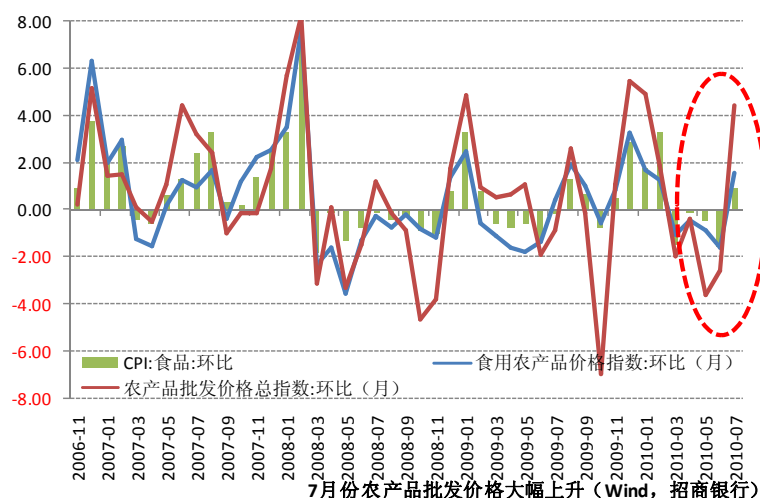
从市场的预计来看，推动 7 月份预期高涨的主要来源于农产品价格，商务部及农业部公布农产品价格 7 月份环比上升 1.54% 及 4.42%，大大高于统计局公布的食物环比 0.9%，这是造成市场预期高涨的原因，也是导致部分机构认为 8 月份 CPI 将“补涨”的根据，甚至市场也有质疑的声音出现。



食品价格拉动CPI同比及环比齐上升 (Wind, 招商银行)



食品连续4个月环比下滑的走势已经逆转 (Wind, 招商银行)

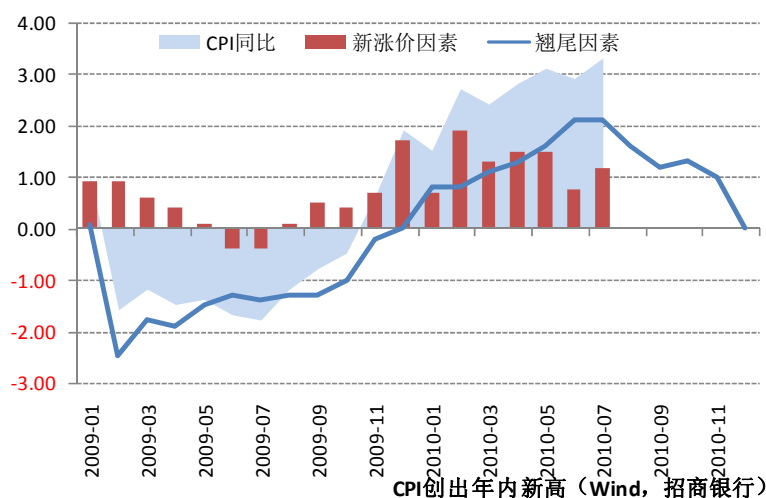


我们认为未来 CPI 同比难以再创新高，原因主要有两个：

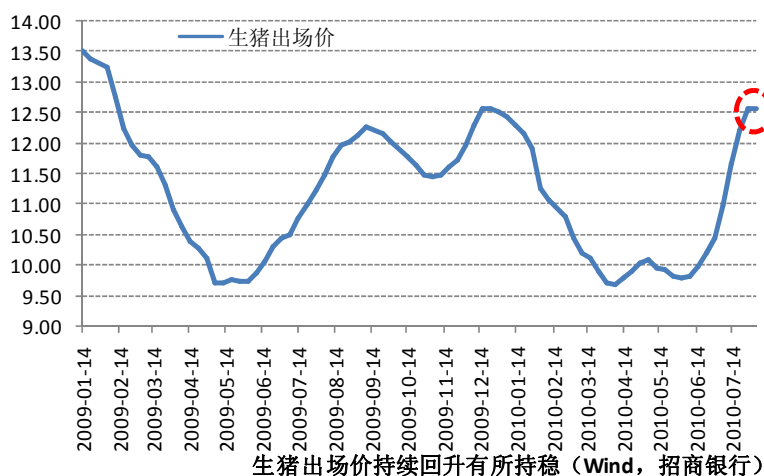
一是翘尾因素的影响作用大幅减弱。目前翘尾的“洪峰”已过，未来将呈逐月下滑的走势，特别是对于 8 月份，翘尾降幅为 0.5 个百分点，这意味着如果 8 月份将再创新高的话，CPI 环比的涨幅将比 7 月份的 0.4% 还要高 0.1 个百分点，如果假设非食品环比上升 0.2%（已经不算低了）的话，食品价格 8 月份升幅需超过 1.1 个百分点。连续两个月出现如此高的月环比，历史上主要出现在每年的春节期间，其余时间段并不多见（如 07-08 年因资金过于宽松及南方雪灾的影响曾经出现过一段时间的物价暴涨），也势必引起监管部门的关注，我们判断可能性并不大。

		食品价格								
		0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1	1.2	1.3	1.4
非食品 价格	-0.1	2.90	2.93	2.96	3.00	3.03	3.06	3.10	3.13	3.16
	0	2.97	3.00	3.03	3.06	3.10	3.13	3.16	3.20	3.23
	0.1	3.03	3.07	3.10	3.13	3.16	3.20	3.23	3.26	3.30
	0.2	3.10	3.13	3.17	3.20	3.23	3.26	3.30	3.33	3.36
	0.3	3.17	3.20	3.23	3.27	3.30	3.33	3.36	3.40	3.43
	0.4	3.23	3.27	3.30	3.33	3.37	3.40	3.43	3.46	3.50
	0.5	3.30	3.33	3.37	3.40	3.43	3.47	3.50	3.53	3.56

...

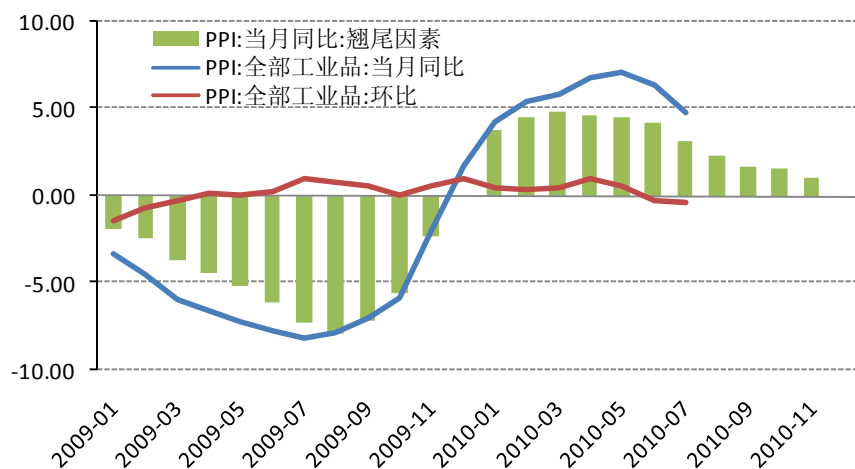


二是未来农产品价格的涨幅难以持续。目前市场对农产品价格的预期高涨，有很大一部分是来源于国际商品期货价格的上升。特别是俄罗斯小麦减产危机及粮食出口禁令对国际市场造成了较大的影响。但从我国农产品价格与国际商品期货价格的走势来看，两者的相关性不大，目前国内的灾害性天气虽然造成夏粮略有减产，不过由于我国粮食生产主要集中在秋粮，加上前6年粮食一直丰收，国家库存较足，我们判断这场小麦危机对中国的影响极低。目前我国猪肉价格已经出现企稳的迹象（7月份猪肉价格环比上涨12%，是推动食品价格上涨的主要动力，食品价格上涨对新涨价因素的贡献率超过75%），未来农产品价格尽管环比还会持续上升，但我们认为涨幅有限，延续大幅上升的可能性不高。

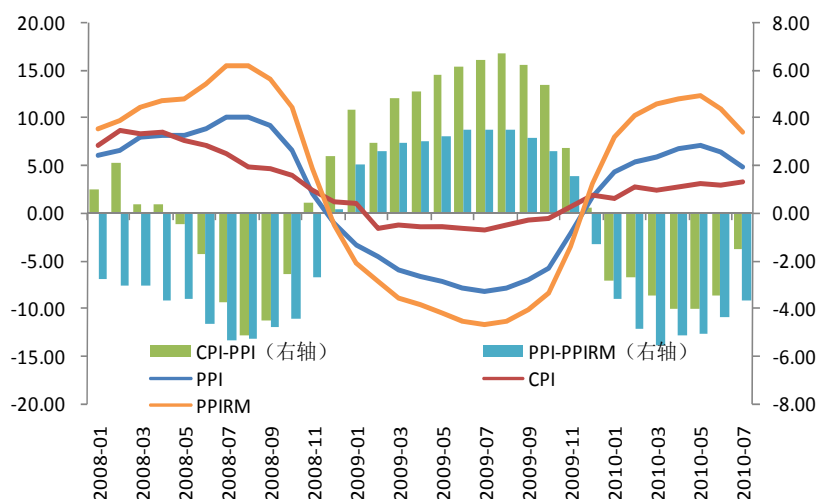


而对于PPI的走势，7月份PPI同比数据（4.8%）低于市场预期，环比延续下滑趋势，我们判断未来还将持续。目前市场关注点在于7月份国际大宗商品价格的涨幅是否会传递到国内，从7月份

大宗商品的进口来看，原材料进口价格上涨的现象还没有出现，我们估计这与出口协议价格的滞后性有关。即使未来国际商品价格开始传递到国内，但由于目前我国处于淘汰落后产能及去库存化阶段，较弱的需求将抑制价格的传导及波动，我们判断价格即使出现环比上升也难以抵消翘尾下滑所带来的影响，预计未来 PPI 还将延续下滑走势。



PPI翘尾高峰期已过，未来下滑趋势不改（Wind，招商银行）



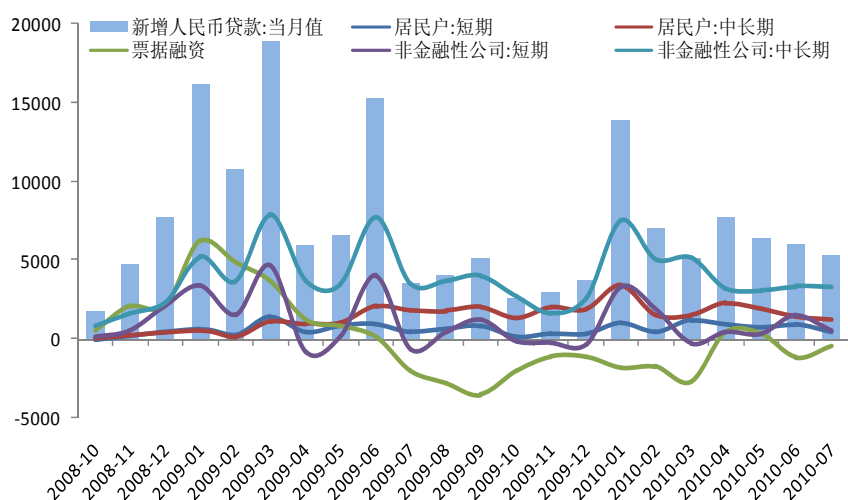
大宗商品价格的上涨尚未传导到国内（Wind，招商银行）

1.2 货币供应能力持续萎缩

7月份新增信贷 5328 亿元，比市场预期低了许多，但基本符合央行对下半年月均 5000 亿的信贷标准。这一方面说明目前在目前经济放缓的大背景下，企业对信贷的需求逐步降低；另一方面也说明了目前信贷的监管并没有任何松动的迹象，信贷还是照着央行既定

的目标在走。

从月度对比来看，7月份的新增信贷较6月份下降了700亿，信贷的减少主要来源于中短期信贷的投放。其中，居民户及非金融型企业短期贷款较6月份分别减少了50%及66%，中长期品种尽管两个部门均略有下降，但基本保持平稳，而票据融资从净减少1128亿缩小为436亿（这个可以理解，毕竟今年以来的连续净减少导致可供减少的存量票据从09年6月份3.6千亿跌到目前的1.7千亿）。我们判断，目前的信贷规模已经基本得到控制，年内保持在央行年初7.5亿元的信贷目标值并不困难。目前监管机构对信贷的监管可能已经从额度监管向风险监管转化，特别是在经济出现下滑或放缓的情况下，为规避系统性风险，信贷质量及风险的控制可能已经上升为监管的首要目标，近期银信合作的新规要求银行将表外业务转移到表内及对地方融资平台的清理就是最好的证明。

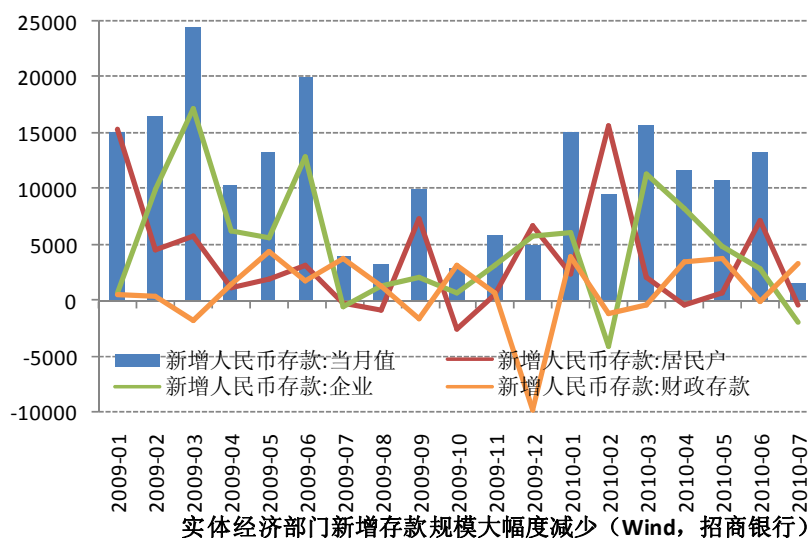


7月份中短期信贷出现较大程度的降幅（Wind，招商银行）

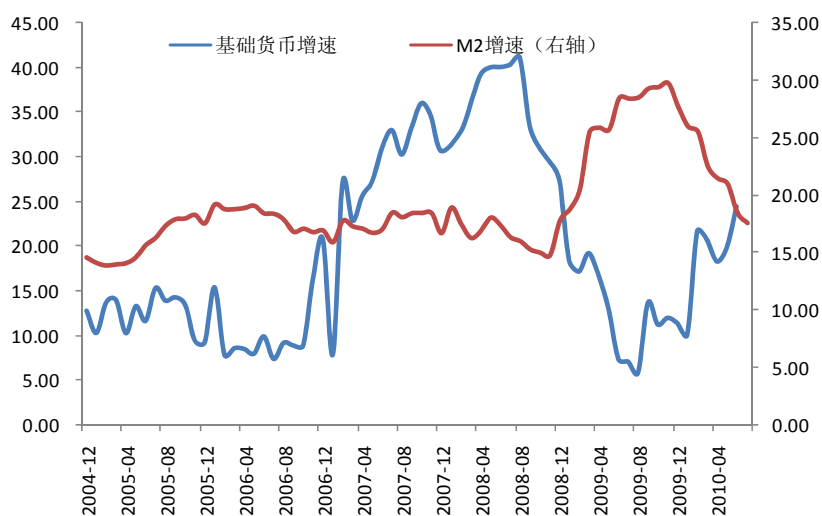
单位：亿元	7月份新增信贷	6月份新增信贷	5月新增信贷	6月各明细项占比	5月各明细项占比	1季度各明细项占比
居民户贷款	1,720	2,310	2,633	32.28%	38.28%	41.18%
其中：短期贷款	460	922	714	8.63%	15.28%	11.17%
中长期贷款	1,260	1,417	1,919	23.65%	23.48%	30.01%
非金融性公司及其他部门贷款	3,596	3,952	3,766	67.49%	65.50%	58.90%
其中：短期贷款	527	1,528	334	9.89%	25.32%	5.22%
中长期贷款	3,274	3,354	3,087	61.45%	55.59%	48.28%
票据融资	-436	-1,128	377	-8.18%	-18.69%	5.90%
当月总新增贷款	5,328	6,034	6,394	100%	100%	100%
剔除票据融资的非	3,801	4,882	3,421	71.34%	80.91%	53.50%

金融性公司贷款

从存款来看，7 月份的一个显著的特点就是新增存款主要来源于财政存款。这与 4-5 月份非常相似，甚至有过之而无不及。居民户及企业存款均为负增长，而新增财政存款占新增存款的 204%。我们认为实体经济部门存款的减少可能与近期股市反弹导致储蓄分流及热钱的流出有较大的关系。

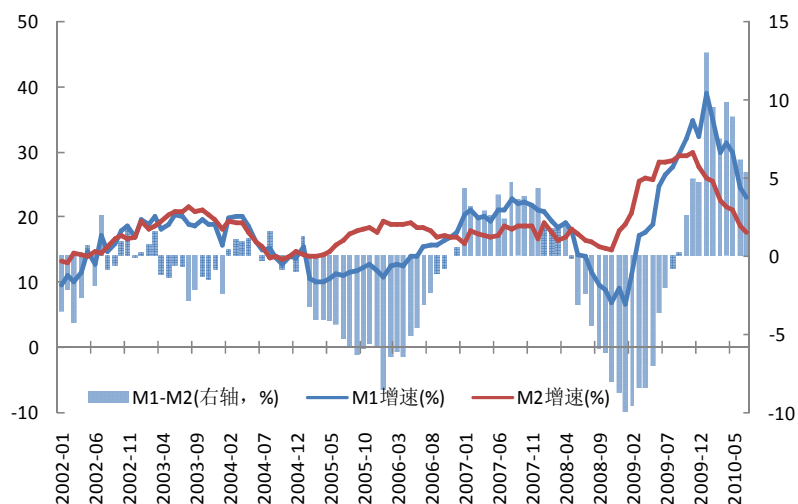


货币供应能力持续萎缩。存、贷款规模减少，同时财政存款占比增加对市场资金面的影响显而易见，由于财政存款存放于央行，从银行层面来看，体现为可用资金的趋紧，这必将制约未来信贷的增长；而从整体市场资金面的角度来看，3282 亿的财政存款存放于央行，意味着当月的实体经济存款事实上是负增长，相当于收缩基础货币。我们判断，上半年基础货币增速持续上升，并与 M2 形成背离的势头下半年可能难以持续。

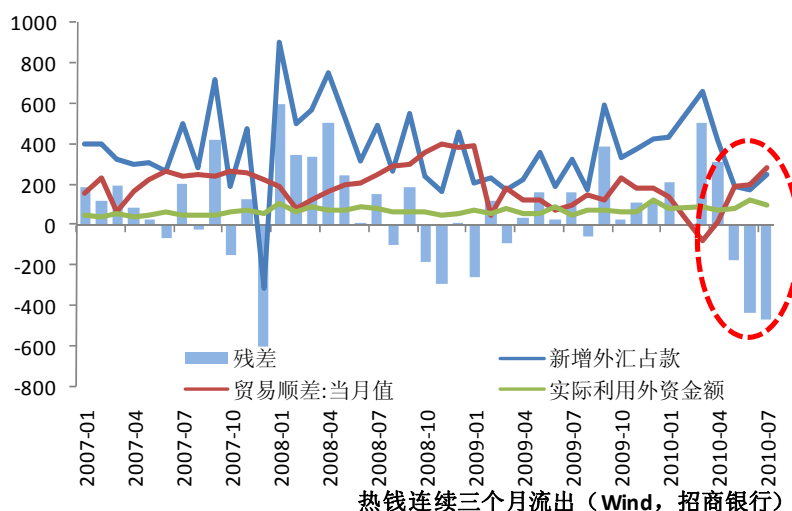


上半年M2与基础货币增速背离的势头难以持续 (Wind, 招商银行)

7 月份 M1、M2 同比增速较前一月回落幅度不大，分别为 1.7 和 0.9 个百分点。但值得注意的是 7 月份当月 M1 及 M2 新增量仅仅为 120 亿及 178 亿，环比增速基本为 0。M1、M2 的大幅下滑，我们认为这与存款的大幅下滑无不关系，股市反弹，财政存款的行政性回笼及热钱流出（7 月份新增外汇占款小于贸易顺差，热钱连续 3 个月净流出已成必然）是导致本次货币供应持续萎缩的主要原因。未来随着监管机构对地方融资平台贷款清理及表外业务的表内化，银行货币创造能力将逐步萎缩，货币供应量的下滑势头还将持续。



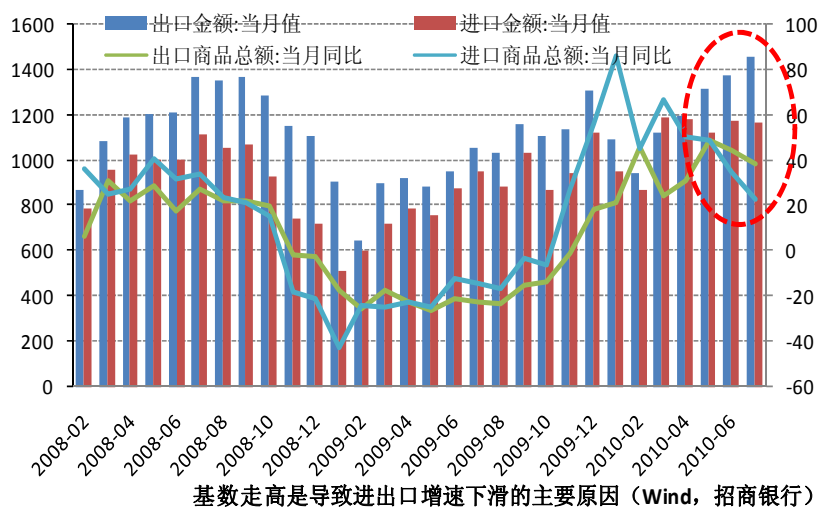
M1、M2增速持续下滑 (Wind, 招商银行)



1.3 贸易顺差再创新高

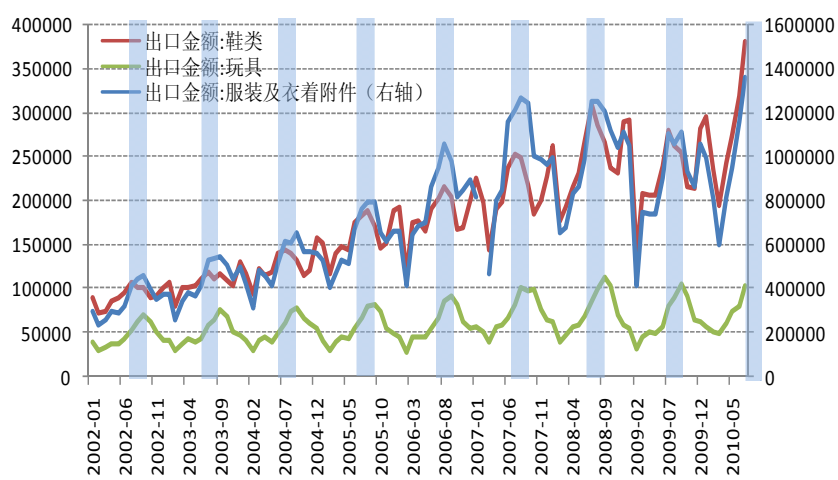
海关总署公布的外贸数据显示，7 月份的贸易顺差再度创出新高，达到 287.3 亿美元，为 09 年 1 月份至今近 18 个月以来的新高。从原因来看，出口的稳步上升及进口的小幅回落是导致本次贸易顺差再度走高的主要原因。

从同比增速来看，进出口增速延续放缓趋势，出口和进口分别较 6 月份下滑 5.8 及 11.4 个百分点，但从绝对数来看，新增出口依然维持扩大趋势，进口虽然小幅回落，但变动不大，我们认为，基数走高是导致进出口增速出现下滑的主要原因。

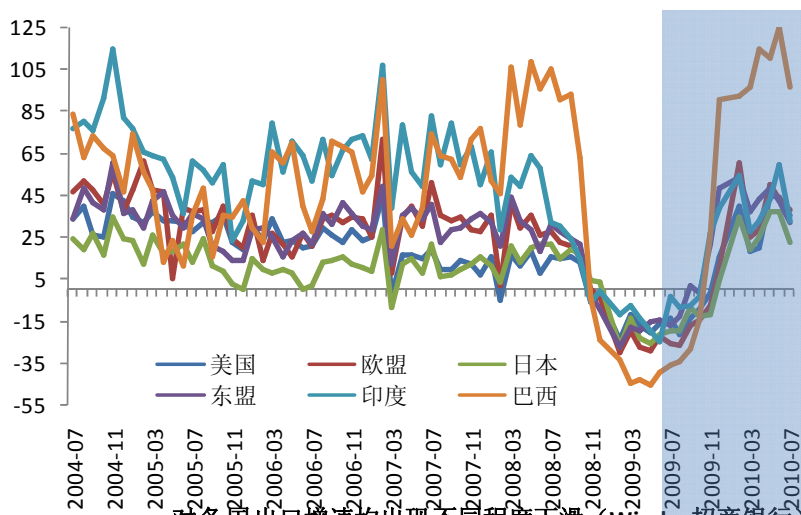


从出口来看，除了机电及高新技术产品依然延续环比上升的势

头外，7月份出口上升的最主要原因来源于劳动密集型产品出口的回升，我们认为这主要源于季度性因素，从历年的数据上来看，每年的7-9月份均为服装、鞋类及玩具等劳动密集型产品出口的旺季。从出口目的地看，中国对各国的出口增速均出现不同程度的下滑，除了基数回升的原因外，欧洲各国财政紧缩计划的实施及美国经济不理想也制约消费及对中国商品需求的复苏。



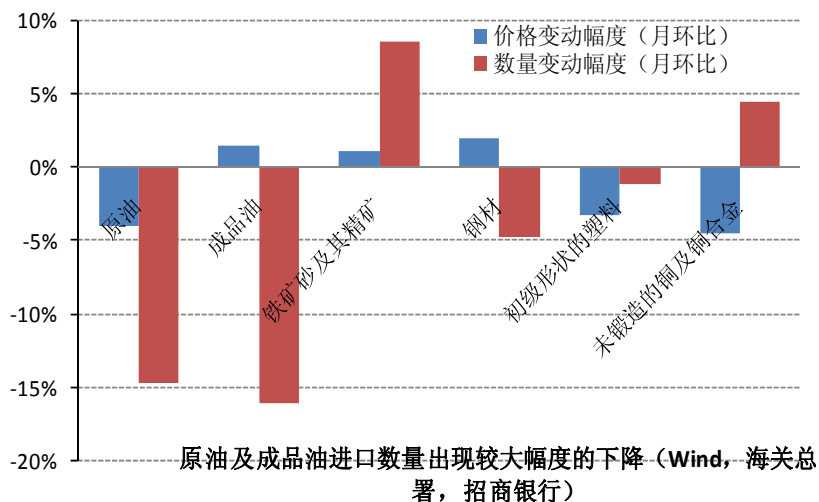
每年的7-9月份均为服装、鞋类及玩具等劳动密集型产业的出口旺季
(Wind, 招商银行)



对各国出口增速均出现不同程度下滑 (Wind, 招商银行)

而从进口来看，本次进口尽管从绝对值来看依然位于近两年来的较高水平，但增速出现超预期下滑，原因我们认为主要源于大宗商品需求的下滑。从7月份大宗商品的进口看，价格基本维持小幅震荡，7月份国际商品市场价格的上升并没有对进口价格产生多大的影响，但进口数量有了较大幅度的下滑，特别是原油及成品油的进口数量分别下滑了15%及16%，是造成本次进口下滑的主要原因，

这与当前我国淘汰落后产能的改革有较大的关系。

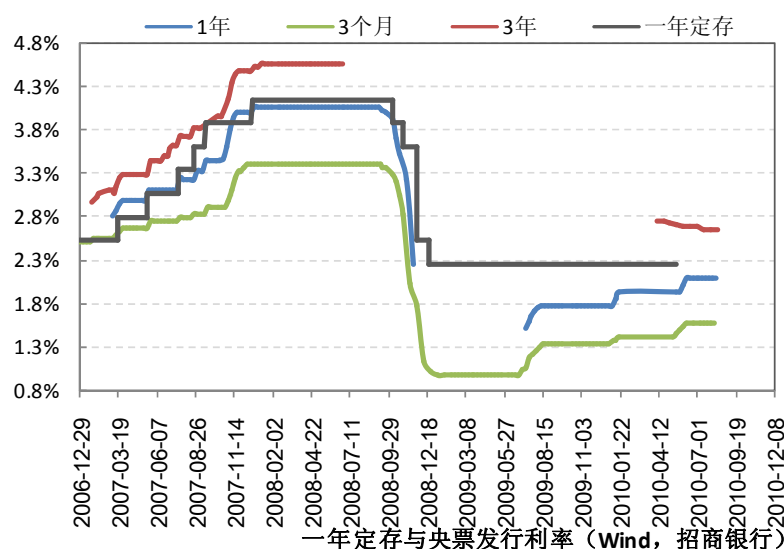
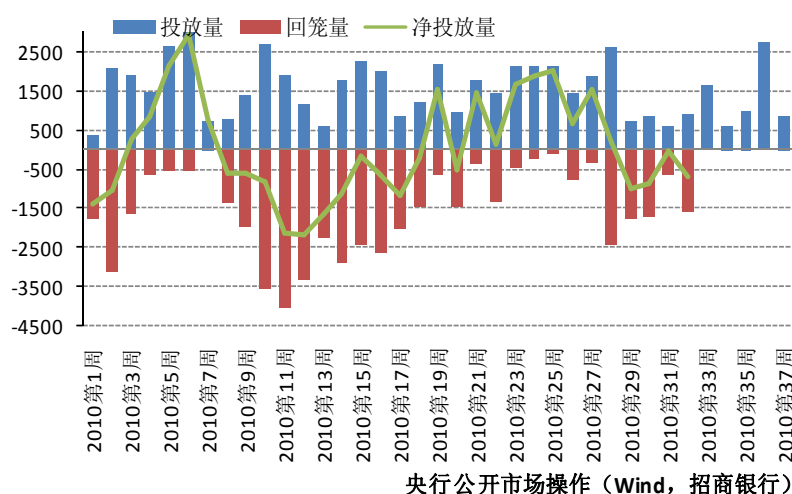


对于未来的外贸前景，我们认为去年下半年的出口基数还将持续稳步回升，国外财政紧缩政策的实施、消费的不振及国内对大宗商品需求的下滑也将制约出口及进口的持续反弹，目前顺差创新高的利好并无法掩盖国内外需求萎缩的前景，短期来看，出口及进口增速还将持续回落。

二、 债市回顾及展望

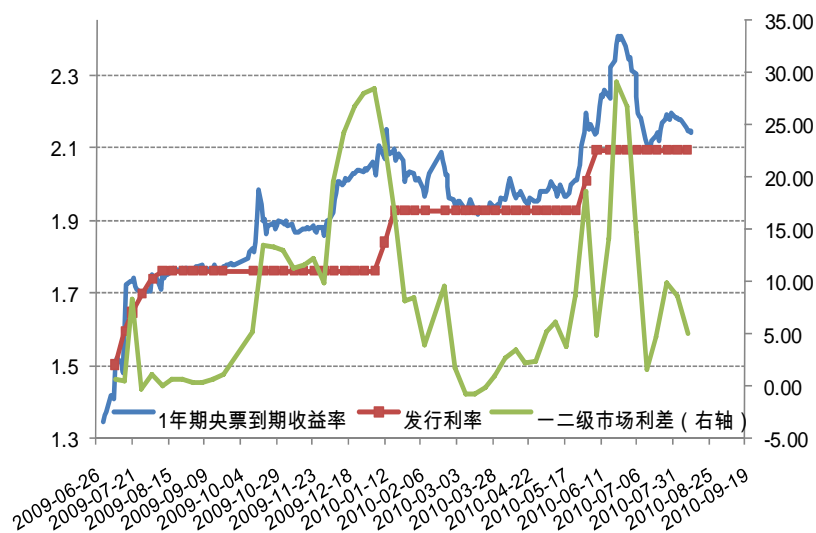
2.1 政策面及公开市场

上周数据：央行上周公开市场净回笼资金670亿，1年期及3年期央票分别发行330亿及860亿，同时央行还进行400亿3个月正回购。



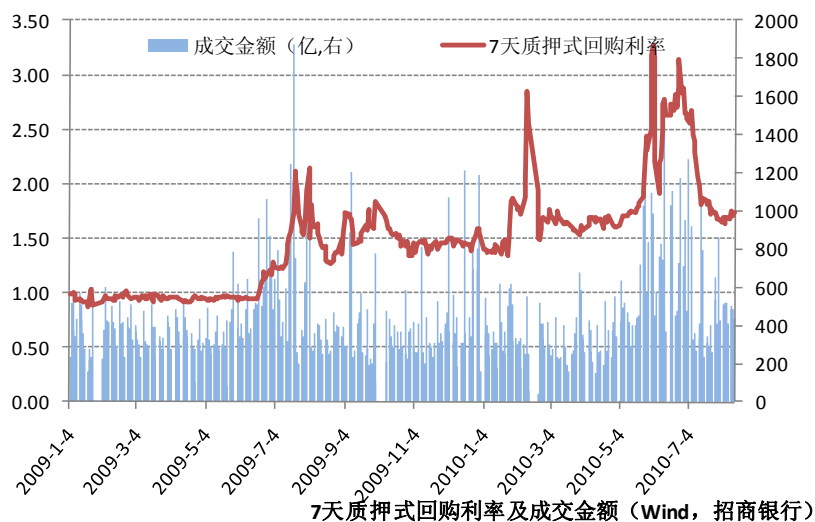
上周央行在公开市场上发行了860亿三年期央票，同时停发了3个月期限的品种，取而代之的是进行400亿3个月的正回购，我们认为原因主要还是出在需求上，前期一年以内的短久期品种需求不高，一二级市场利差维持高位，而7月份经济数据的“滞胀”格局更是加剧了这种需求的不平衡。目前公开市场操作依然处于“两难”境地，目前信贷增幅基本在央行的控制范围内，发行3年期央票深度回笼资金的必要性已经大幅降低，如何在不影响市场利率预

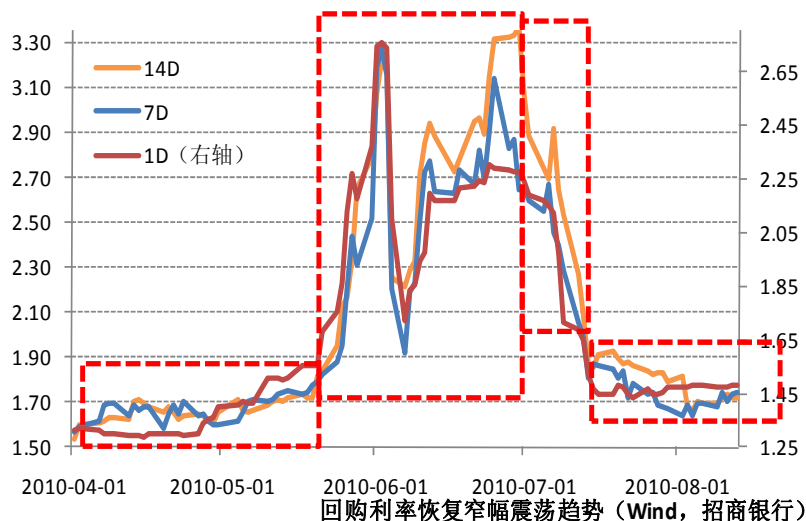
期的情况下，将需求赶到短久期品种上面将是未来央行进行公开市场操作最为头疼的问题之一。



2.2 资金面及货币市场

上周光大银行开始启动 IPO 网下申购，但对资金面的影响甚微，7天质押式回购小幅抬升，周末收于 1.74%，较前一周小幅上升 5BP，隔夜回购变动不大，收于 1.48%，基本持平于前一周水平。显示回购利率继续维持在低位水平，资金面保持宽松格局不变。





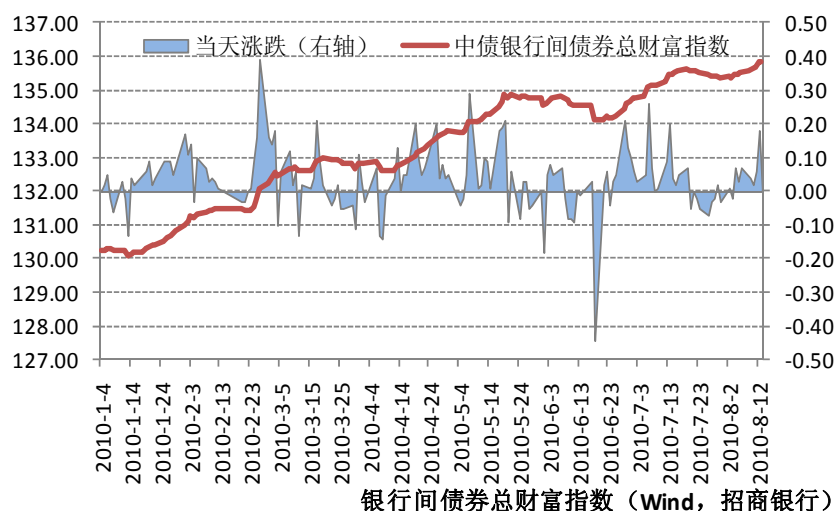
2.3 利率走势及债券市场

一级市场方面，上周发行了两期国债（560 亿）、两期地方政府债（470 亿）及一期政策性金融债（195.2 亿）。

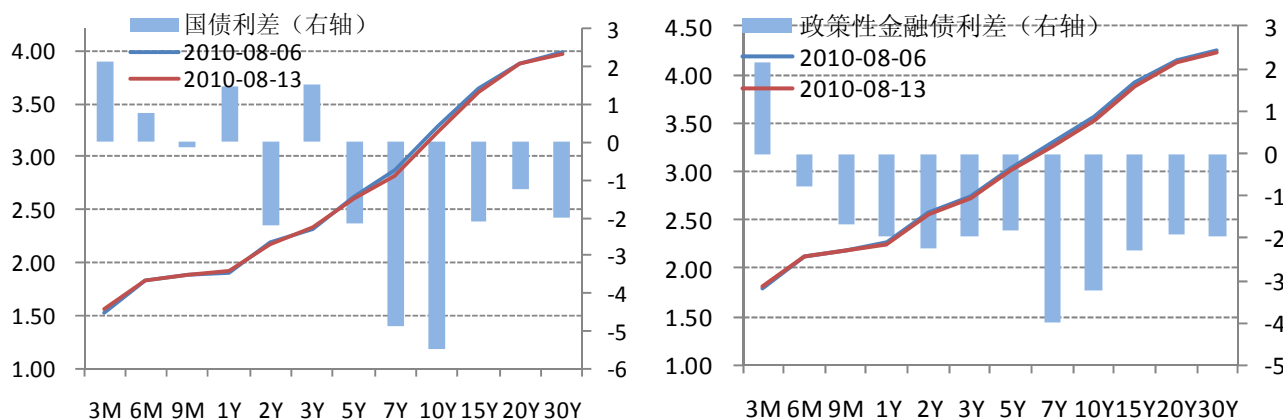
国债：上周财政部发行了两期国债，一期 3 年期国债及一期 30 年超长债。3 年期国债中标利率 2.3%，基本符合市场预期，认购倍数为 1.56，并没有受到市场追捧，与央票及地方债相比，较低的投资价值是机构认购清淡的主要原因。而周五的 30 年超长国债中标利率 3.96%，位于市场预期的下限，且低于二级市场水平，中标倍数高达 2.13，资金面宽裕、保险机构配置压力较大及公布的经济数据低于预期导致长债配置需求旺盛，从而推动本期新债利率走低。

地方政府债：上周一 3 年和 5 年地方政府债券发行利率分别为 2.37% 和 2.67%，略高于市场预期，基本接近于二级市场水平，认购倍数分别是 1.34 及 1.48，显示投标需求不是很强。由于发行于宏观经济公布前夕，投资者心态较为谨慎，市场观望气氛较为浓厚，本次地方债没有受到过高的追捧。

金融债：上周农发行发行了一期 10 年期固息债，中标利率为 3.50%，落在预期下限，低于二级市场同期品种收益率水平，首场认购倍数为 1.87，并获得了 45.2 亿追加认购，最终发行额达到 195.2 亿元，对未来经济的悲观预期及配置压力的推动导致本期金融债获得较好的追捧。

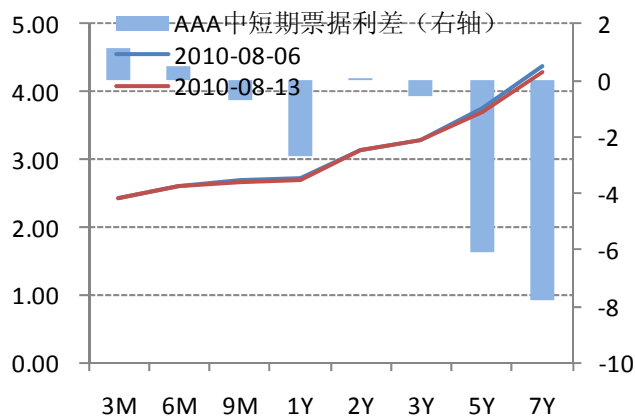
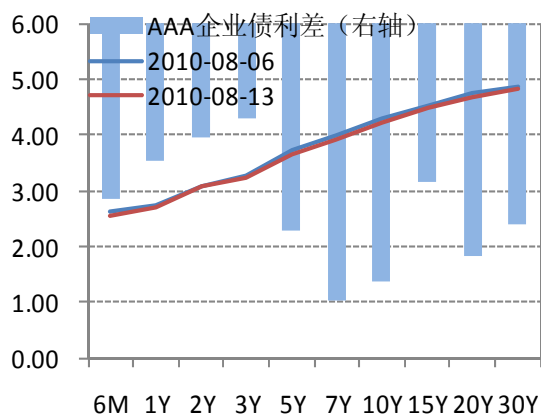
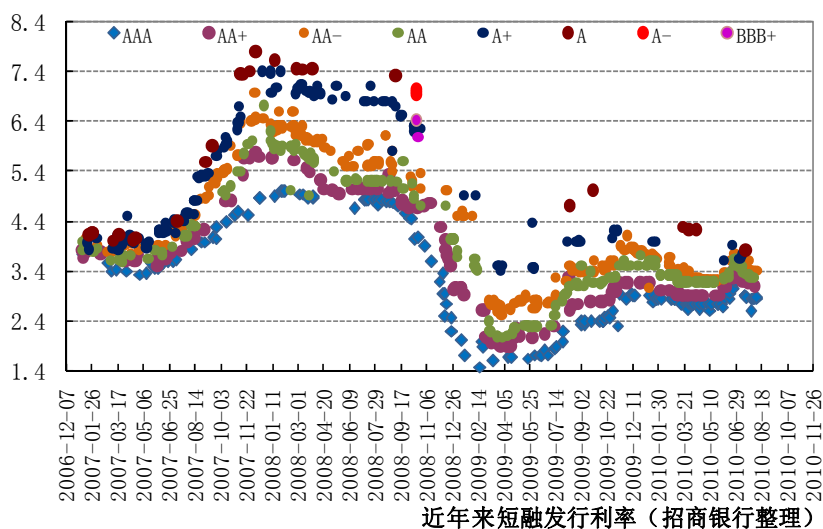


现券市场方面，受经济数据不景气的影响，上周中长端市场收益率有所下滑，国债下滑较大的主要集中在 7-10 年期，有 5BP 的降幅，其余年限波动不大，整体幅度在 2BP 以内；金融债方面，基本上呈整体下滑趋势，下滑较大也集中在 7-10 年中长端，有 3-4BP 的下滑幅度，其余年限降幅在 2BP 以内。



2.4 信用市场走势

信用市场方面，上周企业债收益率呈整体下滑趋势，5 年以上中长端降幅较大，有 5-8BP 的降幅，3 年以内短端降幅不大，在 3-5BP 之间；中短期票据方面，降幅较大主要集中在 5-7 年期，下探了 6-8BP，其余年限涨跌互现，但幅度均不大，在 3BP 以内。



三、 预测与展望

尽管7月份CPI没有如外界传言那么高，但其他经济数据均低于市场预期，导致市场对未来经济的悲观预期再度升高。从政策面的角度来看，目前信贷幅度符合央行的预期，我们认为未来监管机构对信贷的监控可能从规模控制向风险控制转化，但这并不意味着未来政策将会出现放松。我们判断未来货币政策还将按照央行既定的目标进行，出现放松或加码的可能性均不大。

上周市场走势有所活跃，买盘有所增加，收益率小幅下滑。从整体来看，7月份的宏观经济数据利好于债市，短期内为债市的走强提供了支撑。目前市场走强主要是中长期品种的带动，动力依然来源于对未来经济悲观的判断，未来这种上涨势头有多大及能够持续多久依然有待进一步观察，我们依然维持我们前期观点，目前市场并无出现明显的支撑动力，短期债市难以脱离窄幅震荡的格局。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司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应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。