

分析师：

刘俊郁

0755 - 83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

报告摘要：

——资金成本的“二元格局”将进一步显现

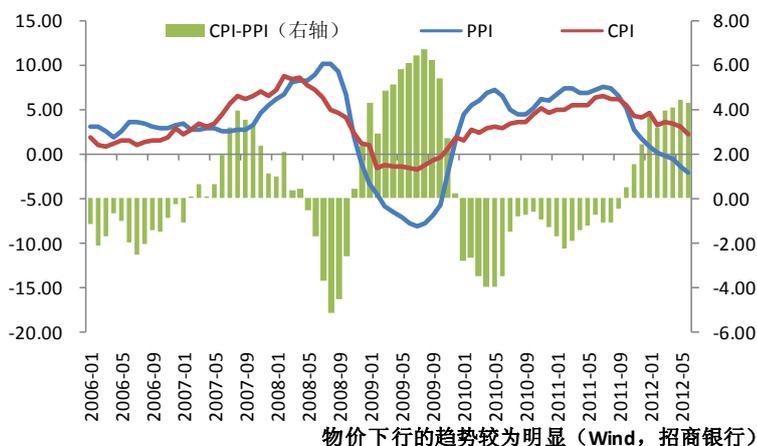
- 虽然7月份的CPI如预期般大幅下行，但由于市场预期已经反映得较为全面，收益率并未明显变动，周五经济数据符合市场预期，对债市的引导作用并不大，目前市场分歧主要集中在对6月份信贷数据的解读上面。尽管信贷总量超预期，但新增结构并没有出现好转。信贷能否有效改善，特别是与基建投资及房地产销售相关的中长期信贷能否出现结构性好转，将是决定未来经济复苏速度及政策放松路径的主要影响因素，从6月份的数据看，这种好转并不明显。
- **市场对降准的预期依然强烈。**目前虽然资金面趋于缓和，但原因更多是由于月初开始商业银行暂时性的融出资金。虽然6月份信贷增量进一步扩充，但对公中长期信贷依然疲软，增量主要集中在中短期信贷上面，加上存款定期化的趋势并没有减弱，这表明降息之后，银行以及实体经济扩张资产负债表的意愿依然较弱。未来依然还将有持续性的支持政策出台。
- **实体经济与货币市场资金利率的体现出明显的“二元性”格局。**受外生流动性大幅趋减的影响，实际资金主要来源于信贷派生存款，降息也加速了资金进一步分化到理财及表外资产中，在资金脱媒、存贷比缩小以及理财收益率具备“易上难下”的影响下，银行资金成本抬升的趋势还将持续。这与当前货币市场利率趋于下行形成明显对比。银行资金成本的抬升将阻碍金融市场流动性向实体经济传导，这也是为什么虽然央行扩张流动性的意图明显，但信贷投放格局却大部分局限于短期资金，难以向中长期信贷转移的原因之一。随着资金面的回缓，金融体系与实体经济资金成本的“二元性”将更为明显。
- 对于债市而言，这种“二元格局”，一方面将推高银行配置账户的持有成本，导致银行配置动力减弱，另一方面，金融体系内的资金充裕将有利于交易型机构加大杠杆力度，推动理财账户、基金及券商资管等配置需求扩张，进而从资产配置上影响各品种收益率的走势。我们倾向于认为，中期内，7

年以上金融债以及中长期信用债等高票息品种还将受到市场追捧。

一、宏观经济分析及展望

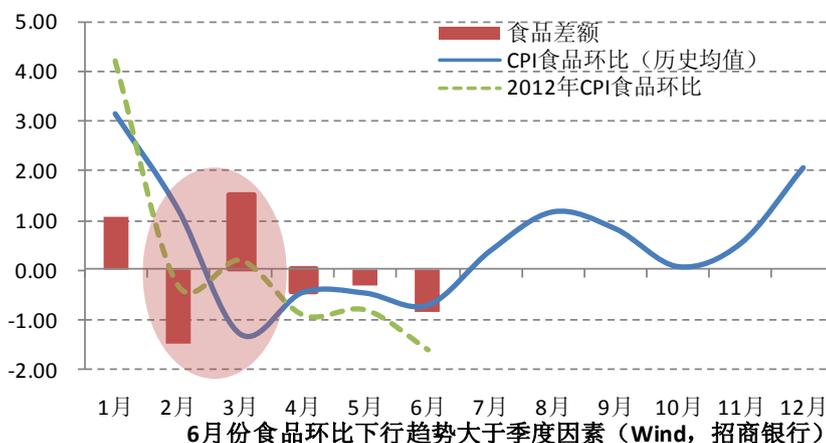
1.1 物价走势将延续低位

6月份CPI同比大幅下降至2.2%，与上月相比，大幅回落0.8个百分点，创下近3年以来的新低。造成本次物价下行的主要原因，我们认为主要源于食品价格对环比因素的负贡献以及翘尾的趋势性下滑。



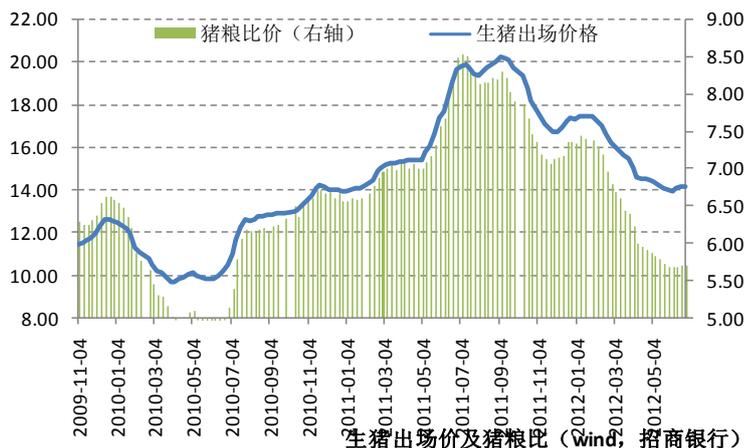
6月份的CPI环比下行0.6%，食品价格贡献了100%的下行动力，环比下行的幅度达到1.6%，远超季度因素。其中起主导作用的依然是鲜菜等价格的进一步大幅下行。

从季度因素看，受气温回升及农作物生长周期缩短的影响，4-6月份基本上均为食品价格的下行周期，但本轮鲜菜价格超跌，幅度明显大于历史季度跌幅，并与猪肉周期相互叠加，推动了本轮物价趋势性下行。



猪肉下行周期已经近尾声。前期推动食品下行的两大动力主要

来源于蔬菜及猪肉。6月份以来的肉禽类价格环比跌幅趋于收窄，生猪出场价已经出现小幅回稳反弹的迹象，但鉴于目前存栏量居高不下，预计难以出现趋势性反弹。我们判断三季度整体食品价格中枢难以出现较大幅度的回升，预计未来物价走势以回稳筑底为主。

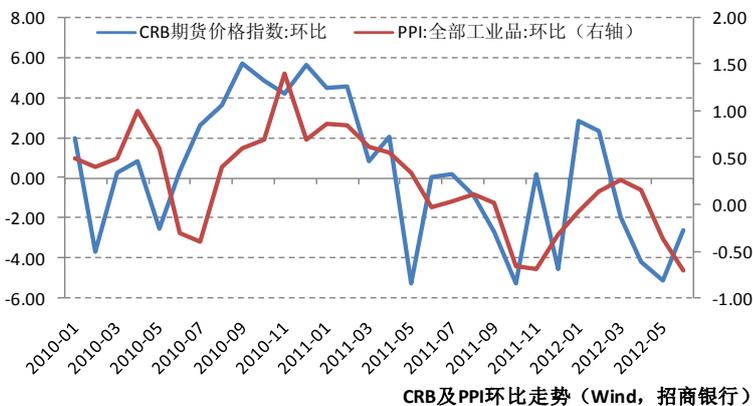


非食品价格环比持平。6月份非食品价格环比涨幅持平。尽管像烟酒、家庭设备用品以及医疗保健等分项出现小幅上涨，但交通通讯及服务大幅下行0.5%，下拉了整体非食品价格。从原因上看，下行最大的两个明细项是交通燃料及居住水电，这表明国内油价下调以及国际大宗商品价格下行的传导效应已经开始显现出来。随着本月油价继续下调，我们判断非食品价格下行将在CPI回落的过程中进一步体现出来。

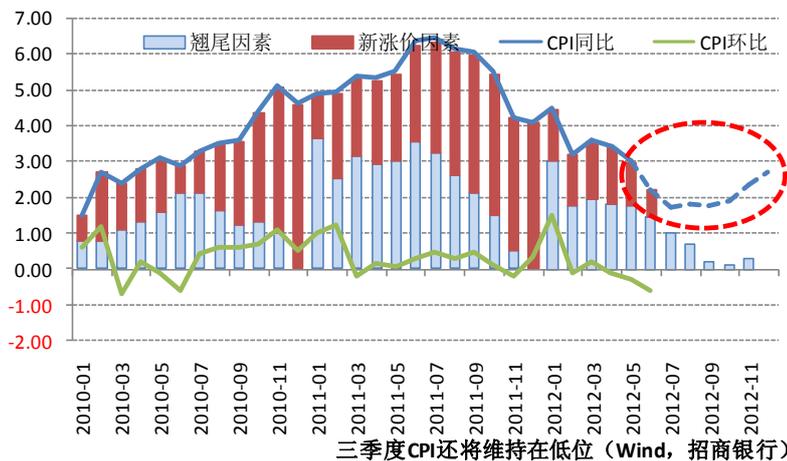


6月份PPI下行至-2.1%左右，环比来再次回落0.7%，降幅进一步扩大。原材料价格的下行是主导因素，近期虽然CRB指数出现小幅反弹，但在外围经济弱势的情况下，整体下行趋势不会发生改变，我们预计外围大宗商品价格的低迷还将对国内上游原材料价格下降

给予更多的支撑。



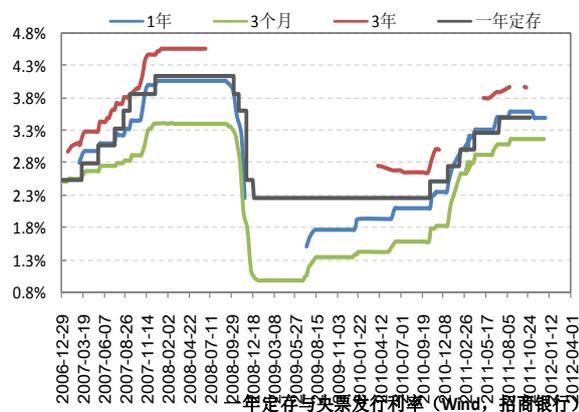
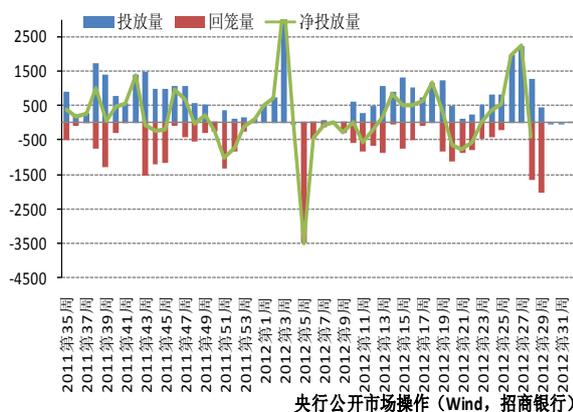
受去年 6-9 月份环比增幅较高的影响，今年翘尾因素同期下行幅度趋于增大，6 月份翘尾下行 0.28 个百分点，三季度还将有 1.25% 的下行幅度，这将推动 CPI 同比在整个三季度维持下行态势，我们判断 7 月份 CPI 同比增幅有望破 2.0%。在 11 月份到来之前，CPI 同比将维持在 1.7%-2.0% 的区间内震荡，这将为未来的政策放松及收益率下行提供较大的空间。



二、债市回顾及展望

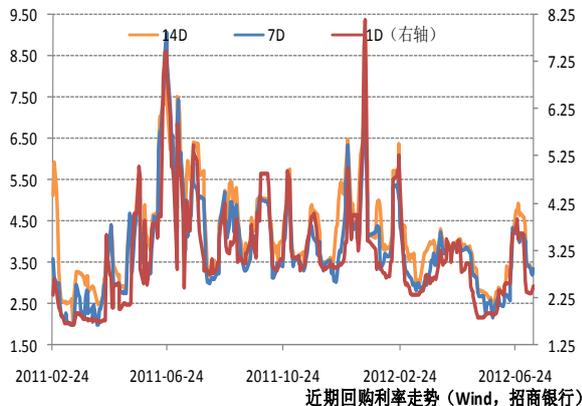
2.1 政策面及公开市场

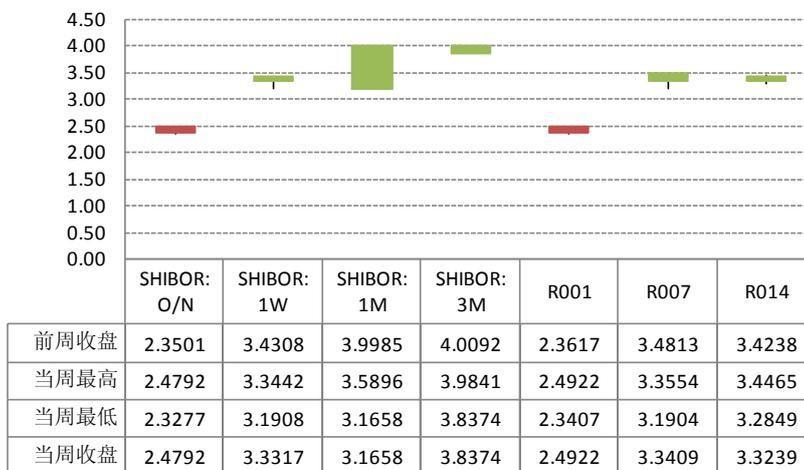
上周公开市场净回笼资金 400 亿，除了回购及央票到期投放资金 680 亿外，央行分别在周二及周四进行了 600 亿 7 天逆回购，但受前期逆回购集中到期（1680 亿）的影响，公开市场并未延续净投放态势。



2.2 资金面及货币市场

上周资金面延续放缓趋势。但 7 天以上回购利率下行幅度不大，整体曲线非常扁平，我们认为，月初贷存比限制暂时性松绑导致银行融出资金的意愿有所增加，推动了资金面的继续回暖。15 日存准金释放后，对市场资金面将会有进一步的缓冲；但另一方面，本周逆回购到期也达到 2050 亿的规模，预计资金面短期内还将维持震荡局面。



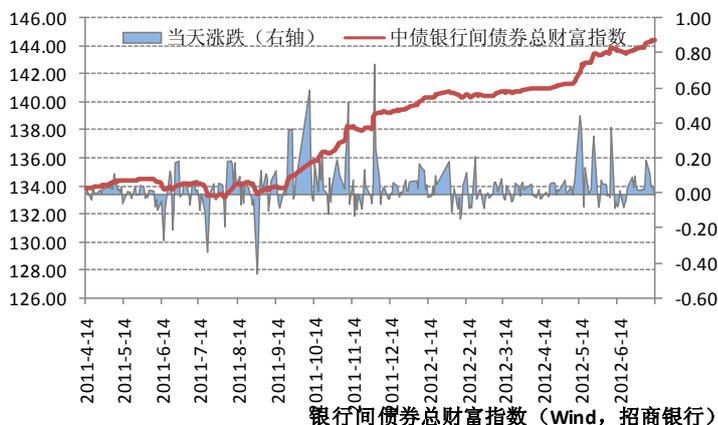


2.3 利率走势及债券市场

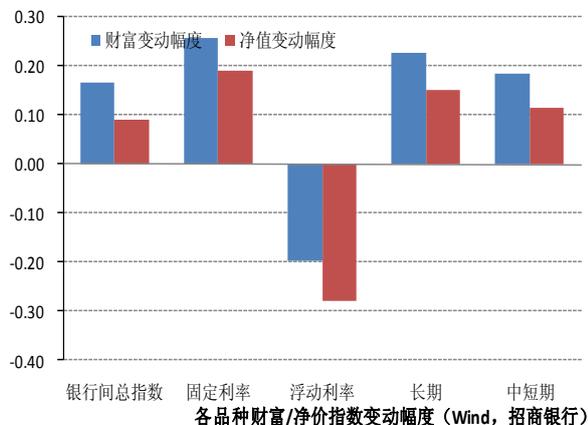
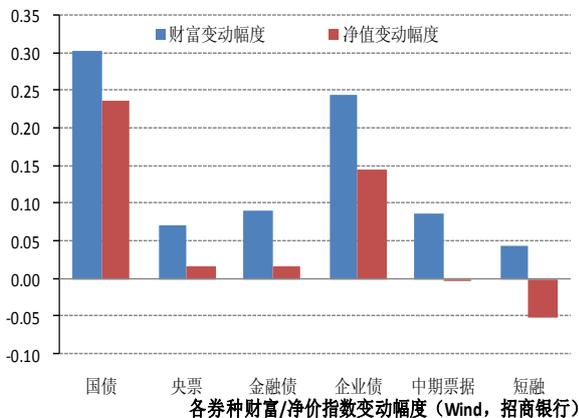
一级市场方面，受资金面放缓及通胀超预期下行的影响，上周一级市场固息债招标整体较为平稳，7年国债及7年固息农发债中标利率分别为3.9972%及3.76%，与市场预期基本吻合，首场认购倍数分别为1.34和1.76，显示市场需求偏向于高票息品种，国债收益率尽管有免税因素，但市场需求并不高。

此外，市场对浮息债的预期再度回落，本次国开行发行的5年Shibor债，由于此前市场普遍预期中标利差为负数，但最终中标利差高达+5BP，大幅超出预期。由于市场对未来资金面趋于宽松的预期较为一致，本次Shibor债实际利率为4.08%，较同期固息国开债高出近40BP，浮息/固息利差出现显著拉宽，显示出在宽松周期下，投资者对Shibor浮息债的溢价保护要求显著提高。从需求看，本次投标倍数仅有1.55倍，表明配置机构在降息周期下对浮息债兴致不高，但我们认为对于以持有利差收益为主的理财账户或货币型基金而言，本次浮息债依然具备一定的配置价值。

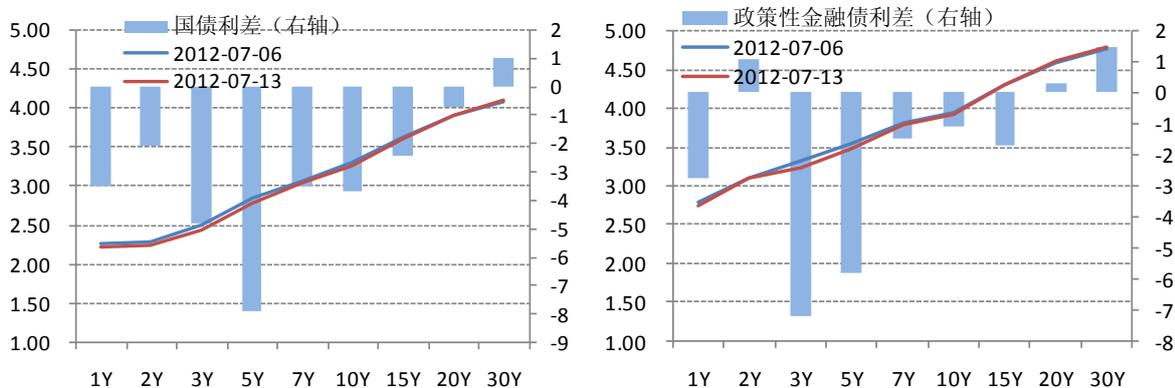
| 项目 | 详细 | 招投标日期 | 预测 | 实际值 |
|------------|----------|-------|-------|-------|
| 12国开33 | 5年Shibor | 7月10日 | -3BP | 5BP |
| 12农发12 | 7年固息 | 7月10日 | 3.77% | 3.76% |
| 12国债10(续发) | 7年固息 | 7月11日 | 3.00% | 3.00% |



现券市场方面，受周一 CPI 大幅下行的影响，利率品种收益率出现一定幅度的回落，但信用品种短端出现小幅反弹，收益率分化有所显现。整体看，受预期反映全面的影响，通胀及经济数据对债市的引导作用不大，收益率反应较为平淡。全周国债及中长期信用债涨幅较大，央票、金融债及中票涨幅较弱，短融及浮息债估值有所下行。

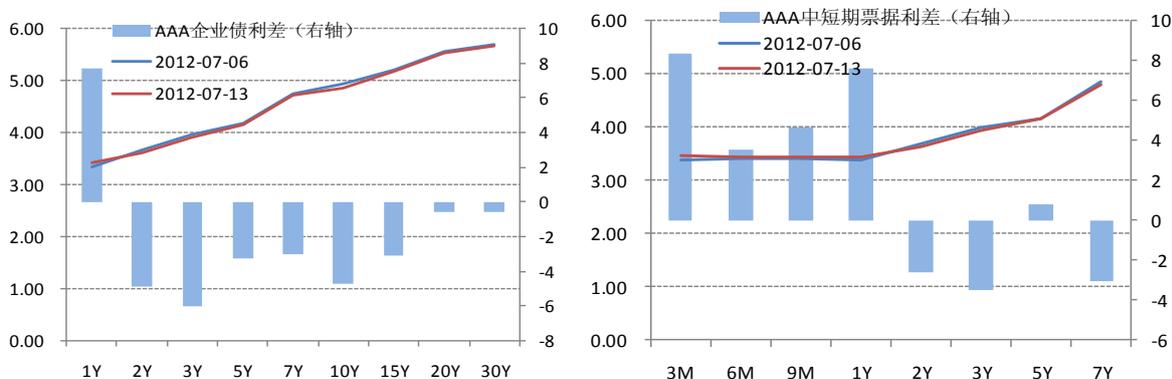
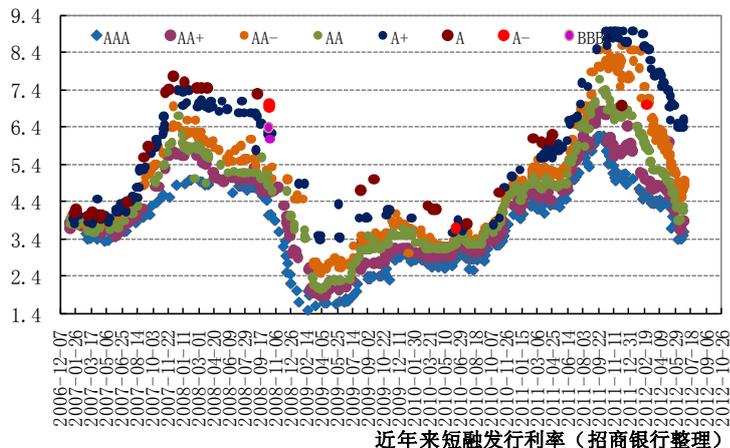


利率产品方面，上周国债及金融债收益率下行较大的主要集中在 3-5 年中短端，幅度在 5-8BP 之间，其余年限变动幅度不大，在 4BP 以内，整体收益率呈现“牛市增陡”走势。



2.4 信用市场走势

信用品种收益率出现分化。反弹主要集中在1年以内短端品种，整体上涨幅度达到4-8BP，3年以上中长端并未体现出明显的方向性趋势，收益率涨跌互现，但幅度较弱，整体波动的区间在-3BP至+1BP之间不等。



| 中债估值 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 | 10年 |
|------|------|------|------|------|------|
| 国债 | 2.22 | 2.44 | 2.77 | 3.03 | 3.26 |

| | | | | | |
|--------|------|------|------|------|------|
| 金融债 | 2.75 | 3.23 | 3.49 | 3.78 | 3.92 |
| 央票 | 2.56 | 2.80 | | | |
| 超 AAA | 3.35 | 3.74 | 3.91 | 4.56 | 4.74 |
| AAA | 3.44 | 3.93 | 4.16 | 4.81 | 5.02 |
| AA+ | 3.66 | 4.27 | 4.68 | 5.34 | |
| AA | 3.95 | 4.66 | 5.05 | | |
| AA- | 4.58 | 5.80 | 6.26 | | |
| 相对上周 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 | 10年 |
| 国债 | -4 | -5 | -8 | -4 | -4 |
| 金融债 | -3 | -7 | -6 | -1 | -1 |
| 央票 | -1 | -2 | | | |
| 超 AAA | 3 | -5 | 0 | -5 | -7 |
| AAA | 8 | -3 | 1 | -3 | -1 |
| AA+ | 5 | 3 | 3 | -1 | |
| AA | -0 | 1 | -1 | | |
| AA- | 9 | -6 | 1 | | |
| 相对历史均值 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 | 10年 |
| 国债 | -12 | -31 | -30 | -29 | -35 |
| 金融债 | -3 | 7 | 3 | 11 | -0 |
| 央票 | -26 | -44 | | | |
| 超 AAA | -43 | -49 | -67 | -28 | -36 |
| AAA | -16 | -22 | -41 | -5 | -42 |
| AA+ | -31 | -33 | -39 | -25 | |
| AA | -10 | -8 | -42 | | |
| AA- | -2 | 31 | 25 | | |
| 相对年初值 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 | 10年 |
| 国债 | -50 | -42 | -27 | -28 | -16 |
| 金融债 | -81 | -34 | -8 | 1 | -7 |
| 央票 | -91 | -65 | | | |
| 超 AAA | -145 | -91 | -77 | -28 | -22 |
| AAA | -153 | -99 | -77 | -30 | -21 |
| AA+ | -201 | -129 | -93 | -46 | |
| AA | -257 | -185 | -148 | | |
| AA- | -307 | -181 | -140 | | |

三、 预测与展望

虽然7月份的CPI如预期般大幅下行，但由于市场预期已经反映得较为全面，收益率并未明显变动，周五经济数据符合市场预期，对债市的引导作用并不大，目前市场分歧主要集中在对6月份信贷数据的解读上面。尽管信贷总量超预期，但新增结构并没有出现好转。信贷能否有效改善，特别是与基建投资及房地产销售相关的中长期信贷能否出现结构性好转，将是决定未来经济复苏速度及政策放松路径的主要影响因素，从6月份的数据看，这种好转并不明显。

市场对降准的预期依然强烈。目前虽然资金面趋于缓和，但原因更多是由于月初开始商业银行暂时性的融出资金。虽然6月份信贷增量进一步扩充，但对公中长期信贷依然疲软，增量主要集中在中短期信贷上面，加上存款定期化的趋势并没有减弱，这表明降息之后，银行以及实体经济扩张资产负债表的意愿依然较弱。未来依然还将有持续性的支持政策出台。

实体经济与货币市场资金利率的体现出明显的“二元性”格局。受外生流动性大幅趋减的影响，实际资金主要来源于信贷派生存款，降息也加速了资金进一步分化到理财及表外资产中，在资金脱媒、存贷比缩小以及理财收益率具备“易上难下”的影响下，银行资金成本抬升的趋势还将持续。这与当前货币市场利率趋于下行形成明显对比。银行资金成本的抬升将阻碍金融市场流动性向实体经济传导，这也是为什么虽然央行扩张流动性的意图明显，但信贷投放格局却大部分局限于短期资金，难以向中长期信贷转移的原因之一。随着资金面的回缓，金融体系与实体经济资金成本的“二元性”将更为明显。

对于债市而言，这种“二元格局”，一方面将推高银行配置账户的持有成本，导致银行配置动力减弱，另一方面，金融体系内的资金充裕将有利于交易型机构加大杠杆力度，推动理财账户、基金及券商资管等配置需求扩张，进而从资产配置上影响各品种收益率的走势。我们倾向于认为，中期内，7年以上金融债以及中长期信用债等高票息品种还将受到市场追捧。

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。