2018 年 08 月 24 日

宏觀月報（中國）

供需雙弱，經濟承壓

——8 月中國宏觀策略月報

丁文捷, 博士
電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞雯, 博士
電話：(852) 3900 0868
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

- **概要。在全球經濟增速逐步放緩、新興市場危機升級的背景下，7 月中國經濟供需雙弱，增長承壓。**從生產看，7 月規模以上工業增加值當月同比增長 6.0%，與上月持平，弱于預期。發電量、耗煤量回落，高爐開工率下降，工業生產轉弱。從需求看，投資、消費均有所下滑。固定資產投資完成額累計同比增速 5.5%，創 1999 年 12 月以來新低。三大投資中，房地產一枝獨秀；製造業增長平穩；基建增速繼續回落，是主要拖累項。隨著財政政策發力，後期有望扭轉下滑態勢。社會消費品零售總額當月同比增速爲 8.8%，略有下行。分產品看，必需消費小幅下滑，可選消費顯著下滑。進出口貿易增長超出預期，但後期面臨貿易戰等不確定因素。

- **通脹溫和回升，壓力預計有限。**7 月 CPI 同比增長 2.1%，環比增長 0.3%，主要因假期旅游旺盛，交通燃料價格上漲推動。PPI 當月同比增長 4.6%，增速小幅下降，主要由生產原料價格上漲拉動。預計後期通脹壓力有限，不會成爲掣肘貨幣政策的因素。

- **M2 觸底反彈，社融依舊下行。**7 月 M2 同比增速小幅反彈至 8.5%，主要受去年同期低基數影響，未來大概率仍維持在低位。社融增速進一步回落，新口徑下同比增速爲 10.3%，比上月下行 0.15pct，舊口徑下同比增速爲 9.6%，比上月下行 0.2pct，下行幅度更大。表外融資萎縮嚴重。人民幣貸款餘額同比增長 13.2%，主要因爲政策推動下，信貸投放力度加大。存款增長仍然疲軟。

- **流動性充裕，利率跌穿央行政策利率“底綫”。**隨著“寬貨幣”下銀行超儲率大幅上升，R007、DR007、兩者利差均處于近一年半的較低水平，甚至在部分交易日低于央行同期限逆回購操作利率。

- **疏通貨幣信貸政策傳導機制將成爲未來貨幣政策工作重點。**二季度貨幣政策執行報告表明，未來貨幣政策有望保持相對寬鬆，不過會“把好閘門”，不會“大水漫灌”，將著重疏通貨幣信貸政策傳導機制。在內外部風險因素“幾碰頭”的挑戰面前，要“幾家抬”形成合力。

- **國內大類資產風險偏好下降，固定收益資產表現相對較好。**中美貿易戰仍是風險偏好的最大衝擊因素，同時，去杠杆引發的信用風險上升可能仍未結束。近期經濟壓力顯現，政策出現邊際調整，中美貿易戰走勢和社融增速作爲後續風險偏好拐點值得期待。

- **A 股市場已跌至較低水平，前期風險溢價快速上升對股市形成壓制，但近期信用利差已明顯收窄。**在貿易戰衝擊、去杠杆、信用環境惡化等因素叠加下，A 股目前估值已處于較低水平。展望 3、4 季度，在 PPI 增速逐級回落的態勢下，上市公司盈利將面臨壓力。當前低評級信用債信用利差已明顯回落，但在信貸實質性流入實體經濟前，難以斷言信用利差不會再度反彈，因此信用利差對 A 股市場的壓制可能還會持續一段時間。

- **債券市場收益率下降空間有限，利率曲綫變平風險提升。**1 至 7 月債券表現超出預期，止盈盤不斷涌現。後續債券利率下行空間將受到制約：短期利率在極致寬鬆條件下跌穿央行利率走廊的下限，繼續下探空間很有限；同時，中美利差收窄對國內債券收益率下行構成利空，因此未來曲綫變平的風險上升。

- **城投信仰難言破滅。**兵團六師技術性違約，幷不代表城投進入大範圍違約的階段。在宏觀政策轉向穩增長後，預計基建將成爲發力點之一，市場對資金流向城投抱有一定期待，專項債、地方債即將加速發行以緩解地方政府的財政壓力，政策轉向可能對城投會構成事實上的利好。

宏觀研究

目錄

I. 海外宏觀：全球經濟增速下滑，新興市場再陷危機 7

II. 宏觀經濟：供需雙弱，通脹溫和 9

1. 生產：景氣度下降，向需求收斂 9

2. 投資：地產獨木難支，基建有望回暖 10

3. 消費：增速小幅回落，終端需求減弱 12

4. 貿易：出口超預期，未來將承壓 13

5. 通脹：CPI 溫和回升，PPI 小幅回落 14

III. 貨幣金融：社融走弱，資金寬鬆 16

1. 金融：M2 觸底反彈，社融依舊下行 16

2. 資金：流動性季度寬裕，市場利率跌穿政策利率 18

IV. 投資策略：內外風險加劇，有待政策催化 21

1. 大類資產：壓制因素仍在，拐點尚未到來 21

2. 股票市場：估值相對較低，風險因素仍存 22

3. 債券市場：利率長端承壓，城投有驚無險 26

圖目錄

圖 1：全球製造業和服務業 PMI 同步下降.....7
圖 2：Sentix 指數顯示全球經濟預期轉差.....7
圖 3：油價上漲助推美國原油產量.....7
圖 4：美國國債收益率曲綫進一步趨于平坦.....7
圖 5：新興市場外債負擔和償債能力分析.....8
圖 6：新興市場國家風險評估.....8
圖 7：7 月中國主要經濟指標一覽.....9
圖 8：工業增加值同比增長低于預期.....9
圖 9：采礦、電力熱力水力生產增速下降.....9
圖 10：發電量、耗煤量同比增速下降.....10
圖 11：中上游行業增加值同比增速上升.....10
圖 12：固定資產投資累計增速創 19 年來新低.....10
圖 13：房地產投資增速超預期上升.....10
圖 14：土地購置費用爲房地產投資的主要拉動項.....11
圖 15：定金預收款、個人按揭、應付款爲主要資金來源.....11
圖 16：商品房銷售增速提升.....11
圖 17：新開工面積同比增長，待售面積不斷減少.....11
圖 18：製造業部分行業投資同比增速情況.....11
圖 19：財政支出增速下滑.....11
圖 20：社會消費品零售總額同比增速有所下降.....12
圖 21： 汽車消費額當月同比下降.....12
圖 22：網上零售同比增速繼續下滑.....12
圖 23：可選消費增速降幅較大，必選消費增速降幅較小.....12
圖 24：進出口貿易超出預期.....13
圖 25：進口累計同比上漲，出口累計同比小幅回落.....13
圖 26：對日本和金磚國家出口增速提升.....13
圖 27：進口增速提升.....13
圖 28：PMI 新出口訂單指數下降.....14
圖 29：國際航運需求活躍.....14

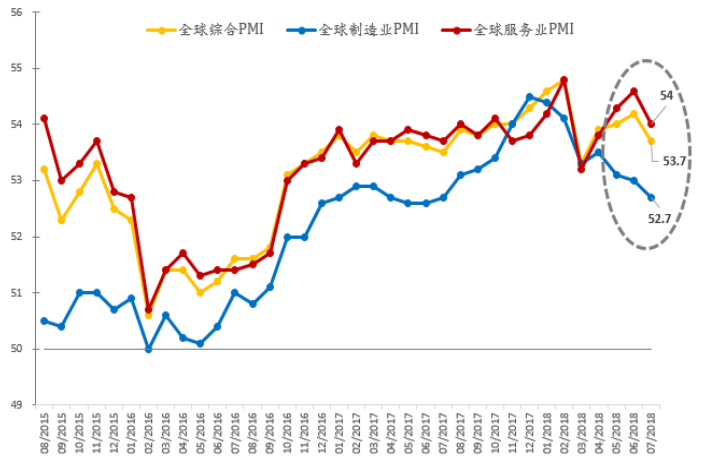
圖 30：數據處理設備、農產品、服飾出口增速上升 14
圖 31：人民幣匯率波動對出口提振有限 14
圖 32：CPI 溫和回升 15
圖 33：非食品、服務價格同比回升顯著 15
圖 34：服務價格環比漲幅領先 15
圖 35：PPI 同比增速小幅下滑 15
圖 36：生產資料價格增速下滑 15
圖 37：PPIRM 同比增速高于 PPI 15
圖 38：7 月中國主要金融指標一覽 16
圖 39：7 月份 M2 同比增速觸底反彈 17
圖 40：社會融資規模存量增速繼續回落 17
圖 41：人民幣存款餘額小幅上升 17
圖 42：新增人民幣存款增長乏力 17
圖 43：7 月份新增社會融資結構 18
圖 44：7 月份新增人民幣貸款:居民戶 18
圖 45：7 月份新增人民幣貸款:非金融企業 18
圖 46：銀行間同業拆借利率大幅下降 19
圖 47：銀行間質押式回購利率大幅下降 19
圖 48：票據直貼利率持續走低 19
圖 49：理財產品收益率下行 19
圖 50：國債收益率曲綫短端波動下降 19
圖 51：地方政府債短端收益率下降 19
圖 52：DR007 與 R007 走勢 20
圖 53：央行公開市場操作（不含 MLF、現金定存） 20
圖 54：2018 年主要大類資產絕對收益排名（截至 8 月 16 日） 21
圖 55：A 股市盈率處于低位 22
圖 56：A 股市淨率處于低位 22
圖 57：中小板、創業板市盈率處于低位 23
圖 58：中小板、創業板市淨率處于低位 23
圖 59：上證綜合指數風險溢價 ERP（CPI 調整）持續上升 23

圖 60：A 股歸母淨利潤（億元）與 PPI（%）高度相關 24
圖 61：美國 BBB 級企業債信用利差與標普走勢負相關 24
圖 62：中國低評級信用利差與 A 股走勢 25
圖 63：10 年期國債收益率走勢 26
圖 64：中國國債收益率曲綫 27
圖 65：中美國債收益率曲綫 28
圖 66：1 年期城投與國開利差近期快速收斂 28
圖 67：3 年期城投與國開利差近期快速收斂 28

I. 海外宏觀：全球經濟增速下滑，新興市場再陷危機

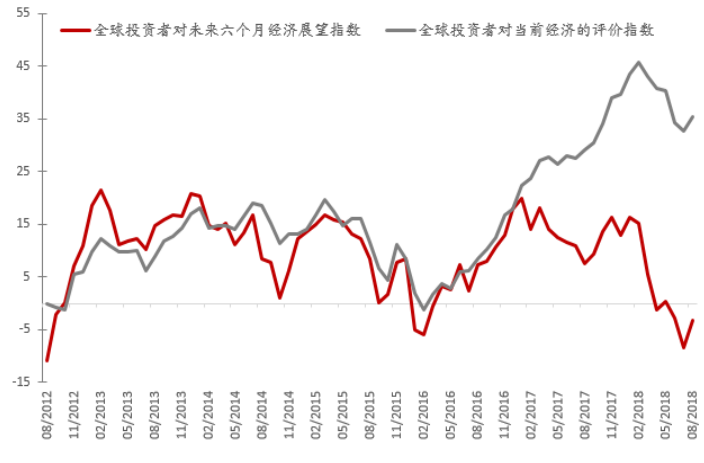
全球經濟增速全面下滑。經濟增速于 7 月錄得四個月低點，PMI 從 6 月的 54.2 降至 53.7，其中服務業和製造業增速均有降低。8 月發布的全球貿易展望指數（WTOI）從 5 月的 101.8 降至爲 100.3，全球新增出口訂單指數僅爲 97.2，表明全球貿易增速放緩。經濟預期轉差，7 月 Sentix 投資者對未來六個月經濟的信心指數僅爲-8.4，爲 2012 年 8 月以來最低。貿易增速下降和投資信心的不斷減弱已開始影響資本支出與長期投資，顯著拖累製造業，機械設備新訂單增速下降。多項指標共同指向全球經濟增長可能已見頂，將會在接下來幾個月進一步放緩。

圖 1：全球製造業和服務業 PMI 同步下降



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：Sentix 指數顯示全球經濟預期轉差



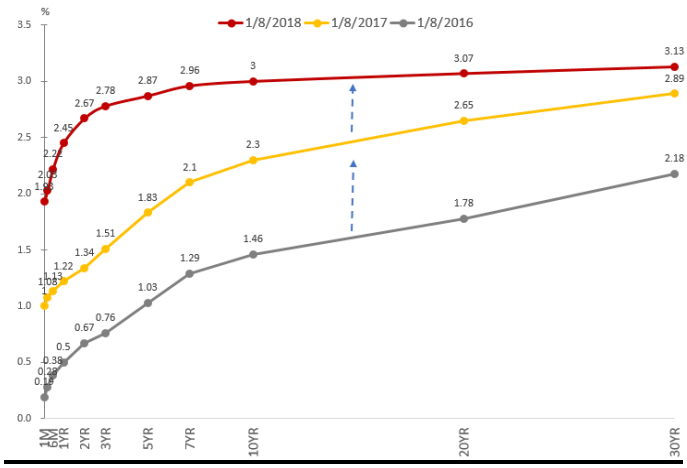
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

美國高增速提振美股，三季度將稍有放緩。受景氣就業和減稅法案提振，强勁的消費支出和淨出口成爲拉動增長的主要引擎，美國二季度的實際 GDP 年化季環比值爲 4.1%，創近四年來新高。需要注意亮眼的經濟數據背後掩藏的風險：近期經濟高速增長的一個重要支撐來自于石油產業，高油價推動美國原油產量迅速上升，然而油價的波動性和有限的上升空間決定了這種高速的產業擴張缺乏持續性；淨出口對 GDP 的貢獻由負轉正實際是貿易戰副作用的表現，因爲全球的公司都在儘快購進、運輸和囤積貨物以應對關稅措施將會帶來的價格上升；當前的經濟增長依然受到減稅措施的刺激，而其作用將逐漸減退；同時，不斷升級的貿易糾紛已經開始影響美國經濟。7 月製造業和服務業依然保持穩健增長，但增速略有放緩，預計三季度整體增速難及上期。美聯儲立場更趨鷹派，趨向今年再加息兩次。收益率曲綫進一步趨于平坦。受到二季度經濟數據和美歐貿易糾紛緩和的提振，美股在 7 月見漲。

圖 3：油價上漲助推美國原油產量

資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4：美國國債收益率曲綫進一步趨于平坦

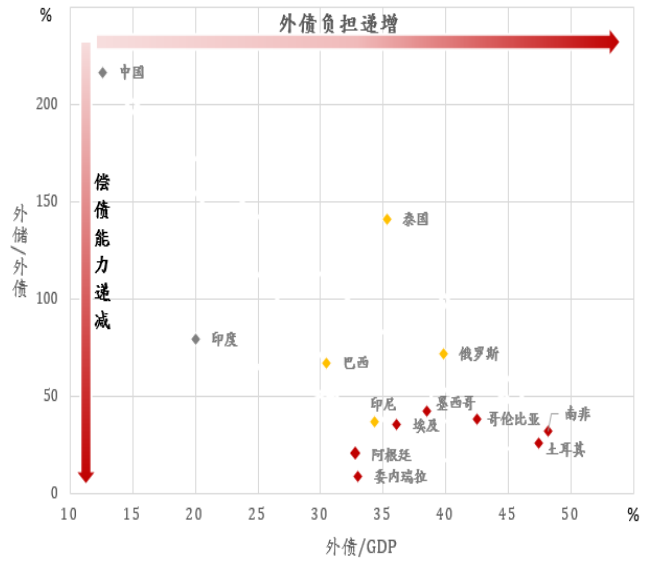


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

歐元區動力難複，脫歐憂慮持續困擾英國。歐元區經濟保持穩定，但增長正在放緩，且前瞻數據顯示增長動力似乎很難恢復。經濟前景不明朗疊加貿易戰，企業越發擔心區內的經濟環境。歐洲央行表示計劃今年底結束量化寬鬆，經濟動力不足如果持續更長時間將迫使歐洲央行維持當前低利率至少到明年。8 月 2 日英格蘭銀行將基準利率由 0.5%上調至 0.75%，幷預測英國名義中性利率在 2-3%的水平。目前脫歐政策團隊出現內訌且缺乏清晰的計劃，進一步增添了脫歐的不確定性，拖累英國經濟、企業計劃及英鎊匯率。

土耳其危機升級，新興市場進入危機多發期。近期觸發土耳其貨幣與經濟危機的直接導火索是美國與土耳其關係交惡，但土耳其經濟的隱患幷非“一日之寒”。土耳其里拉近兩年已經開始進入快速貶值通道，但前兩年全球貿易的復蘇支撐了土耳其經濟，暫緩了貶值壓力向全面危機的轉化。今年以來美、歐等主要經濟體加快貨幣政策正常化過程，全球流動性驟減使得新興市場國家壓力倍增。且從今年二季度開始美元指數不斷攀升，强美元和緊貨幣下的新興市場往往壓力最大。當前下行的經濟周期和貿易環境使得新興經濟體失去經濟發展的重要支撐和動力來源，防禦風險能力大幅降低，新興經濟體可能進入危機高發階段，其中風險更加突出的包括阿根廷、土耳其、委內瑞拉、埃及、巴西、南非和俄羅斯等。

圖 5：新興市場外債負擔和償債能力分析



資料來源:彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究（紅色：相對悲觀；橙色：中性；灰色：相對樂觀）

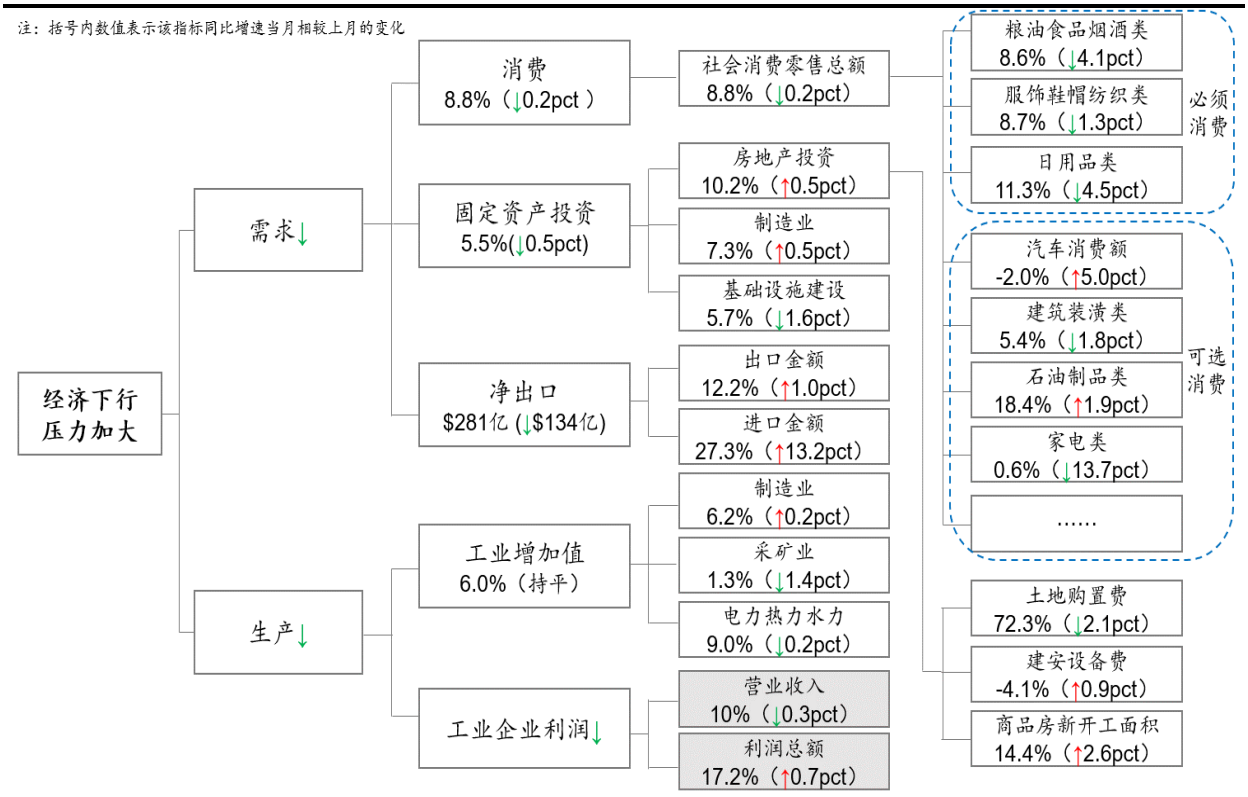
圖 6：新興市場國家風險評估

	GDP增长率（2017）	宏观经济状况	危机应对能力	非经济因素	总体风险评估
委内瑞拉	-7.4				
阿根廷	2.9				
土耳其	7.4				
埃及	4.2				
南非	1.3				
哥伦比亚	1.8				
巴西	1				
俄罗斯	1.5				
印度	6.6				
泰国	3.9				
印尼	5.1				
墨西哥	2				
智利	1.5				
波兰	4.6				
中国	6.9				
捷克	4.3				

資料來源:IMF、招商銀行研究院、招銀國際研究（紅色：相對悲觀；橙色：中性；灰色：相對樂觀）

II. 宏觀經濟：供需雙弱，通脹溫和

圖 7：7 月中國主要經濟指標一覽



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

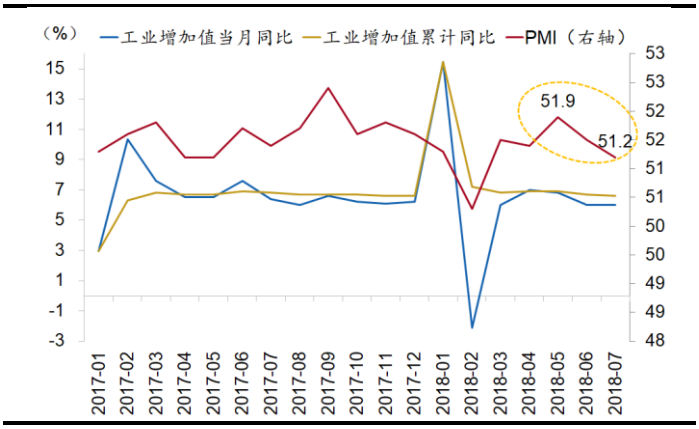
1. 生產：景氣度下降，向需求收斂

景氣度指數下降，仍處于擴張區間。7 月製造業 PMI 爲 51.2，連續兩月下降，低于預期。其中生產、新訂單、出廠價格、原材料購進價格 PMI 均有所下降。PMI 連續下降表示生產和需求轉弱，但仍處于榮枯綫以上，表明擴張速度下降。

工業增加值保持低位，製造業支撐生產。7 月規模以上工業增加值當月同比增長 6.0%，較上月持平，累計同比 6.6%，較上月下降 0.1pct，增速不及預期。其中製造業當月同比增長較上月提高，電力燃氣及水的生產和供應業當月同比增長較上月下降，采礦業當月同比增長較上月顯著下降。

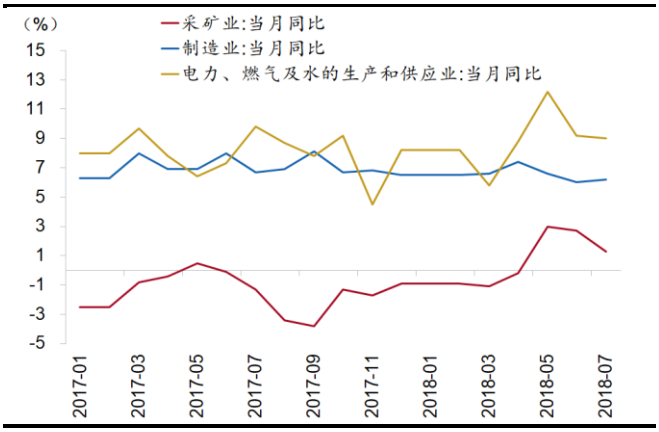
高頻數據指向工業生產遇冷。7 月發電量當月同比增長 5.7%，六大電力集團耗煤量當月同比增長 7.3%，較上月和去年同期均有下降。高爐開工率同比、環比均有所下降。夏季是電和水的使用高峰期，但電力熱力水力供應業增加值同比增速有所下降，同時發電量、六大發電集團耗煤量、高爐開工率均有所下滑。

圖 8：工業增加值同比增長低于預期



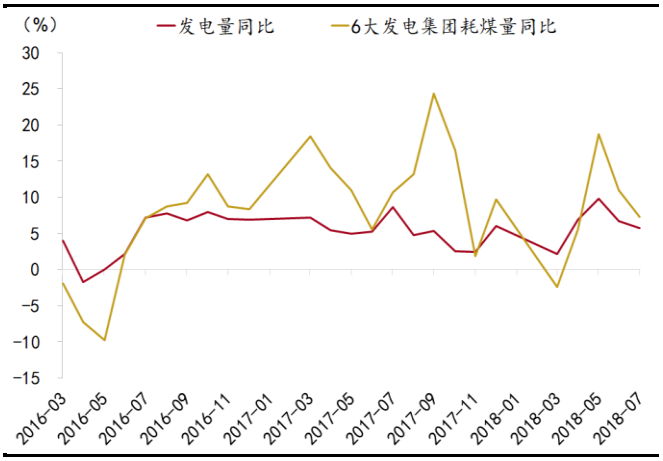
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 9：采礦、電力熱力水力生產增速下降



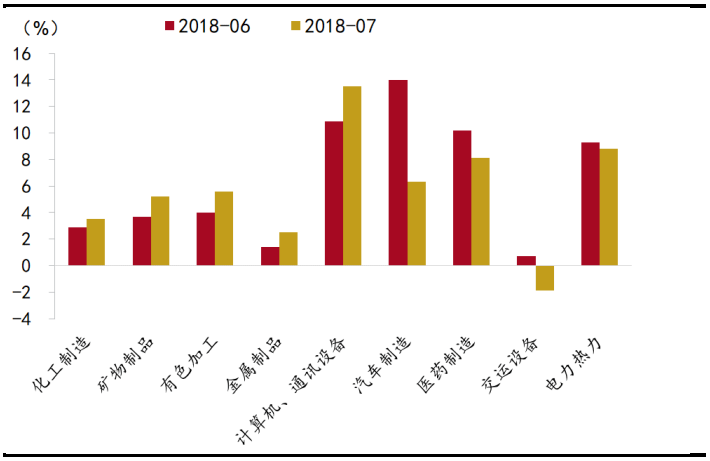
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 10：發電量、耗煤量同比增速下降



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 11：中上游行業增加值同比增速上升



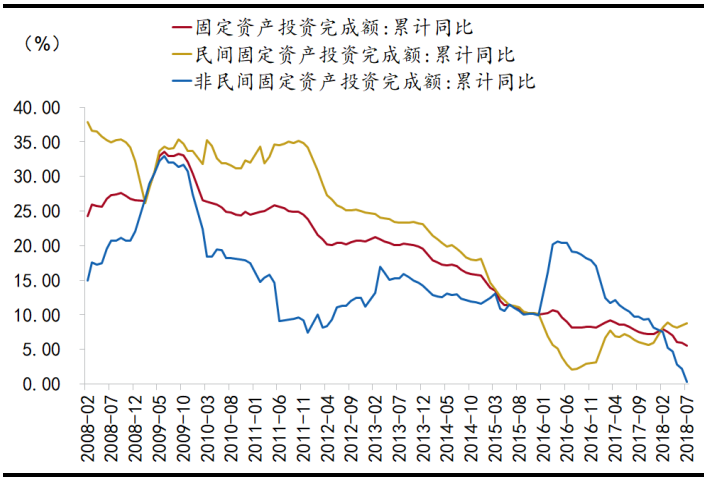
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 投資：地產獨木難支，基建有望回暖

固定資產投資創 19 年新低，非民間投資顯著下滑。7 月固定資產投資完成額累計同比增長 5.5%，連續 6 個月下降，爲 1999 年 12 月以來最低值。7 月民間投資累計同比增長 8.8%，有所提升，部分受益于政府鼓勵民間投資、創業的政策措施。非民間投資同比增速延續 2016 年中以來的持續下滑趨勢。

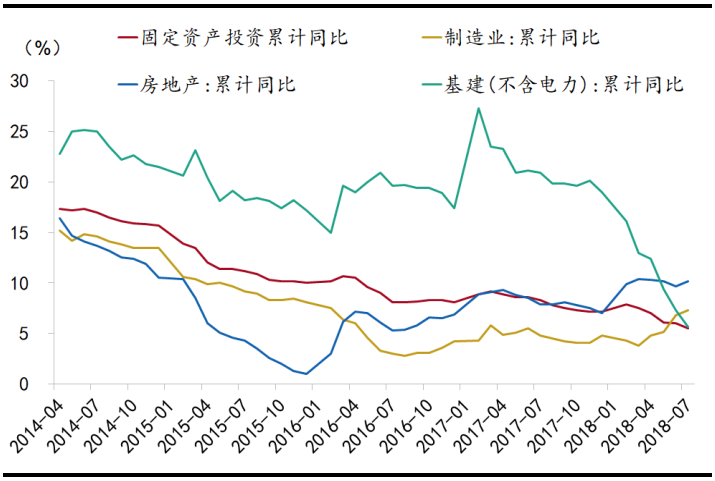
房地產投資獨木難支，基建下滑拖累投資。7 月房地產開發投資累計同比增長 10.2%，較上月上升 0.5pct，超出預期。製造業投資累計同比增長 7.3%，較上月上升 0.5pct。基建投資有所下滑，累計同比增長 5.7%，是固定資產投資增速落後的主要拖累項。

圖 12：固定資產投資累計增速創 19 年來新低



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

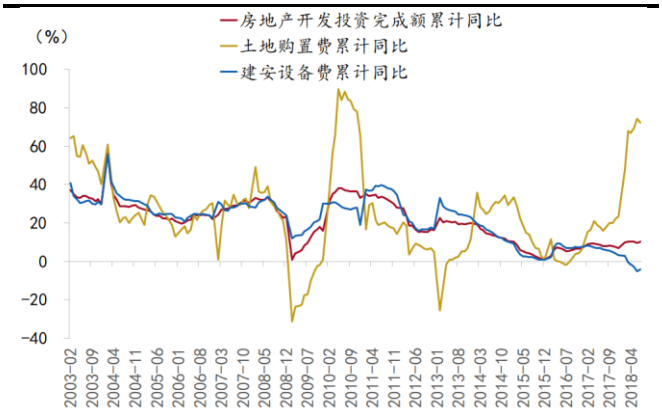
圖 13：房地產投資增速超預期上升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

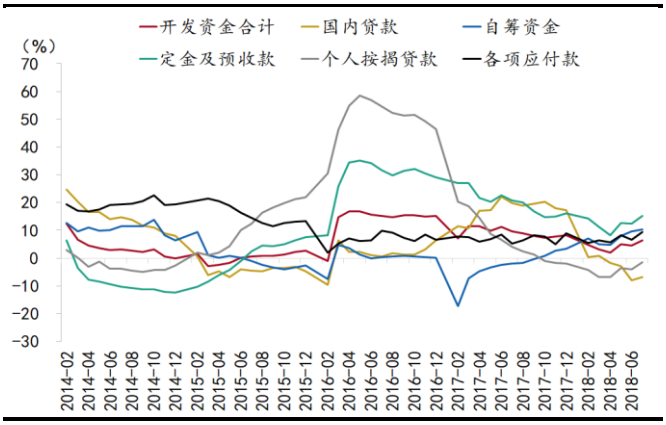
房地產景氣度較高。7 月房地產投資中，土地購置費用投資爲主要拉動項。房企融資條件短暫回暖，開發資金來源累計同比增長 6.4%，其中個人按揭貸款、定金和預付款以及各項應付款增速提高。商品房銷售面積、銷售額在去年高基數基礎上累計同比增速均有提高，同比增速連續 3 個月上升。房地產新開工面積累計同比增長 14.4%，待售面積累計同比下降 14.3%，商品房終端需求不減。而隨著新開工面積增加，後續建安設備工程亦不會大幅下降，但在不斷收緊的地產調控政策下，地產投資雖有望好轉但難言持續。

圖 14：土地購置費用爲房地產投資的主要拉動項



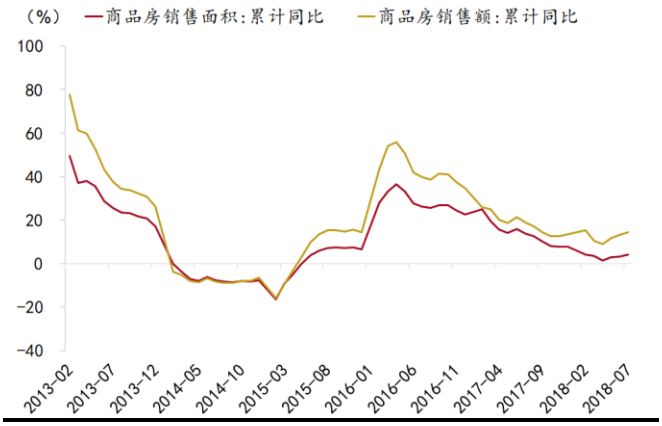
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15：定金預收款、個人按揭、應付款爲主要資金來源



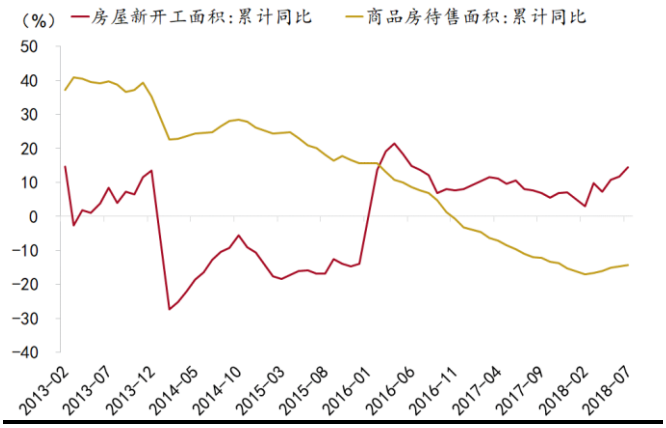
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16：商品房銷售增速提升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17：新開工面積同比增長，待售面積不斷減少

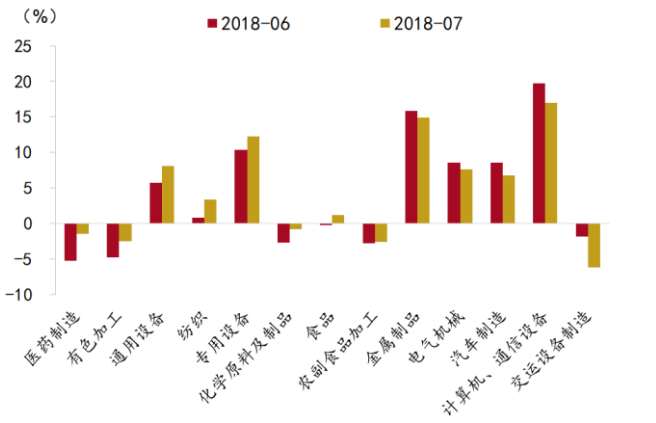


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

製造業投資增速平穩。7 月製造業投資累計同比增加 7.3%，較上月提升 0.5pct。醫藥製造、有色加工、通用設備、紡織等行業累計同比增速有所提升，汽車製造、鐵路等交運設備製造、計算機通訊設備製造、電氣機械等行業累計同比增速有所下降。從行業變化來看，中下游投資同比增速有所增加，上游行業受汽車、交運設備製造等拖累，投資增速下滑。隨著後續基建政策發力，預計將帶動中上游石油、水泥、鋼鐵等行業增長，中上游行業仍將持續拉動製造業投資增長。

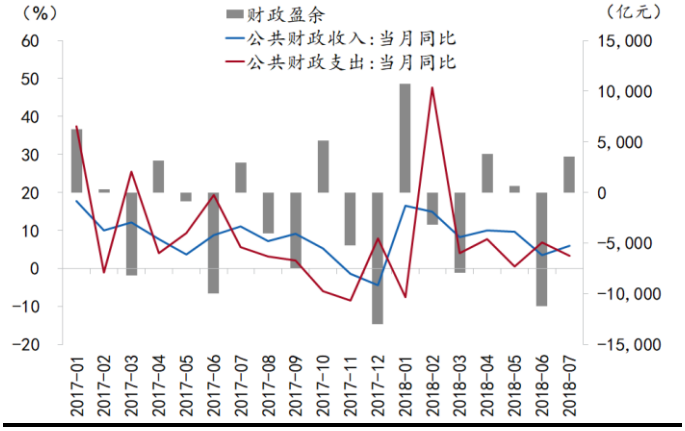
基建投資後續轉暖可期。受地方政府清理規範 PPP 項目、地方項目審批節奏變慢影響，疊加基建去年同期基數較高，7 月基建投資同比增速下滑較大。同時基建補短板的政策發力在 7 月下旬，項目落地尚未體現在 7 月數據中。8 月 14 日，財政部發文解除地方專項債的部分限制幷對發行節奏提出要求，後續專項債發行進度將會加快，財政支出增加。在財政政策積極調整下，預計基建投資會在下半年回暖，對投資形成一定拉動。

圖 18：製造業部分行業投資同比增速情況



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19：財政支出增速下滑



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

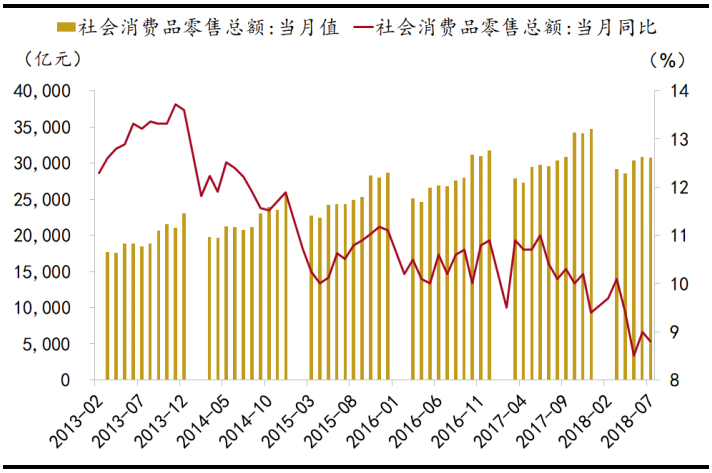
3. 消費：增速小幅回落，終端需求減弱

消費增速小幅回落，終端需求減弱。2018 年 7 月社會消費品零售總額當月同比增速 8.8%，較上月下降 0.2pct，低于今年上半年和去年全年水平，終端需求進一步走弱。

汽車消費同比負增長，是消費的主要拖累項。7 月汽車零售額當月同比降低 2%，較上月提高 5pct，但仍處于低位。汽車消費增速從年初已開始下降，消費疲弱導致汽車產出增速在 7 月也開始下滑，汽車製造業增加值當月同比增速從 14%下降至 6.3%。

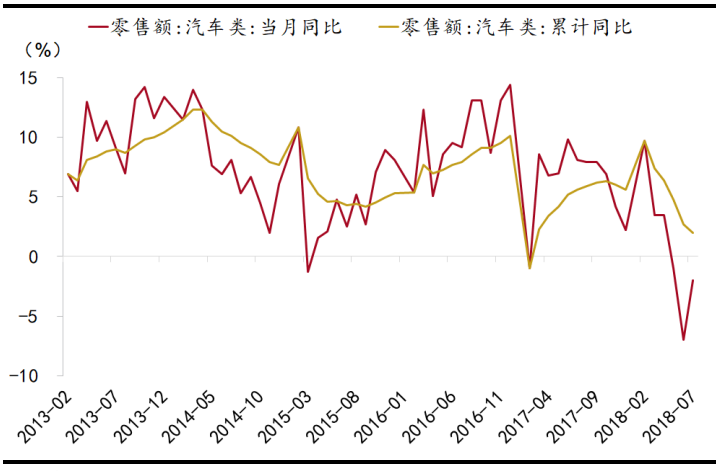
網上零售增速延續從 2 月份開始的下滑態勢。8 月網上商品和服務、實物商品網上零售累計同比增速繼續小幅下滑，網上商品和服務零售額累計同比增長 29.3%，較上月下降 0.8pct，實物商品網上零售累計同比增速 29.1%，較上月下降 0.7pct。

圖 20：社會消費品零售總額同比增速有所下降



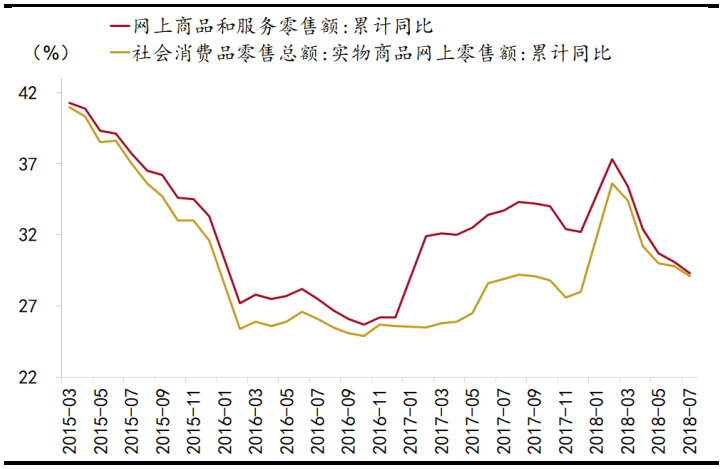
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21： 汽車消費額當月同比下降



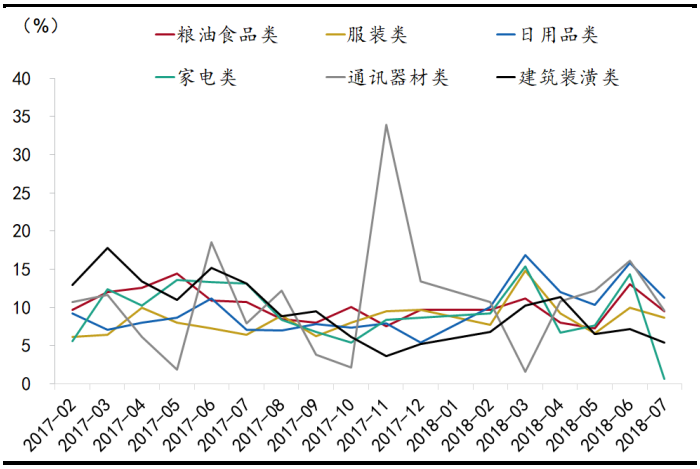
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 22：網上零售同比增速繼續下滑



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23：可選消費增速降幅較大，必選消費增速降幅較小



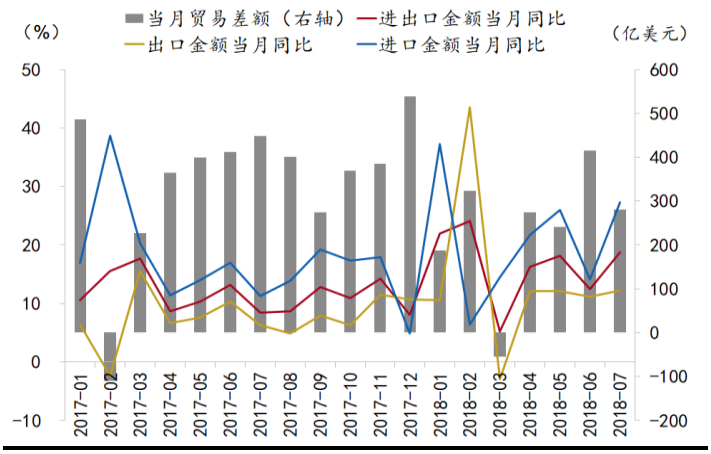
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

房地產對消費的擠出效應顯著。二季度，城鎮居民人均可支配收入累計同比增長 7.9%，爲去年二季度以來的最低值。人均可支配收入同比增速的下降，影響了居民消費需求。從消費品類看，糧油食品、服飾、日用品等必須消費同比增速降幅較小，家電、通訊器材、建築裝潢等可選消費同比增速降幅較大。同時，6 月購物節透支部分居民家電類消費需求。7 月居民購房增加"擠出"消費，疊加 7 月權益市場表現較差，在收入效應和財富效應的作用下消費下降。總體來看，7 月消費增速緩慢下降，表明終端需求走弱。

4. 貿易：出口超預期，未來將承壓

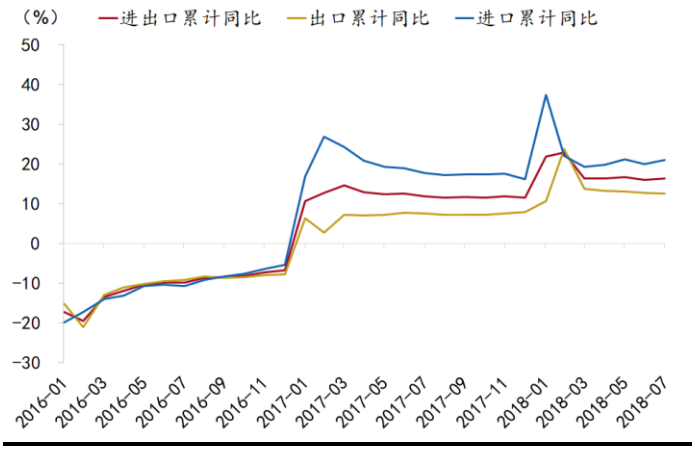
7 月進出口金額 4,330.8 億美元，當月同比增速 18.8%，較上月提高 6.3pct，超于預期。其中出口金額 2,155.7 億美元，進口金額 1,875.2 億美元，實現貿易順差 280.5 億美元，但受 7 月進口回升影響，貿易順差較上月下降。出口金額當月同比增長 12.2%，較上月增加 1pct，進口金額當月同比增長 27.3%，較上月增加 13.2pct。

圖 24：進出口貿易超出預期



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25：進口累計同比上漲，出口累計同比小幅回落

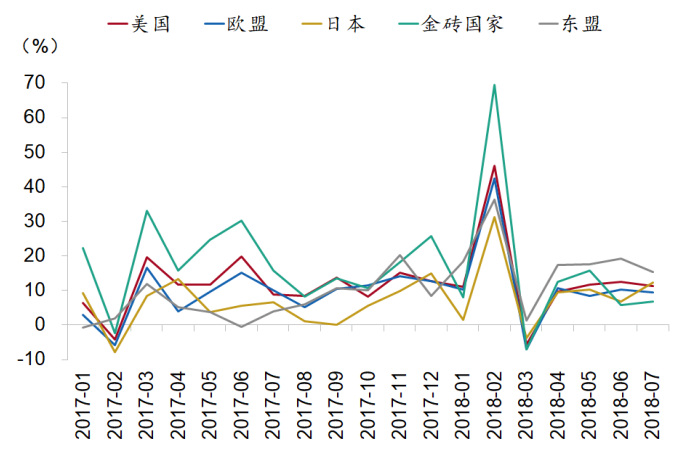


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

出口增速上升主要是受全球經濟復蘇帶動疊加去年低基數影響。分出口地區看，7 月對美國出口金額當月同比增長 11.2%，對歐盟同比增長 9.5%。對日本同比增長 12.3%，對金磚國家同比增長 6.8%，對東盟同比增長 15.4%。對美國、歐盟、東盟出口增速下降，對日本、金磚國家出口增速上升。

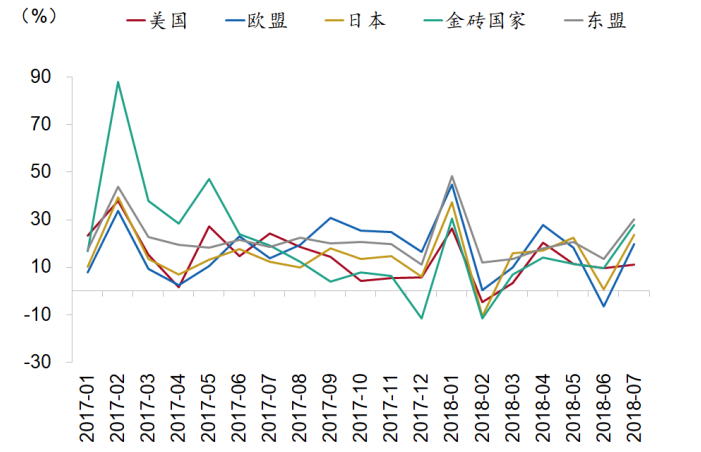
進口同比增速上升主要受貿易戰“搶跑”和日用消費品關稅下調影響。分進口地區看，7 月從美國進口金額當月同比增長 11.1%，對歐盟同比增長 19.7%，對日本同比增長 23.5%，對金磚國家同比增長 27.8%，對東盟同比增長 30.2%。對各主要國家、地區進口增速均上升。

圖 26：對日本和金磚國家出口增速提升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

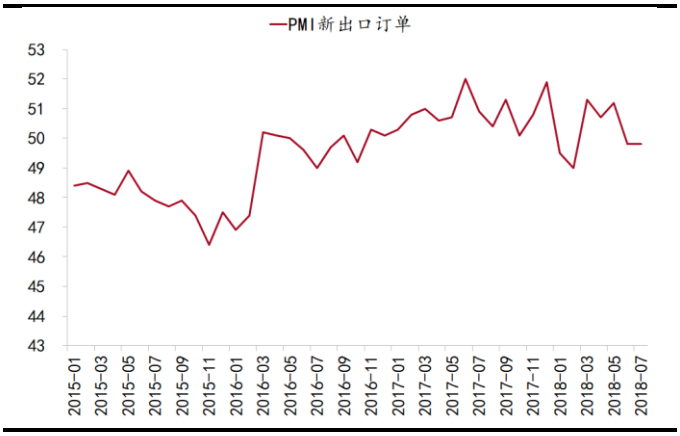
圖 27：進口增速提升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

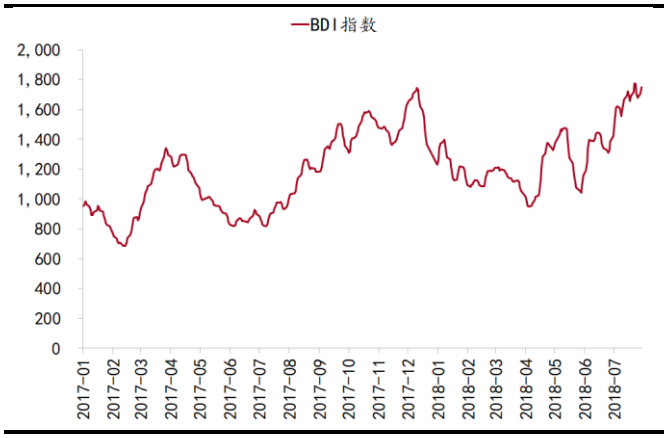
受貿易戰影響，進出口貿易未來大概率將承壓。7 月是中美貿易戰升級後互加關稅的第一個月，從進出口數據看，互加關稅效果尚未顯著體現。雖然全球經濟復蘇動力仍存，貿易需求不減，但受到貿易戰升級影響，後續我國進出口仍存不確定性。

圖 28：PMI 新出口訂單指數下降



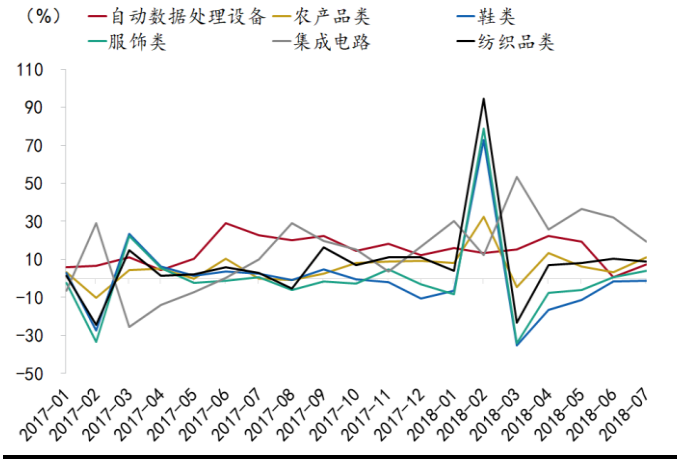
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29：國際航運需求活躍



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 30：數據處理設備、農產品、服飾出口增速上升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31：人民幣匯率波動對出口提振有限

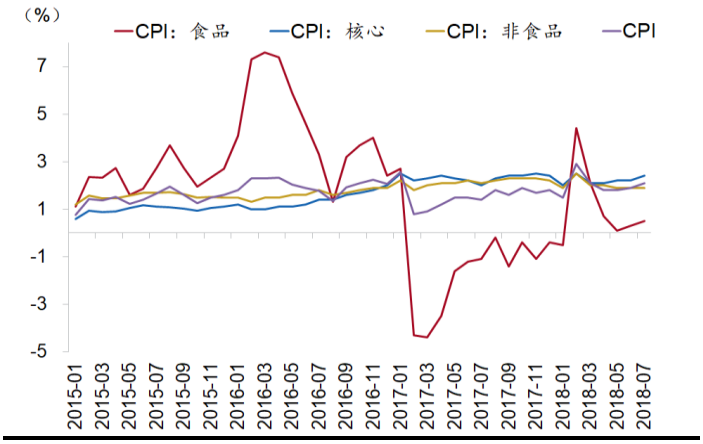
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

5. 通脹：CPI 溫和回升，PPI 小幅回落

CPI 溫和回升，全年通脹壓力有限。7 月 CPI 當月同比增長 2.1%，較 6 月增加 0.2pct；環比增長 0.3%，較 6 月增加 0.4pct。CPI 溫和走高主要受假期旅游旺盛和原油價格走高推動，另一個原因是去年同期的低基數效應。分項來看，食品價格同比增長主要由羊肉和蛋類拉動，非食品價格主要由交通工具燃料和旅游拉動。雖然猪肉在近期猪瘟影響下價格回升，但受制于需求較弱的影響，通脹後續幷不會大幅走高，預計 8 月 CPI 同比增速約爲 1.9%，下半年通脹大概率不會成爲貨幣政策的掣肘因素。

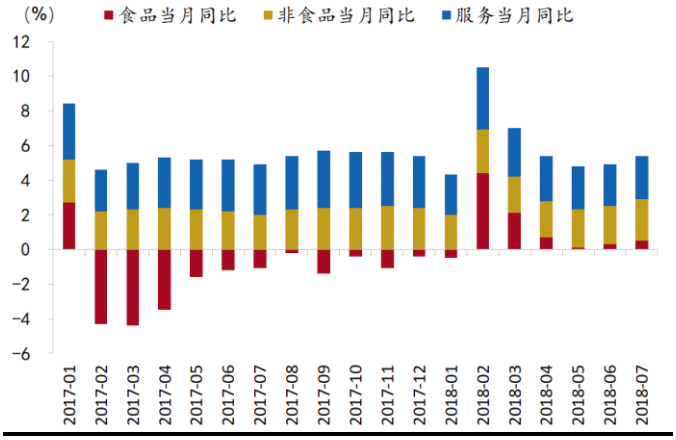
PPI 小幅回落，工業產品價格穩定。7 月 PPI 當月同比增長 4.6%，較 6 月下降 0.1pct。生活資料價格當月同比增長 0.6%，較上月提高 0.2pct；生產資料價格當月同比增長 6.0%，較上月下降 0.1pct。價格上漲態勢弱化，可能受終端需求增長乏力的影響。在生產原材料價格上升的背景下，產業利潤或向上游轉移，這也與 PPI 原料購進價格（PPIRM）同比漲幅高出總體 PPI 的結論一致。

圖 32：CPI 溫和回升



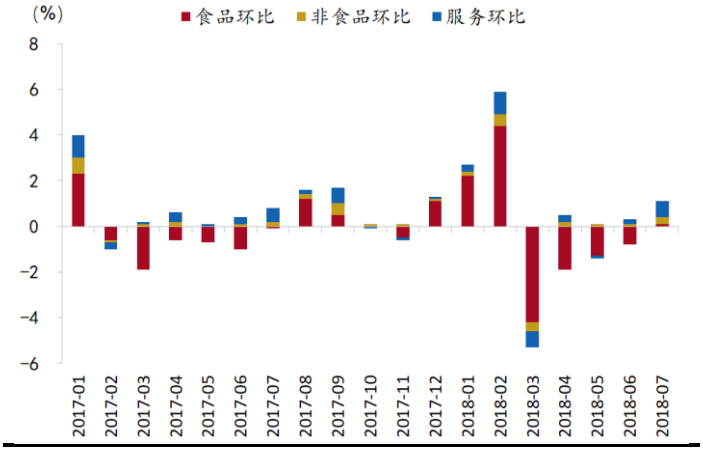
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33：非食品、服務價格同比回升顯著



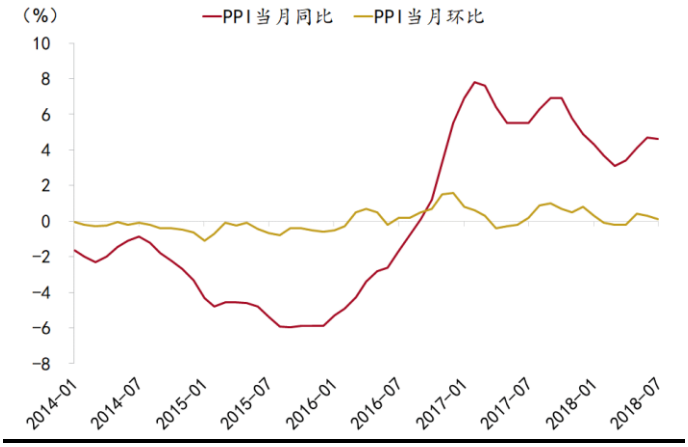
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 34：服務價格環比漲幅領先



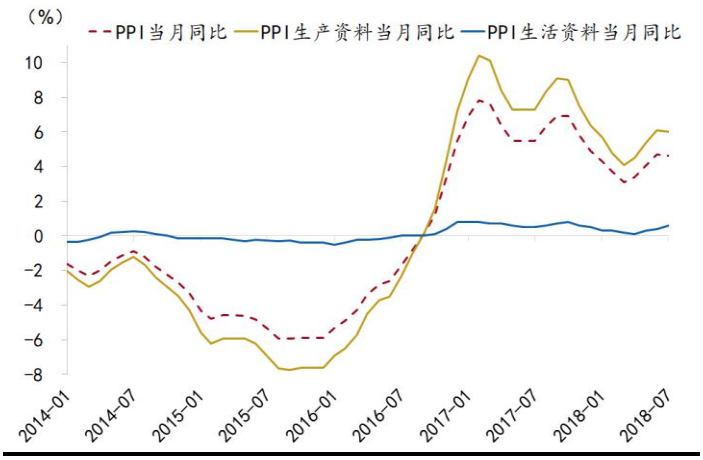
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 35：PPI 同比增速小幅下滑



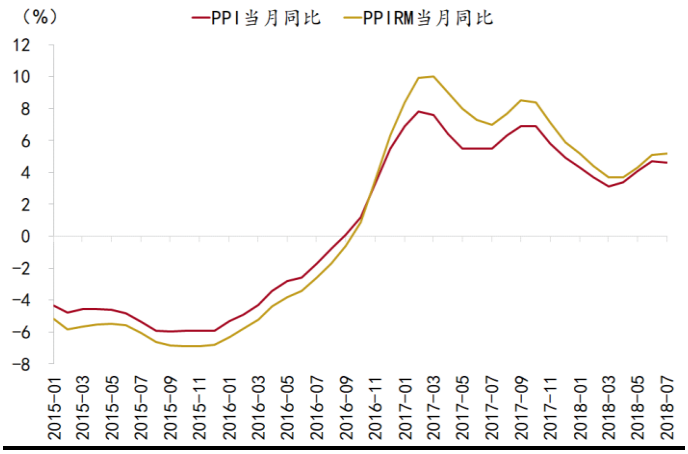
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 36：生產資料價格增速下滑



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

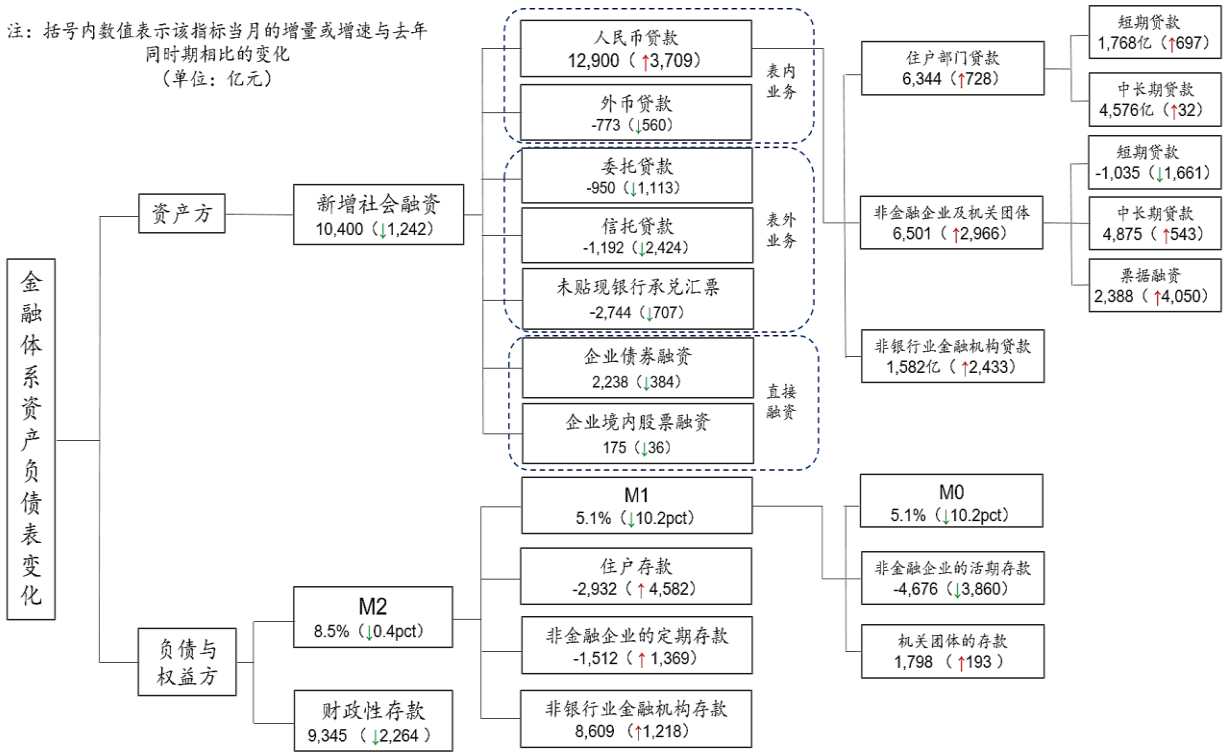
圖 37：PPIRM 同比增速高于 PPI



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

III. 貨幣金融：社融走弱，資金寬鬆

圖 38：7 月中國主要金融指標一覽



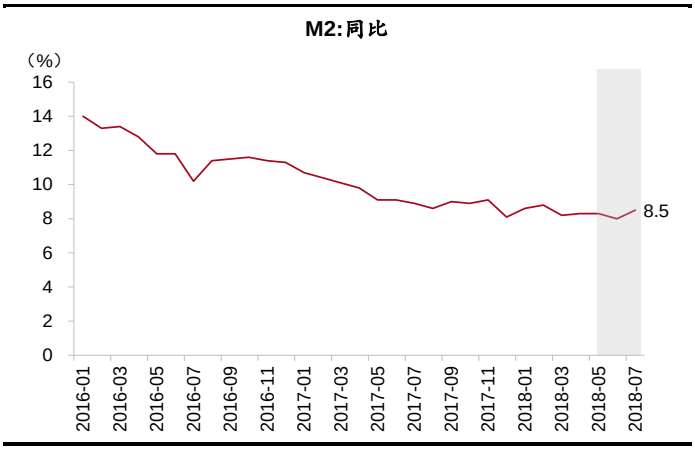
資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 金融：M2 觸底反彈，社融依舊下行

M2 觸底反彈，存款增長乏力。7 月 M2 餘額 177.6 萬億元，同比增速 8.5%，較上月上升 0.5pct。M2 增速自上月創歷史新低後觸底回升，但較去年同期下降 0.4pct。從 M2 結構上看，M1 餘額 53.66 萬億元，同比增速 5.1%，較上月下降了 1.5pct，較去年同期減少了 10.2pct。存款方面，7 月末本外幣存款餘額 179.4 萬億元，同比增長 8.2%。月末人民幣存款餘額 174.2 萬億元，同比增速 8.5%，比上年同期低 0.9pct。當月人民幣存款增加 1.03 萬億元，同比多增 2,127 億元。其中，住戶存款減少 2,932 億元，非金融企業存款減少 6,188 億元，財政性存款增加 9,345 億元，非銀行業金融機構存款增加 8,609 億元。月末，外幣存款餘額 7,687 億美元，同比下降 3.3%。當月外幣存款減少 205 億美元。總體來說，在地方融資平臺清理整頓的大背景下，M1 增速急劇下滑，但 M2 增速依舊觸底反彈，主要是因爲居民存款少減（4,582 億）、非銀金融機構與機關團體存款多增。而企業存款受融資渠道萎縮的影響，下降較爲明顯，存款增長仍有壓力。預期未來貨幣寬鬆格局持續，但經濟下行導致企業資金需求走弱、信用風險上升，M2 依舊維持在低位。

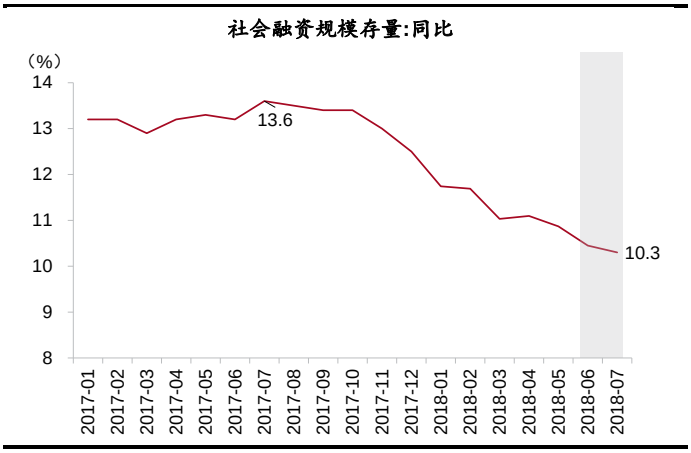
社融增速下行。自 2018 年 7 月起,人民銀行對社融統計口徑進行調整，將“存款類金融機構資產支持證券”和“貸款核銷”納入社會融資規模統計，在“其他融資”項下反映，即新口徑社融=老口徑社融+ABS+核銷。在新統計口徑下，7 月份社融規模存量 187.45 萬億，增速回落至 10.3%，較去年同期高點 13.6%，下滑了 3.3pct，較上月下降 0.15pct。在老統計口徑下，7 月社融規模存量爲 184.15 萬億，同比增長 9.6%，下行幅度更大。

圖 39：7 月份 M2 同比增速觸底反彈



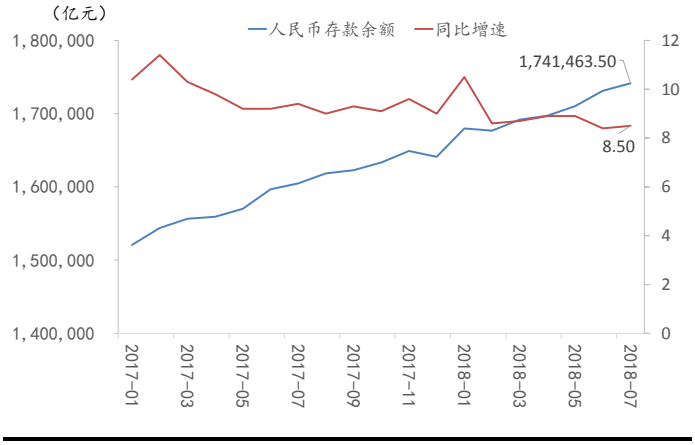
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 40：社會融資規模存量增速繼續回落



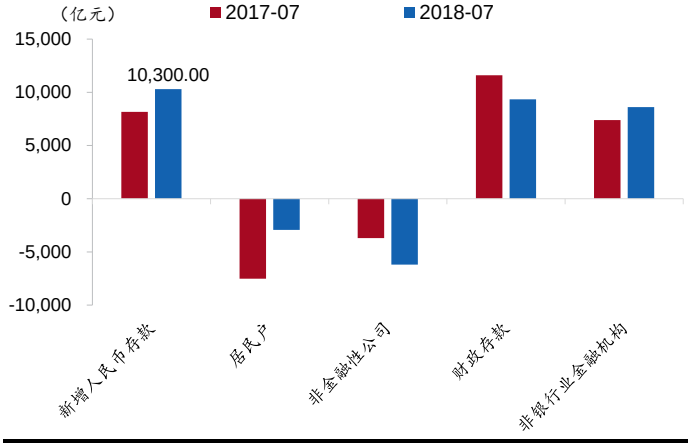
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 41：人民幣存款餘額小幅上升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 42：新增人民幣存款增長乏力

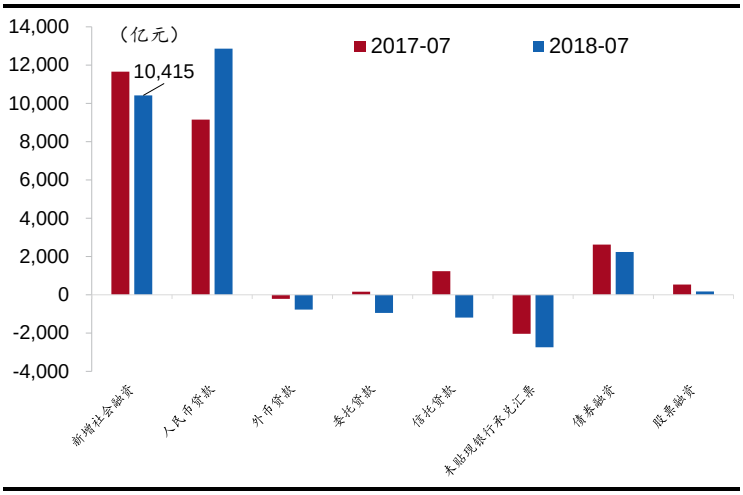


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

表外融資是社融的主要拖累項。7 月份社會融資規模增量爲 1.04 萬億元，同比少增 1,242 億。從新增社融的結構上看，表內貸款增加 1.29 萬億元，同比多增 3,709 億，連續 3 個月規模增長超過新增社融，是社融的主要支撐。外幣貸款、委托貸款、信托貸款、未貼現的銀行承兌匯票均出現負增長，分別減少 773 億、950 億、1,192 億、2,744 億，後三項表外業務合計減少 4,886 億，成爲社融的主要拖累項。直接融資同比少增 745 億，其中債券融資、股票融資分別爲 2,237 億、175 億。制約本月信用擴張的因素主要有兩個，一是金融嚴監管，7 月表外融資繼續下降；二是結構性去杠杆，企業投資動力不足，資金需求整體不足，直接融資下降。

預期未來短期融資環境將會改善，但全年社融依舊偏弱。7 月 20 號《關于進一步明確規範金融機構資產管理業務指導意見有關事項的通知》出臺，允許公募資產管理產品適當投資非標債券類資產，銀行表外業務嚴監管有所放鬆。7 月下旬，國常會重申堅定做好去杠杆工作，但要把握好力度和節奏，協調好各項政策出臺時機，去杆杠節奏有所放緩，未來社融增速有望改善，但幷不具備大幅反彈的空間。

圖 43：7 月份新增社會融資結構

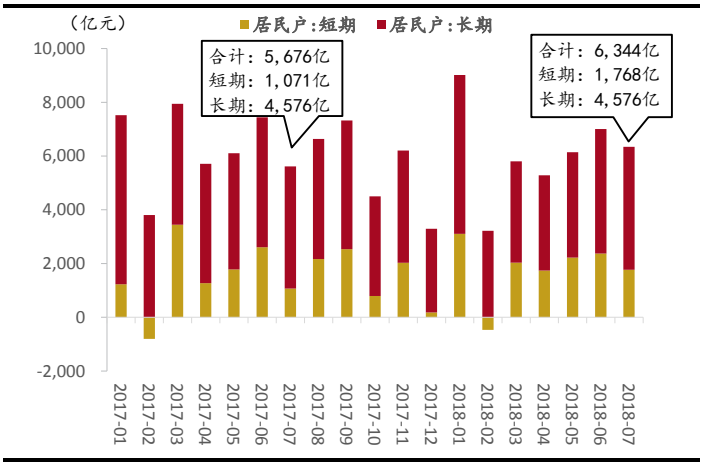


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

票據融資拉動信貸。7 月人民幣貸款增加 1.45 萬億，同比多增 6,278 億。分部門看，住戶部門貸款增加 6,344 億元，同比多增 668 億。其中，短期貸款增加 1,768 億，同比多增 687 億，中長期貸款增加 4,576 億，住戶多增貸款主要由短期貸款拉動。非金融企業及機關團體貸款增加 6,501 億，同比多增 3,136 億。其中，短期貸款減少 1,035 億，中長期貸款增加 4,875 億，票據融資增加 2,388 億，票據融資成爲企業貸款增加的主要拉動項。非銀行業金融機構貸款增加 1,582 億元。

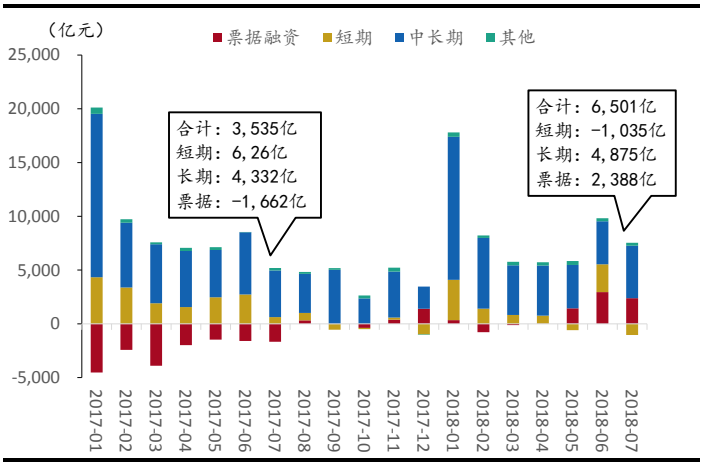
未來信貸增速可能維持高位。7 月末中共中央政治局召開會議，要求要把補短板作爲當前深化供給側結構性改革的重點任務，加大基礎設施領域補短板的力度。從現在中央政策基調看，短期內貨幣政策將有所寬鬆，從而達到向寬信用的傳導目的。預期未來將重點靠信貸擴張對沖非標收縮，信貸擴張主要靠基建、大項目拉動，中長期企業貸款將較多。“寬信用”將通過項目拉動、窗口指導、結構性政策等實現。

圖 44：7 月份新增人民幣貸款:居民戶



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 45：7 月份新增人民幣貸款:非金融企業



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

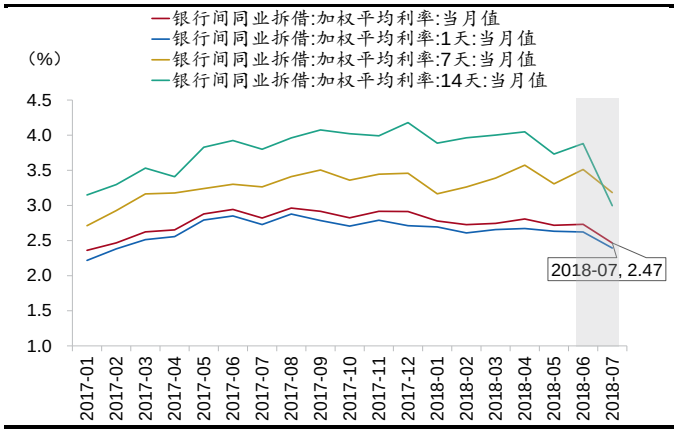
2. 資金：流動性季度寬裕，市場利率跌穿政策利率

資金價格整體大幅下降。7 月短期資金面總體寬鬆。7 月份銀行間人民幣市場以拆借、現券和回購方式合計成交 91.1 萬億元，日均成交 4.1 萬億，日均成交比上年同期增長 26.6%。其中，同業拆借日均成交同比增長 103.4%，現券日均成交同比增長 44.3%，質押式回購日均成交同比增長 18.9%。

7 月份同業拆借加權平均利率爲 2.47%，分別比上月末和上年同期低 26bp 和 35bp；質押式回購加權平均利率爲 2.43%，分別比上月末和上年同期低 46bp 和 47bp。

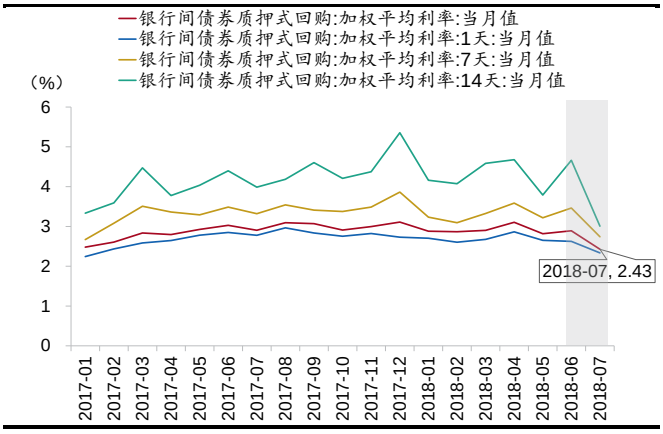
截止 8 月 15 日，珠三角、長三角票據直貼利率分別爲 3.10%，3.05%，兩者均比去年同期低 85bp。

圖 46：銀行間同業拆借利率大幅下降



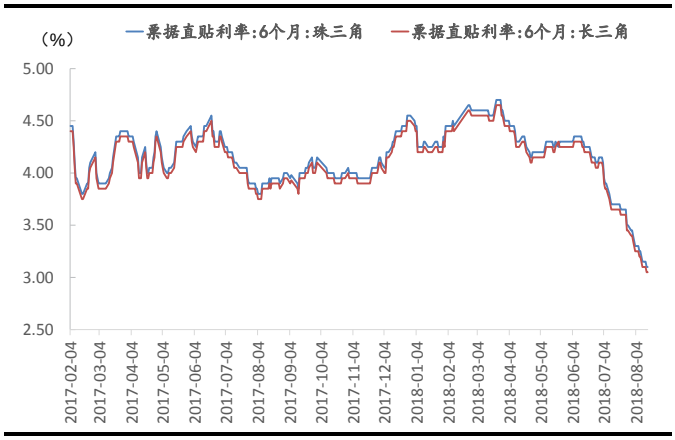
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 47：銀行間質押式回購利率大幅下降



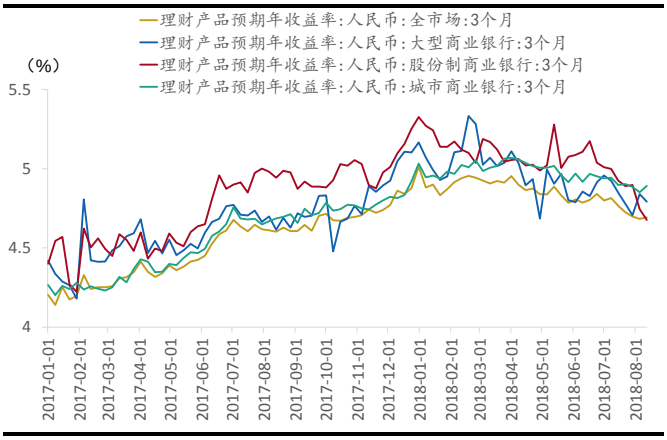
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 48：票據直貼利率持續走低



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

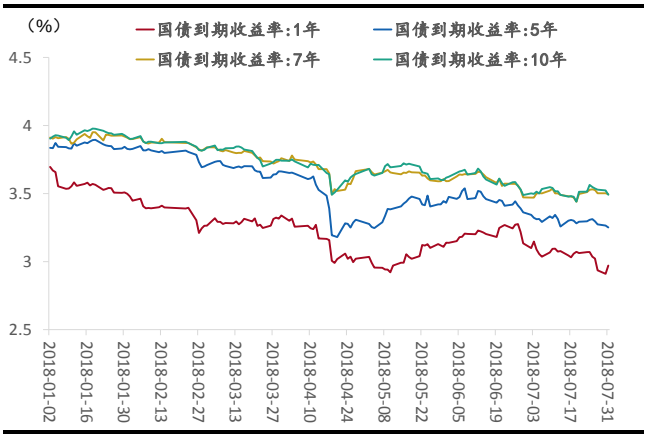
圖 49：理財產品收益率下行



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

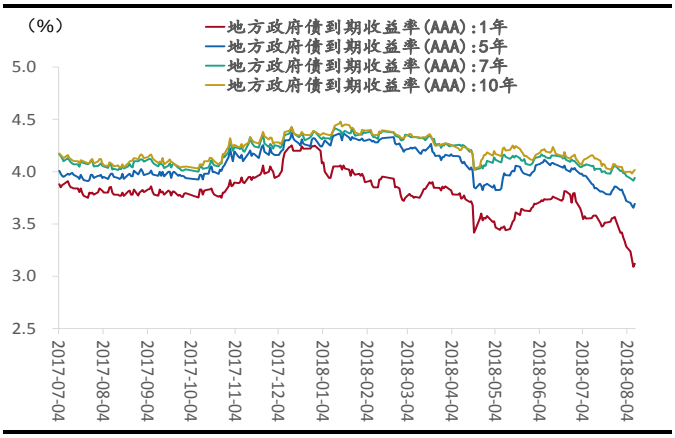
國債收益率曲綫短端波動下降，長端平穩震蕩。7 月底 1 年期、5 年期、7 年期、10 年期國債收益率較上月底分別變化-16、-11、2、0.2bp，至 2.97%、3.25%、3.50%、3.49%。短期國債收益率呈下降趨勢，中長期國債收益率呈震蕩上升趨勢。1 年期、5 年期、7 年期、10 年期地方政府債收益率較上月底分別變化-30、-18、-8、-8bp，至 3.42%、3.83%、4.01%、4.04%。

圖 50：國債收益率曲綫短端波動下降



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 51：地方政府債短端收益率下降



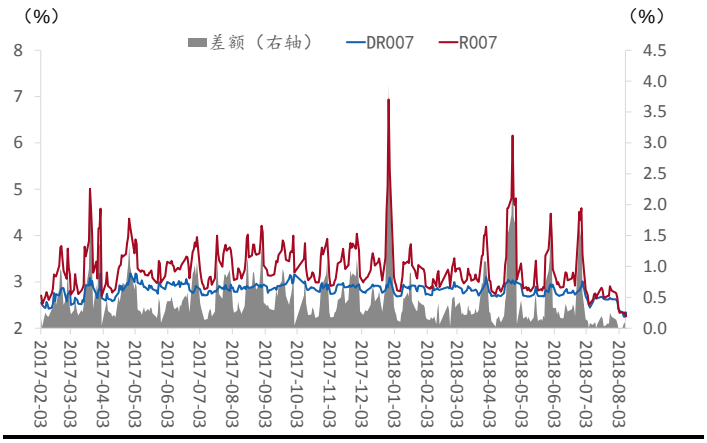
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

流動性充裕，利率跌穿央行政策利率“底綫”。7 月 R007、DR007 均經歷了先上升，後下降的倒“U”字型的下降趨勢。7 月初，R007 處于近一年半的較低水平，然後緩慢上升，月中達到月內的高點，然後快速下降。DR007 也存在同樣趨勢，R007 與 DR007 兩者之間的利差越來越小。隨著“寬貨幣”下銀行超儲率大幅上升，R007、DR007、兩者利差均處于近一年半的較低水平，甚至在部分交易日低于央行同期限逆回購操作利率。

流動性寬鬆主要受到央行一系列貨幣政策操作的影響。7 月 5 日起，央行下調人民幣存款準備金率 0.5 個百分點，此次降准釋放資金約 7,000 億元。7 月第三周，央行通過公開市場操作投放的資金達 5,400 億元，淨投放量創出今年春節以後的新高。央行當月還通過中期借貸便利（MLF）淨投放達 5,020 億元；通過國庫現金定存淨投放 700 億元。7 月是傳統的稅收大月，但得益于央行上述貨幣政策操作和 6 月末財政大額支出，資金面幾乎是輕輕鬆松就渡過了稅期高峰。

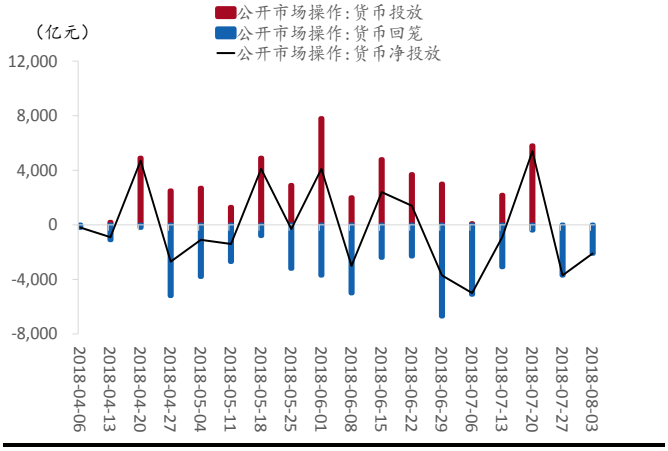
展望未來，資金需求上升，利率可能有所回升。7 月市場流動性總體寬鬆，隨著資管新規細則在 7 月 20 號出臺，允許公募資產管理產品適當投資非標債券類資產，市場資金供給有所增加，利率開始在月中高點下行。但是隨著月末國務院常務會議要求積極的財政政策要更加積極，在“加快專項債發行推動基礎設施建設”的政策下，新增專項債將在未來 3 個月內集中大幅放量，新增資金需求可能會使得利率有所回升。

圖 52：DR007 與 R007 走勢



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 53：央行公開市場操作（不含 MLF、現金定存）



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

IV. 投資策略：內外風險加劇，有待政策催化

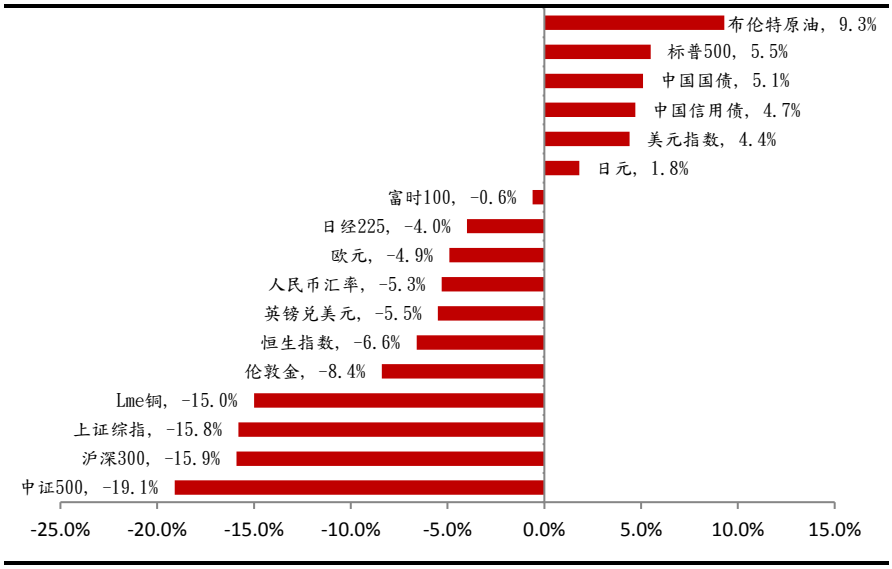
1. 大類資產：壓制因素仍在，拐點尚未到來

主要大類資產表現

截至 8 月中旬，境內投資者所能接觸到的主要大類資產中，境內權益資產表現最差，海外原油表現最佳，美國經濟强勁帶來美元升值和美股上揚，非美貨幣及歐亞股市表現略差。

國內大類資產今年以來經歷了典型的風險偏好下降，中美貿易戰及國內的强力去杠杆，均壓制了風險偏好，滬深股市大幅下跌，中證 500 指數跌幅達兩成，人民幣匯率也較年初貶值超過 5pct。然而，風險偏好下降使得年初市場幷不看好的固定收益資產大放异彩，成爲意外贏家，以全價指數衡量的中國國債和信用債絕對收益達 5%。

圖 54：2018 年主要大類資產絕對收益排名（截至 8 月 16 日）



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

壓制風險偏好的因素依然存在

當前市場風險偏好的修復仍需耐心等待一段時間，前期壓制風險偏好的因素依然存在：

（1）中美貿易戰仍是風險偏好的最大衝擊因素。中美貿易戰儘管已膠著半年有餘，但目前幷未看到雙方達成和解或朝實質性解決問題方向前進的迹象，對抗仍是當前中美貿易關係的主基調，有必要對中美貿易戰的長期性和複雜性做好心理準備。貿易戰不僅直接衝擊中國股市，引發避險情緒，而且會對經濟增長和通脹前景帶來持續影響，仍將是未來半年市場風險偏好的最大衝擊因素。

需要關注 9 月 5 日美國針對 2000 億美元中國商品加征額外關稅的措施是否會最終落地，若最終落地，則勢必引發中國資本市場的新一輪波動。

（2）去杠杆引發的信用風險上升仍未結束。自 2016 年開始的去杠杆，已經從金融去杠杆轉向實體去杠杆，嚴控地方政府債務、規範影子銀行、處置僵尸企業等舉措，雖令杠杆率上升得到控制，但也帶來投資資金下滑、企業債務滾存壓力上升等問題，導致今年以來信用違約事件不斷增多，特別是低評級信用債的頻繁"爆雷"引發市場憂慮。

雖然近期監管部門已經出臺了一些疏通貨幣信貸傳導機制、緩解低評級和民營企業融資難的舉措，信用風險近期也明顯回落，但預計真正的緩和仍需假以時日，這將繼續對股市和中低評級信用債市場帶來壓制作用。

（3）海外新興市場風險有所上升。3 季度後，新興市場風險有所上升，土耳其股、債、匯三殺，局部金融危機蠢蠢欲動，由于土耳其屬 全球前 20 大經濟體，且歐洲銀行業

在土耳其有大量敞口，因此土耳其風險的上升有向歐洲銀行業和其他新興市場傳導的風險。

雖然我們幷不認爲土耳其會立即爆發危機，但在强美元的背景下，需要關注新興市場間的風險是否會有蔓延迹象，若風險向東南亞經濟體蔓延，則對國內的風險偏好亦將構成壓制。

政策轉向穩增長，風險偏好拐點值得期待

3 季度後，隨著經濟下行壓力顯現，宏觀政策也逐漸從邊際上轉向穩增長。近期，央行陸續出臺多項措施鼓勵商業銀行信貸投放，資管新規細則尺度有所放寬，國務院常務會議提出財政政策要更加積極，提出支持擴內需，政治局會議則提出"六穩"。上述宏觀政策的變化，一方面可以對貿易戰衝擊下的經濟增長起到托底作用，另一方面則有利于修復風險偏好。

但什麼才是風險偏好拐點的標志性事件？兩點或許可以作爲參考：

一是中美貿易戰出現實質性緩和，從對抗走向談判。這對于改善市場對未來中國經濟的預期有立竿見影的效果，有利于股票市場構築底部，目前看這一點幷不明朗。

二是社會融資出現企穩放量。在多措施促進銀行信貸投放和表外融資略有放鬆後，效果應在 3、4 季度逐漸體現出來，雖然從 7 月社融數據觀察，這些措施尚未見到效果，社融依然低于預期，但未來融資形勢還是值得期待。若未來社融企穩放量，則有利于緩解債務壓力，進而緩解信用利差走闊對股票市場的壓制。

整體來看，宏觀政策轉向有利于修復市場的風險偏好，但尚未見到顯著效果，風險偏好的拐點仍需等待一段時間。

2. 股票市場：估值相對較低，風險因素仍存

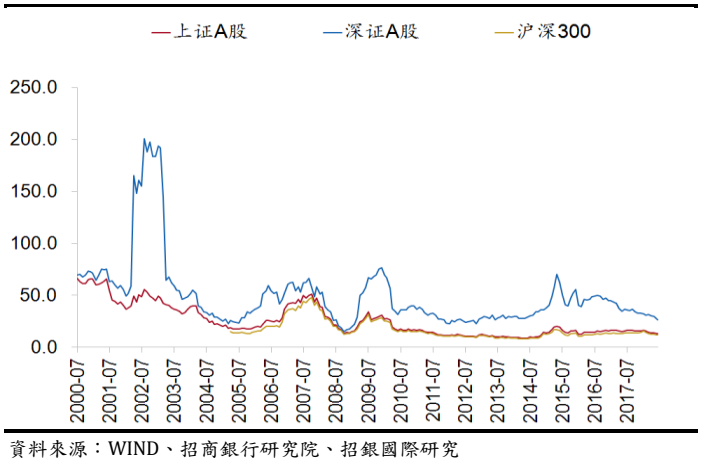
估值已跌至較低水平

截至三季度，A 股在貿易戰衝擊、去杠杆、信用環境惡化等因素叠加下，大幅下跌，在全球主要股市中表現居于末尾，今年以來配置權益資産的回報相當糟糕。

股市自 1 月底見頂以來，持續下跌 5 個月，上證綜指自高點跌幅達 25%，如此長時間的下跌幅度和深度，超出了一般技術性調整和階段性調整的範圍，市場表現出一定的熊市特徵。

儘管宏觀經濟向下，供給側改革的高峰也已階段性結束，但上市公司的微觀盈利尚佳，仍保持兩位數增長，這使得 A 股各指數的估值普遍處于歷史低位或相當低的歷史分位數水平。

圖 55：A 股市盈率處于低位

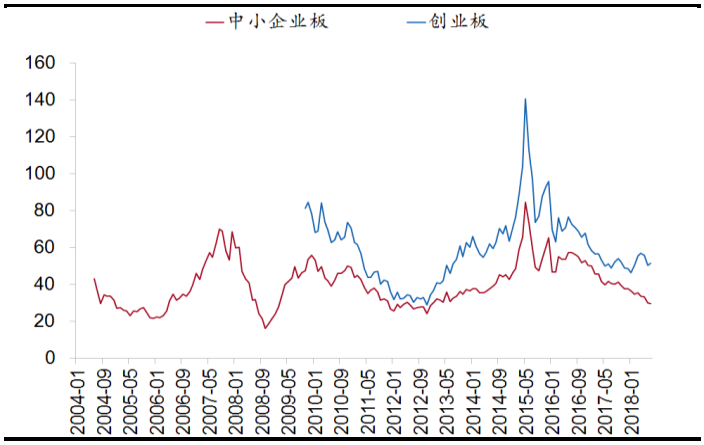


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 56：A 股市淨率處于低位

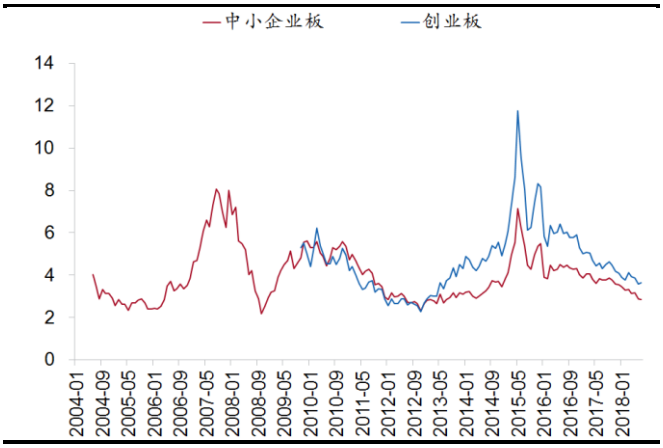
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 57：中小板、創業板市盈率處于低位



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 58：中小板、創業板市淨率處于低位



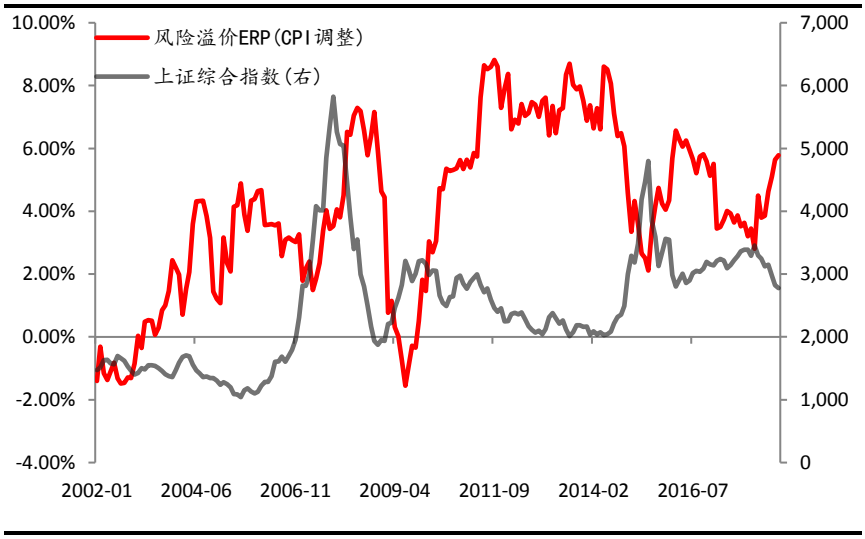
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

從估值的角度觀察，當前的低估值似乎提供了不錯的長綫資金配置機會，但需要說明的是，估值低幷不是股市見底的充分必要條件，估值低與股市上漲間幷不存在必然聯繫，仍有賴宏觀環境、資金流入等更多因素的相互驗證與配合。

風險溢價處于相對高位，但仍有上行空間

相對于估值而言，風險溢價 ERP 是一個更加值得關注的指標，這一指標較爲直觀的體現了股市與債市之間的回報關係，當 ERP 較高時，代表了市場給予股市較高的風險溢價，有利于吸引資金流入股市，因此 ERP 較高往往發生在市場的底部，反之則代表市場給予股市的風險溢價不足，不利于吸引資金流入股市，往往發生在市場的頂部。

圖 59：上證綜合指數風險溢價 ERP（CPI 調整）持續上升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

當前 A 股的 ERP 水平已經出現了持續的上升，當前接近 6%，處于較高水平，但與歷史上四次大盤見底時的 ERP 比較可以發現，四次見底時有三次 ERP 較當前水平更高，超出當前水平約 2-3%，這意味著當前 ERP 仍有上行空間，ERP 所提供的安全保護尚不充分。

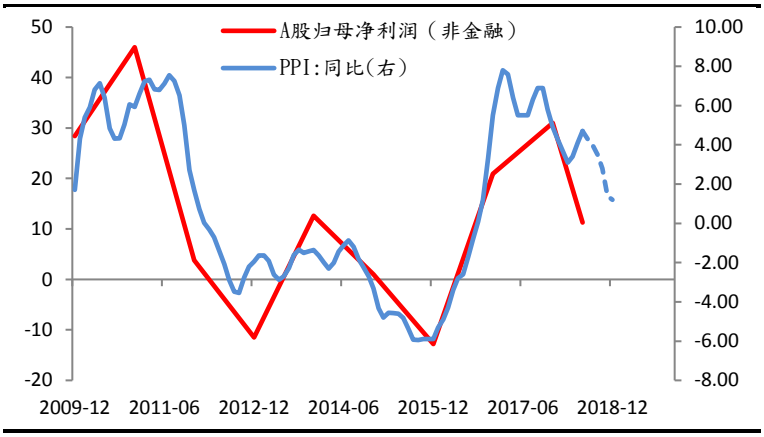
下半年企業盈利面臨壓力

價格因素對實體經濟盈利的影響毋庸置疑，過去 10 年間，A 股上市公司歸母淨利潤（非金融）與 PPI 間呈現出簡單明瞭的關係，去年和前年上市公司利潤回升，與 PPI 快速上升相當吻合。

展望 3、4 季度，PPI 增速將會是逐級回落的態勢，雖然今年油價大漲使得 PPI 增速高于預期，但考慮到翹尾因素，PPI 增速的回落將是不可避免的，這使得上市公司利潤增速受到一定壓力。

如果再考慮中美貿易戰對涉外業務占比較高公司的影響，以及春節後集中開復工效應的消退，A 股上市公司利潤增速可能還需額外扣減。預計全年 A 股上市公司（非金融）盈利增速可能落在 12-18%，且偏向區間下限，顯著低于 2017 年。

圖 60：A 股歸母淨利潤（億元）與 PPI（%）高度相關

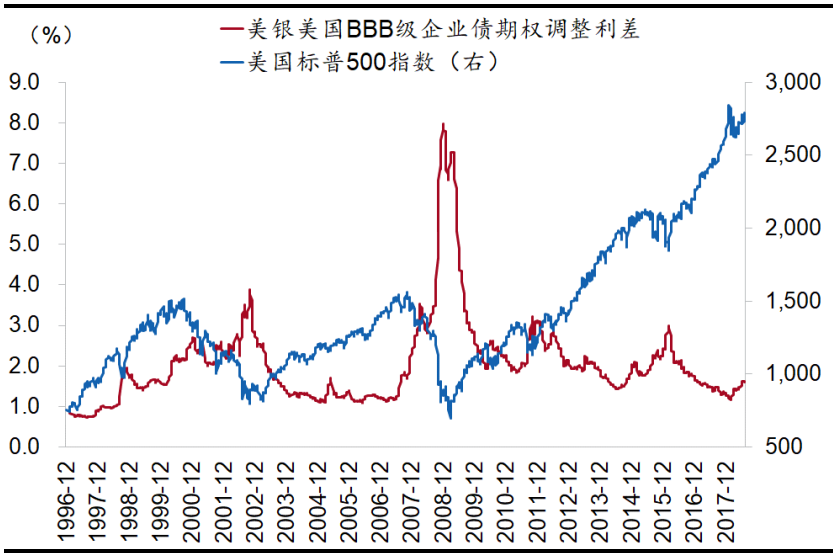


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

信用風險惡化壓制股市

中國的信用利差歷史上首次反映了信用風險而非流動性，這使得我們得以將在成熟股票市場屢試不爽的，通過信用利差來觀察股市的方法運用到中國股市。

圖 61：美國 BBB 級企業債信用利差與標普走勢負相關



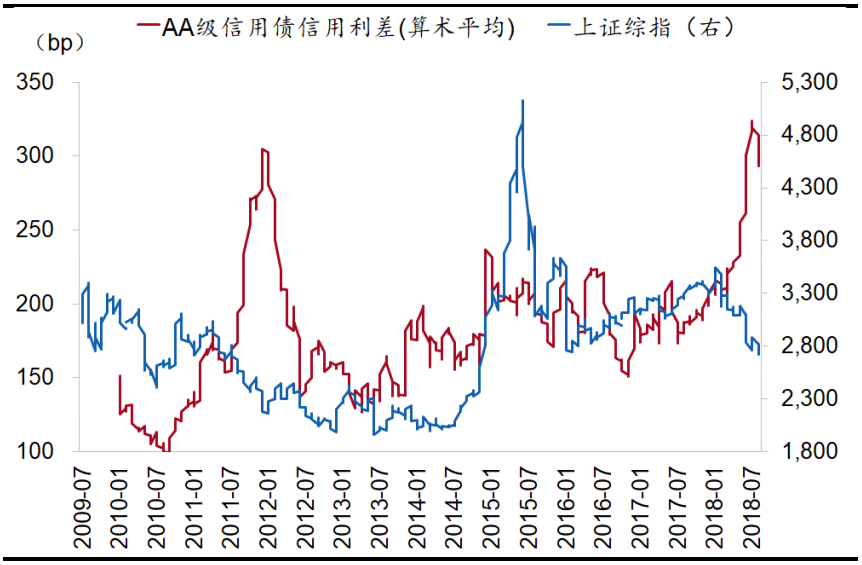
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

在美國，信用利差特別是低評級的信用利差，與股市間存在强烈的負相關關係，當信用利差走闊時，股市往往下跌，反之股市則出現上漲，無論是短期的調整，還是 2008 年的股災，兩者都保持了完美的印證關係。

在中國，由于過往信用利差更多體現的是流動性的鬆緊，上述規律在中國幷不適用，信用利差與股市經常出現同漲同跌的情況。但今年以來，信用利差首次反映了信用風險的變化，自年初起，中國低評級信用債的信用利差出現大幅走闊，同期對應著股市的大幅下跌。8 月份後，低評級信用利差有所收窄，但同期股市尚未見到企穩，考慮到近期出

臺了較多穩信用的措施，實體經濟的信用風險得到一定緩和。不過，在信貸實質性流入實體經濟前，難以斷言信用利差走闊的趨勢已經結束，因此信用利差對 A 股市場的壓制可能還會持續一段時間。

圖 62：中國低評級信用利差與 A 股走勢



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

股市策略：政策轉向帶來築底機會，未來三條投資主綫猜想

整體而言，雖然股市仍面臨貿易戰、信用風險的壓制，ERP 保護也不算充分，短期來看沒有太多樂觀的理由，但需要考慮的是，連續大幅下跌後，市場已經積聚了較强的反彈動能，宏觀政策的轉向也使得對風險偏好的修復已經展開，股市短期雖仍有下跌風險，但未來出現反彈或構築階段性底部的概率正不斷上升。

如我們在前一部分所述，貿易戰緩和以及社融企穩放量，都可以視作風險偏好的拐點，而後者或許最快于 9、10 月間就能見到，這意味著股市可能在 3 季度末 4 季度初捕捉到宏觀形勢好轉的信號，幷進而做出反應。

對于未來股市的反彈，或者築底階段的走勢，三條投資主綫值得進行更多研究：

一是基建題材。自宏觀政策提出擴內需，轉向穩增長後，基建板塊已經有所表現，但市場亦對未來基建能否大舉擴張充滿疑慮，畢竟中國的杠杆率已經很高，繼續加杠杆的空間不大，且中央控制地方政府舉債的高壓態勢未變。

但要實現全年經濟增長目標，必須見到基建築底反彈，預計專項債發行會顯著提速，財政支出進度加快，政府性基金收入高增也將提供基建資金，因此對未來基建題材不妨看的積極些，基建板塊應有所表現。

二是通脹題材。當前通脹主要受到三方面預期的推動，一是猪周期捲土重來，猪肉價格面臨上行壓力，將推高 CPI 中的食品項，二是中美貿易戰引發農產品和進口商品漲價預期，三是人民幣經歷快速貶值後，輸入性通脹預期也有所抬升。雖然未來通脹走勢仍面臨較大不確定性，但明年的上行壓力將會有所加大，市場或許會階段性對通脹題材有所反應，值得關注。

三是科技題材。中興通訊事件令中國科技軟肋暴露無疑，科技强國戰略再次進入風口，芯片題材因此一度大幅上漲，從中長期來看，科技題材仍將是值得關注的熱點，芯片、5G、新能源等板塊，預計將有一定表現。

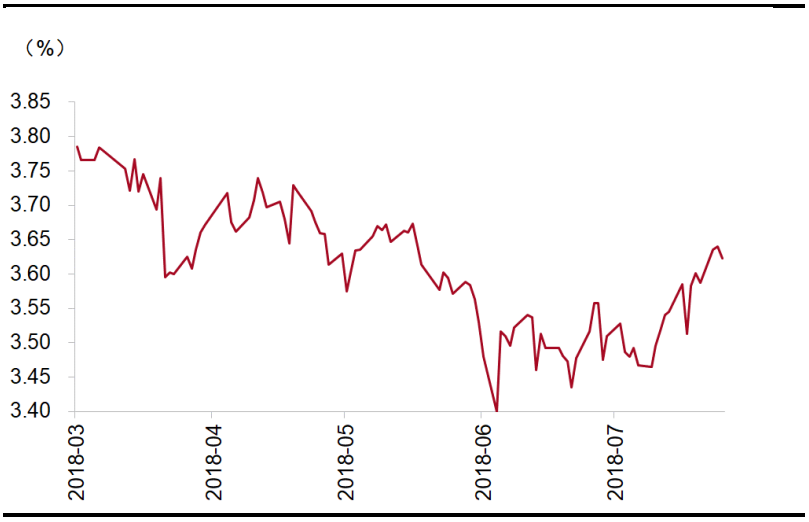
3. 債券市場：利率長端承壓，城投有驚無險

政策轉向穩增長,利率還有多少下行空間。

受到經濟下行壓力顯現和貿易戰衝突的影響，前 7 個月債券表現超出預期，以全價指數衡量的國債和信用債均獲得 5 個百分點左右的絕對收益。

近期最大的變化來自于 7 月份，無論是資管新規對表外尺度有所放寬，還是國常會和政治局會議定調穩增長，宏觀政策轉向已經從預期逐步落地。此前我們就曾指出，政策一旦轉向，意味著債券收益率的下行空間將會受到顯著制約，因市場會開始考慮穩增長對宏觀經濟和通脹帶來的影響，幷進而在債券定價中予以反應。

圖 63：10 年期國債收益率走勢



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

8 月中旬公布的 7 月宏觀數據繼續全綫回落，其中基建增速繼續大幅下行，消費重歸疲弱，僅房地産和製造業投資增速反彈，而 7 月社融數據依然低于預期。值得注意的是，在不佳的數據面前，收益率下行幅度很有限，且不够堅定且充滿波動，與前幾個月相比明顯猶豫和反復，表明市場對收益率能否進一步下行充滿疑慮，止贏盤不斷涌現，這其實是對未來社融改善和基建反彈的擔心。

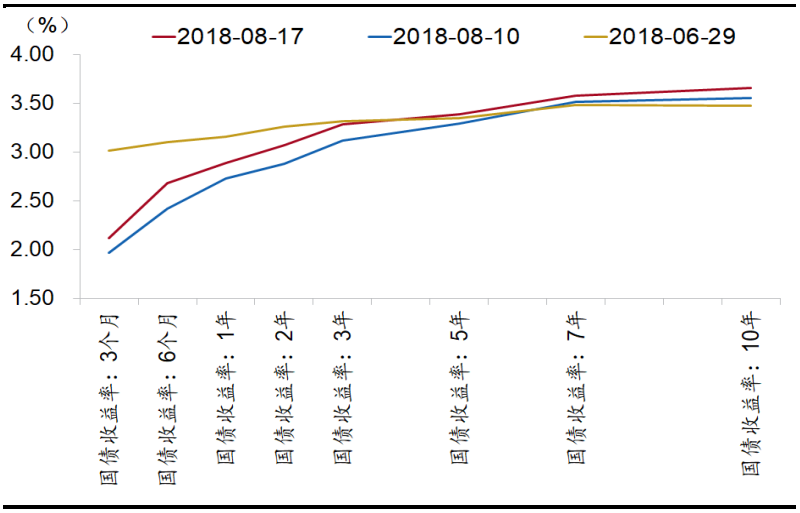
因此，在政策轉向後，雖然還不能下結論債券利率下行已經結束，但下行空間已經開始受到制約了，除非 8、9 月的宏觀數據依然沒有起色，才能推動利率再下一波。

收益率曲綫會變平嗎

由于流動性的極度寬鬆，以及市場策略集中于短久期，收益率曲綫變得極爲陡峭，短端利率似乎已經下無可下，那麼，未來曲綫會維持陡峭還是變平？如果變平，是以長端下行還是短端上行來實現？

從流動性來看，當前寬鬆已近極致，降准和 MLF 投放的流動性堆積于貨幣市場，在貨幣向信貸傳導途徑有效打通前，流動性大概率會維持寬鬆，這意味著在給定的環境下，收益率曲綫短端會維持較低水平。

圖 64：中國國債收益率曲綫



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

但風險在于，當前資金利率已經跌穿央行利率走廊的下限，低于央行操作利率水平，央行能否允許倒挂狀態長期持續？一旦央行對流動性有所調節，短端的上行壓力就會顯現出來，曲綫會從陡峭向平坦演化。

另一方面，在政策轉向穩增長後，債券市場處于較爲謹慎的狀態，一旦有迹象顯示信貸開始流向實體，基建等數據企穩，那麼債券收益率可能面臨較大的調整壓力，長短端都將面臨上行壓力，則收益率曲綫將整體上移。

總的來說，當前收益率曲綫陡峭已經達到極致，短端繼續下探空間很有限，而未來曲綫變平的風險上升，繼續做陡幷不是性價比很高的策略。

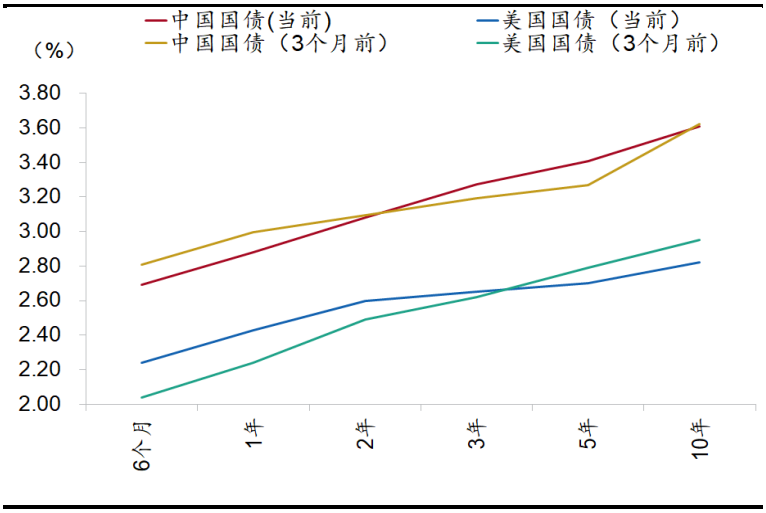
中美利差進一步收窄

過去三個月，中國國債收益率曲綫經歷了顯著的陡峭化變動，短端降幅較大，長端變化有限，而美國國債收益率曲綫則經歷了顯著的平坦化上移，短端上移幅度較大，長端還略有下行。

這導致中美利差特別是短端利差進一步收窄，截至 8 月 15 日，10 年期國債利差有 66BP，1 年期國債利差有 37 個 BP，6 個月的利差甚至只有 33 個 BP，而在貨幣市場方面，中國的 DR007 甚至一度跌破美元的 3 個月 LIBOR 利率，這在 DR007 誕生以來還是首次出現，而如果以 R007 衡量的話，則是自 2009 年以來首次與美元 LIBOR 倒挂。

關于中美利差，市場已有較多討論，但難以形成一致結論。從中美兩國經濟周期、貨幣政策周期來看，兩國的同步性已被打破，中國下行壓力較大，而美國經濟仍處于景氣擴張周期，美元也處于加息周期，兩國利率可以走出獨立行情，因此未來倒挂是合理情景且很有可能發生的。但是，從防止資本外流，穩定人民幣匯率的角度而言，中美之間應保持一定利差，至少不應倒挂。當然，這一角度是動態而非靜態的，從當前中國幷沒有顯著資本外流來看，中美利差收窄的壓力尚未傳導至國際收支。

圖 65：中美國債收益率曲綫



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

但在人民幣匯率節節貶值，趨近 7.0 關口的時點來看，中美國債利差一旦出現倒挂，或許幷不是中國貨幣當局希望看到的，也會令市場繼續看空收益率的觀點心存疑慮。無論如何，中美利差收窄對國內債券收益率下行幷不構成利好。

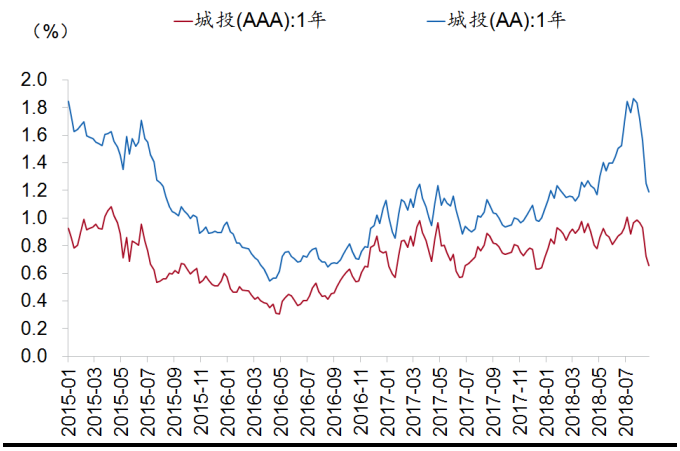
兵團債技術性違約，對城投無需特別悲觀

8 月 13 日，新疆生産建設兵團第六師國資經營有限責任公司未能足額兌付到期超短融，引發市場城投信仰危機，被認爲是城投債的第一次實質性違約，8 月 15 日，兵團六師延期支付 SCP001 本息，違約被限制在技術性違約的層面，危機得到化解。

市場對兵團六師是否屬 城投存在分歧，嚴格意義上來說兵團幷不等同于地方政府，但兵團六師國資公司承擔了爲兵團地方政府融資的職能，且還款來源中超過 6 成爲兵團財政，而國資公司所投項目又有典型的保障房這類公益性項目，因此，兵團六師國資的定性雖然有些模糊，但大體上可以歸入城投。

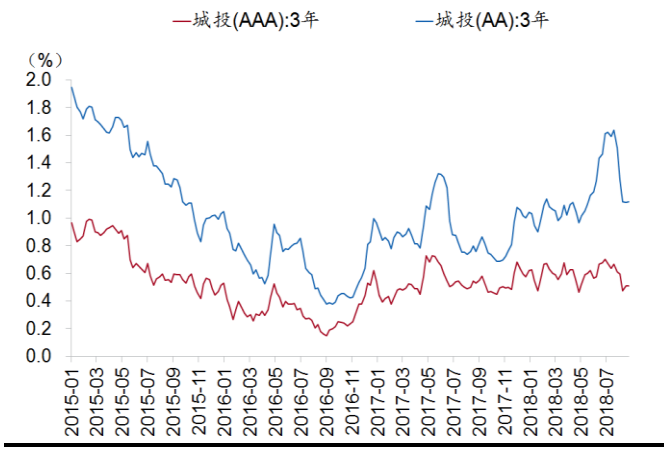
在嚴控地方政府債務的背景下，城投債壓力不斷浮現，今年上半年城投債利差顯著拉寬，城投信仰不斷遭受質疑。但我們認爲兵團六師的技術性違約，幷不代表城投進入大範圍違約的階段，城投信仰雖有所動搖，但幷未結束。

圖 66： 1 年期城投與國開利差近期快速收斂



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 67：3 年期城投與國開利差近期快速收斂



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

一方面，城投雖然名義上是企業，但與地方政府千絲萬縷的聯繫是剪不斷的，財政對城投的支持也是必然的，這種情況下，沒有地方政府敢于真的第一個進行違約，因爲這很可能引發地方官員的仕途風險，和地方政府、平臺未來舉債成本上升的壓力。

另一方面，在宏觀政策轉向穩增長後，基建預計將成爲發力點之一，市場對資金流向城投抱有一定期待，專項債、地方債即將加速發行，也將緩解地方政府的財政壓力，因此政策轉向對城投會構成事實上的利好。

此次兵團六師技術性違約，令城投債有驚無險，城投仍然是今後市場會重點考慮的品種，特別是與民企債相比，城投債的優勢仍然是毋庸置疑的，因此未來對城投不必看的特別悲觀，優質城投的信用利差可能還有收窄空間。當然，對低評級城投仍需謹慎，未來對區域經濟的研究愈加重要。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大厦 45 及 46 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認爲可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。