

供需双弱，经济承压

——8月中国宏观策略月报

- ❖ **概要。在全球经济增速逐步放缓、新兴市场危机升级的背景下，7月中国经济供需双弱，增长承压。**从生产看，7月规模以上工业增加值当月同比增长6.0%与上月持平，弱于预期。发电量、耗煤量回落，高炉开工率下降，工业生产转弱。从需求看，投资、消费均有所下滑。固定资产投资完成额累计同比增速5.5%，创1999年12月以来新低。三大投资中，房地产一枝独秀；制造业增长平稳；基建增速继续回落，是主要拖累项。随着财政政策发力，后期有望扭转下滑态势。社会消费品零售总额当月同比增速为8.8%，略有下行。分产品看，必需消费小幅下滑，可选消费显著下滑。进出口贸易增长超出预期，但后期面临贸易战等不确定因素。
- ❖ **通胀温和回升，压力预计有限。**7月CPI同比增长2.1%，环比增长0.3%，主要因假期旅游旺盛，交通燃料价格上涨推动。PPI当月同比增长4.6%，增速小幅下降，主要由生产原料价格上涨拉动。预计后期通胀压力有限，不会成为掣肘货币政策的因素。
- ❖ **M2触底反弹，社融依旧下行。**7月M2同比增速小幅反弹至8.5%，主要受去年同期低基数影响，未来大概率仍维持在低位。社融增速进一步回落，新口径下同比增速为10.3%，比上月下行0.15pct，旧口径下同比增速为9.6%，比上月下行0.2pct，下行幅度更大。表外融资萎缩严重。人民币贷款余额同比增长13.2%主要因为政策推动下，信贷投放力度加大。存款增长仍然疲软。
- ❖ **流动性充裕，利率跌穿央行政策利率“底线”。**随着“宽货币”下银行超储率大幅上升，R007、DR007、两者利差均处于近一年半的较低水平，甚至在部分交易日低于央行同期限逆回购操作利率。
- ❖ **疏通货币信贷政策传导机制将成为未来货币政策工作重点。**二季度货币政策执行报告表明，未来货币政策有望保持相对宽松，不过会“把好闸门”，不会“大水漫灌”，将着重疏通货币信贷政策传导机制。在内外风险因素“几碰头”的挑战面前，要“几家抬”形成合力。
- ❖ **国内大类资产风险偏好下降，固定收益资产表现相对较好。**中美贸易战仍是风险偏好的最大冲击因素，同时，去杠杆引发的信用风险上升可能仍未结束。近期经济压力显现，政策出现边际调整，中美贸易战走势和社融增速作为后续风险偏好拐点值得期待。
- ❖ **A股市场已跌至较低水平，前期风险溢价快速上升对股市形成压制，但近期信用利差已明显收窄。**在贸易战冲击、去杠杆、信用环境恶化等因素叠加下，A股目前估值已处于较低水平。展望3、4季度，在PPI增速逐级回落的态势下，上市公司盈利将面临压力。当前低评级信用债信用利差已明显回落，但在信贷实质性流入实体经济前，难以断言信用利差不会再度反弹，因此信用利差对A股市场的压制可能还会持续一段时间。
- ❖ **债券市场收益率下降空间有限，利率曲线变平风险提升。**1至7月债券表现超出预期，止盈盘不断涌现。后续债券利率下行空间将受到制约：短期利率在极致宽松条件下跌穿央行利率走廊的下限，继续下探空间很有限；同时，中美利差收窄对国内债券收益率下行构成利空，因此未来曲线变平的风险上升。
- ❖ **城投信仰难言破灭。**兵团六师技术性违约，并不代表城投进入大范围违约的阶段。在宏观政策转向稳增长后，预计基建将成为发力点之一，市场对资金流向城投抱有一定期待，专项债、地方债即将加速发行以缓解地方政府的财政压力，政策转向可能对城投会构成事实上的利好。

丁文捷, 博士

电话: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

2018 年 08 月 24 日

目录

I. 海外宏观：全球经济增速下滑，新兴市场再陷危机.....	6
II. 宏观经济：供需双弱，通胀温和	8
1. 生产：景气度下降，向需求收敛.....	8
2. 投资：地产独木难支，基建有望回暖.....	9
3. 消费：增速小幅回落，终端需求减弱.....	11
4. 贸易：出口超预期，未来将承压.....	12
5. 通胀：CPI 温和回升，PPI 小幅回落.....	13
III. 货币金融：社融走弱，资金宽松.....	15
1. 金融：M2 触底反弹，社融依旧下行.....	15
2. 资金：流动性季度宽裕，市场利率跌穿政策利率	17
IV. 投资策略：内外风险加剧，有待政策催化.....	20
1. 大类资产：压制因素仍在，拐点尚未到来	20
2. 股票市场：估值相对较低，风险因素仍存	21
3. 债券市场：利率长端承压，城投有惊无险	25

图目录

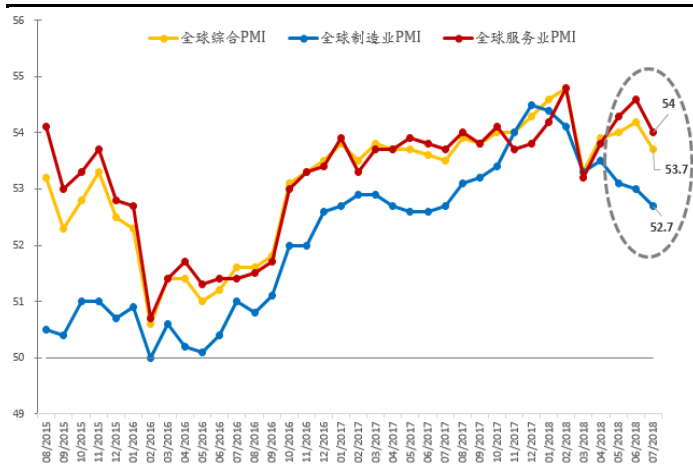
图 1: 全球制造业和服务业 PMI 同步下降.....	6
图 2: Sentix 指数显示全球经济预期转差.....	6
图 3: 油价上涨助推美国原油产量.....	6
图 4: 美国国债收益率曲线进一步趋于平坦.....	6
图 5: 新兴市场外债负担和偿债能力分析.....	7
图 6: 新兴市场国家风险评估.....	7
图 7: 7 月中国主要经济指标一览.....	8
图 8: 工业增加值同比增长低于预期.....	8
图 9: 采矿、电力热力水力生产增速下降.....	8
图 10: 发电量、耗煤量同比增速下降.....	9
图 11: 中上游行业增加值同比增速上升.....	9
图 12: 固定资产投资累计增速创 19 年来新低.....	9
图 13: 房地产投资增速超预期上升.....	9
图 14: 土地购置费用为房地产投资的主要拉动项.....	10
图 15: 定金预收款、个人按揭、应付款为主要资金来源.....	10
图 16: 商品房销售增速提升.....	10
图 17: 新开工面积同比增长, 待售面积不断减少.....	10
图 18: 制造业部分行业投资同比增速情况.....	10
图 19: 财政支出增速下滑.....	10
图 20: 社会消费品零售总额同比增速有所下降.....	11
图 21: 汽车消费额当月同比下降.....	11
图 22: 网上零售同比增速继续下滑.....	11
图 23: 可选消费增速降幅较大, 必选消费增速降幅较小.....	11
图 24: 进出口贸易超出预期.....	12
图 25: 进口累计同比上涨, 出口累计同比小幅回落.....	12
图 26: 对日本和金砖国家出口增速提升.....	12
图 27: 进口增速提升.....	12
图 28: PMI 新出口订单指数下降.....	13
图 29: 国际航运需求活跃.....	13
图 30: 数据处理设备、农产品、服饰出口增速上升.....	13
图 31: 人民币汇率波动对出口提振有限.....	13
图 32: CPI 温和回升.....	14
图 33: 非食品、服务价格同比回升显著.....	14
图 34: 服务价格环比涨幅领先.....	14

图 35: PPI 同比增速小幅下滑	14
图 36: 生产资料价格增速下滑	14
图 37: PPIRM 同比增速高于 PPI	14
图 38: 7 月中国主要金融指标一览	15
图 39: 7 月份 M2 同比增速触底反弹	16
图 40: 社会融资规模存量增速继续回落	16
图 41: 人民币存款余额小幅上升	16
图 42: 新增人民币存款增长乏力	16
图 43: 7 月份新增社会融资结构	17
图 44: 7 月份新增人民币贷款:居民户	17
图 45: 7 月份新增人民币贷款:非金融企业	17
图 46: 银行间同业拆借利率大幅下降	18
图 47: 银行间质押式回购利率大幅下降	18
图 48: 票据直贴利率持续走低	18
图 49: 理财产品收益率下行	18
图 50: 国债收益率曲线短端波动下降	18
图 51: 地方政府债短端收益率下降	18
图 52: DR007 与 R007 走势	19
图 53: 央行公开市场操作 (不含 MLF、现金定存)	19
图 54: 2018 年主要大类资产绝对收益排名 (截至 8 月 16 日)	20
图 55: A 股市盈率处于低位	21
图 56: A 股市净率处于低位	21
图 57: 中小板、创业板市盈率处于低位	22
图 58: 中小板、创业板市净率处于低位	22
图 59: 上证综合指数风险溢价 ERP (CPI 调整) 持续上升	22
图 60: A 股归母净利润 (亿元) 与 PPI (%) 高度相关	23
图 61: 美国 BBB 级企业债信用利差与标普走势负相关	23
图 62: 中国低评级信用利差与 A 股走势	24
图 63: 10 年期国债收益率走势	25
图 64: 中国国债收益率曲线	26
图 65: 中美国债收益率曲线	27
图 66: 1 年期城投与国开利差近期快速收敛	27
图 67: 3 年期城投与国开利差近期快速收敛	27

I. 海外宏观：全球经济增速下滑，新兴市场再陷危机

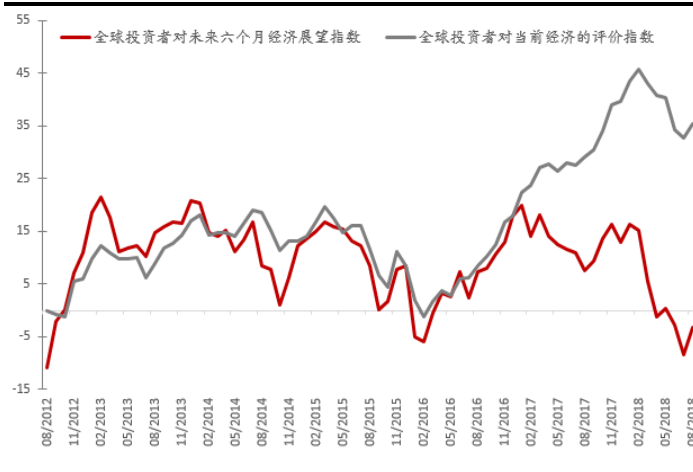
全球经济增速全面下滑。经济增速于 7 月录得四个月低点，PMI 从 6 月的 54.2 降至 53.7，其中服务业和制造业增速均有降低。8 月发布的全球贸易展望指数 (WTOI) 从 5 月的 101.8 降为 100.3，全球新增出口订单指数仅为 97.2，表明全球贸易增速放缓。经济预期转差，7 月 Sentix 投资者对未来六个月的信心指数仅为 -8.4，为 2012 年 8 月以来最低。贸易增速下降和投资信心的不断减弱已开始影响资本支出与长期投资，显著拖累制造业，机械设备新订单增速下降。多项指标共同指向全球经济增长可能已见顶，将会在接下来几个月进一步放缓。

图 1：全球制造业和服务业 PMI 同步下降



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

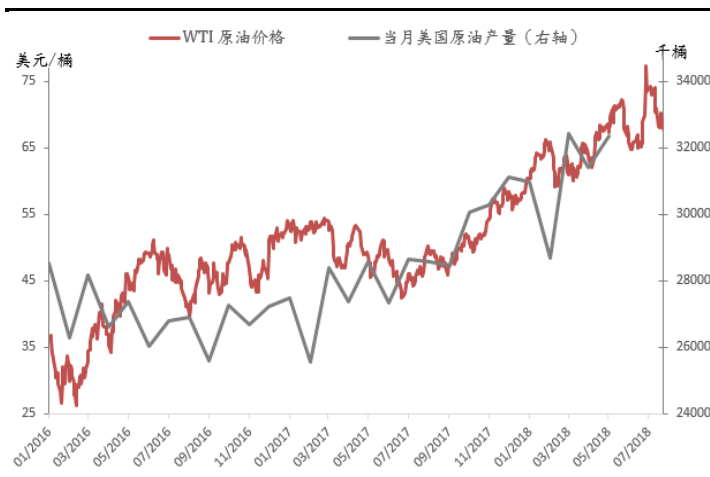
图 2：Sentix 指数显示全球经济预期转差



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

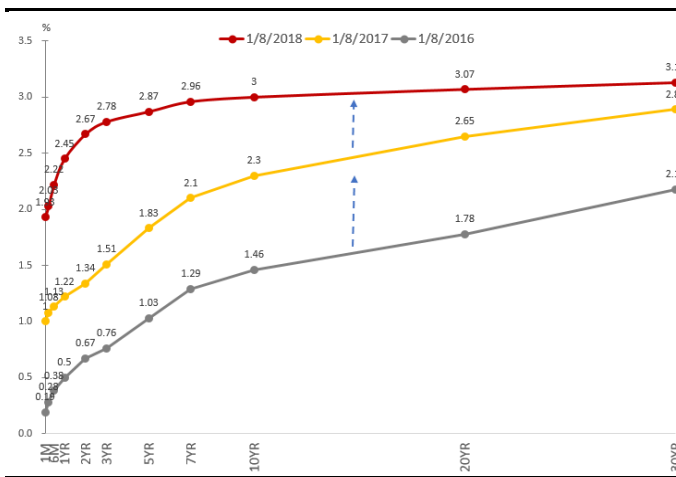
美国高增速提振美股，三季度将稍有放缓。受景气就业和减税法案提振，强劲的消费支出和净出口成为拉动增长的主要引擎，美国二季度的实际 GDP 年化季环比值为 4.1%，创近四年来新高。需要注意亮眼的经济数据背后掩藏的风险：近期经济高速增长的一个重要支撑来自于石油产业，高油价推动美国原油产量迅速上升，然而油价的波动性和有限的上升空间决定了这种高速的产业扩张缺乏持续性；净出口对 GDP 的贡献由负转正实际是贸易战副作用的表现，因为全球的公司都在尽快购进、运输和囤积货物以应对关税措施将会带来的价格上升；当前的经济增长依然受到减税措施的刺激，而其作用将逐渐减退；同时，不断升级的贸易纠纷已经开始影响美国经济。7 月制造业和服务业依然保持稳健增长，但增速略有放缓，预计三季度整体增速难及上期。美联储立场更趋鹰派，趋向今年再加息两次。收益率曲线进一步趋于平坦。受到二季度经济数据和美欧贸易纠纷缓和的提振，美股在 7 月见涨。

图 3：油价上涨助推美国原油产量



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 4：美国国债收益率曲线进一步趋于平坦

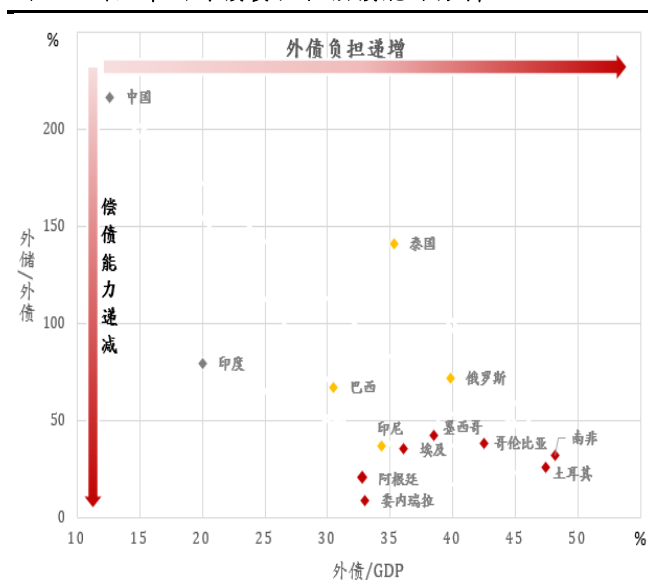


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

欧元区动力难复，脱欧忧虑持续困扰英国。欧元区经济保持稳定，但增长正在放缓，且前瞻数据显示增长动力似乎很难恢复。经济前景不明朗叠加贸易战，企业越发担心区内的经济环境。欧洲央行表示计划今年底结束量化宽松，经济动力不足如果持续更长时间将迫使欧洲央行维持当前低利率至少到明年。8月2日英格兰银行将基准利率由0.5%上调至0.75%，并预测英国名义中性利率在2-3%的水平。目前脱欧政策团队出现内讧且缺乏清晰的计划，进一步增添了脱欧的不确定性，拖累英国经济、企业计划及英镑汇率。

土耳其危机升级，新兴市场进入危机多发期。近期触发土耳其货币与经济危机的直接导火索是美国与土耳其关系交恶，但土耳其经济的隐患并非“一日之寒”。土耳其里拉近两年已经开始进入快速贬值通道，但前两年全球贸易的复苏支撑了土耳其经济，暂缓了贬值压力向全面危机的转化。今年以来美、欧等主要经济体加快货币政策正常化过程，全球流动性骤减使得新兴市场国家压力倍增。且从今年二季度开始美元指数不断攀升，强美元和紧货币下的新兴市场往往压力最大。当前下行的经济周期和贸易环境使得新兴经济体失去经济发展的重要支撑和动力来源，防御风险能力大幅降低，新兴经济体可能进入危机高发阶段，其中风险更加突出的包括阿根廷、土耳其、委内瑞拉、埃及、巴西、南非和俄罗斯等。

图 5：新兴市场外债负担和偿债能力分析



资料来源:彭博、招商银行研究院、招银国际研究（红色：相对悲观；橙色：中性；灰色：相对乐观）

图 6：新兴市场国家风险评估

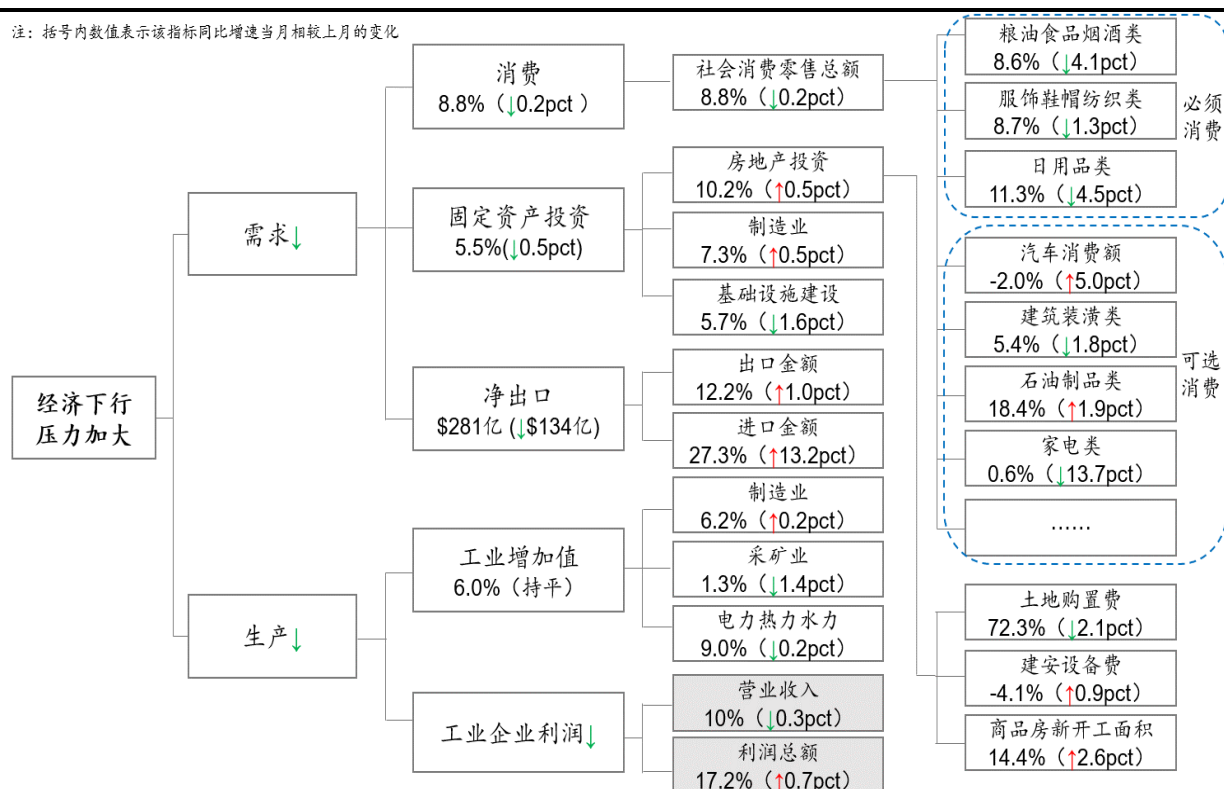
	GDP增长率 (2017)	宏观经济状况	危机应对能力	非经济因素	总体风险评估
委内瑞拉	-7.4	●	●	●	●
阿根廷	2.9	●	●	●	●
土耳其	7.4	●	●	●	●
埃及	4.2	●	●	●	●
南非	1.3	●	●	●	●
哥伦比亚	1.8	●	●	●	●
巴西	1	●	●	●	●
俄罗斯	1.5	●	●	●	●
印度	6.6	●	●	●	●
泰国	3.9	●	●	●	●
印尼	5.1	●	●	●	●
墨西哥	2	●	●	●	●
智利	1.5	●	●	●	●
波兰	4.6	●	●	●	●
中国	6.9	●	●	●	●
捷克	4.3	●	●	●	●

资料来源:IMF、招商银行研究院、招银国际研究（红色：相对悲观；橙色：中性；灰色：相对乐观）

II. 宏观经济：供需双弱，通胀温和

图 7：7 月中国主要经济指标一览

注：括号内数值表示该指标同比增速当月相较上月的变化



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

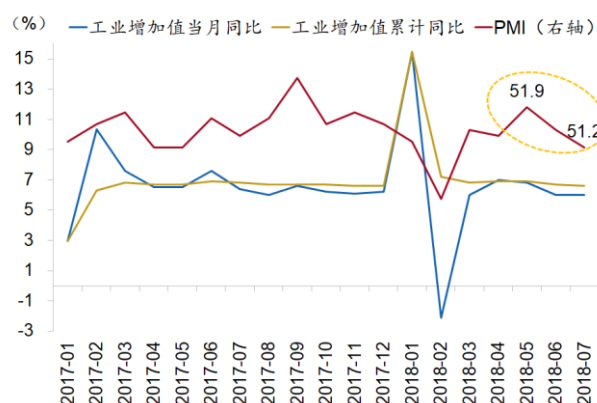
1. 生产：景气度下降，向需求收敛

景气度指数下降，仍处于扩张区间。7月制造业 PMI 为 51.2，连续两月下降，低于预期。其中生产、新订单、出厂价格、原材料购进价格 PMI 均有所下降。PMI 连续下降表示生产和需求转弱，但仍处于荣枯线以上，表明扩张速度下降。

工业增加值保持低位，制造业支撑生产。7月规模以上工业增加值当月同比增长 6.0%，较上月持平，累计同比 6.6%，较上月下降 0.1pct，增速不及预期。其中制造业当月同比增长较上月提高，电力燃气及水的生产和供应业当月同比增长较上月下降，采矿业当月同比增长较上月显著下降。

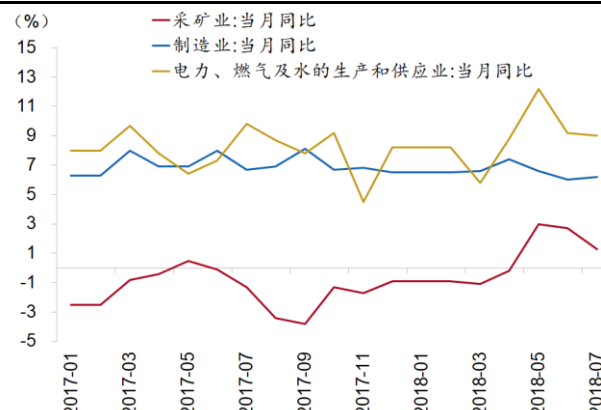
高频数据指向工业生产遇冷。7月发电量当月同比增长 5.7%，六大电力集团耗煤量当月同比增长 7.3%，较上月和去年同期均有下降。高炉开工率同比、环比均有所下降。夏季是电和水的使用高峰期，但电力热力水力供应业增加值同比增速有所下降，同时发电量、六大发电集团耗煤量、高炉开工率均有所下降。

图 8：工业增加值同比增长低于预期



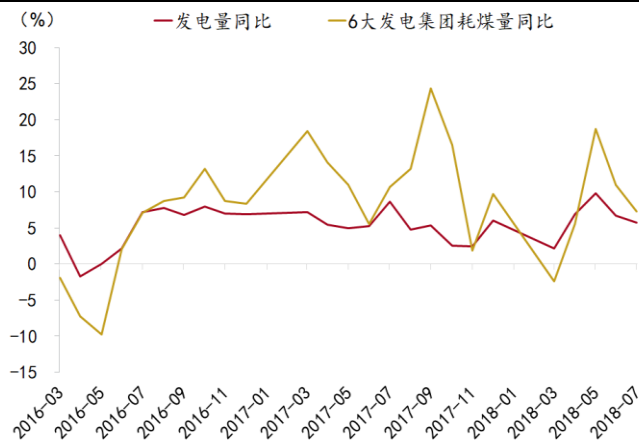
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：采矿、电力热力水力生产增速下降



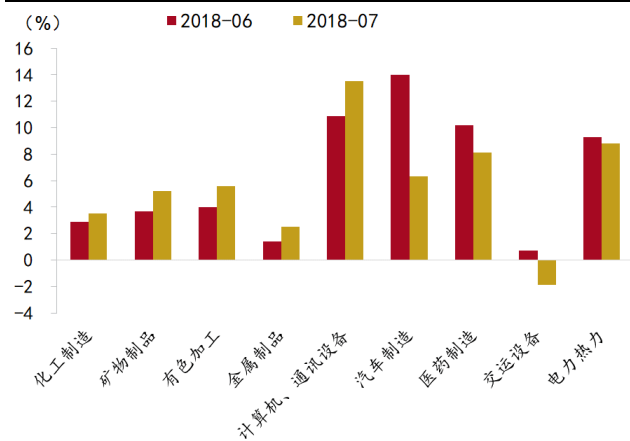
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：发电量、耗煤量同比增速下降



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：中上游行业增加值同比增速上升



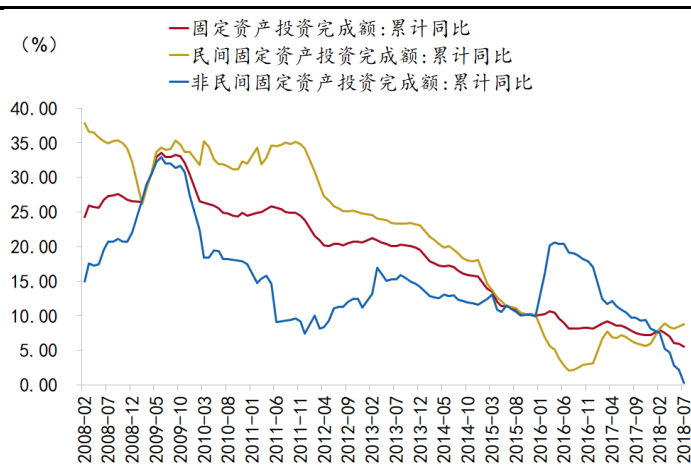
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

2. 投资：地产独木难支，基建有望回暖

固定资产投资创 19 年新低，非民间投资显著下滑。7 月固定资产投资完成额累计同比增长 5.5%，连续 6 个月下降，为 1999 年 12 月以来最低值。7 月民间投资累计同比增长 8.8%，有所提升，部分受益于政府鼓励民间投资、创业的政策措施。非民间投资同比增速延续 2016 年中以来的持续下滑趋势。

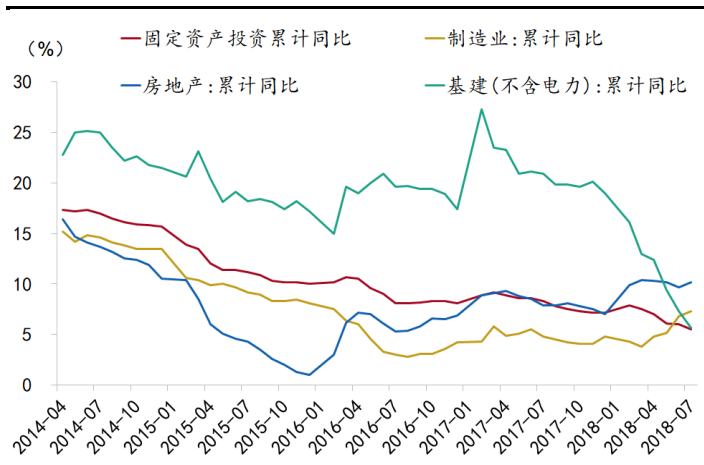
房地产投资独木难支，基建下滑拖累投资。7 月房地产开发投资累计同比增长 10.2%，较上月上升 0.5pct，超出预期。制造业投资累计同比增长 7.3%，较上月上升 0.5pct。基建投资有所下滑，累计同比增长 5.7%，是固定资产投资增速落后的主要拖累项。

图 12：固定资产投资累计增速创 19 年来新低



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

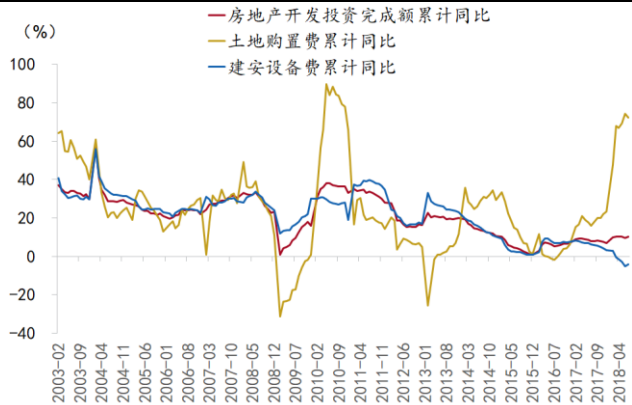
图 13：房地产投资增速超预期上升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

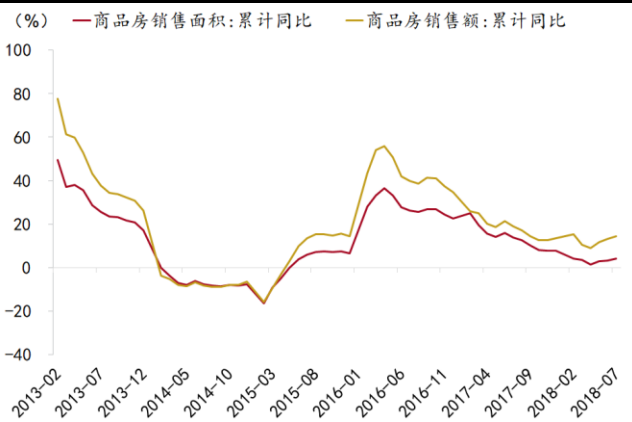
房地产景气度较高。7 月房地产投资中，土地购置费用投资为主要拉动项。房企融资条件短暂回暖，开发资金来源累计同比增长 6.4%，其中个人按揭贷款、定金和预付款以及各项应付款增速提高。商品房销售面积、销售额在去年高基数基础上累计同比增速均有提高，同比增速连续 3 个月上升。房地产新开工面积累计同比增长 14.4%，待售面积累计同比下降 14.3%，商品房终端需求不减。而随着新开工面积增加，后续建安设备工程亦不会大幅下降，但在不断收紧的地产调控政策下，地产投资虽有望好转但难言持续。

图 14: 土地购置费用为房地产投资的主要拉动项



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 商品房销售增速提升

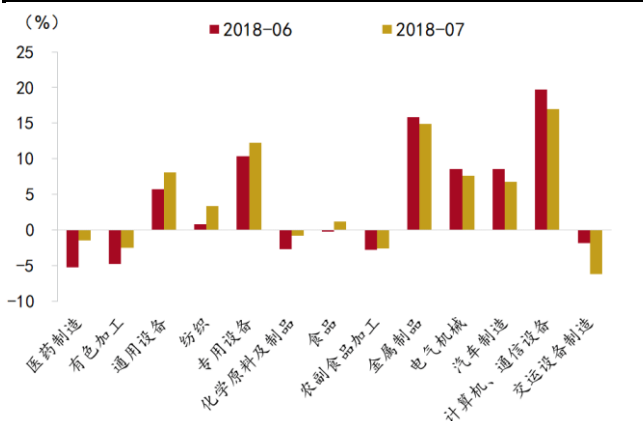


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

制造业投资增速平稳。7月制造业投资累计同比增加7.3%，较上月提升0.5pct。医药制造、有色加工、通用设备、纺织等行业累计同比增速有所提升，汽车制造、铁路等交运设备制造、计算机通讯设备制造、电气机械等行业累计同比增速有所下降。从行业变化来看，中下游投资同比增速有所增加，上游行业受汽车、交运设备制造等拖累，投资增速下滑。随着后续基建政策发力，预计将带动中上游石油、水泥、钢铁等行业增长，中上游行业仍将持续拉动制造业投资增长。

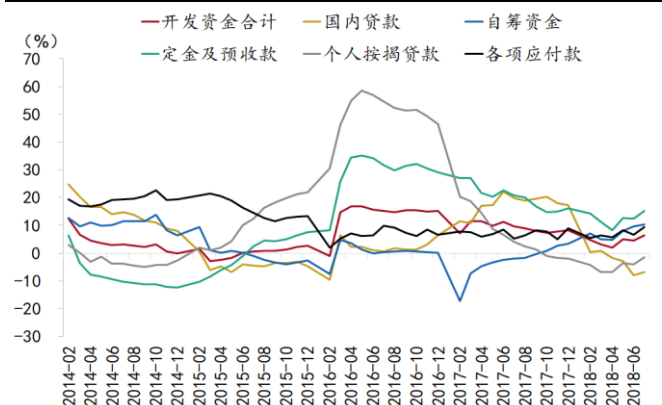
基建投资后续转暖可期。受地方政府清理规范PPP项目、地方项目审批节奏变慢影响，叠加基建去年同期基数较高，7月基建投资同比增速下滑较大。同时基建补短板的政策发力在7月下旬，项目落地尚未体现在7月数据中。8月14日，财政部发文解除地方专项债的部分限制并对发行节奏提出要求，后续专项债发行进度将会加快，财政支出增加。在财政政策积极调整下，预计基建投资会在下半年回暖，对投资形成一定拉动。

图 18: 制造业部分行业投资同比增速情况



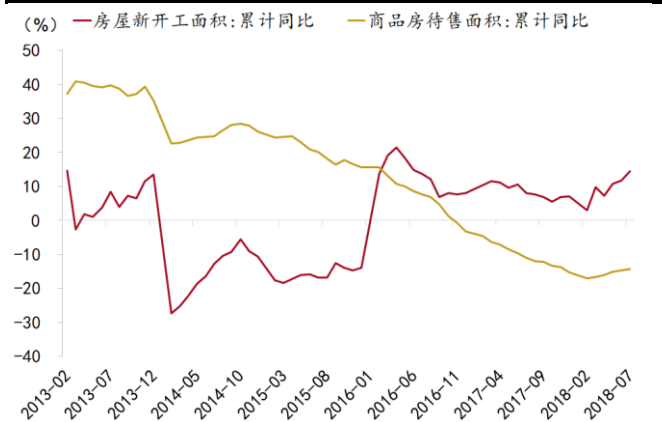
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 定金预收款、个人按揭、应付款为主要资金来源



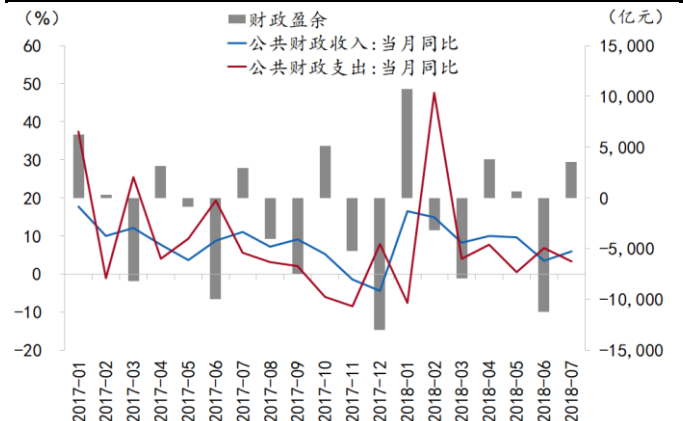
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 新开工面积同比增长，待售面积不断减少



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 财政支出增速下滑



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

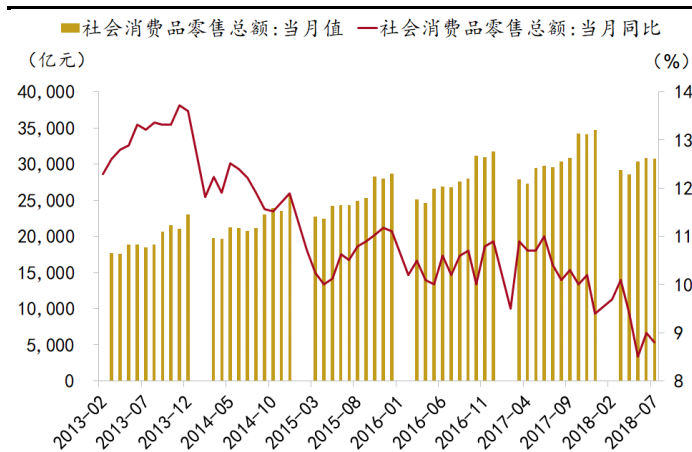
3. 消费：增速小幅回落，终端需求减弱

消费增速小幅回落，终端需求减弱。2018 年 7 月社会消费品零售总额当月同比增速 8.8%，较上月下降 0.2pct，低于今年上半年和去年全年水平，终端需求进一步走弱。

汽车消费同比负增长，是消费的主要拖累项。7 月汽车零售额当月同比降低 2%，较上月提高 5pct，但仍处于低位。汽车消费增速从年初已开始下降，消费疲弱导致汽车产出增速在 7 月也开始下滑，汽车制造业增加值当月同比增速从 14%下降至 6.3%。

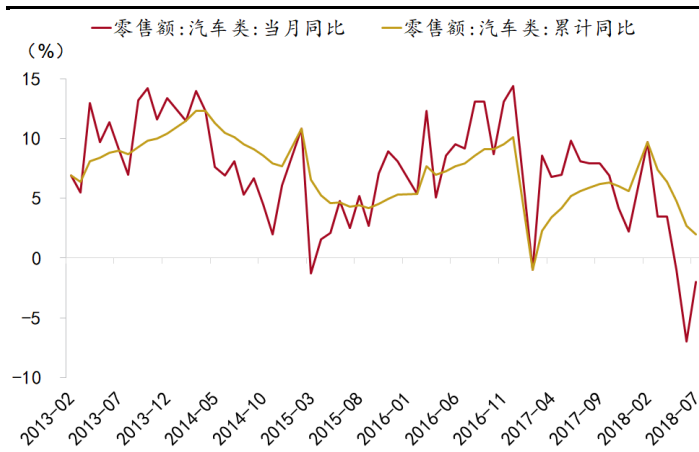
网上零售增速延续从 2 月份开始的下滑态势。8 月网上商品和服务、实物商品网上零售累计同比增速继续小幅下滑，网上商品和服务零售额累计同比增长 29.3%，较上月下降 0.8pct，实物商品网上零售累计同比增速 29.1%，较上月下降 0.7pct。

图 20：社会消费品零售总额同比增速有所下降



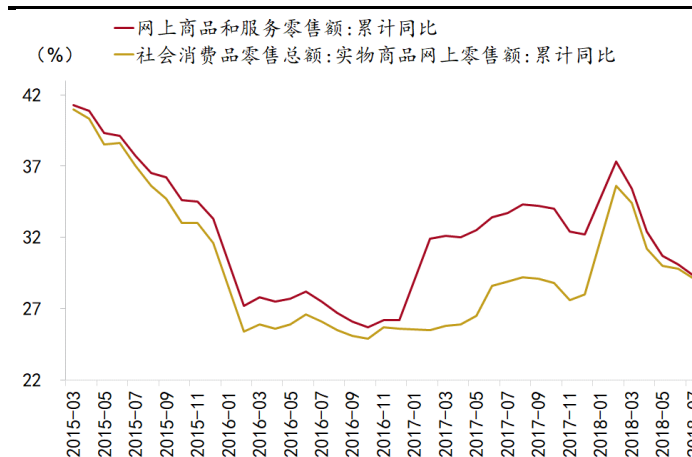
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 21：汽车消费额当月同比下降



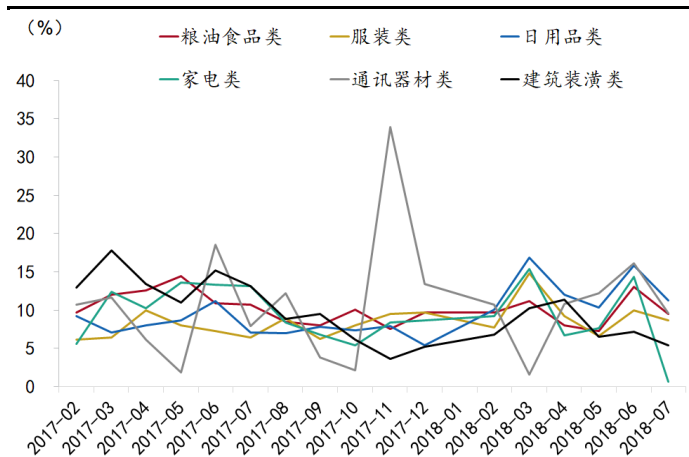
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 22：网上零售同比增速继续下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 23：可选消费增速降幅较大，必选消费增速降幅较小



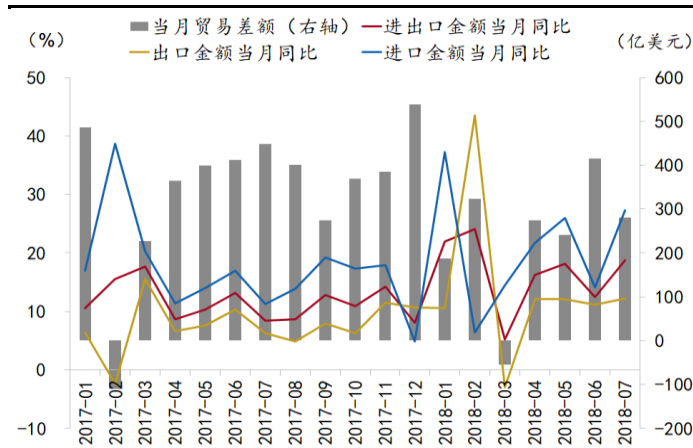
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

房地产对消费的挤出效应显著。二季度，城镇居民人均可支配收入累计同比增长 7.9%，为去年二季度以来的最低值。人均可支配收入同比增速的下降，影响了居民消费需求。从消费品类看，粮油食品、服饰、日用品等必须消费同比增速降幅较小，家电、通讯器材、建筑装潢等可选消费同比增速降幅较大。同时，6 月购物节透支部分居民家电类消费需求。7 月居民购房增加“挤出”消费，叠加 7 月权益市场表现较差，在收入效应和财富效应的作用下消费下降。总体来看，7 月消费增速缓慢下降，表明终端需求走弱。

4. 贸易：出口超预期，未来将承压

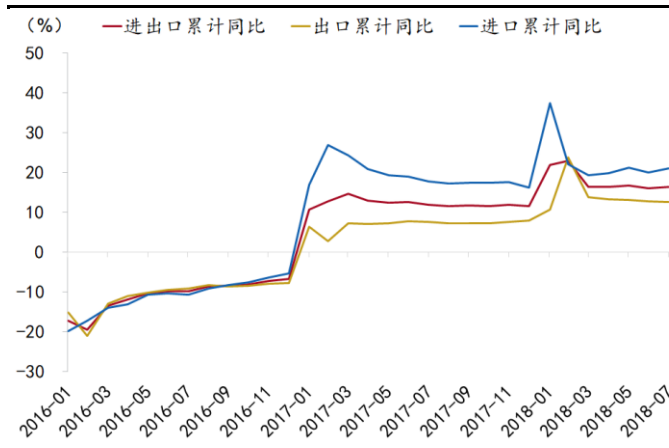
7 月进出口金额 4,330.8 亿美元，当月同比增速 18.8%，较上月提高 6.3pct，超于预期。其中出口金额 2,155.7 亿美元，进口金额 1,875.2 亿美元，实现贸易顺差 280.5 亿美元，但受 7 月进口回升影响，贸易顺差较上月下降。出口金额当月同比增长 12.2%，较上月增加 1pct，进口金额当月同比增长 27.3%，较上月增加 13.2pct。

图 24：进出口贸易超出预期



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 25：进口累计同比上涨，出口累计同比小幅回落

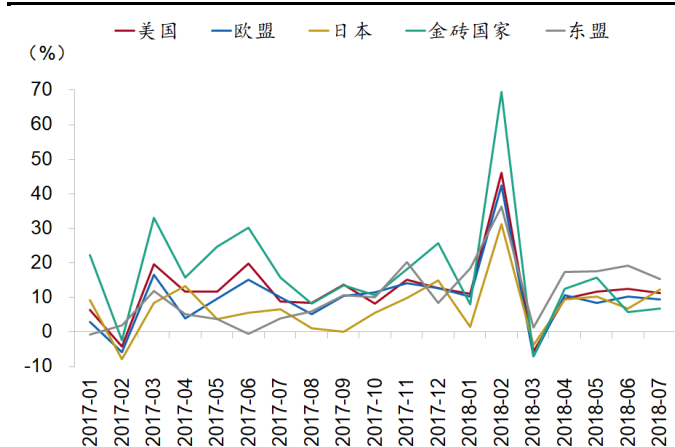


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

出口增速上升主要是受全球经济复苏带动叠加去年低基数影响。分出口地区看，7 月对美国出口金额当月同比增长 11.2%，对欧盟同比增长 9.5%。对日本同比增长 12.3%，对金砖国家同比增长 6.8%，对东盟同比增长 15.4%。对美国、欧盟、东盟出口增速下降，对日本、金砖国家出口增速上升。

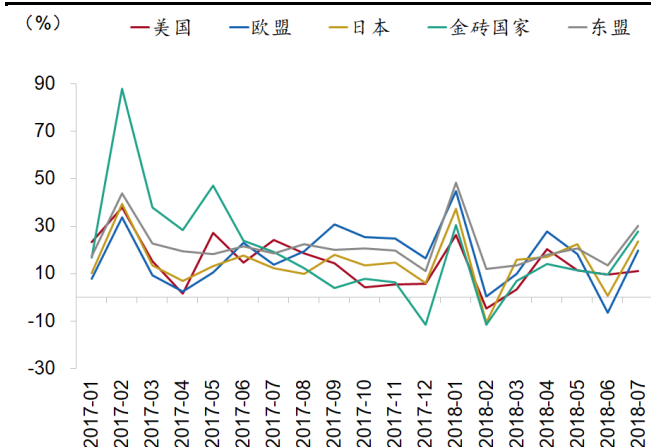
进口同比增速上升主要受贸易战“抢跑”和日用消费品关税下调影响。分进口地区看，7 月从美国进口金额当月同比增长 11.1%，对欧盟同比增长 19.7%，对日本同比增长 23.5%，对金砖国家同比增长 27.8%，对东盟同比增长 30.2%。对各主要国家、地区进口增速均上升。

图 26：对日本和金砖国家出口增速提升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

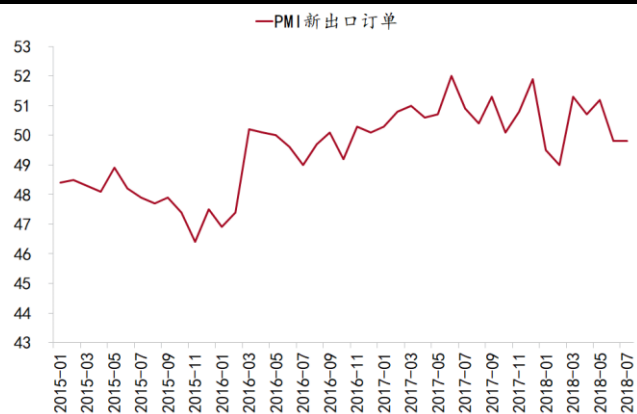
图 27：进口增速提升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

受贸易战影响，进出口贸易未来大概率将承压。7 月是中美贸易战升级后互加关税的第一个月，从进出口数据看，互加关税效果尚未显著体现。虽然全球经济复苏动力仍存，贸易需求不减，但受到贸易战升级影响，后续我国进出口仍存不确定性。

图 28: PMI 新出口订单指数下降



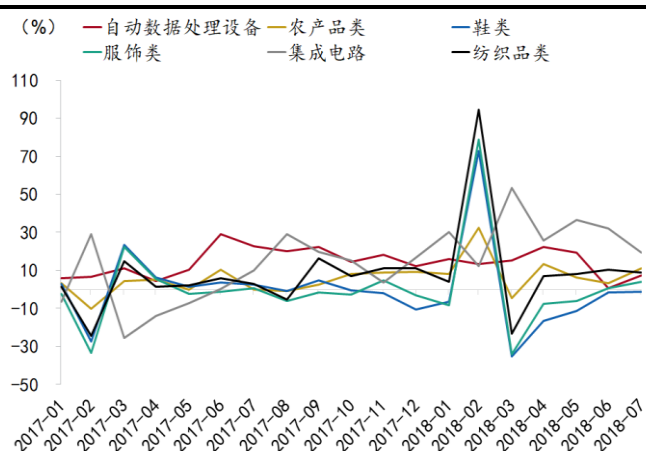
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 国际航运需求活跃



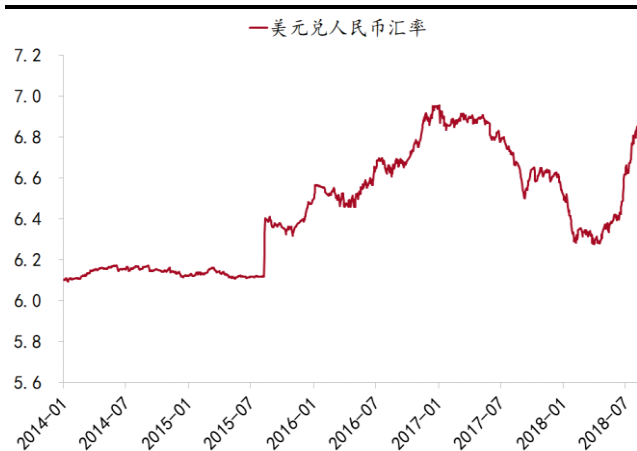
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 30: 数据处理设备、农产品、服饰出口增速上升



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 人民币汇率波动对出口提振有限



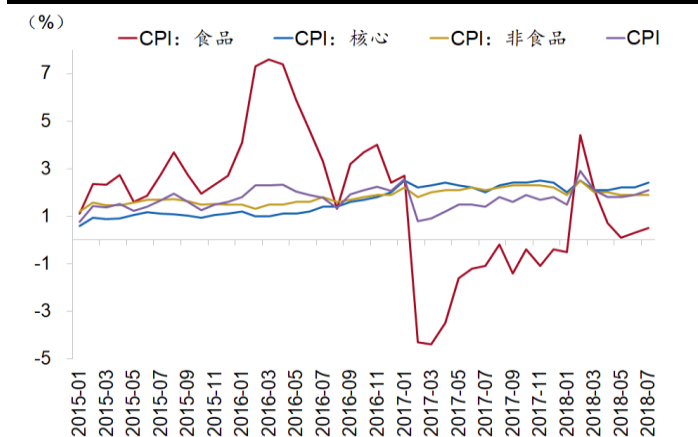
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

5. 通胀: CPI 温和回升, PPI 小幅回落

CPI 温和回升, 全年通胀压力有限。7 月 CPI 当月同比增长 2.1%, 较 6 月增加 0.2pct; 环比增长 0.3%, 较 6 月增加 0.4pct。CPI 温和走高主要受假期旅游旺盛和原油价格走高推动, 另一个原因是去年同期的低基数效应。分项来看, 食品价格同比增长主要由羊肉和蛋类拉动, 非食品价格主要由交通工具燃料和旅游拉动。虽然猪肉在近期猪瘟影响下价格回升, 但受制于需求较弱的影响, 通胀后续并不会大幅走高, 预计 8 月 CPI 同比增速约为 1.9%, 下半年通胀大概率不会成为货币政策的掣肘因素。

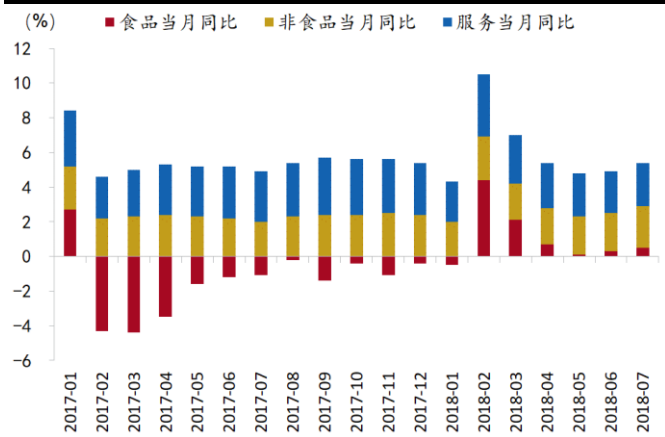
PPI 小幅回落, 工业产品价格稳定。7 月 PPI 当月同比增长 4.6%, 较 6 月下降 0.1pct。生活资料价格当月同比增长 0.6%, 较上月提高 0.2pct; 生产资料价格当月同比增长 6.0%, 较上月下降 0.1pct。价格上涨态势弱化, 可能受终端需求增长乏力的影响。在生产原材料价格上升的背景下, 产业利润或向上游转移, 这也与 PPI 原料购进价格 (PIRM) 同比涨幅高出总体 PPI 的结论一致。

图 32: CPI 温和回升



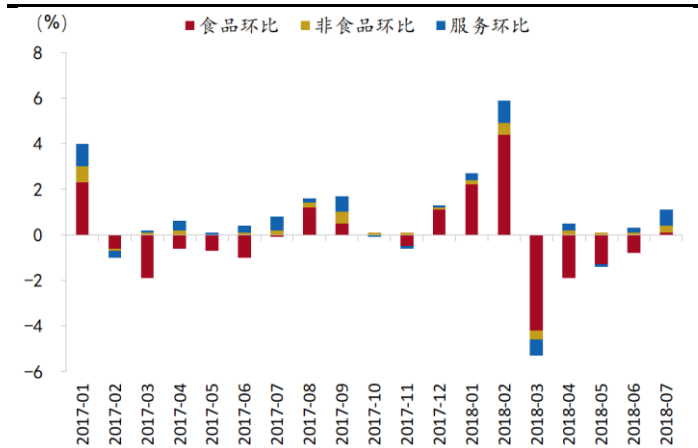
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 33: 非食品、服务价格同比回升显著



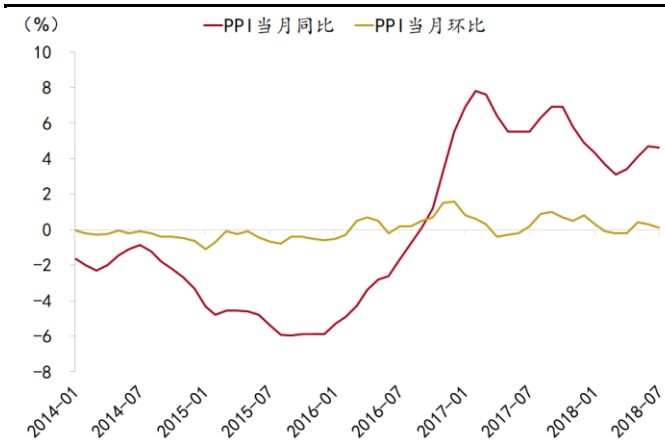
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 34: 服务价格环比涨幅领先



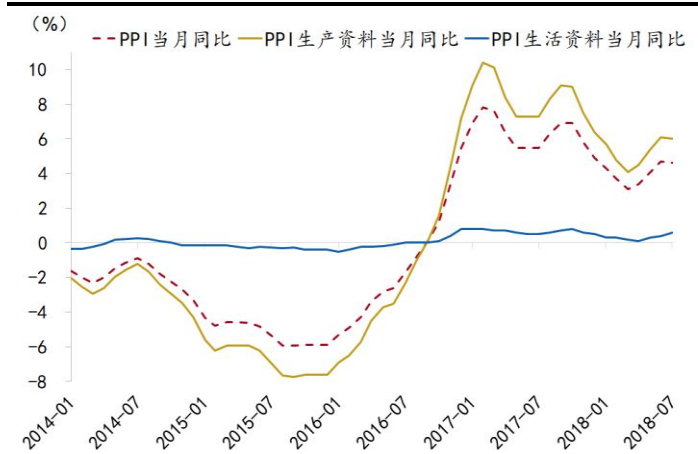
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 35: PPI 同比增速小幅下滑



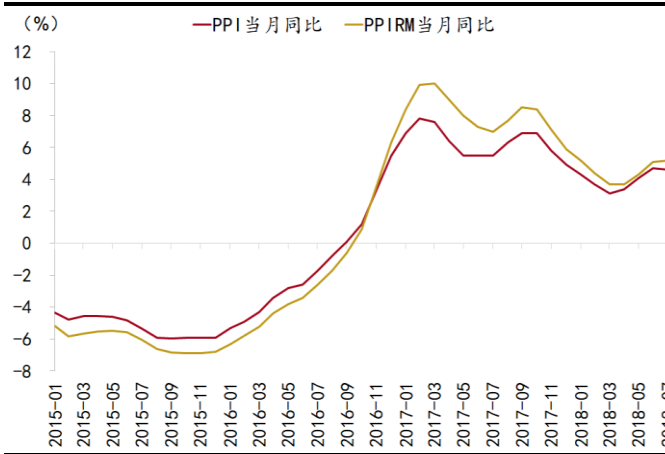
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 36: 生产资料价格增速下滑



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 37: PPIRM 同比增速高于 PPI

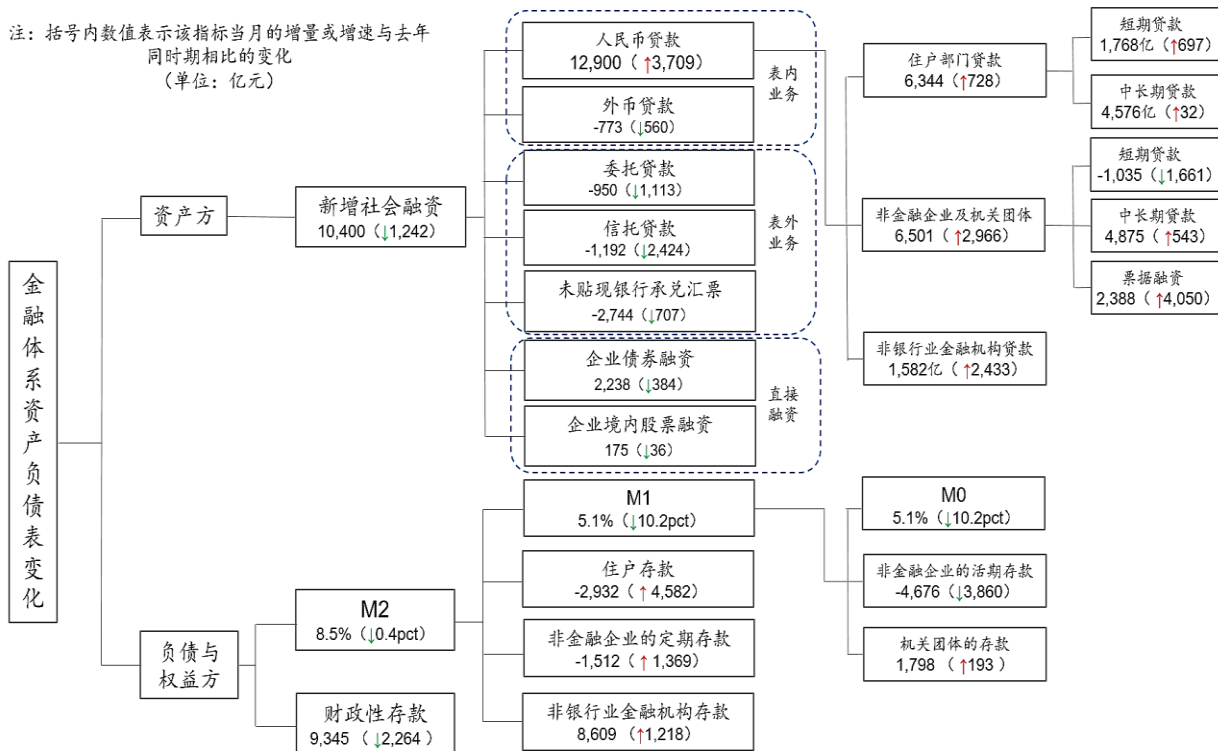


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

III. 货币金融：社融走弱，资金宽松

图 38：7 月中国主要金融指标一览

注：括号内数值表示该指标当月的增量或增速与去年同期相比的变化
(单位：亿元)



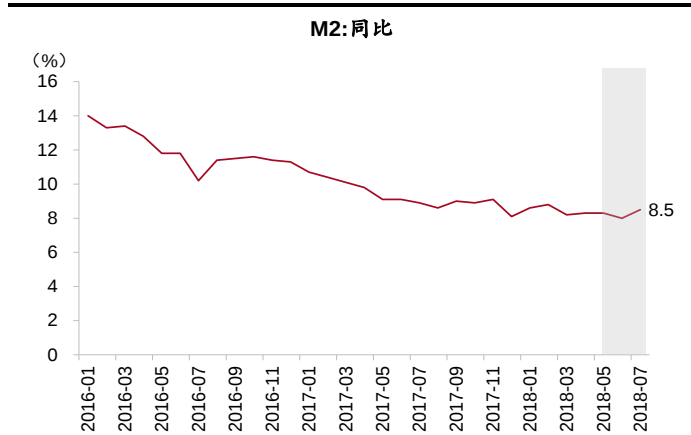
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

1. 金融：M2 触底反弹，社融依旧下行

M2 触底反弹，存款增长乏力。7 月 M2 余额 177.6 万亿元，同比增速 8.5%，较上月上升 0.5pct。M2 增速自上月创历史新低后触底回升，但较去年同期下降 0.4pct。从 M2 结构上看，M1 余额 53.66 万亿元，同比增速 5.1%，较上月下降了 1.5pct，较去年同期减少了 10.2pct。存款方面，7 月末本外币存款余额 179.4 万亿元，同比增长 8.2%。月末人民币存款余额 174.2 万亿元，同比增速 8.5%，比上年同期低 0.9pct。当月人民币存款增加 1.03 万亿元，同比多增 2,127 亿元。其中，住户存款减少 2,932 亿元，非金融企业存款减少 6,188 亿元，财政性存款增加 9,345 亿元，非金融行业金融机构存款增加 8,609 亿元。月末，外币存款余额 7,687 亿美元，同比下降 3.3%。当月外币存款减少 205 亿美元。总体来说，在地方融资平台清理整顿的大背景下，M1 增速急剧下滑，但 M2 增速依旧触底反弹，主要是因为居民存款少减（4,582 亿）、非银金融机构与机关团体存款多增。而企业存款受融资渠道萎缩的影响，下降较为明显，存款增长仍有压力。预期未来货币宽松格局持续，但经济下行导致企业资金需求走弱、信用风险上升，M2 依旧维持在低位。

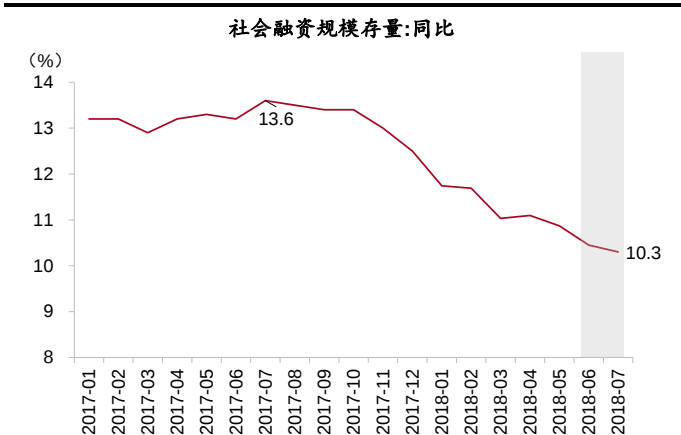
社融增速下行。自 2018 年 7 月起，人民银行对社融统计口径进行调整，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映，即新口径社融=老口径社融+ABS+核销。在新统计口径下，7 月份社融规模存量 187.45 万亿，增速回落至 10.3%，较去年同期高点 13.6%，下滑了 3.3pct，较上月下降 0.15pct。在老统计口径下，7 月社融规模存量为 184.15 万亿，同比增长 9.6%，下行幅度更大。

图 39：7 月份 M2 同比增速触底反弹



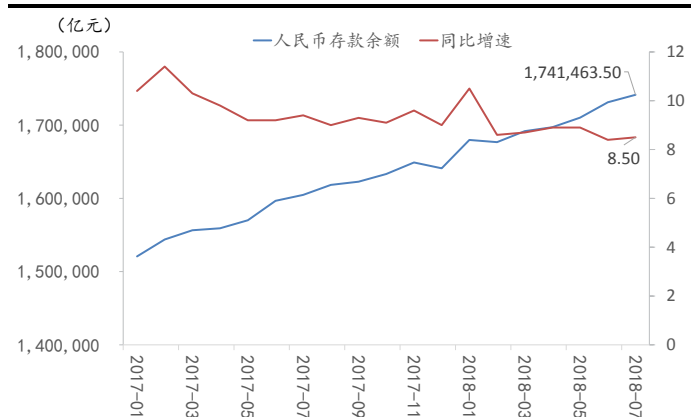
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 40：社会融资规模存量增速继续回落



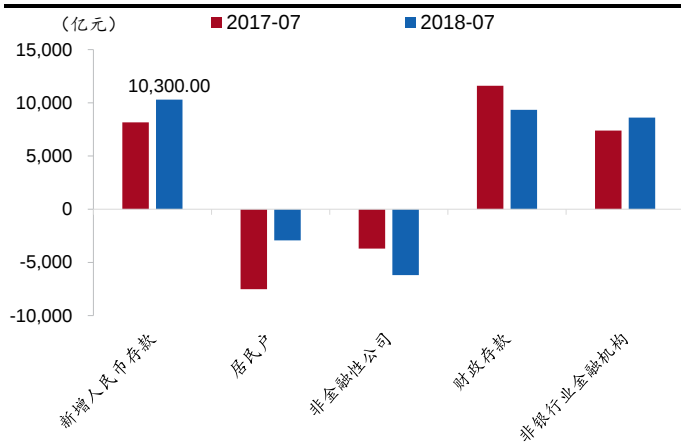
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 41：人民币存款余额小幅上升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 42：新增人民币存款增长乏力

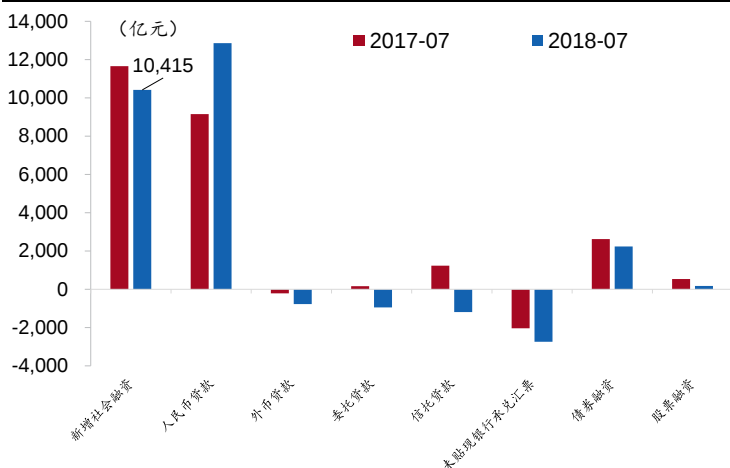


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

表外融资是社融的主要拖累项。7 月份社会融资规模增量为 1.04 万亿元，同比少增 1,242 亿。从新增社融的结构上看，表内贷款增加 1.29 万亿元，同比多增 3,709 亿，连续 3 个月规模增长超过新增社融，是社融的主要支撑。外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票均出现负增长，分别减少 773 亿、950 亿、1,192 亿、2,744 亿，后三项表外业务合计减少 4,886 亿，成为社融的主要拖累项。直接融资同比少增 745 亿，其中债券融资、股票融资分别为 2,237 亿、175 亿。制约本月信用扩张的因素主要有两个，一是金融严监管，7 月表外融资继续下降；二是结构性去杠杆，企业投资动力不足，资金需求整体不足，直接融资下降。

预期未来短期融资环境将会改善，但全年社融依旧偏弱。7 月 20 号《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》出台，允许公募资产管理产品适当投资非标债券类资产，银行表外业务严监管有所放松。7 月下旬，国常会重申坚定做好去杠杆工作，但要把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机，去杠杆节奏有所放缓，未来社融增速有望改善，但并不具备大幅反弹的空间。

图 43：7 月份新增社会融资结构

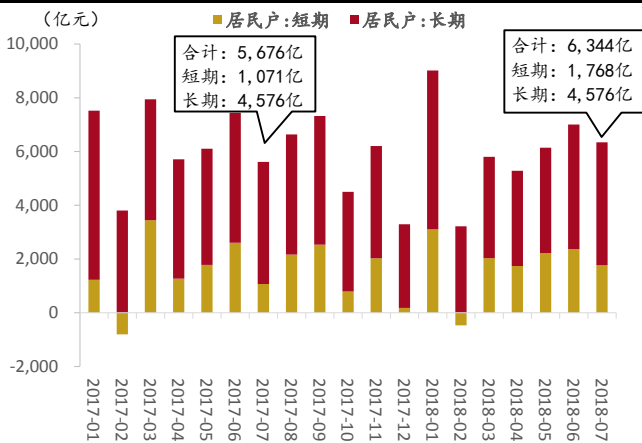


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

票据融资拉动信贷。7月人民币贷款增加1.45万亿，同比多增6,278亿。分部门看，住户部门贷款增加6,344亿元，同比多增668亿。其中，短期贷款增加1,768亿，同比多增687亿，中长期贷款增加4,576亿，住户多增贷款主要由短期贷款拉动。非金融企业及机关团体贷款增加6,501亿，同比多增3,136亿。其中，短期贷款减少1,035亿，中长期贷款增加4,875亿，票据融资增加2,388亿，票据融资成为企业贷款增加的主要拉动项。非银行业金融机构贷款增加1,582亿元。

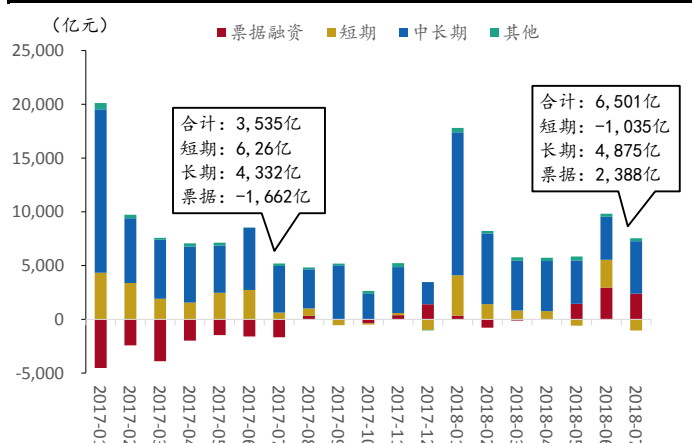
未来信贷增速可能维持高位。7月末中共中央政治局召开会议，要求要把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。从现在中央政策基调看，短期内货币政策将有所宽松，从而达到向宽信用的传导目的。预期未来将重点靠信贷扩张对冲非标收缩，信贷扩张主要靠基建、大项目拉动，中长期企业贷款将较多。“宽信用”将通过项目拉动、窗口指导、结构性政策等实现。

图 44：7 月份新增人民币贷款:居民户



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 45：7 月份新增人民币贷款:非金融企业



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

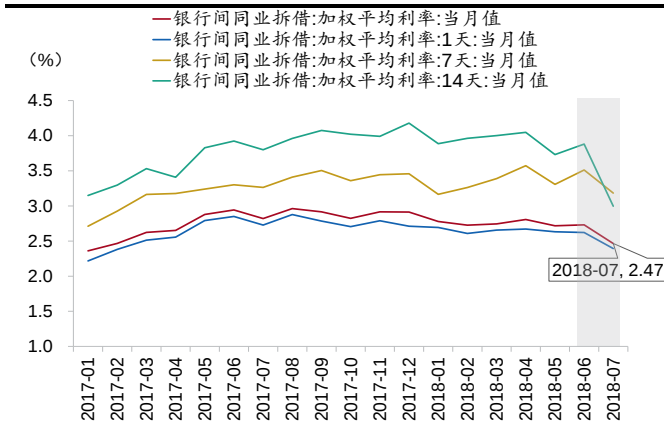
2. 资金：流动性季度宽裕，市场利率跌穿政策利率

资金价格整体大幅下降。7月短期资金面总体宽松。7月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交91.1万亿元，日均成交4.1万亿，日均成交比上年同期增长26.6%。其中，同业拆借日均成交同比增长103.4%，现券日均成交同比增长44.3%，质押式回购日均成交同比增长18.9%。

7月份同业拆借加权平均利率为2.47%，分别比上月末和上年同期低26bp和35bp；质押式回购加权平均利率为2.43%，分别比上月末和上年同期低46bp和47bp。

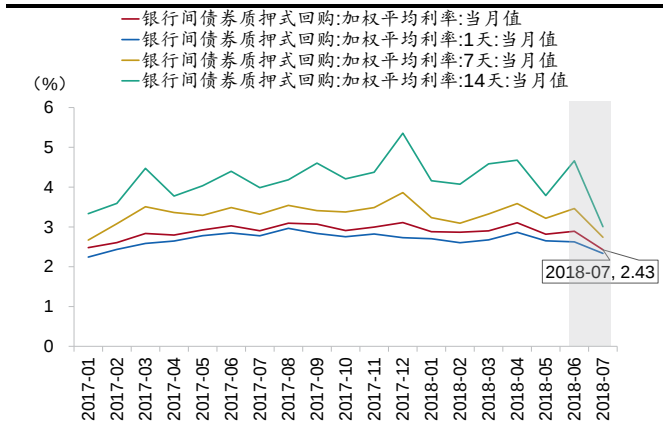
截止8月15日，珠三角、长三角票据直贴利率分别为3.10%，3.05%，两者均比去年同期低85bp。

图 46：银行间同业拆借利率大幅下降



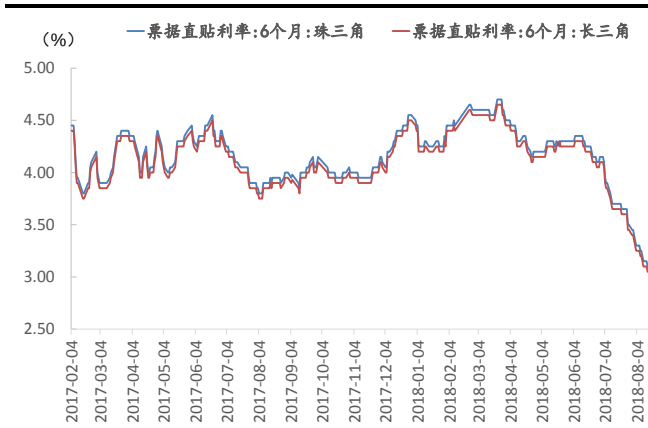
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 47：银行间质押式回购利率大幅下降



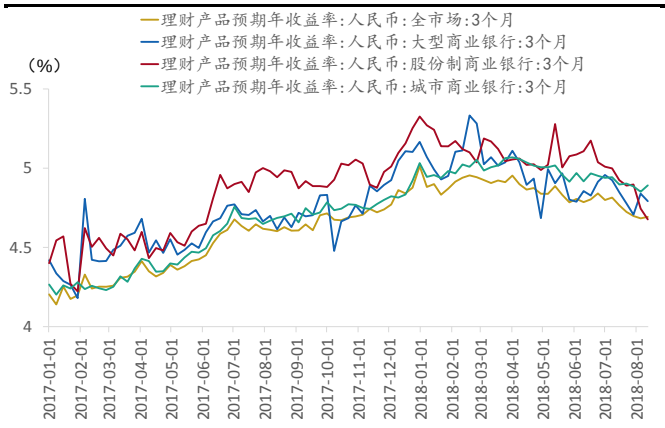
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 48：票据直贴利率持续走低



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

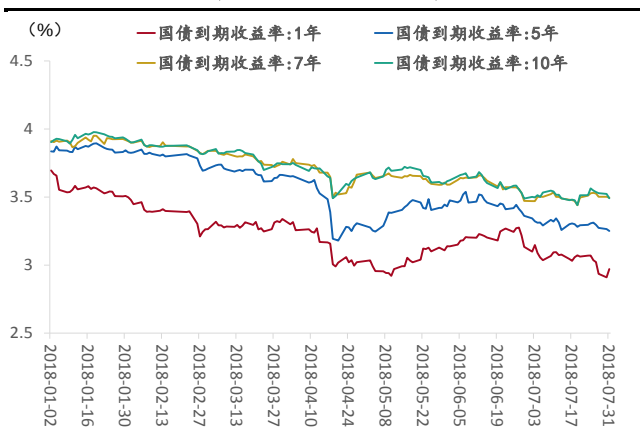
图 49：理财产品收益率下行



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

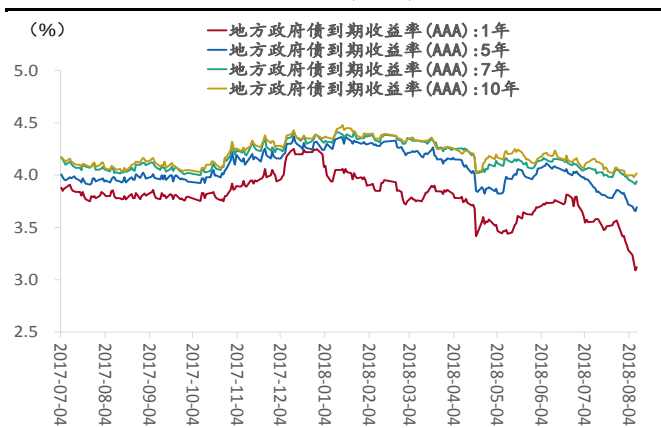
国债收益率曲线短端波动下降，长端平稳震荡。7月底1年期、5年期、7年期、10年期国债收益率较上月底分别变化-16、-11、2、0.2bp，至2.97%、3.25%、3.50%、3.49%。短期国债收益率呈下降趋势，中长期国债收益率呈震荡上升趋势。1年期、5年期、7年期、10年期地方政府债收益率较上月底分别变化-30、-18、-8、-8bp，至3.42%、3.83%、4.01%、4.04%。

图 50：国债收益率曲线短端波动下降



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 51：地方政府债短端收益率下降



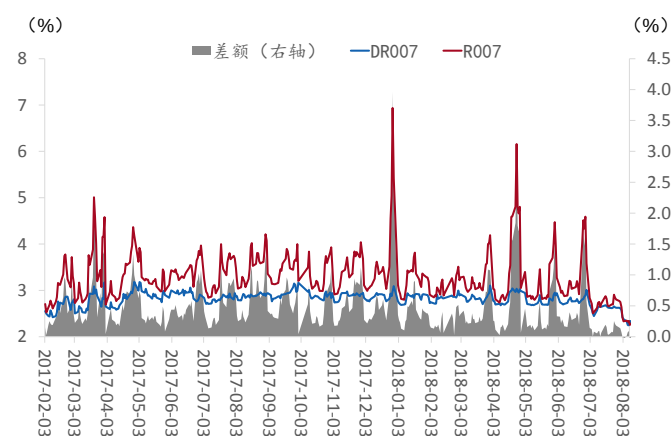
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

流动性充裕，利率跌穿央行政策利率“底线”。7 月 R007、DR007 均经历了先上升，后下降的倒“U”字型的下降趋势。7 月初，R007 处于近一年半的较低水平，然后缓慢上升，月中达到月内的高点，然后快速下降。DR007 也存在同样趋势，R007 与 DR007 两者之间的利差越来越小。随着“宽货币”下银行超储率大幅上升，R007、DR007、两者利差均处于近一年半的较低水平，甚至在部分交易日低于央行同期逆回购操作利率。

流动性宽松主要受到央行一系列货币政策操作的影响。7 月 5 日起，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，此次降准释放资金约 7,000 亿元。7 月第三周，央行通过公开市场操作投放的资金达 5,400 亿元，净投放量创出今年春节以后的新高。央行当月还通过中期借贷便利（MLF）净投放达 5,020 亿元；通过国库现金定存净投放 700 亿元。7 月是传统的税收大月，但得益于央行上述货币政策操作和 6 月末财政大额支出，资金面几乎是轻轻松松就渡过了税期高峰。

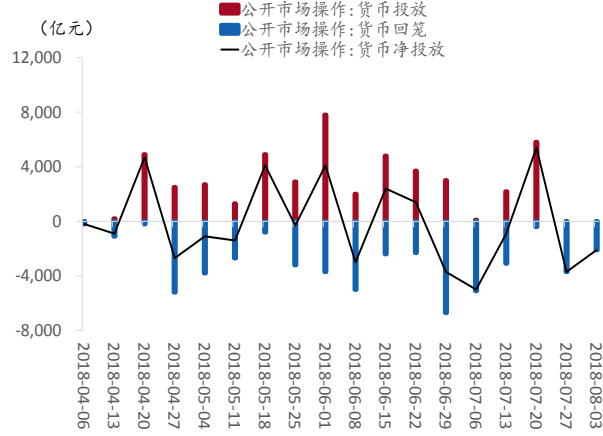
展望未来，资金需求上升，利率可能有所回升。7 月市场流动性总体宽松，随着资管新规细则在 7 月 20 号出台，允许公募资产管理产品适当投资非标债券类资产，市场资金供给有所增加，利率开始在月中高点下行。但是随着月末国务院常务会议要求积极的财政政策要更加积极，在“加快专项债发行推动基础设施建设”的政策下，新增专项债将在未来 3 个月内集中大幅放量，新增资金需求可能会使得利率有所回升。

图 52：DR007 与 R007 走势



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 53：央行公开市场操作（不含 MLF、现金定存）



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

IV. 投资策略：内外风险加剧，有待政策催化

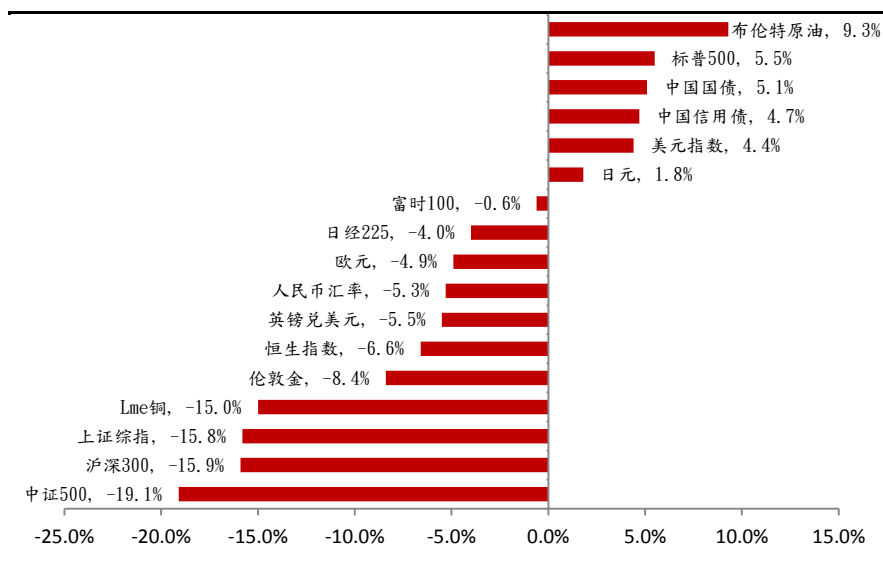
1. 大类资产：压制因素仍在，拐点尚未到来

主要大类资产表现

截至 8 月中旬，境内投资者所能接触到的主要大类资产中，境内权益资产表现最差，海外原油表现最佳，美国经济强劲带来美元升值和美股上扬，非美货币及欧亚股市表现略差。

国内大类资产今年以来经历了典型的风险偏好下降，中美贸易战及国内的强力去杠杆，均压制了风险偏好，沪深股市大幅下跌，中证 500 指数跌幅达两成，人民币汇率也较年初贬值超过 5pct。然而，风险偏好下降使得年初市场并不看好的固定收益资产大放异彩，成为意外赢家，以全价指数衡量的中国国债和信用债绝对收益达 5%。

图 54：2018 年主要大类资产绝对收益排名（截至 8 月 16 日）



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

压制风险偏好的因素依然存在

当前市场风险偏好的修复仍需耐心等待一段时间，前期压制风险偏好的因素依然存在：

（1）中美贸易战仍是风险偏好的最大冲击因素。中美贸易战尽管已胶着半年有余，但目前并未看到双方达成和解或朝实质性解决问题方向前进的迹象，对抗仍是当前中美贸易关系的主基调，有必要对中美贸易战的长期性和复杂性做好心理准备。贸易战不仅直接冲击中国股市，引发避险情绪，而且会对经济增长和通胀前景带来持续影响，仍将是未来半年市场风险偏好的最大冲击因素。

需要关注 9 月 5 日美国针对 2000 亿美元中国商品加征额外关税的措施是否会最终落地，若最终落地，则势必引发中国资本市场的新一轮波动。

（2）去杠杆引发的信用风险上升仍未结束。自 2016 年开始的去杠杆，已经从金融去杠杆转向实体去杠杆，严控地方政府债务、规范影子银行、处置僵尸企业等举措，虽令杠杆率上升得到控制，但也带来投资资金下滑、企业债务滚存压力上升等问题，导致今年以来信用违约事件不断增多，特别是低评级信用债的频繁“爆雷”引发市场忧虑。

虽然近期监管部门已经出台了一些疏通货币信贷传导机制、缓解低评级和民营企业融资难的举措，信用风险近期也明显回落，但预计真正的缓和仍需假以时日，这将继续对股市和中低评级信用债市场带来压制作用。

（3）海外新兴市场风险有所上升。3 季度后，新兴市场风险有所上升，土耳其股、债、汇三杀，局部金融危机蠢蠢欲动，由于土耳其属于全球前 20 大经济体，且欧洲银行业

在土耳其有大量敞口，因此土耳其风险的上升有向欧洲银行业和其他新兴市场传导的风险。

虽然我们并不认为土耳其会立即爆发危机，但在强美元的背景下，需要关注新兴市场间的风险是否会有蔓延迹象，若风险向东南亚经济体蔓延，则对国内的风险偏好亦将构成压制。

政策转向稳增长，风险偏好拐点值得期待

3 季度后，随着经济下行压力显现，宏观政策也逐渐从边际上转向稳增长。近期，央行陆续出台多项措施鼓励商业银行信贷投放，资管新规细则尺度有所放宽，国务院常务会议提出财政政策要更加积极，提出支持扩内需，政治局会议则提出“六稳”。上述宏观政策的变化，一方面可以对贸易战冲击下的经济增长起到托底作用，另一方面则有利于修复风险偏好。

但什么才是风险偏好拐点的标志性事件？两点或许可以作为参考：

一是中美贸易战出现实质性缓和，从对抗走向谈判。这对于改善市场对未来中国经济的预期有立竿见影的效果，有利于股票市场构筑底部，目前看这一点并不明朗。

二是社会融资出现企稳放量。在多措施促进银行信贷投放和表外融资略有放松后，效果应在 3、4 季度逐渐体现出来，虽然从 7 月社融数据观察，这些措施尚未见到效果，社融依然低于预期，但未来融资形势还是值得期待。若未来社融企稳放量，则有利于缓解债务压力，进而缓解信用利差走阔对股票市场的压制。

整体来看，宏观政策转向有利于修复市场的风险偏好，但尚未见到显著效果，风险偏好的拐点仍需等待一段时间。

2. 股票市场：估值相对较低，风险因素仍存

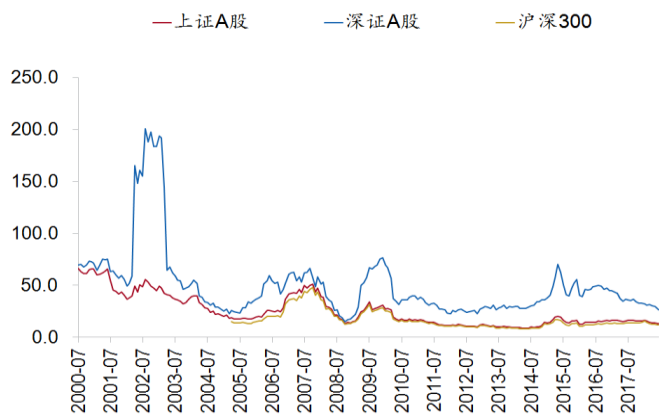
估值已跌至较低水平

截至三季度，A 股在贸易战冲击、去杠杆、信用环境恶化等因素叠加下，大幅下跌，在全球主要股市中表现居于末尾，今年以来配置权益资产的回报相当糟糕。

股市自 1 月底见顶以来，持续下跌 5 个月，上证综指自高点跌幅达 25%，如此长时间的下跌幅度和深度，超出了一般技术性调整和阶段性调整的范围，市场表现出一定的熊市特征。

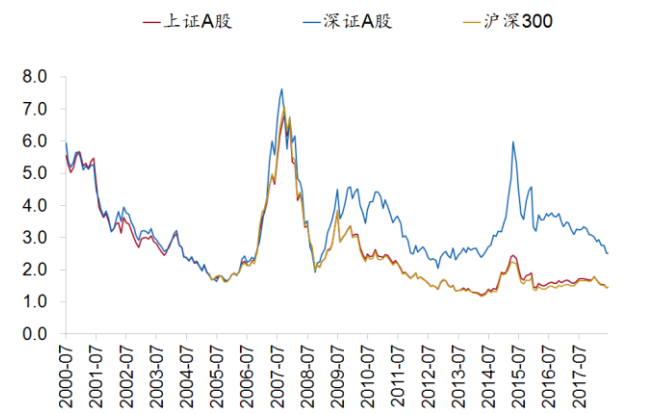
尽管宏观经济向下，供给侧改革的高峰也已阶段性结束，但上市公司的微观盈利尚佳，仍保持两位数增长，这使得 A 股各指数的估值普遍处于历史低位或相当低的历史分位数水平。

图 55：A 股市盈率处于低位



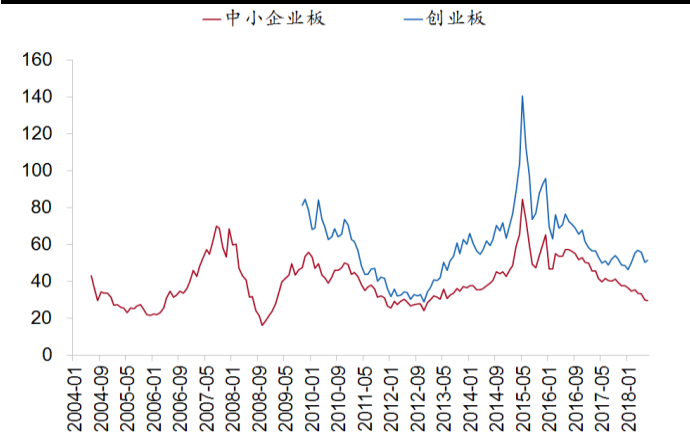
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 56：A 股市净率处于低位



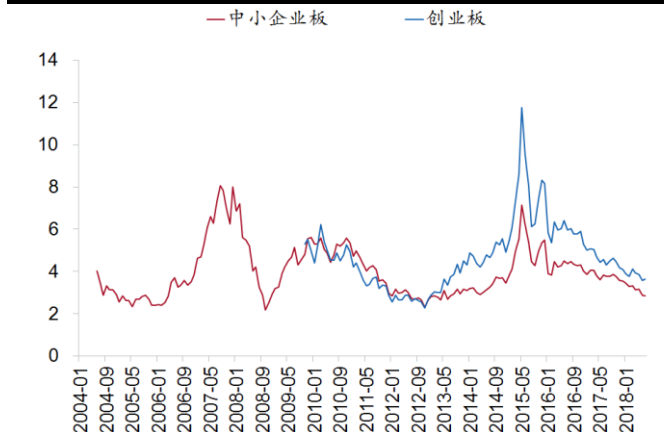
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 57：中小板、创业板市盈率处于低位



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 58：中小板、创业板市净率处于低位



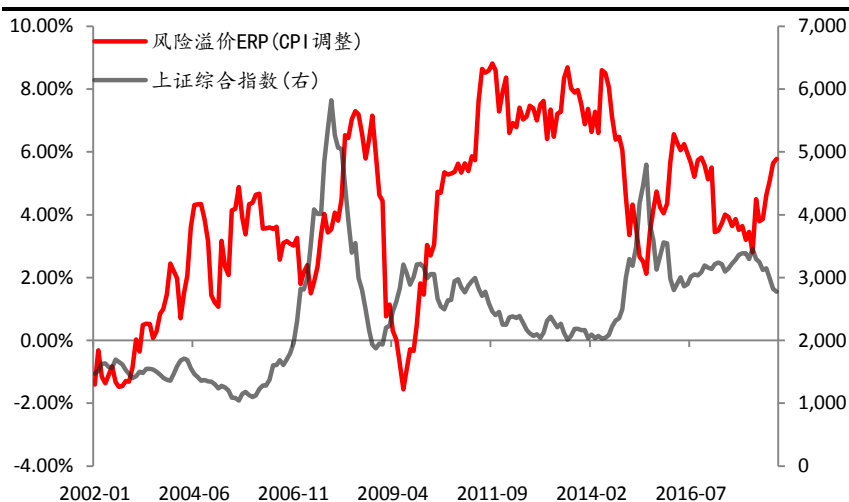
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

从估值的角度观察，当前的低估值似乎提供了不错的长线资金配置机会，但需要说明的是，估值低并不是股市见底的充分必要条件，估值低与股市上涨间并不存在必然联系，仍有赖宏观环境、资金流入等更多因素的相互验证与配合。

风险溢价处于相对高位，但仍有上行空间

相对于估值而言，风险溢价 ERP 是一个更加值得关注的指标，这一指标较为直观的体现了股市与债市之间的回报关系，当 ERP 较高时，代表了市场给予股市较高的风险溢价，有利于吸引资金流入股市，因此 ERP 较高往往发生在市场的底部，反之则代表市场给予股市的风险溢价不足，不利于吸引资金流入股市，往往发生在市场的顶部。

图 59：上证综合指数风险溢价 ERP（CPI 调整）持续上升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

当前 A 股的 ERP 水平已经出现了持续的上升，当前接近 6%，处于较高水平，但与历史上四次大盘见底时的 ERP 比较可以发现，四次见底时有三次 ERP 较当前水平更高，超出当前水平约 2-3%，这意味着当前 ERP 仍有上行空间，ERP 所提供的安全保护尚不充分。

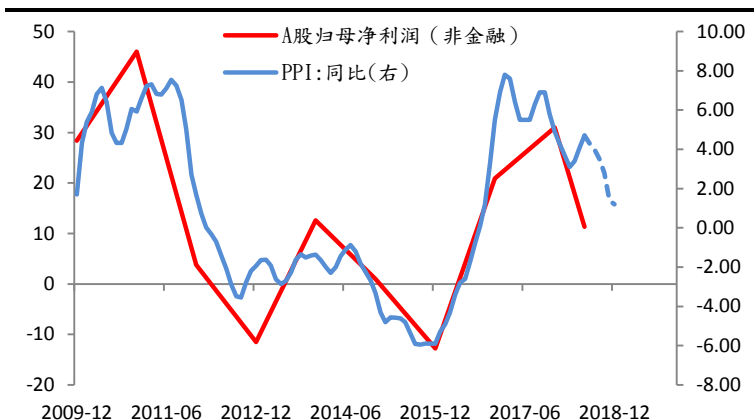
下半年企业盈利面临压力

价格因素对实体经济盈利的影响毋庸置疑，过去 10 年间，A 股上市公司归母净利润（非金融）与 PPI 间呈现出简单明了的关系，去年和前年上市公司利润回升，与 PPI 快速上升相当吻合。

展望 3、4 季度，PPI 增速将会是逐级回落的态势，虽然今年油价大涨使得 PPI 增速高于预期，但考虑到翘尾因素，PPI 增速的回落将是不可避免的，这使得上市公司利润增速受到一定压力。

如果再考虑中美贸易战对涉外业务占比较高公司的影响，以及春节后集中开工效应的消退，A 股上市公司利润增速可能还需额外扣减。预计全年 A 股上市公司（非金融）盈利增速可能落在 12-18%，且偏向区间下限，显著低于 2017 年。

图 60: A 股归母净利润（亿元）与 PPI（%）高度相关

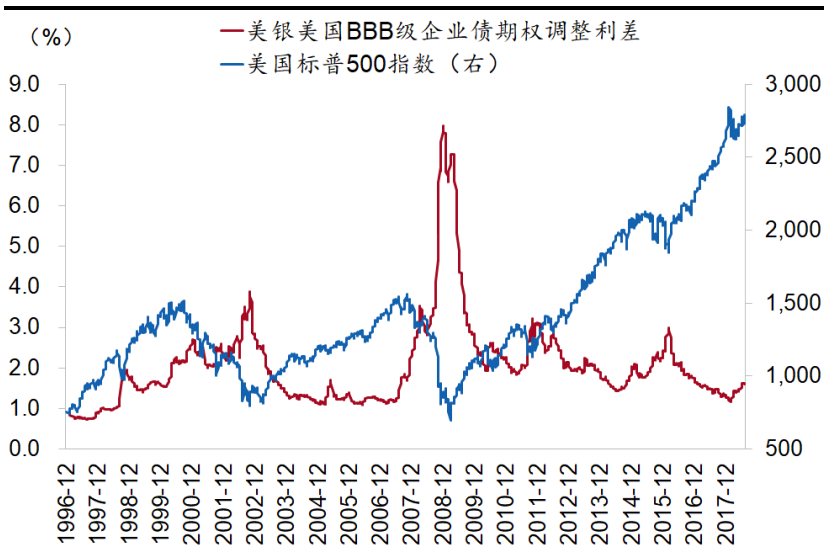


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

信用风险恶化压制股市

中国的信用利差历史上首次反映了信用风险而非流动性，这使得我们得以将在成熟股票市场屡试不爽的，通过信用利差来观察股市的方法运用到中国股市。

图 61: 美国 BBB 级企业债信用利差与标普走势负相关



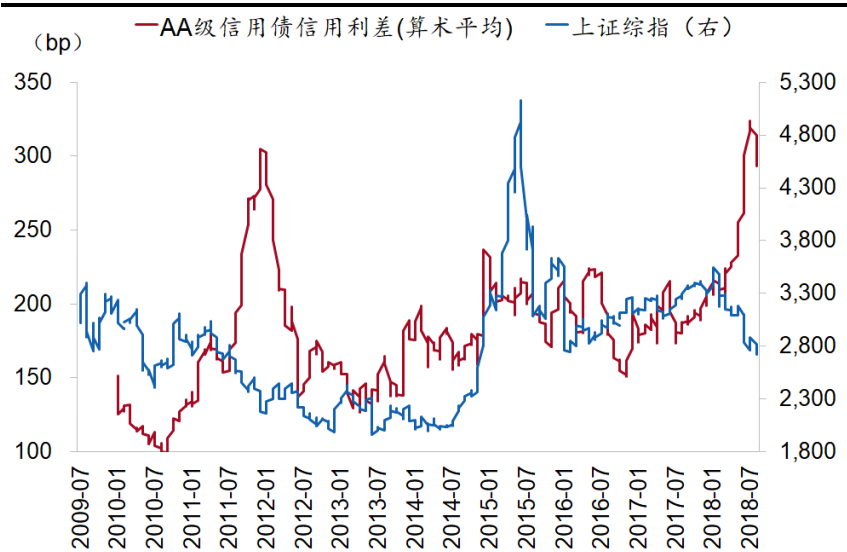
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

在美国，信用利差特别是低评级的信用利差，与股市间存在强烈的负相关关系，当信用利差走阔时，股市往往下跌，反之股市则出现上涨，无论是短期的调整，还是 2008 年的股灾，两者都保持了完美的印证关系。

在中国，由于过往信用利差更多体现的是流动性的松紧，上述规律在中国并不适用，信用利差与股市经常出现同涨同跌的情况。但今年以来，信用利差首次反映了信用风险的变化，自年初起，中国低评级信用债的信用利差出现大幅走阔，同期对应着股市的大幅下跌。8 月份后，低评级信用利差有所收窄，但同期股市尚未见到企稳，考虑到近期出

台了较多稳信用的措施，实体经济的信用风险得到一定缓和。不过，在信贷实质性流入实体经济前，难以断言信用利差走阔的趋势已经结束，因此信用利差对 A 股市场的压制可能还会持续一段时间。

图 62：中国低评级信用利差与 A 股走势



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

股市策略：政策转向带来筑底机会，未来三条投资主线猜想

整体而言，虽然股市仍面临贸易战、信用风险的压制，ERP 保护也不算充分，短期来看没有太多乐观的理由，但需要考虑的是，连续大幅下跌后，市场已经积聚了较强的反弹动能，宏观政策的转向也使得对风险偏好的修复已经展开，股市短期虽仍有下跌风险，但未来出现反弹或构筑阶段性底部的概率正不断上升。

如我们在前一部分所述，贸易战缓和以及社融企稳放量，都可以视作风险偏好的拐点，而后者或许最快于 9、10 月间就能见到，这意味着股市可能在 3 季度末 4 季度初捕捉到宏观形势好转的信号，并进而做出反应。

对于未来股市的反弹，或者筑底阶段的走势，三条投资主线值得进行更多研究：

一是基建题材。自宏观政策提出扩内需，转向稳增长后，基建板块已经有所表现，但市场亦对未来基建能否大举扩张充满疑虑，毕竟中国的杠杆率已经很高，继续加杠杆的空间不大，且中央控制地方政府举债的高压态势未变。

但要实现全年经济增长目标，必须见到基建筑底反弹，预计专项债发行会显著提速，财政支出进度加快，政府性基金收入高增也将提供基建资金，因此对未来基建题材不妨看的积极些，基建板块应有所表现。

二是通胀题材。当前通胀主要受到三方面预期的推动，一是猪周期卷土重来，猪肉价格面临上行压力，将推高 CPI 中的食品项，二是中美贸易战引发农产品和进口商品涨价预期，三是人民币经历快速贬值后，输入性通胀预期也有所抬升。虽然未来通胀走势仍面临较大不确定性，但明年的上行压力将会有所加大，市场或许会阶段性对通胀题材有所反应，值得关注。

三是科技题材。中兴通讯事件令中国科技软肋暴露无疑，科技强国战略再次进入风口，芯片题材因此一度大幅上涨，从中长期来看，科技题材仍将是值得关注的热点，芯片、5G、新能源等板块，预计将有一定表现。

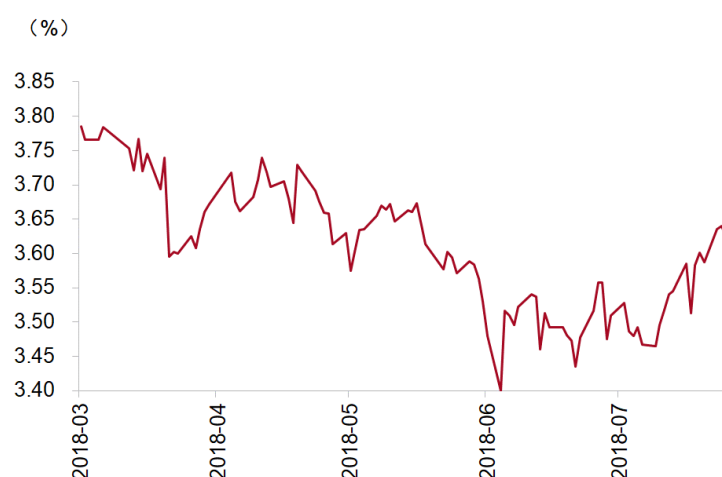
3. 債券市場：利率長端承压，城投有惊无险

政策转向稳增长,利率还有多少下行空间。

受到经济下行压力显现和贸易战冲突的影响，前 7 个月债券表现超出预期，以全价指数衡量的国债和信用债均获得 5 个百分点左右的绝对收益。

近期最大的变化来自于 7 月份，无论是资管新规对表外尺度有所放宽，还是国常会和政治局会议定调稳增长，宏观政策转向已经从预期逐步落地。此前我们就曾指出，政策一旦转向，意味着债券收益率的下行空间将会受到显著制约，因市场会开始考虑稳增长对宏观经济和通胀带来的影响，并进而在债券定价中予以反应。

图 63：10 年期国债收益率走势



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

8 月中旬公布的 7 月宏观数据继续全线回落，其中基建增速继续大幅下行，消费重归疲弱，仅房地产和制造业投资增速反弹，而 7 月社融数据依然低于预期。值得注意的是，在不佳的数据面前，收益率下行幅度很有限，且不够坚定且充满波动，与前几个月相比明显犹豫和反复，表明市场对收益率能否进一步下行充满疑虑，止赢盘不断涌现，这其实是对未来社融改善和基建反弹的担心。

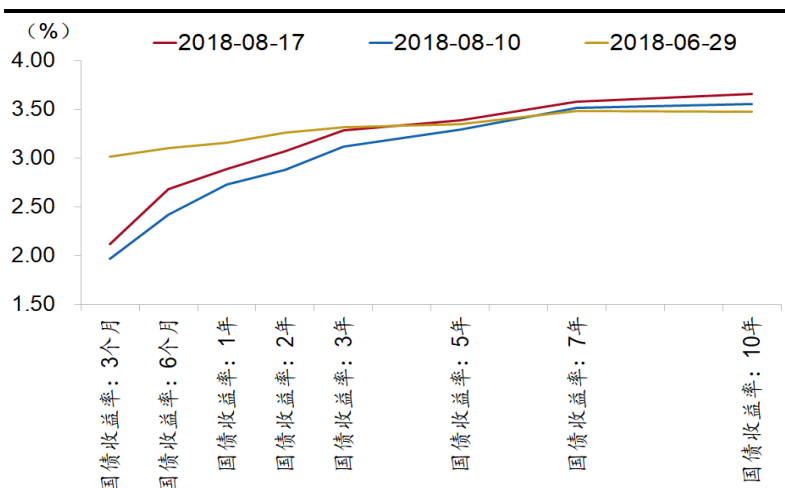
因此，在政策转向后，虽然还不能下结论债券利率下行已经结束，但下行空间已经开始受到制约了，除非 8、9 月的宏观数据依然没有起色，才能推动利率再下一波。

收益率曲线会变平吗

由于流动性的极度宽松，以及市场策略集中于短久期，收益率曲线变得极为陡峭，短端利率似乎已经下无可下，那么，未来曲线会维持陡峭还是变平？如果变平，是以长端下行还是短端上行来实现？

从流动性来看，当前宽松已近极致，降准和 MLF 投放的流动性堆积于货币市场，在货币向信贷传导途径有效打通前，流动性大概率会维持宽松，这意味着在给定的环境下，收益率曲线短端会维持较低水平。

图 64：中国国债收益率曲线



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

但风险在于，当前资金利率已经跌穿央行利率走廊的下限，低于央行操作利率水平，央行能否允许倒挂状态长期持续？一旦央行对流动性有所调节，短端的上行压力就会显现出来，曲线会从陡峭向平坦演化。

另一方面，在政策转向稳增长后，债券市场处于较为谨慎的状态，一旦有迹象显示信贷开始流向实体，基建等数据企稳，那么债券收益率可能面临较大的调整压力，长短端都将面临上行压力，则收益率曲线将整体上移。

总的来说，当前收益率曲线陡峭已经达到极致，短端继续下探空间很有限，而未来曲线变平的风险上升，继续做陡并不是性价比很高的策略。

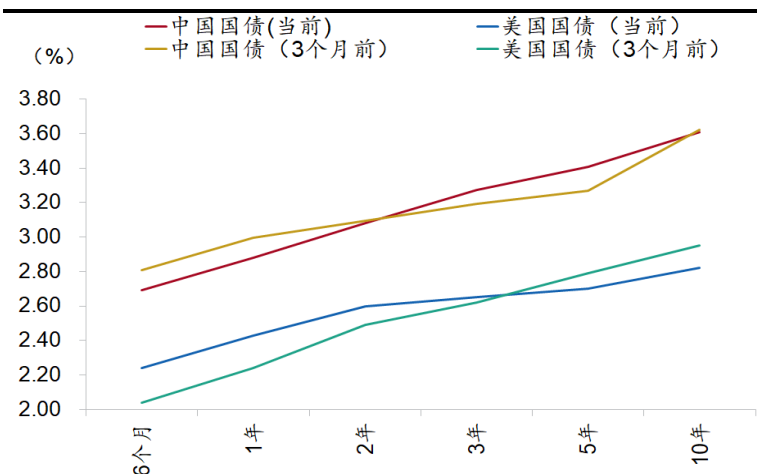
中美利差进一步收窄

过去三个月，中国国债收益率曲线经历了显著的陡峭化变动，短端降幅较大，长端变化有限，而美国国债收益率曲线则经历了显著的平坦化上移，短端上移幅度较大，长端还略有下行。

这导致中美利差特别是短端利差进一步收窄，截至8月15日，10年期国债利差有66BP，1年期国债利差有37个BP，6个月的利差甚至只有33个BP，而在货币市场方面，中国的DR007甚至一度跌破美元的3个月LIBOR利率，这在DR007诞生以来还是首次出现，而如果以R007衡量的话，则是自2009年以来首次与美元LIBOR倒挂。

关于中美利差，市场已有较多讨论，但难以形成一致结论。从中美两国经济周期、货币政策周期来看，两国的同步性已被打破，中国下行压力较大，而美国经济仍处于景气扩张周期，美元也处于加息周期，两国利率可以走出独立行情，因此未来倒挂是合理情景且很有可能发生的。但是，从防止资本外流，稳定人民币汇率的角度而言，中美之间应保持一定利差，至少不应倒挂。当然，这一角度是动态而非静态的，从当前中国并没有显著资本外流来看，中美利差收窄的压力尚未传导至国际收支。

图 65：中美国债收益率曲线



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

但在人民币汇率节节贬值，趋近 7.0 关口的时点来看，中美国债利差一旦出现倒挂，或许并不是中国货币当局希望看到的，也会令市场继续看空收益率的观点心存疑虑。无论如何，中美利差收窄对国内债券收益率下行并不构成利好。

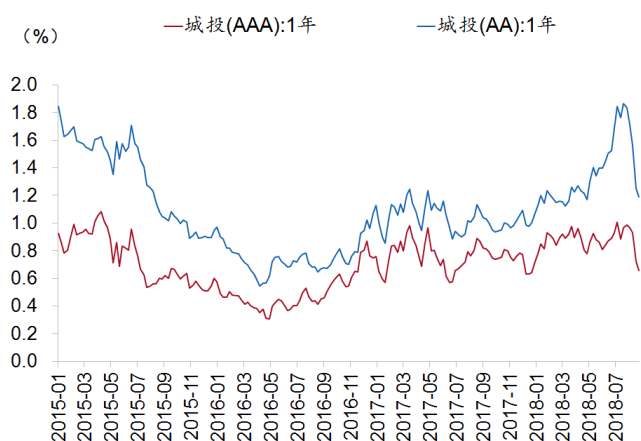
兵团债技术性违约，对城投无需特别悲观

8 月 13 日，新疆生产建设兵团第六师国资经营有限责任公司未能足额兑付到期超短融，引发市场城投信仰危机，被认为是城投债的第一次实质性违约，8 月 15 日，兵团六师延期支付 SCP001 本息，违约被限制在技术性违约的层面，危机得到化解。

市场对兵团六师是否属于城投存在分歧，严格意义上来说兵团并不等同于地方政府，但兵团六师国资公司承担了为兵团地方政府融资的职能，且还款来源中超过 6 成为兵团财政，而国资公司所投项目又有典型的保障房这类公益性项目，因此，兵团六师国资的定性虽然有些模糊，但大体上可以归入城投。

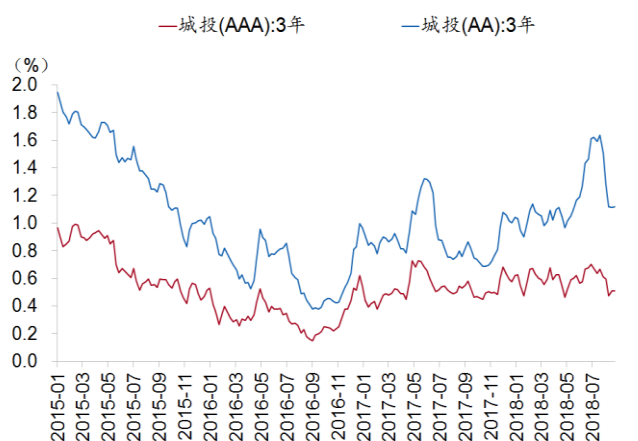
在严控地方政府债务的背景下，城投债压力不断浮现，今年上半年城投债利差显著拉宽，城投信仰不断遭受质疑。但我们认为兵团六师的技术性违约，并不代表城投进入大范围违约的阶段，城投信仰虽有所动摇，但并未结束。

图 66：1 年期城投与国开利差近期快速收敛



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 67：3 年期城投与国开利差近期快速收敛



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

一方面，城投虽然名义上是企业，但与地方政府千丝万缕的联系是剪不断的，财政对城投的支持也是必然的，这种情况下，没有地方政府敢于真的第一个进行违约，因为这很可能引发地方官员的仕途风险，和地方政府、平台未来举债成本上升的压力。

另一方面，在宏观政策转向稳增长后，基建预计将成为发力点之一，市场对资金流向城投抱有一定期待，专项债、地方债即将加速发行，也将缓解地方政府的财政压力，因此政策转向对城投会构成事实上的利好。

此次兵团六师技术性违约，令城投债有惊无险，城投仍然是今后市场会重点考虑的品种，特别是与民企债相比，城投债的优势仍然是毋庸置疑的，因此未来对城投不必看的特别悲观，优质城投的信用利差可能还有收窄空间。当然，对低评级城投仍需谨慎，未来对区域经济的研究愈加重要。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。