

中银分析 (月报)

中国银行金融市场信息服务 08月06日 2012年第08期 总第35期

金融市场恐慌再起 央行继续奋起灭火

分析师: 王蕾 徐凡 丁孟 侯丽萍 周尧
贾炳君 赵建忠
Tel. (8610) 66591595
Email: wanglei@bank-of-china.com

责任人: 王蕾
Tel. (8610) 66591595

中银金融市场定期报告系列

- 中银分析 (周报)
- 中银分析 (月报)

中银金融市场不定期报告系列

中银市场资讯系列

声明:

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写, 研究报告中所引用信息均来自公开资料, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断, 它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变, 且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为中国银行股份有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

• **全球经济形势和国际金融市场** 美国非农就业增长超出预期, 但工资收入增长放缓, 失业率上升。美联储“平衡推进”策略意味着 QE3 仍是可选项, 但联储内分歧仍大。**欧洲**央行并未立即兑现之前德拉吉的“豪言”, 反映出管委内部仍存不同意见, 最终的救助形式仍将是各方妥协的产物, 更可能的选项是类似 SMP 的冲销干预。**英国**经济下滑之势不改, 预期奥运带来的正面效果并不能改变经济继续环比负增长的态势。**日本**家庭实际收入上升, 但企业支出仍然疲弱, 信贷及工业生产数据都显示出企业需求的低迷。**澳洲** 2 季度房价环比意外上涨, 零售增势也较喜人, 令 8、9 月继续降息的可能性较低。

由于担心欧元区**债务危机**继续恶化, 金融市场在 7 月再现恐慌情绪, 证明 6 月底欧盟峰会带来的欢畅又是昙花一现: 美、英、**德国债收益率**降至纪录低点, 部分国家 2 年期国债收益率一度降至负数, 而西班牙和意大利公债收益率上扬;**股价**下挫;**欧元兑美元**跌破欧元诞生以来的平均水平; 大宗**商品**价格下挫。全球央行再次成为稳定金融市场的“主力军”, 努力在工具箱中翻找可以遏制经济下滑的新工具。金融市场也在不断测试政策力度上限的预期和预期调整中上下翻飞。

• **国内宏观经济及金融市场** 季调后官方 **PMI** 综合指数连续两个月反弹, 制造业景气程度持续向好, 经济企稳迹象增多。受暴雨天气影响, 蔬菜价格上涨带动食品环比可能小幅上涨, 7 月 **CPI** 同比预计为 1.8%。**货币政策**继续“把稳增长放在更加重要的位置”, 下半年仍会配合使用数量和价格型工具, 但节奏和力度可能降低。

7 月**资金面**整体偏紧, 预计 8 月将由于财政存款、央行支撑等因素呈现相对宽松的局面。尽管如此, **债市**可能仍会在基本面因素作用下收益率震荡上行。经济企稳信号可能推涨长端国债利率, 但前期积累的信用风险目前也到达高点。

人民币汇率经历 7 月贬值行情后仍将维持弱势。

7 月 **A 股**指数创出年内新低。但地量之后并未见地价, 资金抱团取暖的特征极为明显, 消费防御性板块表现较强。A 股似乎已走进了“死胡同”, 市预计市场 8 月有结构性改善的可能, 但需要管理层利好政策的配合。

报告正文

第一部分 全球经济增长与 货币政策

金融市场总部

分析师：王蕾、徐凡

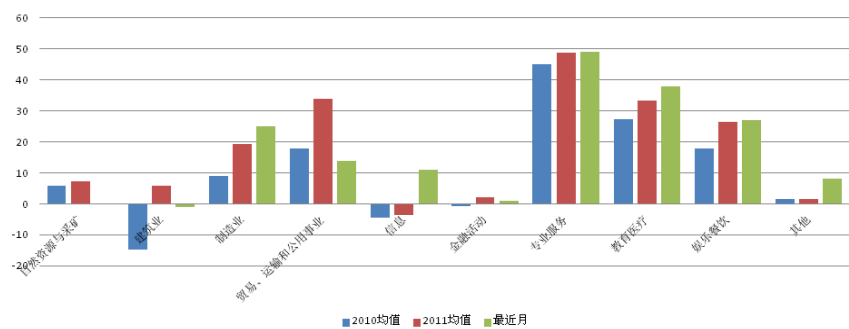
一、美国经济：模糊的前景

非农就业增长超出预期，但工资收入增长放缓，失业率上升。

(一) 经济增长前景模糊

我们可以想象美联储内激烈的争吵声又提高了几分贝，因为7月份就业数据意外超出预期，令前景更加扑朔。7月非农就业增长了16.3万人，市场预期中值为10万人；私人部门增长了17.2万。从构成来看，这更像是一次“正常的”增长，之前萎缩的教育医疗和娱乐餐饮行业增长又回到均值水平，专业服务行业增长仍然稳定，而制造业就业也显著增长。

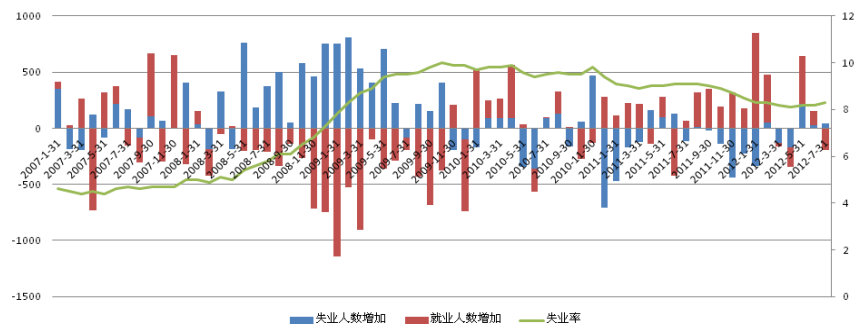
图1：美国各行业非农就业增长



资料来源：CEIC，中国银行

这样的数据意味着美联储可能还要观望几个月，这和我们之前的预期相同，1个月的数据不足以改变判断。当前的局面和2010年有些相似，当时非农就业在快速增长后连续3个月低迷，之后开始回升，但美联储仍然推出了QE2；当然不同的是那时通缩风险明显比现在要高。当前的就业改善还不具备趋势，其他维度的数据并不同步。7月份平均时薪环比增长只有0.1%，周平均工作时间持平，隐含的薪酬收入增长只有0.2%。家庭调查更是显示出相反的方向，失业人数增加4.5万人，就业人数减少15万人，失业率回升0.1个百分点至8.3%。虽然家庭调查月度波动较大，不宜过度解读，但失业率回升本身很可能是对之前过快下降的一种修正，表明失业仍维持在很高的水平

图2：美国就业家庭调查

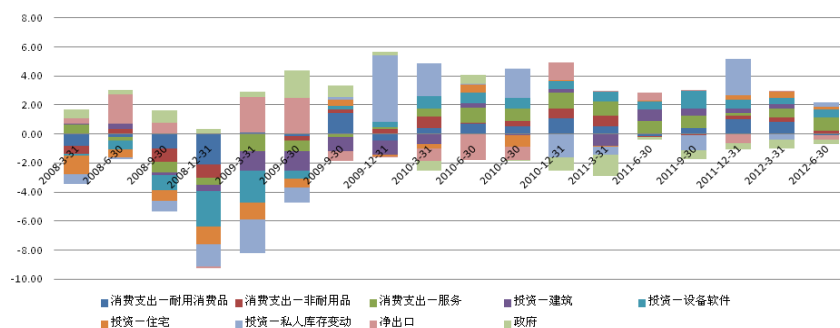


资料来源：CEIC，中国银行

二季度 GDP 增长 1.5%，房屋销售出现反复，家庭支出维持谨慎，表现出更多减速信号。

除了就业这一点亮色以外，美国经济表现出更多减速的信号。美国二季度经济增长季比年率为 1.5%，略高于市场预期。其中消费支出贡献 1.0 个百分点，主要来自服务支出，而耐用品变成了负贡献，因为汽车消费的下滑。固定投资贡献了 0.8 个百分点，企业投资贡献不错，住宅投资也继续增长；净出口和政府支出则是负贡献。二季度最终国内需求仅贡献 1.5 百分点，比过去一年明显减少，这进一步验证了经济减速的趋势。而来自于欧洲危机和国内财政断崖的影响，经济在下半年难有起色。

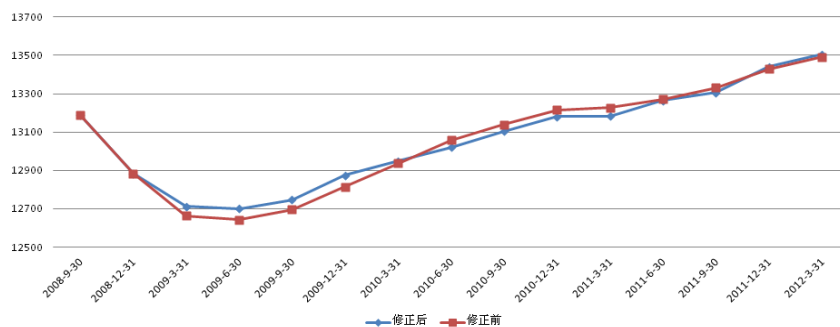
图 3：美国 GDP 增长构成



资料来源：CEIC，中国银行

美国经济分析局 (BEA) 对过去 3 年的增长数据进行了修正。虽然今年一季度的 GDP 规模变化不大，但 2009 年 GDP 的下滑在修正后要略浅一些，意味着复苏以来的增长速度更慢了。下调最多的是企业设备软件投资，其次是耐用品支出，而上调大多来自服务支出和建筑投资。这一次修正不太影响未来的增长趋势预期，但仍然显示增长动能比之前认为的还要弱一些，这增加了对经济的担忧。

图 4：美国 GDP 数据修正比较

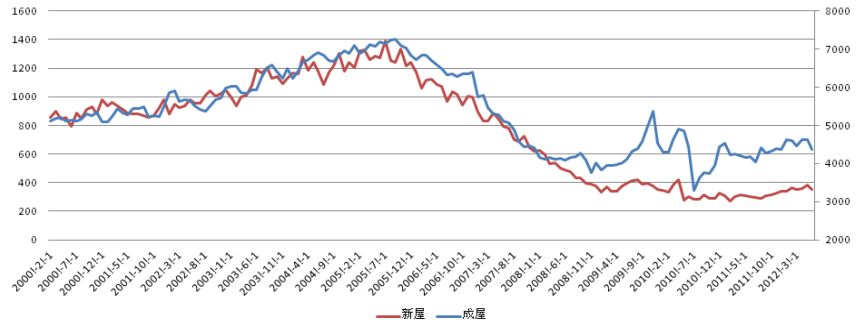


资料来源：CEIC，中国银行

6 月份房屋销售也出现反复。新屋销售下降 8.4% 至年率 35 万套，成屋销售下降 5.4% 至年率 437 万套。虽然存货同时下降，但供给月数仍然分别回升至 6.6 和 4.9，继续高于长期均值，显示房屋市场的复苏仍然是一个缓慢的过程。房屋市场也并没有出现恶化的证据。受困房屋的占比仍然维持在 25%，比年初明显好转，首次购房比

例略微降至 32%，全国不动产商协会指出正常水平应该在 40%，投资购房和现金购房比例则略有回升。抵押贷款申请指数维持在近月水平附近，也高于年初时。各个价格指标，包括新屋和成屋的销售中价也开始上涨。这些因素表明房屋市场仍在缓慢复苏之中。

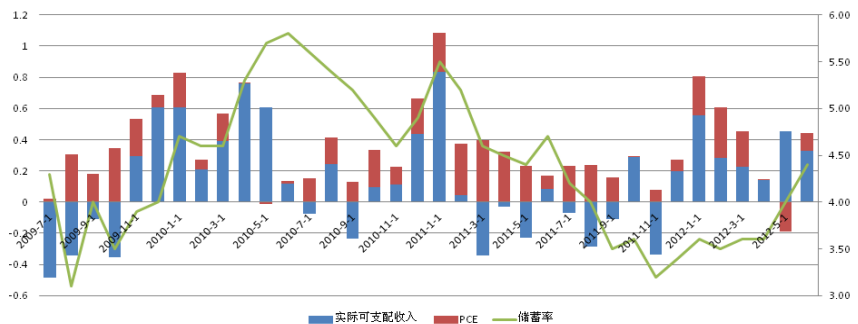
图 5：美国房屋销售量



资料来源：CEIC，中国银行

6 月份收支数据更加明显的表现出美国家庭在支出上的谨慎。由于薪酬的增长，美国家庭名义可支配收入环比增长了 0.4%，实际可支配收入也增长了 0.3%，然而实际消费支出却是零增长，主要来自非耐用品支出下滑，而耐用品和服务支出也没有增长。今年上半年和去年年末相比，实际可支配收入增长了 2.7%，但实际消费支出仅增长 0.9%。正如我们在去年年报中指出的，大部分的收入增长都转为了储蓄，储蓄率已经从最低时的 3.2% 回升至 4.4%。我们认为这种局面还会持续，而收入压力也会增强。虽然近期能源价格下降带动通胀走低，支撑了实际收入增长，但其影响和通胀上升时相比是不对称的。当能源价格上涨时，消费者被迫降低其他支出，反应要快一些；而当能源价格下降时，带来的“额外收入”反应却比较滞后，且很多转为了储蓄，这是消费行为决定的。因而虽然我们认为能源价格还会有一波下降，但其对消费的支持将会比较弱。

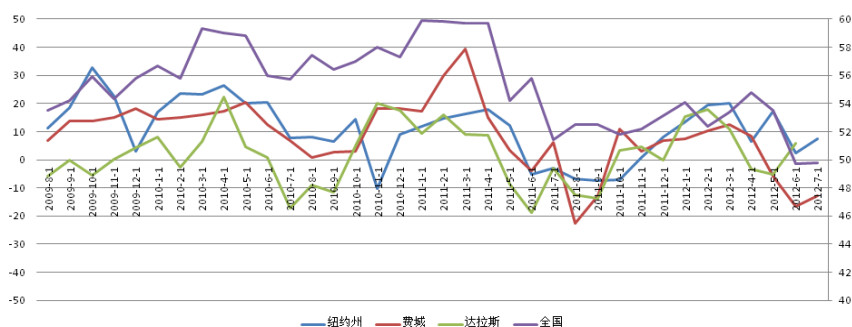
图 6：美国家庭收入和储蓄率



资料来源：CEIC，中国银行

另外一个低迷的信号来自 PMI，如我们所预期的，全国性的 ISM 制造业指数最终追随地方 PMI 指数下滑，6 月份下降 3.8 至 49.7，7 月份也基本持平在 49.8%。这是 2009 年 8 月以来该指数首次跌至 50 这一荣枯分水岭之下。6 月份新订单指数大幅跳水了 12.3 个点至 47.8，生产指数下降 4.6 至 51，存货指数下降 2.0，供应商交货和就业指数变动不大。这暗示未来的制造业活动也将会收缩。由于制造业活动对经济周期反应最为敏感，这可能是经济减速的又一个明确信号。6 月和 7 月的 ISM 非制造业指数也比之前有明显下降。

图 7：美国地方 PMI 和 ISM 制造业指数



资料来源：彭博，中国银行

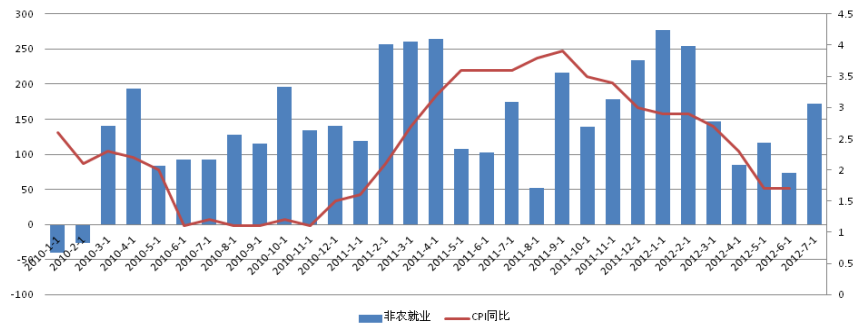
（二）美国 QE3 时机未到

美联储例会几乎没有传达新的信息，其“平衡推进”策略意味着 QE3 仍是可选项，目前联储内分歧仍大。

一如我们预期，在 7 月底的会议上，美联储没有增加任何宽松措施，但有些意外的是，会议声明几乎没有传达什么新的信息。和 6 月份会议相比，美联储承认了“经济活动在上半年有所减速”，但对于就业、消费、企业投资和房屋市场的措辞没有明显变化。委员会表示“将密切监控未来经济和金融发展的信息，并在必要时提供额外宽松”，一些市场参与者将此解读为更强烈的宽松倾向，我们认为比较牵强。和 6 月份时的“准备在适当时采取进一步行动”相比，只是更加明确了未来政策是以经济和通胀前景变化为条件的，并非暗示在下次会议上会有什么行动。

今年年初的时候，美联储提出了“平衡推进”的策略。简言之就是美联储的双重政策目标，最大化就业和价格稳定，哪个偏离大货币政策就像哪个方向倾斜。实际上美联储早已有这样的倾向，2010 年美国有一段低就业增长低通胀，随后进行了 QE2；2011 年美国有一段低就业增长高通胀，随后进行了 OT。当前就业增长和通胀同步下滑，更像 2010 年的局面，美联储已经延长了 OT，我们认为 QE3 仍在可选项之中。

图 8：美国私人部门就业增长和 CPI



资料来源：CEIC，中国银行

然而美联储内部分歧仍然很大，让我们再回到6月份例会的会议记录。美联储讨论了就业市场的松弛度，一些与会者认为结构性因素导致了失业率高企，因而松弛度不高，如果继续进行货币刺激结果可能是推高通胀；其他一些与会者承认存在一定结构性因素，但认为松弛度仍很高，总需求疲弱是失业率高企的主要原因。这实际是QE的合理性及其成本收益的问题。对于通胀，几乎所有与会者预计中期通胀等于或低于2%的目标水平，大多数认为通胀前景的风险是平衡的，有一些认为偏向下档，少数认为偏向上档。因此，焦点更集中于就业问题，就业形势的发展至关重要，而延长OT后QE的门槛也显著提高，美联储要形成一致需要时间。我们维持QE3会在年底附近推出的判断。

二、欧元区：欧洲央行还未到行动时

并不应对欧洲央行可能采取大胆或激进的措施报太大希望，一个类似SMP的冲销干预仍是最可能的选项。

上周欧洲央行议息会议的结果符合我们之前的预期，德拉吉在之前一周强硬表态捍卫欧元区，但在本次会议上并没有拿出实质性的行动。尽管德拉吉一再表示之前其在伦敦的讲话的每一个字都是在之前的委员会上讨论过的，但他同时也提到了德国央行对此仍持保留态度，并且购债计划只是一个导引而并不是决议，具体的实施需要满足EFSF/ESM履行自身的职责，并且各国政府要履行之前承诺的义务。从上述表态上来看，我们认为，尽管欧元区大多数国家央行都赞成之前德拉吉的表态，但德国的保留态度是德拉吉不得不考虑的因素，而计划的最终成行仍将是多方最终妥协的结果。尽管本次会议上讨论了多种选项，并表示购债的行动将会与之前的SMP计划有所不同，但考虑到德国的“保留”意见，我们认为并不应对欧洲央行可能采取大胆或激进的措施报太大希望，一个类似SMP的冲销干预仍是最可能的选项。

从时间点上来看，由于ESM最早的启动时间已经被延后至今年九月份，而EFSF/ESM的使用在一定程度上被视为欧洲央行行动的前提条件之一，因此，我们判断除非近期内西班牙或意大利局势出现大幅恶化，欧洲央行更可能在9月或10月的会议上采取行动。

而对于降息，德拉吉表示本次会议上讨论了降息的可能性，但管委会认为现在还不是时候，而降低存款利率至负值的选项对委员会来说还是未知的领域。从其上述表态来看，我们认为欧洲央行在近一、两次会议上进一步降息的可能性不大，更可能

是在欧洲央行推出其新措施，修复德拉吉之前提到的货币政策传导机制后，欧洲央行才会进一步考虑降息的选项。

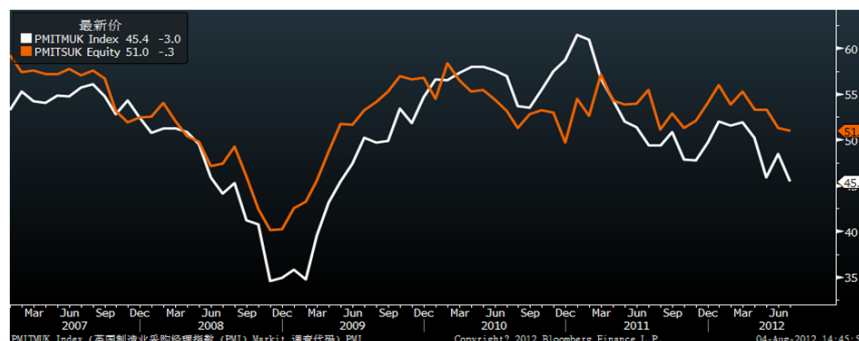
对于授予 ESM 银行牌照问题，尽管之前有管委表示授予 ESM 银行业牌照是有根据的，但从本次会议后的新闻发布来看，德拉吉认为 ESM 并不能成为欧洲央行再融资操作的合格对手方，目前的形势下，我们认为授予 ESM 银行业牌照仍面临极大的阻力，除非经济形势出现极端恶化，否则在年内很难实现。

三、英国：7月 PMI 数据显示经济可能继续下滑

三季度英国经济的增长仍有很大概率环比为负。

从三季度开局之月英国 PMI 数据来看，目前英国经济的下滑似乎看不到见底的迹象。7月英国制造业 PMI 为 45.4，大幅低于 6月 48.6 的水平，创近三年来的历史新低，欧债危机对英国经济影响严重，新出口订单连续四个月下降，并且下降速度为 2009 年 2 月以来最快。英国 7 月建筑业 PMI 反弹至 50.9，但其长期历史均值为 54.2，并且本次增长主要来源于商业地产子项，住宅分项仍在下降过程中，同时新订单分项是继续下滑的，从房价方面的数据来看，英国全国房价指数显示，英国房价已连续两个月环比下跌，同比则是连续 5 个月负增长，房地产市场的不景气可能在接下来的月份中进一步拖累英国建筑业走低。英国服务业 PMI 从之前一个月 51.3 小幅下降至 51，尽管仍保持在 50 上方，但相比 1 月时 56 的高点亦有大幅下跌。出口的下滑加上国内政府部门和金融业的去杠杆化进程已经连续三个季度拖累英国经济，尽管三季度英国经济将受益于本次奥运会举办的拉动作用，但我们认为三季度英国经济的增长仍有很大概率环比为负。

图 9：英国制造业和服务业 PMI



资料来源：彭博、中国银行

四、日本：消费投资两重天

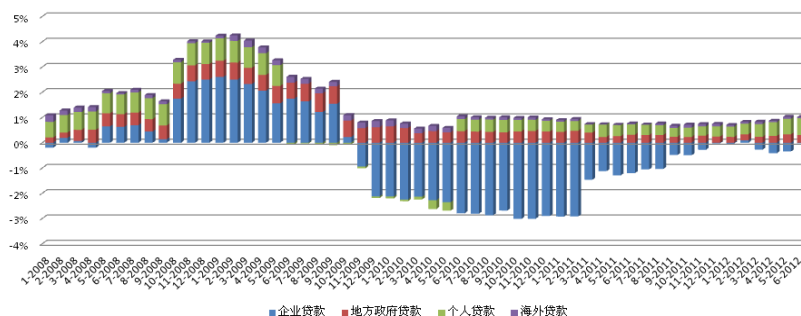
日本消费投资两重天。

日本劳动力市场仍然保持温和复苏的态势。6月失业率季调之后下降到 4.3% 的水平，比上月 4.4% 的水平继续下降。劳动参与率 59.4%，基本与上月持平。6月共录用 188 万人，连续第三个月出现下行。不过，从之前这一数据的表现来看，这种下行只是周期性的，总体趋势仍是向上。岗位与求职者比率则继续上行到 0.82，比 09 年中 0.43 的低点已经上行了将近 1 倍。工资方面，由于 6 月是年中奖金发放月份，因此水平值上升明显。同时，6 月家庭可支配收入同比也增长 3.7%，完全掩盖住上月 -0.4% 的下降。这说明日本家庭实际收入上升的趋势仍然保持。如果说 5 月的工资不振是导致 6 月零售不振的重要原因，那么 6 月实际收入的上升可能预示 7 月零售

将有所上升。总体来看，日本劳动力市场仍处于稳步复苏的趋势当中，而这一因素将在中期内支撑日本消费。

日本6月信贷同比增幅1.1%，主要动力来源依然为地方政府贷款和个人贷款。这说明企业贷款需求仍然疲弱。从量上来说，日本企业以间接融资为主，企业债规模仅占企业信贷规模的20%左右，股市融资更低。6月国内银行信贷总存量为416.3万亿日元，其中企业贷款占64.2%，个人贷款占28.4%，地方政府贷款占5.7%，海外贷款占1.6%。因此，企业贷款需求的走势将基本决定整体信贷的变动方向，也大致反映出日本企业的活力。从2009年底开始，企业贷款持续呈现同比负贡献的态势。尽管自去年二季度开始，这一情形开始好转，但是企业贷款至今依然拉动无力，贡献率徘徊在0附近。预计短期内这一现象还将持续。相比之下，地方政府和个人贷款贡献较为稳定，并且近半年来有逐渐增强的趋势。6月，个人信贷增长同比贡献0.7%，高于1月的0.4%。地方政府贡献稳定在0.3%。

图10：日本信贷同比增长贡献分解



资料来源：CEIC，中国银行金融市场总部

信贷方面反映出的企业谨慎心理在工业生产数据上面也得到印证。6月日本工业产值环比连续第三个月出现下行，较5月缩减0.1%。这一结果大大低于市场1.5%正增长的预期。从行业来看，机械制造业零增长，交通设备下滑4.4%。考虑到5月交通设备有-11.8%的大幅下滑，这一数字所反映出的萎缩更为严重。但是，从出口和零售方面的数据看，汽车销售也没有出现明显下行，增长状况尚好。生产和销售之间的分歧反映了汽车行业去库存的行为：乘用车库存指数5月环比下降14.5%，6月环比下降8.1%。而从整体工业库存-销售比来看，2季度以来，这一比值一直处于高位，属于危机后第二高峰水平。因此，厂商去库存的动机更为强烈。工业生产最近不振与此有关。另外，投资品和资本品各自环比上升了0.6%和1%，但建筑品和消费品分别下降了0.1%和0.4%。消费品中，耐用品下降4%，主要也受到交通设备的影响。从趋势来说，今年以来交通设备对工业生产的拉动作用都偏弱，平均环比为-1.4。从需求来说，占据出口量近1/3的美国二季度以来显示经济减速。这可能进一步令日本交通设备生产承压。

日本产业省调查的结果显示，7月工业生产可能上升4.5%，但是8月又将环比下降0.6%。7月制造业PMI为47.9，连续第二个月下行并处于50以下，也预示8

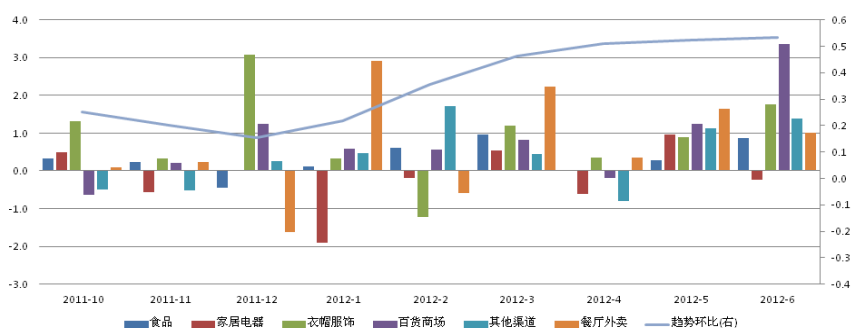
月的工业增长状况堪忧。即便7月生产形势对前期跌幅有所修正，但需求拖累的工业不振情形将会维持一段时间。

五、澳洲：8月央行可能保持观望

澳洲央行8月仍可能保持继续观望。

6月澳洲零售增长强劲，环比上升1%。5月环比增幅也从0.5%上修到0.8%，显示近期澳洲消费状况良好。6月零售增速超越5月的主要原因在于食品消费0.9%的环比增长。由于食品占到总零售额的40%以上，因此拉动明显。其他分项当中，除了家居电器零售额略有下降之外，衣帽服饰、百货商场、餐厅外卖以及其他都有较大幅度增长。5-6月零售的环比增速超过趋势值近1倍，使得4月份的下滑得到充分弥补，有力支撑了2季度消费增长。去除了通胀因素之后，2季度零售的实际增速为1.4%，与1季度相当，有望继续为2季度GDP增长贡献1%左右。这一数据下，澳洲央行短期内采取进一步刺激动作的可能性进一步下降。

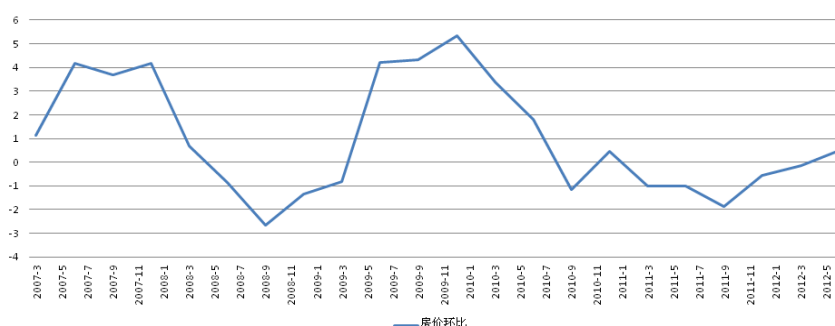
图 11：澳洲零售环增幅（季节调整后）



资料来源：CEIC，中国银行金融市场总部

澳洲房地产市场出现一些企稳迹象，但仍不稳定。2季度房价意外出现环比正增长，较1季度上行0.5%，高于市场预期的-0.5%。并且，1季度的下行幅度也得到较大幅度的上修，从原本-1.1%上修到-0.1%。经过这一调整之后，澳洲房价从“快速下滑”态势转变成“缓中趋稳”形态。这与4-6月新房销售状况的稳定有关。4-6月，私人住宅销量一直保持在5000套以上，没有延续4月4824套的极低水平。不过，鉴于澳洲房地产市场一直以来的颓势，目前的迹象仍需进一步观察和确认。

图 12：澳洲房地产价格环比走势



资料来源：CEIC，中国银行金融市场总部

第二部分 国际金融市场 走势

金融市场总部

分析师：王蕾、丁孟

由于担心欧元区债务危机继续恶化，金融市场在7月再现恐慌情绪，证明6月底欧盟峰会带来的欢畅又是昙花一现：美国、英国及德国政府债券收益率降至纪录低点，2年期德国国债收益率一度降至-0.08%，而西班牙和意大利公债收益率上扬；股价下挫，标准普尔500指数股票涨跌比率一度降为1:8；欧元兑美元跌破欧元诞生以来的平均水平；大宗商品价格下挫；西班牙信用违约交换合约(CDS)一度创下636个基点的历史最高纪录。全球央行再次成为稳定金融市场的“主力军”，除了继续使用降息、QE等既有工具外，还努力在工具箱中翻找可以遏制经济下滑的新工具。金融市场也因此在不断测试政策力度上限的预期和预期调整中上下翻飞。

图1：VIX指数和泰德利差



数据来源：彭博。

一、利率与固定收益

欧元兑美元一度跌破欧元诞生以来的平均水平。

在多数发达经济体基准利率降无可降之后，货币政策的不确定性集中于是否量化宽松或进一步量化宽松，只有欧洲央行千呼万唤之后温和降息；而新兴市场由于之前高增长高通胀所累积的利率水平在进行过几次降息后仍有调降空间，所谓降息正当时，包括韩国、中国、巴西在内的数家央行降息。当然，还有更特别的降息行动——丹麦央行将存款利率从0.05%下调至-0.2%，令其有史以来首次变为负值。与此同时，全球央行都努力在工具箱中翻找可以遏制经济下滑的新工具。

7月，全球货币政策的重要一天是7月5日，这一天，四大央行同一日放宽货币政策。(1) 欧洲央行(ECB)7月5日将再融资利率下调至历史低点0.75%，这是自2011年12月以来首次降息。欧洲央行同时还将隔夜存贷款利率分别下调了0.25个百分点，使存款利率和边际贷款利率分别达到0和1.50%。我们认为相比再融资利率的降低，将隔夜存款利率降低到0的措施对经济的影响更大，因为之前两次LTRO所注入银行的大量资金中有许多被存回了央行，并未真正得以注入实体经济。此效果需进一步跟踪。(2) 同一天，中国人民银行宣布，自2012年7月6日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点；其它各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。(3) 这一天最为特殊的降息举措当归属于丹麦央行，该央行历史性地将利率下降至负值区间，其主要意图是确保钉住欧元的丹麦克朗兑欧元汇率保持稳定；同时还将关键的政策贷款利率从0.45%下调至0.2%。(4) 仍然是在同一天，英国央行启动第三轮货币刺激措施，宣布其将重新开动印钞机并购买500亿英镑资产，以帮

助经济摆脱衰退。三家重要央行的行动如此巧合，以至于被怀疑为协同行动，但该说法很快被否认。我们认为，无论是否联合行动，都显示出对全球经济增长下滑风险的警戒级别升高。

巴西央行7月11日一致通过将指标利率从8.5%下调至纪录新低8%，旨在快速启动经济，但是到目前为止，巴西一系列经济刺激措施都还未看到明显效果。7月12日，韩国央行意外调降政策利率25个基点，从3.25%降息至3.00%，为逾三年来首次降息。韩国央行此举是在该国经济遭遇诸多压力的情况下发生的，标志着韩国央行结束了自2010年7月开始的政策紧缩周期。韩国央行在这轮紧缩期间总计将利率调升125个基点，远不到2008-09年全球金融危机期间325个基点降幅的一半。

韩国央行意外调降政策利率25个基点，为逾三年来首次降息。

表1：主要地区利率变动情况

	最新利率水准	最近一次变动
美国	联邦基金利率 0-0.25%	2008年12月16日降至至少75基点
加拿大	隔夜拆款利率 1.0%	2010年9月8日升25基点
日本	隔夜拆款利率目标 0-0.10%	2010年10月5日从0.10%下调
巴西	Selic 利率 8.0%	2012年7月11日降50基点
中国	金融机构一年期存款基准利率 3.0%	2012年7月5日降25基点
韩国	基本利率目标 3.0%	2011年7月12日升25基点
澳大利亚	隔夜拆款利率 3.50%	2012年6月5日降25基点
新西兰	官方指标利率 2.50%	2011年3月10日降50基点
马来西亚	隔夜政策利率 3.00%	2011年5月5日升25基点
菲律宾	隔夜借款利率 3.75%	2012年7月26日降25基点
印度	附买回利率 8.00%	2012年4月17日降50基点
欧元区	主要再融资利率 0.75%	2012年7月5日降25基点
英国	准备金利率 0.5%	2009年3月5日降50基点
瑞士	利率目标区间 0.00-0.25%	2011年8月3日下调目标区间50基点
瑞典	附买回利率 1.50%	2012年2月16日降25基点
挪威	指标利率 1.75%	2011年12月14日降50基点
俄罗斯	指标再融资利率 8.00%	2011年12月23日降25基点

资料来源：路透，中国银行金融市场总部。阴影部分表明该国该月基准利率有变动。

美国国债总体的上升趋势仍然完好，任何稍为显著的下跌都会迎来相当快速的买盘。

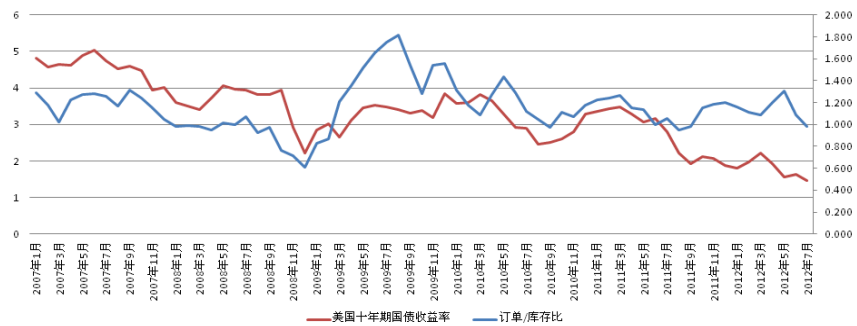
国债市场延续着年初以来的两极分化走势——美国、德国、芬兰等国债节节走高，而欧元区外围国债则屡创新低。

受到欧债危机避险买盘支持，美国国债7月份上涨。基准10年期国债收益率7月25日跌至创纪录低点1.379%，在欧洲央行行长德拉吉表示将竭尽所能保全欧元后有所回升，收报1.4679%，全月仍下行了17个bp，反映了投资者避险倾向依然强

烈。目前看来，近期推动美债收益率下行的避险需求在接下来的月份中将继续压低美国国债收益率，美国国债总体的上升趋势仍然完好，任何稍为显著的下跌都会迎来相当快速的买盘。

就美国自身经济基本面情况而言，7月美国制造业PMI为49.8，连续两个月处于50以下的水平，PMI分项中，新订单与库存的比值往往被作为PMI的先行指标之一。从该指标指示的方向来看，美国经济特别是制造业增速有进一步下滑的可能，即使没有避险需求和联储QE的作用，美国经济基本面的数据同样支持美国国债收益率的保持在目前的低位。因此，我们认为美国国债收益在8月有进一步小幅下行的可能性。但更长时间来看，美国的财政问题继续深化，收益率长端可能会有温和回升。

图2：美国制造业PMI库存订单比与十年期国债收益率



资料来源：彭博、中国银行

7月美国国债收益率曲线表现出明显的平坦化走势，10-2年期收益率差缩窄至131bp，最低曾缩窄至117bp。反映投资者对经济前景依然偏向悲观。

图3：美国10年期和2年期国债收益率差



更长时间来看，美国的财政问题继续深化，收益率长端可能会有温和回升。

数据来源：彭博，其中橙色线为美国10年期国债收益率，白色线为美国2年期国债收益率，黄色线为二者收益率差。

同样在7月大涨的是德国国债，2年期德国国债收益率一度降至-0.08%。诸如退休基金等投资者在月底前增加德债购买规模，也加速了德债收益率的下跌。

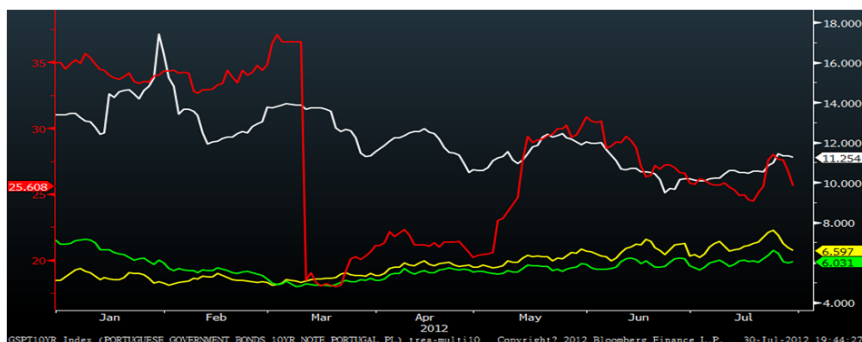
7月大部分时间中，资本逃离西班牙银行业的速度越来越快，《El Pais》报道称

西班牙10年期国债收益率一度升至欧元时代新高7.6%上方，5年期公债收益率7月24日一度升越10年期收益率水准，显示市场认为信用事件风险增加。

西班牙6个地区可能集体向中央政府索取援助，使得西班牙进入金融市场融资的成本正接近其承受极限，而匆忙建立起的防火墙恐怕招架不住如此大规模救援；如果西班牙成为救助对象，经济规模是其两倍的意大利也可能步其后尘。这样，西班牙10年期国债收益率7月一度升至欧元时代新高7.6%上方，5年期公债收益率7月24日一度升越10年期收益率水准，为2001年6月以来第一次，显示市场认为信用事件风险增加，担心西班牙全面主权救助的可能性。意大利10年期国债收益率亦一度升至6.6%附近。

7月5日，爱尔兰于2010年11月接受欧盟和IMF援助以来首次重返短债市场，所发行的三个月期国库券利率低于西班牙同档债券。但是，这只是爱尔兰迈向全面回到资本市场终极目标的第一步，毕竟，大部分的投资者来自欧洲大陆，发行的仍只是短期品种，爱尔兰必须在内需继续萎缩、经济近乎停滞的条件下严守其纾困协议的条件。

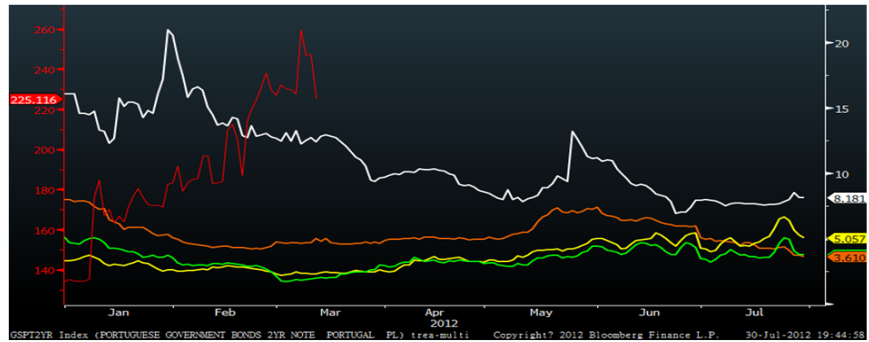
图4：希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利10年期国债收益率



数据来源：彭博，其中橙色线为爱尔兰10年期国债收益率，白色线为葡萄牙10年期国债收益率，黄色线为西班牙10年期国债收益率，绿色线为意大利10年期国债收益率，红色线为希腊10年期国债收益率。

对于欧元区而言，目前为止的绝大多数举措仍集中于令借债更容易、热情更高、成本更低，而不是令还债更容易、热情更高、成本更低，我们未能看到在中长期内健康有效的解决方案，短期之内最大的稳定因素仍来自欧洲央行，而欧洲央行行长德拉吉直言不讳捍卫欧元的言论也令市场预测ECB将有“重型武器”推出，这成为外围国家收益率7月24日之后高位回跌的最重要原因。如果ECB不能在8月初推出如预期般强有力的政策，西班牙、意大利为首的外围国家国债将遭遇报复性围剿。

图 5：希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利 2 年期国债收益率

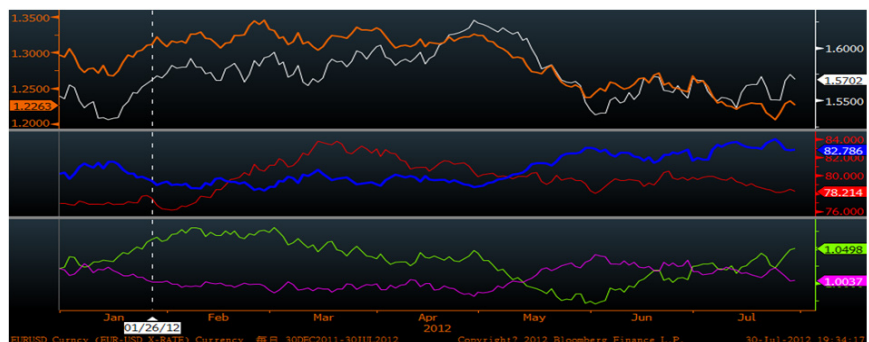


数据来源：彭博，其中橙色线为爱尔兰 2 年期国债收益率，白色线为葡萄牙 2 年期国债收益率，黄色线为西班牙 2 年期国债收益率，绿色线为意大利 2 年期国债收益率，红色线为希腊 2 年期国债收益率。

二、外汇市场

在美联储没有较大动作的前提下，强势美元能否持续仍取决于与欧债相关的风险会否继续放大。

图 6：主要货币汇率走势图



数据来源：彭博，其中橙色线为欧元 / 美元汇率，白色线为英镑 / 美元，红色线为美元 / 日元，蓝色线为美元指数，粉色线为美元 / 加元，绿色线为澳元 / 美元。

1-7 月，美元指数整体走升，但美元强势更多是欧元弱勢的体现，夹杂了 QE3 预期落空的影响。同一时期，英镑、加元、澳元对美元都是收获涨势，只有日元兑美元在这 7 个月中略有贬值。因此，我们认为在美联储没有较大动作的前提下，强势美元能否持续仍取决于与欧债相关的风险会否继续放大。预计美元将在近期继续维持高位，但一旦欧债和 QE3 这两个因素发生大的变化，美元汇率的改变也将非常剧烈。

即便日本央行未来由于分歧不去购买欧元债券，也很可能采取其它措施干预汇市。

日元升值的压力依然很大，7 月份有多名官员甚至提出，日本央行应该考虑购买欧元债券以阻止日元兑欧元升值。这一提议的背景是欧洲主权债务危机提升了日元的避险吸引力，推动日元特别是兑欧元走升，而日本大部分企业尚未建立充足的针对欧元的套保，并且也没有迅速迁移生产设施（企业通常采取上述措施应对日元兑美元汇率的升值）。日本有央行官员表示，通过这样的做法来削弱日元违反日本央行法。该法指出，干预汇率的政策应该由政府来主导，但只要财务省批准购买计划，这个障碍就能扫除。6 月时，国际货币基金组织 (IMF) 曾表示，日元汇率高估，日本央行应当考虑加大货币宽松力度。因此，即便日本央行未来由于分歧不去购买欧元债券，也很

有可能采取其它措施干预汇市。

三、股票市场

与欧洲市场相关性较强的股票受到明显拖累。

尽管全球经济增长放缓，但今年前七个月，标普 500 指数累计上扬近 10%，部分源于美国经济 2% 左右的增长仍称的上“良好”，且房地产市场现复苏势头，也有部分源于对宽松货币政策的预期。7 月，美国股市连续第二个月收涨，道指升 1%，标普 500 指数涨 1.3%，Nasdaq 指数小升 0.2%。

全球部分股指 1-7 月涨跌幅（%）

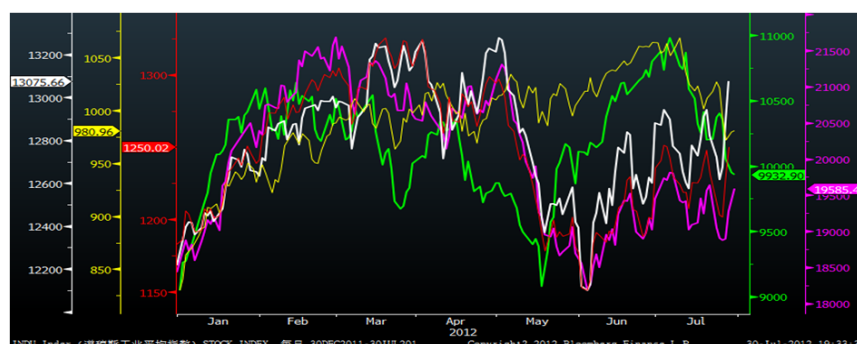
道琼斯	标普 500	纳斯达克	欧元区斯托克	西班牙 IBEX35	日经	恒生
6.48	9.68	12.83	0.40	-21.34	2.21	7.68

欧洲股市则走势分化，德国、法国等股市今年以来获得可观涨幅，而外围国股市则表现不佳，西班牙 IBEX 指数今年以来已下跌 21.34%。整体看，欧元区斯托克指数 1-7 月仅有微小涨幅。未来看，欧债危机段时间内难以解决，银行业绩疲软，企业表现分化，投资者对欧洲央行能否推出预期中的强硬措施抱有很大疑问，上述走势恐将持续。

其它地区市场与欧洲市场相关性较强的股票也受到明显拖累，如日本的佳能和理光股票 7 月重挫，也是主要因为投资者担忧他们对于欧洲市场的依赖。

全球银行股遭遇卖压——LIBOR 丑闻、摩根大通“伦敦鲸”巨亏、监管的收紧、经济增速的下滑……伴随着其中一些事件的不断升级，在股市下跌时，银行股跌幅远超大盘。美银和花旗股价均较各自的账面净值低约 60%，而曾是美国银行业金童的摩根大通，股价较帐面净值低约 27%。如果股价持续走低，市场担心的就不只是 LIBOR、贷款亏损或者失败的衍生品交易，而是整个银行业的发展模式巨变，例如大银行被切割为更容易管理、更易懂和更透明的小机构，等等。

图 7：全球主要股指走势



数据来源：彭博，其中白色线为道琼斯指数，黄色线为德国 DAX 指数，绿色线为日经指数，粉色线为香港恒生指数，橙色线为英国富时 100 指数。

四、商品市场

目前，布兰特油价大致收复了3月自128美元高点暴跌至90美元下方的近一半跌幅。

图8：黄金、原油价格和CRB指数2011年走势图



资料来源：彭博，中国银行金融市场总部。

（一）原油

对比去年12月30日和今年7月30日的数据，油价总体涨跌幅并不明显，这得益于7月的上涨。我们上月预期的油价触底反弹本月姗姗而至，布兰特原油期货7月结束了三个月连跌之势，获得7%的升幅；美国原油期货也结束了两月连跌走势，7月收涨3.65%。目前，布兰特油价大致收复了3月自128美元高点暴跌至90美元下方的近一半跌幅。目前来看，支撑油价的因素依然存在，如：叙利亚问题再次升级，伊朗恐唇亡齿寒，特别是在以色列观光客车在保加利亚遭恐怖袭击后，以色列官员指责恐怖袭击是伊朗所发起，地缘政治紧张情势升温。但除此之外，基本面因素并未支撑油价，包括需求的疲弱和沙特阿拉伯的产能，同时投资者对美联储近期将采取行动提振经济的希望降温，油价目前的涨势很容易丧失动能。

（二）黄金

在全球央行推出更加强有力的宽松政策之前，资金不会大量涌向黄金市场。

虽然黄金已自去年9月6日触及的1,923.70美元高点回落300美元，但今年以来仍收获涨幅。7月，在宽松预期的影响下，现货黄金连续第二个月上涨，涨幅约1%。由于央行宽松倾向和经济不振的局面下半年很难改观，黄金下跌的空间不大，7月份曾经在5月1日以来首次收在100日移动均线上方，表现对欧元下跌的免疫能力，底部支撑明显。

但黄金上升空间亦有限。（1）根据国际货币基金组织（IMF）的数据，今年上半年，各国央行净购买的黄金量估计为116.2吨，比去年同期减少约38%。（2）而民间投资者似乎也正在抛弃黄金，押注农产品等其它资产。眼下，美国遭遇1956年以来最严重的干旱，推动玉米和大豆价格升至历史新高，与此同时，美元走强削弱了贵金属的吸引力。最大的黄金交易所交易产品SPDR黄金信托的可交易份额7月降低1.9%，朝着今年最大的跌幅迈进，但玉米价格自6月15日至7月23日飙升55%，在芝加哥期货交易所达到创纪录高点每蒲式耳8美元。大豆同期跳涨23%，7月23日创下历史新高每蒲式耳16.915美元。（3）通胀下降和美元走强也都压制黄金前景。6月份中国通货膨胀率降至29个月低点。美国、欧洲、新兴市场的通胀率仍都处于下跌通道中。

黄金未来走势关键还是要看各国央行进一步放松货币政策的力度。投资者仍愿意持有黄金资产，因为它是长期投资，投资者需要黄金保护其财富免受未来通货膨胀的侵蚀。但在全球央行推出更加强有力的宽松政策之前，资金不会大量涌向黄金市场，黄金将仅有温和升幅。

第三部分 中国经济、人民币 汇率及债券市场

金融市场总部

分析师：侯丽萍
周尧

一、经济增长逐渐趋稳，货币政策维持相对宽松

季调后官方 PMI 综合指数连续两个月反弹，显示制造业景气程度持续向好，经济企稳迹象增多。

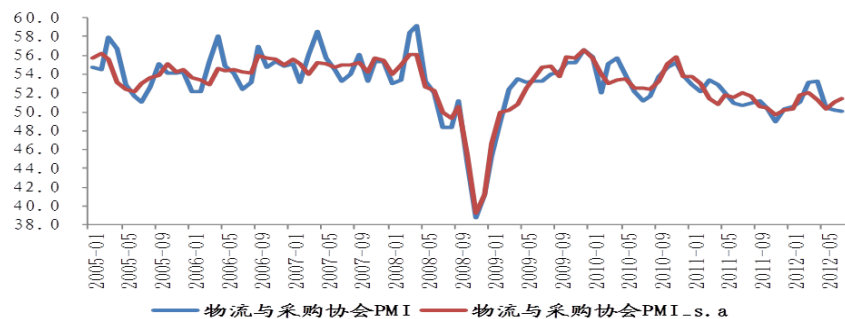
7月官方制造业 PMI 指数为 50.1，较 6 月环比下跌 0.1 个百分点。7 月是传统的制造业淡季，05 年以来，该指数也仅在 09 年同期环比上涨 0.1 个百分点，其余均明显下跌，过去 7 年平均下跌幅度 1.2 个百分点。我们季调后的结果显示，综合指数反而回升 0.4 个百分点至 51.4，为连续第 2 个月反弹，显示制造业景气程度持续向好，经济企稳迹象增多。

季调后的生产指数反弹 1.2 个百分点，表明 7 月工业生产活动有所恢复，预计工业增加值将从 6 月的低位反弹。库存指标指示向好，其中产成品库存大幅下滑 1.9 个百分点，且为今年 2 月以来首次跌入萎缩区间，导致产成品库存与生产之比大幅下降，显示企业去库存压力将明显减轻；原材料库存回升 0.7 个百分点，同时原材料供需缺口、和中间品需求两个中间指标也有较大幅度的改善。

不过，与生产端的改善幅度相比，新订单指数相对较弱，季调前下降 0.2 个百分点，季调后也仅回升 0.8 个百分点，这主要是受新出口订单下跌拖累。我们认为外需下行风险将继续压制总需求的恢复进程，这也会限制未来经济的反弹力度。

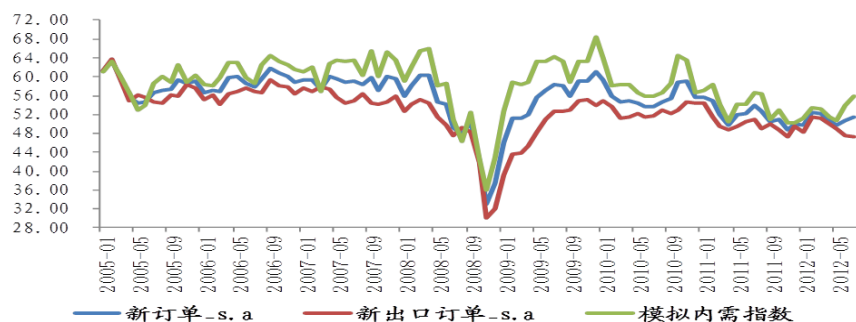
从业人员指数季调前后均出现了一定的程度的下降，这与汇丰 PMI 分项走势相一致。这一方面是对前期经济快速下滑的滞后体现。央行货币政策执行报告指出，近九成的用人需求对劳动者的年龄和文化程度有所要求，与上年同期和上季度相比，市场中对年龄、文化程度无需求的劳动力需求下降幅度较大。可见，当前的就业问题很大程度上也是结构性失业的结果。

图 1：物流与采购协会 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 2：新订单指数、新出口订单指数、模拟内需指数 (%)



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

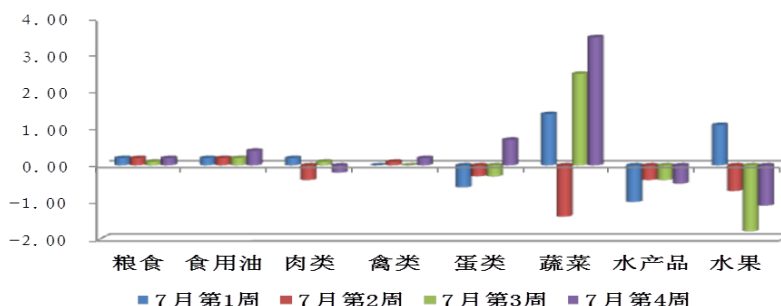
预计7月CPI同比增长1.8%。

商务部食用农产品价格指数最近四周累计上涨0.6%。涨幅最显著的是蔬菜，主要受暴雨天气影响，最近两周连续上涨，四周累计上涨6.1%。食用油、粮食、白条鸡继续小幅上涨，其余分项则下跌。统计局公布的50个城市主要农副产品平均价显示，蔬菜价格连续三旬上涨，下旬涨幅尤为明显；月均价环比来看，油脂和蔬菜环比上涨，总指数下跌0.1%。综合数据来看，我们预计7月食品环比小幅上涨。

非食品方面，7月11日成品油价格进一步下调，将成为非食品价格的主要下拉力量；上涨因素中，阶梯电价全国推广预计将拉动当月非食品环比上涨0.1-0.2个百分点，此外，旅游价格的上涨则是较大的季节性因素扰动。从历史走势来看，2001-2011年当月环比均值为0.04%，2006-2011年环比均值为0.13%。预计7月非食品环比变动为0-0.2%。

整体来看，预计7月CPI环比变动区间为(0,0.2%)，同比变动区间为(1.7%,1.9%)，最可能值为1.8%。

图3：商务部食用农产品价格走势（%）



资料来源：中国银行金融市场总部

图4：CPI同比预测（%）

CPI同比预测		食品CPI月环比					
		-0.1	0	0.1	0.2	0.3	0.4
非食品CPI月环比	-0.1	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8
	0	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
	0.1	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
	0.2	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0
	0.3	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0

资料来源：中国银行金融市场总部

近期央行公布了二季度货币政策执行报告。经济增长方面，有以下几点需要关注：第一，央行将经济增长形势定调为“缓中趋稳”，经济增长水平在政策的刺激下已趋于稳定；第二，支撑中国经济平稳较快发展的基本面由“没有发生变化”转为“并未

发生根本性变化，央行对于经济增长前景相对谨慎，宏观调控政策仍会继续维持相对宽松；第三，强调要更加关注增长的质量和可持续性，表明在中国经济潜在增长率下降的情况下，央行对经济增速放缓的容忍度需提高。整体来看，央行对经济实现增长目标仍有信心，不过实现这一目标需要货币政策在未来一段时间内继续配合，但也不会大幅松动。

通货膨胀方面，报告中指出二季度居民消费价格同比涨幅回落，是基期因素和CPI环比下降引起新涨价因素回落共同作用的结果。与一季度相比，二季度新涨价因素回落，通胀压力明显缓解。央行对于未来通胀的判断是：8月份后CPI同比可能会回升，但力度不会太大，且主要是受基数降低的影响。可见央行对未来通胀并没有太大担忧。在物价上涨的压力中，不再提输入型通胀，这与前期大宗商品价格大幅回落有关，同时全球经济在较长时期内的相对疲弱也使其不具备大幅反弹的基础。在物价上涨的风险中，指出“当前物价对需求扩张仍比较敏感，扩张性政策刺激增长的效应可能下降、刺激通胀的效应则在增强”。我们认为未来的通胀环境仍有利于央行维持相对宽松的货币政策，但考虑到“未来需求变化可能对物价的影响”，放松的力度和节奏不会明显加大。

货币信贷方面，央行对于二季度货币信贷的增长水平较为满意。贷款加权平均利率下行，其中票据融资利率下降较多，一般贷款加权平均利率较3月下降0.42个百分点，超过贷款基准利率下降0.25个百分点的水平。这说明在贷款需求下滑的情况下，企业贷款环境和议价能力相对上升。

展望未来的政策操作趋势，货币政策将继续偏向“稳增长”，并且有进一步放松的空间，年内仍有进一步降准和降息的可能。货币信贷方面，不再提“总量适度、审慎灵活”，预计新增信贷将超过8万亿，不过下一阶段的信贷工作重点在于“优化信贷资源配置”和“引导金融机构用好利率浮动定价权合理定价”。对于前者，强调对“事关全局、带动性强的重大项目”的金融支持，特别提出要“满足铁路等国家重点在建项目的资金需求”；对于后者，可能是下一阶段价格工具调整的主要手段，基准利率调整的频率和节奏可能有所放缓。实际上，在“金融机构贷款投放意愿依然较强”和贷款下限扩大至0.7倍的背景下，预计未来实际贷款利率将继续下降，有助于进一步缓解实体经济融资成本。

二、资金面显现宽松，人民币延续弱势

8月资金面预料较为宽松。

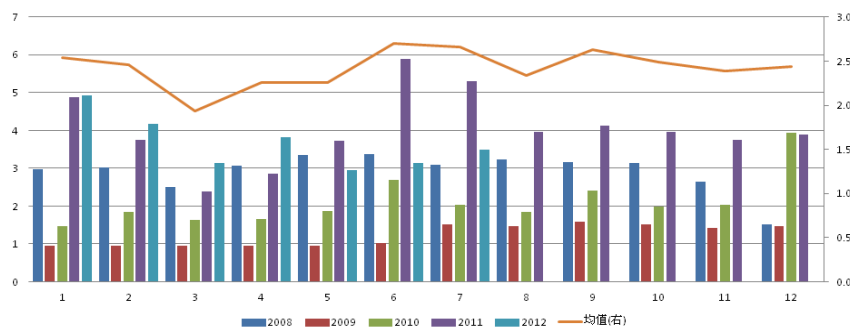
7月最后一周，央行逆回购的规模明显减少，只有580亿。周二进行的7天逆回购招标，由于逆回购利率维持在3.35%，相比当时的7天回购利率并无竞争力，因此仅招得80亿的少量。周四，7天回购利率小幅上行到3.48%附近，而当天的7天逆回购数量招标结果为500亿，利率依然维持。7月资金利率经历了中下旬将近一周的高企之后，最终有所回落。7天利率1个月均值在3.4%，高于6月的3.1%和5月的2.9%，总体来说仍然偏紧。如果考虑到本月共进行了5010亿逆回购，同时还有1410亿的正回购与央票到期，那么7月资金面实际紧张的程度要比资金利率反映出来的程度还要深。之所以如此，主要是因为季节性因素，其中财政存款到达年内高峰是背后重要推手。

8月资金面预料将会比7月有所宽松。第一，从季节性因素来看，8月属于全

年较为宽松的月份。04 年至今的月度 7 天利率均值显示，8 月处于年内低谷位置。2007 年到 2011 年的 5 年当中，只有 2008 年 8 月资金利率均值略高于 7 月，其余年份中都显示出下行趋势。考虑今年 1-7 月财政存款的季节性表现，预计 8 月财政存款只有 800 亿规模。第二，从银行补缴准备金情况来看，银行存贷款数据显示 8 月 5 日补缴金额不高，估计只有 600 亿左右。第三，从债券发行和到期情况来看，根据已公布的发行到期信息，尽管 8 月上旬的周度净发行量规模较高，达到 800 亿以上规模，但是冲击预料有限。第四，公开市场操作方面，央行 7 月通过持续逆回购干预明显体现出支撑资金面的倾向。此外，应当注意到一个现象：7 月份 7 天逆回购招标利率相比 6 月下旬及更早的操作延续性要好得多。从 7 月 19 日到 8 月 2 日 5 次 7 天逆回购，招标利率维持在 3.35%；更早的 3 次逆回购利率维持在 3.3%。这一现象说明两个问题：第一，央行有意将资金利率引导到 3.3% 附近水平；第二，市场供求趋于稳定。7 月最后一周，公开市场实际净回笼 860 亿资金，规模相对较大，但资金利率反应较小，已经说明供求态势开始明显趋于宽松。

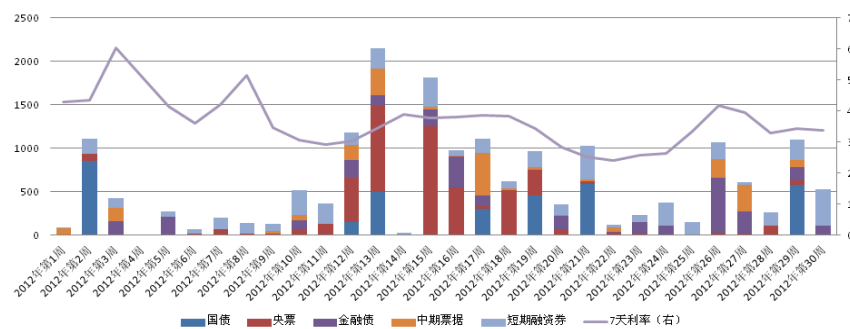
整体来看，我们认为 8 月份降准可能性有所降低。不过考虑到新增外汇占款维持低量，流动性补充不足，如果上月资金利率仍无明显下行的迹象，那么央行可能会判定市场资金紧缺并非短期和结构性问题，那么降准仍有可能。反之，如果出现下行趋势的苗头，那么按照我们之前对 8 月整体资金面的分析，后续资金面也会趋于宽松，央行就暂时没有必要降准。

图 5：资金利率季节性表现（以 7 天回购利率月均值为比较基础）



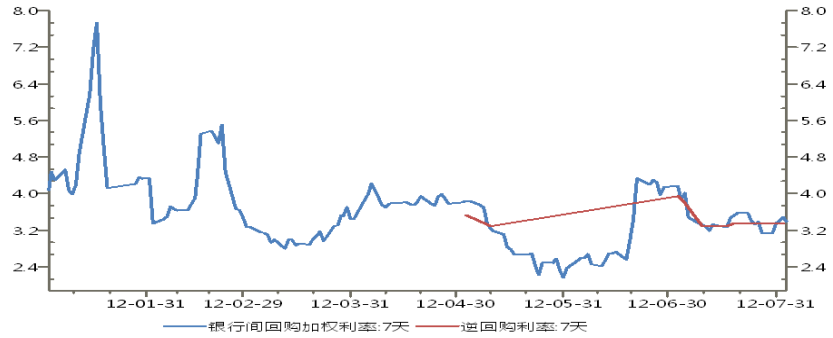
资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 6：2012 年债券到期量与资金利率关系



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 7：银行间 7 天回购利率与央行 7 天逆回购利率关系



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

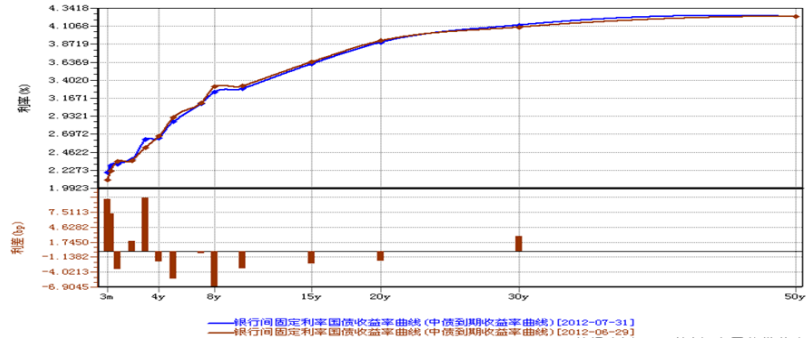
7月债市上旬收益率在降息、逆回购等政策支持下降幅较为明显，但是中下旬有所回调，整体变动不大。利率债短端受资金面影响较大，1年央票收益率上行5bp左右，中长端略有下行。信用债收益率曲线短端上行幅度更明显一些：1年期AAA级短融7月整体上行13bp，中票收益率则仅有3bp不到的上行。相比6月份的平坦化行情，7月收益率几乎没有明显变动。

长端利率债的下行7月开始筑底，8月可能开始缓慢上行。5月的大牛市行情之后，尽管又经历了两次降息以及若干轮的逆回购操作，但是10年期国债收益率下行趋势已经趋于停滞。从中债收益率曲线的点位来看，整个7月10年期国债收益率一直保持在3.24-3.32%的区间之内波动，月末上行到3.30%水平。这与短期资金利率水平相当，投资价值着实不高。但是，从发行情况来看，月初国开债招标中长期品种的认购倍数都在2倍以上，显示需求良好。7月18日的10年期国债120009二次续发300亿，招标结果显示认购倍数为1.74倍，也属于较高区间。从需求结构来看，70%以上认购来自于甲类户。8月1日招标的30年期国债尽管流动性较差，但是并没有大幅高于收益率曲线水平。一级市场上较长期限券种需求依然良好，说明银行配置盘并没有完全看空长端。目前10年和1年期国债利差在100bp左右，从5月起开始波动下行至今。这说明当前长端利率债的行情还处于5月牛市的尾声当中。我们判断，随着8月宏观经济数据的公布，这一行情可能消失。汇丰PMI和官方PMI两个经济基本面先行指标暗示宏观经济8月数据将会有所改善，这已经对长端利率产生一定的上行推力。不过，这一过程可能是缓慢的，因为市场仍需要时间来确认对基本面的判断。当然，我们也必须考虑数据不佳甚至引发政策放松的情况，这对应着牛市行情的延续。

7月信用利差持续抬头，8月可能继续扩大。短融方面，发行压力较重。整个7月，共有1827亿短融发行，比6月1235亿的较高水平还要再高近50%。相比之下，中票发行较为平稳，7月只有576亿，低于6月水平。去除掉到期量之后，7月短融的净发行量依然处于高位。这从供求面解释了银行间信用市场上短融收益率上行幅度高于中票的原因。除此之外，资金压力和江西赛维事件也都对短融利差构成一定影响。由于1年期AA+级短融收益率仍在3.9%，继续低于1年期贷款基准利率的7折水平，所以较高评级企业通过发行短融替代中票的动力依然充足。供给压力8月仍将处于

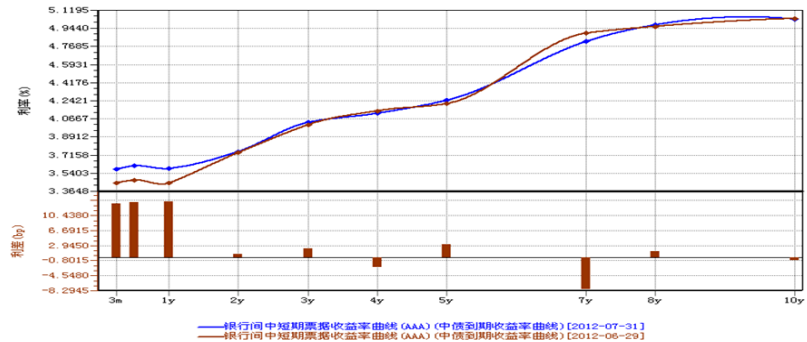
高位，拉高短端信用利差。中票方面，从7月中开始，伴随着上市公司半年报开始集中披露，中票收益率也开始走高。当前在经济基本面筑底企稳的过程中，前期累积的风险也可能在近期达到最高点。不过，由于政府保就业、保增长的态度相当明确，近期发生信用事件的可能性比较低。中票利差预计保持小幅上行的态势。

图 8：银行间市场国债收益率曲线



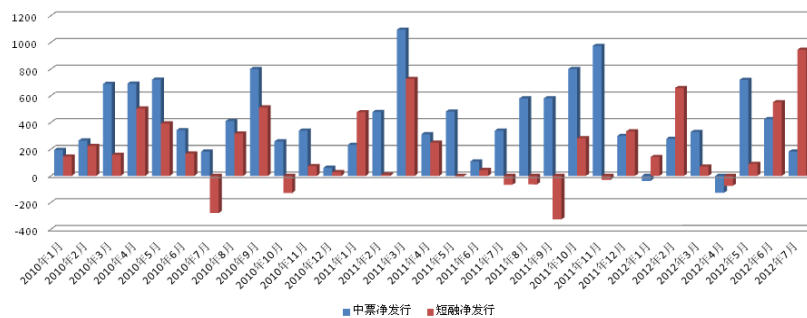
资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 9：银行间市场 AAA 级中短期票据收益率曲线



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 10：短融、中票月度净发行情况统计



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

7月贬值明显,8月人民币仍将走弱。

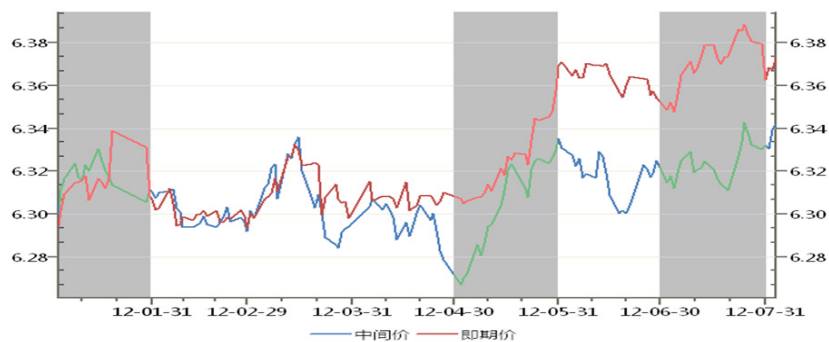
7月是人民币即期价明显贬值的月份。相比6月底,7月即期价贬值0.12%,与全月中间价贬值幅度相当,成为今年继1月和5月之后第3次出现月度贬值。7月25日,人民币即期价盘中上到6.3963,自4月16日日内波幅扩大以来首次触及下限。7月31日将近下午收盘的时候,市场突然产生异动,将即期价从6.38附近的波动位置迅速下拉到6.36以下,最低到6.3558。月末因素、客盘需求和央行调控成为这一天走势的几方面可能原因。由于这些因素基本都属于短期,因此8月初的3个交易日中没有再现类似走势。31日的市场异动使得整个7月份人民币即期价贬值幅度缩小至0.12%。但是,如果按异动前的6.38计算的话,贬值幅度达到0.4%。

7月不仅即期价贬值较快,境内远期曲线也迅速增陡。7月底,境内1年远期贴水点数已经达到980点,相当于隐含1.5%的贬值预期。相比之下,6月底和5月底的1年远期贴水点数只有460点和270点,贬值预期温和得多。从图形来看,7月远期曲线延续6月增陡的趋势,并且3个月及更长期限的点差拉宽速度远快于6月,说明市场对后市人民币的看空情绪更浓。贴水点数跳升的时间点在7月6日降息之后的1、2个交易日日内发生。此次降息没有像6月降息那样带来远期价格升水方向变动,反而令其贴水点数大增,说明市场对于后市继续降息有所预期。这一预期,是建立在对国内经济基本面的判断之上的。最后,我们观察到7月10日和8月3日,境内1年远期分别向上突破了1年NDF远期和1年CNH远期价格,说明贬值预期主要来自于境内投资者。

8月份,人民币趋势性决定因素仍无方向性改变,弱势格局还将保持。欧洲方面,尽管德拉吉讲话一度拉升市场,但随后的欧洲央行决策并未市场预期,充分显示出欧洲内部政治协调的纠缠难料。根据欧洲央行的时间表,9月之前预计不会有实质性动作。因此,8月份欧洲仍将以小幅弱势震荡为主。美国方面,美联储同样采取观望态度。从国际角度来看,强势美元格局短期内仍将持续。国内,近期汇丰PMI和官方PMI数字显示出更为明显的企稳迹象,但是距离“明显感知”的程度仍然有相当距离。由于人民币即期和远期汇率市场都是由客盘推动,而国内企业界对于汇率趋势的变动需要较长时间来反应,所以我们判断8月的即期和远期市场上的情绪较难有改变。反而,7月以来对人民币未来的悲观情绪可能还会继续拉宽人民币远期贴水点差。

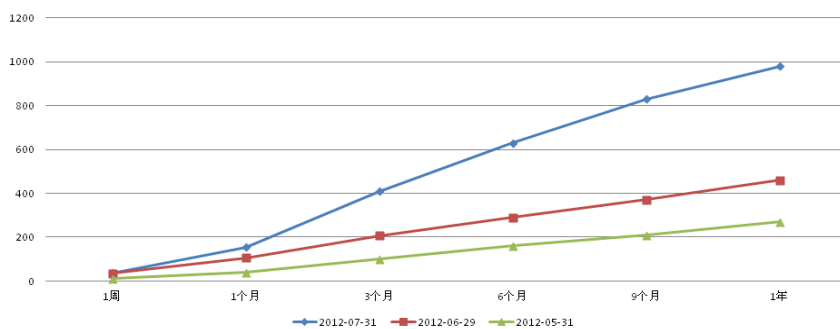
目前,影响我们上述判断正误的风险主要来自于国内。7月做市商几次大规模抛售美元的点位显示,6.4是较为敏感的政策价位,可能包含有政府维护汇率稳定的意图。因此这将在很大程度上限制8月即期价贬值幅度。

图 11：今年以来人民币中间价和即期价走势



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 12：CNY 远期价格曲线变动



资料来源：Wind、中国银行金融市场总部

图 13：CNY、CNH 和 NDF 远期价格走势



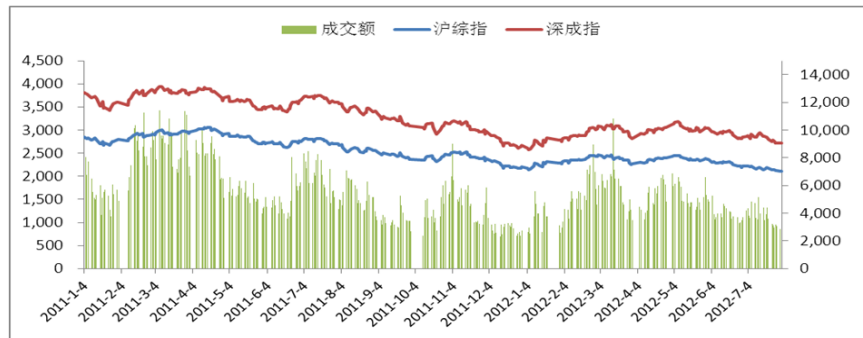
资料来源：Thomson Reuters、中国银行金融市场总部

第四部分 地量未见地价
—— 证券市场回顾与展望

中银基金管理有限公司
分析师：贾炳君 赵建忠

在中报业绩差强人意、政策宽松力度不达预期、股票供求失衡等诸多利空冲击下，7月份A股指数创出年内新低。期间没有出现过像样的阶段性反弹，走势之弱超出了投资者的预期。上证指数一月下跌4.34%，收于2128.77，跌破前期2132低点的所谓“钻石底”。深成指下跌4.64%，报收9059.22点。目前投资者情绪依然低迷，股指正处在震荡筑底过程中，交投明显清淡，两市场的日成交额已到了850多亿，但地量之后并未见地价。资金抱团取暖的特征极为明显，消费防御性板块表现较强。从两市成交量、交易帐户数以及交易结算资金余额等指标来看，A股似乎已走进了“死胡同”，赚钱效应严重缺失，市场需要外力的刺激方能走出下跌颓势。目前影响市场走势的关键是情绪，而压制情绪的主要因素是场内资金博弈环境不佳，如经济底部分歧、盈利下滑政策力、经济底部分歧、盈利下滑、政策力度失望、海外扰动、海外扰动等。预计这些因素在8月或有结构性改善的可能，市场8月有结构性改善的可能，但需要管理层利好政策的配合。

图 1：2011 年 1 月至 2012 年 7 月沪综指与深成指走势



数据来源：Wind 资讯

一、7月市场回顾

(一) 市场核心指数

7月份除债券指数外，权益类指数无一上涨，相对下降较少的是深成指和上证50指数，分别下跌4.64%和4.5%，中证500调整幅度最大为8.98%，已连续两个月居于跌幅榜首位。沪综指以7.75%的跌幅列跌幅榜第二。

表 1：2012 年 7 月中国 A 股市场核心指数

指数	开盘	收盘	涨跌	涨跌幅 [%]	日均成交量 [亿股]	日均成交额 [亿元]
上证指数	2234.32	2103.63	-121.80	-5.47	61.32	553.71
深证成指	9575.09	9059.22	-441.09	-4.64	6.23	86.64
深证综指	926.29	849.96	-71.45	-7.75	49.13	576.70
中小板综指	4498.63	4178.35	-299.44	-6.69	4.68	64.43
创业板指数	730.77	676.96	-49.72	-6.84	2.32	35.55
上证50	1715.96	1631.89	-76.97	-4.50	12.81	132.63
上证180	5301.86	4996.97	-282.98	-5.36	27.02	265.91
沪深300	2473.55	2332.92	-128.69	-5.23	37.68	404.35

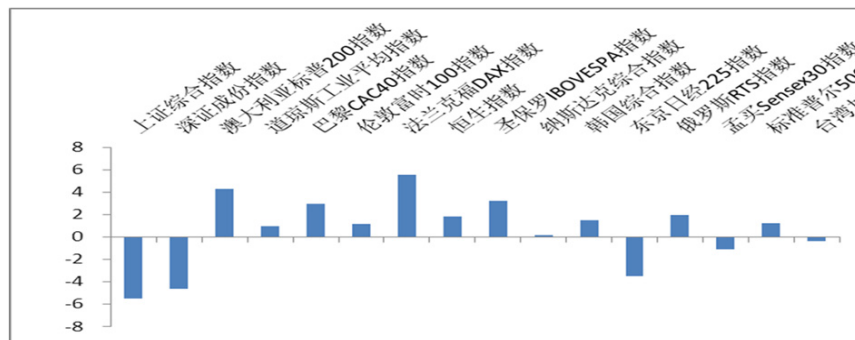
中证 500	3491.75	3159.19	-311.77	-8.98	25.28	244.36
中证 800	2645.68	2470.54	-161.65	-6.14	62.95	648.71
中信 A 股指数	0.00	1992.20	-144.17	-6.75	0.00	0.00
中信国债指数	1544.61	1551.50	7.14	0.46	11.77	1.23
中信企债指数	1800.51	1808.72	8.02	0.45	395.68	12.19
中信全债指数	2617.21	2575.23	-42.14	-1.61	111.00	8.06

注*：债券指数单位为万手。

数据来源：Wind 资讯

欧美市场由于近期市场憧憬美联储有可能推出 QE3 以及欧洲央行将推出宽松的货币政策带动股市上升，估计这一憧憬不会一帆风顺，其间的任何传闻与波折都会对市场造成波动，另外，即将公布的一系列经济数据也值得留意。

图 2：2012 年 7 月全球主要股票市场指数表现



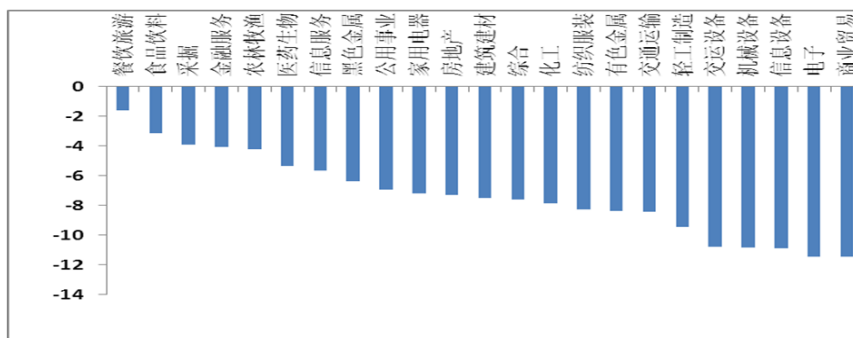
数据来源：Wind 资讯

（二）热点分析

1. 行业热点

分行业来看，所有行业均以下跌报收。7 月份表现相对最好的依次是餐饮旅游、食品饮料、采掘、非银行金融、农林牧渔和医药生物。表现较差的行业依次是商业零售、电子、信息设备、机械设备和交运设备。从 7 月的行业表现来看，存在以下几个特征：防御优先，以业绩相对稳定的食品饮料、医药和餐饮旅游为代表；强者恒强，具备短期拐点预期和长期政策支持预期的非银行金融板块，即使前期反弹较大，但在市场单边下跌的环境中仍然表现出抗跌性；盈利拐点驱动，以电力为代表，具备毛利率、ROE 和净利润增速回升预期的行业表现较好；调整较为充分的周期股较为抗跌，煤炭估值重回历史底部，7 月虽然行业基本面继续恶化，但行业指数已经止跌企稳；景气持续低迷，盈利预期修正的板块跌幅较大，随着中报的临近和经济现实持续走低，汽车、家电、商贸零售及机械等行业均遭受盈利预期调整的行业出现较大跌幅。

图 3：2012 年 7 月份申万一级行业指数涨跌幅 %



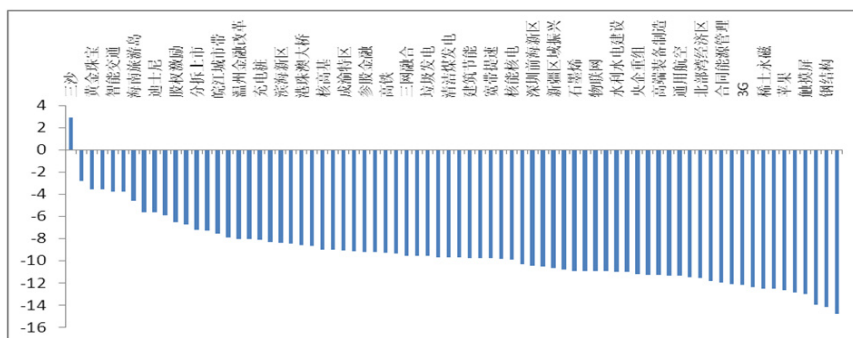
数据来源：Wind 资讯

2. 概念及板块热点

按 Wind 分类的 74 个概念板块中只有三沙板块上涨 2%，个股如海南高速、海南瑞泽及 ST 珠江等，海南本地股也受益，如中海海盛与海峡股份。太阳能发电和钢结构板块跌幅最大，超过 14%。这些板块深跌的原因是中期业绩受到严重考验，同时前期的相对抗跌也是一个原因。太阳能投资的恶性循环——扩张、海外倾销、遭遇反倾销调查与关税、国内倾销、扩张——是行业下行周期持续的主要推动因素。该循环可一直追溯至 2005/06 年之后地方政府 / 银行所给予的宽松信贷、优惠税制和免费用地等政策。除非在这些地方政策取消，否则这一恶性循环可能持续下去。因此，预计多晶硅的销售均价要到 2012 年底到 2013 年初才会触底，而组件的均价将在 2013 全年继续承压。

跌幅超过 10% 的板块还包括乙醇汽油、稀土永磁、航母、苹果、锂电池、触摸屏及移动支付等。

图 4：2012 年 7 月 Wind 概念及板块指数涨跌幅 %



数据来源：Wind 资讯

3. 资金流向

资金面上，7 月份，央行在公开市场净投放资金 760 亿元，在六月末资金季节性紧张后，七月份有所缓解，市场利率均有所回落。资金面的相对宽松亦有助于后市

反弹的开展。保监会发布十项调整新规，放宽险资股权投资比例；营业税改增值税试点将扩至京津粤深等 10 省市，利好建筑、交通运输、餐饮、旅游、商贸、零售等行业；欧洲央行行长德拉吉誓称将尽力保卫欧元，风险偏好明显上升。

由于 7 月共有 82 只个股面临解禁，按 7 月 27 日收盘价计算，解禁市值达 1209.3 亿元，解禁压力较大。最后一周解禁 A 股市值 689.9 亿元。7 月成交较为低迷，最后一周 A 股成交金额大幅减少，总成交金额 5718 亿元，日均成交金额 1144 亿元，较上一周减少 19.6%。换手率为 2.51%，较上一周减少 0.50 个百分点。整体来看，市场成交持续低迷，市场情绪非常悲观。

截至 2012 年 7 月 20 日，期末持仓 A 股账户为 33.96%，连续下滑，首次低于 34% 的水平。当周参与交易的 A 股账户占比为 6.02%，交易活跃程度持续处于非常低的水平

4. 个股行情

根据 wind 资讯数据，包括新股在内，有完整数据的 2390 只股票中，7 月份上涨的 302 只，占比 12.64%，比上月大幅下降，有 727 只股票跑赢沪深 300 指数，占比 30.42%。阶段涨幅超过 20% 的股票只有 15 只，占比仅 0.63%，其中，涨幅最大的前 10 只股票分别是江山股份、罗顿发展、华星化工、开开实业、海南瑞泽、朗玛信息、易华录、新安股份、百润股份和猛狮科技，涨幅均超过 25%。江山股份由于受益于草甘膦价格的上涨而飙涨，7 月份上涨 63%。

在下跌的股票中，跌幅超过 40% 的股票有 2 只：ST 澄海和 ST 博通。ST 股票由于受退市制度的影响而出现大幅下跌，扭亏无望又无实质重组题材的基差股也收到投资者的抛弃。

从换手率指标看弱势之中仍有强者恒强，2320 只个股中有 250 只换手率超过了 100%，大多是小盘题材股。海默科技、海南瑞泽、亿利达、麦捷科技、苏大维格、金河生物、津膜科技、仁智油服和猛狮科技均超过 500%。

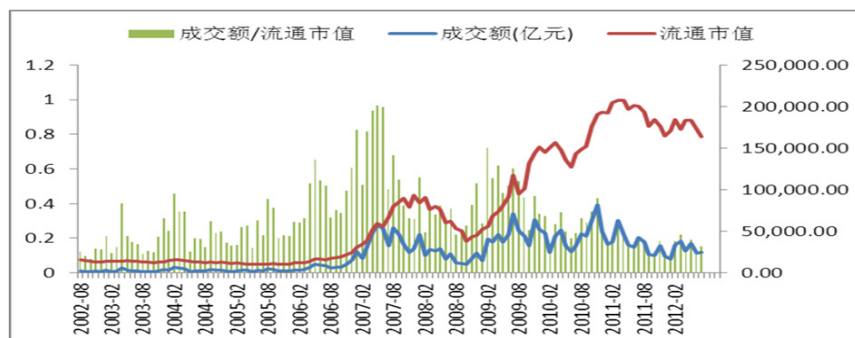
二. 投资策略

A 股自 6 月份以来深幅下跌，沪指多次刷新年内低点，在技术形态上仍在下行通道，情绪相当低迷。目前影响市场走势的关键是情绪，而压制情绪的主要因素是经济底部分歧、盈利下滑、政策力度变化、海外扰动，预计这些因素在 8 月有结构性改善的可能，市场可能前缓后稳。

（一）短期难改弱势

从市场情绪来看，情绪已极度低迷，自从 5 月初两市进入调整格局以来，投资者情绪也逐步回落。但值得注意的是，市场这一轮下跌投资者情绪纠结特征明显，情绪回落过程出现反复现象。这也预示着投资者情绪探底的过程暂未完成。

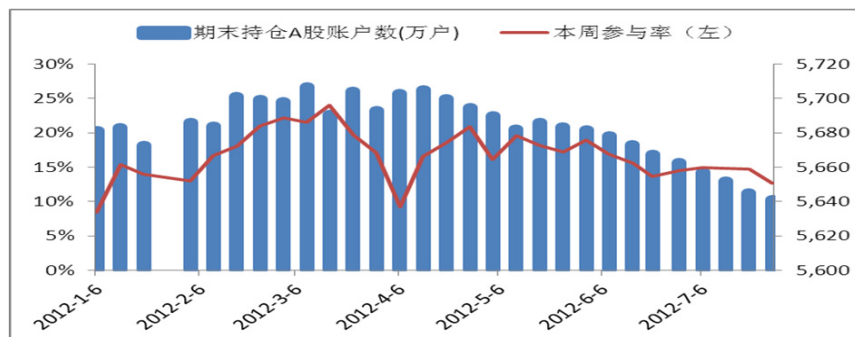
图 5：A 股成交额 / 流通市值数据



数据来源：Wind 资讯

从个人投资者情绪来看，投资者交投活跃度整体下降，但力度明显偏弱。从历史来看，当周参与交易的账户占比低于 12% 往往预示着中短期底部的来临。但这次调整以来，该交易占比一直维持在 13% 以上的水平。结合近期股市的走势来看，我们认为，这反映出投资者不敢大胆做多又不愿意杀跌的矛盾心态。投资者情绪出现历史上少有的持续反复态势。但这却造成投资者情绪始终难以实质触底的尴尬。

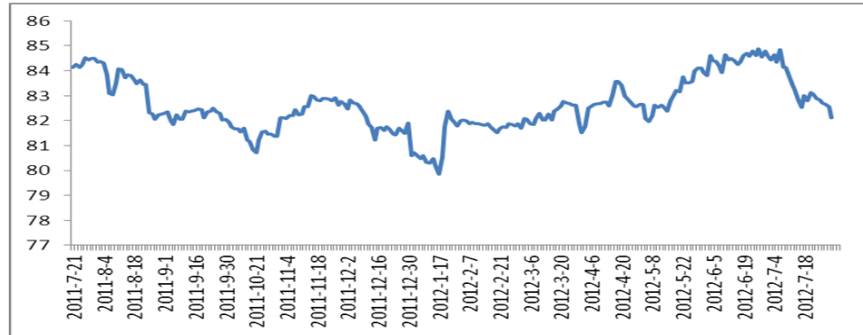
图 6：A 股投资者参与率



数据来源：Wind 资讯

机构投资者的情绪也出现了与个人投资者类似的特征。自从 5 月份以来，基金仓位呈现出窄幅波动的走势。基金整体仓位并未随股指的不断下跌而出现明显下降。是一种“看空不做空”的纠结心态。在此背景下，目前基金仓位并未处于非常低的水平，这预示着未来基金仍存在大幅减仓的可能。随着前期强势股的补跌，市场赚钱效应将进一步减弱。这可能带来市场情绪的实质性回落，回落的力度可能较前期加大。投资者情绪回落可能步入后期的赶底过程。

图 7：股票型基金股票投资比例



数据来源：Wind 资讯

从盈利来看，截止 2012 年 7 月 27 日，已经有 1484 家上市公司披露了对 2012 年二季报的盈利预测。其中，盈利为预增类型的公司比例同比下降 21%；而预减、略减、首亏等类型均有不同程度的上升。结果显示上市公司第二季度的盈利状况依然较为悲观。如果从预告类型同比变动的角度来看，食品饮料和公用事业是仅有的两个业绩预增类型同比出现正增长的行业；相比之下，黑色金属与有色金属是两个盈利预测同比下调幅度最大的行业。而其它行业受宏观经济下滑的影响，均有不同程度的盈利预测下调情况出

（二）弱市选择成长股

即将到来的反弹也会充满不确定性，尤其是在 8 月上旬经济触底反弹没有得到数据印证之前，有业绩支撑的行业和个股仍是资金的“避风港”。近期随着中报业绩预告的陆续出炉，上市公司业绩地雷频出，随着市场盈利预期的下调，业绩下滑明显的公司二级市场股价大幅波动。从已经公布中报业绩预告的公司类型来看，业绩“预增”和“略增”的公司相对沪深 300 指数取得正的超额收益，业绩“略减”和“预减”的公司则明显跑输大势。此外，中报业绩预告变脸的公司业绩在业绩预告公布后往往出现大幅下跌，7 月份业绩变脸的上市公司在业绩预告公布后 5 个交易日平均跌幅达到 6.57%。

进入 8 月份以后，上市公司将密集公布半年报，绩差公司仍将面临市场的考验。虽然在前期公布业绩预告时市场对公司业绩的下滑已有所反映，但由于市场信心偏弱，股价往往容易受到负面信息的冲击而反应过度，因此规避业绩地雷仍是防御重点，配置有业绩支撑的行业和个股。从已经公布中报业绩预告的 1400 多家上市公司的情况来看，下游消费类板块的业绩相对较好，业绩“预增”和“略增”公司占比较高，同时业绩“预减”和“略减”公司占比较低的行业有食品饮料、医药生物、纺织服装、公用事业、餐饮旅游和信息服务。进一步从细分行业中寻找，已披露中报业绩预告的上市公司中，饲料、白酒、复合肥、装饰园林、男装、医疗器械、医疗服务、传媒、网络服务、景点、物流、水务等行业的上市公司业绩较好。可以重点关注前阶段涨幅相对较小的景点、影视、网络服务、物流、复合肥行业。而其中的白酒、医药等前期

强势板块在补跌之后仍可继续参与。

（三）提前潜伏周期股

周期性行业虽然在5月份以来的下跌中调整较为充分，但在数据印证经济触底的信号之前，仍缺乏上涨的催化剂。8月份周期性板块缺少整体性的投资机会，市场风格迅速转换的可能性并不是很大。但具有改革预期和受益于资本市场制度建设的一些强周期板块仍有望取得超额收益。非银行金融中的券商、保险不仅具有一般周期性行业的特点，同时具有“金融创新和制度建设”的题材。市场对新三板扩容、资产证券化、转融通等创新业务的预期是券商板块未来行情发展的催化剂。对于保险股，养老险的税收递延和投资范围的扩大是两大利好。

随着十八大逐渐临近，市场关注焦点也将从周期复苏转向制度变革，寄希望于顶层设计和制度建设来引导经济结构的转型，而金融体制改革正是其中的核心。一方面随着利率市场化的推进，代表过去和现在的银行业逐渐“还利于民”；另一方面，代表未来的券商、保险、期货、信托等非银金融业有享受制度红利的题材，未来仍将是资金追逐的热点。但券商板块由于前期涨幅较大，短期需等待强势股补跌后的入场时机。