分析师

田嘉超

0755-22699033
tianjc@cmbchina.com

报告摘要:

——机构态度谨慎 观望情绪浓厚

- 上周公开市场无到期，同时央行继续维持公开市场零操作，加上临近月末等因素共同导致资金面再度趋紧。从回购市场交易情况来看，机构明显表现出谨慎的操作策略，日中即使有资金也不敢随便贸然放出，只有等到下午 3 点以后基本对当日资金头寸有较大把握的情况下才会出钱。我们认为，在央行“有意”维持目前资金紧平衡的情况下，机构这种谨慎的操作策略在短期内难以改变。虽然随着月末因素的消散，资金面将有所好转，但是当前的环境并不支持资金利率大幅回落，预计隔夜品种难以跌破 3%，而 7 天很可能将在 3.5%~4%的区间内振荡。

- 国内外的经济表现继续分化。上周公布的 7 月汇丰中国 PMI 初值下降 0.5 个百分点至 47.7，创下 11 个月以来的新低。而美国方面上周的经济数据则整体中性偏乐观。从目前的发展趋势来看，国内经济在短期内难以好转，而美国经济依然在持续复苏的轨道上，预计国际资本将继续从中国等新兴市场回流美国。

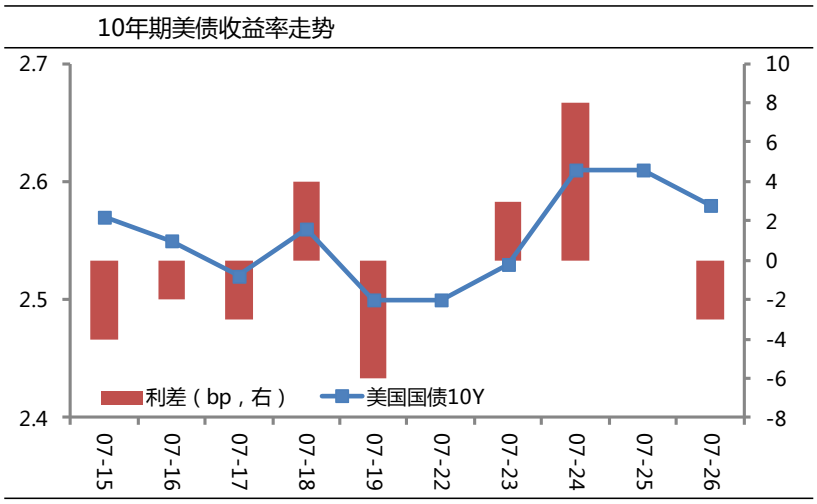
- 操作建议上，考虑到近期中长期限的利率品种调整幅度较大，收益率已经具备吸引力，配置型机构可以逐步介入。而资金面短期内难以有效好转，交易盘的获利难度依然较大，建议继续以观望为主。此外，审计署的最新动作将对信用品种尤其是城投债带来较大的调整压力，因此信用品种介入还需等待。

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

一、海外市场回顾与展望

海外方面，上周美国的经济数据表现中性偏乐观，芝加哥联储全国经济活动指数 6 月读数有所好转但小幅低于预期，6 月成屋销售年化 508 万户，为 2009 年 11 月以来次高，但不及预期的 525 万户。美国联邦住房金融局（FHFA）房价指数 5 月环比上升 0.7%，略低于预期的 0.8%。7 月里奇蒙德联储制造业指数自 6 月的+7 大幅下降至-11，显著低于预期值 9。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.2，高于预期的 52.6; 6 月新屋销售年率 49.7 万套，超过市场预期的 48.4 万套，再创复苏以来新高，不过上月数据有所下修。季调后的美国 6 月耐用品订单较前月增长 4.2%，远超预期的 1.4%，汽车等交通类订单的增长是耐用品订单增长的主要原因。美国 7 月密歇根大学消费者信心指数终值 85.1，好于预期的 84，创 2007 年 7 月以来最高点。

受偏乐观的经济数据推动，上周 10 年期美债收益率维持在高位振荡并小幅走高，基本符合我们对市场的预期。

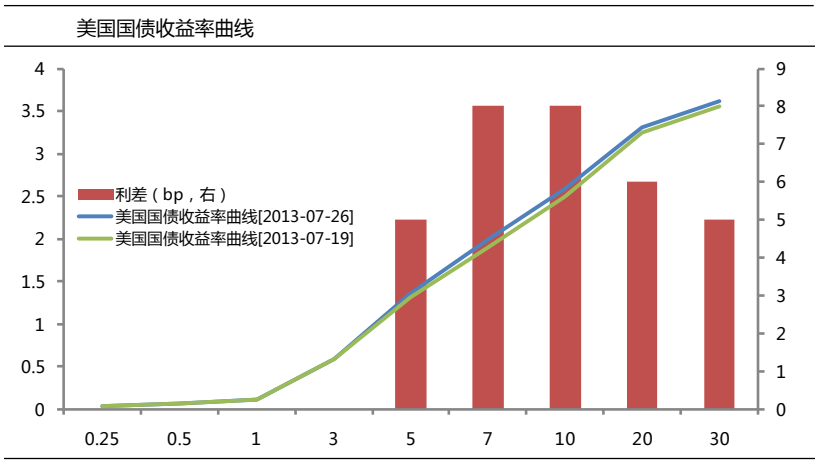


资料来源：WIND，招商银行

整体而言，近期美债的收益率虽然较前期高点有所回落，但是下行乏力，显示出市场对于联储削减 QE 规模的时点预期并未明显改变。本周中美联储将举行 FOMC 会议（9 月前的最后一次会议），从近期表现较为中性的经济数据来看，联储在本次会

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

议中传递的态度很可能依然是“需要进一步观察”。此外，本周五将有美国 7 月非农就业数据出炉，预计该数据与市场预期的增加 18.5 万人接近，不会造成市场大幅波动。

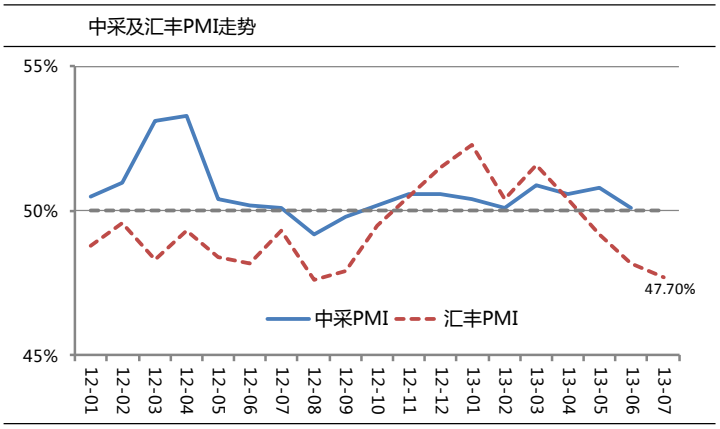


资料来源：WIND，招商银行

二、国内宏观动态与债市走势

2.1 宏观经济

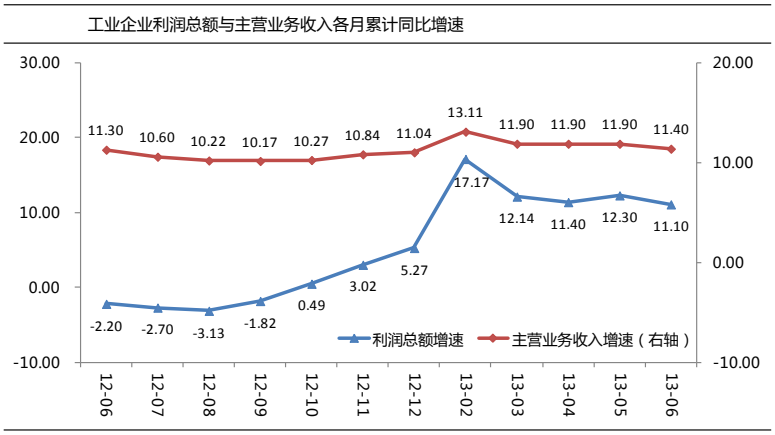
国内方面，7 月份汇丰 PMI 初值下降 0.5 个百分点至 47.7，创下 11 个月以来的新低，逼近去年 8 月的低点。由于汇丰调查的样本是以外需为导向的小企业为主，当前经济持续低迷的情况下，小企业所受冲击较大。



资料来源：WIND，招商银行

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

从分项数据来看，7 月汇丰 PMI 就业指数下滑到 47.3%，创下 09 年初以来的新低。由于就业情况是政府政策下限的重要关注点之一，其未来的走势值得市场密切留意。



资料来源：WIND，招商银行

国家统计局 7 月 27 日发布前 6 月全国规模以上工业企业利润数据显示，1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25836.6 亿元，比去年同期增长 11.1%，增速比 1-5 月份回落 1.2 个百分点，其中，主营活动利润 27891.8 亿元，比去年同期增长 7.2%，增速比 1-5 月份回落 4.2 个百分点。1-6 月份，规模以上工业企业实现主营业务收入 478365.4 亿元，比去年同期增长 11.4%。6 月工业企业主营活动利润增速回落主要受企业主营业务收入增速减缓、单位成本和费用增加、去年同期基数相对较高等因素的影响。

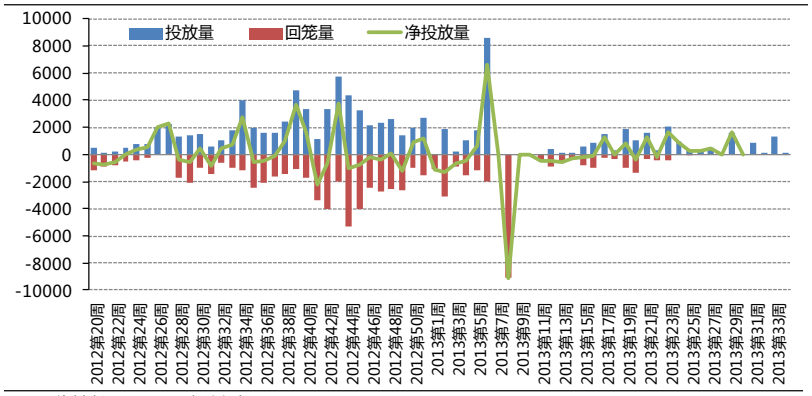
审计署 28 日发布消息称，根据国务院要求，审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计。本次审计的级别与 2011 年类似，即由国务院决定、审计署组织，但范围更广，过程更严密。审计时间及统计结果至少需要 2 个月，则审计结果最早在 10 月中旬公布。我们认为，此次审计行动从长期来看影响正面，“看不见的风险”得到清查，将有助于未来市场对地方债务风险的控制与处理上不再摸不着头脑。但是短期内，此次的审计结果可能给市场带来负面影响，城投债的风险有释放压力。

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

2.2 政策面及资金面

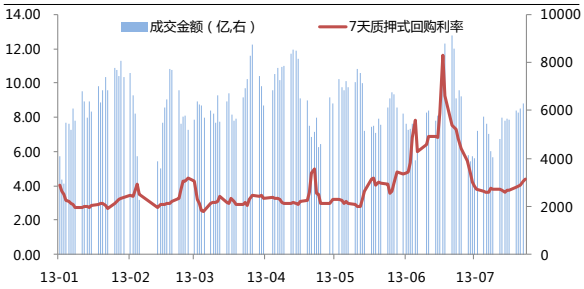
上周公开市场无到期，同时央行继续维持公开市场零操作，加上临近月末等因素共同导致资金面再度趋紧，R001 和 R007 的加权价较前一周五分别上涨了 55 和 65 个 BP 至 3.60%和 4.41%。从回购市场交易情况来看，上周机构明显表现出谨慎的操作策略，日中即使有资金也不敢随便贸然放出，只有等到下午 3 点以后基本对当日资金头寸有较大把握的情况下才会出钱。我们认为，在央行“有意”维持目前资金紧平衡的情况下，机构这种谨慎的操作策略在短期内难以改变。虽然随着月末因素的消散，资金面将有所好转，但是当前的环境并不支持资金利率大幅回落，预计隔夜品种难以跌破 3%，而 7 天很可能将在 3.5%~4%的区间内振荡。

央行公开市场操作



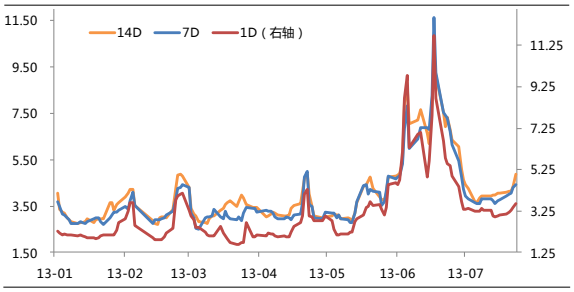
资料来源：WIND，招商银行

7天质押式回购利率及成交金额



资料来源：WIND，招商银行

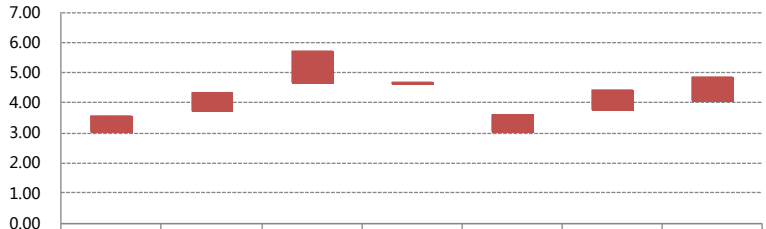
近期回购利率走势



资料来源：WIND，招商银行

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

银行间市场资金成本一周变动情况

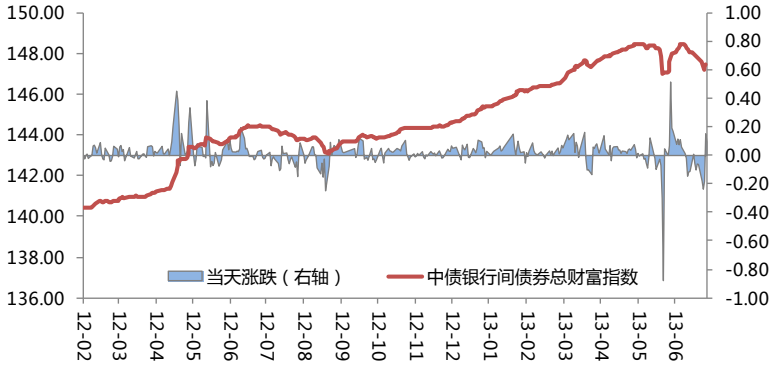


	SHIBOR:O/N	SHIBOR:1W	SHIBOR:1M	SHIBOR:3M	R001	R007	R014
前周收盘	3.0400	3.7450	4.6690	4.6525	3.0471	3.7681	4.0716
当周最高	3.5500	4.3510	5.7220	4.6670	3.5962	4.4144	4.8730
当周最低	3.1035	3.9250	4.8060	4.6515	3.1213	3.9369	4.1121
当周收盘	3.5500	4.3510	5.7220	4.6670	3.5962	4.4144	4.8730

资料来源：WIND，招商银行

2.3 现券市场走势

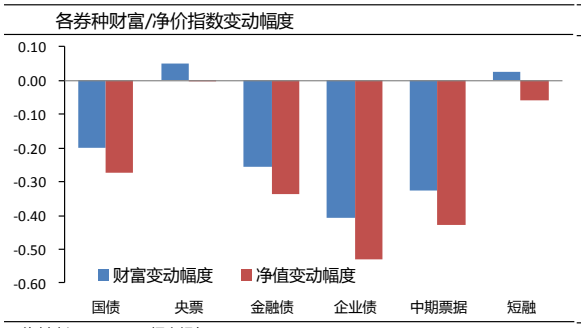
银行间债券总财富指数



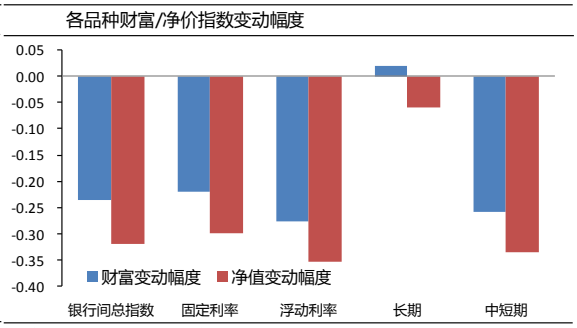
资料来源：WIND，招商银行

上周资金利率有不小幅度上行，绝大部分品种收益率都有抬升，机构态度谨慎，观望气氛浓厚。不过，上周最后两个交易日，部分机构在央行定向投放资金等乐观传言中入场，使得长期品种的收益率有一定程度回落。

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

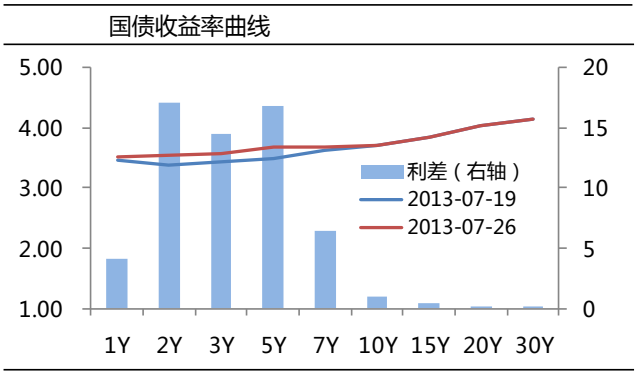


资料来源：WIND，招商银行

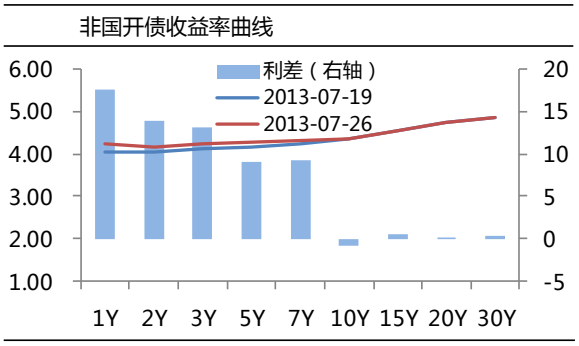


资料来源：WIND，招商银行

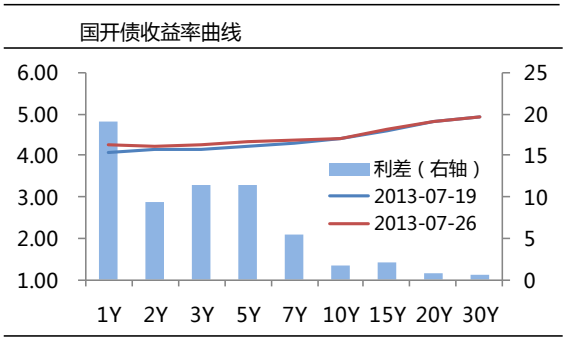
利率市场方面，上周一级市场的发行压力较大，全周有将近1000 亿利率债发行，而一级市场招标利率的上行也带动二级市场有所调整，并且以长期限的品种为主。本周尽管利率品种的供给压力不如上周大，但是中长期的占比较高，预计依然会对相应品种的收益率产生不小的影响。



资料来源：WIND，招商银行



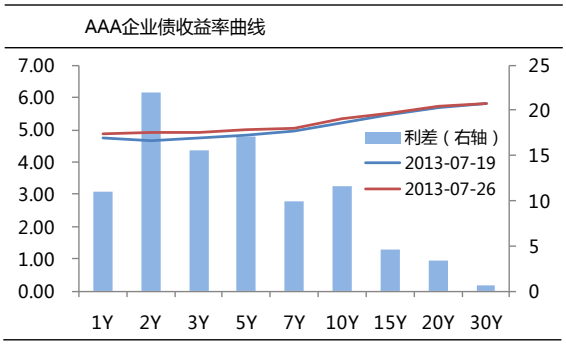
资料来源：WIND，招商银行



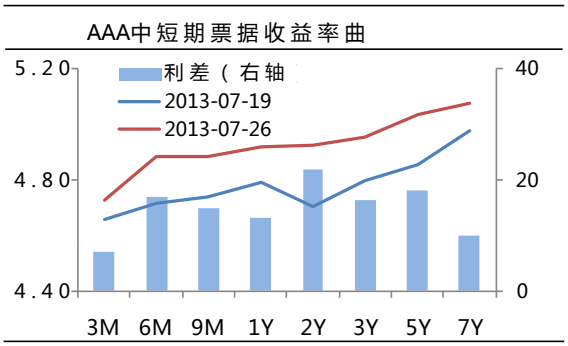
资料来源：WIND，招商银行

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

信用市场方面，近期中低评级品种调整幅度更大，一方面是由于6月份资金面紧张时，利率债和高评级信用债等流动性好的品种首先遭到抛售，导致中低评级品种的调整有所滞后；另一方面，在经济持续下滑的过程中，企业发生信用风险的概率在加大，也导致低评级品种遭到抛售。而近期审计署开始全面审查地方政府债务问题将加速暴露信用债特别是城投债的风险，预计信用品种将继续调整。



资料来源：WIND，招商银行



资料来源WIND招商银行

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

中债估值	3M	6M	1年	3年	5年	7年	10年
国债	3.48	3.63	3.50	3.58	3.67	3.69	3.72
非国开债	4.00	4.16	4.23	4.25	4.26	4.32	4.34
国开债	4.02	4.21	4.25	4.26	4.35	4.36	4.41
Depo浮息债	-	1.16	1.29	1.27	1.35	1.49	1.54
Shibor浮息债	-	-0.49	-0.09	0.18	0.18	0.20	0.34
央票	3.75	3.79	3.81	3.80			
超AAA	4.68	4.83	4.83	4.80	4.85	4.97	5.20
AAA	4.73	4.88	4.92	4.96	5.04	5.07	5.36
AA+	5.00	5.15	5.19	5.24	5.36	5.45	
AA	5.23	5.41	5.45	5.56	5.77		
AA-	5.60	5.81	5.88	6.28	6.55		
A+	6.36	6.64	6.86	7.60	8.14		
相对上周	**3M**	**6M**	**1年**	**3年**	**5年**	**7年**	**10年**
国债	-8	13	4	15	17	7	1
非国开债	9	24	18	13	9	9	-1
国开债	9	21	19	11	11	6	2
Depo浮息债	-	24	12	11	9	12	5
Shibor浮息债	-	6	20	11	5	2	1
央票	-1	10	11	17			
超AAA	8	18	14	15	10	10	13
AAA	7	17	13	16	18	10	10
AA+	11	18	14	16	18	10	
AA	15	25	18	16	18		
AA-	15	25	20	18	18		
A+	13	23	24	16	18		
相对历史均值	**3M**	**6M**	**1年**	**3年**	**5年**	**7年**	**10年**
国债	118	136	113	81	59	36	12
非国开债	127	147	140	103	77	61	39
国开债	-	-	-	-	-	-	-
Depo浮息债	-	130	122	82	74	76	69
Shibor浮息债	-	21	32	10	-7	-7	-6
央票	117	111	96	56			
超AAA	105	110	97	55	28	14	14
AAA	137	139	123	74	43	18	3
AA+	139	136	114	60	27	-10	
AA	151	155	132	75	27		
AA-	149	146	120	70	44		
A+	168	165	143	102	101		

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

相对年初值	3M	6M	1年	3年	5年	7年	10年
国债	70	84	60	48	44	22	14
非国开债	83	89	87	35	16	6	2
国开债	-	89	77	32	13	-3	-6
Depo浮息债	-	64	72	21	8	16	-3
Shibor浮息债	-	14	26	6	-19	-28	-27
央票	92	95	82	61			
超AAA	31	46	46	26	6	4	10
AAA	31	46	46	24	3	-8	3
AA+	36	51	49	19	1	-18	
AA	45	62	59	26	-12		
AA-	55	75	63	18	-12		
A+	58	71	53	3	-21		

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！

重要免责申明

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

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

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。

特别提示 本报告仅代表分析师的个人意见，与所在机构无关，仅供投资决策参考！