

证券研究报告



分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

联系人

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

债务问题的三伏天

——中国宏观经济周报（2011. 7. 25-2011. 7. 31）

2011 年 7 月 31 日

要点

相关报告

110724

汇丰 PMI 与民间资金调研指向中小企业困境

110720

民间资金借贷由供需两旺到谨慎惜贷

110718

工业生产超预期分析

110713

工业生产超预期，经济已经软着陆

110712

信贷与财政政策边际改善可期

110710

CPI 虽将回落，但在 3 季度或有反复

110708

货币紧缩观察期，大宗炒作窗口期

110706

经济增长有限放缓，通胀压力如期见顶

110703

主动去库存或在 3 季度结束

110701

主动去库存正在进行

110626

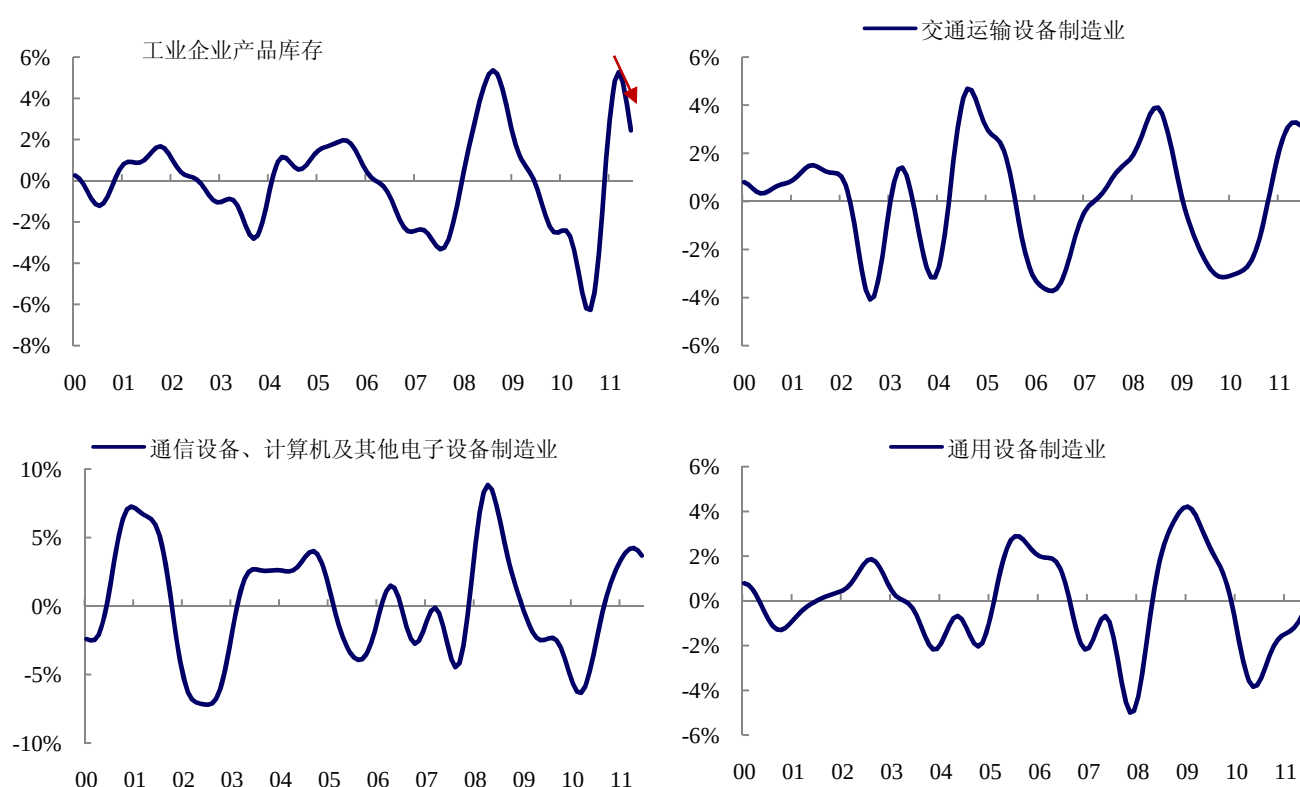
数据真空期，加息概率上升

- 短期经济数据偏弱，在高企的通胀压力背景下，政策的腾挪空间较小，但是目前偏紧的资金面以及对地方政府及铁道部债务问题的担忧已经影响到了政府下半年的经济目标，预期政策面在 8 月份会进一步明朗以破局。
- 最新的里德、博纳方案在周末均遭否决，两党关于财政预算的争执点在于 1) 是否应该分两步提高债务上限；2) 削减赤字的方案是否应该包含大幅削减医保和医疗补助等社会福利支出。两党达成一个妥协性议案的概率在上升。在此之前，全球资本市场仍会受到煎熬。从资本市场的表现来看，美国政府违约的概率不大。
- 穆迪将西班牙主权债务评级展望列入负面观察名单，CDS 反弹，欧债危机没完没了。7 月 21 日，欧盟峰会对希腊援助达成一致使欧债危机暂时缓解，PIIGS 的 CDS 息差也大幅回落。7 月 29 日穆迪将西班牙主权债务评级列入负面观察名单重新引发了市场对欧债问题的担忧。
- 本周央行继续实现净投放缓解流动性偏紧局面。虽然本月央行暂停一月一次的存准率上调，但在 3 季度物价仍然大概率处于高位的背景下，货币政策将难以出现放松。但是在另一方面，紧绷的债市，尤其是信用债市场危机需要流动性和时间来缓解。政府在下半年力推的保障房和基建项目也对债市有所诉求，而目前债市所处“几近崩盘”的状态显然不能达到政府要求，因此央行再次提高存准率的概率也在降低。
- 最新褐皮书显示 6、7 两月美国经济温和增长但有所放缓，消费支出总体呈上升趋势，但汽车库存依然偏紧，原材料价格高企挤压盈利空间；制造业扩张速度减慢，企业对未来保持乐观，但在资本支出方面更为谨慎。美联储对目前经济的判断不支持在短期内推出新的量化放松。

6 月份的工业企业库存数据显示整体工业行业结构性主动去库存仍在进行。我们近期的钢铁，资金价格调研显示总体需求在 7 月份偏疲弱。来自于我们机械行业分析师的信息指向基建类项目还没有明显改善。在高企的通胀压力背景下，政策的腾挪空间较小，但是目前偏紧的资金面已经影响到了政府下半年的经济目标，预期政策面在 8 月份会进一步明朗以破局。

- 6 月份的数据显示整体工业行业结构性主动去库存仍在进行。整体工业产成品库存压力指数继续拐头向下，指向企业主动去库存正在进行。分行业来看，主动去库存的行业与上月基本一致，主要包括交通运输设备、通信设备、计算机及其他电子设备、有色金属矿采选、黑色及有色金属冶炼及压延加工、石油加工、炼焦及核燃料加工、化学原料及化学制品等。
- 偏紧的流动性与市场对地方政府债务的担忧已经影响到债券融资能力，与政府着力推动的保障房与其他基建类项目目标不符，期待政策面明朗后的破局。近期债券市场的寒流已经导致债券流标，发行规模显著萎缩。这明显与政府着力推动的保障房与其他基建类项目目标不符。据媒体报道，财政部、发改委、住建部联合发布通知，要求各地在 8 月 10 日前报送 2011 年城镇保障性安居工程投资需求与资金筹措情况。而银监会也明确表示支持设立省级保障房融资平台。我们预期政策面在 8 月份会进一步明朗。

图 1：6 月份工业企业数据显示整体工业行业结构性主动去库存仍在进行



数据来源：CEIC，兴业证券

食用农产品价格继续小幅上涨，7 月食品价格周环比持续上涨指向食品类 CPI 仍将高企，从而推升整体通胀平台。维持前期判断，3 季度通胀水平仍将维持在高位，4 季度才能看到较为明显的回落。但需注意在 3 季度末 4 季度初内外需求复苏叠加而引发大宗商品价格有所反弹，导致输入

性通胀或难“减压”。

- 食用农产品价格小幅上涨，猪价涨幅放缓，符合前期判断。7 月食品价格周环比持续上涨指向食品类 CPI 仍将高企，从而推升整体通胀平台。上周商务部农产品价格指数小幅上涨，而农业部高频数据连续 9 日小幅回落。其中，商务部猪肉价格周环比为 0.1%，连续 5 周涨幅收窄。考虑到前期补栏的生猪已可以投放市场，同时猪价上涨放缓预期或将使前期压栏放量，从而加剧猪价回落。而前期受猪价上涨推动的替代肉类价格或也将回落。另外，近几周食用油类价格持续上涨。发改委确认食用油限价令已经解除，但同时表示，国家食用油库存充裕，“食用油波动非常正常，即使以后要调，估计幅度也不是很大”，“需要国家调控时，肯定会调控”，显示政府对于食用油价格稳定的信心。
- 维持前期判断，3 季度通胀水平仍将维持在高位，4 季度才能看到较为明显的回落。7 月受食品价格持续上升的影响，预计整体 CPI 同比增速将维持在 6.0% 以上的高位，而去年 8、9 月份 CPI 环比增速低于历史均值，基数原因也将推升今年同期的 CPI 读数，同时产出缺口持续处于正值区间也对通胀形成支撑，预计 3 季度通胀水平仍将维持在高位，而 4 季度将由于基数原因回落。但需注意海外风险，预计下半年美国经济大概率走强，新兴市场国家的加息周期也告一段落，将拉动原油和基本金属需求，从而进一步推升大宗商品价格。

图 2：食用农产品价格继续小幅上涨，指向食品类 CPI 仍将高企

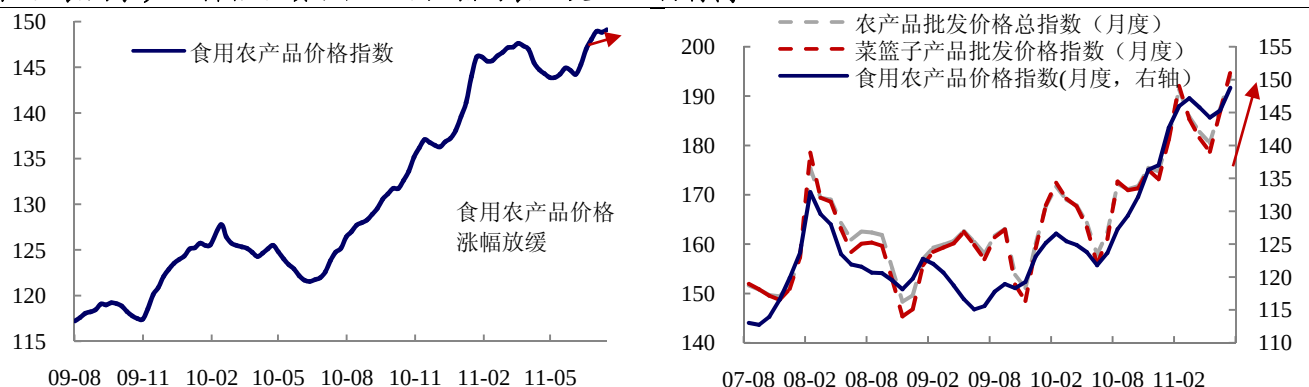


图 3：肉类累计涨幅明显回落，自繁自养头均盈利有所下降，但仍处于高位

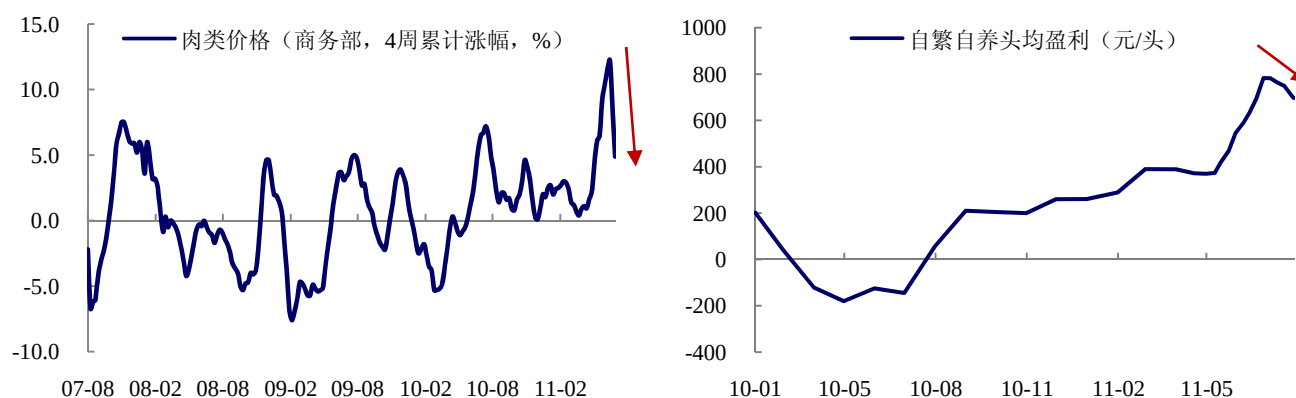
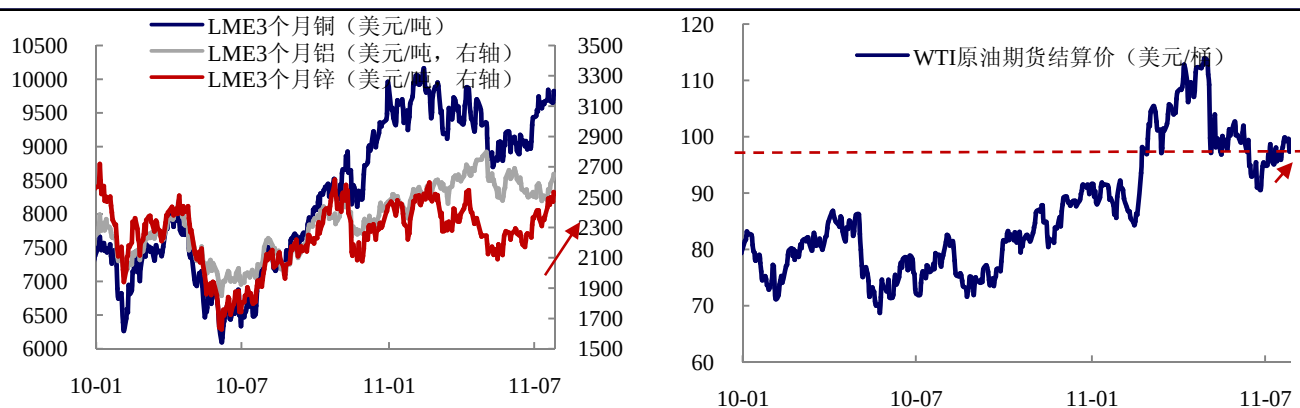


图 4：近期市场对欧美债务问题的担忧并没有明显打压大宗商品价格，显示较强的支撑力度。3 季度末与 4 季度初内外需经济叠加向上或将再次提振大宗商品价格。



数据来源：CEIC，兴业证券

本周央行继续实现净投放缓解流动性偏紧局面。虽然本月央行暂停一月一次的存准率上调，但在3季度物价仍然大概率处于高位的背景下，货币政策将难以出现放松。但是在另一方面，紧绷的债市，尤其是信用债市场危机需要流动性和时间来缓解。政府在下半年力推的保障房和基建项目也对债市有所诉求，而目前债市所处“几近崩盘”的状态显然不能达到政府要求，因此央行再次提高存准率的概率也在降低。

- 本周央行继续实现净投放，银行间短期资金面压力有所缓解。本周央行发行票据 20 亿元，并停止正回购操作，由于到期资金量较前期明显缩量，本周总计实现净投放 320 亿元。在操作手段上，央行只采用了 3 个月期及 1 年期央票发行，且发行数量均只有象征性意义的 10 亿元，资金回笼力度继续减弱。同时，央票一二级市场利率持续倒挂也将影响央票的认购意愿。在商业银行季末考核等短期因素消失后，本月初以来，短期资金价格较前期有所回落，但受财政存款上缴（从 2007-2010 年的数据来简单推算 7 月新增财政存款或达 4000 亿左右）等因素影响仍处于较高水平。截止本周五，银行间隔夜及 7 天回购利率分别为 3.50%、5.10%，较前期高点有所回落。
- 维持前期观点，虽然本月央行暂停一月一次的存准率上调，但在 3 季度物价仍然大概率处于高位的背景下，货币政策将难以出现放松。本月，央行暂停一月一次的存准率上调，同时上周五召开的中央政治局会议强调“要坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，在 3 季度通胀平台仍大概率处于高位的情况下，货币政策将难以出现放松。基于 7 月以后公开市场到期资金有所回落，8-10 月公开市场到期资金月均少于 3000 亿，不足一次上提存准率回笼的货币量，海外资金的流入情况仍将是影响是否上调存款准备金率的重要因素。在美债违约的阴影未消失前，美元贬值而人民币兑美元中间价持续走低，同时 12 个月 NDF 值再现向下趋势，表明人民币升值预期不减，海外资金的流入压力仍然较大。我们认为，后期海外资金的流入是否超预期仍将是影响货币数量工具使用频率的重要因素。

图 5：为缓解流动性压力，本周央行实现净投放。央票一二级市场利率持续倒挂抑制央票认购意愿

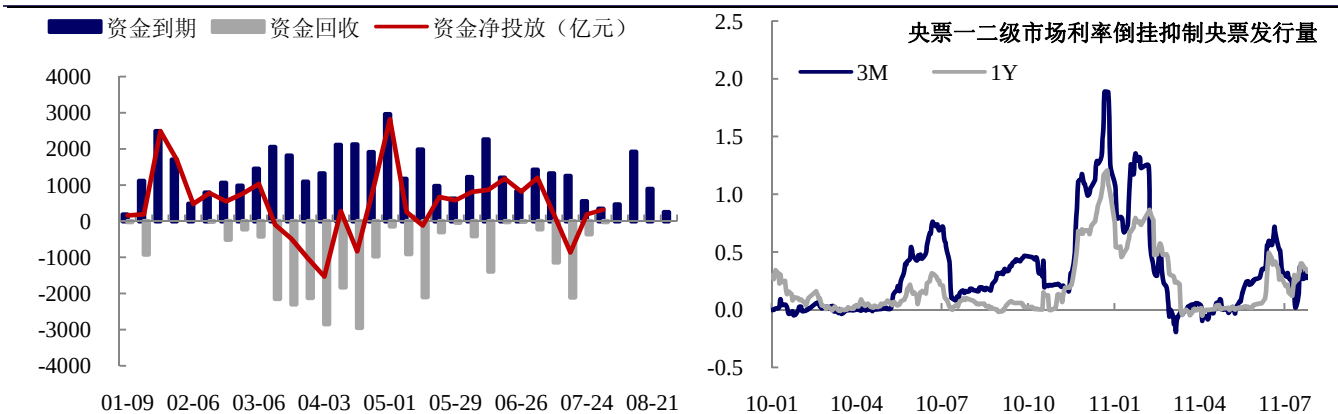


图6：短端资金利率涨跌互现，但仍处于高位，显示资金面紧张。财政存款的季节性上缴短期制约流动性

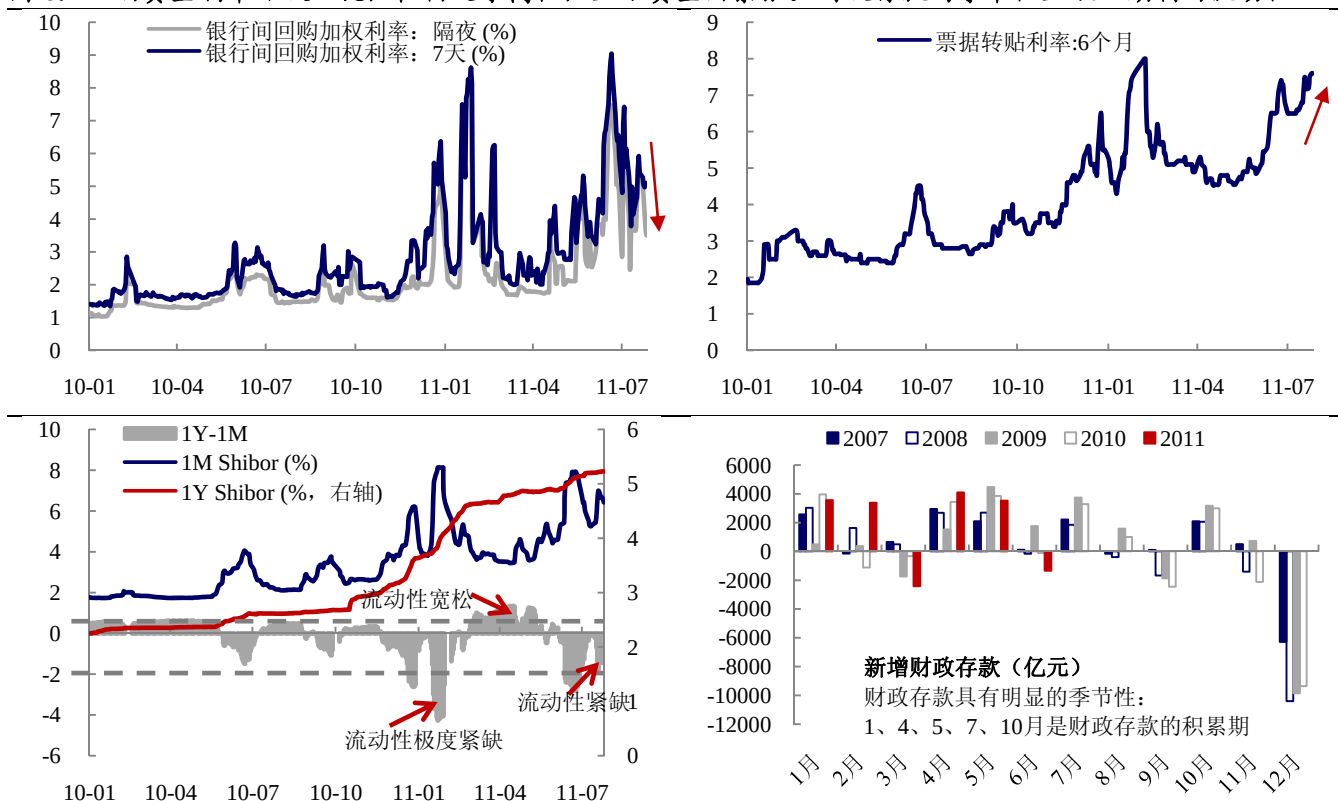
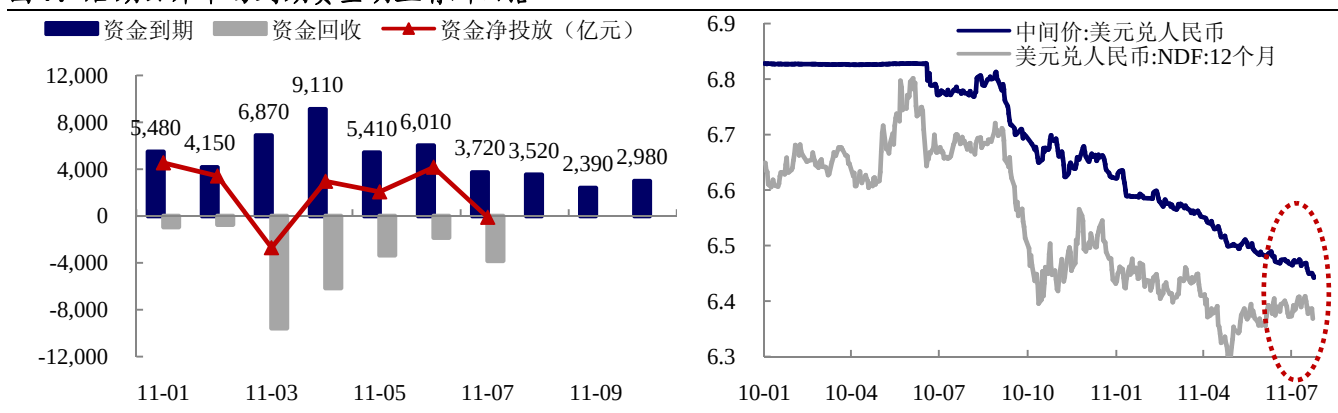


图7：后期公开市场到期资金明显有所回落



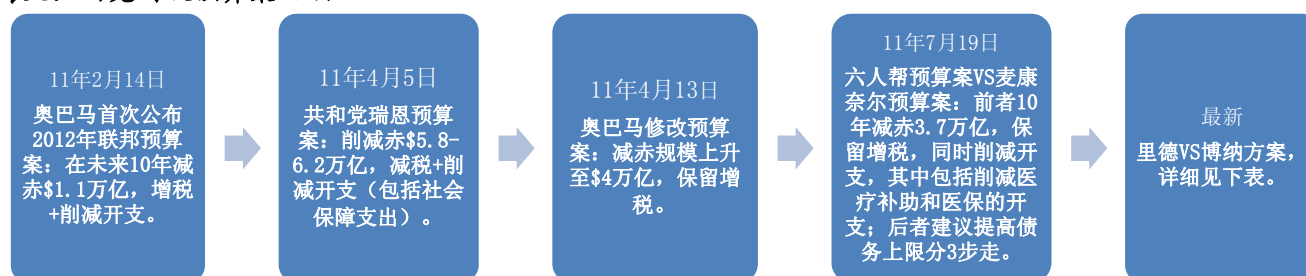
数据来源：CEIC，兴业证券

最新的里德、博纳方案在周末均遭否决，两党关于财政预算的争执点在于1) 是否应该分两步提高债务上限；

2) 削减赤字的方案是否应该包含大幅削减医保和医疗补助等社会福利支出。两党达成一个妥协性议案的概率在上升。从资本市场的表现来看, 美国政府发生违约的概率不大, 尽管担忧有所上升。

- 政治博弈导致里德和博纳方案均夭折, 达成妥协性议案的概率在上升。北京时间 7 月 31 日凌晨, 美国众议院 (共和党为多数党) 否决里德方案 (民主党参议院领袖)。此前, 博纳方案 (共和党众议院议长) 虽然通过众议院, 但在参议院遭到否决。里德方案一次性提高债务上限 2.4 万亿美元, 同时削减赤字 2.7 万亿美元。博纳“两步走”方案, 先提高债务上限 9000 亿美元对应削减赤字 1.2 万亿美元, 之后预计削减赤字 1.6-1.8 万亿美元, 同时提高债务上限 1.6 万亿美元, 但前提是需要国会通过一项要求政府保持收支平衡的宪法修正案。
- 两党关于财政预算的分歧目前来看集中于: 1) 是否应该分两步提高债务上限; 2) 削减赤字的方案是否应该包含大幅削减医保和医疗补助等社会福利支出。民主党不接受博纳两步走方案是由于奥巴马不接受临时的方案, 希望一次性提高债务上限至 2012 年底, 避免在 2012 年大选期间由于债务问题再次博弈。共和党内部对于博纳的方案也并非意见一致, 反对方认为博纳的方案对赤字削减的额度远低于最初共和党提出的 10 年 6 万亿美元。里德的方案 10 年削减 2.7 万亿美元显然也远远达不到共和党的预期, 而且里德的方案中不包括共和党要求的医保和医疗补助等支出的削减。

表 8: 两党财政预算案回顾



数据来源: 兴业证券整理

表 9: 两党最新方案比较

里德方案 (Reid Plan) (单位: 美元)			博纳方案 (Boehner Plan) (单位: 美元)			
提高债务上限	2.4 万亿			第一阶段	第二阶段	总计
未来 10 年财政预算			提高债务上限	9000 亿	1.6 万亿	2.6 万亿
支出削减	可随意支配开支	1.2 万亿	未来 10 年财政预算			
	强制性开支 (不包括医保和社会保障)	0.1 万亿	支出削减	1.2 万亿	1.6-1.8 万亿 非最终方案	2.8-3.0 万亿 非最终方案
	国防开支 (从伊拉克、阿富汗撤军)	1.0 万亿	税收增加	0	0	0
	利息支付	0.4 万亿	赤字削减	1.2 万亿	1.6-1.8 万亿 非最终方案	2.8-3.0 万亿 非最终方案
税收增加	0		联邦预算办公室 (CBO) 计算	9150 亿	N/A	N/A
赤字削减	2.7 万亿					
联邦预算办公室 (CBO) 计算	2.2 万亿					

数据来源: 兴业证券整理

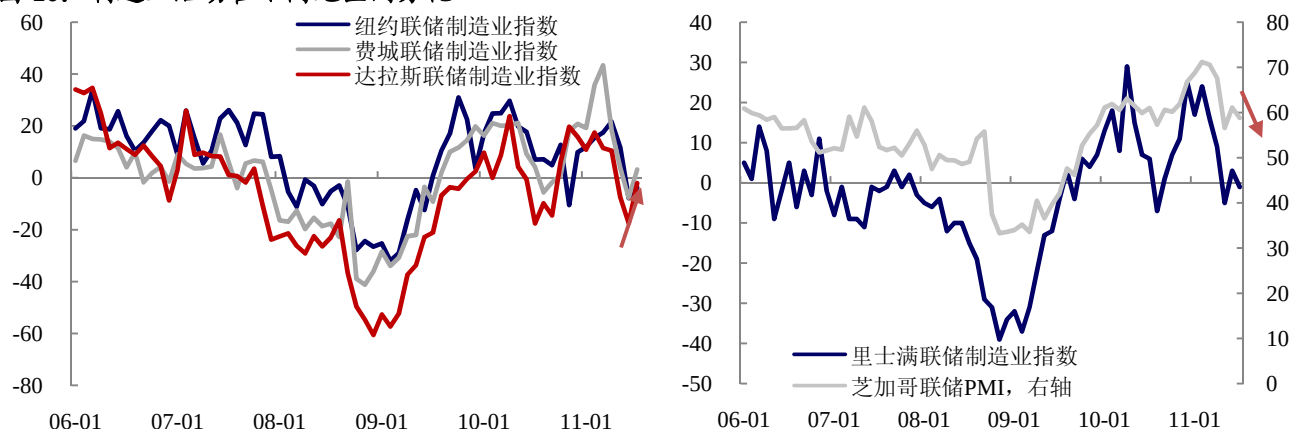
最新褐皮书显示 6、7 两月美国经济温和增长但有所放缓, 消费支出总体呈上升趋势, 但汽车库存依然偏紧, 原材料价格高企挤压盈利空间; 制造业扩张速度减慢, 企业对未来保持乐观, 但在资本支出方面更为谨慎。美联储对目前经济的判断不支持在短期内推出新的量化放松。

从 7 月地区联储的调研数据来看, 制造业在不同地区分化明显。2 季度美国 GDP 数据不及预期, 主要是受日本供应链断裂导致汽车消费大幅下降所拖累, 汽车生产对 GDP 的拖累为 0.12 个百分点 (1 季度贡献为 1.08 个

百分点)。

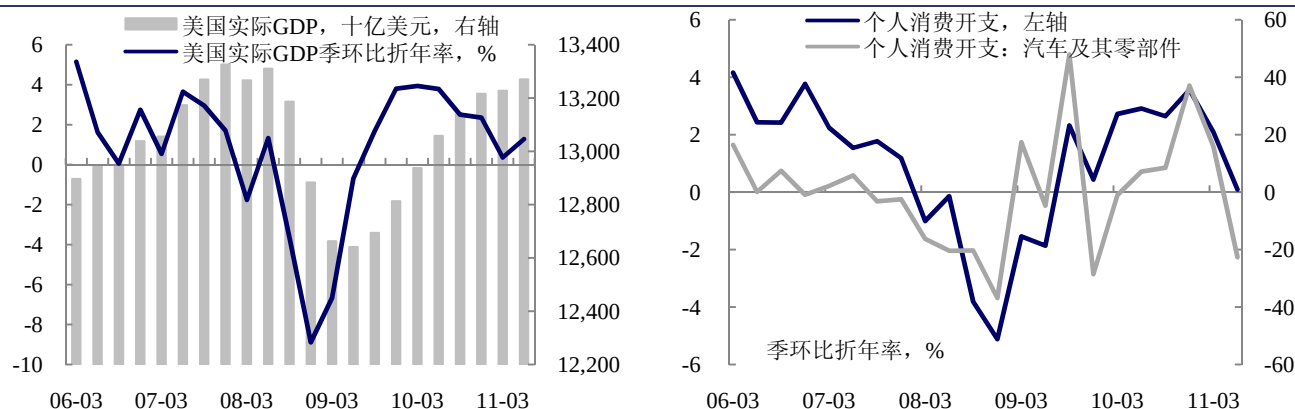
- 最新褐皮书显示 6、7 两月美国经济温和增长但有所放缓，消费支出总体呈上升趋势，但汽车库存依然偏紧，原材料价格高企挤压盈利空间；制造业扩张速度减慢，企业对未来保持乐观，但在资本支出方面更为谨慎。地产仍然低迷，但建筑活动和租赁市场持续改善；信贷质量有所上升，通胀压力缓和，就业依旧疲软。联储 7 月 28 日公布最新经济活动褐皮书，认为自 6 月 8 日（上一次褐皮书公布时间）以来经济温和增长，但增速有所放缓。消费总体呈上升趋势，大部分地区的非汽车类零售销售温和增长，汽油价格的回落将对跨区域消费和额外消费支出有一定刺激作用，然而食品、能源、棉花和其他原材料价格的上升挤压了零售销售的盈利空间。汽车销售略有下降，日本供应链断裂导致库存依然偏紧。制造业总体保持扩张，但大部分地区的增速放缓。从对制造业企业的调查来看，大部分对未来保持乐观，但在资本支出上可能更谨慎。地产业整体仍然低迷，但建筑业以及居民租房市场持续改善。信贷总量总体保持平稳，但质量有所改善。就业市场总体仍然疲软，通胀压力有所缓和。
- 制造业在不同联储地区间呈现分化。从已经公布的制造业地区指数来看，不同地区的制造业活动呈现明显分化。纽约、费城和达拉斯联储制造业指数回升，但回升程度不一，纽约联储制造业指数不及预期，费城及达拉斯联储超预期上升。然而里士满联储制造业指数意外回落，预期为上升；芝加哥 PMI 指数下滑幅度超出市场预期。
- 美国 2 季度 GDP 季环比折年率低于预期，其中消费支出特别是汽车消费大幅下降是经济放缓的主要原因。2 季度 GDP 初值季环比折年率 1.3%，低于市场预期 1.8%，1 季度 GDP 季环比折年率由 1.9% 下修至 0.4%。从分项来看，2 季度除个人消费支出外，投资、政府消费和净出口均好于 1 季度。2 季度个人消费支出增长仅 0.1%，为 2009 年 2 季度以来最低，其中汽车消费环比折年率为 -22.7%，为近 5 个季度来首次转负。我们认为消费疲软的原因 1) 日本供应链断裂造成美国汽车及其零部件生产受阻，汽车供应短缺造成库存紧张，最终影响消费；2) 物价高企部分抑制了消费者的消费意愿。

图 10：制造业活动在不同地区间分化



数据来源：CEIC，兴业证券

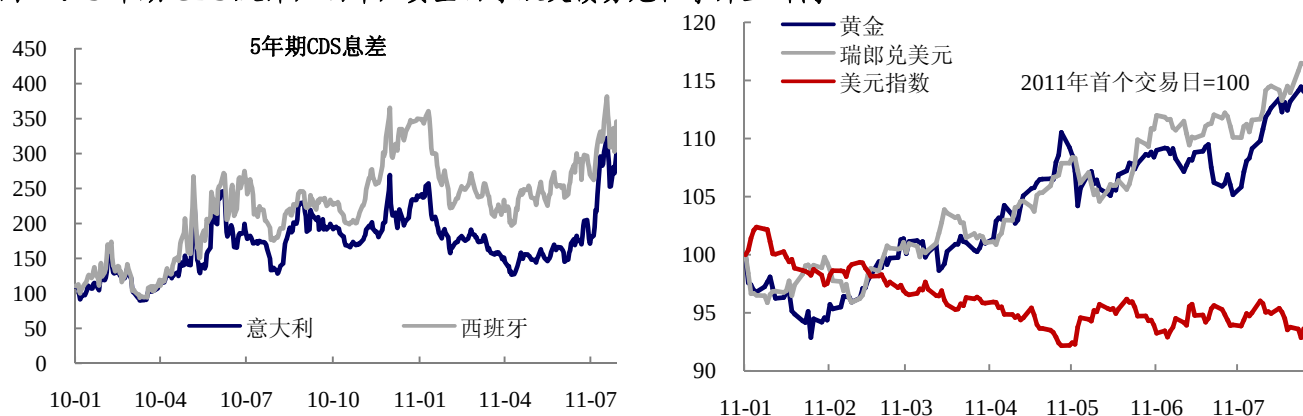
图 11：2 季度 GDP 增长低于预期，汽车消费下降是拖累经济的主要原因



数据来源：CEIC，兴业证券

- 穆迪将西班牙主权债务评级展望列入负面观察名单，CDS 反弹，欧债危机没完没了。7月21日，欧盟峰会对希腊援助达成一致使欧债危机初露曙光，PIIGS 的 CDS 息差大幅回落。我们在中期策略报告中称在峰会后穆迪仍然下调希腊主权债务评级至 Ca 级显示欧债是虽有所放缓但后期风险仍在。7月29日穆迪将西班牙主权债务评级列入负面观察名单，指出西班牙经济增长缓慢，居民消费疲软，财政脆弱，仍然面临融资压力，国债投资者面临的风险加大。在穆迪发出警告后，意大利和西班牙的 CDS 息差反弹。虽然穆迪在报告中称西班牙暂时不会寻求帮助，但一旦危机蔓延至意大利和西班牙，鉴于这两国国债规模和经济总量以及目前投资者敏感的反应，可能会引发更糟糕的后果。

图 12: 5 年期 CDS 反弹，瑞郎，黄金由于欧美债务危机攀升至新高



数据来源：Bloomberg，兴业证券

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。