

6月主要经济数据预测

	5月实际值	6月预测值
二季度 GDP	--	7.5%
CPI 同比	3.0%	2.30%
PPI 同比	-1.4%	-1.70%
工业增加值	9.60%	9.70%
固定资产投资	20.10%	13%
贸易顺差	187 亿美元	256 亿美元
新增贷款	7932 亿	11000 亿
M2 同比	13.20%	13.6%

年内公开市场到期情况

现金流发生日	净投放量 (亿)
2012 年 7 月	260
2012 年 8 月	1020
2012 年 9 月	560
2012 年 10 月	390
2012 年 11 月	1020
2012 年 12 月	1180
合计	4430

6月份国债收益率变动

期限	5-31	6-29	变动 (BP)
1y	2.23%	2.34%	11
3y	2.45%	2.52%	7
5y	2.80%	2.91%	11
7y	3.15%	3.10%	-5
10y	3.34%	3.33%	-1

6月资金利率变动

期限	5-31	6-29	变动 (BP)
R007	2.17%	4.14%	197
3M_Shibor	4.2068%	4.0778%	-12.9

- 6月份的行情跌宕起伏，降息、选举、逆回购共同影响带来一个小波段。7月初央行降准的可能性很大，二季度经济数据的公布会给市场带来新的热点，我们认为数据总体对收益率下行构成支持。欧洲债务危机正在经历欧盟峰会带来的短暂乐观，而没有真正走出困局。收益率曲线有望陡峭化小幅下行。
- 预计二季度 GDP 同比增速在 7.5%。6月份工业增速同比将继续反弹，力度有限。环比受到季度末考核期的影响，也将出现小幅反弹。我们预计6月份工业增加值同比增长 9.7%。
- 综合食品和非食品情况分析，预计6月份 CPI 同比在 2.3%，而7月，CPI 同比将跌破 2%，这主要受益于翘尾因素下降和蔬菜价格持续走低。预计6月份 PPI 环比降幅约为 0.3，同比涨幅在 -1.7%，较上月降幅扩大 0.3 个百分点。PPI 采掘，原料和 PPIRM 燃料、动力类的价格仍然是降幅最为明显的分类。
- 6月份的 PMI 生产指数和产成品库存指数继续背离，反映出经济增速依然低迷，而且没有改善的迹象。生产指数未来将逐步回落，带动 PMI 降至 50% 以下。
- 预计6月份当月房地产投资完成额和累计同比增速将明显下降，分别在 4% 和 14%--15%。同样，固定资产投资完成额累计同比增速也会出现下降，大约在 13% 左右。7月份增速将有所反弹。
- 6月新增贷款继续增长是大概率事件，我们预计在 11000 亿左右。从贷款比例来说，中长期贷款绝对量会继续上升，票据融资充规模的比例会逐渐减少。预计 M2 同比增速可能在 13.6% 左右。
- 7月份的行情由于降准落地，行情会主要集中在中短端，长端会受到基本面数据的影响，曲线整体是陡峭化的。我们建议投资型机构可以在7月初资金紧张时期配置中端品种，激进的投资型机构建议在降准政策落地后卖出，如果没有降准政策，则等待收益率在目前基础上反弹后再买入。
- 掉期方面，repo 基准互换曲线可能重新陡峭化，短端受降准预期的影响很难上涨，建议在 fixing 逐步回落时收取固定，之前低位支付固定的可趁机平盘。长端受到基本面影响可能上涨，之前支付固定的头寸可以继续持有，如果长端利率开始反弹，如 5y 反弹到 2.9% 至 3.0%，则可以考虑平盘或收取固定利率

一、市场回顾与分析

6月份的市场走势充满纠结，收益率在降息、希腊选举、央行逆回购等政策的影响下上上下下，收益率曲线平坦化。其中下旬开始的资金面收紧带来的影响最大，而降息只是对之前预期的一个验证，更是一个卖出的机会。

6月7日央行突然降息，虽然对此动作市场早有预料，但在5月份经济数据发布之前就落地，给市场带来些许意外。8日早盘收益率一度全面下行10bp。不过央行调整了存贷款利率浮动区间，显示出目前中央对负利率的担心和利率市场化的决心，银行实际存款成本根本没有下降，所以降息政策对市场的刺激有限。收益率下行10bp后卖盘不断涌现，最终利率债曲线陡峭化下行，短端利率降幅约8-10bp，中长端利率降幅只有5bp左右，政策性金融债降幅略大于国债。信用债利率曲线则平坦化，由于曲线本身更加陡峭，期限利差有进一步压缩的空间，降息对中长端品种刺激更大，尤其是中低评级，AA-5年期下行20bp，AAA+则下行了15bp左右。相比之下，1年收益率仅下行10bp。

既然降息已经兑现，price in的成分又太多，市场上获利回吐的压力持续存在。同时资金面由于上缴利税、临近月末等原因逐渐收紧，R007从2.5%快速上升至4%以上；西班牙银行业获得1000亿欧元救助使市场悲观情绪缓解，希腊支持紧缩政策的保守党在选举中获胜，缓解了市场对其退出欧元区的担忧，市场的风险偏好加强。种种因素共同作用，进入中旬，债券收益率逐步反弹，降息带来的收益率下行幅度基本被吞噬。

此刻市场出现降准和逆回购预期。最终央行于26日公开进行950亿逆回购，另外市场传言还有1050亿非公开逆回购。28日继续进行300亿逆回购。两次公开逆回购的中标利率分别是4.20%和4.15%，期限14天。央行出手，市场预期流动性最坏的时期已经过去，买盘重新出现。收益率快速下行，很快便接近降息当日的水平。由于政策落地存在不确定性，收益率难以突破前期低点，抛盘再度出现。海外的情况同时对国内债市造成压力。欧洲峰会关于ESM对欧洲银行注资、1200亿欧元经济刺激计划等成果令欧洲股市暴涨，下月初开始，IRS和债券可能相继出现收益率上行的情况。不过我们认为，此次峰会没有实质解决欧洲债务问题，仅提出一些刺激计划和注资等措施很难从根本上改变欧洲未来的经济低迷状态，毕竟国家间的经济发展能力差别是最终要解决的，目前最根本的债务重组问题也没有得到解决方案。

6月份的行情跌宕起伏，降息、选举、逆回购共同影响带来一个小的波段。7月初央行降准的可能性很大，二季度经济数据的公布会给市场带来新的热点，我们认为数据总体会对收益率下行构成支持。欧洲债务危机正在经历欧盟峰会带来的短暂乐观，而没有真正走出困局。收益率曲线有望小幅陡峭化下行。

2012年10年国债利率走势



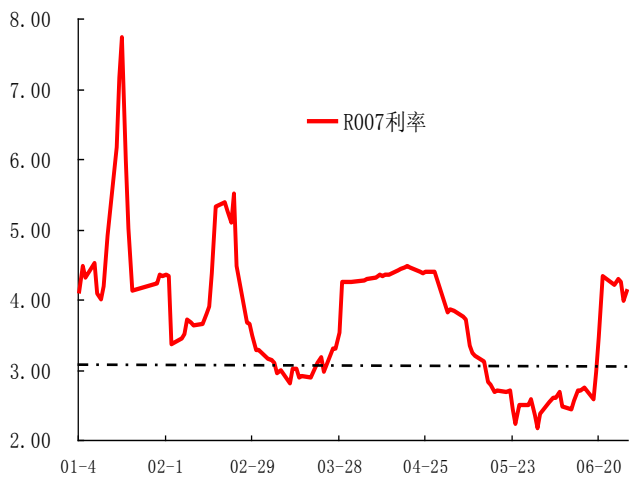
数据来源: wind 广发银行

2012年10年金融债利率走势



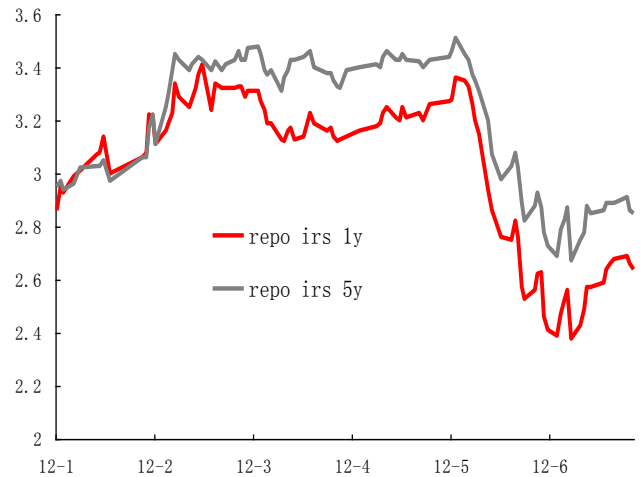
数据来源: wind 广发银行

2012年7天回购利率走势



数据来源: wind 广发银行

2012年repo IRS 1y和5y走势



数据来源: wind 广发银行

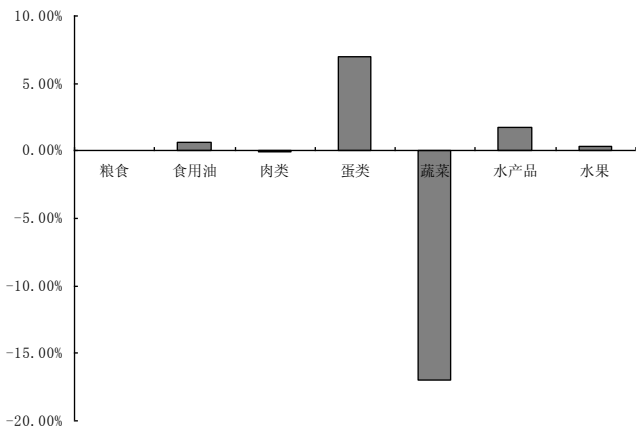
二、数据分析及政策观察

6 月份 CPI 同比继续下降，预计在 2.3%。7 月份可能继续降至 2% 以下；6 月 PPI 同比涨幅预计在 -1.7%。

5 月份 CPI 同比上涨 3.0%，略低于市场预期，食品环比降幅达到 0.8%，超过市场预期，成为拉动 CPI 略低于市场预期（3.2%）的主要原因。

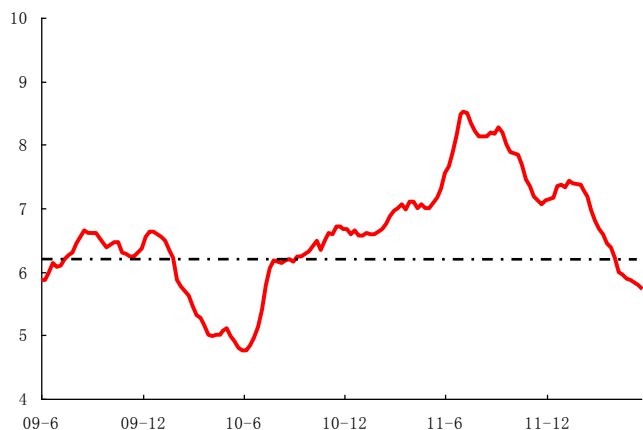
6 月份，受天气良好的影响，蔬菜价格继续回落，带动食品价格环比明显下行，值得关注的是猪肉价格开始企稳反弹。商务部数据显示，6 月前三周，蔬菜批发价格累计降幅达到 12%；猪肉批发价格大约上涨了 0.3%；蛋类价格出现快速上涨，前三周累计涨幅达到 5.0%。水产品批发价格则继续上涨 1.7%，延续多周的上涨趋势。粮食价格开始企稳，食用油价格则出现 0.4% 的上涨，涨幅比上月有所扩大。与 5 月份相比，6 月食品价格降幅明显减小，主要靠蔬菜价格的大幅下降拉大总体降幅，之前一直呈小幅下降趋势的猪肉价格开始企稳。统计局公布的 50 城市主要食品价格变动幅度更加容易看出食品价格环比的结构性改变，6 月份前 20 天与 5 月相比，粮食，食用油价格小幅上涨，肉禽类有涨有跌，鸡蛋大幅上涨 18%，蔬菜价格大幅下降，部分降幅达到 30% 以上，蔬菜降价成为拉动 CPI 下行的主要动力。综合以上数据分析，我们预计 6 月份 CPI 食品价格环比在 -0.9% 左右，将带动 CPI 环比出现 0.3% 左右下降。

6 月份商务部食用农产品批发价格变动



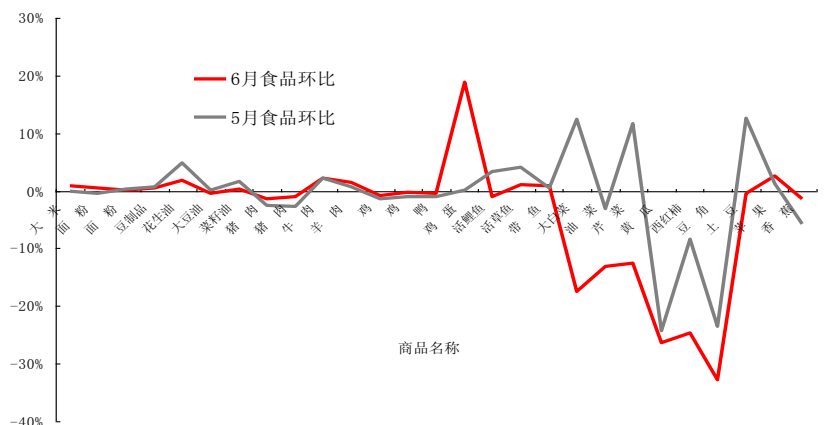
数据来源: wind 广发银行

猪粮比历史走势



数据来源: wind 广发银行

主要食品价格环比比较 (统计局数据)

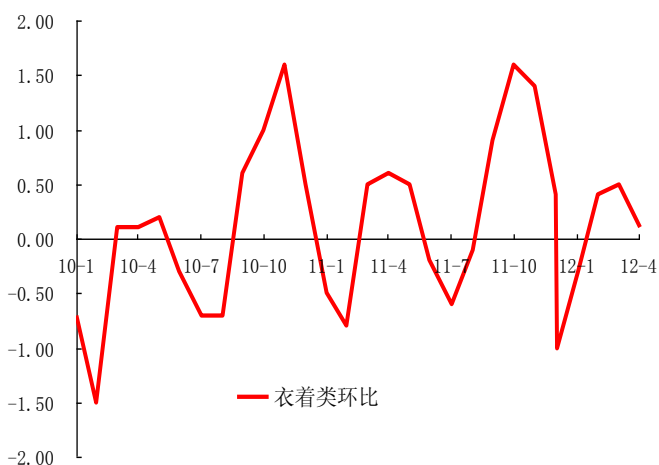


数据来源: 国家统计局 广发银行

非食品方面，5 月份由于原油价格大幅下降，非食品中的车用燃料及零配件、通信工具环比大幅下降 2.0% 和 1.4%，帮助非食品环比涨幅为零。

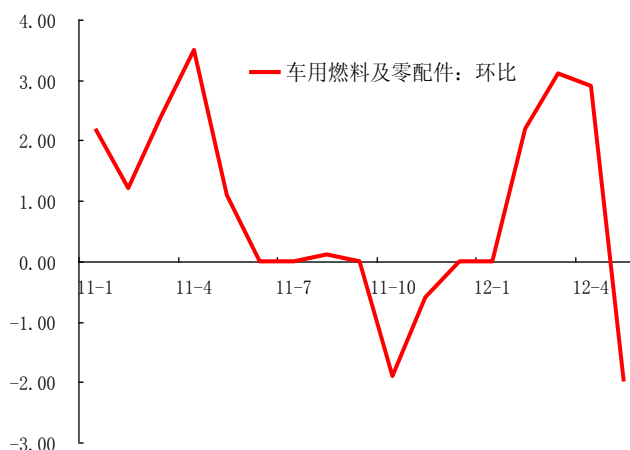
6 月份，影响非食品价格的主要因素依然集中在交通通讯及服务类。5 月份车用燃料及零配件类环比出现了 2% 的降幅，处于历史波动区间的下限。6 月份国际原油期货价格继续下行，但速度有所放缓，受到欧盟峰会的影响，纽约和 IPE 轻质原油价格大涨 9% 以上，未来油价难有类似 5 月份的大幅下跌走势，因此油价对 CPI 交通通讯及服务的的影响将小于上月。另外，衣着类价格环比将进入季节性下降阶段，降幅可能在 0.5 个百分点左右。我们预计 6 月份非食品环比涨幅较上月有所回升，大约在 0.1%，拉动 CPI 环比上涨约 0.05 个百分点。

衣着类环比走势



数据来源: wind 广发银行

车用燃料及零配件: 环比



数据来源: wind 广发银行

综合食品和非食品情况分析，我们预计 6 月份 CPI 同比在 2.3%，而 7 月，CPI 同比将跌破 2%，这主要受益于翘尾因素下降和蔬菜价格持续走低。7 月份翘尾因素降幅达到 0.5 个百分点，为 1%，而蔬菜价格继续下降的可能性很大。不过，进入三季度后，蔬菜价格会出现季节性反弹，但幅度不大。值得关注的是目前的猪粮比，我们在之前提到的报告中不断提到该数据，因为其已经对猪肉价格造成明显上涨压力。根据中国政府网数据，全国大中城市猪粮比在 6 月上旬达到 5.67 的低点，随后猪肉批发价格出现小幅反弹。虽然从统计局公布的零售价格来看，6 月前 20 天后臀尖和五花肉价格继续下降，但降幅只有 1%，已经小于上月 2.6% 的降幅。后期随着消费淡季过去，猪肉价格在猪粮比的推动下，价格会继续上涨。三季度开始，猪肉价格的反弹会部分抵消蔬菜降价和翘尾因素的影响。非食品方面，欧盟峰会带来的乐观情绪不会从根本上解决欧洲的问题，三季度，大宗商品和能源价格经过短暂的反弹后，还是要面对经济低迷、需求疲软的状况。美元指数不会从此进入下降阶段，毕竟美国比欧洲经济复苏的动力更强，QE3 可能性也大幅降低。所以大宗商品价格不会出现趋势性上涨。综合判断，我们维持之前报告中的观点，CPI 低点将出现在三季度末。

5 月份，PPI 同比下降 1.4%，降幅比上月扩大 0.7 个百分点。环比下降 0.4%，是今年最大的环比降幅。主要原因是总需求放缓和国际大宗商品价格快速下跌。由于企业后续订单不足，去库存需求强烈，导致原材料采购需求大大下降，即使国际大宗商品价格快速下跌，对原材料需求的刺激也非常有限。从细项看，

过去涨幅最猛的 PPI 采掘、原料类和 PPIRM 燃料、动力类价格 5 月份都出现明显下降，另外有色金属、化工原料类产品价格继续大幅下跌。

6 月份，需求低迷的状态没有改变。商务部数据显示，前三周，钢材价格受到国家基础设施建设加快的影响，需求放大，降幅收窄，累计降幅约 0.3%。原油价格三周累计下降 10.6%，过去已经连续 10 周回落，累计跌幅达到 19%。受需求减弱，产量、进口量增加以及港口煤炭库存大幅增长的影响，原煤价格最近六周已经累计下降 6.9%。有色金属三周累计下降 0.7%，我们预计 6 月份 PPI 环比降幅约为 0.3，同比涨幅在 -1.7%，较上月降幅扩大 0.3 个百分点。PPI 采掘，原料和 PPIRM 燃料、动力类的价格仍然是降幅最为明显的分类。

关于中采 PMI 指数

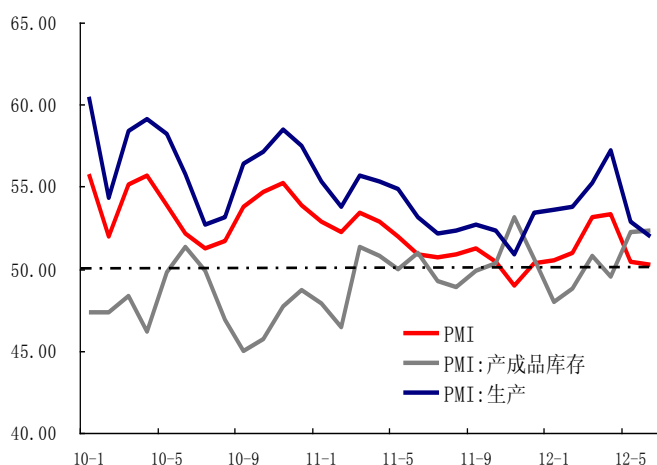
6 月中采 PMI 指数为 50.2%，较上月的 50.4% 略有下降。经济活力不佳导致 PMI 在荣枯线附近震荡。11 个分项指标中，只有产成品库存指数、原材料库存指数和供应商配送时间指数上升，其余均为下降。

产成品库存指数已经是连续 2 个月上升，6 月份为 52.3%，这一水平仅次于 2011 年 11 月的 53.1%，是历史第二高点，反应出总需求下降严重。新订单指数则连续三个月出现下降，6 月为 49.2%，环比降幅 0.6 个百分点。其中新出口订单降幅 2.9 个百分点，只有 47.5%，反应外需进一步恶化。PMI 的 11 个分项中，除了产成品库存指数在 50% 以上，还有生产指数位于 50% 以上，6 月为 52%。而其他如新订单，新出口订单、采购量等指标均在 50% 以下。说明目前企业生产并非全部出于满足市场需求的目的，而是由于企业为了弥补总成本而不得不进行生产，并出现产能过剩。如果未来新订单仍然低迷，那么越来越多企业的生产将无法弥补成本而停产，生产指数会出现快速下降。

购进价格指数受到大宗商品价格大跌的影响，6 月份下降了 3.6 个百分点至 41.2%，该值是 09 年初以来的最低值，低价刺激了企业需求，原材料库存指数上升 3.1 个百分点至 48.2%。很明显这与新订单生产需求所产生的原材料需求没有关系，只是企业自发的抄底动机。

总体来看，6 月份的 PMI 反映出经济增速依然低迷，而且没有改善的迹象。生产指数未来将逐步回落。带动 PMI 降至 50% 以下。

中采 PMI 细项



数据来源: wind 广发银行

PMI 细项变动

项目	2012-05	2012-06	变动
PMI	50.40	50.20	-0.20
PMI:生产	52.90	52.00	-0.90
PMI:新订单	49.80	49.20	-0.60
PMI:新出口订单	50.40	47.50	-2.90
PMI:积压订单	43.60		
PMI:产成品库存	52.20	52.30	0.10
PMI:采购量	50.80	46.90	-3.90
PMI:进口	48.10	46.50	-1.60
PMI:购进价格	44.80	41.20	-3.60
PMI:原材料库存	45.10	48.20	3.10
PMI:从业人员	50.50	49.70	-0.80
PMI:供货商配送时间	49.00	49.10	0.10

数据来源: wind 广发银行

关于经济运行情况

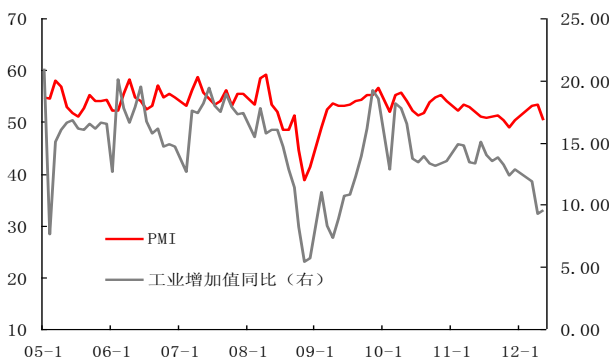
5 月份工业增加值同比增长 9.6%，比 4 月提高 0.3 个百分点；环比增长 0.89%，4 月仅有 0.35%。工业增加值环比涨幅不错，但同比仍然没有超过 10%。环比 0.89% 的涨幅主要受到 5 于工作日多于 4 月的影响，我们认为，在目前的经济运行状态下，环比增速难以持续在这一水平。

6 月份工业增速同比将继续反弹，力度有限。环比受到季度末考核期的影响，也将出现小幅反弹。央行 6 月 8 日赶在经济数据发布之前降息，可以看出中央认为 5 月的经济运行状况已经出现趋势性恶化。从 5 月份开始，发改委审批项目速度大大增加，加快铁路等基础设施建设，这在一定程度上推动了上游原材料工业的生产和下游建设企业的需求。**我们预计 6 月份工业增加值同比增长 9.7%，环比增长约为 1.0%。**

虽然发改委否认了第二个 4 万亿的说法，但政府稳定经济增长的迫切心态已经超过目前产能过剩的担忧，在出口乏力，消费无法有效刺激的背景下，大举投资依然是拯救经济增速的最直接和快速的方法。6 月份房地产市场继续回暖，企业拿地并继续投资的意愿开始增强。虽然目前房企库存压力较大，但其对下半年的市场开始转为乐观。经济增速不行，房地产必然成为拯救手段之一。5 月当月房地产完成投资额同比增速较 4 月的 9.22% 大幅上涨至 18.17%，远高于我们的预期。不过，由于高基数因素，6 月份当月房地产投资完成额和累计同比增速将明显下降，我们预计 6 月当月同比增速约在 4% 左右，而累计同比增速在 14% 至 15%。同样，固定资产投资完成额累计同比增速也会出现下降，大约在 13% 左右。7 月份增速将有所反弹。

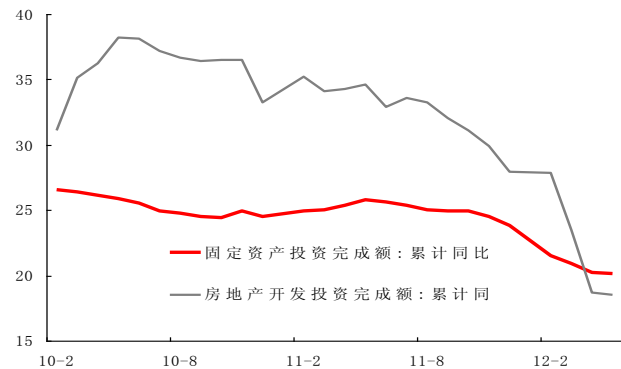
之前市场普遍预期经济增速在二季度见底，不过现在看来，这种可能性很小。目前欧洲美国日本等发达国家经济低迷，导致我国出口乏力；而国内的经济增长模式决定了国内消费增速只能是一个逐步减缓的过程。当然这个过程很长。长期来看，通胀会遏制消费水平的增长，通胀水平会逐步占据消费增速的比重，在整体经济运行中，消费更多的是起到一个稳定器的作用，而投资才是刺激经济的主要手段。不过大量投资带来的信贷扩张和流动性过剩问题重新压制消费增长，在这种循环中逐渐改变经济增长方式才是可行的出路。比如减轻税负，降低企业融资成本等。这个过程很漫长，所以近期，由于投资需求的释放，经济增速在二季度下行，三季度反复筑底后，四季度将迎来提升，我们预计二季度 GDP 同比增速在 7.5%。但长期来看，这种靠卖地投资的经济增长方式由于通胀和产能过剩的问题，会导致中国未来的增长水平不断降低，这也是一个增长方式逐渐转变的过程。

PMI 与工业增加值



数据来源: wind 广发银行

房地产投资同比增速走势



数据来源: wind 广发银行

进出口方面，5 月份出口同比增长 15.34%，进口同比 12.71%，贸易顺差 187 亿，贸易数据出现强劲反弹。对美日欧地区的出口同比增速分别增长了 23%、13% 和 3.43%，尤其对美国的出口同比增速达到去年 4 月份以来的高点，不过对欧洲的出口增速依然低迷，与去年 20% 以上的水平相距甚远。

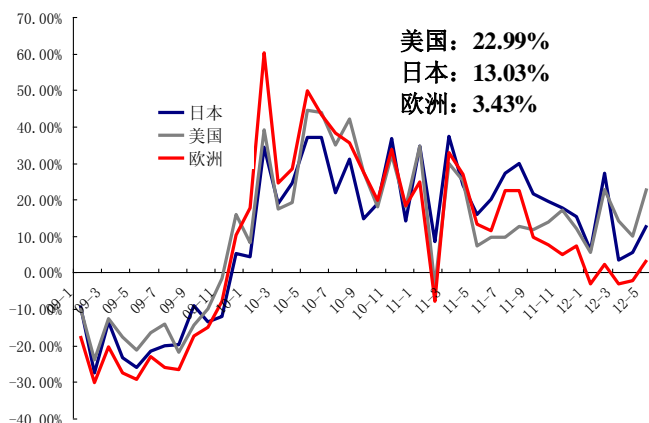
不过单独从一个月的数据来看，难以判断进出口趋势性变动，而且 5 月的数据水平较历史平均数据明显偏低。其实进出口增速的判断并不容易，受各种原因影响。但从趋势来看，我们认为其对我国经济增长的贡献有限。毕竟欧美一时半会摆脱不了危机，欧洲紧缩政策会长期限制居民和企业的需求。

进出口同比增速



数据来源: wind 广发银行

对美、欧、日出口同比增速



数据来源: wind 广发银行

总体来看，二季度的经济运行情况较一季度明显变差，欧洲债务危机持续发酵导致大宗商品价格快速下跌，国内外需求疲弱。中央政府先后采取降准和降息政策很明显在给经济增速托底。不过通胀这个 08 年以来的长期后遗症没有得到根本解决，是拖累政策放松空间的主要因素。所以此次降息也带出了利率市场化。银行需要为经济增长模式的转变做出少许牺牲，而不能再习惯于享受高力差带来的利润。结合刺激政策的时滞，经济短周期很可能在三季度触底后重新迎来快速上涨，但长期来看，增速放缓的事实无法改变，靠投资带动经济的道路会越来越窄。中央政府将同时面临产能过剩和需求不足的问题。那么各种减税和消费刺激政策成为必须。

关于金融数据

5 月新增人民币贷款 7932 亿，超过市场预期，其多增部分主要为中长期贷款，为 805 亿。其中居民中长期贷款增加了 371 亿，非金融公司中长期贷款增加了 434 亿元。中长期占比达到 34%。与之相应，5 月份房地产市场继续回暖，居民按揭贷款需求快速增长；发改委加快项目审批，企业中长期贷款需求增长。

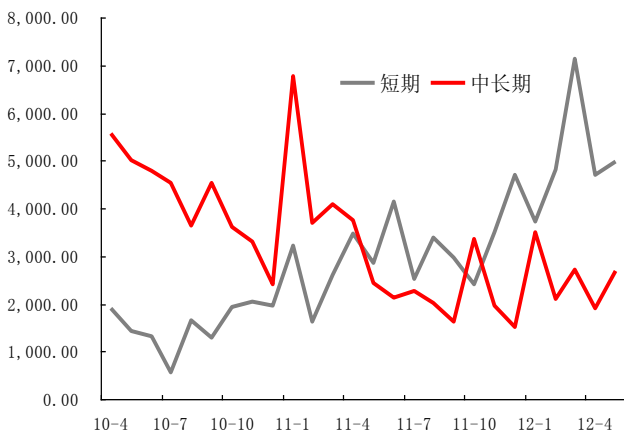
6 月新增贷款继续增长是大概率事件。从时间来说，半年末是一个重要时点，保证项目投资资金到位是考核时点的重要指标。从历史数据来看，经过年初的一波放贷高峰后，6 月新增贷款大多都会出现明显上涨，有时甚至超过 5 月的一倍。二季度末，经济增速明显下行后，批项目、放贷款的需求会更加强烈，因此 6 月新增贷款会明显增加，我们预计在 11000 亿左右。

从贷款比例来说，中长期贷款绝对量会继续上升，票据融资充规模的比例

会逐渐减少。房地产 6 月份依旧延续火热行情，刚需纷纷介入，如果中央高层不继续出台大力紧缩措施，那么房地产回暖会得以延续。居民按揭贷款需求会继续增加。其实从近期各地的政策来看，上海、北京等大城市的房地产紧缩政策依旧，但广大二三线城市开始变相放松，开发商库存消化的速度比之前明显加快。随着发改委审批的项目开始实施，非金融企业的中长期贷款需求会继续增长。不过，央行降息没有降低银行存款成本，实际效果是银行存贷利差的缩小，加上对企业未来成长的不确定性，银行本身没有意愿大量提供长期贷款。从企业角度来说，除了项目审批带来的长期贷款需求外，还需要贷款利率大幅下降。国家和地方政府主导投资的项目多为利润率较低的项目，对融资成本比较敏感，众多央企也有这个问题，因此要刺激中长期贷款的需求，必须能够明显降低融资成本，银行必须牺牲部分利益。此次降息扩大贷款利率下浮区间，首要面对的是央企，在目前的经济增长模式下，只有先降低央企的融资成本，才能刺激经济企稳。

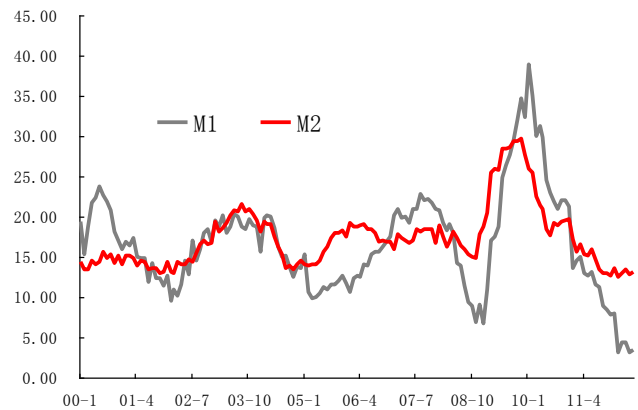
5 月份 M1、M2 同比增速均出现反弹，与当月贷款明显增加有关，不过两者依然倒挂，显示经济活力没有出现好转。考虑到季度末因素，6 月份存款增加有望在 1.5 至 2 万亿。6 月份美元先抑后扬，人民币贬值预期依然较强，外汇占款增长不乐观，对基础货币的增加没有帮助。我们预计 M2 同比增速在 13.6% 左右。

新增贷款中短期贷款占比趋势



数据来源: wind 广发银行

M1、M2 同比差距不断扩大



数据来源: wind 广发银行

政策观察:

6月8日央行降息虽然给议论纷纷的市场一个答复,但这个答复还是早于市场预期。这是央行自2010年10月20日加息开始以来的首次降息,标志着政策转向放松的开始,也伴随着利率市场化的推进。此次降息政策包含两个方面,一是降低了存贷款基准利率,二是调整了存贷款利率浮动区间。后者显示出目前中央对政策副作用的担忧和借此推进利率市场化的决心。

利率浮动区间的调整是此次政策调整的重点,之所以这么说,我们认为原因有二。一是存款利率相对于CPI并不高。负利率时代刚刚结束,5月份CPI在3%,也仅低于存款利率25bp,全年平均通胀水平可能维持在3%左右,存款保值增值的压力很大。存款利率上限提高10%,实际1年定存利率最高为3.575%,比降息前还高。从降息后的实际情况看,大部分银行为争取存款,都将1年定存利率上浮10%至3.575%,少数大行则维持原利率3.50%不动,仅活期存款利率上浮10%。二是企业融资成本高的问题亟待解决。在需求疲弱,产能过剩,人力成本不断上涨的情况下,企业继续融资扩大生产的动力不足。因此急需降低融资成本,刺激企业再杠杆需求。如果贷款利率0.8倍能够执行,那么刺激作用比单纯降息要好得多。

既然打开了降息通道,那么未来会继续降息吗?我们认为未来降息会继续,但幅度和次数相对08年来说会少的多。年内最多还有25至50bp的降息幅度。前文反复提到过,欧美等国经济低迷严重影响我国出口,消费难以作为刺激经济增长的有力手段,最终还是要靠投资。但历史遗留的通胀问题和产能过剩问题不能忽视。必须通过转变经济增长方式来解决,这是一个长期的过程,基准利率下降过快对这一过程弊大于利,反而会刺激过剩产能继续扩大生产。其实降低税率,改变贷款投放结构,多给予效率更高的中小企业,高科技民用企业优惠贷款,放开垄断行业准入,给予消费者补贴等方式已经完全可以替代降息带来的效果。很明显,在转变过程中真正要做出牺牲的是政府和广大垄断央企的利益。具体到7月,我们认为不会降息。因为目前管理层需要做的是落实贷款利率8折,而不仅仅是区区25bp的降幅。

流动性方面,6月中旬开始的一波资金紧张着实让市场体会了一次季度末的威力,预期降准的声音纷纷传出。我们认为,央行在7月第一周降准的概率很高。因为首先,人民币贬值预期一直存在,外汇占款增长乏力。5月新增外汇占款仅234亿元,当月贸易顺差187亿美元,实际利用外资84亿美元,因此不可解释的热钱流出达到1478亿元,4月份该值为2500亿元。连续2个月流出近4000亿元。今年前5个月,月均新增外汇占款只有507.1亿,2011年月均2300亿,2010年月均2700亿。作为过去基础货币投放的主要手段,外汇占款已经可以看作消失。第二,公开市场到期量很少,下半年到期4430亿,月均不到800亿。2013年全年到期10340亿,月均不到900亿。目前大型机构法定准备金率有20%,小型机构18%,具备充足的下调空间。假设6月末一般存款增加1.5万亿,则7月需要交纳准备金3000亿;财政存款从历史数据来看,都是大幅增加的月份,预计增加2500亿;国库现金预计投放600亿;外汇占款加公开市场乐观估计投放1000亿,则超储资金需要减少3900亿,继续下调50bp法定准备金率,也仅能满足正常的流动性需求。因此,央行在7月上旬很可能降准50--100bp,缓解目前的流动性压力。在这之前,我们预计央行会继续进行逆回购操作。

综上所述，我们认为7月份流动性相比6月会明显改善，前提是央行在月初及时下调存准率。我们估计幅度很可能在50至100bp。前文分析了下半年的流动性状况，除了少许公开市场之外，基础货币几乎看不到投放。那么央行应该像当初提准时一样，及时降准，平抑资金、债券利率波动，吸引表外资金回表。

三、市场展望

6月的行情先抑后扬，降准带来的利好已经提前消化，资金面的利空则实实在在地影响了半月有余。7月，资金面将会对月初的市场继续造成影响，重点在短端，这取决于央行的政策，而随后公布的宏观经济数据会影响机构对中长期品种的态度。我们预计短端利率在资金面逐步宽松后会继续下行，中长端利率由于经济增速不佳以及通胀快速回落的原因，小幅下降。

当前市场的目光都集中在央行的降准政策是否落地。前文已经分析过，7月上旬降准的可能性非常大，公开市场、外汇占款、财政存款、补缴准备金等等都对资金面造成不利影响。在此影响下，市场资金面只要出现少许宽松，中短端的买盘便大量出现，长端则受益不多。从5月上旬开始的这波行情一直到现在，很明显看出各条收益率曲线都出现陡峭化，信用债曲线陡峭程度大于利率债。也就是说机构对资金面宽松带来的短期利率下降更加认可，对经济增速下降带来的长端机会则感到不踏实。之前市场普遍预期的二季度经济见底，而实际情况并非如此。这就导致市场最终选择信用债和短端利率债作为配置标的。当7月份资金开始逐步宽松时，市场依然会倾向中短端。虽然信用债在这轮行情中利率下行幅度更大，与政策性金融债相比信用利差处于历史低点，但我们认为，在流动性充足的条件下，很多AAA+和AAA品种在配置选择中依然有优势。以AAA+评级5年中票为例，4月份该品种与对应期限的非国开金融债利差在80bp左右，目前利差在50bp左右，就债券本身来说，高票息高信用等级，依然具有吸引力。

基本面对收益率曲线的影响主要集中在长端。即将公布的GDP和物价数据都是有利的。不过对于中长端来说，一个重要问题是，二级市场很容易将市场对未来的政策和经济走势反应在价格里，就如第一次降息一样。从现在的行情来看，市场对未来继续降息的预期并不强烈，收益率下探后快速反弹。因此，如果二季度GDP在市场预料之中的话，比如7.5%，那么长端利率很难出现大幅下行，震荡小幅走低后继续震荡的可能性最大。市场从2008年的危机中认识到，当前的刺激政策不会像过去那样猛烈，经济反复筑底后才会缓慢拉升，而不是打鸡血似的V型反转。一旦经济增速企稳，那么利率首先反弹的便是中长端。除非欧洲出现成员国退出等重大变动影响国内经济政策调整。总之，在经济不景气的环境下，7月长端利率的不会明显反弹。由于price in太多，震荡或略有走低的可能性更大。其他诸如CPI、PPI等物价数据已经被市场提前消化，而且大幅低于市场预期的可能性不大。下半年通胀水平会略有反弹，但幅度有限，其影响主要也是偏长端的品种。

IRS方面，由于海外经济持续低迷，Sell一方会保持强势。虽然近期carry达到-160bp，但sell一方有强烈的降准预期，一直将价格压制在2.6%至2.7%之间。根据我们上文对流动性分析，我们认为如果央行降准的幅度只有50bp，那么弥补流动性缺口是降准的主要功能，并不能带来市场资金的宽松，R007利率重新回到2.3%的可能性不大。

综上所述，7月份的行情由于降准落地，行情会主要集中在中短端，长端会受到基本面数据的影响，曲线整体是陡峭化的。我们建议投资型机构可以在7月初资金紧张时期配置中端品种，激进的投资者可以配置部分长端品种，政策性金融债优于国债。交易型机构建议在降准政策落地后卖出，如果没有降准政策，则等待收益率在目前基础上反弹后再买入。

掉期方面，repo 基准互换曲线可能重新陡峭化，短端受降准预期的影响很难上涨，建议在 fixing 逐步回落时收取固定，之前低位支付固定的可趁机平盘。长端受到基本面影响可能上涨，之前支付固定的头寸可以继续持有，如果长端利率开始反弹，如 5y 反弹到 2.9%至 3.0%，则可以考虑平盘或收取固定利率。

免责声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行投资所造成的一切后果，本银行概不负责。

本报告版权仅为本银行所有，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、刊发，需注明出处为广发银行，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改