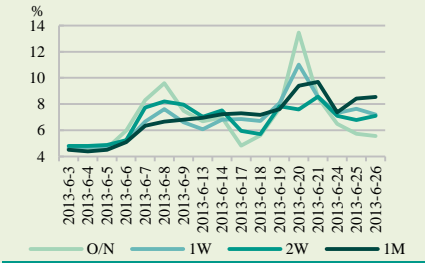




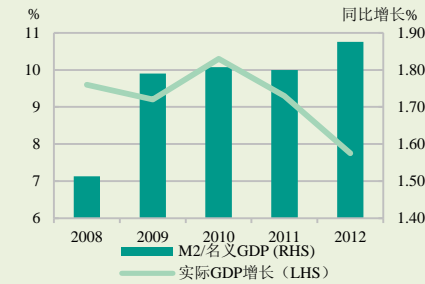
每周经济视点

六月 SHIBOR 大幅升降



数据来源:shibor.org, 农银证券

信贷增长规模超过经济增长规模



数据来源:彭博, 农银国际证券

银行流动性管理的新时代

中国的新任领导人誓要深化经济改革, 以使经济增长具有可持续性。总理李克强和他的团队期望解决财政失衡, 并且愿意牺牲短期增长以换取长期的稳定。近期银行间同业市场资金的紧张明确地表明了政府的新立场。这一次, 央行拒绝为了缓解资金紧张而再次向市场注入流动性, 这正是政府遏制信贷的野蛮增长和应对影子银行系统日益不稳定问题的举措之一。于是, 面对同业市场的流动性紧张, 央行故意坐视不理, 以致上海同业拆借利率巨幅波动—央行希望以此迫使银行更好地管理自己的流动性。

- **造成 6 月份流动性大量紧缩的原因。**我们认为, 几个特定因素导致了 6 月份的信贷紧缩, 包括市场对政策立场及其执行的误判、企业税金支付、全国性节假日催生的全国性的集中性资金需求、5 月份为打击热钱流入采取的措施以及由美国明确量化宽松政策退出时间引发的市场动荡。短期资金成本的激增源于金融机构本身的过度扩张, 而银行使用短期资金进行长期放贷, 即资金需求同贷款期限之间的不匹配, 这是导致货币市场异常的结构性的原因。
- **流动性分配不当和预期偏差放大了紧缩困境。**过去当市场资金短缺的时候, 银行通常可以通过直接或间接的渠道从央行获得额外的资金支持。这导致银行放松了流动性管理, 过度放贷, 从而给实体经济造成威胁。央行对此次资金紧缩基本上采取坐视不理的态度, 释放出政府将主要通过促进资金合理分配实现信贷增长和最终支持经济发展的信号。
- **为利率进一步自由化扫清障碍。**我们愈发明显的看到中国新任领导人愿意用短期的阵痛来换取长期利益。我们认为, 中国的流动性紧缩将不会对中国的经济构成系统性风险, 因为来自非银行金融系统的风险并不大, 不足以颠覆中国宏观经济和金融系统的稳定。我们注意到中国开始遏制信贷的野蛮增长, 同时提高透明度以解决货币市场的结构性问题, 因此政府不仅需要通过真正的危机驯服市场, 也需要改革, 需要利率改革来解决自身存在的问题。一个更加市场化的利率体系将进一步促进信贷结构的优化, 使金融业更好地服务于实体经济。因此, 我们判断今年下半年中国将加快推进以市场为导向的利率改革的步伐。

首席经济学家

林樵基

电话: 852-21478863

邮箱: bannylam@abci.com.hk

**中国经济数据**

	2012								2013				
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
实际国民生产总值增长 (同比%)	---	7.6	---	---	7.4	---	---	7.9	---	---	7.7	---	---
出口增长 (同比%)	15.3	11.1	1	2.7	9.9	11.6	2.9	14.1	25.0	21.8	10.0	14.7	1
进口增长 (同比%)	12.7	6.3	4.7	-2.6	2.4	2.4	0	6	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3
贸易差额 (美元/十亿)	18.13	31.91	25.28	26.43	27.45	32.11	19.63	31.6	29.2	15.3	-0.9	18.2	20.4
零售额 (同比%)	13.8	13.7	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9	15.2	12.3	12.6	12.8	12.9	12.9
工业增加值 (同比%)	9.6	9.5	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3	9.9	8.9	9.3	9.2	9.2
制造业 PMI 指数(%)	50.4	50.2	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8
非制造业 PMI 指数 (%)	55.2	56.7	55.6	56.3	53.7	55.5	55.6	56.1	56.2	54.5	55.6	54.5	54.3
固定资产投资(年初累计值) (同比%)	20.1	20.4	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7	20.6	21.2	20.9	20.6	20.4	20.4
消费物价指数 (同比%)	3	2.2	1.8	2	1.9	1.7	2	2.4	2.0	3.2	2.1	2.4	2.1
生产者物价指数 (同比%)	-1.4	-2.1	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2	-1.9	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9
广义货币供应量 (同比%)	13.2	13.6	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9	13.8	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8
新增贷款 (人民币/十亿)	793.23	919.83	540.1	703.9	623.2	505.2	522.9	454.3	1070.0	620.0	1060.0	793	667.4

世界经济指标/金融数据

股指				大宗商品					债券收益率与主要利率		
收市价	周变化 (%)	市盈率		计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量		息率(%)	周变化 (%)	
美国									美国联邦基金目标利率 0.25 0.00		
道琼斯工业平均指数	14910.14	0.75	14.52	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	95.81	2.26	248482.60	美国基准借贷利率	3.25	0.00
标准普尔 500 指数	1603.26	0.68	15.69	ICE 布伦特原油现货金结算期货合约	美元/桶	102.09	1.17	239224.40	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	0.75	0.00
纳斯达克综合指数	3376.22	0.57	21.22	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.73	-0.98	82086.60	美国 1 个月期综合国债	0.0101	0.00
MSCI 美国指数	1528.38	0.71	15.97	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格	美元/公吨	81.20	N/A	N/A	美国 10 年期综合国债	2.5205	-0.41
欧洲									美国 30 年期综合国债 3.5698 -0.34		
富时 100 指数	6193.62	1.27	15.91	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1725.75	-1.25	50952.20	日本 10 年期国债	0.838	-4.34
德国 DAX30 指数	7952.20	2.09	15.12	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1771.00	-1.23	48997.60	中国 10 年期国债	3.61	4.34
法国 CAC 40 指数	3724.68	1.82	15.57	COMEX 铜期货合约	美元/磅	306.10	-1.11	77301.00	欧洲央行 1 周最低再融资利率	0.5	0.00
西班牙 IBEX 35 指数	7784.10	1.09	78.06	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6735.00	-1.22	60750.80	美国 1 个月银行同业拆借固定利率	0.1954	1.22
意大利 FTSE MIB 指数	15385.54	0.86	191.74	TSI CFR 中国指数	美元	113.80	-4.05	N/A	美国 3 个月银行同业拆借固定利率	0.2756	1.04
Stoxx 600 指数	284.70	1.53	N/A	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1238.70	-4.13	239912.00	上海 3 个月期银行同业拆借固定利率	5.539	-4.34
MSCI 英国指数	1822.45	0.78	15.71	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	18.73	-6.16	79057.00	香港 3 个月期银行同业拆借固定利率	0.3821	-0.37
MSCI 法国指数	104.03	1.74	19.10	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1322.30	-3.45	21201.00	公司债券 (穆迪)	Aaa 4.46 0.68	
MSCI 德国指数	108.61	1.84	13.95	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	665.00	0.49	79181.80	Baa 5.48 1.67		
MSCI 意大利指数	44.23	1.00	53.30	小麦期货合约	美元/蒲式耳	670.75	-3.90	43034.80			
亚洲											
日经 225 指数	13213.55	-0.13	24.23	11 号糖期货合约	美元/磅	16.98	1.43	64044.00			
澳大利亚 S&P/ASX 指数	4811.28	1.53	19.49	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1537.50	2.96	52994.00			
恒生指数	20440.08	0.87	9.45								
恒生中国企业指数	9158.61	-0.85	7.49								
沪深 300 指数	2160.74	-6.76	10.72								
上证综合指数	1950.01	-5.94	10.49								
深证综合指数	886.91	-5.56	25.81								
MSCI 中国指数	53.06	-0.19	8.94								
MSCI 香港指数	10854.47	0.36	9.74								
MSCI 日本指数	663.95	-2.71	21.47								

附注:

1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券
2. 澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格为麦克洛斯基出版的以澳大利亚纽卡斯尔港的发热量为 6700 大卡 (高位空干基)(GAD) 的动力煤离岸合同价格为基准的报价
3. TSI CFR 中国铁矿石指数以 62% 品位铁矿的即期价进行计价
4. 数据更新于报告发布日期

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/加元	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.3034	1.5292	0.9315	98.1700	0.9433	1.0436	6.1489	7.7572	6.3040
周变化 (%)	-0.67	-0.82	1.04	-0.28	-0.93	0.20	-0.26	0.01	-0.11



权益披露

分析员，林樵基，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值，收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发；办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司；电话：(852) 2868 2183