

招商基金|月报

CHINA MERCHANTS FUND MONTHLY UPDATE

2007 年 9 月 总第三十五期

<http://www.cmfcchina.com>



目录 CONTENTS

基金业绩

净值表现与分析

投资分析

股票市场回顾、展望与投资策略

债券市场回顾、展望与投资策略

专题分析

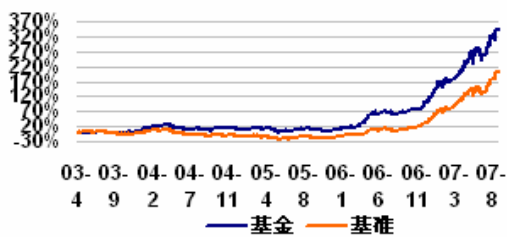
招商基金宏观经济分析

基金业绩

净值表现与分析

招商安泰股票基金（217001）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	80.65%	47.80%
累计收益	350.44%	207.68%
1个月	12.14%	14.80%
3个月	23.97%	27.05%
6个月	65.37%	70.70%
1年	167.49%	179.66%
2006	108.36%	82.73%
2005	-0.55%	-3.34%
2004	2.01%	-13.12%
2003*1	10.20%	-2.37%

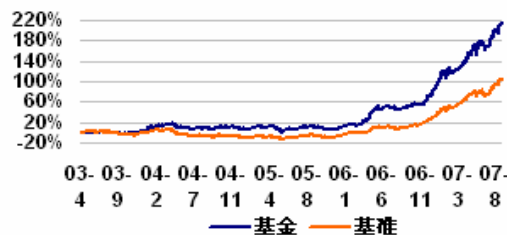
基准分析

Beta	0.83	1.00
标准差	19.75%	22.18%
跟踪误差	8.13%	
夏普比率*2	3.90	1.99
信息比率	-0.76	
R平方	0.87	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

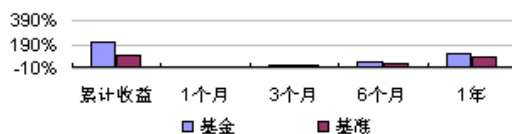
8月，招商安泰股票基金净值增长率为12.14%，同期基准指数增长率为14.80%，基金净值表现落后基准指数，幅度为2.66%。主要原因：一是在资产配置上，本基金在股票投资上的比例低于业绩比较基准的比例，在市场上升过程中取得了负收益；二是本基金配置消费品较多，钢铁等热门股较少。

招商安泰平衡型基金（217002）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	49.55%	24.54%
累计收益	215.32%	106.62%
1个月	8.59%	8.88%
3个月	17.35%	15.65%
6个月	43.91%	37.81%
1年	110.93%	87.00%
2006	74.54%	45.27%
2005	2.01%	3.32%
2004	2.36%	-9.42%
2003*1	6.00%	-1.90%

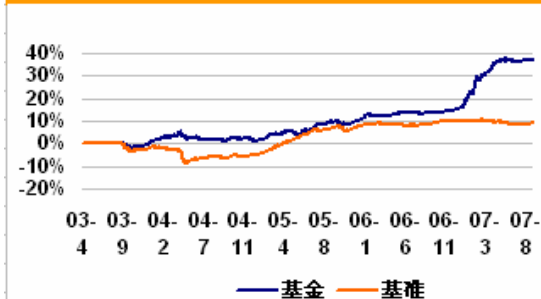
基准分析

Beta	0.97	1.00
标准差	14.48%	13.47%
跟踪误差	6.33%	
夏普比率*2	3.17	1.55
信息比率	1.83	
R平方	0.81	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

8月，招商安泰平衡基金净值增长率为8.59%，同期基准指数增长率为8.88%，基金净值表现低于基准指数0.29%。主要原因是本基金配置消费品较多，钢铁等热门股较少。

招商安泰债券基金 A 类（217003）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	8.60%	2.07%
累计收益	37.38%	8.98%
1个月	0.33%	0.38%
3个月	-0.09%	-0.28%
6个月	6.62%	-1.17%
1年	20.99%	0.24%
2006	4.91%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

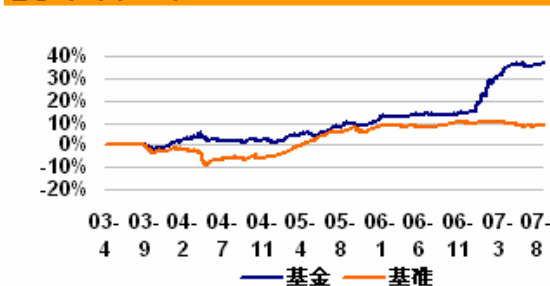
基准分析

Beta	0.39	1.00
标准差	7.38%	1.66%
跟踪误差	7.42%	
夏普比率*2	0.68	-0.92
信息比率	2.54	
R平方	0.01	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

8月，招商安泰债券基金 A 收益 0.33%，同期业绩基准为 0.38%，债券基金 A 超越业绩基准 5BP。鉴于信贷增长偏快，固定资产投资仍有反弹压力，我们对债券投资相对审慎，基金组合久期低于业绩基准，未能充分享受本月债券市场反弹带来的净值增长，基金净值表现低于业绩基准。

招商安泰债券基金 B 类（217203）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2003年4月28日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	8.44%	2.07%
累计收益	36.69%	8.98%
1个月	0.29%	0.38%
3个月	-0.19%	-0.28%
6个月	6.40%	-1.17%
1年	20.56%	0.24%
2006	4.65%	2.12%
2005	8.75%	13.35%
2004	0.43%	-3.86%
2003*1	1.15%	-1.20%

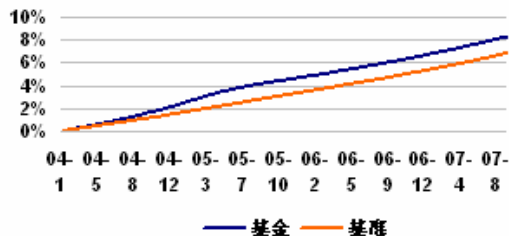
基准分析

Beta	0.97	1.00
标准差	14.48%	1.66%
跟踪误差	6.33%	
夏普比率*2	0.33	-0.92
信息比率	1.83	
R平方	0.81	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

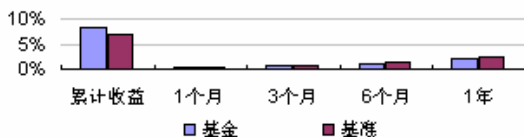
8月，招商安泰债券基金 B 收益 0.29%，同期业绩基准为 0.38%，债券基金 B 低于业绩基准 9BP。鉴于信贷增长偏快，固定资产投资仍有反弹压力，我们对债券投资相对审慎，基金组合久期低于业绩基准，未能充分享受本月债券市场反弹带来的净值增长，基金净值表现低于业绩基准。

招商现金增值基金（217004）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年1月14日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	2.28%	1.90%
累计收益	8.28%	6.90%
1个月	0.20%	0.26%
3个月	0.60%	0.68%
6个月	1.16%	1.25%
1年	2.18%	2.26%
2006	1.85%	1.91%
2005	2.30%	1.83%
2004*1	2.37%	1.59%

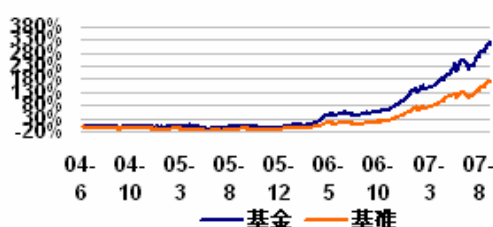
基准分析

Beta	0.33	1.00
标准差	0.07%	0.12%
跟踪误差	0.10%	
夏普比率*2	-18.75	-14.28
信息比率	-1.09	
R平方	0.31	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

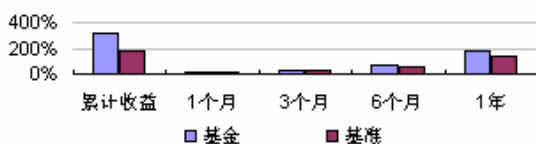
8月份招商现金增值基金净值增长率为0.2%，同期业绩比较基准为0.26%。基金收益率低于比较基准的原因主要是央行8月21日宣布加息，从而直接导致基金业绩比较基准提高。

招商先锋基金（217005）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2004年6月1日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	99.30%	53.83%
累计收益	322.65%	174.90%
1个月	13.84%	12.82%
3个月	26.47%	23.15%
6个月	72.97%	58.91%
1年	181.04%	144.74%
2006	113.28%	69.45%
2005	-0.48%	-0.53%
2004*1	-1.49%	-10.07%

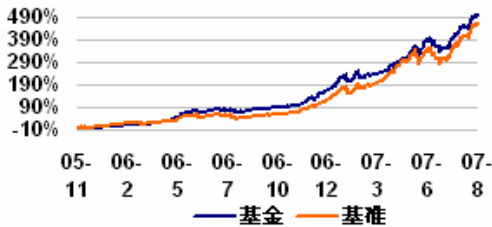
基准分析

Beta	0.82	1.00
标准差	18.41%	19.29%
跟踪误差	10.16%	
夏普比率*2	5.20	2.60
信息比率*2	1.35	
R平方	0.73	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

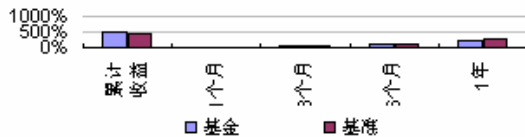
8月，招商先锋基金单位净值增长率为13.84%，同期业绩比较基金增长率为12.82%，基金表现略高于业绩比较基准的原因在于：一是本基金的股票仓位略高于业绩比较基准，在上升行情中形成正贡献；二是本基金重点配置能源板块表现强于大盘。

招商优质成长基金（161706、161707）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2005年11月18日

资料来源：招商基金

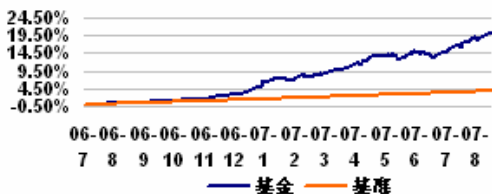
二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	282.05%	259.62%
累计收益	503.06%	463.06%
1个月	15.36%	17.77%
3个月	31.28%	33.01%
6个月	86.20%	101.06%
1年	234.43%	270.62%
2006	161.90%	112.79%
2005*1	3.17%	6.70%
基准分析		
Beta	0.70	1.00
标准差	24.16%	28.89%
跟踪误差	15.66%	
夏普比率*2	11.53	8.86
信息比率*2	-0.81	
R平方	0.71	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

8 月份,招商优质成长基金单位净值增长率为 15.36%,业绩比较基准的回报率为 17.77%。本基金单位净值增长率低于业绩比较基准,主要原因:一是本基金重点配置的消费与服务行业表现弱于大盘,二是本基金的股票仓位低于基准中的股票仓位。

招商安本增利基金（217008）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2006年7月11日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	18.01%	3.41%
累计收益	20.52%	3.88%
1个月	3.04%	0.38%
3个月	5.75%	1.02%
6个月	11.57%	1.88%
1年	19.73%	3.47%
2006*1	4.92%	1.48%
基准分析		
Beta	12.35	1.00
标准差	3.75%	0.13%
跟踪误差	3.70%	
夏普比率*2	3.84	-1.52
信息比率	3.99	
R平方	0.18	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

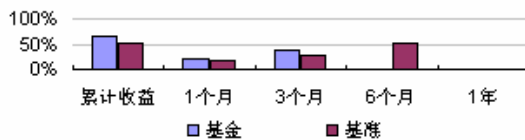
8 月,招商安本基金收益 3.04%,同期业绩基准为 0.38%,超越业绩基准 266BP。鉴于信贷增长偏快,固定资产投资仍有反弹压力,我们对债券投资相对审慎,本期业绩超越基准,超额收益主要来自于权益类市场投资。

招商核心价值基金（217009）业绩分析

基金累计收益率



历史业绩



*1基金成立于 2007年3月30日

资料来源：招商基金

二〇〇七年八月

收益率	基金	基准
从成立以来		
年化收益	154.89%	124.30%
累计收益	65.35%	52.44%
1个月	19.30%	16.46%
3个月	38.45%	27.43%
6个月	NA	NA
1年	NA	NA

基准分析

Beta	0.00	1.00
标准差	0.00%	0.00%
跟踪误差	0.00%	
夏普比率*2		
信息比率	0.00	
R平方	0.00	1.00
*2假定无风险收益率为		3.60%

8 月份，核心价值基金净值增长率为 19.3%，同期业绩基准为 16.46%，超出业绩比较基准 2.84%，主要原因是重点配置的金融行业表现理想，并且本基金在市场上上升时保持了高于基准的仓位水平。

资料来源：招商基金

注：上述数据均根据已公开信息计算所得，过往业绩并不预示基金未来表现，仅供参考！

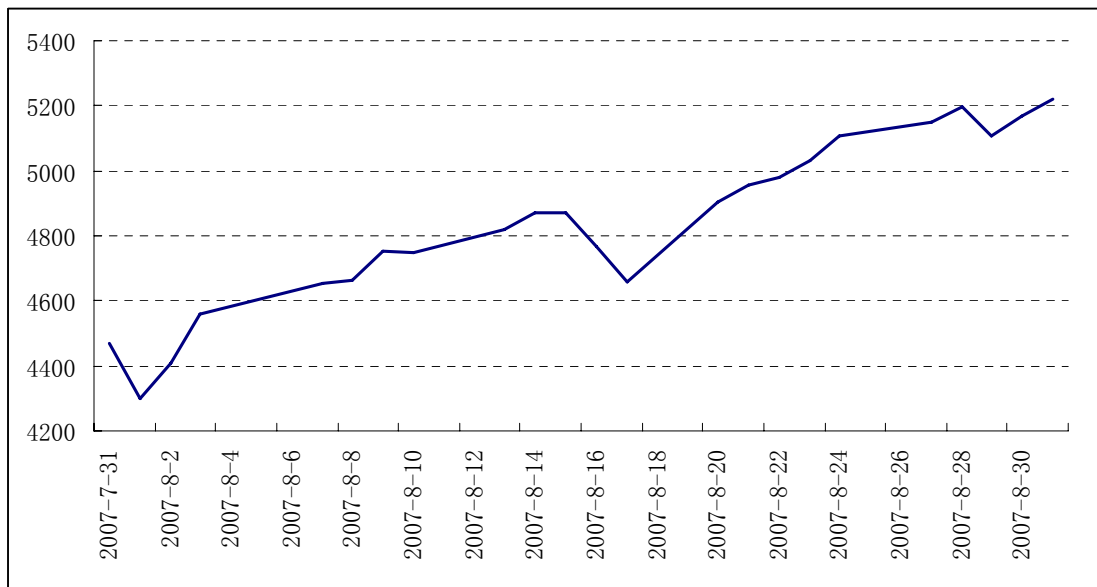
投资分析

——股票市场回顾、展望与投资策略

股票市场回顾

8 月份 A 股市场在完成了 5-7 月份的强势调整后，重拾升势，在上市公司半年报业绩增长近 8 成、基金发行节奏加快、市场流动性充裕和政策面转暖的情况下，一举创下 5218 点的历史新高。上证综指上涨 747.8 点，涨幅达 16.73%，沪深 300 指数上涨 836.25 点，涨幅达 18.75%。本月我国存款准备金率和存贷款利率的上调、6000 亿特别国债的发行和港股直通车的开闸并没有给市场造成太大的影响；而美国次级债问题所导致的外围市场剧烈波动仅仅给 A 股市场带来较大的心理压力，并未导致股指的大幅波动。

图 1 8 月份股指震荡上扬

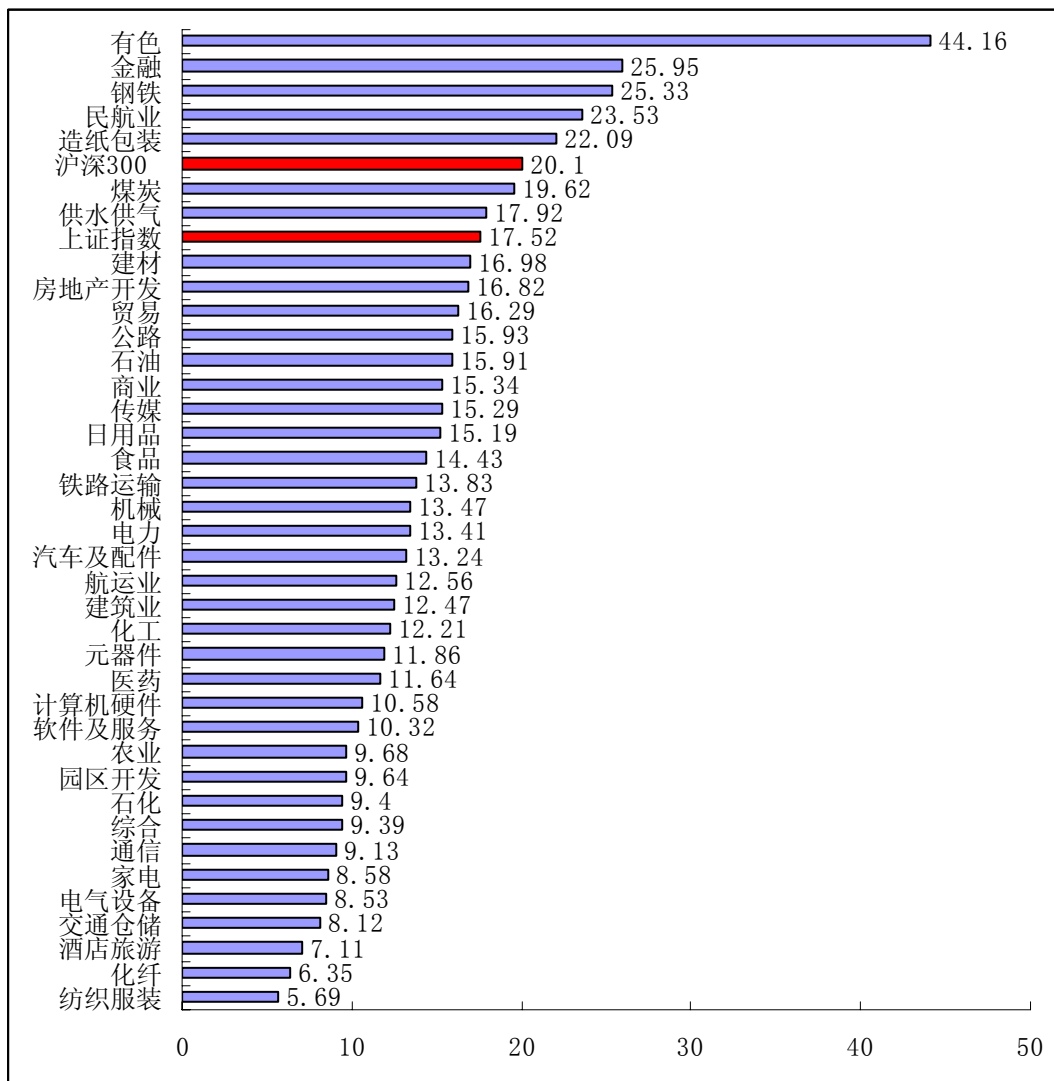


数据来源：天相，招商基金

从行业表现看，本月有色金属、金融、钢铁、民航业、造纸和煤炭行业表现突出，这些行业大都有资源品价值重估、中报业绩超预期增长特征和行业整合预期，涨幅超越基准。本月纺织服装、化纤、酒店旅游、交通仓储和电力设备行业表现相对较差；酒店旅游、交通仓储和电力设备的长期稳定增长前景依然看好。

从风格投资表现来看，8 月份大盘蓝筹股大幅跑赢中小盘股；绩优股大幅跑赢绩差股、重组股。

图 2 8 月份行业表现



资料来源：天相，招商基金

股票市场展望

一、9 月份市场运行趋势展望——行情持续攀升中震荡加剧

在公布中期报告盈利增长近 8 成、10 月中旬召开“十七大”的背景下，我们预期 9 月份大盘仍将继续攀升，但震荡将加剧。股市反映的是市场预期，8 月份在预期业绩高增长的背景下，股指连创新高，沪深 300 指数 07 年的市盈率由 29 倍

上升至 35 倍。下半年我们预期在银根收紧和控制土地供应等宏观调控措施下，宏观经济和固定资产投资将稳步温和回落，经济呈前高后低的走势，而上市公司的盈利增速亦将同步回落。短期来看，10 月中旬将召开党的“十七大”，从政策层面分析不应有过激的调控政策出台，9 月份将仍将是政策“真空期”，基金发行有可能从 9 月份开始放缓，而 A 股市场的短期走势更多取决于外部事件影响。

二、决定 9 月份股市运行趋势的关键变量分析

我们关注决定 9 月份股市运行趋势的关键变量，并评估新信息对市场的影响程度。基于近几个月的市场走势和基本面情况，我们认为 9 月份将出现的重要变化有如下几个方面：

1、上市公司中期报告业绩增长近 8 成，构成未来几个月行情演绎的基石

07 年中期，1503 家上市公司净利润合计达到 3262 亿元，其中可比的 1364 家公司净利润合计 1896 亿元，较去年同期增长 79.12%。

受益于行业回暖，家电、化纤和民航是上半年业绩增长最快的三类行业，其中，民航上半年受惠于油价和人民币升值因素，家电行业的复苏则受惠于白电市场的扩大，随着农村市场的扩大，白电等耐用消费品的业绩将有良好表现。证券行业则直接受益于 A 股交投的上升，业绩间接受到 A 股上升影响的还有大量投资 A 股的保险公司。有色金属公司则直接受益于国际金属期货价格暴涨的影响。

部分行业净利的高增长相对的是，一些行业增长相对缓慢或出现同比负增长。通信行业 45 家上市公司的税后利润同比增幅为-23.57%，农业板块的 48 家上市公司同比业绩增长为-35.44%。铁路运输等行业税后利润增幅也仅有 6.17%，煤炭行业 23 家公司税后利润平均增长 23.55%，较家电等大幅增长的公司大为逊色。中小板公司的业绩表现或更为真实，数据显示，164 家中小板上市公司上半年平均实现净利润 3682 万元，同比增长 32.25%。中小板公司的业绩增长主要来源于主营业务，净利润的增幅与主营收入的增幅非常接近，非经常性损益所占比例很低，投资收益贡献的利润仅占 2.5%，营业外收支贡献的利润仅占 3.8%，这一业绩更切合公司基本情况。

与往年相比，今年上半年上市公司股权投资收益大幅增加。在 1503 家公司中，股权投资的净收益达到 1157 亿元，在净利润中占比达到 24.15%，剔除金融企业，这一比重为 14.02%。对于非金融企业来说，股权投资收益多数来自早先的法人股

投资等。从全部可比的上市公司看，2006 年中报的投资收益为 143.17 亿元，2007 年中期上升至 430.64 亿元，同比增长 200.8%。

2、一揽子解决方案有助美国经济走出“次贷风暴”

最近几个月里，美国次级抵押贷款逾期付款和丧失抵押赎回权的比例不断上升，次贷危机开始显现并呈愈演愈烈之势。美国此次的次级信贷危机不仅导致了一些房贷机构破产，投资基金遭受重大损失，也引发了美国乃至全球近期窗体顶端窗体底端证券等金融市场剧烈动荡。如果次级房贷危机影响到个人消费开支，将会对美国乃至全球经济造成相当大的冲击。

9 月 1 日，布什表示，美国联邦政府已经拟出一份详细的改革一揽子方案，去帮助那些处于困境的普通购房者获得必要的产品和服务，以避免其因无力清偿银行按揭贷款而房子被银行收回或拍卖。在布什宣布的一揽子计划中，其中包括一项令人瞩目的计划，即政府敦促金融机构允许无力偿付抵押贷款者，在政府担保下再次融资。金融机构在初期向他们提供抵押贷款的低利率，但经过一段时间后则会升高到正常利息水平。此次政策的调整，在现有能够享受这项计划援助的 16 万人之外可望再增加 8 万，这 8 万名房屋贷款人将在 2008 年获得美国联邦政府的担保抵押贷款。

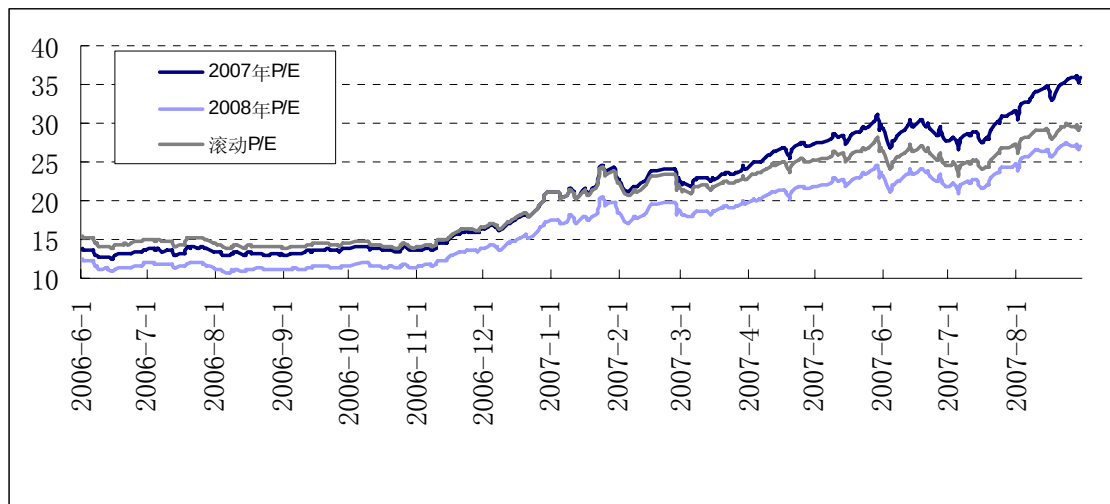
与此相呼应，美联储主席本·伯南克在美国怀俄明州举办的美联储年度会议上表示，美国央行将根据需要决定是否采取必要措施，来避免信贷危机伤害到国内整体经济。在 9 月 18 日的美联储有关联邦利率问题的专题会议上，不排除美联储宣布降息的可能。

3、市场估值反映基本面向好趋势

目前沪深 300 指数 2007 年的市盈率 35 倍，2008 年动态市盈率 27 倍。A 股市场估值水平不断创新高的走势反映了中期上市公司盈利增速高达 79% 的超预期状况。我们认为基本面和资金面的主要利好因素没有发生变化，并在某些方面还有超预期因素强化牛市行情。短期国内外宏观经济处于 2005 年以来新一轮景气上升期；上市公司盈利能力和利润增速都创下历史最好纪录；牛市行情通过投资收益的高增长增厚上市公司盈利状况；人民币加速升值和低利率的资金环境导致流动性充裕格局难以扭转；全流通制度变革和国家产业发展战略催生出并购重组、资产注入、整体上市的重组行情。股市是反映经济基本面和资金面情况变化预期

的晴雨表，在牛市中，这两个关键变量不发生变化，则估值水平更多的是反映乐观的市场预期，而牛市格局能否持续则根本上取决于基本面的变化，因此牛市往往演绎的是“逼空”行情。我们认为当前 A 股市场仍处于较为健康的运行之中。

图 3 沪深 300 指数估值走势图



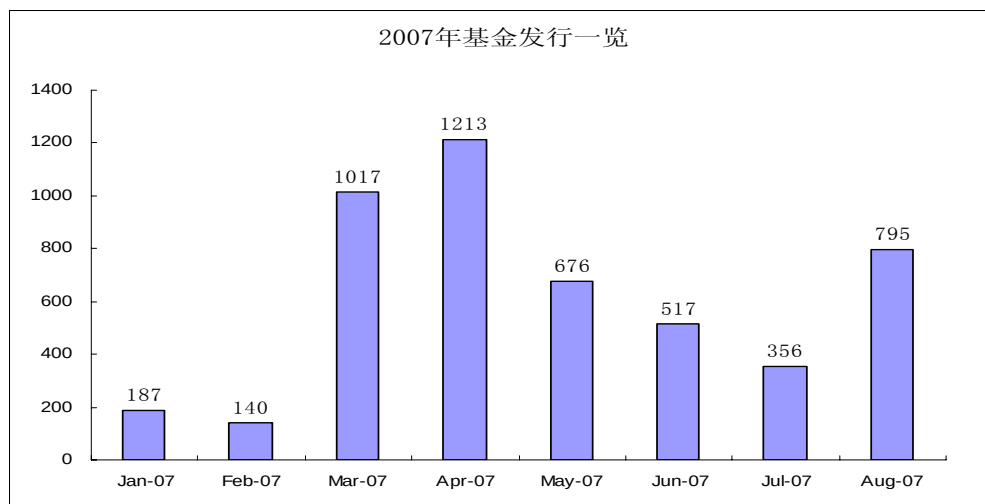
数据来源：招商基金

4、资金供求状况

(1)、预期 9 月份基金发行有放缓趋势

8 月份共发行了 7 只基金，发行规模高达到 795 亿元，一举扭转了 5、6、7 月基金发行规模连续持续下滑的局面，也是大盘从 7 月末开始持续创新高的重要原因。我们预计 9 月份基金发行规模将趋于放缓，估计在 600-700 亿元。

图 4 07 年 1-8 月份基金发行规模

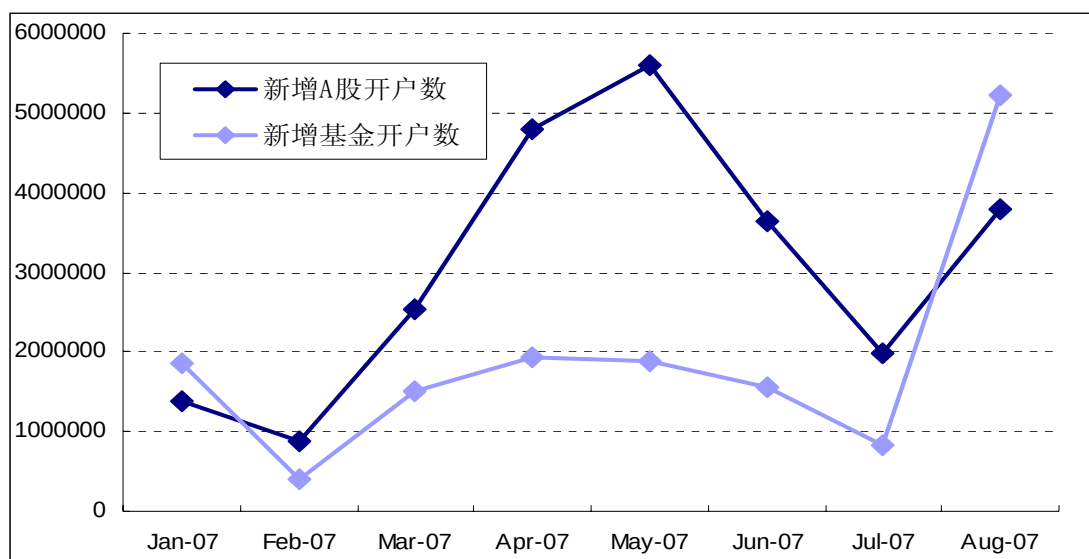


数据来源：WIND

(2)、基金开户数强劲反弹，显示市场热点仍将趋向基金重仓的蓝筹股

基金开户数今年以来除了1月份，8月份首次超越新增A股开户数，从一个侧面说明目前的市场热点和上半年的低价重组股行情迥异，基金重仓的蓝筹股行情使得散户更加坚定了购买基金的投资趋向。我们认为这一趋势将在下半年继续维持。

图5 基金开户数强劲反弹

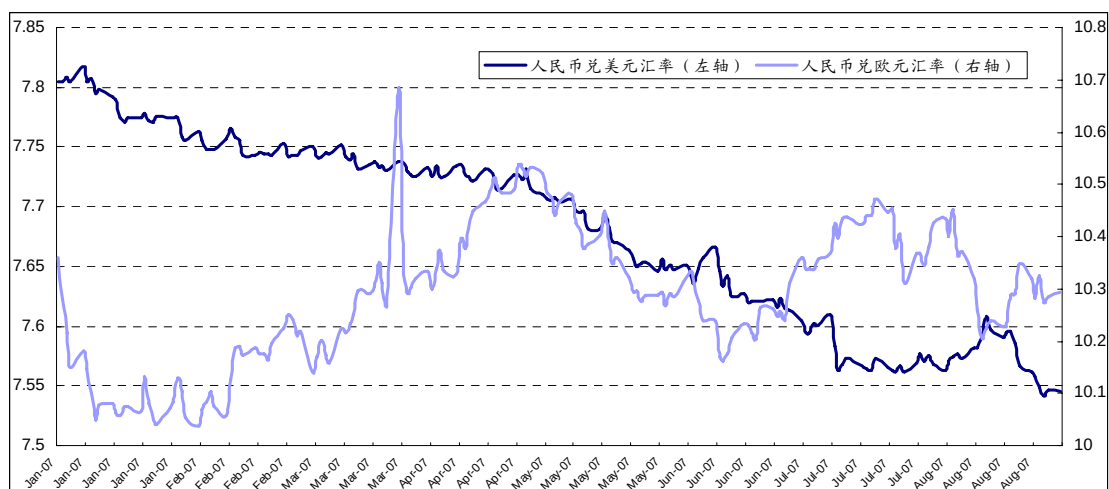


数据来源：中国证券登记结算公司

5、人民币升值压力仍将进一步增大

今年以来，人民币兑美元汇率持续升值，8月末已经突破7.55，而人民币兑欧元汇率则基本稳定在10.2-10.4之间波动，为出口持续顺差提供了有利条件。

图6 人民币对美元和欧元汇率中间价走势



数据来源：BLOOMBERG

股票市场投资策略

在8月份上市公司盈利增长超预期的中报行情之后，预期9月份市场震荡将加剧，我们将提高资产组合的防御性。

从行业视角分析：8月份涨幅超越基准的行业仅有钢铁、有色、金融、航空、造纸。主要原因是估值相对较低、行业景气拐点出现和资产注入等，9月份我们预期市场投资主题仍将集中在这3个方面，但经过前期大幅上涨后，市场参与热情将出现消退，而事件因素将驱动市场出现新的投资热点。

从风格指数和主题投资的视角分析，我们认为在经过了5-7月份的结构性调整后，下半年A股市场仍将围绕动态估值相对偏低、行业景气拐点出现和资产注入为主题的蓝筹股行情，迥异于上半年低价重组股行情。无论从近期基金开户数的变化还是基本面和市场策略，都支持这一结论。

在维持今年以来战略性超配的金融、地产、钢铁、有色、煤炭、机械等行业基础上，9月份将通过适度分散投资以提高资产组合的防御性。提高医药、IT、交通运输、公用事业、消费品的配置权重，兼顾有集团优质资产注入、实施股权激励或有整体上市预期的上市公司。

风险提示

一、9月份获利回吐压力增大

9月份，上市公司中报超预期增长的利好因素将消退，而预期基金发行节奏放缓，限售股解禁压力和香港红筹股IPO发行将稀释二级市场的资金供给。宏观经济在紧缩银根和土地供应的背景下将温和回落。这些利淡因素的作用将减弱市场投资者的参与热情，引致获利回吐压力增大。

二、9月份美国“次贷风暴”影响和海外市场的震荡仍需继续关注

尽管美国房地产市场的次级抵押贷款危机暂告一段落，但其对消费需求乃至实体经济的深远影响仍需跟踪，而美联储在9月18日加息与否仍是市场近期关注的焦点。中国经济的对外依存度近年来快速提升，外需可能的减弱将不可避免的引致我国宏观经济的回落，而这将是未来资本市场持续关注风险所在。

三、9月份紧缩性宏观调控政策仍将继续

上半年国内外需求旺盛，引致我国多年来一直在低位徘徊的通货膨胀率一举突破5%。而上半年商业银行的07年贷款规模已经完成70-80%，央行通过窗口指导、上调利率和法定存款准备金率、发行特别国债等一揽子调控手段将会在下半年有效的压缩金融体系的流动性或者实体经济的货币信贷供应量。

投资分析

——债券市场回顾、展望与投资策略

公开市场操作与货币市场

回顾

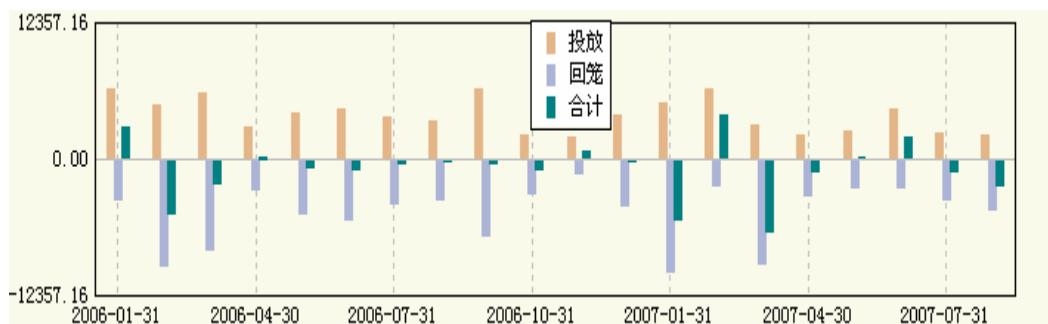
07年8月央行在公开市场继续净回笼资金，同时短期利率震幅有所回落。

一、公开市场操作净投放

跟随7月，央行在8月继续净回笼资金。8月份共投放资金2202.2亿，回笼资金4563.36亿，合计净回笼资金2361.16亿（见下图），回笼力度明显加大。

虽然央行于7月30日宣布第7次上调法定存款准备金率（8月15日生效），同时8月22上调存贷款基准利率，但导致8月公开市场操作出现净回笼的主要原因仍然是充裕的流动性与贷款的快速扩张。

图7 央行公开市场操作情况



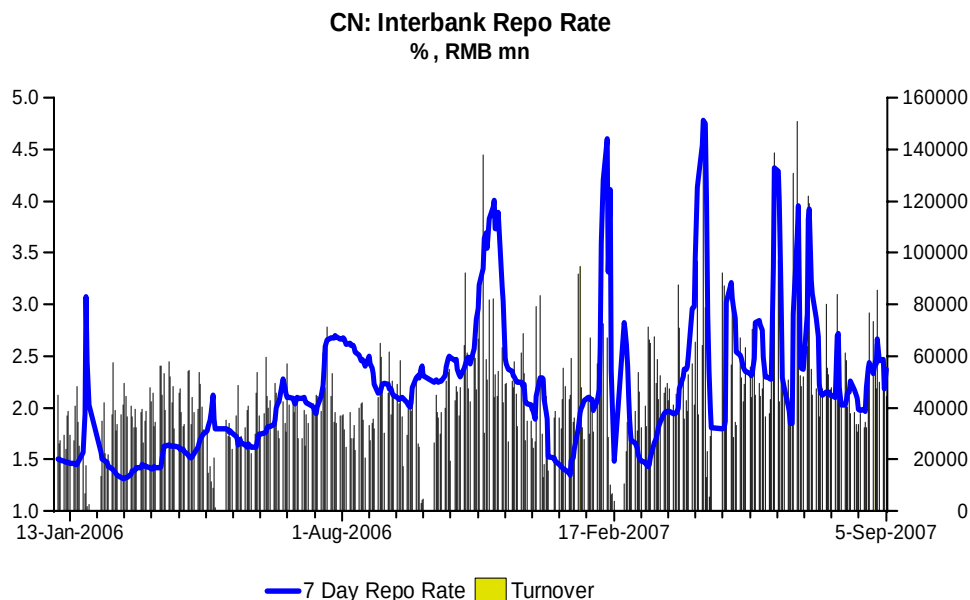
资料来源：北方之星债券分析系统、招商基金

二、短期利率震幅缩小

与前7个月相比，8月份货币市场利率无论是绝对水平还是震荡幅度都明显缩小。主要是因为市场流动性仍然充裕，在没有大市值股票发行的情况下，货币市

场利率水平回落明显，同时波动幅度也较上月大幅度缩小（见下图）。

图 8 银行间 7 天回购利率波动情况



资料来源：CEIC、招商基金

货币市场展望

从公布的 7 月份主要经济指标来看，整体经济仍然高位运行，管理层果断出台宏观调控措施。

一、从宏观总需求方面来看，7 月份的投资、消费以及进出口都继续维持上半年以来的强劲发展态势。

1—7 月固定资产投资同比增长 26.6%，几乎与上月持平（1—6 月固定资产投资同比增长 26.7%）；7 月份 M2 增长 18.48%，比 6 月份的 17.06% 加快 1.42 个百分点；1—7 月新增人民币贷款达到 2.77 万亿元，相比去年贷款高基数，同比增加仍然接近 18% 以上；7 月份出口与进口增速双双上升，7 月当月外贸顺差仍创历史次高，达到 243.57 亿美元；7 月份消费继续稳步增长，达到 16.4%。消费的稳步增长仍然是整体经济的亮点之一。另外，受粮食价格的推动，7 月份 CPI 继续上升，达到 5.6，创近 10 年来的新高。

二. 政策面分析

强劲的经济数据导致宏观调控措施的果断出台：先是7月30日央行宣布从8月15日开始年内第六次上调法定存款准备金率；8月17日，针对部分商业银行贷款业务增速过快，央行发行1010亿定向央票；8月21日，央行宣布从8月22日起年内第四次加息（一年定期存款利率上调27基点，一年定期贷款利率上调18基点）。针对目前经济运行状况和已出台的诸多宏观调控措施，我们对未来政策展望如下：

（1）随着前期已公布的调控措施开始生效，9月份将进入政策观察期，在第三季度宏观经济数据出台之前，继续出台重大宏观调控政策的概率不大。

从先行指标PMI指数情况来看，8月PMI指数虽然仍然高于50，达到54，比7月略高（7月PMI为53.3），但已从前期高位下滑，显示经济将从前期过高位置回归。我们认为，随着宏观调控政策逐步生效，信贷、货币及投资都会从上半年高位逐步回落。但是鉴于外贸顺差局面短期内难以扭转以及市场流动性仍然充裕，发行定向央票、公开市场操作、调整存款准备金率以及窗口指导等调控手段仍然会继续运用。

（2）随着首批6000亿特别国债的顺利发行，相信中国外汇投资公司将很快正式亮相。这将从两个方面对当前宏观经济运行带来影响：一是央行持有的6000亿特别国债将增加央行的调控工具，并丰富央行的调控内容；二是中国外汇投资公司的成立将会为我国的外汇储备探讨出一条新路。

（3）人民币升值的步伐可能加快。解决目前国际收支不平衡、外贸顺差过大以及由此被动投放过多人民币的状况，转变目前过度依赖外需拉动的经济增长方式，都有赖于人民币汇率的市场调整。尤其是随着美国受次级放贷的拖累，美国联邦基金利率将保持稳定，甚至在第四季度有可能减息的情况下，中美之间的利差将继续缩小，在目前人民币升值预期强烈的情况下，将会吸引更多的游资进入中国。因此，适当加快人民币的升值步伐、发挥汇率的市场调节功能将是更加值得期待的政策选择。

固息券

回顾

2007年8月，债市延续7月持续反弹行情，虽然加息时机出其不意，但强劲的资金配置需求战胜宏观基本面的不利影响，一级市场积极追捧带动二级市场做多热情，收益率曲线快速大幅下移，债市终于在上半年持续熊市后走出一波反弹行情。

一、经济增长过快，通胀压力较大

7月工业增加值同比增长18%，固定资产投资增速26.4%，房地产开发投资增速30.7%。工业增加值和投资增速虽有回落，但仍高位运行，经济增长仍然过快。7月出口、进口同比增长34.12%、26.89%，贸易顺差244亿美元。7月M2、M1、M0同比增长18.48%、20.94%、15.05%，新增贷款2310亿元。受7月CPI中食品价格同比增长15.4%（其中肉类和蛋类分别增长45.2%和28.9%）的影响，7月CPI同比增长5.6%，大大超出市场预期，通胀压力很大。

二、抑制通胀预期成货币政策重点

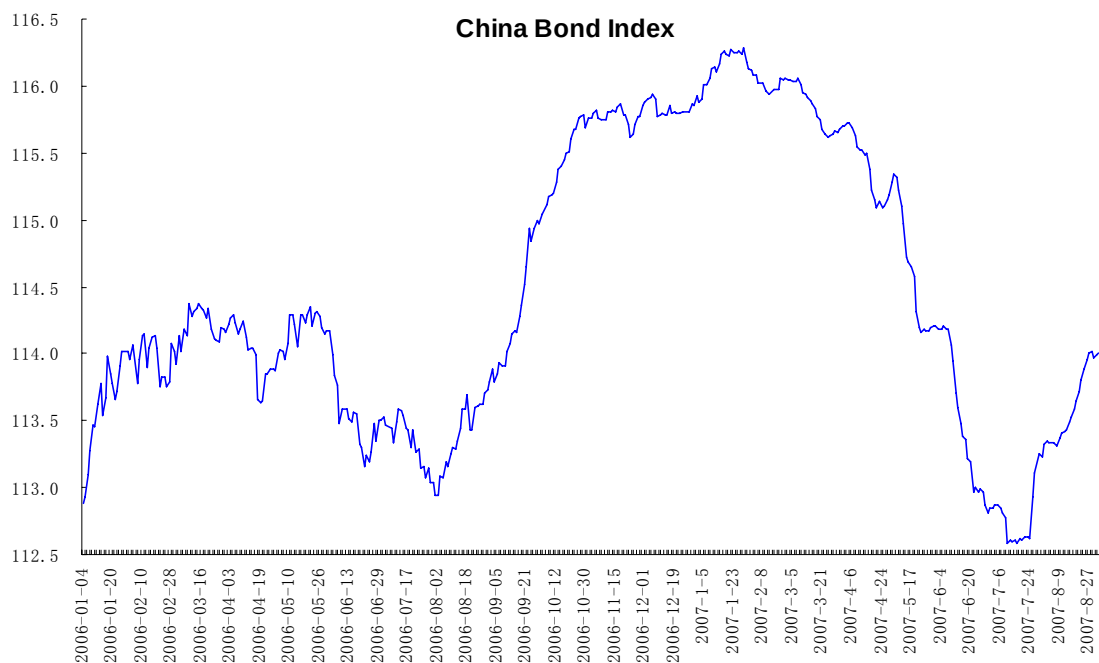
央行二季度货币政策执行报告指出，经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显，货币政策稳中适度从紧，要控制通胀预期。而且，央行不仅关注非食品CPI，还看整体CPI，不仅要看一般物价水平，还担心资产价格是否会传导至实体经济，不仅要改善负利率，还要抑制通胀预期。另外，央行行长助理易纲也表示，央行治理通胀的决心和措施坚定不移，并努力在适当的一段时间内改善负利率的状况。因此，与7月21日加息仅仅隔一个月，8月21日央行就宣布了2007年的第4次加息，出其不意的加息时机和紧密的加息节奏彰显了央行抑制通胀预期的决心。

三、一级市场积极认购带动二级市场做多热情

虽然基本面和政策面十分不利于债市，但强劲的资金配置需求在与紧缩预期博弈中最终占了上风，债市持续反弹。银行年底要控制信贷增长在15%以内，再加上很多机构上半年减少债券投资力度，而且债券收益率已具有较大吸引力，导致压抑很久的债券投资需求在8月份一级市场集中释放。20年期国债招标利率4.52%低于预期，认购倍数高达2.15。7年期国债在加息当日发行，中标利率3.9%，认购倍数2.81，不仅没受到加息的不利影响，反而得到积极认购。一级市场新券受

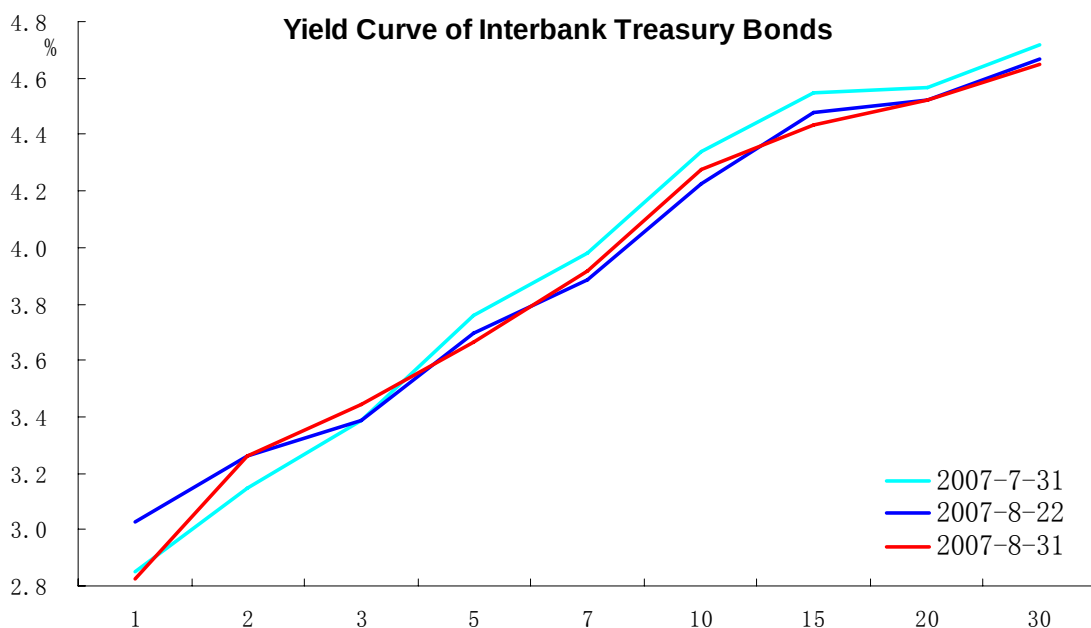
追捧也激发了二级市场的投资和投机热情，加息后，收益率曲线不仅没有上行，反而继续下移。临近月末，受到将有 2000 亿特别国债向市场发行的传言影响，投资者趋于谨慎，债市保持平稳。

图 9 中国债券总指数



资料来源：中国债券网、招商基金

图 10 银行间国债收益率曲线



资料来源：中国债券网、招商基金

展望与投资策略

展望 9 月，预期 CPI 走高和特别国债向市场发行方式尚未确定是抑制债市反弹的两个最大因素，回购利率上升也使得短债承压。保守的看，再次加息（预期）将提高短端利率，特别国债向市场发行可能提高长端利率，而中期债券收益率有望在资金配置需求下保持稳定或小幅下降，收益率曲线凸度将会下降。

一、预期 CPI 继续走高

8 月 26 日商务部公布的食用农产品价格指数升到 113.4 点，比 7 月 29 日的 112.07 点上升了 1.2%，预计 8 月 CPI 中食品价格环比上升 1.3% 左右，考虑到翘尾因素 2.3%，预期 8 月 CPI 同比增长继续上升到 5.7-5.8% 左右，通胀压力很大，年内再次加息的预期将会强烈。

二、央行加强流动性管理，回购利率上升

9 月份有 4370 亿央票到期（今年以来到期量次高月份），预计央行将加大资金回笼力度，可能采用公开市场操作、提高准备金率、定向央票等常用手段，以及利用特别国债进行正回购或卖断等创新工具。由于 9 月份会有北京银行等大盘股发行，回购利率会明显上升，但由于超储率较高，回购利率不会持续高位，而且，央行也会为了保持市场稳定，在新股发行时，减小资金回笼力度甚至投放流动性，因此，总的说来，9 月央行将大力回笼流动性，但也会考虑新股因素，回购利率会上升，但也难以持久，资金面对债市影响整体上是中性的。

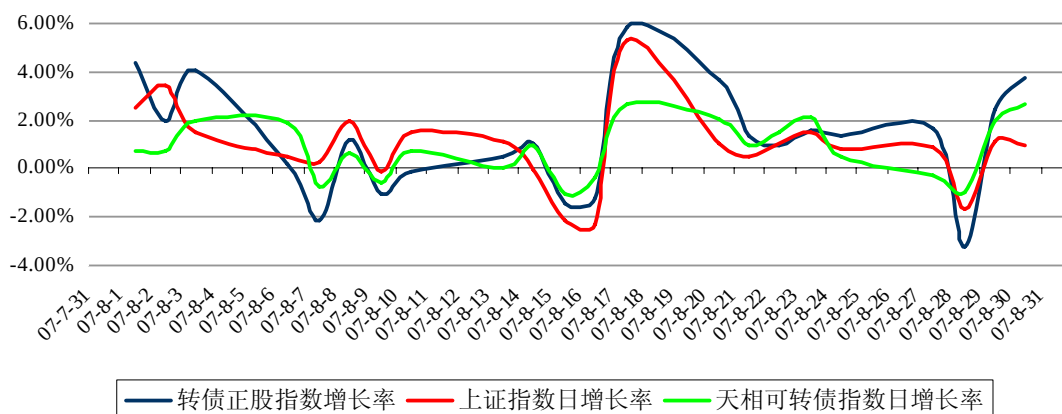
三、债市将维持谨慎乐观格局，收益率曲线凸度或将下降

预期 CPI 走高和特别国债向市场发行方式尚未确定是当前抑制债市反弹的两个最大因素，部分投资者可能等待政策明朗化之后再加大债券投资。9 月上旬债市可能维持谨慎观望气氛，中旬经济金融数据公布和大盘股发行时，短债收益率可能小幅上升，9 月底可能出现持券过节的行情。保守地看，再次加息（预期）将提高短端利率，特别国债向市场发行可能提高长端利率，而中期债券收益率有望在资金配置需求下保持稳定或小幅下降，收益率曲线凸度将会下降。从斜率和凸度看，3-5 年期国债和金融债具备较高的抗利率上行风险能力，投资价值较大。在连续 4 次加息和加息预期依然强烈的情形下，基于 1 年定存的浮息债投资价值很大。

可转债

回顾

图 11 可转债指数、转债正股指数和上证指数走势比较（2007 年 8 月）



资料来源：天相、招商基金

全球股市飘摇于美国次级债风波中，但中国股市却无视加息、QDII 的出海和个人投资者海外投资的批准等政策因素，一举突破 5000 点，报收 5218.83 点，再创新高。全月上涨 16.73%，为今年以来月涨幅第三。各板块轮番上涨，就象是屡挖屡有的宝藏，不断给投资者惊喜。全月成交 3.6 万亿，成交较上月回复活跃。

可转债市场保持着强股弱债特征，加权平均平价溢价率从 7 月底的 16.89% 小幅下降到 12.54%；加权平均底价溢价率则从 98.21% 上涨到 134.51%，整体股性较前期增强且债底保护减弱。可转债市场表现与上证综指基本持平，报收 4815.31 点，全月上涨 16.41%。

转债正股本月平均涨幅不如大盘。11 只可转债所对应的基础股票两极分化：韶钢松山、锡业股份分别以 47.07% 和 41.19% 的涨幅位居榜首，而凯诺科技和创业环保则小幅下跌。11 只可转债表现与正股如出一辙，韶钢、锡业转债跟随正股上涨，而创业和凯诺转债则随正股下跌。

转债市场规模余额 113 亿元，全月成交 22.66 亿元，基本与上月持平。上电、创业转债相继触发赎回条款赎回退市。

市场展望

“有条件通过”盛行

7、8月以来，可转债市场陆续传来扩容之声。又有中海航运、上港集团、中兴通讯、南山铝业拟发行可分离交易可转债，而前期公告发行转债的上市公司包括山鹰股份、恒源煤电的传统债和中信国安、深高速、雅戈尔的分离债也纷纷上会审核。但是与过去不同的是，最近流行“有条件通过”，这一般会使过会时间和发行时间间隔有所延长，雅戈尔的申请甚至未获通过。就近期公告的山鹰转债招募书来看，各项条款与以往的可转债并无明显不同，估计只是审核程序进一步规范化的原因。这样一来，9月份有可能迎来转债市场扩容的一个小高潮。

投资策略

股票市场的上涨，加大了转债市场的波动性。保持可转债的中性配置，从一级市场增加转债筹码。

信用市场

回顾

一、短期融资券

1. 新发短期融资券

	8月	7月	6月	5月
数量(支)	29	22	27	15
发行量(亿)	313	258.5	369.7	251.3
存量(亿)	2,837.6	2,651.8	2,652.2	
一级市场收益率均值(%)	4.50	4.162	3.853	3.732
一级市场收益	4.51	4.184	3.780	3.735

率中值(%)				
1年期央票(%)	3.30	3.22	3.16	3.04
利差(bps)	121	96	62	69

2. 加息后，利差扩大

央行8月20日宣布今年第四次加息之后，利率上调的传导效应在短融券这一信用产品中得到体现。短融发行利率继续上调且不同级别间的信用利差扩大，由于市场对较优短融的需求旺盛，AAA/AA+级短融一二级市场利差扩大至较高水平。

因美国次级债信用风波之事，短融的分化趋势加剧，评级低的短融(A+)的信用利差继续扩大。A+市场定价在4.80%以上，甚至达到年内最高的5.50%水平。

二、企业债：反应稍显滞后，信用利差持续放大

长期企业债调整压力或将重现

基于前面利率市场部分我们对收益率曲线中长期段或将重新熊市增陡的判断，未来长期企业债收益率上调的压力可能将重新凸现。

三、公司债

市场潜在规模巨大

截止到8月底，已有9家优质上市公司宣布准备发行公司债，发行总量预计将达到359亿元。从目前这9家公司的公告看，发行期限主要集中在5-10年的中长期，可见发行人在锁定成本的基础上更希望通过发行中长期债券配合公司业务发展，同时降低贷款比重。目前A股上市公司中，初步估计约有230家符合发行公司债要求，公司债潜在发行规模巨大。

资料来源：中银，中债信息网，招商基金

展望

受美国次级债风波的影响，央行也正在通过引导短期融资券发行利率向上调整来强化二级市场对利率风险和信用风险的认识。央行要求主承销商主要按照1

年期 Shibor 利率结合信用利差的方式确定发行利率,因此短期融资券发行利率的扩大可以从 1 年期 Shibor 和信用利差两方面探究原因。

短融发行利率上调是对利率风险和信用风险的重估。短期融资券一级市场发行利率继续保持上行趋势,而且不同级别发行利率的分化有所加剧。

尽管未来加息压力可能会导致短融发行利率继续走高,但是就银行间的投资品种而言,短融仍是不错的投资品种。

专题分析

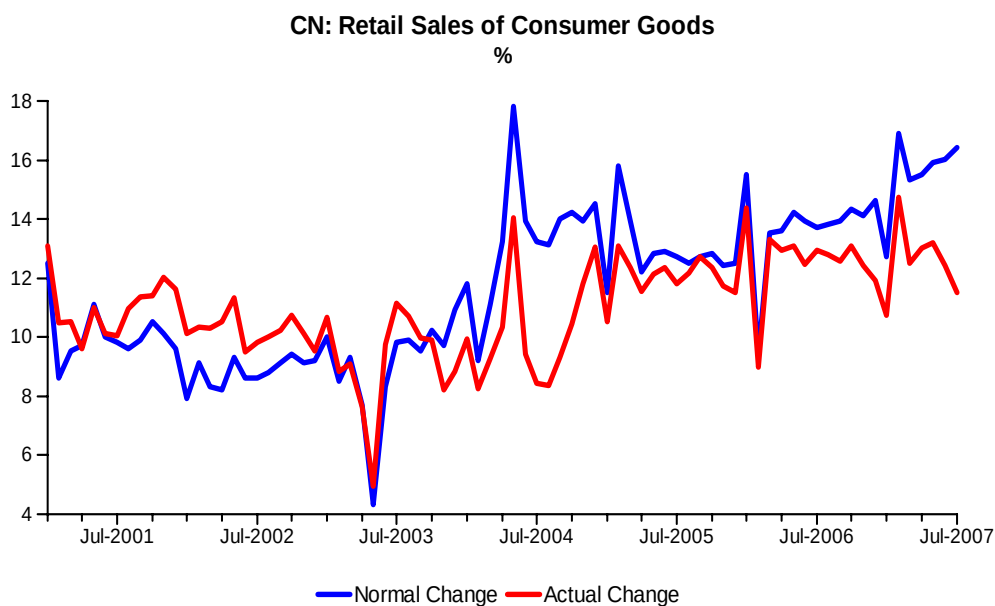
招商基金宏观经济分析

宏观经济分析

从已经公布的 7 月份宏观数据来看,整体经济仍然维持在高位,宏观调控措施果断出手。

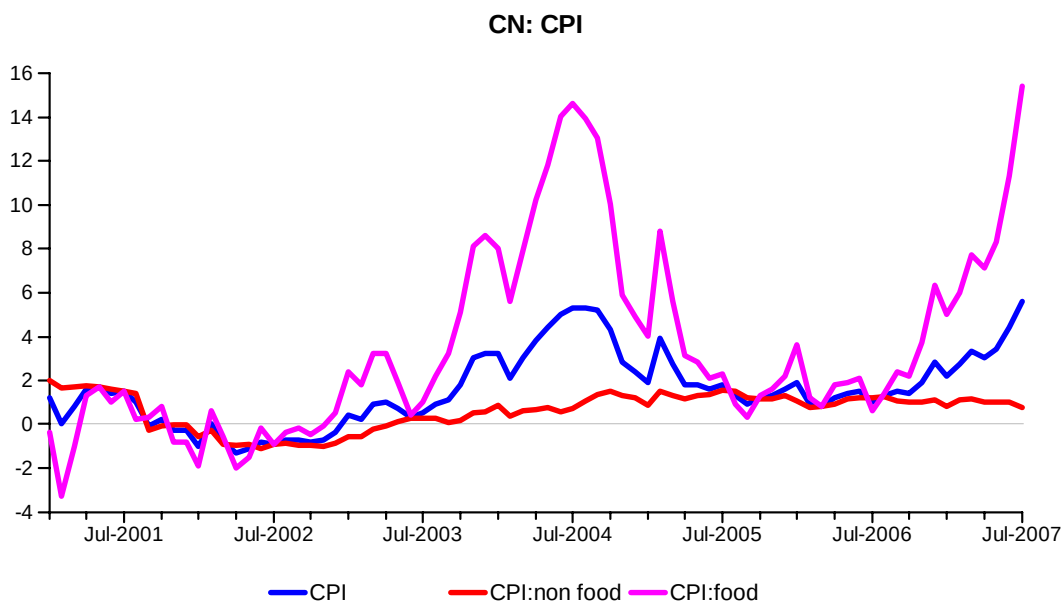
从总需求方面来看,7 月份的投资、消费以及进出口都继续维持上半年以来的强劲发展态势。1—7 月固定资产投资同比增长 26.6%,几乎与上月持平(1—6 月固定资产投资同比增长 26.7%);7 月份 M2 增长 18.48%,比 6 月份的 17.06% 加快 1.42 个百分点;1—7 月新增人民币贷款达到 2.77 万亿元,相比去年贷款高基数,同比增加仍然接近 18% 以上;7 月份出口与进口增速双双上升,7 月当月外贸顺差仍创历史次高,达到 243.57 亿美元;7 月份消费继续稳步增长,达到 16.4%。消费的稳步增长仍然是整体经济的亮点之一(见图 12)。另外,受粮食价格的推动,7 月份 CPI 继续上升,达到 5.6,创近 10 年来的新高(见图 13)。

图 12 消费增长情况



Source: CEIC, CMF.

图 13 通胀情况



Source: CEIC, CMF.

强劲的经济数据导致宏观调控措施的果断出台：先是7月30日央行宣布从8月15日开始年内第六次上调法定存款准备金率；8月17日，针对部分商业银行贷款业务增速过快，央行发行1010亿定向央票；8月21日，央行宣布从8月22日起年内第四次加息（一年定期存款利率上调27基点，一年定期贷款利率上调18

基点)。

上述一系列宏观调控政策的果断出台，一方面凸现了管理层宏观调控能力的娴熟，另一方面也折射出管理层针对目前宏观经济中出现的由偏快转向偏热苗头进行治理的决心。在 8 月份宏观调控措施中，令市场感到些许意外的就是央行的第四次加息。主要是此次加息距第三次加息（7 月 21 日央行第三次加息）仅仅相隔 1 个月时间。虽然市场预期央行会继续加息，但加息时间相隔如此之短还是出乎很多人的预料。从央行公布的二季度货币政策执行报告中可以看出，央行果断加息主要来自于央行为适时调整居民通胀预期、防范食品价格向非食品领域扩散的考虑。

宏观经济展望

针对目前经济运行状况和已出台的诸多宏观调控措施，我们对接下来的政策展望如下：

（1）随着前期已公布的调控措施开始生效，9 月份将进入政策观察期，在三季度宏观经济数据出台之前，继续出台重大宏观调控政策的概率不大。

从先行指标 PMI 指数情况来看，8 月 PMI 指数虽然仍然高于 50，达到 54，比 7 月略高（7 月 PMI 为 53.3），但已从前期高位下滑，显示经济将从前期过高位置回归（见图 14）。我们认为，随着宏观调控政策逐步生效，信贷、货币及投资都会从上半年高位逐步回落。但是鉴于外贸顺差局面短期内难以扭转以及市场流动性仍然充裕，发行定向央票、公开市场操作、调整存款准备金率以及窗口指导等调控手段仍然会继续运用。

图 14 PMI 指数情况

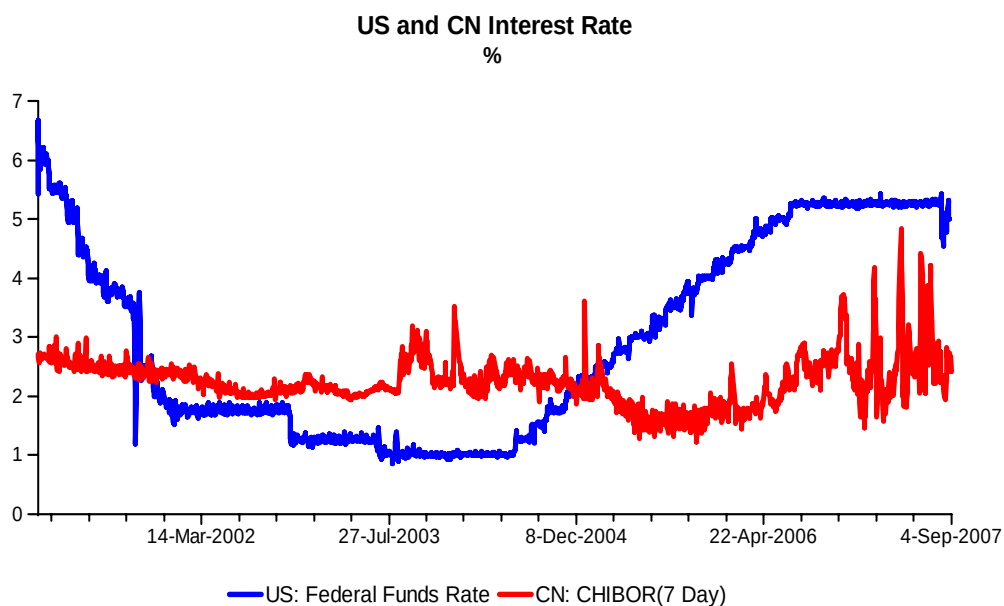


Source: CEIC, CMF.

(2) 随着首批 6000 亿特别国债的顺利发行, 相信中国外汇投资公司将很快正式亮相。这将从两个方面对当前宏观经济运行带来影响: 一是央行持有的 6000 亿特别国债将增加央行的调控工具, 并丰富央行的调控内容; 二是中国外汇投资公司的成立将会为我国的外汇储备探讨出一条新路。

(3) 人民币升值的步伐可能加快。解决目前国际收支不平衡、外贸顺差过大以及由此被动投放过多人民币的状况, 转变目前过度依赖外需拉动的经济增长方式, 都有赖于人民币汇率的市场调整。尤其是随着美国受次级放贷的拖累, 美国联邦基金利率将保持稳定, 甚至在第四季度有可能减息的情况下, 中美之间的利差将继续缩小 (见图 15), 在目前人民币升值预期强烈的情况下, 将会吸引更多的游资进入中国。因此, 适当加快人民币的升值步伐、发挥汇率的市场调节功能将是更加值得期待的政策选择。

图 15 中美之间的利差情况



Source:CEIC, CMF.

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料, 仅作为重要客户服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意篡改。