

融资持续收紧，经济下行压力加大

核心观点

❖ 经济增长颓势渐显

5月份的经济总量数据及货币金融数据均已经相当明确地显示，整体经济在持续的逆周期调控压力越来越大。在持续规模地方政府融资的政策影响下，基建投资持续下滑，拖累整体固定资产投资表现。在制造业投资维持在低位平稳水平之时，房地产领域的投资表现得较为出色，归因于土地缴款的持续高增长。与经济总量数据萎靡相呼应的是货币金融数据中社会融规模总量的坍塌，5月新增社会融资量几乎为同期的历史最低点，而其中信托贷款、委托贷款、未贴现票据整体出现4215亿的负增长。企业债融资也再次出现负增长，上一次负增长出现在2016年年末到2017年初债市大幅调整的时期。整体企业融资大幅压缩。

❖ 政策层面呈现“可控的自信”状态

从目前可以观察到的各种政策层面信号来看，我们认为，政策层面依然呈现为“可控的自信”状态，这一点无论是在刘鹤副总理赴美洽谈贸易争端之前在政协会议上的讲话中，还是银监系统或人民银行系统各级官员对于当前金融市场的表态，都有比较明确的迹象。尤其是“做生意是需要本钱的，借钱是需要还的，投资是有风险的，做坏事是要付出代价的”的表态，每一句都意有所指。从这个层面来看，我们不应该低估政策层面对于本次逆周期调控目的的坚定立场和决心。

❖ 债券市场春天越来越近

正如我们在写给《固定收益》的二季度投资策略展望里所说的一样，一季度的行情更多地体现超预期的流动性宽松，而不是基本面经济数据所反映出来的平稳增长。从最近的货币政策操作来看，降准本身所透露出来的边际政策变化意图是我们需要密切留意的。结合内部金融体系持续治理初见成效的现实与最近比较紧张的外部环境，总量货币政策是存在边际宽松空间的，而且结合中央经济工作会议以及当前的政策监管实践来看，双峰监管似乎扮演着更加重要的角色，这将持续规范各种融资与信贷创造活动。在当前经济增长压力越来越

经济数据	单位	5月	4月
CPI	同比%	1.80	1.80
PPI	同比%	4.10	3.40
工业增加值	同比%	6.80	7.00
投资	同比%	6.10	7.00
消费	同比%	8.50	9.40
出口	同比%	12.60	12.70
进口	同比%	26.00	21.50
贸易顺差	亿美元	249.20	283.82
M2	同比%	8.30	8.30
M1	同比%	6.00	7.20
新增贷款	亿元	11,500	11,800
外汇占款	亿元	0.0	74.2



大和风险偏好逐渐降低的背景下,我们认为,债券市场的春天可能越来越近了。

1. 两周要闻：经济金融数据如期下滑	4
1.1 经济数据如期全面下滑	4
1.2 新增社会融资规模大幅萎缩	5
2. 债市回顾：风险事件增多，收益率下滑	5
2.1 货币市场	6
2.2 公开市场	6
2.3 交易商协会指导利率	6
2.4 国债期货	7
2.5 二级市场	7
3. 后市判断及投资建议：政策加持，积极把握机会	9

1. 两周要闻：经济金融数据如期下滑

1.1 经济总量数据如期全面下滑，增长颓势已现

6月14日，国家统计局公布数据显示，中国5月规模以上工业增加值同比增6.8%，前值7.0%。5月份全国固定资产投资累计同比增长6.1%，前值7.0%。社会消费品零售总额同比增长8.5%，前值9.4%。

5月规模以上工业增加值同比增长6.8%，较上月7%略有回落。从环比看，5月份，规模以上工业增加值比上月增长0.58%。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，与1-4月份持平。尽管整体经济数据表明总体经济明显承压，而工业增加值却依然平稳增长，我们认为，可能与供给侧改革的持续有一定关联。如果当前的信用紧缩持续向纵深发展，总需求层面会进一步遭受负面影响，工业生产也会随之受到负向拖累。

1-5月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长9.4%，增速比1-4月份回落3个百分点。1-5月份制造业投资累计同比增长5.2%，比4月份高0.4个百分点。1-5月份固定资产投资累计同比增长6.1%，5月单月同比增长3.9%。从目前的政策导向以及地产基建所面临的融资趋紧的现实来看，我们认为固定资产投资总额的下行压力依然存在。

5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，增速较上月回落0.9%，创03年6月的新低。限额以上单位商品零售10736亿元，同比增长5.6%。综合考察居民收入增长及支出前景，我们预期这一下降趋势目前仍然只是刚刚开始。

10月27日统计局公布数据显示，1-9月份规模以上工业企业利润同比增长22.8%，较1-8月回升1.2个百分点。其中，9月份利润同比增27.7%，比8月份回升3.7个百分点，创2012年以来最高水平。

从已公布的9月表示生产和价格的工业增加值增速6.6%（前值6.0%）、PPI增速6.9%（前值6.3%），均出现了回升，对工业企业利润增速具有一定贡献。总体看，9月生产、消费、出口、价格等指标均有所回升，工业企业利润数据的回升与上述经济数据表现一致

行业利润方面。1-9月份，在41个工业大类行业中，39个行业利润总额同比增加，2个行业减少。主要行业利润情况如下：煤炭开采和洗选业利润总额同比增长7.2倍（前值9.5倍），农副食品加工业增长6%（前值5.5%），纺织业增长3.7%（前值4.1%），石油加工、炼焦和核燃料加工业增长38.4%（前值32.9%），化学原料和化学制品制造业增长37.9%（前值36.1%），非金属矿物制品业增长24.6%（前值23.9%），黑色金属冶炼和压延加工业增长1.2倍（前值1.1倍），有色金属冶炼和压延加工业增长47.1%（前值44.8%），通用设备制造业增长15.8%（前值16.9%），专用设备制造业增长24.5%（前值22.7%），汽车制造业增长10.3%（前值11.7%），电气机械和器材制造业增长8.8%（前值8.1%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长17.6%（前值16.1%），石油和天然气开采业由同期亏损转为盈利，电力、热力生产和供应业利润总额同比下降23.7%（前值-28.4%）。

9月份，在市场销量增加的驱动下，酒、饮料和精制茶制造业利润同比增长52.9%，增速比8月份加快37.4个百分点；电力、热力生产和供应业利润同比增长22.6%，扭转了8月份利润同比下降8.5%的局面。利润增速强劲主要体现的上游行业，但是下游行业也已经出现了好转。

结构方面，国有企业民营企业均有改善。1-9月国有企业累计增速47.6%，前值46.3%，民营企业由14.5%，前值14%，国有企业受环保限产的正面影响更大。

1-9月，规模以上工业企业产成品存货同比增速较前值继续下降0.1至7.8%，去杠杆进程不变。工业企业资产负债率持平前值55.7%。

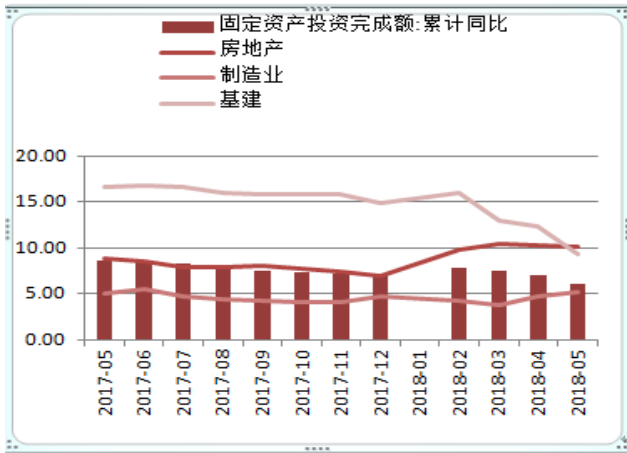


图 1 固定资产投资下行压力大

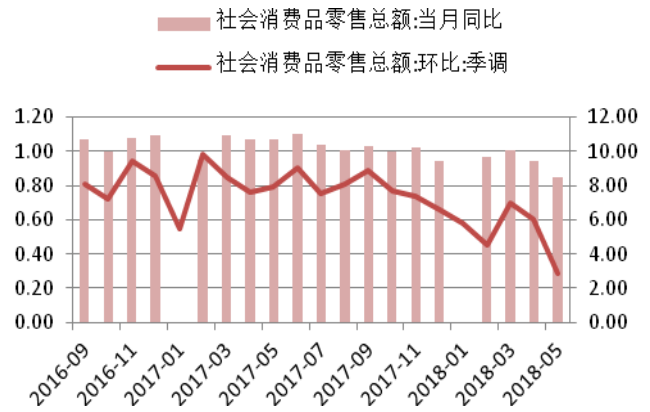


图 2 消费增速持续回落

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

1.2 信用紧缩与资管新规双重压力之下, 货币金融数据坍塌

6月12日, 中国人民银行发布5月货币金融数据, 5月末, 广义货币(M2)余额174.31万亿元, 同比增长8.3%, 增速与上月末持平, 比上年同期低0.8个百分点; 狭义货币(M1)余额52.63万亿元, 同比增长6%, 增速分别比上月末和上年同期低1.2个和11个百分点。5月末社会融资规模存量为182.14万亿元, 同比增长10.3%。上月的货币金融数据点评报告里面我们提到过, 信用创造受损后的违约潮只是刚刚开始。在这里, 我们觉得有必要再强调一遍。回顾过去一轮加杠杆周期, 我们可以看到, 银行在表内表外同时疯狂加杠杆, 在表内体现为“对其他金融机构债权”、“股权及其他投资”科目的快速增长, 表外则体现为银行理财产品余额的快速增长。从我们对于货币创造的理解来看, 货币与债务就是一个镜子的两面, 一笔货币的创造必然是对应的是一笔债务的产生。从前面对于货币数据的分析来看, 目前这一进程在强力去杠杆政策压力下已经开始转向下行阶段, 在这个过程中, 当前所出现的违约潮应该依然只是刚刚开始。

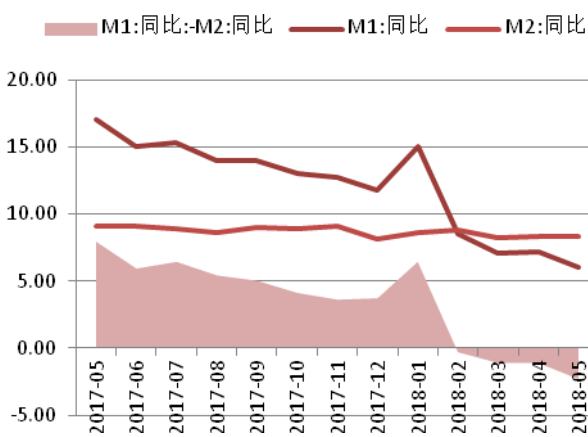


图 3 货币总量增速持续下滑

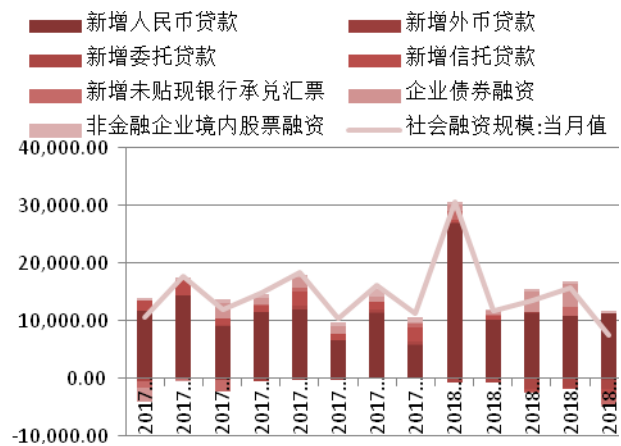


图 4 新增社融大幅下跌

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

2. 债市回顾: 政策加持, 积极把握机会

2.1 货币市场

最近两周资金利率呈现先上后下的走势，资金利率在月末几天下行幅度较大，MLF超量续作以及月末扰动因素消除后，流动性处于较高水平，资金利率出现明显下行。截止6月22日，银行间质押式回购加权平均利率隔夜、7天、14天、21天、1M资金分别位于2.65%、3.10%、6.03%、4.93%、5.23%，较两周前基本均出现上行。

表 1 银行间质押式回购利率变动统计

期限	R001	R007	R014	R021	R1M
最近一天	2.65	3.10	6.03	4.93	5.23
最近两周	2.64	3.07	4.18	4.79	5.29
最近一月	2.69	3.23	4.01	4.60	4.68
两周变动 (BP)	5.21	17.21	272.05	89.49	17.92

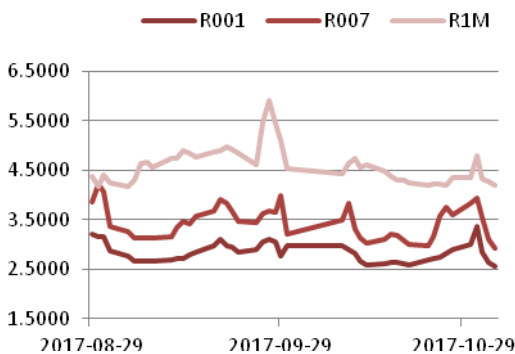


图 5 银行间各期限质押式回购加权利率走势

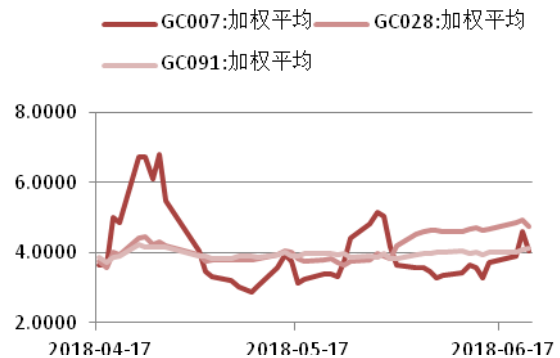


图 6 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.2 公开市场

最近两周（6.11-6.22），前一周公开市场逆回购到期量2400亿，逆回购投放4800亿，净投放2400亿。后一周，逆回购到期量4700亿，逆回购投放8500亿，MLF投放2000亿，合计10500亿，本周净投放5800亿。这两周合计净投放8200亿。

2.3 交易商协会指导利率

与两周前相比，交易商协会指导利率涨跌不一，重点AAA类各期限指导利率均有所下行，尽管幅度较小。AAA类各期限有所上行，其中5年期上行近20个BP。AA+与AA类品种各期限指导利率变动不大。

表 3 交易商协会指导利率

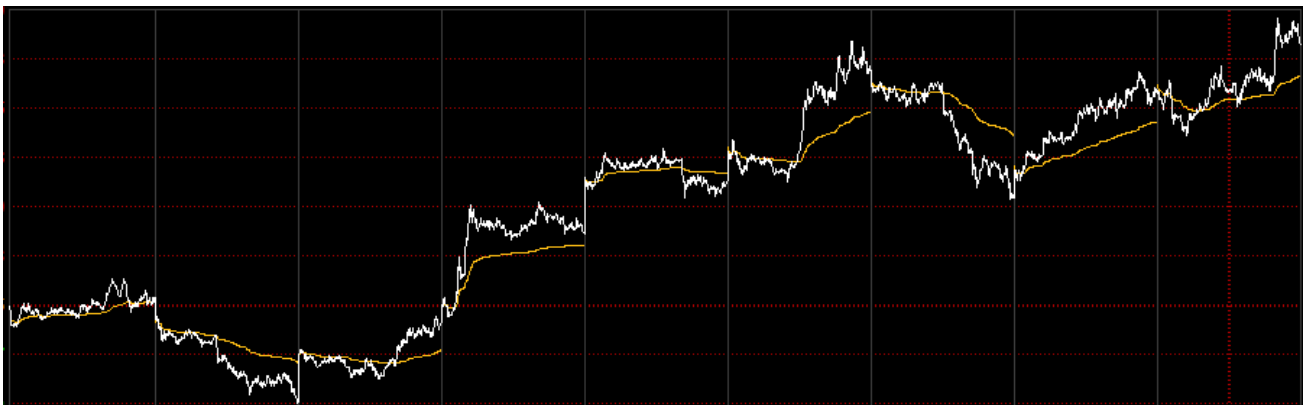
信用评级	1年	3年	5年	7年
重点 AAA	4.64	4.81	4.94	5.13

变动 (BP)	-0.03	-0.02	-0.04	-0.02
AAA	4.97	5.21	5.36	5.54
变动 (BP)	0.15	0.19	0.19	0.12
AA+	5.06	5.26	5.52	5.94
变动 (BP)	-0.03	-0.02	0	0
AA	5.39	5.68	5.89	6.53
变动 (BP)	-0.01	-0.01	0.01	0.01

2.4 国债期货

截止 6 月 22 日，十年期国债期货主力合约 T1809 收于 95.56，较 6 月 8 日上涨 1.16%。在各种不利经济数据及货币金融数据的刺激下，国债期货整体呈现震荡走高的态势。贸易战的阴云一直笼罩在市场参与者心间，而这又是与当前国内内部矛盾相应呼应的。

图 7 十年期国债期货主力合约走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.5 二级市场

利率债：盛会完美落幕，维稳诉求降低，月末因素资金面紧张，市场走势较弱，同业存单考核更加严格谣言引发市场恐慌，利率快速上行，突破关键点位后引发止损盘砸盘，十年国债收益率一度向上站到 3.94%，单月收益率上行近 30BP，不禁让人联想到去年的“债灾”；好在 PMI 不及预期、63D 逆回购增加投放、MLF 超量续作，市场恐慌情绪有所缓解。综合来看，截止 11 月 3 日，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 国债收益率较两周前分别收于 3.58%、3.68%、3.89%、3.92%、3.88%，与 10 月 20 日相比分别大幅上行 9.24BP、8.00BP、16.24BP、15.97BP、15.99BP，十年期国债收益率水平接近 2011 年高位。

表 4 国债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	3.29	3.39	3.44	3.57	3.58	4.09
最近一周	3.26	3.39	3.44	3.58	3.58	4.09
最近一月	3.20	3.36	3.45	3.62	3.63	4.09
两周变动 (BP)	6.58	(0.14)	(4.14)	(5.54)	(8.49)	(4.75)
历史最低	0.37	1.20	1.73	2.12	1.98	0.06

1/4 分位	2.03	2.40	2.66	2.90	3.17	3.63
1/2 分位	2.59	2.91	3.14	3.39	3.52	4.10
3/4 分位	3.15	3.47	3.64	3.82	3.93	4.36
历史最高	8.82	7.48	6.32	5.34	5.41	10.54

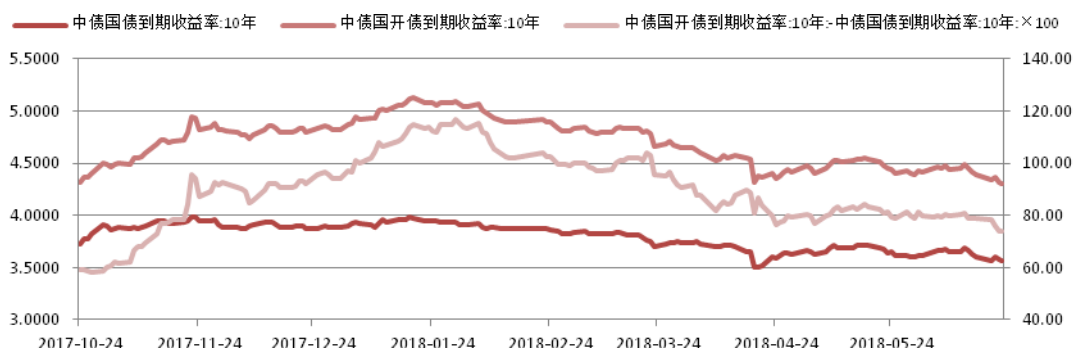
表 5 国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	3.91	4.17	4.23	4.43	4.30	4.97
最近一周	3.90	4.19	4.28	4.47	4.34	4.98
最近一月	3.89	4.24	4.33	4.51	4.42	4.98
两周变动 (BP)	3.11	(9.50)	(13.50)	(9.85)	(14.63)	(3.68)
历史最低	(2.60)	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
1/4 分位	2.38	2.79	3.04	3.27	3.48	4.08
1/2 分位	2.97	3.40	3.67	3.88	4.03	4.58
3/4 分位	3.74	4.01	4.18	4.36	4.49	5.01
历史最高	9.44	7.05	5.89	5.90	5.92	7.62

表 6 非国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
最近一天	3.97	4.21	4.34	4.48	4.46
最近一周	3.98	4.25	4.38	4.51	4.51
最近一月	3.94	4.30	4.44	4.55	4.58
两周变动 (BP)	4.15	(9.80)	(13.35)	(10.21)	(14.82)
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34
1/4 分位	2.39	2.80	3.05	3.28	3.52
1/2 分位	2.96	3.40	3.66	3.88	4.04
3/4 分位	3.77	4.03	4.18	4.36	4.51
历史最高	9.44	7.05	5.85	5.89	5.87

图 7 十年国债及十年国开收益率走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

信用债：截止 6 月 22 日，与 6 月 8 日相比，AA 及以上评级的信用债平均上行 1.31BP。在利率债收益率下行的情况下，信用债整体收益率依然有所上行，反映出当下的市场风险偏好的下降。

表 7 信用品收益率变动统计

期限		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	7 年	10 年
AAA+	利率(%)	4.55	4.55	4.55	4.63	4.65	4.84	4.97
	变化情况(BP)	4.49	(4.68)	(7.00)	(5.50)	(6.35)	(2.20)	(1.57)
AAA	利率(%)	4.66	4.68	4.68	4.74	4.77	4.96	5.10
	变化情况(BP)	6.59	0.25	(1.49)	(1.39)	(1.94)	(1.80)	(1.53)
AAA-	利率(%)	4.83	4.85	4.85	4.92	4.95	5.14	5.28
	变化情况(BP)	10.59	4.25	(1.49)	(0.39)	(0.94)	(0.80)	(0.53)
AA+	利率(%)	5.00	5.02	5.02	5.15	5.19	5.38	5.52
	变化情况(BP)	8.59	2.25	(3.49)	3.61	4.06	4.20	4.47
AA	利率(%)	5.44	5.47	5.51	5.62	5.66	5.85	5.99
	变化情况(BP)	8.59	2.25	0.51	5.61	6.06	6.20	6.47
AAA 城投	利率(%)	4.80	4.80	4.82	4.91	4.94	5.14	5.30
	变化情况(BP)	5.11	(2.43)	(3.92)	0.07	(0.99)	1.35	1.58
AA+城投	利率(%)	4.95	5.07	5.14	5.23	5.35	5.55	5.71
	变化情况(BP)	5.11	9.57	1.08	5.07	6.01	6.35	6.58
AA 城投	利率(%)	5.42	5.57	5.64	5.73	5.85	6.05	6.21
	变化情况(BP)	8.11	14.57	8.08	9.07	10.01	10.35	10.58

3. 后市判断及投资建议：政策加持，积极把握机会

在一连串糟糕的经济数据及货币金融数据的打击下，权益类市场出现连续爆跌，市场风险情绪急剧下降，再叠加中美贸易争端的进一步升级，市场参与者开始认真考虑贸易战的性质。在这个基础上，我们看到，利率债收益率一路下行，而较低等级品种信用债收益率则有所上行，反映出当前市场参与者的风险偏好的下行和对经济形势的悲观预期。

考察当前的政策动态，我们坚持认为，目前政策层面表现为“可控的自信”，似乎政策层面愿意容忍一些风险事件。然而，正如我们在二月份的投资展望里面指出的一样，金融去杠杆的切实执行，会在某个时点对金融体系造成一定的动荡，矫枉就很难避免过正。届时，在流动性压力下面，资产抛售的压力会比较大。但是基于“稳中求进”的总基调与防范处置风险的风险的要求，届时中央银行的政策支持也是能够预期的。在这个背景下，我们建议投资者积极把握期间的交易机会。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。