

经济下行压力加大, 政策宽松意味渐浓

核心观点

❖ 经济下行压力加大背景下政策宽松意味渐浓

近期, 无论是从中央银行的降准操作, 还是第一次金融稳定委员会的定调来看, 当前, 随着经济下行压力的进一步加大, 政策层面的宽松意味已经开始越来越浓。随着地方政府投融资行为的持续规范, 去产能政策的持续推进, 信用紧缩下企业融资的难度加大, 金融监管的力度不改, 金融市场的各个板块呈现非常经典的衰退阶段表现 (除了商品市场在持续供给侧改革下略显强势以外)。在这个背景下, 政策层面的逐渐转松也是在情理之中。

❖ 密切留意政策层面的投资动作

我们在二月份的投资展望中已经提到过, 当前所积极实施的逆周期调控无非是为未来的优质产能提供空间。尽管从我们自身对于政府投资效率和产业演变基本规律的理解, 以及历史比较维度来看, 我们认为, 这种操作大概率不会如市场普遍预期的那样产生有益的后果, 然而, 这一政策动向又确实会在部分市场上形成局部繁荣。

❖ 提防城投债信用利差扩大带来的违约风险

尽管政策层面宽松意味渐浓, 然而紧信用宽货币的局面依旧。从可以观察到的信用利差表现来看, 市场参与者对于城投债的信仰正在进一步被打破。如果当前这种紧信用的局面持续, 我们相当怀疑, 过去几年大幅举债的城投公司在今年的偿债能力。另外一个并没有纳入主流分析框架, 但是在我们看来相当重要的一点是, 大量 P2P 平台的倒闭违约现象在近期频繁出现。这一点反映出, 在去年下半年出台的一系列规范互联网金融平台的政策措施打击下, 经济体系大量庞氏融资活动遭受到了严重的打击。这一局面对于正规金融体系的各个市场是具有潜在利好影响的。我们一直认为, 当前金融市场上所发生的诸多事情, 只是过去相当长一段时间内信贷泛滥信用廉价的反面而已, 信用利差的扩大也只是这个背景下的正常反应而已。

经济数据	单位	6月	5月
CPI	同比%	1.90	1.80
PPI	同比%	4.70	4.10
工业增加值	同比%	6.00	6.80
投资	同比%	6.00	6.10
消费	同比%	9.00	8.50
出口	同比%	11.30	12.60
进口	同比%	14.10	26.00
贸易顺差	亿美元	416.10	249.22
M2	同比%	8.00	8.30
M1	同比%	6.60	6.00
新增贷款	亿元	18,400	11,500
外汇占款	亿元	0.0	91.4

1. 两周要闻：经济金融数据继续下滑	3
1.1 经济数据继续下滑	3
1.2 新增社会融资规模表现颓势	3
2. 债市回顾：资金市场宽松持续，收益率下滑.....	4
2.1 货币市场.....	4
2.2 公开市场.....	5
2.3 交易商协会指导利率	5
2.4 国债期货.....	6
2.5 二级市场.....	6
3. 后市判断及投资建议：政策加持，积极把握机会.....	8

1. 两周要闻：经济金融数据继续下滑

1.1 经济总量数据继续下滑

7月16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6.0%，前值6.8%。5月份全国固定资产投资累计同比增长6.0%，前值6.1%。社会消费品零售总额同比增长9.0%，前值8.5%。

6月规模以上工业增加值同比增长6.0%，较上月回落0.8个百分点。本月的数据表现与之前5月份公布的增长数据以及5月份和6月份公布的货币金融数据其实是能够相互印证的，也是符合我们自年初以来一直强调的经济下行压力加大的观点的。正如我们在5月份的经济数据点评里指出的，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。

1-6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7.3%，增速比1-5月份回落2.1个百分点，延续了之前的下降趋势。1-6月份制造业投资累计同比增长6.8%，比1-5月份高1.6个百分点，主要是国家层面鼓励投资领域及中央工作会议上强调的补短板领域的投资力度较强。2018年1-6月份，全国房地产开发投资55531亿元，同比名义增长9.7%，增速比1-5月份回落0.5个百分点。在融资链条紧绷的形势下，房企主要依赖自筹资金和首付、定金回款；棚改弱化、三四线地产销售全面放缓后，其他资金来源慢慢收紧，房企的投资增速可能延续下行。微观观察体现在最近部分大型房企暂停购地和发放工程款。

6月社会消费品零售总额同比增长9.0%，增速较上月回升0.4%，这一点放在贸易摩擦及汽车消费延后影响的背景下，尤显超出预期。不过从总体上来看，居民可支配收入增长持续低于GDP增速以及高房价抑制边际消费倾向与实际支出的情况短期难以缓解，另外再加上当前税收改革方面进程较为缓慢，我们认为消费抑制的情况可能会在后期体现出来。

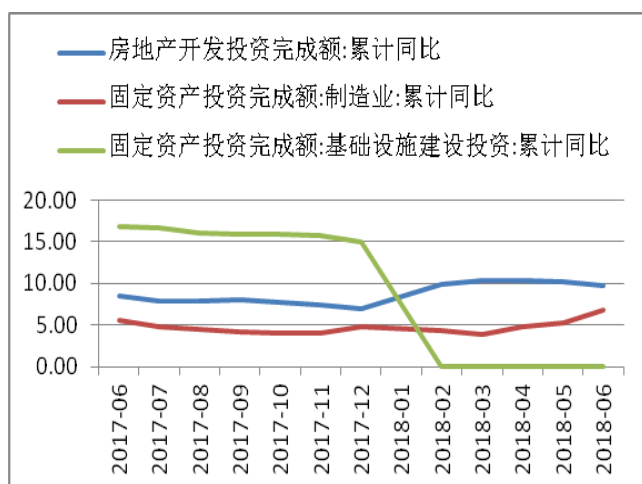


图 1 固定资产投资下行压力依然大

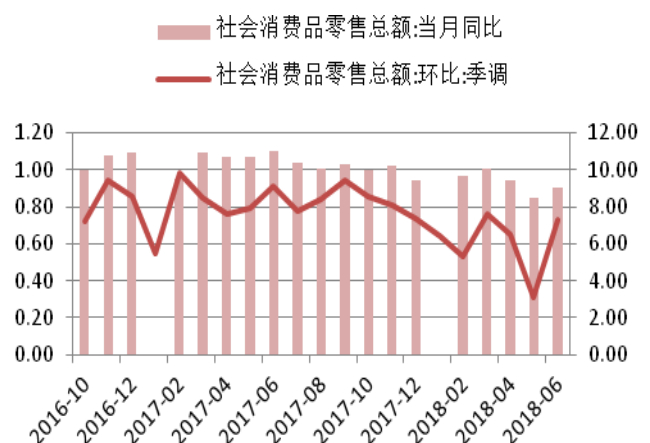


图 2 消费增速略有回升

数据来源：Wind，鑫元基金整理

1.2 货币金融数据继续颓势

非标融资继续大幅萎缩，社会融资规模总量增速下降。本月新增社会融资规模总量为11800亿元，不算很高，较上月增加约4200亿元，但较去年同期减少近6000亿，其中的人民币贷款1.67万亿，同比多增

2000 多亿，新增外币贷款，新增委托贷款，新增信托贷款，新增未贴现银行承兑汇票则分别净减少 363 亿，1642 亿，1623 亿，3650 亿，企业债券融资 1299 亿（上月为净偿还 434 亿），股票融资 257 亿。

从我们内部的分析框架出发，我们一直认为，贷款创造存款的机制才是理解信用货币制度下的货币数据的根本出发点，这一点在央行孙国峰的著作中均有体现。这也是为什么我们坚持认为，即使中央银行自年初以来降准了三次，货币总量增速依然会下滑。在目前这种“紧信用”的环境中，商业银行的放贷行为，以及微观主体的借贷意愿与借贷能力都受到相当大的约束。在这个背景下，货币总量增速是很难恢复到之前信用无序膨胀时代的增长速度的。

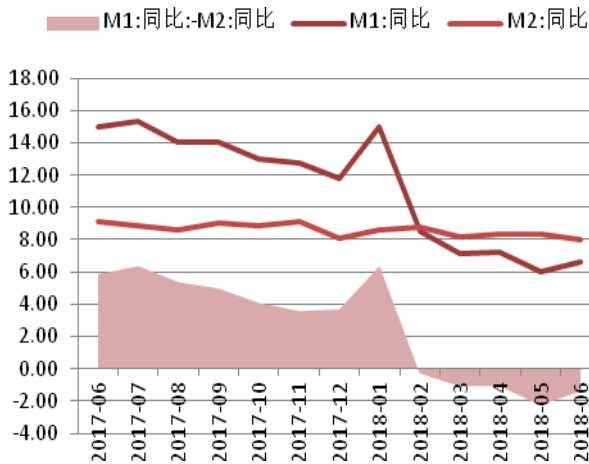


图3 货币总量增速持续下滑

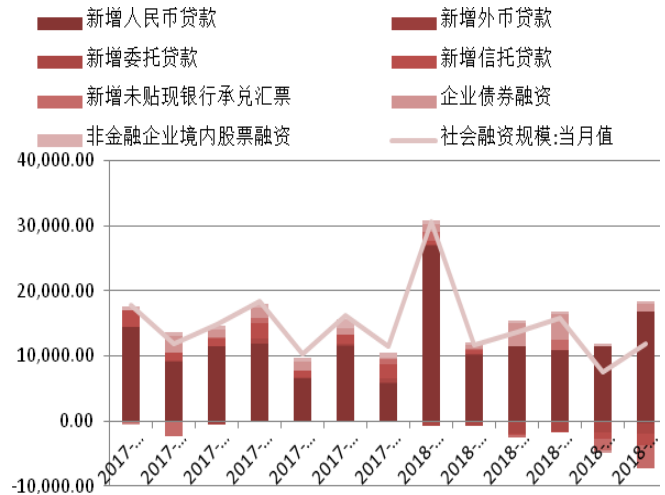


图4 新增社融大幅下跌

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下后上的走势，流动性依然处于较高水平。截止7月16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2.58%、2.84%、3.10%、3.59%、3.60%，较两周前均有所回落。

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	2.58	2.84	3.10	3.59	3.60
最近两周	2.29	2.67	2.89	3.87	3.26
最近一月	2.47	3.15	3.97	4.38	4.32
两周变动 (BP)	18.87	6.21	(13.47)	(58.98)	26.89

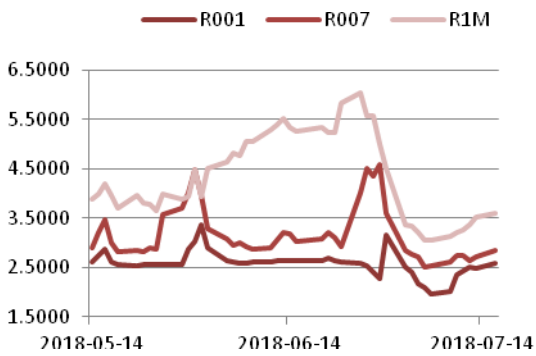


图5 银行间各期限质押式回购加权利率走势

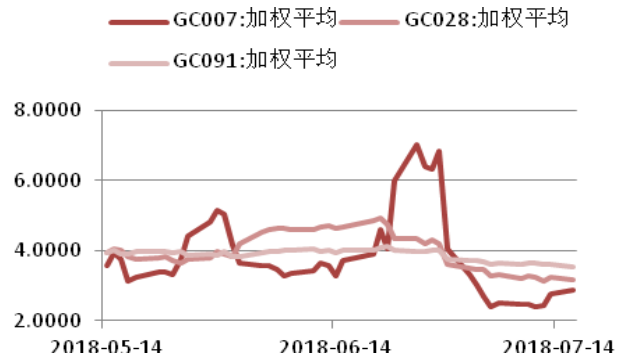
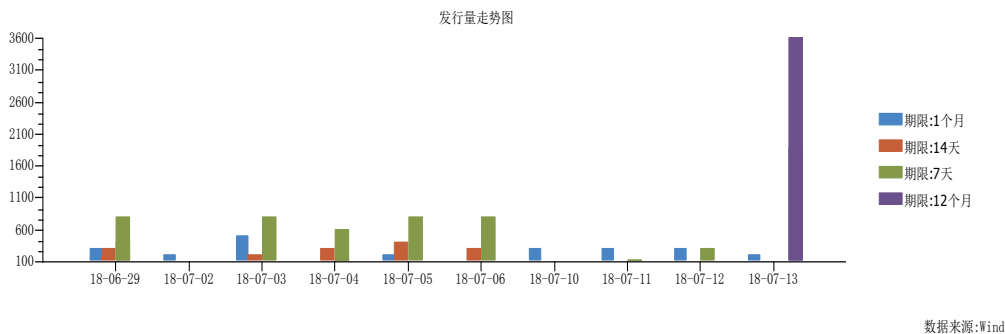


图6 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.2 公开市场

最近两周（6.29-7.16），前一周公开市场逆回购到期量6400亿，逆回购投放900亿，净回收5500亿。后一周，逆回购到期量900亿，逆回购投放1815亿，MLF回笼3600亿，降准置换MLF1715亿。这两周合计净回收6100亿。



数据来源:Wind

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变动不大，不同评级债券指导利率均有所下滑。

表 3 交易商协会指导利率

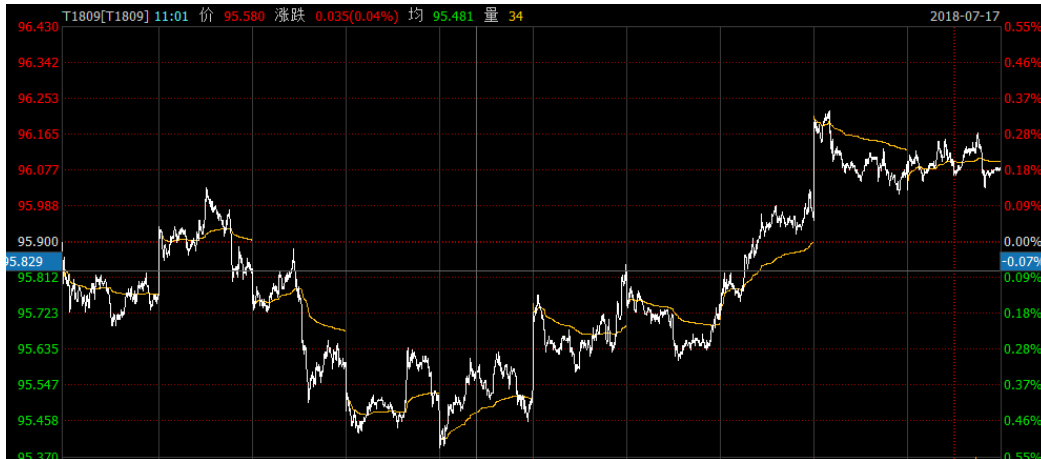
	1年	3年	5年	7年
重点 AAA	4.69	4.87	5.09	5.29
变动	-0.08	-0.05	-0.05	-0.07
AAA	4.97	5.21	5.36	5.54
变动	0	0.06	-0.06	-0.08
AA+	5.15	5.44	5.88	6.09
变动	-0.08	-0.07	-0.05	-0.07
AA	5.59	5.83	6.44	6.71

变动	-0.08	-0.06	-0.09	-0.09
----	-------	-------	-------	-------

2.4 国债期货

截止7月17日，十年期国债期货主力合约T1809收于96.07，较6月29日上涨0.38%。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。

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	3.07	3.24	3.27	3.49	3.49	3.98
最近一周	3.06	3.26	3.31	3.50	3.51	3.99
最近一月	3.15	3.32	3.37	3.54	3.54	4.03
两周变动 (BP)	(2.84)	(4.50)	(4.78)	(0.78)	(1.47)	0.51
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	3.64
1/2 分位	2.60	2.91	3.14	3.39	3.52	4.10
3/4 分位	3.15	3.47	3.64	3.81	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

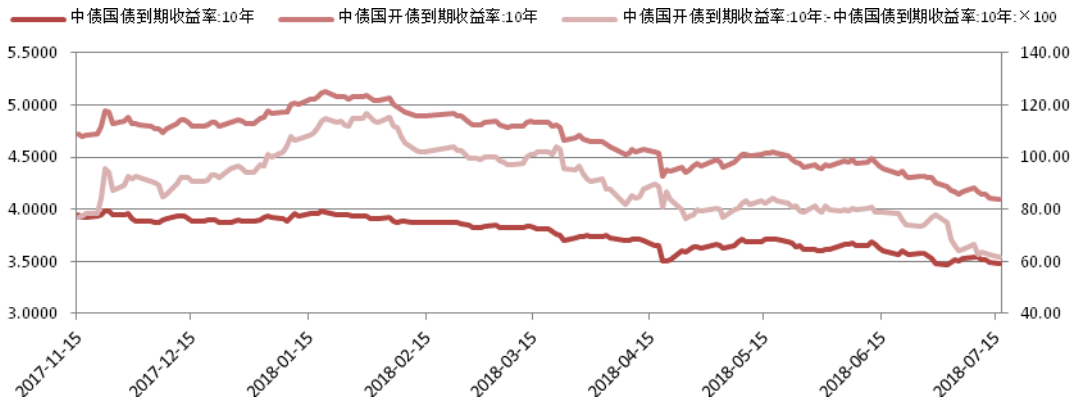
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
----	----	----	----	----	-----	-----

最近一天	3.41	3.87	4.01	4.23	4.10	4.84
最近一周	3.42	3.91	4.06	4.25	4.13	4.86
最近一月	3.65	4.04	4.16	4.35	4.24	4.92
两周变动 (BP)	(6.46)	(8.64)	(6.79)	(3.43)	(8.54)	(6.01)
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	3.49	4.08
1/2 分位	2.97	3.40	3.68	3.88	4.03	4.58
3/4 分位	3.74	4.01	4.18	4.36	4.48	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	3.44	3.91	4.02	4.27	4.24
最近一周	3.45	3.96	4.07	4.30	4.30
最近一月	3.70	4.10	4.23	4.39	4.39
两周变动 (BP)	(9.15)	(10.01)	(16.31)	(5.05)	(6.43)
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	3.53
1/2 分位	2.97	3.41	3.67	3.88	4.05
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 7 月 16 日, 与 6 月 29 日相比, AA 及以上评级的信用债收益率均有所下降。城投收益率方面, 低等级城投收益率有收上行, 而 AA+及 AAA 城投收益率均有所下滑, 反映当前市场对于偿债能力有限的城投债的担忧。

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(%)	4.43	4.45	4.45	4.50	4.54	4.77	4.93

	变化情况(BP)	(12.88)	(15.10)	(16.97)	(18.42)	(14.98)	(7.24)	(5.14)
AAA	利率(%)	4.54	4.55	4.55	4.62	4.66	4.90	5.06
	变化情况(BP)	(10.28)	(14.87)	(16.38)	(18.81)	(16.07)	(7.99)	(5.89)
AAA-	利率(%)	4.71	4.72	4.72	4.80	4.84	5.08	5.24
	变化情况(BP)	(8.28)	(12.87)	(16.38)	(17.81)	(15.07)	(6.99)	(4.89)
AA+	利率(%)	4.90	4.91	4.91	5.03	5.08	5.32	5.48
	变化情况(BP)	(8.28)	(12.87)	(16.38)	(15.81)	(13.07)	(4.99)	(2.89)
AA	利率(%)	5.43	5.49	5.49	5.60	5.64	5.88	6.04
	变化情况(BP)	0.72	0.13	(3.38)	(3.81)	(2.07)	6.01	8.11
AAA 城投	利率(%)	4.63	4.74	4.77	4.80	4.84	5.10	5.27
	变化情况(BP)	(13.05)	(13.31)	(17.77)	(15.71)	(12.96)	(8.30)	(7.28)
AA+城投	利率(%)	4.86	4.97	5.09	5.20	5.25	5.52	5.69
	变化情况(BP)	(5.05)	(9.31)	(12.77)	(4.71)	(7.96)	(2.30)	(1.28)
AA 城投	利率(%)	5.47	5.58	5.72	5.83	5.87	6.15	6.32
	变化情况(BP)	7.95	4.69	0.23	10.29	6.04	12.70	13.72

3. 后市判断及投资建议：政策加持，积极把握机会

下半年，整个宏观经济下行压力依然巨大，地方政府和企业的到期压力巨大，而宏观经济政策也已经到了一个转折点，这一点从当前中央银行与财政部人士的论争中可见一斑。中央银行人士认为，在金融去杠杆压力重重之际，积极的财政政策并不积极，这一点在当前经济下行压力的背景下是值得商榷的。而财政部人士则认为，正是由于之前地方政府及相关平台和国有企业在举债投资方面过于激进，与此同时，金融机构在这个过程中扮演着“共谋”或“从犯”的角色，地方政府债务才得以野蛮生长。从这个层面来理解当前的政策分歧，有助于我们来制定相应的投资策略。至少到目前为止，我们依然坚持二月份的看法，政策层面似乎做好了金融系统出现震荡的准备，杜绝信用空转，一竿子捅到底，似乎是当前的主流意见。另外一个佐证是，几次重量级的会议上，中央层面一直在敦促地方政府及国企加紧卖地与处理资产，从这个角度来看，一定范围内的信用违约增加应该在政策的容忍范围以内。

对于债市而言，我们坚持二季度投资策略报告里面的观点，那就是，在既定政策不发生大的调整的背景下，债券市场的春天已经到来了，积极利用市场风险事件以及情绪波动带来的调整机会加仓高等级的信用债及利率债，应该比较好的策略。

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。