

内外部压力依然巨大，风险资产持续遭抛售

核心观点

❖ 经济增长颓势依旧

9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，整体经济表现依旧疲弱。在持续规范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，不过在地方债发行加速及基建项目不烂尾的要求下，部分项目的重新开工，基建投资增速下滑放缓。制造业投资则维持自年初以来的缓慢回升态势，一方面与制造业企业因为过去两年多政府和居民加杠杆刺激起来的经济繁荣带来的盈利上升有关，另一方面则与政府鼓励性政策刺激下的高端装备制造业高新技术投资方向有关。房地产投资高位略有回落，后续压力不小，依然归因于土地缴款的持续高增长与部分城市的热度不减。与经济总量数据萎靡相呼应的是货币金融数据的持续下行，反映表外融资状况的信托贷款和委托贷款分项依然低迷。

❖ 托底政策效果待考

正如我们在9月18号的双周报里面所指出的，“肇始于2016年底的监管竞争如同一条条绳索将整个经济体的各个部位捆绑起来一样，后面的放松也将是一个逐步的过程（政策层面在这个位置发生180度的转弯也会显得尤其突兀），而信用局面的改善也将需要一个过程，在这个过程中，经济总量的惯性下行力量会持续发挥作用”。从近期的经济发展状况来看，惯性的去杠杆力量仍然在发挥着负面影响，而政策的转向则依然是一个相对缓慢的过程。在权益市场连续下行的背景下，主管经济政策制定的副总理刘鹤和各个部委的部长们也开始意识到问题的严重性，各种救市措施开始陆续出台。从我们目前可以观察得到的消息来看，我们认为，这些政策只具有阶段性临时缓解流动性风险的效用，但并不具有根本性调节经济结构的作用，故而并不可能实质性改变上市公司体质从而提振市场。我们期待政策层面出现一些更激进的措施，届时如果风险资产市场抛售压力阶段性缓解，或许会有一些阶段性的反弹性质的机会出现。

❖ 风险资产遭抛弃，债市交易机会仍存

在上一份双周报里面，我们指出过，如果没有物价扰动，债市交易机会仍存。

| 经济数据 | 单位 | 9月 | 8月 |
|-------|-----|----------|--------|
| CPI | 同比% | 2.50 | 2.30 |
| PPI | 同比% | 3.60 | 4.10 |
| 工业增加值 | 同比% | 5.80 | 6.10 |
| 投资 | 同比% | 5.40 | 5.30 |
| 消费 | 同比% | 9.20 | 9.00 |
| 出口 | 同比% | 14.50 | 9.10 |
| 进口 | 同比% | 14.30 | 19.90 |
| 贸易顺差 | 亿美元 | 317.02 | 266.54 |
| M2 | 同比% | 8.30 | 8.20 |
| M1 | 同比% | 4.00 | 3.90 |
| 新增贷款 | 亿元 | 13,800 | 12,800 |
| 外汇占款 | 亿元 | -1,194.0 | -23.9 |

从事后来看，消费者物价指数由于食品及原油价格波动确实出现上涨，但是这并不妨碍利率债收益率的下行，债市交易性机会确实出现，这反映出市场总是在往阻力最小的方向移动，尽管存在美债收益率攀升和物价方面的压力，但是当前市场的主要矛盾在于风险资产遭到大规模抛售，资金避险需求旺，且政策维稳需求强烈。在这个背景下，债券市场当然是往阻力最小的方向即收益率下行的方向运动。

| | |
|--------------------------------|---|
| 1. 两周要闻：经济总量继续下滑 | 4 |
| 1.1 经济数据持续下滑 | 4 |
| 1.2 信用创造依旧疲弱，口径调整前社融回落 | 4 |
| 2. 债市回顾：经济内生去杠杆持续，利率债受追捧 | 5 |
| 2.1 货币市场 | 5 |
| 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 | 6 |
| 2.5 二级市场 | 7 |
| 3. 后市判断及投资建议：把握交易性机会 | 9 |

1. 两周要闻：经济总量继续下滑

1.1 经济总量数据继续下行

10月19日，国家统计局公布数据显示，国家统计局公布数据显示，中国9月规模以上工业增加值同比增长5.8%，前值6.1%。9月份全国固定资产投资累计同比增长5.5%，前值5.3%。社会消费品零售总额同比增长9.2%，前值9.0%。

2018年9月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，较8月份的6.1%的水平回落0.3%。国有控股企业增加值同比增长5.6%；集体企业增长2.0%，股份制企业增长6.3%，外商及港澳台商投资企业增长3.2%。工业增加值回落一方面与贸易战背景下部分工业品生产节奏较往年错位有关，一方面与部分产业如汽车行业面临的趋势回落压力有一定的关系。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3.3%，增速比1-8月份回落0.9个百分点。基建投资当月同比跌幅收窄，累计同比降至2004年以来最低值，对整体投资形成拖累。制造业投资累计增速8.7%，较上月提高1.2个百分点。其中，高技术制造业同比增长14.9%，增速比全部投资快6.2个百分点。数据显示，自2018年3月以来，制造业投资一直处于持续回升的态势，摆脱了自2011年12月以来的制造业投资下行趋势，这一点放在供给侧改革去产能的大背景下尤其重要。我们认为，这种持续回升，一方面与制造业企业因为过去两年多政府和居民加杠杆刺激起来的经济繁荣带来的盈利上升有关，工业产品持续近4年多的价格下行重塑了许多行业的竞争格局，部分头部企业得以有机会攫取高额利润进行较大体量的投资（典型的是化工企业），另一方面则与政府鼓励性政策刺激下的高端装备制造业高新技术投资方向有关（政府基金或产业基金支持下的高科技企业或高端制造业方向）。

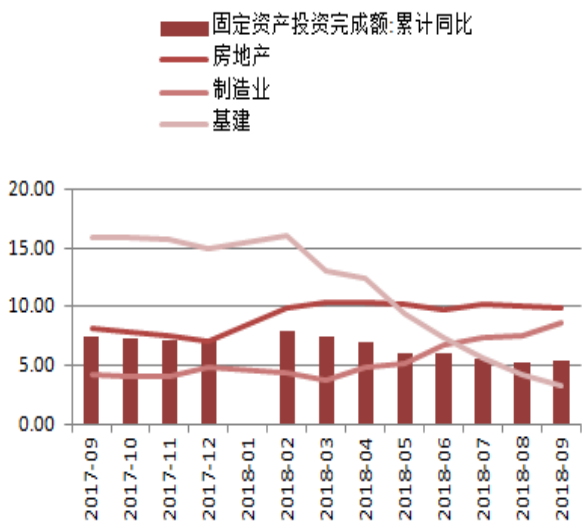


图 1 固定资产投资下行压力大

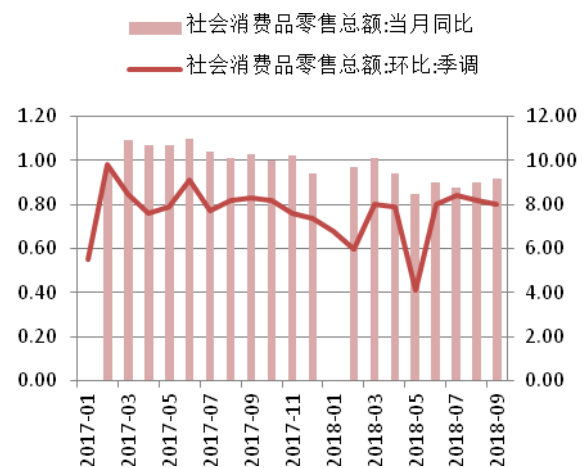


图 2 消费低位回升受物价影响

数据来源：Wind，鑫元基金整理

1.2 信用创造依旧疲弱，口径调整前社融回落

数据显示，9月份社会融资规模增量为2.21万亿元，较上月增加近7000亿。然而，这一大幅攀升的数据的背后是人民银行对社融口径进行了调整，人民银行将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计。如果

剔除掉 7389 亿的地方政府专项债券，那么社会融资规模将缩小为约 14700 亿元，较上月减少约 500 亿元，较去年同期减少 7000 多亿。

当月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.44 万亿元，同比多增 2469 亿元，较上月增加 1213 亿元，持续之前的表外转表内进程。新增外币贷款减少 670 亿元。新增委托贷款减少 1435 亿，新增信托贷款减少 908 亿，未贴现银行承兑汇票减少 547 亿，合计影子银行融资减少 2891 亿元。企业债券融资 141.9 亿。这里我们就不再赘述信用创造的话题了，从我们对于目前宏观经济问题的理解来看，如果在经济结构调整上不能做出一些根本性的改变，政策层面的种种表态以及潜在的措施不可能有助于目前问题的解决。

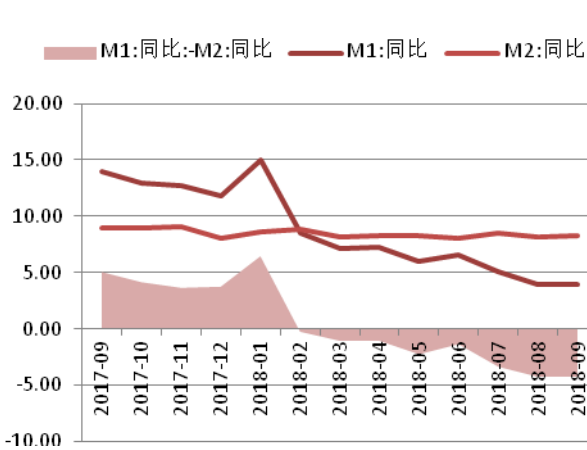


图 3 货币总量增速低位暂稳

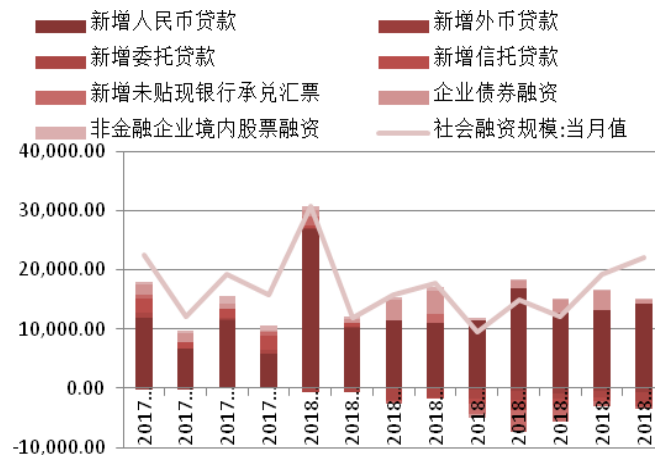


图 4 同一口径下新增社融下跌

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2. 债市回顾：经济内生去杠杆持续，利率债受追捧

2.1 货币市场

最近两周资金利率整体呈现回落的态势，在国庆节前夕冲高的资金利率在之后国庆节后陆续回落，隔夜回购利率从 2.69% 回落到 2.05%，7 天，14 天，21 天，一月资金分别从 3%，3.6%，3.5%，3.4% 回落至 2.65%，3.13%，3.07%，2.8%。

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 | 2.06 | 2.66 | 3.13 | 3.07 | 2.84 |
| 最近两周 | 2.37 | 2.63 | 2.91 | 3.16 | 3.16 |
| 最近一月 | 2.42 | 2.73 | 3.04 | 3.31 | 3.20 |
| 两周变动 (BP) | (34.24) | 4.72 | 51.05 | 24.19 | (17.92) |

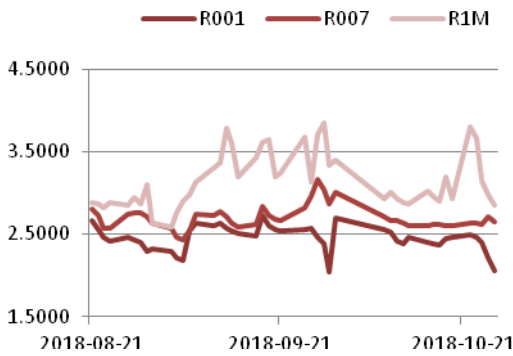


图 5 银行间各期限质押式回购加权利率走势

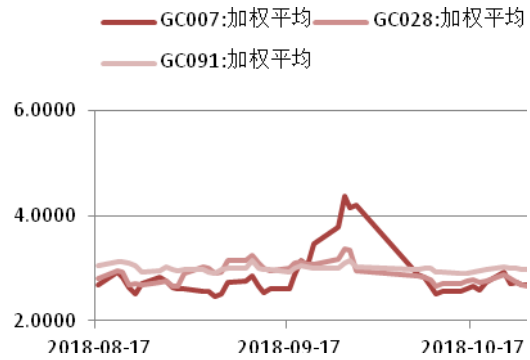


图 6 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.2 公开市场

最近两周（10.8-10.26），逆回购到期3100亿，逆回购投放5200亿，国库现金定存到期1500亿，MLF降准置换回笼465亿。国庆节后到9月26日，净回笼2415亿，若计入国库现金定存到期，净回笼3915亿。

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总体均有所下行。

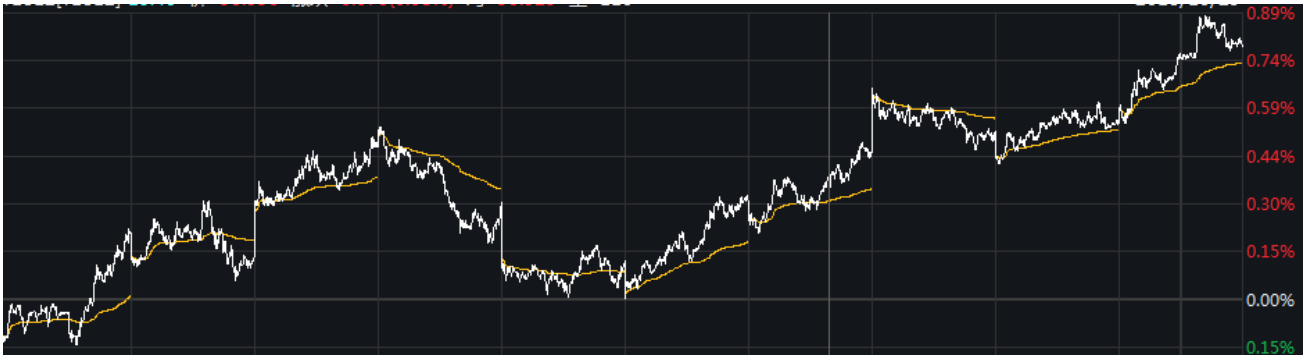
表 3 交易商协会指导利率

| 信用评级 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 重点 AAA | 3.91 | 4.3 | 4.5 | 4.92 |
| 变动 (%) | -0.34 | -0.23 | -0.23 | -0.09 |
| AAA | 4.14 | 4.47 | 4.75 | 5.19 |
| 变动 (%) | -0.27 | -0.17 | -0.18 | -0.09 |
| AA+ | 4.63 | 4.93 | 5.16 | 5.66 |
| 变动 (%) | -0.09 | -0.16 | -0.11 | -0.09 |
| AA | 5.09 | 5.29 | 5.73 | 6.24 |
| 变动 (%) | -0.02 | -0.11 | -0.04 | -0.08 |

2.4 国债期货

截止 10 月 26 日，十年期国债期货主力合约 T1809 收于 94.78，较 9 月 29 日的 95.12 上涨 0.88%。在美国副总统彭斯讲话（回应中国国务院白皮书）打击下，市场恐慌情绪进一步蔓延，叠加经济自身的去杠杆动能，风险资产遭受巨大抛售压力，无风险资产则受到追捧。

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：在之前地方债供给带来的利率债压力缓解之后，市场的注意力开始聚焦于宏观经济的风险上面来。随着经济体系内在去杠杆的持续，违约风险进一步蔓延，市场开始抛售各种风险资产，包括低等级非国营债券和权益类资产，利率债持续受到追捧。

表 4 国债收益率变动统计

| 期限 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 最近一天 | 2.86 | 3.19 | 3.35 | 3.54 | 3.54 | 4.08 |
| 最近一周 | 2.87 | 3.20 | 3.36 | 3.55 | 3.56 | 4.10 |
| 最近一月 | 2.93 | 3.24 | 3.42 | 3.59 | 3.60 | 4.16 |
| 两周变动 (BP) | (3.60) | (1.49) | (6.14) | (6.29) | (4.47) | (8.50) |
| 历史最低 | 0.37 | 1.20 | 1.73 | 2.12 | 1.98 | 0.06 |
| 1/4 分位 | 2.04 | 2.40 | 2.66 | 2.90 | 3.18 | 3.65 |
| 1/2 分位 | 2.63 | 2.92 | 3.15 | 3.40 | 3.52 | 4.10 |
| 3/4 分位 | 3.14 | 3.46 | 3.63 | 3.80 | 3.92 | 4.36 |
| 历史最高 | 8.82 | 7.48 | 6.32 | 5.34 | 5.41 | 10.54 |

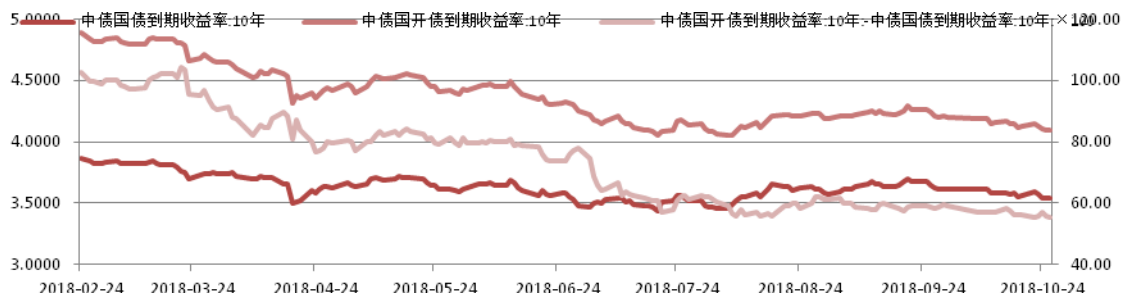
表 5 国开金融债收益率变动统计

| 期限 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 最近一天 | 2.86 | 3.54 | 3.87 | 4.14 | 4.09 | 4.62 |
| 最近一周 | 2.88 | 3.58 | 3.89 | 4.15 | 4.12 | 4.63 |
| 最近一月 | 2.98 | 3.63 | 3.95 | 4.22 | 4.17 | 4.67 |
| 两周变动 (BP) | (3.55) | (6.37) | (6.18) | (6.62) | (7.46) | (5.02) |
| 历史最低 | (2.60) | (0.20) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 1/4 分位 | 2.39 | 2.79 | 3.05 | 3.28 | 3.50 | 4.09 |
| 1/2 分位 | 2.99 | 3.45 | 3.70 | 3.90 | 4.05 | 4.59 |
| 3/4 分位 | 3.73 | 4.00 | 4.17 | 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 | 2.92 | 3.58 | 3.92 | 4.19 | 4.25 |
| 最近一周 | 2.95 | 3.61 | 3.96 | 4.21 | 4.28 |
| 最近一月 | 3.03 | 3.68 | 4.03 | 4.29 | 4.35 |
| 两周变动 (BP) | (4.82) | (7.41) | (7.41) | (7.54) | (7.87) |
| 历史最低 | (2.60) | (0.20) | 1.85 | 2.22 | 1.34 |
| 1/4 分位 | 2.41 | 2.81 | 3.06 | 3.28 | 3.53 |
| 1/2 分位 | 2.99 | 3.45 | 3.69 | 3.91 | 4.06 |
| 3/4 分位 | 3.76 | 4.01 | 4.17 | 4.36 | 4.50 |
| 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 10 月 26 日，与 9 月 29 日相比，不同信用等级不同期限的信用债收益率均不同程度下行（除去个别期限以外），城投类债券持续受到追捧。在风险资产持续遭受抛弃和政策层面进一步宽松支持背景下，债券市场交易性机会持续显现。

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(%) | 3.60 | 3.83 | 3.98 | 4.08 | 4.19 | 4.54 | 4.56 |
| | 变化情况(BP) | 5.42 | (6.35) | (2.38) | (13.61) | (2.25) | (3.59) | (6.00) |
| AAA | 利率(%) | 3.64 | 3.88 | 4.03 | 4.13 | 4.31 | 4.64 | 4.67 |
| | 变化情况(BP) | 3.90 | (5.76) | (0.95) | (18.22) | (1.84) | (3.58) | (5.81) |
| AAA- | 利率(%) | 3.76 | 4.00 | 4.15 | 4.34 | 4.52 | 4.85 | 4.88 |
| | 变化情况(BP) | 3.90 | (5.76) | (0.95) | (18.22) | (1.84) | (3.58) | (5.81) |
| AA+ | 利率(%) | 3.88 | 4.12 | 4.27 | 4.53 | 4.70 | 5.08 | 5.11 |
| | 变化情况(BP) | 1.90 | (7.76) | (2.95) | (19.22) | (4.84) | (3.58) | (5.81) |
| AA | 利率(%) | 4.35 | 4.73 | 4.88 | 5.17 | 5.34 | 5.72 | 5.75 |
| | 变化情况(BP) | 3.90 | (3.76) | 1.05 | (19.22) | (4.84) | (3.58) | (5.81) |
| AAA 城投 | 利率(%) | 3.75 | 3.96 | 4.11 | 4.23 | 4.39 | 4.83 | 4.85 |
| | 变化情况(BP) | 2.79 | (3.35) | (5.20) | (18.28) | (12.62) | (5.94) | (8.22) |
| AA+城投 | 利率(%) | 3.85 | 4.06 | 4.22 | 4.47 | 4.63 | 5.21 | 5.24 |

| | | | | | | | | |
|-------|----------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| | 变化情况(BP) | (4.21) | (9.35) | (11.20) | (17.28) | (11.62) | (5.94) | (8.22) |
| AA 城投 | 利率(%) | 4.14 | 4.34 | 4.57 | 4.88 | 5.06 | 5.70 | 5.73 |
| | 变化情况(BP) | (4.21) | (10.35) | (10.20) | (16.28) | (14.62) | (4.94) | (7.22) |

3. 后市判断及投资建议：经济危机逻辑持续，紧盯政策方向

尽管物价层面出现了一些不利的扰动，但是在权益市场的连续下挫与宽松货币政策支撑下（更加确切的说法是，对于未来经济前景的悲观预期促使投资者进一步抛弃权益类资产，叠加权益市场自身的杠杆水平形成了新一轮的崩盘行情，权益市场的恐慌情绪以及依然宽松的货币环境及前景支持债券市场出现了阶段性的交易性机会），前几周债市出现了一些阶段性的交易性机会，这一点与我们之前的双周报里面的判断是吻合的。从当下的情况发展来看，我们可以相当明确地指出，某种程度的经济危机正在发生，而政府的应对及市场参与各方的反应将直接决定这场经济危机的量级及持续的时间。从做交易的角度来讲，交易员永远只关心当前最主要的矛盾，而类似物价和美国国债收益率上涨这种潜在的可能影响，至少到目前为止还没有成为主逻辑，那便将当前的债务违约蔓延和经济危机逻辑走完再说吧。但是我们始终提醒投资者，威权制与民主制下的经济危机资产价格波动模式是存在本质区别的（这里就不展开讲述了）。这就是为什么我们提示利率债的机会只是交易性质，而绝非市面上有些研究机构所指出的战略看多性质。

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。