

信用改善有限，政策仍然可控自信

核心观点

❖ 信用改善有限，经济低位暂稳

尽管自7月中下旬以来出台了一系列稳增长的政策，然而经济体系内部的去杠杆趋势一直在发挥作用。10月份的货币金融数据及基本经济数据仍然疲弱，表明信用改善程度依然相当有限。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，基建投资增速抽内首次止跌反弹，新旧口径下前10月累计同比增速分别升至3.7%、0.5%，与9月份地方专项债大量发行致融资改善有关，显示补短板政策正在发力。不过，在目前地方政府隐性债务控制与国企央企资产负债率考核的大背景下，基建投资重新恢复到之前的水准应该是小概率事件。最后，投资下行压力由基建转向地产。

❖ 救市表态作用有限

在月初的民营企业大会上，政策层在民营企业定位上作出了重要承诺，这也是自7月份以来政策层面最强的声音。然而，冰冻三尺非一日之寒，我们依然坚持之前双周报的观点，“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”。与历史上各种振兴政策的结局一样，我们判断这次也极大概率会以狂热的投机收场。

❖ 债市行情仍可期，密切留意政策发力动向

在上一份双周报里面，我们指出过，“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。”从这两周的市场表现来看，利率债行情顺畅，尤其是在不如预期的货币金融数据点燃市场做多热情之后。我们注意到政策层面开始大力强调对民营企业的支持，而且许多纾困动作也算相当迅速。然而，我们要强调的是，民营企业的经营困境并不能仅仅依靠流动性救助来解决，许多长期存在的制度性安排歧视及不容乐观的经营环境才是改革的重要内容。如果在这些领域没有实质性的变革，很难期待信用环境会有实质性的改善。在这个

经济数据	单位	10月	9月
CPI	同比%	2.50	2.50
PPI	同比%	3.30	3.60
工业增加值	同比%	5.90	5.80
投资	同比%	5.70	5.40
消费	同比%	8.60	9.20
出口	同比%	15.60	14.40
进口	同比%	21.40	14.50
贸易顺差	亿美元	340.20	312.80
M2	同比%	8.00	8.30
M1	同比%	2.70	4.00
新增贷款	亿元	6,970	13,800
外汇占款	亿元	0.0	-1,194.0

背景下，如果传统的资本形成路径持续受到抑制，利率债的行情仍然可期。在这个过程中，我们需要持续观察政府对经济下行的容忍度以及如何处理地方政府面临的财政压力。至少从目前我们观察到的发改委及人民银行的表态来看，我们认为政策依然处于可控的自信状态之中。

1. 两周要闻：经济总量数据低位略稳，下行压力仍存.....	4
1.1 经济总量数据低位略稳	4
1.2 信用创造依旧疲弱	5
2. 债市回顾：经济内生去杠杆持续，利率债继续受追捧.....	6
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：经济危机逻辑持续，密切留意政策发力动向	9

1. 两周要闻：经济总量数据低位略稳，下行压力仍存

1.1 经济总量数据低位略稳

11月14日，国家统计局公布数据显示，生产端工业增速略微回暖但仍低位徘徊，需求端投资、消费可谓冰火两重天，其中投资增速出现小幅反弹，受益于基建投资结束八连降，但消费增速大幅回落。中国10月规模以上工业增加值同比上涨5.9%，增速比前月加快0.1个百分点，略好于预期，但仍在6%之下，延续较为弱势的表现。工业生产的短期企稳，主要来自环保限产放松和去产能政策的边际调整、以及“抢出口”的影响。一方面，从产量数据来看，10月水泥产量同比从上月的5%回升至13.1%，钢材产量同比从9.8%回升至11.5%，原煤产量从5.2%回升至8%，焦炭从-0.1%回升至4.5%；分门类看，采矿业同比增长较上月回升1.6个百分点，制造业回升0.4个百分点。这显示了环保限产比例放松和去产能因素促进当月工业生产改善。另一方面，分行业看，电子设备生产较强劲(+14.6%)，结合近期出口交货值仍在高位(+14.7%)，这可能和“抢出口”有关。由于上游生产恢复主要源于环保限产放松，且出口趋势未来或将走弱，考虑到下游房地产、汽车需求都偏弱，支撑生产面改善的因素难以持续，工业生产增速未来或仍面临下行压力。

1-10月，中国固定资产投资额同比增长5.7%，增速比1-9月回升0.3个百分点，连续第二个月上升，虽小幅回暖，但仍处于低位；不过，10月当月增速创年内新高至8%。投资下行压力由基建转向地产，制造业投资平稳但有压力。投资这一经济第一增长动力显著回升，主要受制造业持续上升影响，基建投资有企稳回升迹象，但房地产投资持续回落。具体来看，三大类投资中，三大支柱之一的基建投资增速年内首次止跌反弹，新、旧口径下前10月累计增速分别升至3.7%、0.5%，与9月地方专项债大量发行致融资改善有关，显示补短板政策正在发力。不过，在目前地方政府隐性债务控制与国企央企资产负债表考核的大背景下，基建投资重新恢复到之前的水准应该是小概率事件。受前期盈利改善提振，制造业投资继续温和回升，前10月累计增速升至9.1%，连续七月回升，创39个月以来峰值；10月单月同比则由16.3%降至12.2%。统计局的报告显示，转型升级、创新驱动已成为助推制造业投资增长的重要动力。1-10月份，制造业中技术改造投资同比增长15%，增速比全部制造业投资高5.9个百分点；高技术制造业投资增长16.1%，增速比前三季度提高1.2个百分点，比全部制造业投资高7个百分点；装备制造业投资增长11.1%，增速比前三季度提高1.2个百分点。我们仍然坚持上个月报告里面的观点。总体来看，出口和房地产这两个支撑因素明年都可能往下，投资增速后劲恐怕不足。

消费则明显回落，汽车仍成主要拖累。10月中国社会消费品零售总额同比增速(名义)意外放缓至8.6%，较上月回落0.6个百分点，为今年5月以来最低水平，包括汽车在内的主要消费品增速均大幅回落。除了名义增速大幅弱于预期，消费实际增速再创历史次低水平。10月社零总额实际、限额以上同比增速分别为5.6%、3.7%，较上月回落0.8个、2个百分点，全线下滑。10月消费出现明显下滑，下降一方面是因为经济下行、需求转弱，另一方面也是受中秋假期前移(去年中秋在10月，今年在9月)以及“双十一”前部分商品消费延迟等因素干扰。其中，必需消费普遍大跌，这方面或受中秋错月以及“双十一”影响。主要消费品增速均大幅回落，其中汽车消费依然成社消主要拖累。10月汽车零售总额同比仅为-6.4%，连续5个月负增长。另外，三季度人均收支数据指向城镇、农村居民的消费意愿均有所回落。考虑到大规模失业尚未出现，居民杠杆率增加和预期变差是社零增速下滑的主要因素，预计后期压力依然较大。

整体来看，尽管当前工业和投资有所改善，但后劲恐怕不足。考虑到信贷社融数据偏弱，资金流向实体的态势仍未明显改善，加之地产投资显现放缓迹象，经济仍在寻底。展望未来，由于现在政策更多是滴灌、精准调控，不搞大水漫灌，政策效果不会很快显现，因此四季度及明年一季度经济下行压力仍大。这一背景下，货币稳中趋松、政策边际放松、进一步降准的态势不会改变。

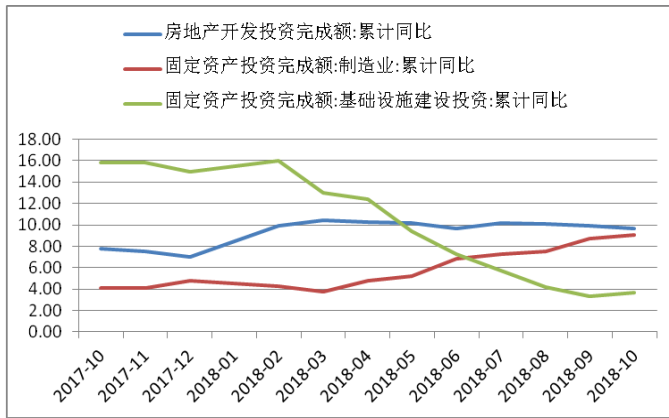


图1 固定资产投资下行压力大

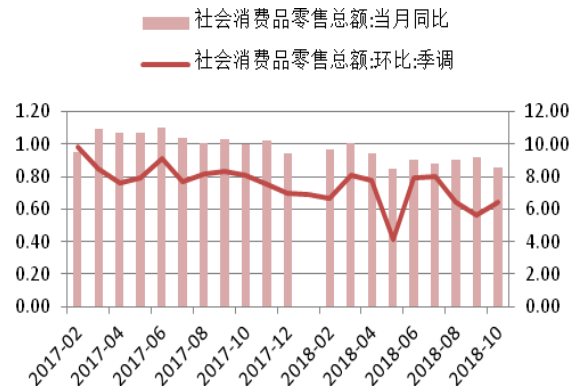


图2 消费低位回升受物价影响

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

1.2 信用创造依旧疲弱

数据显示, 10月份新增社融7288亿元, 较去年同期少增4716亿元; 社融存量增速10.2%, 较上月回落0.4个百分点。10月社融分项来看, 非标融资继续收缩、合计净减少2675亿元, 去年同期为净增加1075亿元, 其中信托贷款净减少1273亿元, 去年同期净增加1019亿元; 新增企业债券融资和地方专项债分别为1381亿元和868亿元, 分别较去年同期少增101亿元和447亿元; 新增股票融资176亿元, 较去年同期少增425亿元; 存款类金融机构支持证券和贷款核销小幅增加。

10月, 新增贷款6970亿元, 较去年同期多增338亿元; 贷款余额同比增速13.1%, 较上月回落0.1个百分点。10月贷款分项来看, 票据融资增加1064亿元, 去年同期为净减少378亿元; 企业短期贷款净减少1134亿元, 较去年同期多减1021亿元; 新增企业中长期贷款1429亿元, 较去年同期少增937亿元; 居民贷款仍处高位, 新增居民短期贷款1907亿元, 较去年同期多增1116亿元, 新增居民中长期贷款3730亿元、略高于去年同期。新增信贷略高于去年同期, 主因票据冲量和居民短期贷款增加, 企业短期和中长期贷款大幅低于去年同期。

10月, M1同比增长2.7%, 较上月回落1.3个百分点; M2同比增长8%, 较上月回落0.3个百分点。10月货币供应分项来看, 流通中现金和准货币同比分别增长2.7%和10.5%, 分别较上月上升0.6和0.2个百分点; 单位活期存款同比增长2.7%, 较上月回落1.6个百分点。我们依然维持过去的观点, 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信用环境的改善。

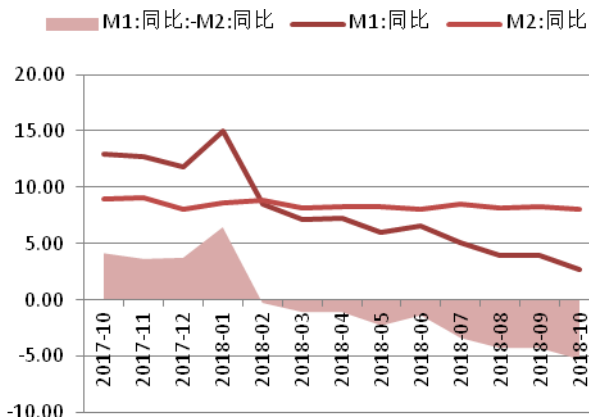


图3 货币总量增速创新低

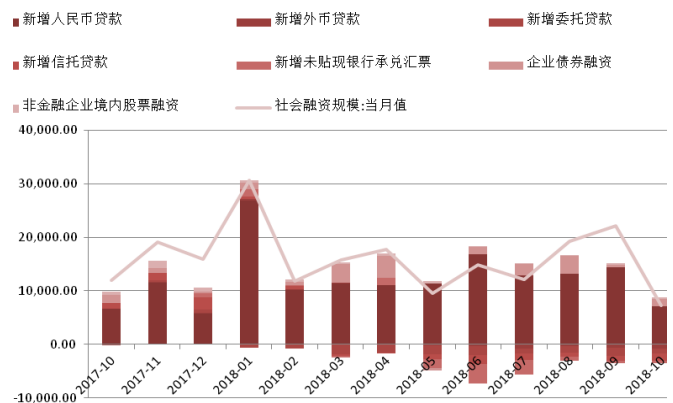


图4 新增社融大幅下跌

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2. 债市回顾：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表现较为分化，短端利率继续回落，而 21 天及 1 月期回购利率则有所上行，其中 21 天回购利率从 2.9% 上行 6.5 个 BP 至 2.95%，1 月期回购利率从 2.79% 上行 12 个 BP 至 2.91%，表明市场流动性开始出现边际紧张的局面。

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	2.38	2.62	2.66	2.96	2.92
最近两周	2.27	2.60	2.63	2.87	2.81
最近一月	2.30	2.63	2.77	3.00	2.97
两周变动 (BP)	(7.16)	(0.59)	(0.21)	6.51	12.54

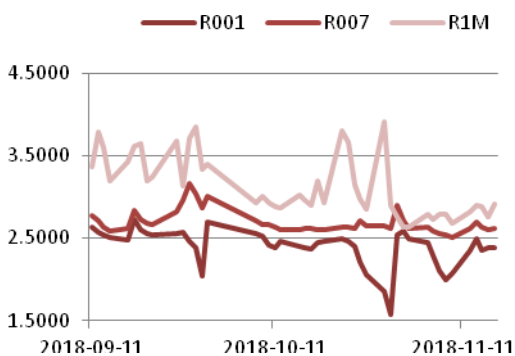


图 5 银行间各期限质押式回购加权利率走势

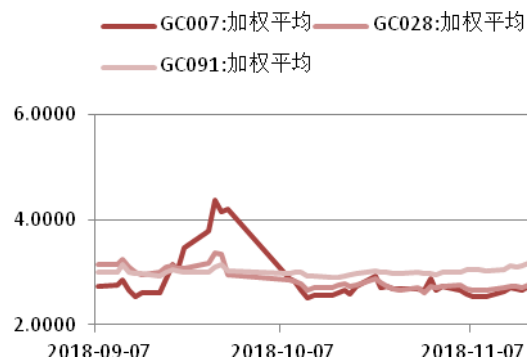


图 6 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.2 公开市场

最近两周 (11.5-11.16)，央行一直停止逆回购操作，表明央行认为当前的流动性水准处于适宜状态。11月5日投放1年期3.3%的MLF，总额为4035亿。11月15日国库现金定存到期1200亿，不含国库现金净投放4035亿，含国库现金净投放2835亿。

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	3.84	4.26	4.44	4.83
变动 (%)	-0.06	-0.04	-0.04	-0.07
AAA	4.08	4.43	4.69	5.11
变动 (%)	-0.07	-0.04	-0.05	-0.05
AA+	4.58	4.89	5.1	5.58
变动 (%)	-0.06	-0.04	-0.07	-0.05
AA	5.06	5.25	5.7	6.19
变动 (%)	-0.03	-0.05	-0.03	-0.05

2.4 国债期货

截止 11 月 16 日，十年期国债期货主力合约 T1812 收于 96.97，较 11 月 2 日的 95.5 上涨 0.91%。在糟糕的货币金融数据公布之后，利率债市场受到投资者的进一步追捧，十年期国债收益率从 3.54% 一路下行至 3.35%。

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：在糟糕的货币金融数据公布之后，利率债持续受到投资者热捧，其中 50 年期国债发行受到追捧更是进一步刺激市场做多热情，不同期限的国债收益率均大幅下行。

表 4 国债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	2.51	2.99	3.14	3.40	3.39	3.95
最近一周	2.56	3.03	3.18	3.42	3.43	3.98
最近一月	2.75	3.13	3.30	3.50	3.50	4.06
两周变动 (BP)	(26.83)	(20.72)	(19.68)	(17.27)	(17.97)	(20.00)
历史最低	0.37	1.20	1.73	2.12	1.98	0.06
1/4 分位	2.04	2.40	2.67	2.91	3.18	3.65
1/2 分位	2.63	2.93	3.15	3.40	3.52	4.10
3/4 分位	3.13	3.46	3.63	3.79	3.92	4.36
历史最高	8.82	7.48	6.32	5.34	5.41	10.54

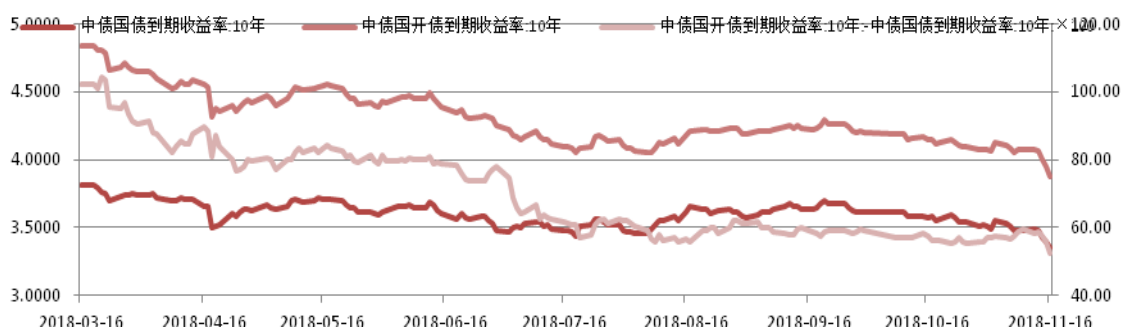
表 5 国开金融债收益率变动统计

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
最近一天	2.83	3.37	3.66	3.93	3.88	4.35
最近一周	2.77	3.41	3.75	3.99	3.99	4.41
最近一月	2.85	3.49	3.83	4.08	4.07	4.54
两周变动 (BP)	(3.99)	(11.17)	(18.27)	(16.56)	(22.54)	(19.35)
历史最低	(2.60)	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
1/4 分位	2.40	2.79	3.05	3.28	3.50	4.09
1/2 分位	2.98	3.45	3.70	3.91	4.05	4.59
3/4 分位	3.72	4.00	4.17	4.35	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	2.88	3.43	3.75	4.01	4.01
最近一周	2.87	3.46	3.82	4.07	4.10
最近一月	2.91	3.53	3.89	4.15	4.20
两周变动 (BP)	(3.04)	(9.80)	(17.49)	(15.13)	(21.54)
历史最低	(2.60)	(0.20)	1.85	2.22	1.34
1/4 分位	2.41	2.81	3.06	3.29	3.53
1/2 分位	2.98	3.45	3.70	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 11 月 16 日，与 11 月 2 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，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(%)	3.57	3.77	3.86	3.98	4.05	4.34	4.37
	变化情况(BP)	(2.73)	(7.77)	(7.84)	(8.43)	(9.29)	(12.41)	(12.03)
AAA	利率(%)	3.62	3.84	3.92	4.04	4.12	4.44	4.48
	变化情况(BP)	(3.14)	(6.27)	(7.59)	(6.35)	(13.96)	(12.41)	(12.02)
AAA-	利率(%)	3.72	3.94	4.03	4.21	4.29	4.65	4.69
	变化情况(BP)	(3.14)	(6.27)	(7.59)	(10.35)	(17.96)	(12.41)	(12.02)
AA+	利率(%)	3.82	4.04	4.15	4.33	4.47	4.88	4.92
	变化情况(BP)	(5.14)	(8.27)	(7.59)	(13.35)	(14.96)	(12.41)	(12.02)
AA	利率(%)	4.14	4.55	4.66	4.99	5.13	5.53	5.57
	变化情况(BP)	(13.14)	(18.27)	(17.59)	(13.35)	(14.96)	(12.41)	(12.02)
AAA 城投	利率(%)	3.69	3.85	3.93	4.10	4.12	4.58	4.61
	变化情况(BP)	(3.63)	(4.82)	(10.20)	(9.67)	(17.66)	(14.41)	(14.03)
AA+城投	利率(%)	3.79	3.95	4.03	4.28	4.34	4.96	5.00
	变化情况(BP)	(5.63)	(4.82)	(11.20)	(14.67)	(19.66)	(14.41)	(14.03)
AA 城投	利率(%)	3.97	4.13	4.29	4.56	4.79	5.45	5.49
	变化情况(BP)	(14.63)	(15.82)	(20.20)	(24.67)	(19.66)	(14.41)	(14.03)

3. 后市判断及投资建议：经济危机逻辑持续，密切留意政策发力动向

在之前的双周报里面，我们指出，“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”。从目前的局势来看，政策层面正在着力应对经济危局。从最高层表态支持民营经济以来，粗略统计，从金融机构到各地政府，当前逾 3000 亿元的纾困基金正在加速进场。11 月 1 日召开的民营企业座谈会上传递出的讯息显示，支持民营企业发展，是党中央的一贯方针，这一点丝毫不会动摇。其中针对解决民营企业融资难融资贵问题提出，要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本。要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩，解决不敢贷、不愿贷的问题。要扩大金融市场准入，拓宽民营企业融资途径，发挥民营银行、小额贷款公司、风险投资、股权和债券等融资渠道作用。对有股权质押平仓风险的民营企业，有关方面和地方要抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关，避免发生企业所有权转移等问题。对地方政府加以引导，对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助。省级政府和计划单列市可以自筹资金组建政策性救助基金，综合运用多种手段，在严格防止违规举债、严格防范国有资产流失前提下，帮助区域内产业龙头、就业大户、战略新兴行业等关键重点民营企业纾困。要高度重视三角债问题，纠正一些政府部门、大企业利用优势地位以大欺小、拖欠民营企业款项的行为。

10 月 31 日召开的中共中央政治局会议则指出，当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。会议强调，要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。11 月 9 日召开的国务院常务会议则聚焦于缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵。会议指出，要加大对民营企业、小微企业支持力度，切实做到对国有企业、民营企业等各类所有制企业一视同仁。要拓宽融资渠道，激发金融机构内生动力，解决不愿贷、不敢贷问题。会议还决定进一步发挥政府性融资担保作用，使金融更好支持小微企业和“三农”。此前召开的国务院金融稳定发展委员会防范化解金融风险第十次专题会议也强调，特别要聚焦解决小微企业和民营企业融资难题，实施好民企债券融资支持计划，研究支持民企股权融资等。人民银行行长易纲表示，人民银行会同有关部门，从债券、信贷、股权三个融资主渠道，采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓宽融资途径。中国人民银行党委书记、中国银保

监会主席郭树清则表示，初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标。近一段时间以来，四大行先后出台支持民企融资的政策，工商银行与百家民营骨干企业签署《总对总合作协议》，中国银行发布支持民企 20 条，农业银行发布支持民企融资 22 条，建设银行发布支持民企融资 26 条。11 月 16 日，证监会主席刘士余主持召开部分证券公司负责人专题座谈会，会议要求行业进一步发挥市场中介的专业力量，继续以市场化、专业化、多样化方式，尽快、务实、有效地服务和支持具备发展前景的民营企业走出困境。近日，证监会还组织开展交易所债券市场信用保护工具业务试点，促进民营企业融资。

当前针对民营企业的融资问题推出的政策，既不是“运动式”的，也不是“大水漫灌”。根据中央的精神，要对地方政府加以引导，对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助。省级政府和计划单列市可以自筹资金组建政策性救助基金，综合运用多种手段，在严格防止违规举债、严格防范国有资产流失前提下，帮助区域内产业龙头、就业大户、战略新兴行业等关键重点民营企业纾困。另外，发改委新闻发言人孟玮在回答《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》在实际操作中会不会形成新一轮的债务风险时指出，在做好基础设施领域补短板有关工作的同时，要防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险，坚决打好防范化解重大风险的攻坚战。对各地方政府而言，要把握好“三个严格”。一是严格可研论证。在建设项目可行性研究阶段，要根据地方财政承受能力和地方政府投资能力，充分论证资金筹措方案是否可行，加大财政约束力度；二是严格项目建设条件审核。区分轻重缓急，对确有必要、关系国计民生的在建项目，统筹采取有效措施保障合理融资需求，避免出现“半拉子”工程的情况；三是严格担保举债行为。严禁违法违规融资担保行为，严禁以政府投资基金、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等名义变相举债。对金融机构而言，关键是要审慎合规经营，尽职调查、严格把关，按照市场化原则评估借款人财务能力和还款来源，做到审慎授信。从这些表态来看，我们依然认为政策体现为一种可控的自信。如果政策保持这种基调，我们认为债券市场的行情依然可期。中期来看，我们预期经济下滑引发的就业问题和地方政府的财政问题将是政策层面要面临的十分棘手的问题，很难期待经济转型会一帆风顺，届时政策层面的定力将受到考验。

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。