



## 政策的抵抗与趋势

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

### 国债期货：回归趋势

随着三季度微滞涨预期的抬头、地方专项债的发行放量以及人民币汇率的明显贬值导致市场中产生了对货币政策独立性的质疑等风险的逐步释放，期债出现了中期趋势中的回撤现象。其中，随着地方专项债在8、9两月的放量发行，基本已经完成了大部分的年初对于专项债的发行要求，后期对宏观利率的影响或将边际走弱。对于四季度而言，长端利率仍能进一步下行的逻辑来自于处于衰退周期中的经济趋势仍未结束，且整体通胀水平在缺失翘尾因素的补充下仍然可控。值得注意的是，虽然本轮信用扩张难于往年，但利率在宽货币宽信用的大环境下下行幅度或将相较上半年缩窄，十债我们整体看到3.3附近。此外，政策的抵抗或有望带来短暂的信用环境、经济企稳，预计长债受到宽信用阶段性见效影响也将在趋势中出现回撤，这是趋势性投资者需要留意的。

**策略：**谨慎看多

**风险点：**经济环比反弹 通胀上涨超预期

### 股指期货：寻找阶段性反弹机会

由非需求决定的价格压力以及基建投资的逐步发力，虽然能够缓解部分PPI的下行压力，但由于高基数影响以及地产投资的缺失，价格层面的同比下滑或已经达成共识，随之而来的是企业盈利下滑趋势的确立。在缺失盈利端的支持后，市场关注点转向安全边际较高的估值端。四季度来说，估值端阶段性修复的必要条件正在形成，伴随着市场估值进入历史底部，一些重要的支撑因素包括宽信用、扩内需等政策（加大基建投资短板等）正在不断的累加，也开始向积极的方向影响市场，市场阶段性反弹的逻辑也逐步明晰。不过综合来说，在低估值以及政策提振风险情绪下，市场或有阶段性修复的机会。但是需要留意的是，内外部的各类风险扰动和冲击仍未解除，未来也还将继续影响市场，中期我们仍然看不到可以凝聚合力以促成反转行情的动因，估值水平也仍然缺乏趋势性向上的弹性。

**策略：**短期博弈阶段性上涨机会 中期趋势性机会有限

**风险点：**全球经济衰退 美股超预期下跌

相关研究：

利率曲线跟踪专题（一）：博弈增陡策略

2018-01-03

风格策略追踪专题系列（一）因子分解视角下的风格轮动

2018-01-29

## 回顾——国债期货

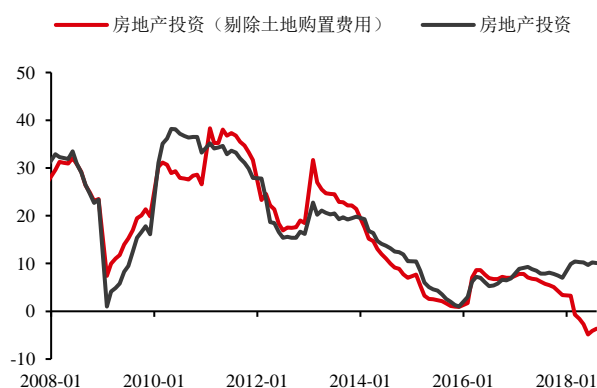
由于7-9月债券市场面临的扰动较多，导致期债出现了趋势中的回撤现象。产生调整的逻辑有以下几点：第一，环保限产导致工业品在供给收缩的逻辑下出现明显上涨，叠加非洲猪瘟不断和寿光水灾突发共同导致市场中出现了微滞涨预期，通胀数据也出现抬升。第二，三季度密集出台的结构性转松政策对于引导宽货币向宽信用过渡的意图十分明显，强化了市场对于政策托底的信心，对利率的下行产生利空预期。第三，专项地方债在8-9月出现放量，挤占了银行对于国债现券的配置资金，在价格方面也产生利空效果。第四，人民币汇率在三季度出现明显贬值，市场中也产生了对货币政策独立性的质疑。

## 支撑——经济下行趋势或难以扭转

### • 基本面中枢放缓趋势或难以扭转

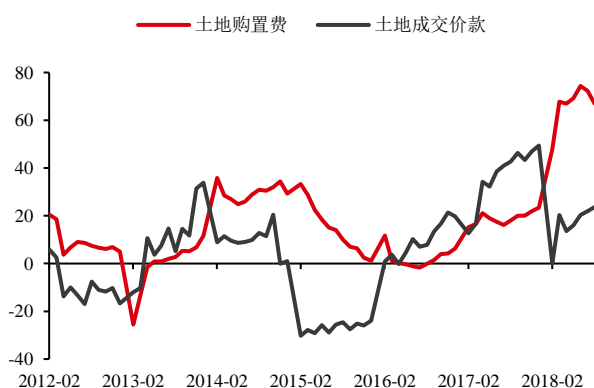
从经济需求端来看，1-8月最明显的分化来自于偏强的地产系和断崖式下滑的基建投资。地产方面最明显的特征为地产投资整体的高增和剔除掉土地购置费用后地产投资的负增长，也就是说本轮地产投资增速的上升主要依赖于土地购置费的大幅攀升。但是考虑到土地购置费用为一个滞后指标，滞后于土地成交状况，而土地成交价款增速从年初大幅下滑，土地购置费用的高增预计难以持续（目前已经出现下行苗头），而拉低房地产投资增速的滞后影响也可能在后续逐步加强。整体来说，考虑到当前地产调控仍在纠偏和强化，同时叠加融资的管控逐渐收紧，全年地产中枢趋缓的概率仍然较为确定，关注幅度的超预期情况。

图 1: 剔除土地购置费的地产投资负增长 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 土地购置费出现高位回调 单位: %



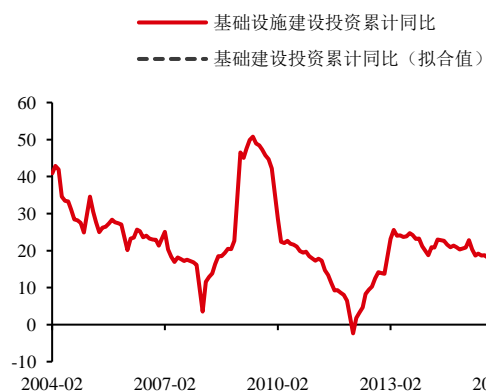
数据来源: Wind 华泰期货研究院

与此同时，基建投资则展现了冰火两重天的特征。基建投资增速在上半年表现出明显的疲软态势，核心因素在于地方政府广义资金来源受阻。其中一方面由于隐性债务遭到严控，另一方面则由于 8 月之前地方债券发行低于往年节奏。伴随着经济增速的下行，基建投资作为经济的对冲项再次引起政策层面重视，各项支持基建项目政策密集出台：8 月 14 日，财政部公布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行，筹集资金用于重点领域和在建项目的建设；9 月 18 日，发改委新闻发布会提出，“在坚决有效防范地方政府债务风险的前提下，加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资，不断提高投资效益，确保把有限的资金投向那些能够增加有效供给、补齐发展短板的领域，推动实现高质量发展。”

从数据上来看，新增地方专项债发行量从 8 月以来就不断大幅放量，8 月总发行量为 4447.72 亿元，9 月目前的总发行量（截止 9 月 20 日）为 6666.69 亿元，8-9 月相较 1-7 月的总发行量高出 9468.1 亿元。虽然 8 月基建投资增速继续下移（预计同资金到位与项目开工的滞后有关），但是伴随着“开正门”的不断放量，四季度基建投资有望出现边际改善。同时，基建投资作为经济的对冲项，预计也将缓解部分经济由于内外需走弱而出现的下行，但是由于基建与宏观经济存在逆周期性，预计需求侧的下行趋势仍然难以扭转。

图 3： 基建投资下台阶

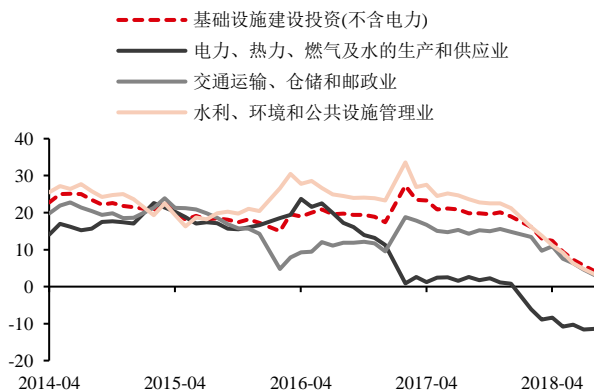
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

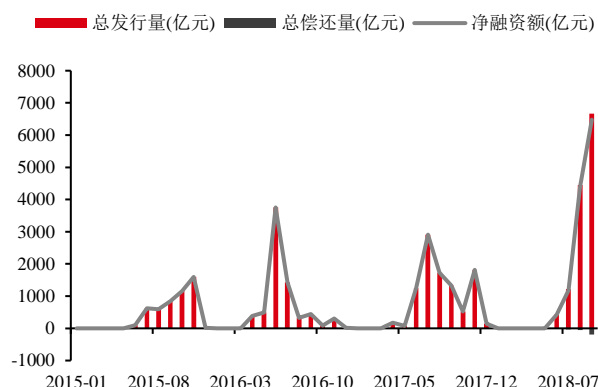
图 4： 基础建设分项投资

单位：%



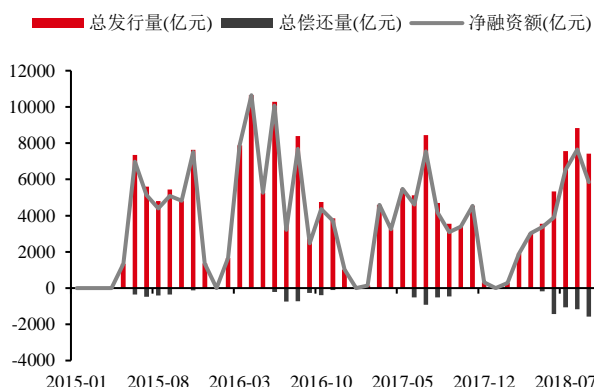
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 新增地方专项债 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 地方债的发行与到期 单位: 亿元



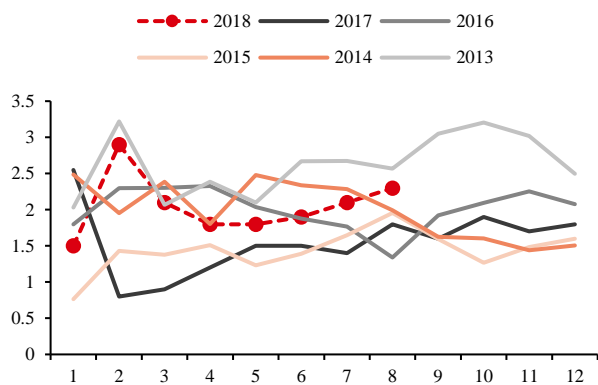
数据来源: Wind 华泰期货研究院

### • 通胀有所扰动但年内可控

CPI 同比在三季度不断上移，对应逻辑来自于：第一，食品方面，季节性叠加非洲猪瘟事件发酵，短期猪价呈现上涨形态。此外，受寿光地区被淹及去年同期基数较低影响，菜价也受到了一定的上行压力。第二，前期环保以及供给侧改革措施，叠加市场对基建投资修复的预期起来，大宗商品价格刚性上涨。第三，市场担忧汇率贬值压力会加剧通胀压力。

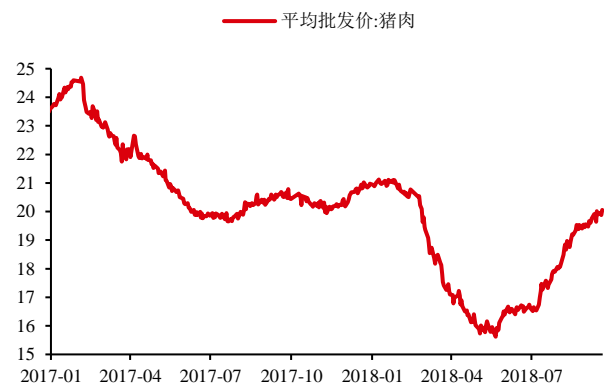
**食品方面**，由于生猪出栏呈现明显的季节性特征，二三季度相较于一四季度要少 30%-40% 的产量，猪价也往往在二三季度出现季节性反弹。但是考虑到目前猪肉产量仍然处于高位，季节性供给变化或较难推升猪肉价格走出大周期，四季度猪价持续攀升概率不高。但是值得注意的是，近期非洲猪瘟在局部地区不断爆发，加大了局部地区猪肉价格波动，可能会成为猪价超预期的推手，需要密切关注。另外，由于寿光是我国著名的生产基地和蔬菜集散地，寿光水灾导致蔬菜价格出现脉冲式上涨，对全国蔬菜价格波动亦均有影响。但是这种洪涝灾害导致的蔬菜供给缺失，对价格一般仅呈现脉冲式影响（1-3 个月），因此本次寿光水灾预计更多的是阶段性的推升通胀。

图 7: CPI 在二季度不断上移 单位: %



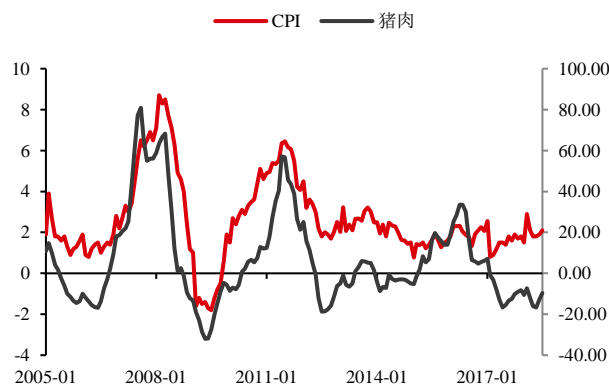
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 猪价不断上移 单位: 元/公斤



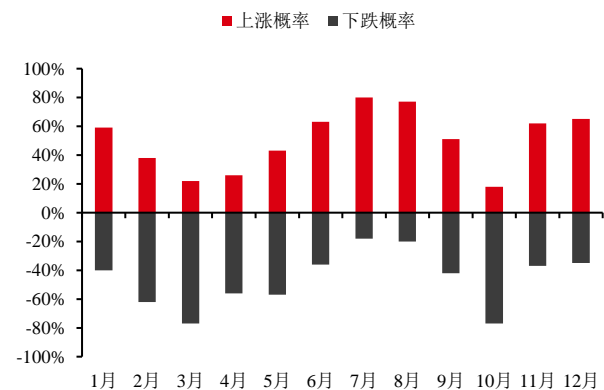
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 猪价和 CPI 相关性极高 单位: %



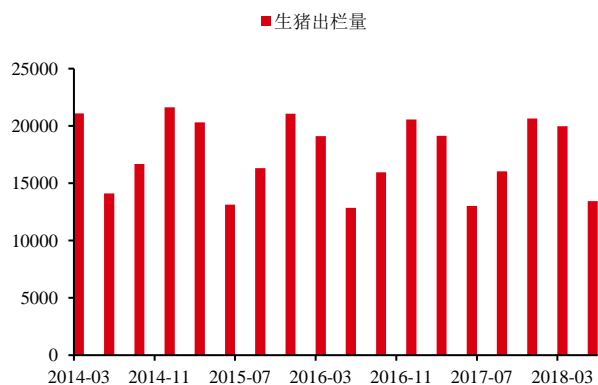
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 猪价存在季节性 单位: %



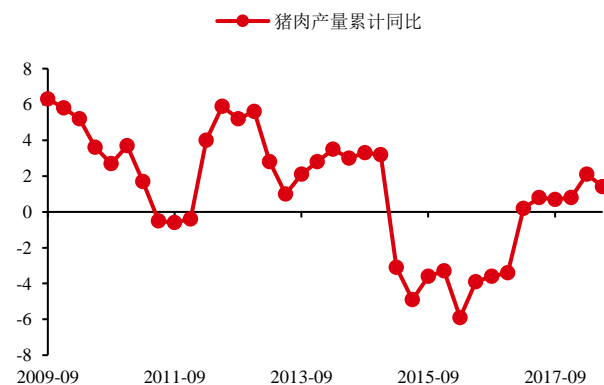
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 生猪出栏量季节性下滑 单位: 万头



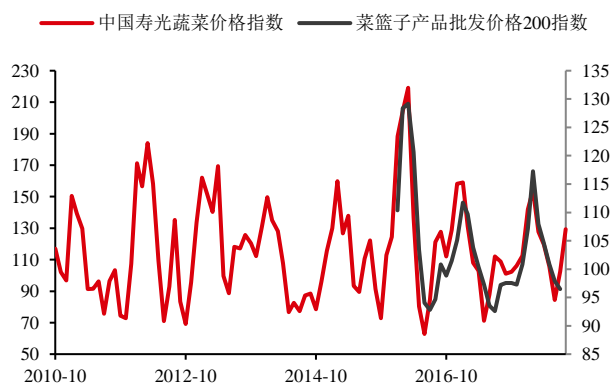
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 猪肉产量目前仍处于较高水平 单位: %



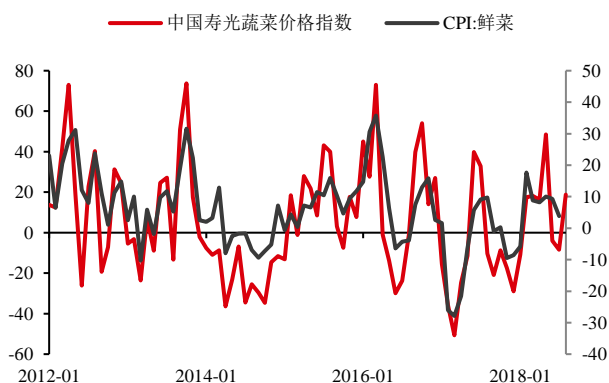
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 寿光蔬菜价格指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

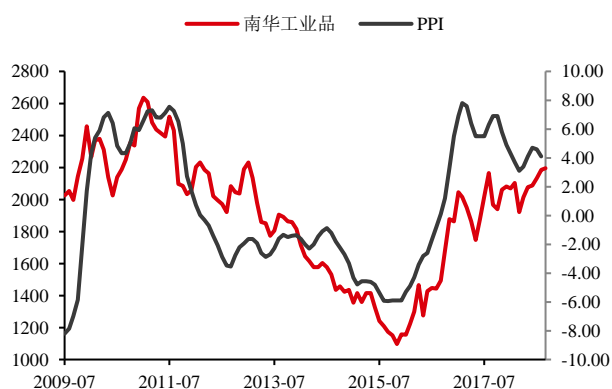
图 14: 寿光蔬菜价格指数 vs CPI 鲜菜 单位: 点, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

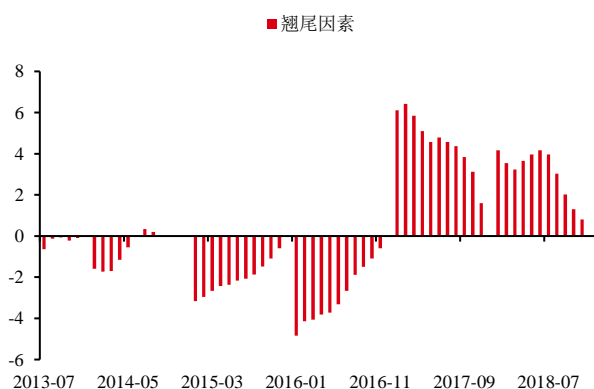
**商品方面**, 由于流动性宽松带动基建企稳反弹预期以及冬季采暖限产等因素, 螺纹钢等工业品价格出现明显上涨。年内来看, PPI 走势也可能受到供需两方面的影响, 供给端或取决于限产力度, 需求端可能受基建投资等影响。不过需要留意的是, 跟以往的“走老路”政策不同, 基建投资结构性发力, 对工业品需求或弱于传统周期, 且基建投资对工业品价格的影响并没有房地产投资显著。若房地产投资不出现边际改善, 基建投资可能延缓 PPI 下行节奏、或较难改变下半年 PPI 下行趋势。同时考虑到 PPI 进入三四季度后翘尾因素直线下降, 在中性情景下新涨价因素或难以扭转 PPI 的下行走势。

图 15: 工业品价格指数上涨 单位: 点, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: PPI 翘尾因素直线下滑 单位: %

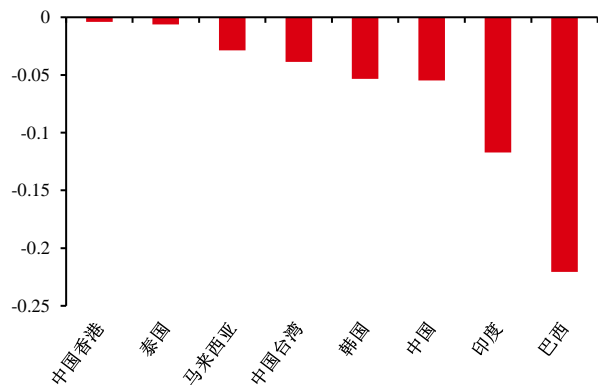


数据来源: Wind 华泰期货研究院

最后是人民币贬值带来的**输入性通胀**, 本币贬值会通过汇率传递效应提高本国通胀。但是目前看来输入性通胀仍然可控, 主要因为央行在汇率突破 6.9 后出手干预 (重启逆周期调节因子等), 表明未来贬值幅度或可控, 由于货币贬值带来的输入型通胀也仍然在预期范围内。



图 17: 新兴市场货币普遍贬值 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

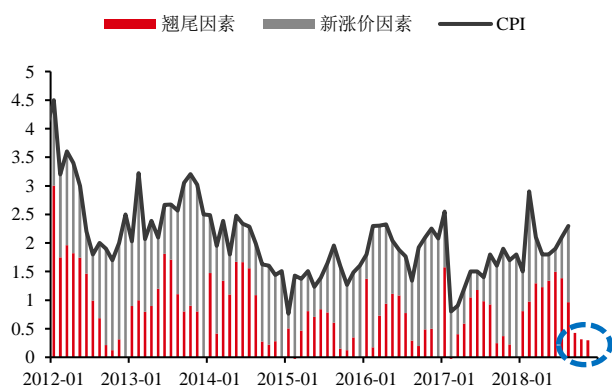
图 18: 进口价格指数出现阶段性上涨 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

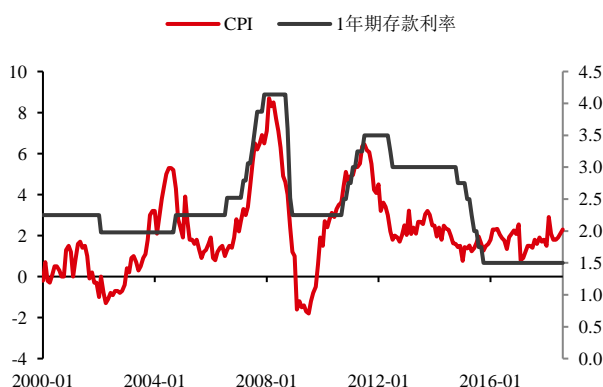
综合来说,无论是猪肉价格、房租、汇率还是生产资料价格均将对通胀产生提振作用,但是整体影响或相对可控,且我们观察到CPI在四季度翘尾因素仅有0.3-0.4左右,虽然新涨价因素预期抬头,但翘尾因素提振不足,预计2018年下半年通胀将处于上行通道但是幅度相对可控,且预计也不会对货币政策产生挑战。

图 19: CPI 翘尾因素下滑 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: CPI vs 基准利率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

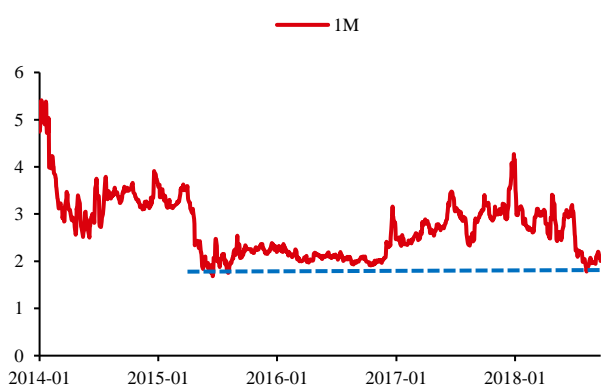
## 扰动——宽信用的扰动

根据我们之前对于宽信用历史周期的分析发现,宽信用政策的扩张对于经济的提振作用呈现逐渐钝化的现象,这主要和资金流入实体企业时滞性延长有关。以今年来说,虽然宽信用政策不断,但是资金仍然呈现淤积在银行体系内部的现象,8月初短端利率快速下行至接近

2014、2015 年的水平可见一斑。产生资金淤积的原因我们预计主要和银行投放信贷的意愿有关。由于政策层面要求银行增加对于小微企业信贷的支持，且同时严控资金流入地产行业，这无疑是对银行信贷利润的一大冲击。由于小微企业利润不确定、质押品不如地产优质，银行对小微企业的放贷意愿并不足，信贷方面也呈现票据冲量的现象，而企业中长期贷款则出现滑落，同时也导致了出口堵塞等资金淤积的现象。总的来说，在缺失地产提振经济的大背景下，预示着本轮信用扩张将难于往常，这也成为了利率继续向下的中长期支撑。

图 21: 短端利率下行明显

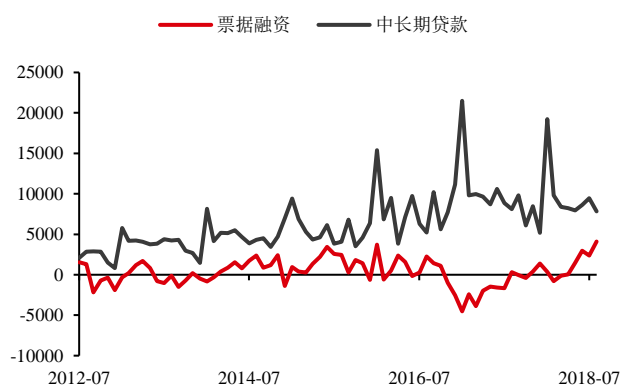
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 票据融资冲量

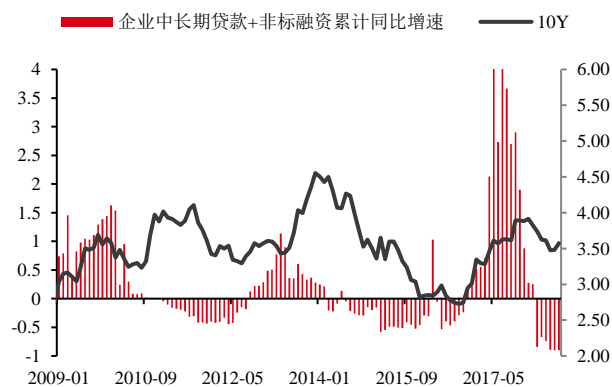
单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 企业表内外信贷需求 vs 利率

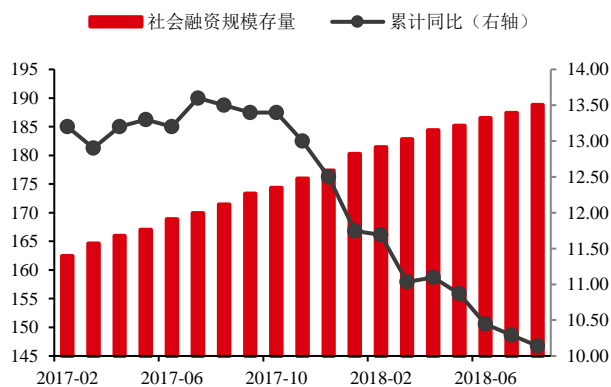
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 社融增速下移

单位: %



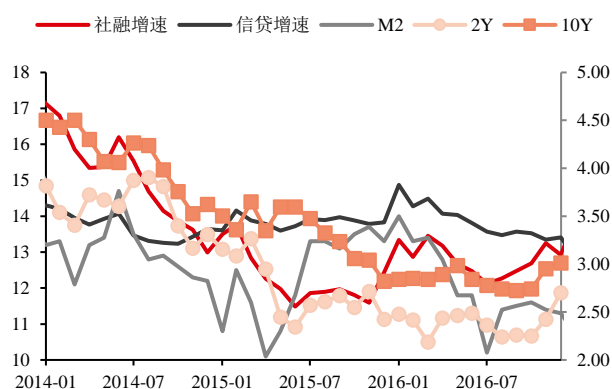
数据来源: Wind 华泰期货研究院

但与此同时，我们不能忽略宽信用政策的阶段性影响，以 2014-2015 年的宽信用政策为例。四万亿的财政刺激计划使得 2011 年至 2015 年经历了工业行业产能过剩阶段，2014-2015 年产能过剩问题已十分严重，经济再度面临失速风险。14-15 年不断有宽信用政策出台，滞后影响导致经济数据的企稳在 2016 年下半年才开始相对明显。但是期间社融以及信贷的阶段



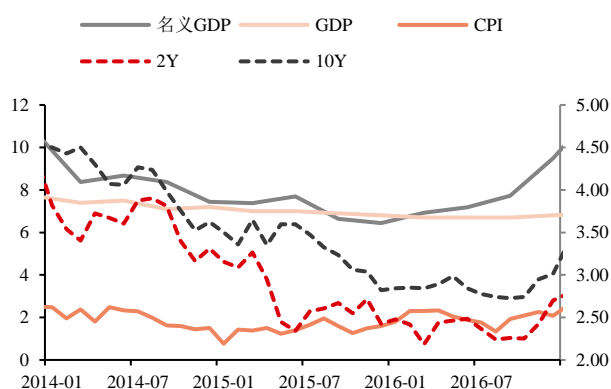
性反弹也带来了债市的回撤。具体节奏上来看：在2014年二季度，由于信贷和社融增速出现阶段性的回升，长端利率出现20BP左右的调整幅度；2015年年初，在地方债务置换的影响下，长债利率出现30BP左右的调整幅度；2016年上半年，伴随着通胀回升以及社融增速的触底反弹，长端利率出现了20BP左右的反弹。这意味着，尽管经济增速仍然存在着悲观预期，但是伴随着宽信用的阶段性见效，长债存在阶段性的调整空间。

图 25: 2014-2015 (融资 vs 利率) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 2014-2015 (经济通胀 vs 利率) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

展望四季度，市场聚焦十八届四中全会和中央经济工作会议，为了抵御贸易摩擦带来的外需冲击，扩内需、宽信用等政策有望在届时密集推出。政策的抵抗或有望带来短暂的信用环境、经济企稳，预计长债受到宽信用阶段性见效影响也将在趋势中出现回撤，这是趋势性投资者需要留意的。

## 回顾——股指期货

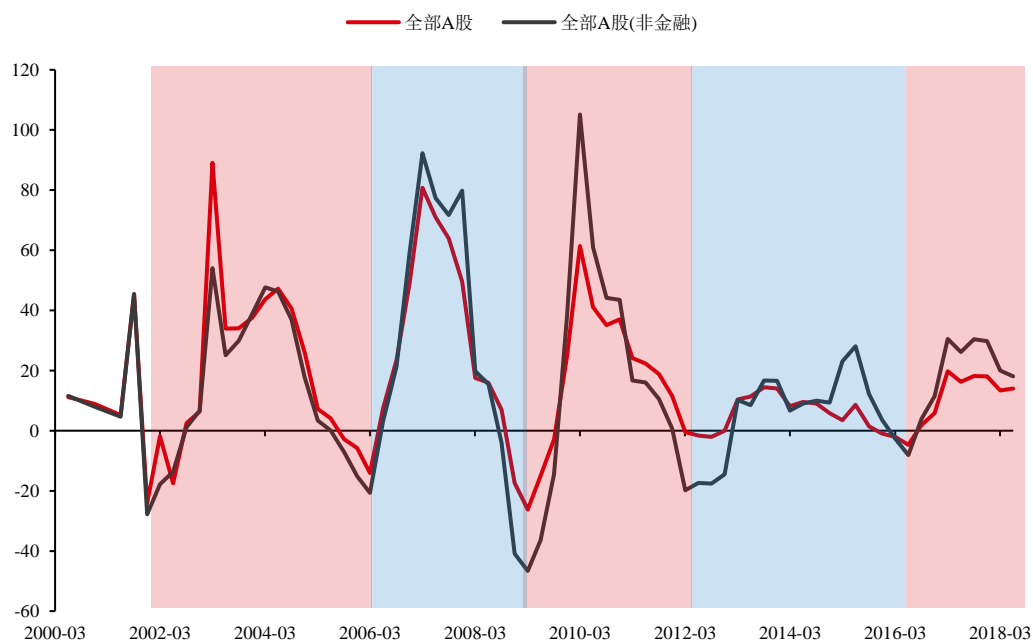
三季度以来股指总体呈现弱势震荡走势，虽然政策层面在外需萎缩预期下不断释放托底微调措施，股指也的确出现了短暂的弱反弹。但是受制于中美贸易摩擦的不确定性、美联储加息周期中对非美经济体的打压（主要体现在汇率的贬值）以及市场对企业中长期盈利下滑已经达成共识，政策的微调仍然难以将股指从谷底拉起，在多空因素的交织下市场整体呈现底部偏弱震荡形态，赚钱效应较差。

## 风险——企业盈利仍处下行周期

从上市企业盈利周期来看,A股往往会经历一个3-4年的盈利周期,第一阶段(0-3个季度):盈利复苏期,盈利增速由负转正;第二阶段(1年左右):盈利增长期,盈利增速出现大幅上行直到顶点;第三阶段(1-2年):盈利增速放缓期,净利润增速由于前期基数过高而导致的同比放缓;第四阶段(0-3个季度):盈利下滑期,此时盈利增速由正转负,企业利润也出现下行,带来EPS的走低。反观此轮盈利周期,自2016年年初开启后至今已经行至第三阶段,整体盈利增速在上游企业的大幅拉动下在2017年Q1达到顶点,目前仍然处于下行周期中(PPI下行也可作为辅助判断),从历史数据推演来看,预计此轮盈利下滑将在2019年一季度左右结束。

图 27: 上市企业利润周期

单位: %

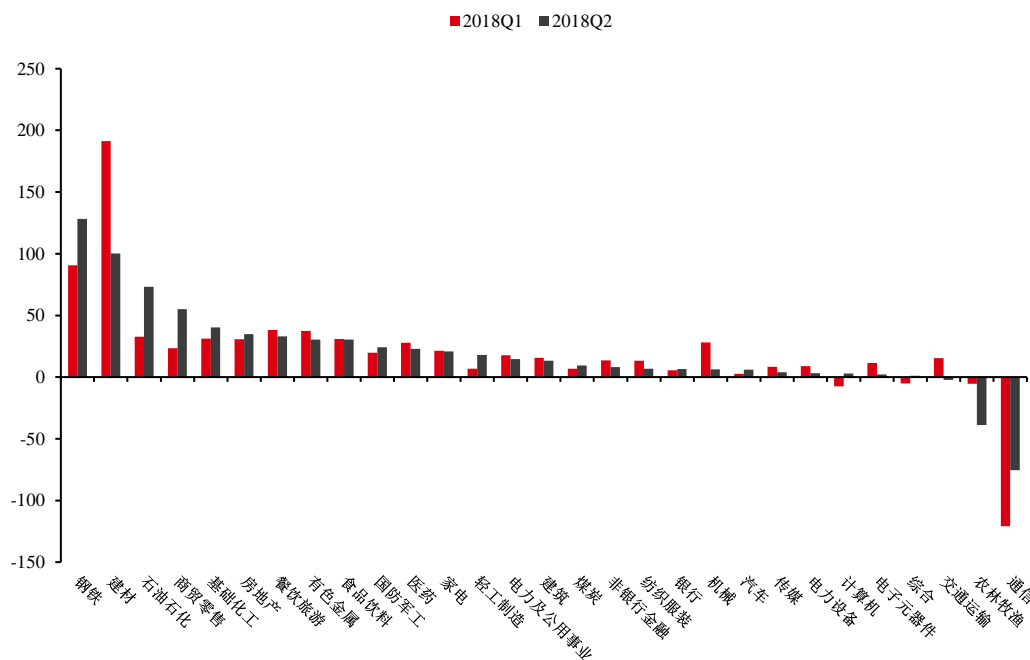


数据来源: Wind 华泰期货研究院

从盈利结构来看,在供给侧改革和环保限产的背景下,利润的分化较为明显。供给侧收缩带来原材料的不断涨价,同时也给上中游行业带来了利润的改善,从数据上来看2018年二季度净利润增速维持高增的行业主要分布在钢铁、建材、石油石化、化工等上中游行业当中。而下游行业例如纺织服装、汽车、传媒、计算机等受到利润挤压较为严重,在下游丧失成本优势以及供给侧改革对原材料价格仍有支撑的局面下,预计利润分化的局面将会延续,下游行业也面临上游利润挤压而出清的危机。

图 28: 上市企业利润周期

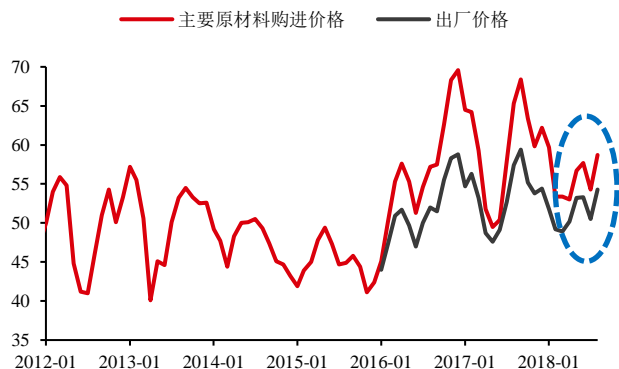
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 原材料价格上扬

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 工业品价格指数上涨

单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 机会——政策层面的抵抗

### • 低估值构筑市场安全边际

从 A 股三季度的估值水平来看，伴随着无风险利率宽幅偏弱震荡、贸易战风险反复以及新兴市场风险压制，整体估值水平仍然处于底部区域并小幅下行。其中，上证综指、上证 50 和沪深 300 均降至 5 年均值附近，安全边际不断提高（但并不绝对）。对比三大指数来看，

中证 500 相较另外两个指数处于历史低位，安全边际更高，估值反弹的空间也更大。此外，8 月 31 日 MSCI 将 A 股部分纳入 MSCI 中国指数的比例从 2.5% 提高至 5%，在低估值优势下或有望吸引更多北上资金流入 A 股。

业绩和估值是影响股价的两个核心因素，较低的估值水平会构筑市场的安全边际，一旦市场向下托底力量会不断增强。从超长周期看，包括外资流入、房地产资产转向股票市场、养老金、保险资金等配置意愿增强，市场长线潜在资金量巨大。越低的估值对长线资金吸引力越强，这也确定了市场越向下，承接力量越强的格局。

图 31: PE (TTM): 上证综指 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: PE (TTM): 沪深 300 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: PE (TTM): 上证 50 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: PE (TTM): 中证 500 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

- 政策的抵抗或有望带来估值弱反弹

从6月开始,为了对冲逆全球化带来的外需萎缩和内部的信用风险暴露,一系列的宽信用、扩内需(减税降费、基建补短板等,)政策密集出台,政策的抵抗也有望阶段性的提振市场中的悲观情绪。

表格 1: 宽信用、扩内需政策密集出台

时间	要点
2018-06-01	央行决定,“为了进一步加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度,并促进信用债市场健康发展,中国人民银行近日决定适当扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围。新纳入中期借贷便利担保品范围的有:不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券,AA+、AA级公司信用类债券(优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券),优质的小微企业贷款和绿色贷款”。
2018-07-20	7月20日,银保监会根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》相关要求,起草了《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》,缓解了非标资产的处置压力,对过渡期后非标回表的规定较资管新规明显放宽。
2018-07-23	国务院总理李克强7月23日主持召开国务院常务会议,部署更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需调结构促进实体经济发展;确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。
2018-07-31	中共中央政治局于7月31日召开会议,下半年要保持经济平稳健康发展,财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用,做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作;把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,加大基础设施领域补短板的力度;坚定做好去杠杆工作,把握好力度和节奏;推进改革开放;下决心解决好房地产市场问题,坚决遏制房价上涨;把稳定就业放在更加突出位置。
2018-08-20	8月20日,国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次会议8月20日在北京召开。会议强调,要充分认识促进中小企业发展的重要性,要对国有和民营经济一视同仁,平等对待大中小企业,把工作重点放到为企业发展创造环境上来。
2018-09-18	9月18日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,会议指出,要聚焦补短板扩大有效投资,按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求,稳住投资保持正常增长。
2018-09-20	国务院总理李克强在回答出席2018年天津夏季达沃斯论坛的中外企业家提问时表示,中国下一步将实施更大规模的减税和更为明显的降费。这不仅包括增值税税率要继续下降,还包括个税(个人所得税)专项附加扣除。个税专项附加扣除既要公平又要简便,要抓紧落实到群众身上。

资料来源: 新闻整理 华泰期货研究院

四季度将迎来十九届四中全会和中央政治局会议,届时或将有更多清晰的扩大开放、扩大内需、稳杠杆以及宽信用政策的出台,在估值进入底部区域的当下,政策层面的改善有望修复前期因为内外多重因素导致的低迷情绪。此外值得注意的是,大规模减税降费政策正在逐步明晰,根据我们之前的测算,若增值税税率继续下降,企业盈利的下行速度有望出现缓

解甚至出现逆转（详见《企业盈利面临的风险与机遇》），后续需关注增值税率的下降幅度。总的来说，对于股市而言，四季度我们认为会出现阶段性弱反弹的逻辑来自于 A 股重要指数的估值均已接近历史低点，对内外资来说吸引力也有望逐渐增大。此外，决策层面对金融监管、非标方面态度的缓和，也有利于缓解非标融资萎缩而进一步拖累社融的局面。且稳杠杆、扩内需政策有望在市场极度悲观的情绪下提振风险偏好，带来 A 股的阶段性反弹机会。

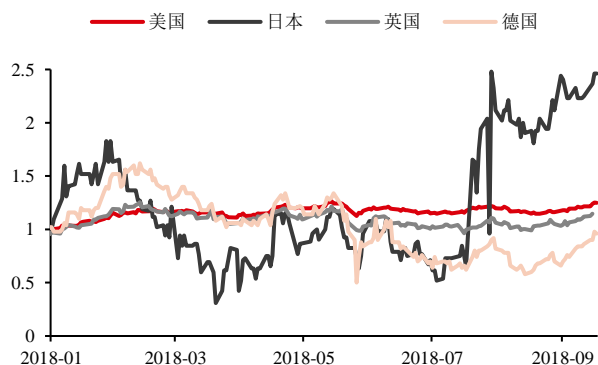
### • 中期的风险主线

综合来说，在低估值以及政策提振风险情绪下，市场或有阶段性修复的机会。但是需要留意的是，内外部的各类风险扰动和冲击仍未解除，未来也还将继续影响市场，中期我们仍然看不到可以凝聚合力以促成反转行情的动因，估值水平也仍然缺乏趋势性向上的弹性。市场中面临的主要风险主线如下：

第一，特朗普主导的“美国优先”战略导致全球政治、经济格局更加复杂和不稳定，中美贸易谈判以“升级—接触试探—再升级—再接触试探”的逻辑演化，具有长期性及反复性特征，虽然前两轮商品关税已经落地，但特朗普也表示如果中国采取报复行动伤害“美国农民和其他产业”，美国将对中国产 2670 亿商品加征关税。对此，站在经济的层面我们认为在最后 2670 亿美元商品关税落地之前可能会经过长期而反复的谈判，贸易战的不确定性也仍然会压制估值的上浮水平。

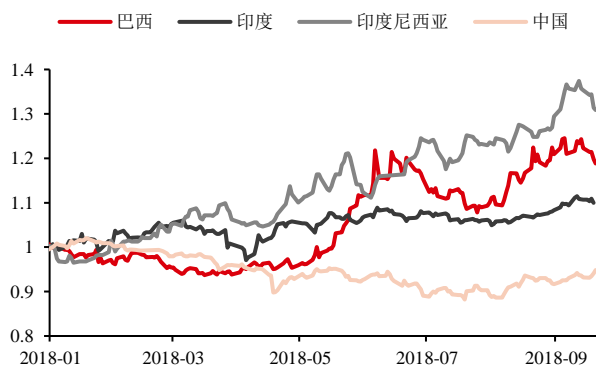
第二，伴随着海外发达经济体逐渐走向过热阶段，全球流动性收紧的预期也持续走强。在加息周期中，非美经济体受到流动性退潮以及资本外流影响，风险资产遭到严重抛售，其中又以外债较高的新兴经济体受到的负面冲击较高。目前市场对于 12 月美联储加息预期仍然较强，随着美债收益率的不断上升，将会加剧全球流动性风险，对国内股市也有负面冲击。

图 35： 发达经济体利率上行压力大 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

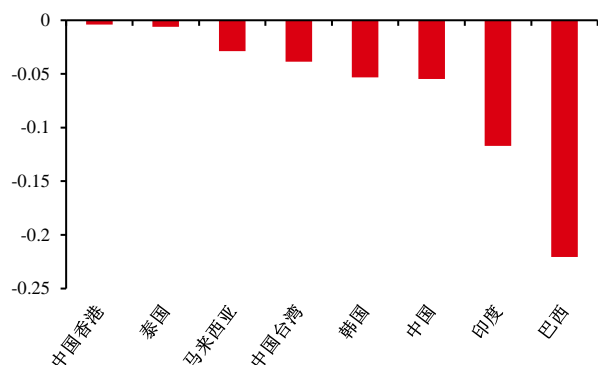
图 36： 新兴市场利率有所提升（除中国） 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

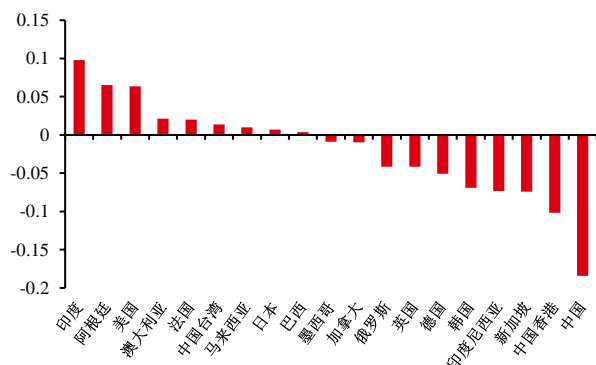


图 37: 新兴经济体汇率普遍贬值 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

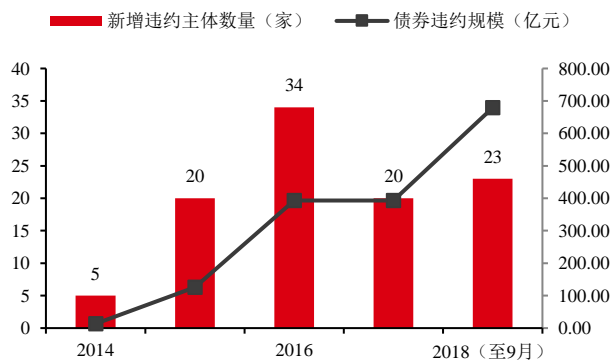
图 38: 各国(地区)股市遭到调整 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

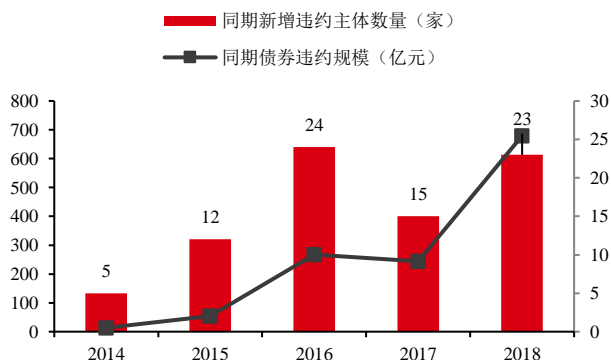
第三, 国内风险主要来自于信用违约风险所带来的流动性冲击和企业盈利下滑的一致共识。虽然 MLF 担保品扩容以及宽信用政策的不断出台有利于缓解企业信用成本的上升。但是从银行投资偏好来看, 可以发现尽管决策层几次提出支持中小企业融资, 但受制于中小企业现金流匮乏、抵押品资质较差以及盈利能力偏低, 银行对其的信贷支持并未达到理想状态, 银行体系与实体企业间的广义流动性或仍然无法在短期得到逆转。此外, 我们观察到企业目前的违约状况依旧明显, 目前已经几乎达到 2016 年同期债券违约规模 (近年来高点)。也就是说虽然货币政策已经在着手解决融资的问题, 但在总量仍然受限的影响下, 结构性宽松仅能对冲一部分信用收缩风险。综合来说, 本轮信用风险与企业盈利下滑还在趋势当中, 对市场估值水平也仍有压制作用。未来需进一步关注央行出手化解的节奏与体量。

图 39: 新增债券违约规模 单位: 家, 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 40: 新增债券违约规模(同期) 单位: 家, 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免責聲明

此報告並非針對或意圖送發給或為任何就送發、發布、可得到或使用此報告而使华泰期貨有限公司違反當地的法律或法規或可致使华泰期貨有限公司受制於的法律或法規的任何地區、國家或其它管轄區域的公民或居民。除非另有顯示，否則所有此報告中的材料的版權均屬华泰期貨有限公司。未經华泰期貨有限公司事先書面授權下，不得更改或以任何方式發送、復印此報告的材料、內容或其復印本予任何其它人。所有於此報告中使用的商標、服務標記及標記均為华泰期貨有限公司的商標、服務標記及標記。

此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用。此報告的內容並不構成對任何人的投資建議，而华泰期貨有限公司不會因接收人收到此報告而視他們為其客戶。

此報告所載資料的來源及觀點的出處皆被华泰期貨有限公司認為可靠，但华泰期貨有限公司不能擔保其準確性或完整性，而华泰期貨有限公司不對因使用此報告的材料而引致的損失而負任何責任。並不能依靠此報告以取代行使獨立判斷。华泰期貨有限公司可發出其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。本報告及該等報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法。為免生疑，本報告所載的觀點並不代表华泰期貨有限公司，或任何其附屬或聯營公司的立場。

此報告中所指的投資及服務可能不適合閣下，我們建議閣下如有任何疑問應諮詢獨立投資顧問。此報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何投資或策略適合或切合閣下個別情況。此報告並不構成給予閣下私人諮詢建議。

华泰期貨有限公司2017版權所有。保留一切權利。

## ● 公司總部

地址：廣州市越秀區東風東路761號麗豐大廈20層

電話：400-6280-888

網址：www.htfc.com