

下半年多策略及利率策略：

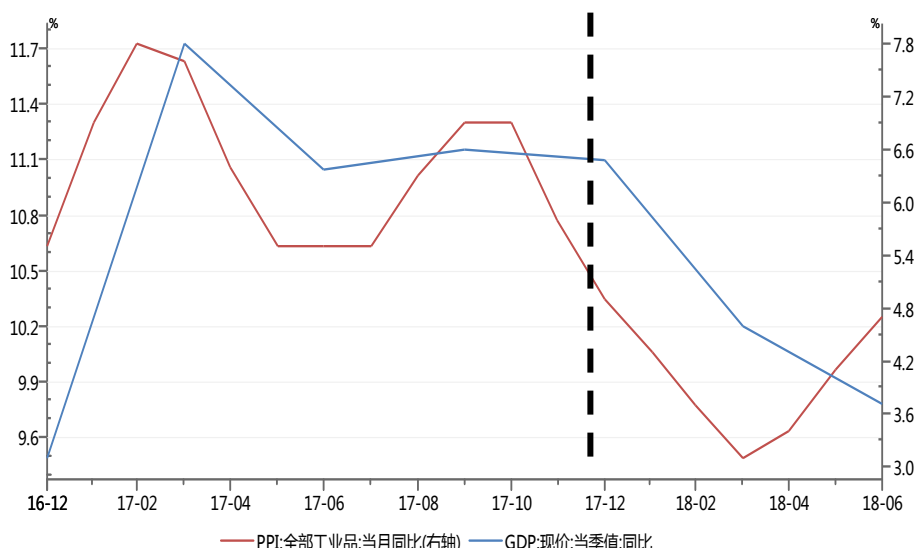
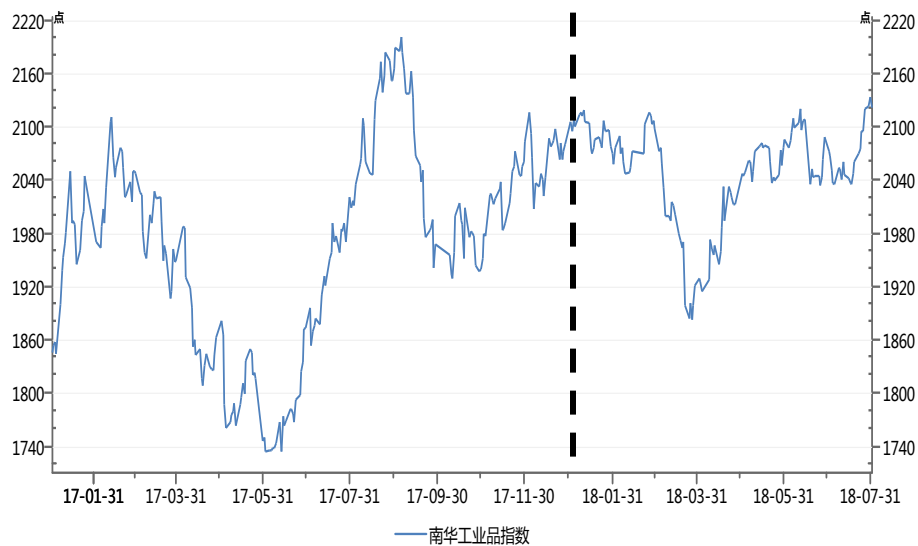
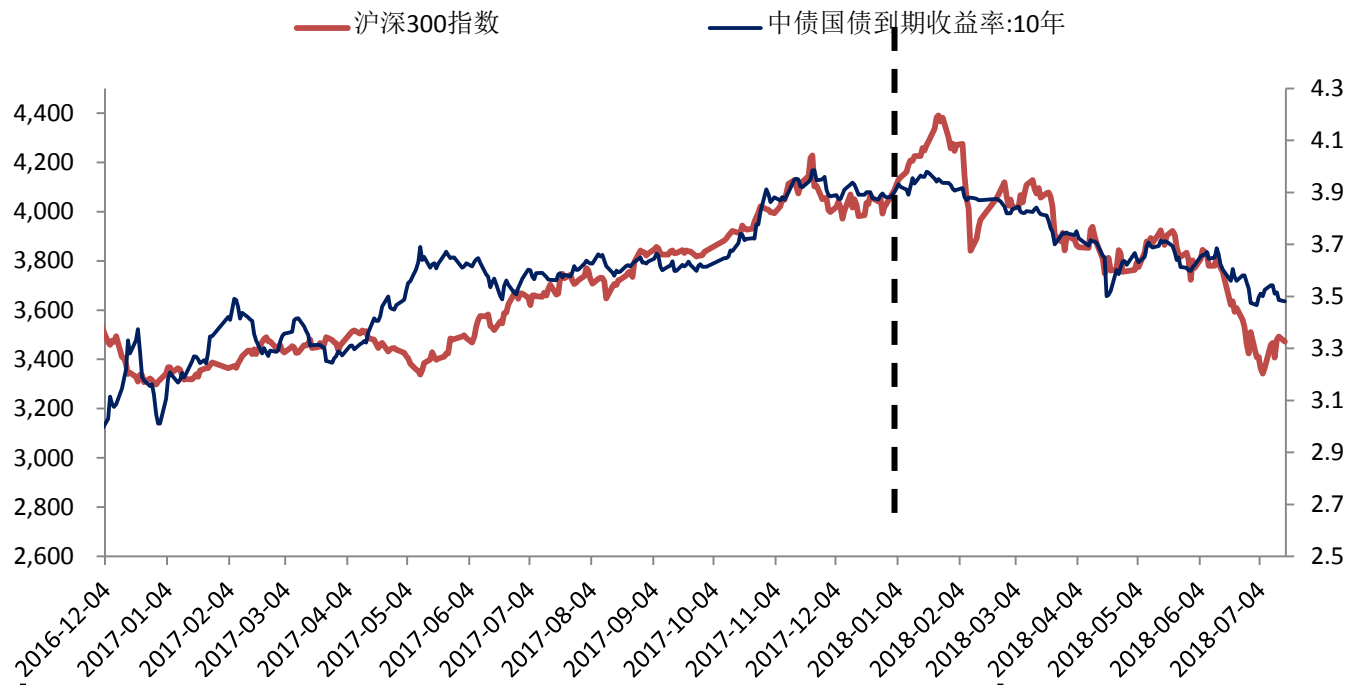


中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

来自：固定收益货币组、利率组、多策略小组

上半年表现回顾：股跌债涨，期货平，经济通胀缓慢回落

上半年的大类资产表现体现为股跌、债涨、商品期货走平的特征，对应着宏观基本面的经济通胀缓慢回落。



总结

- ❑ **债市定位：**短端收益率已经下行到位，目标位一年期国债2.7-2.8%；长端利率还有小幅回落空间，目标位十年国债3.4%，十年国开4%。融资筑底出现可能有收益率回调风险，融资筑底、经济继续回落、货币政策不转的情况下，债市没有趋势反转。
- ❑ **多策略观点：**M1持续下行对股债都有压力。下半年股债延续此前趋势，多策略模型显示长债回落空间20bp附近（对上述相符），股指也延续小幅回落。大部分涨跌幅已在上半年走完，但切换可能要等到年底至明年初。
- ❑ **宏观观点：**

短期焦点在宽信用的效果和路径，专项债提速并配套贷款是重要支撑，中性预期下，社融在10月见底企稳，乐观预期下社融将有明显反弹，此种情况出现将提前我们的股债切换时点。融资到经济的时滞还有两到三个季度。

根据历史经验，宽信用政策出台后，收益率会继续回落，但信用债表现好于利率债，融资回升的效果出现通常带来牛市回调（幅度30bp-50bp不等）（近期的回调没有融资配合），但大趋势反转需要经济起效和货币政策的改变。历史上政策底-融资底/股市底-经济底-盈利底-债市顶。

长期上，目前处于产能切换关键节点，决定我们对未来经济潜在增长率的想法。对比98年，减税减费扩大产业政策支持是必要的，明年可能看到相关的政策推进，这将提高我们对经济包括权益的估价。

2011年之后影子银行主导，信用扩张体系重构，短期摩擦是导致扩张不畅的主因，正在逐步疏解。更重要的是长期内，一些重要的资产定价关系在向11年之前的模式回归。

目录

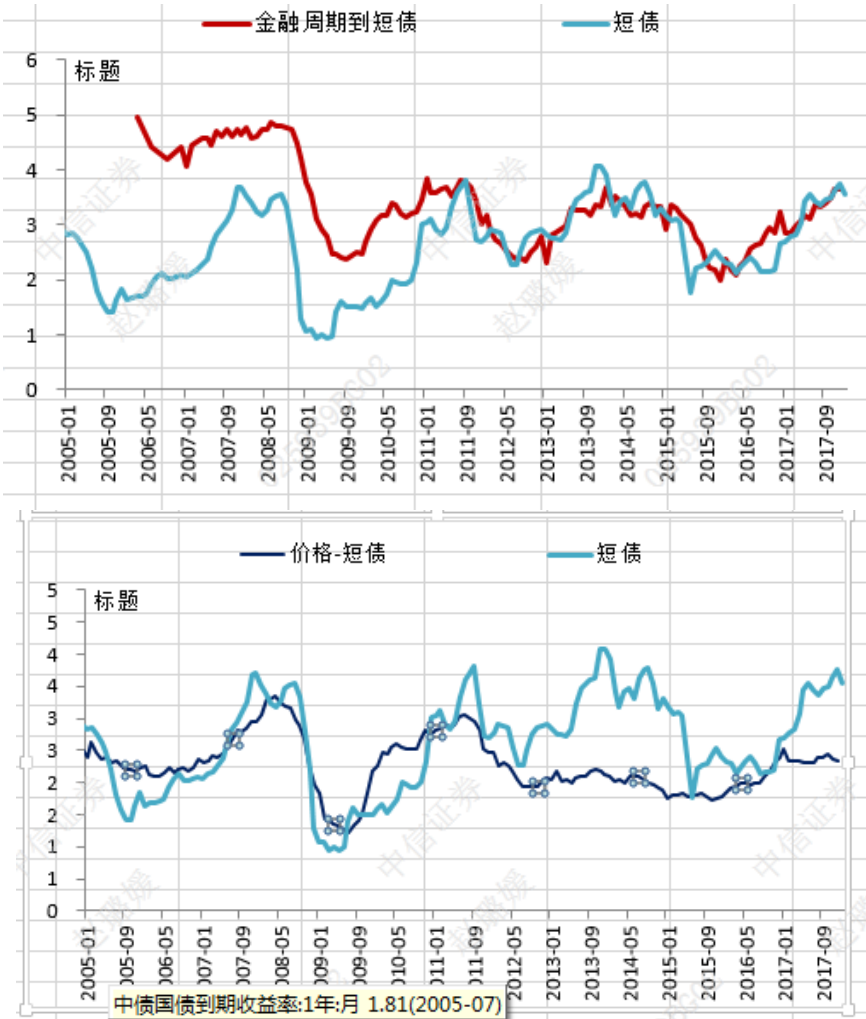
- 多策略和利率模型的定价结论
- 短期焦点：外部压力下，宽信用的路径和效果
- 处于长期关键节点，能否走向产能切换决定潜在增长率中枢
- 信用扩张体系重构：短期摩擦传导不畅，并资产定价的系统性改变（回归）

债券收益率定位：短端模型上调基本面权重，显示短端利率已下行到位

我们的短端利率模型目前使用的两大影响因素仍是价格因素和宏观审慎因素，这两者何为主要矛盾的权重判断是对结果影响最大的。

6月下旬央行政策出现微调，央行对于经济下行的关注度有所提高，据此我们在短端分析框架中上调了基本面的分析权重至50%，1年期国债的预测中枢从之前2.9-3%下调至2.7-2.8%，并至今维持，目前的短端收益率水平已经下行到位。

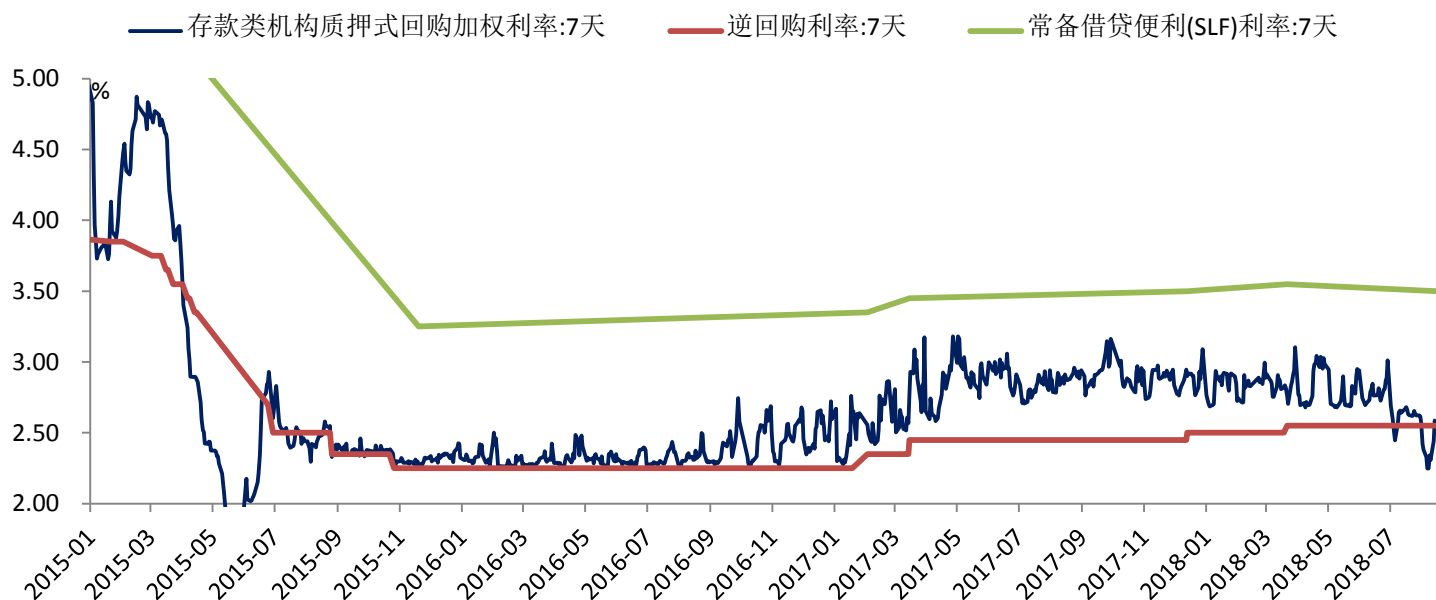
权重		刻画指标		当前值	
0.5	2.59	1. 价格	CPI	1	2.1
			PPI	1	4.6
			名义GDP	1	2.76
			CPI环比折年率? 通胀预期?		
0		2. 利率走廊	SLF		3.40
			MLF		3.25
			7天逆回购		2.50
			R007		
0	2.95	3. 资金供需	超储率	-1	1.30
			超储对待正回购覆盖倍数	-1	0.421
	2.64	4. 泰勒规则	产出缺口（领先约半年） 通胀缺口	-1	-3.72
0.5	2.95	5. 宏观审慎	信用扩张（央行资产-银行资产）	-1	-2.777
			信用扩张（M2-社融增速）	-1	-3.53
			房价	#N/A	#N/A
			跨境资本流入		
→		一年期国债收益率	2.77		
	2.59	shibor			2.813
	1.95	同业存单利率			2.5
		1年期国债收益率结果			2.75



但央行也无意抬高短端利率，货政报告中明确指示：DR007围绕公开市场利率波动是合理的

二季度报告总体描述延续此前央行工作会议、国常会和政治局会议精神:灵活运用多种货币政策工具维护银行体系流动性合理充裕，同时通过工具创新和预期引导进一步提升传导效率，有效熨平各种短期因素对流动性的扰动，维护货币市场利率低位平稳运行。相比一季度的“加强预调微调和预期引导，维护银行体系流动性合理稳定和货币市场利率平稳运行”偏宽松。

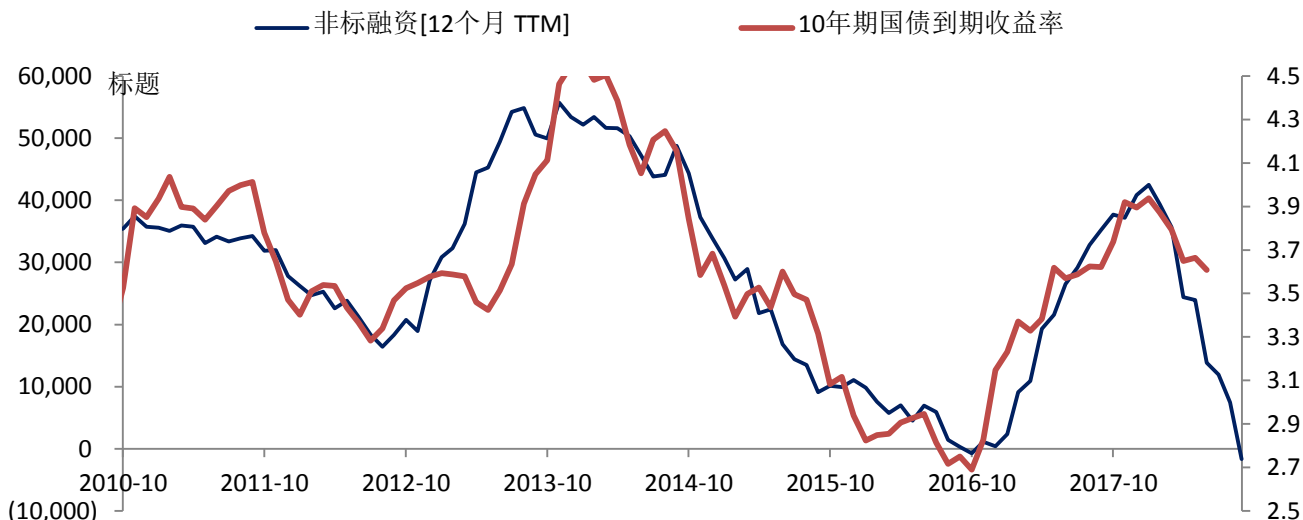
新增描述：1.适当加大中长期流动性投放力度。金融机构中长期资金来源明显扩容，资产负债期限匹配程度提高，市场主体流动性预期改善，对满足实体经济中长期融资需求发挥了积极作用。……保持银行体系流动性总量在合理充裕水平上的基本稳定。2.强化央行逆回购操作利率的引导作用。二季度以来货币市场利率中枢平稳下移，DR007围绕公开市场操作利率小幅波动，与公开市场7天期逆回购操作利率的利差持续缩小，同时月末、季末等时点货币市场利率的波动性进一步下降，央行逆回购操作利率与市场利率的关联性增强，有利于提高利率传导效率，发挥价格杠杆作用，为货币政策框架转型创造条件。（DR007围绕7天逆回购波动是央行政策利率与市场利率关联性增强的体现。）



长端收益率模型：国内、外因素指示有差异，近期汇率压力有所增大，维持历史正常权重

7月新公布的社融数据再度低于预期，非标融资继续大幅回落。非标融资数据是国内因素中影响长端债券收益率最明显的指标。根据历史规律，国内因素预示的长债收益率可能进一步下滑至2.9%-3%附近。

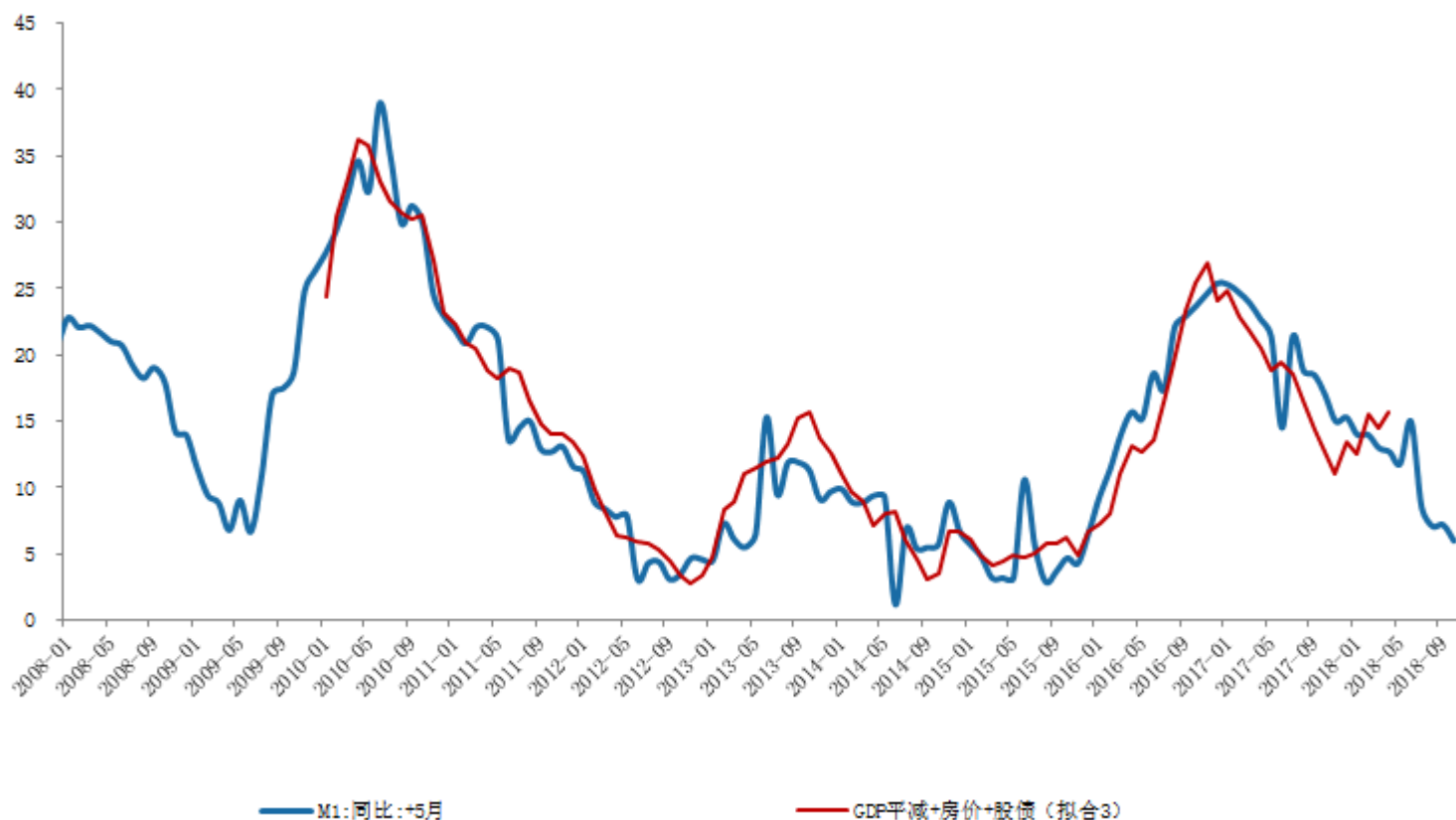
美国10年期国债收益率与外汇占款波动是海外因素中影响最大的指标，据此预测的10年期国债为3.8%，与国内因素在绝对值上有较大的差距。但边际方向上也是回落的。内、外部因素根据历史经验回溯的最佳权重近似1:1，据此估算的10年期国债中速在3.4%附近。此前我们一直倾向将主要矛盾放在国内因素上，近期汇率压力有所提升的情况下，需回到历史常规权重。



多策略模型：M1-资产价格的关系仍然成立，M1断崖式下跌对后续股债都有压力

此前我们一直常用的M1增速领先5个月与大类资产价格的模型至今仍然保持良好的关系，年内M1出现两次断崖式的下跌，作为领先指标会对后续的股债市场表现都产生压力。

基于M1的流动性效应和名义GDP的经济效应对股债的测算是资产比价模型的一种，基于此模型的股债市场在下半年都是下跌行情。该模型对参数假设过于敏感，实际中我们更合用的是下文的两种。

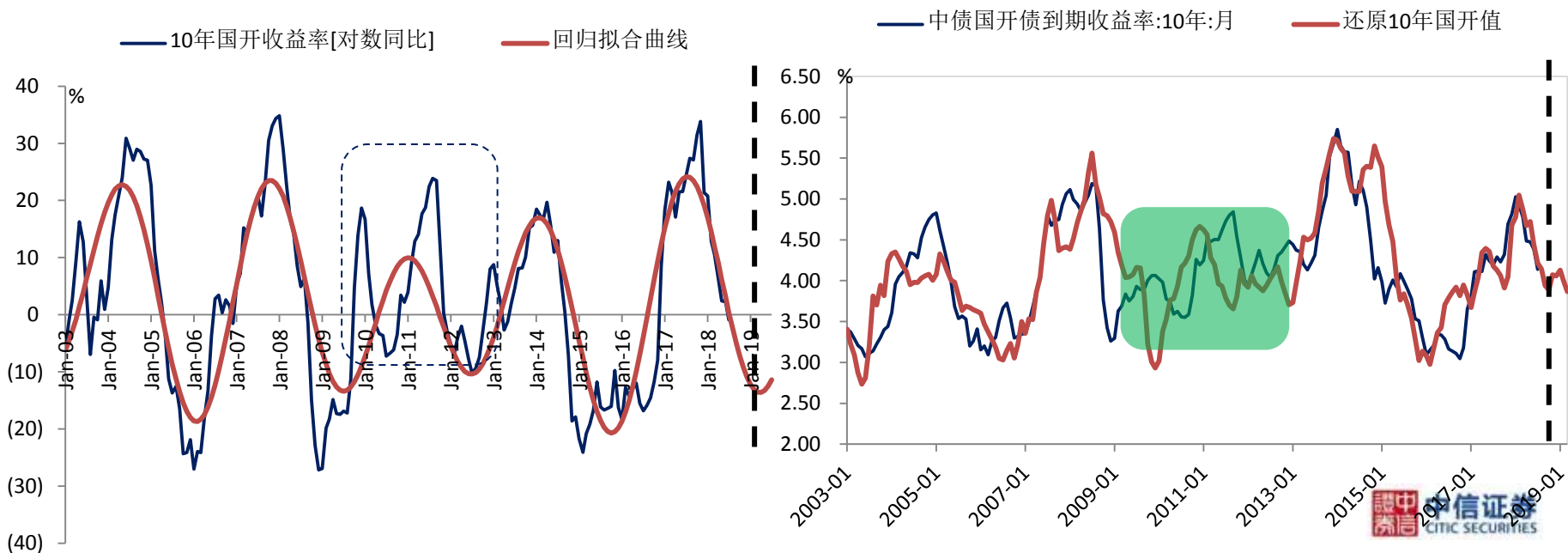


三周期叠加模型-资产表现存在普遍、持续的长中短周期因素，提取周期因子预测

数量研究发现，国内外大多数的经济和资产价格指标都存在着持续、近似的周期因素，周期长度在40个月、100个月和200个月附近。对着经济研究中的库存周期、产能周期和人口周期。

就中国的股债市场而言，股票的短中长周期长度分别为42个月、95个月和200个月，债券是39个月周期最为典型。按提取周期特征并叠加的方式，10年期国开的预测值和实际值如下图所示。按照模型预测，10年期国开收益率同比在今年年底见底，还原到10年期国开债绝对值的话，2018年11月见底，底部月均值3.88，之后是震荡走势，反弹不明显，2019年一季度仍能持续在3.9-4附近。

2018.11，见底，3.88；
但是震荡走势，2019年一季度仍在3.9-4附近

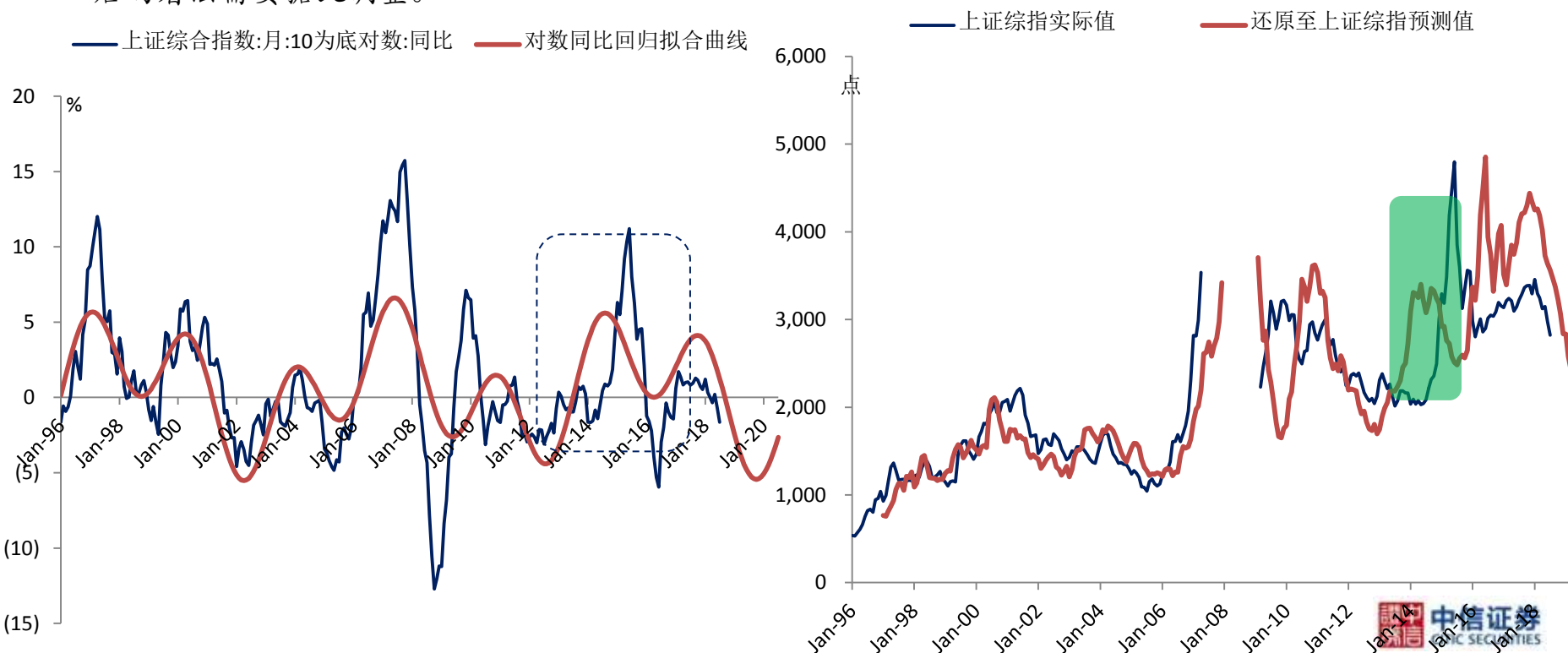


结论：下半年方向延续，但债、股市大部分涨跌幅已经走完，切换可能出现在年底至明年初

就中国的股债市场而言，股票的短中长周期长度分别为42个月、95个月和200个月，采用傅里叶变换的技术手段提取周期表现，并按既定规则加总得到对股票市场表现如下。

模型显示：上证综指的对数同比预计在2019年的年中开始见底，而基于目前可有的数据，尚看不到指数绝对值回升的迹象。

股、债都曾经有过预测失真的周期，股票出现在2014-2015年的牛市，与当年的杠杆牛有关；债券出现在2010-2011年，与四万亿救市有关，都是强力政策改变了周期特征的体现。我们力图依据宏观基本面的研究判断是否存在扭转周期的力量，以尽量避免失真。本轮的政策力量目前尚不足以扭转，2019年之后的看法需要据此调整。



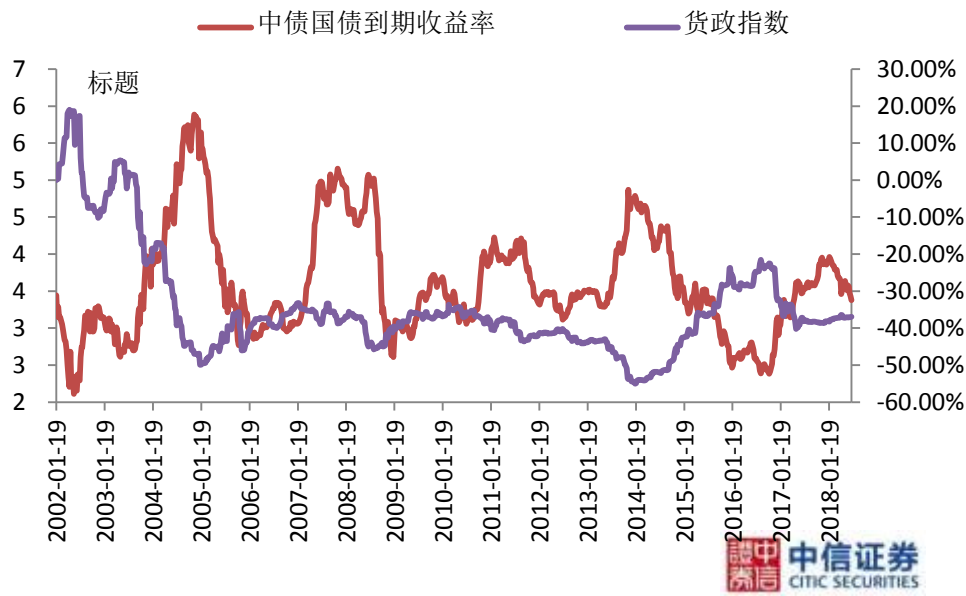
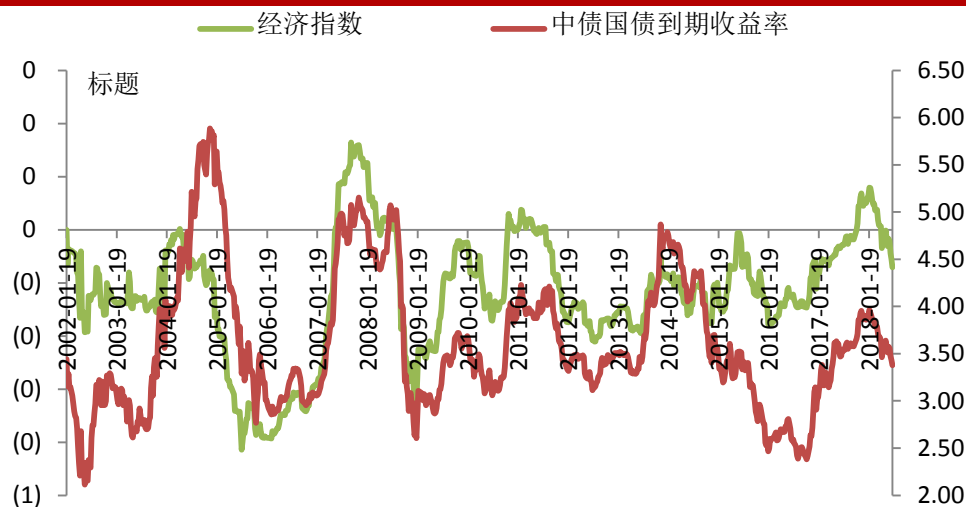
基于高盛因子拆分的股债预测模型：以股债表现，拆分出经济和货币因子，以前瞻指标预测

一、经济增长对股债是反向作用，流动性对股债是同向作用。据此，根据股债表现制作经济增长（名义）指数和流动性指数。

二、选择前瞻性指标构建上述经济增长指数和流动性指数

三、依据前瞻性指标向后预测经济增长指数和流动性指数的表现，据此对股债市场做出判断和战术性调整建议。

以债市与因子关系拟合效果展示如下：



基于高盛因子拆分的预测模型显示：债券收益率和股指均还有小幅回落空间

高盛的拆分因子（货币政策因子和经济因子）的预测及其还原到对10年期国债和沪深300指数的预测结果显示如下，该模型指示至年底，股指和债券收益率均还有小幅回落空间，但相比上半年的涨跌幅大大不如。（如以上证综指代替沪深300为预测标的，显示目前点位已跌至年底目标位）这一结果与周期叠加模型的指示也比较类似。

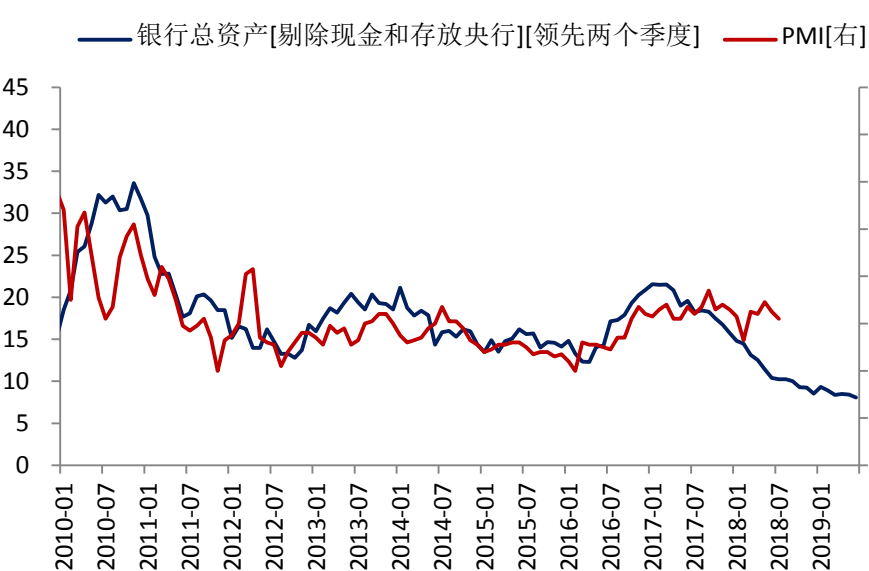
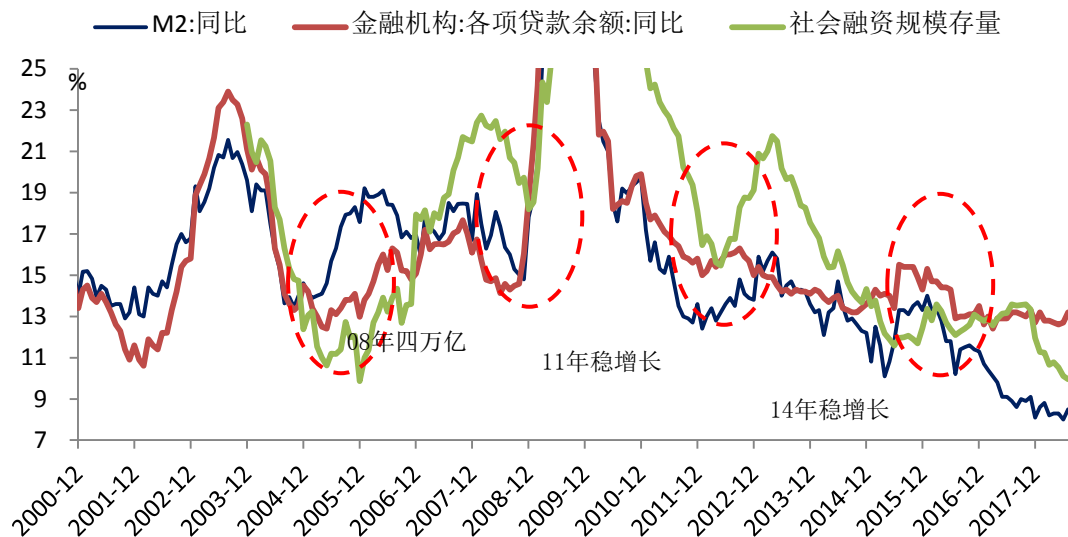
货政因子	-0.378	预测指标	领先滞后期数	预测值							
		C									
		CPI	Lag5	1.80							
		SHIBor	T0	3.60							
		M1-M2	Lag1	-3.00							
经济因子	-0.089										
		融资	Lag 6	9.50							
		PPI	T0	3.80							
		粗钢产量	T0	4.00							
		人民币有效汇率	Lag 10	7.00							
10年期国债（2012年至今时间区间）					3.41	沪深300（2005年至今事件区间）					3158.83
C	1.29	0.03	46.53	0.00	C	5810.65	93.80	61.95	0.00		
经济因子	3.28	0.08	38.62	0.00	经济因子	6910.95	122.98	56.20	0.00		
货政因子	-6.37	0.07	-95.02	0.00	货政因子	5390.83	236.87	22.76	0.00		
R-squared	0.97	Mean dependent var			3.48	R-squared	0.85	Mean dependent var			2864.30
Adjusted R	0.97	S.D. dependent var			0.56	Adjusted R	0.85	S.D. dependent var			1024.75

目录

- 多策略和利率模型的定价结论
- 短期焦点：外部压力下，宽信用的路径和效果
- 处于长期关键节点，能否走向产能切换决定潜在增长率中枢
- 信用扩张体系重构：短期摩擦传导不畅，并资产定价的系统性改变（回归）

短期焦点：外部压力下，宽信用、稳增长、补（基建）短板的实现路径和效果

宽信用以融资回升为标志，
融资常常领先与经济变化。
08年四万亿、2011年、2014年
三轮政策稳增长政策我们都
看到融资回升继而经济回升
的顺序。



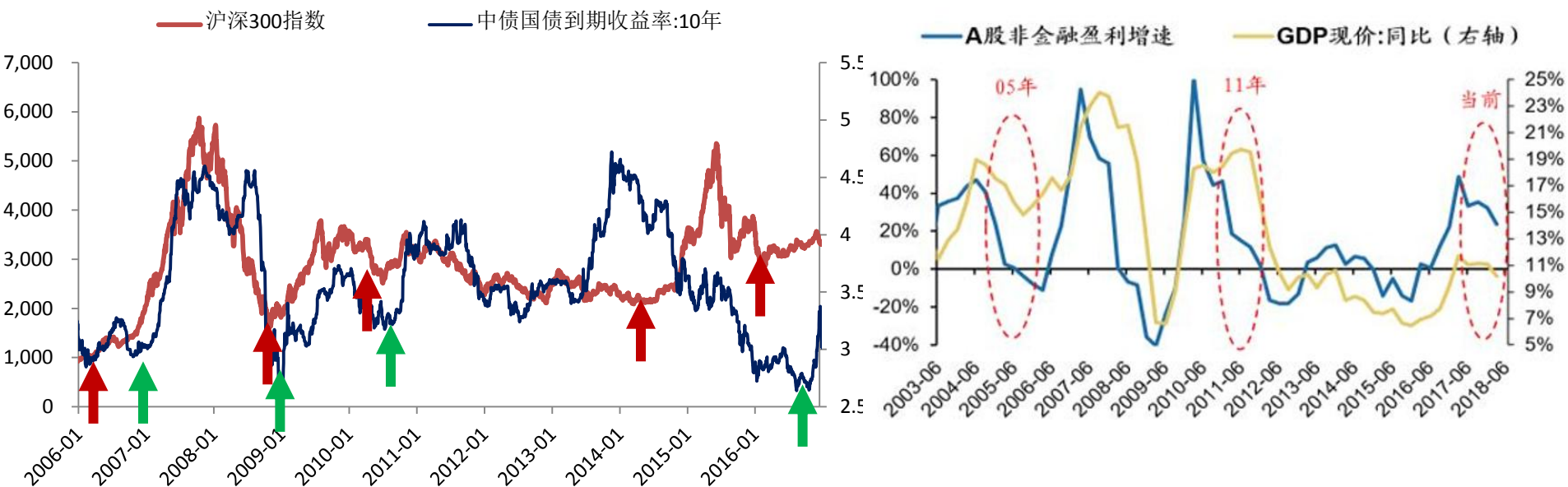
从紧信用到宽信用的历史回溯：每次都担心政策失灵，但或企稳或反弹都见效了

		触发政策从紧到松的事件	货币政策调整		财政政策调整		融资回升 (M2、信贷、社融)	经济反弹 (PMI、工业增加值)	
2008年	“四万亿”政策	海外金融危机、国内出口跳水	2008.9, 降准降息		2008.10, 国常会-需要有力对冲经济下行压力	1个月 →	2008.11月, 迅速拉升	2008.11, 迅速拉升	
	资产价格表现			利率债转牛 (2008.8)		信用债趋势回落 (2008.9收益率小反弹, 10月开始趋势回落)			融资-经济-股市几乎同步V字形反转
2011-2012年	滞胀周期后稳增长政策	2011.6-7月, 云投集团和滇公路事件, 城投抛售, 2011.8通胀见拐点,	2011年二季度货政报告将稳增长作为重点		2011.12月政治局工作会议	2个月 →	2012年初, 融资筑底, 但几乎无反弹	2012年三季度增长企稳, 也未见明显反弹	
	资产价格表现			利率债转牛 (2011.9)		2011.11-12月信用债利率趋势回落, 好于利率债, 此前大跌的城投表现最好	2012年初, 融资回升出发利率债调整, 国开50bp, 国债15bp		股市结束快熊, 震荡慢熊 (2600-2200)
2014年	宽信用、稳增长政策	囤堵“非标”, 年初融资快速下滑, 超日为代表的民企债违约	2014.1, 设立SLF, 锚定利率走廊上限; 3月结构性降准		2014.04 国常会-稳增长, 铁路建设和棚改货币化	3个月 →	7-9月小反弹, 不持续	2015年初, 小反弹; 之后政策效果减弱通缩加深, 真正筑底直到2015年底	
	资产价格表现			利率债转牛 (2014.1)		信用债趋势回落且之后表现好于利率债, 最好的是此前大跌的高收益民企	利率债一波调整 (国开50bp), 信用债调整幅度显著小	利率重回下行通道	2014年-2015年中, 股市出现一轮杠杆牛

债市历史回溯：四轮牛转熊的特征总结及牛市回调

	方向	基本面	货币政策	经济底到货币政策底	货币政策底到利率底
2005年10月	牛市回调	走强，预期信贷高，市场有加息预期	2015年11月央票发行利率连续上行		
2006年10月	牛转熊	CPI走高	11月央行意外提准50BP； 央票发行利率走高	3-4个月	2-3个月
2008年4月至7月	牛市回调	5月CPI预期上行，利率开始，上调油价电价，通胀预期加速	连续提准		
2009年1月	牛转熊	PMI回升，用电量同比回升，M2和信贷回升，工业增加值回升	4万亿刺激效果开始体现	零	零
2010年10月	牛转熊	总理“平稳较快发展”表述，8月宏观数据超预期，通胀和加息预期增强	10月意外加息	3-4个月	零
2011年6月至8月	牛市回调	CPI破6%，通胀预期提升，外汇占款减少，城投债务危机	资金紧张，保证金需缴准		
2012年2月至5月	牛市回调	信贷超预期、PMI、CPI超预期，经济改善的预期较强			
2012年7月	牛转熊	经济仍下行，宽松政策却没继续；投资数据企稳，9月经济改善得到确认	降准降息的预期落空；7月19日OMO加息5BP		
2013年6月	牛转熊	后续基本面仍然较为强劲	治理同业而收紧货币政策，引发去杠杆	-	2个月
2014年6月至7月	牛市回调	信贷、工业增加值、投资数据超预期			
2014年12月	牛市回调	中证登事件冲击			
2016年10月	牛转熊	人民币贬值，美债利率上涨；CPI连续上行，10月份突破2，PPI9月转正，发电耗煤量创4年新高；经济预期企稳	6月重启1年MLF并加息25BP,8月份重启14D逆回购，9月份28天逆回购，货币政策收紧	6个月	3-4个月

股市历史回溯：四轮熊转牛的特征总结及熊市反弹



05年：政策底-估值底-股市底-经济底-盈利的底=债市顶

08年：政策底-估值底、股价低同步-盈利的底、经济底同步-债市顶

14年：货币政策底-债市底-宽信用-股市底（本轮盈利、经济未起）-未有债市顶

16年：政策底-盈利的底、基本面底同步-估值底、股市底-债市顶（两个季度后）

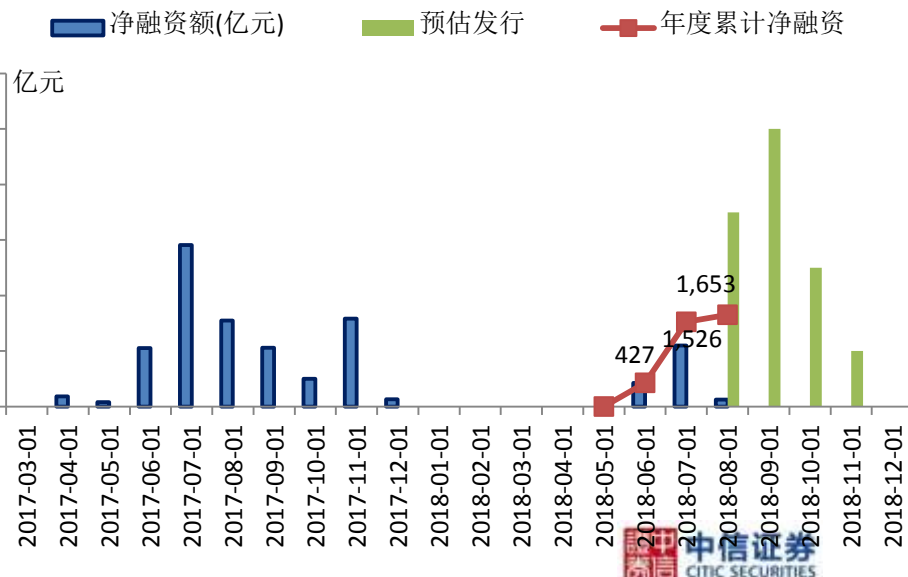
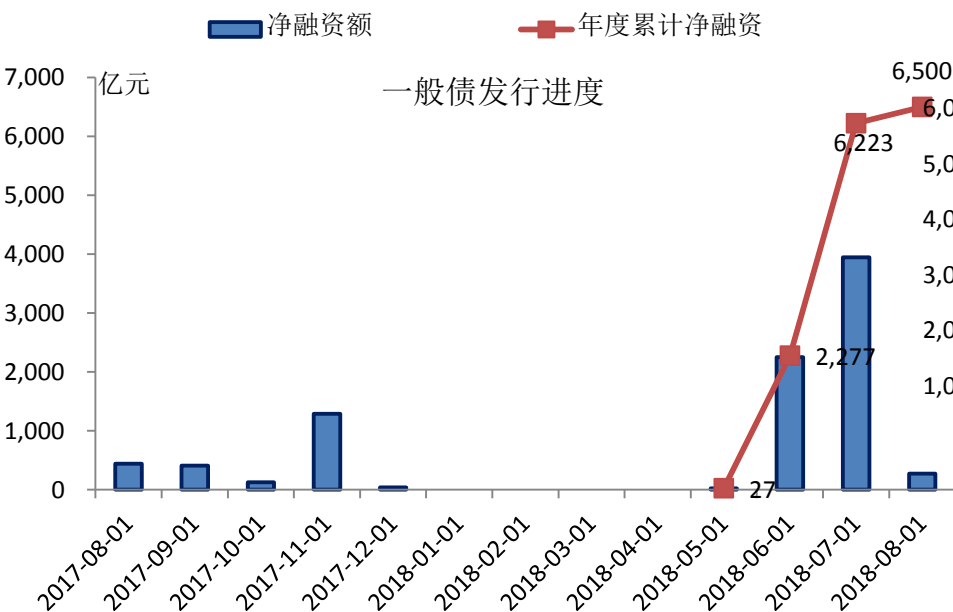
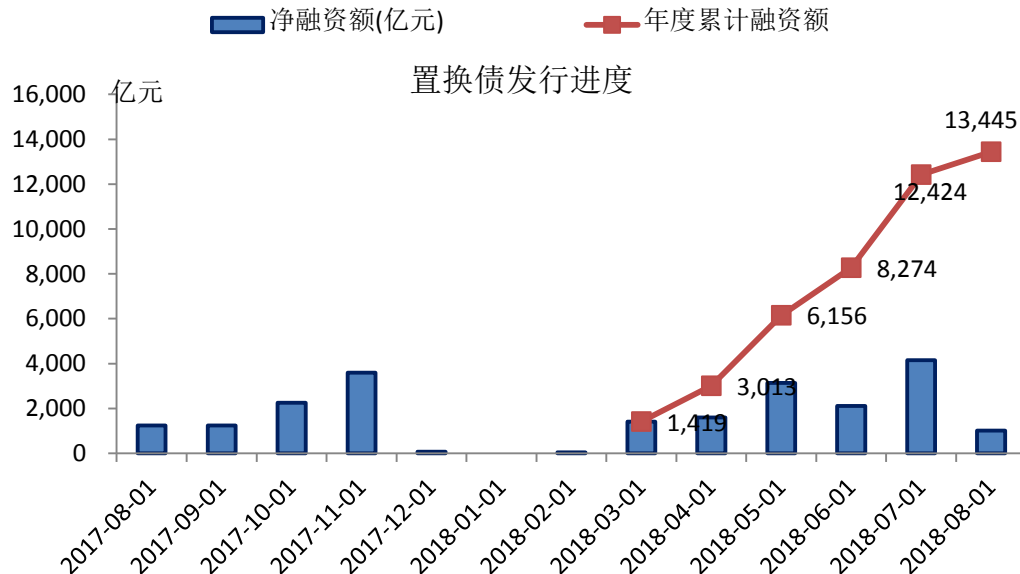
以上四波熊转牛开比较大的牛市，见拐点之后也都有盈利或估值提升（收益率下降）的强烈支撑，比如05年、08、16年盈利和基本面向好持续了一段时间，14年有持续的利率水平回落。

本轮基于名义GDP增速下行的判断，可能很难看到基本面的支撑，短期如果股债基于风险偏好有切换的话可能也不支持一波大的涨幅。但如果坚持到年末切换，出现后继基本面筑底回升，则有望牛市延续的比较长

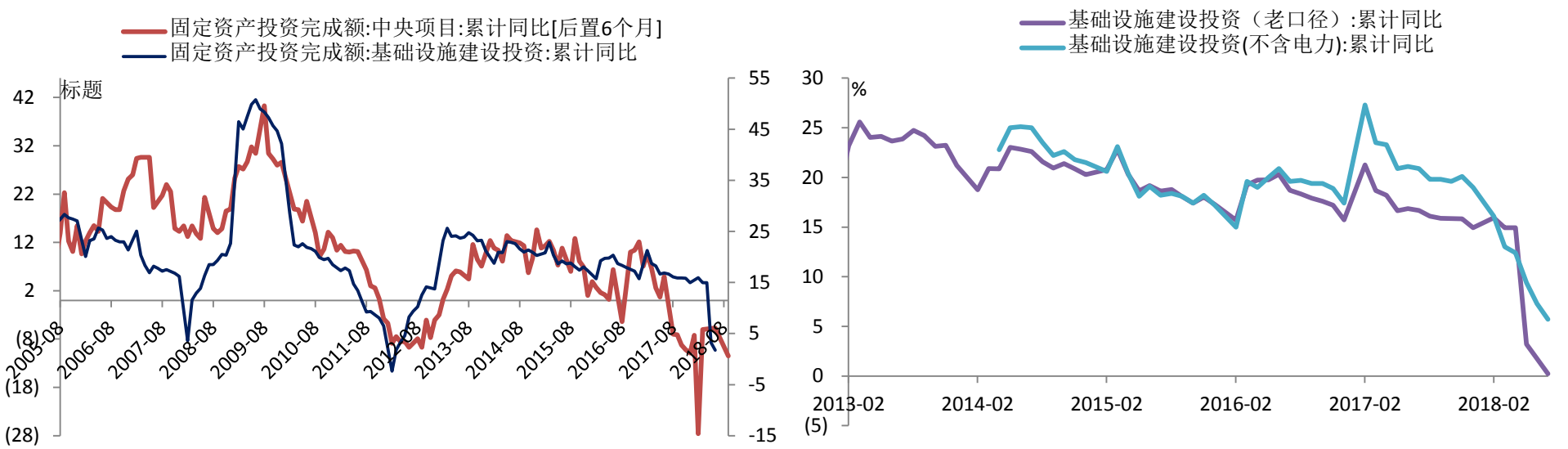
地产高压下，宽信用路径更依赖制造业和基建； 财政实力梳理：年内置换任务基本完成，一般债进度正常，专项债发行严重滞后

置换债年内已发行1.35万亿，剩余3000亿待置换。一般债发行6500亿，剩余1500亿，发行进度基本正常。专项债发行严重滞后，净融资仅1650亿，剩余1.2万亿。地方在和专项债年内还需要净融资1.36万亿，剔除需要做置换额3000亿左右，还有1万亿的新增额度。

一般债可以用于一般预算支出（减税减费等），专项债可以用于项目股本金，可以撬动至少3万亿的资金，这是后续财政发力的重要基础。



上半年地方专项债发行过慢，可能是影响基建地方项目进度、导致基建断崖下跌的一个重要原因。近期财政部提速发行，可能推动基建投资筑底和社融增速筑底

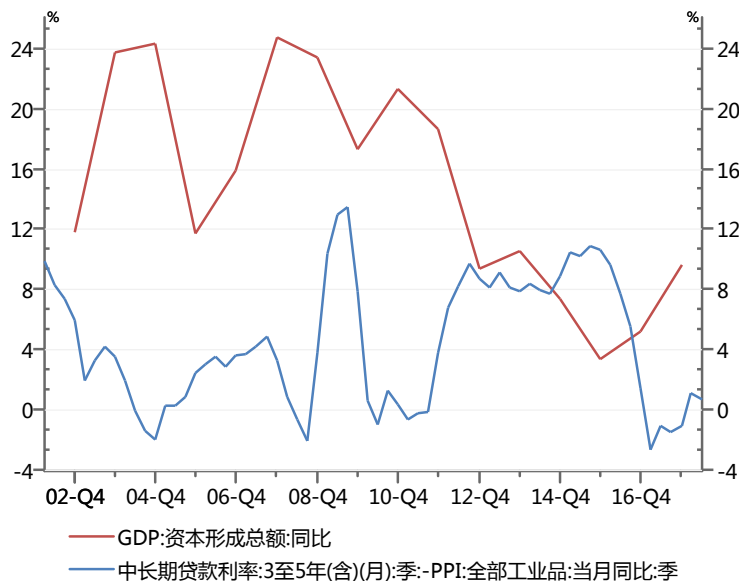


专项债作为股本金可以撬动贷款，推动融资筑底。如果更多的用以偿还存量项目的换，会改善城投平台流动性，仍能改善融资，只是对经济的拉动滞后时间更长，幅度更低。

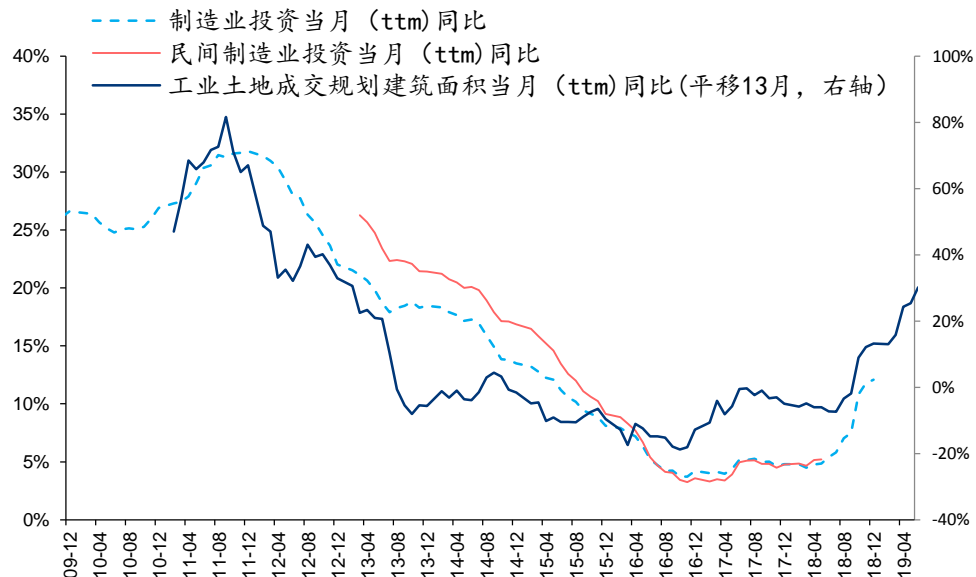
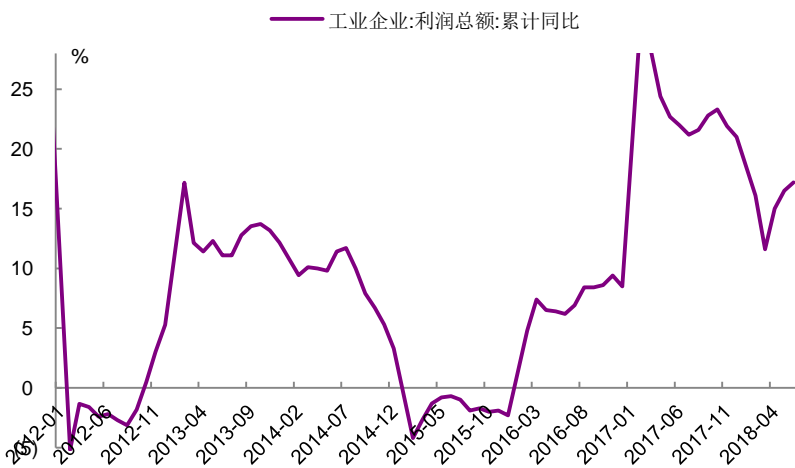
在专项债配套贷款的推动下，中性假设后续每月新增社融1.5万亿，社融增速讲在10月筑底，年内稳定，至明年中反弹0.5个百分点。如果按照乐观预计，则社融增速反弹明显。

	社融增速预估（老口径下）	
	乐观预期（每月新增1.8万亿）	中性预期（每月新增1.5万亿）
2018-1-31	11.3%	11.3%
2018-2-28	11.2%	11.2%
2018-3-31	10.5%	10.5%
2018-4-30	10.5%	10.5%
2018-5-31	10.3%	10.3%
2018-6-30	9.8%	9.8%
2018-7-31	9.8%	9.8%
2018-8-31	10.0%	9.7%
2018-9-30	10.0%	9.4%
2018-10-31	10.6%	9.7%
2018-11-30	10.8%	9.7%
2018-12-31	11.3%	9.9%
2019-1-31	11.1%	9.7%
2019-2-28	11.5%	9.9%
2019-3-31	11.9%	10.0%
2019-4-30	12.1%	9.9%
2019-5-31	12.7%	10.3%
2019-6-30	13.1%	10.4%

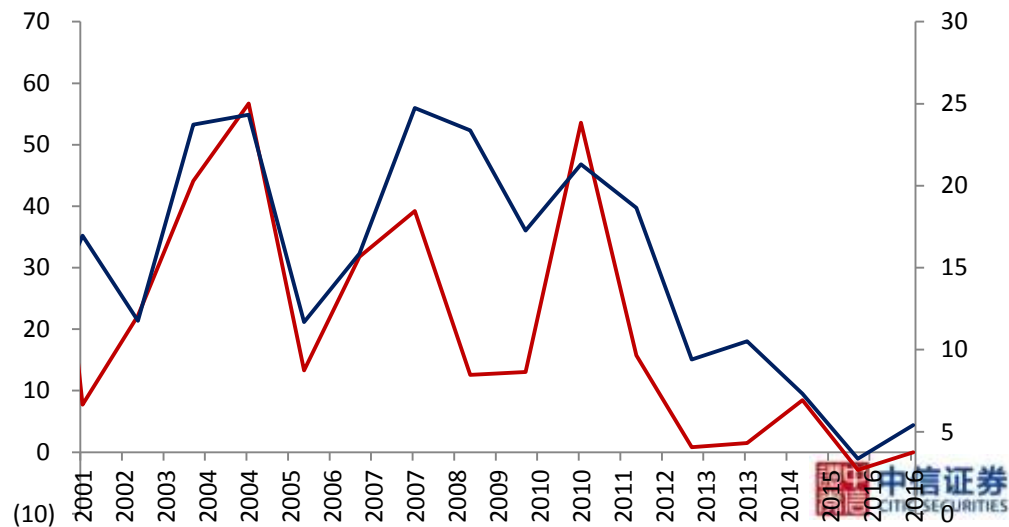
制造业的内生动力在于：盈利结构分化、实际融资水平低位、工业购地增长，需要融资环境缓和以及盈利的持续性



数据来源：Wind



— 利润总额:全部国有及规模以上非国有工业企业总计:同比
— GDP:资本形成总额:同比

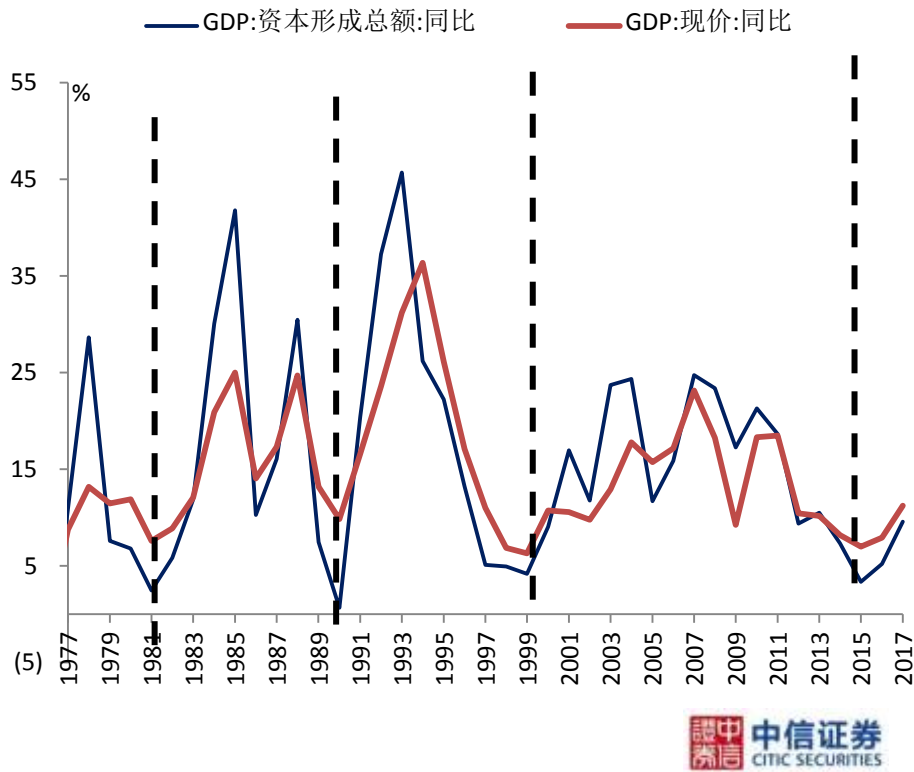
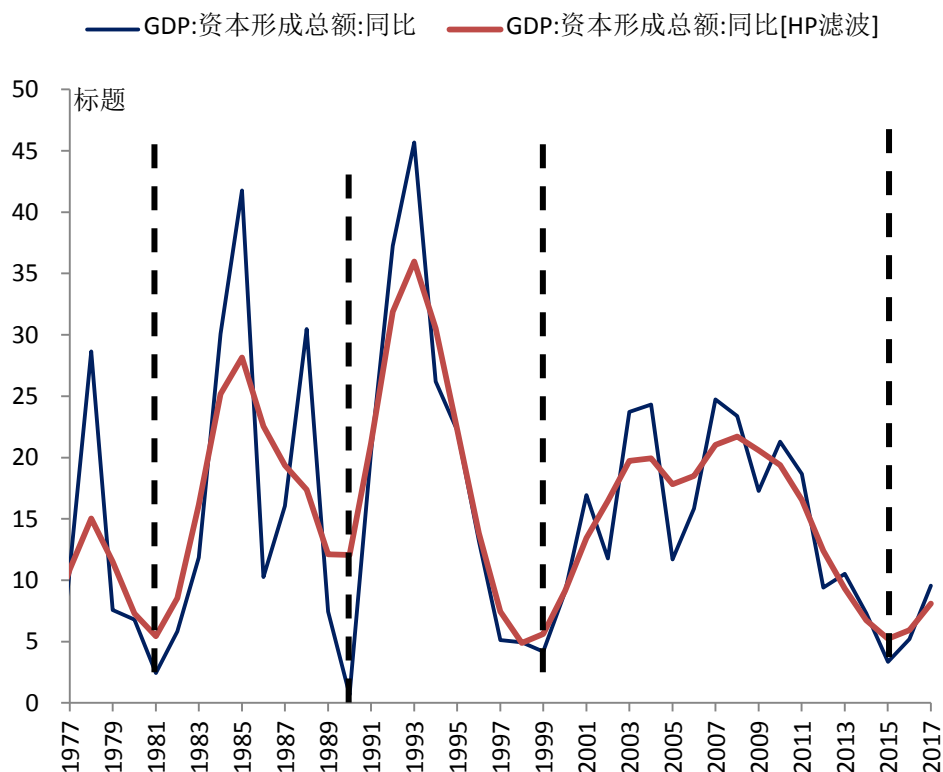


目录

- 多策略和利率模型的定价结论
- 短期焦点：外部压力下，宽信用的路径和效果
- 处于长期关键节点，能否走向产能切换决定潜在增长率中枢
- 信用扩张体系重构：短期摩擦传导不畅，并资产定价的系统性改变（回归）

短期拖底之外，目前更处于长周期上的关键节点——78年开始，投资驱动的周期已经历三轮

拉长周期看，中国从1978年算起，共经历了三轮资本支出周期，1979-1990,1990-1999，以及2000年以后。其中前两轮周期历时10年左右，后一轮明显投资扩张和收缩的时间都更长，这也是重工业周期区别于轻工业的特点。另外几个特点是：1.前两轮周期的高、低点差异更大，也即波动更大；2.第三轮中，资本形成的增速明显下台阶；3.第三轮中资本形成对于经济的重要性明显下降。

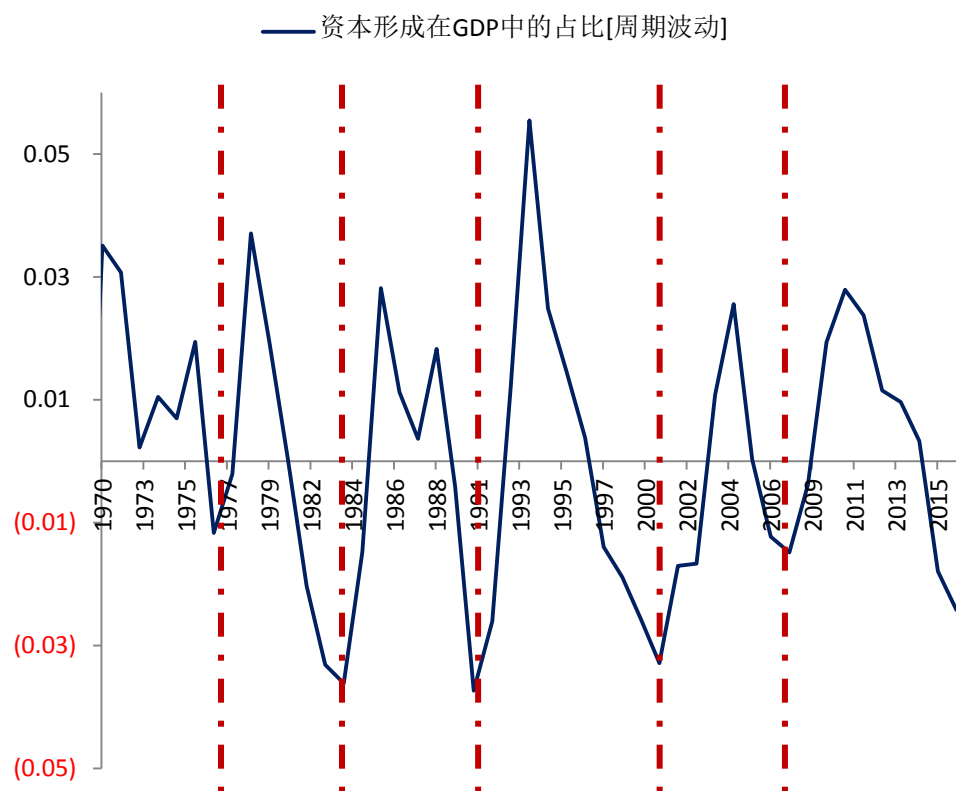
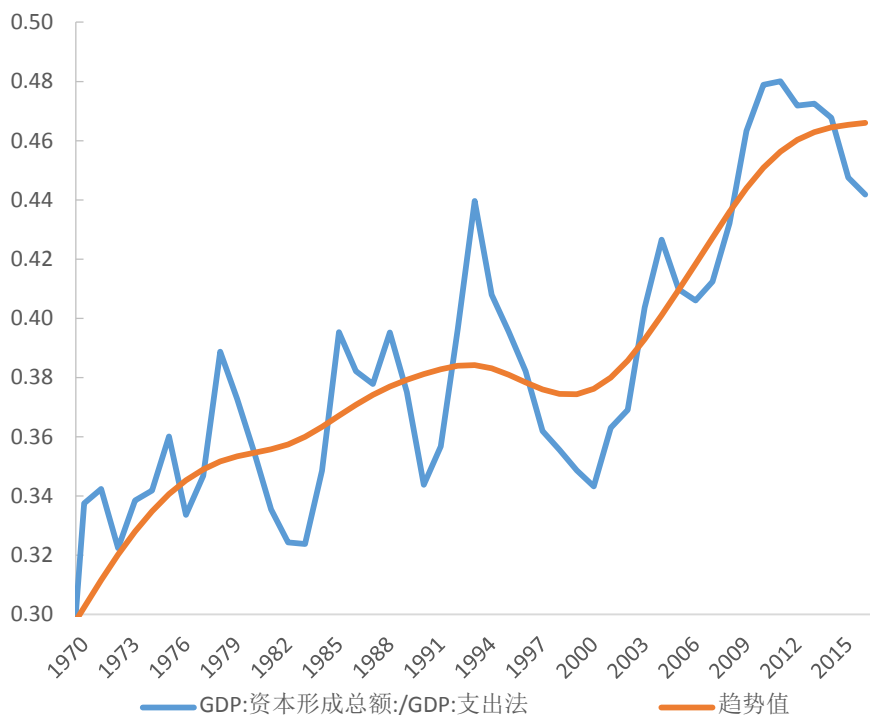


研究中也经常用投资占GDP比来代表投资周期，周期长度大概在7-10年

研究中为了降低经济总量波动对投资周期的划分，也会使用资本形成总额占GDP比重来代表投资周期，这一做法可能更为科学。

中国的资本形成占GDP比重存在趋势向上的特征，剔除趋势之后，周期特征显著——以7-10年为一个周期，这一轮周期的低点在2008年，以此估算，目前也处于周期见底的阶段。

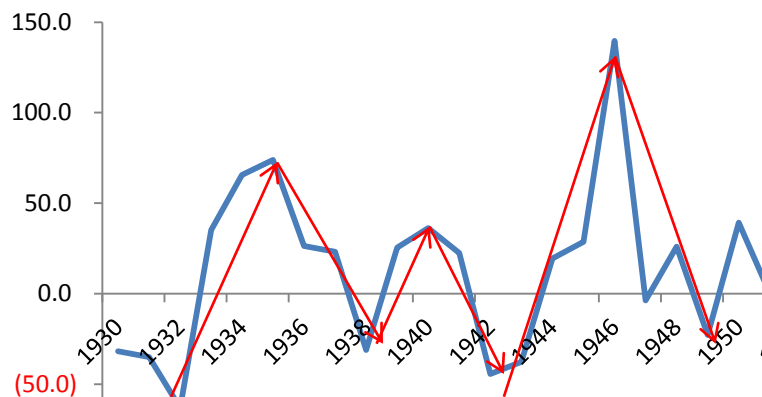
共同的结论是：投资周期已经见底。



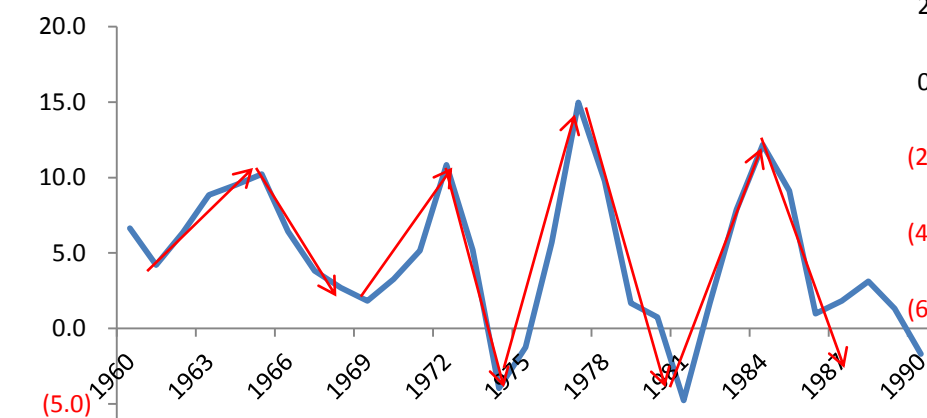
虽然没有一个明确的理论，但在美日的历史规律上投产能时间近似等于去产能时间

美、日的产能投资周期中，加产能和去产能时间区间近似相等。

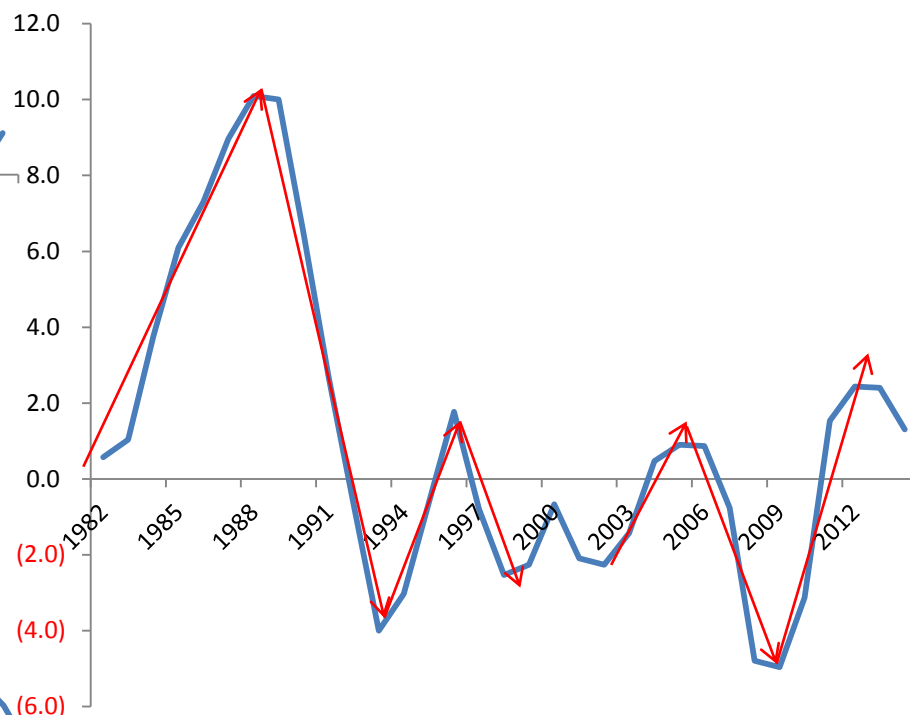
— 美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:同比



— 美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:同比



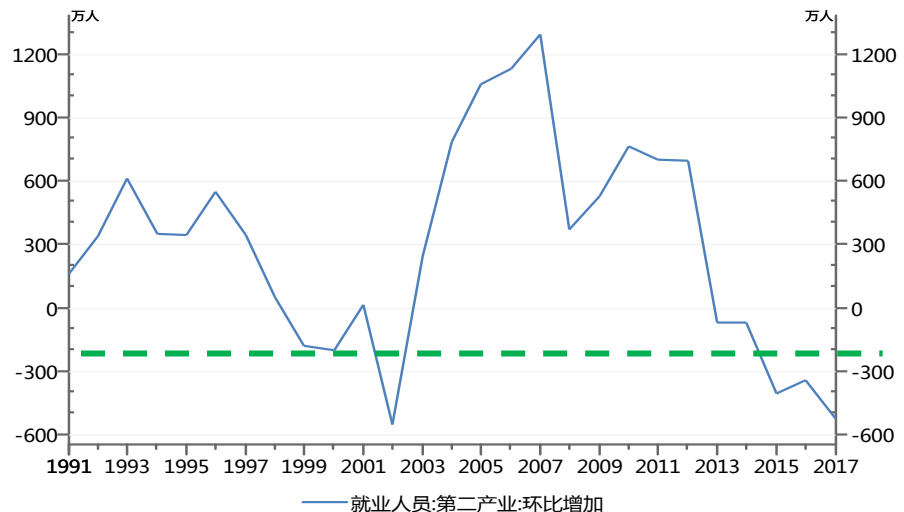
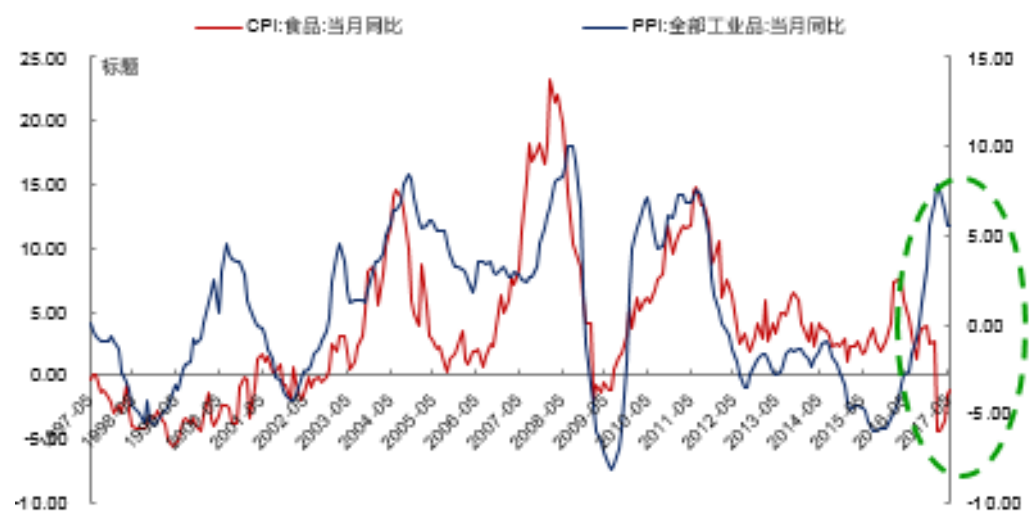
— 日本:GDP:2005价:固定资本形成总额:同比



除了时间推测之外，我们处于产能周期转折点的其他证据——众多短周期规律的失效

- CPI食品项与PPI走反，工业领域的去产能已经进行，但消费能力还在下降。
- 工业部门已经不因为一时的工业品涨价积极补库存，库存周期的规律失效。
- 第二产业就业人口大幅净减少。（从旧产业失业而没有技术升级进入新产业的结构性失业）

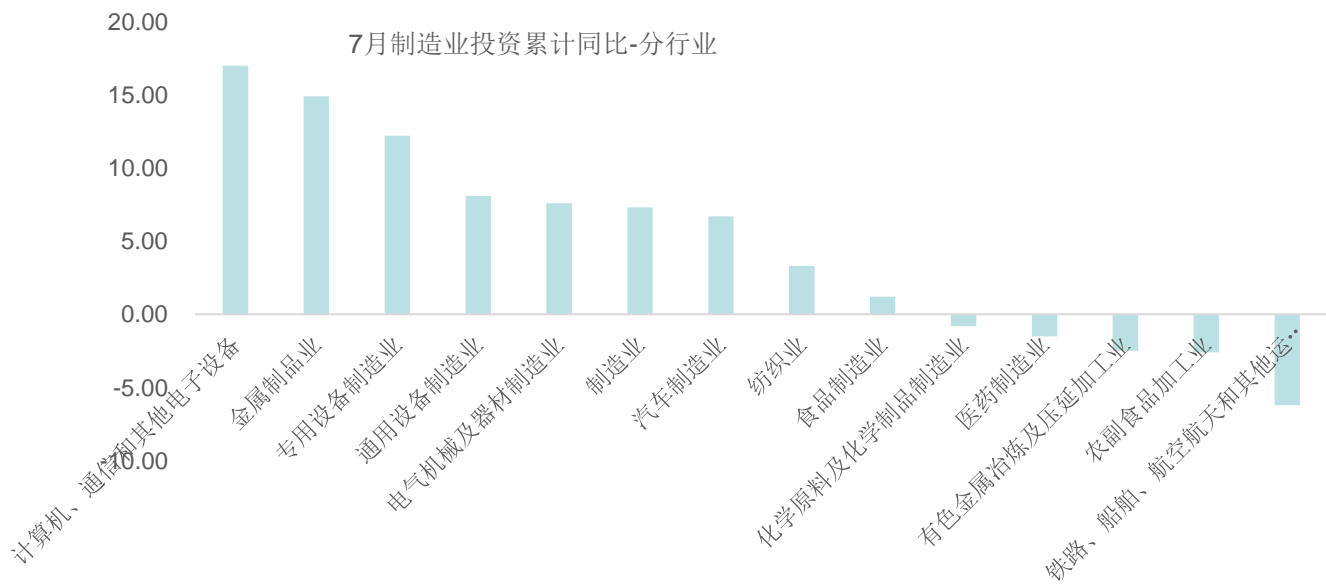
以上特征都体现出前一个产能周期已经失去动能的特征。



数据来源: Wind
CITIC SECURITIES

去年某些产业出现了自发的投资周期，但今年被打断

某些行业出现自发的投资周期的现象



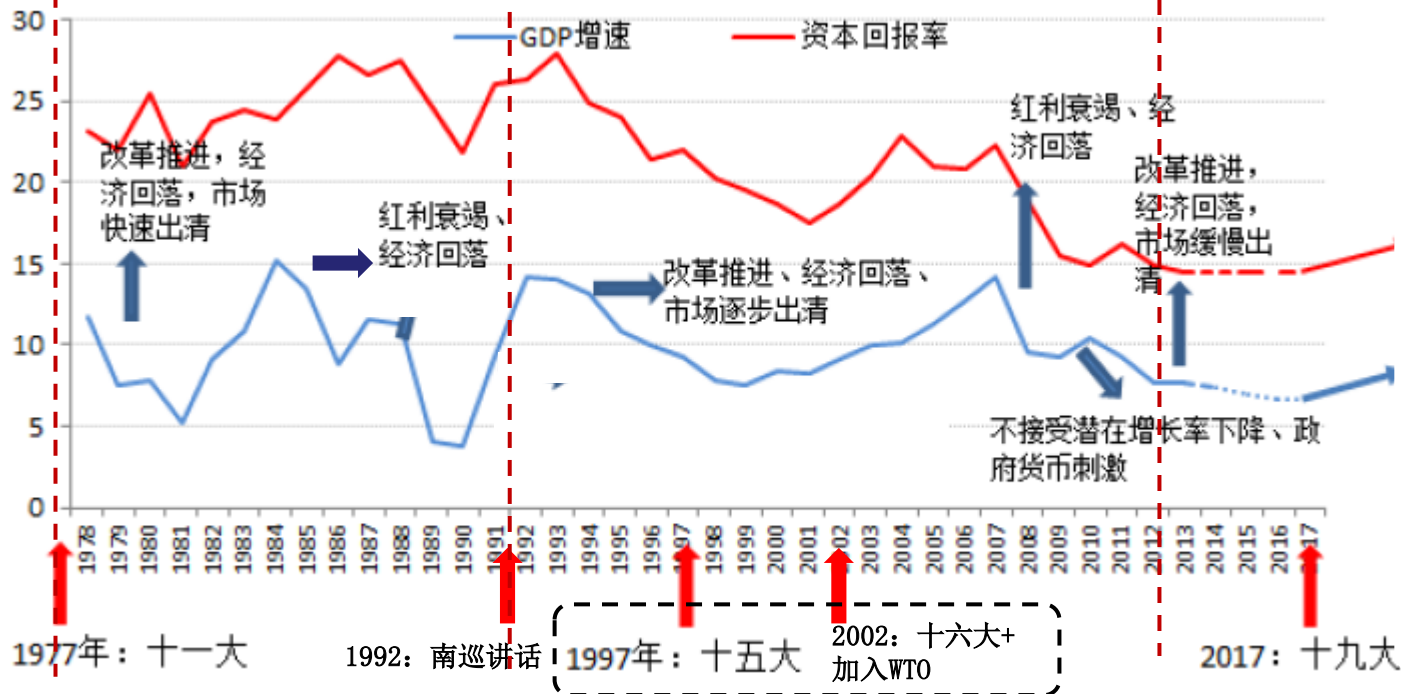
	盈利增长	盈利下降
投资增长	家具制造业 计算机、通信和其他电子设备制造业 仪器仪表制造业 专用设备制造业 通用设备制造业	金属制品、机械和设备修理业 汽车制造业 燃气生产和供应业 其他制造业
投资下降	水的生产和供应业 医药制造业 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 印刷业和记录媒介的复制 酒、饮料和精制茶制造业 电气机械及器材制造业 纺织服装业	农副食品加工业 橡胶和塑料制品业 食品制造业 电力、热力的生产和供应业

在中国产能周期切换显著的受到政治周期的影响

从制度安排改革的角度去分析，1978年改革开放以来，以经济体制改革为背景来计算经济周期，中国就经历了整整两个完整的经济周期：第一轮改革经济周期起始于1978年改革开放政策的出台，结束于1992年新一轮改革启动；第二轮改革经济周期是1992年中国政府开始启动新一轮改革，到2013年新一轮改革酝酿。

1978年和1992年启动改制后，经济都经历了一个出清的过程。在市场出清之后，第一轮改革经济周期是1982年开始出现经济复苏，是改革之后第四年开始，第二轮改革经济周期是1999年开始出现经济复苏，是改革之后第七年。经济复苏之后，第一轮改革经济周期是在1984年开始出现改革红利的释放，经济步入高增长的繁荣期，第二轮改革经济周期则在2003年之后经济步入快速增长阶段，享受改革红利释放所带来的繁荣。

中国的改革周期和政治周期

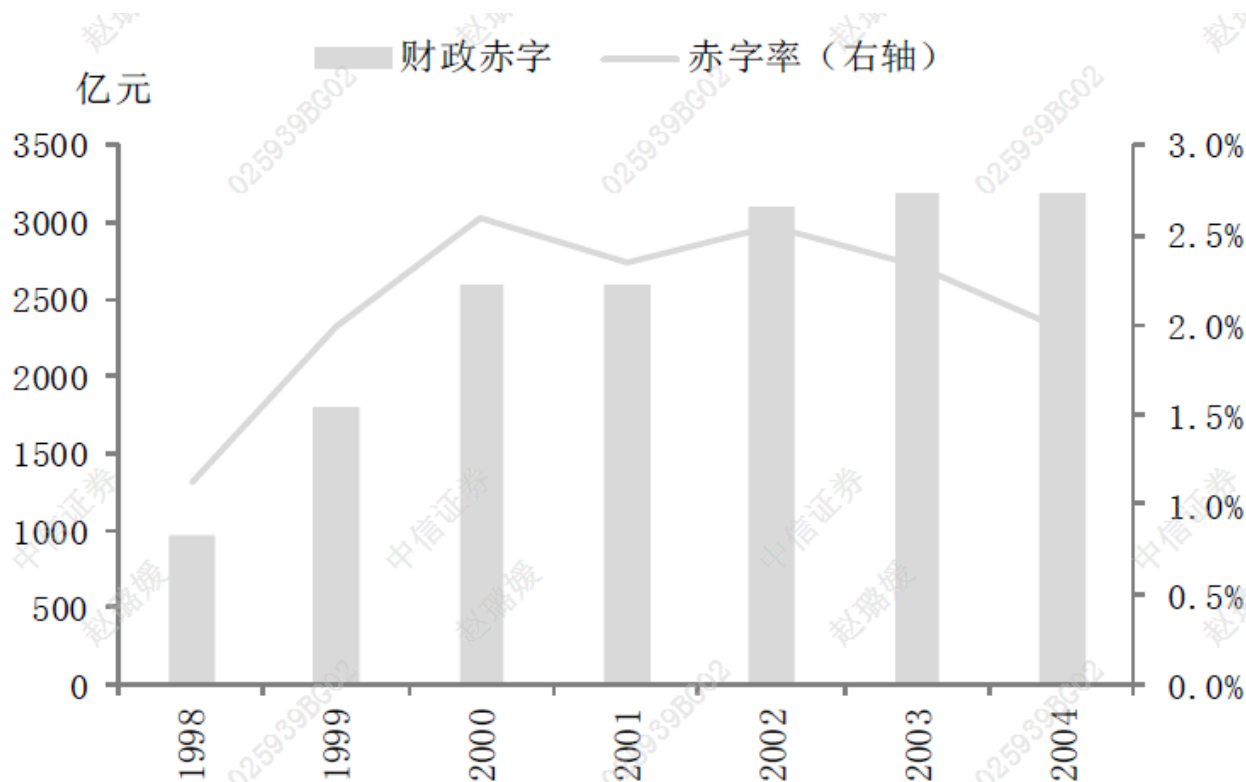


与98-2002年的产能切换周期相比，政策能做的还有很多：积极财政实现短期维稳与推动产业长期转型的结合

1998年，在内部产能过剩叠加外部金融危机，内外交困的情况下，在连续、密集地应用货币政策出台，但迟迟没有产生足够明显的政策效果，货币供应量增长率并没有止跌回升的情况下，1999年开始政府推出积极财政政策。

1999-2002年，积极财政扩大国债发行，赤字率从0.7%提升到2.5%。¹通过对特定行业的所得税大幅度减免（减半或更多），提高增加出口退税率，免征关税和进口环节增值税等与产业升级结合的税收政策。“债转股”去杠杆。设立产业基金推动技改等。

1999年积极财政之后的赤字变化情况



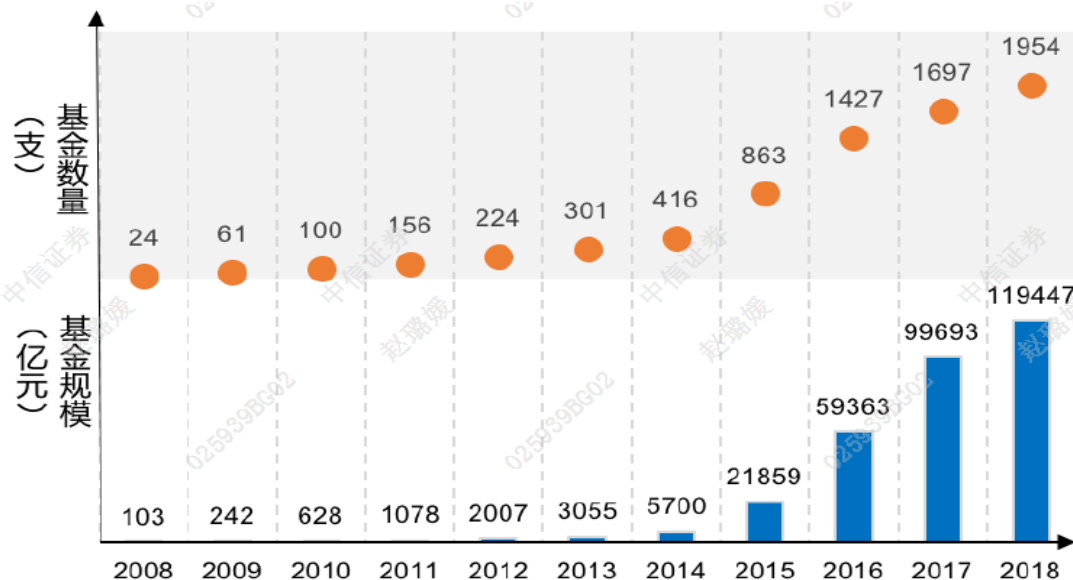
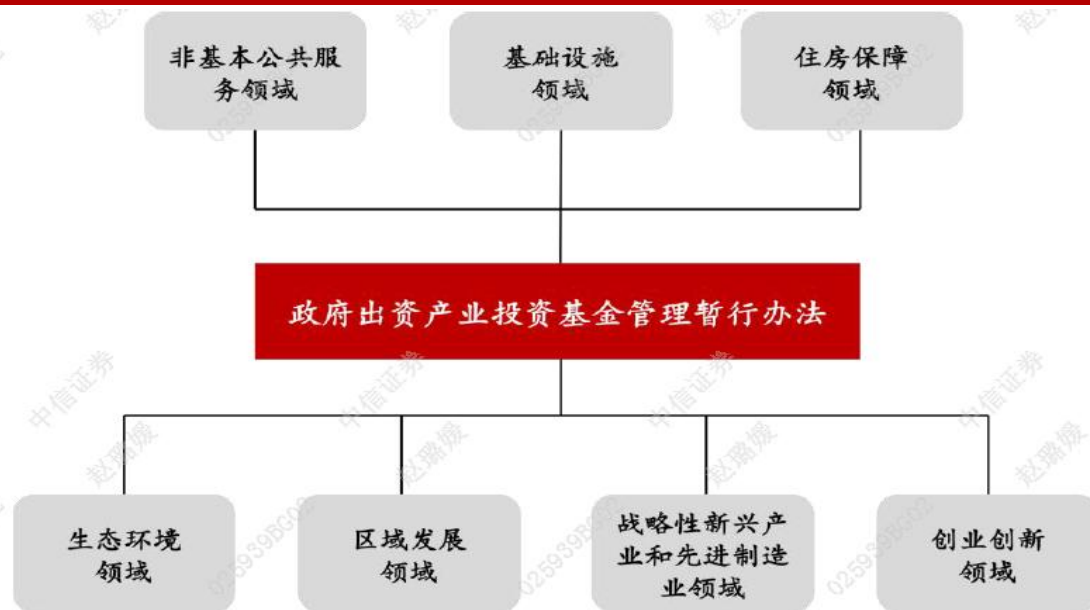
98-02年的积极财政措施：

注：98-01年的年均名义GDP不足10万亿，1000亿元就是名义GDP总量的1%。2017年的名义GDP是82万亿，1%是8200亿。

	国债发行	税收政策	民生、消费政策
98年	1000亿元10年期长期建设国债用于基建； 2700亿元长期特别国债，补充银行资本金。	提高多种产品的出口退税率（机电、轻工、纺织），对一般贸易出口收汇实行贴息办法；国家鼓励发展的国内投资项目，免征关税和进口环节增值税。取消收费项目20多项。	
99年	财政赤字规模上调为1797，较1998年度几乎翻一番。500亿长期国债用于基建；600亿长期国债用于固定资产投资，其中153亿元用于企业技技改，大约撬动1800亿元技改投资。	1月和7月两次提高出口退税率，综合退税率达15.51%；对符合条件的企业按现行税率实行减半征收，对符合国家产业政策的投资，按40%的比例抵免企业所得税。	540亿元用于提高民收入和保障，“三条保障线”水平提高30%；取消了部分收费和基金项目，降低收费标准，测算每年减轻企事业单位和居民负担140亿元。
00年	财政赤字规模为2598.2亿元，较上年增加44.69%。除了按预算安排发行1000亿长期国债用于增加基础设施建设和支持国有技术改造外，下半年还增发了500亿元国债，重点向中西部投资倾斜。	停征固定资产投资方向调节税；对高新技术产业“五免五减半”的所得税优惠；取消238项涉及交通和车辆收费项目，平均每年减轻企业和居民负担约145亿元。90亿元国债资金支持技改对符合条件的技改抵免企业所得税。	用于基本养老金补助和国有企业下岗职工基本生活保障补助分别比上年增长98.1%和50.1%；当年全国城市居民最低生活保障支出比上年增长50%
01年	1000亿元建设国债，用于前期在建项目的后续资金需要； 500亿元特种国债，支持西部	进一步加大对高新技术产业的投资力度，增加企业技改的贴息贷款。截至年底，由国债技术改造贴息资金安排的国有重点企业已开工技术改造项目已达781个，中央财政安排科技支出达373亿元。	社会保障性支出，总额高达982亿，是1998年水平的5倍有余。

本轮的积极财政：尚未看到赤字扩大，产业基金在加速

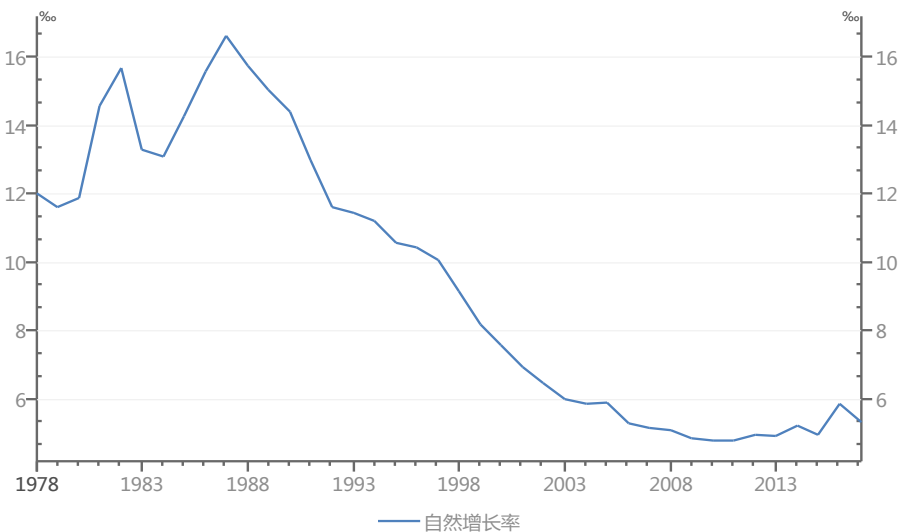
2015年以来，我国政府引导基金呈现井喷式发展，从东到西，自上而下，各级各地政府均投身于政府引导基金的建设中。发展的十年。截至2018年6月，国内共成立政府引导基金1954支，总规模达到11.95万亿元。其中2018新增政府引导基金156支，累计目标规模达到1.98万亿，增长态势维持高位。



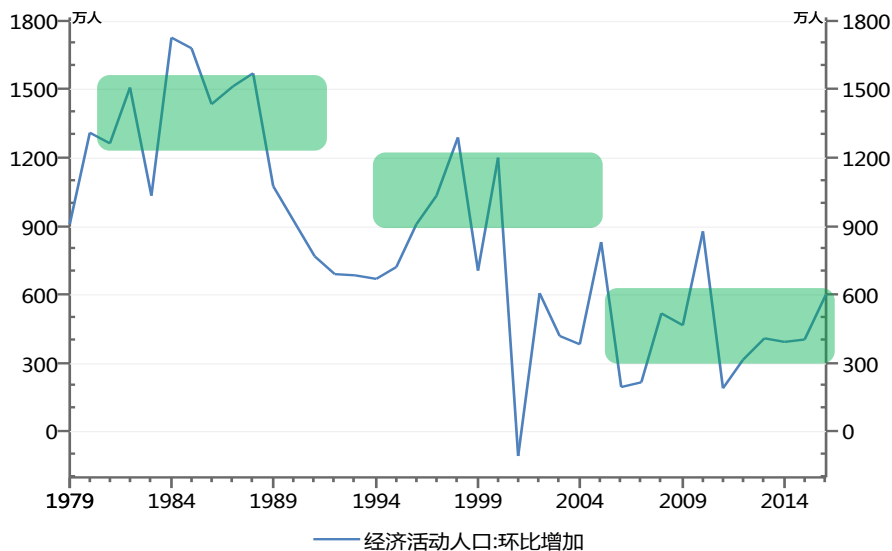
本轮额外面临的制约：人口结构不及当年、贸易战是否打压技术升级路径

与98年相比，本轮短期环境其实要好于当年（98年是金融危机叠加产能过剩，而本轮经过供给侧改革行业结构改善），也即短期稳增长的压力小于之前。

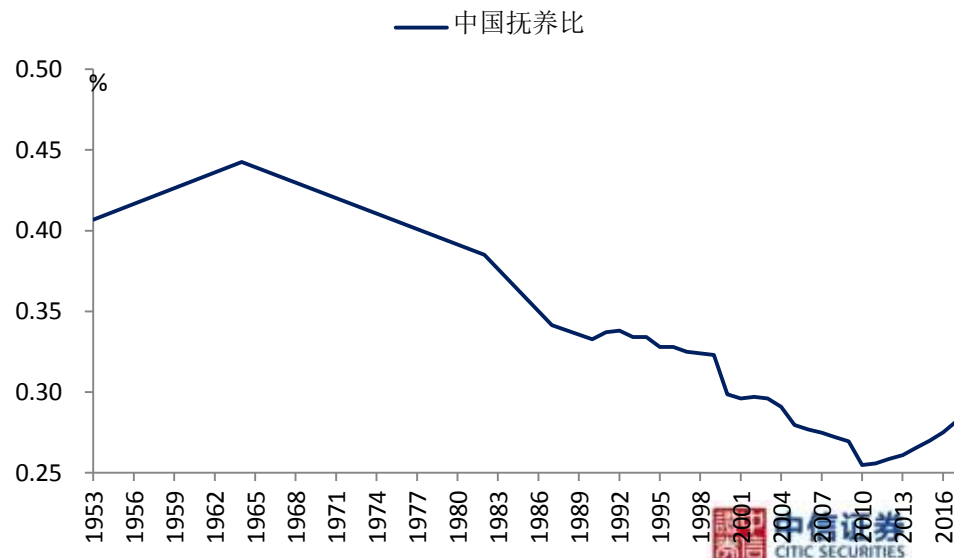
当面临额外的两个制约：1.人口结构变差：人口自然增长率大幅回落，新增劳动力数量下台阶，以及人口抚养比回升。这表明在更长的人口周期上，面临向下的压力。2.贸易战是否打击技术升级的路径。从这个意义上，贸易战除了短期的出口影响之外，更重要可能是影响转型，影响对长期潜在增长率的想法。



数据来源：Wind



数据来源：Wind



中信证券
CITIC SECURITIES

目录

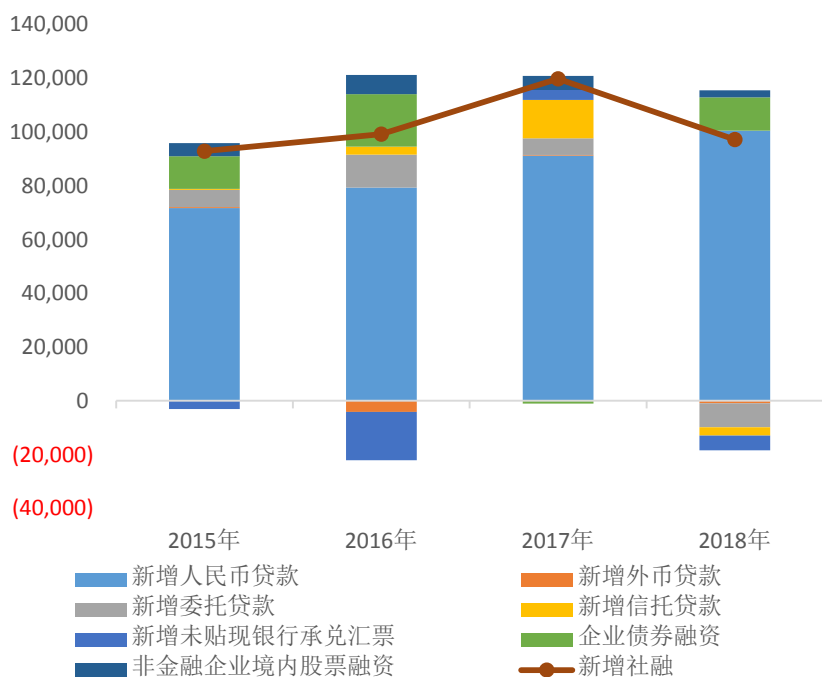
- 多策略和利率模型的定价结论
- 短期焦点：外部压力下，宽信用的路径和效果
- 处于长期关键节点，能否走向产能切换决定潜在增长率中枢
- 信用扩张体系重构：短期摩擦传导不畅，并资产定价的系统性改变（回归）

信用体系重构：表外融资负增长，社融快速下滑

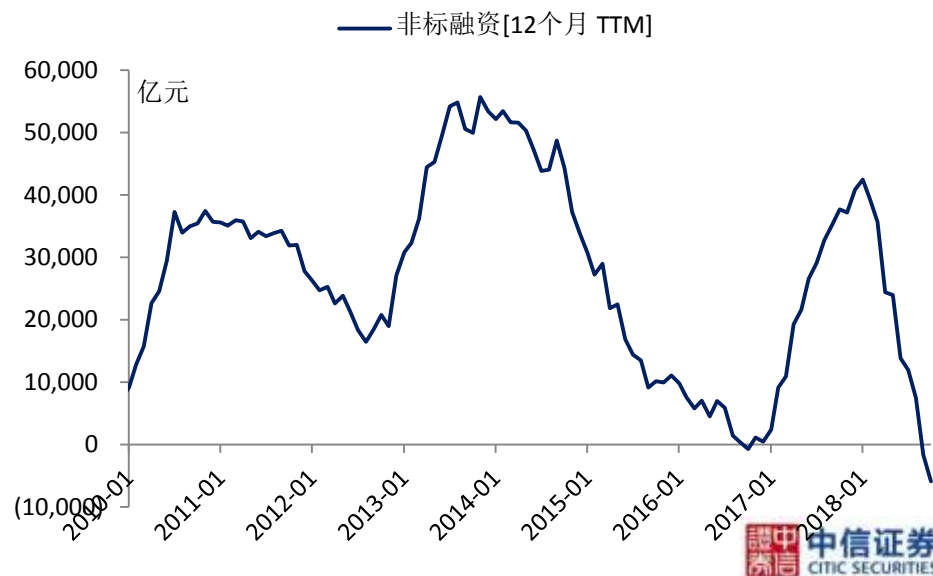
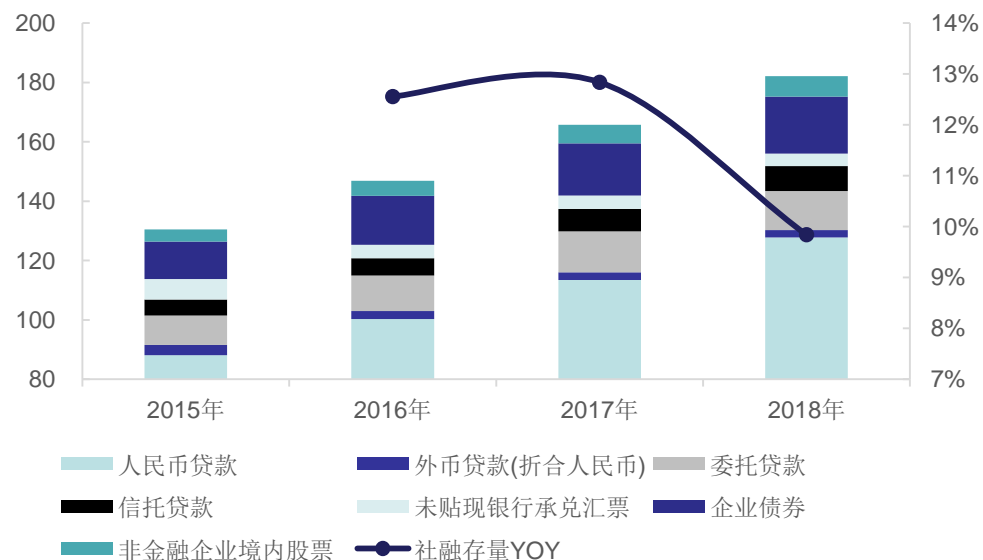
今年前7个月社融的新增累计和同比增速的下滑都显著强于之前，并且主要是由于表外融资负增长导致的。新增非标的12个月TTM出现至7月负增长近60000亿。

表外输血管几乎被卡断，这是信用扩张方式发生结构性变化的过渡期中出现的摩擦——简言之，表外转表内的，短期转不动。

每年前7月累计新增社融-结构图

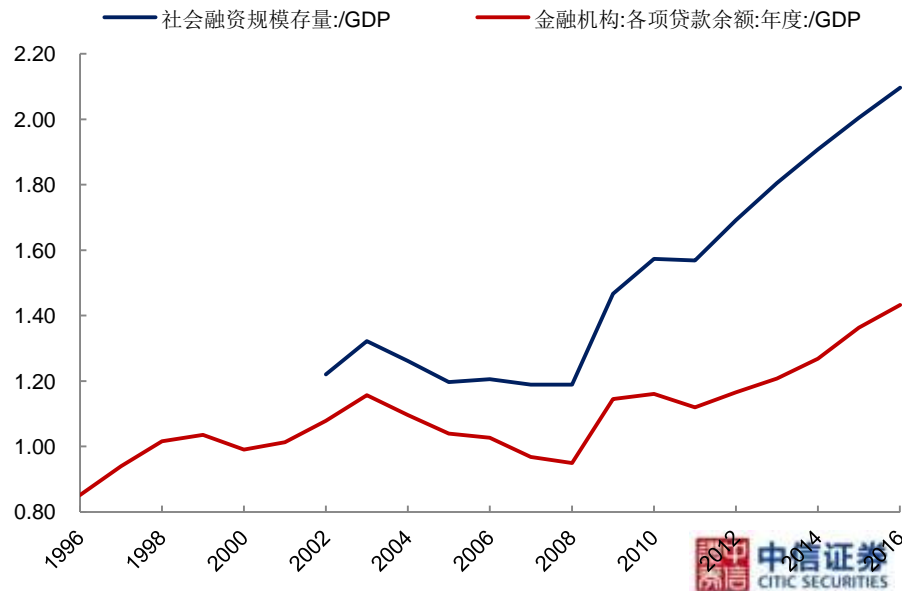
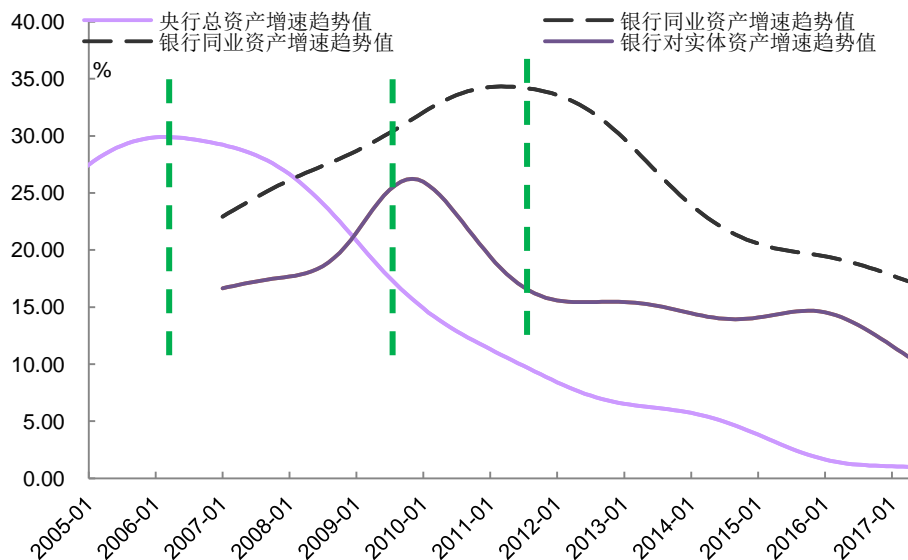
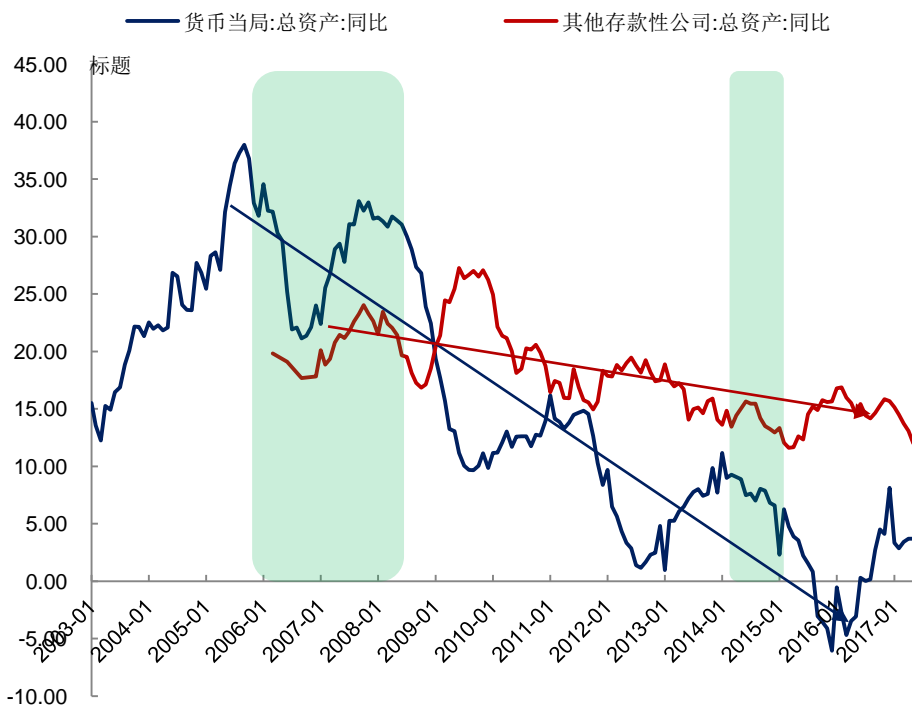


前7个月社融存量结构图及同比增速



此前的信用扩张：理财+表外，银行体系扩张快过央行，表外快过表内，金融快过实体

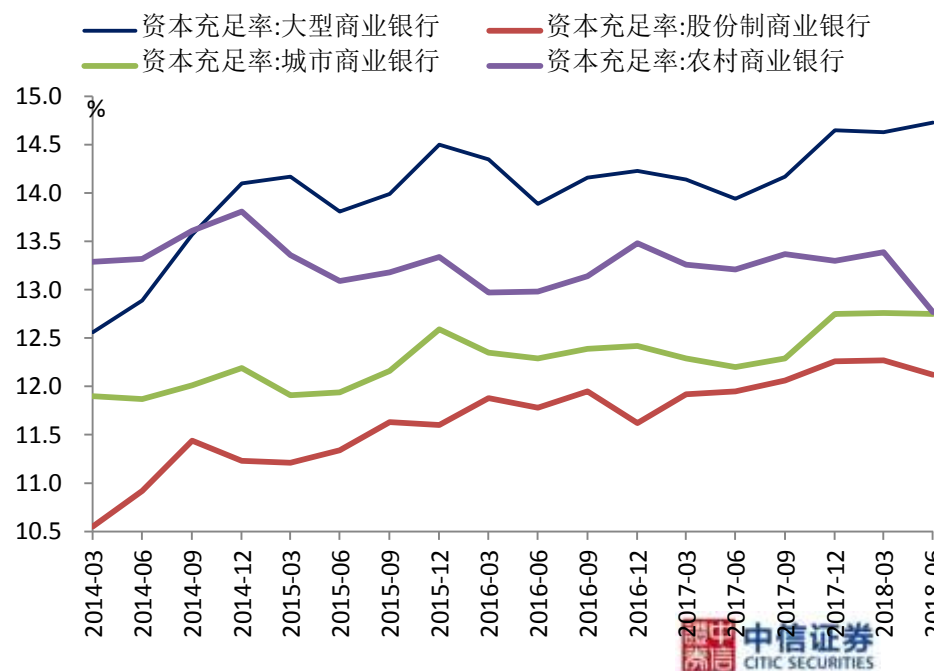
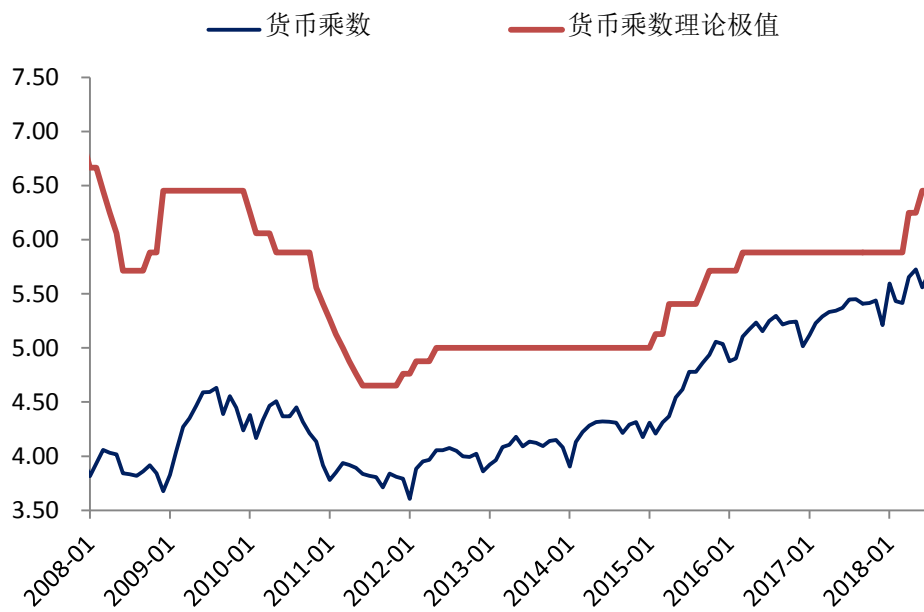
2011年伴随理财的大发展，信用扩展体系发生了一次系统性的改变，此前主要依靠银行表内主要的信用扩张变成影子银行-理财-非标的扩张方式。近十年来，银行体系资产增速趋势性的超过央行，表外超过表内，金融超过实体。央行资产增速呈现逆周期调节特征，而银行顺周期扩张。



回归过程的影响：1. 短期摩擦，回表不畅，融资量不够-补充资本、降准、财政发力+贷款配套

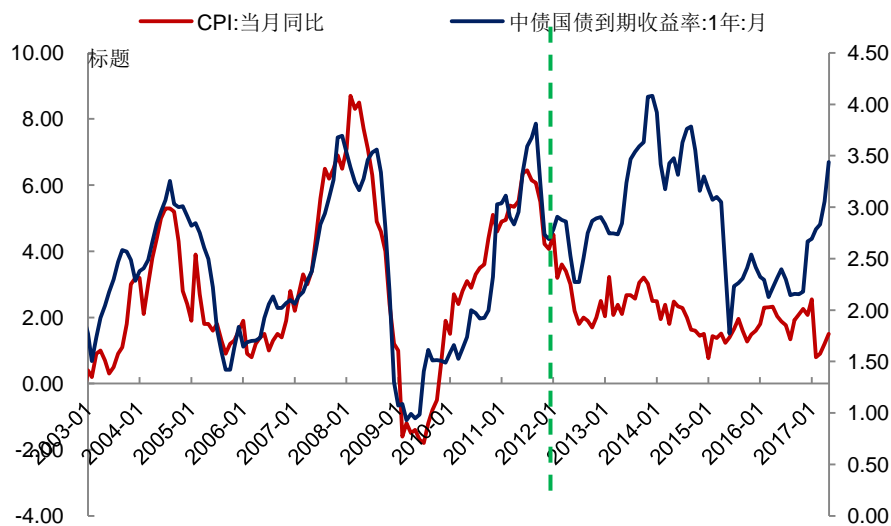
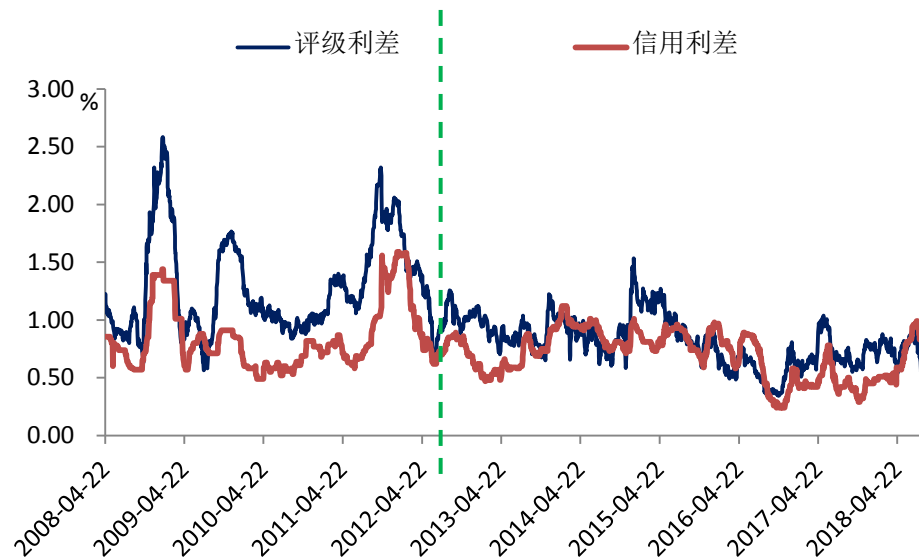
资管新规导向表外真正净值化和回表，净值化的接受需要时间，而表外的限制虽有细则微松，仍存在2020年的大限制约。

- 表外回表内短期会存在至少三种限制：1.资本金；2.存款准备金率限定货币乘数上限；3.合规等方面问题。这就产生了短期的摩擦，融资需求结构性无法匹配，资金淤积银行表内传导不畅而社融不断下滑皆由此而来。
- 解决办法：1.银行发一级资本债（30万亿理财回表需补充资本金1.2万亿）；2.降准改善货币乘数；3.财政发力设立股本金，配套银行贷款。逐渐疏通融资路径。



回归过程的影响：2. 此前系统性改变的资产定价关系，面临恢复

- 1. 大行资金实力更强，而股份制银行受资本金约束压力大，重回大行主导。
- 2. 债市定价的基本面权重加大：宏观审慎是为了对冲信用顺周期扩张的。（甚至股市也可能回到之前受基本面影响的阶段）
- 3. 理财业务系统性压低了信用利差，需要回归。尤其低等级债券的需求显著减少，评级利率也要回归。
- 4. 银行的扩张向财政-央行的扩张方式转变，对经济通胀特征都有系统性的改变。



下半年可转债投资策略



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

来自：固定收益可转债小组

总结

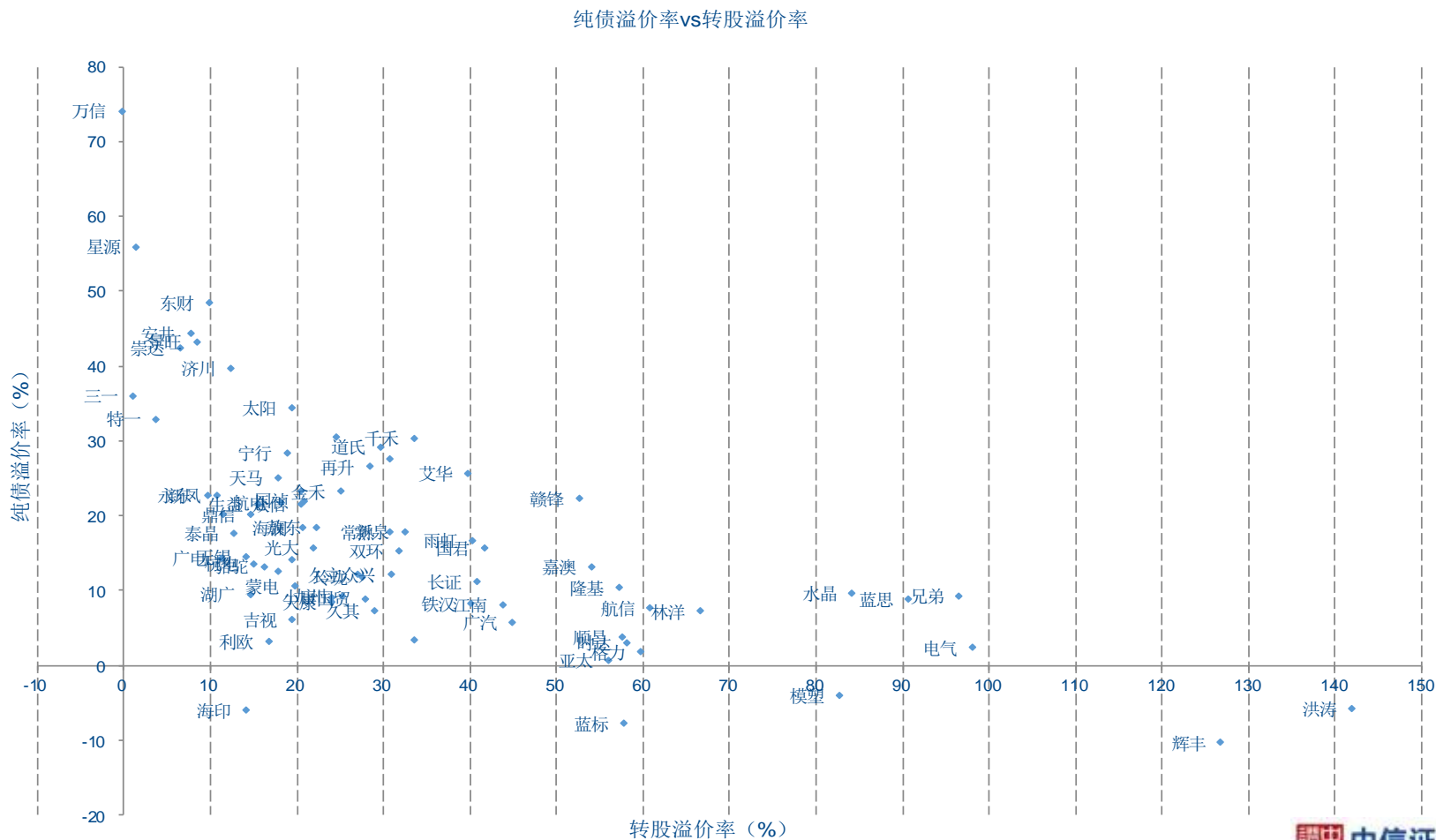
- **转债市场观点：**从中期战略层面，转债债性估值接近历史低位（转债波动率折扣率、YTM利差等指标），但转股溢价率略高，底部尚不坚实，转债估值分化仍然较大，磨底过程需要一定时间，可以逐步增持优质转债，从历史走势看，2018年底很可能是中期底部。从短期战术层面（一个季度），国内政策及信用出现边际宽松，看好短期中证转债指数反弹到300点。因此，今年下半年转债仍是结构性的机会，从正股板块上更看好估值较低的银行、消费、周期龙头标的。
- **转债策略及择券思路：**目前可转债主要采取防守反击策略：在一定债性保护下，买入正股基本面较好的品种，等待正股上涨带动转债上涨。具体子策略及择券标的如下：
 - （1）高性价比中性个券（YTM>2%、价格<100、转股溢价率<15%）：无锡转债、新凤转债、海澜转债；
 - （2）优质股性个券，正股基本面优异，具有较强的进攻性：宁行转债、三一转债、景旺转债；
 - （3）估值偏低的新券（流动性好，估值低）：顾家转债、通威转债、桐昆转债；
 - （4）主动下修博弈个券（价格<90，YTM>4%）：林洋转债、时达转债；
 - （5）有较高的债性到期收益率保护（YTM利差小于150BP）：电气转债、浙报EB。

1. 转债市场回顾：震荡行情需见好就收，操作难度加大



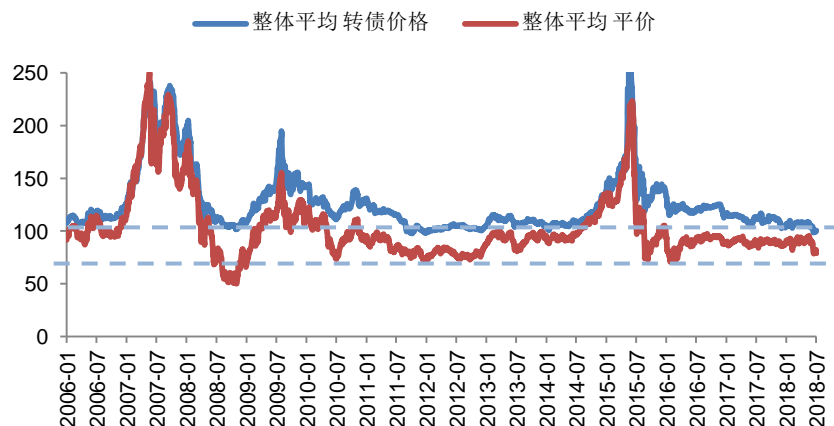
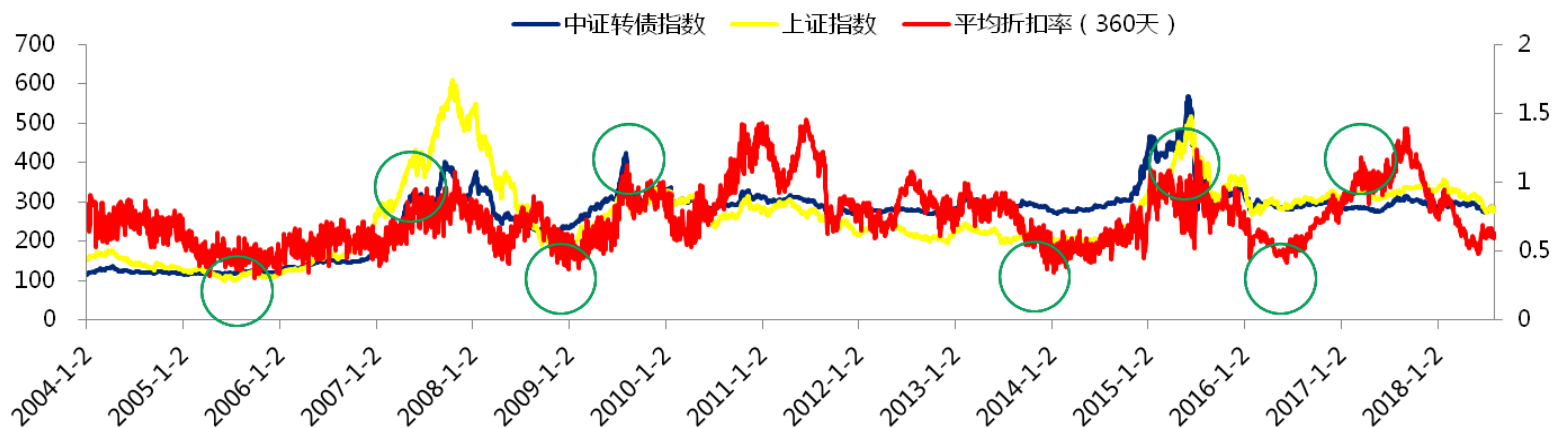
2. 转债新增供给持续，新发转债估值明显低于二级

- 截至2018年8月初，可转债（含公募）规模2400亿，涉及个券108只，待发规模超5000亿，预计每年新增规模在1000亿。存量个券分布如下：



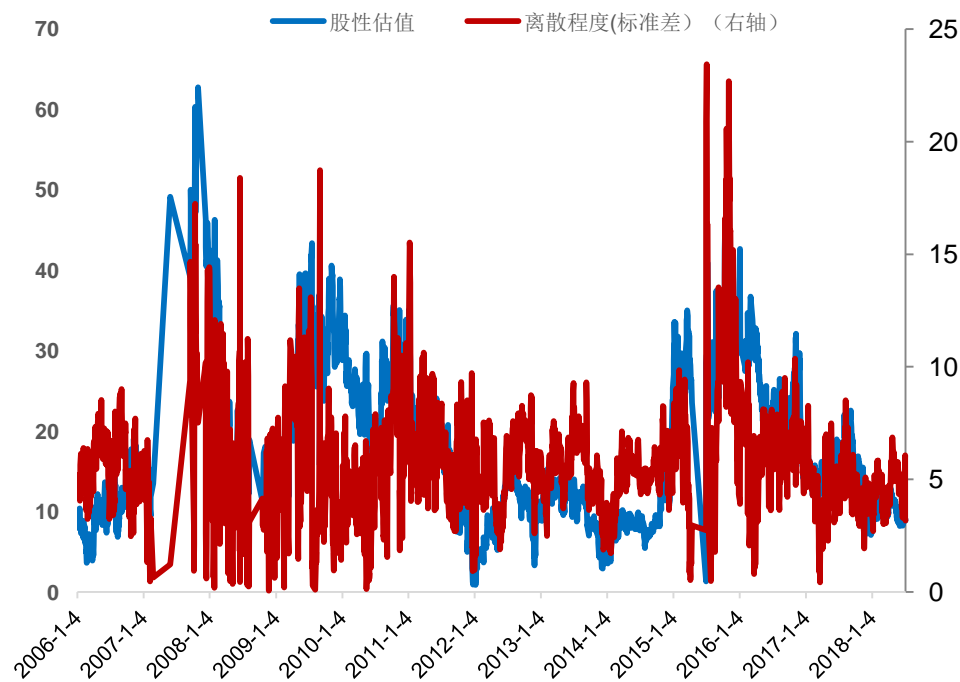
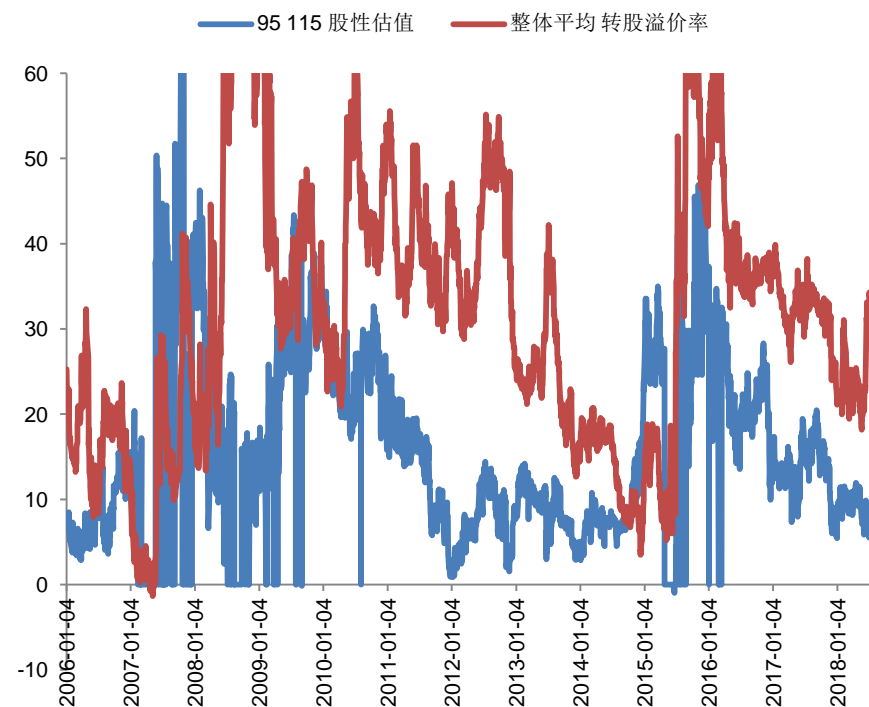
3. 转债估值接近历史底部，向下空间不大

- 转债波动率折扣率二季度以来一直处于0.6附近，距离0.4左右历史底部不远，磨底过程较慢。
- YTM利差均值312BP左右，YTM利差大于0的均值350BP，距离历史底部仅50BP左右。
- 目前平均转债价格在100元，位于历史低位，未来主要是以时间换空间。



4. 转债向上弹性一般，转股溢价率分化较大

- 目前转债转股溢价率35%，从2006、2014年底区域转股溢价率在15%以内。由于近期股票大幅下行，估值有所走阔，弹性略显不足。
- 目前股性转债转股溢价率在6%，离散度5，存量转债估值分化较大，流动性好的大盘转债溢价率较高，整体弹性不强。



5. 可转债未来趋势预判

新券发行出现变化

- 基本面较弱的个券发行困难；
- 大股东、主承都是可转债潜在投资者，新券条款将有所优化；
- 网上散户筹码消耗，未来网下申购将增加，机构投资者仍是主要边际交易力量。

个券估值分化加大

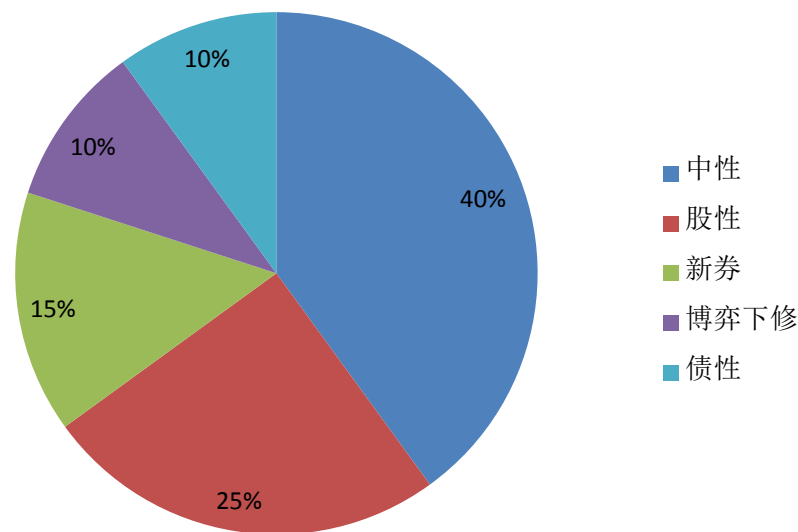
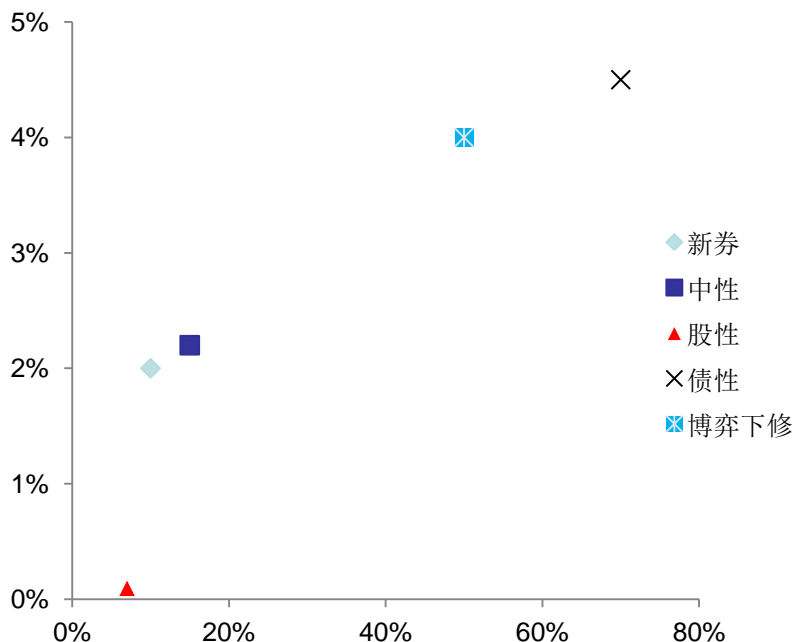
- 个券估值分化，较弱的个券需要格外注意规避：
- （1）信用评级低AA以下；（2）规模小10亿以下；
- （3）正股基本面较弱，最近一年没有卖方覆盖；
- （4）正股估值明显偏高。

信用风险冲击不可小觑

- 转债最大的风险是退市风险；
- 信用风险冲击后，估值短期很难回到原来水平；
- 信用资质较弱的转债品种明显增加。

6. 转债策略及择券思路

- 目前可转债主要采取防守反击策略：在一定债性保护下，买入正股基本面较好的品种，等待正股上涨带动转债上涨。
- 根据YTM及转股溢价率，可以将转债分为在股性、中性、债性，进一步衍生出高性价比中性个券、优质股性个券、新券、主动下修博弈个券、债性个券5个子策略，他们分别具有不同的风险收益特征，在每个子策略中筛选最好的标的。通过组合比例调整，根据市场走势，实现转债组合的进攻、防御属性。



下半年衍生品投资策略



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

来自：固定收益衍生品小组

总结

- ◆投机方面，预计政策将维持宽货币的利率环境，短期资金利率将持续低位震荡，推荐Sell 1年Shibor3M利率互换。
- ◆套保方面，近两个月收益率大幅下行，套保需求不断上升，推荐Pay Shibor3M利率互换或卖空国开债进行对冲。
- ◆利差交易方面，年初可选标的利差纷纷回落至正常区间内，目前推荐AAA信用债互换利差交易，可结合一级市场进行高等级债券的价值挖掘。

衍生品策略概览

工具库

国债期货:

T/TF/TS

利率互换:

SHIBOR

REPO

债券借贷

策略库

方向性策略

套期保值策略

- 传统套保
- 最小方差套保
- beta套保
- delta套保

利差策略

- 国债期货期现套利
- 国债期货跨期交易
- 国债期货跨品种交易
- 税收利差交易
- 互换利差交易
- 互换曲线形态交易
- 互换BASIS交易

策略目标

投机

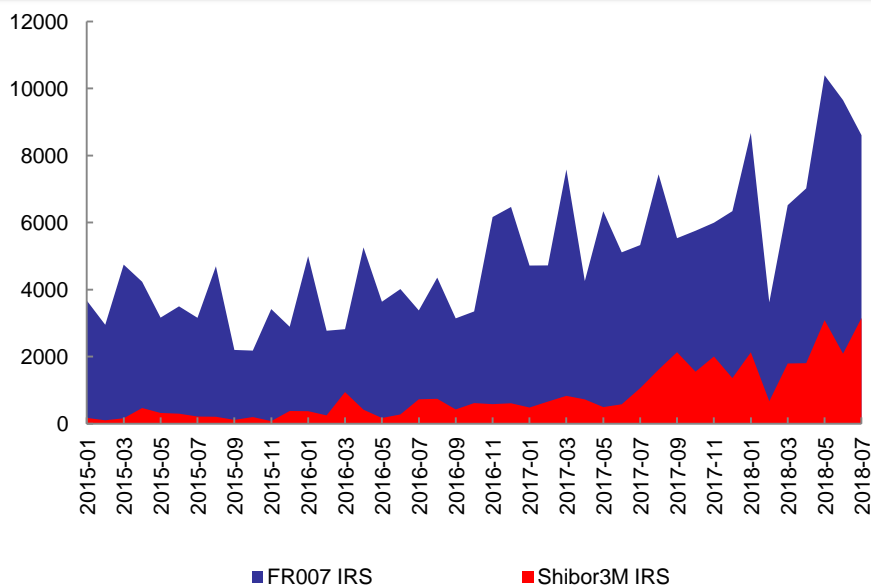
套保

套利

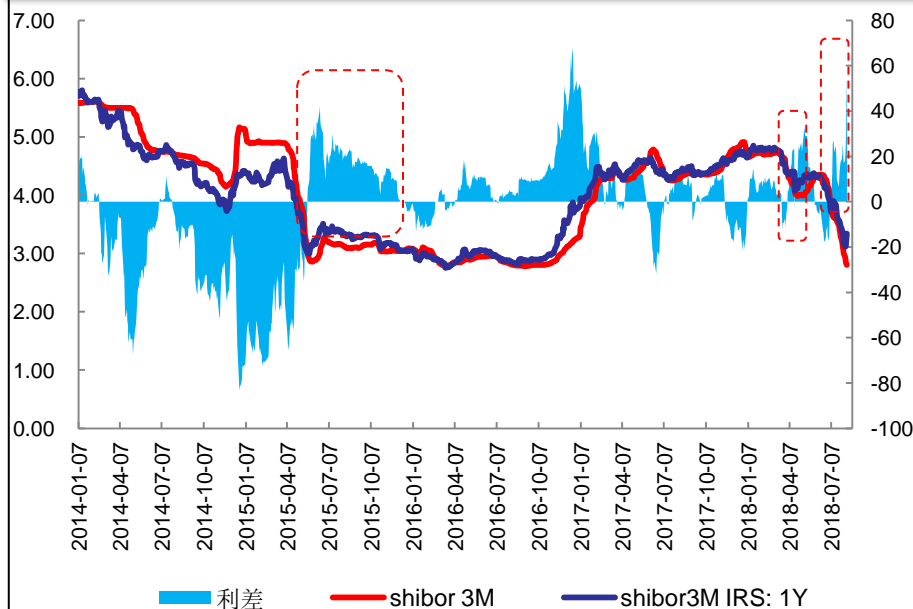
投机交易

- ◆ 宽货币情形下，资金利率预计持续位于低位，此时各个单边做多策略中，Sell IRS的确定性相对更高。结合互换利差、税收利差等因素，长端利率品多头投机推荐Sell Shibor 5Y IRS。
- ◆ 短端利率品来看，由于目前shibor1Y IRS互换利率与即期shibor3M利率利差较大，达到60bp，前三个月carry保护较足，推荐Sell Shibor 1Y IRS。

活跃期限利率互换成交情况 (1Y、2Y&5Y , 2015-2018)



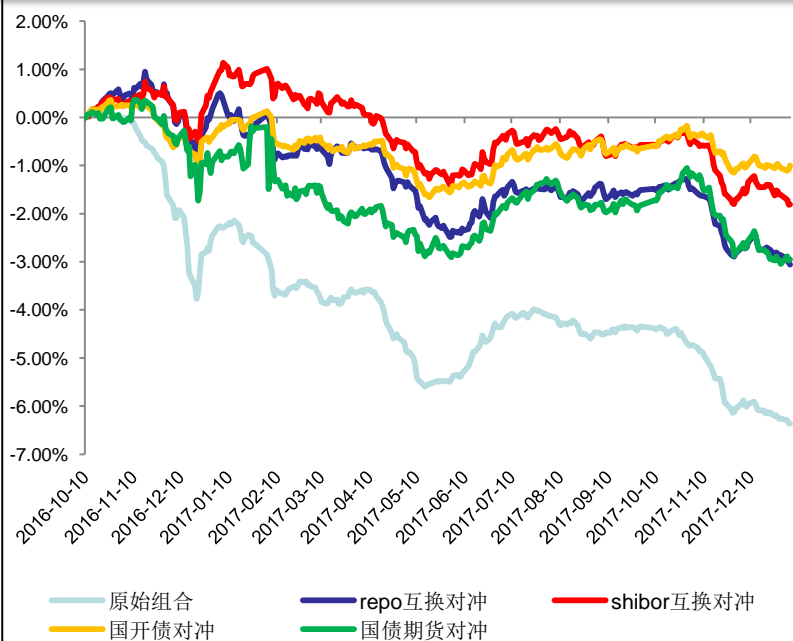
Shibor3M IRS : 1Y与即期3M利率对比 (2016.10-2017.12)



套保交易

- ◆ 随着近两个月收益率大幅下行至低位，加之持仓信用债的流动性问题，无法实现大规模变现，账户对冲需求逐渐增加。
- ◆ 4种套保方式：做空国债期货、Pay Repo IRS、Pay Shibor IRS、做空国开债现货（利用债券借贷）
- ◆ 以上一轮熊市为例，Pay shibor IRS、做空国开债现货的对冲效果最好，对冲度分别为76%、83%，Pay Repo IRS、做空国债期货的对冲度则分别只有55%、51%。
- ◆ 从更有效的进行账户套保的角度来看，建议新产品积极将利率互换和债券借贷纳入投资范围。

虚拟组合累积资本利得盈亏表现 (2016.10-2017.12)

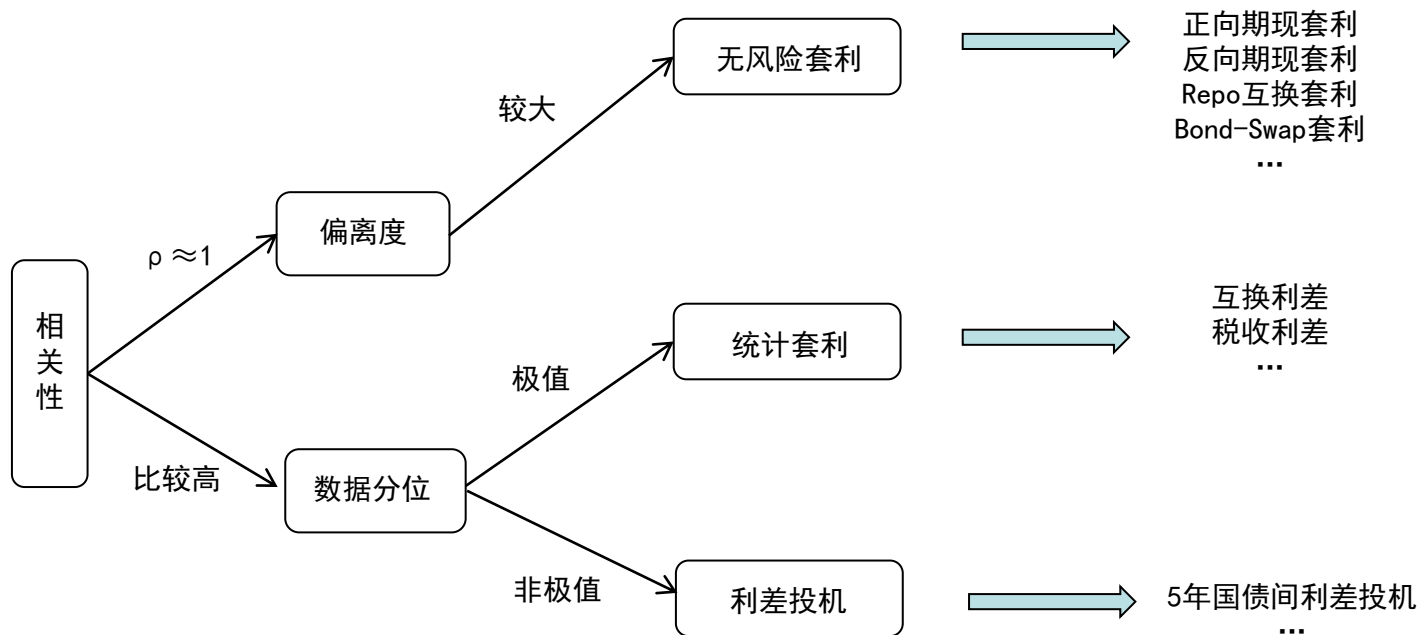


各种对冲方式优势劣势比较

对冲方式	优势	劣势	对冲偏差来源
国债期货	交易便利	对冲效果较差	信用利差、期限利差、 税收利差、期现价差
Repo IRS	市场深度较大 期限匹配度高	对冲效果较差 交易便利性差	信用利差、 Repo互换利差
Shibor IRS	对冲效果较好 期限匹配度高	交易便利性差	信用利差、 Shibor互换利差
债券借贷	对冲效果较好、 利于融资	交易便利性差 成本相对高	信用利差、期限利差

利差交易

- ◆ 利率类利差交易：利用利率衍生品做空便利性，构建Double Legs或Multi Legs交易，实现套利交易或利差投机。
- ◆ 交易优势：对冲掉较难解释与判断的基础利率部分，构建的利差标的影响因素更少，更易把握走势；同时组合DV01=0，整体风险可控。
- ◆ 三类利差交易：无风险套利、统计套利、利差投机，交易确定性依次降低，交易难度依次上升。



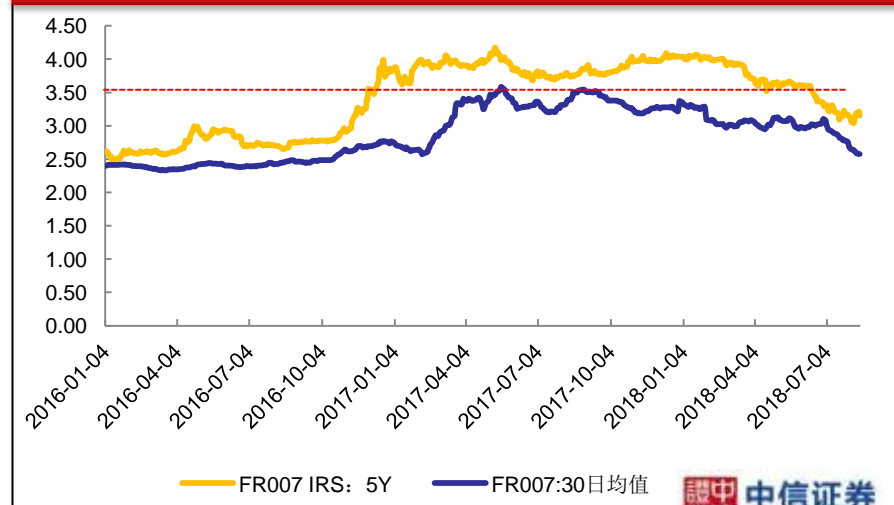
利差交易-无风险套利

- ◆ 2015年二季度，国债期货市场出现明显升水，空国债期货、多国债现货，获得无风险收益。
- ◆ 2016年底到2017年初，债券市场大幅下跌中，国债期货出现深度贴水，多国债期货、空国债现货，构建近似无风险套利组合。
- ◆ 2017年-2018年初，repo5年持续在在3.8%-4.0%之间震荡。由于央行指导银银回购利率不得超过3.5%，导致FR007在资金紧张时具有非常强的政策利率属性，FR007均值无法突破3.5%。4.0%位置sell5年repo互换，每年的carry收益 ≥ 0.5 元，近似实现无风险套利。

T主力合约净基差走势 (2015-2018)



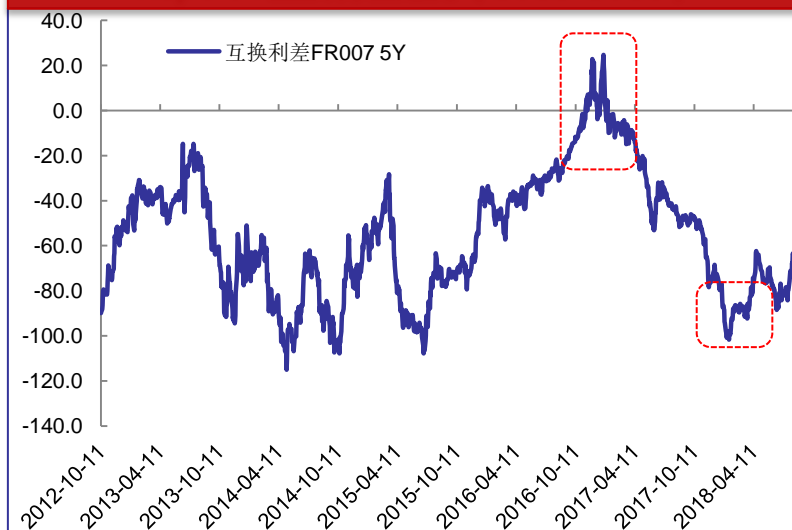
Repo 5Y利率互换走势 (2016-2018)



利差交易-统计套利、利差投机

- ◆ 2016年底-2017年初，5年repo互换利率与利率债现货利率发生倒挂；2018年初，5年repo IRS互换利率也处于极值位置，隐含较大的统计套利机会。
- ◆ 2018年初，10年国开税收利差一度达到20%以上，其后隐含税率持续回落。
- ◆ 2018年4月份，5年国债180001在外资盘的大力买入下，一度与其他5年国债收益率利差超过50bp。财政部的国债随买随卖制度保证未来利差大概率走向收敛。

Repo 5Y互换利差走势 (2012-2018)



10年国开债隐含税率走势 (2012-2018)



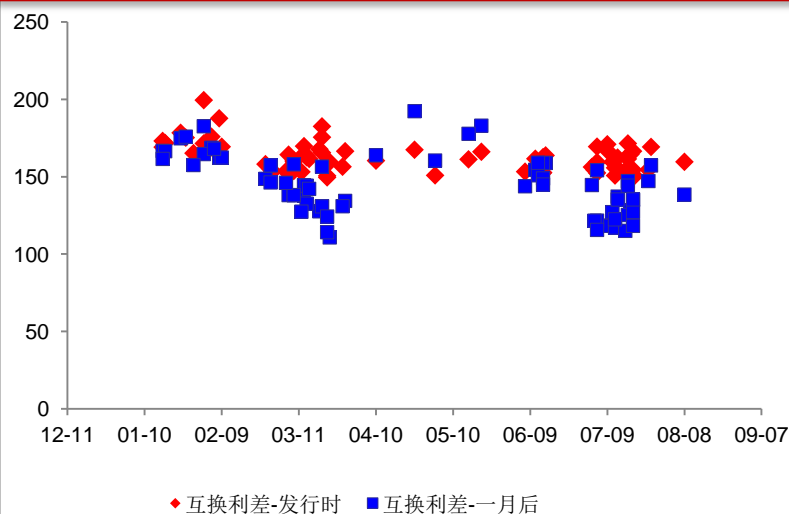
180001与其他5年国债利差走势



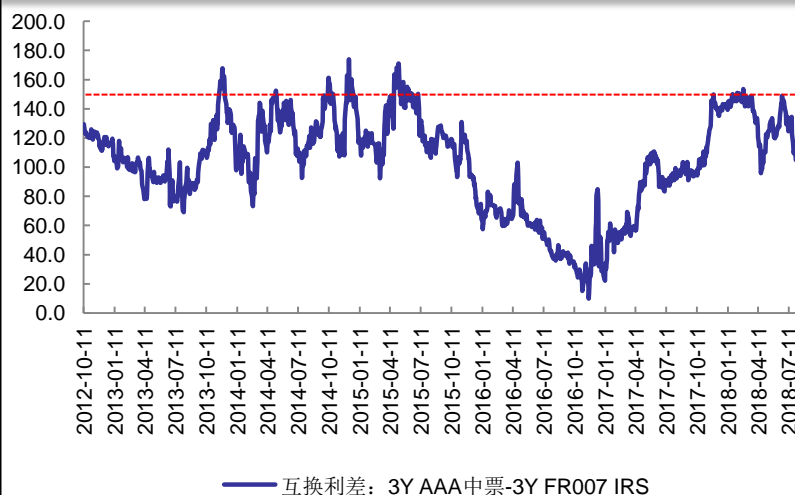
利差交易：一二级价差交易策略-利率互换对冲

- ◆ 一级市场，往往会受市场情绪、发行集中度等因素影响，导致发行价格偏离其公允价格，存在买入机会。
- ◆ 单边买入，暴露的利率风险较大，考虑利用利率互换或国债期货对冲买入。
- ◆ 选择3年AAA信用债，满足其repo互换利差大于150bp以上时买入，单只买入5000万元，并利用利率互换对冲，持有一个月后平仓，期间最大持仓12亿左右，1-7月份累计获利1700万元。

策略开仓平仓利差分布-相对于repo互换



AAA信用债互换利差走势 (2012-2018)



策略收益统计

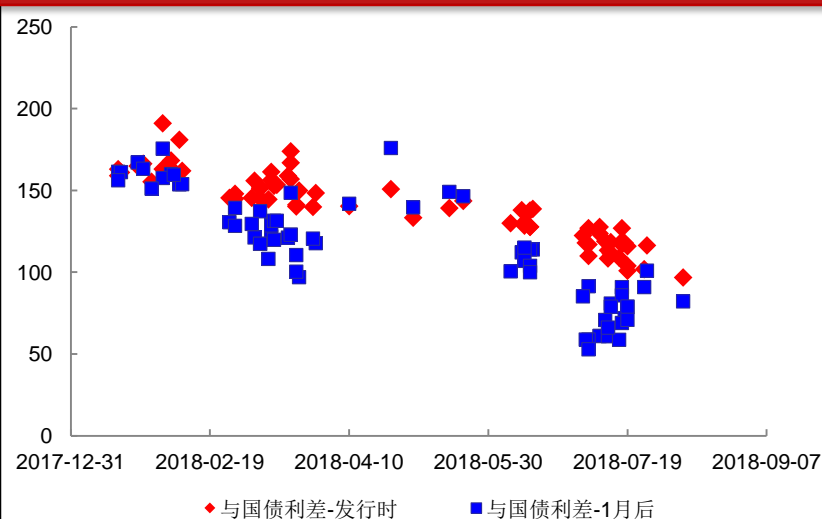
月份	交易只数	获利空间 (BP)	获利金额
1	6	5.0	40
2	9	8.4	102
3	20	26.7	721
4	2	-14.2	-38
5	3	-14.3	-58
6	8	4.7	50
7	23	28.7	893
8	1	21.2	29

利差交易：一二级价差交易策略-国债期货对冲

◆ 考虑到多数账户目前无利率互换投资范围，我们考虑在一级买入低估信用债时，用国债期货进行对冲。

◆ 1-8月份，总获利金额为2400万元，隐含税率的不断收窄提供了额外的收益增厚。

策略开仓平仓利差分布-相对于TF国债期货



策略收益统计

月份	交易只数	获利空间（BP）	获利金额
1	6	7.3	59
2	9	5.7	70
3	20	30.6	825
4	2	-17.7	-48
5	3	-8.8	-36
6	8	22.7	245
7	22	43.6	1296
8	1	15.6	21

衍生品储备策略

□ 以下为策略库中暂时无机会的储备策略情况

策略名称	策略影响因素	策略触发情景
国债期货曲线策略	策略受曲线期限利差、国债期货持有收益及净基差变动影响。做陡曲线时，策略有正carry，且CTD券净基差扩大将对策略带来额外正收益。相反的，做陡曲线时，策略有负carry，CTD券净基差扩大将对策略带来额外负收益。	国债10Y-5Y利差27bps，10Y-2Y利差60bps处于历史高位，2Y*10Y策略空间将大于5Y*10Y。 当10Y-2Y利差高于70bps以上时，推荐做平2*10利差 ，利差低于10bps以下时，推荐择时做陡2*10利差。 10Y-5Y利差高于35bps以上时，推荐做平5*10利差，利差低于5bps时，推荐择时做陡5*10利差。
国债期货期现套利策略	策略受收益率水平、曲线形态、可交割券选择等因素影响。一般在10年国债收益率接近3附近时有较大机会。	5年国债期货IRR为2%，10年国债期货IRR为2.7%，期现并没有明显升贴水。IRR大于4.5%时，推荐做多期现价差。IRR小于0%时，推荐做空期现价差。
国债期货跨期策略	策略受净基差期限结构、资金利率影响。当期合约净基差大幅抬升时，一般有做空跨期价差的机会。	当季合约与次季合约价格差在-0.2到0.1之间窄幅波动，不具备做交易的空间。当价差大于8毛时，推荐做空价差。当价差小于-5毛时，推荐做多价差。
互换BASIS交易	Shibor互换和repo互换basis受资金利率绝对水平、资金波动率、货币市场期限结构影响	目前Basis利差处于历史均值位置，BASIS利差触及70bp时做窄，触及45bp时做宽
...		

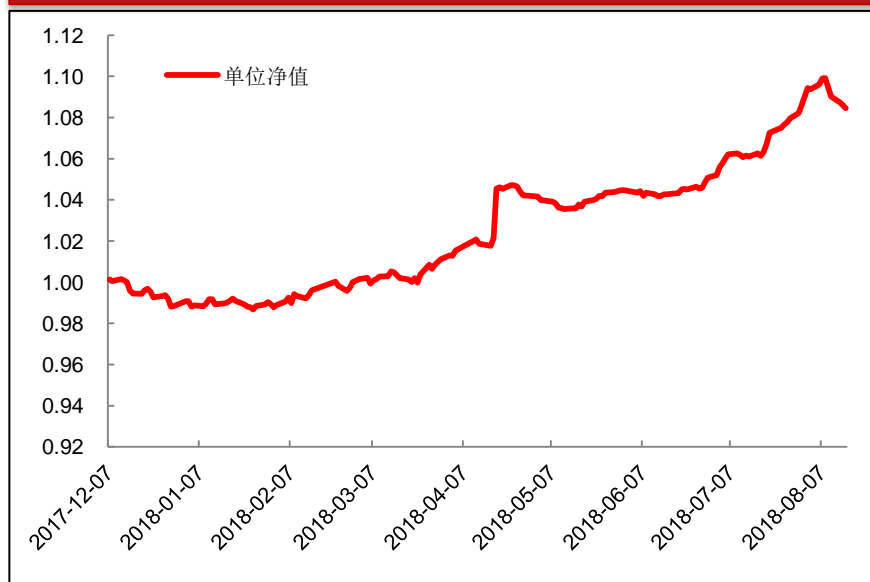
衍生品试验账户运行情况

- ◆ 2017年12月初开始运行，规模1亿。其间进行的策略交易有税收利差策略、互换利差策略、国债间利差策略、国债期货期现策略、Shibor互换投机等
- ◆ 截至2018年8月15日，绝对收益率8.45%，年化收益率12.3%。

衍生品试验账户运行情况

成立日期	收益率	年化收益率	夏普比率	最大回撤
2017-12-07	8.45%	12.3%	2.64	-1.47%

衍生品试验账户净值走势



衍生品试验账户业绩归因

