

不喜不悲

—2018 年四季度宏观与大类资产配置展望

—国寿安保基金管理有限公司研究部研究员

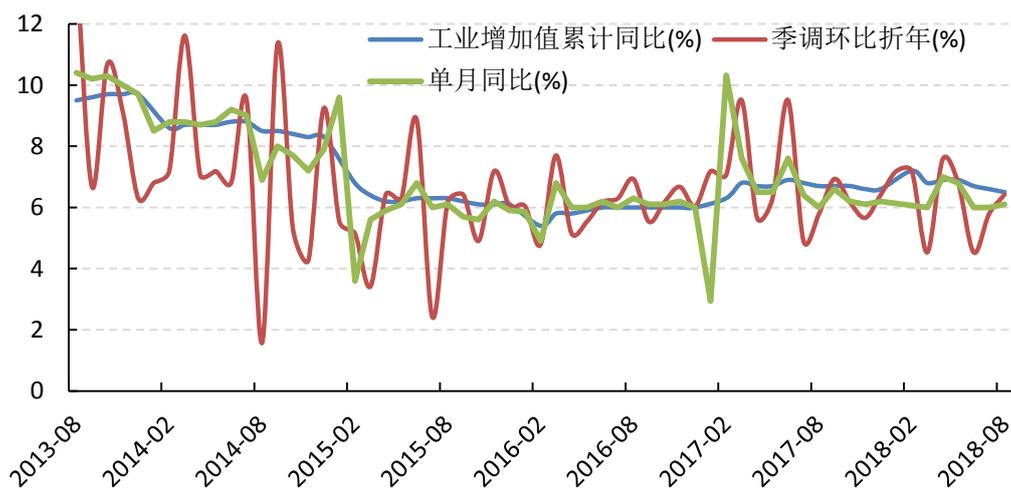
李博闻, CFA 王维维 李辉 章灵侃

国寿安保基金认为, 经济温和回落但仍显示出一定的韧性, 通胀短期走高但中枢并不会显著抬升, 稳增长政策持续推出有望对冲外部需求冲击, 后续减税等财政政策是更重要的看点。股票市场方面, 后续市场大概率在中期仍将延续低位震荡, 短期恰逢较好的反弹时点应积极参与, 行业配置上建议从底线思维出发, 选择反弹中的基本面高弹性, 主要为金融和消费。债券市场方面, 短期宽信用政策叠加宏观数据略有改善, 将压制长端利率, 另外中美利差对长端利率短期也有支撑, 但中长期来看宏观经济下行压力将逐渐体现, 政策调整也将以国内经济作为主要参考, 利率债走势仍偏乐观。

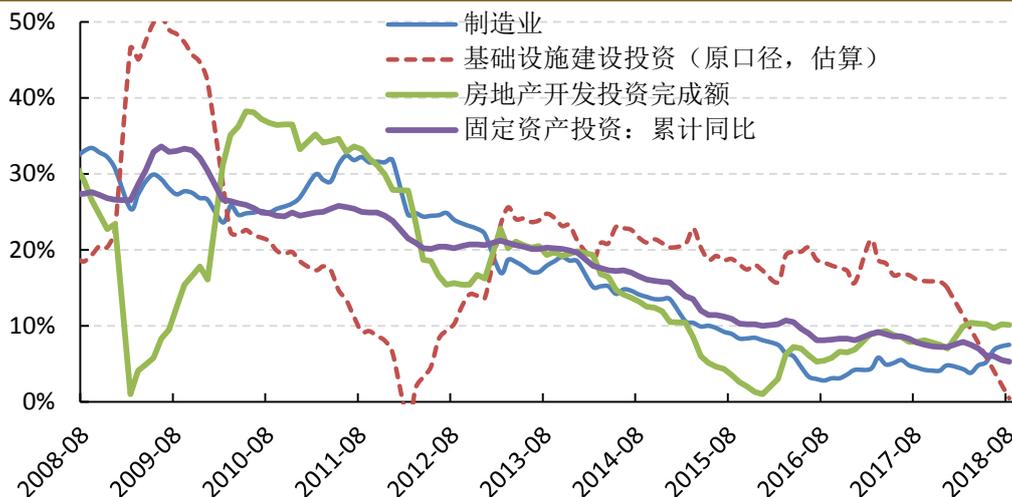
一、宏观经济回顾与展望

2018 年三季度中国经济延续温和回落态势, 供需两弱, 但过于悲观的预期证伪, 数据反映出依然较强的韧性。7 月生产、投资、消费全面不及预期, 不过 8 月整体有所改观, 同时外贸持续较强。生产方面, 工业增加值 8 月同比 6.1%,

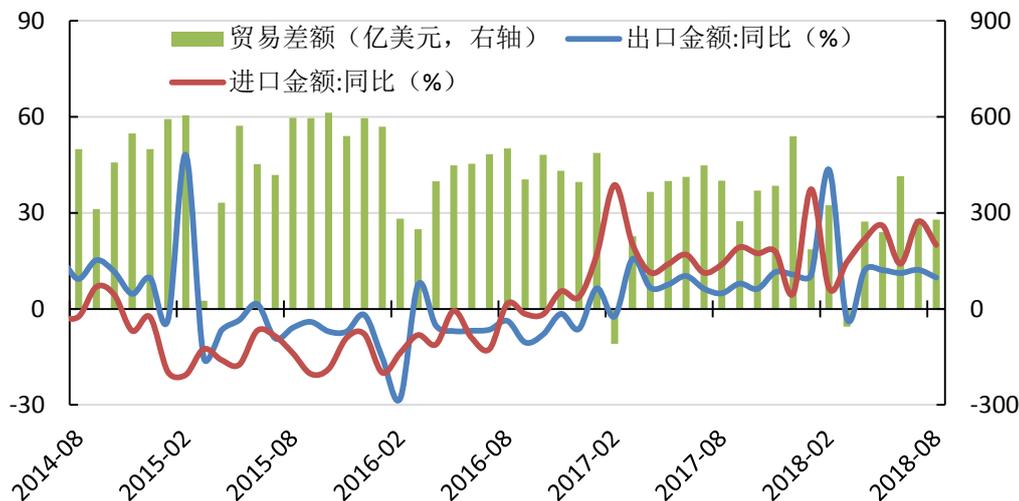
略微反弹或与低基数有关，去年 6.0%为年内最低，同时限产预期影响下企业的提前生产也是重要原因。结合近期发电耗煤等高频指标持续走弱看，6 月以来生产端持续低迷。投资方面，固定资产投资 8 月累计同比 5.3%，较 7 月的 5.5%继续回落，连续第 6 个月下滑，仍受基建、地产拖累。分项看：只有制造业投资相对略强；地产投资和销售数据均小幅回落，但仍处于较高水平；基建投资进一步下滑，全口径基建投资累计同比 0.7%，基建托底效果尚未显现。消费方面，社会消费品零售总额 8 月同比 9.0%，较 7 月回升 0.2 个百分点，多数消费品增速回升，石油制品、家电、建筑装潢等后地产板块消费品有所改善。外贸方面，贸易战影响还未凸显，贸易顺差仅呈现衰退特征。出口 7-8 月同比增速仍高达 10%左右，对美出口仍强，但对欧、日等其他发达经济体普遍不佳，关注“抢出口”褪去后外贸下滑的可能性；进口 7-8 月维持同比 20%以上高速增长，原油进口持续扩大。至此可以判断，三季度经济数据不会出现市场担忧的断崖式下降，消费止住下行趋势且中秋节存在错月效应，预计 9 月数据不差，三季度 GDP 至少有 6.6%，不排除四舍五入到 6.7%，因此短期基本面的压力不会特别大。



数据来源: Wind 资讯



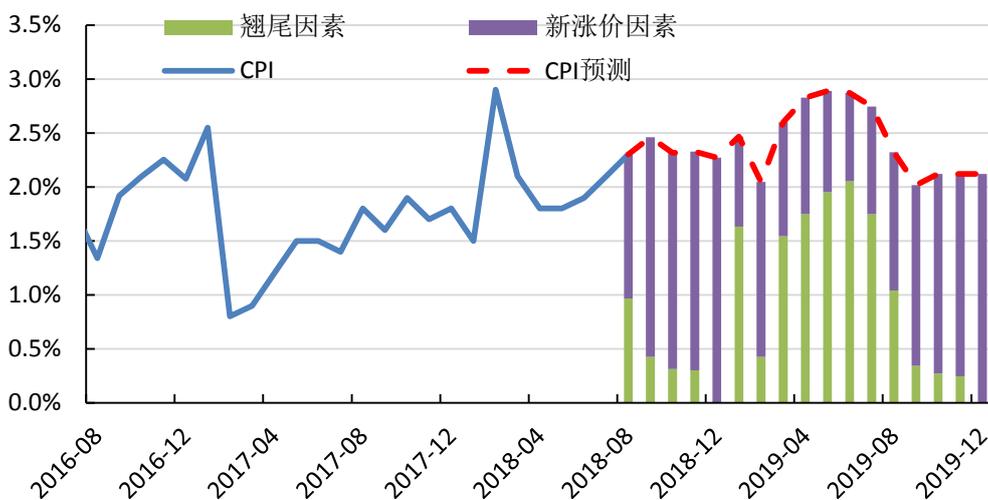
数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

三季度国内通胀升温引发市场担忧，短期微滞涨的风险进一步提升。8 月 CPI 同比上涨 2.3%，PPI 同比上涨 4.1%。CPI 同比、环比涨幅较上月分别扩大 0.2 和 0.4 个百分点，上涨主要受猪肉和鲜菜价格推动。分项看，食品环比上涨 2.4%，其中猪肉和鲜菜环比分别上涨 6.5%和 9.0%；非食品环比基本平稳，但房租上涨拉动居住价格上涨 0.5%。PPI 同比较 7 月回落 0.5 个百分点，环比涨幅如期较前值反弹。其中，生产资料涨幅较 7 月提升 0.5 个百分点，PPI 仍主要受基数因素主导而下行。当前多个因素可能推升 CPI，构成短期冲击但幅度不

大。一是猪价，近期猪价反弹主因生猪出栏季节性下降，非洲猪瘟虽有影响，但猪肉产量仍处高位，猪价大涨空间有限；二是豆价，贸易摩擦促使大豆贸易商提前备货，库存已飙升至历史高位，目前价格涨幅有限；三是油价，随着去年 7 月以后基数抬升，油价再难同比高增；四是汇率，影响进口产品价格，而我国进口消费品占比小，人民币贬值对 CPI 直接影响相对有限；五是水灾，寿光水灾使菜价环比上涨，但影响持续性不强。油价上行和输入性通胀等可能延缓 PPI 下行节奏，但是由于内需回落，后续 PPI 上行动力不大。综上所述，年内 CPI 通胀压力可控，PPI 下行趋势难改。推测未来 1-2 月通胀数据大概率进一步上冲，但后续由于基数等原因逐渐回落，预计四季度 CPI 同比将会在 2% 以上震荡，年内 CPI 同比很难超过 3%。



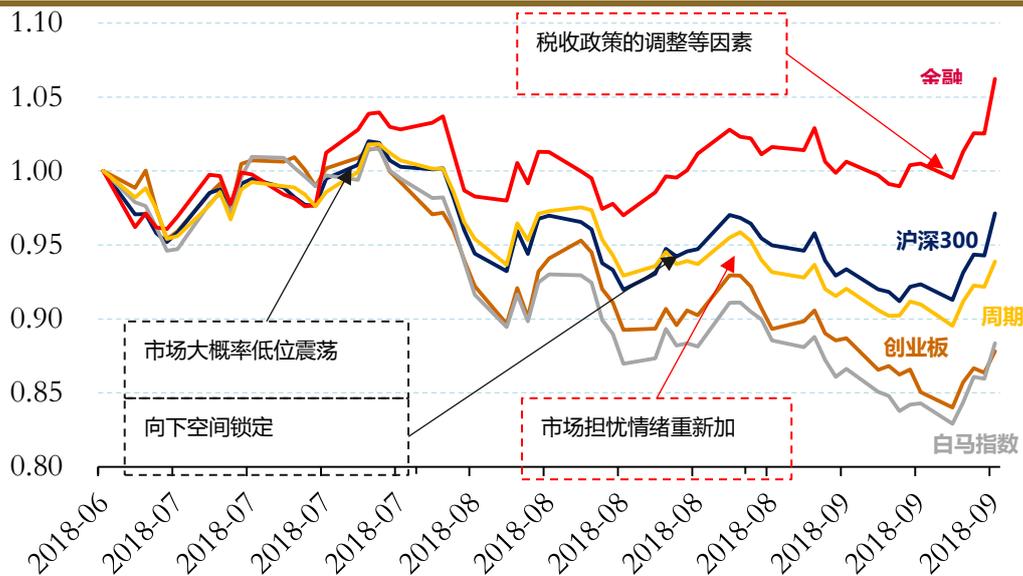
数据来源: Wind 资讯

展望四季度，国寿安保基金认为，经济进入确定性的温和下行通道。经济下行的主要拖累因素来自于外贸、地产投资的相对走弱，但降幅不会太大，同时基建或将企稳，制造业投资继续回升，消费不强但也不会失速下行，这些对经济的回落形成一定支撑。四季度起，外部冲击的负面影响真正浮出水面，尤其是 2019 年一二季度，可能会达到阶段性低点。届时贸易壁垒以及发达国家经济波动向下

将制约外需及出口增速，同时随着中国加大进口政策效应逐步显现，预计贸易顺差继续收窄，净出口对 GDP 贡献大概率走弱。内需来看，扩内需稳增长的政策正在推进，落地速度实际有所加快，经济韧性在国内政策对冲下得以显现。随着社会融资总量边际改善和专项债发行加快，基建托底年内应能见成效，从而带动整个投资的企稳。对于地产投资，后续是资金面压力导致无法开工，还是库存去化快而带来补库存，我们倾向于后者概率更大，以此对冲土地购置费的减少，地产投资下滑不会太多。消费也不必悲观，中央已出台政策进一步激发居民消费潜力，个人所得税免征额的提高也于 10 月正式实施，政策效果还是可以期待。此外，通胀虽有上行风险，但还不至于对实体经济产生过大影响，政策层面略偏宽松的格局也不会受到掣肘。

二、拗不过的趋势，可博弈的预期

3 季度以来，市场似乎走出了“类滞胀”走势，体现在股票市场普遍的下行和债券市场也出现了阶段性的调整，而大宗商品则出现了比较显著的上涨，且市场的波动又再次有所扩大。而 9 月中旬以来，市场似乎又再次出现了一些积极的反弹信号，在持续的悲观声音后再度出现积极情绪，甚至这一积极情绪的释放非常快速。回首这一季度的走势中，我们在结构上判断对了方向，但是对社保征收预期趋严等因素没有做出前瞻性的判断，导致市场的快速下挫也没有避免。站在当前时点上，我们还倾向于整个四季度没有显著的趋势性变化，但是预期的调整可能会导致短期出现一些变动，其背后的原因和逻辑需要我们重新认识。



数据来源: Wind 资讯

经济层面的确定性下行趋势没有发生根本变化，但是我们与市场对基本面的判断有一些区别，或者说考虑到近期基本面、政策面的变化，我们认为已经出现了一些边际变化，是市场并未考虑进去的。因此我们倾向于认为发起于9月下旬的一波反弹正在验证我们短期博弈期的市场走势，且这一博弈期可能比前期预想的力度和空间都要大一些，需要引起重视。同时，考虑到一些中长期的潜在问题仍待破题，因此也不宜对观点进行系统性的变化。

从确定性的方面来看，我们认为有三个大的方向没有发生变化。一是，基本面温和回落的趋势不变，地产数据短期因地价因素的支撑后续会减退，地产周期拉长但不会消退；外需还是最核心的变量，即使忽略中美贸易的争端，全球需求的顶点也已经看到并已经快速回落，进出口数据后续可能会经历三轮“前缓后略加速”的回落；消费数据的压力逐渐体现，可选消费品销售增速较快下滑，而大众消费保持相对稳健的增长，若没有后续稳定消费的政策对冲，可选消费的下滑可能会产生比较显著的负面压制。二是，国际形势的复杂性趋势没变，中美贸易问题只是表象，美方对中国“遏制”的意愿已经展露无遗，作为双方交往的核心

基础——贸易——作为开端产生了一些变数，可能说明背后的中美关系、世界格局都有一些变化的可能性，而且这一变化是趋势性且长期性的，尤其是近期双方关税的持续加码、进一步谈判疑云层生，可能都表现了中美关系风险将持续且未现拐点。三是，确定性的内部政策约束仍在持续，其主要体现就在“去杠杆”问题上，无论是《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》还是网络有所传言的关于地方政府债务问题的文件，或都指向“去杠杆”问题并未出现拐点，这与近期政治局会议的表述高度一致，也可以预想在这样的环境约束下，进一步依靠大肆举债来稳定经济是不可能的。

但是，从可博弈的角度来看，市场或迎来比较好的博弈空间。一是，宏观经济读数短期并没有拐点，且未来两到三个季度也不会有拐点出现，但是至少短期证伪了经济快速下行的假设，而且我们倾向于经济快速下行的假设在未来一两个季度也不会得到数据的验证，那么其中的预期差可能是短期市场企稳的第一个触发因素。二是，扩大内需政策还在出，尤其是消费层面，国务院常务会议要求“加大关键领域和薄弱环节的有效投资以扩大内需，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”，后续政策有望比较快速的推出，其中减税和促进消费的政策，进一步来对冲经济下行压力可能性非常大。三是，外部关系可能阶段性有所缓解，美方此次 2000 亿未直接加税到 25%，只加税到 10%，虽然我们分析这一“对抗”趋势没有显著改观，至少说明这个问题可谈，另外，尽管中期选举不影响趋势，但是阶段性的约束了美方的精力。

专栏：关于对近期政策的追踪和思考

1、近期政策的走势

三季度初的政治局会议以来，政策出现了比较显著的调整。一是政治局会议定调，提出“六稳”，并继续坚持积极财政和稳健货币政策，尤其提出财政政策在扩大内需和结构调整上发挥

更大作用，并且研究推出一批管用见效的重大措施。二是货币政策延续了相对宽松的状态，市场的融资环境也出现了改善，尤其是体现在对信用环境恢复的政策，包括对偏低等级信用债的流动性支持、对 MPA 参数的调整、银保监会发文强调不许随意抽贷等。三是稳定投资政策开始逐渐落地，包括促进专项债的尽快落地、“十三五”重要项目的加速推进。四是财政政策开始逐渐落地，尤其是减税相关的表态增加，目前已落地的在年中的增值税税率下调、个税免征额提高和研发费用加计扣除扩展到全行业，但实际释放的进度相较其他政策还比较缓慢。

政策效果来看，目前推进速度较快，出现了一些积极信号，但是只是对前期持续向下的趋势做到了缓解，但是还难言逆转或出现拐点。积极因素方面，目前信用环境已经出现了积极信号，表内外信贷也都出现了环比的改善，专项债券的发行也得到加速，后续投资项目落地也有望加快。但是，由于地方政府行为还没有出现显著改善，民营经济发展还有一些负面的迹象，基建投资数据仍未出现企稳，消费数据改善幅度也不显著，后续政策仍有待进一步起效。

2、从市场角度看对政策的关注点和潜在预期

近期政策也出现了一些市场所担忧的内容。一是减税政策目前来看还没触及到核心内容，实际减税效果仍有担忧，尤其是前期营改增中征收力度加强也增加了一定的实际缴税负担，市场对此仍有担心；二是社保征收环境的改变，也导致市场对于后续企业实际负担增加的担忧；三是对地方政府隐性债务的担忧，去杠杆尤其是国企、地方政府去杠杆仍是中长期的压制因素；四是对当前稳增长政策力度的把握有担忧，既担心力度不足，无法抵消外需变化叠加经济周期的负面影响，也担心力度过大，再次走向投资过猛造成产能过剩或隐性债务的进一步累积。

3、后续政策可能对市场的影响

当前市场的核心关注点就在于，后续减税政策的落地、后续稳增长的方向和当前去杠杆约束的影响、非税收因素对企业利润的影响、地方隐性债务处理问题等几方面。对于后续政策，我们倾向于最主要观察的，还是减税和企业减负是否能落到实处。当然，对于市场而言，还需要关注后续政策宣导是否可以稳定市场和民众预期。近期市场出现了一些比较显著波动，不得不说与近期市场对政策的理解产生了比较大的分歧有关，其中部分市场参与者以比较积极的角

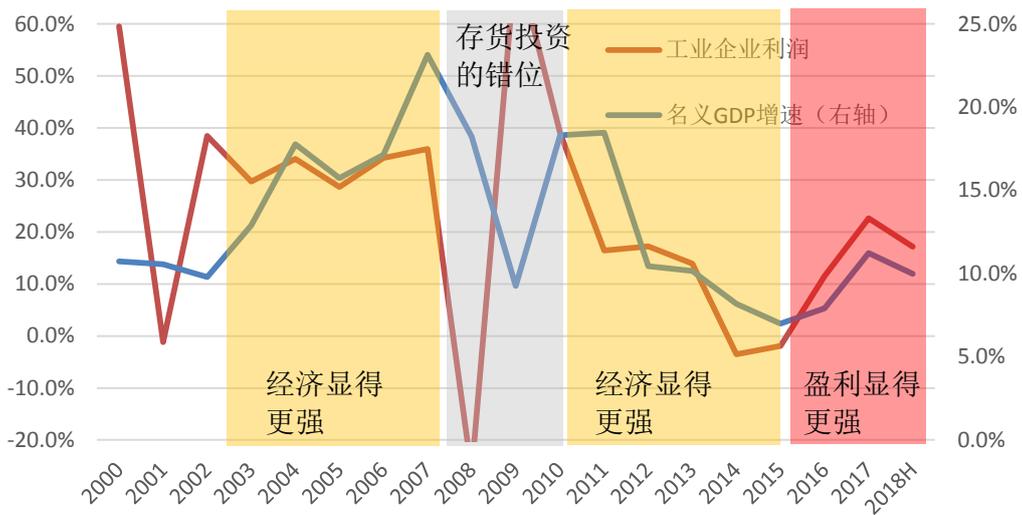
度来关注政策趋势，但也不免有悲观主义者仍在对后续走势有较大怀疑。我们倾向于后续政策以“稳”为主，而这种悲观情绪者的预期调整，可能就是本轮跟踪政策变动下，最好的投资指向。而后续的数据若得以验证，尤其是基本面数据在政策的对冲下保持相对的平稳，我们也就没有必要对市场过度悲观。

三、2018 年四季度股票策略展望——有花堪折直须折

国寿安保基金认为，经济的韧性仍然较强，企业盈利不会快速回落，后续经济仍将维持“有韧性的回落”。与之相对应的，我们认为这种幅度的回落不会对企业盈利产生过大的影响，尤其是考虑当前产能变化、后续政策对冲等因素下，企业盈利维持相对较好的状态大概率能延续到 2019 年，市场的底线其实也就比较明确。我们判断，后续市场大概率在中期仍将延续低位震荡，短期恰逢较好的反弹时点，应积极参与，而后市场大概率仍将保持波动。四季度行业配置上，建议从底线思维出发，选择反弹中的基本面高弹性。一是受益于政策的制造业和消费，另外建议关注仍具有吸引力的金融板块。

为什么我们认为企业利润的弹性显著降低？我们认为，企业利润的弹性被显著的压缩，因此即使短期出现一些宏观层面的波动，一方面本身名义 GDP 增速回落的速度并不是很快，另一方面也因为产能调整的因素企业盈利也不会出现过大的回落，当然这一方面因素也造就了名义 GDP 增速回落较小。因此在这种环境下，企业盈利韧性显得更强，对 A 股的压力也就更小，市场实际调整的幅度也应该因此而有所减弱。过去几年我国产能的去化既是供给侧改革政策直接作用的结果，也是投资增速放缓滞后影响的结果。政策措施与市场力量交互作用，而后者往往容易被大家忽视，由于企业也有自发的产能去化，因此显示的就是产能利用率出现了比较显著的回升，与此对应的企业利润（图中使用工业企业利润作

为代替) 也出现了比较显著的反弹。那么, 如果我们依据最新的制造业投资数据来模拟未来产能变化, 且具有一定领先性, 可知 2019 年产能扩张的速度也仍在历史的绝对低位, 即使 2019 年总需求收到比较大的冲击, 对应到 2019 年企业利润向下弹性也就会变得很弱, 如果需求回落的幅度不大, 甚至不排除企业利润回落的幅度会很有限, 对应的市场也就不会太弱。



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

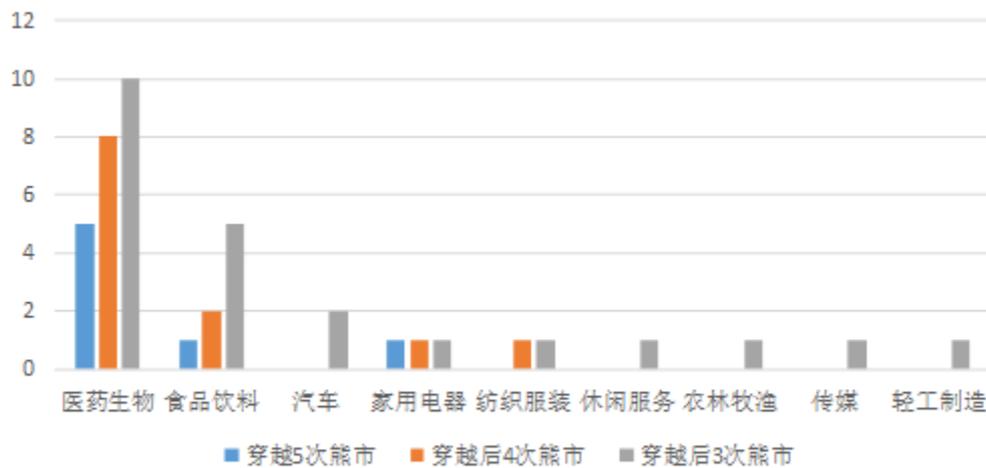
另外不容忽视的就是政策的对冲。以减税政策为例，我们推测后续为应对外部的一次性需求冲击，大概率会采用增值税和所得税的调整来应对，可能对整体企业盈利的改善较大。我们测算了几种情形下减税带来对企业盈利的改善，虽然这几种调整仍局限于我们的猜想，只能说大方向上符合李总理在年初政府工作报告上的表述，实际减税额和释放的节奏还有非常巨大的不确定性，但是量级上可以看到对企业盈利改善的幅度是非常显著的。另外，还有支持投资、支持消费等一系列政策也有可能在此时推出，虽然实际内容目前难以定量判断，但定性的看对企业盈利、全国居民的福利改善，是比较确定的。

因此，结合基本面和政策的大趋势，我们倾向于市场在缺少流动性持续流入的环境下，基本面和政策看到了托底的位置，但是拐点还无法确认，难形成趋势性的投资机会。因此，国寿安保基金对于四季度股票市场的判断是，整体窄幅区间波动，前期受益于一些博弈因素和市场预期调整，可能是比较好的反弹时点，后续大概率趋于平稳。

行业配置和结构上，首先，建议关注以底线思维来做中期的布局，尤其是考虑到市场大概率会维持在低位，不会出现比较显著的反弹，或者出现拐点，因此

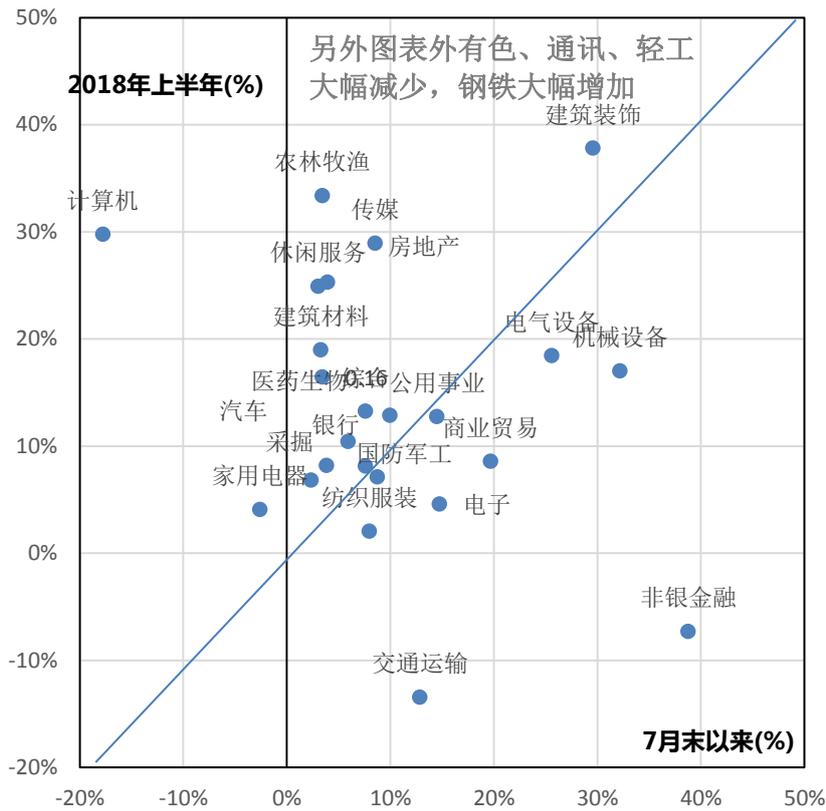
“性价比”还是穿越低位波动的最佳选择，一方面是基于 PB-ROE 法则，钢铁、建筑、地产和银行是当前估值低且盈利能力较好的行业，且结合当前行业走势，盈利能力进一步恶化的不大，还有一定改善的空间，可以作为市场底部波动下的优选。另外，从边际变化来看，多数消费行业调整是比较充分的，结合政策的走势和历史经验，消费行业龙头具备政策受益和穿越周期的能力，也可以作为未来主要跟踪的方向。其次，可以从政策和资金的边际变化入手，谋求边际上基本面或资金面有改善的行业，一方面从政策上看，后续受益于减税、消费支持政策的制造业、消费行业受益更多，其中可选消费行业受益的幅度叠加当前较低的市场预期，可能是博弈的最佳方向；另一方面从资金上看，边际变化最好的就是海外资金，从这一方面来看海外资金流向发生一些变化，我们倾向于钢铁、非银、交运等行业短期受益最大，中期来看还是消费行业受到海外资金追捧的概率更大。

消费股中经历三波熊市的标的个数



穿越熊市的意思是：（1）在熊市中相对上证有超额收益；（2）2008-2017以及2011-2017年，两个时间段收益率都超越公募中位数收益

数据来源：Wind 资讯，黄河策略随笔，国寿安保整理。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

四、2018 年债券策略展望

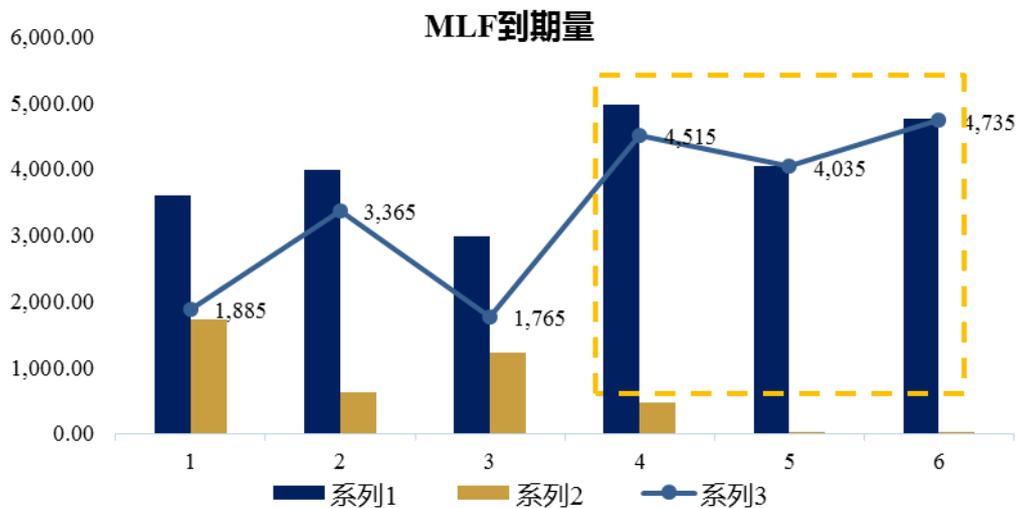
考虑到市场牛市心态未变，自 8 月初以来这轮调整中 10Y 国债、国开收益率上行幅度已经超过 20bp，在牛市逻辑未动摇前短期长债进一步调整的空间比较有限，风险相对可控。短期 9 月加息靴子落地之际美债有望出现一轮修复式反弹，从历史情况统计来看国内债市可能也有小幅的跟涨空间。当前仍建议维持高杠杆，长端的性价比在上升。鉴于债券融资已成为稳社融的重要支撑，推升企业债券融资利率不符合稳增长大局，再加上当前曲线已经十分陡峭化，预计未来曲线牛平的概率大于熊平。

1、利率债投资策略

近期债市窄幅波动，期间经历了央行正回购传闻、经济与金融数据不差、环

保限产要求放松、美方主动邀请中方进行贸易谈判等一系列冲击，但市场反应不大。值得注意的是，9 月市场对经济和金融数据的反应比较纠结，在看到数据出现明显反弹之前债市投资者对经济的悲观预期可能很难逆转。尽管投资者担忧利率下行的空间，但普遍仍看好经济下行过程中的利率下行趋势，因而调整幅度有限，10Y 国开活跃券收益率震荡幅度在 10bp 以内。

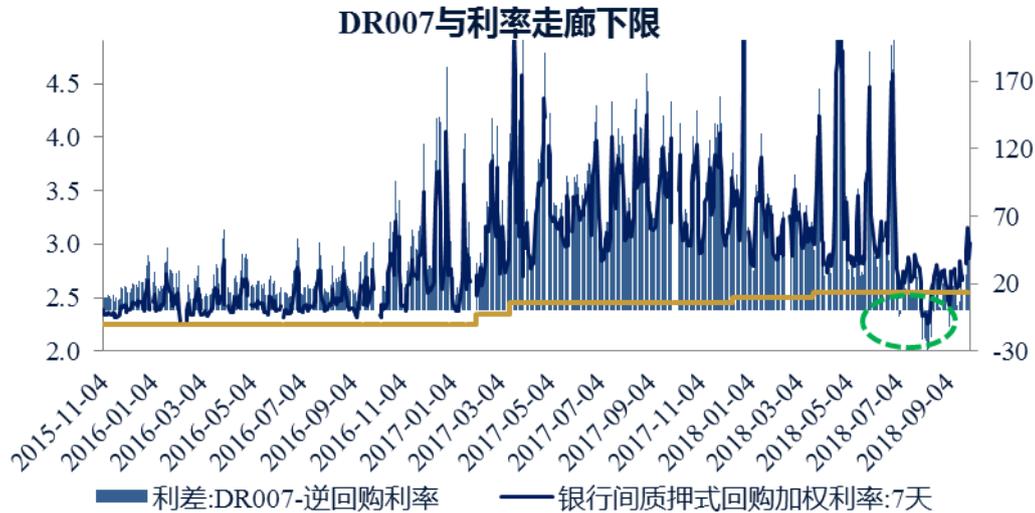
从央行态度来看，自 6.1 宣布 MLF 担保品扩容以来，6、7、8、9 月央行第二次 MLF 投放的数量和时点都与贸易战紧密相关。9.17 的 MLF 投放虽超出市场预期，但不能解读为货币政策边际转松，而是央行对冲贸易战、维护流动性“合理充裕”的常规操作。截至 9.21，三季度央行公开市场上净投放资金 9125 亿，其中有 9625 亿 MLF 净投放。四季度开始，每月 MLF 剩余到期量均在 4000 亿以上，如果汇率不面临大的冲击，10 月中旬或存在再次降准置换 MLF 的可能。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

8.21 朱鹤新副行长称“DR007 中枢从去年末的 2.9%左右下降到 8 月中旬的 2.6%左右，实际起到了‘降息’效果”。在 9 月 DR007 接近 2.7%之时，央行操作与 7 月中旬和 8 月下旬一致，同样加大了逆回购投放，由此可见央行保持流动性“合理充裕”的态度仍未改变。不过，自 2015 年 11 月央行官网发表工作论文推行利率走廊以来，DR007 始终在 7 天逆回购利率之上波动。而从今年 7 月开

始，DR007 在 7、8、9 三个月分别有 2 个、9 个、3 个交易日连续低于 7 天逆回购利率 2.55%，利差在-30bp 以内。利差短暂、小幅倒挂后，央行均通过逆回购到期回笼了资金。从央行操作来看，资金利率底部可能已在 8 月出现。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

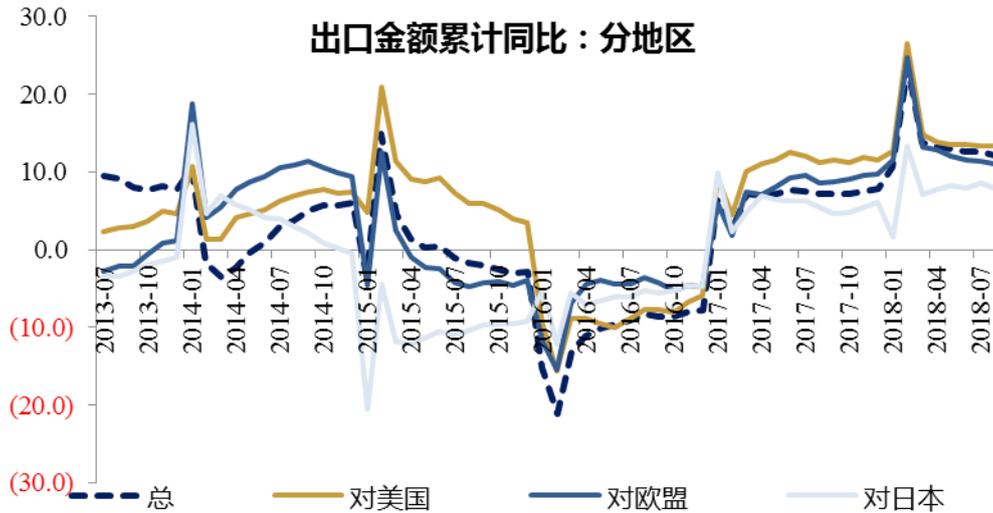
整体来看，10 月地方债供给压力下降，且外占与现金漏出影响不大，但财政存款增量可能在 8000 亿左右，资金面将主要受缴税扰动。货币传导机制不畅的情况下，保持总量充裕的必要性仍在。在出现明确的货币政策转向信号前，加杠杆仍有价值。不过，资金利率底部可能已在 8 月出现，即使 10 月再有降准置换 MLF，预计资金流向可能也会受到结构性指导，短端的性价比在下降。

从基本面来看，9 月物价预期指数环比上行幅度并未显著超出季节性规律，且绝对水平依然较低，这预示至少一个季度内通胀压力不强。预计四季度 CPI 同比压力整体有限，PPI 同比趋势性下行。往后看一年，通胀压力最大的时点可能是明年二季度，届时存在突破 3% 的可能性。不过，今年 CPI 两次超预期的来源主要是旅游和油价相关分项，尽管通胀的绝对压力有限，但 9、10 月份仍需要关注旅游旺季和油价高涨叠加带来的预期差风险。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

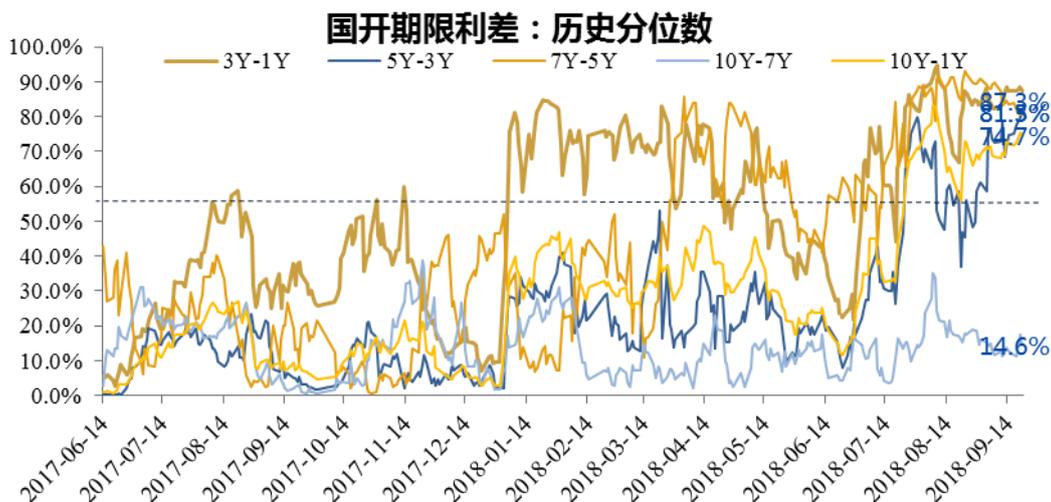
当前经济的主要支撑在于地产和出口，随着棚改货币化安置政策的收缩，三四线地产销量回落将拖累全国地产销售转弱。随着土地购置费增速下台阶，未来地产投资增速将继续下行。不过，建安投资已经有所恢复，在低库存背景下，考虑到上半年新开工较强未来可能会带动施工，叠加 9、10 月为开工旺季，地产建安投资将会呈逐渐恢复态势，这可能是短期内支撑需求的边际力量。而从出口来看，今年 3 月以后，出口增速持续下行，但对美出口增速高于总出口增速、且稳中略升，这其中主要有美国基本面强于欧、日的支撑，其次也有一部分对美出口抢跑的刺激。9 月 24 号开始美国对 2000 亿美元中国进口商品征税，9 月大部分时间可能仍处于抢跑期。不过，抢跑动力可能在逐步减弱，叠加外需边际走弱、基数抬升，预计出口增速将进一步下行。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

从供给来看，10 月起，来自地方债的压力会大幅减轻，且政金债由于到期量在 2000 亿以上净融资额将在 0 附近，地方债和政金债影响下 10 月起整体利率债净融资压力将会有明显缓解，四季度利率债的供给压力整体要小于去年和往年均值。地方债发行缩量，不仅会降低流动性压力，也会在一定程度上影响曲线形态。考虑到地方债发行期限偏长（9 月 5Y、7Y、10Y 品种占比在 80% 以上），前期对长端利率债的压制较大，10 月供给下降后将有助于曲线趋平。

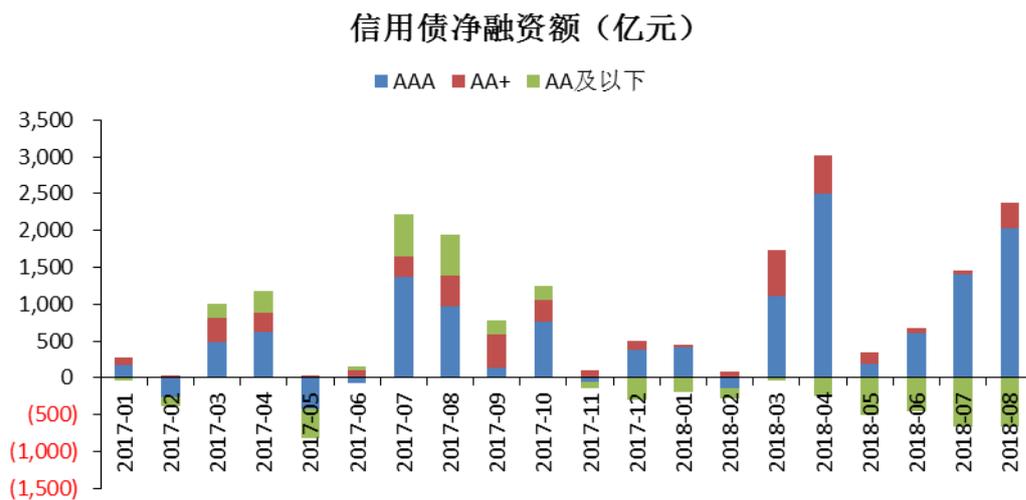
短期 9 月加息靴子落地之际美债有望出现一轮修复式反弹，从历史情况统计来看国内债市可能也有小幅的跟涨空间。从流动性来看，当前仍建议维持高杠杆。不过，短端的性价比在下降。鉴于债券融资已成为稳社融的重要支撑，推升企业债券融资利率不符合稳增长大局，再加上当前曲线已经十分陡峭化，长端利率债收益率存在进一步下行的空间。



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

2、信用债投资策略

从信用债融资来看，低评级信用债融资情况仍未出现明显改善。尽管 7、8 月信用债的净融资分别达到 1219 亿和 2480 亿，但 AA 及以下评级债券净融资额均约为-660 亿。今年 1-8 月信用债净融资额合计约为 8900 亿元，AA 及以下评级净融资额约为-2870 亿元，而 17 年 1-8 月 AA 及以下评级净融资额约为 1100 亿元。

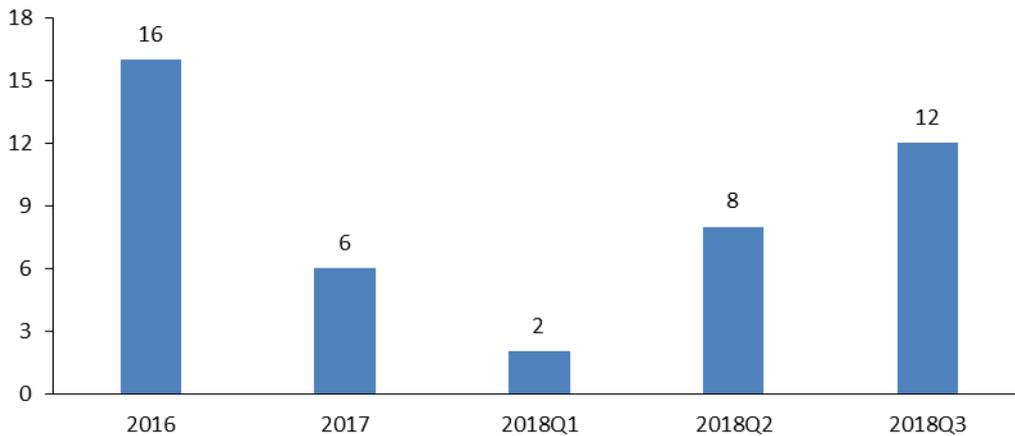


数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

信用违约方面，截至 9 月末，18 年以来，新增违约主体已达到 22 家，已超

过 16 年全年的数量。3 季度以来，新增违约主体达到 12 家，超过了二季度的“违约潮”。三季度新增违约主体除六师国资和美兰机场属于地方国企，其余全部为民营企业。尽管三季度以来市场对于违约已经有所钝化，新增违约主体为对债券市场造成大幅冲击，但目前低等级和民企信用债的信用利差和等级利差仍然居高不下，说明市场风险偏好的提升幅度有限。

新增违约主体数量



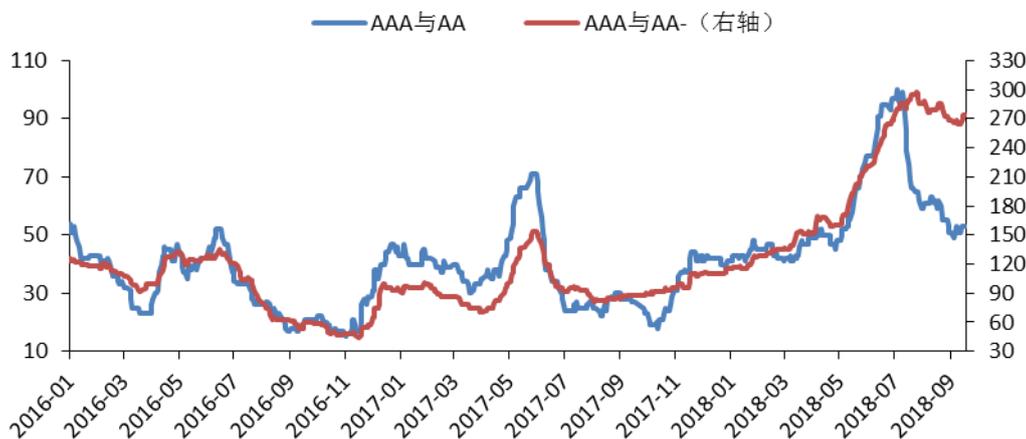
数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

城投债方面，尽管近期政策的宽松有利于城投整体的风险降低，但城投资质的分化仍然严重。今年以来，有多起城投信用风险事件爆发，主要发生在非标领域；但对于公募债券，地方政府保刚兑的意愿仍然较强。尽管地方政府不能直接动用财政资金化解城投债务，但仍可以通过协调地方国企、城投公司之间相互拆借，以及协调银行等金融机构等多种渠道缓解资金压力。

从城投债等级利差来看，市场对于城投债仍存在一定的级别下沉需求。目前 AA 与 AAA 级城投的等级利差已压缩至历史 1/4 分位数，等级利差进一步大幅压缩的空间已不大。8 月中旬农六师违约对中低等级城投造成一定冲击，城投债和产业债利差有所走阔。但短暂冲击过后，8 月末以来，中低等级城投债和产业债的利差又恢复压缩趋势。目前 AA 级城投债和中票的利差已压缩至历史 10% 分位数，AA-级城投债和中票的利差处于历史中位数水平。中低等级城投债相对于高

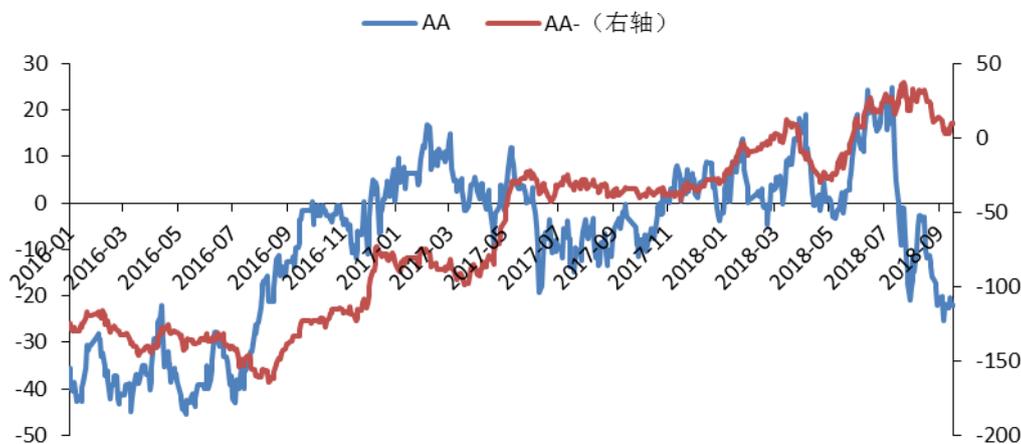
等级城投债以及同级别产业债的利差空间均较小，性价比已不高，后续一旦政策调整，则可能面临一定的回调压力，不建议追涨。

3年期城投债等级利差走势



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

3年期城投债与中票利差走势



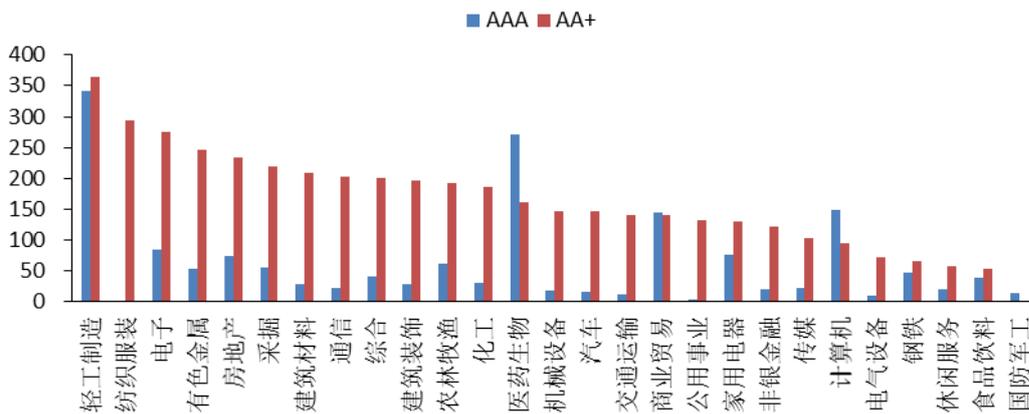
数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

从目前的信用债估值来看，经过前期的调整，中高等级的收益率水平已降至 50%分位数以下，低等级仍处于 50%分位数以上。信用利差方面，低等级和中高等级分化严重：AA+和 AAA 级普遍处于 60%分位数以下，AA 级目前已回落至 70%分位数以下，而 AA-级仍处于 90%分位数以上。期限利差有所走阔，3 年期和 5 年期中高等级期限利差普遍处于 60%分位数以上。

收益率水平 (%)	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	3.69	3.95	4.35	6.17	4.18	4.47	5.01	6.90	4.47	4.89	5.53	7.41
当前分位数	39%	39%	43%	72%	41%	37%	47%	80%	39%	40%	53%	82%
信用利差 (bp)	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	61	87	127	309	53	82	136	325	50	92	156	344
当前分位数	54%	54%	70%	94%	46%	36%	58%	94%	34%	31%	53%	95%
期限利差 (bp)	3Y-1Y				5Y-1Y				5Y-3Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	49	52	66	73	78	94	118	124	29	42	52	51
当前分位数	68%	63%	64%	44%	67%	66%	69%	49%	63%	72%	74%	60%
等级利差 (bp)	1年期 (与AAA利差)				3年期 (与AAA利差)				5年期 (与AAA利差)			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	-	26	66	248	-	29	83	272	-	42	106	294
当前分位数	-	46%	70%	93%	-	33%	66%	97%	-	53%	83%	98%

行业利差方面，以 AA+ 级别为例，利差水平较高的行业主要包括轻工制造、纺织服装、电子等，主要是由于这些行业发债企业以民企为主，随着民企整体利差走阔，带动行业利差走阔；而煤炭、钢铁等行业由于行业景气度持续以及行业龙头以国企为主，利差大幅压缩。

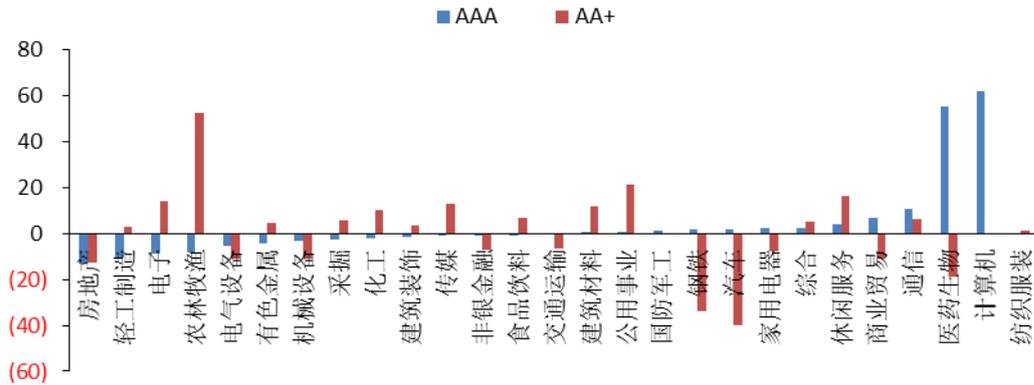
行业利差 (9.28)



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

从行业利差变动来看，8 月以来地产债成交有所回暖，房地产行业利差下降明显。目前地产债分化较为严重，龙头地产企业融资能力较强，且受益于行业集中度提升，建议主要在 AA+ 地产债中寻找机会。但我们认为地产债目前难以出现趋势性机会，如果后续地产预售制度取消逐步推广，那么地产企业现金流将明显承压。

行业利差变动 (8-9月)



数据来源：Wind 资讯，国寿安保整理。

信用债投资策略：尽管信用违约对于市场的冲击已不大，但市场的风险偏好未出现显著提升，仍然不建议过度下沉评级，择券仍以 AA+ 为主。三季度以来，中低评级城投债收益率下行幅度较大，其相对于高等级城投债以及同级别产业债的利差空间均较小，性价比已不高，后续一旦政策调整，则可能面临一定的回调压力，不建议追涨。目前期限利差分位数较高，将中高等级拉长至 3 年期性价比较高。

注：文中数据截止至 2018.09.25。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。