

概要：

■ 宏观经济观点

经济走出快速下滑阶段，已在低位企稳并缓慢回升。未来中央将继续通过基建投资项目和结构性减税等计划维稳经济，并不排除通过降息以减轻企业经营负担，刺激企业投资需求回升。

■ A股市场展望和选择

展望四季度A股市场，四季度初，经济数据弱势回暖、流动性好于三季末、十八大期间维稳氛围主导，市场有望企稳反弹，但4季度限售股大规模解禁减持压力、三季报业绩风险冲击、临近年末企业再次面临资金面风险等因素将制约市场反弹空间。

四季度行业配置重点考虑：受益于制度改革和政策红利的行业；受益于稳定经济增长预期的行业；具有相对估值优势和盈利预测下调风险小的行业。

■ 债券市场现状与展望

三季度开始，债券市场出现了持续的调整，而近期美联储QE3的推出，推升了市场的风险偏好，同时推升了市场的通胀预期，债市震荡加剧，表现为利率债急剧调整，中低等级信用债企稳反弹。

我们从较长期限的宏观背景来看，中国经济的复苏困难重重，最近几年将大概率处于一个相对较弱的状态，经济增速下台阶已成事实。那么在总需求收缩的背景下，通胀或许会有季节性或政策性的反复，但趋势性大幅回升的上行风险不大。这样的经济运行状态，对债券市场来说，长期较为有利。



目录

◆ 宏观经济	2
一、国内经济：经济底部企稳，需求依然疲弱.....	2
1、GDP增速创新低	2
2、产销疲弱，工业增加值继续回落创出新低	2
3、房地产投资增速上升，趋势仍待观察	3
4、消费增速保持平稳	4
5、进出口增速低于预期	4
6、CPI回升符合预期，PPI见底在即	5
7、信贷金额高于预期，结构依然不佳	6
二、近期政策展望——政策维稳为主，货币保持宽松.....	6
◆ A股市场	7
一、企业盈利展望.....	7
二、市场估值.....	8
1、A股市场整体估值继续保持低位.....	8
2、行业估值优势比较	9
三、投资者情绪.....	10
四、4季度A股市场投资策略.....	11
1、市场基本判断	11
2、行业配置	11
◆ 债券市场	11
一、宏观经济支持未来慢牛行情.....	11
1、宏观背景对债市长期有利	11
2、政策的空间及有效性	11
二、四季度信用债策略：持有策略占优，严格控制信用风险.....	12
1、参考基准利率，信用债的收益率下行空间不足，交易价值并不显著	12
2、持有期收益率显现配置价值，重配置轻交易	13
3、控制风险，强调个券甄选	14
4、四季度信用债的资金面和供需或能有所改善	15
三、四季度利率债策略：金融债优于国债.....	15
1、长端上行风险大部分化解	15
2、短端利率短期依然受限，但资金面或较三季度改善	16
3、国债价值劣势显现，金融债较优	16

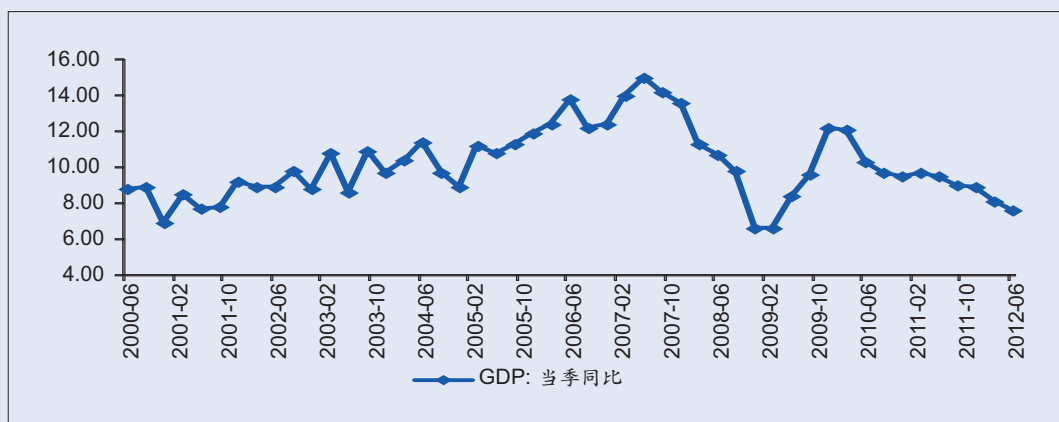
◆ 宏观经济

一、国内经济：经济底部企稳，需求依然疲弱

1、GDP增速创新低

二季度GDP增速为7.6%，创出近三年来的新低，且已接近7.5%的增长目标。三季度以来，尽管政府积极出台各类刺激民间投资政策、批准一系列基建投资项目，并在7月初再次降息，但受制于产能过剩企业去库存进程持续、银行中长期信贷增速缓慢、内需疲弱以及海外动荡等不利因素的影响，三季度工业增加值连创新低，7、8月分别为9.5%和8.9%，以此推断三季度GDP将继续下降至7.4%附近。目前经济呈现底部企稳态势，预计四季度GDP将维持在7.5%附近，全年增速达到7.5%。

图表1：GDP增速将见底回升

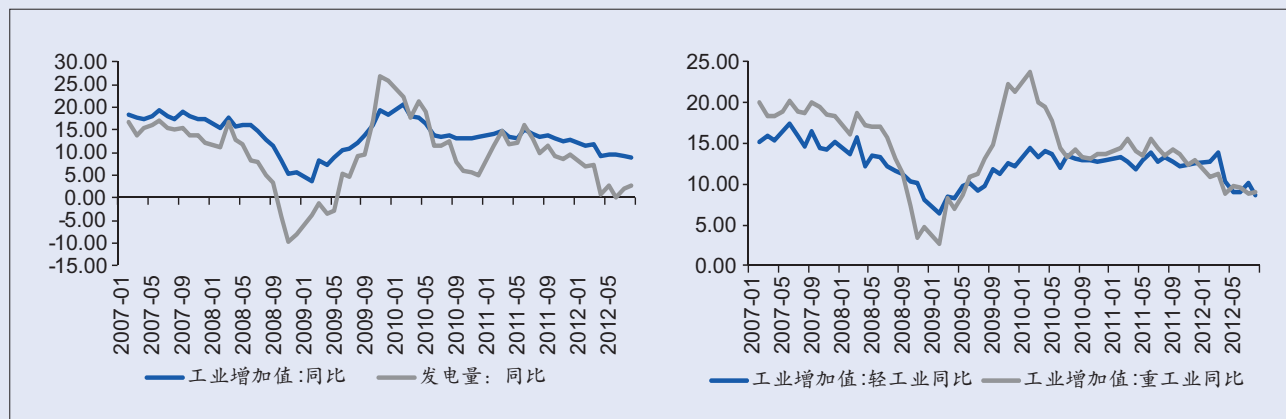


2、产销疲弱，工业增加值继续回落创出新低

8月工业增加值同比增速8.9%，较7月继续下降，创下三年以来的新低，其中轻工业增速下滑大于重工业。整体而言，在PPI持续下行和国内需求疲弱的情形下，工业生产持续低迷，未来在没有政策大规模刺激的情况下，PPI难以迅速回升，去产能背景下工业生产难有明显改善。

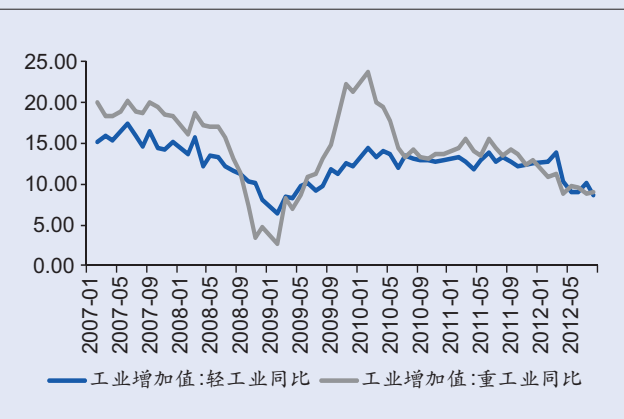
由于目前工业生产仍处于去库存阶段，预计9月工业增加值增速难有明显改善，但随着去库存进入尾声，倘若政策力度使得投资和消费增速企稳，那么四季度工业增加值将出现小幅回升。

图表 2：工业增加值继续回落



数据来源：国家统计局、WIND资讯

图表 3：轻工业增速下滑

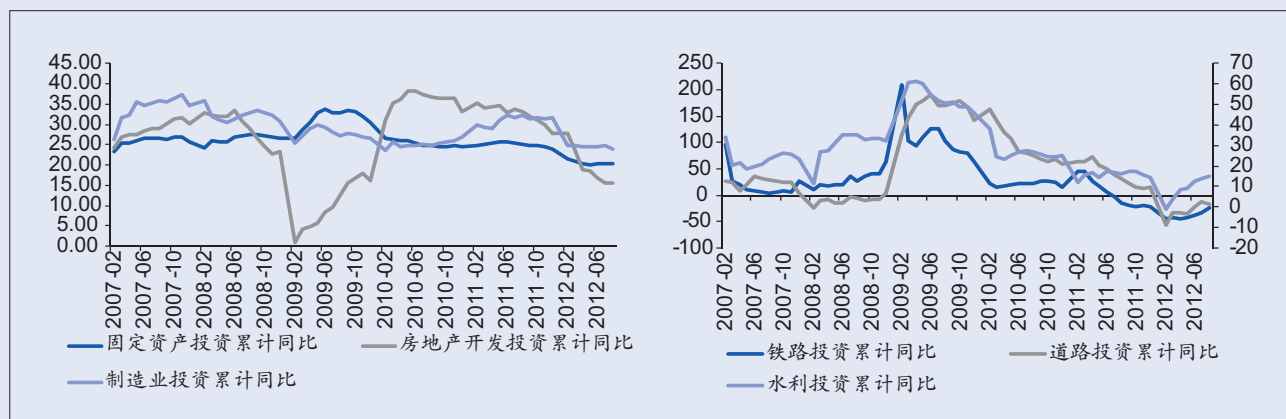


3、房地产投资增速上升，趋势仍待观察

前8个月固定资产投资累计增速为20.2%，较7月小幅下滑。其中，制造业投资累计增速为23.9%，与上月相比出现了较快下滑。房地产投资累计增速则是近一年来出现首次上升，达到15.6%，上月增速为15.4%。基建投资增速于今年2月见底后继续回升，其中铁路投资累计增速回升幅度较大，主要受到去年动车事件后铁路投资基数较低的影响。单月而言，地产投资增速快速回升至17%，上升了8个百分点，从而弥补了制造业投资单月下降8个百分点对整体投资增速的不利影响。

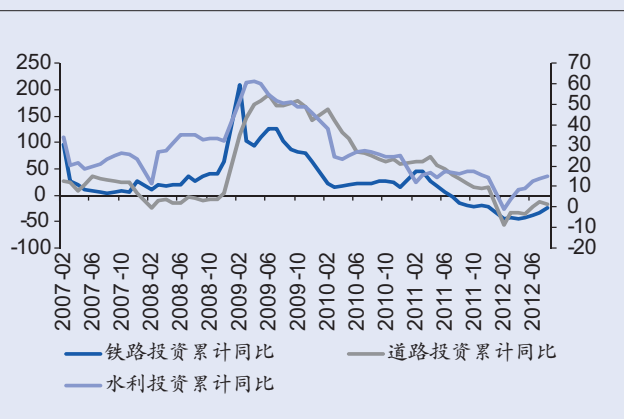
我们预测下半年在基建投资和降息作用的推动下，投资增速能够企稳，但考虑到企业盈利依然较差，且地产投资依然处于底部，投资增速难以迅速回升，维持全年累计投资增速维持在21%水平的预测。

图表4：固定资产投资增速企稳



数据来源：国家统计局、WIND资讯

图表5：基建类投资增速继续上升

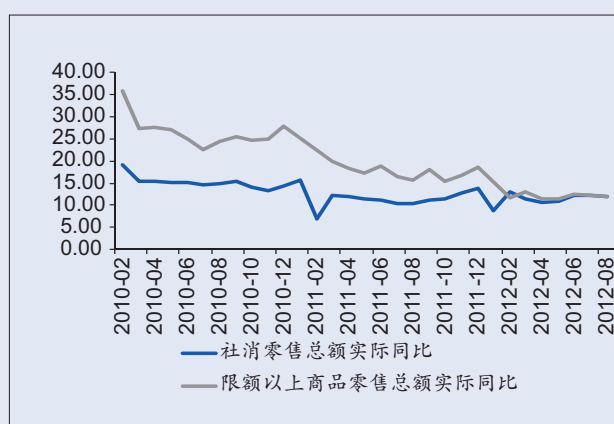


4、消费增速保持平稳

8月名义社会零售消费额同比增长13.2%，较7月微幅上升，扣除价格下跌的影响后（8月RPI同比增长1.0%，较7月上升0.2%），8月实际社会零售消费额同比增长12.1%，较7月则微幅下降。8月名义限额以上商品零售额增速同比增速为13.2%，较7月上升0.1%，实际增速为12.1%。总体而言，扣除价格因素后，8月实际消费增速与7月基本持平。

我们认为，由于消费增速变化滞后于经济走势，消费者信心下降将抵消政策利好对市场的刺激，同时随着大宗商品价格走高，未来消费增速可能受到压制，唯一的亮点可能是地产销售回暖带动的相关消费品增速回升。预计9月社消同比增速为13%，下调全年预测值为14%。

图表6：实际消费增速与7月基本持平



图表7：消费者信心指数下滑



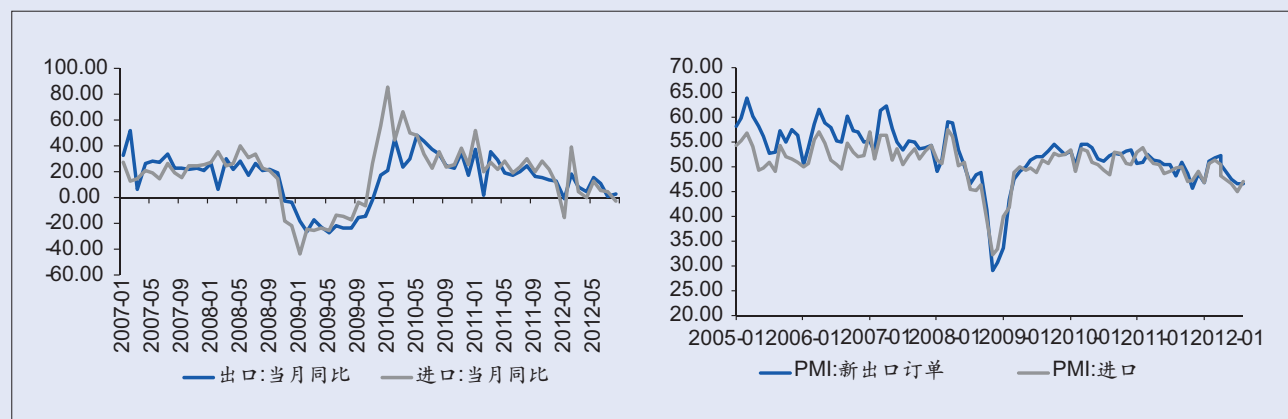
数据来源：国家统计局、富国基金

5、进出口增速低于预期

8月进出口增速继续低于预期，其中出口增速同比小幅上升至2.7%，进口增速-2.6%。当月贸易顺差为266亿，主要来自于较弱的内需导致进口增速大幅下滑所致。今年以来，贸易顺差累计值较去年同期相比增加287亿元，增幅为31%，显示内需弱于外需的情况。

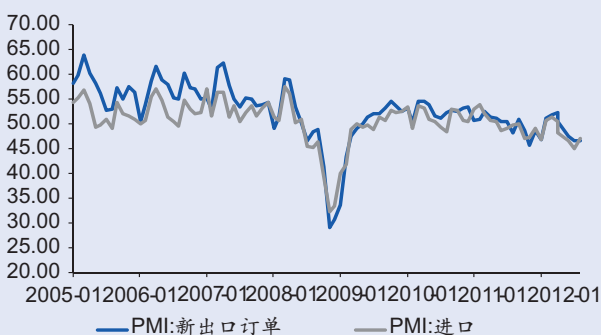
未来在欧美量化宽松的政策基调下，海外经济形势有望趋于缓和，但难以看到快速复苏态势，预计我国出口增速将在底部企稳，进口则依旧受制于去产能过程和疲弱的内需，由于去年9月基数较低，预计8月出口增速回升至6%左右的水平，进口增速可能小幅回升至4%。预计全年出口增速8%，下调进口增速至7%。

图表8：进出口增幅均回落



数据来源：国家海关、富国基金

图表9：PMI指标显示外需依然疲弱

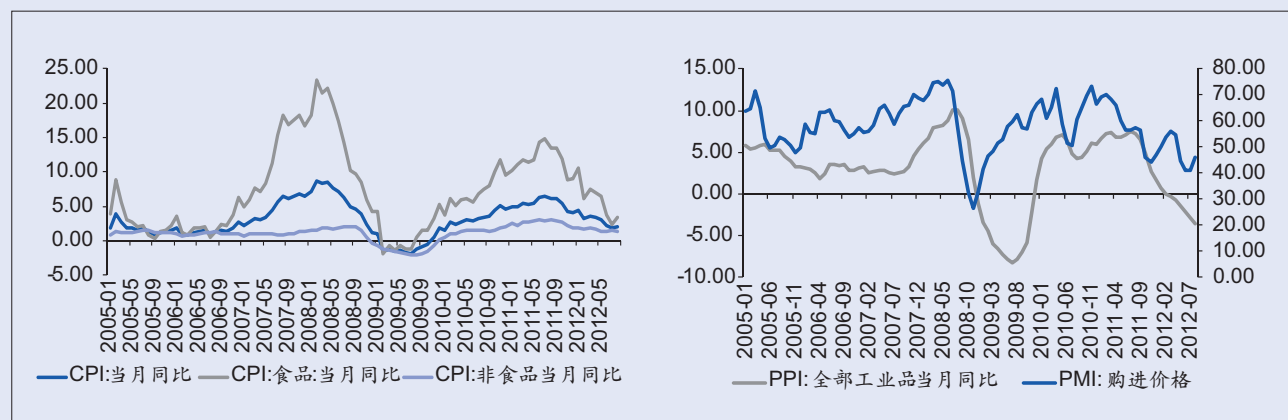


6、CPI回升符合预期，PPI见底在即

8月CPI同比增长2.0%，与预期基本相符。其中食品价格同比涨幅3.4%，环比1.5%，其中蔬菜环比涨幅大幅上升是本月食品环比较高的主要原因。非食品价格同比涨幅1.4%，环比0.1%，其中娱乐教育、交通运输和医疗保健的环比增速均小幅高于季节性。8月PPI同比-3.5%，其中采掘、原材料和加工工业价格均继续下滑。但从环比来看，8月PPI环比-0.5%，跌幅较上月收窄，并且采掘业与原材料加工业环比跌幅均收窄。

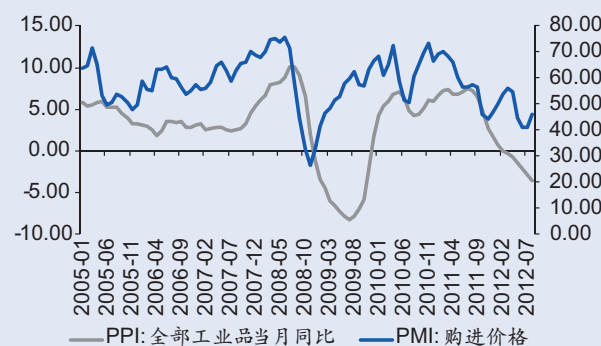
展望9月，CPI环比约为0.6%，同比涨幅2.1%，较8月小幅回升。未来由于劳动力等成本刚性原因，CPI将继续小幅上行，但考虑到消费需求较弱且猪肉存栏量居高不下，今年CPI难以出现超越3%的反弹。而近期的商务部数据显示，随着QE3后大宗商品价格上涨预期显现，预计9月PPI环比跌幅继续缩窄并接近于0，同比较8月小幅下跌，并可能是今年的底部，四季度将出现一定回升。

图表10：CPI回升幅度符合预期



数据来源：国家统计局、富国基金

图表11：PPI继续走低



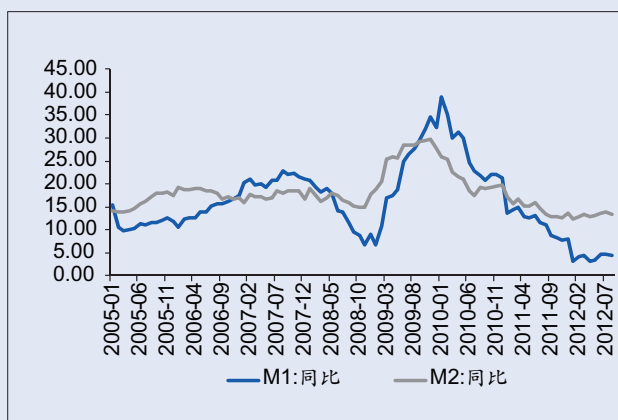
7、信贷金额高于预期，结构依然不佳

8月货币供应量增速较7月略有下降，其中M2同比为13.5%，较上月下滑0.4%，这与新增信贷7039亿元超出预期相矛盾，主要是来自于较低的外汇占款导致由此新增的流动性缩减的原因。

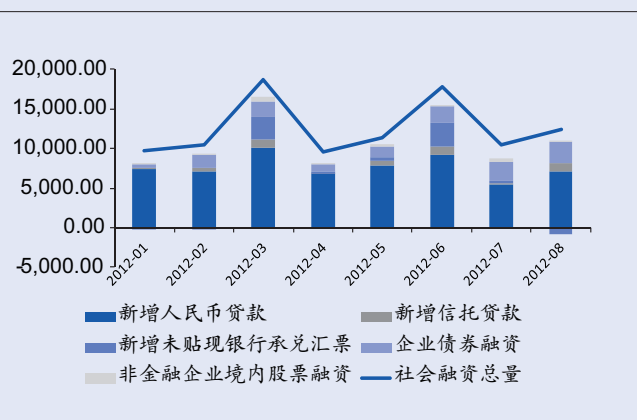
8月新增信贷7039亿元超预期，较7月多增1638亿元，且高于去年同期水平，但贷款结构依然难有改善。8月社会融资总量数据显示，除信贷外，信托贷款较7月明显多增，已成为地方政府筹措资金以支持基建投资的重要手段。新增企业债券2584亿，新增量与7月持平且处于历史高位，其与信托融资共同成为补充银行信贷的重要通道。

我们预期，在稳增长的政策基调下，随着部分投资项目进入放款期，新增信贷将有所增长，其中中长期信贷将缓步回升。以目前的信贷投放节奏来看，全年8万亿目标已确定可以实现。

图表 12：货币供应量增速下滑



图表 13：信托贷款和企业债券融资增量上升



数据来源：国家统计局、中国人民银行

二、近期政策展望——政策维稳为主，货币保持宽松

8月工业生产与出口继续疲弱，而地产相关投资和信贷则表现强劲，同时通胀回升幅度符合市场预期。目前经济已走过了快速下滑阶段，但在缺乏强力刺激政策的情况下，目前产能过剩和去杠杆背景将使得经济呈现低位企稳态势。未来中央将继续通过基建投资项目和结构性减税等计划维稳经济，并不排除通过降息以减轻企业经营负担，刺激企业投资需求回升。

具体政策预测：

准备金：目前人民币贬值预期仍然处于高位，同时银行间市场流动性仍不宽裕，目前的逆回购操作制约了银行信贷资金向中长期投放的规模。预计今年仍有一次降准机会。

利率：近两个月统计局数据显示，房价强劲反弹趋势未现，未来若企业投资需求迟迟不出现改善，则央行选择降息的可能性依然较大。

信贷：全年信贷规模将超过8万亿，三季度整体基调仍偏向实质放松。将通过放松地方融资平台贷款等措施为地方投资提供相关资金支持。

房地产：继续地产调控政策，不会允许明显的刺激行为。在降息刺激下，未来房地产最佳状态是量升价平实现逐步去库存。若房地产价格快速反弹，地产调控重新紧缩的可能性较大。

财政政策：积极。今年前8个月显示财政收入增幅下滑，地方财政收入尤其吃紧，未来在财政支持下，基建投资将保持升势，财政赤字幅度将有所扩大。

◆ A股市场

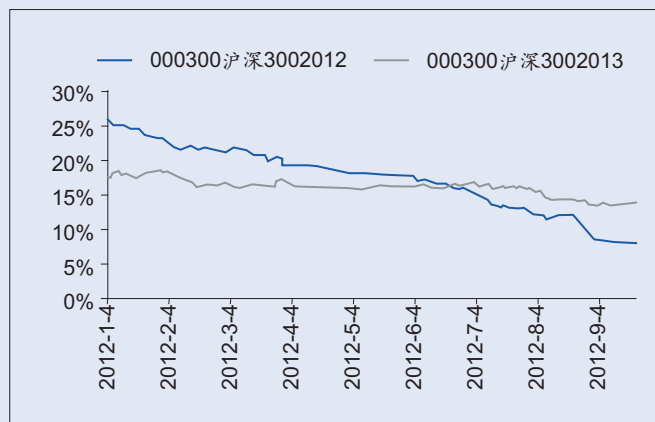
一、企业盈利展望

中报后的盈利预测调整基本结束，**截止2012.9.27，2012和2013年盈利预测分别为8.1%和13.8%**，较二季度末分别下调7.7%和2.8%。

2012E-周期类16个子行业中，煤炭、石油、石化、化工、机械、证券、有色、民航、建材、航运业10个行业增速预测皆负，仅元器件，房地产，保险，钢铁、银行、汽车盈利增速预测为正，且强于沪深300整体。

2012E-稳定增长类18个子行业中，电子设备、供水供气、贸易、生物制品、铁路运输、农林牧渔盈利增速预测皆负，软件和化学药盈利增速预测为正但弱于沪深300样本整体。

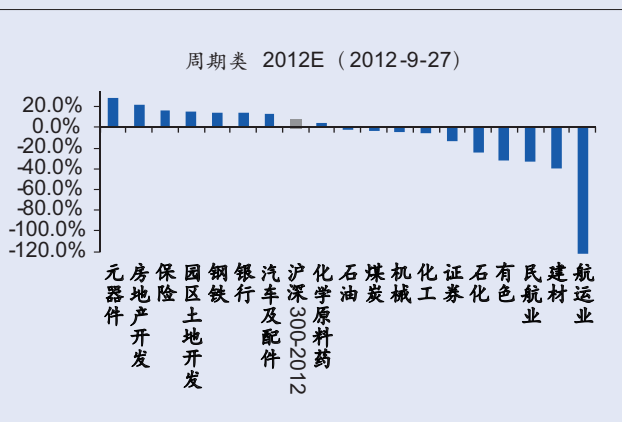
图表14：中报后盈利预测调整接近尾声



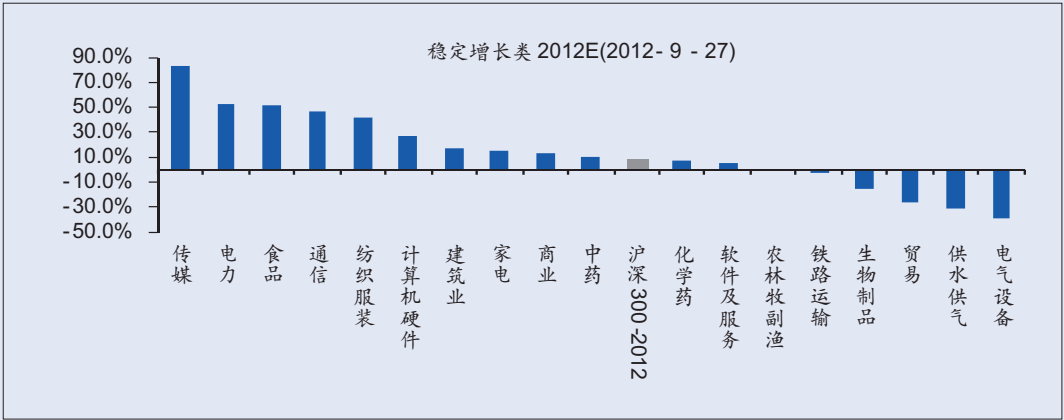
数据来源：富国基金、朝阳永续一致预期

数据截止：2012.9.27

图表15：周期类行业盈利增速预测



图表16：稳定增长类行业盈利增速预测



数据来源：富国基金、朝阳永续一致预期
数据截止：2012.9.27

二、市场估值

1、A股市场整体估值继续保持低位，PE_TTM和PB均低于长期均值（截止2012.9.27）

图表17：PE_TTM和长期均值



图表18：PB和长期均值



2、行业估值优势比较 —相对市场PE_TTM

图表19：各行业估值优势比较（9月27日）

行业名称	当前水平	历史平均水平	历史标准偏差	目前所处区域
银行	0.45	0.70	0.21	(1.19)
供水供气	1.30	1.86	0.50	(1.11)
商业	1.30	1.56	0.25	(1.09)
房地产开发	0.84	1.10	0.27	(0.97)
建材	0.95	1.17	0.24	(0.90)
建筑业	0.85	1.09	0.27	(0.89)
园区土地开发	0.98	1.30	0.46	(0.70)
贸易	0.69	0.79	0.15	(0.67)
汽车及配件	0.86	1.02	0.30	(0.57)
铁路运输	0.75	0.87	0.37	(0.33)
软件及服务	1.66	2.59	2.91	(0.32)
民航业	1.08	1.69	1.96	(0.31)
石化	0.81	1.00	0.83	(0.22)
化纤	1.09	4.73	17.93	(0.20)
航运业	0.00	0.99	6.95	(0.14)
农林牧副渔	1.85	1.99	1.07	(0.12)
家电	0.98	2.56	16.51	(0.10)
传媒	2.22	2.24	0.34	(0.07)
计算机硬件	1.94	1.98	0.73	(0.04)
食品	1.82	1.82	0.35	(0.01)
化学原料药	1.68	1.68	1.47	0.00
电力	1.42	1.36	0.91	0.06
机械	1.09	1.08	0.20	0.07
医药流通	1.43	1.18	1.13	0.22
元器件	2.45	1.75	2.27	0.31
纺织服装	0.97	0.91	0.20	0.33
煤炭	1.01	0.90	0.27	0.40
保险	1.77	1.18	1.34	0.44
有色	2.92	1.65	2.23	0.57
钢铁	2.30	1.28	1.66	0.61
酒店旅游	2.33	1.43	1.18	0.76
石油	1.15	0.73	0.44	0.93
通信	2.65	1.80	0.77	1.12
证券	2.12	1.33	0.71	1.12
中药	2.05	1.51	0.45	1.21
生物制品	3.32	1.58	1.24	1.41
化工	1.95	1.38	0.39	1.46
电气设备	2.62	1.56	0.37	2.87
化学药	2.46	1.21	0.39	3.23

数据来源：富国基金

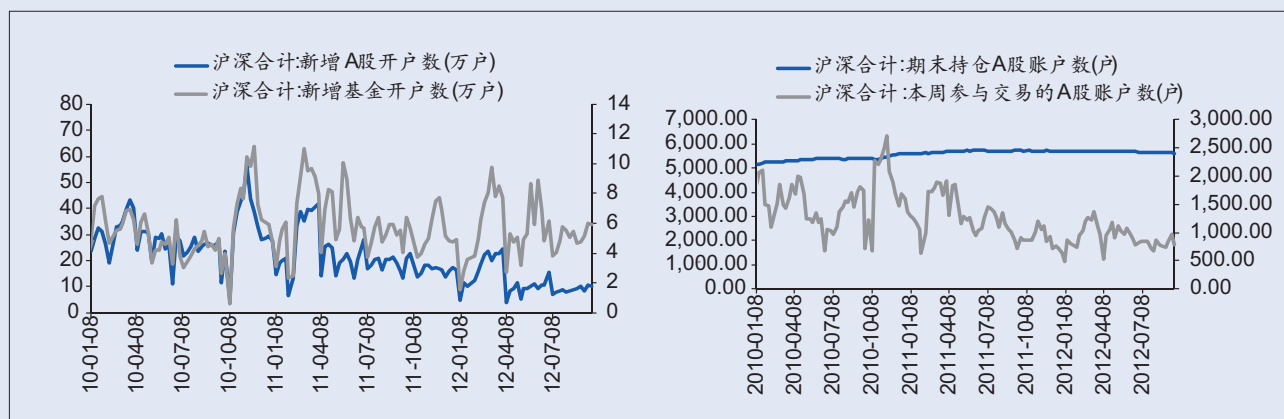
从目前各行业的估值优势比较来看，银行、供水供气、商业、房地产开发、建材、建筑业、园区土地开发、贸易、汽车及配件、铁路运输、软件及服务、民航业、石化、化纤、航运业、农林牧副渔、家电、传媒、计算机硬件、食品具有相对估值优势；而化学药、电气设备、化工、生物制品、中药、证券、通信、石油、酒店旅游、钢铁、有色、保险、煤炭、纺织服装、元器件、医药流通等行业不具备估值优势。

三、投资者情绪

从衡量投资者情绪的指标：AH股溢价指数、换手率、A股开户人数和新开户基金数、期末持仓A股账户数等指标近期的情形来看：

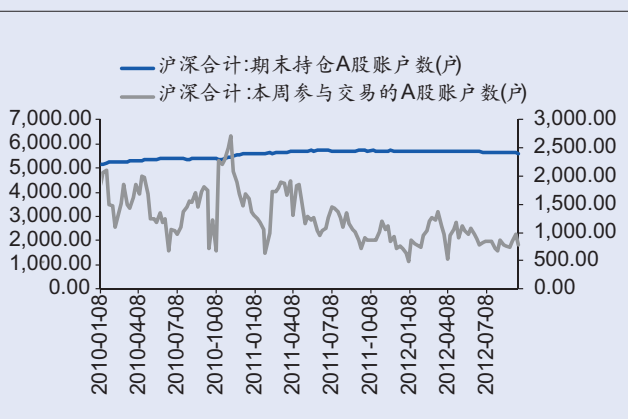
新增A股开户数小幅抬升，周参与交易账户数低位盘整，结合AH股溢价率和全部A股成交金额，换手率来看，市场情绪仍较为谨慎。

图表20：新开户数小幅抬升

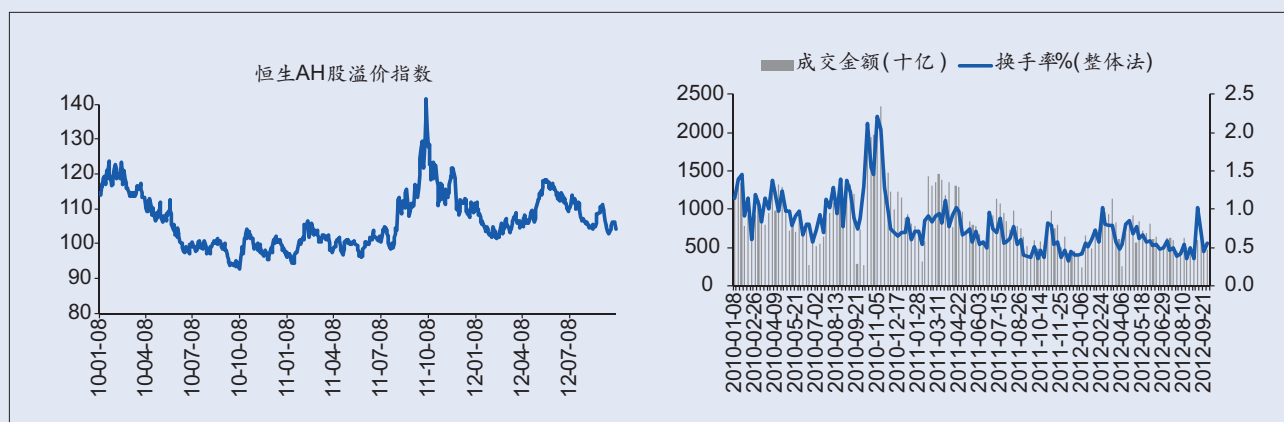


数据来源：WIND资讯、富国基金

图表21：参与交易的A股账户数低位盘整

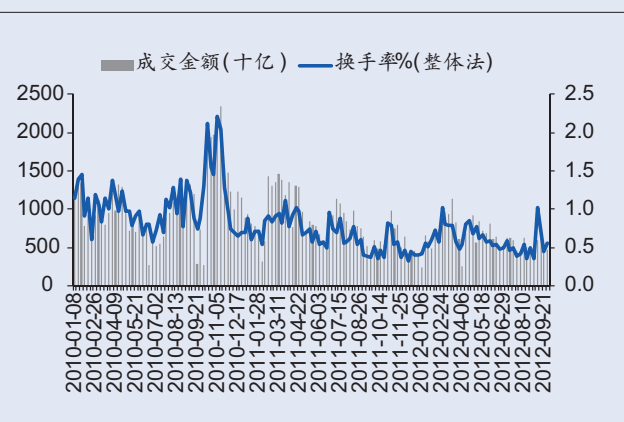


图表22：AH溢价小幅回落



数据来源：WIND资讯、富国基金

图表23：全部A股周成交金额低位盘整，换手率大幅震荡



四、4季度A股市场投资策略

1、市场基本判断

展望四季度A股市场，四季度初，经济数据弱势回暖、流动性好于三季末、十八大期间维稳氛围主导，市场有望企稳反弹，但4季度限售股大规模解禁减持压力、三季报业绩风险冲击、临近年末企业再次面临资金面风险等因素将制约市场反弹空间。

2、行业配置

四季度行业配置重点考虑：受益于制度改革和政策红利的行业；受益于稳定经济增长预期的行业；具有相对估值优势和盈利预测下调风险小的行业。

◆ 债券市场

一、宏观经济支持未来慢牛行情

1、宏观背景对债市长期有利

三季度开始，债券市场出现了持续的调整，触发的因素是CPI见底回升、上半年获利盘浮盈较大、资金较前期相对紧张，以及债券市场供需失衡的预期。而近期美联储QE3的推出，推升了市场的风险偏好，同时推升了市场的通胀预期，债市震荡加剧，表现为利率债急剧调整，中低等级信用债企稳反弹。

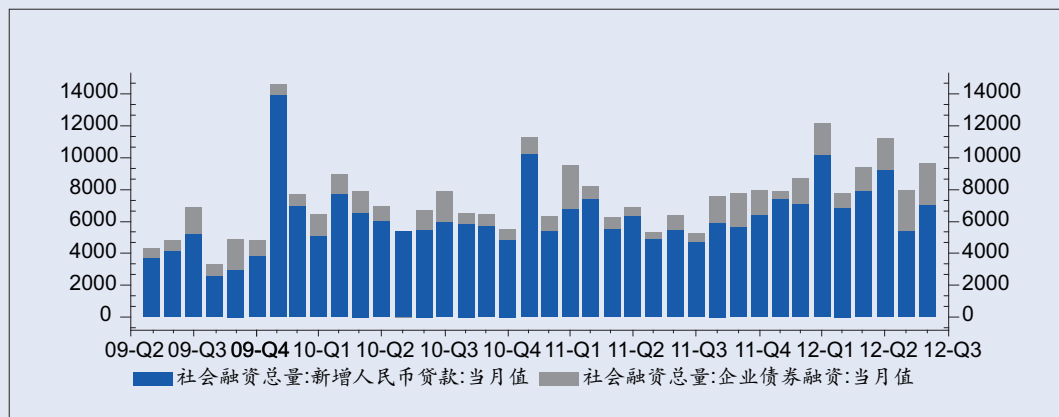
我们从较长期限的宏观背景来看，中国经济的复苏困难重重，最近几年将大概率处于一个相对较弱的状态，经济增速下台阶已成事实。那么在总需求收缩的背景下，通胀或许会有季节性或政策性的反复，但趋势性大幅回升的上行风险不大。这样的经济运行状态，对债券市场来说，长期较为有利。

2、政策的空间及有效性

我们认为在通胀反弹的阶段（关键不是幅度，是趋势），货币政策的实施（降息降准）将受到比较明显的制约。而且经过09年的大量货币投放后，相比08年经济总量的低基数、财政低杠杆状况，央行的货币政策空间已经非常有限；物价和房价问题已经不单纯是一个经济问题，更是一个综合性的社会问题，这些对于央行的货币政策都将是一个长期的制约。

从今年的货币政策操作来看，央行对融资端的整体调控思路就已经在逐步摆脱以往的信贷总量规模模式，而朝着融资渠道的多样化方向在走。比如通过增加债券发行来对冲信贷不足，由于债券的货币乘数远小于贷款，发债可以使得货币增速下降，通胀压力缓解，有利于经济的平稳转型。这或许能够解决融资端结构性问题（特别是信贷供给端），但替代过程会比较长，而且融资端规模的明显改善可能难以持续看到。

图表 24 社会融资总量中债券融资比例不断提升



数据来源: WIND

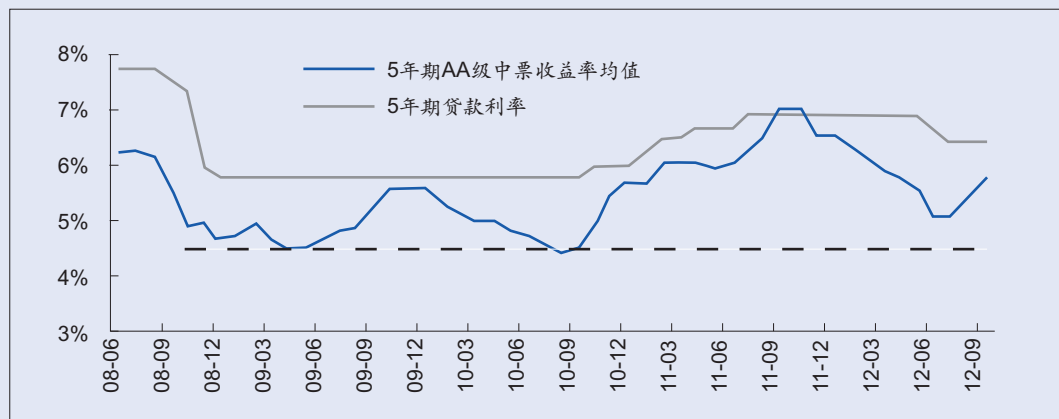
到目前为止, 政府的调控政策依然偏保守, 这确实说明政府对经济下滑的容忍度在上升, 但并不意味着政府可以忍受经济的持续下滑, 以至于通货紧缩。而且经济长期运行在潜在水平之下, 会是一种效率的损失, 这也正是宏观经济政策所需要解决的问题。从目前PPI、CPI以及企业盈利水平来看, 中国经济确实处在潜在产出之下, 这就意味着宏观经济政策应该出台适度的刺激政策。目前市场对于政策的必要性已经形成了共识, 而且预期较为合适的出政策时点会是在十八大以后。我们也认为四季度的政策面会迎来实质的放松, 但是放松的本质在于缓解债务紧缩过程中的阵痛, 而非形成实体经济再加杠杆的催化作用。而且依靠财政政策拉动经济将会是较为漫长的一个过程, 长期的宏观经济趋势较难迅速改变, 因此我们坚持债市的慢牛行情。

二、四季度信用债策略：持有策略占优，严格控制信用风险

1、参考基准利率，信用债的收益率下行空间不足，交易价值并不显著

如果参考银行贷款基准利率, 目前的中票收益率下降空间不足。具体来说, 我们判断中票的安全边际为: AAA级参照基准贷款利率下浮20%, AA+级参照基准贷款利率下浮10%, AA级参照基准贷款利率。而目前AA级中票的收益率水平已低于同期银行基准利率, 因此我们认为信用债总体继续上涨的幅度相对有限。但由于目前基准利率水平依然处于降息的通道之中, 因此信用债收益率大幅上行的风险也不大。总的来说, 四季度信用债的交易价值并不显著, 我们建议关注其配置价值。

图表 25 AA级中票的收益率水平已低于贷款基准利率



数据来源：WIND

2、持有期收益率显现配置价值，重配置轻交易

信用债经过6月底以来3个月的调整，收益率已经大幅上升，信用债的票息价值已经显现，持有期收益率明显。在下一阶段，即四季度，我们认为择时不如择券，与其过早地预测政策对经济的拉动作用，进行市场方向上的判断，倒不如进行个券甄别，先获取估值修复的收益。

图表 26 近三个月中票调整幅度（单位：bp）

中票 (6.20-9.20)		2y	3y	4y	5y
成交收益率变动 (BP)	AAA+	49	62	53	55
	AAA	107	61	64	87
	AA+	90	104	92	79
	AA	82	105	107	114

数据来源：ICAP

图表 27 近三个月短融调整幅度（单位：bp）

短融 (6.20-9.20)		1m	3m	6m	9m	12m
成交收益率变动 (BP)	AAA+	147	128	126	124	130
	AAA	120	118	137	138	143
	AA+	128	120	110	134	162
	AA	154	58	55	74	85

数据来源：ICAP

图表 28 中票成交收益率

9月20日	评级	2y	3y	4y	5y
成交收益率	AAA+	4.12	4.36	4.50	4.55
	AAA	4.37	4.49	4.69	4.02
	AA+	4.80	4.97	5.22	5.30
	AA	5.20	5.45	5.60	5.86

数据来源：ICAP

图表 29 无担保企业债估值收益率

9月20日	AAA	AA+	AA	AA-
3年	4.91	5.67	6.34	6.80
5年	5.20	6.04	6.85	7.41
7年	5.43	6.32	7.12	7.75

数据来源：中债估值

3、控制风险，强调个券甄选

➤ 对于产业债，我们将回避部分民营周期性行业的发债主体，严格进行个券的信用甄别。

在宏观经济偏弱、经济转型的大背景下，企业盈利下滑的趋势仍将延续，我们预计企业利润三季报的情况不容乐观。而四季度经济阶段性企稳后出现的需求边际改善，或将使得部分中下游企业的盈利在四季度出现一定程度的好转，但这并不意味着所有企业的盈利情况都会好转。控制风险，严格个券甄别将显得尤为重要。资质较好，受到市场认可的品种，结合较高的收益率水平，应该能够使其在利率产品的颓势中独善其身。

在周期性行业中，产能压力突出、管理能力较弱的民营企业风险值得重视；另外一些产能过剩行业也值得关注，如钢铁、光伏、风电设备、LED，以及部分低端煤化工等行业。一方面这些企业的盈利下滑远未结束，另一方面这些企业的融资渠道比较单一，财务弹性不强，容易出现短期流动性危机。我们认为这些发债主体在后期可能会出现评级下调和资金链紧张的情况，致使市场信用担忧情绪上升。因此要回避此类个券，控制风险。

➤ 对于城投债，我们认为由于今年融资平台融资环境的改善，流动性风险也相对较小，可以优选其中估值风险较小的品种。

相对而言，对于城投品种和地产债来说，基本面最差和资金链压力最大的阶段都已经逐步过去，我们认为年内市场对其产生明显信用担忧的可能性较小。政府可能选择性地放松地方融资平台：政府增加杠杆仍有空间，而这是促进基建投资的一种手段。

从经济传导规律来说，发债主体偿债能力恶化的顺序是：民企—>国企（我们看到国有企业利润增速已经下滑）—>政府（财政收入由于后周期的原因，仍然在增长，只是增速减缓）。因此就目前而言，优质城投债依然是相对安全的品种，而且此类品种的利差保护仍然较大。我们挑选的城投企业，要求区域财政实力较强（例如评级为AA+的财政实力较强地区的市级城投，或东部沿海经济发达地区的优质区县城投）；并且当地产业集群发展较好，第三产业占比较高。此外，在产业债中我们要求规避之行业的企业聚集地，我们也在城投债中相应地给予回避（比如光伏产业群聚集的高新开发区域城投）。

4、四季度信用债的资金面和供需或能有所改善

虽然我们总体判断经济下行，银行惜贷，尤其惜长贷，债券融资可能成为逆周期的政策工具，因此四季度信用债市场的供给依然较大，资金面也不可能出现宽松，但相比三季度应有所改善。

资金面方面，目前疲软经济和货币政策偏紧形成了一定的矛盾，如果经济增长在未来两个季度持续走弱，那么偏紧的货币政策可能无法持续。我们认为四季度基础货币投放将逐步回升，其中年底财政存款集中投放的正贡献显著，由此可以使资金面保持在一个紧平衡偏松的格局。

供给方面，四季度的供给较二三季度将有所回落。

图表 30 四季度信用债供给预测

	2011	2012年前8月	2012年9-12月(E)	2012(E)
中票	7,112	4,299	2,000	6,299
企业债	2,348	3,575	1,200	4,775
公司债	1,234	1,496	800	2,296

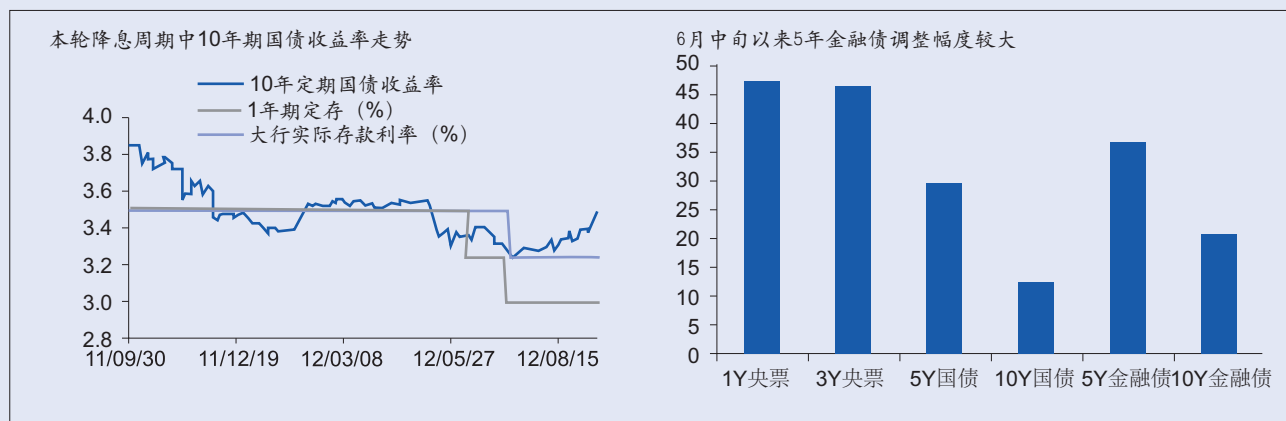
数据来源：WIND，富国基金

三、四季度利率债策略：金融债优于国债

1、长端上行风险大部分化解

在美国推出QE3前后，市场对通胀预期的修正，以及对CPI数据4季度出现反弹的提前反映，使得利率品种，尤其是长端品种出现了5-10bp的调整。目前10年期国债收益率落在3.50%附近，高于当前四大行一年期定存利率3.25%，估值安全性得到大幅提升。而6月中旬以来，5-7年政策性金融债品种收益率调整也已经相对充分，该品种相对长期国债而言具有更好的安全边际。

图表 31 长端国债和金融债风险大部分化解



数据来源：WIND

数据来源：WIND

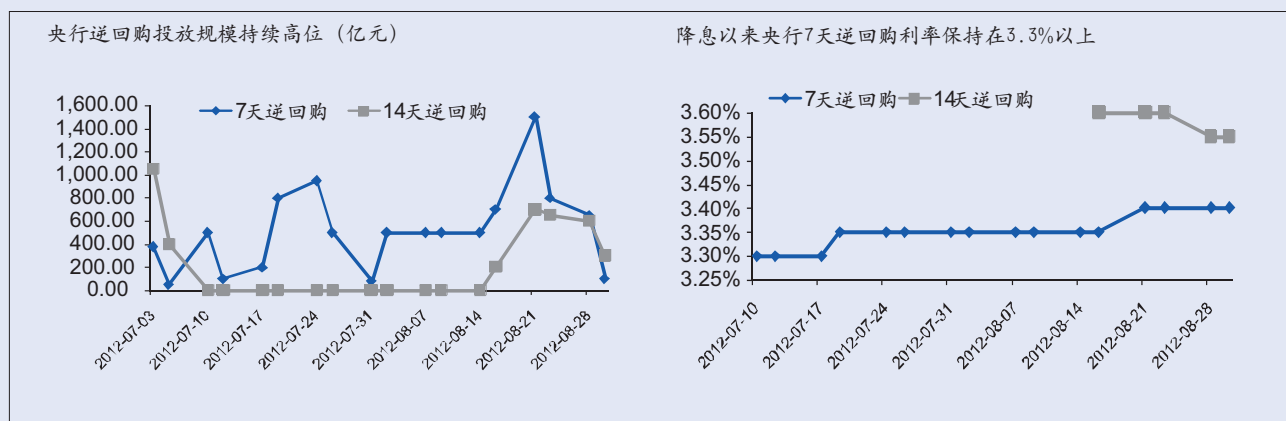
本轮降息周期会更长，同时由于力度也不如上一轮，未来经济企稳反弹的力度会比较弱，难以对中长端利率债造成重大压力。后期来看，经济复苏依然困难重重，通胀预期虽稍有抬头，但目前来看压力还不算大，加之前期债市调整之后估值安全性得到明显提升，未来继续调整的空间已经不大，但又缺乏明显的下行动力。

2、短端利率短期依然受限，但资金面或较三季度改善

相比长端利率品种，未来短端利率尽管或有下降，但短期表现依旧受制，其核心在于目前政策低于预期，央行以短期逆回购替代降准准率调控货币市场，短期资金成本维持相对高位。

即使市场预期四季度政策有一个拐点，但我们认为经济快速反弹的条件尚不具备。而且迫于资金流出压力，今年四季度资金面出现宽松的可能性也不大。从近期人民币汇率的走势来看，央行正试图通过抬升短期利率（回购利率）来稳定汇率，以抑制人民币贬值趋势。

图表 32 央行逆回购维持资金面的紧平衡



数据来源：WIND 数据来源：WIND

但是我们也注意到，自7月份以来，资金方面出现了所谓的“流动性迷局”。即银行间的3个月shibor利率、拆借回购利率和理财产品收益率均有小幅下降，信托和银信预期收益率也出现下降。但是与之矛盾的是，债券收益率和票据贴现利率出现明显的上升。在经济去杠杆阶段，实体经济对短期资金的旺盛需求可以解释部分原因。但是我们认为目前疲软的经济和偏紧的货币政策，已经形成了一定的矛盾，如果经济增长在未来两个季度持续走弱，那么偏紧的货币政策可能无法持续。因此我们认为资金面在四季度或将较三季度改善，随着四季度基础货币投放的逐步回升（其中年底财政存款集中投放正贡献显著），资金面可以保持在一个紧平衡偏松的格局。

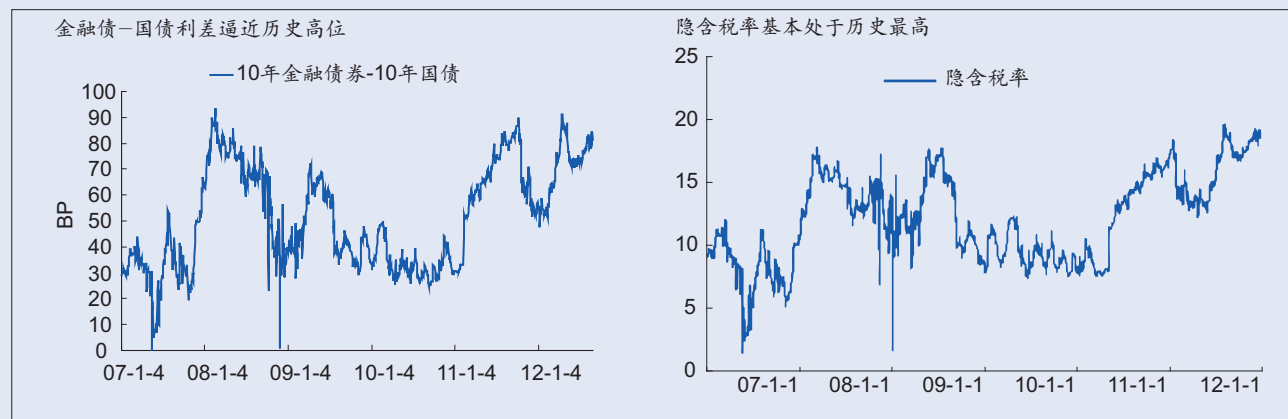
3、国债价值劣势显现，金融债较优

从目前来看，金融债券与国债的利差已经接近于历史高点，而政策性金融债券的隐含税率已经重返历史最高水平（在今年4月份达到历史最高），相比而言，目前的国债价值劣势显

现，相比于政策性金融债券，后期国债品种越发成为“鸡肋”品种，面临价值修正调整的压力将显著增大。

在利率上行、市场调整过程中，由于金融债-国债利差不断变化，因此利率品种中的国债与金融债券相对价值变化显著，同样比较10年期品种（金融债券以国开行品种作为主流代表）的利差水平与隐含税率，我们发现其均已处于历史高位，国债价值劣势显现。

图表 33 历史估值比较来看，金融债优于国债



数据来源：富国基金

数据来源：富国基金

声明:

- 1、本报告版权归富国基金管理有限公司所有，且仅供特定对象使用。
 - 2、本报告所载数据资料仅供参考，使用前务必核实。
 - 3、本报告纯属本机构及作者个人观点，不构成具体投资建议。
 - 4、投资者据此入市，风险自负。
-

客服中心电话：400-888-0688 021-95105686

E-mail: public@fullgoal.com.cn

网 址: www.fullgoal.com.cn

地 址: 上海市浦东世纪大道8号上海国金中心二期16、17层

电 话: 021-20361818

传 真: 021-20361616

邮 编: 200120