

9月期限利差走阔，A股业绩期将至 ——资本市场月报（2019年9月）

■ **9月债市回顾：**9月债券市场利率小幅上行，主要原因在于，市场对政策利率下调的预期落空；8月CPI超预期，市场对通胀担忧加剧；8月社融数据超预期，宽信用预期抬头。下旬，债券市场情绪偏弱，走入震荡。截止至26日，较上月最后一个交易日，10年期国债利率上行6bp至3.12%，10年期国开债上行3bp至3.51%。

■ **债市后市展望：**在经济增长压力仍存的背景下，债券还未具备走熊的基础。短期而言，货币政策处在相对稳定的时期，政策利率未下调，货币市场利率处在相对高位，明显制约了长端债券利率向下的空间。在经济预期还在反复的阶段，债市走势或偏震荡。

■ **本月以来A股普涨。**截止9月26日，中证红利、上证50、沪深300、中证500、中小板指、创业板指分别上涨0.74%、1.93%、1.09%、1.71%、1.81%、0.80%。

■ **股市短期或维持震荡。**展望后市，近期需关注10月中旬中美经贸磋商情况，以及10月上市公司三季报情况。前瞻性的看，三季度A股盈利或仍处弱势，但中长期来看，随着改革政策的多措并举、逆周期调节政策的持续推进将对冲经济下行压力、企业盈利在四季度有望企稳回升、市场逐步适应中美博弈的新常态、股市投资者结构变得更为多元化等多方面因素影响下，股市的积极表现可期。

■ **风险提示：**上市公司业绩超预期下行风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜

资本市场研究员

☎：0755-83169193

✉：alphonsezhu@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

目录

一、债券市场.....	1
（一）9月债市迎来小幅调整，期限利差走阔.....	1
1. 9月债市回顾：长端利率小幅上行.....	1
2. 后期展望：债券市场行情或偏震荡.....	1
（二）信用违约追踪.....	2
（三）债券发行情况追踪.....	3
二、股票市场.....	6
（一）行情回顾.....	6
（二）股市流动性追踪.....	8
1. 资金需求端.....	8
2. 资金供给端.....	9
（三）当月股市点评.....	12

图目录

图 1: 9 月份, 10 年国债、国开债利率小幅上行.....	1
图 2: 9 月份, 10-1Y 国债、国开债利差走阔.....	1
图 3: 9 月债券发行情况一览.....	3
图 4: 9 月国债净融资量环比下降.....	4
图 5: 9 月政策性金融债净融资量环比下降.....	4
图 6: 9 月地方债融资规模环比回落, 处于相对低位.....	4
图 7: 9 月同业存单净融资额与上月变化不大.....	5
图 8: 9 月同业存单发行利率分化.....	5
图 9: 9 月信用债发行规模、净融资额环比下降.....	5
图 10: 9 月各大指数表现.....	6
图 11: 9 月 A 股涨跌幅分布区间.....	6
图 12: 9 月各行业板块涨跌互现.....	6
图 13: A 股净利润同比增速预测.....	7
图 14: 9 月各板块估值走势.....	7
图 15: 各大指数估值曲线.....	7
图 16: A 股新开户情况.....	8
图 17: 股票、偏股公募基金估算仓位.....	8
图 18: 9 月 A 股成交额较上月下降.....	8
图 19: 9 月 A 股换手率较上月下降.....	8
图 20: IPO 家数与募集金额较上月减少.....	9
图 21: 增发及配股家数与募集资金较上月增加.....	9
图 22: 本月重要股东增减持行业情况.....	9
图 23: 新成立股票、偏股型公募基金规模情况.....	10
图 24: 两融余额环比上月下滑.....	10
图 25: 两融交易额占 A 股成交额环比上升.....	10
图 26: 9 月北上资金流入增多.....	11
图 29: 外资较强的资产配置收益源于超配消费、医疗保健、信息技术.....	12

表目录

表 1: 9 月债券违约情况一览.....	2
-----------------------	---



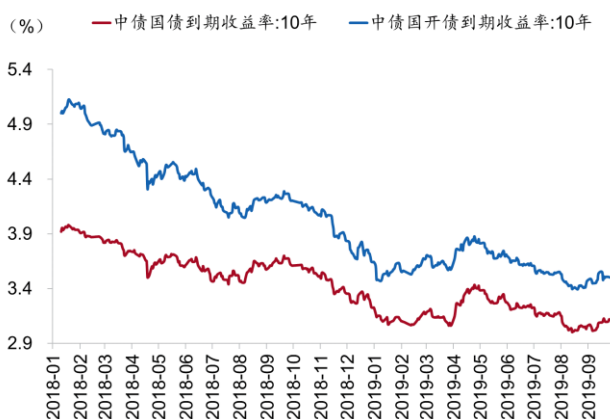
一、债券市场

（一）9 月债市迎来小幅调整，期限利差走阔

1. 9 月债市回顾：长端利率小幅上行

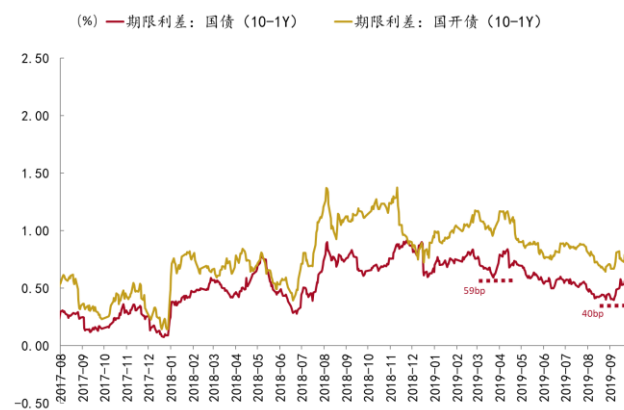
9 月债券市场利率小幅上行。9 月初国常会之后，市场对货币政策进一步宽松进行了较为充分的反应，次日央行进行降准操作，市场情绪升至高点。但随后，央行采用 OMO 投放替代 MLF 续作，之后又缩量操作 MLF，维持操作利率不变，市场对政策利率下调的预期落空。中旬，8 月 CPI 超预期，市场对通胀担忧加剧；其次 8 月社融数据超预期，尤其是企业中长期贷款出现修复，宽信用预期抬头。下旬，债券市场情绪偏弱，走入震荡。截止至 26 日，较上月最后一个交易日，10 年期国债利率上行 6bp 至 3.12%，10 年期国开债上行 3bp 至 3.51%。10-1 年国债利差上行 13bp 至 57bp，10-1 年国开债利差上行 10bp 至 79bp。

图 1：9 月份，10 年国债、国开债利率小幅上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：9 月份，10-1Y 国债、国开债利差走阔



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 后期展望：债券市场行情或偏震荡

在经济增长压力仍存的背景下，债券还未具备走熊的基础。短期而言，货币政策处在相对稳定的时期，政策利率未下调，货币市场利率处在相对高位，明显制约了长端债券利率向下的空间。只要经济预期没有出现进一步恶化，当长、短端债券利率-DR007 被压缩至均值水平以下之后，利差向上回归均值的风险会增大。当经济预期出现改善，但还未得到基本面数据的确认，10 年国债利率更多时间会在 3.0-3.2% 的偏上方位置震荡，整体呈现上有顶和下有底的格局。当然，债市波动加大时，10 年国债利率也会突破此区间的上下限，但逻辑依然成立。

结合 10 月宏观环境来看，三季度基本面仍然偏弱，有可能不及预期；通胀不低，且通胀担忧仍在；金融数据在 8 月会出现一定好转后，9 月份或不差；货币政策整体显得较为克制，降息可能性仍存，但空间或十分有限，对长端利率影响也有限。因此我们初步判断 10 月份长端利率走势仍然偏震荡。信用债



方面，在宽信用政策逐渐加码和起效的背景下，信用债表现或好于利率债，信用利差有进一步压降的空间，高评级信用利差或继续维持低位，低评级或略有压缩。

四季度后期，我们认为通胀和宽信用预期再起会是影响长端利率的风险点，对长端利率的判断不如三季度乐观，行情偏震荡，同时不排除阶段性上行的情况。短端方面，货币政策或有一定的宽松空间，意味着短债利率或有小幅下行的空间。

（二）信用违约追踪

9月企业主体评级下调和上调数量较去年同期有所回落。9月共发生企业评级变动13次，其中主体级别下调8家，去年同期为26家；主体级别上调5家，去年同期为6家。从企业性质来看，主体评级下调的企业中，6家为民营企业，占比约75%；1家为外商独资企业，占比约为12.5%；1家为公众企业，占比约为12.5%。评级调高的企业中，5家均为地方国有企业。

从违约债券来看，9月涉及违约主体10家，其中8家为民营企业，1家为地方国有企业，1家为公众企业；实质违约信用债21只，10只为公开发行债券，11只为私募债。

表 1：9月债券违约情况一览

时间	发债主体	相关债券	类型	主体	主要事件
2019/9/24	沈阳机床(集团)有限责任公司	15 沈机床 MTN001	实质违约	地方国有	未按时兑付利息，构成实质违约。
2019/9/23	吉林利源精制股份有限公司	H4 利源债	实质违约	民营	未按时兑付本息，构成实质违约。
2019/9/23 2019/9/9	安徽省外经建设(集团)有限公司	16 皖经建 MTN001、16 皖经 03	实质违约	民营	由于公司流动性紧张，本期中期票据未按期兑付本息，构成实质违约；未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。
2019/9/17 2019/9/5	精功集团有限公司	17 精功 MTN001、17 精功 PPN001、16 精功 PPN002、16 精功 PPN003、16 精功 01、17 精功 02、17 精功 03、17 精功 04、17 精功 05	实质违约	民营	提前到期未兑付，构成实质违约。
2019/9/12	三胞集团有限公司	H7 三胞 02	实质违约	民营	未按时兑付利息，构成实质违约。
2019/9/9	雏鹰农牧集团股份有限公司	H6 雏鹰 01	展期	民营	展期兑付后本期债券的本金兑付日为2020年3月9日。



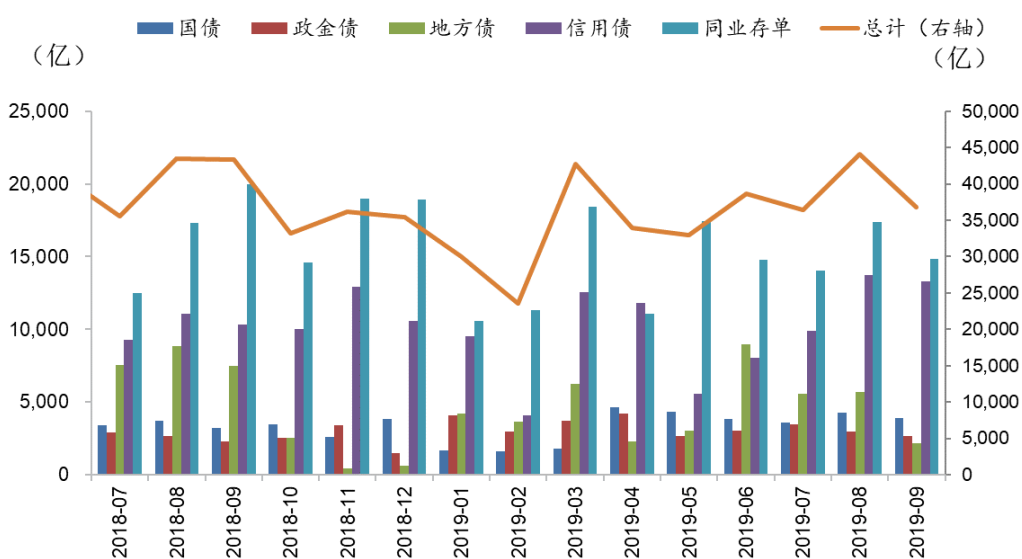
2019/9/9 2019/9/2	南京建工产业集团有限公司	G17 丰盛 02、16 丰盛 03	实质违约	民营	未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。
2019/9/7	凯迪生态环境科技股份有限公司	H6 凯迪 01、H6 凯迪 02	实质违约	公众	未按时兑付本息；未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。
2019/9/6	三鼎控股集团有限公司	17 三鼎 01	实质违约	民营	未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。
2019/9/3	新光控股集团有限公司	18 新光控股 CP001	实质违约	民营	未按时兑付本息，构成实质违约。

资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）债券发行情况追踪

9 月债券一级市场共发行国债 3,882 亿、政策性金融债 2,656 亿、地方债 2,196 亿、同业存单 14,822 亿、信用债（本报告的统计口径为一级市场上发行的除去国债、政金债、地方债、同业存单和央票以外的所有债券）13,279 亿，总计 36,834 亿，较上月减少约 7,211 亿。

图 3：9 月债券发行情况一览



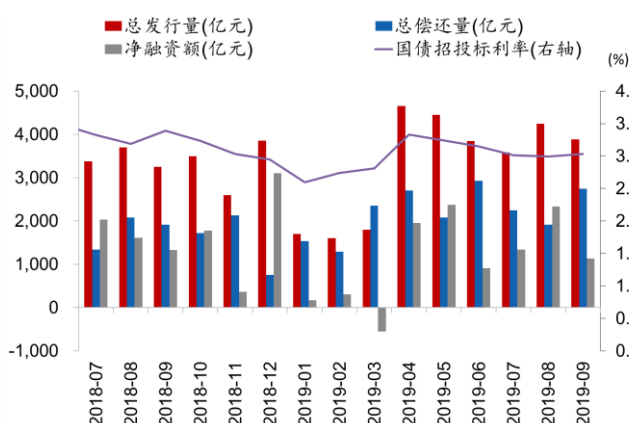
资料来源：Wind、招商银行研究院

9 月国债共发行 3,882 亿，偿还量为 2,746 亿，净融资为 1,136 亿。从国债招投标加权利率来看，9 月水平为 3.03%，比 8 月上行约 4bp。

政策性金融债共发行 2,656 亿，偿还量为 1,670 亿，净融资为 987 亿。从政金债招投标加权利率来看，9 月水平为 3.19%，同 8 月相比没有变化。

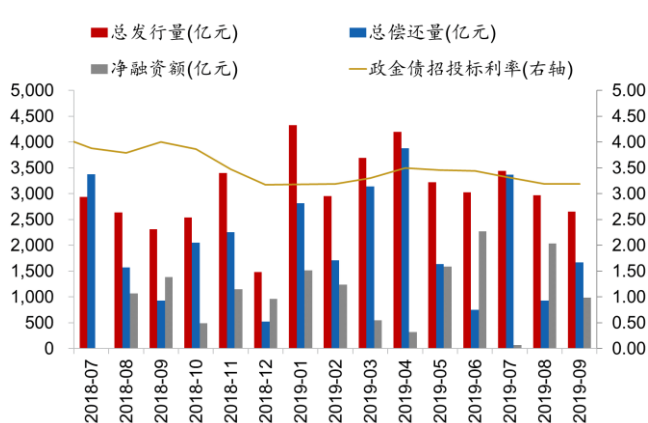


图 4：9 月国债净融资量环比下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

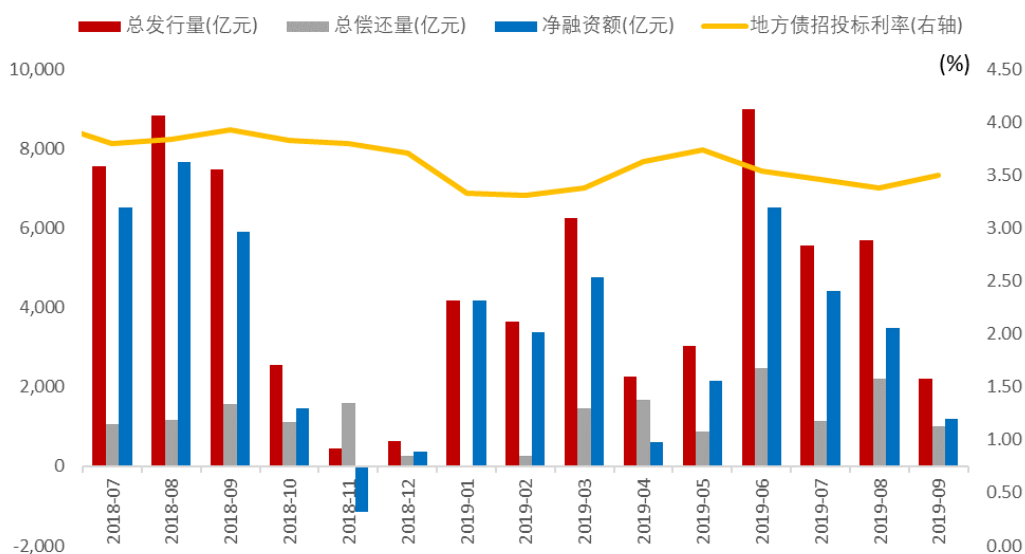
图 5：9 月政策性金融债净融资量环比下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

地方债方面，9 月发行规模为 2,196 亿，较 8 月大幅下降，偿还规模为 1,003 亿，净融资 1,193 亿。地方债加权招标利率为 3.50%，较 8 月上行约 12bp。9 月地方债发行量、融资额均有所回落。

图 6：9 月地方债融资规模环比回落，处于相对低位

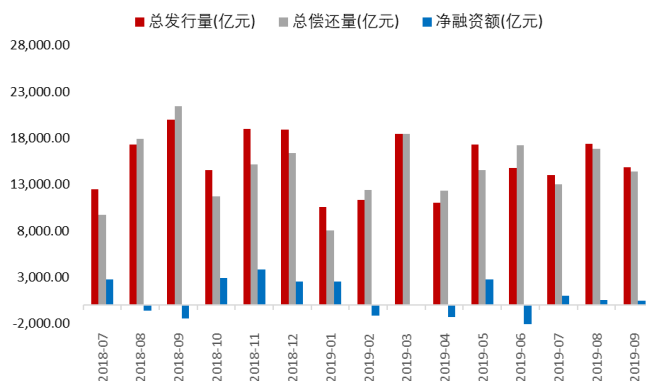


资料来源：Wind、招商银行研究院

9 月同业存单发行规模总计 14,822 亿，到期 14,358 亿，净融资 464 亿。9 月同业存单发行规模较上月有所下降，净融资较上月变化不大。从利率走势上看，9 月同业存单利率分化，各类型银行走势不一，国有行、股份行存单利率走势下行，城农商行发行利率上行。

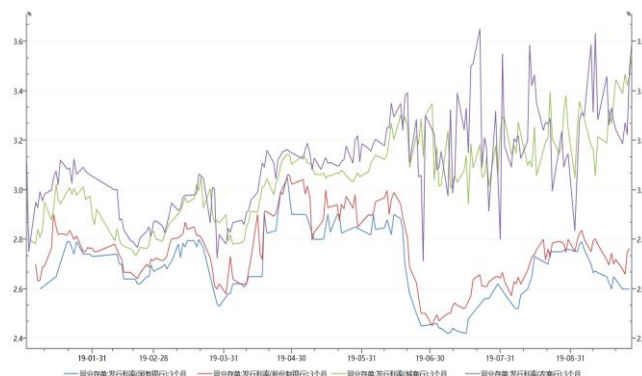


图 7：9 月同业存单净融资额与上月变化不大



资料来源：Wind、招商银行研究院

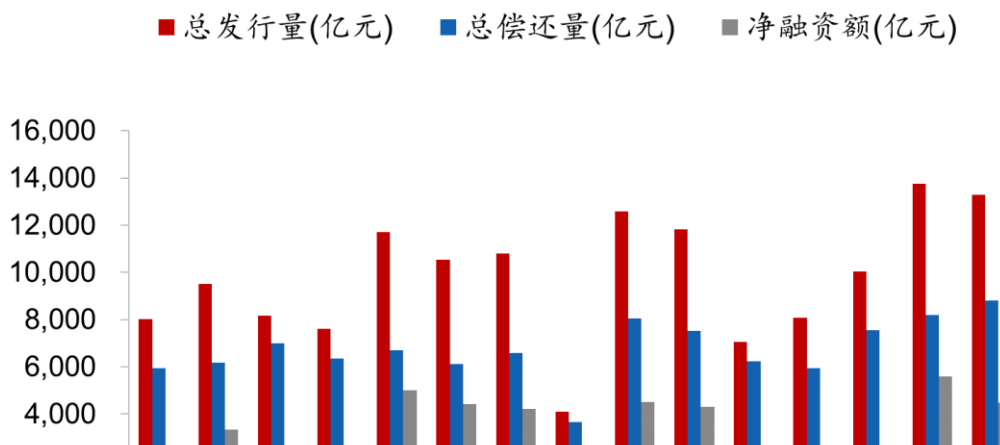
图 8：9 月同业存单发行利率分化



资料来源：Wind、招商银行研究院

9 月信用债发行规模略有下降。本月信用债发行规模为约 13,279 亿，环比小幅减少约 481 亿，到期量为 8,812 亿，净融资 4,466 亿，环比减少约 1,112 亿。具体而言，本月短融发行 2,843 亿，环比减少约 649 亿；企业债发行 304 亿，环比减少约 90 亿；公司债发行 2,756 亿元，环比增加约 69 亿；中票发行 1,476 亿，环比下降约 341 亿；城投债发行 1,971 亿，环比减少约 1300 亿。

图 9：9 月信用债发行规模、净融资额环比下降



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9866

