

固定收益研究/固定收益周报

2018年12月16日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 如何用一张图辅助转债择券?》2018.12
- 2《固定收益研究: 转债历史底部特征与这次的不同?》2018.12
- 3《固定收益研究: 货币政策的变与不变》2018.12

2018 年债市复盘: 绝地重生

债券策略周报

本周策略观点

上周长端利率大幅回调, 主要有四点原因: 地产融资政策有所松动; MLF 等额续作不及预期; 央行行长易纲提出影子银行是金融市场的必要补充, 引发非标的重新“定义”担忧; 预期过于一致, 短期交易拥挤。但经济仍处于惯性下行阶段, 小型“资产荒”尚未看到根本逆转, 债市的根基尚未根本动摇。此外, 近期利空的“含金量”不足, 调整更多源于拥挤交易。但随着利率走低, 需要对利空保持敏感度, 而真正的利空在于能否恢复融资渠道并重建微观激励机制。十年国债 3.25-3.3% 是较强阻力位 (3% 是底部), 债牛慢些走, 给明年留点空间, 对市场各方都有利。长端利率债上行空间有限, 中高等级信用债在配置压力下仍无忧。

2018 年债市复盘之第一阶段: 悲观预期的修复

1 月中旬之后, 收益率曲线呈现“牛陡”走势, 资管新规迟迟未正式出台, 金融防风险的重心转向抑制地方政府隐性债务等融资需求和非标等融资渠道, 资金面也在定向降准和 CRA 的作用下转松。美股大跌引发全球“risk-off”, 风险偏好下降助推债市转暖。加之当时正处于债券发行淡季, 投资者普遍短久期、低杠杆, 导致利率下行的阻力小, 行情在绝望中悄然出现。三月底中美贸易摩擦升级, 成为今年债市的重要转折性事件, 引发对经济基本面的担忧, 4 月中旬央行再次定向降准, 债市投资者转多。

第二阶段: 资金面、微观经济数据等引发的扰动期

4 月降准之后资金面不仅没有转松, 反而更加紧张, 直接导致了长端利率大幅回调 20BP。此外, 四五月微观经济数据表现较为强劲, 也对债券投资者的预期产生了干扰。期间美债利率上行以及委外赎回也导致长端利率上行。直到 5 月中旬, 信用违约潮出现, 叠加美债下行、黑色系商品大跌、一级招标情况较好等, 利率再次开始下行。6 月中下旬, 央行再次定向降准, 同时表态维持流动性合理充裕, 长端利率在货币政策宽松预期以及中美贸易摩擦升温的影响下突破 4 月 17 日降准宣布时的最低位。

第三阶段: 宽信用政策取向+供给压力引发的震荡调整期

7 月 20 日, 理财新规下发, 资管新规打补丁。7 月 23 日国务院常务会议提出“财政政策要更加积极”, 8 月 14 日财政部要求加快地方债发行, 8 月 17 日银保监会发布 76 号文推动信贷服务实体经济九项要求。一系列政策取向均指向宽信用, 尤其是当时的十年国开债已经接近 4% 的重要阻力关口, 引发了止盈压力。而地方债的加速发行分流了利率债的配置力量。同时, 非洲猪瘟疫情导致猪肉价格上涨, 原油和黑色系大宗商品价格上涨, 通胀预期升温也加剧了此次债市市场的回调力度。

第四阶段: 不上不下的清淡行情

9 月份市场活跃度明显降低, 经过将近三个季度的博弈, 市场各种预期的反映较为充分, 券商等持盈保泰心态明显。9 月底, 央行未跟随美联储加息, 并定向降准 0.5 个百分点, 使得市场对货币政策再次宽松产生预期, 利率开始小幅下行。10 月中旬, 美股大跌, A 股跟随大跌并再次引发股权质押风险暴露担忧, 9 月份金融数据反弹只是源于口径调整, 令投资者认识到宽信用远未见效, 投资者开始拉长久期, 长端利率继续下行。

第五阶段: 小型“资产荒”下牛市加速

11 月中旬公布的 10 月金融数据环比腰斩, 预示实体主动融资需求出现收缩迹象, 而 50 年国债招标受到个别保险机构热捧, “资产荒”情绪蔓延, 进一步强化了长端利率行情。银行理财规模未如预期收缩, 利率债定制化产品增多, 导致广义基金配置力量较为强劲, 债市行情加速演绎, 债券市场也开始出现一定的拥挤交易的迹象。

风险提示: 宽信用政策超预期; 交易拥挤。

正文目录

本周核心观点：2018 年债市回顾与复盘.....	4
第一阶段：悲观预期的修复.....	4
第二阶段：资金面、微观经济数据等引发的扰动期.....	6
第三阶段：宽信用政策取向+供给压力引发的震荡调整期.....	8
第四阶段：不上不下的清淡行情.....	10
第五阶段：小型“资产荒”下牛市加速.....	12
本周策略观点.....	14
上周市场热点与本周关注点.....	15
实体高频观察.....	17
通胀.....	18
流动性跟踪.....	20
公开市场操作.....	20
货币市场利率.....	21
外部流动性.....	21
广谱利率.....	22
债券及衍生品.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：2018 年债市的五个阶段.....	4
图表 2：银行、广义基金和境外机构是增持主体.....	5
图表 3：今年的四次降准.....	5
图表 4：3、4 月信用债净供给量较大.....	6
图表 5：中美十年期国债走势.....	7
图表 6：DR007 中枢下行.....	7
图表 7：同业存单利率回到了 2016 年的水平.....	8
图表 8：国库现金存款招标利率.....	9
图表 9：同业存单与 R007 息差收窄.....	10
图表 10：人民币贬值压力制约货币政策.....	10
图表 11：债券型基金规模不断扩张.....	13
图表 12：广义基金持续增持政金债.....	13
图表 13：高炉开工率.....	17
图表 14：六大发电集团日均耗煤.....	17
图表 15：30 大中城商品房成交面积.....	17
图表 16：百城土地成交面积.....	17
图表 17：航运指数.....	17
图表 18：粗钢日均产量.....	17

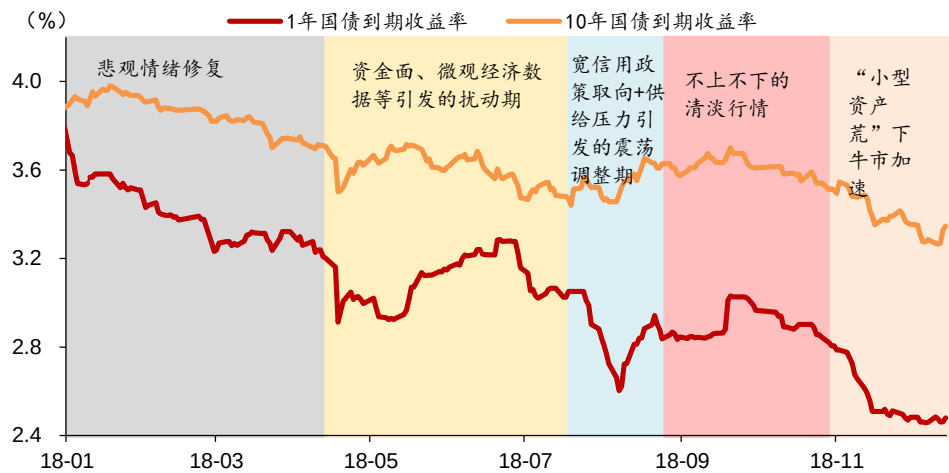
图表 19: 猪肉价格	18
图表 20: 蔬菜价格指数	18
图表 21: 原油价格	18
图表 22: 焦煤、动力煤价格	18
图表 23: 螺纹钢价格	18
图表 24: 阴极铜价格	18
图表 25: 水泥价格	19
图表 26: 大宗商品价格指数（能源、钢铁、有色）	19
图表 27: 公开市场操作与到期	20
图表 28: 未到期资金期限结构（逆回购+MLF+国库现金定存）	20
图表 29: 下周资金到期提示	20
图表 30: 政策利率	20
图表 31: 7D 逆回购、R007、DR007	21
图表 32: R007、DR007 本周与上周比较	21
图表 33: HIBOR、SHIBOR 与利差	21
图表 34: 外汇储备环比变动	21
图表 35: 外汇储备环比变动	21
图表 36: 货币基金、银行理财收益率	22
图表 37: 票据贴现利率	22
图表 38: 国债收益率走势	23
图表 39: 国债收益率曲线单周变动	23
图表 40: 利率债单周涨跌	23
图表 41: 期限利差	23
图表 42: 信用利差（企业债与国开债）	23
图表 43: 中美利差（10 年期国债）	23
图表 44: 利率互换	24
图表 45: 国债期货	24
图表 46: 国开债隐含税率	24

本周核心观点：2018 年债市回顾与复盘

放在去年同期，判断到今年债市会是牛市的投资者并不多，短久期、低杠杆是普遍选择。而正是这种普遍性的保守化操作意味着做空动力已经衰竭，孕育了牛市的基础（低等级信用债、民企债还是熊市），这可能就是金融市场的难点和魅力所在。

根据驱动力量的不同，我们将 2018 年的债市划分为五个阶段：

图表1：2018 年债市的五个阶段



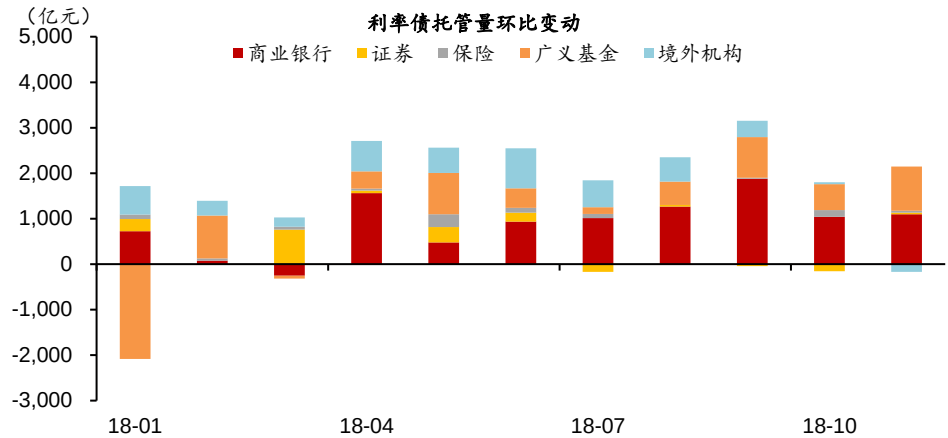
资料来源：Wind，华泰证券研究所

第一阶段：悲观预期的修复

1 月中旬之前，债市在监管政策预期、流动性紧张、通胀担忧、股指连涨等多重因素的共同打击下出现快速调整。但是在季末资金面紧张结束之后，短端利率明显下行，收益率曲线出现短端下、长端上的“牛陡”行情。

1 月中旬之后，收益率曲线呈现“牛陡”走势。涨势喜人的背后是投资者对年初过度悲观预期的修复。资管新规等迟迟未能正式出台，金融防风险的重心从打击金融同业链条转向了抑制地方政府隐性债务等融资需求和非标等融资渠道，尤其是资金面在定向降准、2 月份“临时准备金动用安排支持”等作用下明显改善。遥想 2014 年，央行推出 SLF 利率上限，其实在某种程度上封杀了利率上行的空间，似曾相识。与此同时，社融增速出现回落，基本面预期也出现了明显弱化。春节前美股大跌引发全球“risk-off”，风险偏好下降助推债市转暖。加之当时正处于债券发行淡季，投资者普遍短久期、低杠杆，导致利率下行的阻力小，行情在绝望中悄然出现。这一阶段是对熊市悲观预期的一次修正。

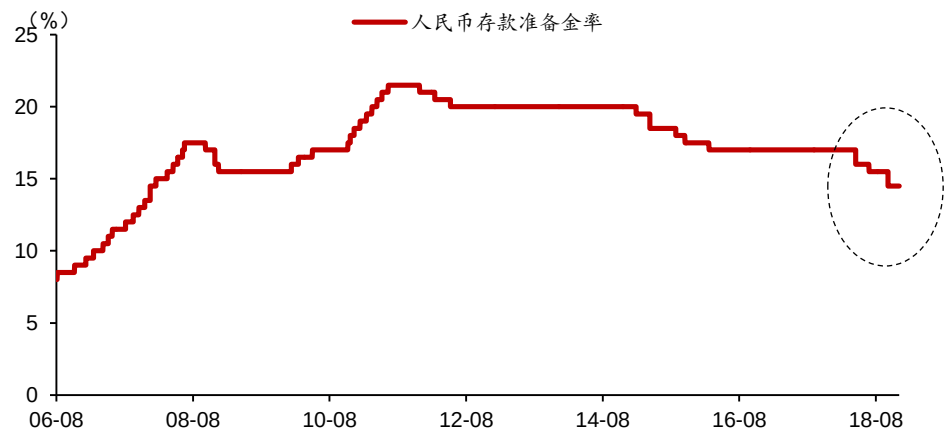
在此期间，银行同业资金、外资都是增持债市的重要力量。由于同业投资受限，加上不少中小银行担心 LMR 等流动性指标，积极增持债券。虽然市场情绪仍悲观，但不少海外资金对国内债市尤其是同业存单等兴趣较大，即便考虑锁汇成本，也存在一定的套利空间。当然，这类投资者一般以短端品种为主。

图表2： 银行、广义基金和境外机构是增持主体

资料来源：Wind，华泰证券研究所

三月中旬左右，众多投资者开始空翻多，但在介入时点的选择上仍对季末资金面有所忌惮，毕竟央行传递出来的姿态是保持定力。不过，随着存单利率见顶（明显低于前期高点）并快速回落，季末买存单的踏空资金被迫翻多追涨，同时3月底中美贸易摩擦升级成为今年债市的重要转折性事件，引发基本面走弱担忧，螺纹钢等大宗商品价格大幅回落，共同引发债市收益率快速下行。

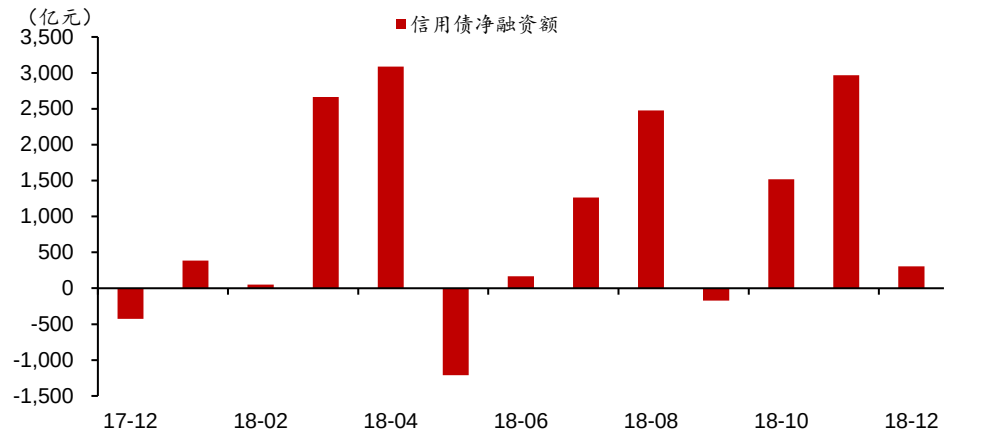
4月份市场曾出现诡异一幕，资金面出现紧张，但长债利率不升反降，而这一波行情的高潮发生在4月17日央行宣布定向降准1%。就在4月16日，美国商务部网站公告，7年内禁止美国企业与中兴通讯开展任何业务往来。该消息对资本市场的震撼之大，直接导致股指3000点遭遇挑战。本次定向降准推出，市场普遍认为货币政策放松已经确认，随之有关资管新规放松的消息也开始在市场上流传，加上中美贸易摩擦升级，导致众多资金被动空翻多，十年国开债利率单日内下行超20bp。

图表3： 今年的四次降准

资料来源：Wind，华泰证券研究所

这一阶段也成为今年一级市场的最好时光。稍加统计发现，今年债券净供给对年初社融增速有不小的正贡献。尤其是短久期、高等级品种，受到市场的持续热捧。

图表4： 3、4月信用债净供给量较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018 年债市带给我们的教训是，越是在市场较为悲观或乐观的时点，越是需要遵循常识和安全边际，“看空有一百个理由，看多只需要一个，那就是收益率已经足够高”，当然我们当时也没有预想到今年利率下行幅度会如此之大。但从年初时点看，长端至少配置价值较为明显，短端做“输”的可能性也较小。

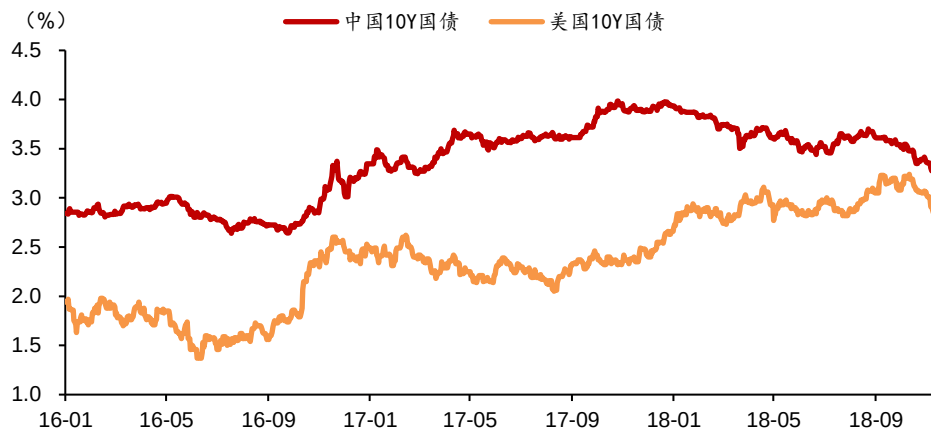
第二阶段：资金面、微观经济数据等引发的扰动期

降准的喜悦仅仅存续了一天零一夜，资金面的紧张在降准落地之后并未缓解，反而更为紧张。事实上，央行多次强调降准的目的是置换 MLF，完善流动性结构，与传统意义上的总量放松相去甚远，监管机构或许也不希望投资者形成大幅放水的预期。当然，彼时资金面如此紧张的一个重要原因是，定向降准在 4 月 25 日才正式实施，而季节性缴税叠加投资者快速加杠杆的趋同行为也是导致资金面紧张的原因，这也导致部分投资者开始反思传统的流动性分析框架。

4 月 24 日资金面较为紧张，市场戏言降准降出了加息的感觉，不过尾盘好转。更值得关注的是政治局会议提出“扩大内需，降低企业融资成本”，在这一政策基调下，货币政策已经没有收紧的可能性，债牛延续无忧。但令投资者再次意外的是，4 月 25 日降准落地当日，资金面仍偏紧。同时，关于资管新规即将推出的预期开始在中市场中酝酿，这也对市场情绪产生较大的挫伤。此外，尽管投资者普遍对中长期宏观经济走势偏悲观，但是四五月微观数据如发电量、钢铁产量、钢铁库存等表现较为强劲，也对债券投资者的预期产生了较强干扰。当然，在市场表现的背后，投资者的熊市思维没有逆转，银行理财每年压缩规模的制约尤甚（直到 7 月份打补丁）。

资金面紧张及微观经济数据扰动导致长端利率上行的状况终于在 5 月初迎来转机。资金面明显转松，更值得关注的是，资管新规征求意见稿在 5 月 2 日姗姗来迟，市场如释重负。当时，资管机构从业者与股票甚至债券卖方的偏乐观解读形成了鲜明反差，后者认为征求意见稿已经一年有余，利空已经消化，这明显是一种“股票思维”。但银行理财普遍持悲观的态度，从实操的角度看，资管新规征求意见稿的执行难度较大。不过，资金面宽松才是核心，也许是对资管新规政策的一种对冲，债市情绪出现了好转。

5 月 8 日债市再现诡异走势，资金面较为宽松，进出口数据不佳，但长端利率大幅上行。原因是当时美债收益率上行到 3% 关口，对中美利差和国内债市投资者的情绪产生了较大冲击。而资管新规之后，理财赎回委外的情况有所加剧，按照最初设想，银行理财需要每年压降三分之一非保本老产品规模（实际并未执行），也可能是引发这种调整的重要原因。

图表5：中美十年期国债走势

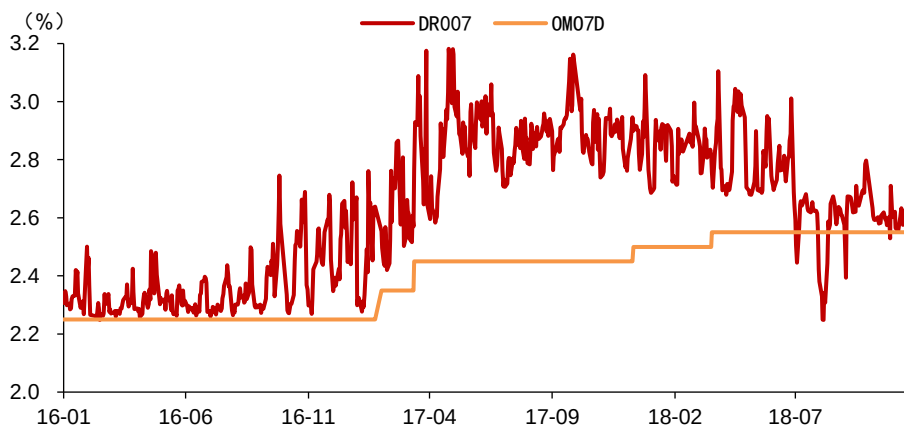
资料来源：Wind，华泰证券研究所

不过 2018 年最让投资者刻骨铭心的违约潮在这一阶段到来，众多民企深陷信用事件泥沼，尤其是沪华信等 AAA 品种违约令市场陷入恐慌，负面信用事件频发并且集中于融资渠道相对狭窄的民营企业。

此时中兴事件平息等对权益市场产生提振作用，也导致债市情绪承压。5 月 17 日十年美债向上突破 3.1%，引发十年期国债利率大幅上行并达到了这一阶段的高点，债市在内外矛盾之间纠结。不过，资金面持续宽松，加上美债下行、黑色系商品大跌以及一级招标情况较好等最终占据上风，国债期货引领现券走势（与大宗商品走势或许有关），债市收益率在随后几天出现震荡下行。

5 月底开始直到 6 月中旬，资金面的季节性紧张、中美贸易摩擦风波再起成为影响市场的关键因素。尤其是多方声音在这段时间呼吁降准，市场认为资金面紧张仅仅是季节性的，叠加基本面担忧，长债调整幅度并不大。

央行在 6 月初扩大 MLF 担保品范围，随之超额续作 MLF。虽然不是期待中的降准，但 MLF 超额续作也是一种放松，市场对跨季资金担忧情况缓解。正当市场认为降准预期已经落空之时，央行在 6 月 24 日宣布定向降准 0.5%，释放流动性 7000 亿，支持“债转股”和小微企业融资。不难看出，央行对资金面一改之前风格，倍加呵护，尤其 6 月底央行例会对流动性的措辞从“合理稳定”正式调整为“合理充裕”，去杠杆的措辞也调整为“把握好力度和节奏”，逐步打消了市场对资金面的担心。叠加中美贸易摩擦升温，十年期国债终于在 6 月底突破 4 月 17 日降准宣布时的最低位，打开新的下行空间。

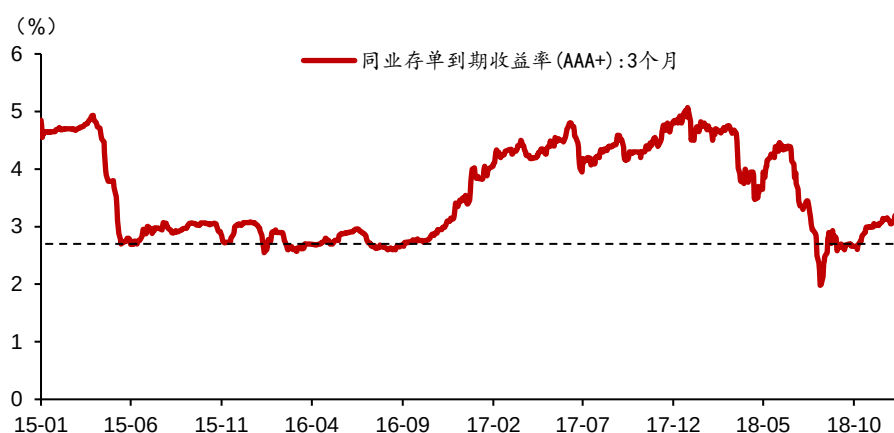
图表6：DR007 中枢下行

资料来源：Wind，华泰证券研究所

7 月初度过了季末时点，市场对货币政策宽松已经形成一致预期。隔夜回购加权利率一度破 2%。这一段货币政策宽松预期推动下的“牛陡”行情一直持续到 8 月初。其间，经济数据经常以互相矛盾的形式出现，好坏参半令投资者倍感矛盾，这可能也是导致长端利率下行幅度相对有限的原因。当然，资金面宽松是硬道理，传统的缴税因素扰动都未能出现，坚定了债券市场走牛的信心。

尤其是同业存单利率更是令人咂舌，3 个月同业存单利率从 5 月底的 4.55% 一直下降到 8 月上旬的 2%。除资金面宽松形成一致预期之外，机构行为也异常关键。货基膨胀、理财纷纷推出类货基产品，导致短端债券需求力量强劲。与此同时，银行同业资金运用受限，且很多流动性指标对同业负债比率存在严格限制，导致同业存单供求状况彻底逆转。而同业存单利率的快速下行又倒逼不少银行等资金沿着收益率曲线寻找机会，带动了中长端利率的下行。

图表7： 同业存单利率回到了 2016 年的水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

资金面的宽松也推动资管机构增持信用债，尤其是政策敏感资产表现更佳，相对优质城投债收益率下行幅度明显。即便如此，低等级品种尤其是民企债的行情相对冷清。令人意外的是，境外机构在 6-7 月份对行情也起到了一定的推动作用。不过，其增持的对象开始从存单+国债逐步转化为国债为主。美元兑人民币 1 年掉期利差意外走低也增加了中国债市对海外资金的吸引力。

从幅度上，国开 4.0%、国债 3.5-3.6% 是重要阻力位，需要经济增速超预期下行才能突破（直到第五阶段）。毕竟金融去杠杆的大环境仍在，MLF 利率下调概率不大且封杀继续下行空间，利率债供给压力仍在而长端的需求力量有限，尤其是美债逐步走高对债市下行空间有制约作用。

第三阶段：宽信用政策取向+供给压力引发的震荡调整期

7 月走牛行情中遭遇的最大一次挑战是 7 月 23 日国务院常务会议，提出“财政政策要更加积极”。尤其是当时的十年国开债已经接近 4% 的重要阻力关口，市场对此的解读虽然多空参半，但还是引发了剧烈的获利回吐压力。

实际上，从央行 6 月份宣布 MLF 抵押物扩容开始，监管机构的政策取向就已经在为宽信用用做努力，这为 7 月底到 9 月份债券市场的调整埋下了重要伏笔。在 7 月中旬，时任央行研究局的孙国峰进一步提出“适当调整贷款创造货币的渠道，抵消银行影子收缩的效果”。7 月 20 日，银保监会发布《理财业务（征求意见稿）》，央行为资管新规打补丁。8 月 17 日，银保监会发布 76 号文推动信贷服务实体经济九项要求。8 月 14 日财政部要求加快地方债发行。一系列政策取向均指向了宽信用。

虽然宽信用面临诸多制约，较难一蹴而就，但对投资者而言，宽货币似乎已经不是重点，疏通货币政策传导机制才是政策重心，货币政策进一步放松需要新的触发剂。与此同时，宽信用如果不见效，就会不断出现不利于债市的政策消息。尤其是利率经历了大幅下行之后安全边际有限，此时市场做多的情绪也受到影响。

与此同时，地方债供给压力对债市的影响开始出现。虽然市场有个共识，供给不是决定债市趋势的最关键因素，投资者可以举出当年的地方债置换、特别国债等诸多先例。但不能否认，对阶段性行情而言，供给是重要影响因素。尤其是地方债强制设置了与国债 40bp 的利差，催生了地方债“打新”效应，顺势分流了债市的配置力量，这也导致其后市场走弱。8 月中旬 30 年国债招标情况不佳，一级市场明显走弱。

祸不单行，非洲猪瘟疫情引发猪周期重来的预期，山东等多个蔬菜产地遭遇洪涝灾害，原油和黑色系大宗商品价格上涨，通胀预期在此期间也有所升温。而人民币贬值压力增大，也导致投资者重新审视之前对货币政策和流动性乐观的预期。资金面从十分宽松逐步收敛也似乎印证了投资者的这种担心。事实上，如果资金长期维持在 2% 甚至以下，新的套利空间又将出现。何况，金融去杠杆的成效也可能付之一炬。

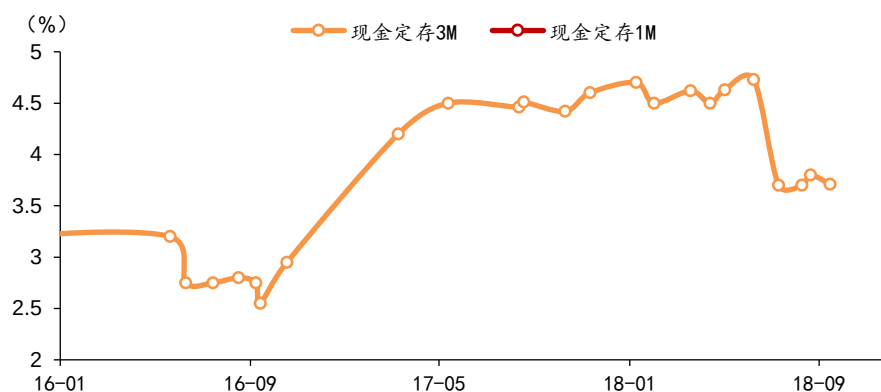
此外，有一个因素不容忽视，券商等机构业绩表现优异，大多在此时已经完成了全年业绩目标。在政策多变、外围存在众多不可控因素、违约事件频出的背景下，这类投资者不愿主动承担风险，持盈保泰的心态较为普遍，这也是导致需求力量持续弱化的重要原因。

8 月 13 日是此间较为特殊的一天。早盘土耳其危机引发新兴市场集体股债汇三杀，中国也未能幸免，银行股下跌明显，尾盘股指和债市跌幅都有所收敛。收盘后，出现两个重磅信息：1、上清所：兵团六师超短融未能及时兑付利息，虽然最后只是虚惊一场，但投资者还是担心城投信仰和逻辑打破；2、7 月份金融数据姗姗来迟且央行修改社融统计口径，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映，市场对此心领神会。

相比长端的低迷、乏味，同业存单利率冲高到 3% 之后再现火爆行情，货基、类货基继续膨胀，投资者持盈保泰心态等都导致同业存单需求旺盛。不过，这一波同业存单利率下行之后，同业存单最后与七天回购利率水平开始融合。这意味着短端完全失去了加杠杆的能力，随着时间的推移，采用摊余成本法计价的货基收益率跌破 3%。

与之对应的是，国库现金存款招标利率在 8 月下旬不降反升，银行存款竞争仍激烈，结构性存款等下行速度较慢。而理财利率面对规模和存款竞争压力，下行速度同样缓慢。有趣的是，所谓的“头部现象”也在向银行资管机构中出现，中小银行理财仍在萎缩，而大行理财的规模甚至小有扩张，显然后者的风险偏好、产品结构等仍对短端品种有利。

图表8： 国库现金存款招标利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

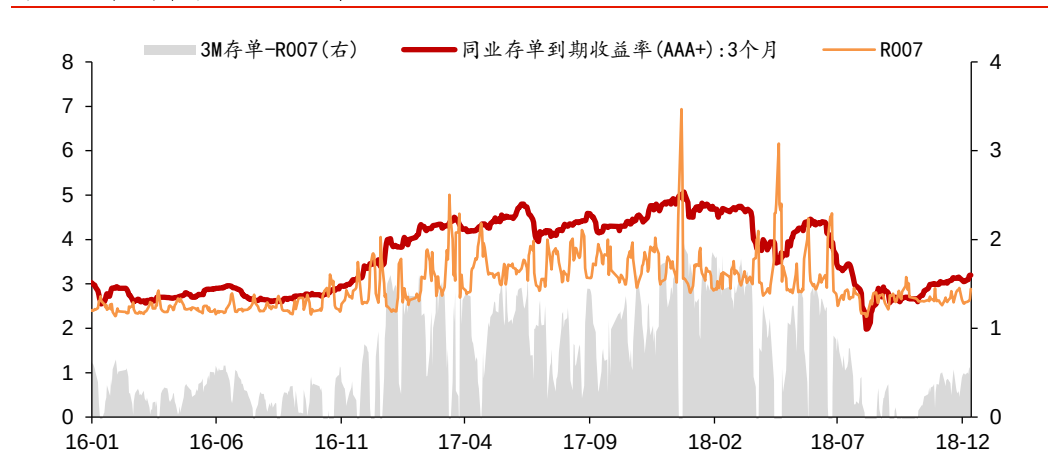
回头来看，多数投资者当时都判断，债市的行情没有走完，毕竟宽信用无法立竿见影。但这一期间适度规避消息面和供给等不利冲击仍有必要。

第四阶段：不上不下的清淡行情

从 9 月初开始，市场进入了不上不下的清淡行情。无论是贸易摩擦还是宏观数据，似乎都不再能激起投资者的交易热情，市场活跃度明显降低。而股债汇商经常出现同涨同跌，市场对长期发展模式等问题给予了较高的关注，反应的是系统性风险担忧。

经过将近三个季度的博弈，市场看的清的东西都已经充分预期，看不清的东西无法对冲。比如货币政策，市场都基本看清了央行的两难处境，7 月份资金面已经见底，但也不会让资金紧张，通过结构性政策艰难平衡内外矛盾。央行在此期间继续投放中长期流动性，通过缩短放长配合地方债发行，更像是对冲性政策。尤其是同业存单与回购利率融合之后，短端空间已经消失。

图表9： 同业存单与 R007 息差收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

而市场预期的经济下行迟迟没有得到数据的验证，中美贸易摩擦开始面临基建对冲，况且引发的人民币贬值压力反而制约货币政策手脚。地方债仍然是市场难得的热点，毕竟一级有利差，二级有息差（杠杆），而且没有信用风险之忧。其中，9 月 11 日，市场超预期出现了股、债、汇、商四杀，看上去都有各自的理由，但货币政策取向再现争议，人民币贬值引发的系统性风险担忧。

图表10： 人民币贬值压力制约货币政策



资料来源：Wind，华泰证券研究所

更值得关注的是 9 月 19 日，中美贸易摩擦再次升级，但是市场的反应却已经大为不同。债市收益率不降反升，股市反而出现大涨。显示出市场已经审“丑”疲劳，更关键是基建等内需潜在政策大力对冲，降低了关税等冲击。股市此后情绪有所好转，市场在憧憬利空出尽，MSCI 考虑大幅提升 A 股比率，市场对十月重要会议能否释放改革信号充满期待，风险偏好蠢蠢欲动背景下（事后看，变数丛生背景下，在长假前贸然入场显然不是明智之举），债市充满警惕之心。当然，对债市而言，美债的继续上行对国内债市也产生了一定的心理压力。

不过，9 月 27 日美联储如期加息，而央行并未跟随。虽然此举并不太超预期，毕竟从经济增长、金融杠杆、资产价格、信贷增速、资金一二级利差等角度看，都不支持央行跟随加息。即便是人民币汇率，从各个指标来看，在当时压力也看似有所缓解，处于可控状态。受此影响，利率债情绪受到明显提振。低等级信用债却是另一番情景，单日发生 5 个信用事件提醒投资者，违约潮的余波还没有过去。

10 月 7 日十一长假的最后一天，央行公布年内第四次定向降准，释放资金高达 1.2 万亿。央行再次定向降准本不超市场预期，因为此前的国务院会议已经释放了相关信号，而 MLF 存量已经创了新高且十月是传统的缴税月。但选择在这一天颇耐人寻味。节日期间消息面云波诡谲，美国副总统讲话、美加墨贸易协定补丁条款、美国共和党卡瓦诺大法官就职，港股等外围市场大跌，美债大幅上行到 3.2%，定向降准说明央行的政策取向以内为主，至少在一定程度上安抚市场情绪。

不过，10 月 8 日市场开盘表现仍然不佳，股市、汇市不出意料遭遇重挫，上证综指大跌百点，债市表现尚且稳定。值得一提的是，债市对股市大幅调整再次表现出麻木状况，究其原因，货币政策已经“仁至义尽”，股市大跌更可能推动宽信用的加码，债市未必是受益者。当然，这一次下跌主要是海外带动，并非源于国内基本面因素。

10 月 11 日，美股遭遇大跌，美债收益率下行。美股之前的强劲表现让美国政府在贸易摩擦中更有底气。而美债利率持续飙升，加上贸易摩擦不断升级，终于在美股上得以体现。美国总统特朗普随后指责美联储过快加息。显然，美国自身风险暴露，无疑有助于缓解国内投资者对美联储持续加息等担忧，美元走弱也降低了人民币汇率和货币政策压力。而 A 股跟随大跌并再次引发股权质押风险暴露担忧也给政策面带来更大压力。加上债市收益率已经累计了一定的调整幅度，短端利率下行空间有限，中长期利率仍处于历史均值之上，投资者拉长久期的意愿明显有所提升。

权益市场股权质押随着股市调整而风险暴露，易纲行长关于“货币政策仍有足够空间”的言论引发市场降息可能的憧憬，都在 10 月 16 日推动债市情绪好转。其后公布的社融数据略超预期，但实际是源于口径调整，令投资者认识到宽信用远未见效。随之公布的三季度 GDP 增速回落到 6.5%，触及政策目标底线。加上股权质押风险继续令股市重挫、美联储对加息强势表态都激发了投资者拉长久期的冲动。

10 月下旬，市场的焦点是股权质押风险，金融委多位领导齐发声，各类民企纾困措施接踵而至，股市大幅波动，人民币汇率再现调整压力。美股表现同样不佳，特朗普屡次抨击美联储。虽然外汇占款存在减少嫌疑，同时处于缴税期，但在央行呵护下，资金面持续宽松，利率稳中有降。

10 月底召开的政治局会议中，保持了“稳中有变”等判断，再提“高质量发展”、“六稳”，不再提及去杠杆和房地产，反而把重心放在了民企和资本市场上。对债市而言，这一方面意味着还没有看到大幅刺激经济的动作，债市的根基尚未动摇。另一方面，投资者开始沿着政策的思路继续寻找民企龙头和政策敏感型资产（比如股市建材、地产、雄安等板块表现更佳）。

第五阶段：小型“资产荒”下牛市加速

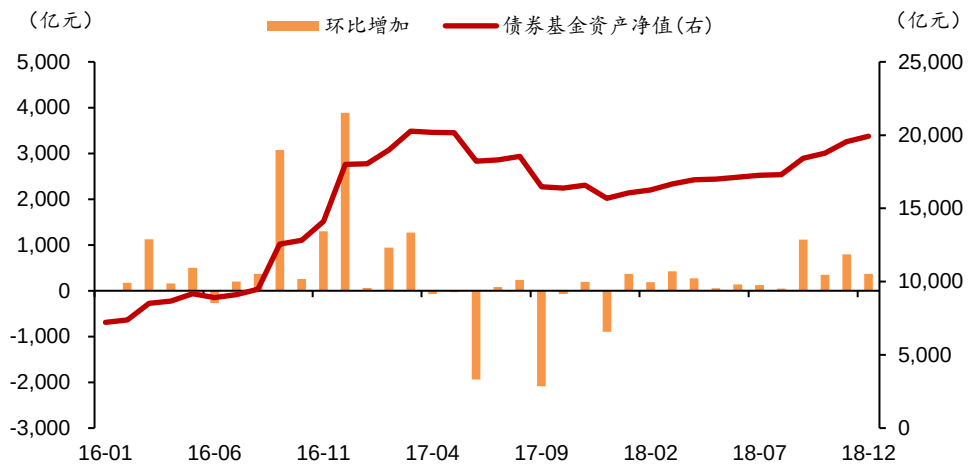
11 月份是消息面、政策面多发期，加之年底临近，市场持盈保泰的心态明显。11 月中旬，10 月信贷、社融数据公布，金融数据环比腰斩打破了这种短暂平衡，金融数据预示经济增速仍处于惯性下行阶段，融资需求如果出现主动收缩。回顾 2018 年，融资渠道被动收缩，加上地方政府等隐性债务清理引发的融资需求回落、信用收缩是这一年的核心逻辑。而金融防风险冲击和中美贸易摩擦是两大核心变量，是我们理解债市脉络、违约潮、广谱利率分化的主线。

在这一阶段，投资者对经济下行已经形成了一致预期。而地方债置换基本结束，更是放大了需求力量的影响。尤其是 50 年国债招标受到个别保险机构热捧，强化了长端利率行情。这些因素导致利率进一步下行，11 月 14 日十年国开顺利突破 4% 重要关口。11 月 23 日原油价格大跌，带动大宗商品价格下跌，避险情绪升温，进一步助推了债市行情。

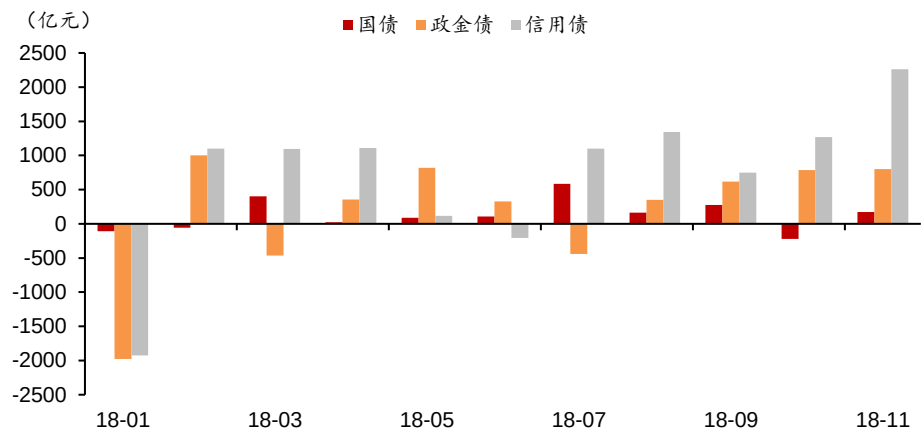
而该阶段真正重磅的消息非 G20 “习特会”莫属，12 月 2 日的中美会晤达成了“90 天”休战期，我们做的调查问卷显示多数投资者对本次会晤认可，市场预期股涨债跌。本次会议符合甚至略好于市场预期，市场对贸易摩擦升级、经济下行等担忧情绪预计有所好转。然而，利率开盘冲高后一路下行，超过市场预期。市场遇利空不跌强化了投资者对市场强势的判断。

究其背后的原因，基本面下行已经是一致预期，更多的是交易行为起主导作用，我们之前曾提示过，银行理财在 7 月份资管新规打“补丁”之后，由于规模并未如预期收缩，加上可配置资产减少，导致开始出现小型“资产荒”。而地方债置换结束之后，银行自营也存在一定的配置需求，部分银行通过公募基金等途径参与到二级市场当中。而债基等机构在相对排名考核机制下，在业绩比拼效应和一致预期驱动下拉长久期。预期空前一致，而供给又处于真空期，导致行情得以加速演绎。配置盘希望为明年留点空间，但交易盘和欠配机构时不我待。这种博弈是推动年底利率下行的主要因素。

具体而言，券商、保险、银行自营等机构都在期待收益率能在年底小幅反弹或者稳一稳，给明年留个空间。但是公募基金等交易机构时不我待。这种博弈是推动利率下行的主要因素。以往的资产荒是因为规模增长太快，这次是年初的时候太悲观导致的。与年初预期的资管新规导致行业收缩 20%-30% 不同，实际理财规模真正收缩的银行不多，多数银行的理财规模持平甚至小幅增长。因此出现前期悲观时赎回了委外或者抛售了债券，但现在又有较大配置压力的结果。而从可配置的资产来看：非标受资管新规的约束，供给持续减少；同业资产如同业存单等，收益率已经和资金利率融合，息差空间越来越小；房地产债、民企债，受制于监管规定不能大规模增持，政金债发行规模较去年也有所减少。除此之外，债券基金规模也在近几个月大幅增长，需求进一步膨胀。因此年初的悲观导致现在出现了较为明显的欠配，小型的“资产荒”推动利率的进一步下行。

图表11： 债券型基金规模不断扩张

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 广义基金持续增持政金债

资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，中美短端利率倒挂和 12 月份美联储加息对 11 月的市场也有小幅扰动。对所谓“疑似正回购”市场也有一些讨论。在我们看来，纠缠于具体货币政策工具没有太多意义。央行自上而下看流动性，所有工具都是服务于流动性合理充裕和利率走廊管理，正回购也好、逆回购也好都是着眼于削峰填谷，并不具备指向意义和政策取向含义。当然，中美短端利率倒挂，加上人民币汇率坚守“7”一线，叠加 302 号文过渡期结束和美联储 12 月份加息，资金面确实受到了小幅扰动，但从长端利率来看，债市情绪未受到较大影响。

12 月 9 日通胀数据发布，CPI 同比 2.2%略低于市场预期，国际油价大幅下跌带动有色、化工等原材料价格回落，“滞胀”风险减退，通缩隐忧渐起，在没有新的刺激之下，利率继续缓慢下行。

12 月 12 日晚的一则消息使得市场预期发生转变，国家发改委发布了《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，文件支持资产总额大于 1500 亿、年收入大于 300 亿、负债率不超过 85% 的 AAA 评级的房地产企业发债融资，这一政策使得市场对融资回暖和宽信用见效的预期迅速升温，12 日 13 日 A 股大涨，债市下跌，10 年国开债单日上行幅度达 10BP，其实是拥挤交易之后的“小型踩踏”。

市场急切的期待从年底的政治局会议和中央经济工作会议中寻找政策取向信息。12 月份政治局会议提出“激发微观主体活力”、“创造性的贯彻落实党中央的方针政策”，我们认为切中要害。更多细节需要等待中央经济工作会议和两会才能披露，但在内外复杂的环境下，也许宏观政策也呈现相机抉择的特征，做好自己的资产、负债摆布最重要。

而无论短端加杠杆、坚守长端还是信用下沉策略最后殊路同归，只要不踩雷，都是赢家，差别在于心态不同。17 年底投资者对 18 年债市较为悲观，但收益率大幅提升后其实好操作。当下，投资者对明年至少上半年债市的看法一致偏正面，但收益率走低之后，我们认为 2019 年将是难操作的一年。这种一致预期的对与错也只有时间能给予答案，但降低回报预期，加强对边际变化的敏感度，静待大类资产强弱切换才是投资者能做的。

本周策略观点

上周长端利率大幅回调，我们认为主要原因如下：

(1) 地产融资政策似乎有所松动。12 月 12 日晚，国家发改委发布了《关于支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，文件支持资产总额大于 1500 亿、年收入大于 300 亿、负债率不超过 85% 的 AAA 评级的房地产企业发行企业债券融资。这一政策使得市场对融资回暖和宽信用见效的预期迅速升温，12 月 13 日 A 股大涨，债市下跌。我们曾在年度策略报告中指出，2019 年需要关注房地产政策松动对宽信用的带动。

(2) 央行行长易纲提出影子银行是金融市场的必要补充，引发非标重新“定义”担忧。我们此前多次提及，当前债市的一个风险点在于非标可能存在重新“定义”的可能，央行行长易纲 12 月 13 日晚在出席“新浪·长安讲坛”时指出，影子银行是金融市场的必要补充，但要规范经营，一定程度上意味着监管层对非标的认定标准可能调整，引发宽信用预期上升。

(3) MLF 等额续作不及预期。前期 10 年期国债利率屡次下行至 3.3% 以下，已经部分隐含了 MLF 利率下调的预期，但是央行上周五仅仅等额续作了 2860 亿到期的 MLF，且未下调招标利率，市场对货币政策进一步宽松的预期落空。因此，上周五在 11 月经济数据走弱且股市大幅下跌的情况下，债市不涨反跌。

(4) 预期过于一致，短期交易拥挤。我们在上周《债券策略周报：货币政策的变与不变》中曾提到，11 月份以来利率加速下行，主因银行理财由于规模并未如预期收缩，加上可配置资产减少，从三季度开始就出现了小型“资产荒”。同时地方债置换结束之后，银行自营也存在一定的配置需求，部分银行通过公募基金等途径参与到二级市场当中。而债基等机构在相对排名考核机制下，在业绩比拼效应和一致预期驱动下拉长久期，导致行情加速。因此，尽管此前 G20 中美关系略有缓和，但债市行情继续加速演绎，反映出市场对经济下行和货币政策宽松的预期空前一致，也显示市场交易已经过于拥挤。因此，在地产融资政策有所松动担忧以及央行货币政策不及预期的影响下，债券市场发生了小规模踩踏。

但此次回调是否动摇了债牛根基？本轮债牛演绎的根基在于融资渠道被动收缩及融资意愿的萎缩（详见《信用收缩的来龙去脉与启示》），一方面引发的经济下行倒逼货币政策保持中性偏松，同时导致表外金融资产的供给减少。而银行理财等规模不降反增，表内在地方法债置换结束后也存在配置压力，债市的需求力量出现了上升，尤其是低风险资产。目前来看，经济仍处于惯性下行阶段，小型“资产荒”尚未看到根本逆转，债牛的根基还没有被根本动摇，利率反弹的空间有限。

此外，近期利空的“含金量”不足，调整更多源于拥挤交易。此次地产融资政策放松幅度其实较为有限，不及 2014 和 2015 年。2014 年 9 月，银行间协会发文允许在国内 A 股上市的房地产企业进入房地产企业，并推荐企业发行中票品种。2015 年 6 月，协会进一步

允许 16 家以房地产为主业的央企集团或其下属房地产企业注册中期票据。2015 年 1 月，公司债发行扩容，也放开了房地产企业发行私募债融资。而此次发改委企业债融资政策仅针对 20 多家大型房企有效，且限制了发债资金用于商业地产，因此此次地产融资政策放松幅度远远不及当时，预计对宽信用的带动也将比较有限。其次，央行货币政策虽不及预期，但是在宏观经济惯性下行的压力下，货币政策仍是维持流动性合理充裕的基调，易纲行长在长安论坛上的讲话也表明货币政策以内部平衡为主，只是在节奏和幅度上会兼顾外部平衡。

但随着利率走低，需要对利空保持敏感度，而真正的利空是什么？我们上周提到，债市的配置价值正在弱化，未来更多是惯性和交易价值。显然在这种情况下，我们需要对利空保持更高的敏感度。居安思危，未来需要注意的利空包括：1、非标政策调整，从而缓解债市“资产荒”；2、房地产政策在一城一策框架下放松；3、财政赤字提升、地方专项债扩容，利率债在两会之后放量，甚至引发定制化公募债基“抢跑”；4、中美贸易摩擦找到双方都能接受的妥协方案，导致经济增长悲观预期调整；5、资管和理财新规博弈再起，尤其是 2020 年过渡期的具体执行。或者货基或定制化公募债基免税等政策有变，导致类似于 2016 年底流动性冲击一幕上演；6、权益市场迎来牛市，通过理财资金分流、风险偏好上升等导致债市承压；7、美联储加息幅度超预期，引发汇率和国内债市承压。而最为伤筋动骨的利空在于能否恢复融资渠道并重建微观激励机制，我们需要特别关注政治局会议中“激发微观主体活力”、“创造性的贯彻落实党中央的方针政策”所孕育的积极变化。

我们前期提到十年国债 3.25-3.3% 是较强阻力位（3% 可能是底部），债牛慢些走，给明年留点空间，对市场各方都有利。以目前理财的负债成本，银行表内的负债成本下行速度也较为缓慢，利率债也开始进入到历史中位数之下，债市的配置价值正在弱化。受政策面和消息面影响，加上年底特殊时点，交易盘和配置盘的博弈可能使得短期走势更为微妙。此次小幅回调印证了我们之前的判断，十年国债 3.25-3.3% 仍是较强阻力位（MLF 利率），3.0% 可能就是极限位置。当然，在复杂多变的市场中，任何点位判断都是刻舟求剑，需要我们走一步看一步。无论如何，债牛慢些走，给明年留点空间，对市场各方都不是坏事。

长端利率债上行空间有限，中高等级信用债在配置压力下仍无忧。中长端利率债收益率前期下行明显，配置价值弱化，存在一定的拥挤交易，容易出现波动。但在当前基本面和配置压力下，上行空间较为有限，后续大概率仍有下行空间。相对而言，由于理财小型“资产荒”现实存在，对中高等级信用债的配置需求仍较大。我们仍建议投资者根据规模和资金性质逐步向票息策略回归，3 年中高等级信用债加杠杆可能成为新的底仓配置，替代中长久期利率债，从而规避利率债的供给和拥挤交易等风险点，从承担久期风险重新转为承担票息和息差风险。城投不碰最差的，过剩产能抛弃长的，民企只做最好的，而我们此前提示房地产债分歧最大存在挖掘空间的看法正在得到验证。此外，战略性逐步增持和配置转债的看法不改。

上周市场热点与本周关注点

上周热点：

1、11 月份金融数据公布：新增人民币贷款 12500 亿元，预期 11200 亿元，前值 6970 亿元；社会融资规模增量 15200 亿元，预期 13300 亿元，前值 7288 亿元；M2 同比 8.0%，预期 8.0%，前值 8.0%；M1 同比 1.5%，M0 同比 2.8%。

2、发改委发文支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券。最近一年和最近三年平均同时满足资产总额大于 1500 亿，年收入大于 300 亿，负债率不超过 85%，3A 评级的房地产企业，属于支持的优质企业范围。

3、政治局会议召开，不再提稳中有变和经济下行压力，首提“提振市场信心”，提出“激发微观主体活力”。未提四中全会、房地产、去杠杆，也没有提财政或货币政策取向，政策细节有待中央经济工作会议和两会阐述。但政策相机抉择的特征没有改变，但政策重心有所调整，宏观从求变到求稳，微观激励机制从收到放。

4、央行行长易纲在第 349 期长安讲坛上表示，影子银行是金融市场的必要补充，但要依法规范经营。

5、上周五 2880 亿 MLF 到期，央行等额续作 2860 亿，降准置换 20 亿。

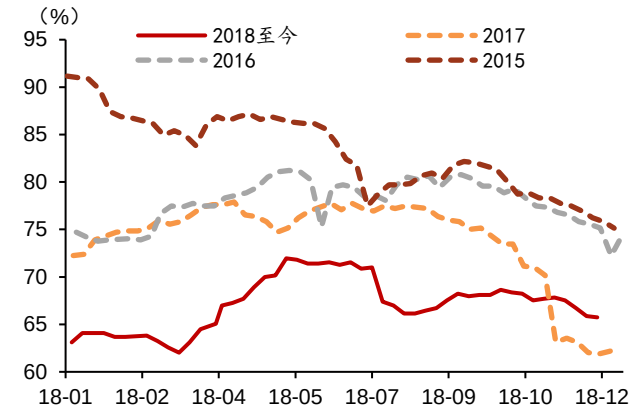
6、上周五统计局公布 11 月宏观经济数据：中国 11 月社会消费品零售总额同比 8.1%，为 2003 年 5 月以来最低增速，预期 8.8%，前值 8.6%。1 至 11 月社会消费品零售总额同比 9.1%，预期 9.1%，前值 9.2%。1 至 11 月城镇固定资产投资同比 5.9%，预期 5.8%，前值 5.7%。中国 11 月规模以上工业增加值同比 5.4%，为 2016 年 2 月以来最低增速，预期 5.9%，前值 5.9%。

本周关注：

- 1、本周将召开中央经济工作会议，关注中央对经济形势的定调；
- 2、12 月 18 日将召开改革开放 40 周年大会；
- 3、美国 11 月通胀数据本周即将公布，或对美联储 12 月加息产生扰动。
- 4、美联储 12 月份议息会议召开，关注美联储加息、缩表指引。

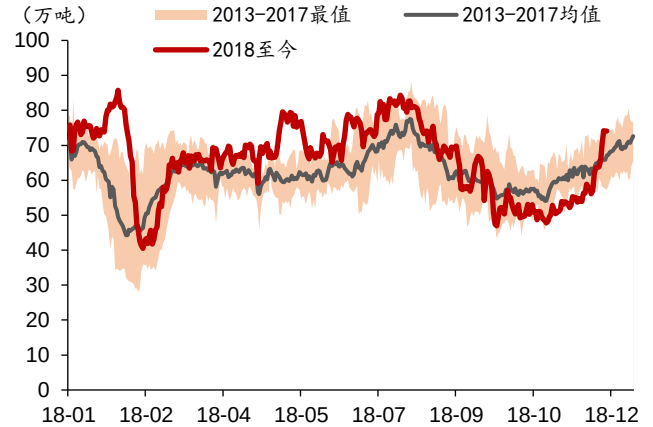
实体高频观察

图表13: 高炉开工率



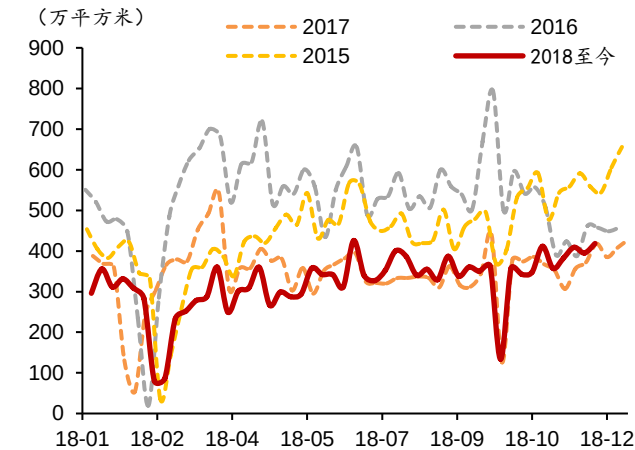
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 六大发电集团日均耗煤



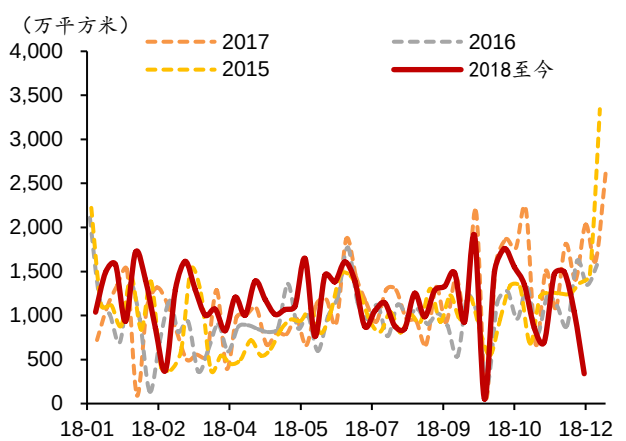
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 30大中城商品房成交面积



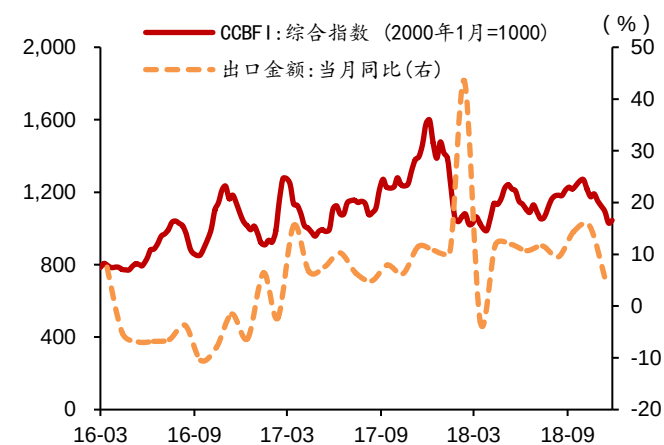
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 百城土地成交面积



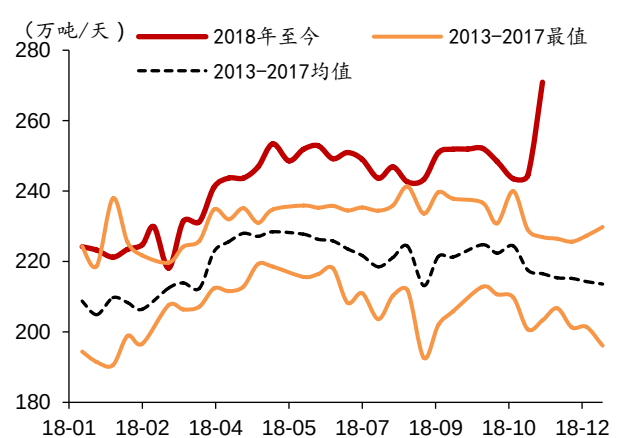
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 航运指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 粗钢日均产量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

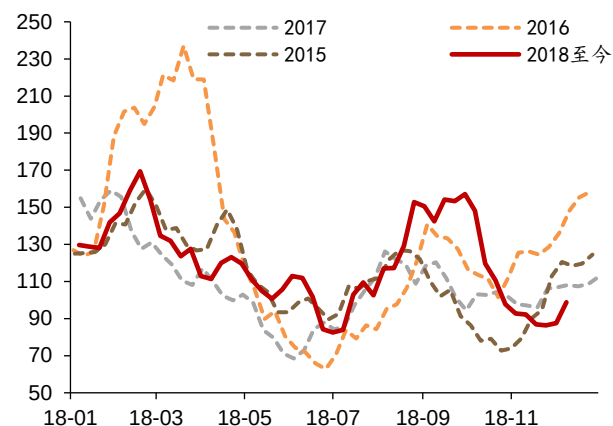
通胀

图表19: 猪肉价格



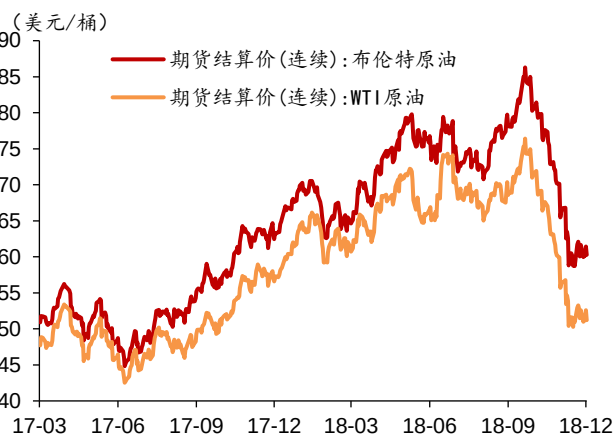
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 蔬菜价格指数



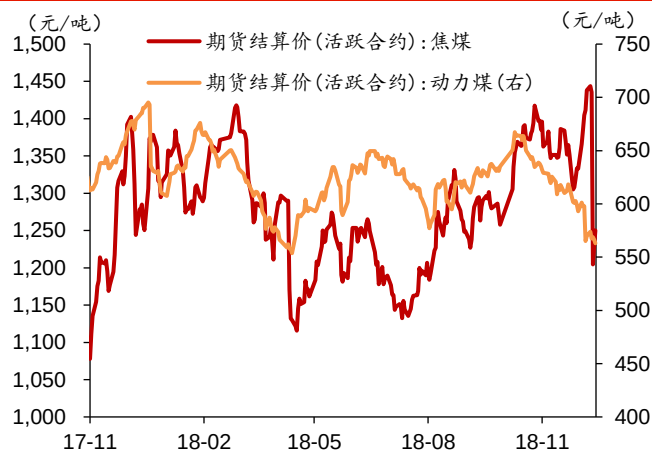
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 原油价格



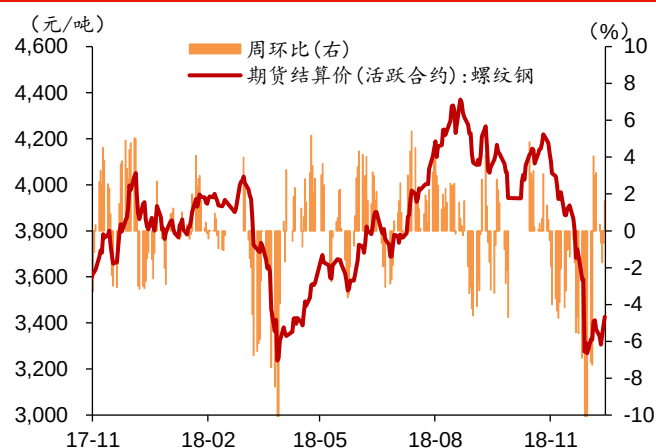
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 焦煤、动力煤价格



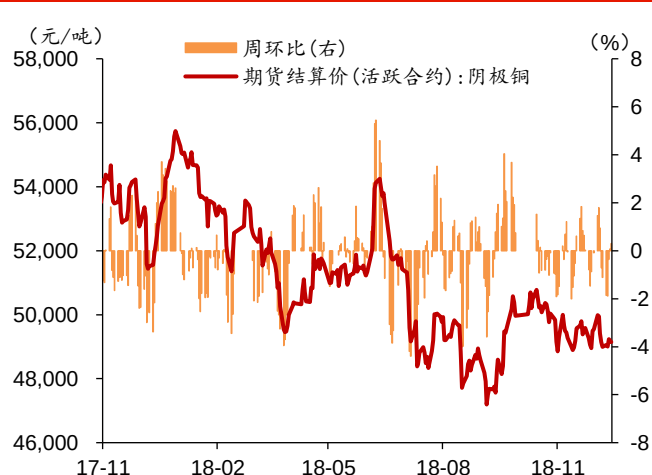
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 螺纹钢价格



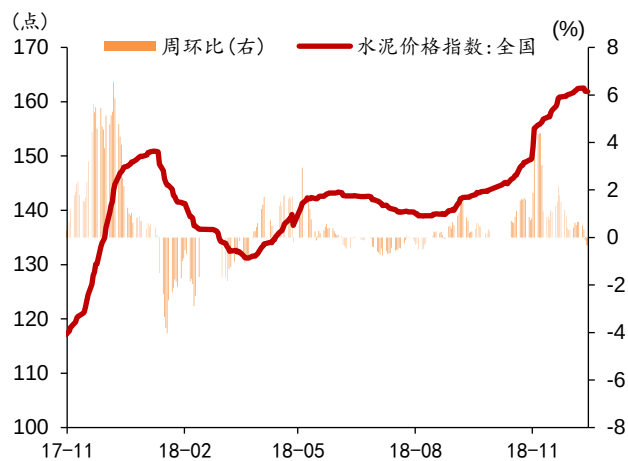
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 阴极铜价格



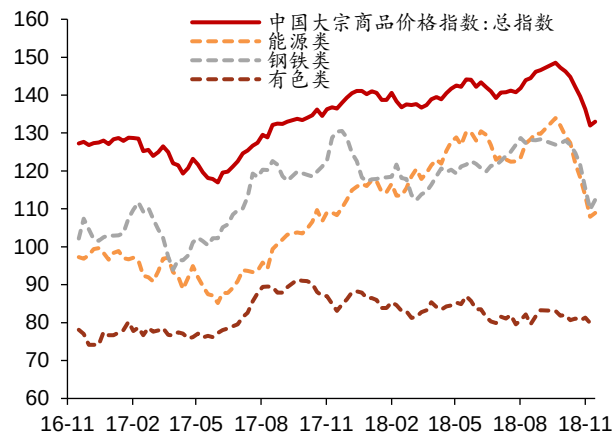
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 水泥价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 大宗商品价格指数(能源、钢铁、有色)

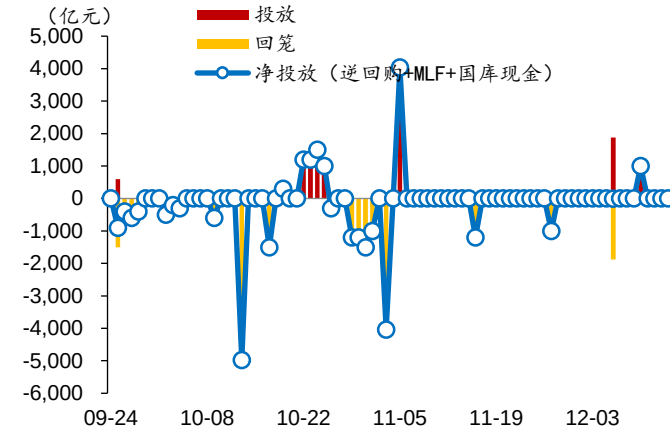


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

流动性跟踪

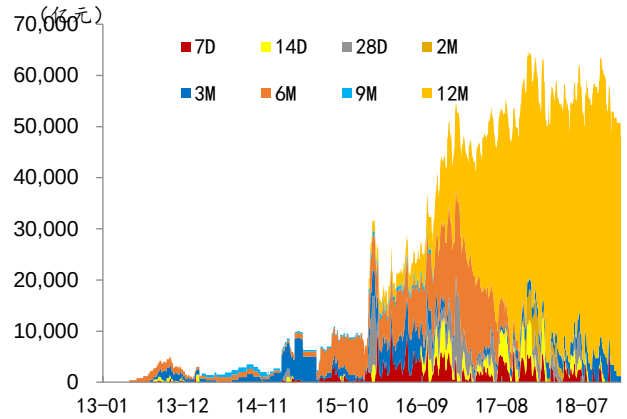
公开市场操作

图表27： 公开市场操作与到期



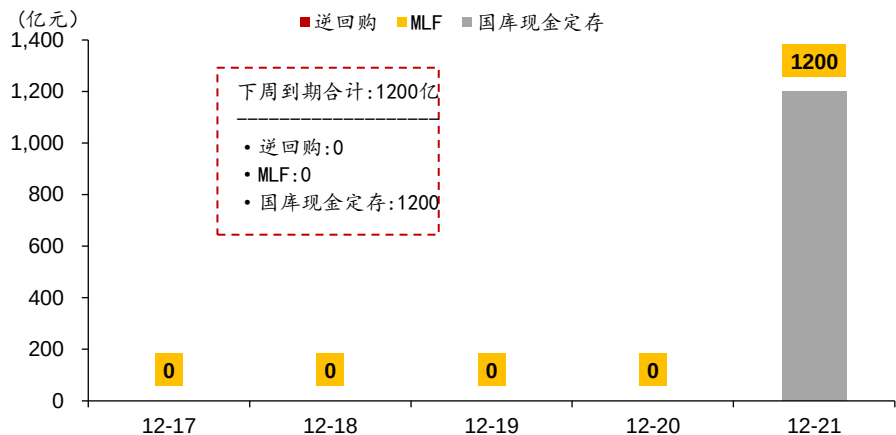
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 未到期资金期限结构（逆回购+MLF+国库现金定存）



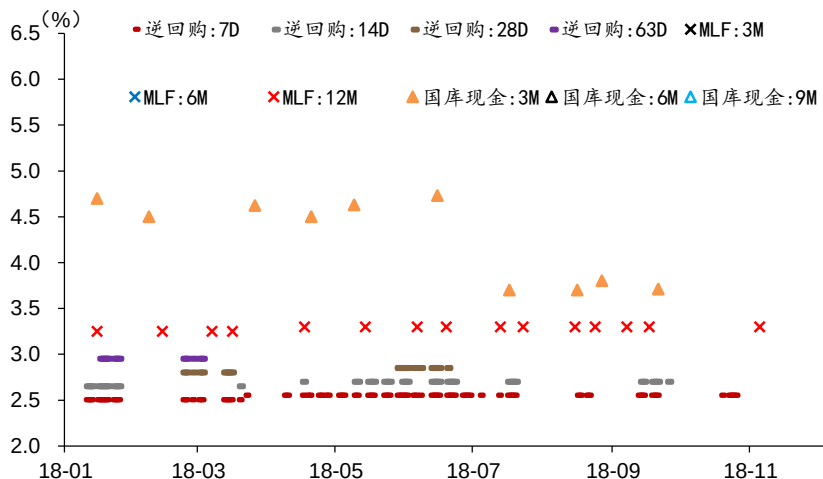
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 下周资金到期提示



资料来源：Wind，华泰证券研究所

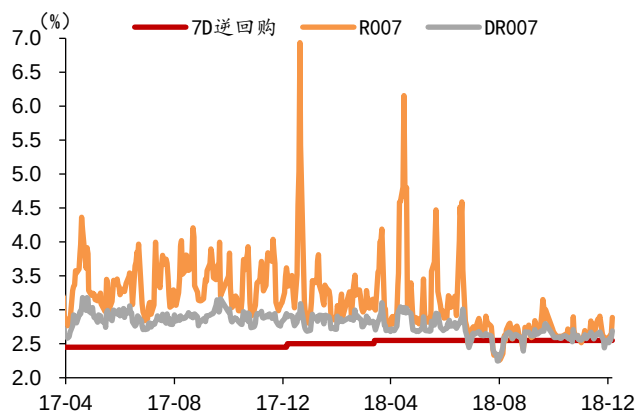
图表30： 政策利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

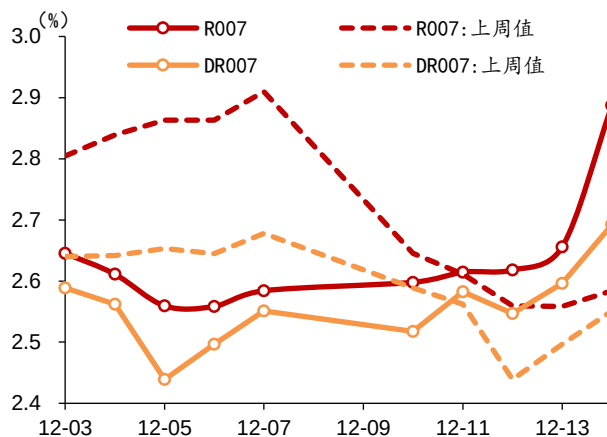
货币市场利率

图表31: 7D 逆回购、R007、DR007



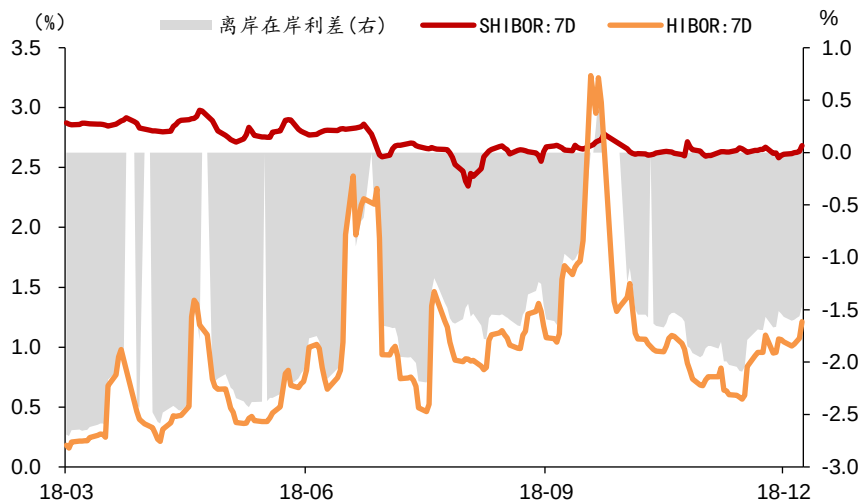
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: R007、DR007 本周与上周比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

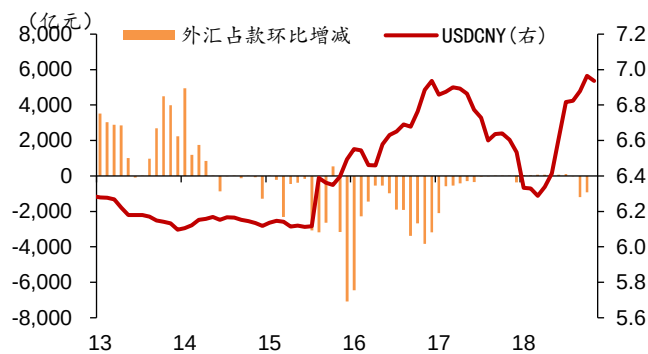
图表33: HIBOR、SHIBOR 与利差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

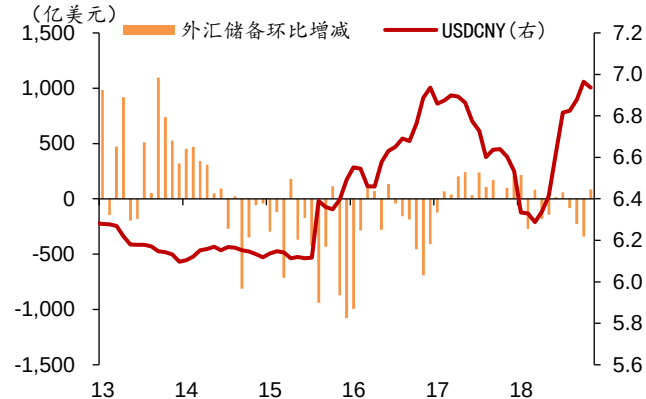
外部流动性

图表34: 外汇储备环比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

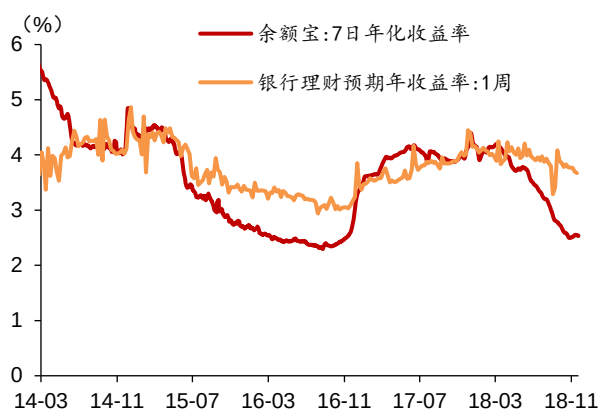
图表35: 外汇储备环比变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

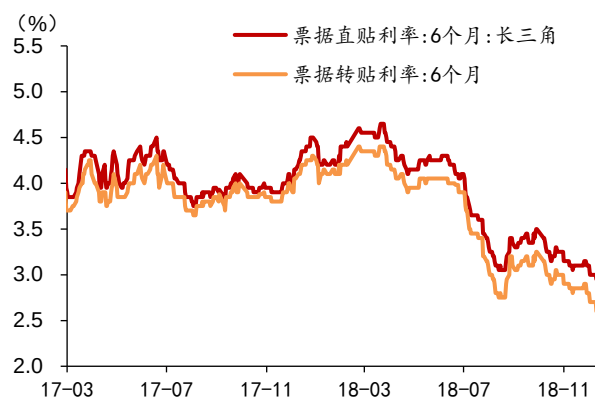
广谱利率

图表36： 货币基金、银行理财收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

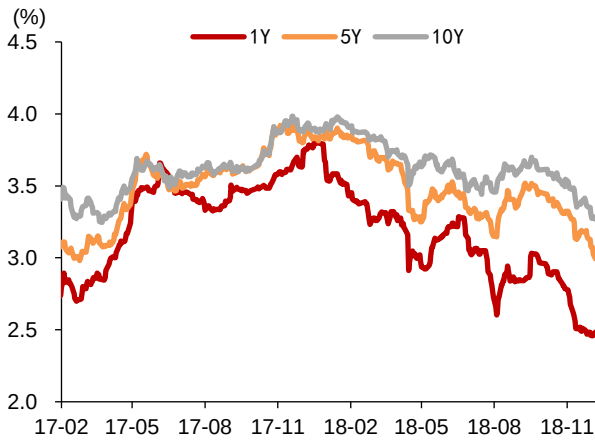
图表37： 票据贴现利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

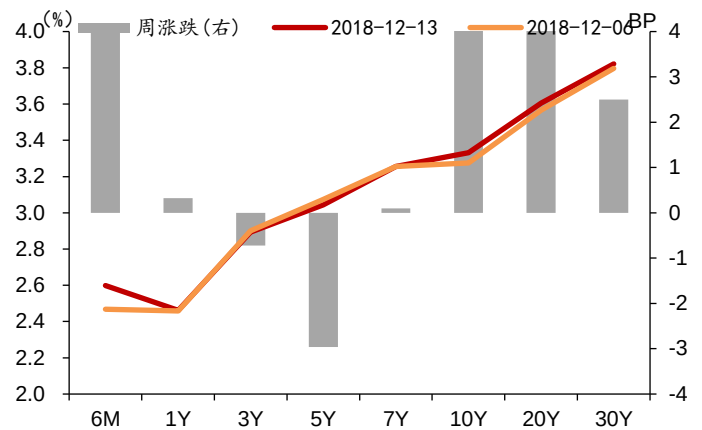
债券及衍生品

图表38: 国债收益率走势



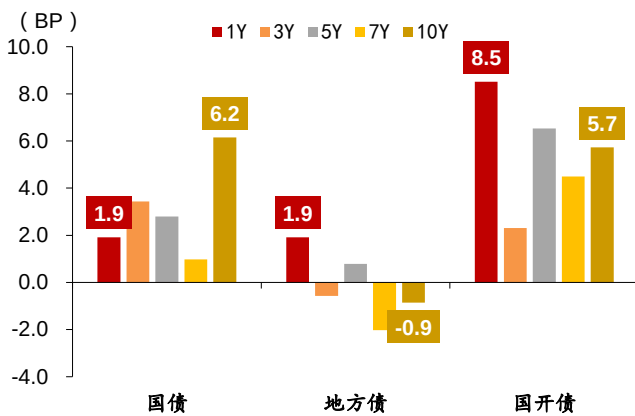
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 国债收益率曲线单周变动



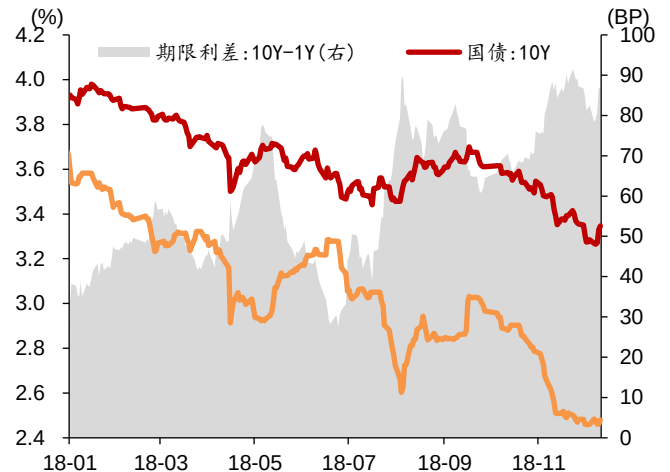
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 利率债单周涨跌



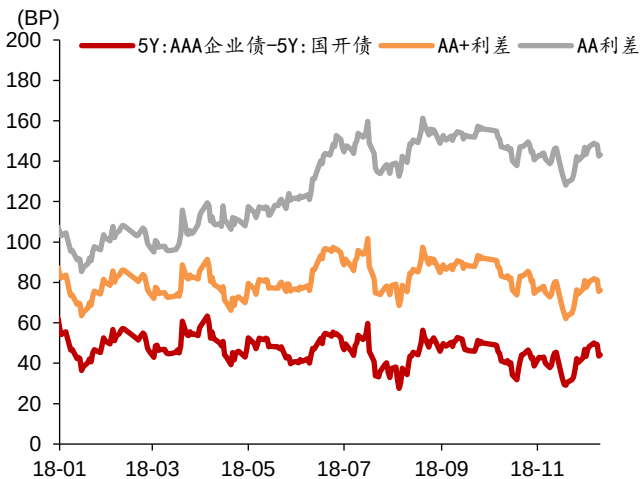
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 期限利差



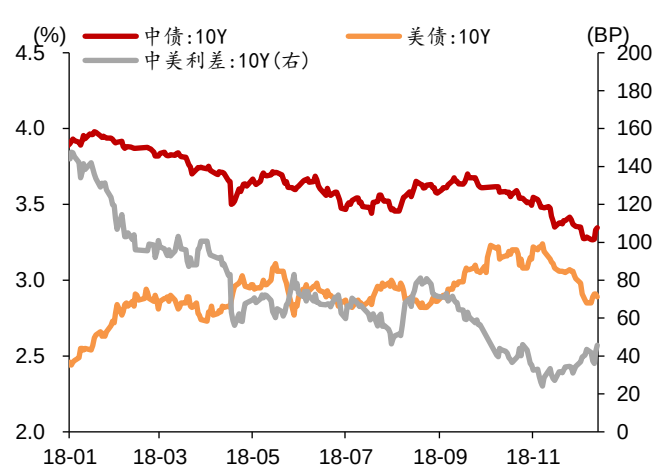
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 信用利差 (企业债与国开债)



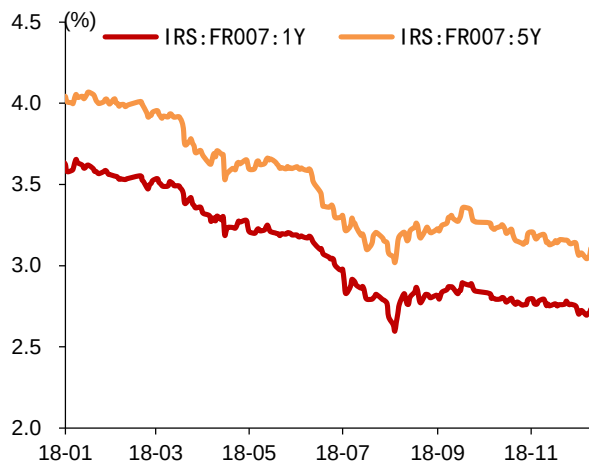
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 中美利差 (10年期国债)



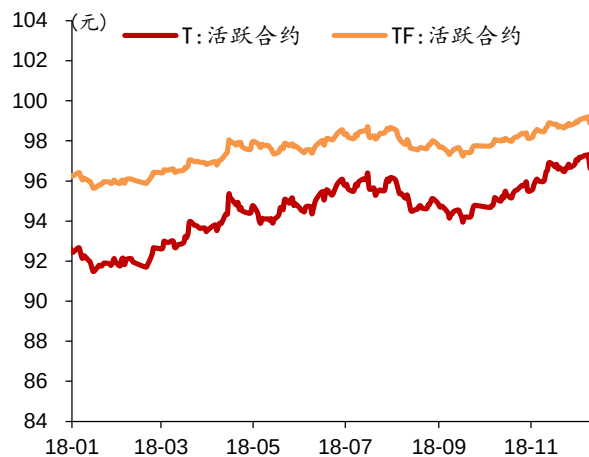
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44： 利率互换



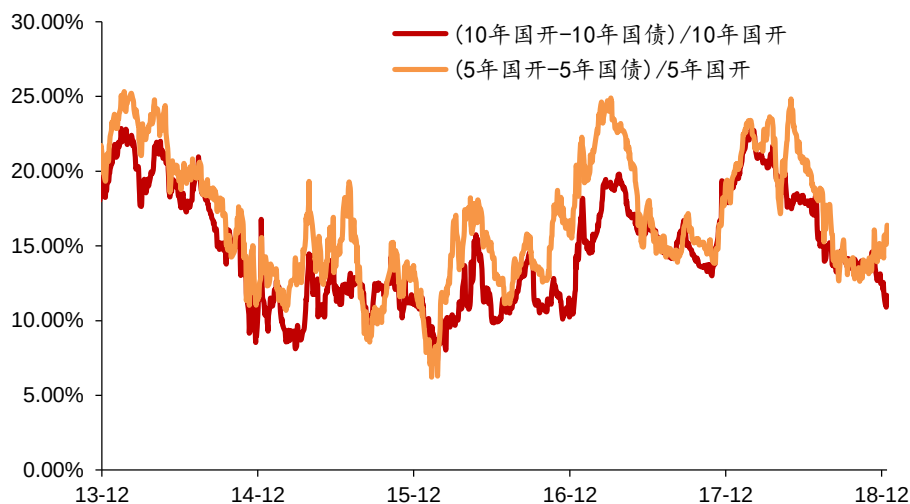
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45： 国债期货



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46： 国开债隐含税率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1、宽信用政策超预期。房地产企业债融资放松、微观激励机制重建、民企纾困加速落地等因素可能导致宽信用传导顺畅，特别关注政治局会议中“激发微观主体活力”、“创造性的贯彻落实党中央的方针政策”所孕育的积极变化。

2、交易拥挤。债券市场的一致预期仍相对强烈，钱多的逻辑也未逆转，可能导致市场再度出现拥挤交易的情况。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com