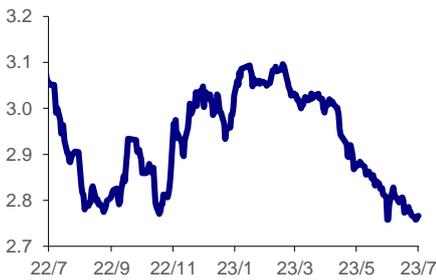


收益率指标 (2023/7/14)

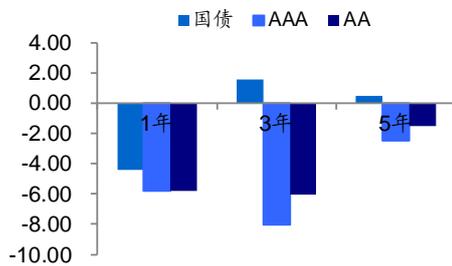
| 期限 | 国债 (%) |
|-----|--------|
| 1Y | 1.84 |
| 2Y | 2.14 |
| 3Y | 2.25 |
| 5Y | 2.45 |
| 7Y | 2.63 |
| 10Y | 2.64 |
| 15Y | 2.79 |

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

国债及中票收益率周变化(BP)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

《汇率扰动无忧, 债市以内为主》

2023.7.9

《资金面平稳宽松, 套息策略仍占优》

2023.7.3

《关注稳增长政策措施》2023.6.19

分析师: 孙丽萍

Tel: (021) 23185648

Email: slp13219@haitong.com

证书: S0850522080001

分析师: 张紫睿

Tel: (021) 23185652

Email: zrz13186@haitong.com

证书: S0850522120001

联系人: 藏多

Tel: (021) 23185647

Email: zd14683@haitong.com

政府债供给与超长债配置价值展望

投资要点:

● 债市展望: 政府债供给与超长债配置价值展望

今年5、6月政府债净融资规模同比大幅少增。其中, 国债发行节奏差异性不大, 主要是地方债供给节奏放缓, 背后的原因可能有: 今年Q1前置发行, 新增专项债额度下达速度不及去年, 以及今年发行节奏也不似去年有明确要求。

7月政府债净供给望环比回升, 8月可能是年内供给高点。随着剩余额度的下达, Q3或是政府债净供给高峰(规模或在2.6万亿元左右), 新增专项债加速发行进一步支持基建投资, 以及Q3政府债净供给回升, 从5-6月份的同比少增转为同比多增, 也将带动社融同比增速趋升。

关注超长债配置价值。一方面, 今年以来超长债供给稀缺, 上半年发行占比和规模明显低于去年同期。另一方面, 超长债有票息且波动率不高。

债市展望: 票息策略为主, 长端等待方向。资金面平稳宽松的走势将延续, 债市短端有支撑, 继续关注短端中高等级杠杆套息策略和1Y存单Carry策略。短期来看, 长端利率下行空间或有限, 债市对社融、CPI以及经济基本面反应钝化, 但房地产政策和稳增长政策的影响下, 长端方向或仍需等待, 关注长端调整后的配置机会。

信用品种比价来看, 次级债方面, 1-2年期二级资本债和永续债性价比有所降低, 3年期性价比仍在; 城投债建议关注2-3年期AA+等级, 目前利差分位数仍处近一年中位数以上水平; 另外高等级永续期产业债利差表现尚可, 可适当做品种挖掘。

● 基本面: 生产端改善, 需求端不强, CPI同比或继续下行

7月以来中观高频数据显示: 钢材周度产量企稳, 沿海八省日耗煤量均值涨幅缩小, 行业开工率整体处于偏高水平, 百城土地成交面积先上后下, 30城商品房成交面积下降, 7/1-9汽车批发零售销量增速转负, 出口综合指数继续下行。基建高频数据整体环比改善。物价方面, 预计7月CPI或继续下行, PPI同比降幅或缩小。

● 利率债市场回顾: 1) 资金利率: 央行净投放资金180亿元, 资金利率分化, 票据利率下行。2) 一级发行: 利率债净供给减少, 存单量跌价升。3) 二级市场: 上周债市窄幅震荡, 10Y国债/国开债利率上行0.4BP/下行0.1BP。期限利差整体收窄。

● 信用债市场回顾: 1) 一级发行: 主要信用债品种净融资255.7亿元, 由负转正。2) 二级市场: 交投减少; 中票收益率窄幅震荡, 信用利差整体下行, 期限利差与等级利差变动分化。3) 信用评级调整及违约跟踪: 上周赣州发展投资控股集团有限责任公司评级上调至AAA, 大连万达商业管理集团股份有限公司、江苏沙钢集团有限公司分别被惠誉和标普下调评级。上周无新增违约主体

● 海外债市回顾: 1) 经济与政策: 美国CPI、核心CPI数据显示通胀压力继续缓和; 消费者信心指数、小型企业信心指数表现偏强; 到9月累计加息50BP的预期降温。2) 二级市场: 10Y美债利率下行至3.83%, 10Y-2Y美债利差倒挂幅度走阔。

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 债市展望：政府债供给与超长债配置价值展望..... | 5 |
| 2. 基本面：生产端改善，需求端不强，CPI 同比或下行..... | 8 |
| 3. 政策跟踪：综合运用多种货币政策工具..... | 10 |
| 4. 利率债 | 10 |
| 4.1 货币市场：资金利率分化，票据利率下行..... | 10 |
| 4.2 一级发行：净供给减少，存单量跌价升..... | 11 |
| 4.3 二级市场：债市窄幅震荡 | 13 |
| 5. 信用债 | 14 |
| 5.1 一级发行：净融资由负转正 | 14 |
| 5.2 二级交易：交投减少，收益率与利差变动分化..... | 16 |
| 5.3 信用评级调整及违约跟踪 | 17 |
| 6. 海外债市..... | 19 |
| 6.1 主权债和信用债市场 | 19 |
| 6.2 各市场经济、通胀和货币政策 | 20 |

图目录

| | | |
|------|--|----|
| 图 1 | 国债净融资规模（月度，不含储蓄国债，亿元） | 5 |
| 图 2 | 地方债净融资规模（月度，亿元） | 5 |
| 图 3 | 政府债净融资规模（不含储蓄国债，月度，亿元） | 5 |
| 图 4 | 新增专项债投向（月度，亿元） | 6 |
| 图 5 | 新增社融实际值与预期值（当月值，亿元） | 6 |
| 图 6 | 社融增速各分项拉动率（%） | 6 |
| 图 7 | 超长债（15 年及以上）发行规模及占比（亿元，%） | 7 |
| 图 8 | 10Y\30Y 国开债、20Y\30Y 地方债波动率（截至 23/6/30） | 7 |
| 图 9 | 猪肉平均批发价格（元/公斤） | 10 |
| 图 10 | CPI 同比走势与预测值（%） | 10 |
| 图 11 | 每周公开市场投放规模（亿元，更新至 7 月 14 日） | 11 |
| 图 12 | 隔夜回购利率（%） | 11 |
| 图 13 | 七天回购利率（%） | 11 |
| 图 14 | 三个月存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率（%） | 11 |
| 图 15 | 国股银票转贴现利率（%） | 11 |
| 图 16 | 国债、政金债、地方债发行规模对比（亿元） | 12 |
| 图 17 | 各期限固息国开债认购倍数（倍） | 12 |
| 图 18 | 各期限固息国债认购倍数（倍） | 12 |
| 图 19 | 同业存单发行量和净融资额（亿元） | 13 |
| 图 20 | 同业存单发行利率（%） | 13 |
| 图 21 | 利率债收益率（%） | 14 |
| 图 22 | 主要信用债品种成交情况（亿元） | 16 |
| 图 23 | 3 年期中票收益率走势（%） | 16 |
| 图 24 | 3 年期中票信用利差（BP） | 16 |
| 图 25 | 中票等级利差走势（BP） | 17 |
| 图 26 | 中票期限利差走势（BP） | 17 |

表目录

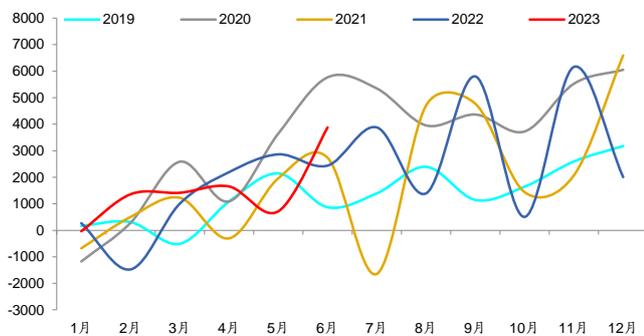
| | | |
|------|--|----|
| 表 1 | 信用债品种利率水平与利差所处分位数（%，截至 7 月 14 日） | 8 |
| 表 2 | 中观高频经济数据表现（截至 2023/7/14，汽车销量数据为 7/1-7/9） | 9 |
| 表 3 | 基建高频数据表现（截至 7/14） | 9 |
| 表 4 | 至 7 月 14 日当周财政金融政策梳理 | 10 |
| 表 5 | 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 7 月 14 日） | 12 |
| 表 6 | 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（7/14 较 7/7） | 14 |
| 表 7 | 近期公告发行债券的期限分布（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日）（只） | 15 |
| 表 8 | 近期公告发行债券的评级分布（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日）（只） | 15 |
| 表 9 | 近期公告发行债券的行业分布（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日）（只） | 15 |
| 表 10 | 中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差（7/14 较 7/7） | 17 |
| 表 11 | 评级上调行动（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日） | 17 |
| 表 12 | 评级下调行动（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日） | 18 |
| 表 13 | 新增债券违约情况（2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日） | 18 |
| 表 14 | 各市场主权债和信用债变动情况 | 19 |
| 表 15 | 各市场经济数据（美国） | 20 |
| 表 16 | 各市场经济数据（欧洲） | 21 |
| 表 17 | 各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家） | 21 |

1. 债市展望：政府债供给与超长债配置价值展望

今年 5、6 月政府债净融资规模（不含储蓄国债、wind 口径，下同）分别为 5769 亿元、6264 亿元，分别同比少增 6733 亿元、同比少增 1.12 万亿元。其中国债发行节奏差异性不大，主要是地方债供给节奏放缓，5、6 月分别同比少增 4587 亿元、同比少增 1.26 万亿元。

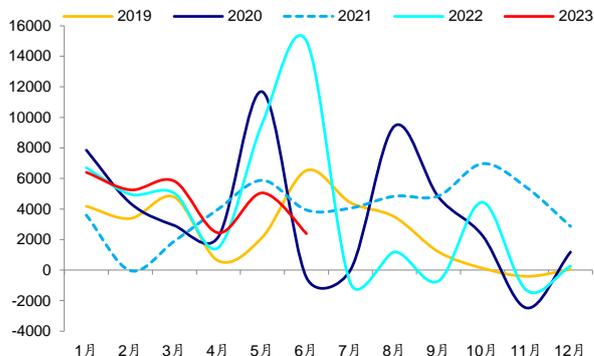
地方债供给节奏放缓的原因可能有：1) 今年 Q1 前置发行。Q1 政府债净融资同比多增 3700 多亿元，其中地方债同比多增近 800 亿元。2) 新增专项债额度下达速度不及去年。去年是 3 月末新增专项债额度已全部下达（21 年 12 月财政部提前下达地方 2022 年新增专项债券额度 1.46 万亿元、22 年 3 月 30 日又向各地下达了 22 年剩余的新增专项债券限额¹），今年提前批下达的新增专项债额度是 2.19 万亿元。3) 发行节奏也不似去年有明确要求。去年发行节奏是要求²加快已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。今年的节奏是强调³加快专项债券发行进度，推动尽快形成实物工作量。

图1 国债净融资规模（月度，不含储蓄国债，亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所，其中 2020 年含特别国债

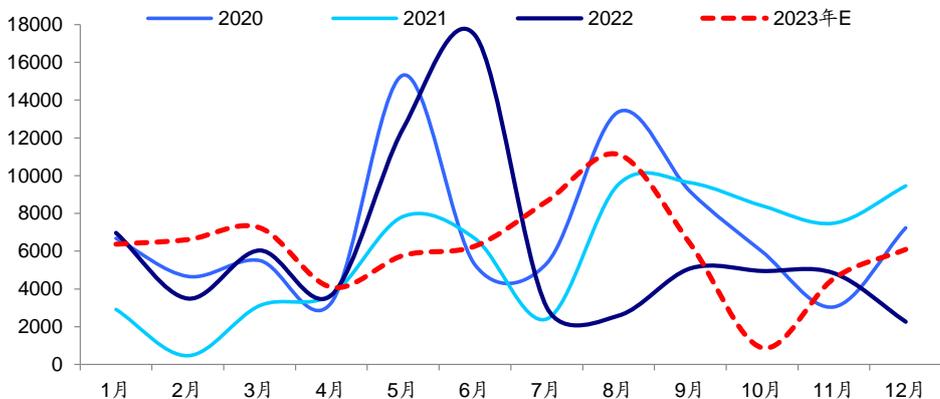
图2 地方债净融资规模（月度，亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

7 月政府债净供给望环比回升，8 月可能是年内供给高点。今年 1-6 月国债净融资规模为 8988 亿元、新增专项债累计发行 2.7 万亿元、政府债净融资规模为 3.63 万亿元。参考 2019-2022 年的供给节奏，今年政府债预期目标，以及提前下达的新增专项债额度在上半年已使用完毕，随着剩余额度的下达，Q3 或是政府债净供给高峰（规模或在 2.6 万亿元左右），其中 8 月政府债净融资规模或为年内高点。

图3 政府债净融资规模（不含储蓄国债，月度，亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，7-12 月为预测值

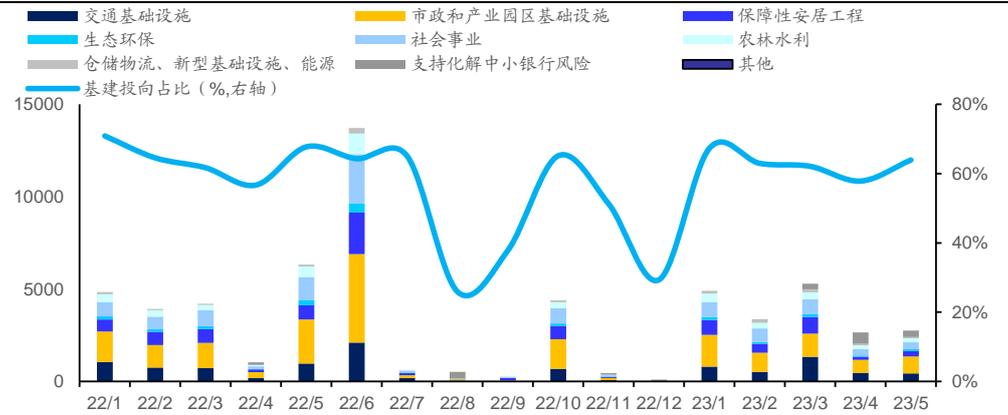
¹ <https://www.gov.cn/xinwen/2022zccfh/10/index.htm>

² https://www.gov.cn/gongbao/content/2022/content_5696232.htm

³ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202304/t20230418_3879449.htm

Q3 新增专项债发行将继续支持基建投资。今年以来新增专项债投向基建的占比整体处于偏高水平（占比在 58%-64%，高于去年均月 56% 的水平），随着 Q3 新增专项债进一步落地，将从资金角度继续支撑基建投资。

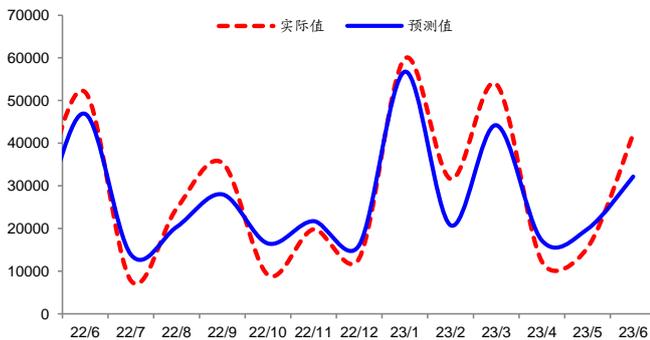
图4 新增专项债投向（月度，亿元）



资料来源：财政部官网⁴，海通证券研究所整理

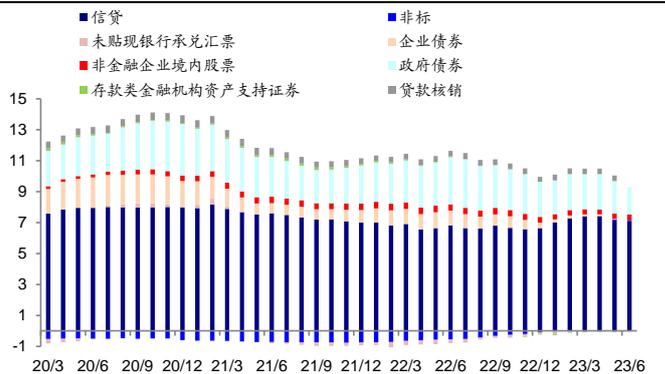
政府债对社融的拖累有望逆转。6 月社融存量同比增速从前值的 9.5% 下滑至 9%，新增社融好于 wind 一致预期值，其中信贷总量结构均改善，社融口径信贷同比多增、居民中长期贷款和企业中长期贷款也均同比多增，同时非标对社融形成正向支撑，但 6 月政府债供给节奏放缓、带动社融下滑 0.36pct，是社融的主要拖累项。随着 Q3 政府债净供给回升、从 5-6 月份的同比少增转为同比多增，将助力社融存量同比增速趋升。

图5 新增社融实际值与预期值（当月值，亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所，预期值为 wind 数据

图6 社融增速各分项拉动率（%）

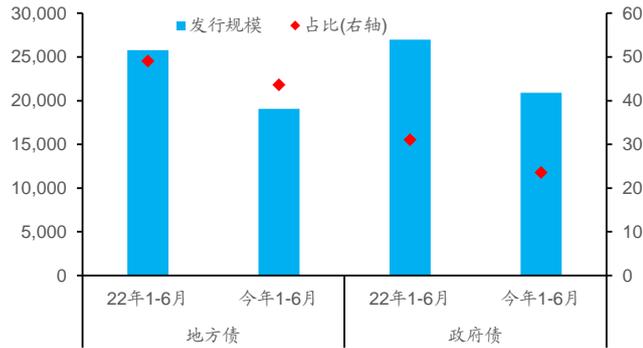


资料来源：WIND，海通证券研究所

此外，关注超长债配置价值。一方面，今年以来超长债供给稀缺。今年 1-6 月地方债中超长债（发行期限 15 年及以上）发行规模不及去年同期，占比也从去年同期的 49% 下滑至 43.6%，政府债中超长债的占比下降更多。另一方面，超长债有票息且波动率并不高。今年 1/1-6/1，10-30Y 国债利差为 38bp，但 30Y 国债波动率仅小幅高于 10Y 国债，20Y、30Y 地方债利率分别高出 10Y 国债利率均值 47、49BP、而波动率均低于 10Y 国债。

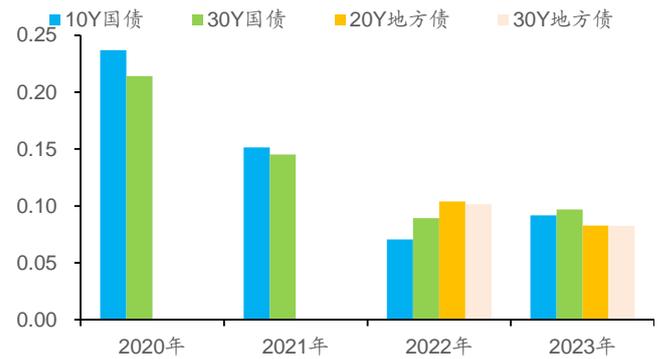
⁴ <http://kjhx.mof.gov.cn/zwxz/>

图7 超长债（15年及以上）发行规模及占比（亿元，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 10Y/30Y 国开债、20Y/30Y 地方债波动率（截至 23/6/30）



资料来源：WIND，海通证券研究所，波动率为日利率数据的年度标准差

债市展望：票息策略为主，长端等待方向。（1）7月以来中观高频经济数据显示生产端改善，但需求不强，6月信贷总量结构改善，但市场对此反应钝化，CPI同比增速下滑、7月可能继续下降，但市场对此预期较为充分，14日央行新闻发布会表示⁵“过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间，金融部门将积极配合有关部门加强政策研究”，关注房地产政策方面的情况。（2）央行表示⁶“加大宏观调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具”，我们认为资金面平稳宽松的走势将延续，但再次降准或降息的时点或仍需等待，因为6月刚进行过OMO和MLF降息等。（3）债市短端更有支撑，继续关注短端中高等级杠杆套息策略，以及关注1Y存单Carry策略；短期来看，长端利率下行空间或有限，房地产政策稳增长政策影响下长端方向仍需等待，关注长端调整后的配置机会。

信用品种比价来看，次级债方面，1-2年期二级资本债和永续债性价比有所降低，3年期性价比仍在；城投债建议关注2-3年期AA+等级，目前利差分位数仍处近一年中位数以上水平；另外高等级可续期产业债利差表现尚可，可适当做品种挖掘。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4990911/index.html>
⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4990911/index.html>

表1 信用债品种利率水平与利差所处分位数(%, 截至7月14日)

| 7月14日 | | 二级资本债 | | | 永续债 | | | 中票 | | | 城投债 | | |
|-----------------|-----|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | AAA- | AA+ | AA | AAA- | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA |
| 当前利率水平 | 1年期 | 2.48 | 2.52 | 2.63 | 2.57 | 2.61 | 3.08 | 2.40 | 2.49 | 2.56 | 2.43 | 2.51 | 2.66 |
| | 2年期 | 2.68 | 2.73 | 2.93 | 2.79 | 2.83 | 3.30 | 2.59 | 2.73 | 2.99 | 2.59 | 2.81 | 3.07 |
| | 3年期 | 2.92 | 2.99 | 3.31 | 3.02 | 3.06 | 3.54 | 2.71 | 2.98 | 3.36 | 2.72 | 2.95 | 3.26 |
| | 4年期 | 3.09 | 3.20 | 3.63 | 3.18 | 3.29 | 3.82 | 2.87 | 3.14 | 3.53 | 2.93 | 3.16 | 3.54 |
| | 5年期 | 3.17 | 3.27 | 3.86 | 3.30 | 3.41 | 4.01 | 3.02 | 3.32 | 3.72 | 3.10 | 3.33 | 3.70 |
| 与国开债利差所处分位数(3年) | 1年期 | 19.80 | 22.20 | 17.70 | 27.10 | 24.20 | 48.90 | 22.50 | 13.80 | 8.10 | 24.70 | 21.30 | 39.90 |
| | 2年期 | 26.60 | 32.40 | 29.40 | 35.10 | 35.30 | 50.80 | 26.20 | 30.30 | 49.20 | 21.40 | 66.40 | 77.40 |
| | 3年期 | 54.00 | 56.30 | 57.30 | 59.80 | 59.40 | 56.00 | 32.60 | 63.70 | 52.90 | 27.50 | 60.50 | 77.30 |
| | 4年期 | 41.00 | 51.10 | 60.50 | 42.20 | 52.50 | 51.40 | 16.20 | 51.10 | 29.20 | 44.70 | 66.50 | 83.60 |
| | 5年期 | 33.00 | 40.30 | 68.40 | 38.40 | 50.60 | 50.40 | 54.40 | 70.30 | 36.60 | 74.40 | 75.60 | 77.40 |
| 与国开债利差所处分位数(1年) | 1年期 | 42.40 | 40.80 | 43.60 | 44.00 | 40.80 | 48.80 | 45.60 | 34.80 | 23.20 | 47.20 | 40.80 | 49.60 |
| | 2年期 | 36.40 | 35.60 | 37.60 | 34.80 | 36.80 | 44.40 | 36.40 | 42.80 | 66.00 | 34.00 | 55.20 | 63.20 |
| | 3年期 | 51.60 | 54.00 | 59.20 | 49.20 | 48.40 | 51.20 | 42.00 | 64.80 | 63.60 | 39.20 | 60.00 | 60.40 |
| | 4年期 | 42.00 | 50.40 | 62.00 | 40.40 | 43.20 | 46.00 | 27.20 | 63.20 | 56.00 | 51.60 | 69.60 | 71.20 |
| | 5年期 | 40.40 | 50.80 | 64.00 | 44.40 | 48.00 | 41.60 | 62.00 | 70.00 | 61.60 | 73.60 | 72.00 | 64.80 |
| | | 企业债 | | | 永续期产业债 | | | 非公开产业债 | | | 普通金融债 | | |
| | | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA |
| 当前利率水平 | 1年期 | 2.40 | 2.52 | 2.60 | 2.58 | 2.70 | 2.97 | 2.60 | 2.83 | 3.02 | 2.36 | 2.42 | 2.49 |
| | 2年期 | 2.59 | 2.74 | 2.99 | 2.85 | 2.95 | 3.55 | 2.79 | 3.10 | 3.45 | 2.50 | 2.59 | 2.68 |
| | 3年期 | 2.72 | 2.98 | 3.36 | 3.00 | 3.23 | 3.92 | 2.94 | 3.40 | 3.82 | 2.64 | 2.72 | 2.84 |
| | 4年期 | 2.87 | 3.19 | 3.57 | 3.18 | 3.53 | 4.10 | 3.15 | 3.68 | 4.06 | 2.67 | 2.75 | 2.89 |
| | 5年期 | 3.02 | 3.35 | 3.73 | 3.35 | 3.75 | 4.32 | 3.30 | 3.87 | 4.29 | 2.77 | 2.85 | 3.04 |
| 与国开债利差所处分位数(3年) | 1年期 | 25.20 | 23.70 | 13.50 | 31.50 | 17.70 | 15.70 | 23.50 | 33.80 | 28.20 | 33.90 | 17.80 | 10.30 |
| | 2年期 | 37.00 | 34.70 | 42.70 | 56.90 | 28.20 | 54.00 | 20.30 | 43.20 | 38.20 | 38.70 | 29.20 | 3.50 |
| | 3年期 | 39.10 | 68.80 | 51.50 | 57.50 | 43.40 | 50.10 | 24.30 | 60.30 | 33.80 | 85.70 | 61.70 | 36.40 |
| | 4年期 | 27.60 | 72.90 | 37.90 | 55.10 | 47.40 | 28.70 | 21.80 | 66.90 | 22.60 | 19.40 | 5.10 | 4.70 |
| | 5年期 | 57.50 | 80.50 | 49.60 | 54.40 | 50.70 | 41.40 | 54.10 | 79.70 | 46.20 | 41.60 | 12.50 | 20.60 |
| 与国开债利差所处分位数(1年) | 1年期 | 44.00 | 47.20 | 35.60 | 54.80 | 41.20 | 42.80 | 56.40 | 60.80 | 56.80 | 56.00 | 46.00 | 29.20 |
| | 2年期 | 35.60 | 38.40 | 65.20 | 49.60 | 36.00 | 72.00 | 39.20 | 42.80 | 65.20 | 38.80 | 43.60 | 6.00 |
| | 3年期 | 38.40 | 64.40 | 67.60 | 50.00 | 42.00 | 65.60 | 46.00 | 61.60 | 48.00 | 94.80 | 76.80 | 52.40 |
| | 4年期 | 31.60 | 68.40 | 69.20 | 50.40 | 43.20 | 63.20 | 36.80 | 69.60 | 50.40 | 28.40 | 15.20 | 14.40 |
| | 5年期 | 63.60 | 76.00 | 70.40 | 40.00 | 41.60 | 66.00 | 62.80 | 73.60 | 62.80 | 55.60 | 32.00 | 43.60 |

注: 数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数, 永续债利差滚动三年分位数为2021年8月16日以来。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 基本面: 生产端改善, 需求端不强, CPI 同比或下行

7月以来, 中观高频数据显示生产端改善, 需求端仍不强。需求端显示: 百城土地成交面积先上后下, 30城商品房成交面积下降、月均值同比环比降幅扩大, 7/1-9汽车批发零售销量增速转负, 出口CCFI和SCFI综合指数继续下行。工业生产端显示: 钢材周度产量企稳、高于2022年但低于2019-2021年同期水平, 沿海八省日耗煤量回升但月均值涨幅缩小, 行业开工率整体处于偏高水平。

表2 中观高频经济数据表现（截至 2023/7/14，汽车销量数据为 7/1-7/9）

| 类别 | 指标 | 频次 | 最新数据日期 | 最新数据值 | 环比 (%) | 同比 (%) | 6月月均值 | 7月月均值 | 7月环比 (%) | 7月同比 (%) | 近12周走势图 | 同期分位数 |
|----|----------------------|----|--------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------|---------|-------|
| 地产 | 30大中城市:商品房成交面积(万平方米) | 日 | 07/14 | 185.42 | -12.71 | -33.99 | 41.97 | 28.42 | -32.30 | -32.66 | | 0% |
| | 100大中城市:成交土地面积(万平方米) | 周 | 07/09 | 1104.66 | -59.13 | -49.38 | 1412.62 | 1903.83 | 34.77 | -24.69 | | 0% |
| | 100大中城市:成交土地溢价率 (%) | 周 | 07/09 | 4.78 | -0.50 | 1.67 | 5.93 | 5.03 | -0.90 | 1.58 | | 15% |
| 汽车 | 当周销量:乘用车:厂家零售(万辆) | 周 | 07/09 | 33.10 | -2.00 | -7.00 | 6.32 | 3.68 | -2.00 | -7.00 | | / |
| | 当周销量:乘用车:厂家批发(万辆) | 周 | 07/09 | 33.70 | -3.00 | -9.00 | 7.43 | 3.75 | -3.00 | -9.00 | | / |
| 出口 | CCFI:综合指数 | 周 | 07/14 | 869.92 | -1.17 | -73.09 | 918.89 | 875.06 | -4.77 | -72.99 | | 58% |
| | SCFI:综合指数 | 周 | 07/14 | 979.11 | 5.09 | -76.37 | 964.15 | 955.42 | -0.91 | -76.47 | | 55% |
| 工业 | 唐山钢厂:高炉开工率 (%) | 周 | 07/14 | 56.35 | 0.00 | 3.18 | 57.30 | 56.35 | -0.95 | 3.18 | | 33% |
| | 高炉开工率(247家):全国 | 周 | 07/14 | 84.33 | -0.15 | 12.72 | 83.20 | 84.41 | 1.21 | 8.19 | | 70% |
| | 开工率:汽车轮胎:半钢胎 (%) | 周 | 07/13 | 71.31 | 0.30 | 9.71 | 70.22 | 71.21 | 0.99 | 6.86 | | 72% |
| | PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%) | 日 | 07/14 | 73.27 | -5.62 | 0.45 | 78.21 | 76.99 | -1.22 | 3.49 | | 30% |
| | PTA产业链负荷率:聚酯工厂 (%) | 日 | 07/14 | 91.33 | 0.76 | 14.49 | 90.00 | 90.92 | 0.92 | 13.83 | | 100% |
| | PTA产业链负荷率:江浙织机 (%) | 日 | 07/14 | 62.56 | 0.00 | 11.73 | 60.82 | 62.56 | 1.74 | 10.69 | | 36% |
| | 耗煤量(万吨) | 日 | 07/13 | 246.00 | 11.11 | 10.31 | 207.00 | 227.29 | 9.80 | 7.42 | | 100% |
| | 钢材产量(万吨) | 周 | 07/13 | 276.06 | -0.41 | 12.40 | 272.23 | 276.63 | 1.62 | 14.92 | | 12% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 粉色数据代表该数据正增长, 绿色数据反之; 汽车最新数据值为 7/1-7/9 日累计销量, 环比为较上月同期增长; 日度数据变频为周度; 同期分位数指最新数据在 15 年以来同月数据中比较, 其中, 1 月和 2 月合并统计。

7 月以来基建高频数据整体环比改善。

表3 基建高频数据表现（截至 7/14）

| 类别 | 指标 | 频次 | 最新数据日期 | 最新数据值 | 环比 (%) | 同比 (%) | 6月月均值 | 7月月均值 | 7月环比 (%) | 7月同比 (%) | 近12周走势图 | 同期分位数 |
|------|-----------------|----|--------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------|---------|-------|
| 水泥 | 水泥发运率 (%) | 周 | 07/07 | 47.04 | 0.12 | 4.27 | 46.97 | 47.04 | 0.07 | 2.95 | | 28% |
| | 水泥价格指数(点) | 日 | 07/14 | 112.87 | -2.15 | -21.02 | 121.49 | 114.97 | -5.37 | -19.71 | | 27% |
| | 水泥库容比 (%) | 周 | 07/07 | 73.51 | -0.66 | 5.27 | 73.28 | 73.51 | 0.23 | 3.77 | | 100% |
| | 磨机运转率 (%) | 周 | 07/06 | 49.10 | 0.72 | 0.93 | 47.37 | 49.10 | 1.73 | 0.98 | | 14% |
| 螺纹钢 | 螺纹钢期货收盘价(元/吨) | 日 | 07/14 | 3750.00 | 1.82 | -4.58 | 3611.15 | 3720.80 | 3.04 | -7.12 | | 36% |
| | 螺纹钢主要钢厂产量(万吨) | 周 | 07/14 | 276.06 | -0.41 | 12.40 | 272.23 | 276.63 | 1.62 | 12.20 | | 16% |
| 石油沥青 | 石油沥青装置开工率 (%) | 周 | 07/12 | 34.90 | -0.10 | 0.70 | 34.20 | 34.95 | 0.75 | -1.00 | | 7% |
| | 沥青期货库存(万吨) | 周 | 07/14 | 7.06 | 7.62 | -62.82 | 7.34 | 6.72 | -8.43 | -9.34 | | 4% |
| | 沥青期货收盘价(元/吨) | 日 | 07/14 | 3900 | 0.52 | -11.36 | 3772.60 | 3854.50 | 2.17 | -9.34 | | 82% |
| 铜 | LME铜现货结算价(美元/吨) | 日 | 07/14 | 8651 | 4.24 | 23.59 | 8386.23 | 8379.40 | -0.08 | 11.28 | | 85% |
| | LME铜总库存(万吨) | 日 | 07/14 | 5.72 | -9.21 | -56.16 | 8.79 | 6.14 | -30.11 | -53.76 | | 0% |
| 全钢胎 | 全钢胎开工率 (%) | 日 | 07/13 | 63.24 | 0.13 | 3.95 | 60.21 | 63.18 | 2.97 | 9.31 | | 39% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 粉色数据代表该数据指向基建改善、绿色代表指向基建走弱; 日度数据变频为周度; 同期分位数指最新数据在 15 年以来同月数据中比较, 其中, 1 月和 2 月合并统计。

7 月 CPI 同比或继续下行。 7 月以来蔬菜价格和水果价格环比增速转负, 猪肉价格环比降幅收窄, 叠加 CPI 基数抬升, 我们预计 7 月 CPI 同比增速或继续回落。7 月以来国际原油价格上涨, 国内钢价和沥青价格环比上行, 煤价和玻璃价格环比下降, 叠加去年基数下滑, 我们预计 7 月 PPI 同比降幅或收窄。

图9 猪肉平均批发价格（元/公斤）


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图10 CPI 同比走势与预测值 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所测算, 23年7月为预测值

3. 政策跟踪: 综合运用多种货币政策工具

表4 至7月14日当周财政金融政策梳理

| 日期 | 文件/会议/讲话等 | 相关内容 |
|------|------------------------------|--|
| 7/10 | 关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知 | 政策延期涉及两项内容: 一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资,在保证债权安全的前提下,鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商,积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持,促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的,可以允许超出原规定多展期1年,可不调整贷款分类,报送征信系统的贷款分类与之保持一致。 二是对于商业银行按照《通知》要求,2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资,在贷款期限内不下调风险分类;对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的,相关机构和人员已尽职的,可予免责。 |
| 7/12 | 平台企业座谈会 | 在全面建设社会主义现代化国家新征程上,平台经济大有可为...要持续推动创新突破...要赋能实体经济发展...要积极履行社会责任...要加快提升国际竞争力... 我国经济长期向好的基本面没有改变,对高质量发展要有坚定信心。当前经济面临的一些挑战属于疫后经济复苏过程中的正常现象。国际上疫情过后消费和经济恢复都需要时间,一般认为,恢复正常需要一年左右的时间,我国疫情平稳转段刚半年左右,经济循环和居民收入、消费等已出现积极好转...这几个月,我国的物价出现走低的现象,但是并没有出现通缩。今年以来CPI同比涨幅震荡回落,7月可能还会下行...8月份后CPI有望开始逐步上行。预计全年CPI总体走势呈U型。年内物价水平先降后升,年底有望向1%靠拢。 |
| 7/14 | 2023年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录 | 考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化,过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间,金融部门将积极配合有关部门加强政策研究,因城施策提高政策精准度,更好地支持刚性和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展... 支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定,或者是新发放贷款置换原来的存量贷款... 后续人民银行将根据经济和物价形势的需要,按照党中央、国务院的决策部署,加大宏观调控力度,精准有力实施稳健的货币政策,综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具,保持银行体系流动性合理充裕,保持货币信贷合理增长,推动企业融资和居民信贷成本稳中有降... |

资料来源: 中国政府网, 中国人民银行, 新华社, 海通证券研究所整理

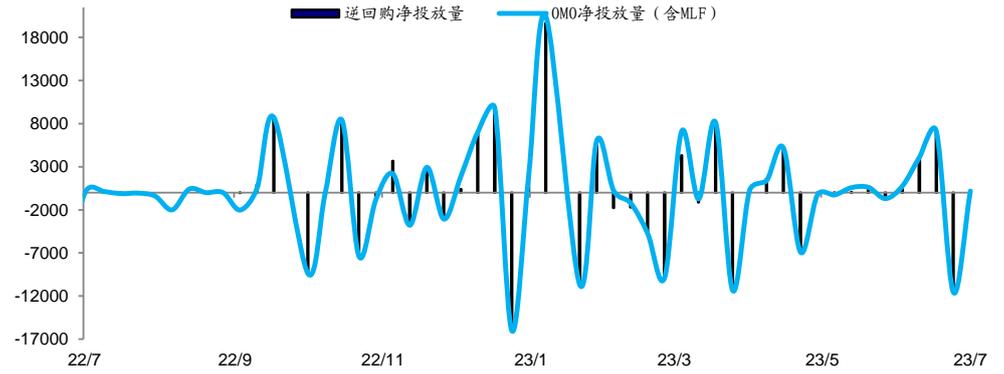
4. 利率债

4.1 货币市场: 资金利率分化, 票据利率下行

上周央行净投放资金 180 亿元, 逆回购投放 310 亿元, 逆回购到期 130 亿元。

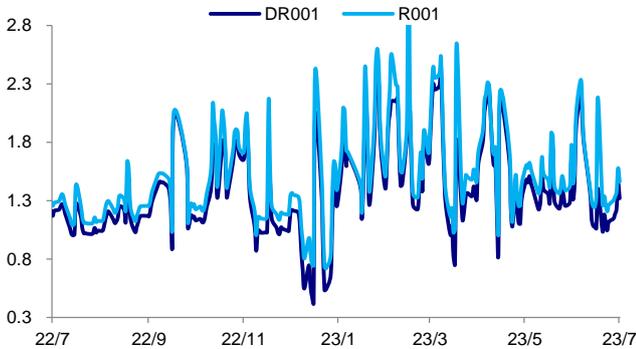
资金利率分化, 票据利率下行。上周 R001 均值上行 14BP 至 1.41%, R007 均值下行 6BP 至 1.92%; DR001 均值上行 15BP 至 1.26%, DR007 均值上行 1BP 至 1.76%。3M 存单发行利率、FR007-1Y 互换利率震荡上行; 至 7 月 14 日, 半年/3M 国债银票直贴价格分别为 1.50%、1.55%, 较 7 月 7 日分别-4bp、-2bp。

图11 每周公开市场投放规模（亿元，更新至7月14日）



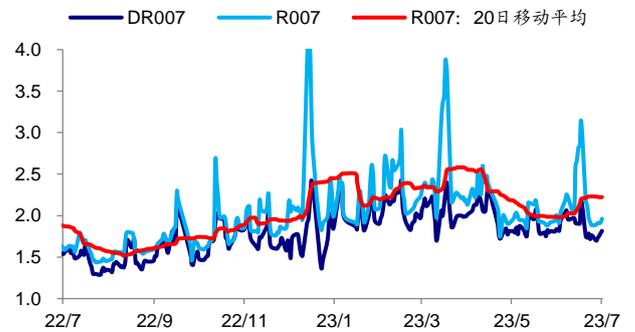
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 隔夜回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 七天回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 三个月存单发行利率和FR007-1Y 互换利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

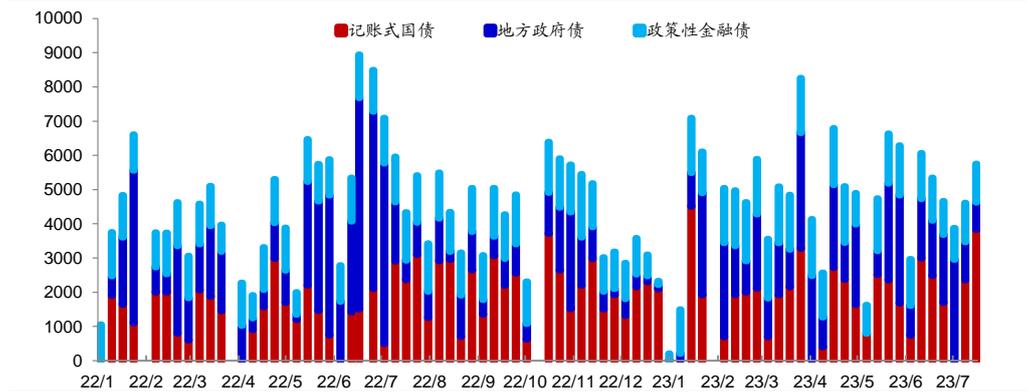
图15 国股银票转贴现利率（%）



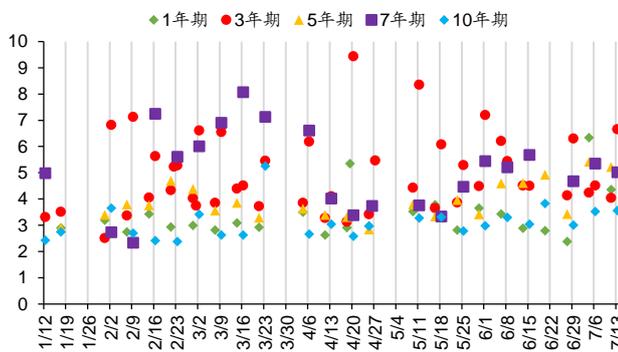
资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2 一级发行：净供给减少，存单量跌价升

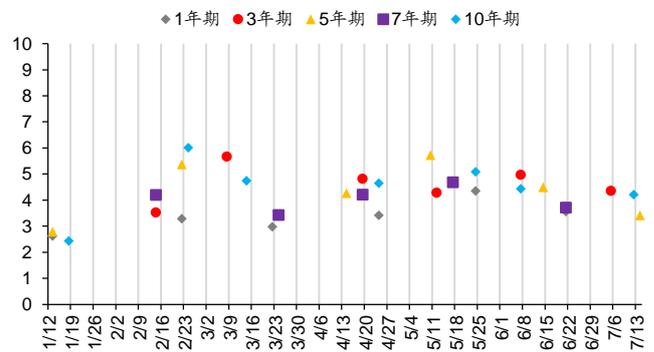
上周，利率债净融资额 211 亿元，环比减少 3416 亿元。上周利率债总发行量 5747 亿元，环比增加 1146 亿元。截至 7 月 14 日，未来一周国债计划发行 230 亿元，环比下降；地方政府债计划发行 1916 亿元，环比上升。

图16 国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 各期限固息国开债认购倍数 (倍)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图18 各期限固息国债认购倍数 (倍)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

国债需求一般, 国开债、进出口行债和农发债需求均分化。

表5 利率债已发行与未来一周计划发行情况 (截至7月14日)

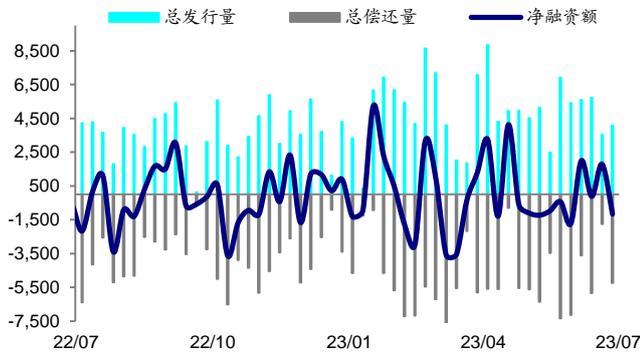
| 发行起始日 | 债券简称 | 计划发行 (亿元) | 发行规模 (亿元) | 期限 (年) | 中标利率 (%) | 招标 标的 | 发行前一日 二级市场利率 (%) | 发行当日二 级市场利率 (%) | 认购倍数 (倍) | 认购倍数描 述 |
|----------------------|-------------------|--------------|--------------|-----------|-------------|----------|------------------------|-----------------------|-------------|------------|
| 国债+政金债: 上周已发行 | | 4950 | 4955 | | | | | | | |
| 2023/7/10 | 23 农发 07(增 5) | 60 | 60 | 5 | 2.55 | 价格 | 2.60 | 2.61 | 4.95 | 尚可 |
| 2023/7/10 | 23 农发 05(增 9) | 50 | 50 | 3 | 2.33 | 价格 | 2.39 | 2.40 | 4.86 | 较好 |
| 2023/7/11 | 23 国开 06(增 8) | 60 | 60 | 1 | 1.89 | 价格 | 2.06 | 2.07 | 4.36 | 一般 |
| 2023/7/11 | 23 农发清发 03(增发 5) | 60 | 60 | 2 | 2.23 | 价格 | 2.31 | 2.30 | 4.39 | 一般 |
| 2023/7/11 | 23 农发清发 04(增发 1) | 20 | 20 | 3 | 2.42 | 价格 | 2.41 | 2.40 | 2.56 | 一般 |
| 2023/7/11 | 23 国开 08(增 7) | 80 | 80 | 5 | 2.42 | 价格 | 2.52 | 2.52 | 5.22 | 一般 |
| 2023/7/11 | 23 农发清发 01(增发 16) | 40 | 40 | 7 | 2.71 | 价格 | 2.74 | 2.75 | 4.54 | 一般 |
| 2023/7/11 | 23 国开 07(增发) | 60 | 60 | 3 | 2.23 | 价格 | 2.36 | 2.37 | 4.04 | 一般 |
| 2023/7/12 | 23 农发 06(增 9) | 90 | 90 | 1 | 1.90 | 价格 | 2.08 | 2.10 | 2.88 | 一般 |
| 2023/7/12 | 23 附息国债 12(续 2) | 960 | 960 | 10 | 2.61 | 价格 | 2.63 | 2.64 | 4.21 | 尚可 |
| 2023/7/12 | 23 农发 10(增 4) | 120 | 120 | 10 | 2.84 | 价格 | 2.87 | 2.87 | 3.14 | 一般 |
| 2023/7/12 | 23 附息国债 13(续发) | 960 | 965 | 2 | 2.05 | 价格 | 2.11 | 2.12 | 3.48 | 一般 |
| 2023/7/13 | 23 进出 11(增发) | 70 | 70 | 10 | 2.84 | 价格 | 2.87 | 2.88 | 4.95 | 较好 |
| 2023/7/13 | 23 国开 13(增 12) | 20 | 20 | 3 | 2.39 | 价格 | 2.36 | 2.37 | 6.65 | 较好 |
| 2023/7/13 | 23 国开 10(增 8) | 140 | 140 | 10 | 2.71 | 价格 | 2.76 | 2.77 | 3.55 | 一般 |
| 2023/7/13 | 23 进出 05(增 20) | 40 | 40 | 5 | 2.52 | 价格 | 2.60 | 2.61 | 6.47 | 较好 |
| 2023/7/13 | 23 进出 03(增 10) | 50 | 50 | 3 | 2.34 | 价格 | 2.40 | 2.41 | 3.88 | 一般 |
| 2023/7/13 | 23 国开清发 02(增发 1) | 20 | 20 | 7 | 2.71 | 价格 | 2.75 | 2.75 | 5.02 | 一般 |
| 2023/7/13 | 21 国开 20(增 37) | 20 | 20 | 20 | 3.05 | 价格 | 3.10 | 3.09 | 11.08 | 较好 |
| 2023/7/14 | 23 进出 07(增 9) | 20 | 20 | 7 | 2.72 | 价格 | 2.75 | 2.75 | 5.98 | 尚可 |
| 2023/7/14 | 23 贴现国债 42 | 300 | 300 | 91D | 1.24 | 价格 | 1.65 | 1.66 | 3.22 | 一般 |

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------------------|----------------|-----|------|------|----|------|------|------|----|
| 2023/7/14 | 23 贴现国债 41 | 650 | 650 | 182D | 1.60 | 价格 | 1.77 | 1.79 | 2.14 | 一般 |
| 2023/7/14 | 23 进出 02(增 7) | 30 | 30 | 2 | 2.23 | 价格 | 2.31 | 2.31 | 5.39 | 较好 |
| 2023/7/14 | 23 付息国债 15 | 960 | 960 | 5 | 2.40 | 利率 | 2.45 | 2.45 | 3.42 | 一般 |
| 2023/7/14 | 23 进出 04(增 4) | 70 | 70 | 1 | 1.92 | 价格 | 2.12 | 2.13 | 4.27 | 一般 |
| 国债、政金债 未来一周计划发行 | | 230、290 | | | | | | | | |
| 2023/7/17 | 23 农发 07(增 6) | 60 | | 5 | | 价格 | | | | |
| 2023/7/17 | 23 农发 05(增 10) | 50 | | 3 | | 价格 | | | | |
| 2023/7/18 | 23 农发清发 03(增发 6) | 60 | | 2 | | 价格 | | | | |
| 2023/7/18 | 23 农发清发 05 | 80 | | 1 | | 利率 | | | | |
| 2023/7/18 | 23 农发清发 01(增发 17) | 40 | | 7 | | 价格 | | | | |
| 2023/7/21 | 23 付息国债 09(续 3) | 230 | | 30 | | 价格 | | | | |
| 地方债 未来一周计划发行 | | 1916 | | | | | | | | |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 红色标记是一级市场招投标需求较好的债券

存单量跌价升。上周, 同业存单发行 4068 亿元, 环比增加 526 亿元; 到期 5236 亿元; 净融资额-1168 亿元, 环比减少 2958 亿元; 7 月 14 日股份制银行 1 年同业存单发行利率较 7 月 7 日上行 3BP 至 2.34%。

图19 同业存单发行量和净融资额 (亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图20 同业存单发行利率 (%)



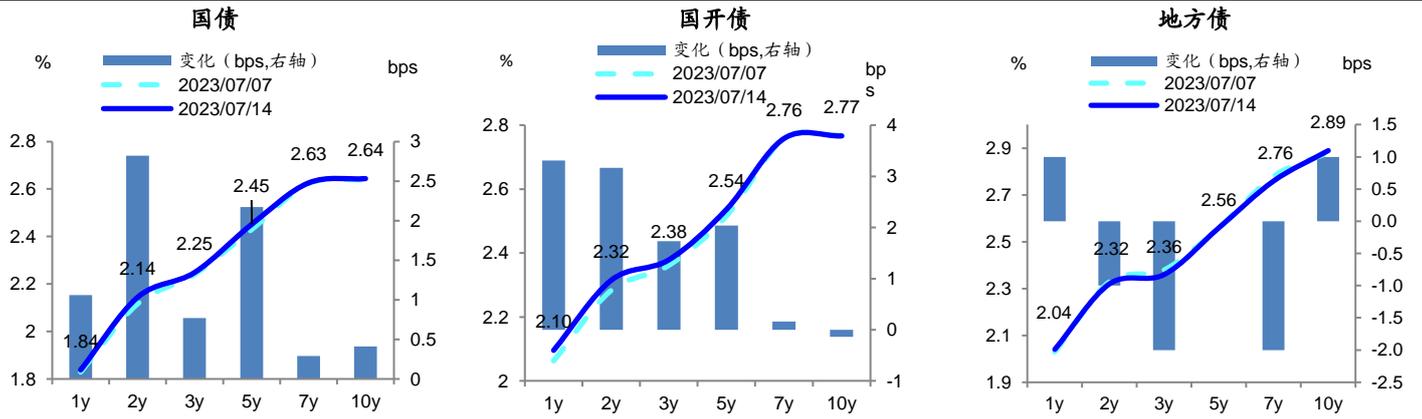
资料来源: WIND, 海通证券研究所

4.3 二级市场：债市窄幅震荡

上周债市窄幅震荡。上周资金面维持平稳。上周一通胀数据低于预期但市场反应有限; 上周三社融、信贷数据表现较好; 上周四进出口数据低于预期; 上周五央行新闻发布会表示“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化, 过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间, 金融部门将积极配合有关部门加强政策研究”, 市场对于地产政策进一步放松的预期有所升温。

具体来看,与7月7日相比, 至7月14日1年期国债收益率上行1BP至1.84%, 10年期国债收益率上行0.4BP至2.64%; 1年期国开债收益率上行3BP至2.10%, 10年期国开债收益率下行0.1BP至2.77%。

图21 利率债收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

国债&国开债利率所处分位数整体上升, 期限利差整体收窄。短端隐含税率分位数更高, 中长端仍处历史偏低水平。10Y 国开债隐含税率由 4.61%下降至 4.41%, 位于 4%分位数水平。

表6 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率(7/14较7/7)

| | | 利率水平(%) | | | | | | |
|--------------------|------------|---------|-------|--------|--------|---------|------|------|
| | | 3m | 1y | 3y | 5y | 7y | 10y | 30y |
| 国债 | 中位数 | 1.96 | 2.24 | 2.54 | 2.70 | 2.86 | 2.86 | 3.37 |
| | 最新水平 | 1.66 | 1.84 | 2.25 | 2.45 | 2.63 | 2.64 | 3.01 |
| | 最新分位数 | 17 | 9 | 6 | 8 | 4 | 4 | 1 |
| | 经调整后分位数 | 24 | 24 | 35 | 45 | 42 | 48 | 9 |
| 国开债 | 中位数 | 2.05 | 2.39 | 2.73 | 2.90 | 3.08 | 3.09 | 3.53 |
| | 最新水平 | 1.78 | 2.10 | 2.38 | 2.54 | 2.76 | 2.77 | 3.12 |
| | 最新分位数 | 20 | 22 | 8 | 4 | 1 | 1 | 0 |
| | 经调整后分位数 | 44 | 38 | 24 | 19 | 15 | 13 | 6 |
| | | 期限利差 | | | | | | |
| | | 3年-1年 | 5年-3年 | 10年-5年 | 10年-1年 | 30年-10年 | | |
| 国债 | 中位数 (bp) | 32 | 17 | 18 | 67 | 52 | | |
| | 最新水平 (bp) | 41 | 20 | 19 | 81 | 37 | | |
| | 最新分位数 (%) | 80 | 83 | 60 | 81 | 7 | | |
| | 前一期分位数 (%) | 81 | 71 | 76 | 83 | 8 | | |
| 国开债 | 中位数 (bp) | 42 | 19 | 23 | 84 | 44 | | |
| | 最新水平 (bp) | 28 | 16 | 23 | 67 | 35 | | |
| | 最新分位数 (%) | 13 | 22 | 51 | 14 | 13 | | |
| | 前一期分位数 (%) | 16 | 20 | 69 | 21 | 23 | | |
| | | 国开债隐含税率 | | | | | | |
| | | 1y | 3y | 5y | 7y | 10y | 30y | |
| 国开债隐 含税率 (%) | 中位数 | 5.37 | 7.35 | 7.90 | 8.22 | 8.41 | 4.80 | |
| | 最新利率水平 | 12.26 | 5.46 | 3.36 | 4.80 | 4.41 | 3.26 | |
| | 最新分位数 | 96 | 16 | 2 | 8 | 4 | 12 | |

注: 数据为滚动三年分位数; “经调整分位数”指市场利率减去 OMO 利率后计算的分位数
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 信用债

5.1 一级发行: 净融资由负转正

根据 Wind 统计, 上周短融发行 1048.4 亿元, 到期 1187.5 亿元, 中票发行 534.5 亿元, 到期 411.9 亿元; 企业债发行 48.4 亿元, 到期 51.9 亿元; 公司债发行 748.4 亿元, 到期 472.8 亿元。上周主要信用债品种共发行 2379.7 亿元, 到期 2124 亿元, 净融资 255.7 亿元, 由前一个交易周(7月3日-7月7日)的净偿还 217.5 亿元转变为正的

净融资。

从主要发行品种来看，本周共发行短融超短融 105 只，中期票据 60 只，公司债发行 93 只，企业债发行 8 只，发行数量较前一周有所增加。从发行人资质来看，AAA 等级发行人占比最大为 51.5%。从行业来看，综合类行业发行人占比最大为 28.2%，其次为房地产业发行人，占比为 23.31%。

表7 近期公告发行债券的期限分布（2023年7月10日-7月14日）（只）

| 期限（年） | 短期融资券 | 公司债 | 中期票据 | 企业债 | 总计 |
|-----------|------------|-----------|-----------|----------|------------|
| 0.5 | 50 | 0 | 0 | 0 | 50 |
| 1 | 55 | 7 | 0 | 0 | 62 |
| 2 | 0 | 11 | 18 | 0 | 29 |
| 3 | 0 | 42 | 29 | 0 | 71 |
| 5 | 0 | 26 | 9 | 0 | 35 |
| 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 7 | 0 | 0 | 1 | 8 | 9 |
| 10 | 0 | 5 | 3 | 0 | 8 |
| 30 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 总计 | 105 | 93 | 60 | 8 | 266 |

注：数据截至 2023 年 7 月 14 日，且不考虑提前偿还
资料来源：WIND，海通证券研究所

表8 近期公告发行债券的评级分布（2023年7月10日-7月14日）（只）

| 评级 | 短期融资券 | 公司债 | 中期票据 | 企业债 | 总计 |
|-----------|------------|-----------|-----------|----------|------------|
| AAA | 67 | 29 | 40 | 1 | 137 |
| AA+ | 27 | 32 | 14 | 1 | 74 |
| AA | 11 | 31 | 6 | 6 | 54 |
| 未有评级 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 总计 | 105 | 93 | 60 | 8 | 266 |

注：数据截至 2023 年 7 月 14 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

表9 近期公告发行债券的行业分布（2023年7月10日-7月14日）（只）

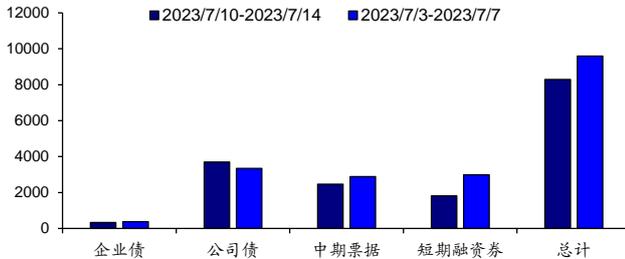
| 行业 | 短期融资券 | 公司债 | 中期票据 | 企业债 | 总计 |
|----------------|------------|-----------|-----------|----------|------------|
| 综合类 | 25 | 29 | 20 | 1 | 75 |
| 制造业 | 7 | 1 | 2 | 0 | 10 |
| 信息技术业 | 2 | 2 | 0 | 0 | 4 |
| 社会服务业 | 6 | 12 | 4 | 0 | 22 |
| 批发和零售贸易 | 3 | 0 | 1 | 1 | 5 |
| 农、林、牧、渔业 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 金融、保险业 | 4 | 5 | 1 | 0 | 10 |
| 交通运输、仓储业 | 9 | 4 | 9 | 0 | 22 |
| 建筑业 | 21 | 28 | 8 | 5 | 62 |
| 房地产业 | 2 | 3 | 0 | 1 | 6 |
| 电力、煤气及水的生产和供应业 | 5 | 3 | 6 | 0 | 14 |
| 传播与文化产业 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 采掘业 | 1 | 1 | 1 | 0 | 3 |
| 未有分类 | 19 | 4 | 8 | 0 | 31 |
| 总计 | 105 | 93 | 60 | 8 | 266 |

注：数据截至 2023 年 7 月 14 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

5.2 二级交易：交投减少，收益率与利差变动分化

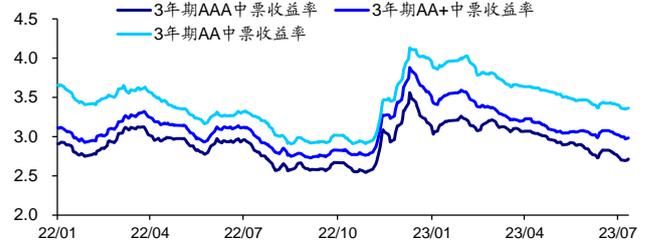
上周主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交 8296.46 亿元，较前一交易周（7月3日至7月7日）9595.84 亿元的成交减少了 1299.38 亿元。中票收益率窄幅震荡，具体来看，与7月7日相比，7月14日3年期AAA中票收益率上行1.3BP至2.71%，3年期AA+中票收益率下行1.7BP至2.98%，3年期AA中票收益率上行0.3BP至3.36%。

图22 主要信用债品种成交情况（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2023年7月14日

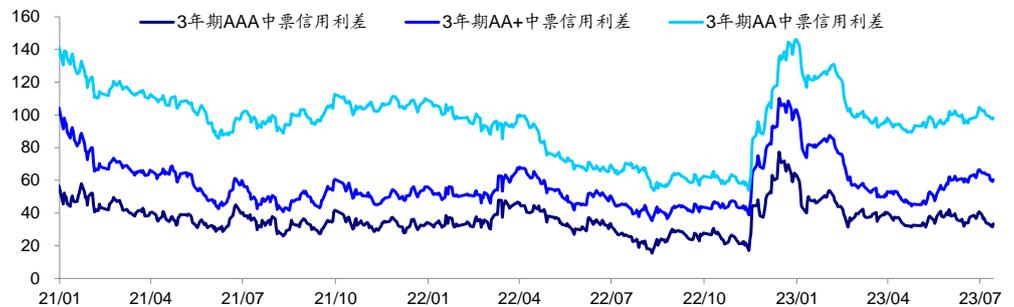
图23 3年期中票收益率走势（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2023年7月14日

中短期票据与国开债利差整体下行，1年期AAA、5年期AAA、1年期AA+、1年期AA利差下降幅度明显，分别从历史分位数40.7%、71.1%、33%、23.4%水平下降至22.5%、54.4%、13.8%、8.1%；期限利差方面，各等级中票5年与3年利差收窄，AAA级与AA级中票的3年与1年利差明显走扩，其中AA级3年与1年利差位于89.8%分位数水平，处于历史较高点；等级利差方面，1年期中票低等级与高等级利差收窄，5年期中票等级利差持平。

图24 3年期中票信用利差（BP）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至2023年7月14日

图25 中票等级利差走势 (BP)


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 7 月 14 日

图26 中票期限利差走势 (BP)


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 7 月 14 日

表10 中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差 (7/14 较 7/7)

| | 中短期票据与同期限国开债利差 | | | | | | | | |
|------------|----------------|-----------|--------|--------------|-----------|--------|-------------|-----------|--------|
| | AAA级中票与国开债利差 | | | AA+级中票与国开债利差 | | | AA级中票与国开债利差 | | |
| | 1y | 3y | 5y | 1y | 3y | 5y | 1y | 3y | 5y |
| 中位数 (BP) | 36.59 | 36.94 | 47.23 | 48.68 | 54.90 | 72.96 | 62.96 | 97.34 | 122.11 |
| 最新水平 (BP) | 30.58 | 33.47 | 48.18 | 39.87 | 60.31 | 78.50 | 46.37 | 98.31 | 118.50 |
| 较上期变动 (BP) | -4.33 | -0.47 | -4.19 | -4.82 | -3.47 | -4.19 | -6.32 | -1.47 | -4.19 |
| 最新分位数 (%) | 22.50 | 32.60 | 54.40 | 13.80 | 63.70 | 70.30 | 8.10 | 52.90 | 36.60 |
| 上期分位数 (%) | 40.70 | 35.00 | 71.10 | 33.00 | 72.30 | 78.80 | 23.40 | 58.00 | 52.50 |
| | 中短期票据期限利差 | | | | | | | | |
| | 3y-1y | | | 5y-3y | | | 5y-1y | | |
| | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA | AAA | AA+ | AA |
| 中位数 (BP) | 43.59 | 50.87 | 69.66 | 30.02 | 35.70 | 46.80 | 73.66 | 85.50 | 116.42 |
| 最新水平 (BP) | 31.22 | 48.77 | 80.27 | 30.46 | 33.94 | 35.94 | 61.68 | 82.71 | 116.21 |
| 较上期变动 (BP) | 2.28 | -0.23 | 3.27 | -3.41 | -0.41 | -2.41 | -1.13 | -0.64 | 0.86 |
| 最新分位数 (%) | 12.30 | 42.30 | 89.80 | 51.30 | 39.60 | 26.70 | 21.90 | 41.90 | 49.50 |
| 上期分位数 (%) | 6.60 | 43.40 | 78.00 | 67.50 | 42.30 | 32.20 | 25.20 | 43.50 | 47.60 |
| | 中短期票据等级利差 | | | | | | | | |
| | 1y | | | 3y | | | 5y | | |
| | AA-(AA+) | (AA+)-AAA | AA-AAA | AA-(AA+) | (AA+)-AAA | AA-AAA | AA-(AA+) | (AA+)-AAA | AA-AAA |
| 中位数 (BP) | 14.00 | 11.80 | 26.75 | 41.00 | 18.00 | 60.84 | 48.00 | 23.95 | 73.94 |
| 最新水平 (BP) | 6.50 | 9.29 | 15.79 | 38.00 | 26.84 | 64.84 | 40.00 | 30.32 | 70.32 |
| 较上期变动 (BP) | -1.50 | -0.49 | -1.99 | 2.00 | -3.00 | -1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 最新分位数 (%) | 8.60 | 0.60 | 5.00 | 45.00 | 81.40 | 62.00 | 21.30 | 74.90 | 34.30 |
| 上期分位数 (%) | 18.30 | 11.10 | 13.70 | 43.90 | 85.20 | 64.10 | 21.30 | 74.90 | 34.30 |

注: 数据为滚动三年分位数;

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 7 月 14 日

5.3 信用评级调整及违约跟踪

上周评级上调的发行人共 1 家, 为赣州发展投资控股集团有限公司, 城投平台, 中诚信国际于 7 月 14 日将其主体评级由 AA+ 上调至 AAA, 评级展望为稳定。

表11 评级上调行动 (2023 年 7 月 10 日-7 月 14 日)

| 企业名称 | 行业 | 评级机构 | 最新评级日期 | 最新主体评级 | 评级展望 | 上次主体评级 | 代表债券 |
|----------------|----|-----------------|-----------|--------|------|--------|----------|
| 赣州发展投资控股集团有限公司 | 综合 | 中诚信国际信用评级有限责任公司 | 2023/7/14 | AAA | 稳定 | AA+ | 22 赣发 01 |

资料来源: WIND, 中诚信官网, 海通证券研究所

上周评级下调的发行人共 2 家, 分别为大连万达商业管理集团股份有限公司、江苏沙钢集团有限公司。

表12 评级下调行动 (2023年7月10日-7月14日)

| 企业名称 | 行业 | 评级机构 | 最新评级日期 | 最新主体评级 | 评级展望 | 上次主体评级 | 代表债券 |
|------------------|----------|--------------|-----------|--------|------|--------|----------------|
| 江苏沙钢集团有限公司 | 制造业 | 标准普尔评级服务公司 | 2023/7/13 | BBB- | 稳定 | BBB- | 22 苏沙钢 MTN003 |
| 大连万达商业管理集团股份有限公司 | 租赁和商务服务业 | 惠誉国际信用评级有限公司 | 2023/7/13 | B | 负面 | BB- | 21 大连万达 MTN002 |

资料来源: WIND, 标普、惠誉官网, 海通证券研究所

上周新增展期债券 13 只, 无新增违约主体。

表13 新增债券违约情况 (2023年7月10日-7月14日)

| 债券简称 | 违约、展期日期 | 企业名称 | 违约类型 | 债券余额 (亿元) | 企业性质 | 是否上市 | 所属行业 |
|----------|------------|---------------|------|-----------|------|------|---------|
| 20 时代 09 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 16.00 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 10 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 4.50 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 01 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 5.75 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 12 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 9.90 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 07 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 25.00 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 02 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 7.40 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 04 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 9.50 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 17 时代 02 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 10.73 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| H9 金科 03 | 2023-07-10 | 金科地产集团股份有限公司 | 展期 | 6.27 | 民营企业 | 是 | 房地产开发 |
| 15 恒大 03 | 2023-07-10 | 恒大地产集团有限公司 | 展期 | 82.00 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 20 时代 05 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 15.50 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |
| 21 万通 02 | 2023-07-10 | 广西万通房地产有限公司 | 展期 | 0.31 | 其他 | 否 | 房地产经营公司 |
| 19 时代 04 | 2023-07-10 | 广州市时代控股集团有限公司 | 展期 | 5.00 | 民营企业 | 否 | 房地产开发 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

6. 海外债市

6.1 主权债和信用债市场

表14 各市场主权债和信用债变动情况

| 各市场主权债利率变动情况 | | | | | | | 各市场信用债指数变动情况 | | | | | | |
|--------------|----------|--------|--------|-------------|--------|-------|--------------|-----------------|--------|--------|-------|-------|------|
| 区域 | 国债利率 (%) | | | 国债利率变动 (BP) | | | 信用级别 | 指数(点) | | 变动(点) | | | |
| | 期限 | 7月7日 | 7月14日 | 今年以来 | 本月 | 上周 | | 7月7日 | 7月13日 | 今年以来 | 本月 | 上周 | |
| 美洲 | 美国 | 1年期 | 5.410 | 5.340 | 63.0 | -6.0 | -7.0 | 高收益债券指数 | 754.2 | 767.6 | 5.45 | 1.17 | 1.78 |
| | | 2年期 | 4.940 | 4.740 | 38.0 | -13.0 | -20.0 | | | | | | |
| | | 3年期 | 4.640 | 4.350 | 24.0 | -14.0 | -29.0 | | | | | | |
| | | 5年期 | 4.350 | 4.040 | 19.0 | -9.0 | -31.0 | | | | | | |
| | | 7年期 | 4.230 | 3.940 | 15.0 | -3.0 | -29.0 | | | | | | |
| 10年期 | 4.060 | 3.830 | 14.0 | 2.0 | -23.0 | | | | | | | | |
| 欧洲 | 英国 | 1年期 | 5.370 | 5.333 | 216.8 | -1.3 | -3.8 | 投资级债券指数 | 123.4 | 124.5 | 2.95 | 0.24 | 0.88 |
| | | 10年期 | 4.520 | 4.588 | 93.8 | 14.3 | 6.8 | | | | | | |
| | 法国 | 1年期 | 3.741 | 3.750 | 97.0 | 7.5 | 0.9 | 高收益债券指数 | 301.4 | 303.4 | 4.35 | 0.47 | 0.68 |
| | | 10年期 | 3.183 | 3.029 | 25.9 | 9.2 | -15.4 | | | | | | |
| | 德国 | 1年期 | 3.440 | 3.450 | 92.0 | 2.0 | 1.0 | | | | | | |
| 10年期 | 2.620 | 2.470 | 15.0 | 4.0 | -15.0 | | | | | | | | |
| 亚洲 | 中国 | 1年期 | 1.897 | 1.910 | -21.3 | -7.6 | 1.3 | 中债信用债总指数 | 207.9 | 208.0 | 2.76 | 0.21 | 0.09 |
| | | 10年期 | 2.642 | 2.649 | -16.9 | -4.4 | 0.6 | | | | | | |
| | 日本 | 1年期 | -0.116 | -0.119 | -12.4 | 0.6 | -0.3 | 新兴国家(除日本)非投资级指数 | 243.1 | 244.9 | -3.86 | -1.78 | 0.74 |
| | | 10年期 | 0.409 | 0.470 | -2.1 | 4.4 | 6.1 | | | | | | |
| | 韩国 | 3年期 | 3.735 | 3.614 | -1.8 | -4.8 | -12.1 | | | | | | |
| | | 5年期 | 3.733 | 3.631 | 1.5 | -3.2 | -10.2 | | | | | | |
| 新加坡 | 1年期 | 3.680 | 3.640 | -61.0 | 2.0 | -4.0 | 日本巴克莱公司债指数 | 174.7 | 173.2 | 7.12 | -2.65 | -0.86 | |
| | 10年期 | 3.200 | 3.060 | 1.0 | -2.0 | -14.0 | | | | | | | |
| 新兴市场 | 俄罗斯 | 1年期 | 9.700 | 9.980 | -175.0 | 43.0 | 28.0 | 投资级非主权债指数 | 245.9 | 248.9 | 2.97 | 0.38 | 1.22 |
| | | 10年期 | 11.250 | 11.400 | 113.0 | 21.0 | 15.0 | | | | | | |
| | 南非 | 2年期 | / | / | / | / | / | | | | | | |
| | | 10年期 | 10.770 | 10.475 | 46.5 | -3.5 | -29.5 | | | | | | |
| | 巴西 | 1年期 | 11.600 | 11.764 | -199.1 | 7.9 | 16.4 | 高收益债券指数 | 1263.3 | 1295.1 | 3.91 | 1.34 | 2.51 |
| | | 10年期 | 10.643 | 10.794 | -248.1 | 11.5 | 15.1 | | | | | | |
| | 墨西哥 | 1年期 | 11.302 | 11.290 | 37.0 | 6.0 | -1.2 | | | | | | |
| | | 10年期 | 8.916 | 9.045 | 19.5 | 37.9 | 12.9 | | | | | | |
| | 印度 | 1年期 | 6.835 | 6.856 | 11.5 | 0.0 | 2.1 | | | | | | |
| | | 10年期 | 7.159 | 7.089 | -23.2 | -2.1 | -7.0 | | | | | | |
| | 印尼 | 1年期 | 6.106 | 6.010 | 32.5 | 601.0 | -9.6 | | | | | | |
| | | 10年期 | 6.246 | 6.191 | -83.4 | 619.1 | -5.5 | | | | | | |
| | 巴基斯坦 | 1年期 | / | / | / | / | / | | | | | | |
| 10年期 | | 15.333 | 15.943 | 211.5 | 10.9 | 61.0 | | | | | | | |
| 土耳其 | 1年期 | / | / | / | / | / | | | | | | | |
| | 10年期 | 16.220 | 17.610 | 861.0 | 1761.0 | 139.0 | | | | | | | |

资料来源: Wind, 彭博, 海通证券研究所。

国债利率中, 左侧数据: 除了标黄色数据为7月6日和7月13日数据对比, 标蓝色数据为7月5日和7月12日数据对比之外, 其余均为截至7月14日。利率/指数变动中, 红色为债市上涨, 绿色为债市下跌。今年以来指2023年1月4日以来, 本月指23年6月30日以来。

6.2 各市场经济、通胀和货币政策

表15 各市场经济数据（美国）

| 美国 | |
|---------|--|
| 经济数据 | 美国5月消费信贷72.4亿美元，预期205亿美元，前值230.1亿美元。 美国6月NFIB小型企业信心指数为91，创逾半年高位，预期89.9，前值89.4。 美国至7月3日当周MBA 30年期固定抵押贷款利率7.07%，前值6.85%。 美国投资公司协会（ICI）数据显示，截至7月11日当周，美国货币市场基金资产流入150.4亿美元。 7月13日报道，美国上周初请失业金人数为23.7万人，预期25万人，前值自24.8万人修正至24.9万人；四周均值24.675万人，前值自25.325万人修正至25.35万人；至7月1日当周续请失业金人数172.9万人，预期172.3万人，前值自172万人修正至171.8万人。 美国7月密歇根大学消费者信心指数初值为72.6，创2021年9月以来新高，预期65.5，前值64.4。 |
| | 美国6月未季调CPI同比升3%，创2021年3月以来最小增幅，预期升3.1%，前值升4%；季调后CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.1%；未季调核心CPI同比升4.8%，创2021年11月以来新低，预期升5%，前值升5.3%；核心CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.4%。 美国6月进口物价指数同比降6.1%，预期降6.1%，前值降5.9%；环比降0.2%，预期降0.1%，前值自降0.6%修正至降0.4%；出口物价指数同比降12%，预期降11%，前值降10.1%；环比降0.9%，预期降0.2%，前值降1.9%。 美国7月一年期通胀率预期为3.4%，预期3.1%，前值3.3%。 美国6月PPI同比升0.1%，预期升0.4%，前值从升1.1%修正为升0.9%；环比升0.1%，预期升0.2%，前值从降0.3%修正为降0.4%。美国6月核心PPI同比升2.4%，预期升2.6%，前值升2.8%；环比升0.1%，预期升0.2%，前值从升0.2%修正为升0.1%。 7月10日，美联储巴尔表示，目前通胀过高。最近的利率措施是谨慎行动过程的一部分。已经接近目标了，但还有一些工作要做。利率正接近限制性水平。 7月10日，美联储戴利表示，正处于加息周期的最后阶段。今年可能还需要再加息几次。美国经济势头持续令人惊讶，在这种势头下，还需要采取更多措施来提高利率。当前劳动力市场仍然强劲，通胀高企，行动不足的风险超过了采取过多行动的风险。 |
| 通胀与货币政策 | 当地时间7月10日，美联储博斯蒂克表示，目前的政策“明显”处于限制性领域，美联储仍有时间让紧缩政策发挥作用，但如果通胀停滞或预期上升，将感到不安。如果通胀预期失去锚定，可能需要进一步调整利率。认为利率不需要再进一步上升了；可以预见通胀率在无需更多加息的背景下就降至2%目标。 美联储贴现利率会议纪要显示，在5月22日至6月14日的会议上，克利夫兰、里士满、圣路易斯、达拉斯这四个地方联储要求将贴现利率提高25个基点。 美联储威廉姆斯预测不会出现经济衰退；劳动力市场仍然非常强劲，但正朝着正确方向发展；货币政策趋紧将施压2024年需求。货币政策需要继续收紧，以实现劳动力供需平衡和稳定通胀，决策将基于各项数据的整体表现和各项其他指标。当前的货币政策框架在应对通胀和经济波动方面是有效的，在未来的框架评估中，将考虑经济和通胀的表现，以及与框架相关的教训。 7月12日，美联储巴尔金表示，通胀仍然过高，需求仍然高涨，同时供应受限，恢复平衡的过程一直很缓慢，劳动力市场仍然如此强劲，通胀能否稳定仍然存在疑问，如果未来数据没有证实通胀将回到目标水平，个人将会愿意采取更多政策措施，过早退出紧缩政策将要求美联储采取更多行动。 7月12日，美联储卡什卡利表示，利率上升会给银行带来更多压力，根深蒂固的通胀可能促使美联储进一步加息，监管机构必须确保银行为加息做好准备。不愿意为了银行压力而调整资产负债表缩减计划。调整资产负债表缩减计划的门槛较高。 7月14日，据CME“美联储观察”：美联储7月维持利率在5.00%-5.25%不变的概率为7.0%，加息25个基点至5.25%-5.50%区间的概率为93.0%；到9月维持利率不变的概率为6.2%，累计加息25个基点的概率为82.7%，累计加息50个基点的概率为11.2%。 |

资料来源：Wind、新浪、中国证券报、金十数据，海通证券研究所

表16 各市场经济数据（欧洲）

| 英国 | |
|---------|--|
| 经济数据 | 英国至5月三个月GDP环比持平，预期降0.1%，前值升0.1%；5月GDP同比降0.4%，预期降0.7%，前值升0.5%；环比降0.1%，预期降0.3%，前值升0.2%。 |
| | 英国5月工业产出环比降0.6%，预期降0.4%，前值修正为降0.2%；制造业产出环比降0.2%，预期降0.5%，前值修正为降0.1%。 |
| | 英国5月季调后商品贸易帐逆差187.23亿英镑，预期逆差147亿英镑，前值修正为逆差146.39亿英镑。 |
| 通胀与货币政策 | 7月12日，英国央行表示，英国八大金融机构全部通过最新的压力测试。 |
| | 7月11日数据显示，英国至5月三个月ILO失业率4%，为2022年1月以来新高，预期3.8%，前值3.8%；包括红利的平均工资同比增6.9%，预期6.8%，前值6.5%。6月失业率4%，前值3.9%；失业金申请人数新增2.57万人，前值修正为减少2.25万人。 |
| | 7月13日公布数据显示，英国6月三个月RICS房价指数-46，预期-34，前值-30。 |
| | 7月10日，英国央行行长贝利表示，目前的关注重点是通胀。通胀率过高是不可接受的。必须将通胀率降至2%的目标水平。通胀预计在今年剩余时间内将显著下降。 |
| 经济数据 | 英国央行金融稳定评估报告：提高利率会增加银行的风险；利率上升意味着客户将难以偿还贷款；金融政策委员会同意将英国逆周期资本缓冲率（CCYB）保持在2%；将通胀可持续地恢复到目标水平将支持金融政策委员会保护和增强英国金融稳定的目标。 |
| | 7月12日，英国央行行长贝利表示，利率上升给金融系统带来压力，但英国经济和金融体系迄今对利率风险表现出弹性，金融系统的某些部分仍然容易受到较高利率影响，加息影响的全面显现需要时间。 |
| | 7月13日，英国首相苏纳克表示，将通胀减半的目标变得越来越具有挑战性，决心降低通胀，相信能够做到。 |
| 德国 | |
| 经济数据 | 德国7月ZEW经济景气指数-14.7，创去年12月以来新低，预期-10.5，前值-8.5；7月ZEW经济现况指数-59.5，预期-60，前值-56.5。 |
| 通胀与货币政策 | 德国6月CPI终值同比升6.4%，预期升6.4%，初值升6.4%，5月终值升6.1%；环比升0.3%，预期升0.3%，初值升0.3%，5月终值降0.1%。 |
| 法国 | |
| 通胀与货币政策 | 法国6月CPI终值同比升4.5%，预期升4.5%，初值升4.5%，5月终值升5.1%；环比升0.2%，预期升0.2%，初值升0.2%，5月终值降0.1%。 |
| | 7月9日，法国央行行长、欧洲央行管理委员会成员维勒鲁瓦周日反驳了一些法国经济学家提出的提高欧洲央行2%通胀目标的建议。维勒鲁瓦还表示，加息已接近顶峰，利率将保持在较高水平足够长的时间，以使影响波及整个经济。 |
| | 法国财长勒梅尔预计，通胀将在2023年秋季改善。 |

资料来源：Wind、英国金融时报、新浪、央视新闻，海通证券研究所

表17 各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）

| 日本 | |
|---------|--|
| 经济数据 | 7月10日公布数据显示，日本5月贸易帐逆差11867亿日元，为记录最大逆差，预期逆差9731亿日元，前值逆差1131亿日元。 |
| | 日本央行：所有地区经济都出现了适度增长或恢复，维持对日本9个地区中6个地区的经济评估，提高了对剩下3个地区的预测。 |
| 通胀与货币政策 | 7月12日公布数据显示，日本6月国内企业商品物价指数同比增4.1%，预期增4.3%，前值增5.1%；环比降0.2%，预期增0.1%，前值降0.70%。日本5月核心机械订单环比降7.6%，预期增1%，前值增5.5%；同比降8.7%，预期增0.1%，前值降5.9%。 |
| | 日本央行季度调查显示，86.3%的日本家庭预计明年物价上涨，达到历史最高水平，上一次调查为85.7%；79%的日本家庭预计5年后物价会上涨，而上次调查为75.4%。 |
| 韩国 | |
| 经济数据 | 7月12日公布数据显示，韩国6月失业率2.6%，预期2.6%，前值2.5%。 |
| | 韩国央行：6月份银行向家庭的净贷款为5.9万亿韩元，而5月份为4.2万亿韩元，韩国6月份向家庭发放的银行贷款创下自2021年9月以来的最大月度增长。 |
| 通胀与货币政策 | 7月13日，韩国央行连续在四次会议上按兵不动，维持基准利率在3.5%，符合预期。会议结束后，韩国央行行长李昌镛表示，决定是一致通过的，几位委员表达了对家庭债务增长的担忧，将与政府共同努力实现房地产市场的软着陆，韩国央行与美联储之间的利差并非韩元走软的唯一因素，6名委员对终端利率在3.75%持开放态度；如果通胀明显回落到2%，将讨论降息，迄今为止，韩国央行的任何成员都没有讨论过降息。 |
| | 韩国央行行长李昌镛：预计通胀率将在八月之后继续上升，到今年年底，通货膨胀率将回升到3%左右，明年将下降到2%。 |
| | 韩国央行：央行行长李昌镛并未说过“年底之前不会降息”。 |
| 巴西 | |
| 通胀与货币政策 | 7月13日，巴西计划与预算部部长呼吁在8月份降息50个基点，而不是25个基点。 |

资料来源：Wind、日本经济新闻、新浪，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队
张紫睿 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

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，海通证券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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
袁浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
余林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓伊萱 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣郁 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭宏实(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李妹醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
胡鸿程 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
梁琳 ll15685@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
陈昭颖 czy15598@haitong.com

| | | |
|--|--|---|
| 电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com | 煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com | 电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com |
| 基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com | 计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com | 通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com |
| 非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com | 交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com | 纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com |
| 建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com | 机械行业 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com |
| 建筑工程行业 张欣勋 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com | 农林牧渔行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com | 食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com |
| 军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com | 银行行业 林加力(021)23154395 lij12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com | 社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com |
| 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com | 造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com | 环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com |

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com