

收益率指标 (2023/8/25)

期限	国债 (%)
1Y	1.90
2Y	2.15
3Y	2.22
5Y	2.39
7Y	2.55
10Y	2.57
15Y	2.72

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

《中美库存周期或迎错位, 债市扰动有限》2023.8.20

《库存周期切换对债市行情的启示》2023.8.13

《评级变动趋审慎, 产业债调整向好》2023.8.6

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: zZR13186@haitong.com

证书: S0850522120001

联系人: 藏多

Tel: (021) 23185647

Email: zd14683@haitong.com

## 锚点在政策面和资金面 ——复盘 2020 年以来降息后债市走势

### 投资要点:

#### ● 债市展望: 锚点在政策面和资金面

8月中降息以来, 10Y 国债利率下行幅度小于 MLF。1) 理论上, 中长期来看, MLF 利率是国债利率的锚, 但短期来看债市利率波动往往更大更频繁。2) 回顾历史, 2020 年以来至今 (23/8/25) 共有 6 次降息。其中, 20 年 2 月降息和 22 年两次降息后, 10Y 国债利率下行幅度均大于降息幅度; 而 2020 年 3 月末降息后 10Y 国债利率下行幅度不及降息幅度, 以及今年以来两次降息后债市利率下行节奏偏慢、幅度偏小。

背后原因可能是: 当前仍处于政策出台窗口期, 10Y-1Y 国债期限利差较平, 资金面宽松程度不似以往, 债市情绪仍高、机构交易偏拥挤, 长端利率低点对应基本面略偏弱。

**债市展望: 短期震荡格局, 中期行情仍在。**短期来看, 房地产政策陆续出台, 长端利率走势偏震荡; 中期来看, 债市利率或呈现先下后上的趋势, 但每轮收益率高点或趋于下降, 广谱利率下行趋势延续。此外, 资金面边际收敛压制短债行情, 后续关注资金利率中枢的变化。**债市策略方面, 关注 3-5 年利率债配置价值, 久期中性偏积极。**

信用品种比价来看, 次级债方面近期二级资本债性价比有所降低, 3-4 年期 AAA-二级资本债和永续债性价比尚可; 城投债方面一揽子化债政策提振市场信心, 短久期高等级城投债利差压至低位, 4-5 年 AA+ 品种相对利差较高; 资产荒背景下信用债品种利差整体压缩, 建议关注中高信用等级中长期优质企业债、非公开产业债与中高信用等级 3 年期普通金融债。

● **基本面: 需求边际改善。**8 月以来中观高频数据显示, 百城土地成交面积仍处偏低水平, 钢材周度产量稳中略降, 沿海八省日耗煤量均值环比增速放缓, 30 城商品房成交面积环比降幅缩小, 出口综合指数和汽车零售批发销量环比均改善, 行业开工率多上行。基建高频数据表现分化。**物价方面, 8 月 CPI 或回升, PPI 降幅或缩小。**

● **利率债市场回顾:** 1) 资金利率: 净回笼资金 570 亿元, 资金利率分化, 票据利率下行。2) 一级发行: 利率债净供给增加, 存单量跌价升。3) 二级市场: 上周债市窄幅震荡、曲线走平, 10Y 国债利率上行 1BP、10Y 国开债利率与上期持平。

● **信用债市场回顾:** 1) 一级发行: 主要信用债品种净融资 686 亿元, 较前一个交易周有所增加。2) 二级市场: 交投减少, 中票收益率和信用利差整体下行, 期限利差多数下行, 等级利差多数下行。3) 信用评级调整及违约跟踪: 上周评级上调的发行人 1 家, 无新增违约主体。

● **海外债市回顾:** 1) 经济与政策: 美国 8 月 Markit PMI 表现偏弱; 鲍威尔表示准备在适当的情况下进一步加息。2) 二级市场: 10Y 美债利率下行 1BP 至 4.25%, 全球信用债指数多涨。

● **风险提示:** 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

## 目录

1. 锚点在政策面和资金面——复盘 2020 年以来降息 .....	5
2. 基本面：需求边际改善，CPI 同比或回升 .....	8
3. 政策跟踪：三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施 .....	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：净供给增加，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：净融资增加 .....	14
5.2 二级交易：交投减少，收益率与信用利差双下行 .....	15
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	1Y、10Y 国债利率与 1Y 期 MLF 利率 (%)	5
图 2	LPR、MLF、贷款利率走势 (%)	6
图 3	LPR 利率互换隐含的降息预期	6
图 4	历次政策降息后 10Y 国债利率走势 (%)	6
图 5	猪肉平均批发价格 (元/公斤)	10
图 6	CPI 同比走势与预测值 (%)	10
图 7	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 8 月 25 日)	11
图 8	隔夜回购利率 (%)	11
图 9	七天回购利率 (%)	11
图 10	三个月存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率 (%)	11
图 11	国股银票转贴现利率 (%)	11
图 12	国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)	12
图 13	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	12
图 14	各期限固息国债认购倍数 (倍)	12
图 15	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	13
图 16	同业存单发行利率 (%)	13
图 17	利率债收益率 (%)	14
图 18	主要信用债品种成交情况 (亿元)	16
图 19	3 年期中票收益率走势 (%)	16
图 20	3 年期中票信用利差 (BP)	16
图 21	中票等级利差走势 (BP)	17
图 22	中票期限利差走势 (BP)	17

## 表目录

表 1	2020 年以来债市利率低点的背景（更新至 23/8/25，%）	7
表 2	信用债品种利率水平与利差所处分位数（%，截至 8 月 25 日）	8
表 3	中观高频经济数据表现（截至 2023/8/25，汽车销量数据为 8/1-8/20）	9
表 4	基建高频数据表现（截至 8/25）	9
表 5	至 8 月 25 日当周财政金融政策梳理	10
表 6	利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 8 月 25 日）	12
表 7	国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（8/25 较 8/18）	14
表 8	近期公告发行债券的期限分布（2023 年 8 月 21 日-8 月 25 日）（只）	15
表 9	近期公告发行债券的评级分布（2023 年 8 月 21 日-8 月 25 日）（只）	15
表 10	近期公告发行债券的行业分布（2023 年 8 月 21 日-8 月 25 日）（只）	15
表 11	中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差（8/25 较 8/18）	17
表 12	评级上调行动（2023 年 8 月 21 日-8 月 25 日）	17
表 13	新增债券违约情况（2023 年 8 月 21 日-8 月 25 日）	17
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）	20
表 17	各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）	21

## 1. 锚点在政策面和资金面——复盘 2020 年以来降息

8 月 15 日 MLF 利率下调 15BP，此后 10Y 国债利率低点为 2.54% (8/21)，累计下行 8bp，为何 10Y 国债利率没有跟随 MLF 利率下行 15BP？对此，我们回顾历史并结合当前情况进行深入分析。

**中长期来看，MLF 利率是国债利率的锚。**央行增刊《有序推进贷款市场报价利率改革》中曾表示<sup>1</sup>“MLF 利率是中期政策利率，具备方向性和指导性”。2020Q2 货政报告中指出<sup>2</sup>“中期借贷便利利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动”。

**不同于中长期，短期来看债市利率波动往往更大更频繁。**MLF 利率的下调是央行综合经济、通胀、汇率、实体融资、流动性、预期管理等多方面因素后的政策结果，政策利率只有在央行进行调整时才会变动，而 10Y 国债利率的变动则是多方面因素共同作用的市场化结果，债市利率是时时都在反映各种利多或者利空因素的影响。

图1 1Y、10Y 国债利率与 1Y 期 MLF 利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2020 年以来至今 (23/8/25) 共有 6 次降息 (指 OMO 或 MLF 降息，每轮降息时点以二者下调孰早为准)，降息后 10Y 国债利率下行空间均被打开，但下行幅度不一，具体来看：

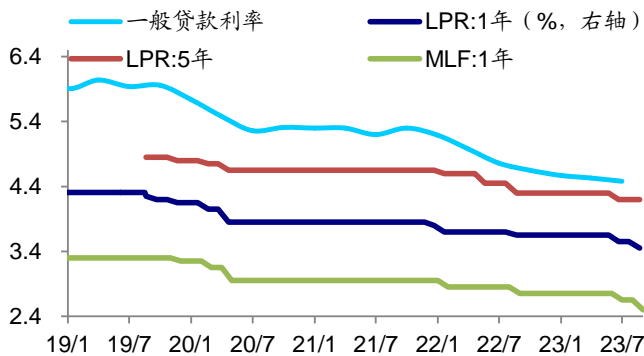
**2020 年 3 月末的降息，10Y 国债利率下行幅度不及降息幅度。**20 年 2 月 3 日 OMO 先行降息 5bp (MLF 于 2 月 17 日下调)、20 年 3 月 30 日 OMO 先行降息 20bp (MLF 于 4 月 15 日下调)，两次降息均是对冲疫情对经济的影响，而且从 LPR 隐含降息预期来看，当时市场对降息已有预期。不同的是，2 月降息后 10Y 国债利率一路下行，从降息前一日的 2.99% (1/23) 下行至 2.52% (3/9) 的低点、累计下行 47bp (除了降息对债市行情的带动，也有疫情的影响)、远大于降息的幅度；3 月末降息对债市的利多在 3/30-4/8 日逐步兑现 (此期间 10Y 国债利率累计下行 13BP、不及降息幅度)，随着 4 月 8 日武汉解封，债市转熊，4 月 15 日 MLF 如期下调并未扭转债市利率上行的趋势。

**2022 年两次降息后，10Y 国债利率先下后上、下行幅度均大于降息幅度，利率下行至低点仅用了 6 个、4 个交易日。**22 年 1 月 17 日 OMO 和 MLF 均降息 10bp，此次降息在市场预期中，但降息幅度超市场预期，当时降息的背景是内有经济三重压力，银行息差已经偏低，海外政策加速转向。22 年 8 月 15 日 OMO 和 MLF 均降息 10bp、超市场预期，当时的背景是信贷疲软尤其是居民信贷偏弱，经济修复动能转弱，通胀和贬值压力可控。其中，22 年年初降息后，10Y 国债利率从降息前 2.79% (22/1/14) 快速下行 12BP 至 2.675% (22/1/24)，后续债市利率在止盈情绪带动下震荡回升。22 年 8

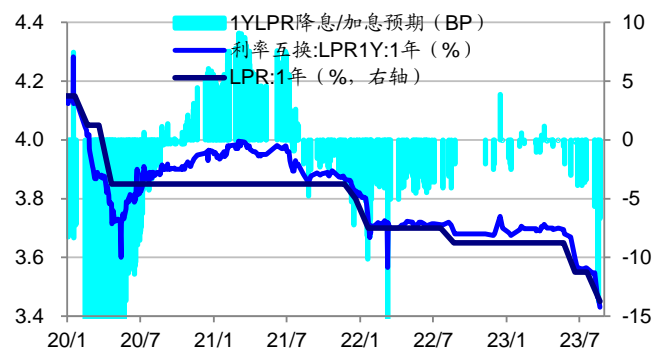
<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4094012/index.html>

<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4021036/4068117/index.html>

月降息后 10Y 国债利率也从降息前 2.735% (22/8/12) 快速下行 15BP 至 2.58% (22/8/18)，后续债市利率回升（背后原因是债市止盈，政策表态释放稳增长信号，叠加资金面边际收敛，美债利率大幅上行，国内经济修复等）。

**图2 LPR、MLF、贷款利率走势 (%)**


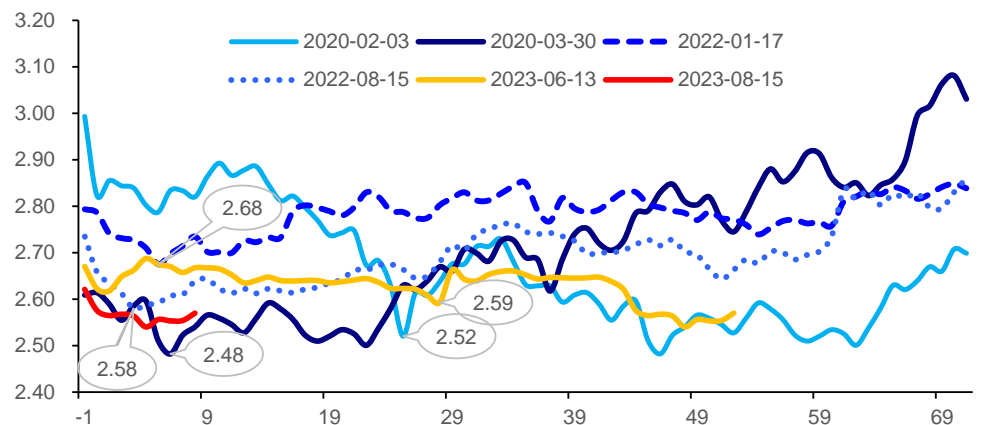
资料来源：WIND，海通证券研究所

**图3 LPR 利率互换隐含的降息预期**


资料来源：WIND，海通证券研究所

今年以来的两次降息后，债市利率下行节奏相对偏慢、下行幅度也相对偏小：

- a) 今年 6 月 15 日 MLF 下调，此次 MLF 降息在 6 月 13 日 OMO 降息之后、二者算一次降息，当时的背景是：通胀不掣肘货币政策，信贷投放放缓，国内经济恢复基础尚不稳固，外汇市场有望平稳运行。从 6 月 7 日中国人民银行行长易纲表示“继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济”来看，6 月降息算符合预期，但此次在 MLF 续作前 OMO 先行降息，所以在一定程度上降息时点是有所超预期的，所以 6 月 13 日降息当天，10Y 国债利率快速下行 5bp，随后受稳增长政策加码预期的压制，债市震荡行情，重回稳增长政策的博弈和基本面。整体来看，10Y 国债利率低点为 2.59% (7/24)，较降息前一日累计下行 7.7BP、不及降息幅度。
- b) 今年 8 月 15 日 MLF 和 OMO 非对称下调 10bp、下调 15bp。本次降息的背景是：对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以及 7 月 CPI 同比增速转负，国内需求仍显不足，经济修复基础待进一步巩固、社融存量同比增速创新低，改善预期、活跃资本市场。相比于 6 月降息，本次降息超预期，一方面是在三个月内降息两次为 2021 年以来首次，上次是 2020 年 2-3 月、当时是处于疫情冲击的特殊时段；另一方面，本次 MLF 降息幅度超预期为 15bp，OMO 和 MLF 为非对称降息。降息以来，10Y 国债利率阶段性低点为 2.54% (23/8/21)、较降息前一日累计下行了 8BP、幅度明显小于 MLF 下调幅度。

**图4 历次政策降息后 10Y 国债利率走势 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所，政策利率 OMO 和 MLF 降息时点通常是一致的，若不一致按早的那个时点



**表2 信用债品种利率水平与利差所处分位数(%, 截至8月25日)**

8月25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	2.35	2.42	2.50	2.52	2.53	2.73	2.32	2.42	2.47	2.33	2.39	2.48
	2年期	2.63	2.65	2.82	2.77	2.79	3.07	2.50	2.61	2.83	2.52	2.63	2.73
	3年期	2.84	2.90	3.19	2.98	3.03	3.40	2.65	2.81	3.15	2.67	2.84	2.98
	4年期	3.04	3.10	3.40	3.14	3.24	3.74	2.77	3.01	3.41	2.82	3.06	3.31
	5年期	3.06	3.16	3.58	3.25	3.35	3.91	2.91	3.25	3.65	2.99	3.22	3.46
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	7	11	7	24	18	15	10	7	3	10	5	5
	2年期	29	26	23	50	41	35	13	9	26	17	16	11
	3年期	47	45	44	62	62	45	21	21	26	26	34	25
	4年期	47	45	35	50	57	48	8	27	16	23	54	38
	5年期	22	31	47	44	51	48	37	66	33	58	58	32
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	15	20	13	32	25	21	20	14	8	22	11	10
	2年期	31	22	24	37	33	23	15	10	43	21	15	12
	3年期	37	31	35	45	44	27	23	26	23	28	30	22
	4年期	40	32	25	39	41	33	12	42	21	25	48	39
	5年期	27	31	27	43	43	33	30	57	50	51	53	22
		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	2.34	2.44	2.49	2.51	2.61	2.92	2.49	2.57	2.77	2.28	2.34	2.40
	2年期	2.53	2.64	2.86	2.75	2.83	3.35	2.69	2.92	3.15	2.44	2.53	2.61
	3年期	2.67	2.83	3.15	2.89	3.06	3.73	2.88	3.12	3.56	2.57	2.66	2.75
	4年期	2.79	3.06	3.41	3.05	3.41	3.99	3.05	3.55	3.94	2.61	2.71	2.82
	5年期	2.92	3.24	3.64	3.26	3.68	4.24	3.20	3.80	4.22	2.67	2.77	2.92
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	17	11	3	23	9	14	13	6	1	19	11	3
	2年期	32	17	28	42	15	37	14	19	13	31	25	3
	3年期	37	30	26	43	24	28	17	20	19	75	57	23
	4年期	28	59	20	38	40	22	15	62	16	27	15	6
	5年期	44	71	41	52	52	37	37	79	45	21	11	10
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	29	20	5	35	22	34	23	15	2	32	30	8
	2年期	23	21	43	27	22	43	20	22	9	23	30	3
	3年期	28	30	23	24	22	27	27	21	23	73	65	41
	4年期	27	47	26	24	25	39	22	51	23	40	38	18
	5年期	36	53	53	29	33	50	37	63	52	34	29	26















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：需求边际改善，CPI同比或回升

8月以来中观高频数据显示生产端分化、需求端边际改善。需求端显示：百城土地成交面积仍处偏低水平，30城商品房成交面积先下后上、环比降幅缩小，出口CCFI和SCFI综合指数环比改善，8/1-8/20汽车零售批发销量环比同比均改善。工业生产端显示：钢材周度产量稳中略降，沿海八省日耗煤量先上后下、月均值同比增速转负、环比增速放缓，全国高炉开工率先上后下、PTA工厂产业链负荷率震荡抬升、汽车半钢胎开工率回升。















**表3 中观高频经济数据表现（截至 2023/8/25，汽车销量数据为 8/1-8/20）**

类别	指标	频次	最新数据日期	最新数据值	环比 (%)	同比 (%)	7月月均值	8月月均值	8月环比 (%)	8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	08/25	215.94	15.22	-21.02	30.92	27.87	-9.87	-29.72		6%
	100大中城市:成交土地面积(万平方米)	周	08/20	924.09	5.98	-48.61	1447.27	1113.79	-23.04	-34.66		3%
	100大中城市:成交土地溢价率 (%)	周	08/20	1.74	-1.16	-3.41	5.15	2.95	-2.20	-1.18		3%
汽车	当周销量:乘用车:厂家零售(万辆)	周	08/20	94.70	1.00	5.00	5.59	4.74	1.00	5.00		/
	当周销量:乘用车:厂家批发(万辆)	周	08/20	100.60	0.00	8.00	6.51	5.03	0.00	8.00		/
出口	CCFI:综合指数	周	08/25	894.66	0.58	-70.11	869.89	880.79	1.25	-70.97		73%
	SCFI:综合指数	周	08/25	1013.78	-1.67	-70.44	976.63	1031.91	5.66	-70.28		55%
工业	高炉开工率(247家):全国	周	08/25	83.36	-0.73	1.37	83.64	83.65	0.02	6.91		65%
	开工率:汽车轮胎:半钢胎 (%)	周	08/24	72.26	0.18	17.19	71.44	72.06	0.63	9.20		100%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	日	08/11	76.35	-3.16	8.25	78.07	79.91	1.84	9.94		45%
	PTA产业链负荷率:聚酯工厂 (%)	日	08/18	90.93	0.13	13.72	91.09	90.83	-0.26	13.33		97%
	PTA产业链负荷率:江浙织机 (%)	日	08/18	62.83	-0.64	14.78	63.15	63.19	0.04	13.29		22%
	耗煤量(万吨)	日	08/24	221.60	-6.14	-3.48	227.11	230.98	1.70	7.33		61%
	钢材产量(万吨)	周	08/24	263.45	-0.13	-2.23	276.57	265.68	-3.94	2.86		9%

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 8/1-8/20 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。

### 上周基建高频数据表现分化。

**表4 基建高频数据表现（截至 8/25）**

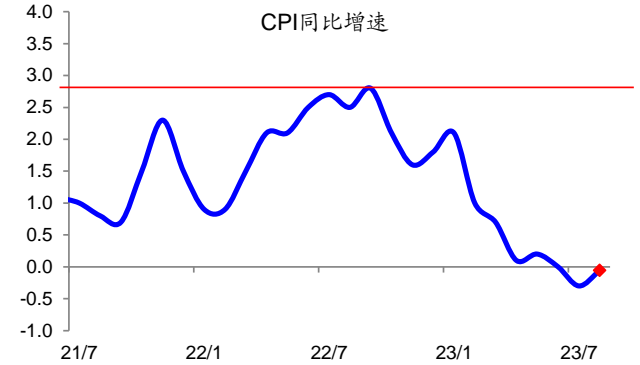
类别	指标	频次	最新数据日期	最新数据值	环比 (%)	同比 (%)	7月月均值	8月月均值	8月环比 (%)	8月同比 (%)	近12周走势图	同期分位数
水泥	水泥发运率 (%)	周	08/18	44.80	0.36	-2.82	45.06	43.14	-1.91	-4.94		11%
	水泥价格指数(点)	日	08/25	109.73	0.59	-24.48	113.24	109.70	-3.13	-23.51		30%
	水泥库容比 (%)	周	08/18	73.08	-0.89	7.72	72.86	73.29	0.43	6.29		96%
	磨机运转率 (%)	周	08/17	48.40	3.70	6.06	46.60	44.33	-2.26	-1.72		11%
螺纹钢	螺纹钢期货收盘价(元/吨)	日	08/25	3598.00	-0.39	-12.29	3733.00	3636.32	-2.59	-10.14		12%
	螺纹钢主要钢厂产量(万吨)	周	08/25	263.45	-0.13	-2.23	276.55	265.68	-3.93	2.86		6%
	石油沥青装置开工率 (%)	周	08/23	45.30	-0.50	6.40	35.75	44.65	8.90	7.43		51%
石油沥青	沥青期货库存(万吨)	周	08/25	7.79	0.00	144.10	6.90	7.79	12.92	-10.09		17%
	沥青期货收盘价(元/吨)	日	08/25	3843	-1.86	-9.45	3868.05	3869.68	0.04	-10.09		88%
铜	LME铜现货结算价(美元/吨)	日	08/25	8382	2.51	0.80	8445.26	8347.89	-1.15	4.86		85%
	LME铜总库存(万吨)	日	08/25	9.75	5.78	-19.08	6.13	8.66	41.20	-31.63		12%
全钢胎	全钢胎开工率 (%)	日	08/24	64.47	0.09	5.84	62.81	62.82	0.01	8.54		47%

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。

**8月CPI同比或回升。**8月以来水果价格继续下降, 但鲜菜价格回升、猪肉价格显著反弹后企稳, 叠加消费趋于改善、CPI基数回落, 我们预计8月CPI同比增速或回升。8月以来国际原油价格先上后下, 国内钢价小幅下降, 但煤价、沥青和玻璃价格环比均上涨, 叠加去年基数明显下滑, 我们预计8月PPI同比降幅或继续收窄。

**图5 猪肉平均批发价格（元/公斤）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图6 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8月为预测值

### 3. 政策跟踪：三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施

**表5 至8月25日当周财政金融政策梳理**

日期	文件/会议/讲话等	相关内容
8/21	1年期LPR利率下调10BP、5年期LPR利率维持不变	2023年8月21日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.2%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。
8/21	国务院第三次专题学习	要强化系统观念，加强跨部门协同和上下联动，汇聚各方合力，加快推动重大任务和重大工程落地。要坚持促进发展和监管规范两手抓，秉持包容审慎监管态度，提高常态化监管水平特别是增强监管的可预期性，健全法律法规和政策制度，不断完善数字经济治理体系。要积极探索跨境数据管理新模式，主动参与数字经济国际合作。
8/25	三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施	近日住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， <b>家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</b> 此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
8/25	关于继续实施公共租赁住房税收优惠政策的公告	一、对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税。二、对公租房经营管理单位免征建设、管理公租房涉及的印花税。三、对公租房经营管理单位购买住房作为公租房，免征契税、印花税；对公租房租赁双方免征签订租赁协议涉及的印花税。四、对企事业单位、社会团体以及其他组织转让旧房作为公租房房源，且增值额未超过扣除项目金额20%的，免征土地增值税。五、企事业单位、社会团体以及其他组织捐赠住房作为公租房，符合税收法律法规规定的，对其公益性捐赠支出在年度利润总额12%以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除，超过年度利润总额12%的部分，准予结转以后三年内在计算应纳税所得额时扣除。个人捐赠住房作为公租房，符合税收法律法规规定的，对其公益性捐赠支出未超过其申报的应纳税所得额30%的部分，准予从其应纳税所得额中扣除。六、对符合地方政府规定条件的城镇住房保障家庭从地方政府领取的住房租赁补贴，免征个人所得税。七、对公租房免征房产税...
8/25	关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告	自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

资料来源：中国人民银行，中国政府网，新华社，新华网公众号，财政部官网，海通证券研究所整理

## 4. 利率债

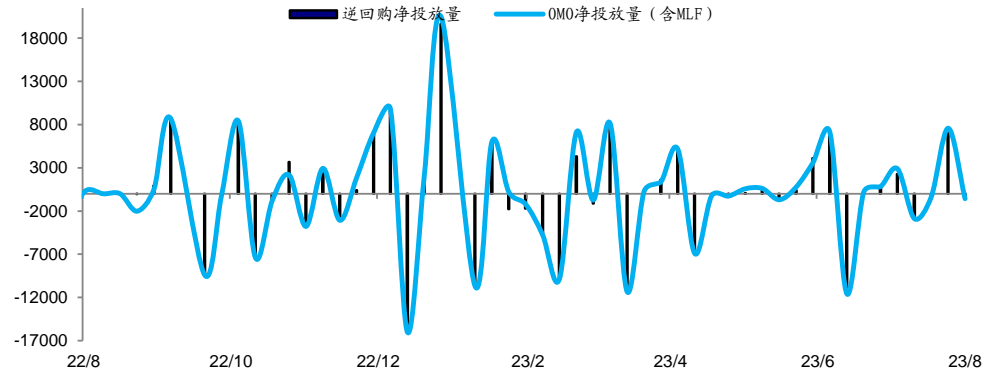
### 4.1 货币市场：资金利率分化，票据利率下行

上周央行净回笼资金**570亿元**。逆回购投放7280亿元，逆回购到期7750亿元，国库现金定存投放500亿元，国库现金定存到期600亿元。

资金利率分化，票据利率下行。上周R001均值下行6BP至1.88%，R007均值上行3BP至1.98%；DR001均值下行4BP至1.78%，DR007均值下行2BP至1.85%。

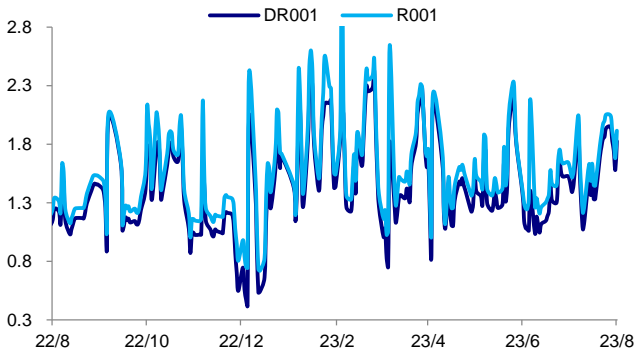
3M 存单发行利率、FR007-1Y 互换利率均震荡上行；至 8 月 25 日，半年/3M 国股银票直贴价格分别为 1.17%、1.23%，较 8 月 18 日 -3bp/-7bp。

图7 每周公开市场投放规模（亿元，更新至 8 月 25 日）



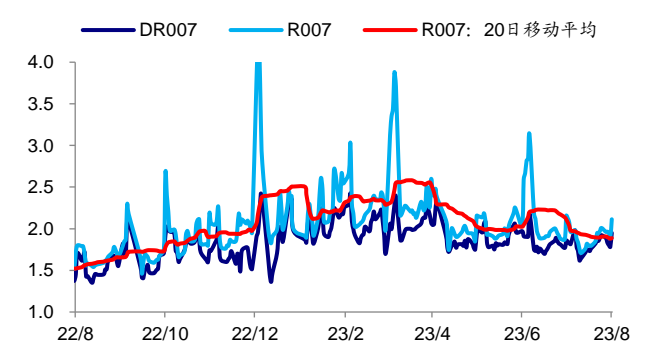
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 隔夜回购利率（%）



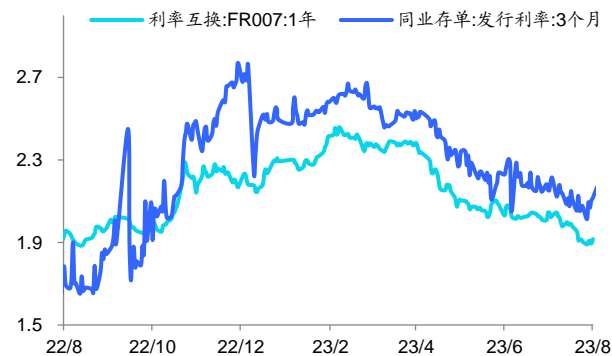
资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 七天回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图10 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

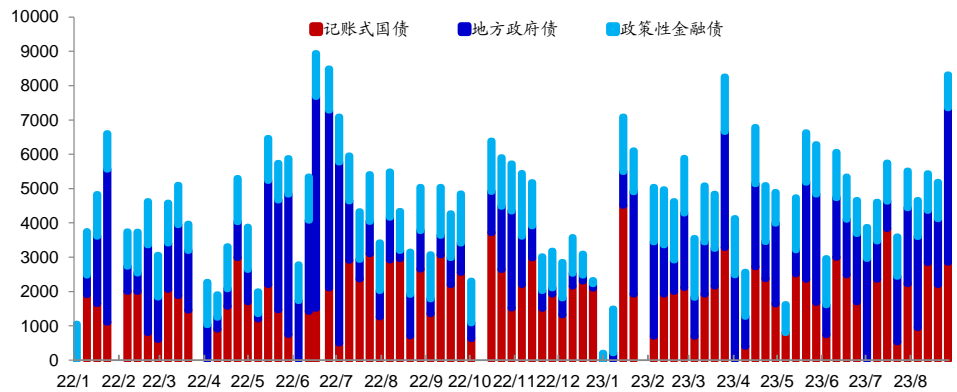
图11 国股银票转贴现利率（%）



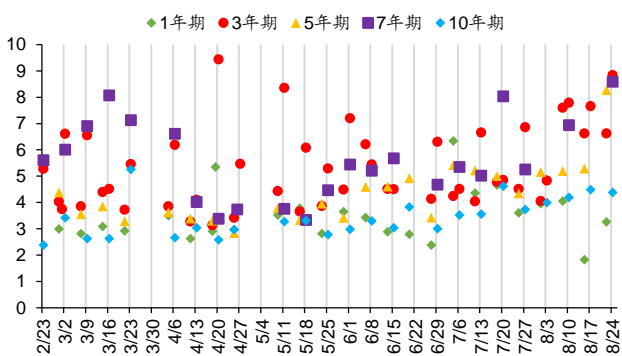
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 4.2 一级发行：净供给增加，存单量跌价升

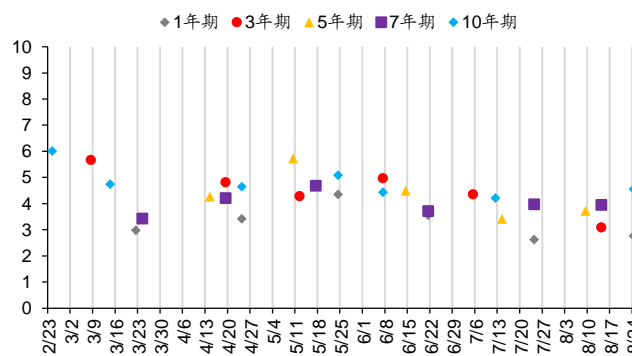
上周，利率债净融资额 5334 亿元，环比增加 3461 亿元。上周利率债总发行量 8428 亿元，环比增加 3245 亿元。截至 8 月 25 日，未来一周国债计划发行 650 亿元，环比下降；地方政府债计划发行 2650 亿元，环比下降。

**图12 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13 各期限固息国债认购倍数 (倍)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图14 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、国开债、进出口行债和农发债需求均分化。

**表6 利率债已发行与未来一周计划发行情况 (截至 8 月 25 日)**

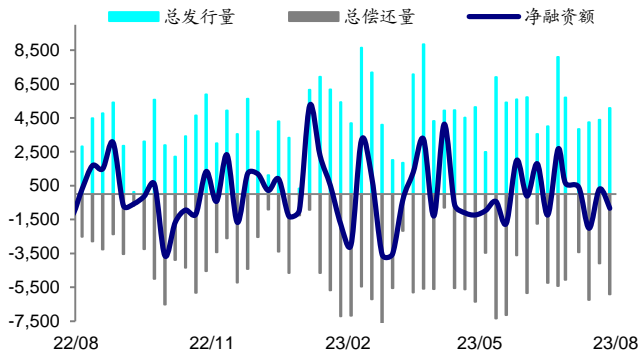
发行起始日	债券简称	计划发行 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	中标利率 (%)	招标标的	发行前一日二级市场利率 (%)	发行当日二级市场利率 (%)	认购倍数 (倍)	认购倍数描述
<b>国债+政金债: 上周已发行</b>		<b>3925</b>	<b>3927</b>							
2023/8/21	23 农发 07 (增 11)	70	70	5	2.42	价格	2.49	2.49	5.65	较好
2023/8/21	23 农发 05 (增 15)	50	50	3	2.24	价格	2.34	2.33	5.52	较好
2023/8/22	23 农发清发 01 (增发 22)	30	30	7	2.60	价格	2.64	2.65	6.89	较好
2023/8/22	23 农发清发 12	60	60	2	2.15	利率	2.25	2.27	3.17	一般
2023/8/22	23 国开 08 (增 13)	60	60	5	2.33	价格	2.42	2.45	8.27	较好
2023/8/22	23 国开 07 (增 7)	40	40	3	2.18	价格	2.29	2.30	6.62	较好
2023/8/22	23 国开 06 (增 14)	100	100	1	1.78	价格	1.98	2.01	3.26	一般
2023/8/23	23 农发 10 (增 10)	110	110	10	2.74	价格	2.77	2.77	3.98	尚可
2023/8/23	23 农发 09 (增发)	20	20	3	2.39	价格	2.35	2.35	5.38	较好
2023/8/23	23 农发 11 (增 4)	90	90	1	1.85	价格	2.05	2.05	2.79	一般
2023/8/24	23 国开 10 (增 14)	135	135	10	2.59	价格	2.66	2.66	4.38	一般
2023/8/24	23 国开 13 (增 15)	20	20	3	2.25	价格	2.28	2.27	8.83	较好
2023/8/24	23 附息国债 18	950	951	10	2.52	利率	2.55	2.55	4.56	较好
2023/8/24	23 附息国债 16 (续发)	950	950	1	1.56	价格	1.88	1.86	2.77	一般
2023/8/24	23 进出 11 (增 7)	70	70	10	2.73	价格	2.77	2.77	5.66	较好
2023/8/24	23 进出 03 (增 16)	40	40	3	2.23	价格	2.34	2.33	5.87	较好
2023/8/24	23 国开清发 20 (增发 5)	15	15	20	2.88	价格	2.93	2.92	11.65	较好
2023/8/24	23 国开清发 02 (增发 5)	15	15	7	2.60	价格	2.65	2.66	8.58	较好
2023/8/24	23 进出 15 (增 3)	40	40	5	2.40	价格	2.50	2.50	5.74	较好
2023/8/25	23 贴现国债 51	650	650	182D	1.71	价格	1.82	1.83	2.11	一般
2023/8/25	23 贴现国债 52	300	301	91D	1.25	价格	1.57	1.57	2.88	一般
2023/8/25	23 进出 02 (增 13)	30	30	2	2.10	价格	2.21	2.21	5.58	较好

2023/8/25	23 进出 04(增 10)	80	80	1	1.81	价格	2.01	2.02	2.99	一般
<b>国债、政金债未来一周计划发行</b>		<b>650、210</b>								
2023/8/28	23 农发 07(增 12)	70		5		价格				
2023/8/28	23 农发 05(增 16)	50		3		价格				
2023/8/29	23 农发清发 07	30		7		利率				
2023/8/29	23 农发清发 12(增发 1)	60		2		价格				
2023/9/1	23 贴现国债 53	650		182D		价格				
<b>地方债 未来一周计划发行</b>		<b>2650</b>								

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

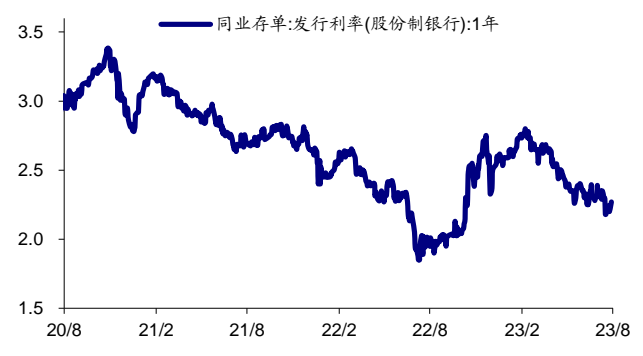
**存单量跌价升。**上周，同业存单发行 5084 亿元，环比增加 698 亿元；到期 5923 亿元；净融资额-839 亿元，环比减少 1134 亿元；8 月 25 日股份制银行 1 年同业存单发行利率较 8 月 18 日上行 2BP 至 2.25%。

图15 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16 同业存单发行利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

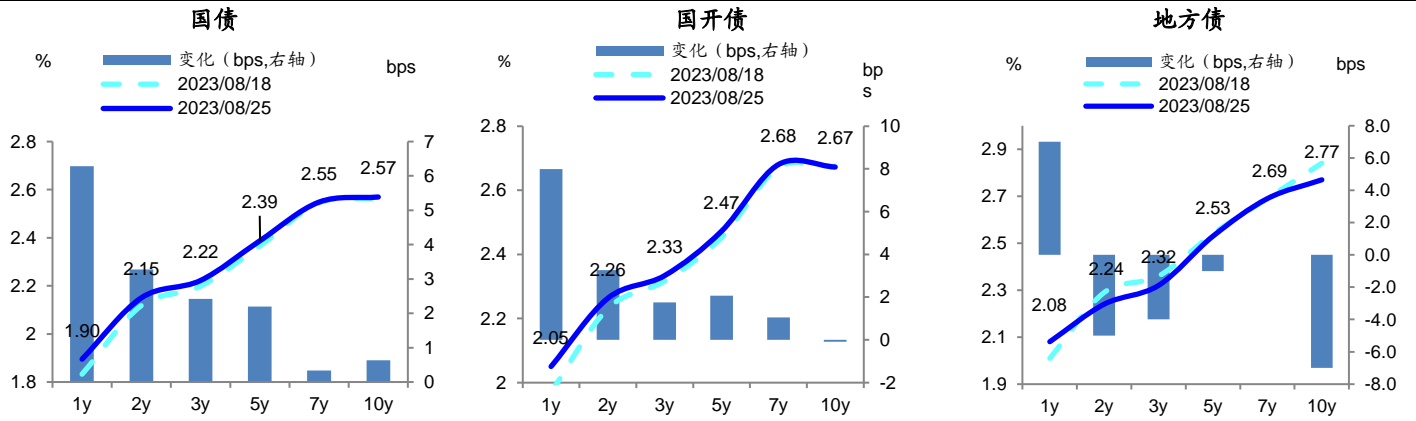
### 4.3 二级市场：债市窄幅震荡

**上周债市窄幅震荡，曲线走平。**上周一5年期以上LPR保持不变，1年期LPR下降10BP，降幅低于MLF<sup>3</sup>，10Y国债利率当日下行2BP至2.54%，上周二至周四10Y国债利率回升后保持窄幅震荡，上周五三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施<sup>4</sup>，10Y国债利率当日上行2BP至2.57%。

**具体来看，**与8月18日相比，至8月25日1年期国债收益率上行6BP至1.90%，10年期国债收益率上行1BP至2.57%；1年期国开债收益率上行8BP至2.05%，10年期国开债收益率与上期持平在2.67%。

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content\\_6899265.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6899265.htm)

<sup>4</sup> [https://news.cnr.cn/native/gd/20230825/t20230825\\_526395280.shtml](https://news.cnr.cn/native/gd/20230825/t20230825_526395280.shtml)

**图17 利率债收益率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1Y 国债&国开债利率所处分位数有所上升, 其余各期限利率所处分位数变动不大, 期限利差整体收窄。短端隐含税率分位数较高, 中长端隐含税率分位数较低。10Y 国开债隐含税率由 4.11% 下降至 3.85%, 位于 3% 分位数水平。

**表7 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率 (8/25 较 8/18)**

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.93	2.22	2.53	2.69	2.85	2.85	3.35
	最新水平	1.57	1.90	2.22	2.39	2.55	2.57	2.89
	最新分位数	11	17	3	2	1	1	0
	经调整后分位数	47	47	53	52	50	54	5
国开债	中位数	2.00	2.36	2.71	2.87	3.06	3.07	3.50
	最新水平	1.66	2.05	2.33	2.47	2.68	2.67	2.95
	最新分位数	16	19	4	1	1	1	0
	经调整后分位数	46	52	37	31	24	18	1
		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)	33	17	18	67	51		
	最新水平 (bp)	33	17	18	68	32		
	最新分位数 (%)	50	45	49	51	0		
	前一期分位数 (%)	62	48	64	62	6		
国开债	中位数 (bp)	42	18	23	83	43		
	最新水平 (bp)	28	14	20	62	28		
	最新分位数 (%)	14	15	32	9	3		
	前一期分位数 (%)	29	13	45	22	12		
国开债隐 含税率 (%)		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
	中位数	5.37	7.13	7.42	7.74	8.12	4.69	
	最新利率水平	7.58	4.79	3.44	4.92	3.85	2.15	
	最新分位数	79	9	3	13	3	5	

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: 净融资增加

根据 Wind 统计, 上周短融发行 1285.8 亿元, 到期 1166.5 亿元, 中票发行 1122.4 亿元, 到期 732.3 亿元; 企业债发行 74.6 亿元, 到期 79.6 亿元; 公司债发行 1144.0 亿元, 到期 958.3 亿元。上周主要信用债品种共发行 3622.7 亿元, 到期 2936.7 亿元, 净供给 686.0 亿元, 较前一个交易周 (8 月 14 日-8 月 18 日) 的 513.4 亿元有所增加。

从主要发行品种来看，上周共发行短融超短融 153 只，中期票据 115 只，公司债发行 150 只，企业债发行 9 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 45.20%。从行业来看，建筑业发行人占比最大为 30.21%，其次为综合类发行人，占比为 25.06%。

**表8 近期公告发行债券的期限分布（2023年8月21日-8月25日）（只）**

期限（年）	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
0.5	62	0	0	0	62
1	91	9	0	0	100
2	0	26	25	0	51
3	0	63	60	0	123
5	0	49	25	2	76
6	0	0	1	0	1
7	0	1	1	7	9
10	0	2	3	0	5
30	0	0	0	0	0
<b>总计</b>	<b>153</b>	<b>150</b>	<b>115</b>	<b>9</b>	<b>427</b>

注：数据截至 2023 年 8 月 25 日，且不考虑提前偿还  
资料来源：WIND，海通证券研究所

**表9 近期公告发行债券的评级分布（2023年8月21日-8月25日）（只）**

评级	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
AAA	81	45	65	2	193
AA+	52	57	36	2	147
AA	20	47	14	5	86
未有评级		1			1
<b>总计</b>	<b>153</b>	<b>150</b>	<b>115</b>	<b>9</b>	<b>427</b>

注：数据截至 2023 年 8 月 25 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

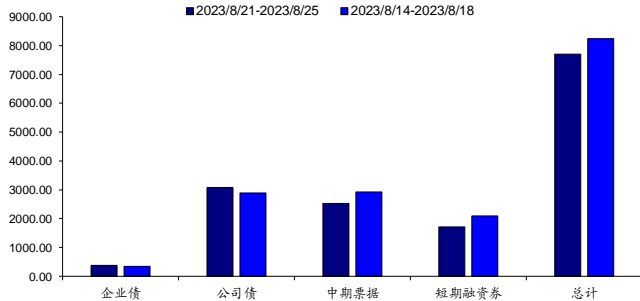
**表10 近期公告发行债券的行业分布（2023年8月21日-8月25日）（只）**

行业	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
综合类	37	42	27	1	107
制造业	13	5	7	0	25
信息技术业	1		1	0	2
社会服务业	12	16	5	0	33
批发和零售贸易	4	3	4	0	11
农、林、牧、渔业	1	0	0	0	1
金融、保险业	4	4	1	0	9
交通运输、仓储业	13	9	8	1	31
建筑业	29	61	33	6	129
房地产业	5	2	4	1	12
电力、煤气及水的生产和供应业	11	6	10	0	27
传播与文化产业	0	0	1	0	1
采掘业	2	0	7	0	9
未有分类		2	7	0	30
<b>总计</b>	<b>153</b>	<b>150</b>	<b>115</b>	<b>9</b>	<b>427</b>

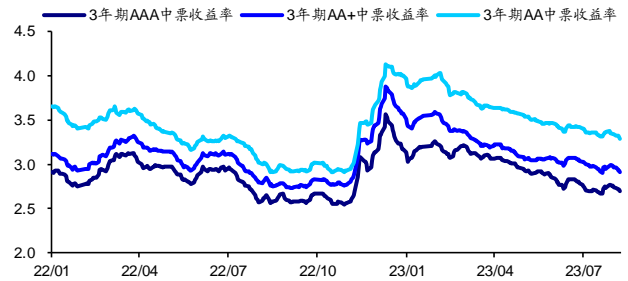
注：数据截至 2023 年 8 月 25 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 5.2 二级交易：交投减少，收益率与信用利差双下行

上周主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交 7695.62 亿元，较前一交易周（8 月 14 日至 8 月 18 日）8244.48 亿元的成交减少了 548.9 亿元。**中票收益率下行**，具体来看，与 8 月 18 日相比，8 月 25 日 3 年期 AAA 中票收益率下行 0.16BP 至 2.65%，3 年期 AA+ 中票收益率下行 2.15BP 至 2.81%，3 年期 AA 中票收益率下行 7.15BP 至 3.15%。

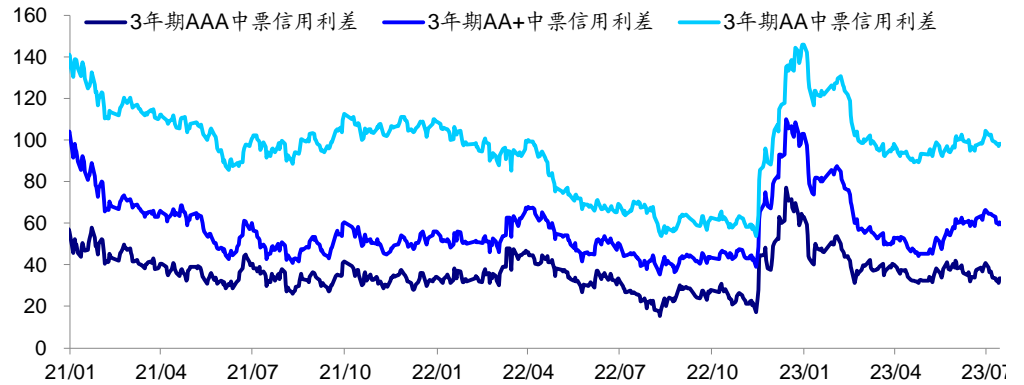
**图18 主要信用债品种成交情况（亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2023 年 8 月 25 日

**图19 3 年期中票收益率走势（%）**


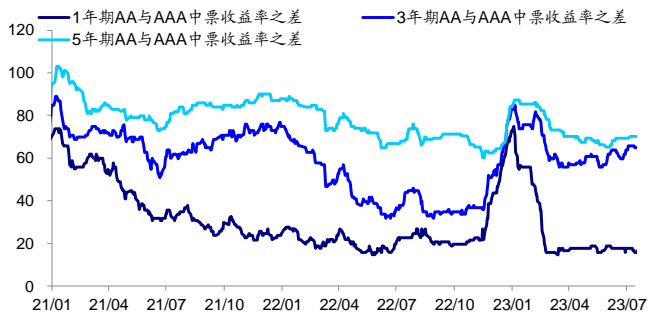
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2023 年 8 月 25 日

**中短期票据与国开债利差整体下行**，3 年期 AAA 等级、1 年期 AA+ 等级、3 年期 AA+ 等级、3 年期 AA 等级利差下降幅度明显，分别从历史分位数 33.80%、20.50%、36.20%、30.80% 水平下降至 20.50%、6.50%、20.90%、25.50%；**期限利差方面**，除了 AA+ 等级 5 年与 3 年利差、AA 等级 5 年与 3 年利差走扩，其余期限利差均收窄，其中 AA+ 等级 5 年与 3 年利差位于 92.00% 分位数水平，处于历史较高点；**等级利差方面**，5 年期中票 AA+ 等级与 AAA 等级的利差、5 年期中票 AA 等级与 AAA 等级的利差走扩，1 年期中票 AA 等级与 AA+ 等级的利差持平，其余等级利差均收窄。

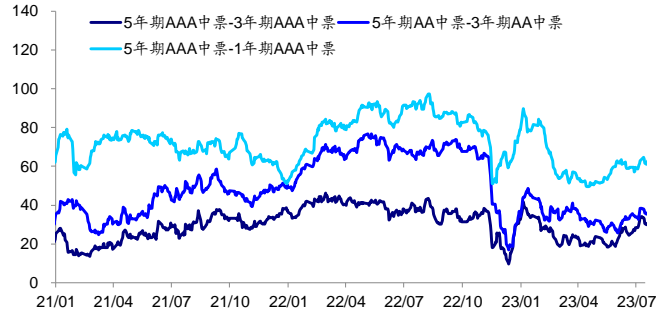
**图20 3 年期中票信用利差（BP）**


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2023 年 8 月 25 日



**图21 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 8 月 25 日

**图22 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 8 月 25 日

**表11 中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差 (8/25 较 8/18)**

	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)	36.65	36.19	46.62	48.60	54.57	72.98	62.38	97.26	121.49
最新水平 (BP)	26.91	31.39	44.01	37.20	47.21	77.32	41.70	81.21	117.32
较上期变动 (BP)	-5.14	-1.92	-4.30	-5.15	-3.91	-2.30	-5.15	-8.91	-3.30
最新分位数 (%)	9.90	20.50	37.20	6.50	20.90	66.00	2.90	25.50	32.70
上期分位数 (%)	26.80	33.80	58.30	20.50	36.20	75.20	11.70	30.80	45.10
	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)	41.70	49.69	70.02	29.07	35.54	46.40	72.20	84.83	116.46
最新水平 (BP)	32.86	38.39	67.89	26.46	43.95	49.95	59.32	82.34	117.84
较上期变动 (BP)	-3.01	-4.99	-9.99	-2.08	1.91	5.91	-5.09	-3.08	-4.08
最新分位数 (%)	18.90	15.90	40.60	37.40	92.00	60.80	16.30	41.90	53.70
上期分位数 (%)	27.80	31.50	79.70	47.50	83.70	44.80	31.80	52.70	61.10
	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)	13.00	11.77	25.76	41.00	18.84	60.86	48.00	23.95	73.94
最新水平 (BP)	4.50	10.29	14.79	34.00	15.82	49.82	40.00	33.31	73.31
较上期变动 (BP)	0.00	-0.01	-0.01	-5.00	-1.99	-6.99	-1.00	2.00	1.00
最新分位数 (%)	0.00	21.10	0.60	37.20	18.10	29.40	19.70	83.60	45.60
上期分位数 (%)	0.00	21.90	1.30	45.40	40.40	36.40	21.10	76.60	40.80

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 8 月 25 日

### 5.3 信用评级调整及违约跟踪

上周评级上调的发行人仅 1 家, 为江苏方洋集团有限公司, 城投平台, 属于综合行业。惠誉于 8 月 24 日将其主体评级由“BB-”上调至“BB”, 展望维持稳定。

**表12 评级上调行动 (2023 年 8 月 21 日-8 月 25 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
江苏方洋集团有限公司	综合	惠誉国际信用评级有限公司	2023/8/24	BB	稳定	BB-	23 方洋 SCP003

资料来源: WIND, 惠誉官网, 海通证券研究所

上周无评级下调的发行人。

上周新增展期和违约债券 2 只, 无新增违约主体。

**表13 新增债券违约情况 (2023 年 8 月 21 日-8 月 25 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
19 佳源 03	2023-08-21	佳源创盛控股集团有限公司	实质违约	6.45	民营企业	否	房地产开发

---

20 融信 03	2023-08-21	融信(福建)投资集团有限公司	展期	13.00	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	8月18日	8月25日	今年以来	本月	上周		8月17日	8月24日	今年以来	本月	上周	
美洲	美国	1年期	5.350	5.440	73.0	7.0	9.0	高收益债券指数	761.9	763.5	4.88	-0.75	0.20
		2年期	4.920	5.030	67.0	15.0	11.0						
		3年期	4.630	4.720	61.0	21.0	9.0						
		5年期	4.380	4.440	59.0	26.0	6.0						
		7年期	4.340	4.370	58.0	29.0	3.0						
		10年期	4.260	4.250	56.0	28.0	-1.0						
欧洲	英国	1年期	5.241	5.266	210.1	9.8	2.5	投资级债券指数	124.1	124.7	3.14	-0.44	0.50
		10年期	4.655	4.515	86.5	22.5	-14.0						
	法国	1年期	3.578	3.622	84.2	-5.6	4.4	高收益债券指数	304.8	305.6	5.09	0.09	0.25
		10年期	3.169	3.082	31.2	5.6	-8.7						
	德国	1年期	3.330	3.310	78.0	-8.0	-2.0	中债信用债总指数	209.0	209.2	3.34	0.45	0.10
		10年期	2.620	2.550	23.0	3.0	-7.0						
亚洲	中国	1年期	1.828	1.885	-23.8	-2.2	5.7	新兴国家(除日本)非投资级指数	234.6	234.3	-7.99	-3.40	-0.10
		10年期	2.571	2.562	-25.5	-11.0	-0.9						
	日本	1年期	-0.075	-0.085	-9.0	0.0	-1.0	日本巴克莱公司债指数	178.5	178.4	10.34	1.07	-0.06
		10年期	0.657	0.654	16.3	4.9	-0.3						
	韩国	3年期	3.729	3.789	15.7	10.8	6.0	投资级非主权债指数	244.8	245.0	1.36	-1.59	0.11
		5年期	3.804	3.843	22.7	14.6	3.9						
新加坡	1年期	3.660	3.680	-57.0	-5.0	2.0	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85	
	10年期	3.230	3.250	20.0	20.0	2.0							
新兴市场	俄罗斯	1年期	12.750	13.180	145.0	229.0	43.0	投资级非主权债指数	244.8	245.0	1.36	-1.59	0.11
		10年期	11.760	11.960	169.0	46.0	20.0						
	南非	2年期	/	/	/	/	/	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85
		10年期	10.470	10.210	20.0	-0.5	-26.0						
	巴西	1年期	11.300	11.396	-235.9	-2.4	9.6	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85
		10年期	11.290	11.111	-216.4	26.0	-17.9						
	墨西哥	1年期	11.470	11.471	55.1	24.8	0.1	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85
		10年期	9.386	9.651	80.1	83.5	26.5						
	印度	1年期	7.155	7.098	35.7	20.1	-5.7	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85
		10年期	7.214	7.206	-11.5	3.4	-0.8						
	印尼	1年期	5.919	6.354	66.9	55.9	43.5	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85
		10年期	6.492	6.528	-49.7	26.0	3.6						
巴基斯坦	1年期	/	/	/	/	/	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85	
	10年期	16.228	16.846	301.8	83.7	61.8							
土耳其	1年期	/	/	/	/	/	高收益债指数	1278.2	1289.1	3.44	-1.70	0.85	
	10年期	18.430	18.650	965.0	-7.0	22.0							

资料来源: Wind, 彭博, 海通证券研究所。

国债利率中, 左边数据: 除了标黄色数据为8月17日和8月24日数据对比, 标蓝色数据为8月16日和8月23日数据对比之外, 其余均为截至8月25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7月31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7月成屋销售总数年化407万户，预期415万户，前值416万户。 美国8月里奇蒙德联储制造业指数为-7，预期-10，前值-9。 美国8月Markit制造业PMI初值为47，预期49.3，7月终值及初值均为49；服务业PMI初值为51，创6个月新低，预期52.2，7月终值52.3，7月初值52.4；综合PMI初值为50.4，预期51.5，7月终值及初值均为52。 美国7月新屋销售总数年化71.4万户，预期70.5万户，前值由69.7万户修正至68.4万户。 8月23日，美国劳工统计局表示，初步估计美国截至今年3月份的一年内的非农就业人数将被下修30.6万人。 美国7月耐用品订单环比降5.2%，预期降4.0%，前值升4.6%修正为升4.4%。 8月24日报道，美国上周初请失业金人数为23万人，预期24万人，前值自23.9万人修正至24万人；四周均值23.675万人，前值自23.425万人修正至23.45万人；至8月12日当周续请失业金人数170.2万人，预期170.8万人，前值自171.6万人修正至171.1万人。 美国7月芝加哥联储全国活动指数0.12，预期-0.22，前值-0.32修正为-0.33。
	8月22日，美联储巴尔金表示，如果美国出现经济衰退，可能会是较为轻微的衰退，美联储需要实现2%的通胀目标以确保其可信度；不会预先判断9月美联储政策会议的结果；如果通胀保持高位且需求“没有信号”表明将通胀下降，那将需要采取更紧缩的货币政策；近期债券收益率的波动并不是市场“不适当”收紧的迹象，可能是对强劲经济数据的回应。 美联储7月贴现利率会议纪要显示，亚特兰大和纽约联储寻求维持贴现利率不变，其他地方联储决定加息25个基点。 8月24日，美联储哈克表示，应该保持一段时间的紧缩立场。美联储必须应对通胀问题，并正在应对中。明年美国通胀率将达到3%，增速将趋于平稳。今年将维持利率水平不变。8月25日，哈克重申，目前不认为需要进一步加息。哈克还表示，美联储必须将通胀率降至2%，处于紧缩立场，需要继续施加压力；最早要到明年才能看到降息。 8月24日，美联储柯林斯表示，将通胀率降低到2%的目标水平需要时间；美联储非常可能需要暂时保持利率不变。 8月25日，美联储梅斯特表示，需要看到更多证据表明通胀正在降温；美联储在通胀方面取得了很大进展；不希望美联储过度收紧政策；6月份的预测显示，美联储在2024年不会降息；美联储的主要争论是利率是否足够收紧。过度宽松比过度紧缩更糟糕。随着政策的正常化，抵押贷款利率将下降。 8月25日，美联储主席鲍威尔表示，2%仍是并将继续是美联储的通胀目标。尽管最近的数据是积极的，但将通胀降低仍是一个漫长的过程。商品通胀需要持续降温；如果合适，美联储准备进一步提高利率。如果劳动力市场没有放缓，美联储将用货币政策作出回应。无法准确地确定中性利率的水平。从过去的加息来看，可能仍会对经济有明显的进一步拖累。美联储会关注经济未按预期降温的迹象；将谨慎地决定是否再次加息。在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策。实际利率为正值，远高于大多数中性预期。持续的高于趋势的增长可能需要收紧货币政策。 8月26日，美联储古尔斯比表示，仍然认为有实现软着陆的途径；核心通胀明显改善，但宣布胜利还为时尚早；美联储争论的焦点转向维持利率多久，而更少关于是否再次加息；债券收益率上升可能对经济而言并非问题；通胀率仍高于美联储的预期。目前没有工资-物价螺旋的证据。需要达到“高门槛”才能变更量化紧缩计划。 据CME“美联储观察”，截至8月25日，美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为81%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为19%；到11月维持利率不变的概率为50.6%，累计加息25个基点的概率为42.2%，累计加息50个基点的概率为7.1%。
	通胀与货币政策

资料来源：Wind、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8月Gfk消费者信心指数-25，预期-29，前值-30。 英国8月制造业PMI初值42.5，刷新39个月新低，预期45.0，7月终值45.3；8月服务业PMI初值48.7，预期51.0，7月终值51.5；综合PMI初值47.9，预期50.3，7月终值50.8。
通胀与货币政策	英国8月CBI零售销售差值为-44，创近两年半来低位，预期-15，前值-25。 英国8月Rightmove平均房屋要价指数同比降0.1%，前值增0.50%；环比降1.9%，前值降0.20%。
德国	
经济数据	德国第二季度末季调GDP终值同比降0.6%。 德国8月制造业PMI初值为39.1，预期38.7，7月终值及初值均为38.8；服务业PMI初值为47.3，预期51.5，7月终值52.3，7月初值52；综合PMI初值为44.7，创2020年5月以来低位，预期48.3，7月终值48.5，7月初值48.3。
通胀与货币政策	德国7月PPI同比降6%，预期降5.1%，前值升0.1%；环比降1.1%，预期降0.2%，前值降0.3%。
法国	
经济数据	法国8月制造业PMI初值为46.4，预期45，7月终值45.1，7月初值44.5；服务业PMI初值为46.7，创30个月低位，预期47.5，7月终值47.1，7月初值47.4；综合PMI初值为46.6，预期47.5，7月终值及初值均为46.6。
通胀与货币政策	8月24日，法国财长勒梅尔表示，将继续降低家庭和企业税收；法国通胀已经开始如期放缓，而对抗通胀仍是当务之急；确认将取消天然气、电力价格上限。

资料来源：Wind、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）

俄罗斯	
通胀与货币政策	8月22日，俄罗斯总统普京表示，通胀风险正在上升，控制物价是当务之急。
日本	
经济数据	日本8月制造业PMI初值为49.7，前值49.6；服务业PMI为54.3，前值53.8。
通胀与货币政策	日本8月东京CPI同比增2.9%，预期增3%，前值增3.2%；东京核心CPI同比增2.8%，预期增2.9%，前值增3%。
韩国	
经济数据	韩国国家统计局：韩国第二季度实际家庭可支配收入同比下降5.9%，而第一季度为下降1.3%。 8月21日公布数据显示，韩国8月前20天出口同比下降16.5%，进口同比下降27.9%，贸易逆差35.66亿美元。
通胀与货币政策	8月23日，韩国央行将基准利率维持在3.5%不变，为连续第五次暂停加息。 8月23日，韩国央行将2023年GDP增速预期维持在1.4%不变，将2023年CPI预期维持在3.5%，将2024年CPI预期维持在2.4%，下调2024年GDP增速预期至2.2%，5月份预期为2.3%；将在相当长时间内维持紧缩政策立场，今年的核心通胀率可能略高于五月预测，韩国经济增长的不确定性仍然很高。 韩国财长：现在不是通过增加政府债务来促进经济增长的时候。 韩国央行行长李昌镛表示，需要相当长时间，CPI才能达到目标水平；美国货币政策的不确定性非常高，美联储行动导致外汇波动性无法避免；现在讨论降息为时尚早，关注焦点仍然是是否需要加息；如果9月美国政策会议后市场波动性增加，韩国央行可以进行干预；有人可能会主张更加重视经济增长，但目前通胀是最重要的；通胀可能在8月和9月回升至3%水平，此后通胀将缓慢下降，到2024年下半年达到2.5%左右的水平。
土耳其	
通胀与货币政策	土耳其央行将一周回购利率上调750个基点至25%，预期上调250个基点。 8月24日，土耳其央行表示，决定继续货币紧缩进程，以尽快确立通胀下降的趋势；将确保通胀的基本趋势下降，并在中期内达到5%的通胀目标。 8月21日，土耳其总统埃尔多安表示，土耳其存在经济问题，但有能力克服。通胀走高只是暂时性的。

资料来源：Wind、新浪、海通证券研究所

**风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。**

## 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)23185717luying@haitong.com

邓勇副所长  
(021)23185718dengyong@haitong.com

荀玉根副所长  
(021)23185715xyg6052@haitong.com

涂力磊所长助理  
(021)23219747tll5535@haitong.com

余文心所长助理  
(0755)82780398yxw9461@haitong.com

汪立亭所长助理  
(021)23219399wanglt@haitong.com

孙婷所长助理  
(010)50949926st9998@haitong.com

### 宏观经济研究团队

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

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23185656zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657cjh13945@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)23219419niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669tyj13580@haitong.com  
联系人  
章画意(021)23185670zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23185678clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679szc14816@haitong.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23185649wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652zzr13186@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116wgj13735@haitong.com  
方欣来(021)23185651fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23185647zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23185715xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733zxx12149@haitong.com  
吴信坤(021)23154147wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660wzh13978@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665ly14721@haitong.com  
陈菲 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

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

### 政策研究团队

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

### 石油化工行业

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

### 医药行业

余文心(0755)82780398yxw9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120zxm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096lgk12371@haitong.com  
孟陆 861056760096ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619pp13606@haitong.com  
肖治键(021)23185638xzj14562@haitong.com  
张澄(010)56760096zc15254@haitong.com

### 汽车行业

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

### 公用事业

吴杰(021)23154113wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698ffy11758@haitong.com  
联系人  
余玖翰(021)23185617ywh14040@haitong.com  
阎石(021)23185741ys14098@haitong.com  
胡鸿程 hhc15605@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23185683gy12362@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@haitong.com

### 互联网及传媒

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

### 有色金属行业

陈先龙 02123219406cxl15082@haitong.com  
陈晓航(021)23185622cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23185615gjy11909@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23185632zhh14696@haitong.com  
梁琳 ll15685@haitong.com

### 房地产行业

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

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李轩(021)23154652lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630xym13863@haitong.com 文灿(021)23185602wc13799@haitong.com 联系人 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张幸 zx15429@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998lm10779@haitong.com 王涛(021)23185633wt12363@haitong.com 联系人 朱彤(021)23185628zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴杰(021)23154113wj10521@haitong.com 房青(021)23219692fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171xbq6583@haitong.com 马天一 02123219171mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431swr12178@haitong.com 李智(021)23219392lz11785@haitong.com 李博(021)23185642lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392zhd10834@haitong.com 杨林(021)23154174yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174ycl12224@haitong.com 洪琳(021)23185682hl11570@haitong.com 联系人 杨蒙(021)23185700ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926ywm11574@haitong.com 杨彬昕 010-56760095ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏凡(021)23185681xf13728@haitong.com 徐卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何婷(021)23219634ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090rgb12695@haitong.com 孙婷(010)50949926st9998@haitong.com 曹锐 010-56760090ck14023@haitong.com 联系人 肖尧(021)23185695xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382yun@haitong.com 陈宇(021)23185610cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23185621lx11040@haitong.com 盛开(021)23154510sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635pyl10297@haitong.com 申浩(021)23185636sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥玮(021)23219814zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣勋 18515295560zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李焱(010)58067998lm10779@haitong.com 巩健(021)23185702gj15051@haitong.com 冯鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613zjy14705@haitong.com 苗欣 mx15565@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687wyj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244chenzy@haitong.com 李阳(021)23185618ly11194@haitong.com 刘璐(021)23185631ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623lkj14091@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23185629dyc10422@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)23607963fcy7498@haitong.com  
蔡铁清 (0755)82775962ctq5979@haitong.com  
辜丽娟 (0755)83253022gulj@haitong.com  
刘晶晶 (0755)83255933liujj4900@haitong.com  
饶伟 (0755)82775282rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚  
(0755)23617160oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385huxm@haitong.com  
黄诚 (021)23219397hc10482@haitong.com  
季唯佳 (021)23219384jiwj@haitong.com  
黄毓 (021)23219410huangyu@haitong.com  
胡宇欣 (021)23154192hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650syj12493@haitong.com  
杨祎昕 (021)23212268yyx10310@haitong.com  
毛文英 (021)23219373mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁 (021)23219281wyn14183@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)58067988yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-58067936gn12384@haitong.com  
张丽莹 (010)58067931zlx11191@haitong.com  
郭金垚 (010)58067851gry12727@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