

收益率指标 (2023/9/1)

期限	国债 (%)
1Y	1.96
2Y	2.18
3Y	2.24
5Y	2.44
7Y	2.59
10Y	2.59
15Y	2.74

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

- 《锚点在政策面和资金面——复盘 2020 年以来降息后债市走势》2023.08.27
- 《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

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zrz13186@haitong.com

证书:S0850522120001

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

化债政策提振信心，债市关注调整后机会

投资要点:

● 化债提振市场信心，特殊再融资债发行预期升温

7月底以来，中央关于地方化债问题集中表态，一系列化债工作的推进有效提振了市场信心，特殊再融资债的发行预期再度升温，规模或与目前地方政府债务限额余额差有关；另外中央对于地方限额有“再分配机制”，限额不足的地区可能获得来自中央的限额调配。

● 此轮化债政策对城投债市场信心提振明显，各地城投债利差持续收缩。高利差地区城投债利差收缩趋势分化，或反映出市场在政策博弈中的地区偏好情况；全国大部分地区城投债此轮利差收缩幅度相近，低利差地区走势相似，目前整体处于 2022 年以来的相对历史低位。建议关注后续化债政策落地效果，把握政策受益地区的投资价值。

● 债市回顾与展望：关注调整后的机会

8月债市回顾：8月资金面边际收敛，债市牛平行行情。

9月债市展望：短期或偏逆风，关注调整后机会。主要是积极政策密集出台，市场风险偏好改善，9月政府债净供给压力仍高，资金利率中枢在政策利率附近，我们建议以票息策略为主，波段为辅，长端关注调整后的机会。此外，建议关注9月降准的可能性。

信用品种比价来看，收益率与利差月末一周有小幅抬升。次级债方面，2-4年AAA-等级二级资本债、AA+永续债性价比尚可；城投债方面，月末一周利差分位数有小幅回升，4-5年AA+品种相对利差较高；其他品种方面建议关注2-3年期AAA与AA+普通金融债、中高等级中长期优质企业债与非公开产业债。

● 基本面：PMI继续回升，需求边际改善、CPI或回升。8月数据显示：百城土地成交面积和钢材周度产量处历史同期偏低水平，沿海八省日耗煤量日均值环比同比增速均转负，但30城商品房成交面积环比降幅缩小，出口综合指数环比改善，8/1-8/27汽车零售批发销量同比增速转正，行业开工率多上行。基建方面，高频数据表现分化。

● 利率债市场回顾：1) 资金利率：央行净投放资金 11620 亿元，资金利率上行，票据利率下行。2) 一级发行：利率债净供给增加，存单量价齐跌。3) 二级市场：10Y 国债/国开债利率下行 10BP/下行 7BP 至 2.56%/2.69%。期限利差明显收窄。

● 信用债市场回顾：1) 一级发行：8月主要信用债品种净融资增加。2) 二级市场：交投增加；收益率和信用利差双下行。3) 8月评级上调的发行人 6 家，下调 7 家。无新增违约主体。

● 海外债市回顾：1) 经济与政策：美国非农数据显示，失业率创去年 2 月以来新高、时薪同比环比增速放缓；9月利率不变概率为 93%，11月累计加息 25BP 概率为 32.8%。2) 二级市场：10Y 美债利率较 8/25 下行 7BP，全球信用债指数多涨。

● 风险提示：基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

目 录

1. 化债提振市场信心，特殊再融资债发行预期升温	5
2. 债市回顾与展望：关注调整后的机会	8
2.1 8月债市回顾：资金面边际收敛，债市牛平行情	8
2.2 9月债市展望：关注调整后的机会	10
3. 基本面：PMI 继续回升，需求边际改善，CPI 或回升	11
4. 政策跟踪：下调最低首付款比例，降低存量首套住房贷款利率	13
5. 利率债	15
5.1 货币市场：资金利率上行，票据利率下行	15
5.2 一级发行：净供给增加，存单量价齐跌	16
5.3 8月二级市场：债市牛平	18
6. 信用债	19
6.1 一级发行：净融资增加	19
5.2 二级交易：交投增加，收益率与信用利差双下行	20
5.3 信用评级调整及违约跟踪	22
7. 海外债市	24
7.1 主权债和信用债市场	24
7.2 各市场经济、通胀和货币政策	25

图目录

图 1	2022 年底各地限额结存空间	6
图 2	2023 年 8 月底各地限额结存空间	6
图 3	2022 年各地专项债限额调整情况估计	7
图 4	7 月以来各地城投债利差压缩幅度	8
图 5	基金、理财是 8 月银行间二级现券的前两大净买入机构 (亿元)	9
图 6	7-10 年政金债主要二级市场净买入机构 (亿元)	9
图 7	制造业 PMI (%)	11
图 8	猪肉平均批发价格 (元/公斤)	13
图 9	CPI 同比走势与预测值 (%)	13
图 10	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 8 月 31 日)	16
图 11	隔夜回购利率 (%)	16
图 12	七天回购利率 (%)	16
图 13	三个月存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率 (%)	16
图 14	国股银票转贴现利率 (%)	16
图 15	国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)	17
图 16	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	17
图 17	各期限固息国债认购倍数 (倍)	17
图 18	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	18
图 19	同业存单发行利率 (%)	18
图 20	利率债收益率 (%)	18
图 21	主要信用债品种成交情况 (亿元)	21
图 22	3 年期中票收益率走势 (%)	21
图 23	3 年期中票信用利差 (BP)	21
图 24	中票等级利差走势 (BP)	21
图 25	中票期限利差走势 (BP)	21

表目录

表 1	2023 年以来的地方化债政策表述	5
表 2	六大行存款利率再度下调（今年 9 月 vs 今年 6 月）	10
表 3	信用债品种利率水平与利差所处分位数（%，截至 8 月 31 日）	11
表 4	中观高频经济数据表现（截至 2023/9/1，汽车销量数据为 8/1-8/27）	12
表 5	基建高频数据表现（截至 9/1）	12
表 6	8 月以来财政金融政策梳理	13
表 7	利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 9 月 1 日）	17
表 8	国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（8/31 较 7/31）	19
表 9	近期公告发行债券的期限分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）（只）	19
表 10	近期公告发行债券的评级分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）（只）	20
表 11	近期公告发行债券的行业分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）（只）	20
表 12	中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差（8/31 较 7/31）	22
表 13	评级上调行动（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）	22
表 14	评级下调行动（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）	22
表 15	新增债券违约情况（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）	23
表 16	各市场主权债和信用债变动情况	24
表 17	各市场经济数据（美国）	25
表 18	各市场经济数据（欧洲）	25
表 19	各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）	26

1. 化债提振市场信心，特殊再融资债发行预期升温

近期化债政策频出，市场对于地方债务化解进度关注度较高。今年年初的相关报告与会议中，有关化债问题的表述延续“牢牢守住不发生系统性风险底线”的基调；7月24日中央政治局会议上明确提出“制定实施一揽子化债方案”，在守底线的基调上对化债路径有了更多的探讨。随后央行在2023年下半年工作会议上提出“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，财政部在2023年上半年财政政策执行报告中提出将“持续较大规模安排新增地方政府债券”，或与此前政治局会议的相关表述紧密配合。一系列化债工作的推进有效提振了市场信心，特殊再融资债的发行预期再度升温。

表1 2023年以来的地方化债政策表述

时间	来源	相关内容
2023.2.28	全国财政工作会议	积极稳妥防范化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险底线。要继续抓实化解地方政府隐性债务风险。要加强地方政府融资平台公司治理。从解决基础性问题入手，对融资平台公司进行有效治理，防范地方国有企业事业单位“平台化”。逐步剥离政府融资功能，聚焦主业发展，建立现代企业制度，规范法人治理结构，形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。要积极配合防范化解重要领域风险。
2023.3.5	2023年两会政府工作报告	有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。
2023.3.6	《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》	坚持督帮一体，支持地方防范化解风险。中央财政将债务风险较高、库款保障程度较低、财力相对薄弱的地区作为监测重点，及时向地方提醒提示风险隐患。进一步压实地方和部门责任，推动建立防范化解地方政府隐性债务风险长效机制，在北京、上海、广东等地区开展全域无隐性债务试点，通报隐性债务问责典型案例。引导省级政府加强资源统筹，支持高风险市县缓解还本付息压力。在加强清产核资、追责任责审核等基础上，稳妥推进专项债券补充中小银行资本金。
2023.3.15	中国人民银行金融稳定工作会议	压实金融风险处置各方责任，积极稳妥压降存量高风险机构。要加强金融风险处置机制和能力建设，强化监测、预警、评估，推动金融风险早发现、早纠正、早处置，加大追赃挽损和反腐问责力度，防范道德风险。要加快推进金融稳定保障体系建设，完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度，更好发挥存款保险功能。要以“时时放心不下”的责任感，持之以恒做好风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
2023.7.4	国务院关于2022年中央决算的报告	加强地方政府债务管理。将地方政府法定债务管理全面纳入预算管理一体化范围，指导地方做好专项债券项目储备，建立专项债券支出进度通报预警制度，对专项债券项目实施穿透式监测。加强部门间信息共享和协同监管，保持高压监管态势，严肃查处违法违规举债融资行为，坚决遏制隐性债务增量。督促地方落实主体责任，统筹各类化债资源，增强市县偿债能力，逐步化解隐性债务存量。严控高风险地区新增地方政府债券规模，防止风险持续累积。支持北京、上海、广东等地区做好全域无隐性债务试点工作，探索长效监管制度框架。
2023.7.24	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。
2023.8.1	中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。进一步完善金融风险监测、评估与防控体系，继续推动重点地区和机构风险处置，强化风险早期纠正，丰富防范化解系统性风险的工具和手段，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
2023.8.30	《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》	强化地方政府债务管理，开好“前门”、严堵“后门”，持续较大规模安排新增地方政府债券，建立健全防范化解地方政府债务风险的制度体系，坚决查处各类违法违规举债行为，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

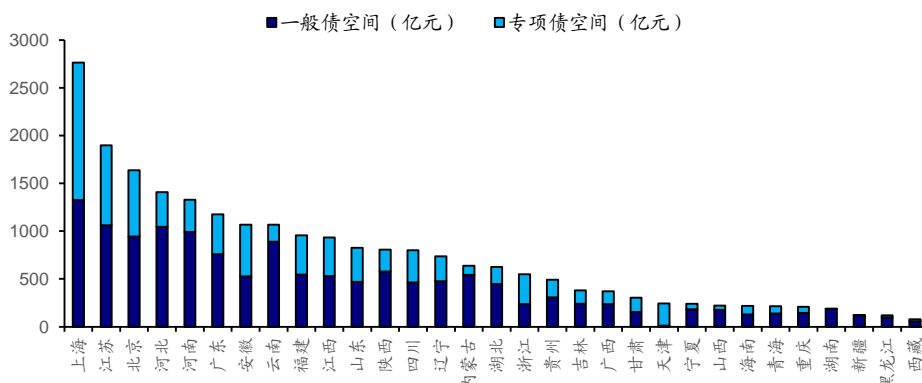
资料来源：中国政府网，财政部，中国人民银行，新华社等，海通证券研究所

2015年起，地方债被分为“新增债”与“置换债”。根据财预【2015】225号文，“地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换”，债券置换解决非标占比大且集中到期等问题。之后，财政部于2018年在《2018年4月地方政府债券发行和债务余额情况》中首次披露了“再融资债券”的定义：再融资债券是发行募集资金用于偿还部分到期地方政府债券本金的债券。而从2020年12月开始，部分再融资债募集资金用途表述为“偿还政府存量债务”，这种特殊再融资债券部分承担了“置换债”的功能，用于化解地方政府隐性债务。2020年12月至2022年6月，用于“偿还政府存量债务”的特殊再融资债共发行约1.4万亿。

今年以来，尚未有此类特殊再融资债发行。而中央近来提出的一揽子化债措施潜在提高了市场对于下一轮特殊再融资债的预期。我们认为，本轮特殊再融资债的规模，或

与目前地方政府债务限额余额差有关。截至 2022 年底，地方政府债务限额与债务余额分别为 37.65 万亿元、35.06 万亿元，差值空间为 2.59 万亿元，省份间差异明显，上海限额余额差最高，超过了 2700 亿元，而较低的地区仅有 100 至 200 亿元空间。

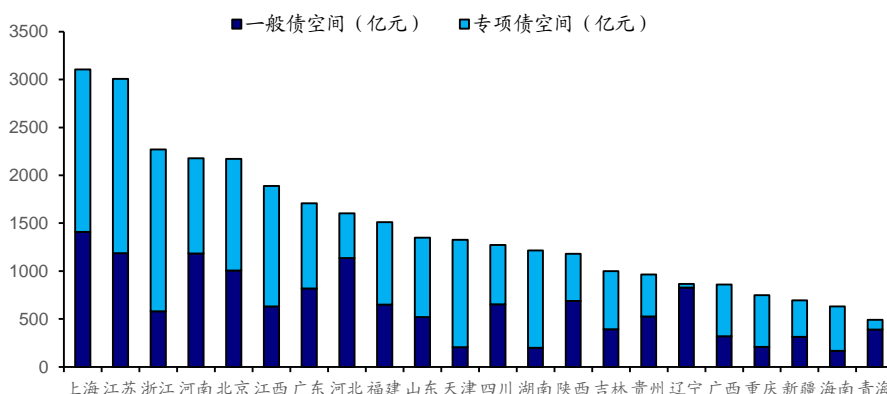
图1 2022 年底各地限额结存空间



资料来源：企业预警通，海通证券研究所，截至 2022 年 12 月 31 日；为保证统计口径在历史维度和空间维度的一致性，此处统计未剔除中小银行专项债。

截至 2023 年 8 月 31 日，全国大部分省（市）已披露本年第二次预算调整方案，并在方案中说明了财政部对本省（市）下达的 2023 年新增地方债限额情况。结合各地区今年新增地方债余额，我们计算出各地当前最新的限额余额差。分省份来看，上海、江苏的限额余额差超 3000 亿元，浙江、北京、河南超 2000 亿元，其次江西、广东等地的空间也相对较为充裕。

图2 2023 年 8 月底各地限额结存空间



资料来源：企业预警通，各地财政厅（局），海通证券研究所测算，截至 2023 年 8 月 31 日；为保证统计口径在历史维度和空间维度的一致性，此处统计未剔除中小银行专项债。

另外值得注意的是，中央对于地方债限额有“再分配机制”，即中央收回各地多出的额度进行再分配。2022 年 9 月 7 日，国务院常务会议提出，依法盘活地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜，优先支持在建项目。此举针对各地专项债结存限额分布不均匀的现象，限额不足的地区可能获得来自中央的限额调配。

少数地区对地方债限额再分配情况有直接披露。江苏在 2022 年发布的地方政府债务限额调整情况表中有过明确表述，“财政部核定并收回我省 2019 年以来专项债务限额空间（限额大于余额的部分）222 亿元，并重新下达我省使用 215 亿元（发行新增专项债券），净收回中央财政 7 亿元”；辽宁则为“财政部下达我省专项债务限额存量 79 亿元，来源为收回各省专项债务限额存量额度”；吉林 2022 年限额超余额 20 亿元，而财政部下达专项债限额 40 亿元，其中 14 亿元为吉林省现有专项债限额空间留用，其余 26 亿元来自财政部统筹分配。

大多数省份未对此类情况做专门说明，因此我们对这种再分配机制在 2022 年的情

况进行了粗略估计。各地会在 2022 年下半年各自披露预算调整报告，报告中说明 2022 年财政部对当地下达的**新增专项债限额**；而从 2023 年初各地披露的 2022 年预算执行报告中，我们可以看到各地经财政部核定后的 2022 年专项债限额，并与 2021 年预算执行报告做对比，得到 2022 年的**实际新增专项债限额**。前者（年内披露的财政部下达新增专项债限额）与后者（实际新增专项债限额）之间存在一定差异，我们认为**这种差异可能部分来源于中央对地方债限额的再分配**。

从可获得的各地数据来看，河南的 2022 年专项债限额受到较大规模的调减，随后上海、新疆、河北、四川被调减 47 至 68 亿元不等；受到专项债资源倾斜较多的是广东和甘肃。由于各地可能有披露口径不统一的情况，且实际情况随时间有所变动，这种方法估计出的限额调整与实际公告情况可能存在偏差。





























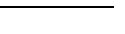


图3 2022 年各地专项债限额调整情况估计

地区	实际新增专项债限额 (亿元)	年内披露新增专项债限额 (亿元)	专项债限额调整 (亿元)	债务率 (%)	债务率(宽口径)(%)
广东	4257	3970	287	94.65	194.12
江苏	1517	1524	-7	72.62	363.66
山东	3070	2981	89	115.61	313.1
浙江	2343	2325	18	84.64	329.92
河南	1832	2180	-348	230.29	571.05
四川	1835	1882	-47	96.72	311.11
湖北	1592	1606	-14	221.62	625.49
福建	1401			144.8	305.6
湖南	1434.99			110.23	285.52
安徽	1679	1679	0	121.35	307.36
上海	472	540	-68	56.45	127.98
河北	1839	1894	-55	167.36	283.89
北京	780	780	0	116.21	323.91
陕西	725.01			179.11	489.22
江西	1458	1475	-17	203.84	558.55
重庆	1268	1215	53	254.53	745.63
辽宁	364	330	34	158.02	228.12
云南	700			149.45	360.92
广西	740	752	-12	117.23	287.67
山西	576			91.28	208.57
内蒙古	213	223	-10	284.69	367.44
贵州	451	441	10	161.2	357.67
新疆	1050	1107	-57	321.28	609.33
天津	854	847	7	278.67	727.2
黑龙江	408	408	0	493.06	657.45
吉林	678	698	-20	133.62	232.82
甘肃	994	693	301	165.8	376.44
海南	339	321	18	121.32	126.5
宁夏	-2	8	-10	112.33	170.35
青海	21	47	-26	175.71	220.39
西藏	41			264.89	588.49

资料来源：Wind，企业预警通，各地财政厅（局），海通证券研究所，截至 2022 年 12 月 31 日

受到一系列化债相关政策影响，近期城投债市场信心得到提振，7 月以来城投利差收窄明显。全国各地城投债利差均经历了不同幅度的压缩，其中天津下降幅度最大，达 375BP，随后为河北、西藏、辽宁、吉林。大部分地区利差收缩幅度在 20 至 60BP 之间。

图4 7月以来各地城投债利差压缩幅度

地区	城投债（公募）信用利差						7月以来利差下降幅度	2022年以来利差走势
	2023/1/4	2023/3/31	2023/6/30	2023/7/4	2023/8/1	2023/8/31		
天津	418.54	492.54	519.82	518.32	147.33	143.22	375.1	
河北	191.38	108.85	114.34	112.26	78.63	15.25	97.01	
西藏	190.41	107.71	132.18	129.36	72.53	73.83	55.53	
辽宁	529.44	429.58	401.94	400.36	345.69	346.03	54.33	
吉林	299.98	232.02	253.47	257.27	202.82	209.51	47.76	
湖南	299.95	218.75	198.85	197.85	150.1	150.28	47.57	
重庆	284.93	221.66	210.4	205.58	164.88	162.22	43.36	
河南	255.28	166.53	186.08	185.47	143.12	144.2	41.27	
陕西	289.18	207.54	207.88	206.96	174.75	168.77	38.19	
四川	250.01	167.56	161.67	157.48	118.87	120.36	37.12	
江西	261.72	170.98	171.08	171.46	136.38	137.62	33.84	
安徽	201.75	103.6	111.11	109.75	78.01	78.69	31.06	
湖北	210.73	131.63	139.67	137.89	107.09	107.56	30.33	
广西	309.86	226.11	229.81	228.78	197.68	199.27	29.51	
新疆	230.66	124.76	119.76	117.34	86.68	89.44	27.9	
宁夏	414.54	311.65	338.24	337.16	309.28	310.2	26.96	
山西	224.74	111.6	118.87	116.34	88.67	90.13	26.21	
甘肃	271.05	197.73	177.79	176.01	142.16	149.9	26.11	
江苏	178.21	84.61	95.76	94.13	66.65	68.41	25.72	
山东	205.9	140.82	154.86	152.13	125.82	127.39	24.74	
海南	146.84	70.59	85.64	85.1	59.35	60.91	24.19	
浙江	158.45	78.87	95.54	93.29	67.9	69.2	24.09	
云南	563.43	481.9	459.68	471.89	449.64	449.96	21.93	
福建	131.6	72.33	78.21	77.58	56.5	57.74	19.84	
内蒙古	232.36	104.79	109.86	108.65	91.65	93.5	15.15	
上海	74.29	52.89	54.34	51.54	39.95	41.59	9.95	
北京	84.11	57.9	59.36	56.8	47.59	49.05	7.75	
贵州	789.7	752.53	750.75	747.18	739.32	740	7.18	
黑龙江	454.5	371.07	324.31	322.88	318.65	316.85	6.03	
广东	80.04	54.06	55.3	52.1	44.43	46.77	5.33	
青海	1022.23	900.44	783.66	782.12	776.56	779.16	2.96	

资料来源：DM，海通证券研究所，截至 2023 年 8 月 31 日

利差收缩幅度在高利差区域有所分化，或反映出市场在政策博弈中的地区偏好情况。青海、贵州、云南、宁夏、黑龙江利差此轮收缩幅度有限，其中青海、云南、黑龙江较年初下降较多。天津、辽宁、吉林利差收缩明显，与之相对应地，辽宁和吉林均于 2022 年明确披露自身得到了中央的专项债限额支援，天津也在前文的估计中得到了 7 亿规模的专项债限额调增。全国大部分地区城投债此轮利差收缩幅度相近，低利差地区走势相似，目前利差处于 2022 年以来的相对历史低位。

结构性资产荒背景下，优质地区城投债供不应求，政策呵护下城投信仰边际有所加强，市场风险偏好有所上升。配置方面建议关注中部省份，可控久期适度下沉挖掘，关注后续化债政策落地效果，把握政策受益地区的投资价值。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

2. 债市回顾与展望：关注调整后的机会

2.1 8 月债市回顾：资金面边际收敛，债市牛平行情

8 月资金面边际收敛，债市牛平行情。8 月上旬，政治局会议后“促消费 20 条¹”等相关政策陆续出台，但政策具体细节和效果仍待观察，且央行表示“降准、公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具...需要统筹搭配、灵活运用²”，市场对于降息降准的预期有所升温，10Y 国债利率在 2.64%-2.66% 区间内窄幅震荡。中旬，15

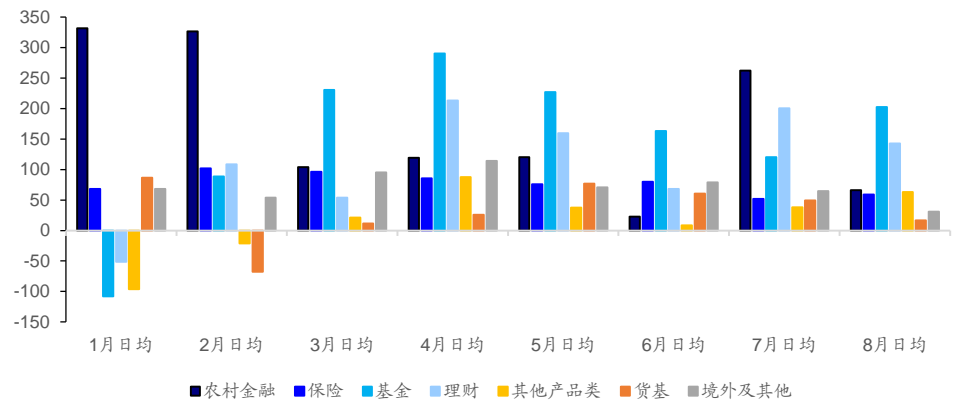
¹ https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6895683.htm

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5011301/index.html>

日央行超预期非对称降息，叠加 7 月经济数据公布，10Y 国债利率当日下行 4.5BP；16 日央行强调“加强逆周期调节和政策储备³”，债市继续消化降息利好情绪，利率小幅下行。下旬，21 日 5 年期以上 LPR 保持不变、1 年期 LPR 降幅低于 MLF⁴，10Y 国债利率当日下行 2BP，随后受地产积极政策（购买首套房贷款“认房不用认贷⁵”、降低存量首套房贷款利率⁶）、活跃资本市场政策等影响，10Y 国债利率有所回升。最终，1Y/10Y 国债利率分别收于 1.91%、2.56%（8/31）。

二级市场前两位最大净买入机构分别为基金、理财。从 8 月银行间二级市场现券净买入情况来看（截至 8 月 31 日，下同），最大净买入机构为基金，日均净买入量由 7 月的 120 亿元大幅提升至 203 亿元；理财仍位居第二位，日均净买入量由 200 亿元下降至 143 亿元。农商行日均净买入量由 262 亿元大幅下降至 66 亿元，保险、货基、境外机构（及其他）日均净买入量分别为 59 亿元、17 亿元和 31 亿元。

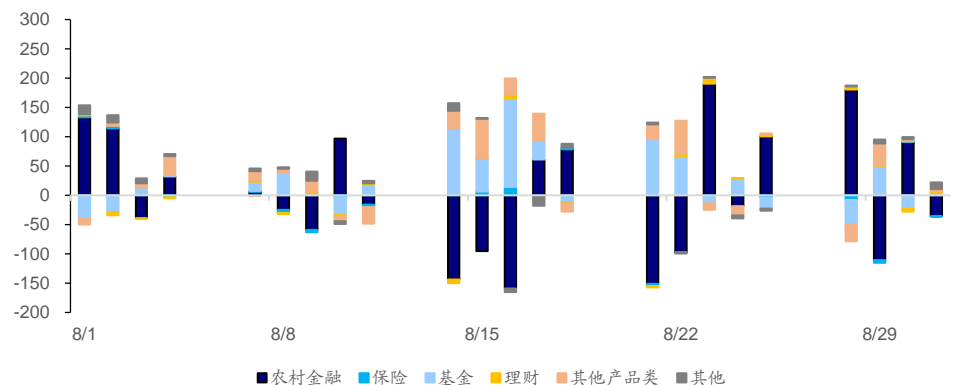
图5 基金、理财是 8 月银行间二级现券的前两大净买入机构（亿元）



资料来源：Chinamoney，海通证券研究所，截至 8 月 31 日

7-10 年利率债方面，8 月 7-10 年国债主要是基金在净买入，农商行由 7 月的净买入 473 亿元转为净卖出 232 亿元，基金净买入规模由 131 亿元提升至 263 亿元，境外机构（及其他）净买入规模由 12 亿元提升至 158 亿元，保险、理财均转为小幅净买入。**7-10 年政金债同样主要是基金在净买入。**农商行净买入规模由 1148 亿元大幅下降至 135 亿元，基金净买入规模由 163 亿元提升至 477 亿元，保险转为小幅净卖出，理财维持小幅净买入，境外机构（及其他）由小幅净卖出转为净买入 80 亿元。

图6 7-10 年政金债主要二级市场净买入机构（亿元）



资料来源：Chinamoney，海通证券研究所，截至 8 月 31 日

³ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6898823.htm

⁴ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202308/content_6899265.htm

⁵ https://news.cnr.cn/native/gd/20230825/t20230825_526395280.shtml

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/XJ4-yCzRx3-14biFqPMz0Q>

2.2 9月债市展望：关注调整后的机会

短期来看，债市或偏逆风，关注调整后机会，主要是积极政策密集出台，市场风险偏好在改善，9月政府债净供给压力仍高，资金利率中枢在政策利率附近，具体来看：

- **市场风险偏好在改善。**一方面，为活跃资本市场、提振投资者信心，政策密集出台，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收，IPO收紧、规范减持和降低两融保证金比例⁷。另一方面，股债比价来看，权益性价比更优。
- **房地产积极政策频繁出台。**不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限统一为不低于20%和30%；将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加20个基点；以及，降低存量首套住房贷款利率。
- **银行存款利率再度下调。**为了配合存量首套房贷利率的下调，缓解银行息差压力，继去年9月、今年6月存款利率两次下调以来，今年9月1日六大行再一次下调存款利率，其中定期存款中整存整取一年、两年、三年、五年存款利率分别下调10bp、下调20bp、下调25bp、下调25bp。

表2 六大行存款利率再度下调（今年9月 vs 今年6月）

项目	中国银行			建设银行			工商银行			农业银行			交通银行			邮储银行			
	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	
活期存款	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	
整存整取	三个月	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0
	六个月	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0
	一年	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.68	1.58	-10
	二年	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20
	三年	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25
	五年	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25
零存整取、整存零取、存本取息	一年	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0
	三年	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0
	五年	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0
	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折	-	
协定存款	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	
通知存款	一天	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0
	七天	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0

资料来源：中国银行官网，建设银行官网，工商银行官网，农业银行官网，交通银行官网，邮储银行官网，海通证券研究所

- **9月资金利率或较难明显下行。**随着缴税缴款、外汇及信贷冲量影响消退后，叠加跨月结束，季末月财政支出有望加快，资金利率中枢有望回落，但大幅低于政策利率可能性较小。另外，从缓解银行息差压力和政府债供给压力，以及9月末面临季度考核和跨国庆长假压力等角度来看，可以关注9月降准的可能性。
- **政府债净供给压力仍高。**8月政府债净供给规模高达1.2万多亿元，9月政府债净供给规模环比或下降，但我们预计绝对规模可能并不低。

因此，我们建议以票息策略为主，波段为辅，长端关注调整后的机会。

信用品种比价来看，收益率与利差较前一交易周末有小幅上升。次级债方面，2-4年AAA-等级二级资本债、AA+永续债性价比尚可；城投债方面，月末一周利差分位数有小幅回升，4-5年AA+品种相对利差较高；其他品种方面建议关注2-3年期AAA与AA+普通金融债、中高等级中长期优质企业债与非公开产业债。

⁷ http://finance.cnr.cn/jjgd/20230828/t20230828_526398926.shtml

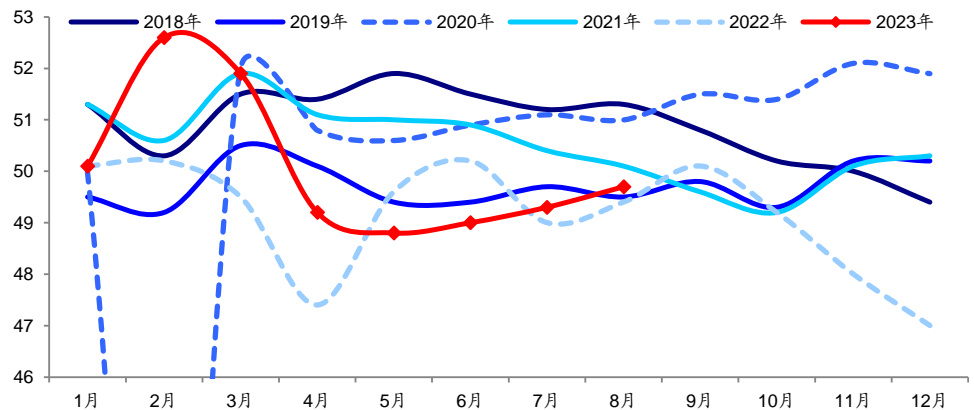
表3 信用债品种利率水平与利差所处分位数(%, 截至8月31日)

8月31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	2.44	2.45	2.55	2.55	2.56	2.73	2.39	2.49	2.53	2.40	2.47	2.55
	2年期	2.67	2.70	2.84	2.79	2.82	3.11	2.55	2.66	2.84	2.56	2.68	2.80
	3年期	2.88	2.94	3.25	3.00	3.06	3.36	2.70	2.88	3.16	2.71	2.87	3.04
	4年期	3.05	3.12	3.44	3.17	3.28	3.77	2.79	3.06	3.44	2.86	3.08	3.32
	5年期	3.09	3.15	3.56	3.28	3.39	3.95	2.94	3.27	3.67	3.01	3.24	3.49
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	18.70	14.20	10.10	27.90	20.70	13.80	23.70	18.90	9.30	18.70	15.80	14.30
	2年期	50.90	45.50	27.90	57.00	57.00	41.70	39.60	28.60	27.50	37.90	37.40	34.80
	3年期	56.00	54.40	52.30	66.90	70.50	43.10	45.90	48.60	25.80	43.10	45.00	38.00
	4年期	51.90	50.30	41.20	57.80	69.30	54.10	17.10	47.90	21.80	47.40	63.60	40.80
	5年期	29.00	25.50	45.00	54.40	66.40	51.50	44.20	73.30	39.20	64.70	64.30	39.40
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	31.60	20.80	18.80	36.40	27.60	18.80	44.00	40.80	23.60	34.80	27.20	21.60
	2年期	50.40	42.00	26.80	41.60	41.20	26.00	42.40	30.80	44.40	35.60	28.80	23.20
	3年期	46.00	42.40	46.00	48.80	52.00	24.80	44.40	44.40	21.60	44.40	36.40	29.60
	4年期	41.60	37.60	26.00	47.60	53.60	44.40	26.00	58.80	35.20	46.40	59.60	40.00
	5年期	34.00	25.20	24.40	52.00	59.60	38.00	38.40	68.40	57.60	54.80	58.00	22.80
		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	2.39	2.49	2.54	2.54	2.67	3.00	2.55	2.61	2.80	2.33	2.39	2.46
	2年期	2.56	2.68	2.88	2.83	2.87	3.38	2.74	2.95	3.19	2.50	2.58	2.65
	3年期	2.73	2.91	3.20	2.92	3.09	3.77	2.93	3.16	3.60	2.59	2.68	2.76
	4年期	2.80	3.08	3.42	3.08	3.44	4.02	3.08	3.58	3.97	2.64	2.74	2.85
	5年期	2.92	3.25	3.65	3.29	3.70	4.26	3.22	3.82	4.24	2.69	2.79	2.94
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	27.40	17.50	6.10	28.20	17.90	33.80	19.80	7.90	2.60	32.00	17.90	11.40
	2年期	53.20	37.20	32.00	68.50	26.00	45.60	24.60	24.10	16.70	85.00	70.90	19.10
	3年期	66.00	58.90	27.00	50.40	32.20	33.20	35.90	31.50	20.10	81.60	65.90	23.00
	4年期	32.30	64.80	21.80	47.60	46.20	26.70	23.30	63.60	19.00	44.80	29.80	14.70
	5年期	44.70	71.10	40.80	56.80	55.20	42.80	45.50	82.80	49.50	23.30	12.50	11.30
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	42.40	33.60	12.00	38.40	31.60	66.40	36.40	18.80	4.80	48.80	41.20	33.60
	2年期	44.00	33.60	46.80	58.40	25.60	49.20	38.00	24.40	15.20	80.80	76.80	36.80
	3年期	58.80	47.60	23.20	31.20	22.00	28.80	53.20	22.40	23.20	84.40	74.00	42.40
	4年期	32.80	52.80	30.40	30.80	31.60	48.80	30.40	54.80	29.60	66.00	62.40	40.80
	5年期	35.60	52.00	51.60	35.20	41.20	59.20	43.60	70.80	58.00	39.20	33.20	29.60

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

3. 基本面：PMI 继续回升，需求边际改善，CPI 或回升

8月PMI读数继续回升。8月制造业PMI为49.7%，虽处于荣枯线下方，但已连续三个月回升，其中生产指数、需求指数、新出口订单指数分别为51.9%、50.2%、46.7%，较7月分别+1.7pct、+0.7pct、+0.4pct，显示制造业前景趋于改善。此外，非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为51%和51.3%，较前值分别-0.5个百分点、+0.2个百分点，二者均处于扩张区间，显示我国经济维持韧性。

图7 制造业 PMI (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

8月以来中观高频数据显示生产端表现分化、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、环比降幅大幅缩小，

出口 CCFI 和 SCFI 综合指数环比改善, 8/1-8/27 汽车零售批发销量同比增速转正、环比分化。工业生产端显示: 钢材周度产量企稳、但处于同期偏低水平, 沿海八省日耗煤量先上后下、月均值环比同比增速均转负, 全国高炉开工率先上后下、PTA 工厂产业链负荷率处于高水平、汽车半钢胎开工率上行。

表4 中观高频经济数据表现 (截至 2023/9/1, 汽车销量数据为 8/1-8/27)

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	09/01	257.20	11.72	-18.17	30.92	30.62	-0.97	-22.78		15%
	100大中城市:成交土地面积 (万平方米)	周	08/27	714.31	-23.82	-59.31	1452.72	1017.96	-29.93	-40.28		0%
	100大中城市:成交土地溢价率 (%)	周	08/27	3.22	1.59	2.01	5.14	3.00	-2.15	-1.13		12%
汽车	当周销量:乘用车:厂家零售 (万辆)	周	08/20	135.60	3.00	6.00	5.59	5.02	3.00	6.00		/
	当周销量:乘用车:厂家批发 (万辆)	周	08/20	143.30	-3.00	3.00	6.51	5.31	-3.00	3.00		/
出口	CCFI:综合指数	周	09/01	892.98	-0.19	-69.25	869.89	880.79	1.25	-70.97		72%
	SCFI:综合指数	周	09/01	1033.67	1.96	-67.23	976.63	1031.91	5.66	-70.28		59%
工业	唐山:Custeel:高炉开工率 (%)	周	09/01	93.53	2.44	11.48	87.37	90.40	3.02	11.82		90%
	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	08/31	72.11	-0.21	15.54	71.44	72.07	0.63	9.21		94%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	日	08/18	80.80	4.45	8.87	78.07	80.13	2.06	10.15		63%
	PTA产业链负荷率:聚酯工厂 (%)	日	08/18	90.93	0.13	13.72	91.09	90.79	-0.30	13.29		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	08/31	188.00	-15.16	-12.76	227.11	223.51	-1.59	7.33		6%
	钢材产量 (万吨)	周	08/31	258.73	-1.79	-11.94	276.57	264.29	-4.44	2.33		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 8/1-8/27 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。

8 月以来基建高频数据表现分化。

表5 基建高频数据表现 (截至 9/1)

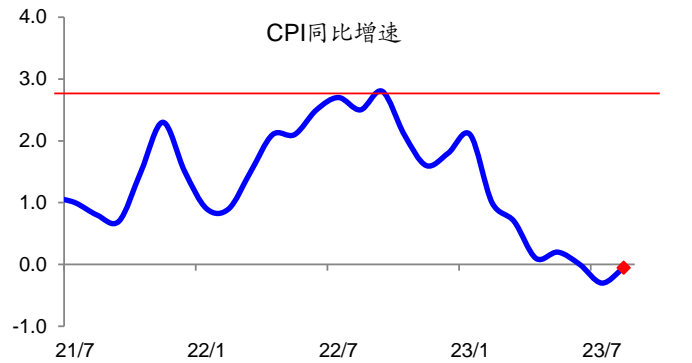
类别	指标	频次	最新数据日期	最新数据值	环比 (%)	同比 (%)	7月月均值	8月月均值	8月环比 (%)	8月同比 (%)	近12周走势图	同期分位数
水泥	水泥发运率 (%)	周	08/25	47.36	2.56	0.26	45.06	44.20	-0.86	-3.88		21%
	水泥价格指数 (点)	日	09/01	108.03	-1.55	-26.00	113.24	109.59	-3.23	-23.59		23%
	水泥库容比 (%)	周	08/25	73.28	0.20	9.64	72.86	73.29	0.43	6.29		96%
	磨机运转率 (%)	周	08/24	49.48	1.08	6.22	46.60	45.62	-0.98	-0.43		16%
螺纹钢	螺纹钢期货收盘价 (元/吨)	日	09/01	3661.00	1.75	-4.91	3733.00	3626.78	-2.85	-10.37		23%
	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	石油沥青装置开工率 (%)	周	08/30	46.10	0.80	8.00	35.75	44.94	9.19	7.72		61%
	沥青期货库存 (万吨)	周	09/01	7.79	0.00	172.99	6.90	7.79	12.93	-10.23		17%
	沥青期货收盘价 (元/吨)	日	09/01	3841	-0.05	-8.94	3868.05	3863.87	-0.11	-10.23		82%
铜	LME铜现货结算价 (美元/吨)	日	08/25	8382	2.51	0.80	8445.26	8351.77	-1.11	4.91		85%
	LME铜总库存 (万吨)	日	09/01	10.43	6.92	-5.68	6.13	8.84	44.17	-30.19		15%
全钢胎	全钢胎开工率 (%)	日	08/31	64.60	0.13	6.55	62.81	63.18	0.36	9.15		49%

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环比上行, 国内煤价小幅下降, 但钢价、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8 猪肉平均批发价格（元/公斤）


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图9 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

4. 政策跟踪: 下调最低首付款比例, 降低存量首套住房贷款利率

表6 8月以来财政金融政策梳理

日期	文件/会议/讲话等	相关内容
8/1	中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议	会议要求,下半年,中国人民银行、国家外汇管理局系统要深刻领会中央关于经济形势的科学判断,进一步统一思想、坚定信心,切实抓好党中央、国务院决策部署贯彻落实,精准有力实施宏观调控,加强逆周期调节和政策储备,扎实推动经济高质量发展。 一是继续精准有力实施稳健的货币政策,持续改善和稳定市场预期,为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,发挥总量和结构性货币政策工具作用...继续深化利率市场化改革,促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降... 二是加强和改善外汇政策供给,维护外汇市场稳健运行...保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定... 三是支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”,延长保交楼贷款支持计划实施期限,保持房地产融资平稳有序,加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。因城施策精准实施差别化住房信贷政策,继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行,更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。 四是切实防范化解重点领域金融风险。统筹协调金融支持地方债务风险化解工作... 五是深化金融国际合作和金融业高水平开放... 六是持续提升金融服务和管理水平...
8/3	中国人民银行召开金融支持民营企业发展座谈会	金融机构要积极营造支持民营企业发展壮大的良好氛围,提高风险评估能力,全面梳理绩效考核、业务授权、内部资金转移定价、尽职免责等政策安排,优化服务民营企业激励机制,提升贷款的意愿、能力和可持续性。要深入了解民营企业金融需求,回应民营企业关切和诉求,做好银企融资对接,为民营企业提供可靠、高效、便捷的金融服务。要精准实施差别化住房信贷政策,满足民营房地产企业合理融资需求,促进房地产行业平稳健康发展。
8/4	国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合召开新闻发布会介绍“打好宏观政策组合拳,推动经济高质量发展”有关情况	关于...的降准、降息问题。一方面,降准、公开市场操作、中期借贷便利,以及各类结构性货币政策工具都具有投放流动性的总量效应,需要统筹搭配、灵活运用,共同保持银行体系流动性合理充裕。未来,我们将根据其他工具使用进度、中长期流动性情况,综合评估存款准备金率政策,目标是保持银行体系流动性的合理充裕。另一方面,要科学合理把握利率水平...防止资金套利和空转,提升政策传导效率,增强银行经营稳健性...未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用,指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。同时,将持续发挥存款利率市场化调整机制的重要作用... 当前,经济运行面临新的困难挑战,国内需求仍然不足,一些企业经营困难。我们将会同有关部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署,打好政策“组合拳”,及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。按照国务院常务会议部署,还将在近期公布税费优惠政策后续安排,稳定预期、提振信心...
8/8	国务院常务会议	各相关部门要进一步加大支持力度,迅速拨付各类救灾资金,能预拨的提前预拨,提早进行补偿救助。金融机构要加强对受灾地区的经营主体特别是小微企业、个体工商户,以及农业、养殖企业和农户的信贷支持,开通保险理赔绿色通道,能赔快赔、应赔尽赔,最大限度减少洪涝灾害对经济社会发展和人民生活的影响。
8/10	关于完善政府诚信履约机制优化民营企业发展环境的通知	一、充分认识完善政府诚信履约机制的重要意义。二、建立违约失信信息源头获取和认定机制。(一)畅通违约失信投诉渠道...(二)加强违约失信行为的认定...三、健全失信惩戒和信用修复机制。(三)全面健全政务信用记录...(四)充分用好发展改革系统失信惩戒措施“工具箱”。对于存在失信记录的相关主体,我委将按规定限制中央预算内资金支持、限制地方政府专项债券申请、限制各类融资项目推荐;对于存在政府失信记录的地级以上城市,我委将取消发展改革系统的评优评先和试点示范资格、加大城市信用监测扣分权重、取消社会信用体系建设示范区称号或参评资格。(五)督促地方建立失信

		惩戒制度...包括但不限于限制政府资金支持、限制申请扶持政策、取消评优评先、限制参加政府采购等,实现失信必惩。(六)完善信用修复机制...四、强化工作落实的政策保障。(七)定期开展评估通报... (八)建立失信线索监测发现督办机制...(九)曝光一批典型案例...
8/15	国务院新闻办发布会	自今年8月份开始,全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布,主要原因是:经济社会在不断发展变化,统计工作需要不断完善,劳动力调查统计也需要进一步健全优化...
8/16	国务院第二次全体会议	坚持稳中求进工作总基调,坚定信心、保持定力、奋发作为,精准有力实施宏观调控,强化各类政策协调配合,在攻坚克难中不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解,在固本培元中加快塑造高质量发展新优势。 要着力扩大国内需求,继续拓展扩消费、促投资政策空间,提振大宗消费,调动民间投资积极性,扎实做好重大项目前期研究和储备...
8/21	1年期LPR利率下调10BP、5年期以上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,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房执行住房信贷政策。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中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。
8/27	关于减半征收证券交易印花税的公告	为活跃资本市场、提振投资者信心,自2023年8月28日起,证券交易印花税实施减半征收。
8/27	证监会	证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排。 证监会进一步规范股份减持行为。 证券交易所调降融资保证金比例,支持适度融资需求。
8/30	金融支持民营企业发展工作推进会召开	下一步...金融机构要提高政治站位,树立“一视同仁”理念,为民营企业发展提供高质量的金融支持...继续落实好房地产“金融16条”。 要畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。 贷款方面,实施好再贷款再贴现等货币政策工具...持续加大对民营企业的信贷投放。债券方面,推动民营企业债券融资支持工具扩容增量,扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者配置民营企业债券。股权方面,支持民营企业上市和再融资...
8月	关系消费、房贷、个税、资本市场.....8月国务院密集出台重要政策	4项阶段性政策在优化完善并加大支持力度的基础上,统一延续实施至2027年底: 个体工商户个人所得税优惠、小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减征“六税两费”、重点群体创业就业税收优惠、自主就业退役士兵创业就业税收优惠。 6项阶段性政策延续执行至2027年底: 小规模纳税人减免增值税、金融机构小额贷款利息收入税收优惠、为小微企业等群体提供融资担保的税收优惠、金融机构与小微企业签订借款合同的税收优惠、小型微利企业所得税优惠、创业投资企业和天使投资个人税收优惠。 提高三项个人所得税专项附加扣除标准、年终奖个税优惠政策延续实施至2027年底。
8/31	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势... 一、对于贷款购买商品住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%。 二、首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行, 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。 三、中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则,指导各省级市场利率定价自律机制,根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求,自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。 四、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的最低首付款比例和利率下限,结合本机构经营状况、客户风险状况等因素,合理确定每笔贷款的具体首付款比例和利率水平。

8/31 中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	<p>一、存量首套住房商业性个人住房贷款，是指 2023 年 8 月 31 日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款，或借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量住房商业性个人住房贷款。</p> <p>二、自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。</p> <p>三、自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人亦可向承贷金融机构提出申请，协商变更合同约定的利率水平，变更后的贷款合同利率水平应符合本通知第二条的规定。……本通知自 2023 年 9 月 25 日起实施。此前相关规定与本通知不一致的，以本通知为准。</p> <p>一是统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20%和 30%。</p> <p>二是将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点。首套住房利率政策下限仍为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点。</p> <p>各地可按照因城施策原则，根据当地房地产市场形势和调控需要，自主确定辖区内首套和二套住房最低首付款比例和利率下限。</p> <p>近年来我国房地产市场供求关系发生了重大变化，借款人和银行对于有序调整优化资产负债均有诉求。存量住房贷款利率的下降，对借款人来说，可节约利息支出，有利于扩大消费和投资。对银行来说，可有效减少提前还贷现象，减轻对银行利息收入的影响。同时，还可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间，减少风险隐患...</p> <p>调整方式上，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。具体利率调整幅度由借贷双方协商确定，但调整后的利率，不能低于原贷款发放时所在城市的首套住房贷款利率政策下限。新发放贷款只能用于偿还存量贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。</p>
8/31 中国人民银行、国家金融监督管理总局有关负责人就调整优化住房信贷政策有关问题答记者问	<p>为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自 2023 年 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 6%下调至 4%。</p>
8/31 中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率	<p>为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自 2023 年 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 6%下调至 4%。</p>

资料来源：中国人民银行，中国政府网，新华社，中国证监会官网，国家发改委，新华网公众号，财政部官网，海通证券研究所整理

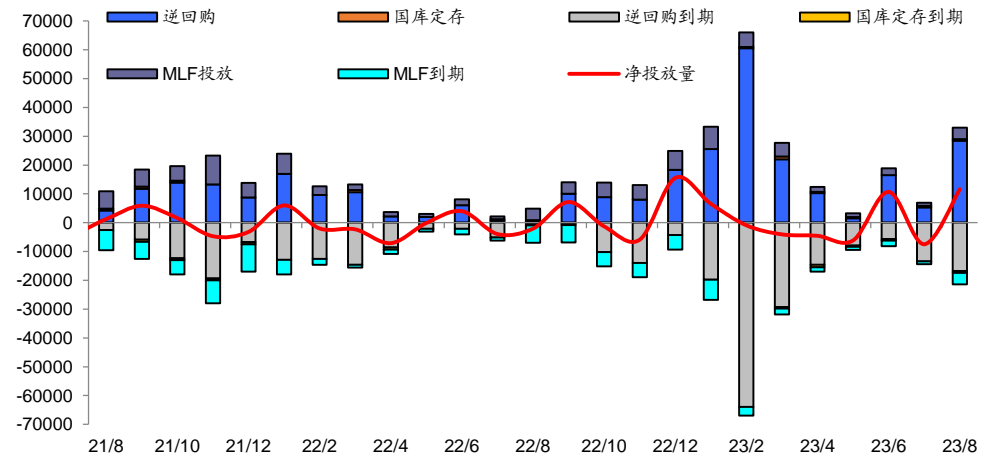
5. 利率债

5.1 货币市场：资金利率上行，票据利率下行

8 月央行净投放资金 11620 亿元，逆回购投放 28510 亿元，逆回购到期 16800 亿元；MLF 投放 4010 亿元，MLF 到期 4000 亿元；国库现金定存投放 500 亿元，国库现金定存到期 600 亿元。

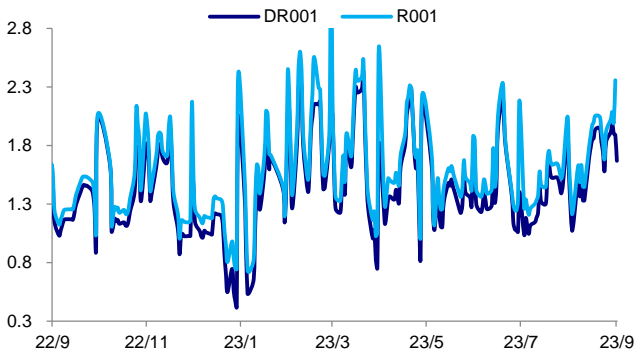
资金利率上行，票据利率下行。8 月 R001 月均值上行 27BP 至 1.77%，R007 月均值下行 2BP 至 1.96%；DR001 月均值上行 28BP 至 1.64%，DR007 月均值上行 6BP 至 1.86%。3M 存单发行利率、FR007-1Y 互换利率均先下后上；8 月票据利率下行，半年/3M 国股银票直贴价格月均值分别为 1.25%、1.34%，较 7 月分别环比下行 17BP、12BP。

图10 每周公开市场投放规模（亿元，更新至8月31日）



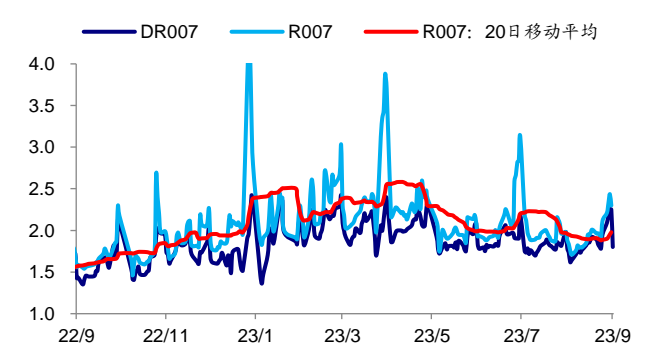
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 隔夜回购利率（%）



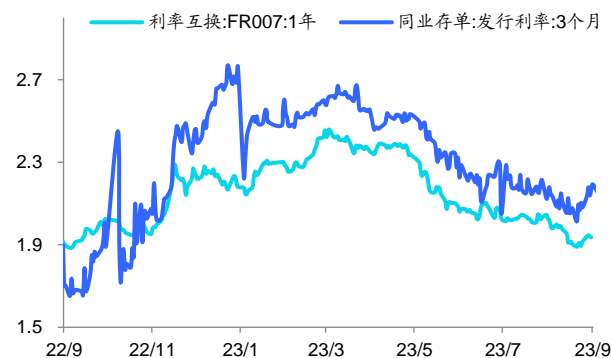
资料来源：WIND，海通证券研究所

图12 七天回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 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

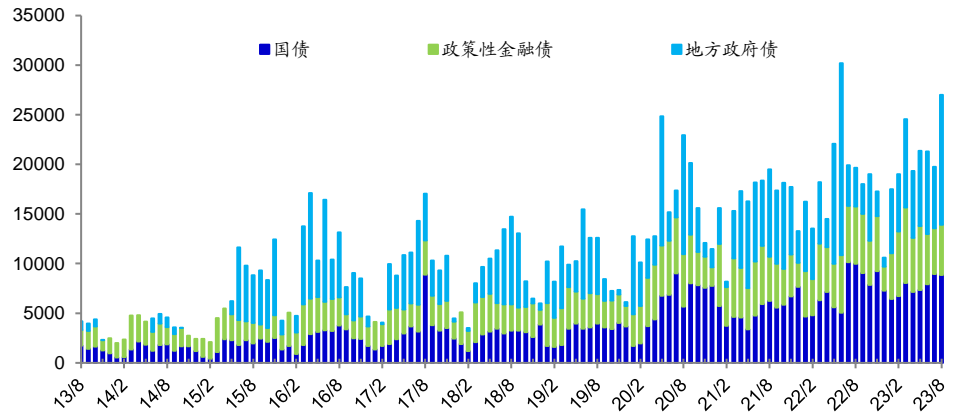
图14 国股银票转贴现利率（%）



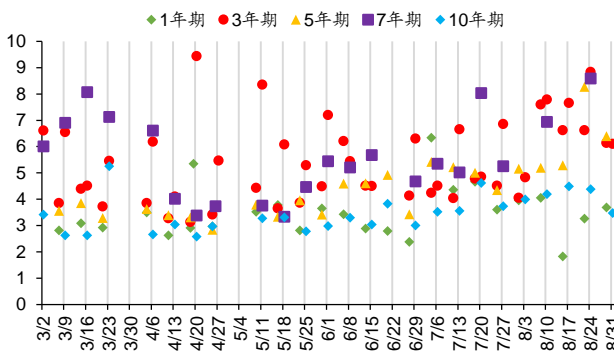
资料来源：WIND，海通证券研究所

5.2 一级发行：净供给增加，存单量价齐跌

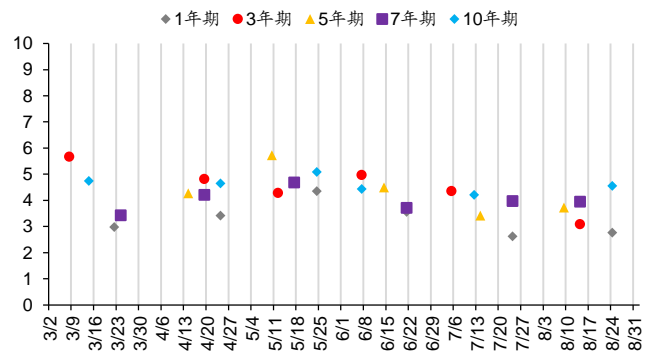
8月（8/1-8/31）利率债净融资额 12383 亿元，环比增加 7671 亿元。其中，利率债总发行量 26994 亿元，环比增加 7257 亿元。截至 9 月 1 日，未来一周国债计划发行 1180 亿元，环比上升；地方政府债计划发行 1514 亿元，环比下降。

图15 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16 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17 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、农发债需求一般，国开债需求均分化，进出口行债整体需求较好。

表7 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至9月1日）

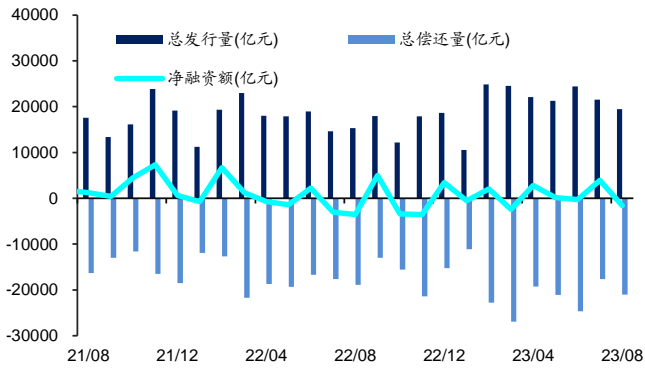
发行起始日	债券简称	计划发行 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	中标利率 (%)	招标 标的	发行前一日 二级市场利率 (%)	发行当日二 级市场利率 (%)	认购倍数 (倍)	认购倍数描 述
国债+政金债： 上周已发行		1970	1971							
2023/8/28	23 农发 07(增 12)	70	70	5	2.48	价格	2.51	2.53	4.37	一般
2023/8/28	23 农发 05(增 16)	50	50	3	2.29	价格	2.35	2.37	4.51	尚可
2023/8/29	23 农发清发 07	30	30	7	2.67	利率	2.70	2.71	4.36	一般
2023/8/29	23 农发清发 12(增发 1)	60	60	2	2.27	价格	2.30	2.33	2.41	一般
2023/8/29	23 国开 08(增 14)	60	60	5	2.40	价格	2.49	2.49	6.39	尚可
2023/8/29	23 国开 07(增 8)	40	40	3	2.23	价格	2.34	2.36	6.14	尚可
2023/8/29	23 国开 06(增 15)	100	100	1	1.86	价格	2.07	2.09	3.68	一般
2023/8/30	23 农发 10(增 11)	110	110	10	2.76	价格	2.79	2.78	3.70	一般
2023/8/30	23 农发 11(增 5)	90	90	1	1.89	价格	2.14	2.09	2.54	一般
2023/8/31	23 国开 10(增 15)	130	130	10	2.63	价格	2.69	2.69	3.47	一般
2023/8/31	23 国开 14(增 11)	25	25	3	2.25	价格	2.32	2.30	6.10	尚可
2023/8/31	23 进出 11(增 8)	70	70	10	2.74	价格	2.78	2.78	4.55	较好
2023/8/31	23 进出 15(增 4)	40	40	5	2.40	价格	2.53	2.53	4.91	较好
2023/8/31	23 国开清发 20(增发 6)	15	15	20	2.90	价格	2.94	2.94	7.49	较好
2023/8/31	23 进出 03(增 17)	30	30	3	2.26	价格	2.37	2.36	5.55	较好
2023/9/1	23 贴现国债 53	650	650	182D	1.84	价格	1.91	1.96	2.11	一般
2023/9/1	23 贴现国债 54	300	301	91D	1.29	价格	1.70	1.65	2.70	一般
2023/9/1	23 进出 02(增 14)	20	20	2	2.13	价格	2.23	2.25	6.24	较好
2023/9/1	23 进出 06	80	80	1	1.93	利率	2.08	2.08	2.15	一般

国债、政金债		未来一周计划发行		1180、220	
2023/9/4	23农发07(增13)	74	5	价格	
2023/9/4	23农发13	56	3	利率	
2023/9/5	23农发清发07(增发1)	30	7	价格	
2023/9/5	23农发清发12(增发2)	60	2	价格	
2023/9/6	23附息国债15(续2)	950	5	价格	
2023/9/8	23附息国债09(续5)	230	30	价格	
地方债		未来一周计划发行		1514	

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

存单量价齐跌。8月, 同业存单发行19451亿元, 环比减少2069亿元; 到期21052亿元; 净融资额-1601亿元, 环比减少5507亿元; 1Y 股份行存单发行利率月均值为2.27%, 较前一月下行4BP。

图18 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19 同业存单发行利率 (%)

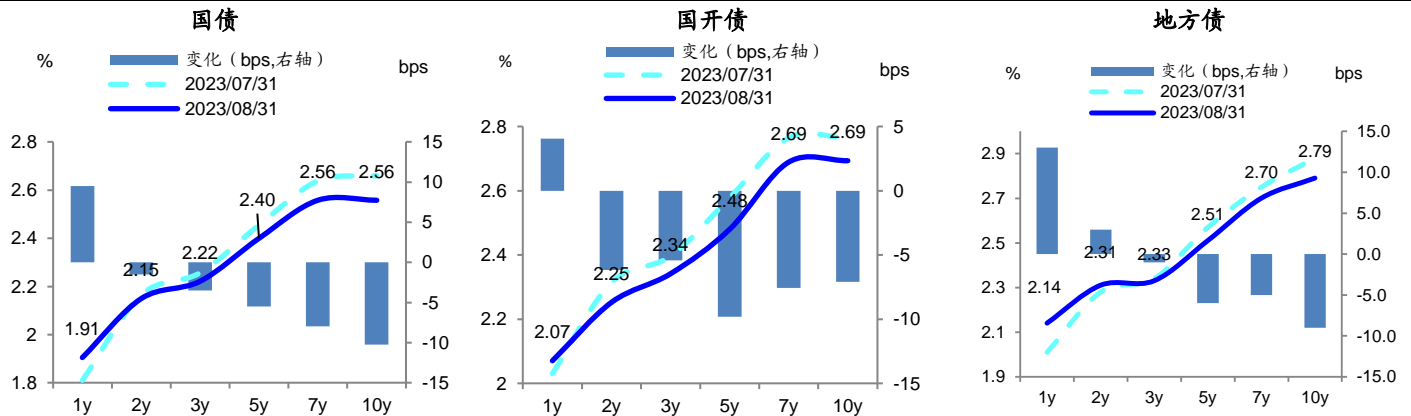


资料来源: WIND, 海通证券研究所

5.3 8月二级市场：债市牛平

相比于7月31日, 8月31日1年期国债收益率上行9BP至1.91%, 10年期国债收益率下行10BP至2.56%; 1年期国开债收益率上行4BP至2.07%, 10年期国开债收益率下行7BP至2.69%。

图20 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短端上行, 长端下行, 期限利差明显收窄。隐含税率分化, 中端期限隐含税率分位数水平降低, 长端和超长端则上行。10Y 国开债隐含税率由3.79%上行至5.06%, 位于16%分位数水平。

表8 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（8/31 较 7/31）

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.92	2.21	2.52	2.69	2.85	2.85	3.34
	最新水平	1.70	1.91	2.22	2.40	2.56	2.56	2.90
	最新分位数	25	18	3	4	1	1	1
	经调整后分位数	50	50	53	54	53	51	10
国开债	中位数	2.00	2.36	2.71	2.87	3.05	3.07	3.49
	最新水平	1.79	2.07	2.34	2.48	2.69	2.69	2.97
	最新分位数	26	24	5	2	1	2	1
	经调整后分位数	66	56	40	33	25	27	3
		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)	32	18	16	65	35		
	最新分位数 (%)	47	59	26	44	2		
	前一期分位数 (%)	87	78	71	86	4		
国开债	中位数 (bp)	42	18	23	83	43		
	最新水平 (bp)	27	14	21	62	27		
	最新分位数 (%)	9	15	38	10	3		
	前一期分位数 (%)	35	48	21	29	8		
国开债隐 含税率 (%)		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
	中位数	5.36	7.11	7.31	7.70	8.07	4.66	
	最新利率水平	8.02	5.15	3.25	4.90	5.06	2.16	
	最新分位数	82	13	1	12	16	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

6. 信用债

6.1 一级发行：净融资增加

根据 Wind 统计，8 月（8 月 1 日-8 月 31 日）短融发行 4632.5 亿元，到期 4286 亿元，中票发行 3811.3 亿元，到期 441.6 亿元；企业债发行 173.3 亿元，到期 2740.8 亿元；公司债发行 4063.2 亿元，到期 3402.4 亿元。8 月主要信用债品种共发行 12680.4 亿元，到期 10870.8 亿元，净融资 1809.5 亿元，较 7 月（7 月 1 日-7 月 31 日）的净融资 806.7 亿元有所增加。

从主要发行品种来看，8 月共发行短融超短融 556 只，中期票据 413 只，公司债发行 513 只，企业债发行 23 只，发行数量较 7 月有所减少。从发行人资质来看，AAA 等级发行人占比最大为 44.32%。从行业来看，建筑行业发行人占比最大为 29.7%，其次为综合类发行人，占比为 25.78%。

表9 近期公告发行债券的期限分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）(只)

期限(年)	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
0.5	225	2	0	0	227
1	331	27	1	0	359
2	0	76	92	0	168
3	0	243	216	0	459
5	0	147	97	3	247
6	0	0	1	0	1
7	0	6	2	20	28
10	0	12	4	0	16

30	0	0	0	0	0
总计	556	513	413	23	1505

注：数据截至 2023 年 8 月 31 日，且不考虑提前偿还
资料来源：WIND，海通证券研究所

表10 近期公告发行债券的评级分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）（只）

评级	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
AAA	298	159	208	2	667
AA+	185	194	148	6	533
AA	73	155	54	13	295
AA-				2	2
未有评级		5	3		8
总计	556	513	413	23	1505

注：数据截至 2023 年 8 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

表11 近期公告发行债券的行业分布（2023 年 8 月 1 日-8 月 31 日）（只）

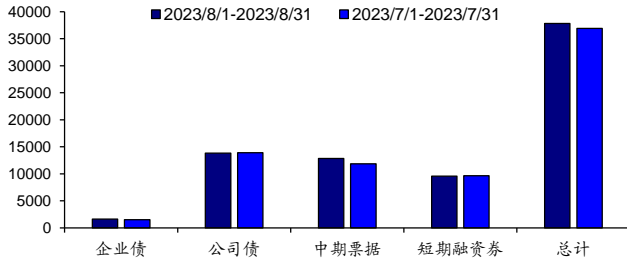
行业	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
综合类	151	146	88	3	388
制造业	30	17	17		64
信息技术业	3		4		7
社会服务业	44	53	25	2	124
批发和零售贸易	22	13	19		54
农、林、牧、渔业	3				3
金融、保险业	17	22	13		52
交通运输、仓储业	49	24	22	1	96
建筑业	115	200	117	15	447
房地产业	11	5	18	1	35
电力、煤气及水的生产和供应业	31	9	43		83
传播与文化产业	3		2		5
采掘业	4	2	15	1	22
未有分类	73	22	30		125
总计	556	513	413	23	1505

注：数据截至 2023 年 8 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

5.2 二级交易：交投增加，收益率与信用利差双下行

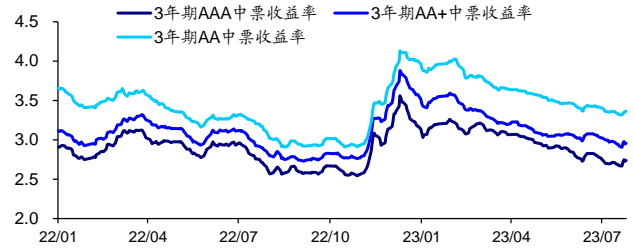
8 月（8 月 1 日-8 月 31 日）主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交 37815.63 亿元，较 7 月（7 月 1 日至 7 月 31 日）36895.77 亿元的成交增加了 919.86 亿元。中票收益率下行，具体来看，与 7 月 31 日相比，8 月 31 日 3 年期 AAA 中票收益率下行 7.17BP 至 2.70%，3 年期 AA+ 中票收益率下行 10.19BP 至 2.88%，3 年期 AA 中票收益率下行 21.19BP 至 3.16%。

图21 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 31 日

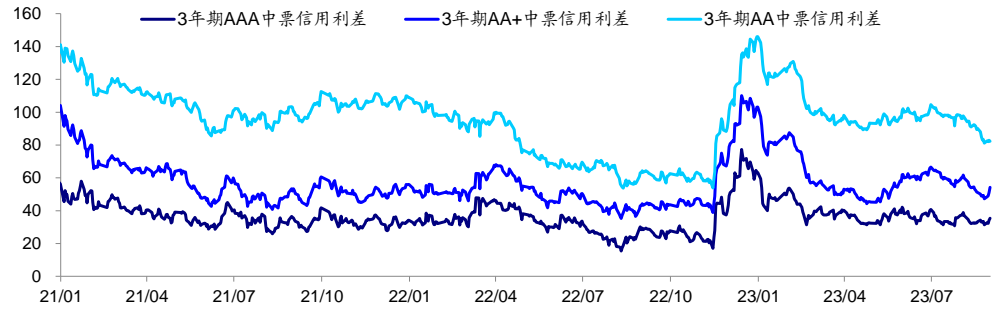
图22 3 年期中票收益率走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月 31 日

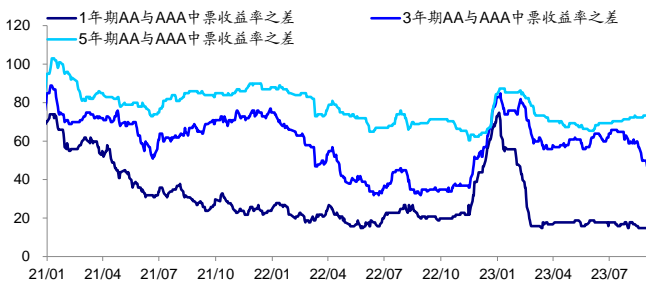
中短期票据与国开债利差整体下行, 1 年期 AAA 与 AA+、1 年期与 3 年期 AA 利差下降幅度明显, 分别从历史分位数 73.5%、58.8%、33%、52.1% 水平下降至 23.7%、18.9%、9.3%、25.8%; **期限利差整体下行**, 除 AA+ 与 AA 级中短期票据 5 年和 3 年利差走扩外, 其他等级债券期限利差下行 1.52BP 至 15.53BP 不等; **等级利差整体下行**, 3 年期 AA 与 AA+ 利差下行 11BP, 3 年期 AA 与 AAA 利差下行 14.02BP。

图23 3 年期中票信用利差 (BP)



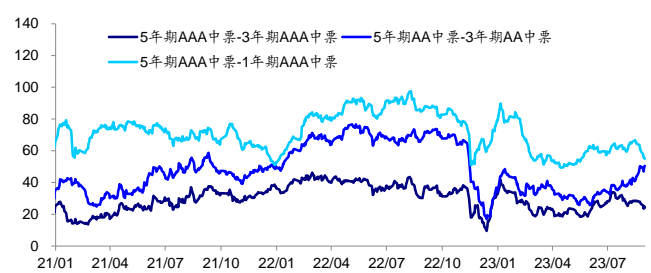
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月 31 日

图24 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 31 日

图25 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 31 日

表12 中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差 (8/31 较 7/31)

	中短期票据与国开债利差								
	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	36.05	46.61	48.60	54.57	73.05	62.38	97.26	121.49
最新水平 (BP)	31.53	35.45	45.66	41.82	54.26	78.97	46.32	82.26	118.97
较上期变动 (BP)	-9.71	-1.75	-0.42	-8.72	-4.77	2.57	-9.72	-15.77	1.57
最新分位数 (%)	23.70	45.90	44.20	18.90	48.60	73.30	9.30	25.80	39.20
上期分位数 (%)	73.50	54.00	46.30	58.80	62.50	61.10	33.00	52.10	32.80

	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)	41.62	49.63	70.02	29.04	35.54	46.40	71.89	84.75	116.42
最新水平 (BP)	31.01	39.53	63.03	24.02	38.52	50.52	55.03	78.05	113.55
较上期变动 (BP)	-1.52	-5.53	-15.53	-3.05	2.96	12.96	-4.57	-2.57	-2.57
最新分位数 (%)	12.20	19.80	24.10	27.00	68.00	62.50	10.10	28.60	40.40
上期分位数 (%)	18.10	35.90	82.80	39.80	50.10	30.80	18.10	36.00	48.70

	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	25.37	41.00	18.84	60.86	48.00	23.95	73.94
最新水平 (BP)	4.50	10.29	14.79	28.00	18.81	46.81	40.00	33.31	73.31
较上期变动 (BP)	-1.00	0.99	-0.01	-11.00	-3.02	-14.02	-1.00	2.99	1.99
最新分位数 (%)	0.00	21.50	1.00	30.00	49.10	26.80	16.70	83.00	45.10
上期分位数 (%)	3.40	1.10	1.90	45.40	64.40	48.20	21.10	70.70	34.70

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 31 日

5.3 信用评级调整及违约跟踪

8 月评级上调的发行人共 6 家，分别为江苏核电有限公司、宁乡经济技术开发区建设投资有限公司、海南京粮控股股份有限公司、云南省能源投资集团有限公司、大连万达商业管理集团股份有限公司、江苏方洋集团有限公司，其中宁乡经济技术开发区建设投资有限公司和江苏方洋集团有限公司为城投平台。

表13 评级上调行动 (2023 年 8 月 1 日-8 月 31 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
江苏核电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业	中诚信国际信用评级有限责任公司	2023/8/25	AAA	稳定	AA+	23 江苏核电 SCP001(科创票据)
宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	建筑业	中证鹏元资信评估股份有限公司	2023/8/25	AA+	稳定	AA	21 宁经开 MTN001
海南京粮控股股份有限公司	制造业	联合资信评估股份有限公司	2023/8/9	AA+	稳定	AA	23 京粮 01
云南省能源投资集团有限公司	综合	惠誉国际信用评级有限公司	2023/8/9	BBB-	稳定	BBB-	22 云能投 CP008
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	2023/8/3	CC		C	20 万达 03
江苏方洋集团有限公司	建筑业	惠誉国际信用评级有限公司	2023/8/24	BB	稳定	BB-	23 方洋 Y1

资料来源：WIND，中诚信、中证鹏元、联合资信、惠誉，海通证券研究所

8 月评级下调的发行人共 7 家，分别为金地(集团)股份有限公司、碧桂园控股有限公司、江西正邦科技股份有限公司、赣州发展投资控股集团有限责任公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、中国长城资产管理股份有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司。其中碧桂园于 8 月 3 日与 8 月 10 日被穆迪公司连续下调评级。

表14 评级下调行动 (2023 年 8 月 1 日-8 月 31 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
金地(集团)股份有限公司	房地产业	穆迪公司	2023-08-28	Ba3	关注降级	Ba2	21 金地 MTN002
碧桂园控股有限公司	房地产业	穆迪公司	2023-08-10	Caa1	负面	B1	碧 RE1 次
江西正邦科技股份有限公司	农、林、牧、渔业	东方金诚国际信用评估有限公司	2023-08-04	CC	负面	CCC	正邦转债
碧桂园控股有限公司	房地产业	穆迪公司	2023-08-03	B1	负面	Ba3	碧 RE1 优

赣州发展投资控股集团有限 责任公司	综合	惠誉国际信用评级有限公司	2023-08-02	BBB-	负面	BBB-	20 赣州发展 MTN001
青岛市即墨区城市旅游开发 投资有限公司	综合	惠誉国际信用评级有限公司	2023-08-10	BB+	稳定	BBB-	23 即墨旅投 MTN002
中国长城资产管理股份有限 公司	金融业	惠誉国际信用评级有限公司	2023-08-03	A-	负面观 察	A	长兴 12A1
赣州市投资控股集团有限 责任公司	建筑业	惠誉国际信用评级有限公司	2023-08-04	BBB-	负面	BBB-	22 赣控债 01

资料来源：WIND，穆迪、东方金诚、惠誉，海通证券研究所

8月新增展期和违约债券 15 只，大多来自民营房企。8月无新增违约主体。

表15 新增债券违约情况（2023年8月1日-8月31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 永煤 MTN005	2023-08-31	永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料
20 宝龙 MTN001	2023-08-28	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	展期	7.00	其他	否	房地产开发
绿地集团 7.25% N20270122	2023-08-21	绿地全球投资有限公司	未按时兑付利息	2.50	地方国有企业	否	
19 佳源 03	2023-08-21	佳源创盛控股集团有限公司	未按时兑付本息	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
远洋集团 6% B20240730	2023-08-13	远洋地产宝财 IV 有限公司	未按时兑付利息	6.98	中央国有企业	否	
H6 雏鹰 02	2023-08-07	雏鹰农牧集团股份有限公司	展期	6.40	民营企业	否	食品加工与肉类
20 宝龙 04	2023-08-07	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	展期	8.00	其他	否	房地产开发
19 景瑞 01	2023-08-07	景瑞地产(集团)有限公司	展期	5.00	其他	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN001	2023-08-04	佳源创盛控股集团有限公司	未按时兑付本息	4.00	民营企业	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN002	2023-08-04	佳源创盛控股集团有限公司	未按时兑付本息	5.00	民营企业	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN003	2023-08-04	佳源创盛控股集团有限公司	未按时兑付本息	5.00	民营企业	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN001	2023-08-03	佳源创盛控股集团有限公司	触发交叉违约	--	民营企业	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN002	2023-08-03	佳源创盛控股集团有限公司	触发交叉违约	--	民营企业	否	房地产开发
20 佳源创盛 MTN003	2023-08-03	佳源创盛控股集团有限公司	触发交叉违约	--	民营企业	否	房地产开发

资料来源：WIND，海通证券研究所

7. 海外债市

7.1 主权债和信用债市场

表16 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25日	9月1日	今年以来	本月	上周		8月24日	8月31日	今年以来	本月	上周	
美洲	美国	1年期	5.440	5.360	65.0	-1.0	-8.0	高收益债券指数	763.5	771.4	5.97	0.28	1.04
		2年期	5.030	4.870	51.0	-1.0	-16.0						
		3年期	4.720	4.570	46.0	6.0	-15.0						
		5年期	4.440	4.290	44.0	11.0	-15.0						
		7年期	4.370	4.270	48.0	19.0	-10.0						
		10年期	4.250	4.180	49.0	21.0	-7.0						
欧洲	英国	1年期	5.114	5.186	202.1	1.8	7.2	投资级债券指数	124.7	125.0	3.41	-0.18	0.26
		10年期	4.515	4.462	81.2	17.2	-5.3						
	法国	1年期	3.633	3.624	84.4	-5.4	-0.9	高收益债券指数	305.6	306.4	5.39	0.37	0.28
		10年期	3.079	3.069	29.9	4.3	-1.0						
	德国	1年期	3.310	3.330	80.0	-6.0	2.0	中债信用债总指数	209.2	209.2	3.33	0.44	-0.01
		10年期	2.550	2.480	16.0	-4.0	-7.0						
亚洲	中国	1年期	1.885	1.951	-17.2	4.3	6.5	新兴国家(除日本)非投资级指数	234.3	235.3	-7.64	-3.03	0.39
		10年期	2.562	2.607	-21.0	-6.5	4.5						
	日本	1年期	-0.085	-0.075	-8.0	1.0	1.0	日本巴克莱公司债指数	178.4	179.4	10.93	1.61	0.53
		10年期	0.654	0.657	16.6	5.2	0.3						
	韩国	3年期	3.789	3.689	5.7	0.8	-10.0	投资级非主权债指数	245.0	246.7	2.02	-0.94	0.66
		5年期	3.843	3.717	10.1	2.0	-12.6						
新加坡	1年期	3.680	3.680	-57.0	-5.0	0.0	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41	
	10年期	3.250	3.140	9.0	9.0	-11.0							
新兴市场	俄罗斯	1年期	13.180	13.640	191.0	275.0	46.0	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41
		10年期	11.960	12.080	181.0	58.0	12.0						
	南非	2年期	/	/	/	/	/	投资级非主权债指数	245.0	246.7	2.02	-0.94	0.66
		10年期	10.210	10.300	29.0	8.5	9.0						
	巴西	1年期	11.230	11.270	-248.5	-15.0	4.0	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41
		10年期	11.190	11.118	-215.7	26.7	-7.2						
	墨西哥	1年期	11.470	11.484	56.4	26.1	1.4	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41
		10年期	9.296	9.336	48.6	52.0	4.0						
	印度	1年期	7.098	7.095	35.4	19.8	-0.3	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41
		10年期	7.206	7.175	-14.6	0.3	-3.1						
	印尼	1年期	6.354	6.495	81.0	70.0	14.1	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41
		10年期	6.528	6.381	-64.4	11.3	-14.7						
巴基斯坦	1年期	/	/	/	/	/	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41	
	10年期	16.244	17.086	325.8	107.7	84.2							
土耳其	1年期	/	/	/	/	/	高收益债指数	1289.1	1294.4	3.86	-1.30	0.41	
	10年期	19.080	18.450	945.0	-27.0	-63.0							

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8月24日和8月31日数据对比, 标蓝色数据为8月23日和8月30日数据对比之外, 其余均为截至9月1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。

7.2 各市场经济、通胀和货币政策

表17 各市场经济数据（美国）

美国	
经济数据	美国8月季调后非农就业人口增18.7万人，预期增17万人，前值自增18.7万人修正至增15.7万人；失业率为3.8%，创去年2月以来新高，预期3.5%，前值3.5%；平均每小时工资同比升4.3%，预期升4.4%，前值升4.4%；环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.4%；就业参与率为62.8%，预期62.6%，前值62.6%。 美国8月咨商会消费者信心指数106.1，预期116，前值117修正为114。 美国7月JOLTs职位空缺882.7万人，预期946.5万人，前值958.2万人修正为916.5万人。 美国8月ADP就业人数增17.7万人，预期增19.5万人，前值增32.4万人修正为37.1万人。 美国第二季度实际GDP年化季率修正值升2.1%，预期升2.4%，初值升2.4%，第一季度终值升2%，修正值升1.3%，初值升1.1%。 美国7月成屋签约销售指数环比增长0.9%，为1月以来最大增幅，预期下降0.6%，前值增长0.3%。 美国8月挑战者企业裁员人数75151人，刷新5月以来新高，前值23697人；同比升266.9%，前值降8.2%，环比升217.13%，前值降41.79%。 美国上周初请失业金人数为22.8万人，预期23.5万人，前值自23万人修正至23.2万人；四周均值23.75万人，前值自23.675万人修正至23.725万人；至8月19日当周续请失业金人数172.5万人，预期170.3万人，前值自170.2万人修正至169.7万人。 美国8月芝加哥PMI为48.7，创一年来高位，预期44.1，前值42.8。 亚特兰大联储GDPNow模型预计，美国第三季度GDP增长5.6%，此前预计为5.9%。 美国8月Markit制造业PMI终值为47.9，预期47，初值47，7月终值为49。8月ISM制造业PMI为47.6，预期47，前值46.4。
	美国7月核心PCE物价指数同比升4.2%，预期升4.2%，前值升4.1%；环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.2%；7月PCE物价指数同比升3.3%，预期升3.3%，前值升3.0%，环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.2%。7月个人支出环比升0.8%，为1月以来最大增幅，预期升0.7%，前值升0.5%修正为升0.6%。 美国第二季度核心PCE物价指数年化修正值环比升3.7%，预期升3.8%，初值升3.8%；同比升4.4%，初值升4.4%。 美国6月S&P/CS20座大城市房价指数同比降1.17%，预期降1.3%，前值降1.7%。 美国6月FHFA房价指数同比升3.1%，前值升2.8%；环比升0.3%，预期升0.6%，前值升0.7%
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	美国7月核心PCE物价指数同比升4.2%，预期升4.2%，前值升4.1%；环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.2%。7月个人支出环比升0.8%，为1月以来最大增幅，预期升0.7%，前值升0.5%修正为升0.6%。 美国第二季度核心PCE物价指数年化修正值环比升3.7%，预期升3.8%，初值升3.8%；同比升4.4%，初值升4.4%。 美国6月S&P/CS20座大城市房价指数同比降1.17%，预期降1.3%，前值降1.7%。 美国6月FHFA房价指数同比升3.1%，前值升2.8%；环比升0.3%，预期升0.6%，前值升0.7%
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。
	8月25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。 8月25日，美联储梅斯特表示，通胀仍然过高。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31日，美联储博斯蒂克表示，美国货币政策“适度收紧”，政策足够收紧，能在合理的时间范围内将通胀率降到2%；美国通胀仍然过高，不赞成立即放松政策，如果通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。 据CME“美联储观察”，截至9月1日，据美联储9月维持利率在5.25%-5.50%不变的概率为93.0%，加息25个基点至5.50%-5.75%区间的概率为7.0%；到11月维持利率不变的概率为65.1%，累计加息25个基点的概率为32.8%，累计加息50个基点的概率为2.1%。

资料来源：Wind、新浪、金十数据，海通证券研究所

表18 各市场经济数据（欧洲）

英国	
经济数据	英国7月央行抵押贷款许可4.9444万件，预期5.1万件，前值5.4662万件修正为5.4605万件。 8月29日公布数据显示，英国8月BRC商店物价指数同比增6.9%，前值增7.6%。
通胀与货币政策	8月31日，英国央行首席经济学家皮尔表示，英国面临“第二轮通胀效应的影响”，尽管总体通胀率下降，但仍有理由对通胀保持谨慎，货币政策委员会强调“足够限制性”的立场，还有很多政策即将出台，政策必须足够严格，并持续足够长的时间；仍预计英国的通胀率会下降；英国央行实现2%通胀目标的途径有多种；在更长时间内保持利率稳定是一个选择。
德国	
经济数据	德国9月GfK消费者信心指数为-25.5，预期-24.3，前值自-24.4修正至-24.6。 德国8月CPI初值环比升0.3%，预期升0.3%，7月终值升0.3%；同比升6.1%，预期升6.0%，7月终值升6.2%。
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	法国第二季度GDP终值同比升1%，预期升0.9%，初值升0.9%，一季度GDP终值升0.9%；环比升0.5%，预期升0.5%，初值升0.5%，一8月29日，法国财长勒梅尔确认法国2023年经济增长预测为1%。
通胀与货币政策	法国8月CPI初值同比升4.8%，预期升4.6%，7月终值、初值均升4.3%；环比升1%，预期升0.8%，7月终值升0.1%，7月初值持平。 8月28日，法国财长勒梅尔：认为短中期内不会降息。

资料来源：Wind、新浪，海通证券研究所

表19 各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）

俄罗斯	
经济数据	俄罗斯财政部长西卢阿诺夫在接受采访时表示，俄罗斯2023年国内生产总值增长可超过2.5%，可以说俄罗斯已经走出去年开始的下滑通道。俄罗斯经济发展部预测，俄罗斯2023年国内生产总值增长可达1.2%。8月初，部长马克西姆·列舍特尼科夫表示，2023年国内生产总值增长一定会超过2%。 俄罗斯财政部长西卢阿诺夫在接受采访时表示，俄罗斯失业率降至最低的3%，这是数十年来没有过的情况。他还说，政府采取措施扶持低收入阶层并刺激经济增长，致使居民实际收入增加。 俄罗斯统计局8月30日公布数据显示，俄罗斯7月份失业率为3.0%，6月为3.1%。
日本	
经济数据	8月31日公布数据显示，日本7月零售销售同比增6.8%，预期增5.4%，前值增5.9%；环比增2.1%，预期增0.80%，前值降0.40%。日本7月8月30日公布数据显示，日本8月家庭消费者信心指数36.2，预期37.4，前值37.1。 8月29日公布数据显示，日本7月失业率2.7%，预期2.5%，前值2.5%；求才求职比1.29，预期1.3，前值1.3。 日本8月制造业PMI终值为49.6，前值49.7。
通胀与货币政策	8月27日，日本央行行长植田和男表示，日本通胀仍然低于目标，这支持央行当前的货币政策策略。 日本央行委员田村直树：价格趋势具有不确定性前景；必须根据数据来做出决策；退出宽松政策的时机不能太晚，也不能太早；结束负利率是时机成熟时的一个选择；如果在明年1月至3月期间达到目标，结束负利率是一个选项；日本央行退出宽松政策的顺序和速度将取决于届时的经济状况；如果确定目标已达成，将考虑政策退出的选项；终结负利率及YCC都是日本央行退出宽松政策的选项；如果可持续、稳定地实现2%通胀目标成为可能，结束负利率将成为一种选择；将密切关注外汇波动对日本经济的影响，并进行货币政策调控；预计日本央行7月的举措对日本经济的影响有限，因为不预期长期利率会大幅上升。
韩国	
经济数据	8月31日公布数据显示，韩国7月季调后工业产出环比降2%，预期降0.4%，前值降1%；同比降8%，预期降5.2%，前值降5.6%。 韩国8月出口同比降8.4%，预期降11.6%，前值降16.50%；进口同比降22.8%，预期降23.2%，前值降25.40%；贸易帐初值顺差8.7亿美元，预期逆差5.6亿美元，前值顺差16.3亿美元。 韩国8月汇丰制造业PMI为48.9，前值49.4。
土耳其	
通胀与货币政策	8月31日，土耳其央行表示，通胀预期和定价行为的恶化强于预期，使通胀前景面临上行风险，到年底时，通胀将接近通胀报告中提供的预测范围的上限，货币紧缩将根据需要进一步加强。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示： 基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

张紫睿 固定收益研究团队
孙丽萍 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

徐文心 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

涂力鑫 所长助理
021-23185710 tll5535@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
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(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
卓溆莹(021)23183938 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)23185600 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 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
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

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫蓉(021)23185652 zzz13186@haitong.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@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

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
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
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
李姝醒(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)23185963 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

徐文心(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(86 10 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)58067988 zc15254@haitong.com
江珅 js15833@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
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 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 02123219406 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(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 tll5535@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
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com
 张幸 zx15429@haitong.com

煤炭行业

李淼(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 xbq6583@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 mjj14734@haitong.com
 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
 罗青 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 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)23183969 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 021-23183968 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
 孙婧(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 lj12399@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

赵玥炜(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
 丁嘉一 djy15819@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 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

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯鹤 fh15342@haitong.com
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 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

张恒珺 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 ljl12245@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
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@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(021)23183822 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
李唯佳(021)23219384 liwj@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