

社融总量结构改善，利率信用行情分化

观点：

上周央行连续大额净回笼，前半周资金面持续收敛，DR007 在 1.8%以上。截至 10 月 13 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 10 月 8 日上行 18.8bp、13.6 bp、22.5 bp、12.6 bp 至 1.81%、1.74%、2.03%、1.88%，R007-DR007 利差走阔 9.9 bp 至 14.4 bp。质押式回购成交规模持续回升，全周均值上升 1.49 万亿至 7.23 万亿；质押式回购余额先升后降，周五较周二高点下降至 11.08 万亿。国债期货价格全线收跌，10 月 13 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 9 月 28 日变动-0.08%、-0.14%、-0.12%。截至 10 月 13 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收益率分别较 9 月 28 日收盘变动+4.09bp、+9.20bp、+6.50bp、+1.63bp、+1.08bp、+1.35bp、+1.37bp 至 2.17%、2.46%、2.57%、2.69%、2.83%、2.99%、3.09%。

上周在资金面收紧、基本面数据落地等因素影响下，长债利率呈现先上后下走势。稳增长政策或将继续发力，四季度债券供给承压，再融资债加速发行、国债和二永债供给加大，压制债市做多情绪。从短期的角度来看，债市面临短期的调整压力，从中长期的维度来看，经济的修复可能将一波三折，总体来看冲击有限。持续关注四季度重要会议的召开对经济更长远的发展定调，对未来经济目标的定位和相关的配套政策效果。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 乘联会初步数据显示，9月，乘用车市场零售 202.8 万辆，同比增长 6%，环比增长 6%，今年以来累计零售 1524 万辆，同比增长 2%；9月，新能源车市场零售 74.3 万辆，同比增长 21%，环比增长 4%，今年以来累计零售 518.6 万辆，同比增长 34%。

(2) 美国9月 PPI 同比上升 2.2%，预期 1.6%，前值自 1.6%修正至 2%；环比升 0.5%，预期 0.3%，前值 0.7%。9月核心 PPI 同比上升 2.7%，预期 2.3%，前值 2.2%；环比升 0.3%，预期及前值均为 0.2%。

(3) 中国 9 月 CPI 同比持平，预期上涨 0.2%，前值涨 0.1%；环比上涨 0.2%，涨幅比 8 月回落 0.1 个百分点。1-9 月平均，全国 CPI 同比上涨 0.4%。中国 9 月 PPI 同比下降 2.5%，预期降 2.4%，前值降 3%；环比上涨 0.4%。1-9 月平均，中国 PPI 同比下降 3.1%。

(4) 据海关统计，今年前三季度我国进出口总值 30.8 万亿元，同比微降 0.2%。其中，出口 17.6 万亿元，同比增长 0.6%，进口 13.2 万亿元，同比下降 1.2%。海关总署统计分析司司长吕大良表示，今年前三季度，面对复杂严峻的外部环境和国内多重困难挑战，我国货物贸易进出口平稳运行、积极向好。从季度看，进出口逐渐抬升，一二三季度进出口分别为 9.72 万亿元、10.29 万亿元、10.79 万亿元。从月度看，9 月当月进出口 3.74 万亿元，环比连续 2 个月增长，规模创年内单月新高。

(5) 央行发布数据显示，中国 9 月社会融资规模增量为 4.12 万亿元，预期 3.73 万亿元，前值 3.12 万亿元；前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元；9 月末社会融资规模存量为 372.5 万亿元，同比增长 9%。9 月末，M2 同比增

长 10.3%，市场预期为 10.6%；增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 1.8 个百分点；M1 同比增长 2.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 4.3 个百分点；M0 同比增长 10.7%。前三季度净投放现金 4623 亿元。中国 9 月新增人民币贷款 2.31 万亿元，预期 2.54 万亿元，前值 1.36 万亿元。前三季度人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。

1.2 时政新闻

(1) 国务院印发《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，明确未来五年推进普惠金融高质量发展的指导思想、基本原则和主要目标，提出一系列政策举措。《实施意见》提出，要持续深化金融供给侧结构性改革，健全多层次普惠金融机构组织体系，引导各类银行机构坚守定位、良性竞争，完善高质量普惠保险体系，提升资本市场服务普惠金融效能，有序推进数字普惠金融发展。要着力防范化解重点领域金融风险，聚焦加快中小银行改革化险、完善中小银行治理机制、坚决打击非法金融活动等工作，守住不发生系统性金融风险底线。

(2) 中、农、工、建四大银行公告称，控股股东汇金公司增持合计约 4.77 亿元，汇金公司拟在未来 6 个月内以自身名义继续在二级市场增持。在大行发布公告宣布获汇金增持后，富时中国 A50 指数期货直线拉升。根据中国经济新闻网报道，历史上，汇金多次增持银行股，扭转市场。

(3) 超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，住建部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。坚持多渠道筹措改造资金，既可以由城市政府筹措资金，也可以引入社会资金，银行业金融机构将给予政策性和商业性贷款支持。

(4) 国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于加强低收入人口动态

监测 做好分层分类社会救助工作的意见》《积极发展老年助餐服务行动方案》和《专利转化运用专项行动方案（2023-2025 年）》。会议强调，推动专利转化运用，充分挖掘专利价值，大力发展专利密集型产业，是推动高质量发展的一项战略任务。要从提升专利成果质量和加强政策激励两方面发力，更加注重从现实需求中凝练科研问题并进行攻关，建立健全有利于专利成果转化运用的制度安排和激励政策，着力打通专利转化运用的关键堵点，进一步优化市场服务、培育良好生态，加快创新成果向现实生产力转化。

(5) 商务部召开例行新闻发布会。发布会要点包括：一、商务部将按照“消费提振年”总体安排，多措并举推动消费持续恢复和扩大。二、中方反对将经贸科技问题政治化、武器化，敦促美方，停止泛化国家安全概念，停止滥用国家力量打压中国企业。三、中国政府高度重视优化营商环境，不断加大吸引外商投资力度，将合理缩减外资准入负面清单。

(6) 国家主席习近平主持召开进一步推动长江经济带高质量发展座谈会强调，进一步推动长江经济带高质量发展，更好支撑和服务中国式现代化。习近平指出，要协同推进降碳、减污、扩绿、增长，把产业绿色转型升级作为重中之重，加快培育壮大绿色低碳产业，积极发展绿色技术、绿色产品，提高经济绿色化程度，增强发展的潜力和后劲。大力推动产业链供应链现代化，接续实施增强制造业核心竞争力行动，培育壮大先进制造业，加快发展战略性新兴产业和未来产业，促进数字经济和实体经济深度融合。加强煤炭等化石能源兜底保障能力，抓好煤炭清洁高效利用，注重水电等优势传统能源与风电、光伏、氢能等新能源的多能互补、深度融合，加快建设新型能源体系，推进源网荷储一体化。

(7) 中办、国办发布通知，调整中国人民银行职责、机构、编制。关于主要职责调整，通知明确，一、不再保留国务院金融稳定发展委员会及其办公室。将国务院金融稳定发展委员会办公室职责，划入中央金融委员会办公室。二、将对金融控股公司等金融集团的日常监管职责，划入国家金融监督管理总局。三、将建立健全金融消费者保护基本制度职责，

划入国家金融监督管理总局。关于机构设置调整，通知指出，一、将设在中国人民银行的国务院金融稳定发展委员会办公室秘书局，划入中央金融委员会办公室。二、中国人民银行不再保留金融消费者权益保护局。原由金融消费者权益保护局承担的协调推进相关普惠金融工作职责，划入金融市场司。三、宏观审慎管理局不再承担对金融控股公司等金融集团的日常监管职责。将金融市场司承担的统筹互联网金融监管职责、拟订并组织实施宏观信贷指导政策中涉及房地产金融领域的相关职责，划入宏观审慎管理局。

(8) 国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会。李强强调，要更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，加强政策预研储备。更加注重转方式、调结构、增动能，坚定不移深化改革、扩大开放，加快培育高质量发展的新动能新优势。

(9) 证监会调整优化融券相关制度，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借。融券端，将融券保证金比例由不得低于 50%上调至 80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至 100%，发挥制度的逆周期调节作用。同时督促证券公司建立健全融券券源分配机制、穿透核查机制和准入机制，加强融券交易行为管理。证监会将加大对各种不当套利行为的监管，扎紧扎牢制度篱笆，进一步加强监管执法，对各种违规行为，发现一起，查处一起，从严从重处罚。

2、资金市场

10月9日-10月13日，央行OMO共有16220亿元逆回购到期，央行于周一至周五分别投放200亿元、670亿元、1020亿元、1620亿元、950亿元7D逆回购，全周净回笼流动性11760亿元。

上半周资金面持续收敛，下半周资金面有所转松。截至10月13日，R001和DR001较9月28日分别下行42.85bp、45.79bp至1.81%、1.74%，中枢较节前一周下行6.71bp、4.50bp。R007和DR007较9月28日分别下行54.12bp、35.25bp至2.03%、1.88%，中枢较节前一周下行32.29bp、24.67bp。3M-SHIBOR利率上行0.60bp至2.308%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.819	2.027	1.710	1.906	2.131
2022	1.548	1.952	1.451	1.766	2.074
2021	2.032	2.319	1.948	2.172	2.519
2020	1.660	2.229	1.579	2.024	2.397
2019	2.239	2.671	2.168	2.527	2.833
今年-2019	-0.420	-0.644	-0.457	-0.621	-0.701

数据来源：Wind，富荣基金

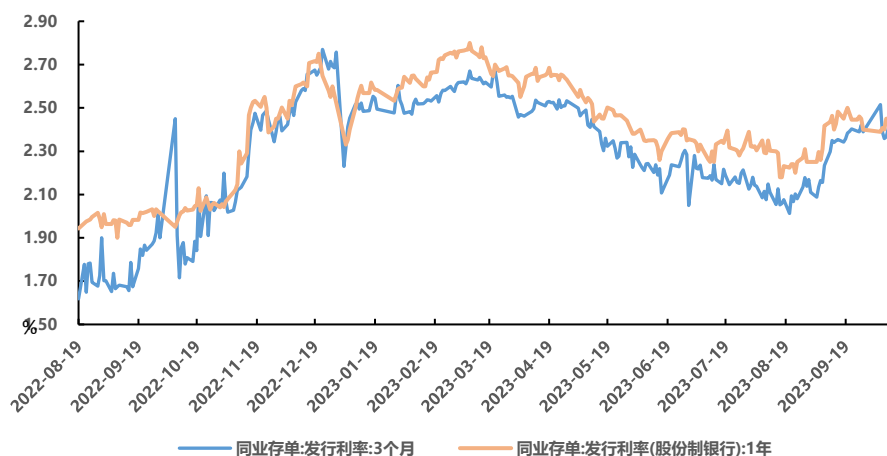
表 2、日度资金利率 (%)

日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/10/13	1.81	2.03	1.74	1.88	2.308
2023/10/12	1.89	2.11	1.80	1.95	2.305
2023/10/11	1.95	2.13	1.86	1.92	2.304
2023/10/10	1.92	2.12	1.83	1.87	2.302
2023/10/9	1.82	2.02	1.73	1.81	2.300

数据来源：Wind，富荣基金

存单发行规模回落，融资规模回落。10月9日-10月15日，存单发行量回落至1388.2亿元，净融资降至-2935.1亿元。发行利率方面，其中1M下行17bp至2.15%，3M上行5bp至2.44%，6M上行1bp至2.46%，9M下行1bp至2.47%，1Y上行11bp至2.51%。二级市场方面，短期限存单下行，1M下行13bp至2.17%，3M下行2.4bp至2.31%，6M上行8bp至2.44%，9M上行2.9bp至2.47%，1Y上行5bp至2.49%。

图 1、存单一级发行利率



数据来源：Wind，富荣基金

图 2、存单二级收益率



数据来源：Wind，富荣基金

3、高频数据

生产方面，煤价较节前进一步上涨，环渤海动力煤 1018 元/吨环比上涨 3.77%；PTA 开工率 76.99%环比下降 3.7pct，PTA 开工率较节前回落，短期开工或延续弱势震荡为主；高炉开工率环比下降 0.2pct 至 82.18%。南华玻璃指数 2284.71 环比下降 1.98%。长江有色铜价周度均价环比下降 1.45%，LME 铜均价周度下降 2.72%，国内现货下游需求旺季表现偏平，同时进口铜放量，铜价继续调整。

出口方面，CCFI 综合指数环比下降 3.75%至 819.97 点；SCFI 综合指数环比微涨 0.53%至 891.55 点，SCFI 指数企稳，出口集运行情平稳，运输需求波动不大。进口方面，CDFI 综合指数为 1209.88 点，较节前上涨 1.89%；**BDI 指数保持强势，继续上涨**，波罗的海干散货指数环比上涨 13.34%至 1945 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 21.70 元/公斤环比下降 1.99%，当前市场供应整体宽松。蔬果价格有所下降，28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 4.95 元/公斤，较节前下降 1.79%；7 种重点监测水果平均批发价格为 6.55 元/公斤环比下降 1.80%；农产品批发价格 200 指数为 119.33 点，较节前下降 1.06%。

地产方面，30 大中城市商品房成交面积 207.45 万平方米，环周上涨 119.88%，其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 214.83%、92.32%、104.12%至 59.87 万平方米、100.76 万平方米、46.82 万平方米。上周多地水泥价格出现回调，水泥价格指数 106.18 环比下降 0.38%。

消费方面，9 月份，乘用车日均零售 6.8 万辆，同比+6%、环比+6%；批发方面，9 月

乘用车日均批发8.1万辆，同比+6%、环比+9%。国际油价回涨，周内先下后上，布伦特、WTI 油价环比分别-4.71%、-4.38%。

表 3、高频数据汇总

	上周	前一周	周变化	
通胀	猪肉(元/公斤)	21.70	22.14	-1.99%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	4.95	5.04	-1.79%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	6.55	6.67	-1.80%
	鸡蛋(元/公斤)	10.72	11.58	-7.43%
	农产品批发价格 200 指数	119.33	120.61	-1.06%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	119.29	120.65	-1.13%
进出口	CCFI	819.97	851.96	-3.75%
	SCFI	891.55	886.85	0.53%
	BDI	1945.00	1716.00	13.34%
	CDFI	1209.88	1187.45	1.89%
工业生产	环渤海动力煤 (Q5500K) (元/吨)	1018.00	981.00	3.77%
	PTA 开工率	76.99%	80.73%	-0.037
	高炉开工率(247 家)	82.18%	84.15%	-0.020
	南华玻璃指数	2284.71	2330.83	-1.98%
	长江有色铜(元/吨)	66560.00	67540.00	-1.45%
	LME 铜(美元/吨)	7891.00	8112.00	-2.72%
投资	水泥价格指数	106.18	106.59	-0.38%
	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	207.45	94.34	119.88%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市(万平方米)	59.87	19.02	214.83%
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市(万平方米)	100.76	52.39	92.32%
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市(万平方米)	46.82	22.94	104.12%
	消费	布伦特原油(美元/桶)	90.89	95.38
	WTI 原油(美元/桶)	87.69	91.71	-4.38%

数据来源：Wind，富荣基金

注：商品房成交面积数据的前一周统计口径为 10.2-10.8，其余为 9.25-9.28。

4、债券市场

短端利率上行而长端小幅下行，曲线走平。国债期货价格全线收跌，10月13日2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较9月28日变动-0.08%、-0.14%、-0.12%。截至10月13日，1年期、3年期、5年期、10年期、20年期、30年期、50年期国债收益率分别较9月28日收盘变动+4.09bp、+9.20bp、+6.50bp、+1.63bp、+1.08bp、+1.35bp、+1.37bp至2.17%、2.46%、2.57%、2.69%、2.83%、2.99%、3.09%。10年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为15.42%、4.78%、6.03%和5.96%。国债10年-1年利差收窄2bp至49bp，国开10年-1年利差收窄5bp至43bp。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	1.00	7.97	2.72	-0.49
国开	4.75	4.34	2.50	-0.98
口行	7.61	6.00	3.51	-1.53
农发	8.54	4.19	3.73	-0.97

数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为2018年至今

表 5、利率品种历史分位数

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	55.39%	51.88%	44.18%	15.42%
国开	52.84%	37.45%	23.70%	4.78%
口行	51.80%	36.78%	21.84%	6.03%
农发	51.44%	35.07%	24.24%	5.96%

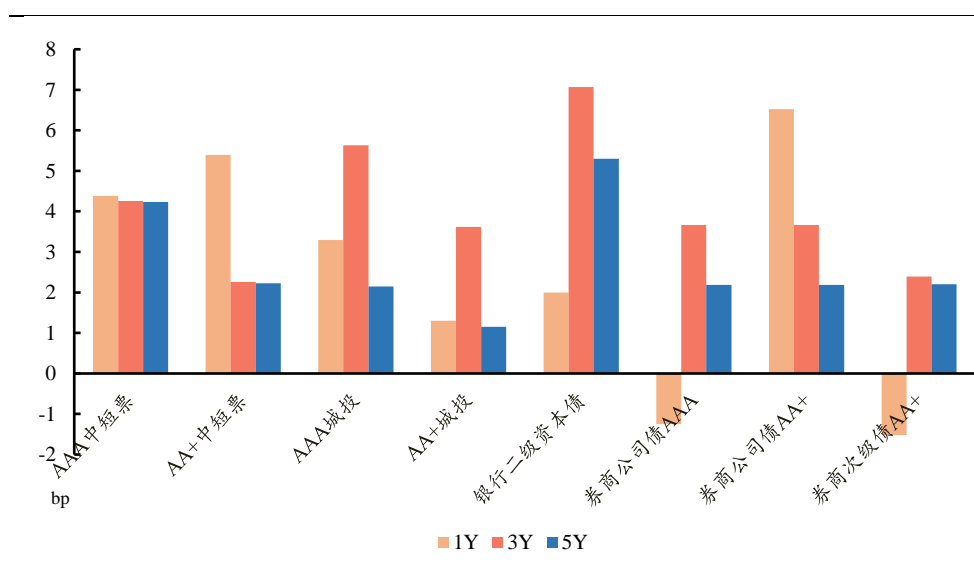
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为2018年至今

信用债发行环比上升。上周信用债共发行 2200.85 亿元，较节前一周 1440.89 亿元环比上升，信用债净融资 350.19 亿元。分产业债和城投债来看，产业债发行规模 1295.84 亿元，净融资规模环比上升至 362.47 亿元；城投债发行规模 904.21 亿元，净融资规模环比上升至-12.28 亿元。

信用债收益率中短久期上行 2-6bp，信用利差各品种有所分化。AAA 中短票 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 4.38bp、4.26bp、4.23bp。分行业看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 3.29bp、5.63bp、2.15bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 2.00bp、7.07bp、5.30bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别下行 1.25bp、上行 3.66bp、2.19bp。信用利差分化，中短久期城投债利差收窄 1-4bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别收窄 2.75bp、扩大 2.73bp、2.80bp，分别处于 2018 年的 22.67%、45.93%和 46.06%历史分位数；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别收窄 6.00bp、0.68bp、0.31bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别收窄 6.27bp、1.95bp 和 0.30bp，分别处于 2018 年的 16.84%、46.68%和 76.48%历史分位数。

图 3、信用品种收益率每周变化



数据来源：Wind，富荣基金

表 6、信用品种信用利差周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	-0.37	-0.08	1.73
AA+中短票	0.64	-2.08	-0.27
AAA 城投	-1.46	1.29	-0.35
AA+城投	-3.45	-0.72	-1.35
银行二级资本债	-2.75	2.73	2.80
券商公司债 AAA	-6.00	-0.68	-0.31
券商公司债 AA+	1.77	-0.68	-0.31
券商次级债 AA+	-6.27	-1.95	-0.30

数据来源：Wind，富荣基金

表 7、信用品种信用利差分位数

品种	1Y	3Y	5Y
AAA 中短票	17.90%	43.00%	38.69%
AA+中短票	12.30%	38.16%	53.25%
AAA 城投	21.45%	42.56%	42.96%
AA+城投	14.99%	34.84%	43.99%
银行二级资本债	22.67%	45.93%	46.06%
券商公司债 AAA	20.53%	42.54%	40.84%
券商公司债 AA+	19.82%	33.76%	52.41%
券商次级债 AA+	16.84%	46.68%	76.48%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周央行连续大额净回笼，前半周资金面持续收敛，DR007 在 1.8%以上。截至 10 月 13 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 10 月 8 日上行 18.8bp、13.6 bp、22.5bp、12.6 bp 至 1.81%、1.74%、2.03%、1.88%，R007-DR007 利差走阔 9.9 bp 至 14.4 bp。质押式回购成交规模持续回升，全周均值上升 1.49 万亿至 7.23 万亿；质押式回购余额先升后降，周五较周二高点下降至 11.08 万亿。国债期货价格全线收跌，10 月 13 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 9 月 28 日变动-0.08%、-0.14%、-0.12%。截至 10 月 13 日，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期、20 年期、30 年期、50 年期国债收益率分别较 9 月 28 日收盘变动+4.09bp、+9.20bp、+6.50bp、+1.63bp、+1.08bp、+1.35bp、+1.37bp 至 2.17%、2.46%、2.57%、2.69%、2.83%、2.99%、3.09%。

上周在资金面收紧、基本面数据落地等因素影响下，长债利率呈现先上后下走势。稳增长政策或将继续发力，四季度债券供给承压，再融资债加速发行、国债和二永债供给加大，压制债市做多情绪。从短期的角度来看，债市面临短期的调整压力，从中长期的维度来看，经济的修复可能将一波三折，总体来看冲击有限。持续关注四季度重要会议的召开对经济更长远的发展定调，对未来经济目标的定位和相关的配套政策效果。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。