

房贷政策落地，债市收益率承压上行

观点：

上周公开市场跨月前大量投放资金，跨月后小幅回笼，资金面跨月后转松。DR001 下行 15.7bp 至 1.7%，DR007 下行 15.0bp 至 1.8%，R001 下行 15.9bp 至 1.8%，R007 下行 10.5bp 至 2.0%。银行间质押式回购成交额日均为 60260 亿元，比前一周减少 10207 亿元。国债期货价格全线收跌，9 月 1 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 8 月 25 日变动-0.05%、-0.25%、-0.38%。截至 9 月 1 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 8 月 25 日收盘变动 4.91bp、2.65bp、6.02bp、1.91bp、3.16bp、3.82bp、3.87bp 至 1.95%、2.24%、2.44%、2.59%、2.80%、2.93%、3.01%。

8 月制造业 PMI 升至 49.7%，环比有所改善。地产政策加码，叠加债券供给的一定放量，债市存在一定调整。另一方面，房地产政策的持续加码将有助提升市场活跃度，带动相关上下游需求的预期。财政方面减税政策力度进一步加强，近期地方债发行也呈现明显加速，财政信号较为积极。在财政政策以及地产政策发力的情况下，债市短期或承压。

1、周度要闻

1.1 重要数据

(1) 国家统计局：8 月份，制造业采购经理指数为 49.7%，比上月上升 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.5 个百分点，但持续位于扩张区间；综合 PMI 产出指数为 51.3%，比上月上升 0.2 个百分点，我国经济景气水平总体保持稳定。8 月财新中国制造业 PMI 为 51%，较前月上升 1.8 个百分点，近四个月来第三次落于扩张区间，为年内次高。

(2) 央行：为提升金融机构外汇资金运用能力，自 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%。

(3) 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%。

(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%。

(5) 欧元区 8 月 CPI 初值同比升 5.3%，预期升 5.1%，7 月终值升 5.3%；环比升 0.6%，预期升 0.4%，7 月终值降 0.1%。8 月核心 CPI 初值同比升 6.2%，预期升 6.3%，7 月终值升 6.6%；环比升 0.3%，7 月终值持平。

(6) 商务部：1-7 月，我国服务进出口总额 36669.1 亿元人民币，同比增长 8.1%；知识密集型服务进出口 15838.7 亿元，同比增长 11.7%，占服务进出口总额的比重达 43.2%，较上年同期提升 1.4 个百分点；旅行服务进出口 7681.3 亿元，同比增长 66.2%，继续成为增长最快的服务贸易领域。

(7) 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。

1.2 时政新闻

(1) 财政部发布《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》称，下半年要加力提效实施好积极的财政政策，支持做强做优实体经济。加快地方政府专项债券发行使用，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围；防范化解地方政府债务风险，加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。

(2) 围绕下半年需要重点抓好的工作，国家发展改革委主任郑栅洁 8 月 28 日表示，要加大宏观政策调控力度，强化各类政策协调配合，加强逆周期调节和政策储备。积极扩大国内需求，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给。更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。调动民间投资积极性，出台实施有针对性的激励民间投资政策。

(3) 国务院总理李强会见美国商务部长雷蒙多时表示，中方愿同美方加强经贸领域对话合作，推动两国经贸关系健康发展，希望美方同中方相向而行。雷蒙多表示，拜登政府支持中国发展经济、改善民生，无意遏制中国发展，不寻求同中国脱钩，愿同中方保持沟通，

维护美中正常经贸关系，推动两国关系稳定发展。美方也愿同中方加强在人工智能、气候变化、打击芬太尼等领域合作。

(4) 商务部部长王文涛在京与来访的美国商务部长雷蒙多举行会谈。王文涛表示，中方愿与美方共同努力，秉持相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，为两国工商界合作创造良好政策环境，促进双边贸易和投资。王文涛重点就美国对华 301 关税、半导体政策、双向投资限制、歧视性补贴、制裁中国企业等表达严正关切。双方宣布在中美两国商务部之间建立新的沟通渠道，成立一个工作组，由中美副部长级和司局级政府官员组成，并有企业代表参加，以寻求解决具体商业问题的办法。工作组将每年举行两次副部级会议，两位部长同意经常性沟通，每年至少会见一次。此外，双方还启动出口管制信息交流机制，作为解释各自出口管制制度和改善沟通的机制。双方将按照各自法律，就出口管制信息进行交流。

(5) 财政部及税务总局 8 月 28 日发布公告明确，居民个人取得全年一次性奖金，符合相关规定的，不并入当年综合所得，以全年一次性奖金收入除以 12 个月得到的数额，按照本公告所附按月换算后的综合所得税率表，确定适用税率和速算扣除数，单独计算纳税。本公告执行至 2027 年 12 月 31 日。

(6) 习近平主席向 2023 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会发表视频致辞指出，我们将打造更加开放包容的发展环境，扩大面向全球的高标准自由贸易区网络，积极开展服务贸易和投资负面清单谈判，扩大电信、旅游、法律、职业考试等服务领域对外开放，在国家服务业扩大开放综合示范区以及有条件的自由贸易试验区和自由贸易港，率先对接国际高标准经贸规则。放宽服务业市场准入，有序推进跨境服务贸易开放进程，提升服务贸易标准化水平，稳步扩大制度型开放。

(7) 上周房地产行业政策利好频频发布。9 月 1 日，继广州、深圳之后，北京和上海纷纷官宣执行“认房不用认贷”政策。至此，四大一线城市全部落实该政策。当日各地央行

分支机构亦陆续公布当地历史首套商业性个人住房贷款利率下限。

(8) 央行、国家金融监管总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》称，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%。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。

(9) 央行、国家金融监管总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》称，自 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。

(10) 国务院发布《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》称，为进一步减轻家庭生育养育和赡养老人的支出负担，决定提高 3 岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准。3 岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月 1000 元提高到 2000 元。子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月 1000 元提高到 2000 元。赡养老人专项附加扣除标准，由每月 2000 元提高到 3000 元。其中，独生子女按照每月 3000 元的标准定额扣除；非独生子女与兄弟姐妹分摊每月 3000 元的扣除额度，每人分摊额度不能超过每月 1500 元。

2、资金市场

8月28日-9月1日，央行公开市场逆回购累计净投放6810亿元，周一至周五央行分别投放3320亿元、3850亿元、3820亿元、2090亿元和1010亿元。

跨月流动性较为紧张，跨月后资金面转松。截至9月1日，R001和DR001较8月25日分别下行15.88bp、15.70bp至1.76%、1.67%，中枢较前一周上行16.65bp、8.67bp。R007和DR007较8月25日分别下行10.53bp、14.96bp至2.01%、1.80%，中枢较前一周上行27.91bp、26.47bp。3M-SHIBOR利率上行3.00bp至2.044%。

表 1、资金利率中枢跟踪 (%)

年限	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
今年以来	1.622	2.053	1.475	1.849	2.090
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	-0.617	-0.618	-0.693	-0.678	-0.743

数据来源：Wind，富荣基金

表 2、日度资金利率 (%)

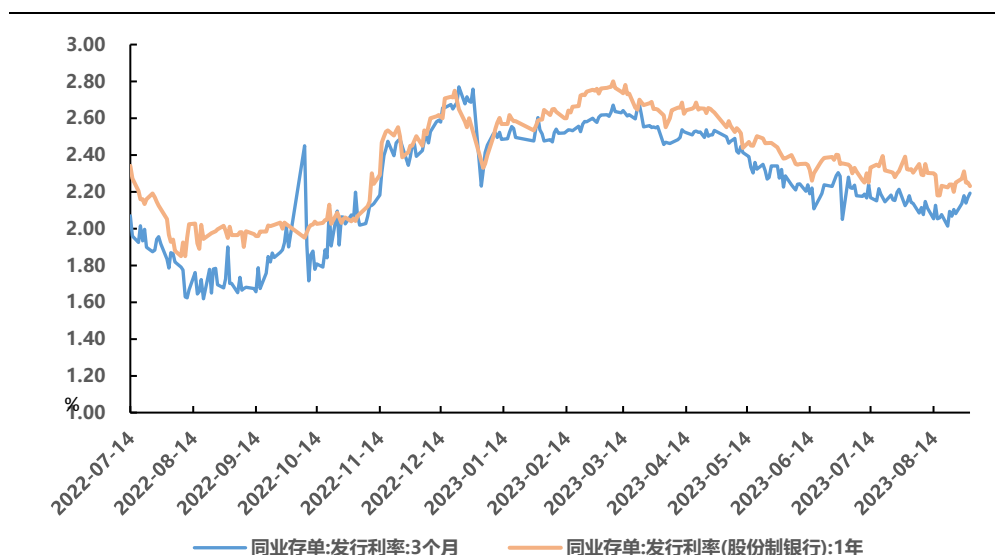
日期	R001	R007	DR001	DR007	SHIBOR:3M
2023/9/1	1.76	2.01	1.67	1.80	2.044

2023/8/31	2.36	2.30	1.89	2.25	2.043
2023/8/30	2.00	2.44	1.90	2.25	2.036
2023/8/29	2.09	2.32	1.98	2.18	2.028
2023/8/28	2.02	2.21	1.91	2.09	2.020

数据来源：Wind，富荣基金

8月28日-9月1日银行同业存单发行2160亿元，净融资额为-8亿元。上周存单发行利率有所分化，其中1M上行25.46bp至2.15%，3M上行11.23bp至2.19%，6M下行1.50bp至2.13%，9M上行5.58bp至2.25%，1Y下行2.00bp至2.23%。二级市场方面，存单收益率持续上行，其中，1M上行20.99bp至2.05%，3M上行5.59bp至2.07%，6M上行3.42bp至2.19%，9M上行3.01bp至2.26%，1Y上行3.50bp至2.29%。

图1、CD发行利率分化



数据来源：Wind，富荣基金

图2、CD收益率上行



数据来源：Wind，富荣基金

3、上周高频数据

生产方面，环渤海动力煤 847 元/吨环比上涨 3.04%，涨幅较前周扩大；PTA 开工率 82.30%环比上升 1.9pct，周内 PTA 小幅上行。南华玻璃指数环比上涨 11.99%至 2532.05，9 月传统旺季来临、宏观利好落地，叠加月初效应，厂商涨价意愿较强。长江有色铜价周度均价环比上升 1.22%，LME 铜均价周度上涨 1.59%。

出口方面，CCFI 综合指数环比下降 0.19%至 892.98 点；SCFI 综合指数环比上涨 1.96%至 1033.67 点，集运需求整体平稳，其中欧洲、南美航线运价下调、需求不振，而北美航线继续上涨，澳新、波斯湾航线运价均进一步改善。进口方面，CDFI 综合指数为 971.18 点，较前一周上涨 1.64%；波罗的海干散货指数环比下降 1.39%至 1065 点。

通胀方面，猪肉批发平均价格为 22.66 元/公斤环比持平。28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 5.23 元/公斤，较前一周上升 2.55%；7 种重点监测水果平均批发价格为 6.87 元/公斤环比下降 1.15%；农产品批发价格 200 指数为 122.03 点，较前一周上涨 1.35%。

地产方面，30 大中城市商品房成交面积 217.84 万平方米，环周上涨 17.55%，其中一/二/三线城市商品房成交面积环比分别上涨 16.91%、24.97%、下降 6.25%至 48.34 万平方米、138.23 万平方米、31.27 万平方米。水泥涨势难以维持、再度下行，水泥价格指数 108.03 环比下降 1.55%。

消费方面，8 月 1 日-27 日，乘用车零售日均 5.0 万辆，环比+3%、同比+6%；汽车批发日均 5.3 万辆，环比-3%、同比+3%。原油价格强势上涨，布伦特、WTI 油价分别上涨 4.82%、7.17%。

表 3、高频数据汇总

		上周	前一周	周变化
通胀	猪肉(元/公斤)	22.66	22.66	0.00%
	28 种重点监测蔬菜(元/公斤)	5.23	5.10	2.55%
	7 种重点监测水果(元/公斤)	6.87	6.95	-1.15%
	鸡蛋(元/公斤)	11.50	11.49	0.09%
	农产品批发价格 200 指数	122.03	120.41	1.35%
	菜篮子产品批发价格 200 指数	122.35	120.68	1.38%
进出口	CCFI	892.98	894.66	-0.19%
	SCFI	1033.67	1013.78	1.96%
	BDI	1065.00	1080.00	-1.39%
	CDFI	971.18	955.54	1.64%
工业生产	环渤海动力煤（Q5500K）（元/吨）	847.00	822.00	3.04%
	PTA 开工率	82.30%	80.43%	0.019
	高炉开工率(247 家)	84.09%	83.36%	0.007
	南华玻璃指数	2532.05	2260.96	11.99%
	长江有色铜(元/吨)	70290.00	69440.00	1.22%
	LME 铜(美元/吨)	8515.00	8381.50	1.59%
	水泥价格指数	108.03	109.73	-1.55%
投资	30 大中城市:商品房成交面积(万平方米)	217.84	185.32	17.55%
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市	48.34	41.35	16.91%

(万平方米)

30 大中城市:商品房成交面积:二线城市

(万平方米)	138.23	110.62	24.97%
--------	--------	--------	--------

30 大中城市:商品房成交面积:三线城市

(万平方米)	31.27	33.35	-6.25%
--------	-------	-------	--------

消费	布伦特原油(美元/桶)	88.55	84.48	4.82%
	WTI 原油(美元/桶)	85.55	79.83	7.17%

数据来源：Wind，富荣基金

4、债券市场

上周资金面收紧、稳增长政策陆续落地，宽地产政策进一步促使债市调整。国债期货价格全线收跌，9月1日2Y、5Y、10Y国债期货收盘价分别较8月25日变动-0.05%、-0.25%、-0.38%。截至9月1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8月25日收盘变动4.91bp、2.65bp、6.02bp、1.91bp、3.16bp、3.82bp、3.87bp至1.95%、2.24%、2.44%、2.59%、2.80%、2.93%、3.01%。10年期国债、国开、口行和农发历史分位数分别为8.42%、4.18%、2.84%和2.89%。

表 4、利率品种收益率周变化 (bp)

品种	1Y	3Y	5Y	10Y
国债	6.27	2.14	5.05	1.48
国开	3.52	4.20	4.68	4.82
口行	2.09	4.01	3.60	2.56
农发	3.05	1.26	3.00	2.90

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	38.90%	41.59%	37.55%	8.42%
国开	34.04%	28.24%	18.73%	4.18%

口行	34.28%	27.23%	14.66%	2.84%
农发	33.73%	25.78%	17.15%	2.89%

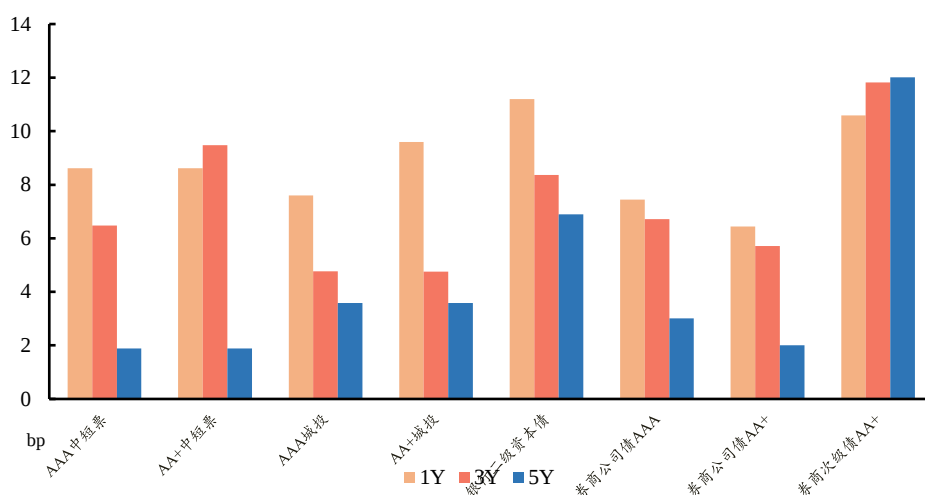
数据来源：Wind，富荣基金

注：历史分位数为 2018 年至今

8 月 28 日-9 月 1 日信用债共发行 2584.33 亿元，净融资 163.39 亿元。分产业债和城投债来看，产业债发行规模 1066.81 亿元，净融资规模环比下降至 -54.81 亿元；城投债发行规模 1517.53 亿元，净融资规模环比下降至 218.20 亿元。

信用债收益率上行 2-8bp，中短端信用利差扩大 2-5bp。AAA 中短票 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 8.62bp、6.48bp、1.89bp。分行业看，AAA 城投债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 7.60bp、4.77bp、3.58bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 11.20bp、8.36bp、6.90bp；AAA 券商债 1Y、3Y 和 5Y 收益率分别上行 7.44bp、6.71bp、3.01bp。中短端利差扩大 2-5bp，高等级城投债 1-3Y 信用利差走阔 1-6bp；银行二级资本债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别扩大 7.68bp、4.16bp、2.22bp，分别处于 2018 年的 19.87%、37.78%和 33.87%历史分位数；AAA 和 AA+券商债 5Y 信用利差分别缩小 1.67bp、2.67bp；券商次级债 1Y、3Y 和 5Y 利差分别扩大 7.07bp、7.62bp 和 7.33bp，分别处于 2018 年的 22.53%、39.90%和 56.75%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	5.1	2.28	-2.79
AA+中短票	5.1	5.28	-2.79
AAA 城投	4.08	0.57	-1.1
AA+城投	6.08	0.56	-1.1
银行二级资本债	7.68	4.16	2.22
券商公司债 AAA	3.92	2.51	-1.67
券商公司债 AA+	2.92	1.51	-2.67
券商次级债 AA+	7.07	7.62	7.33

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	21.46%	29.41%	20.90%
AA+中短票	13.32%	22.92%	37.02%
AAA 城投	19.84%	24.06%	33.87%
AA+城投	14.80%	23.80%	41.10%
银行二级资本债	19.87%	37.78%	33.87%
券商公司债 AAA	23.83%	40.51%	27.29%
券商公司债 AA+	18.65%	32.02%	46.55%
券商次级债 AA+	22.53%	39.90%	56.75%

数据来源：Wind，富荣基金

5、市场回顾和展望

上周公开市场跨月前大量投放资金，跨月后小幅回笼，资金面跨月后转松。DR001 下行 15.7bp 至 1.7%，DR007 下行 15.0bp 至 1.8%，R001 下行 15.9bp 至 1.8%，R007 下行 10.5bp 至 2.0%。银行间质押式回购成交额日均为 60260 亿元，比前一周减少 10207 亿元。国债期货价格全线收跌，9 月 1 日 2Y、5Y、10Y 国债期货收盘价分别较 8 月 25 日变动-0.05%、-0.25%、-0.38%。截至 9 月 1 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 8 月 25 日收盘变动 4.91bp、2.65bp、6.02bp、1.91bp、3.16bp、3.82bp、3.87bp 至 1.95%、2.24%、2.44%、2.59%、2.80%、2.93%、3.01%。

8 月制造业 PMI 升至 49.7%，环比有所改善。地产政策加码，叠加债券供给的一定放量，债市存在一定调整。另一方面，房地产政策的持续加码将有助提升市场活跃度，带动相关上下游需求的预期。财政方面减税政策力度进一步加强，近期地方债发行也呈现明显加速，财政信号较为积极。在财政政策以及地产政策发力的情况下，债市短期或承压。

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。