

# 货币政策与流动性观察

## 不妨对金融数据多些“钝感”

### 核心观点

#### 不妨对金融数据多些“钝感”

8月我国新增社融3.12万亿元（预期2.62万亿元），新增人民币贷款1.36万亿元（预期1.1万亿元），两者均超季节性改善，超出市场预期。M2同比增长10.6%，略低于预期（10.7%）。

我们做出三点提示：

**一是社融在高基数上走强的贡献主要来自政府融资。**同比增量的贡献主要源自8月政府债券发行提速，各科目的具体贡献度排名如下：政府债券（贡献134.9%）、企业直融（贡献15.0%）、信贷（贡献10.5%）和非标（贡献-58.0%）。政府债券发行仍将对9月社融形成支撑。

**二是政策“组合拳”助推8月信贷的超预期改善。**以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款在高基数下同比多增1100亿元。8月以来，包括提振民营经济、优化房地产政策、减轻居民负债压力和降息等增量措施密集出台，一定程度上反映在了8月的信贷表现上。总体而言，企业贷款表现优于居民贷款，企业中长贷韧性强于短期贷款，居民短贷好于中长贷。需要注意的是，企业贷款同比增量主要来自票据，短期与中长期贷款同比均延续7月少增态势，剔除票据后的8月企业贷款从同比多增转为少增1189亿元。

**三是不妨对金融数据的短期波动“钝感”一些。**总体而言，尽管8月金融数据整体改善幅度超预期，并呈现出一定内生性特征，但需要指出当前我国融资体系依然处于政策引导的“宽信用”时期。参考去年以来的经验，这一时期金融数据波动性加剧，季节性凸显，呈现出“弱月更弱，强月更强”的特征。在这样的时期内，我们建议不妨对金融数据波动“钝感”一些，从更长时间维度（如季度）理解金融数据。依此判断，9月金融数据在政府融资和信贷的支撑下可能仍将取得较好表现。

**风险提示：**需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：田地

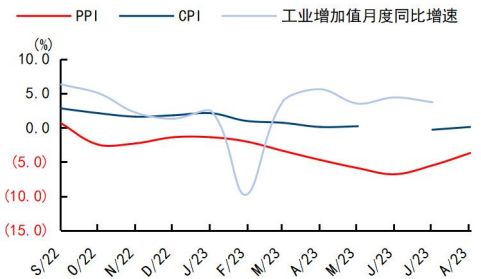
0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

#### 基础数据

|            |       |
|------------|-------|
| 固定资产投资累计同比 | 3.20  |
| 社零总额当月同比   | 4.60  |
| 出口当月同比     | -8.80 |
| M2         | 10.60 |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数连续两周保持扩张》——2023-09-16
- 《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数B小幅回落》——2023-09-12
- 《货币政策与流动性观察-月初资金面依然偏紧》——2023-09-11
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数转正》——2023-09-08
- 《货币政策与流动性观察-跨月后资金面趋稳》——2023-09-05

## 内容目录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>周观点：不妨对金融数据多些“钝感”</b> ..... | <b>5</b>  |
| 社融：同比增量主要来自政府债券融资 .....        | 6         |
| 货币：社融-M2 剪刀差继续改善 .....         | 7         |
| 小结：不妨对金融数据的波动“钝感”一些 .....      | 8         |
| <b>周流动性回顾：央行“收短投长”</b> .....   | <b>9</b>  |
| <b>流动性观察</b> .....             | <b>11</b> |
| 外部环境：美联储9月大概率将暂停加息 .....       | 11        |
| 国内利率：短端利率走势分化 .....            | 12        |
| 国内流动性：上周央行“收短投长” .....         | 14        |
| 债券融资：上周政府债券净融资大幅上升 .....       | 16        |
| 汇率：人民币和美元同时走强 .....            | 17        |

## 图表目录

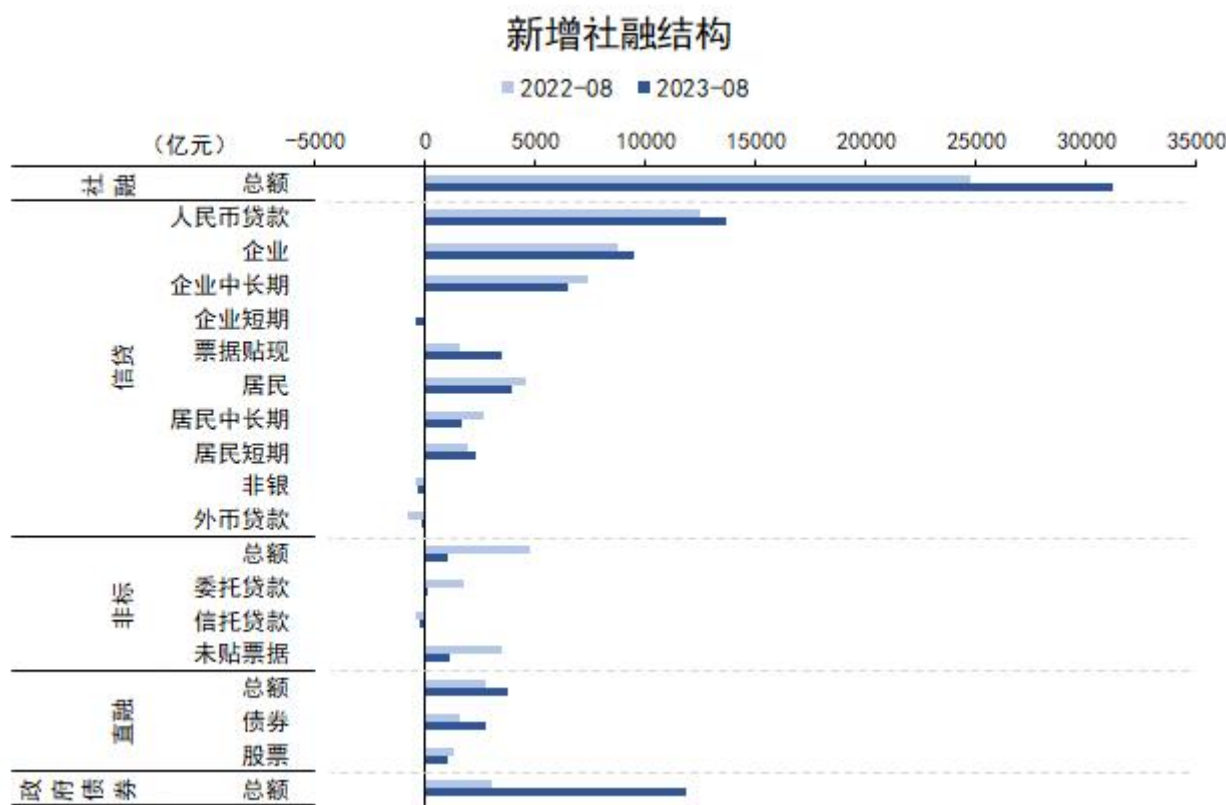
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 金融数据分项一览 .....                  | 5  |
| 图 2: 8 月新增社融超季节性反弹 .....             | 5  |
| 图 3: 8 月新增信贷超季节性反弹 .....             | 5  |
| 图 4: 8 月居民贷款回正 .....                 | 6  |
| 图 5: 8 月企业贷款结构环比改善 .....             | 6  |
| 图 6: 7 月居民短贷萎缩幅度更大 .....             | 6  |
| 图 7: 7 月楼市销售面积同比持续负增长 .....          | 6  |
| 图 8: 我国实体经济仍以间接融资为主 .....            | 7  |
| 图 9: 水泥发运率季节性回升 .....                | 7  |
| 图 10: M2-M1 剪刀差继续扩大 .....            | 8  |
| 图 11: 社融-M2 倒挂幅度持续收敛 .....           | 8  |
| 图 12: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩） ..... | 9  |
| 图 13: 价格指数 .....                     | 9  |
| 图 14: 数量指数 .....                     | 9  |
| 图 15: 美联储关键短端利率 .....                | 11 |
| 图 16: 欧央行关键短端利率 .....                | 11 |
| 图 17: 日央行关键短端利率 .....                | 11 |
| 图 18: 主要央行资产负债表相对变化 .....            | 11 |
| 图 19: 央行关键利率 .....                   | 12 |
| 图 20: LPR 利率 .....                   | 12 |
| 图 21: 短端市场利率与政策锚 .....               | 13 |
| 图 22: 中期利率与政策锚 .....                 | 13 |
| 图 23: 短端流动性分层观察 .....                | 13 |
| 图 24: 中长端流动性分层观察 .....               | 13 |
| 图 25: 货币市场加权利率 .....                 | 13 |
| 图 26: SHIBOR 报价利率 .....              | 13 |
| 图 27: “三档两优” 准备金体系 .....             | 14 |
| 图 28: 7 天逆回购到期与投放 .....              | 14 |
| 图 29: 央行逆回购规模（本周投放截至周一） .....        | 14 |
| 图 30: 央行逆回购余额跟踪 .....                | 14 |
| 图 31: MLF 投放跟踪 .....                 | 15 |
| 图 32: MLF 投放季节性 .....                | 15 |
| 图 33: 银行间回购成交量 .....                 | 15 |
| 图 34: 上交所回购成交量 .....                 | 15 |
| 图 35: 银行间回购余额 .....                  | 15 |
| 图 36: 交易所回购余额 .....                  | 15 |
| 图 37: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期） .....    | 16 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 38: 政府债券与同业存单净融资 ..... | 17 |
| 图 39: 企业债券净融资与结构 .....   | 17 |
| 图 40: 主要货币指数走势 .....     | 17 |
| 图 41: 人民币汇率 .....        | 17 |

## 周观点：不妨对金融数据多些“钝感”

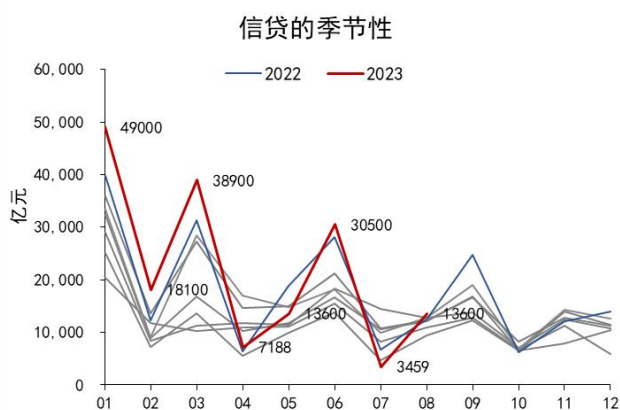
8月我国新增社融3.12万亿元（预期2.62万亿元），新增人民币贷款1.36万亿元（预期1.1万亿元），两者均超季节性改善，超出市场预期。M2同比增长10.6%，略低于预期（10.7%）。

图1：金融数据分项一览



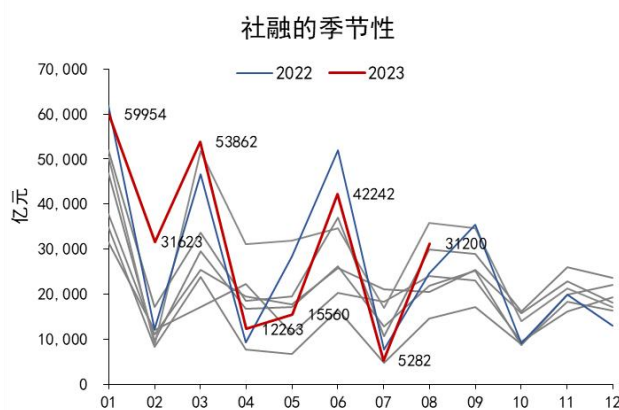
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：8月新增社融超季节性反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：8月新增信贷超季节性反弹



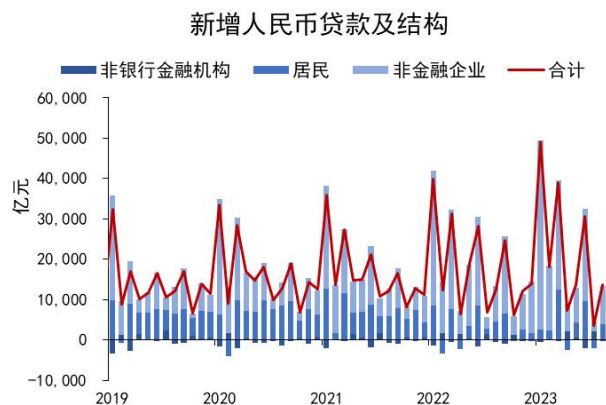
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 社融：同比增量主要来自政府债券融资

新增社融超季节性反弹，创历史同期第二高，增速回升 0.1pct 至 9.0%。社融同比多增 6488 亿元，环比多增 2.59 万亿元。同比增量的贡献主要源自 8 月政府债券发行提速，各科目的具体贡献度排名如下：政府债券（贡献 134.9%）、企业直融（贡献 15.0%）、信贷（贡献 10.5%）和非标（贡献-58.0%）<sup>1</sup>。

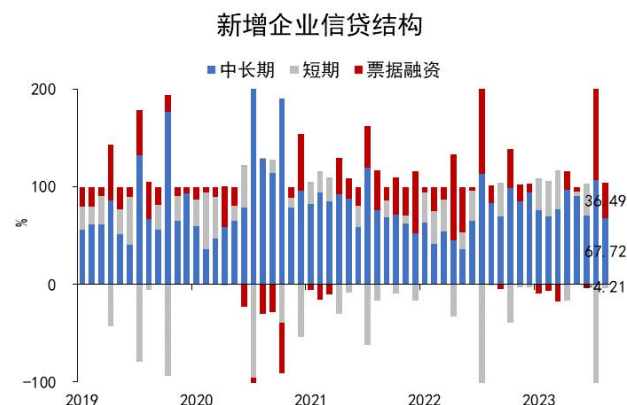
## 人民币贷款

图4：8月居民贷款回正



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

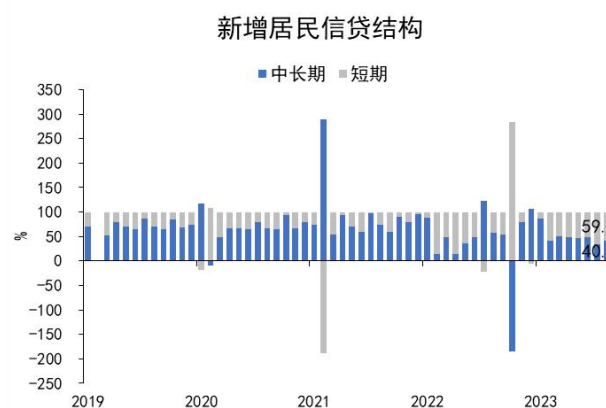
图5：8月企业贷款结构环比改善



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策“组合拳”助推8月信贷的超预期改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款在高基数下同比多增 1100 亿元。8 月以来，包括提振民营经济、优化房地产政策、减轻居民负债压力和降息等增量措施密集出台，从实处入手，也改善了市场预期，这一定程度上反映在了 8 月的信贷表现上。总体而言，企业贷款表现优于居民贷款，企业中长贷韧性强于短期贷款，居民短贷好于中长贷。

图6：7月居民短贷萎缩幅度更大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：7月楼市销售面积同比持续负增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一方面，企业信贷总体好转，但同比增量主要来自票据融资。当月非金融企业贷款新增 9488 亿元，同比多增 738 亿元，与 PMI 等多项指标指向经济呈现“筑底”迹象。其中中长贷当月增加 6444 亿元，同比少增 909 亿元。短期信用方面，企业

<sup>1</sup> ABS 和贷款核销两项尚未公布。

短贷仍未转正，减少 401 亿元，同比多减 280 亿元；票据融资继续大幅新增 3472 亿元，同比多增 1881 亿元。需要注意的是，企业短期与中长期贷款同比均延续 7 月少增态势，剔除票据后的 8 月企业贷款从同比多增转为少增 1189 亿元。

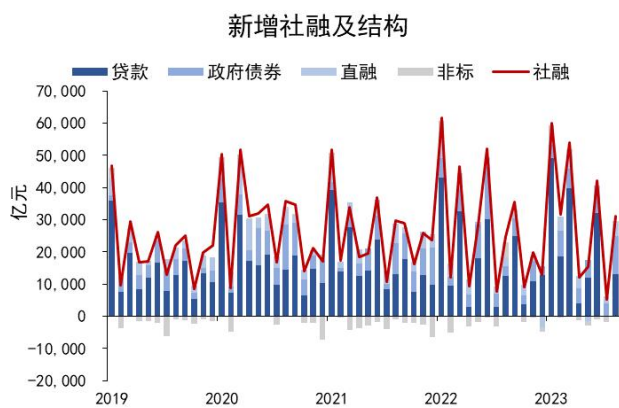
另一方面，居民贷款企稳，短贷表现好于中长贷。当月新增居民贷款 3922 亿元，在去年高基数下同比少增 658 亿元。结构上，居民短贷与中长贷同时转正，短贷表现好于中长贷：短贷增加 2320 亿元，同比多增 398 亿元。中长贷增加 1602 亿元，同比少增 1056 亿元。指向地产和房贷优化政策（各地“认房不认贷”、《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》）对居民中长贷规模的支撑可能在 9 月后逐步发力起效。

### 非标、直接融资与政府债券

**受专项债发行提振，政府债券融资阶段性上升。**当月新增政府债融资 1.18 万亿元，在低基数下同比多增 8755 亿元。根据《21 世纪经济报道》的消息，财政部要求将今年剩余的专项债额度（约 1.2 万亿）在 9 月底前发行完毕，预计仍将对 9 月社融形成支撑。

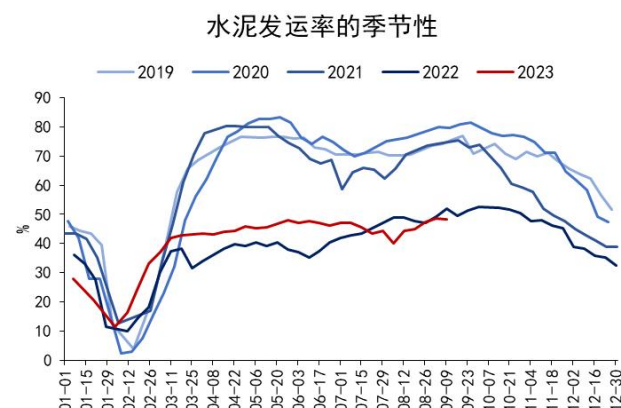
**表外融资由负转正，但高基数下同比少增。**非标当月融资 1005 亿元，结束了连续 4 个月的萎缩，但在高基数下同比少增 3764 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1129 亿元，同步少增 2357 亿元；信托贷款转负，减少 221 亿元，同比少减 251 亿元；委托贷款增加 97 亿元，同比大幅少增 1658 亿元。信托+委托贷款同比多减 1407 亿元，已连续 4 个月下降。

图8：我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：水泥发运率季节性回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**企业直融表现亮眼，主要受信用债发行提振。**当月企业直接融 3734 亿元，同比多增 971 亿元。其中企业债券 2698 亿元，同比多增 1186 亿元。企业股权融资新增 1036 亿元，是今年以来首次单月新增破千亿，但在较高基数下同比少增 215 亿元。

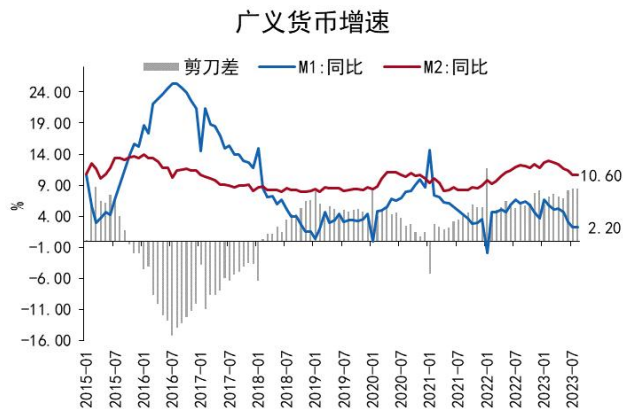
### 货币：社融-M2 剪刀差继续改善

尽管信贷投放良好，但在去年高基数下，8 月 M2 同比增速回落 0.1pct 至 10.6%。从结构看，在政府融资高增的背景下，居民、企业和非银部门存款同比均有所减少。当月新增居民存款 7877 亿，同比少增 409 亿元；企业存款增加 8890 亿，同比少增 661 亿元；财政存款减少 88 亿，同比大幅少减 2484 亿。

M1 同比增速-0.1pct 至 2.2%，M2-M1 增速剪刀差保持 8.4%不变。此外，在 6 月的

小幅扩张后，社融-M2 的倒挂幅度回到年初以来的修复轨道，从-1.8%收窄 0.2pct 至-1.6%，指向“前置投放”的流动性继续消化。

图10: M2-M1 剪刀差继续扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 社融-M2 倒挂幅度持续收敛



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 小结：不妨对金融数据的波动“钝感”一些

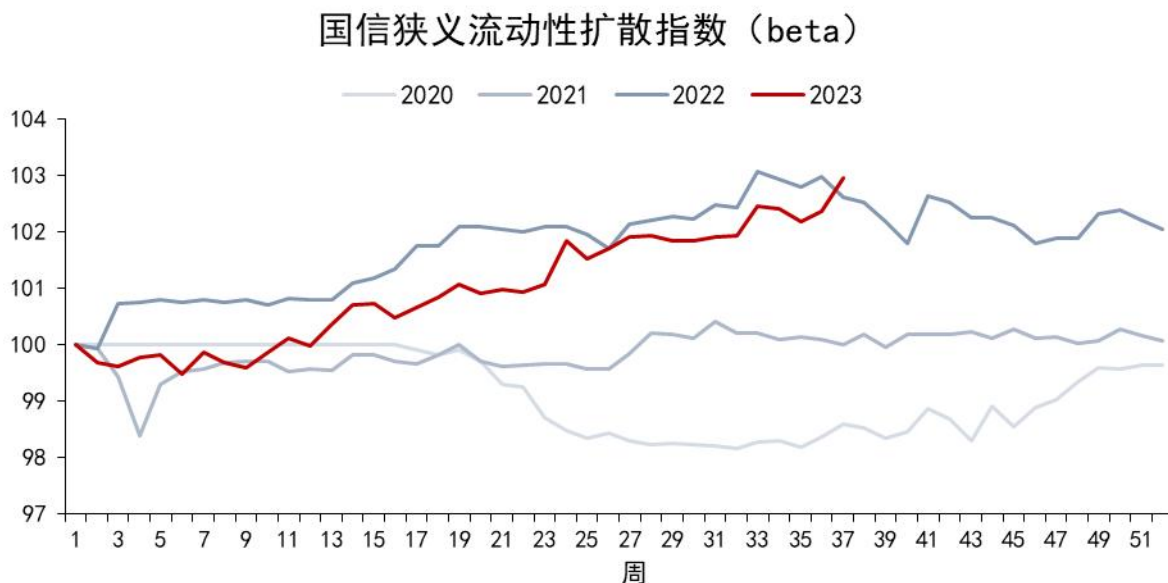
总体而言，尽管8月金融数据整体改善幅度超预期，并呈现出一定内生性特征，但需要指出当前我国融资体系依然处于政策引导的“宽信用”时期。参考去年以来的经验，这一时期金融数据波动性加剧，季节性凸显，呈现出“弱月更弱，强月更强”的特征。在这样的时期内，我们建议不妨对金融数据的短期波动“钝感”一些，从更长时间维度（如季度）理解金融数据。依此判断，9月金融数据在政府融资和信贷的支撑下可能仍将取得较好表现。



## 周流动性回顾：央行“收短投长”

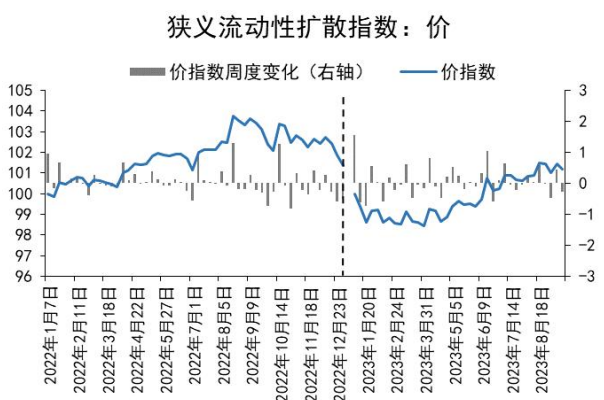
海外方面，上周（9月11日-9月15日）欧央行在9月议息会议加息25bp，其三大关键利率——主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于4.5%、4.75%和4%。市场认为美联储9月加息概率进一步下降：当前美联储联邦资金利率期货隐含的9月FOMC加息25bp的可能性为1.0%，不加息的可能性为99.0%。

图12: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



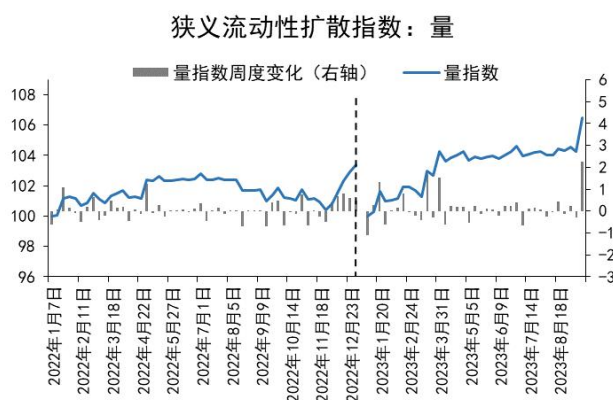
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内流动性方面，受降准等因素影响，上周（9月11日-9月15日）狭义流动性大幅宽松。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（9月4日-9月8日）上升0.57至102.94。其中价格指标贡献-31.59%，数量指标贡献131.59%。价格指数下降（紧缩）主要由上上周全周标准化后的同业存单加权利率、R/DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和R001总体环比上行拖累。数量上，央行上周MLF超量续做和法定存款准备金率降低对数量指数形成支撑，逆回购缩

量续做形成拖累。此外，本周需关注以下因素的扰动：本周政府债券净融资预计超过 5000 亿元，同业存单到期超过 5000 亿元。

央行公开市场操作：上周（9 月 11 日-9 月 17 日），央行净投放流动性资金-70 亿元。其中：7 天逆回购净投放-410 亿元（到期 7450 亿元，投放 7040 亿元）；14 天逆回购净投放 340 亿元（到期 0 亿元，投放 340 亿元）；MLF 净投放 1910 亿元（到期 4000 亿元，投放 5910 亿元）。本周（9 月 18 日-9 月 24 日），央行逆回购将到期 7040 亿元，其中 7 天逆回购到期 7040 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（9 月 18 日）央行 7 天逆回购净投放-310 亿元，14 天逆回购净投放 600 亿元，OMO 存量为 7670 亿元。

银行间交易量：（9 月 11 日-9 月 15 日），银行间市场质押回购平均日均成交 7.08 万亿，较前一周（9 月 4 日-9 月 8 日，7.33 万亿）降低 0.25 万亿。隔夜回购占比为 90.2%，较前一周（89.8%）升高 0.4pct。

债券发行：上周政府债净融资 3235.1 亿元，本周计划发行 7240.4 亿元，净融资额预计为 5002.7 亿元；上周同业存单净融资 4673.4 亿元，本周计划发行 1184.0 亿元，净融资额预计为-4262.4 亿元；上周政策银行债净融资 1015.0 亿元，本周计划发行 120.0 亿元，净融资额预计为 75.0 亿元；上周商业银行次级债券净融资 321.0 亿元，本周计划发行 430.0 亿元，净融资额预计为 220.0 亿元；上周企业债券净融资-168.4 亿元（其中城投债融资贡献约-67%），本周计划发行 985.8 亿元，净融资额预计为-1841.5 亿元。

上周五（9 月 15 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（9 月 8 日）上行 0.74 至 98.51，同期美元指数上行 0.27 至 105.34。9 月 15 日，美元兑人民币在岸汇率较 9 月 8 日的 7.34 下行约 724 基点至 7.27；离岸汇率下行约 588 基点至 7.27。

## 流动性观察

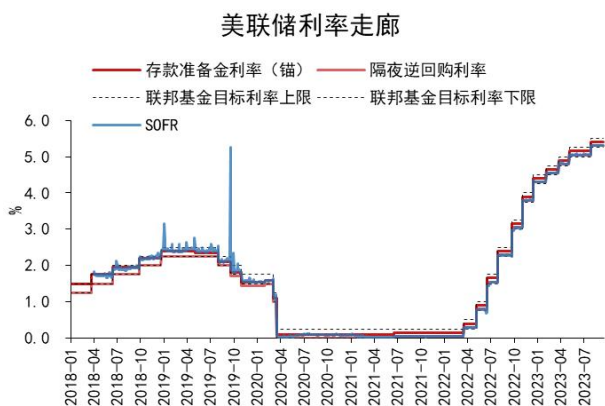
### 外部环境：美联储 9 月大概率将暂停加息

#### 美联储

7 月 FOMC 加息 25bp，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 5.40%和 5.30%。上周四（9 月 14 日）SOFR 利率较前一周（9 月 7 日）下降 1bp，位于 5.30%。美国上周初请失业金人数为 22 万人，预期 22.5 万人，前值自 21.6 万人修正至 21.7 万人。美联储联邦资金利率期货隐含的 9 月 FOMC 加息 25bp 的可能性为 1.0%，不加息的可能性为 99.0%。

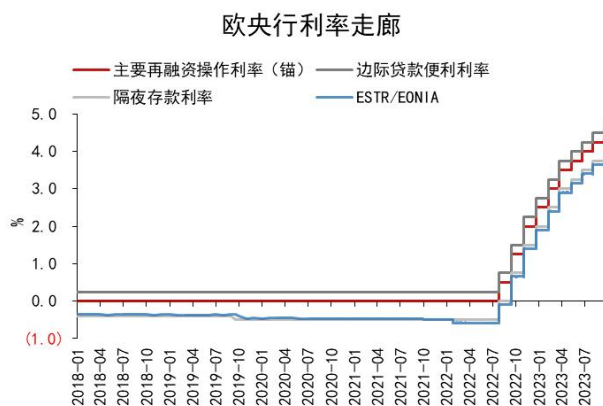
截至 9 月 13 日，美联储资产负债表规模为 8.10 万亿美元，较前一周（9 月 6 日）降低 25.39 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 90.34%。

图15: 美联储关键短端利率



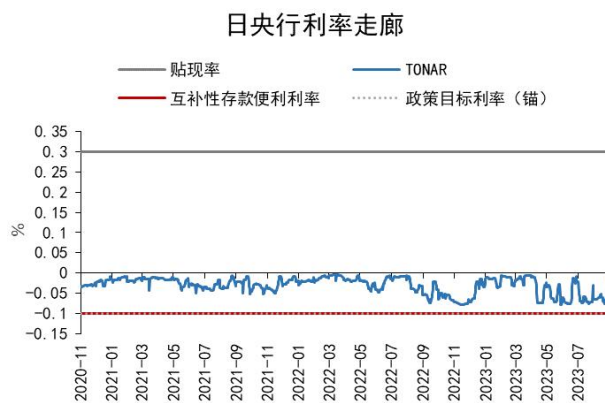
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 欧央行关键短端利率



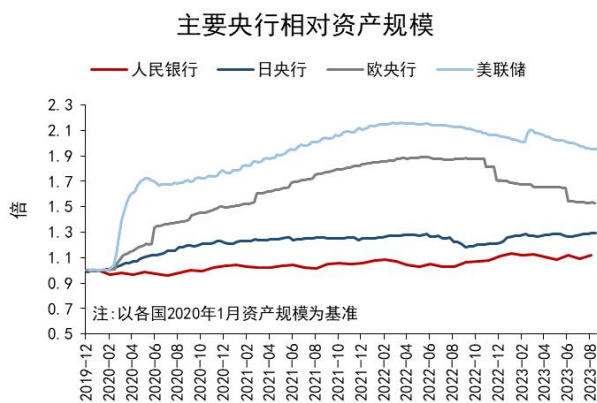
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 欧央行

欧央行在9月议息会议加息25bp，其三大关键利率——主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于4.5%、4.75%和4%。欧元短期利率（ESTR）上周四（9月14日）较前一周（9月7日）保持不变，位于3.65%。9月15日，欧洲央行行长拉加德表示，通胀仍在长时间内保持在较高水平，为确保通胀回归2%的目标，欧洲央行将设置关键利率在足够限制的水平。

## 日央行

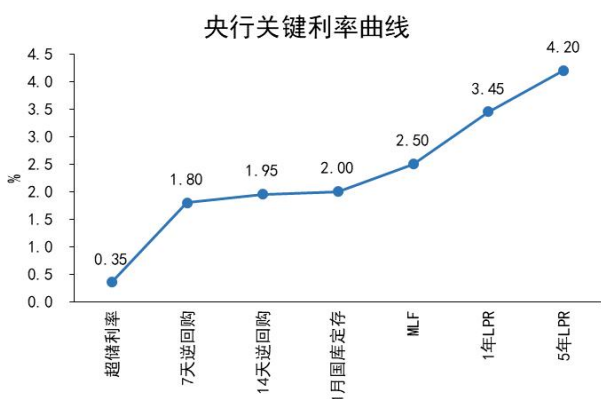
日央行7月公布利率决议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（9月14日）较前一周（9月7日）升高6bp，位于-0.01%。

## 国内利率：短端利率走势分化

### 央行关键利率

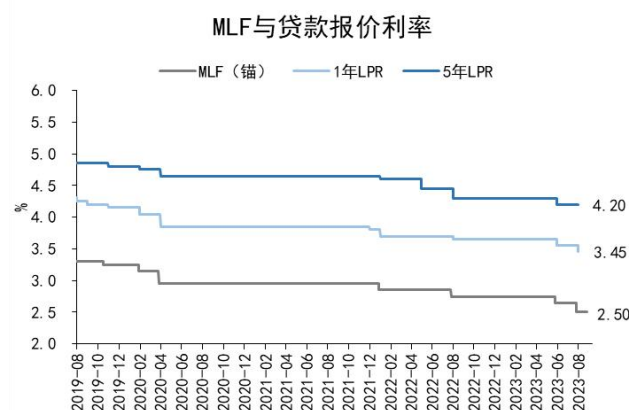
上周（9月11日-9月17日），央行在9月15日开展340亿元14天期逆回购操作，中标利率调降20bp至1.95%。央行其它关键利率无变化。

图19：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：LPR利率



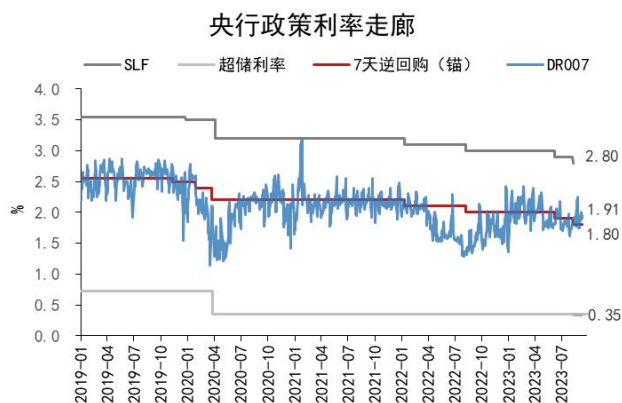
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率走势分化。上周五（9月15日），隔夜和七天利率均值（R、DR、GC）较前一个周五（9月8日）分别下行15.0bp、上行0.8bp，位于1.81%和1.99%；考虑R成交量权重的货币市场加权利率（7天移动平均）上行11.2bp至1.86%。具体来看，上周五R001、DR001较前一周分别下行15.3bp、14.5bp；R007、DR007分别下行1.1bp、上行4.5p。

存单利率方面，各类发债主体总体上行。上周五（9月15日）国有行1年期存单发行利率较9月8日上行6.8bp，位于2.47%；股份行上行6.6bp至2.48%，城商行上行8.1bp，位于2.61%。

图21: 短端市场利率与政策锚



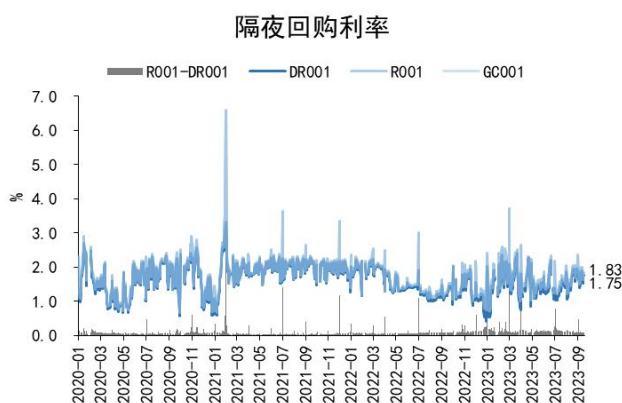
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 短端流动性分层观察



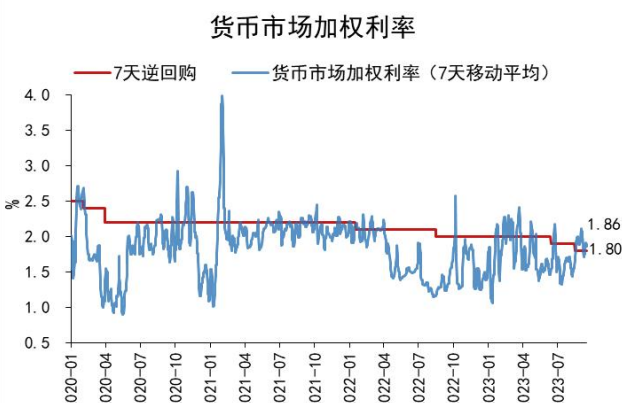
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 中长端流动性分层观察



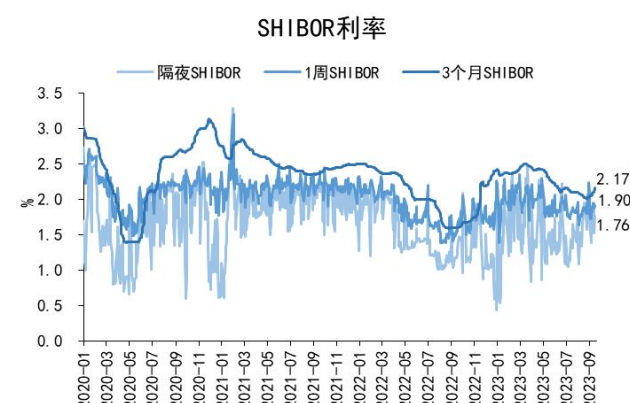
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 货币市场加权利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

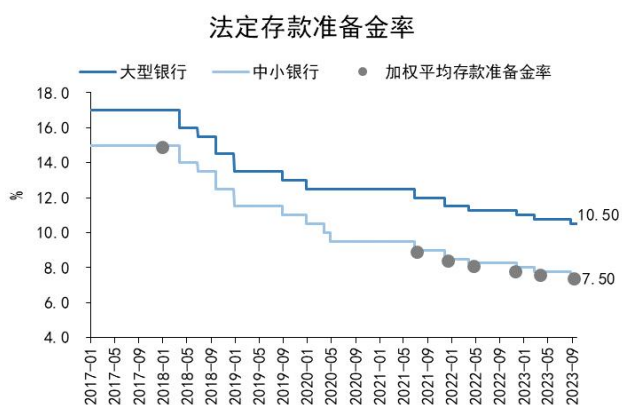
## 国内流动性：上周央行“收短投长”

上周（9月11日-9月17日），央行净投放短期流动性资金-70亿元。其中：7天逆回购净投放-410亿元（到期7450亿元，投放7040亿元）；14天逆回购净投放340亿元（到期0亿元，投放340亿元）。此外，MLF净投放1910亿元（到期4000亿元，投放5910亿元）。9月15日，下调金融机构存款准备金率25bp，降准后金融机构加权存款准备金率约7.4%。

本周（9月18日-9月24日），央行逆回购将到期7040亿元，其中7天逆回购到期7040亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（9月18日）央行7天逆回购净投放-310亿元，14天逆回购净投放600亿元，OMO存量为7670亿元。

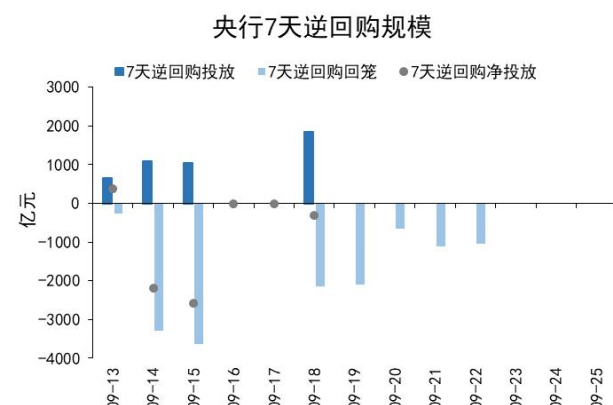
上周（9月11日-9月15日），银行间市场质押回购平均日均成交7.08万亿，较前一周（9月4日-9月8日，7.33万亿）降低0.25万亿。隔夜回购占比为90.2%，较前一周（89.8%）升高0.4pct。

图27：“三档两优”准备金体系



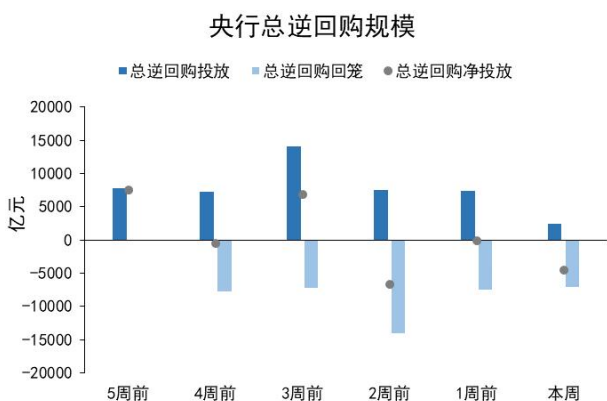
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：7天逆回购到期与投放



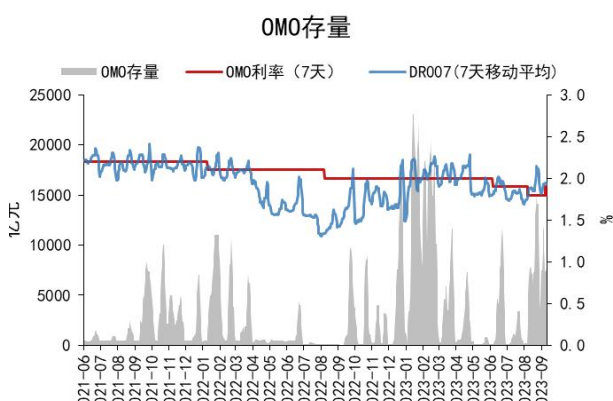
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



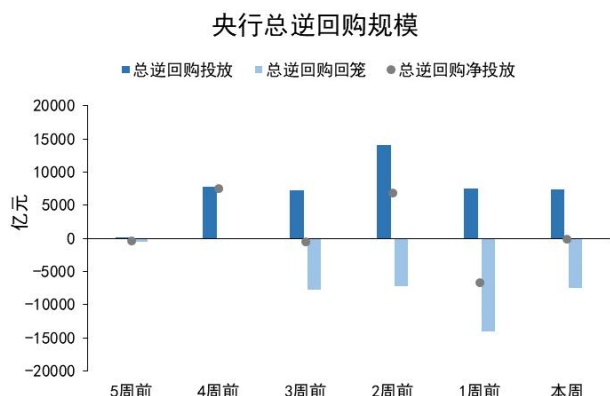
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：央行逆回购余额跟踪



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: MLF 投放跟踪



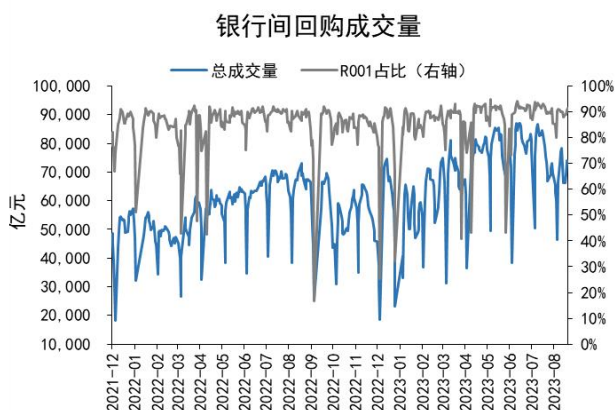
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: MLF 投放季节性



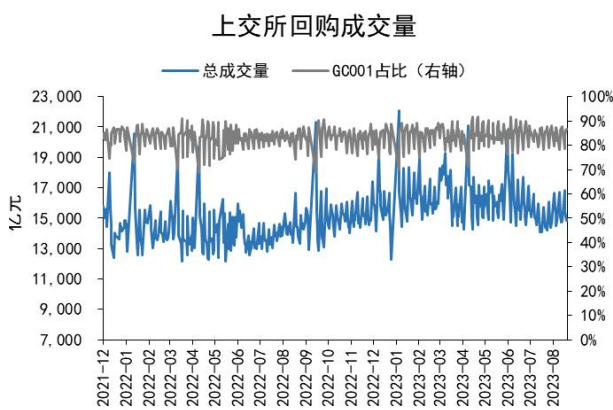
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 银行间回购成交量



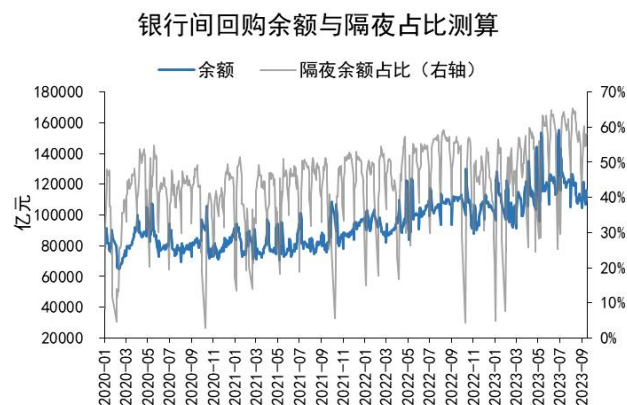
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 上交所回购成交量



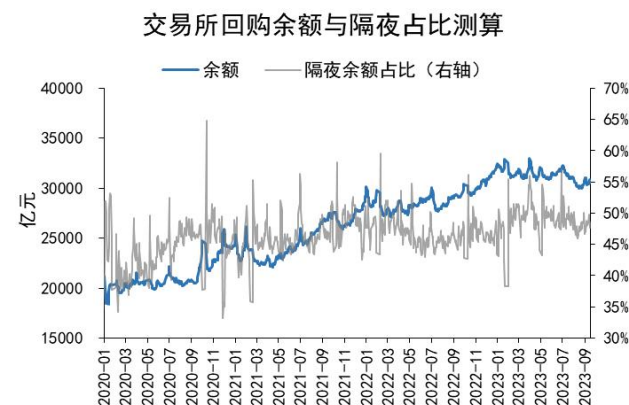
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：上周政府债券净融资大幅上升

政府债上周（9月11日-9月15日）共计发行5000.9亿元，净融资3235.1亿元，较前一周（9月4日-9月8日）的2027.3亿元大幅上升。本周计划发行7240.4亿元，净融资额预计为5002.7亿元。

同业存单上周（9月11日-9月15日）共计发行8686.1亿元，净融资4673.4亿元，较前一周（9月4日-9月8日）的-3736.4亿元大幅上升。本周计划发行1184.0亿元，净融资额预计为-4262.4亿元。本周同业存单到期量超过5000亿元，提示关注对于流动性的扰动。

政策银行债上周（9月11日-9月15日）共计发行1015.0亿元，净融资1015.0亿元，较前一周（9月4日-9月8日）的1015.0亿元保持不变。本周计划发行120.0亿元，净融资额预计为75.0亿元。

商业银行次级债券上周（9月11日-9月15日）共计发行633.0亿元，净融资321.0亿元，与前一周（9月4日-9月8日）的-600.0亿元小幅上升。本周计划发行430.0亿元，净融资额预计为220.0亿元。

企业债券上周（9月11日-9月15日）共计发行2716.6亿元，净融资-168.4亿元，较前一周（9月4日-9月8日）的-56.4亿元小幅下降。上周城投债融资贡献约-67%。本周计划发行985.8亿元，净融资额预计为-1841.5亿元。

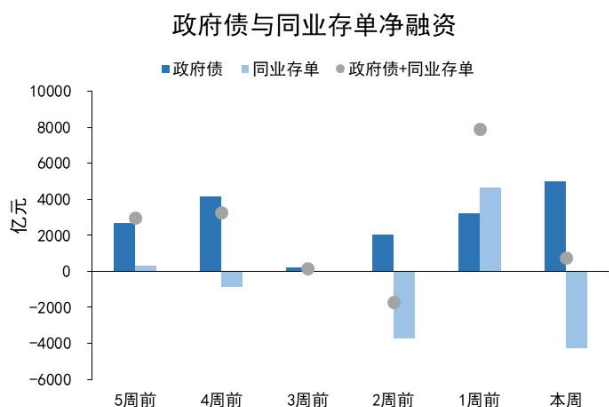
图37：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

| 单位：亿元   | 本周     |        |       |         |        |         |       |         |        |         |        |         | 1周前    |        |
|---------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
|         | 周一     |        | 周二    |         | 周三     |         | 周四    |         | 周五     |         | 合计     |         | 合计     |        |
|         | 发行量    | 净融资    | 发行量   | 净融资     | 发行量    | 净融资     | 发行量   | 净融资     | 发行量    | 净融资     | 发行量    | 净融资     | 发行量    | 净融资    |
| 政府债     | 347.0  | -433.7 | 105.9 | -489.9  | 2408.9 | 2294.7  | 694.8 | -52.4   | 3684.0 | 3684.0  | 7240.4 | 5002.7  | 5000.9 | 3235.1 |
| 国债      | 0.0    | -504.2 | 0.0   | 0.0     | 2300.0 | 2300.0  | 0.0   | 0.0     | 3250.0 | 3250.0  | 5550.0 | 5045.8  | 2533.4 | 2031.8 |
| 地方政府一般债 | 95.3   | 89.3   | 0.0   | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 277.5 | 209.5   | 35.5   | 35.5    | 408.3  | 334.3   | 168.4  | 54.0   |
| 地方政府专项债 | 251.7  | -18.8  | 105.9 | -489.9  | 108.9  | -5.3    | 417.2 | -261.9  | 398.5  | 398.5   | 1282.2 | -377.4  | 2299.1 | 1149.3 |
| 同业存单    | 1184.0 | 1134.0 | 0.0   | -1016.3 | 0.0    | -1061.6 | 0.0   | -1741.3 | 0.0    | -1385.5 | 1184.0 | -4262.4 | 8686.1 | 4673.4 |
| 政策银行债   | 120.0  | 120.0  | 0.0   | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0   | -15.0   | 0.0    | 0.0     | 120.0  | 75.0    | 1015.0 | 1015.0 |
| 商业银行次级债 | 0.0    | -200.0 | 415.0 | 415.0   | 15.0   | 15.0    | 0.0   | -10.0   | 0.0    | 0.0     | 430.0  | 220.0   | 633.0  | 321.0  |
| 企业债     | 675.4  | -164.0 | 246.9 | 43.5    | 44.9   | -292.9  | 3.8   | -455.7  | 14.8   | -607.1  | 985.8  | -1841.5 | 2716.6 | -168.4 |
| 城投债     | 332.4  | 30.5   | 73.8  | 31.8    | 7.0    | -37.2   | 0.0   | -190.4  | 0.0    | -135.9  | 413.2  | -464.3  | 978.0  | 112.5  |
| 产业债     | 373.0  | -163.4 | 193.1 | 11.7    | 77.9   | -215.7  | 3.8   | -260.8  | 10.0   | -523.8  | 657.8  | -1354.2 | 1837.1 | -337.7 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

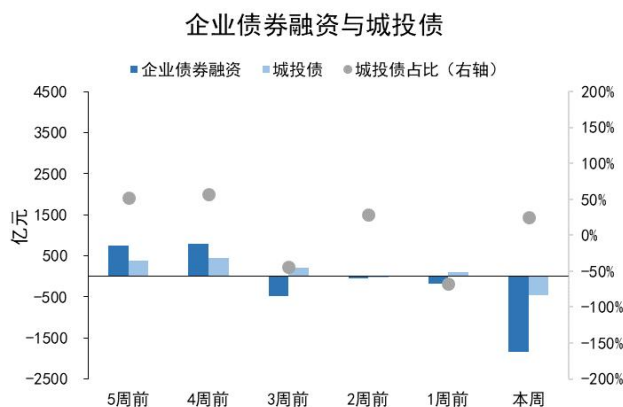


图38: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 企业债券净融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 汇率：人民币和美元同时走强

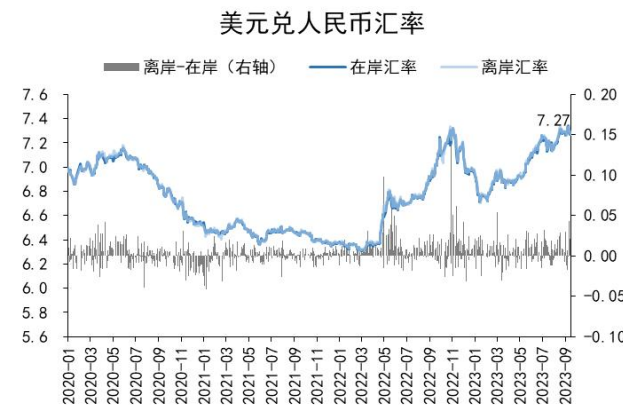
上周五(9月15日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(9月8日)上行0.74至98.51, 同期美元指数上行0.27至105.34。9月15日, 美元兑人民币在岸汇率较9月8日的7.34下行约724基点至7.27; 离岸汇率下行约588基点至7.27。

图40: 主要货币指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别 | 说明                      |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|  |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|  |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|  |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|  | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|  |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|  |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上   |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032