

## 金融市场分析周报

(2023.10.16-2023.10.20)

### 报告摘要

- 进出口数据:** 10月13日,海关总署发布9月外贸数据。9月,以美元计价,出口当月同比-6.2%,前值-8.8%;进口当月同比-6.2%,前值-7.3%;贸易差额777.1亿美元,前值683.6亿美元。9月出口降幅进一步收窄,延续8月以来的改善趋势。
- 金融数据:** 10月13日,央行发布2023年9月金融统计数据。数据显示:社会融资规模增量4.12万亿元,同比多增5638亿元;人民币贷款增加2.31万亿元,同比少增1764亿元;人民币存款增加2.24万亿元,同比少增3895亿元;M2同比增长10.3%,M1同比增长2.1%,M2-M1剪刀差为8.2%,较8月不再继续扩大。信贷持续向好但总量不及预期,结构上有所改善。
- CPI/PPI:** 10月13日,国家统计局公布9月物价指数数据。CPI同比持平,前值涨0.1%,预期涨0.2%;环比涨0.2%,前值涨0.3%。PPI同比降2.5%,前值降3.0%;环比涨0.4%,前值涨0.2%。9月CPI环比继续受到能源价格上升的提振,其他科目基本符合季节性规律。PPI环比继续小幅上升,黑色系上游表现强势而下游较为温和。
- 经济数据:** 2023年10月18日,国家统计局公布9月经济数据:三季度GDP增速为4.9%,高于预期的4.5%,前值6.3%;固定资产投资累计同比增3.1%,预期增3.1%,前值增3.2%;社零同比增5.5%,预期4.9%,前值4.6%。三季度经济继续恢复,全年经济目标大概率完成。7月政治局会议释放出明确的稳增长信号,随政策落地见效,8月经济数据全面边际转暖,9月在其基础上进一步恢复,推动GDP增速超预期。

### 主要数据

上证指数	2939.2913
沪深300	3474.2438
深证成指	9425.9755

### 主要指数走势图



### 作者

符旻 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

### 相关研究报告

国内经济动能修复,但美债收益率急升,汇率再承压 —2023-10-23  
需警惕美国高利率带来的危机 —2023-10-19  
金融市场分析周报 —2023-10-19

- **资金面分析：税期临近叠加政府债加速发行，资金面趋紧；下周资金面面临缴税等多方面潜在因素冲击，关注央行投放力度。**本周央行公开市场共有 6660 亿元逆回购、500 亿元国库现金定存和 5000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 14540 亿元逆回购和 7890 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 10270 亿元。税期临近叠加政府债加速发行，资金面趋紧。下周缴税开始，十月份为传统缴税大月，叠加十月份以来政府债净融资额上行，预计缴税将对资金面造成较为明显的冲击。政府债净融资额在持续几周位于高位后，下周环比有所回落，对于资金面的影响有所减少。本周央行增大逆回购投放，下周逆回购到期仍位于高位。本周五央行增大逆回购投放，一定程度体现出央行对于资金面的关注态度，下周资金面面临多方面潜在因素冲击，央行有望持续增大公开市场操作投放，减少资金面波动，关注央行下周动作。
- **利率债：本周发布 GDP 等经济数据，较为超预期，加大市场波动。本周已是十年期国债收益率近期第三次达到 2.7% 关键点位，目前无明显利好情况下或将继续震荡上行，仍维持 2.75-2.8% 区间看法不变。**  
GDP：超预期，出口有一定拉动，服务业超预期。四季度在 4.4% 情况下可达到全年 5% 的增速目标，在低基数情况下较容易达到。社零：超预期，7、8、9 三个月环比增加，趋势向上，同样是服务业拉动，餐饮娱乐类支撑，地产链下滑，文化办公下滑。固投：平预期，基建持续支撑，且 9 月有一定提升；制造业投资同比 7.9%，延续扩张；地产投资降幅 9 月有一定的收窄，但尚不能确认为转向。失业率：9 月较上月回落。整体看，地产和股市持续低迷，政策端的利好并未带来预期走势，导致债市上行速度降低，但债市目前并无利好刺激，且四季度资金面逐步收紧的情况下，债市压力较大仍维持 2.75-2.8% 区间看法不变。
- **权益市场：本周市场持续向下探底，市场主要指数全部下跌，其中价值股较为抗跌。**北向资金本周呈流出状态，净卖出金额为 240.45 亿元。上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50、创业板指、中证 500、中证 1000 分别下跌 3.40%、4.95%、4.17%、3.35%、4.99%、3.72%、5.06%。分行业来看，申万一级行业中全部行业下跌，通信、医药生物、

计算机表现较弱，分别下跌 7.35%、6.88%、6.24%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为 7724.42 亿元，较上周减少 328.05 亿元。本周市场表现低迷的主要原因有：1) 美国 9 月消费指数超预期，美元指数及美债收益率持续走高；2) 中东冲突升级，市场避险情绪升温；3) 中东冲突引发避险情绪上升叠加美元美债收益率走高，外资出现持续外流；4) 投资者对于市场情绪持续偏弱，对于边际改善信号反应较淡。展望未来，在美债利率高企及对稳增长政策接力观察的共同作用下上证指数探底，我们认为市场进一步下行空间有限，往后看市场或震荡上行。随三季报落地 A 股盈利周期或开启回升，当前市场估值处于历史低位，当下或为积极布局期。短期内建议三季报披露率及预喜占比相对较高的大消费板块。此外，有望受益于国产替代的半导体领域建议持续关注。

- **美元指数分析：鲍威尔透露债市收益率上升可能意味着无需更多加息，美元指数本周回落。** 本周美元指数报 106.1554，较上周上行 0.5213。本周美联储官员鲍威尔发言称当前美国通胀仍然较高，抗击通胀仍需时间，但同时提出债市收益率上升可能意味着无需更多加息，此前 FOMC 会议透露 2023 年很可能仍有一次加息，鲍威尔发言当天，美元指数有所下行。本周美国 9 月份零售数据公布，一定程度超市场预期，对于美元提供支撑。本周欧洲央行首席经济学家表示，欧洲央行将尽可能维持高利率水平，受此影响，本周欧元一度走强，相应压制美元指数下行。

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹  
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

## 正文目录

一、 本周重点经济.....	5
1.1 出口降幅进一步收窄，延续改善趋势；进口增速回升反映内需有所改善，但不及预期 .....	5
1.2 总供求趋平衡，信贷结构优化 .....	6
1.3 价格分化，企业强于居民端 .....	8
1.4 经济延续复苏，积极因素不断增多 .....	9
1.5 一周要闻 .....	11
二、 固定收益市场分析.....	12
2.1 资金面分析：税期临近叠加政府债加速发行，资金面趋紧；下周资金面面临缴税等多方面潜在因素冲击，关注央行投放力度 .....	12
2.2 利率债走势分析：央行本周税期投放资金，经济数据发布超预期，本周利率债震荡上行 .....	14
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比下行、信用债融资额反弹；信用债收益率多数上行 .....	15
三、 主要资产价格分析.....	17
3.1 权益市场分析：市场有望触底回升，波动上行 .....	17
3.2 美元指数分析：鲍威尔透露债市收益率上升可能意味着无需更多加息，美元指数本周回落 .....	18

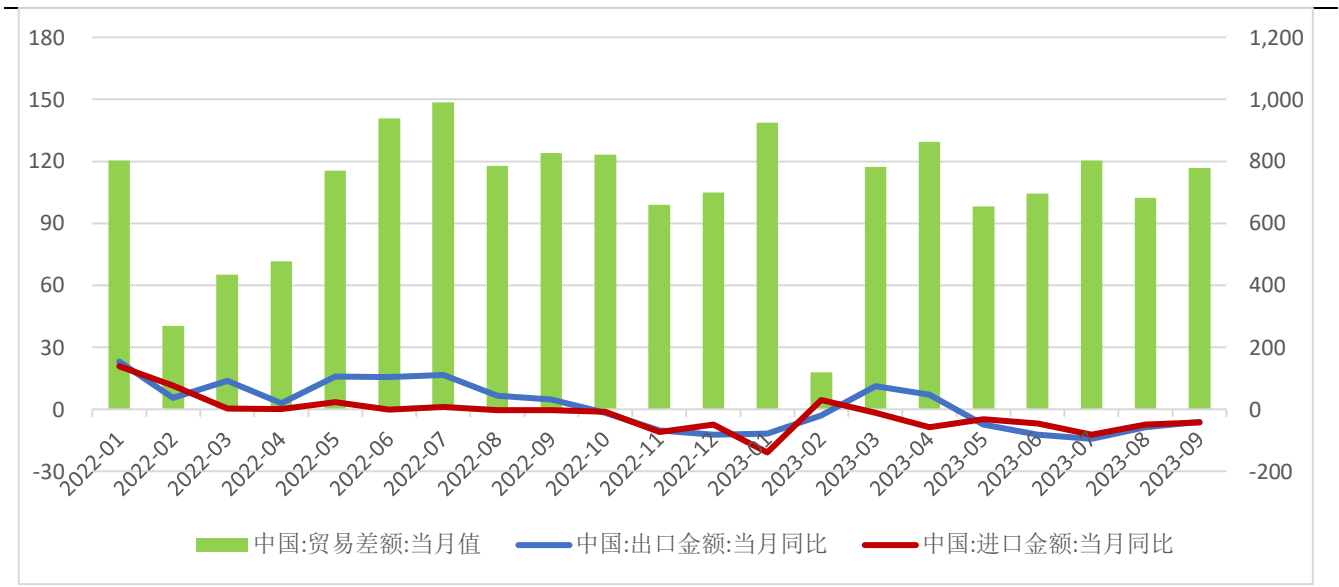
## 一、 本周重点经济

### 1.1 出口降幅进一步收窄，延续改善趋势；进口增速回升反映内需有所改善，但不及预期

9月出口降幅进一步收窄，延续8月以来的改善趋势。

9月出口同比下降6.2%，较8月收窄2.6个百分点，连续两个月降幅收窄，筑底修复的趋势逐步建立。从三个月的移动平均来看，9月出口增速从-6.9%大幅收窄至4.4%，从8月的底部反弹，是近五个月的首次回升。拆分增速改善结构，基数贡献仅0.8%左右，趋势贡献超过2%，说明短期月度之间的环比走势也同样较好。

图1：出口降幅进一步收窄，进口增速回升（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

对主要国家和地区出口全面改善，汽车、机械等出口延续高增。

从出口目的地来看，9月主要贸易伙伴国当中，仅对东盟出口有所恶化，其他全面改善。其中，欧盟改善最大，增速从-19.6%收窄至-11.6%，美国和日韩等地同样有所好转。一带一路和拉美发展中国家，出口增速依然好于整体，是出口的重要支撑。本月发布会上，海关总署也表示，今年以来，对共建“一带一路”国家的进出口表现亮眼。前三季度，我国对共建“一带一路”国家进出口14.32万亿元，同比增长3.1%，占进出口总值的46.5%，共建“一带一路”倡议对贸易的促进作用持续增强。此外，对俄罗斯的出口同样高增，9月达到20.6%，成为少数年初以来出口正增长的贸易伙伴国，地缘冲突背景下，我国承接一定的转移需求。产品结构上，汽车相关产品保持高增态势，增速达到45.1%。此外，手机、集成电路等高科技产品增速明显改善，或指向全球电子消费需求有改善迹象。

进口增速回升反映内需有所改善。

进口环比2.3%，虽然略低于近5年均值3.7%，但2020年同期异常值（14.7%）拉高了均值，除此之外明显高于2022、2021和2019年同期水平，与2018年同期基本持平。从同比来看，进一步验证7月进口增速可能是年内底部。考虑到进口增速回升的斜率仍缓，同时商品价格较6月底部已有明显回升，剔除价格贡献因素，内需仍然不强。

进口分项来看：(1)资源品进口增速较为稳定。1-9月煤炭、原油、天然气进口金额累计同比增速分别为30.5%、-9.6%、-0.9% (35%、-10.7%、-5.8%)，其中天然气回落主要和价格有关；铁、铜矿砂及其精矿累计同比分别为-2.2%、5.6% (-3.2%、5.6%) (2) 满足国内生产需要的关键零部件进口稳步增加。据新闻发布会，电脑的中央处理部件、航空器零部件等进口数量分别增加 42.9%、15.9%。

## 1.2 总供求趋平衡，信贷结构优化

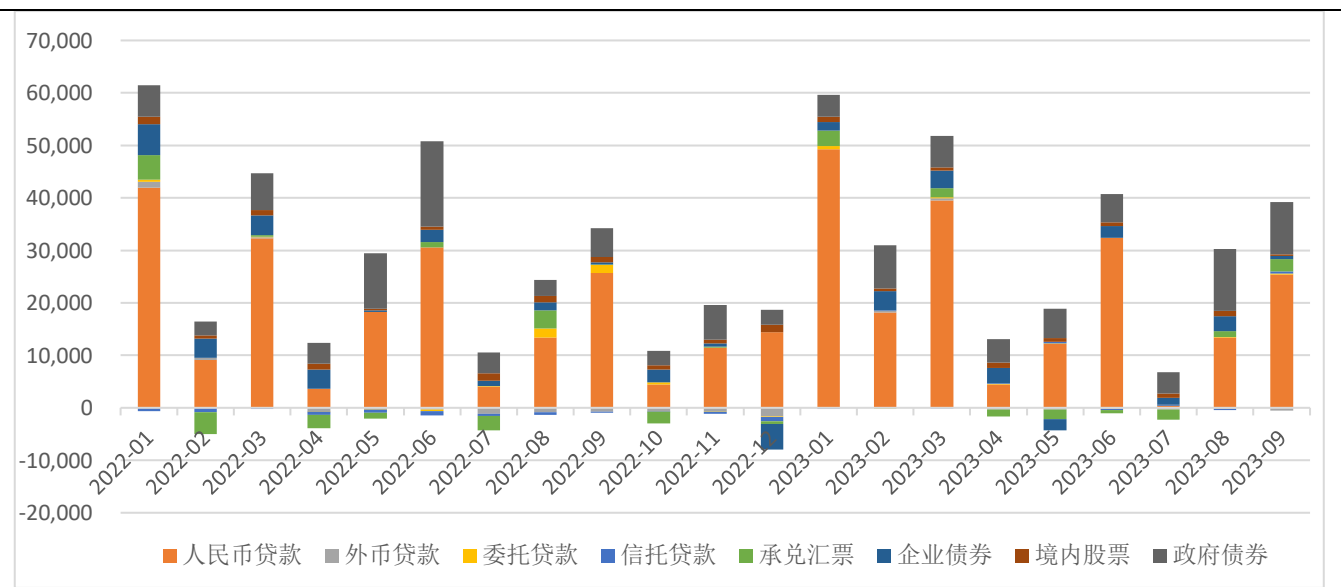
### 政府债贡献主要同比增量。

9月社融各分项中，表内融资同比少增 180 亿元，表外融资同比多增 1558 亿元，直接融资同比少增 378 亿元，整体来看单月社融达到同期最高水平，人民币贷款保持稳定，政府债券和表外融资贡献主要增量。此前 8 月 18 日监管会议强调“金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续”，实体融资需求改善和金融机构投放力度季节性提升对月内信贷投放形成支撑。

### 高基数下 9 月人民币贷款仍然偏强。

9月社融口径人民币贷款新增 25376 亿元，同比少增 310 亿元，由于去年同期基数较高，9月人民币贷款读数呈现同比少增但实际仍然偏强。表外融资整体同比多增，其中汇票多增规模较高，同比多增 2264 亿元，可能与 9 月表内票据融资规模下降有关，此外委托贷款同比大幅少增，主要是由于去年同期政策性开发性金融工具落地，导致委托贷款基数较高。企业债发行环比大幅下行，一方面出于信贷季末冲量对于企业债发行的替代效应，另一方面可能与信用债利率上行推高发行成本有关。9月政府债券新增 9949 亿元，同比多增 4416 亿元，是 9 月社融超预期的主要贡献项。

图 2：政府债贡献主要同比增量，高基数下人民币贷款仍然偏强（亿元）

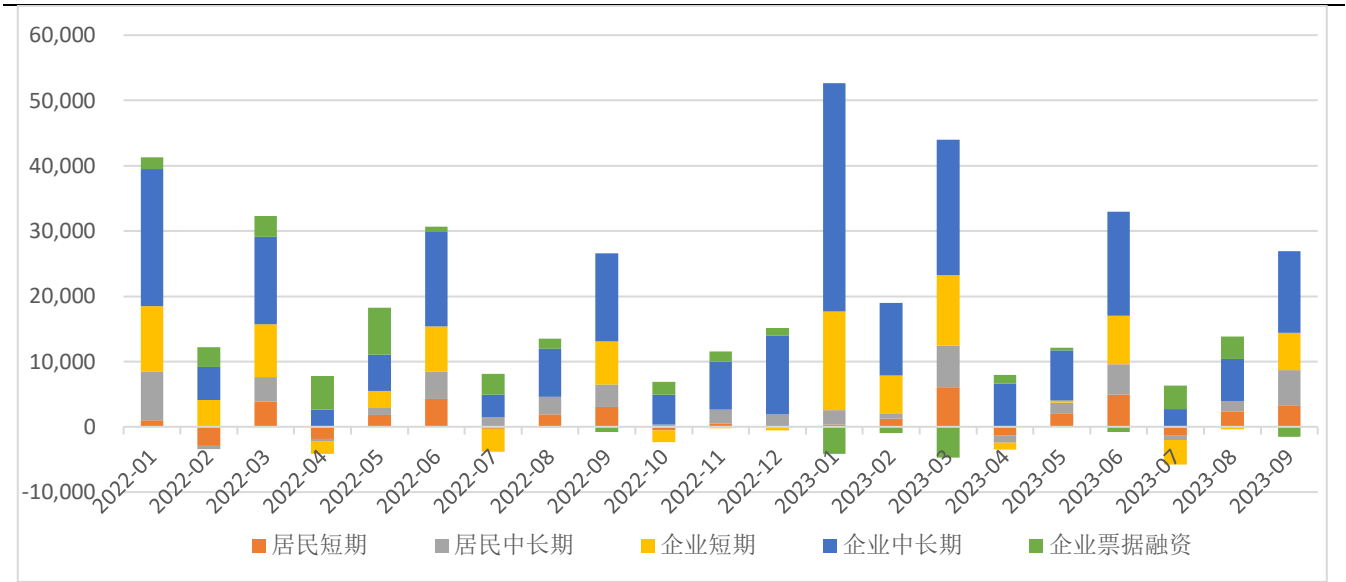


资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

### 居民部门修复，企业部门结构优化。

9月新增贷款 2.31 万亿元，同比少增 1600 亿元，低于市场预期。其中居民贷增加 8585 亿元，同比多增 2082

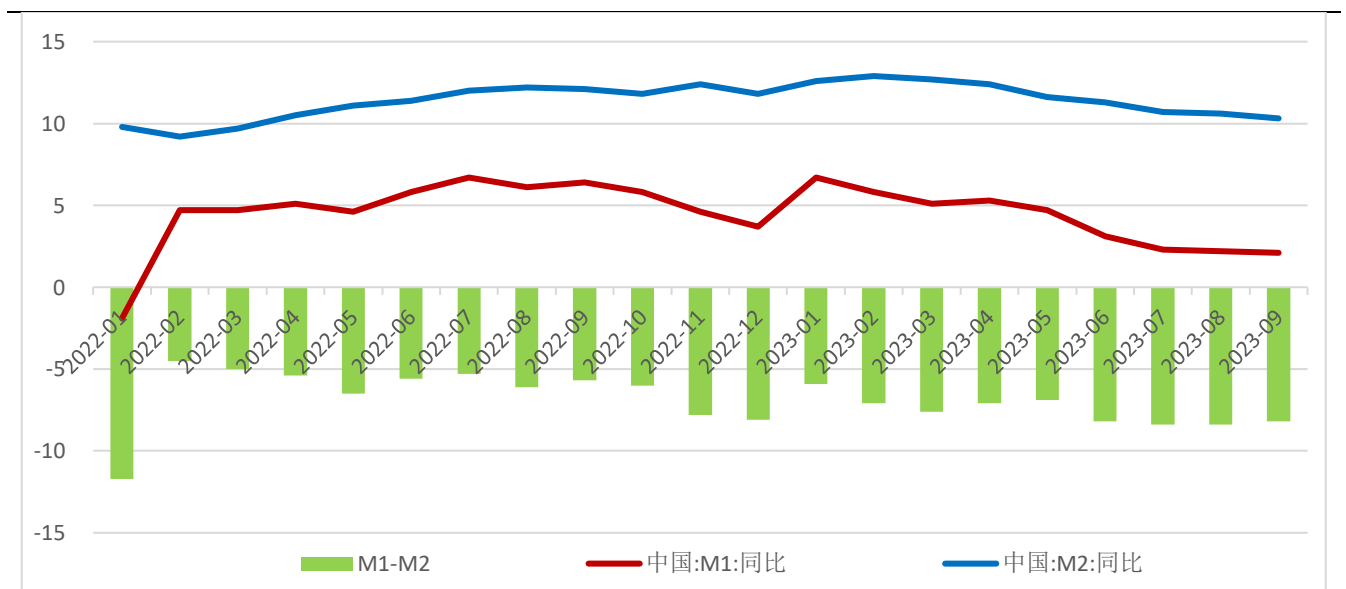
亿元，企业贷新增 16834 亿元，同比少增 2339 亿元。9 月信贷在高基数下呈现同比少增，但企业部门及居民部门中长贷整体偏强：企业端方面，企业中长贷新增 12544 亿元、短贷增加 5686 亿元、票据减少 1500 亿元。企业部门贷款在高基数下呈现同比少增，但结构有所优化，企业部门中长贷及短贷均为同期次高值，9 月末票据利率持续上行，票据融资同比多减 637 亿元。

**图 3：居民部门修复，企业部门结构优化（亿元）**


资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

### M2-M1 剪刀差收窄，但 M1 再度回落。

9 月 M2 同比增长 10.3%，较上月下降 0.3 个百分点，高基数下 M2 同比持续下降；M1 同比增长 2.1%，较上月下降 0.1 个百分点，企业活化程度仍旧不足；M0 同比增长 10.7%，较上月上升 1.2 个百分点，主要受节假日取现影响。9 月 M2-M1 剪刀差降至 8.2%，处于修复通道，但 M1 同比增速持续下降，反映出企业活化程度仍旧不足的情况。

**图 4：M2-M1 剪刀差收窄，但 M1 再度回落（%）**


资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

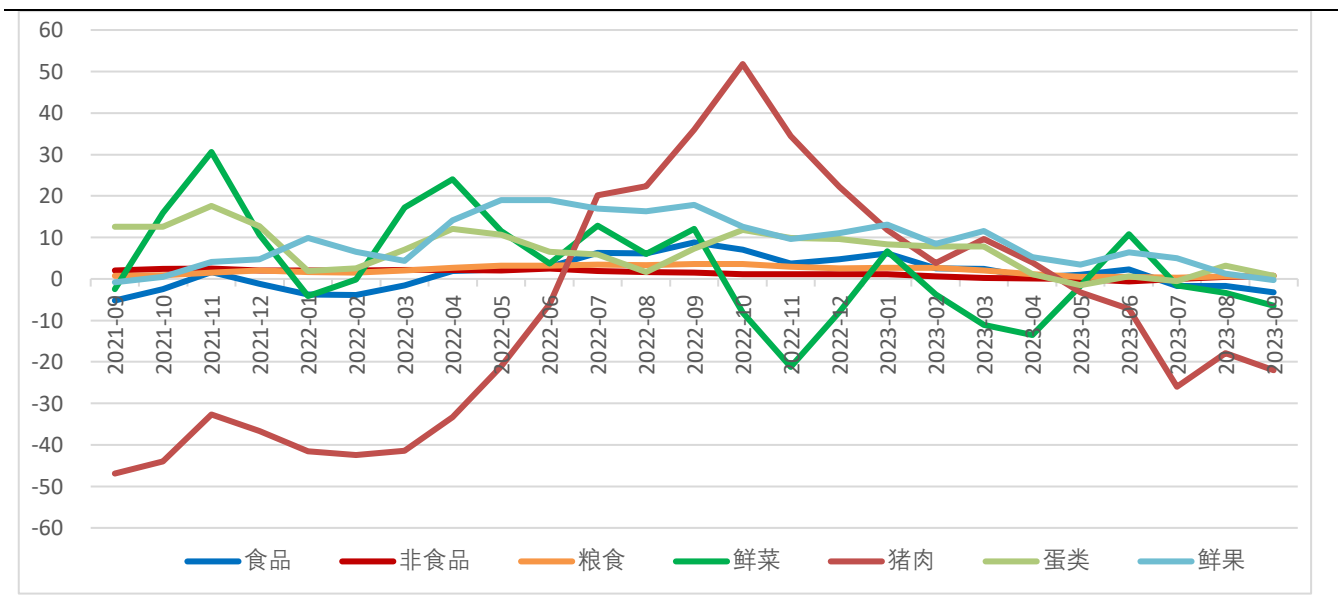
### 1.3 价格分化，企业强于居民端

**CPI 环比涨幅偏弱，宏观消费需求仍不旺。**

9 月 CPI 环比 0.2%，低于往年季节性水平。食品价格环比 0.2%，明显低于历史同期平均水平，拖累较多，主要是食用油、奶类、鲜果、酒类价格涨幅均偏低，相关领域供给强于需求。非食品价格环比 0.2%，也略低于历史同期平均水平，其中房租、交通工具、旅游价格涨幅偏弱，房租与宏观经济和房地产业景气度不足有关，交通工具主要受行业竞争激烈影响，旅游价格则是暑期涨幅偏高后的自然回落。燃料价格涨幅偏强，主要受国际市场原油减产等因素影响。

9 月核心 CPI 环比 0.1%，也低于往年季节性水平。总体上宏观消费需求不旺仍是制约 CPI 上涨的主要因素，局部领域也存在行业自身供需格局偏松的影响。

**图 5：CPI 环比涨幅偏弱，主要是食用油、奶类、鲜果、酒类价格涨幅均偏低（%）**



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

**需求改善，供给受限，PPI 环比涨幅扩大。**

9 月 PPI 环比 0.4%（前值 0.2%），涨幅再度扩大。一方面是需求层面呈现回暖趋势，全球制造业 PMI 连续 2 个月回升，美国制造业 PMI 连续 3 个月回升，中国 PMI、大宗商品销售指数连续 4 个月回升；另一方面供给层面减产影响仍大，9 月沙特宣布将 2023 年第三季度开始执行的 100 万桶/天的自愿额外减产一次性延长 3 个月至第四季度，俄罗斯也决定将 9 月执行的 30 万桶/天的石油出口减量延长至年底，推动了国际原油价格继续上涨。

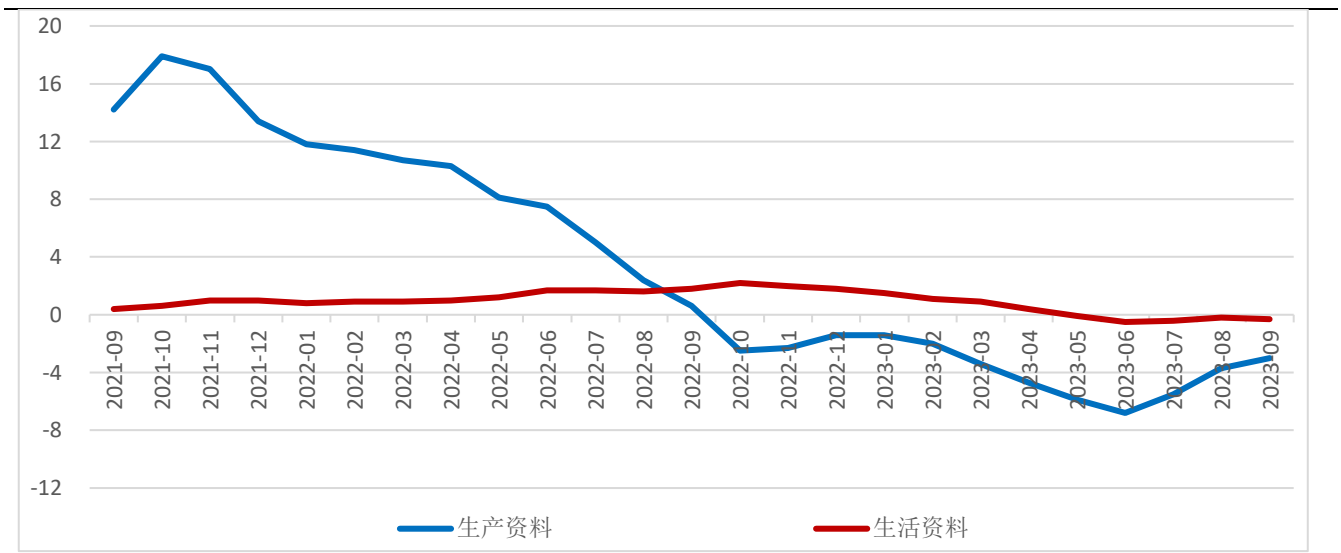
统计局公布的 30 个主要行业中，价格环比上涨或持平的行业达到 23 个，比 8 月份增加 5 个，回暖面增多，价格环比下跌的行业为 7 个，比 8 月份减少 5 个。能源价格普遍上涨，石油和天然气开采业价格上涨 4.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.1%。需求改善、供给偏紧，推动黑色、有色金属矿采选业价格上涨 3.2%、1.7%。

9 月 PPI 同比-2.5%（前值-3%），同比降幅继续收窄，主要是新涨价因素驱动。预计后期 PPI 同比将继续回升，但回升斜率放缓，主要是翘尾因素回升最快的阶段已经过去，PPI 后期的回升更多依赖新涨价因素驱动。国



内库存处在较低水平，需求仍处回暖阶段，都有利于后期工业品价格环比上涨，但10月以来国际市场原油消费走弱、价格下跌，对工业品价格形成一定拖累，仍需密切跟踪。

**图 6：需求改善，供给受限，PPI 环比涨幅扩大（%）**



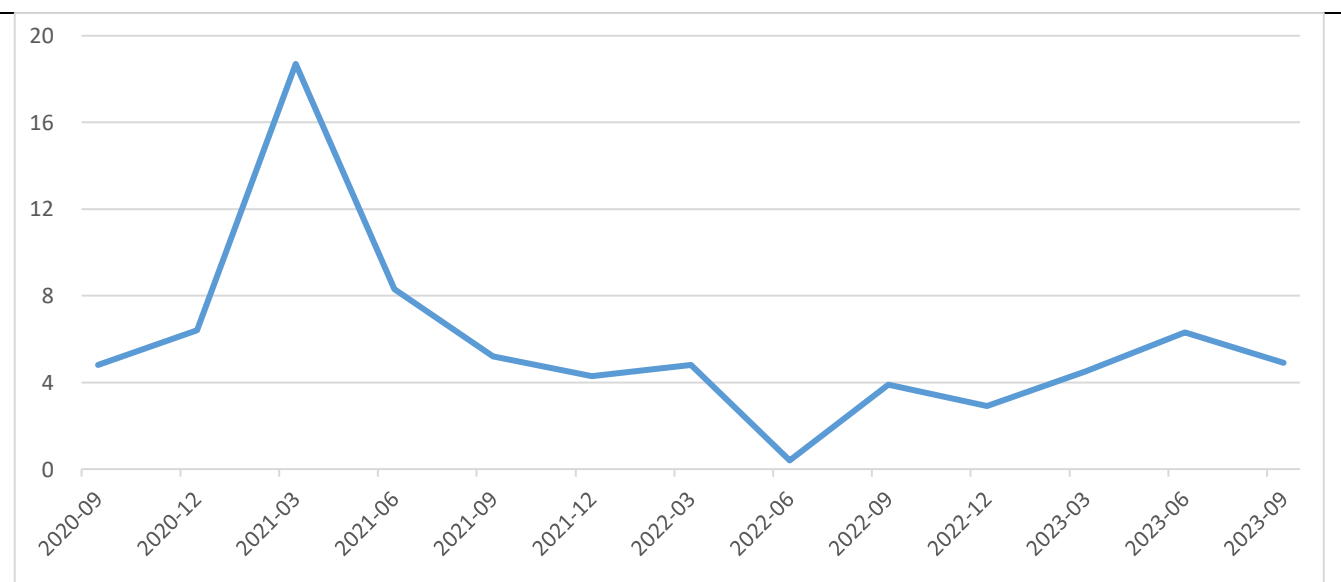
资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

## 1.4 经济延续复苏，积极因素不断增多

**GDP：三季度增速回升。**

前三季度 GDP 同比增长 5.2%，考虑到四季度基数偏低、而且经济动能已呈现环比改善的趋势，全年 GDP 增速将大概率达到“5%左右”的增长目标。三季度以来经济基本面回暖的趋势逐步明确，9 月工业生产进一步企稳、投资在地产继续走弱的背景下仍保持平稳增长、消费持续修复。

**图 7：GDP 三季度增速回升（%）**



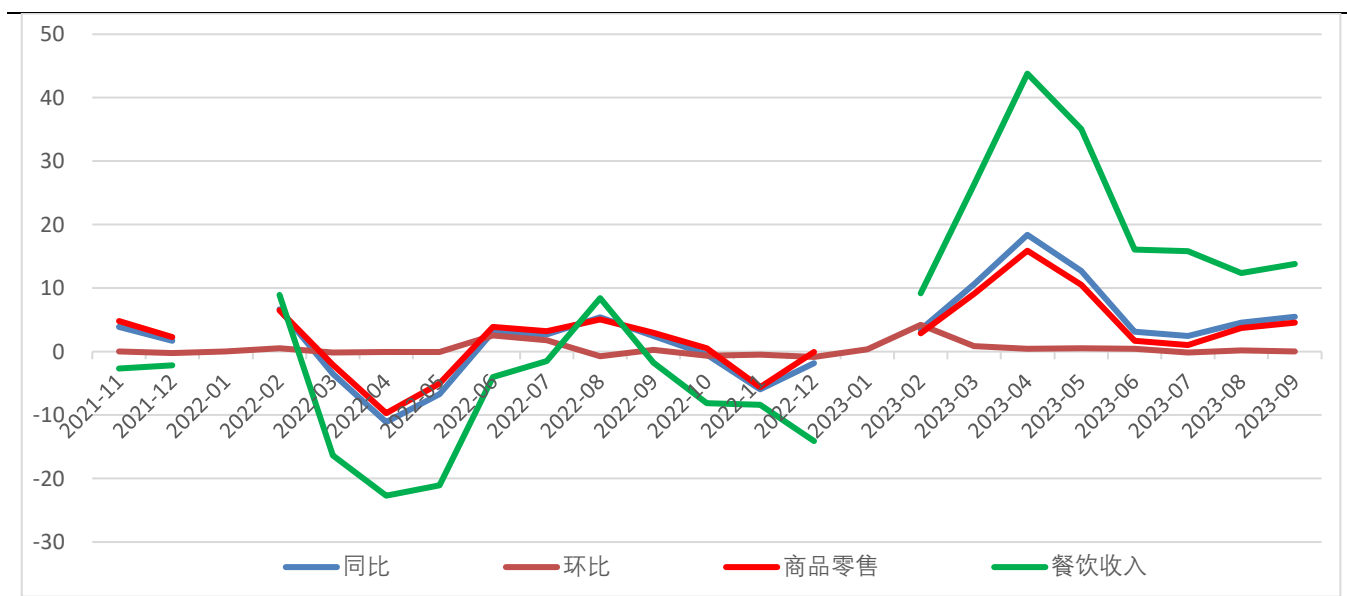
资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

**社零：汽车和石油制品、可选消费品表现较好。**

在低基数上，9 月社零同比继续恢复，高于预期。其中，随假期临近和汽车促销政策落地，汽车和石油制品

消费继续保持较高增速；饮料、娱乐用品等可选消费品消费增速反弹，尤其是通讯器材消费大幅改善，主要是受新款手机发布的带动。

图 8：社零：汽车和石油制品、可选消费品表现较好（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

### 制造业：随融资利率下降、需求企稳，企业扩产动能意愿继续回升。

9月制造业投资同比增速回暖，与PMI持续恢复释放的信号一致，指向随着融资利率回落、国内需求缓慢恢复及工业盈利数据改善，企业扩产信心有所恢复。分行业来看，9月电气机械、运输设备和汽车同比增速较高，是制造业投资的主要拉动项，指向当前制造业复苏的核心驱动力依然是产业升级。工业生产总产值同比增速维持在4.5%，但两年平均增速在工业去库存周期结束后再加快1个百分点到5.4%（图表6）。三季度地方政府专项债的大量发行短期内有助于改善基建相关的工业需求。然而如果缺乏增量措施，在房地产投资短期内难以改善的情况下，工业需求的恢复也会受到影响。

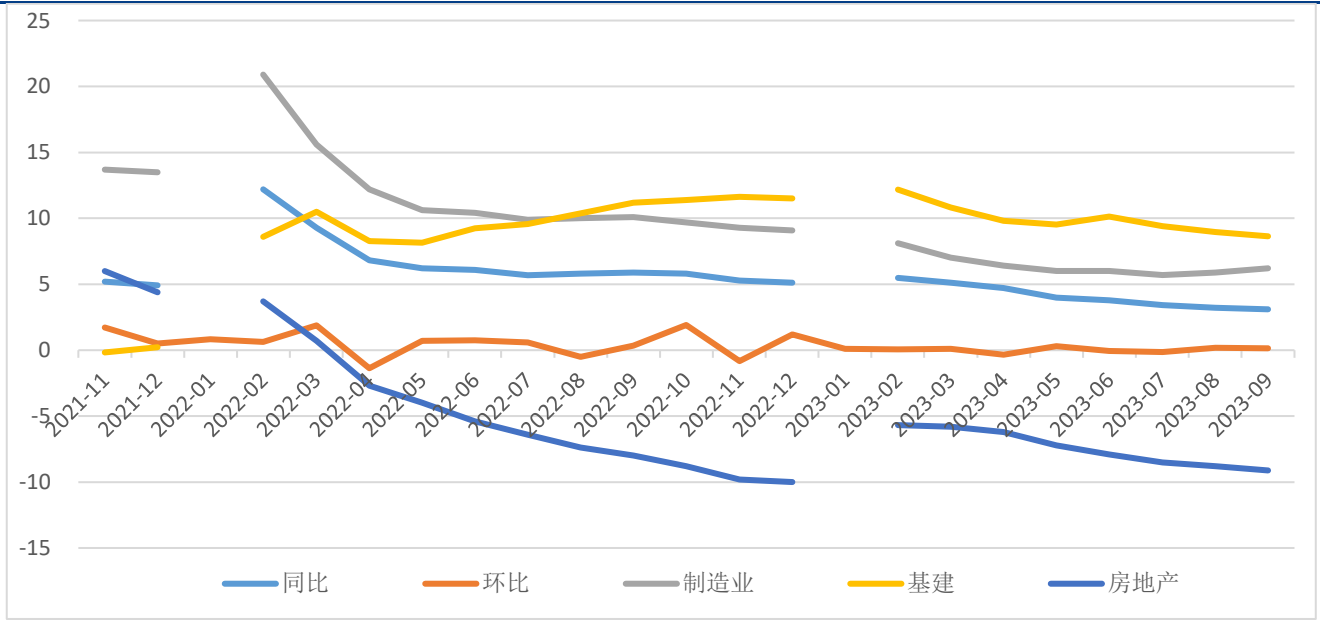
### 基建：投资与专项债发行同步加速，预计四季度基建投资仍有支撑。

随专项债发行加速，9月基建投资单月同比增速相对8月上行1个百分点至5%。8月单月新增专项债已经显著放量，9月继续保持较快发行节奏，预计10月还有剩余专项债发行任务4000亿元左右，将继续对基建投资带来支撑。

### 地产：销售继续止跌回升，政策效力缓慢释放。

9月多个地区继续推动限购政策调整，叠加一线城市集中落地“认房不用认贷”，对商品房销售带来支撑。全国商品销售面积单月同比增速由8月的-12.2%收窄至9月的-10.1%。受销售景气度回升拉动，新开工和竣工面积增速也出现改善。但是，地产开发投资单月增速从8月的-11.0%回落至9月的-11.3%，我们推测是土地购置费跌幅在继续加深，对地产开发投资带来拖累。

图 9：企业扩产动能意愿继续回升，投资与专项债发行同步加速，地产销售继续止跌回升（%）

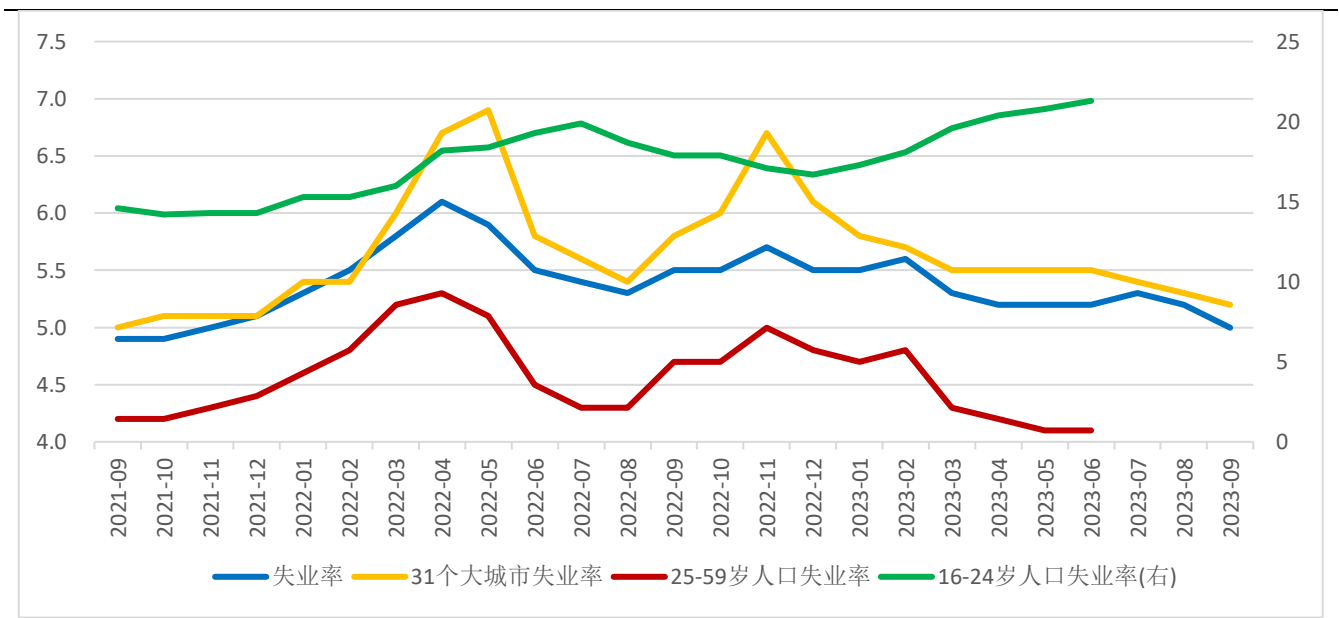


资料来源: Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

### 全国就业情况整体良好。

9月全国城镇调查失业率5.0%，比8月下降了0.2个百分点；31个大城市的城镇调查失业率5.2%，较8月回落0.1个百分点。三季度末外出务工农村劳动力总量18774万人，较二季度末18705万人小幅增长，同时超过2019年三季度末的18336万人。8月、9月城镇调查失业率连续两个月下降。

图 10: 全国就业情况整体良好 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

## 1.5 一周要闻

1) 前三季度国内生产总值(GDP) 913027亿元,按不变价格计算,同比增长5.2%。分季度看,一季度同比增长4.5%,二季度增长6.3%,三季度增长4.9%。国家统计局指出,如果要完成全年预期目标,四季度GDP只要增长4.4%以上,就可以保障完成全年5%左右的预期目标。具体来看,前三季度,全国固定资产投资为37.50

万亿元，同比增长 3.1%；民间投资同比虽仍为负增长，但降幅比 1-8 月收窄 0.1 个百分点；社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%；规模以上工业增加值增长 4.0%。9 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降；前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。

2) 本周五中国 10 月 LPR 公布，1 年和 5 年期以上品种均维持不变，分别为 3.45%、4.2%。分析指出，10 月 LPR 报价“按兵不动”符合市场预期，主因当月中期借贷便利（MLF）操作利率未作调整，LPR 报价基础稳定。

## 二、固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：税期临近叠加政府债加速发行，资金面趋紧；下周资金面面临缴税等多方面潜在因素冲击，关注央行投放力度

#### 1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 10270 亿元

本周央行公开市场共有 6660 亿元逆回购、500 亿元国库现金定存和 5000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 14540 亿元逆回购和 7890 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 10270 亿元。下周央行公开市场将有 14540 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1060 亿元、710 亿元、1050 亿元、3440 亿元、8280 亿元。

**表 1：本周公开市场操作（亿元）**

	周一	周二	周三	周四	周五
<b>本周公开市场到期</b>	2400	670	1020	1620	950
7 天	1060	710	1050	3440	8280
14 天	0	0	0	0	0
<b>MLF（投放）</b>	7890	0	0	0	0
<b>MLF（回笼）</b>	0	5000	0	0	0
<b>央行票据 3 个月</b>	0	0	0	0	0
<b>国库现金定存</b>	-500	0	0	0	0
<b>净投放</b>	6050	-4960	30	1820	7330

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

**资金面的复盘：税期临近叠加政府债加速发行，资金面趋紧。**本周资金面进一步趋紧。一方面十月份以来虽然跨季结束，但央行持续大额净回笼，虽为季初，但资金面并未出现明显放松态势。本周利率债净融资额进一步上行，叠加 10 月份缴税临近，资金面进一步紧张，资金价格明显上行。本周五央行增大逆回购投放，资金面边际有所缓和。本周四银行间回购利率 R001 加权平均降至 2.3624%，R007 加权平均升至 3.0118%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 2.9790%，GC007 加权平均降至 2.8860%。

**表 2: 本周货币市场利率**

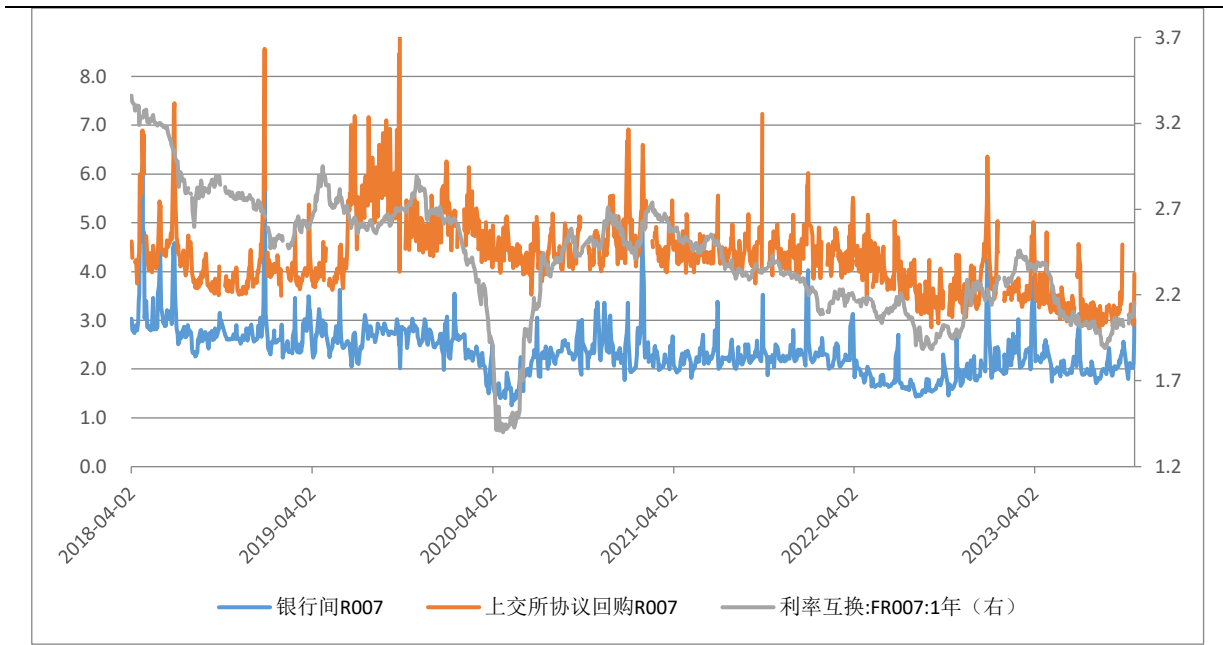
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.8081	1.8954	1.9271	2.1518	2.3624
	R007	2.0236	2.0251	2.1244	2.5063	3.0118
	R014	2.1040	2.1297	2.4907	2.7374	3.1351
	R021	2.3806	2.4097	2.4225	2.5298	2.8538
	R1M	2.3594	2.3682	2.3752	2.5235	2.6629
上交所协议回购	206001	3.4640	3.3590	3.3960	3.7860	
	206007	2.9870	2.9150	2.9080	3.3710	3.9540
	206014	3.6410	3.3010	3.5320	4.0540	4.3200
	206021	5.3190	5.2860	5.3450	4.6400	5.7480
	206030	4.6090	4.4400	4.5910	5.3650	5.5340
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.0716	2.0892	2.0948	2.1315	2.1546

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 2) 资金面的展望: 下周资金面面临缴税等多方面潜在因素冲击, 关注央行投放力度

近日央行货币政策委员会召开 2023 年第三季度例会表示, 央行将精准有力实施稳健的货币政策, 搞好逆周期和跨周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能; 加大已出台货币政策实施力度, 保持流动性合理充裕, 保持信贷合理增长、节奏平稳, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。经济复苏阶段政策支持仍不可缺席。预计未来货币政策主要方向仍为宽信用, 资金面快速转向的可能性相对较小。但近期房地产相关政策不断出台, 政府债融资加速, 金融数据环比好转, 宽信用推进可能加快, 关注未来资金面转向可能。

下周缴税开始, 十月份为传统缴税大月, 叠加十月份以来政府债净融资额上行, 预计缴税将对资金面造成较为明显的冲击。政府债净融资额在持续几周位于高位后, 下周环比有所回落, 对于资金面的影响有所减少。本周央行增大逆回购投放, 下周逆回购到期仍位于高位。本周五央行增大逆回购投放, 一定程度体现出央行对于资金面的关注态度, 下周资金面面临多方面潜在因素冲击, 央行有望持续增大公开市场操作投放, 减少资金面波动, 关注央行下周动作。

**图 11：各期限资金价格走势（%）**


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

## 2.2 利率债走势分析：央行本周税期投放资金，经济数据发布超预期，本周利率债震荡上行

### 1) 利率债走势复盘：央行本周税期投放资金，经济数据发布超预期，本周利率债震荡上行

周一，央行开展了 1060 亿元 7 天期逆回购操作和 7890 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率均持平，分别为 1.8%、2.5%，充分满足了金融机构需求。Wind 数据显示，今日 2400 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存到期，因此单日全口径净投放 6050 亿元。本月累计 5000 亿元 MLF 到期，到期日 10 月 17 日。MLF 超量续作，现券表现略差，开盘持续上行，止盈情绪浓重，日终上行 2bp，已将上周一周向下幅度收回；

周二，央行开展了 710 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，今日 670 亿元逆回购到期，此外还有 5000 亿元 MLF 到期，央行昨日已经续做；因此单日净回笼 4960 亿元。今日回调，小幅上行 0.25bp；

周三，央行开展了 1050 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 1020 亿元逆回购到期，因此单日净投放 30 亿元。早盘 T 表现较好，后发布经济数据，略超预期，T 跳水，现券走高，日终上行 2bp；

周四，央行开展了 3440 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 1620 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1820 亿元。资金面持续收紧，短端上行幅度较大，早盘 1y 上行 10bp，日终长端上行 1.5bp；

周五，央行开展了 8280 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.80%。Wind 数据显示，今日 950 亿元逆回购到期，因此当日净投放 7330 亿元。Wind 数据显示，本周央行公开市场共有 6660 亿元逆回购、500 亿元国库现金定存和 5000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 14540 亿元逆回购和 7890 亿元 MLF 操作，因此

本周央行公开市场全口径净投放 10270 亿元。股市大幅走弱，债市下午拉升，日终长端下行 1bp。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230018 由 2.6660% 累计上行 3.65bp 至 2.7025%，10 年国开活跃券 230210 由 2.7575% 累计上行 0.35bp 至 2.7610%。

**图 12: 10 年期国债收益率 (%)**



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

**2) 利率债展望: 本周发布 GDP 等经济数据, 较为超预期, 加大市场波动。本周已是近期第三次达到 2.7% 关键点位, 目前无明显利好情况下将继续震荡上行, 仍维持 2.75-2.8% 区间看法不变**

**经济数据:** 三季度 GDP 同比增长 4.9% (预期 4.5%), 9 月工业增加值同比增长 4.5% (预期 4.6%), 1-9 月固定资产投资同比增 3.1% (平预期), 1-9 月房地产开发投资同比下降 9.1% (预期降 8.5%), 9 月社会消费品零售总额同比增 5.5% (预期 4.9%), 9 月全国城镇调查失业率为 5% (预期 5.2%)。

**GDP:** 超预期, 出口有一定拉动, 服务业超预期。四季度在 4.4% 情况下可达到全年 5% 的增速目标, 在低基数情况下较容易达到。社零: 超预期, 7、8、9 三个月环比增加, 趋势向上, 同样是服务业拉动, 餐饮娱乐类支撑, 地产链下滑, 文化办公下滑。固投: 平预期, 基建持续支撑, 且 9 月有一定提升; 制造业投资同比 7.9%, 延续扩张; 地产投资降幅 9 月有一定的收窄, 但尚不能确认为转向。失业率: 9 月较上月回落。

整体看, 地产和股市持续低迷, 政策端的利好并未带来预期走势, 导致债市上行速度降低, 但债市目前并无利好刺激, 且四季度资金面逐步收紧的情况下, 债市压力较大仍维持 2.75-2.8% 区间看法不变。

### 2.3 存单信用债分析: 存单融资额环比下行、信用债融资额反弹; 信用债收益率多数上行

#### 1) 一级市场发行: 存单融资额环比下行、信用债融资额反弹

同业存单方面, 本周, 同业存单净融资规模为 -3,170.50 亿元, 发行总额达 5,223.30 亿元, 平均发行利率为 2.4661%, 到期量为 8,393.80 亿元。同业存单融资额环比下行。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 10.44bp 报 2.2176%, 3M 期存单平均发行利率较上周上行 7.30bp 报 2.4466%, 6M 期存单平均发行利率较上周上行 2.23bp 报 2.4975%, 9M 存单平均发行利率较上周上行 4.33bp

报 2.5531 %。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,955.96 亿元，环比增加 1,318.79 亿元，偿还量约 2,434.60 亿元，净融资额约 521.36 亿元，环比回升 734.05 亿元。

## 2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数上行，1 年期各评级信用债收益率上行 8.16bp~9.17bp，3 年期各评级信用债收益率上行 4.26bp~上行 6.26bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.36BP~3.92bp。

**表 3：信用债各期限收益率水平**

信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.6865	16.10%	9.17
信用债(AAA):3 年	2.9596	14.00%	4.26
信用债(AAA):5 年	3.1285	8.40%	0.36
信用债(AA+):1 年	2.7993	15.60%	8.66
信用债(AA+):3 年	3.1778	15.90%	4.26
信用债(AA+):5 年	3.4516	11.70%	0.36
信用债(AA):1 年	2.8643	13.50%	8.16
信用债(AA):3 年	3.4278	13.60%	6.26
信用债(AA):5 年	3.7516	8.20%	3.92

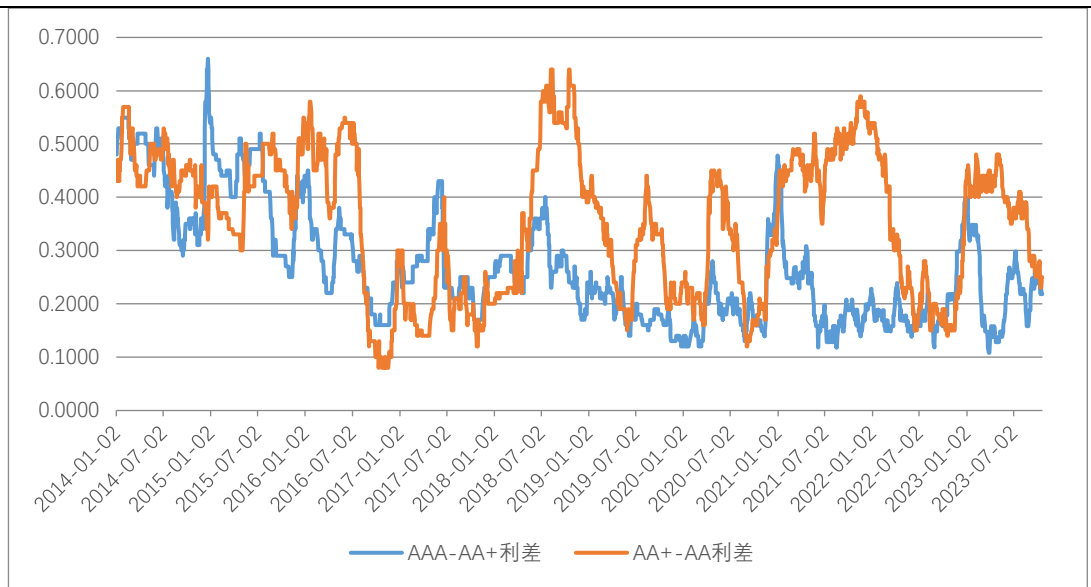
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别缩小 4.91bp、缩小 4.4bp、缩小 1.9bp，5Y-3Y 利差分别缩小 3.9bp、缩小 3.9bp、缩小 2.34bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 22bp，较上周持平，AA 与 AA+之间的利差为 25bp，较上周扩大 2bp。



图 13: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

### 三、 主要资产价格分析

#### 3.1 权益市场分析: 市场有望触底回升, 波动上行

##### 1) 权益市场走势复盘: 本周市场持续向下探底, 市场主要指数全部下跌, 其中价值股较为抗跌

本周市场整体下跌, 上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50、创业板指、中证 500、中证 1000 分别下跌 3.40%、4.95%、4.17%、3.35%、4.99%、3.72%、5.06%。行业风格上, 本周全部风格均下跌, 成长风格表现较弱, 下跌 5.33%。分行业来看, 申万一级行业中全部行业下跌, 通信、医药生物、计算机表现较弱, 分别下跌 7.35%、6.88%、6.24%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交额为 7724.42 亿元, 较上周减少 328.05 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 16.72 倍, 较上周下降 3.91%。北向资金本周呈流出状态, 净卖出金额为 240.45 亿元。

本周市场表现低迷的主要原因有: 1) 美国 9 月消费指数超预期, 美元指数及美债收益率持续走高; 2) 中东冲突升级, 市场避险情绪升温; 3) 中东冲突引发避险情绪上升叠加美元美债收益率走高, 外资出现持续外流; 4) 投资者对于市场情绪持续偏弱, 对于边际改善信号反应较淡。

##### 2) 权益市场展望:

当前市场处于下行有底, 波动向上区间。10 月 18 日在超预期的三季度国内 GDP 数据、9 月社零数据披露后市场并未立刻反弹, 或因为三季度实际 GDP 增速虽超预期, 但名义 GDP 增速却小于实际 GDP 增速, 第三产业平减指数持续下行或反映部分领域仍处于弱复苏状态。美国国债大规模发行而美联储不断缩表导致债券流动性危机加剧, 近期美债利率飙升, 周五早盘 10 年期美债利率触及 5%。高利率不仅提高市场融资成本, 且资金大幅流出将迫使其他非美国国家提高国内利率水平, 或是导致本国货币汇率承受压力而贬值, 增加非美国国家国内经济以及金融市场的风险, 威胁新兴市场的宏观金融稳定。在美债利率高企及对稳增长政策接力观察的共同作用下,

10月20日上证指数下探突破3000点。我们认为市场进一步下行空间有限。10月上旬证监会出台融券政策加强逆周期调节，弱化市场空头力量，往后看市场或震荡上行。

10月下旬即将进入三季报密集披露期，市场前期预期逐步得到验证。截至10月19日全部A股共331家上市公司已披露三季报业绩预告，披露企业占全部上市企业的6.25%，披露率较去年同期的9.05%下降2.80%。其中2023年业绩预喜企业占比相较2022年下降12.22%，预警提升3.69%。观察过去五年三季报全部A股净利润同比增速变化，发现经过2018-2020年高速增长后，2021、2022年增速较弱。根据截至10月19日披露数据，2023年业绩预告净利润增速中位数为60.00%，相较2022年的62.50%下降2.50%。2023年三季度上市公司业绩或承压。当前市场整体估值偏低，但当前经济动能走弱趋势已经得到一定程度遏制，企业业绩或筑底，市场估值或将触底回升。

大消费板块业绩预告披露率和预喜占比表现相对较好。观察2018至2023历年截至10月19日各行业三季报业绩预告披露率，2023年各行业业绩披露率较低，31个申万一级行业中大消费板块披露率较高。业绩预喜占比较高且近五年PE估值分位较低的行业有：环保、煤炭、美容护理、家用电器、电力设备、食品饮料、农林牧渔、医药生物、通信。10月18日统计局发布会表示，三季度由于消费持续回升，出口下行，投资增速在回落，经济增长的“三驾马车”影响格局略有变化，最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到94.8%，拉动GDP增长4.6个百分点。我们重点看好大消费板块，其中医药生物板块共31家上市公司披露业绩预告，业绩预喜占比达80.65%，医药行业整体进入利空出尽后的修复阶段，行业在经历调整之后持续回暖。此外，电子行业当前披露率虽较低，但仍值得关注。中国大陆成熟制程扩产强劲，需求旺盛，我国半导体设备产业迈向全面国产化，看好前道半导体设备业绩延续高增，后道半导体设备随着半导体周期触底，在AI对先进封装需求的带动下逐季回暖。

展望未来，在美债利率高企及对稳增长政策接力观察的共同作用下上证指数探底，我们认为市场进一步下行空间有限，往后看市场或震荡上行。随三季报落地A股盈利周期或开启回升，当前市场估值处于历史低位，当下或为积极布局期。短期内建议三季报披露率及预喜占比相对较高的大消费板块。此外，有望受益于国产替代的半导体领域建议持续关注。

### 3.2 美元指数分析：鲍威尔透露债市收益率上升可能意味着无需更多加息，美元指数本周回落

本周美元指数报106.1554，较上周上行0.5213。本周美联储官员鲍威尔发言称当前美国通胀仍然较高，抗击通胀仍需时间，但同时提出债市收益率上升可能意味着无需更多加息，此前FOMC会议透露2023年很可能仍有一次加息，鲍威尔发言当天，美元指数有所下行。本周美国9月份零售数据公布，一定程度超市场预期，对于美元提供支撑。本周欧洲央行首席经济学家表示，欧洲央行将尽可能维持高利率水平，受此影响，本周欧元一度走强，相应压制美元指数下行。

9月份FOMC会议决议对未来利率路径有所转鹰，但另一方面，美联储在加息周期往往更加注重预期管理，实际操作上可能相较公开发言更偏鸽派。结合近期点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点，未来持续

加息的空间明显减小。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于2%的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，金融行业压力增大，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 14：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

### 公司的投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址:** 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

**公司网址:** www.avicsec.com

**联系电话:** 010-59219558

**传 真:** 010-59562637