

## 嘉合固定收益周报

社融高增超市场预期，四季度金融支持力度有望维持

嘉合基金固定收益研究部

2022年10月16日 星期日

### 宏观&利率

2022年10月11日，央行公布了9月份的金融统计数据：

- M2 同比增长 12.1%，增速较 8 月末下降 0.1 个百分点；
- M1 同比增长 6.4%，增速较 8 月末提升 0.3 个百分点；
- 新增人民币贷款 2.47 万亿元，市场预期 1.8 万亿元，前值 1.25 万亿元；
- 新增社会融资 3.53 万亿元，同比多增 6274 亿元；存量社融同比增速 10.6%，较 8 月末提升 0.1 个百分点。

9 月份社融、信贷数据无疑是乐观的，体现出政策的支持力度以及实体经济的逐渐复苏。往后来看，人民币贷款数据高增的可持续性将强于社融数据，原因是去年不存在高基数效应以及贷款支持政策持续的能见度较高。从数据间的优先级来看，企业中长期贷款更能够体现出实体经济修复的情况，总体来看预计四季度金融端对于实体经济的支持仍然偏强。

### 信用债

本周(10.10-10.16)一级市场信用债发行量 2,818.89 亿元，总偿还量 2,030.17 亿元，净融资量 788.72 亿元。分评级来看，本周高评级 AAA 发行占比为 66.03%，AA+发行占比为 13.54%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 54.58%，中长期发行占比有所增加。

本周信用债收益率大多下行。其中产业债 3 年期 AA、AA-等级下行幅度最大(6bp);城投债 1 年期 AA-等级下行幅度最大 (12bp)。

信用利差方面，本周产业债除 5 年期 AAA、AA 及 AA-等级信用利差走阔外，其余各等级各期限均收窄，其中 1 年期 AA、AA-等级收窄幅度最大 (9bp)；城投债除 5 年期 AAA、AA 及 AA-等级和 3 年期 AA、AA-等级外，其余各等级各期限信用利差均收窄，其中 1 年期 AA-等级收窄幅度最大 (15bp)。

李超 lichao@haoamc.com

乔路 qiaolu@haoamc.com

赵芸静 zhaoyunjing@haoamc.com

王治正 wangzhizheng@haoamc.com

舒烟雨 shuyanyu@haoamc.com

## 一、宏观政策面回顾

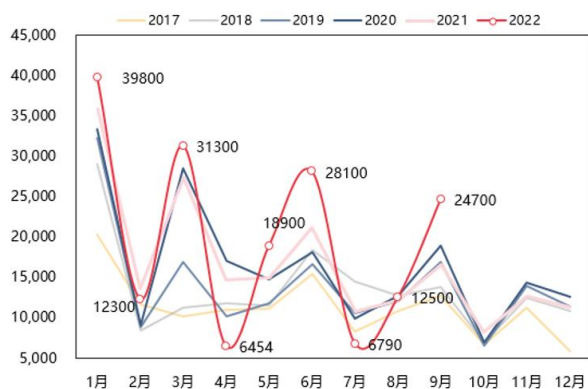
2022年10月11日，央行公布了9月份的金融统计数据：

- M2 同比增长 12.1%，增速较 8 月末下降 0.1 个百分点；
- M1 同比增长 6.4%，增速较 8 月末提升 0.3 个百分点；
- 新增人民币贷款 2.47 万亿元，市场预期 1.8 万亿元，前值 1.25 万亿元；
- 新增社会融资 3.53 万亿元，同比多增 6274 亿元；存量社融同比增速 10.6%，较 8 月末提升 0.1 个百分点。

### 1、新增人民币贷款规模超出市场预期，贷款结构改善明显

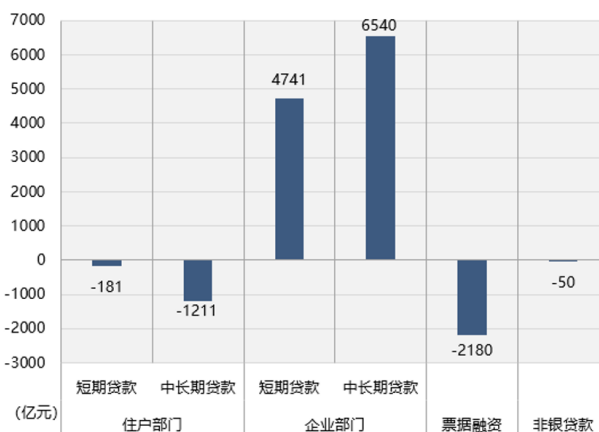
9 月份新增人民币贷款 2.47 万亿元，同比多增 6274 亿元，信贷总量放量明显，强于往年同期水平，同时贷款结构出现明显改善。新增人民币贷款总量超出市场预期，增长主要来源于企业贷款，特别是企业中长期贷款同比多增较多，贷款结构同样出现明显改善，体现出政策加码下基建、制造业投资带来的贷款规模高增。

图 1：新增人民币贷款规模情况



资料来源：Wind，嘉合基金

图 2：2022 年 9 月新增人民币贷款分项同比多增情况



资料来源：Wind，嘉合基金

9 月份人民币贷款总额同比多增 8100 亿元，其中居民部门同比少增 1383 亿元，企业部门同比多增 9370 亿元，企业部门贷款需求明显强于居民部门。居民短期贷款规模 3038 亿元，去年同期 3219 亿元，同比少增规模占比较低，近几月规模变动趋势基本与去年同期相同，且同比变动差额较小，属于正常波动，无需过度解读。居民中长期贷款规模 3456 亿元，相较去年同期少增 1211 亿元，居民购房需求相比去年仍然偏弱，这与近期商品房销售数据可以相互印证。同时，居民中长期贷款 7-9 月份分别为 1486 亿元、2658 亿元和 3456 亿元，有明显回升趋势，房地产行业整体疲弱的叙事背景下隐藏着真实购房需求正在逐渐复苏的暗线，如无进一步风险冲击预计居民购房需求可以判断已经企稳，未来修复速度有待进一步观察。

企业端来看，在政策性开发金融工具投放和地方政府专项债逐渐形成实质工作量的促进下，企业中长期贷款已经连续两个月同比多增，在老基建以及相关产业链带动下预计企业中长期贷款年内有较强支撑。9 月份票据融资同比少增而短期贷款同比大幅多增，可能是政策性引导下此前票据融资口径收窄转为通过企业短期贷款放款所致，从两者合并后规模来看企业对于短期资金的需求仍然旺盛，企业实际经营压力仍然较大。

往后来看，市场担忧人民币贷款增长的可持续性，尤其是居民中长贷能否同比多增和企业中长贷能否持续。分开来看，居民中长期贷款在 2020 年和 2021 年变现本身就异于往年，且是历史同期高点。相较而言，在房地产行业政策变化的 2022 年，居民中长期贷款同比少增属于正常现象，当前 2021 年高基数时期已经基本过去，而居民购房需求正在底部修复，叠加近期房地产需求端政策频出，未来居民中长期贷款再次恶化的概率较低。企业中长期贷款方面，从此前两轮政策性开发金融工具的推出节奏、央行制度配套和工具规模来看，中短期内将是一种刺激经济的常规手段，在 10 月底至 11 月初可能会有第三轮支持工具获批，维持当前较强的刺激力度。同时央行在 9 月 28 日设立 2000 亿元设备更新改造转向再贷款、2000 亿元保交房转向借款也将集中在四季度发力。叠加存款类金融机构信贷额度较为充足，预计企业中长期贷款也有明显的中期支撑，持续性无需过多担心。

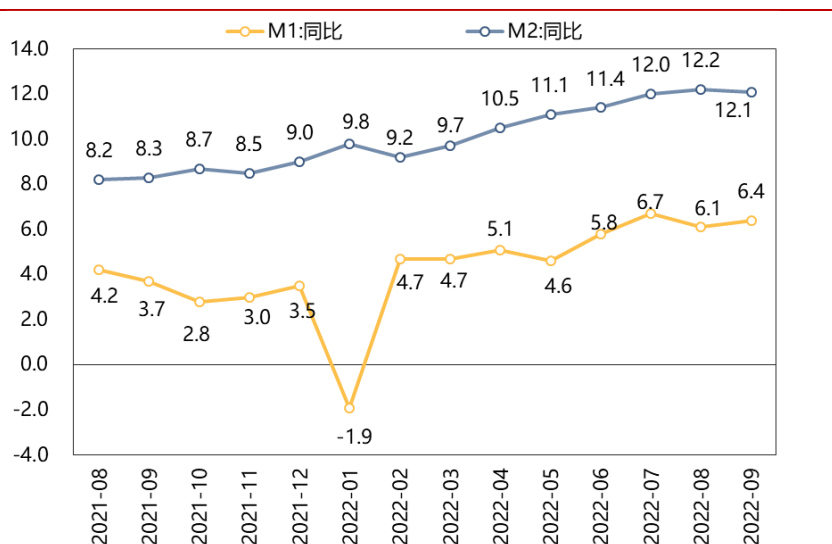
## 2、M1 维持扩张，M2 增速高点回落

9 月份 M2 同比增长 12.1%，增速较 8 月末下降 0.1 个百分点，M1 同比增速为 6.4%，较上月回升 0.3 个百分点，M2-M1 增速差为 5.7%，较上月收窄 0.4 个百分点。

M2 同比增速微幅放缓主要受到财政存款投放力度减弱影响，今年政府债券发行前置且投放迅速使得 M2 增速提升较快，目前地方政府专项债除新增限额使用外已经发行完毕，已募集资金也在投放尾声，未来对于 M2 增速的影响力将逐渐下降，M2 同社融的剪刀差将收敛。此外，居民存款持续呈现同比多增的情况，9 月份同比多增 3232 亿元，相较上月的 4948 亿元小幅下降，居民消费和投资意愿仍然偏弱但有小幅改善，改善的可持续性存疑。

从 M1&M2 的变化上来看，企业活期存款本月出现小幅下降，符合季节性规律，但从企业活期的波动程度来看明显弱于 2021 年和 2020 年，说明实体经济的活跃程度不高，经济修复尚处于缓慢爬坡阶段。此外非银存款连续两月大幅少增以及货币基金（和企业定期）大幅多增体现出居民和企业对于资本市场投资较为谨慎，存在赎回风险资产购买货币基金或者进行定存的情况，体现出居民和企业对于未来经济的预期较差。

图 3：M1&M2 同比变动情况



资料来源：Wind，嘉合基金

## 3、社会融资规模同比多增，大超预期

9 月份新增社融 3.53 万亿，市场预期 2.75 万亿，同比多增 6274 亿元，社融存量同比增速为 10.6%，较 5 月份提升 0.1 个百分点。

9 月份社融主要贡献项目为人民币贷款和表外融资。企业贷款方面，如前所述，9 月份贷款数据改善较为明显，主要是政策性开发金融工具和地方政府专项债短期内形成合力推高企业贷款所致。表外融资方面，此前报告中已经表达过 2022 年以来，资管新规带来的影响已经逐渐消退，委托贷款和信托贷款作为存款类金融机构贷款投放以外的重要信用扩张渠道正在逐渐恢复其对实体经济的支持作用，截至 9 月份两者已经连续 10 个月形成了同比多增的局面，预计后期仍然承担着托底经济的重要职能。

地方政府专项债发行节奏区别使得 11 月-12 月份社融增长压力较大。由于今年地方政府债券发行节奏与 2021 年存在着较大区别，导致去年地方政府专项债集中发行的 11 月-12 月份的社融基数较高，如需保持社融持续同比多增需要更多助力，尤其是需要维持人民币贷款的持续高增以及尽快疏通企业债券的融资渠道。

图 4：2022 年 9 月新增社会融资规模及其分项同比变动情况

(亿元)	当月新增	环比多增	同比多增
新增社会融资规模	35300	10978	6274.00
人民币贷款	25719	12375	7964.00
外币贷款	-713	1539	-694.00
委托贷款	1507	-248	1529.00
信托贷款	-192	280	1906.00
未贴现银票	134	-3351	120.00
企业债券	876	-272	-261.00
政府债券	5525	2480	-2541.00
股票发行	1021	-230	249.00
其他	0	-628	-2147.00

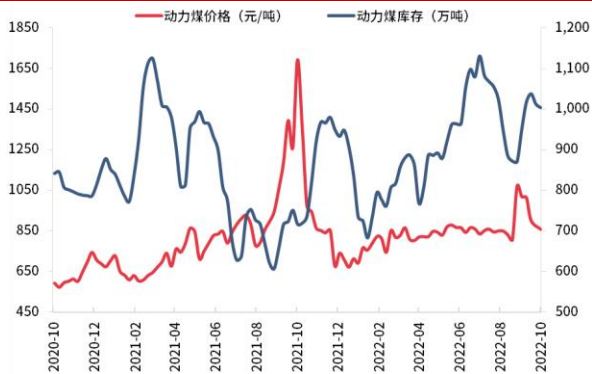
资料来源：Wind，嘉合基金

综上，9 月份社融、信贷数据无疑是乐观的，体现出政策的支持力度以及实体经济的逐渐复苏。往后来看，2021 年 11 月-12 月社融数据存在明显的高基数效应，在当下经济修复仍面临各种困难的情况下，后期社融数据想要实现同比多增还需更多政策扶持。相较而言，人民币贷款数据高增的可持续性将强于社融数据，原因是去年不存在高基数效应以及贷款支持政策持续的能见度较高。从数据间的优先级来看，企业中长期贷款更能够体现出实体经济修复的情况，总体来看预计四季度金融端对于实体经济的支持仍然偏强。

## 二、本周高频数据回顾

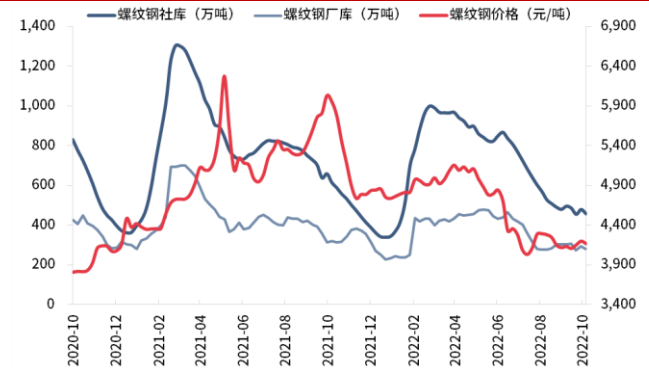
节后第一周国内上游商品价格保持稳定，水泥价格指数小幅回升。节假日期间，工业生产存在短暂停滞，发电耗煤量有所下降，煤炭价格下降库存上升。螺纹钢价格保持稳定，整体下游需求仍然偏弱。水泥价格在基建开工加速落地的促进下小幅上行，基本符合季节性规律，预计后期价格仍有一定上行空间。受海外需求衰退影响，CCFI 指数快速下降至去年年中水平，但 BDI 指数小幅回暖，预示未来一段时间内需求端将以国内复苏为主要支撑。

图 5：动力煤价格及库存走势



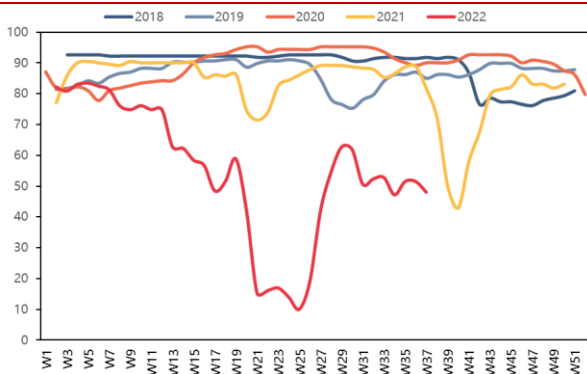
资料来源：Wind，嘉合基金

图 6：螺纹钢价格及库存走势



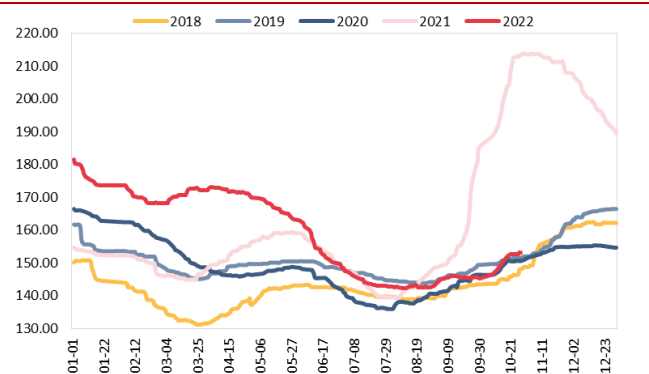
资料来源：Wind，嘉合基金

图 7：钢厂盈利比率（%，全国 247 家）



资料来源：Wind，嘉合基金

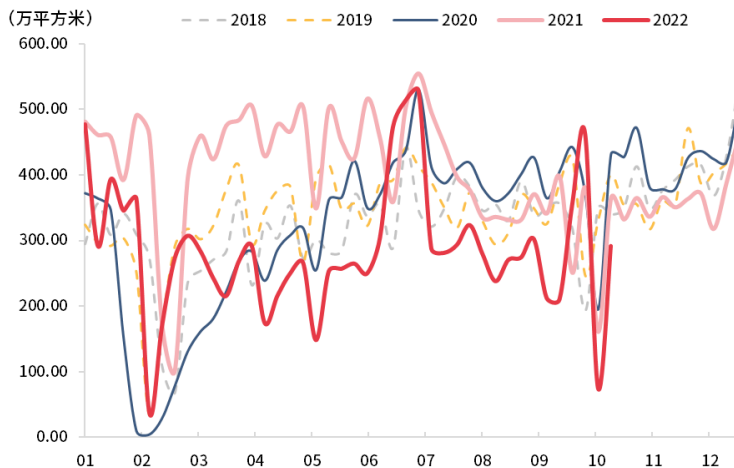
图 8：全国水泥价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

房地产销售面积本周较十一期间有季节性回暖，但同比仍然较弱，大约为 8 月份左右水平，短期季节性回调还需进一步观察。节前 30 大中城市商品房成交面积出现脉冲式上行，但持续时间较短。节后销售面积情况已恢复至 2 季度平均水平左右，基本符合前期房地产销售景气度低点已经出现的判断，但是否出现复苏以及复苏强度还有待更多数据验证。

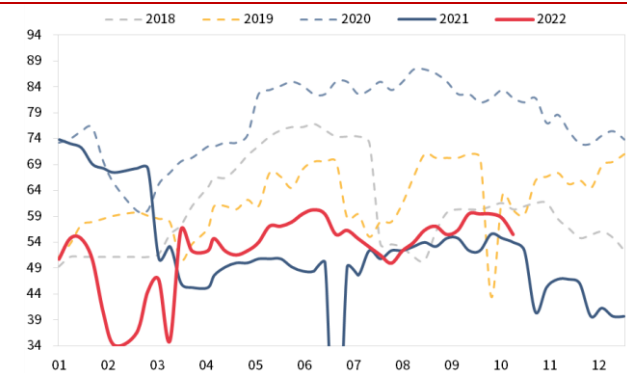
图 9：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind，嘉合基金

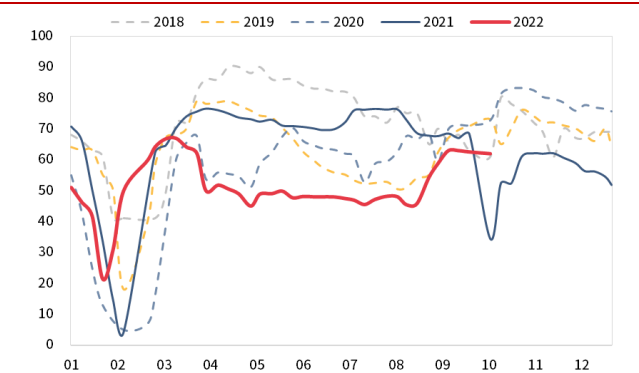
**本周开工率数据表现出现分化。**本周钢厂、涤纶长丝开工率以及 PTA 产业负荷率出现一定下行，尚未恢复至节前高点，但目前还较难判断是需求端支持力度不足或是节假日影响供给端开工情况。汽车半钢胎开工率大幅回升，目前已超节前高点，汽车产业链当前景气度仍然较高。

图 10：唐山钢厂高炉开工率历年对比



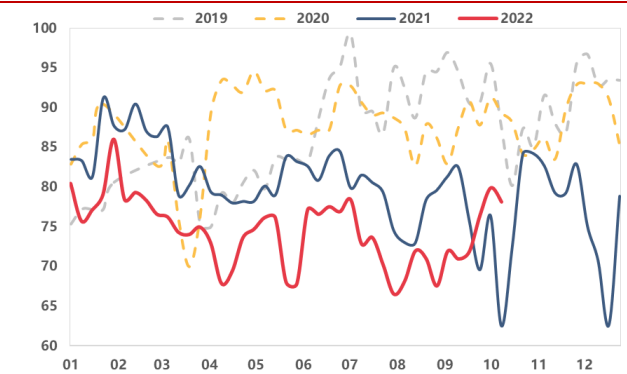
资料来源：Wind，嘉合基金

图 11：涤纶长丝开工率历年对比



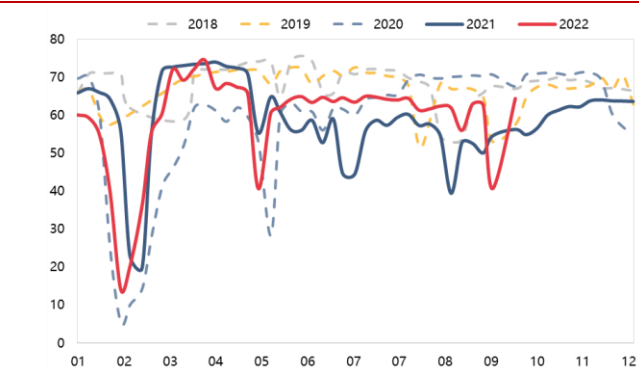
资料来源：Wind，嘉合基金

图 12：PTA 产业链负荷率历年对比



资料来源：Wind，嘉合基金

图 13：半钢胎开工率历年对比



资料来源：Wind，嘉合基金

**本周猪肉价格持续上行，带动农产品价格指数上涨。**本周猪肉价格延续了节前涨势，虽然有关部门已经提示风险，但短期上行压力难以快速消退，预计猪肉价格 10 月份将保持强势地位。但目前距离春节时间间隔较长，养殖户压栏至春节的可能性较低，年底前猪肉价格可能出现回落。此外，9 月份 CPI 持续上行，但不及市场预期，主要受到服务类价格上行不及预期所致，未来 CPI

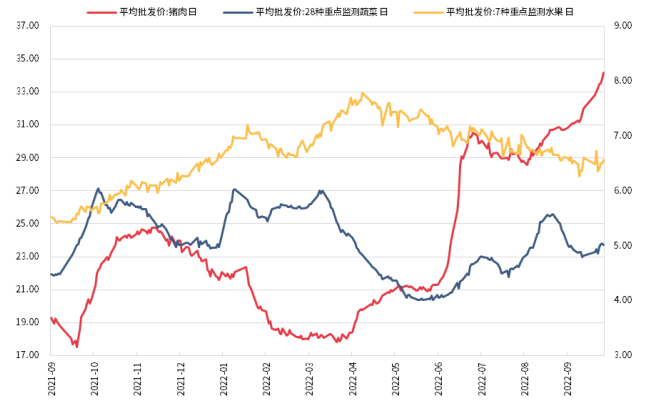
将保持高位稳定，年内通胀压力最大的阶段已基本结束。

图 14：农产品批发价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

图 15：猪肉及重点蔬菜、水果价格



资料来源：Wind，嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

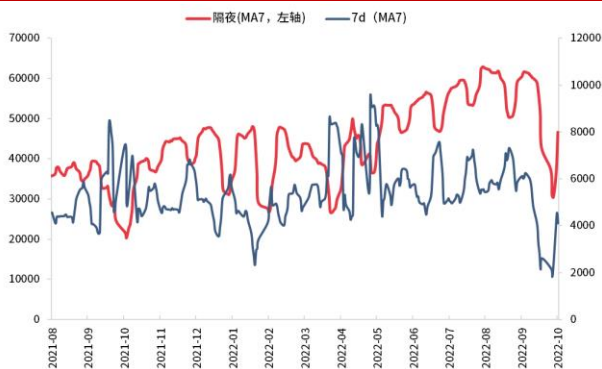
本周央行公开市场共投放 100 亿元，公开市场共到期 3760 亿元，央行公开市场净回笼 3660 亿元，系央行回笼季末投放资金所致。R001 收于 1.23%，较上周上行 11.0BP；R007 收于 1.61%，较上周上行 15.4BP，银行间流动性维持充裕水平，利率小幅上行。由于假期因素影响，上周资金利率基数存在一定低估，目前银行间市场利率基本恢复至节前水平，流动性保持合理充裕。四季度将有 2 万亿元 MLF 到期，预计央行将等量续作或微幅缩量，存在一定降准置换 MLF 的可能，但在降息之后其概率已大大降低。

图 16：一周流动性概览



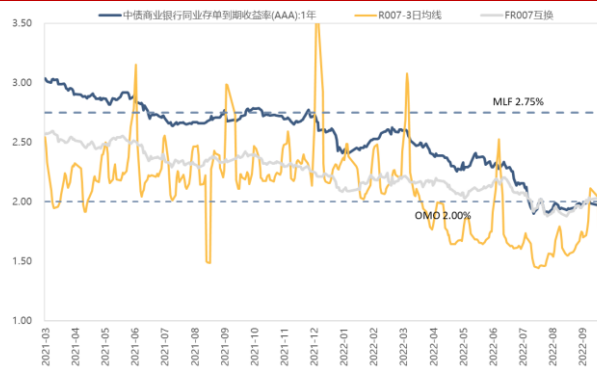
资料来源：Wind，嘉合基金

图 17：银行间隔夜和 7D 回购交易量



资料来源：Wind，嘉合基金

图 18：资金价格与 3M 存单价格对比



资料来源：Wind，嘉合基金

### 四、债券市场回顾

#### 1、利率债市场

本周债券收益率普遍下行，长端债券整体表现较好。1 年期国债收益率下行 4.39BP 至 1.79%，1 年期国开收益率上行 3.0BP 至 1.89%；10 年期国债收益率收于 2.70%，下行 4.75BP，10 年期国开收益率收于 2.86%，下行 4.73BP。

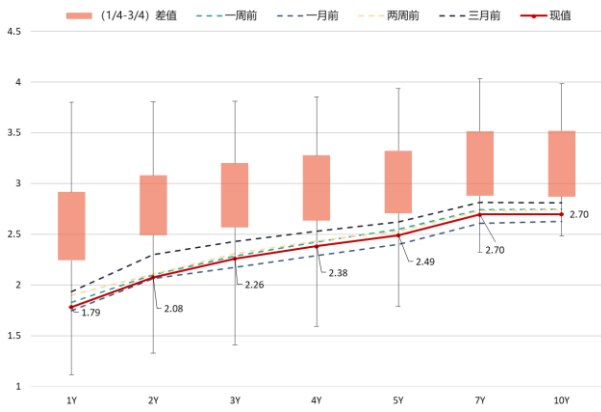
本周社融数据超市场预期，但 CPI 不及市场预期，美债收益率短期见顶信号明显，国内债券市场情绪有所转好。虽然 9 月份社融数据超过了市场一致预期，但总体来看市场对于“超预期”早已达成共识，尤其是银行作为债券市场和信贷市场的最主要参与者，对于市场的判断基本都提前反映在节前的债券价格当中。此外，海外市场在国庆期间出现了波折反复，整体市场运转最终与节前相差不大，年内加息预期基本稳定。综合以上两个方面，债券市场本周情绪转好可以判断为内外部最大的两个利空均已落地，叠加四季度经济预期尚不明朗，国内流动性仍将保持合理充裕，长端国债存在政策利率的较强上限约束，市场对于债券短期走势更加乐观。值得注意的是，虽然国内需求端复苏尚不稳固，但生产端有明显加速的迹象，同时央行近期的部分工具将有效保证四季度社融增速，对于债券市场仍然有较多限制，收益率下行空间较为有限。

图 19：一周利率债概览

1Y国债		3Y国债		5Y国债		10Y国债	
	<b>1.79 -4.39</b>		<b>2.26 -2.34</b>		<b>2.49 -5.81</b>		<b>2.70 -4.75</b>
前值	1.83 ▼BP	前值	2.28 ▼BP	前值	2.55 ▼BP	前值	2.75 ▼BP
1Y国开		3Y国开		5Y国开		10Y国开	
	<b>1.89 3.00</b>		<b>2.33 -4.19</b>		<b>2.57 -6.75</b>		<b>2.86 -4.73</b>
前值	1.86 ▲BP	前值	2.38 ▼BP	前值	2.64 ▼BP	前值	2.91 ▼BP

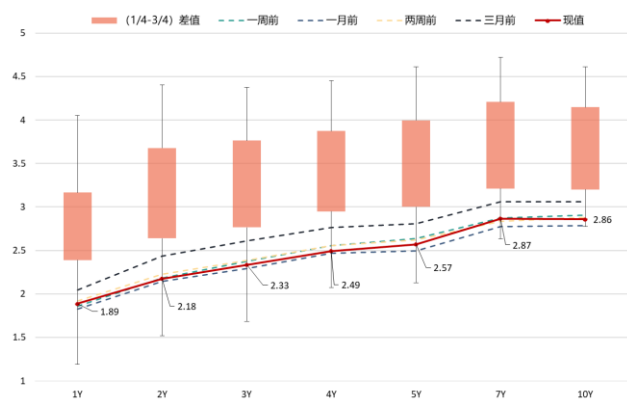
资料来源：Wind，嘉合基金

图 20：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 21：国开债期限结构

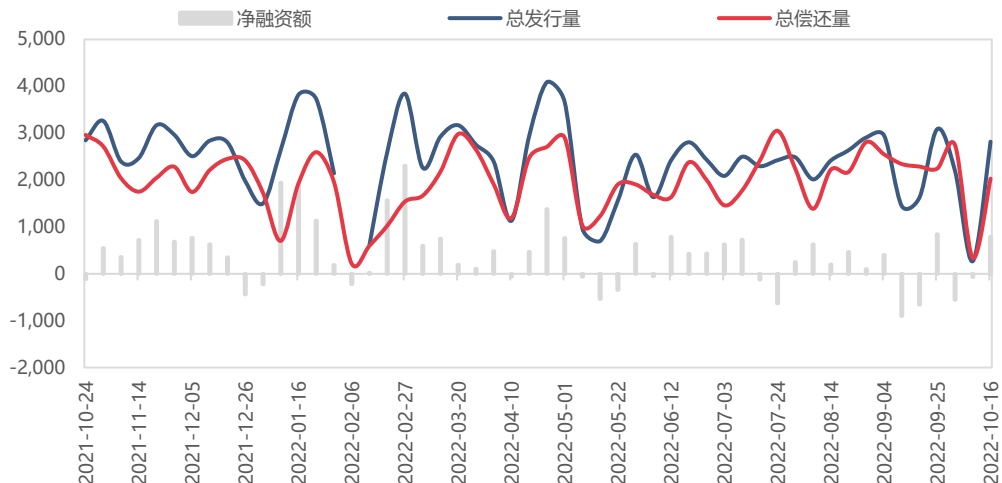


资料来源：Wind，嘉合基金

## 2、信用债市场

本周(10.10-10.16)一级市场信用债发行量 2,818.89 亿元，总偿还量 2,030.17 亿元，净融资量 788.72 亿元。分评级来看，本周高评级 AAA 发行占比为 66.03%，AA+发行占比为 13.54%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 54.58%，中长期发行占比有所增加。本周共有 1 只债券推迟发行，金额合计 2.80 亿元，共有 6 只债券取消发行，金额合计 37.75 亿元。

图 22：信用债发行、偿还、净融资额(亿元)



资料来源：Wind，嘉合基金

本周信用债收益率大多下行。其中产业债 3 年期 AA、AA-等级下行幅度最大(6bp);城投债 1 年期 AA-等级下行幅度最大 (12bp)。

图 23：一周信用债收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/9(%)	2.14	2.67	2.99	2.27	2.83	3.24	2.34	3.02	3.70
2022/10/14(%)	2.09	2.62	2.94	2.21	2.80	3.22	2.28	2.96	3.65
变动 (BP)	-6	-5	-4	-6	-3	-2	-6	-6	-5
2010年以来历史位置	2.00%	2.00%	0.60%	2.00%	1.90%	1.00%	0.30%	0.70%	1.60%
2015年以来历史位置	3.20%	3.20%	1.00%	3.20%	3.10%	1.70%	0.60%	1.20%	2.60%

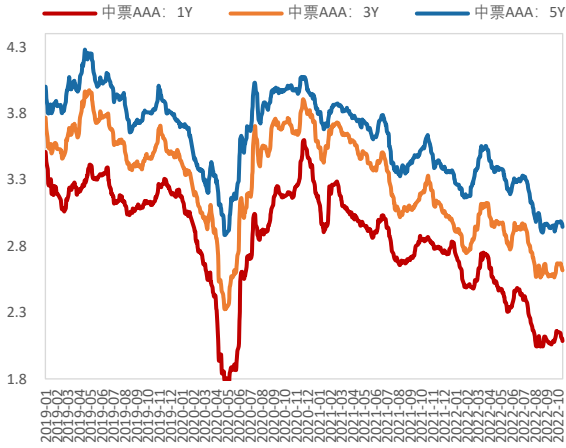
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 24: 一周城投收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/9(%)	2.12	2.68	3.04	2.23	2.83	3.22	2.35	2.97	3.46
2022/10/14(%)	2.10	2.61	2.99	2.21	2.80	3.20	2.34	2.94	3.47
变动(BP)	-2	-6	-5	-3	-3	-2	-2	-3	1
2010年以来历史位置	2.40%	1.40%	0.60%	2.40%	2.00%	1.30%	2.20%	1.60%	3.10%
2015年以来历史位置	3.90%	2.30%	1.00%	4.00%	3.30%	2.20%	3.60%	2.60%	5.20%

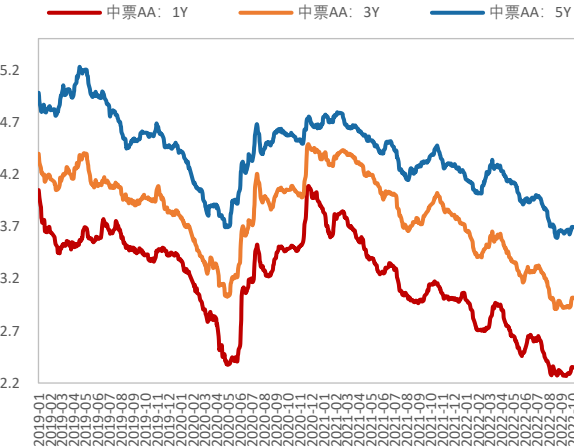
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 25: AAA 中票历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 27: AA 中票历史表现

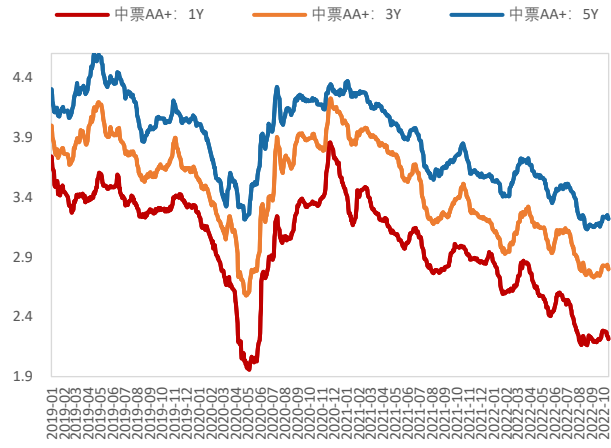


资料来源: Wind, 嘉合基金

图 29: AA+城投历史表现

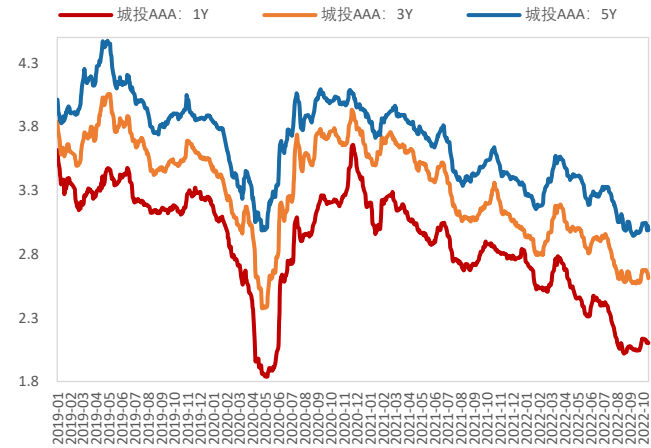


图 26: AA+中票历史表现



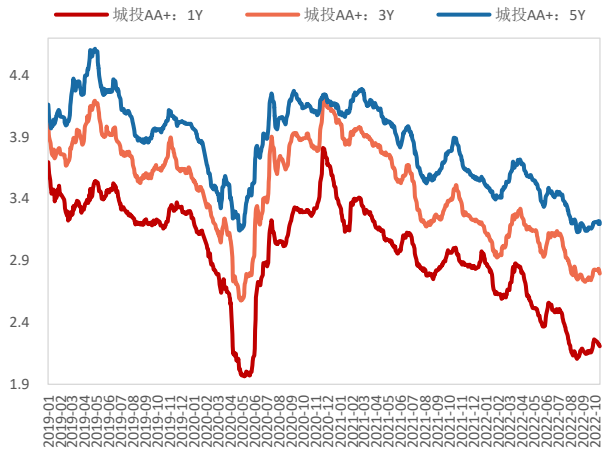
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 28: AAA 城投历史表现

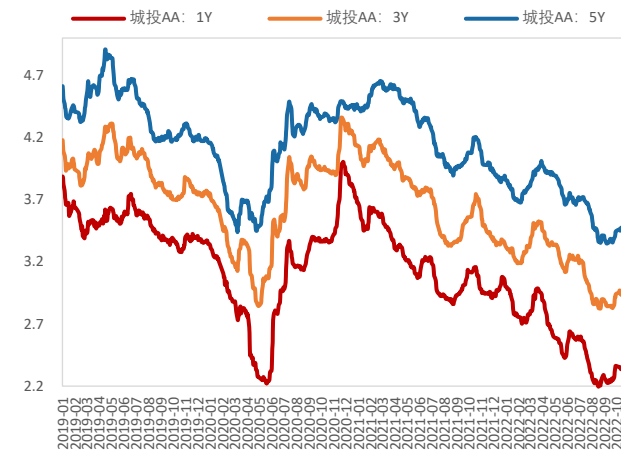


资料来源: Wind, 嘉合基金

图 30: AA 城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金



资料来源: Wind, 嘉合基金

信用利差方面, 本周产业债除 5 年期 AAA、AA 及 AA-等级信用利差走阔外, 其余各等级各期限均收窄, 其中 1 年期 AA、AA-等级收窄幅度最大 (9bp); 城投债除 5 年期 AAA、AA 及 AA-等级和 3 年期 AA、AA-等级外, 其余各等级各期限信用利差均收窄, 其中 1 年期 AA-等级收窄幅度最大 (15bp)。

图 31: 一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/9(%)	0.28	0.29	0.35	0.41	0.45	0.60	0.48	0.64	1.06
2022/10/14(%)	0.20	0.28	0.37	0.33	0.46	0.65	0.40	0.62	1.08
变动(BP)	-9	-1	3	-9	1	5	-9	-2	2
2010年以来位置	0.30%	7.20%	12.90%	0.20%	5.60%	13.40%	0.00%	2.90%	14.50%
2015年以来位置	0.60%	10.80%	19.60%	0.40%	9.30%	22.00%	0.10%	4.80%	23.90%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 32: 一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2022/10/9(%)	0.26	0.30	0.40	0.38	0.46	0.58	0.50	0.59	0.82
2022/10/14(%)	0.21	0.28	0.41	0.32	0.47	0.62	0.45	0.60	0.90
变动(BP)	-5	-2	2	-6	1	5	-5	1	8
2010年以来位置	0.60%	4.10%	11.10%	0.90%	9.90%	15.30%	1.60%	7.20%	13.10%
2015年以来位置	1.00%	6.80%	18.20%	1.50%	16.40%	25.20%	2.70%	11.90%	21.60%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 33: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
10月11日	债券违约	鑫苑(中国)置业	鑫苑置业未能清偿到期债务	21鑫苑01
10月11日	债券违约	鸿坤伟业	"18鸿坤01"无法按期兑付	18鸿坤01
10月11日	债券违约	武汉当代科技	子公司当代国际两笔美元债违约, 未偿还本金金额合计5.4亿美元	21当代02
10月11日	拟展期	恒大地产	拟将"20恒大05"利息支付展期6个月	21恒大01
10月12日	评级下调	金界控股	穆迪下调公司企业家族评级至"B2", 展望维持负面	金界控股 7.95% N20240706(重开)
10月12日	评级下调	旭辉控股	惠誉下调公司长期本外币评级至CC	旭辉控股集团 5.375% 永续债
10月13日	债券违约	阳光城	未按期足额偿付"20阳光04"的回售本金及本年度利息	阳光优A
10月14日	被列入被执行人	恒大地产	再被列入被执行人, 执行标的为1.61亿元	21恒大01

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 34: 行业新闻跟踪

相关新闻	
10月10日	工信部正式确定杭州、武汉、成都、宁德、南通、潍坊、合肥、株洲、广州、深圳、包头、齐齐哈尔等12个城市首批开展产业链供应链生态体系建设试点
10月10日	中国汽车出口量已经排到了全球第二！中汽协数据显示，2022年8月中国汽车出口量达30.8万辆，同比增长65%
10月10日	9月全国乘用车市场零售190.8万辆，同比增长21%，环比增长2%
10月11日	9月，我国汽车产销分别完成267.2万辆和261万辆，同比分别增长28.1%和25.7%
10月11日	9月乘用车市场零售达到192.2万辆，同比增长21.5%
10月11日	9月份，我国动力电池产量共计59.1GWh，同比增长155.2%
10月12日	国资委下发通知要求，国有企业坚决落实减租政策
10月12日	未来8年全球来自清洁能源的电力供应必须翻倍，才能有效限制全球变暖
10月13日	9月全国新增公共充电桩1.2万，同比增长56.6%
10月14日	种植牙属于更高层次的医疗需求，暂时未考虑将种植牙纳入医保支付范围

资料来源：Wind，嘉合基金

## 免责声明

本文件中的内容及观点仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议，嘉合基金管理有限公司（以下简称“嘉合基金”）或嘉合基金的相关部门、雇员不就本文件涉及的任何投资作出任何形式的风险承诺或收益担保，也不对任何人使用本文件内容而引致的任何损失承担任何责。

嘉合基金在本文件中的所有观点仅代表嘉合基金在本文件成文时的观点，嘉合基金有权对其进行调整。本文件转载的第三方报告或资料（若有），转载内容仅代表该第三方观点，并不代表嘉合基金的立场，嘉合基金不对其真实性、准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。除非另有明确说明，本文件的著作权为嘉合基金所有。未经嘉合基金的事先书面许可，任何个人或机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行复制、修改或发布。如转载、引用或刊发，需注明出处为“嘉财万贯”，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。