



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 66 期总第 1196 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 9 月 3 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
2023 年经济发展新动能指数增长 19.5%.....	1
加强公共实训基地建设中央预算内投资管理.....	1
国办印发意见推动服务贸易高质量发展.....	1
美国再度推迟宣布涉中国商品关税最终决定.....	2
以色列举行全国性罢工和抗议活动.....	2
货币市场	3
存量利率下调预期再起.....	3
7 月渣打人民币环球指数升至历史新高.....	3
监管动态	4
完善金融消费者权益保护相关制度体系.....	4
证券纠纷调解规则修订.....	4
金融行业	4
新登记私募基金不足百家.....	4
中国金融气象指数与服务平台发布.....	5
重点产业	5
2024 世界动力电池大会召开.....	5
2024 中国汽车产业发展（泰达）国际论坛召开.....	5
地方创新	6
青海：科技创新基地正式签约.....	6
重庆：取消限售、按区认定首套房.....	6
深度分析	6
宽松周期下信用利差短期与中长期分析框架.....	6



宏观经济

2023 年经济发展新动能指数增长 19.5%

8 月 31 日,国家统计局统计科学研究所所长阎海琪解读 2023 年我国经济发展新动能指数。阎海琪表示,创新驱动发展战略深入实施,科技管理体制深化改革纵深推进,高水平科技自立自强加快推进,国家战略科技力量强化,国家实验室体系建设有力推进,关键核心技术攻关成果丰硕,重大科技成果不断涌现,基础研究和原始创新能力持续提高,企业创新主体地位更加凸显,专精特新“小巨人”企业培育力度加大,科技成果转化进一步强化,科技创新作为发展新质生产力的核心要素,已成为推动经济发展新动能成长壮大的关键力量。测算显示,2023 年创新驱动指数 122.3,比上年增长 22.3%。全国研究与试验发展(R&D)经费投入达 3.3 万亿元,比上年增长 8.1%;累计培育专精特新“小巨人”企业达 12145 家;每万人口高价值发明专利拥有量达 11.8 件,比上年提高 2.4 件;技术市场成交合同额达 61476 亿元,增长 28.6%。

加强公共实训基地建设中央预算内投资管理

9 月 2 日,国家发展改革委修订印发《教育强国基础设施建设工程(公共实训基地方向)中央预算内投资专项管理办法》。其中提到,中央预算内投资对公共实训基地建设项目原则上按照东、中、西、东北地区(含根据国家相关政策享受中、西部政策的地区)分别不超过总投资(不含土地费用、市政费用,仅为工程建设投资,下同)40%、60%、80%、80%的比例进行支持。西藏自治区、南疆四地州、四省涉藏州县项目最高可在中央预算内投资限额内全额支持。享受特殊区域发展政策地区按照具体政策要求执行。省级公共实训基地项目的支持上限为 1 亿元,市级公共实训基地项目的支持上限为 7000 万元,县级公共实训基地项目的支持上限为 3000 万元。国家另有规定的,执行相关规定。

国办印发意见推动服务贸易高质量发展

9 月 2 日,国务院办公厅印发《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》。《意见》指出,服务贸易是国际贸易的重要组成部分和国际经贸合作的重要领域,在构建新发展格局中具有重要作用。《意见》提出 5 方面 20 项重点任务。一是推动服务贸易制度型开放,建立健全跨境服务贸易负面清单管理制度,发挥对外开放平台引领作用,加强规则对接和规制协调,提升服务贸易标准化水平。二是促进资源要素跨境流动,便利专业人才跨境流动,优化跨境资金流动管理,促进技术成果交易和运用,推动数据跨境高效便利安全流动。三是推进重点领域创新发展,增强国际运输服务能力,提升旅行服务国际竞争力,支持金融、咨询、设计、认证认可等专业服务国际化发展,鼓励传统优势服务出口,促进服务贸易与货物贸易融合发展,扩大优质服务进口,助力绿色低碳发展。四是拓展国际市场布局,深化服务贸易国际合作,建立健全服务贸易促进体系。五是完善支撑体系,创新支持政策措施,提升服务贸易统计监测水平,强化服务贸易区域合作。

我国暑期 1.1 亿人次出入境

国家移民管理局 9 月 3 日通报,今年暑期(7 月至 8 月)全国边检机关共计保障 1.1 亿人次中外人员出入境,日均 177.9 万人次,较去年同期增长 30.0%,环比 5、6 月份增长 13.0%。单日出入境最高值为 8 月 24 日的 223.7 万人次,达到历史峰值的 97.2%。其中,内地居民出入境 5538.1 万人次,较去年同期增长 28.1%;港澳台居民出入境 4403.2 万人次,较去年同期增长 27.6%;外国人出入境 1089.0 万人次,较去年同期增长 52.8%,免签入境来华外国人(不含边民) 195.7 万人次,较去年同期增长 117%。全国边检机关共计查验出入境交通运输工具 564.0 万架(艘、列、辆)次,较去年同期增长 32.0%。按照国家移民管理局统一部署,全国边检机关科学预测本口岸出入境客流情况,提示广大出入境人员合理安排行程;科学组织勤务,开足查验通道,确保中国公民出入境通关排队不超过 30 分钟;密切与口岸联检单位和地方相关部门协同联动,严密组织通关高峰期客流疏导和交通配套综合保障等工作,稳妥应对极端天气对出入境通关的影响,及时疏导瞬时客流高峰,共同确保口岸通关安全高效顺畅。

美国再度推迟宣布涉中国商品关税最终决定

据美国之音电台网站 8 月 31 日报道,拜登政府当天再次推迟宣布对中国制造的电动汽车、电池、半导体和太阳能电池征收高额关税,并表示将在未来几天内公布最终决定。美国贸易代表办公室发言人表示,该机构正就 2018 年和 2019 年时任美国总统特朗普对中国商品征收的关税,“继续制定关于拟议修改(关税)的最终决定”。“针对中国与技术转让、知识产权知识: BK0839 1202.26 -2.17% +自选和创新相关的行为、政策和做法的 301 条款调查,美国贸易代表办公室继续制定关于拟议修改行动的最终决定。”该机构发言人在一份声明中表示。该发言人表示:“随着美国贸易代表办公室继续这项工作,我们预计将在未来几天内公布最终决定。”美国总统拜登在 5 月宣布,将对中国电动汽车的关税提高至 100%、对半导体和太阳能电池的关税提高至 50%,并对锂离子电池和关键矿物、钢铁和铝、港口起重机和注射器征收 25%的关税。这些新关税最初定于 8 月 1 日生效。但美国贸易代表办公室表示需要更多时间研究来自业界的 1100 多条公众意见。它设定了 8 月 31 日的新截止日期,但 8 月 31 日的公告进一步推迟了这一期限。

以色列举行全国性罢工和抗议活动

以色列国防军 9 月 1 日称,以军在加沙地带南部城市拉法发现 6 名以方被扣押人员的遗体,初步估计他们在此前数日已经死亡。这一消息在以色列全国引发强烈不满,以色列劳工联合会(总工会) 9 月 1 日宣布于 9 月 2 日发起全国性罢工,敦促以色列政府尽快与哈马斯达成停火及被扣人员交换协议。以色列财长斯莫特里奇试图让以色列劳工法院驳回罢工呼吁,该法院原定于当地时间 2 日上午举行会议,但法院这一日程安排同样受到了罢工的影响。据了解,以色列劳工联合会的这一呼吁得到了包括制造业、高科技行业在内的许多雇主团体的支持。目前,以色列主要航空运输中心、位于特拉维夫的本-古里安机场一些服务暂停,进港航班仍在降落,但多架离港航班已出现延误。多地的公交服务要么被取消,要么只是部分运行。以色列主要商业港口海法的工人也举行了罢工。医院部分运营,银行不开门。许多私营企业仍在营业,但雇主



也允许员工参加罢工。此外，9 月 1 日在以色列劳工联合会发起罢工呼吁前，特拉维夫和以色列其他地区的市政服务部门已宣布今天罢工半天。目前来看，以色列多个地区的市政服务已经中断。

韩国通胀降至 42 个月新低

9 月 3 日的最新数据显示，韩国的物价已经显著降温，通胀升温的放缓幅度大于预期，这为韩国央行官员最早于下个月降息打开了大门。韩国统计局周二公布，韩国 8 月份消费者价格指数（CPI）同比上涨 2%，较 7 月份 2.6% 的涨幅有所放缓，也好于经济学家们预期的 2.1%。这一数据是韩国自 2021 年 3 月以来的最低通胀增幅，表明韩国在物价降温方面的工作已经出现显著成效。细分数据显示，韩国 8 月份食品和非酒精饮料的价格较上年同期上涨 2%，服装和鞋子的价格上涨 2.5%。通信成本增长最为缓慢，仅为 0.3%。当然，韩国通胀增幅的显著下降，一定程度上也是由于去年的 CPI 基数过高：去年由于韩国能源成本上升，物价指数一度大幅上涨。

货币市场

存量利率下调预期再起

9 月 2 日，中金公司研报指出，近期人民银行接受采访时提到“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”“研究储备增量政策举措”，市场关注存量按揭利率下调的可能形式和影响，我们参考过去存量按揭利率下调的经验进行探讨。存量利率下调预期再起。中金公司在 2024 年 2 月的报告中提示存量按揭利率仍然偏高带来的早偿压力，去年四季度存量按揭利率下调后，2024 年 5 月取消全国层面新发放房贷利率下限，此后新发放房贷利率加点再度下行。根据央行数据，截至 6 月新发放房贷利率 3.45%，如果考虑 7 月的 LPR 下调估计新发放利率在 3.35% 左右，相比 2023 年 12 月的 3.97% 下行 62bp，而存量按揭利率下调幅度仅为 35bp，中金公司测算存量房贷利率和新增利率的利差再度回到约 60-70bp 的高位，并且大部分重定价在 2025 年年初。因此，按揭早偿率仍位于 14% 左右的高位，并且可能存在使用消费和经营贷置换按揭的空间。

7 月渣打人民币环球指数升至历史新高

9 月 2 日，渣打银行发布的渣打人民币环球指数(RGI)显示，2024 年 7 月 RGI 连续第五个月保持上升，升至历史新高 5324，年初以来增幅扩大至 17%。渣打银行自 2012 年推出 RGI，从离岸人民币存款、跨境人民币支付、离岸人民币外汇交易、离岸人民币计价债券(点心债)发行以及外资持有在岸资产等五个指标，评估人民币国际化进程。综合各项指标来看，2024 年第二季度推动 RGI 上行的主要因素包括：市场持有人民币资产规模扩大、跨境人民币支付增长，以及离岸人民币债券与可转让存单发行强劲。渣打银行大中华区高级经济师刘健恒表示，随着人民币前景的改善和政策支持，渣打预计 RGI 将保持增长势头，今年有望达到，甚至超过去年 33% 的增幅。



监管动态

完善金融消费者权益保护相关制度体系

9月1日,2024年金融教育宣传月启动仪式在京举行。北京市人民政府副市长孙硕在启动仪式上表示,金融是现代经济的血脉,金融消费者作为金融市场的重要参与者,其权益保护直接关系到广大金融消费者的切身利益和金融市场的稳定,是金融工作政治性、人民性的直接体现。去年党和国家机构改革以来,金融消费者权益保护合力不断增强,金融为民理念日益深化,相关工作质效持续提升,取得了阶段性成效。金融消保工作是一项长期、复杂的系统性工程,党的二十届三中全会明确提出“健全金融消费者保护和打击非法金融活动机制”的工作要求。须以高度的责任感和使命感,久久为功、持之以恒的筑牢金融消费者保护这道“防火墙”。孙硕强调,下一步,北京市将始终坚持党中央对金融工作的集中统一领导,在中央金融办和中央金融管理部门的指导下,深入践行金融工作的政治性、人民性,以不断满足人民日益增长的优质金融服务需求作为金融工作的出发点和落脚点,坚守防范系统性金融风险底线,统筹加强金融消费者权益保护各项工作。

证券纠纷调解规则修订

近期,中国证券业协会根据调解工作实践,对证券纠纷调解自律规则进行了修订。记者了解到,中证协将《中国证券业协会证券纠纷调解工作管理办法》和原《中国证券业协会证券纠纷调解规则》两项调解自律规则进行了合并修订,形成内容更加系统全面的《中国证券业协会证券纠纷调解规则(征求意见稿)》,并于近日征求行业意见。据悉,《调解规则(征求意见稿)》内容覆盖调解工作机制与原则、当事人权利与义务、组织架构、调解申请与受理、调解程序与资料管理的证券纠纷调解规则。此次修订将委托调解、示范判决、小额速调、无争议事实记载等创新举措纳入调解规则,还明确了强制调解情形以及违反强制调解规定的惩戒措施,将纠纷正在通过其他纠纷解决程序化解、纠纷已有生效调解协议或裁判文书、纠纷已有生效和解协议且已履行完毕等排除出强制调解范围。

金融行业

新登记私募基金不足百家

对比往年,私募机构登记、私募产品备案在今年仍是两大“缩量”,同时私募注销数量仍在高位。据中基协统计,截至8月31日,今年来新登记私募共98家,其中私募证券投资基金,私募股权、创投基金分别有33家、65家。而2021-2023年同期新登记私募分别有671家、912家、362家。在新登记私募数量明显缩减的同时,年初至今已有1216家私募完成注销。这其中,私募证券投资基金,私募股权、创投基金分别有386家、770家。在注销类型上,协会注销、主动注销、12个月无在管注销的分别有359家、702家、127家。作为对比,2021-2023年同期注销私募分别有2098家、1271



家、874 家。且自 2023 年以来，由协会注销的私募数量明显多于主动注销。

中国金融气象指数与服务平台发布

9 月 1 日，中国气象局发布中国金融气象指数与服务平台（V1.0），此举旨在深化气象与金融融合发展，发展气象新质生产力，为绿色金融高质量发展提供有力支撑。中国气象科学研究院联合国家气象信息中心，依托中国气象局金融气象重点创新团队，共同研发推出中国金融气象指数与服务平台（V1.0），针对能源、农业、交通、电力行业的应用场景，创新构建出与实体产业在生产、经营及管理气象风险敞口相匹配的、具有经济指示意义的金融气象服务产品。未来，中国金融气象指数与服务平台将结合金融行业服务需求，进一步筛选和优化指数种类，拓展指数应用场景，完善平台服务功能，打造面向银行、保险、证券、期货等行业集气象服务于一体的金融气象指数及服务综合平台，提升金融气象综合服务能力和水平。

重点产业

2024 世界动力电池大会召开

9 月 1 日，2024 世界动力电池大会在四川省宜宾市国际会展中心正式开幕。开幕大会上举行了四川省新能源汽车及动力电池（含储能）重大项目签约仪式，德阳、遂宁、乐山、宜宾、达州 5 个市作为代表现场签约。大会签约项目共 137 个，签约总金额 952.5 亿元。其中，宜宾市签约项目 133 个，签约总金额 845.5 亿元，全面集中呈现了大会活动成果。此次大会上签约的项目呈现出投资“大”、赛道“新”、含金量“高”的特点。多个体量较大的龙头企业落子四川，聚焦动力电池、储能等产业延链补链强链。其中，10 亿元及以上投资项目超 30 个，签约金额超 640 亿元，占总金额的 67.6%。项目全部达产后，预计可新增年产值超 1000 亿元，新增就业人数超 2 万人，将进一步带动上下游产业集聚发展，加速产业升级，打造具有世界影响力的动力电池产业基地，加快发展新质生产力，推动经济高质量发展注入新的强劲动力。

2024 中国汽车产业发展（泰达）国际论坛召开

8 月 29 日至 9 月 1 日，第二十届中国汽车产业发展（泰达）国际论坛（以下简称“泰达汽车论坛”）在天津滨海新区召开。经过为期 4 天的思想碰撞，达成五项共识。一、加速构建新质生产力，推进新旧动能转换；二、打造低碳产业链，构建产业新生态；三、锚定创新引领，铸就汽车产业发展新优势；四、聚焦政策法规，护航产业发展行稳致远；五、加速生态出海，打造全球汽车竞争力。与会嘉宾认为，从“产品出海”到“产业出海”同样也是要坚持“长期主义”，“机会主义”要不得，也不会取得真正成功。



地方创新

青海：科技创新基地正式签约

8月31日，青海（北京）科技创新基地（以下简称“科创基地”）签约活动在北京举办，青海省科技厅与北京市丰台区签署《共建青海（北京）科技创新基地合作备忘录》。副省长刘超出席活动。科创基地落地中关村丰台园科技创新中心，定位为青海省在北京设立的汇聚科技人才、建设创新平台、开展科技研发、孵化创新企业、推动科技成果到青海转化产业化的科创基地。是青海省在省外建设的第一家科创飞地。科创基地承载着融合青海、北京两地资源优势和创新优势，共同实现服务科技强国建设的历史使命。青海省科技厅与北京市丰台区将共同推动入驻企业、单位、团队重点围绕青海打造生态文明高地、建设产业“四地”、发展绿色算力等科技需求，共同研发先进技术、孵化科技企业、培养创新人才，在科技创新成果转化方面取得显著成效。

重庆：取消限售、按区认定首套房

9月1日，重庆市住房城乡建委发布《关于调整优化房地产交易政策的通知》（简称《通知》），涉及取消限售、优化住房套数认定标准、支持住房“以旧换新”、加快存量商品房去化、加大住房租赁市场发展力度等多方面内容。在取消限售方面，《通知》明确指出，自2024年9月1日起，凡在重庆市中心城区新购新建商品住房和二手住房的（以网签备案时间为准），取得《不动产权证书》后即可上市交易。此次，重庆还优化住房套数认定标准，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）在重庆市申请商业性个人住房贷款购买商品住房时，仅核查家庭成员在拟购住房所在区县（自治县，以下简称区县）的住房情况，家庭成员在拟购住房所在区县无住房的，认定为首套房。同时，居民将重庆市内自有存量住房盘活用作租赁住房，且取得租赁合同备案证明的，在重庆市购买住房时已出租的住房可不纳入家庭住房套数计算。支持商业银行按认定的住房套数发放商业性个人住房贷款，加大让利力度。

深度分析

宽松周期下信用利差短期与中长期分析框架

鲁政委（中国首席经济学家论坛理事，

兴业银行首席经济学家）

来源：首席经济学家论坛

近期信用利差不断收窄引发广泛关注，本文尝试回答以下问题：宽松周期下信用利差有何特征？主要受到何种因素影响？当前信用利差处于什么位置，短期如何分析？中长期信用利差如何判断？

短期信用利差中枢来看：对于高隐含评级信用利差（AA及以上），债市利率下行及流动性宽松是保持利差低位的主要原因，而企业内在融资需求不足、防风险政策以

及风险偏好成为助推项。对于低隐含评级信用利差（AA-及以下），预期违约风险大幅降低是信用利差迅速收窄并脱离与经济增长长期负相关趋势的重要原因。定量分析方面，长端债市利率反映中长期流动性预期，资金利率反映流动性现实，两者基本决定了信用利差中枢，模型估算得出 3 年 AA 信用利差理论水平为 58bp，比当前 3 年期 AA 债券信用利差实际值高出 29bp，表明目前信用利差收窄速度过快，大量城投化债措施的推出、信贷增速下滑、信用债一级二级市场流动性提升可能是重要助推因素。定性分析方面，从一级和二级市场情绪来看，信用债投资情绪与信用利差收窄较为同步，2024 年以来，长期信用债认购倍数明显抬升、信用债换手率皆有不同幅度提升。

信用利差底部的判断，信用利差底部的形成和反弹几乎都由信用债收益率相对国债变动快慢所决定，根据历史规律，当 3 年 AA 信用债收益率与 10 年期国债收益率接近时，通常未来半年内会迎来 3 年 AA 信用利差的反弹。

中长期信用利差中枢来看：信用利差由两个小周期基钦周期、信贷周期及一个更大的朱格拉周期所决定。从基钦周期（库存周期）角度，工业企业产成品库存与 3 年 AA 信用利差呈正向关系，通常领先信用利差约 8 个月；信贷周期（杠杆周期）角度，杠杆率与 3 年 AA 信用利差呈正向关系，通常领先 3 年 AA 信用利差约 2 年；朱格拉周期（固定资产投资周期）角度，通常持续 10 年左右，但是由于房地产开发投资完成额同比降幅持续扩大，当前仍处于下行周期。综合大小周期来看，预计 25Q1 之前 3 年 AA 信用利差会有所反弹，但反弹力度受到朱格拉长周期影响可能会较弱，趋势性反弹可能需要看到朱格拉周期的上行。

一、宽松周期信用利差的历史回顾

本文所述的宽松周期是指央行通过降准、降息等货币政策释放宽松信号的阶段。在宽松周期下，债市收益率通常会受到宽松预期影响而下降，同时资金成本则更多反应经济现实，通常会在宽松政策刺激下降低。因为信用债数量与余额方面，隐含评级 AA 级都是市场上最具代表性的品种之一，因此本文不做额外说明默认分析 3 年期 AA 信用利差。

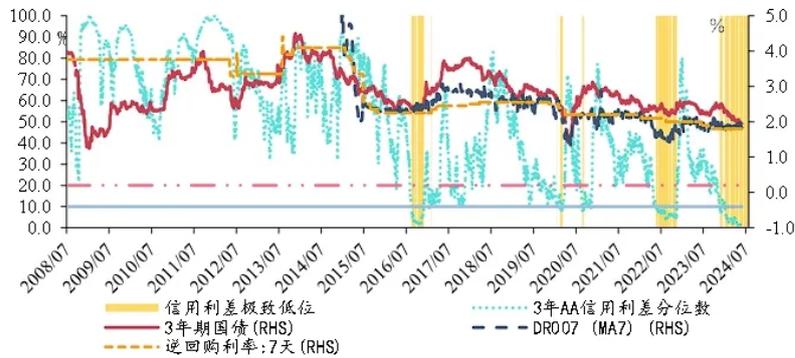
2008 年 7 月以来 3 年期 AA 信用利差有 3 个阶段来到极致低位（历史 10% 以内分位数），分别是 2016 年 8 月至 2016 年 11 月、2022 年 5 月至 2022 年 11 月、2023 年 11 月至今，上述三个时间段皆处于宽松周期之中，其中，2016 年 8 月至 2016 年 11 月、2023 年 11 月至今两个阶段主要由资产荒主导，而 2022 年 5 月至 2022 年 11 月主要由资金宽松主导。其余几次 3 年期 AA 信用利差低位下探（历史 20% 以内分位数）也基本都在宽松周期下形成。

宽松周期下，通常债市利率下行伴随了信用利差收窄，但有如下几段时间 3 年 AA 信用利差与债市周期出现背离，背离原因基本来自市场对违约风险的担忧：2008 年 11-12 月部分经济数据如进出口金额同比转负，制造业 PMI 位于 40 附近，12 月央行降准，利率债收益率快速下行，但彼时金融危机爆发引发信用风险担忧，3 年期信用债收益率下行较慢导致 3 年 AA 信用利差走阔，2015 年 12 月、2018 年 8 月、2019 年 6 月也都因为违约风险导致信用债与利率债收益率背离，但持续时间在一个月以内；2020 年 3 月至 4 月信用利差与债市周期、资金成本的背离则无法完全归咎于特定的违约风险事件冲击，该阶段由于疫情导致货币政策松紧变化较频繁，经济不确定性带来的利率债收益率的快速变动主导了信用利差。2020 年初央行降准并下调逆回购利率，利率债收益率迅速下行，3 月底国内疫情得到控制，但经济不确定性因海外疫情爆发而加大，利率债快速下行，而一方面由于市场对企业信用风险担忧，另一方面由于当时信用扩张较快、信用债发行供给冲击较大，信用债下行趋缓，当年 5 月，由于疫情好转经济数据好转、央行表态政策适时退出、股市大涨等多因素交织下，利率债迅速上行，信用利差收窄。



对于宽松周期下3年AA信用利差可总结如下：一，债市周期成为3年AA信用利差维持低位的主要因素，相比资金成本以及违约风险，债市周期在时间以及大小两个方面都更具影响力，3年AA信用利差与债市周期背离平均时间仅为22天，违约风险仅导致3年AA信用利差短暂走阔，并未改变收窄的大趋势；二，违约风险主导3年AA信用利差时，往往持续时间短，但利差迅速走阔至高位。2008、2015、2018年3年AA信用利差都由于违约风险而走阔至阶段性甚至历史高位，自2015年以来，每当低位利差发生回撤后的一年内，3年期AA信用利差往往会回到历史上的60-80%分位水平，并且几乎都来自于信用债收益率上升，因此即使宽松环境下信用利差整体大趋势由债市利率下行决定，但违约风险仍可能导致投资者短期内蒙受较大损失。三，低位信用利差（20%分位数以下）通常由于经济向好而反弹，违约风险与供给冲击仅能使信用利差短暂走阔。

图表 1: 宽松周期与信用利差



资料来源：Wind，兴业研究

图表 2: 低位信用利差总结

	时间段	持续天数	3年信用利差			
			AAA	AA+	AA	AA-
极致低位利差	2023年11月-至今	246+	26bp	38bp	50bp	237bp
	2022年5月-2022年11月	184	27bp	45bp	64bp	302bp
	2016年8月-2016年11月	106	22bp	40bp	53bp	213bp
低位利差	2020年8月-2020年11月	102	42bp	59bp	76bp	285bp
	2019年10月-2020年3月	166	42bp	57bp	78bp	283bp
	2017年7月-2017年11月	122	43bp	64bp	82bp	174bp
	2017年1月-2017年4月	104	34bp	61bp	79bp	220bp

注：部分低位利差与极致低位利差重叠，比如2022年4月至11月低位利差维持了209天，2016年8月至12月低位利差维持了120天。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 3: 3年AA信用利差与3年国开债收益率背离总结

主导因素	时间段	持续天数	3年信用利差			
			AAA	AA+	AA	AA-
违约风险	2008年10月-2008年12月	41	97bp	215bp	236bp	270bp
	2015年12月-2015年12月	7	41bp	82bp	131bp	293bp
	2018年8月-2018年9月	15	43bp	70bp	124bp	309bp
	2019年6月-2019年6月	6	49bp	66bp	83bp	283bp
疫情冲击	2020年3月-2020年4月	40	46bp	61bp	82bp	293bp

资料来源：Wind，兴业研究

二、短期信用利差判断框架

目前，我国处于货币政策宽松大周期，信用债到期收益率以及信用利差都已经下行至历史低位。2019年底之后，我国逆回购7天政策利率从2019年2.4%降至当前1.7%、中期借贷便利从3.25%降至2.3%、2021年起7次全面降准都标志着我国货币政策进入较长的宽松周期。根据前文历史梳理，从相关性来看，我们认为债市点位与资金成本



决定了当期信用利差，债市点位能衡量经济增长的预期，资金成本则衡量经济增长的现实情况，因此选择这两个指标进一步分析。债市点位方面，10年期国债收益率处于近3年3.4%分位数，资金成本方面，DR007 (MA7) 位于近3年42.1%分位数。信用利差方面，根据前文历史回顾，宽松环境信用利差会压缩至低位，目前3年期及以上AA信用利差来到了（近3年以来）1%分位数水平以内。当前信用利差有两个显著特点：一、同期限情况下，评级越低信用利差历史分位数越低，代表投资者采用“信用下沉”策略；二、同评级情况下，期限越长信用利差历史分位数越低，代表投资者采用“拉长久期”策略。

图表 4: 信用债到期收益率分位数

	1年			3年			5年			10年		
	AAA	AA+	AA									
2024年7月19日收益率 (%)	1.99	2.07	2.11	2.11	2.19	2.24	2.23	2.31	2.36	2.47	2.58	2.67
历史分位数 (2009以来)	4.4%	3.1%	1.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
最近1年分位数	1.6%	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%	0.0%	0.8%	0.4%	0.0%
最近3年分位数	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%
最近6年分位数	2.5%	1.9%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%

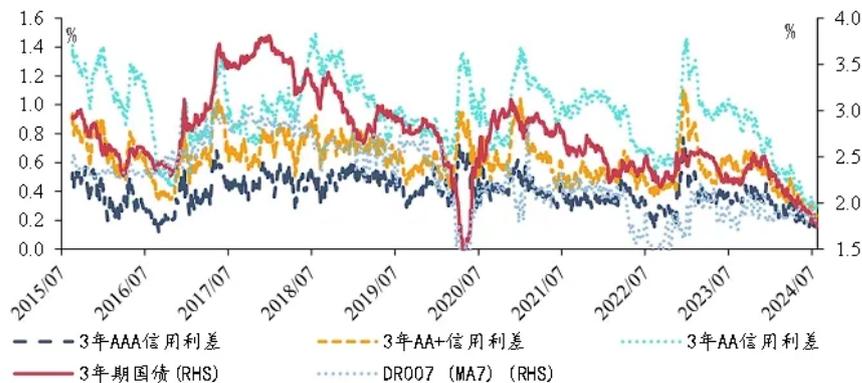
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 5: 信用利差分位数

	1年			3年			5年			10年		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024年7月19日信用利差	0.26	0.34	0.38	0.16	0.24	0.29	0.22	0.30	0.35	0.14	0.25	0.34
历史分位数 (2009以来)	4.3%	1.3%	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	2.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
最近1年分位数	19.8%	10.7%	6.7%	3.2%	2.0%	2.0%	5.2%	2.4%	1.6%	1.6%	0.8%	0.0%
最近3年分位数	13.4%	6.4%	2.3%	1.2%	0.7%	0.7%	1.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%	0.0%
最近6年分位数	8.4%	3.4%	1.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.9%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%

资料来源: Wind, 兴业研究

图表 6: 信用利差与债市周期和资金成本



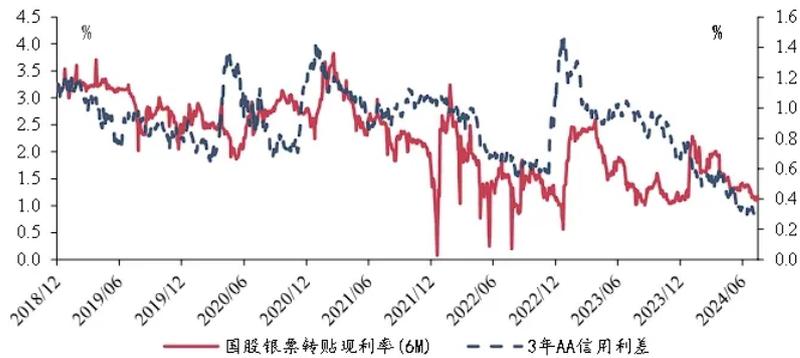
资料来源: Wind, 兴业研究

然而，与之前宽松周期低位信用利差的情况相比，当前信用利差有以下几处值得关注的地方：一，持续时间历史最长；二，高隐含评级（3年期AA+、AA）信用利差的平均值皆为历次低位信用利差时间区间的最低值；三，3年低隐含评级（AA-）信用利差大幅偏离经济增长趋势。对于持续时间，从2020年开始，债市进入（收益率）下行周期，宽松周期也较以往更长，因此实质上信用利差走势未脱离历史规律。对于高隐含评级信用利差（AA及以上），债市周期下行及流动性宽松是保持低位的主要原因，而企业内在融资需求不足、防风险政策以及风险偏好成为助推项。通常情况下，融资需求旺盛时，一方面银行贷款需求旺盛会缓解其资产端配置债券需求，另一方面，信贷需求较强也会增加信用资产供给，因而造成高评级信用利差走阔，反之亦然。6M 票据利率与3年AA信用利差变动较为同步，而票据利率能够反应当前市场信贷，票据



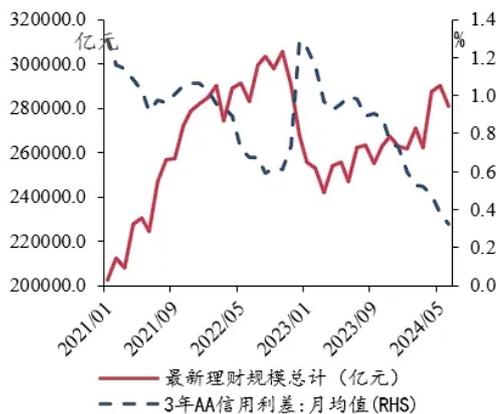
利率低则表明银行信贷需求不足，需要通过票据信贷冲量。目前 6M 票据利率向下突破 1%，处于年内最低水平，并且季节性波动也逐渐减弱，结合 2024 年 4 月至今社融数据，可以得出当前居民、企业信贷需求皆较弱，因而造成高评级信用利差收窄至历史最低位。政策方面，禁止“手工补息”、存款利率下降造成“存款搬家”，资金从银行流入更偏好投资信用债的理财与广义基金也会加剧 3 年 AA 信用利差收窄。情绪方面，投资者风险偏好通常可用股票市盈率倒数与无风险利率衡量，该指标越大表明投资者较为厌恶风险，2023 年 11 月以来，风险偏好指标趋势上升，部分投资者将股票投资份额转向债券投资，从而造成信用利差收窄。对于低隐含评级，按照趋势来看，隐含评级为 AA- 的信用债有一定违约风险，因而该评级的信用利差主要由违约溢价决定，与经济增速具有反向关系。2023 年底开始，3 年 AA- 信用利差迅速收窄，大幅偏离上述趋势，违约风险大幅降低可解释一部分 3 年 AA- 信用利差极低的现象，相比 2020 年至 2023 年，2024 年信用债违约数量和违约金额都显著下降，主要由于 2023 年推出大量城投化债措施所导致。另一方面，低评级信用债极致的信用利差低位也反应了当前“信用下沉”策略较为极端。

图表 7: 6M 票据利率与 3 年 AA 信用利差走势



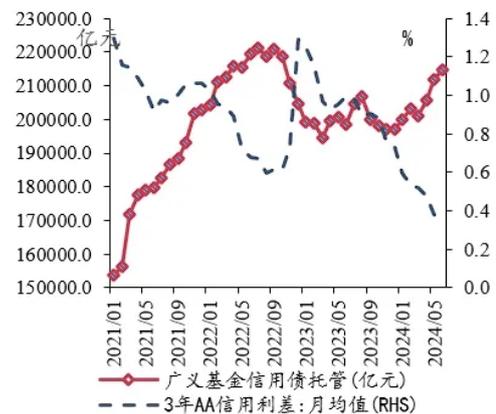
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 8: 理财规模与 3 年 AA 信用利差



资料来源: Wind, 普益标准, 兴业研究

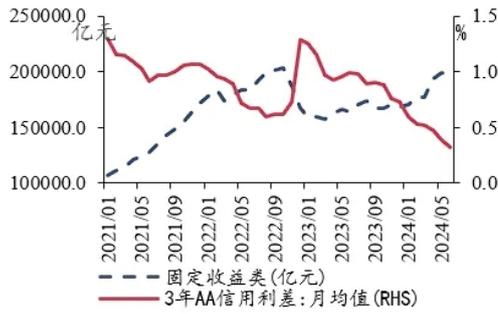
图表 9: 广义基金规模与 3 年 AA 信用利差



资料来源: Wind, quebee, 兴业研究

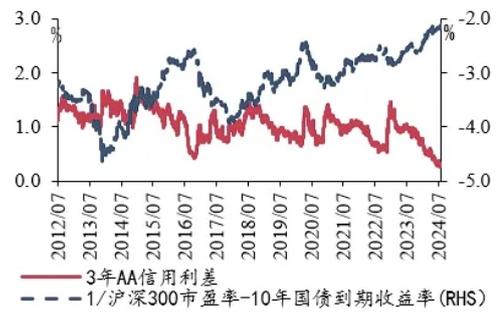


图表 10: 固定收益类规模与 3 年 AA 信用利差



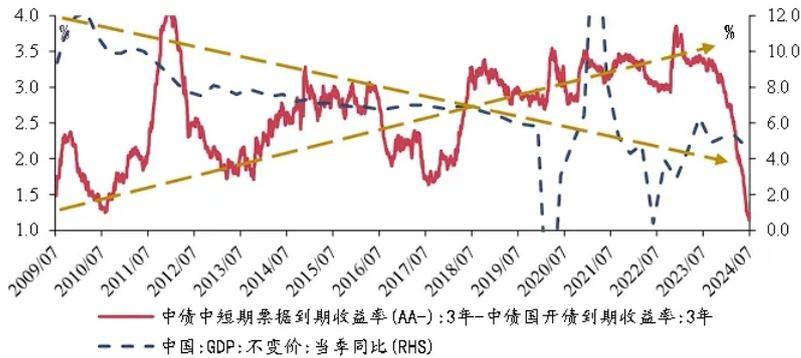
资料来源: Wind, 普益标准, 兴业研究

图表 11: 风险偏好与 3 年 AA 信用利差



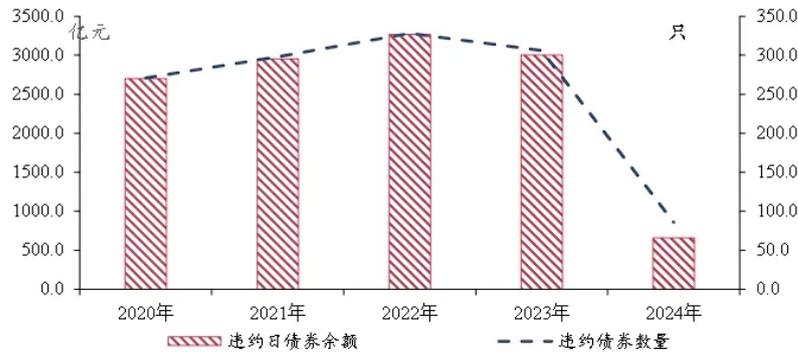
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 12: 经济增速与 3 年隐含评级 AA-信用利差



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 13: 信用债违约金额和违约数量



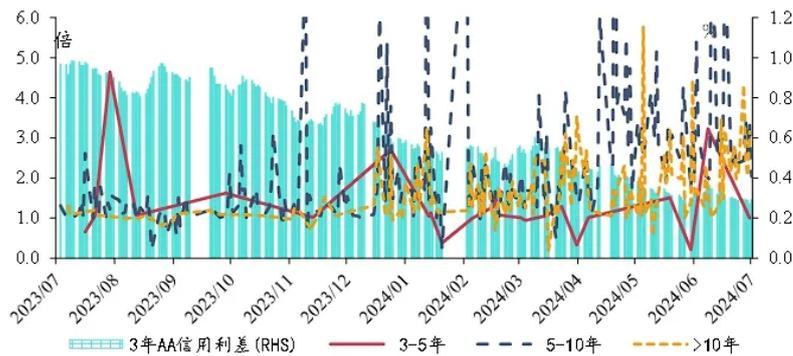
资料来源: Wind, 兴业研究

进一步, 短期定量分析方面, 通过回归方式估计当前 3 年期 AA 信用利差理论水平。具体地, 将 10 年期国债到期收益率、DR007 (MA7) 作为自变量, 前者衡量经济增长的预期, 后者则衡量经济增长的现实情况。在较长的时间内, 我国对于较高等级信用债 (AA 及以上) 存在较强的刚性兑付预期, 因此与美国等国家成熟市场不同, 信用利差通常与经济周期保持同向变动关系, 信用利差主要由债市周期与流动性决定, 债市周期更多反应经济预期, 当预期经济持续疲软未来货币政策趋向宽松时, 债券利率会提前下行, 而对于未来流动性持续宽松的预期, 导致要求的信用债流动性补偿降低, 表现为信用债收益率比利率债下行更快; 另一方面, 资金成本则反应经济现实情况, 当前资金成本越低越容易在货币市场获得低成本资金进行信用债杠杆交易, 也同样会造成信用利差收窄。由于数据可得性限制, 回归样本期选择 2014 年 12 月 23 日至

2024年7月19日,结果显示,10年期国债到期收益率前系数为0.28,资金成本前系数为0.08,两者都在1%水平下显著,回归系数代表上述两个变量对于3年期AA信用利差的平均影响,将2024年7月19日的两个变量真实值带入,得出3年AA信用利差理论水平为58bp,比当前3年期AA债券信用利差实际值高出29bp,由回归结果反推出的3年期AA信用利差理论水平大约与23年底至24年初水平相当,表明目前信用利差收窄速度过快,企业内在融资需求不足、防风险政策、信用债一级二级流动性提升以及风险偏好或是重要助推项。

短期定性分析方面,从一级和二级市场情绪来看,信用债投资情绪与信用利差收窄较为同步。一级市场方面,根据2023年7月以来发行数据,3-5年期信用债认购倍数与3年AA信用利差呈正相关关系,相关系数0.23,5-10年、10年以上信用债认购倍数与与3年AA信用利差呈负相关关系,相关系数分别为-0.41、-0.42,由相关系数大小可得相较短期限而言,长期信用债一级市场情绪更能影响3年AA信用利差。2024年以来,5-10年期、10年及以上期限信用债认购倍数明显抬升,认购倍数中枢分别从23年1.3倍和1.1倍提升至2.7倍和1.8倍,而3-5年信用债认购倍数则保持相对稳定;二级市场方面,2022年末至今各类型信用债换手率皆有不同幅度提升,相比2020年至2022年,2023年至2024年企业债、公司债、中票、短票、定向工具换手率分别上升0.3%、3.2%、0.6%、0.9%、3.2%、1.7%,表明信用债流动性提升。

图表 14:各期限信用债认购倍数



注:此处信用债包含商业银行等金融债、企业债、公司债、中票、短票、定向工具,2024年7月数据截至7月19日。

资料来源:Wind,兴业研究

三、中长期信用利差判断框架

信用利差底部的判断:根据上述梳理及分析,本轮3年AA信用利差来到极致低位主要受到宽松周期影响,从统计规律的角度,当前3年AA+、AA信用利差、3年国债收益率的平均值皆为历次低位信用利差时间区间的最低值,但通过梳理仍可获得一些关于信用利差底部判断的启示,除了2020年疫情期之外,信用利差低位形成和反弹几乎都由信用债收益率相对国债变动快慢所形成,因此,判断3年AA信用利差底部可转换为判断3年AA信用债收益率底部,10年国债收益率通常是中长期债券的估值“锚”,根据历史规律,对于前几次低点(2009年、2016年、2020年),其对于3年AAA以及AA信用债收益率的底部指引效应较强,当前阶段该底部指引效应仍未失效(尽管近期部分交易日3年AA信用债收益率突破了10年国债收益率,但并未形成明显趋势),在央行调降MLF利率至2.3%以后,10年期国债收益率下行空间打开,预计3年AA信用债收益率不会突破10年期国债收益率,并且根据历史规律,当两者较为接近时,通常未来半年内会迎来3年AA信用债收益率的反弹。

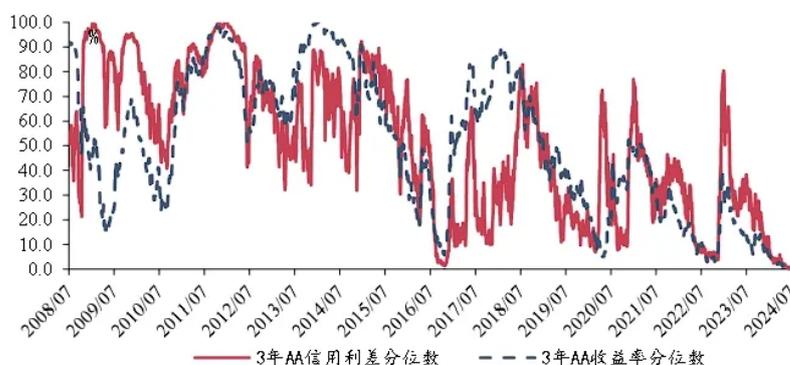
图表 15: 各类型信用债换手率

月份	企业债	公司债	中票	短票	定向	全部
2024年7月	5.3%	7.6%	9.3%	23.6%	9.9%	9.5%
2024年6月	6.5%	10.3%	12.1%	32.9%	11.0%	12.7%
2024年5月	7.2%	10.5%	12.1%	27.4%	11.6%	12.4%
2024年4月	7.4%	11.6%	15.5%	38.4%	13.8%	15.2%
2024年3月	8.3%	12.5%	16.0%	38.0%	14.5%	15.8%
2024年2月	5.2%	8.4%	8.6%	24.2%	8.2%	9.6%
2024年1月	7.7%	12.7%	14.2%	34.2%	14.5%	14.8%
2023年12月	9.2%	12.8%	13.9%	36.2%	14.5%	14.9%
2023年11月	9.2%	13.3%	13.6%	32.2%	15.7%	15.0%
2023年10月	6.0%	9.5%	10.5%	27.7%	13.6%	11.6%
2023年9月	7.8%	11.4%	14.1%	36.1%	15.7%	14.6%
2023年8月	7.8%	12.2%	14.0%	36.7%	15.5%	15.1%
2023年7月	7.3%	12.4%	13.1%	37.5%	14.0%	14.7%
2023年6月	7.3%	11.3%	11.7%	30.9%	14.5%	13.3%
2023年5月	7.9%	11.7%	12.0%	32.4%	14.7%	13.8%
2023年4月	8.5%	12.2%	15.2%	38.3%	16.2%	15.9%
2023年3月	8.8%	13.3%	16.7%	45.1%	19.9%	17.8%
2023年2月	8.1%	11.0%	13.9%	34.8%	17.4%	14.6%
2023年1月	7.4%	9.2%	10.5%	32.5%	14.5%	12.1%
2022年12月	13.0%	15.3%	19.4%	41.4%	24.4%	19.5%
2022年11月	10.1%	12.5%	15.8%	39.5%	16.3%	16.4%
2022年10月	6.3%	7.1%	9.8%	29.7%	9.9%	10.4%
2022年9月	7.0%	8.8%	11.4%	27.4%	11.0%	11.5%
2022年8月	8.0%	9.1%	13.1%	31.3%	11.5%	12.8%
2022年7月	7.5%	8.5%	13.1%	34.6%	9.8%	12.8%
2022年6月	8.1%	8.8%	12.7%	31.1%	11.3%	12.6%
2022年5月	6.6%	8.2%	11.6%	27.7%	8.7%	11.4%
2022年4月	7.2%	8.9%	13.6%	33.1%	11.1%	13.2%
2022年3月	8.0%	10.6%	14.3%	38.1%	14.2%	14.9%
2022年2月	4.8%	5.8%	8.3%	26.5%	7.6%	8.9%
2022年1月	6.1%	7.6%	11.9%	35.0%	12.4%	12.1%
2021年12月	10.2%	10.4%	13.4%	40.2%	13.0%	14.5%
2021年11月	9.1%	9.3%	14.8%	40.2%	13.4%	14.5%
2021年10月	5.5%	6.9%	9.9%	29.1%	9.3%	10.1%
2021年9月	8.2%	8.7%	12.0%	30.1%	11.8%	12.0%
2021年8月	7.5%	8.8%	13.4%	32.5%	10.5%	12.7%
2021年7月	7.9%	8.6%	13.4%	32.8%	10.7%	12.6%
2021年6月	6.6%	8.4%	11.1%	32.2%	10.3%	11.6%
2021年5月	5.5%	7.3%	9.3%	28.6%	9.3%	10.0%
2021年4月	6.5%	8.3%	12.4%	38.0%	9.3%	12.5%
2021年3月	8.0%	8.7%	13.3%	47.7%	10.2%	14.1%
2021年2月	4.5%	5.6%	7.0%	23.7%	6.7%	7.8%
2021年1月	5.9%	7.4%	10.7%	31.7%	10.4%	10.9%
2020年12月	7.6%	7.0%	14.4%	35.2%	10.5%	12.4%
2020年11月	7.0%	5.8%	12.4%	29.8%	10.8%	11.0%
2020年10月	4.4%	3.9%	8.2%	19.6%	6.9%	7.4%
2020年9月	5.9%	5.0%	12.5%	33.6%	10.0%	11.3%
2020年8月	6.4%	4.9%	12.2%	30.3%	8.6%	10.9%
2020年7月	8.1%	6.0%	15.9%	30.4%	9.9%	12.7%

注：此处“全部”包含企业债、公司债、中票、短票、定向工具，2024年7月数据截至7月22日。

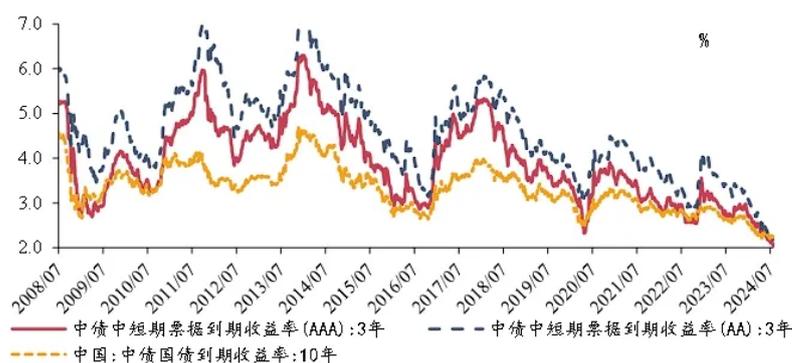
资料来源：Wind，兴业研究

图表 16: 3 年 AA 信用利差分位数与 3 年信用债收益率分位数



资料来源：Wind，兴业研究

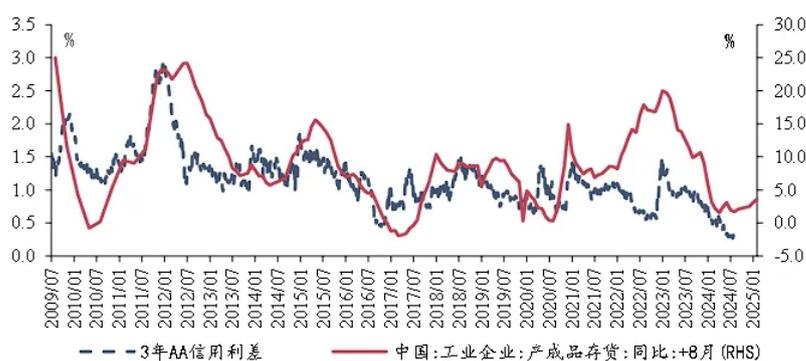
图表 17: 估值“锚”与 3 年 AA 信用债收益率



资料来源: Wind, 兴业研究

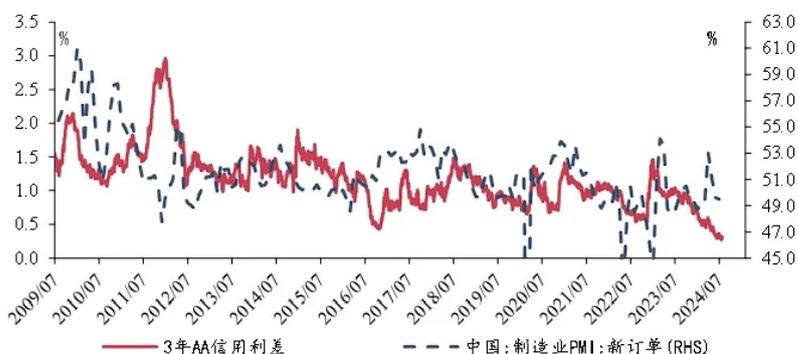
持续时间与方向方面, 需要结合经济周期进一步判断。基钦周期(库存周期)角度, PMI 需求项与 3 年 AA 信用利差有较强同步性, 而工业企业产成品库存则领先于 3 年 AA 信用利差, 领先时长约为 8 个月, 从 2023 年 12 月起, 工业企业进入补库周期, 产成品库存同比增长不断加大, 按照 8-9 个月领先时长计算, 3 年 AA 信用利差或在 2024 年下半年有一定反弹压力。

图表 18: 库存周期领先 3 年 AA 信用利差



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 19: PMI 需求项与 3 年 AA 信用利差走势



资料来源: Wind, 兴业研究

信贷周期(杠杆周期)角度, 信贷周期通常跨越 4 年, 通常杠杆率与 3 年 AA 信用利差呈正向关系, 通常领先 3 年 AA 信用利差约 2 年, 上一轮杠杆率持续提升时间段为 21Q4 至 23Q1, 按照杠杆周期对经济以及 3 年 AA 信用利差指引的角度, 预计 25Q1 之前 3 年 AA 信用利差会有所反弹。



朱格拉周期（固定资产投资周期）角度，相较基钦周期，朱格拉周期较长，更适合作为判断长期利差走势。我国上一轮朱格拉周期为2000年至2009年，而严格意义上本轮朱格拉周期从2010年开始一直持续至今，期间2016-2017年以及2020年由于疫情有过反弹，然而都比较短暂，尤其是2016-2017年反弹幅度太小无法认定为一次周期，因此从朱格拉周期角度，3年AA信用利差突破低位需等待大量财政刺激，若把疫情期间固定资产投入提升作为新一轮周期起点，则本轮周期大约还需要6年时间。从经济增长角度，朱格拉周期与经济增长同步，根据上文梳理与分析，3年AA信用利差长期走势主要由债市周期决定，而债市周期下行往往发生在经济增速放缓阶段，因此朱格拉周期对3年AA信用利差的长期指引也比较有意义。

图表 20: 朱格拉周期与信用利差



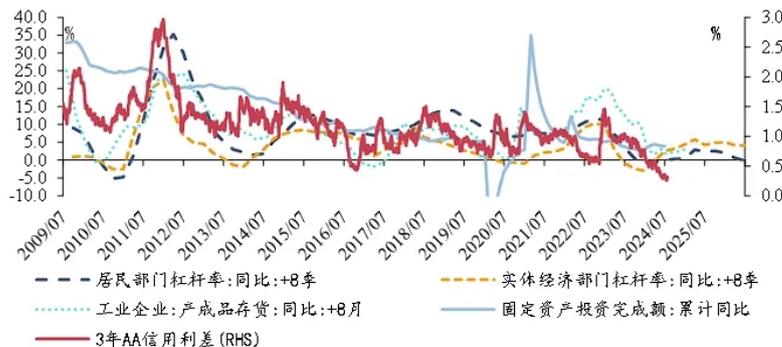
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 21: 朱格拉周期与经济增长



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 22: 长短周期嵌套与 3 年 AA 信用利差走势



资料来源: Wind, 兴业研究



短周期来看，预计 3 年 AA 信用利差在 25 年 Q1 前可能会有反弹，随后或继续收窄，叠加更长的朱格拉周期来看，预计 3 年 AA 信用利差的反弹时间由小周期（基钦周期和杠杆周期）决定，反弹力度受到朱格拉周期影响会较弱，长期视角来看维持低位波动的可能性更大。需要注意的是，上述判断依赖于周期规律分析，而以半年为周期来看，反弹可能会受到几种因素影响而失效：一，朱格拉周期整体向下，杠杆周期与库存周期向上，两者方向上相互抵消，并且由于房地产开发投资完成额同比降幅持续扩大已经接近两年，朱格拉周期下行较为明显导致小周期反弹力度受限；二，库存周期存在延迟的可能性，典型的例子是 2022 年初，补库周期对信用利差指引效应失效，可能的原因是 2020 年-2021 年补库和去库更替频繁使得该段补库周期并不典型，而 2023 年底至今的补库周期也类似，整体上补库力度较小，并且补库和去库存在交替，也即周期分析得出的 2024 H2 的信用利差反弹可能极其微弱。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。