

宏观周报 20230730

一文读懂政策性开发性金融工具

2023年07月30日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

相关研究

《一文读懂工业企业去库周期》

2023-07-30

《6月工业企业利润: 谁家欢喜谁家愁?》

2023-07-28

- 目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道, 6月末7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄, 准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年, 我们可以通过回顾政策性开发性金融工具, 了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。
- 什么是政策性开发性金融工具? 政策性开发性金融工具主要用于保障基建重点项目融资, 通过两种方式促进基建实物工作量的落地: 一是通过股权投资等方式参与项目, 以补充基建重大项目资本金(但不得超过资本金的50%); 二是为专项债项目资本金搭桥, 这样可以有效避免基建资金断档。
- 政策性开发性金融工具发行流程: 政策性开发性金融工具是由国家发展改革委牵头, 财政部、央行、自然资源部、生态环境部、银保监会、开发性银行等作为成员单位共同参与, 以保障重大项目建设的高效推进。
- 政策性开发性金融工具落地速度: 回顾来看, 政策性开发性金融工具的落地速度比较快。首批3000亿元的政策性开发性金融工具从国常会提出发行到完成发行仅仅用了两个月的时间, 第二批金融工具也仅花了不到三个月的时间完成所有资金的投放。这从一定程度上也体现了当时“稳经济”、“稳基建”的迫切性。
- 政策性开发性金融工具投向领域: 以金融工具投放领域来看, 资金大部分流入基建项目。以进出口银行为例, 其超一半的资金投向了交通基础设施领域。以金融工具投放省份来看, 经济大省获得的额度更多。其中, 广东、浙江、山东、四川、江苏五大省份获得的政策性开发性金融工具额度最多。
- 政策性开发性金融工具与专项债有何异同之处? 专项债与政策性开发性金融工具之间相辅相成, 不过相比于专项债, 政策性开发性金融工具有两大独特之处: 其一, 不同于专项债的政府兜底偿还, 政策性开发性金融工具是由三家政策性银行按市场化原则, 根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险。这就意味着将风险转移到市场, 可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率。其二, 经我们测算, 政策性开发性金融工具对投资的撬动倍数高于专项债。可见政策性开发性金融工具为当时稳住经济大盘及基建投资提供了莫大帮助。
- 政策性开发性金融工具对基建影响几何? 2022年下半年基建的持续发力与政策性开发性金融工具的推出紧密相连。专项债的靠前发力是稳定2022年下半年基建发展的一大原因, 另一大原因源于政策性开发性金融工具的鼎力相助。除了为基建投资增速的稳步上行“保驾护航”以外, 还有基建类贷款需求指数的上行、基建类开工率的升高为金融工具的发力“留痕”。可见金融工具为实物工作量的落地以及基建融资需求的攀升提供了莫大帮助。
- 本周高频数据显示: 供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比翻正, 暑期电影票房同比高增, 高温及台风影响下的人流量依旧不弱, 货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升, 二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快, 汽车业和纺服业生产均放缓。猪价明显回升, 工业品价格普涨。
- 风险提示: 政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

内容目录

1. 一文读懂政策性开发性金融工具	4
1.1. 什么是政策性开发性金融工具?	4
1.2. 政策性开发性金融工具发行流程	4
1.3. 政策性开发性金融工具落地速度	6
1.4. 政策性开发性金融工具投向领域	6
1.5. 政策性开发性金融工具与专项债有何异同之处?	9
1.6. 政策性开发性金融工具对基建影响几何?	10
2. 周度高频跟踪	11
3. 风险提示	21

图表目录

图 1: 政策性开发性金融工具发行流程一览图.....	5
图 2: 政策性开发性金融工具发行进度一览图.....	6
图 3: 三大开发性银行中, 国开行获得的金融工具额度最大.....	7
图 4: 政策性开发性金融工具大部分资金流入基建项目.....	7
图 5: 经济大省获得的政策性开发性金融工具额度较多.....	8
图 6: 2022 年 6 月专项债“超靠前”发力.....	9
图 7: 同时政策性开发性金融工具“接棒”为基建发力.....	9
图 8: 专项债与政策性开发性金融工具异同之处.....	10
图 9: 2022 年下半年基建类贷款需求指数上升明显.....	10
图 10: 2022 年下半年原处低位的基建类开工率升高.....	10
图 11: 近一周(7.24-7.30)国务院领导活动轨迹一览.....	11
图 12: 汽车零售 7 月稳健.....	12
图 13: 暑期电影票房同比高增.....	12
图 14: 地铁客运量处于近 5 年高位.....	13
图 15: 地面交通拥挤度持续走低.....	13
图 16: 国内航班执飞班次略有下滑.....	13
图 17: 国际航班执飞班次保持攀升态势.....	13
图 18: 整车货运流量保持良好态势.....	14
图 19: 以一二线城市引领的新房销售略有回升.....	14
图 20: 二手房销售持续下降.....	15
图 21: 高炉开工率打破平稳态势, 呈下滑走势.....	16
图 22: 煤炭吞吐量略有降低.....	16
图 23: 铁路货运量继续上行.....	16
图 24: 粗钢生产节奏稳中有升.....	16
图 25: 螺纹钢继续去库.....	17
图 26: 沥青开工率呈上升态势.....	17
图 27: 近期沥青去库速度总体偏快.....	17
图 28: 水泥产能利用率继续保持上升趋势.....	17
图 29: 汽车钢胎生产节奏稳中放缓.....	18
图 30: PTA 开工率“拐弯”下行.....	18
图 31: 本周猪价环比明显回升.....	18
图 32: 农产品价格下探, 7 月以来同比转负.....	18
图 33: 黑色系工业品价格续涨.....	19
图 34: 螺纹钢表需同比企稳.....	19
图 35: 水泥价格探底.....	19
图 36: 美国经济衰退忧虑消散, 原油大涨.....	19
图 37: 一周广谱利率变动.....	20
图 38: 月末票据利率下行.....	20
图 39: 月末央行增加流动性投放.....	20
图 40: 质押式回购成交量月末回落.....	21
图 41: 月末债市杠杆率回落.....	21

1. 一文读懂政策性开发性金融工具

目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道，6月末7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄，准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年，我们可以通过回顾政策性开发性金融工具，了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。

1.1. 什么是政策性开发性金融工具？

政策性开发性金融工具主要用于保障基建重点项目融资。2022年6月29日国务院常务会议上首次提出“确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措”；8月24日又提出“在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度”；11月16日发改委宣布7399亿元金融工具资金已全部投放完毕。

政策性开发性金融工具主要通过两种方式促进基建实物工作量的落地。一是通过股权投资等方式参与项目，以补充基建重大项目资本金（但不得超过资本金的50%）；二是为专项债项目资本金搭桥，部分以专项债作为资本金的项目可能存在资金还未到位的问题，因此政策性开发性金融工具可先行垫付，待专项债资金到位后再将金融工具资金置换出来，这样可以有效避免基建资金断档。

1.2. 政策性开发性金融工具发行流程

政策性开发性金融工具是由国家发展改革委牵头，财政部、央行、自然资源部、生态环境部、银保监会、开发性银行等作为成员单位共同参与，以保障重大项目建设的高效推进。具体来看：

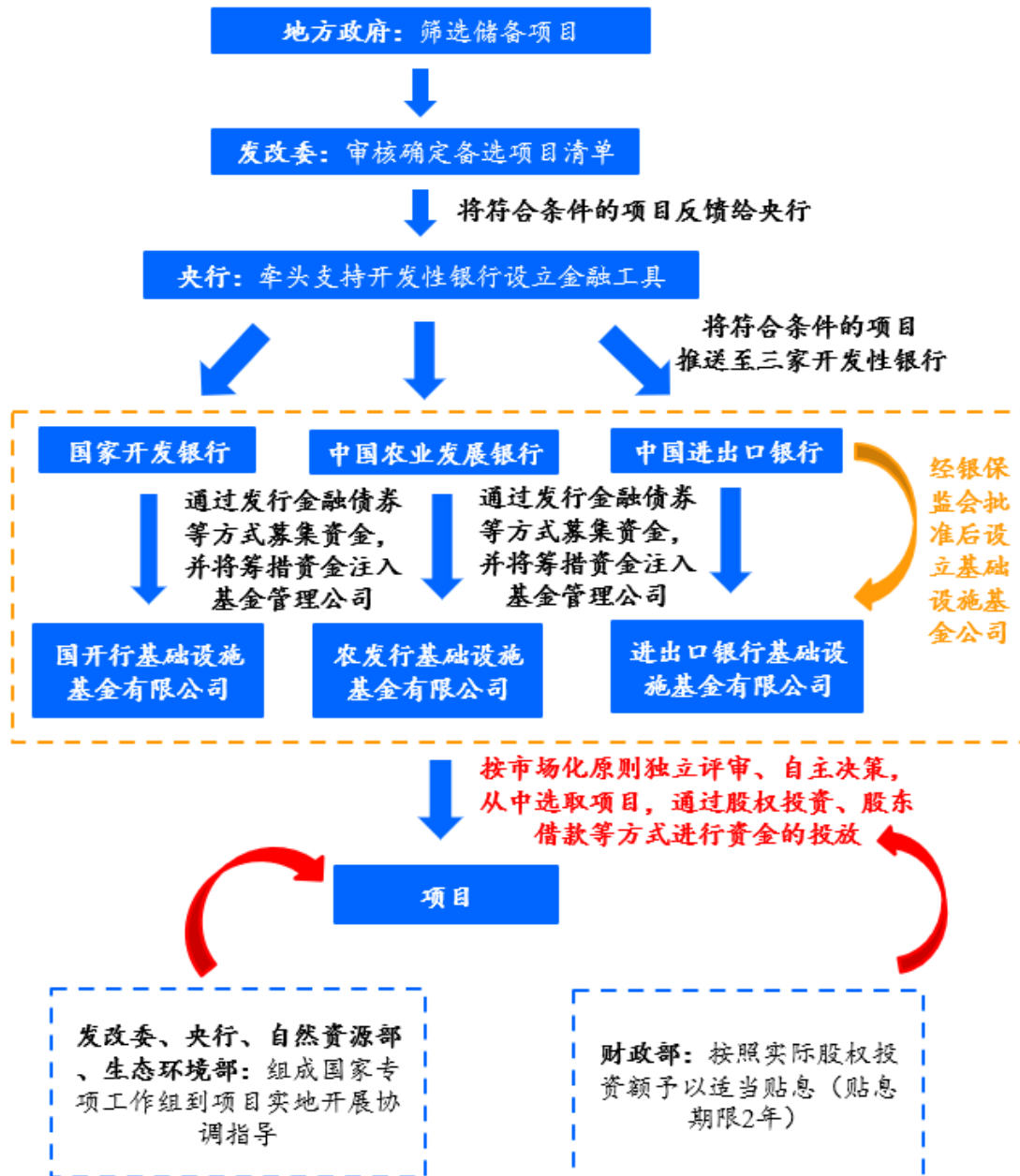
首先地方政府在筛选完储备项目后交由国家发改委审核，发改委审核完后将符合条件的项目反馈至央行，再由央行把项目推送至三家开发性银行（即国家开发银行、中国农业发展银行以及中国进出口银行）。

三家开发性银行再按市场化原则独立评审，从而自行进行项目的选择并对其投放资金，这种运作方式的好处在于盈亏和风险由三家开发性银行自行承担，而非地方政府兜底。三家开发性银行在经前银保监会批准后分别设立基础设施基金公司，将筹措资金注入基础设施基金管理公司，基金管理公司再与开发性银行签署基金委托管理协议，由各家开发性银行的代理基金完成投放和后续管理工作。

除了金融特征以外，政策性开发性金融工具还需要财政方面予以支持：在基金投放后，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限为2年。

同时还有发改委、央行、自然资源部及生态环境部成立的国家专项工作小组对项目进行后期的实地调查。

图1: 政策性开发性金融工具发行流程一览图

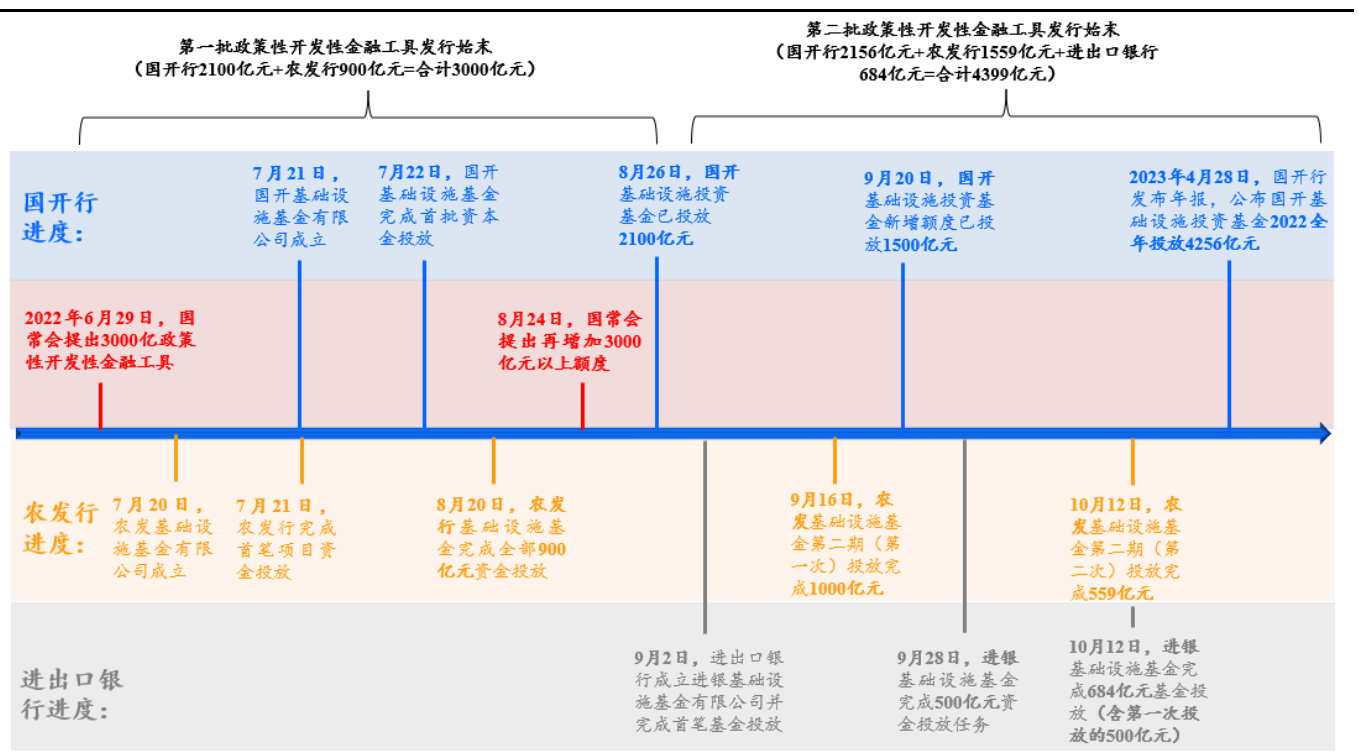


数据来源: 中国政府网, 发改委, 新华社, 国家开发银行官网, 中国农业发展银行官网, 中国进出口银行官网, 东吴证券研究所绘制

1.3. 政策性开发性金融工具落地速度

回顾来看，政策性开发性金融工具的落地速度比较快。由图 2 可见，首批 3000 亿元的政策性开发性金融工具从国常会提出发行到完成发行仅仅用了两个月的时间，紧接着又补充了第二批总额 4399 亿元的金融工具。在 2022 年 11 月 16 日发改委举行的新闻发布会上，相关负责人介绍到“7399 亿元金融工具资金已全部投放完毕，支持的项目大部分已开工建设”，这也意味着第二批金融工具也仅花了不到三个月的时间完成所有资金的投放。这从一定程度上也体现了当时“稳经济”、“稳基建”的迫切性。

图2：政策性开发性金融工具发行进度一览表

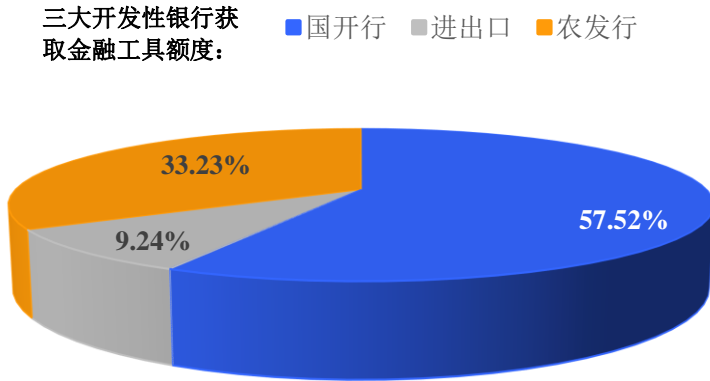


数据来源：中国政府网，发改委，新华社，国家开发银行官网，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，东吴证券研究所绘制

1.4. 政策性开发性金融工具投向领域

结合图 2 并进行计算，两批总额 7399 亿元的政策性开发性金融工具中有 57.52% 由国开行负责发行、33.23% 由农发行负责发行、剩余 9.24% 由进出口银行负责发行。

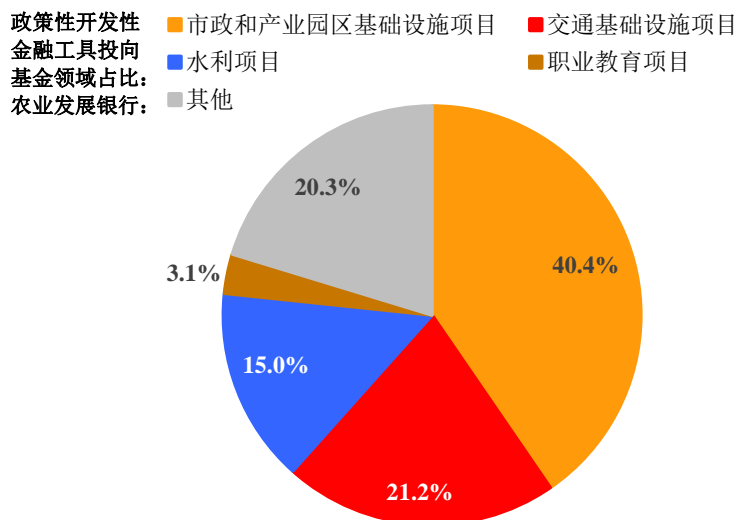
图3: 三大开发性银行中，国开行获得的金融工具额度最大



数据来源：中国政府网，发改委，新华社，国家开发银行官网，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，东吴证券研究所

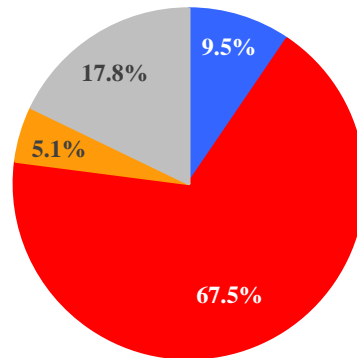
以金融工具投放领域来看，资金大部分流入基建项目。以农发行为例，其流入市政和产业园区基础设施项目、交通基础设施项目的资金占比分别为 40.4%、21.2%。进出口银行也将超一半的资金投向交通基础设施领域。

图4: 政策性开发性金融工具大部分资金流入基建项目



政策性开发性金融工具投向基金领域占比：
进出口银行：

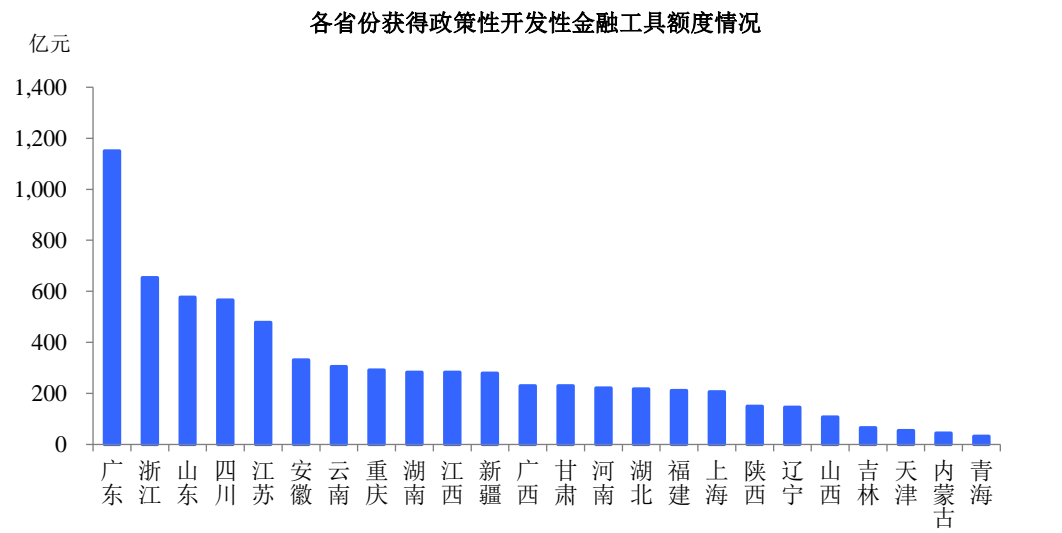
- 能源及水利基础设施领域
- 交通基础设施领域
- 产业园及重大物流基础设施领域
- 其他



数据来源：中国政府网，发改委，新华社，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，东吴证券研究所

以金融工具投放省份来看，经济大省获得的额度更多。其中，广东、浙江、山东、四川、江苏五大省份获得的政策性开发性金融工具额度最多，分别获得了占金融工具总额 15.3%、8.7%、7.7%、7.5%、6.4% 的资金，五个省份获取的金融工具额度就近乎过半。

图5：经济大省获得的政策性开发性金融工具额度较多



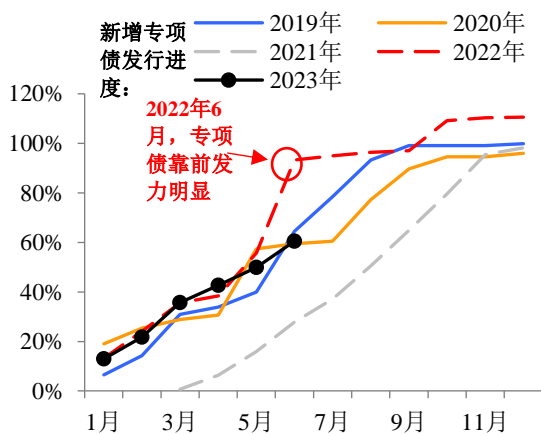
注：部分省份未披露。

数据来源：各地政府工作报告，21 世纪经济报道，东吴证券研究所

1.5. 政策性开发性金融工具与专项债有何异同之处？

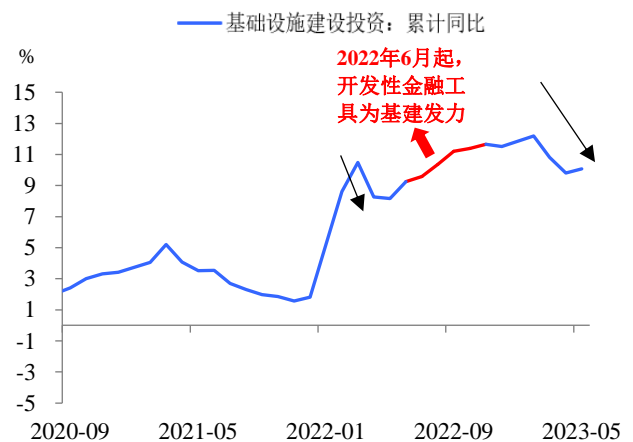
政策性开发性金融工具是接棒专项债为基建发力的利器。2022年6月专项债“史上最强”靠前发力，使得1至6月其发行进度达到了全年额度的93.3%。随着后续专项债发行空间的变窄，政府随即推出了政策性开发性金融工具为基建投资“保驾护航”。因此，政策性开发性金融工具在一定程度上起到了为专项债项目资本金“搭桥”的作用。

图6：2022年6月专项债“超靠前”发力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：同时政策性开发性金融工具“接棒”为基建发力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

专项债与政策性开发性金融工具“桴鼓相应”。专项债与政策性开发性金融工具之间相辅相成，两者投向的领域和省份基本吻合，发行期限和利率也比较接近。不过相比于专项债，政策性开发性金融工具有两大独特之处：其一，不同于专项债由政府偿还，政策性开发性金融工具是由三家政策性银行按市场化原则，根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险。这就意味着将风险转移到市场，无须地方政府出具还款承诺或承担兜底责任，可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率。其二，经我们测算，政策性开发性金融工具对投资的撬动倍数高于专项债。可见政策性开发性金融工具为当时稳住经济大盘及基建投资提供了莫大帮助。

图8：专项债与政策性开发性金融工具异同之处

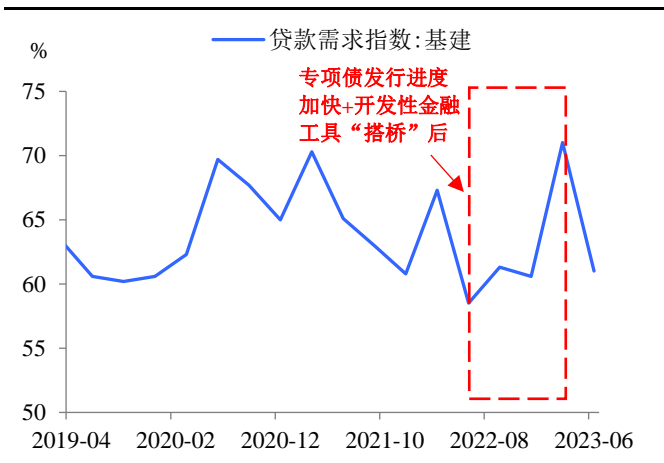
	专项债	政策性开发性金融工具
偿还人	以政府兜底偿还专项债，由政府性基金收入或专项收入作为偿还来源	坚持市场化运作，由三家政策性银行按市场化原则，根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险，这就意味着将风险转移到市场，无须地方政府出具还款承诺或承担兜底责任，可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率
投向领域	交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目和保障性安居工程等	交通基础设施、能源及水利基础设施、产业园及重大物流基础设施领域、职业教育项目等
重点投向省份	广东、山东、四川、河北、河南、浙江等	广东、浙江、山东、四川、江苏等
利率	平均3.09%	3.05%-3.45%
期限	平均15.5年	多为20年
对投资撬动倍数	约8-9倍	约12倍

注：因数据可得性问题，专项债对投资的撬动倍数仅以部分省份公开新闻计算得到。
数据来源：中国政府网，发改委，财政部，国家开发银行官网，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，东吴证券研究所

1.6. 政策性开发性金融工具对基建影响几何？

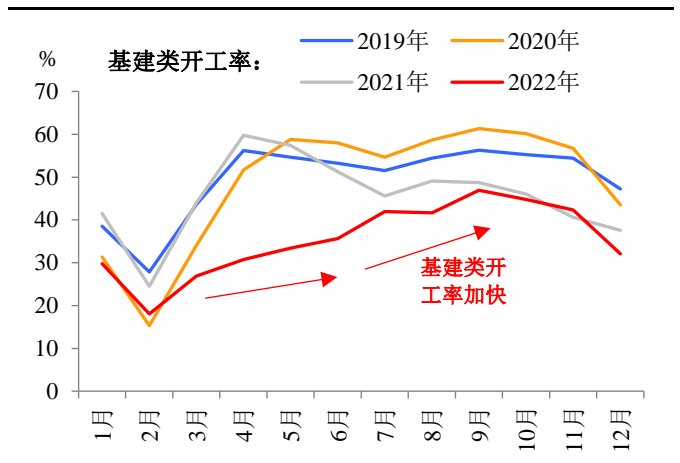
2022年下半年基建的持续发力与政策性开发性金融工具的推出紧密相连。专项债的靠前发力是稳定2022年下半年基建发展的一大原因，另一大原因源于政策性开发性金融工具的鼎力相助。除了为基建投资增速的稳步上行“保驾护航”以外（图7），还有基建类贷款需求指数的上行、基建类开工率的升高为金融工具的发力“留痕”。可见金融工具为实物工作量的落地以及基建融资需求的攀升提供了莫大帮助。

图9：2022年下半年基建类贷款需求指数上升明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022年下半年原处低位的基建类开工率升高



注：基建类开工率是由沥青开工率和磨机运转率组成，对两个指标进行平均数计算得出。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 周度高频跟踪

本周高频数据显示：供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比翻正，暑期电影票房同比高增，高温及台风影响下的人流量依旧不弱，货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升，二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快，汽车业和纺织服装业生产均放缓。猪价明显回升，工业品价格普涨。

本周关键词：外资与城中村改造。本周张国清副总理在浙江参加 2023 年全国专精特新中小企业发展大会时提及“打造市场化、法治化、国际化营商环境”，这与李强总理在上海调研时对“吸引外企”的强调“不谋而合”，**均旨在吸引更多外资企业落户中国。**此外，在本周城中村改造工作部署会议中，何立峰副总理直指目前“**城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂**”，不过待政策落实后会成为扩内需、稳房地产的一大帮手。

图 11：近一周（7.24-7.30）国务院领导活动轨迹一览

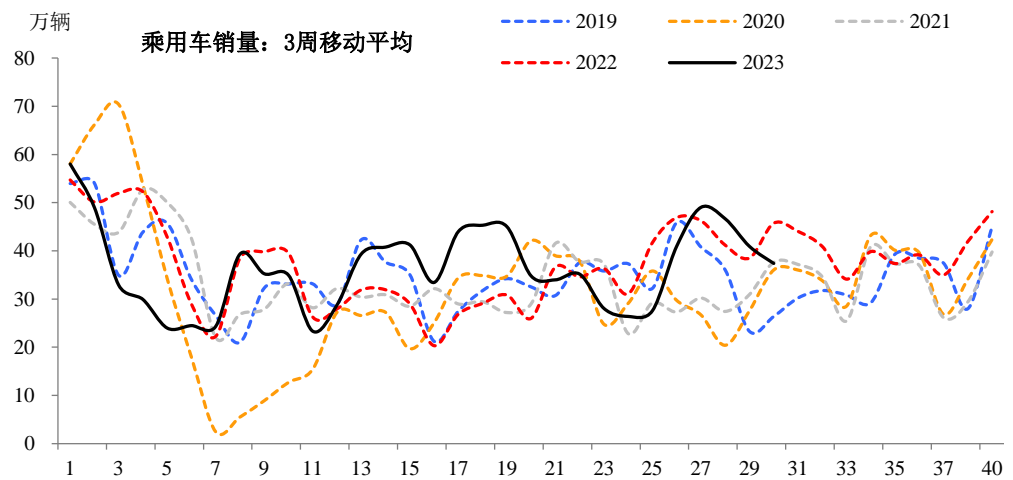
时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/7/29	会议	国务院副总理何立峰	北京	第九次中法高级别经济财金对话	中方愿与法方进一步加强政策沟通，深化务实合作，密切国际与多边事务协调。
2023/7/28	会议	国务院副总理何立峰	北京	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	积极稳步推进城中村改造 有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。 现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。
2023/7/26	调研	国务院总理李强	上海	自贸试验区建设	企业要积极探索数据跨境流动和管理的问题。自贸试验区要发挥推动重大战略的功能， 吸引更多外企深耕中国市场。
2023/7/26	会议	国务院副总理张国清	浙江	2023 年全国专精特新中小企业发展大会	支持中小企业强化科技创新， 打造市场化法治化国际化营商环境。 正值“七下八上”防汛关键期， 要全力确保安全度汛，科学调度各类水利工程。
2023/7/25	会见	国务委员李尚福	北京	巴基斯坦空军参谋长巴伯尔	中巴空军合作成果丰硕，要利用好“雄鹰”系列联训平台，进一步提高协同能力。
2023/7/25	座谈会	国务委员谌贻琴	北京	推动旅游业高质量发展座谈会	适应人民群众日益品质化、多样化、个性化的旅游需求， 进一步规范旅游市场秩序，完善政策体系。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

消费方面，7 月汽车零售同比翻正。7 月 23 日当周乘联会口径汽车零售销量同比回正录得 5%。7 月前三周同比转正至 2%。政策端释放积极信号，本周一召开的 7 月政治局会议再提“提振汽车消费”，各地促消费活动已陆续开展，目前或主要是消费券形式。二季度居民收入与消费意愿环比均有显著改善，7 月市场动能有望持续。

今年暑期观影热度高涨。按猫眼口径统计的 7 月至今（1-29 日）票房突破 80 亿元，为去年同期的三倍左右，同时大幅高于 2019 年水平。

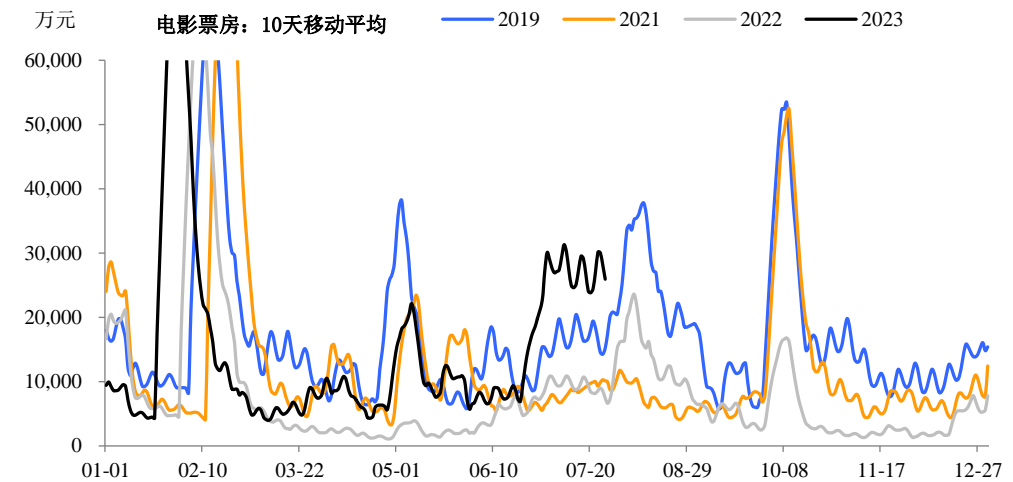
图12: 汽车零售 7月稳健



注: 横轴为周数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

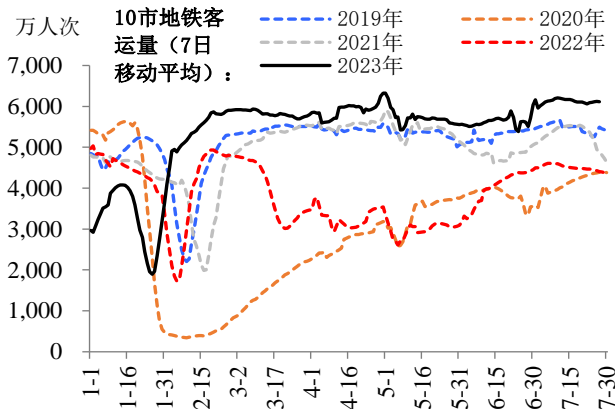
图13: 暑期电影票房同比高增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

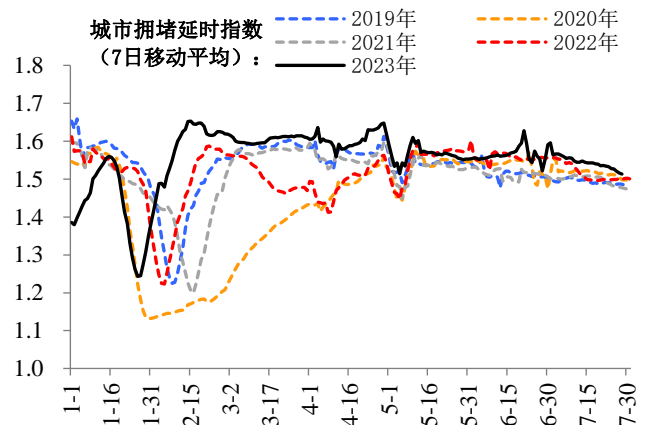
出行: 客运持续好转, 货运平稳运行。与近5年历史同期水平相比, 本周轨道交通人流量仍保持高位, 10市地铁客运量周度环比在高基数情况下小幅上升0.2%。而受到持续高温和台风天气的影响, 30省会拥堵延时指数周度环比下降1.8%, 不过整体来看地面交通人流量仍处于近5年来最高位。

图14: 地铁客运量处于近5年高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

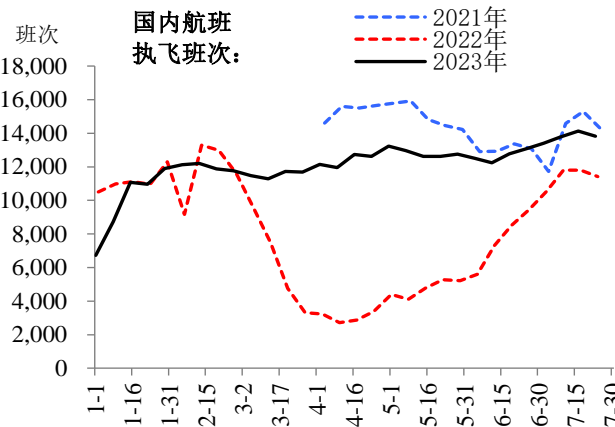
图15: 地面交通拥挤度持续走低



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

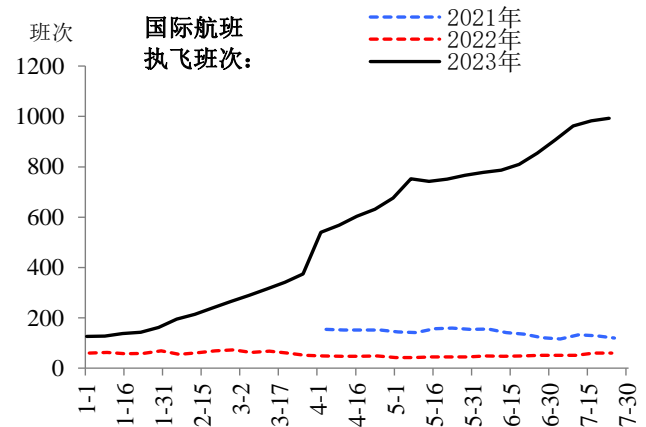
近期国内航班执飞班次略有下滑, 国际航班表现平稳。国内航班执飞班次与 2021 年同期水平交叉后小幅下降, 而国际航班执飞班次则依然处在攀升通道上, 7 月政治局会议明确表示要“增加国际航班”, 这一上涨趋势有望延续。整体来看, 目前居民出行意愿仍处较高位。

图16: 国内航班执飞班次略有下滑



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

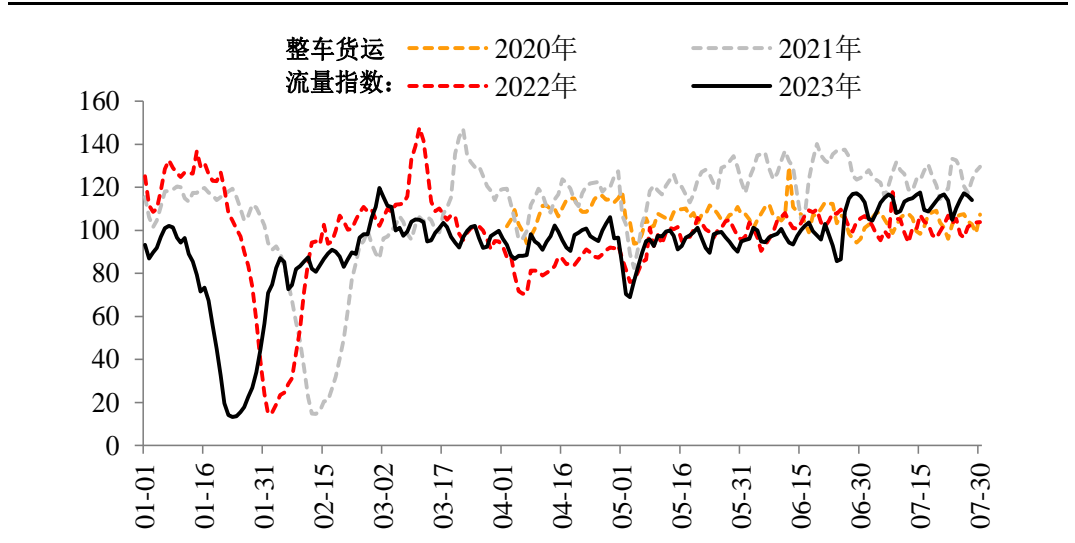
图17: 国际航班执飞班次保持攀升态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

货运方面, 环比来看, 本周整车货运流量指数小幅下降 0.3%; 同比来看, 货运流量稳定在近 4 年的同期平均水平。货运整体继续保持良好态势, 工业产需两端下行压力有望得以缓解。

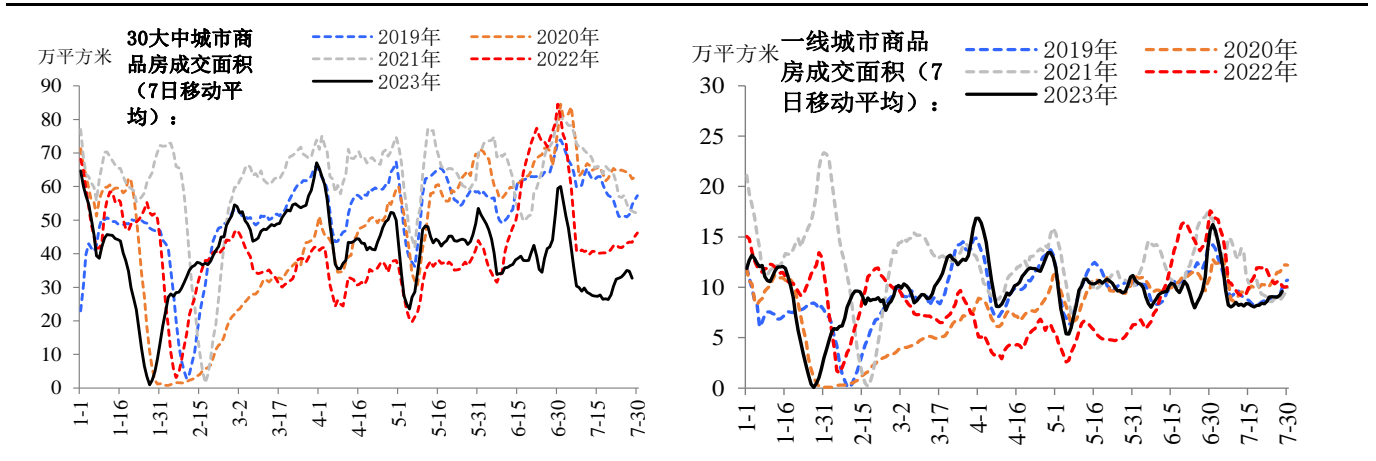
图18: 整车货运流量保持良好态势

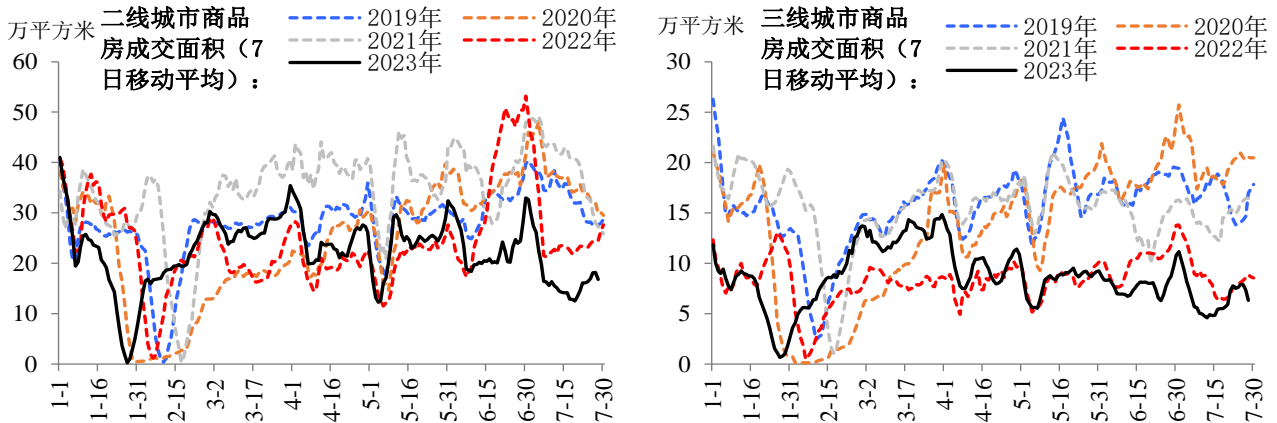


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房销售略有回升, 二手房并无明显改观。本周新房销售逐渐回升, 环比来看, 30城商品房成交面积较前值提高8%, 其中一二线城市表现亮眼, 周度环比分别增长15.1%和14.5%, 但三线城市新房销售的表现不佳。与历史同期相比, 商品房销售依然低迷, 30城商品房成交面积是近五年以来的最低同期水平, 且目前此现象并无明显改观。

图19: 以一二线城市引领的新房销售略有回升

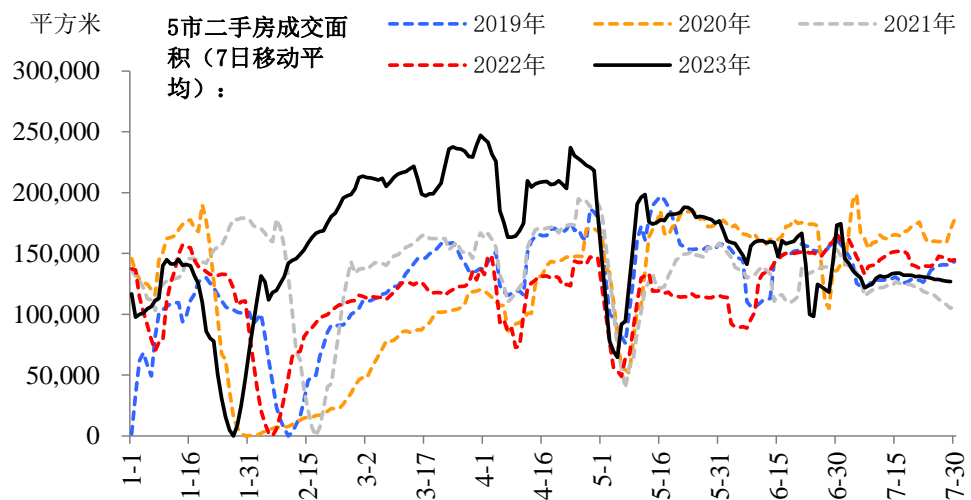




数据来源：Wind，东吴证券研究所

不同于新房销售，本周二手房成交面积略有下滑，本周5市二手房成交面积周度环比小幅下降 2.7%。之前二手房销售的高景气现已逐步转弱，但整体表现仍好于新房销售。

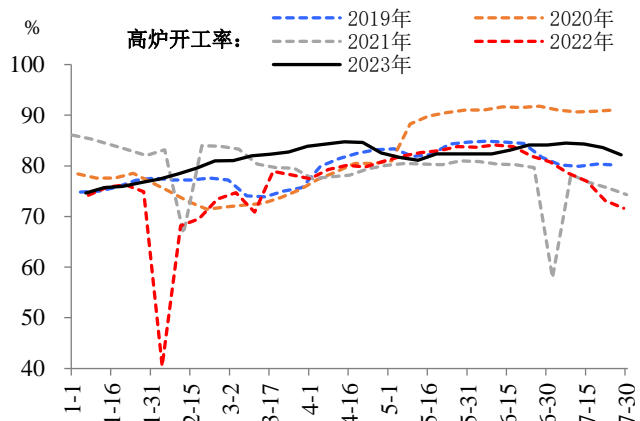
图20：二手房销售持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

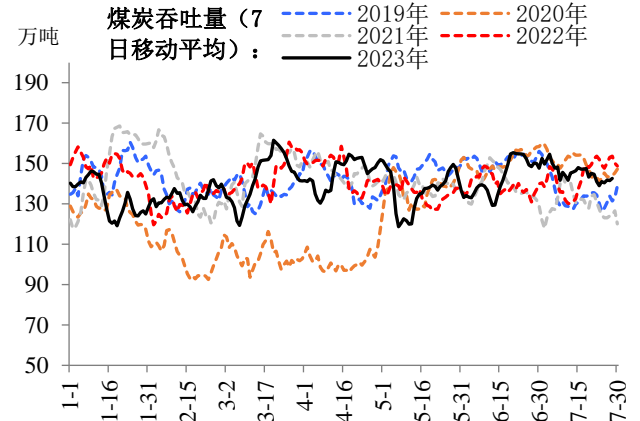
生产：工业生产节奏略有放缓。本周高炉开工率打破先前的平稳态势，周度环比下降 1.5pct。由于近期主产地煤矿安全事故频频，部分煤矿出现限产或停产现象，导致煤炭供应边际收紧，最新数据显示煤炭吞吐量有所下滑，其周度环比增速为-1.4%。不过，大宗运输的关键指标铁路货运继续保持上行态势。整体来看，工业生产节奏环比上略有放缓，同比上有所改善。

图21: 高炉开工率打破平稳态势, 呈下滑走势



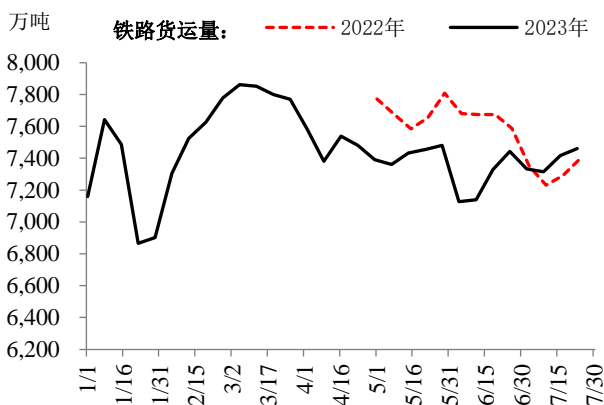
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 煤炭吞吐量略有降低



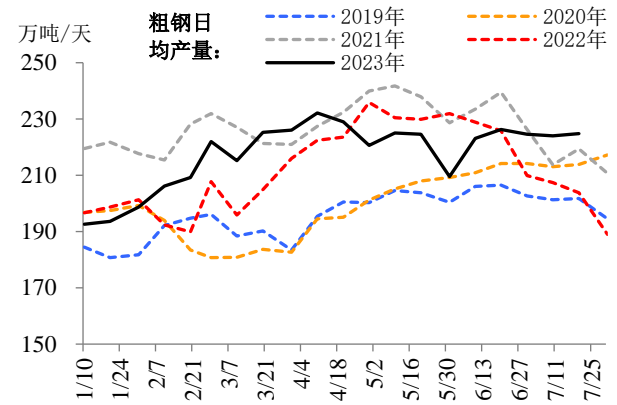
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 铁路货运量继续上行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

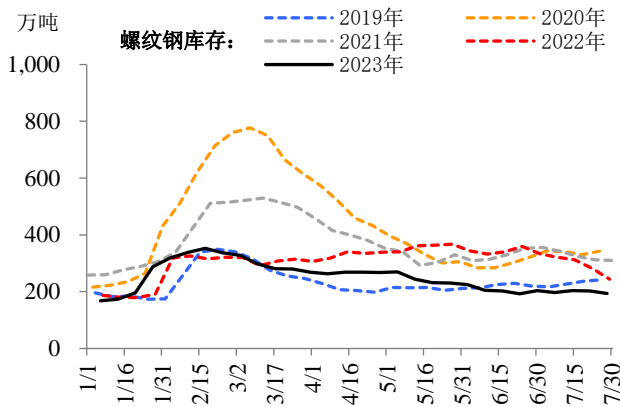
图24: 粗钢生产节奏稳中有升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

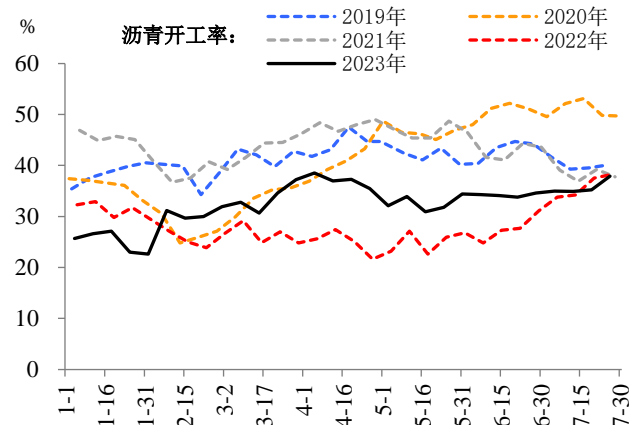
分行业来看, 建筑业生产节奏有所加快。近期粗钢生产节奏稳中有升, 同时螺纹钢继续保持去库状态, 其中螺纹钢库存周度环比下降 4.6%。沥青(更偏向交通基建)和水泥生产基本保持良好: 沥青方面, 近期沥青开工率表现为上升态势, 本周其环比增速录得 2.7pct, 不断追赶 2019 年同期水平。在沥青生产偏强的情况下, 沥青去库速度仍偏快, 从侧面反映了上半年基建的高景气有望延续。水泥方面, 水泥产能利用率已连续两周上升。

图25: 螺纹钢继续去库



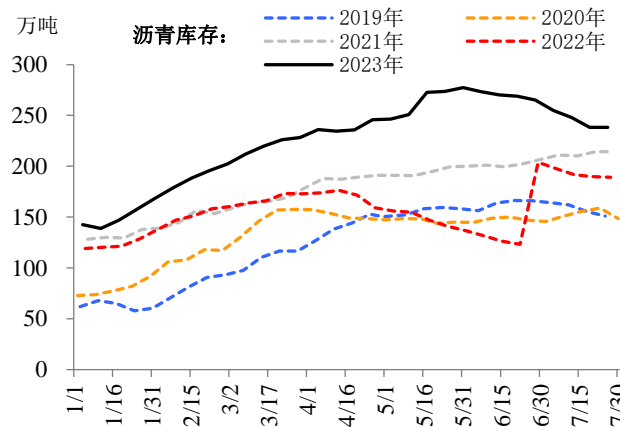
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 沥青开工率呈上升态势



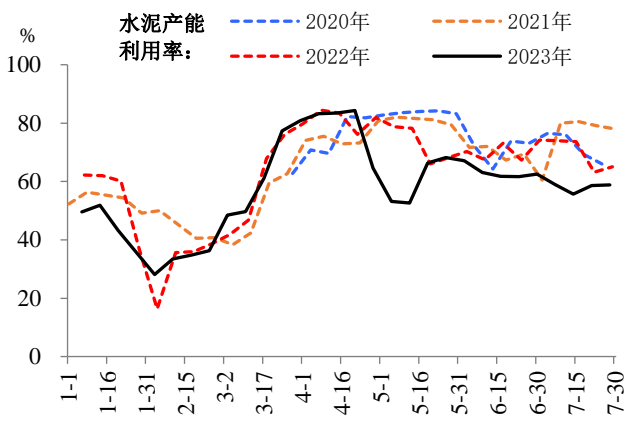
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 近期沥青去库速度总体偏快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

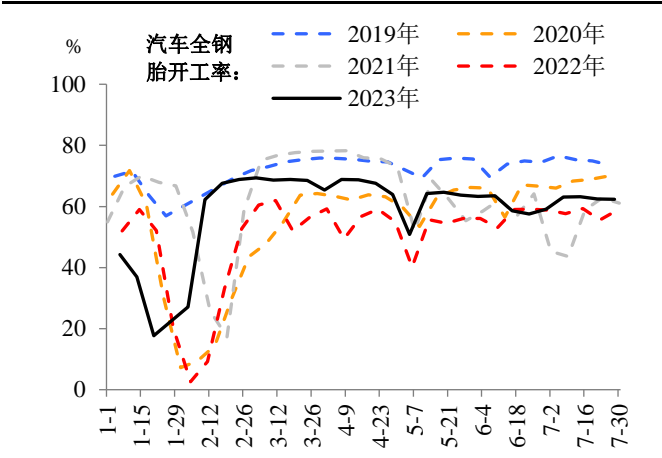
图28: 水泥产能利用率继续保持上升趋势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

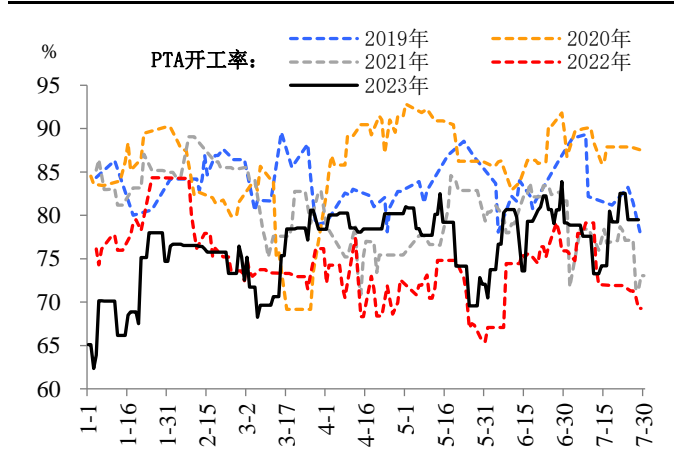
汽车业生产速度稳中放缓。本周全钢胎开工率基本保持在稳定区间，环比小幅下降0.1pct，汽车钢胎市场运行相对“平淡”。**纺织业生产放缓**，本周PTA开工率、聚酯开工率均值分别录得79.4%、91.2%，PTA开工率告别了前两周的上升态势、从而转为下行。纺织业需求端的好转能否进一步带动生产端景气度的回升仍值得关注。

图29: 汽车钢胎生产节奏稳中放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

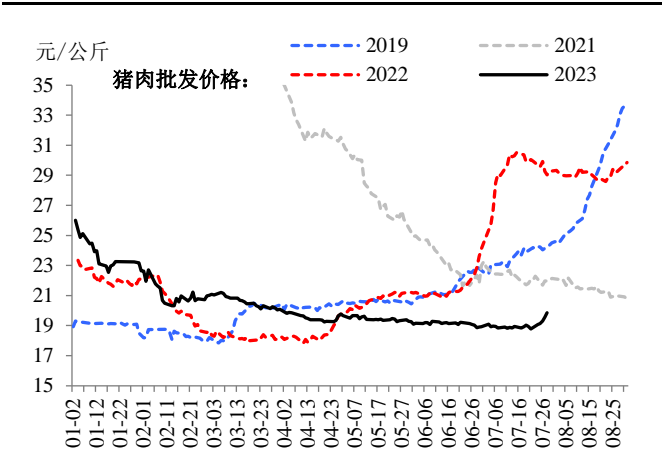
图30: PTA 开工率“拐弯”下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

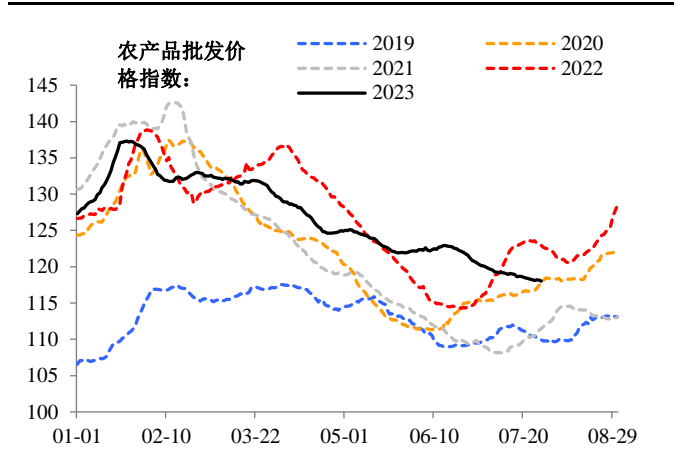
通胀: 猪价明显回升。本周农产品价格周环比继续下跌0.4%，7月至今同比跌幅走阔至1.7%。猪价有触底回升迹象，本周周环比大幅大涨2.5%，需进一步观察是暂时反弹还是年内触底回升的拐点。鲜菜、鲜果价格本周周环比分别继续下跌1.0%、1.2%。7月食品价格整体仍疲软，我们预计7月CPI环比或延续下跌，同比转负。

图31: 本周猪价环比明显回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 农产品价格下探, 7月以来同比转负



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

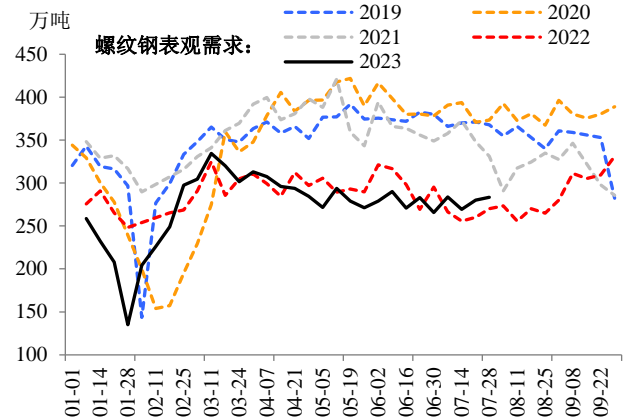
工业品价格普涨。本周国内政策频出，地产端情绪尤其受到提振。本周螺纹钢、铁矿石周环比分别上涨2.3%、1.0%。水泥价格延续跌势，本周周环比下跌0.9%，同比跌幅走阔至20%。海外方面，美联储本周加息后称不再预测今年美国衰退，美国二季度GDP环比超预期录得2.4%，提振商品价格，本周布油、伦铜价格周环比分别上涨4.9%、1.3%。

图33: 黑色系工业品价格续涨



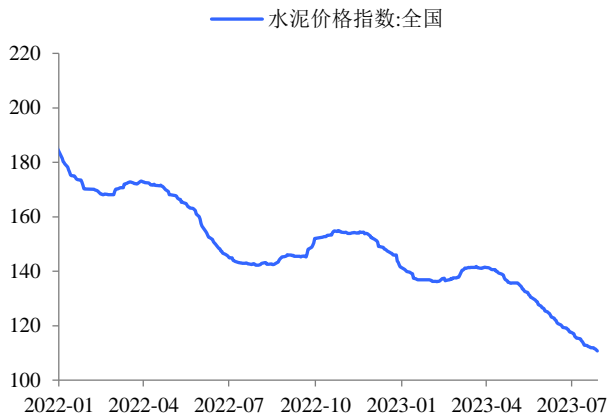
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 螺纹钢表需同比企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 水泥价格探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

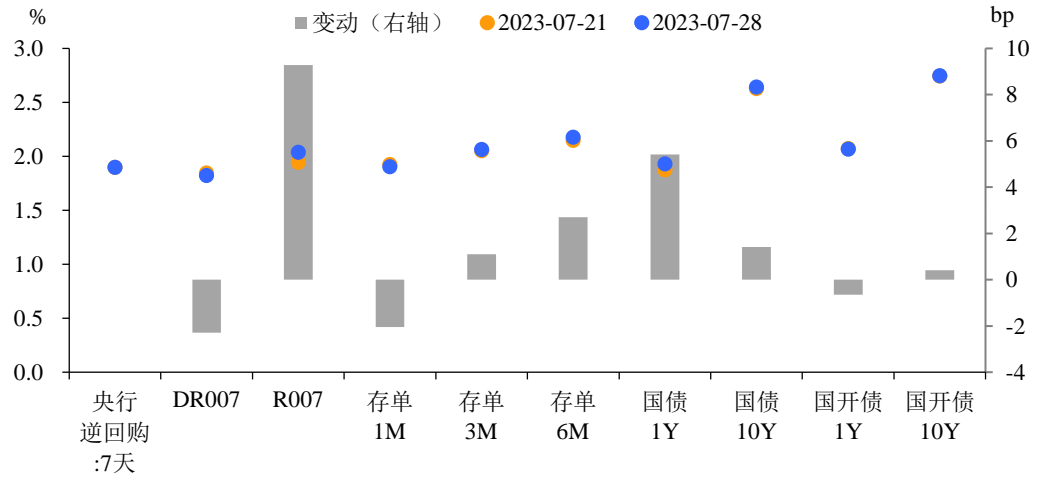
图36: 美国经济衰退忧虑消散, 原油大涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

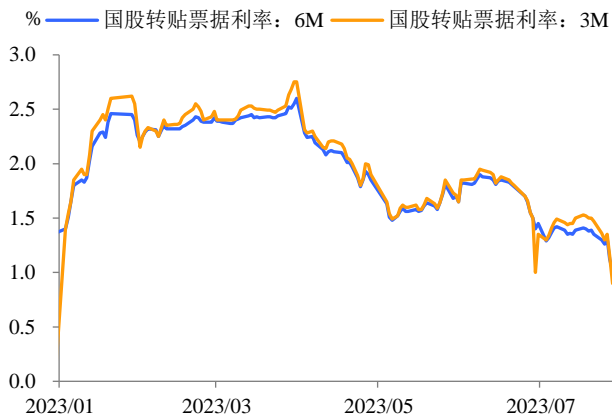
流动性方面, 7月末票据利率再度下行。3M 国股转贴票据利率降至 0.9%, 7 月信贷投放量可能不强, 值得一提的是 6 月月末 3M 国股转贴票据利率也曾最低降至 1.0%, 但季末因素可能导致了实际信贷投放数据与票据利率的反差。本周资金利率维持低位, DR007、R007 周均值环比分别变动约-2bp、9bp, 7 月政治局会议释放积极信号, 10 年起国债收益率一度回升至 2.65% 上方。月末央行逆回购多次大幅增量续作; 质押式回购成交量月末持续回落; 债市杠杆率月末回落至 109.3% 水平。

图37：一周广谱利率变动



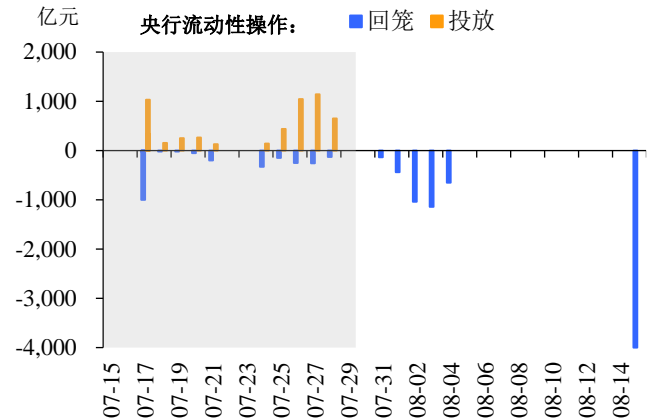
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：月末票据利率下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

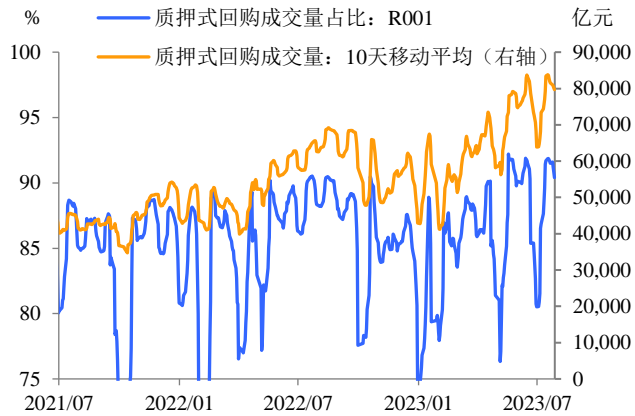
图39：月末央行增加流动性投放



注：灰色区域为历史操作

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40: 质押式回购成交量月末回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 月末债市杠杆率回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>