

## 宏观点评 20230813

# 专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗？

2023年08月13日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dzwzq.com.cn

### 相关研究

《如何看待7月信贷数据创新低？》

2023-08-11

《7月通胀：美联储再暂停一次的“筹码”？》

2023-08-11

■ 在6月专项债累计发行进度远慢于去年同期的情况下，7月政治局会议上“加快地方政府专项债券发行和使用”的政策定调无疑是积极的。2023年前7个月新增专项债发行约2.5万亿元，这也意味着后5个月还有约1.3万亿元的专项债待释放，我们预计8-9月新增专项债发行或将提速，以发挥促投资、稳经济的作用。而伴随着专项债发行的放量，流动性是否会受到冲击？我们认为一定程度上专项债发行的放量提速会使流动性压力加大，但在货币政策的对冲下对流动性的影响有限。

■ 专项债发行放量与基建投资的低谷“如影随形”。以史为鉴，2018年以来有四次单月新增专项债规模超6500亿元的记录，分别发生在2018年9月、2020年1月、2020年5月和2022年6月。若今年新增专项债于9月底前发行完毕，那就会创下“历史第五次”的记录。而2018年以来已有的这四次新增专项债发行放量明显的时期，均对应着基建投资增速下滑或负增的情形。不过今年的情况更具特殊性——开年以来基建投资其实并不弱，可经济整体却仍需要动力源去恢复“元气”，因此加快专项债发行进度以夯实基建“底座”这一逻辑至关重要。

■ 新增专项债规模的“冲高”往往带来国债收益率的上升。以刚刚所说的2018年9月、2020年1月、2020年5月和2022年6月四个专项债“发行高峰时期”为例，这四个时期大多都出现了10年期国债收益率上升的情形。不过在2020年1月，国债收益率“不增反减”，我们判断可能原因在于新冠疫情的爆发使投资者避险情绪升温，从而导致了国债收益率的下跌。因此地方债发行规模是影响国债收益率的一大因素，但并非唯一因素。

■ 专项债放量时期=DR007拐点？如果以DR007来观测专项债发行情况对流动性的影响，我们可以把整个过程分为“前、中、后”三个阶段：第一阶段对应专项债大幅放量之前，DR007通常呈现环比下行趋势；第二阶段对应专项债大幅发行时，DR007转为环比上行；第三阶段对应专项债放量结束以后，DR007是否会回落或取决于央行“出手相助”的力度。

究其原因，我们认为在专项债发行力度加强之前，央行会加大货币政策力度以平稳财政因素对流动性的扰动，这会使DR007回落。而在新增专项债真正开始大幅发行之际，流动性的收紧难免会对流动性环境产生一定扰动，使DR007阶段性上升。

■ 专项债放量并非会导致基础货币的下滑。基础货币的升高往往都对应着新增专项债发行“放慢脚步”的时期，但专项债的大幅放量并不一定会导致基础货币量的下降。以专项债发行最“强势”的2022年6月为例，该月基础货币环比变化“不减反增”，这或与央行在流动性趋紧时加大公开市场操作力度、以呵护资金面相关。

■ “专项债发行量增大”与“流动性减弱”之间并不完全为等式。由于上述讨论大多基于四个专项债“发行高峰时期”，为避免偶然性、得出普遍规律，我们将2018年以来每月新增专项债发行量从大到小进行排序，选择发行量最大的30个月为样本，依次对每月的专项债发行量与该月对应的基础货币量环比变化、DR007进行回归，发现专项债发行量的增大并不意味着市场流动性的减弱——新增地方专项债规模与基础货币环比增量呈微弱的正相关、且与DR007呈负相关。

■ 专项债发行提速下，流动性如何“稳扎稳打”？面对专项债发行规模的突增，央行通常会“出手相助”以维护流动性的稳定：在专项债密集发行期前后通常都伴随着央行的公开市场操作（包括但不限于降准、逆回购操作、MLF投放）。以史为鉴，在多个新增专项债发行放量明显的时期，央行除了会加大净投放量以外，还会实施降准以维持流动性的整体

**稳定。**比如在2018年7月央行定向降准50bp之后，同年9月专项债迅速放量；2020年4-5月央行定向降准合计100bp，同年5月专项债发行规模也迎来高峰；2022年4月央行全面降准25bp，同年6月专项债发行规模就创下了“史上最强”的记录。

- 鉴于今年以来专项债发行进度偏缓、而经济下行压力仍存的情形，我们预计8月和9月或又会迎来新一轮的专项债发行高峰。**不过不用太担忧专项债对流动性的干扰：**以史为鉴，专项债大规模放量之际难免会使流动性趋紧，不过央行往往会在专项债放量前后“出手相助”，使稳定性很快回到稳定区间。

- **本周高频数据显示：台风、暴雨等极端天气对出行、工业均造成影响。**8月初汽车零售同比小幅下降，电影票房并未显著季节性上涨，轨道交通客运量向上、而地面交通向下，航班执飞班次有所增加。二手房领跑楼市，而新房销售再次探底。工业生产节奏放缓态势明显，国内工业品价格普跌。票据利率中枢持续下降，或反映实体融资需求仍有限。
- **风险提示：**专项债发行进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

## 内容目录

1. 专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗? .....	6
2. 周度高频跟踪 .....	14
3. 风险提示 .....	25

## 图表目录

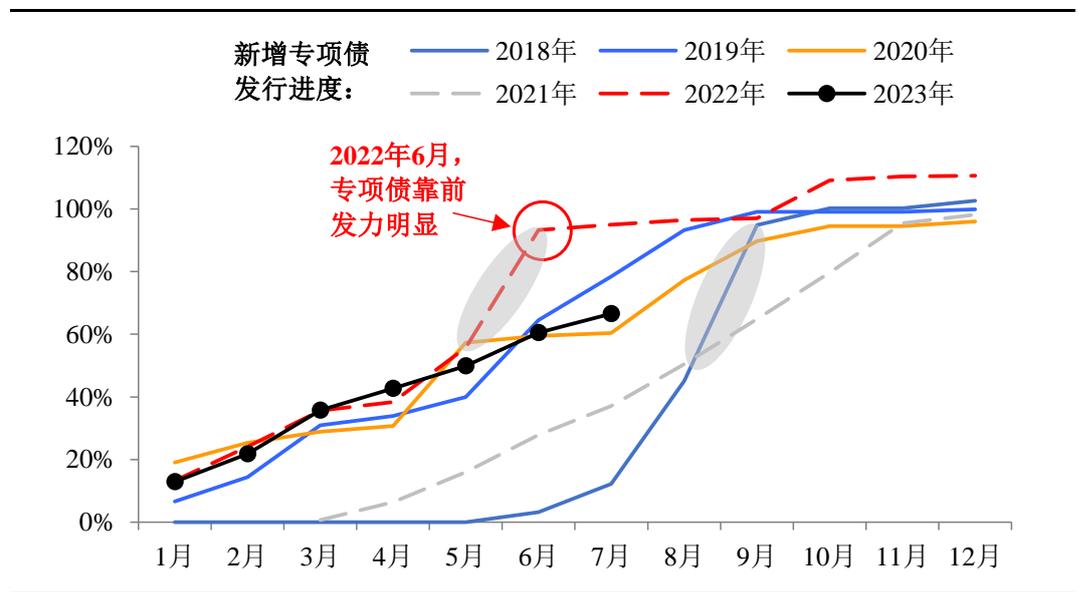
图 1:	6 月专项债发行进度远慢于去年同期.....	6
图 2:	2018 年以来有四次新增专项债超 6500 亿元的记录.....	7
图 3:	专项债发行放量往往都伴随着基建投资增速放缓或负增的情形.....	7
图 4:	新增专项债规模的“冲高”往往带来国债收益率的上升.....	7
图 5:	专项债明显放量时期通常与 DR007 拐点“形影不离”.....	8
图 6:	专项债放量并非一定会导致基础货币的下滑.....	9
图 7:	新增专项债规模与基础货币增加量为正相关.....	9
图 8:	新增专项债规模与 DR007 为负相关.....	9
图 9:	专项债放量与流动性缺口并不会“携手同行”的主因在于央行行为.....	10
图 10:	2018 年 8 月专项债发行放量前后国债收益率表现、DR007 表现以及央行操作.....	11
图 11:	2022 年 6 月专项债发行放量前后国债收益率表现、DR007 表现以及央行操作.....	13
图 12:	近一周（8.7-8.13）国务院领导活动轨迹一览.....	14
图 13:	汽车零售同比基数压力减少.....	15
图 14:	暑期电影票房同比高增.....	15
图 15:	地铁客运量保持近 5 年高位.....	16
图 16:	地面交通持续下降.....	16
图 17:	国内航班执飞班次重回高位.....	16
图 18:	国际航班执飞班次保持攀升态势.....	16
图 19:	新房销售全面探底.....	17
图 20:	二手房销售情况有所好转.....	18
图 21:	一线城市二手房市场活跃度提升幅度略大于二线城市.....	18
图 22:	土地成交面积仍在低位徘徊.....	19
图 23:	土地溢价率波动下降.....	19
图 24:	近期高炉开工率打破下降态势，呈上升走势.....	19
图 25:	沿海七省电厂负荷率下滑态势明显.....	19
图 26:	铁路货运量大幅下行.....	20
图 27:	煤炭吞吐量下滑明显.....	20
图 28:	近期粗钢生产节奏下降.....	20
图 29:	螺纹钢去库速度放缓.....	20
图 30:	磨机运转率下降明显.....	21
图 31:	沥青开工率呈上升态势.....	21
图 32:	沥青放缓的去库速度并无明显改观.....	21
图 33:	水泥发运率下降.....	21
图 34:	水泥产能利用率低于历年同期水平.....	21
图 35:	汽车钢胎生产节奏加快.....	21
图 36:	PTA 开工率上升.....	22
图 37:	江浙织机开工率稳中有升.....	22
图 38:	猪价抬升势头放缓.....	22
图 39:	农产品价格月初回升.....	22
图 40:	黑色系工业品月初转降.....	23
图 41:	螺纹钢补库，表需回落.....	23
图 42:	国内数据偏弱，铜价下行.....	23

图 43: 国际油价续升.....	23
图 44: 一周广谱利率变动.....	24
图 45: 票据利率中枢持续下降.....	24
图 46: 央行月初流动性投放缩量续作.....	24
图 47: 质押式回购成交量持续高于超 8 万亿元.....	25
图 48: 债市杠杆率维持高位.....	25

## 1. 专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗？

在6月专项债累计发行进度远慢于去年同期的情况下，7月政治局会议上“加快地方政府专项债券发行和使用”的政策定调无疑是积极的。2023年前7个月新增专项债发行约2.5万亿元，这也意味着后5个月还有约1.3万亿元的专项债待释放，我们预计8-9月新增专项债发行或将提速，以发挥促投资、稳经济的作用。而伴随着专项债发行的放量，流动性是否会受到冲击？我们认为一定程度上专项债发行的放量提速会使流动性压力加大，但在货币政策的对冲下对流动性的影响有限。

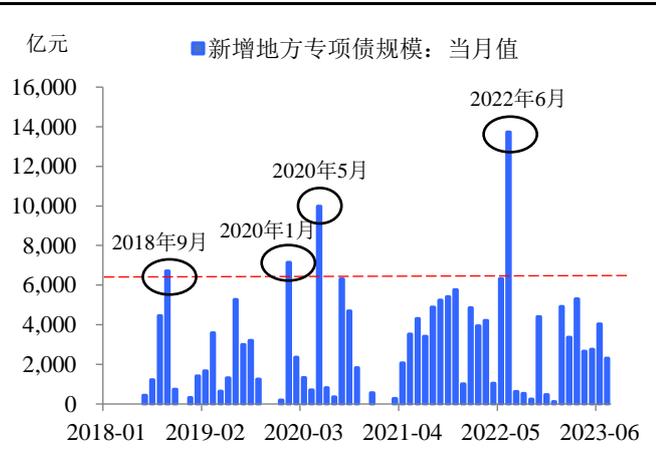
图1：6月专项债发行进度远慢于去年同期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

专项债发行放量与基建投资的低谷“如影随形”。以史为鉴，2018年以来有四次单月新增专项债规模超6500亿元的记录，分别发生在2018年9月、2020年1月、2020年5月和2022年6月。若今年新增专项债于9月底前发行完毕，那就会创下“历史第五次”的记录。而2018年以来已有的这四次新增专项债发行放量明显的时期，均对应着基建投资增速下滑或负增的情形。不过今年的情况更具特殊性——开年以来基建投资其实并不弱，可经济整体却仍需要动力源去恢复“元气”，因此加快专项债发行进度以夯实基建“底座”这一逻辑至关重要。

图2：2018 年以来有四次新增专项债超 6500 亿元的记录



数据来源：Wind，东吴证券研究所

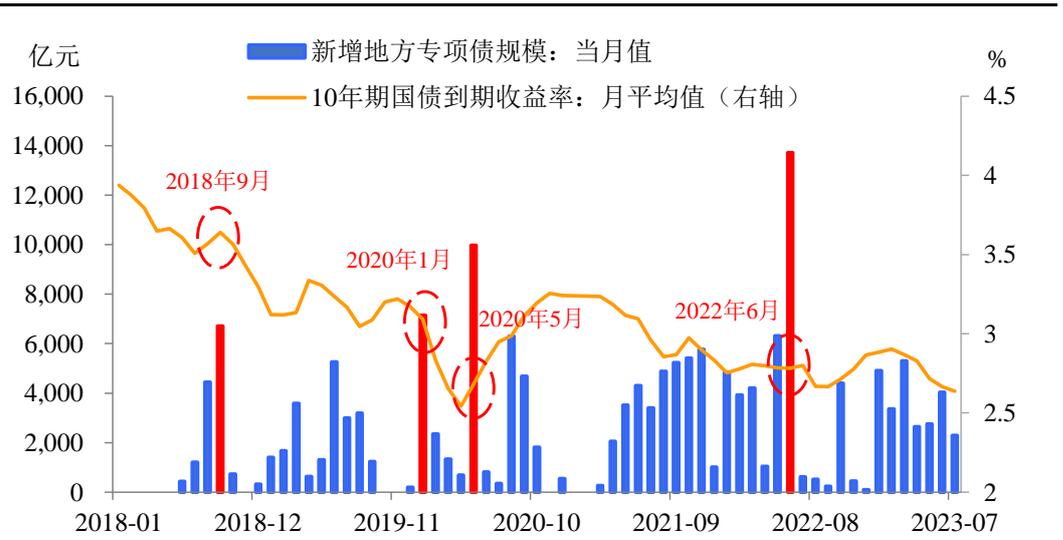
图3：专项债发行放量往往都伴随着基建投资增速放缓或负增的情形



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新增专项债规模的“冲高”往往带来国债收益率的上升。以刚刚所说的 2018 年 9 月、2020 年 1 月、2020 年 5 月和 2022 年 6 月四个专项债“发行高峰时期”为例，这四个时期大多都出现了 10 年期国债收益率上升的情形。不过在 2020 年 1 月，国债收益率“不增反减”，我们判断可能原因在于新冠疫情的爆发使投资者避险情绪升温，从而导致了国债收益率的下跌。因此地方债发行规模是影响国债收益率的一大因素，但并非唯一因素。

图4：新增专项债规模的“冲高”往往带来国债收益率的上升

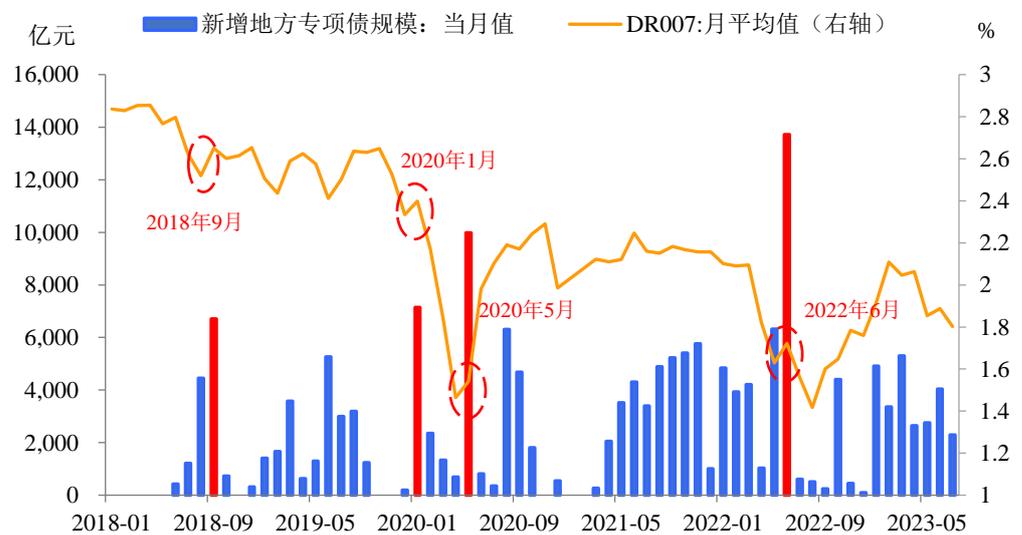


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**专项债放量时期=DR007 拐点？** 如果以 DR007 来观测专项债发行情况对流动性的影响，我们可以把整个过程分为“前、中、后”三个阶段：第一阶段对应专项债大幅放量之前，DR007 通常呈现环比下行趋势；第二阶段对应专项债大幅发行时，DR007 转为环比上行；第三阶段对应专项债放量结束以后，DR007 是否会回落或取决于央行“出手相助”的力度。

究其原因，我们认为在专项债发行力度加强之前，央行会加大货币政策力度以平稳财政因素对流动性的扰动，这会使 DR007 回落。而在新增专项债真正开始大幅发行之际，流动性的收紧难免会对流动性环境产生一定扰动，使 DR007 阶段性上升。

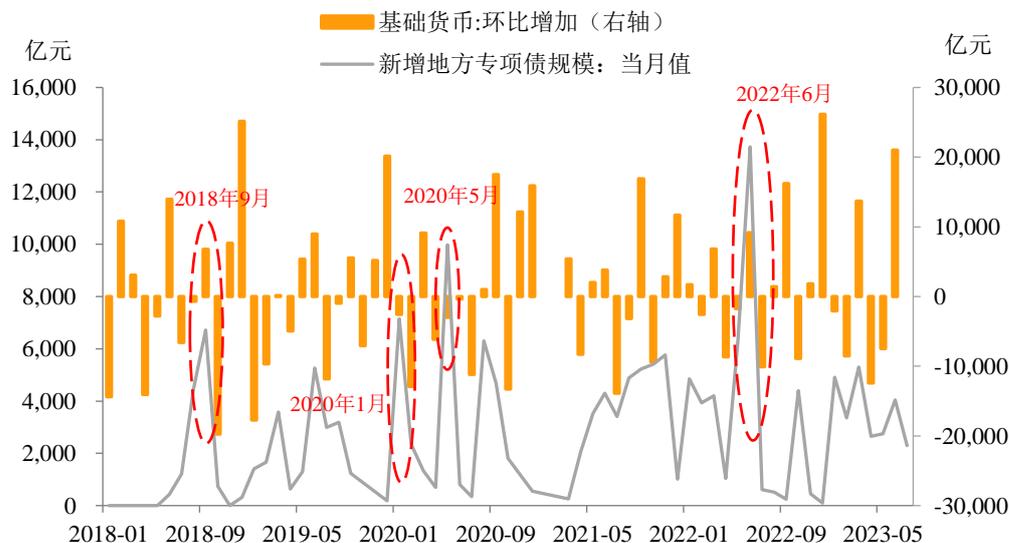
图5：专项债明显放量时期通常与 DR007 拐点“形影不离”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

专项债放量并非会导致基础货币的下滑。由图 6 可见，基础货币的升高往往都对应着新增专项债发行“放慢脚步”的时期，但专项债的大幅放量并不一定会导致基础货币量的下降。以专项债发行最“强势”的 2022 年 6 月为例，该月基础货币环比变化“不减反增”，这或与央行在流动性趋紧时加大公开市场操作力度、以呵护资金面相关(后文会具体介绍)。

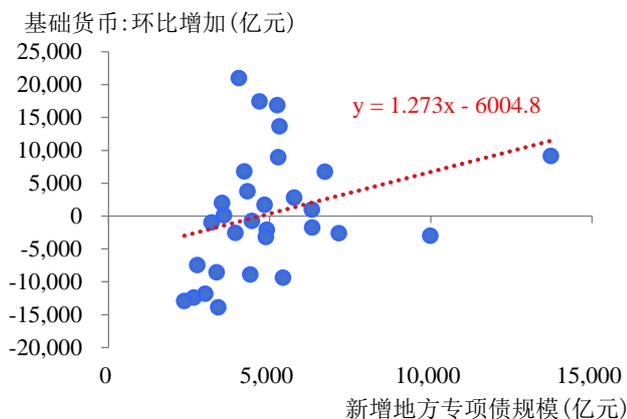
图6：专项债放量并非一定会导致基础货币的下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

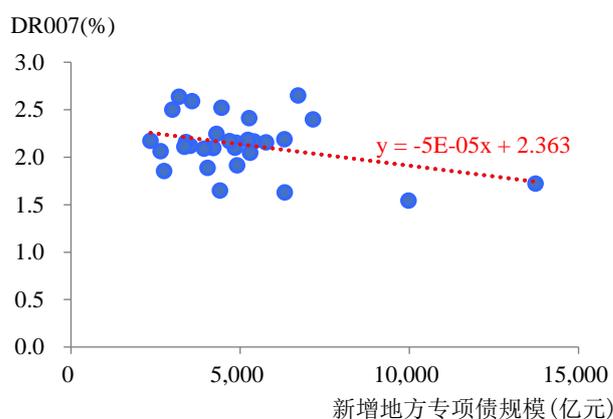
“专项债发行量增大”与“流动性减弱”之间并不完全为等式。由于上述讨论大多基于四个专项债“发行高峰时期”，为避免偶然性、得出普遍规律，我们将2018年以来每月新增专项债发行量从大到小进行排序，选择发行量最大的30个月为样本，依次对每月的专项债发行量与该月对应的基础货币量环比变化、DR007进行回归，发现专项债发行量的增大并不意味着市场流动性的减弱——新增地方专项债规模与基础货币环比增量呈微弱的正相关、且与DR007呈负相关。

图7：新增专项债规模与基础货币增加量为正相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

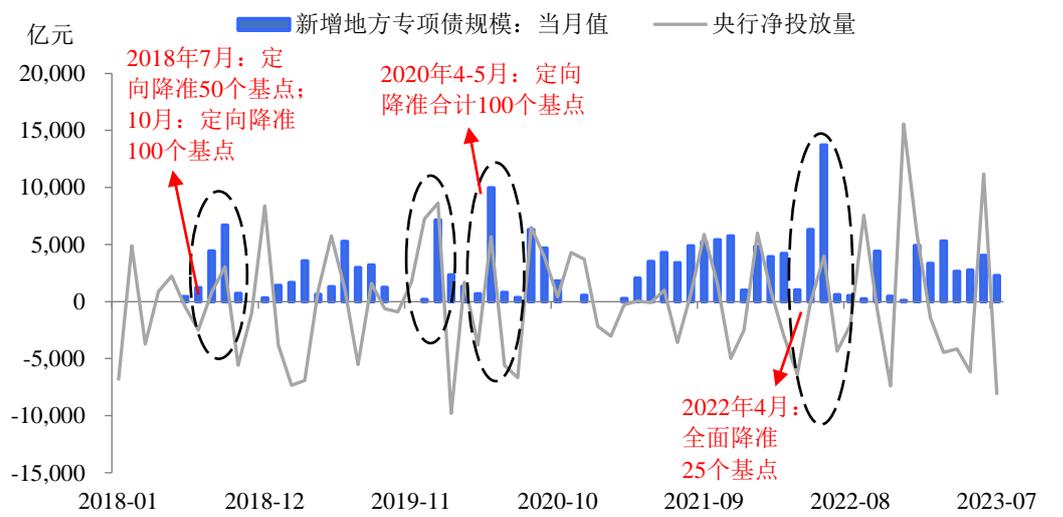
图8：新增专项债规模与DR007为负相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

专项债发行提速下，流动性如何“稳扎稳打”？面对专项债发行规模的突增，央行通常会“出手相助”以维护流动性的稳定：在专项债密集发行期前后通常都伴随着央行的公开市场操作（包括但不限于降准、逆回购操作、MLF 投放）。以史为鉴，在多个新增专项债发行放量明显的时期，央行除了会加大净投放量以外，还会实施降准以维持流动性的整体稳定。比如在 2018 年 7 月央行定向降准 50bp 之后，同年 9 月专项债迅速放量；2020 年 4-5 月央行定向降准合计 100bp，同年 5 月专项债发行规模也迎来高峰；2022 年 4 月央行全面降准 25bp，同年 6 月专项债发行规模就创下了“史上最强”的记录。

图9：专项债放量与流动性缺口并不会“携手同行”的主因在于央行行为



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们选取了 2018 年以来两个专项债放量最明显的时期（即 2018 年 9 月和 2022 年 6 月）为例进行具体讨论。2018 年 9 月和 2022 年 6 月两个时期专项债发行量较上个月上升最为明显（即这两个月的专项债发行进度斜率最大、直线最陡，对应上文图 1 中的灰色阴影部分）。

**2018 年：央行为下半年专项债发行的“突然发力”保驾护航。**2018 年上半年，各地方政府基本都没有安排专项债的发行，直到 7 月专项债累计发行进度才达到 12.2%。而到了 8 月中旬，财政部印发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度——各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%。因此，8、9 月新增专项债发行额分别达到了全年限额的 32.95%、49.7%，尤其是 9 月的新增专项债发行量达到了当时的历史之最。

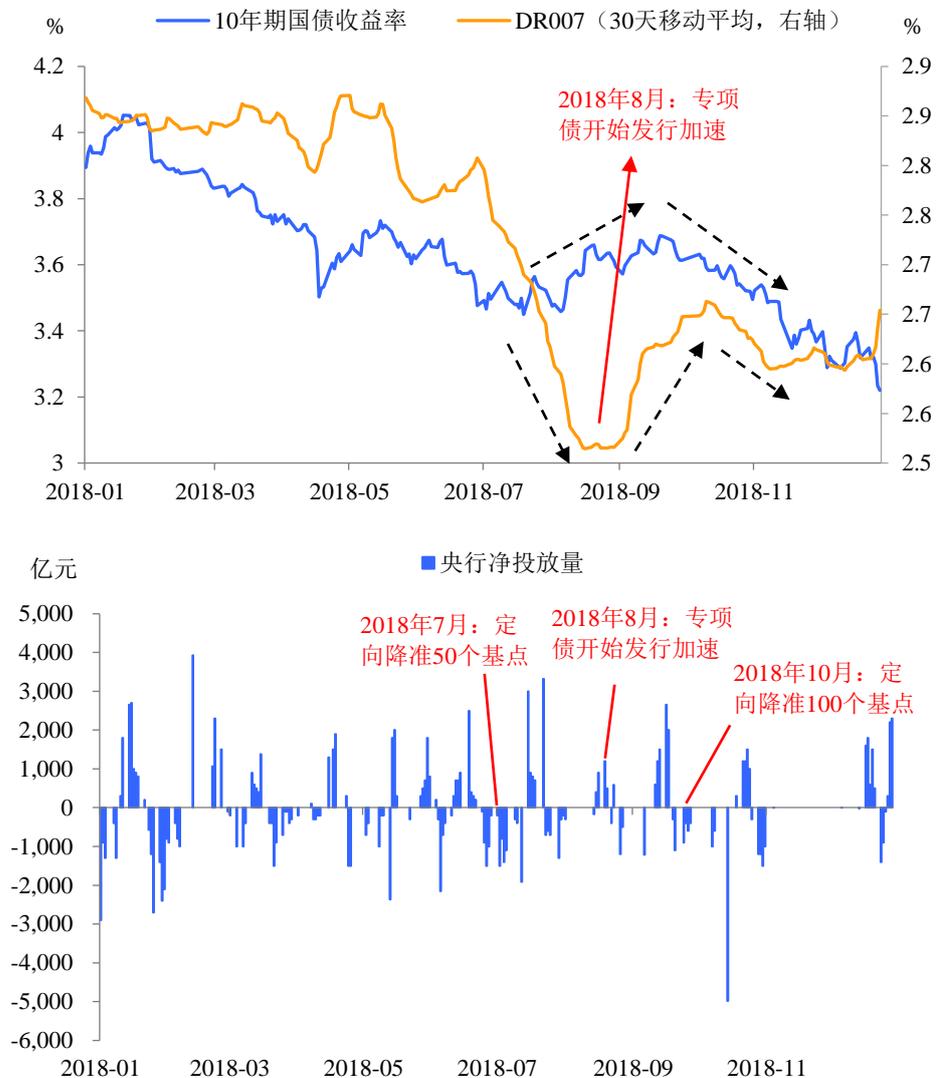
**专项债放量前：央行降准以补充流动性。**在 2018 年 7 月，也就是专项债放量前的 1 个月，央行定向降准 50bp，DR007 也开始稳健地下降。此后，国常会、央行纷纷发表或出台支持融资的言论或政策，宽信用的预期升温，从而引起了 10 年国债收益率的上

升。

**专项债放量时：**即便央行开展了 MLF 操作及公开市场逆回购操作，流动性也难免趋弱。为配合地方债的发行，央行在 8 月和 9 月分别开展了 3000 亿元和 5000 亿元的 7 天逆回购操作，同时还有 8 月 5320 亿元、9 月 4415 亿元的 MLF 操作加以“辅助”。8 月至 9 月央行净投放量达 3860 亿元。不过即便在央行释放流动性的情况下，DR007 还是迎来了短暂的上行。同时专项债规模的增多也导致 10 年期国债收益率继续维持之前的上升态势。

**专项债放量后：高峰过后，DR007 及国债收益率双回落。**当专项债供给高峰过后，货币政策继续保持发力：10 月央行降准 100bp，叠加上全球风险资产暴跌、新增社融大幅下降的影响，货币政策放松不仅使债市走强、10 年期国债收益率开始回落，还使短暂趋弱的流动性迅速回升、DR007 开始下降。

图10：2018年8月专项债发行放量前后国债收益率表现、DR007表现以及央行操作



数据来源：Wind，东吴证券研究所

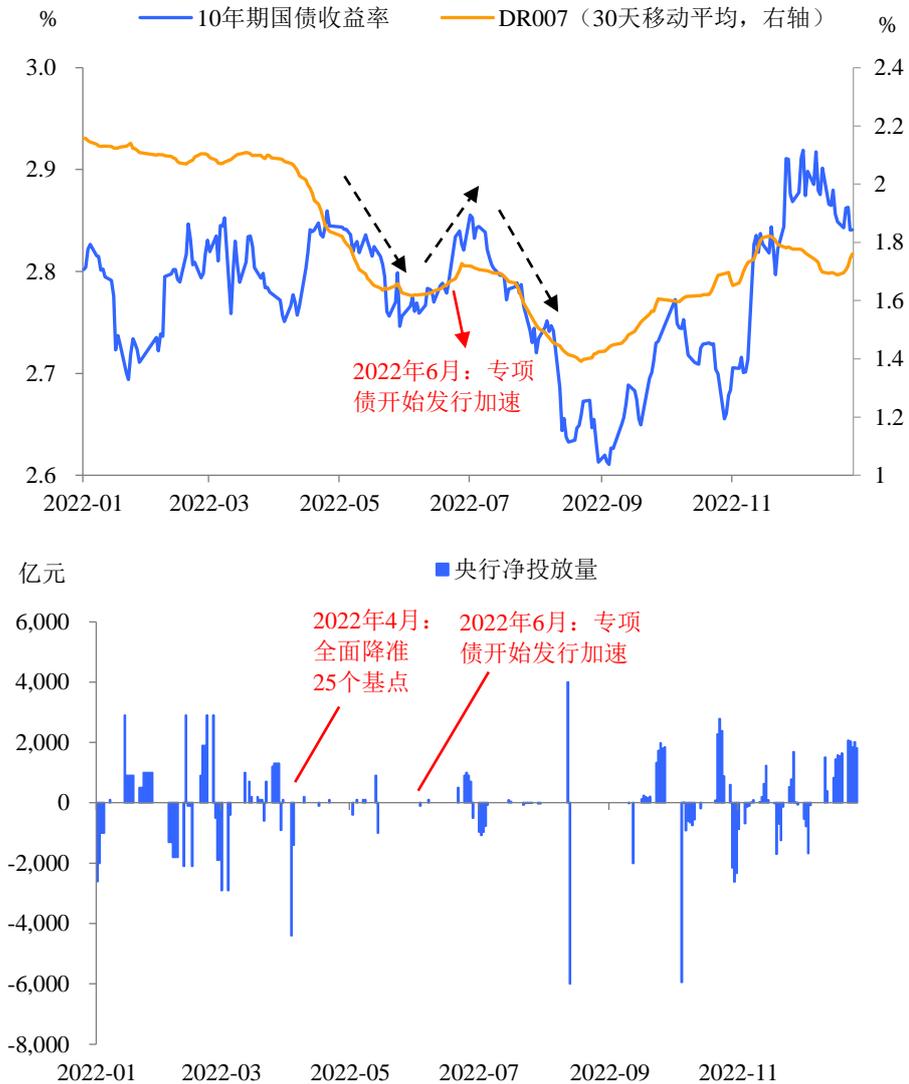
**2022年：专项债集中发行同样有央行加码“补水”。**面对经济下行压力的加大，2022年4月财政部发文催促各地加快发债、6月底前发完3.65万亿元的大部分。因此在2022年6月新增专项债发行规模达到了“历史之最”，单月发行量达到了13724亿元之高、6月专项债累计发行进度为93.3%。不过回顾来看，此次“史上最强”专项债发行规模对流动性的扰动并不是特别大，这背后也与货币政策的出台息息相关。

**专项债放量前：同样有央行降准以作铺垫。**在2022年4月，也就是专项债放量前的2个月，央行额外再定向降准25个基点，这也直接导致了流动性的上升、DR007的下滑。

**专项债放量时：同样难逃流动性趋弱的“魔咒”，但对流动性的影响“转瞬即逝”。**在6月专项债迅速放量之际，央行并没有“置身事外”——6月央行总共开展了6100亿元逆回购操作，6月央行净投放量达4000亿元。但专项债如此大规模的放量还是引起了流动性短暂的收紧，同时也使10年期国债收益率短期“冲高”。不过现在回头来看，得益于前期央行给予的流动性支持以及疫情之下信用传导不畅，此次专项债发行放量时对DR007和国债收益率的影响有限：不仅两个指标上升幅度不算很大，而且上行趋势维持时间较短。

**专项债放量后：迅速走出流动性走弱的“淤泥”。**得益于前期央行释放流动性的种种操作、以及季节性因素的影响，DR007在短暂的“冲高”效应后很快又迎来回落。同时由于专项债密集发行期已过，国债收益率也在逐步下降。之后的8月15日，央行又加大MLF操作规模、进行了4000亿元的MLF操作，流动性淤积的情况依旧比较明显，一定程度上也促进了流动性的进一步上升。

图11：2022年6月专项债发行放量前后国债收益率表现、DR007表现以及央行操作



数据来源：Wind，东吴证券研究所

鉴于今年以来专项债发行进度偏缓、而经济下行压力仍存的情形，我们预计8月和9月或又会迎来新一轮的专项债发行高峰。不过不用太担忧专项债对流动性的干扰：以史为鉴，专项债大规模放量之际难免会使流动性趋紧，不过央行往往会在专项债放量前后“出手相助”，使稳定性很快回到稳定区间。

## 2. 周度高频跟踪

**本周高频数据显示：台风、暴雨等极端天气对出行、工业均造成影响。**8月初汽车零售同比小幅下降，电影票房并未显著季节性上涨，轨道交通客运量向上、而地面交通向下，航班执飞班次有所增加。二手房领跑楼市，而新房销售再次探底。工业生产节奏放缓态势明显，国内工业品价格普跌。票据利率中枢持续下降，或反映实体融资需求仍有限。

**本周关键词：防汛抗洪。**近期受台风和强降雨影响，部分地区遭遇严重洪涝灾害，引起了政府的高度重视。总理在国常会上对持续做好防汛抗洪救灾，特别是受灾群众生活保障等提出了明确要求。国务院副总理张国清和刘国中也赶赴河北和北京指导灾后抢修恢复和卫生防疫等工作，要求最大限度减少洪涝灾害对经济社会发展和人民生活的影响。

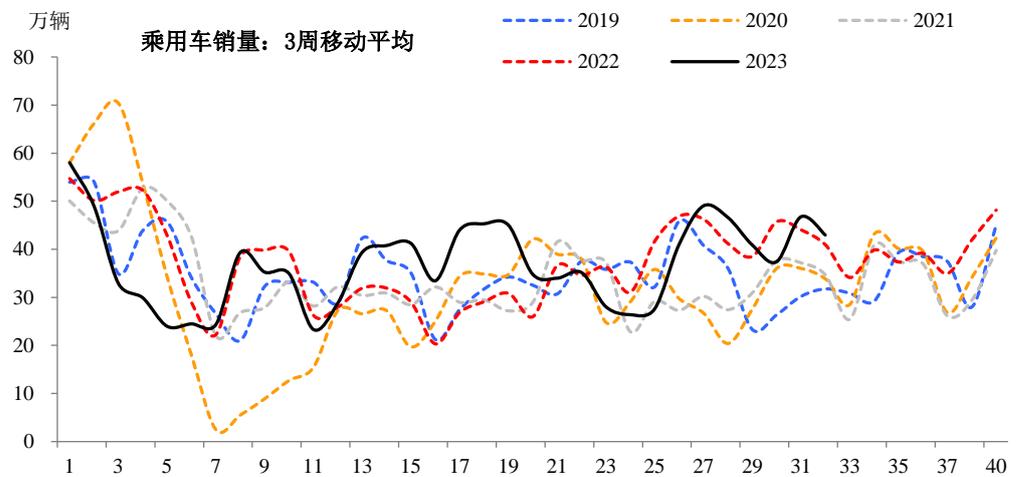
图12: 近一周（8.7-8.13）国务院领导活动轨迹一览

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
2023/8/11	调研	国务院副总理刘国中	河北、北京	灾区卫生防疫和农业生产恢复	迅速组织动员农民因地制宜开展在田作物生产恢复，严格饮用水和食品卫生监管，把卫生防疫作为防汛救灾的一项重要任务来抓， <b>确保大灾之后无大疫和全年粮食丰收。</b>
2023/8/8	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	<b>坚持人民至上、生命至上，做好防汛抗洪和抢险救灾工作，保障人民群众生命财产安全和社会大局稳定。</b>
2023/8/7	指导	国务院副总理张国清	河北	灾后抢修恢复和受灾群众生活保障工作	加强行洪河道、蓄滞洪区围堤等巡查防护， <b>集中精力做好灾后重建和受灾群众生活保障工作。</b>

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，8月初汽车零售同比小幅下降。**8月第一周乘联会口径汽车零售销量同比跌幅收窄至1%，主要受去年同期减税拉动放缓所致。近期居民消费信心波动较大，6月份落地的促消费政策目前刺激效果有限，居民首购车需求表现远不如换购需求，不过7月以来的楼市降温可能是“互补”支撑近期车市购买力的一大因素。进入8月后今年电影票房并未显著季节性上涨，同比涨幅收窄，且低于2019年。

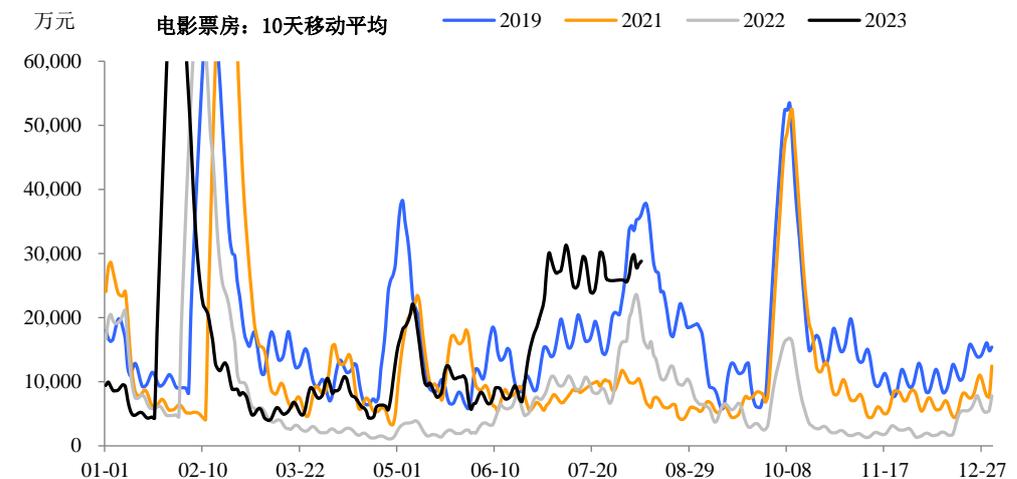
图13: 汽车零售同比基数压力减少



注: 横轴为周数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

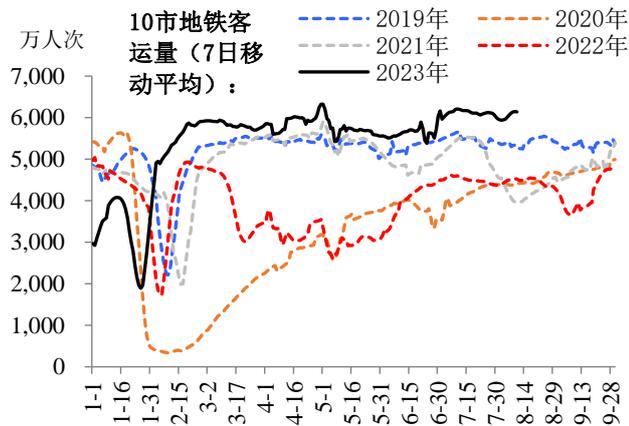
图14: 暑期电影票房同比高增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

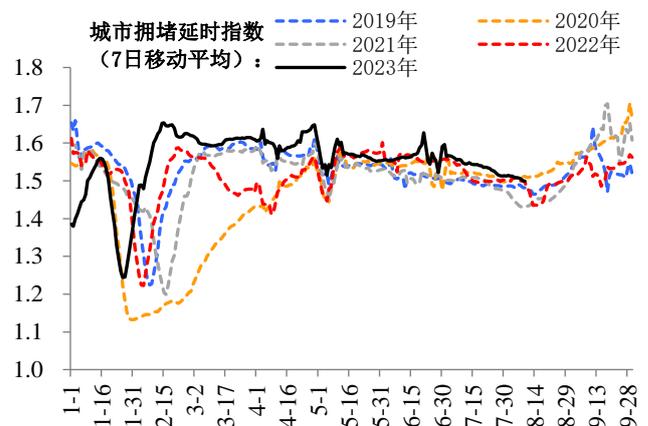
**出行: 客运高位运行, 货运低位徘徊。**与历史同期水平相比, 本周轨道交通人流量仍保持较高水平, 10 市地铁客运量在高基数情况下周度环比上升 3.2%。不过 30 省会拥堵延时指数周度环比下降 1.2%, 我们认为市民地面出行意愿的减少有持续高温和洪涝灾害的一定影响。现主要城市拥挤程度虽仍处于历史同期较高位, 但已不及 2020 年同期水平。

图15: 地铁客运量保持近5年高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

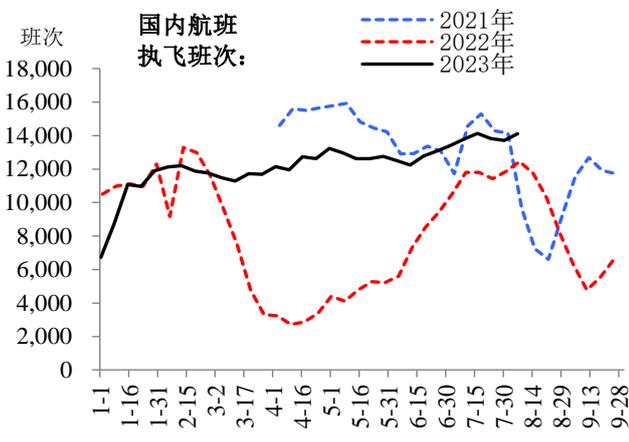
图16: 地面交通持续下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

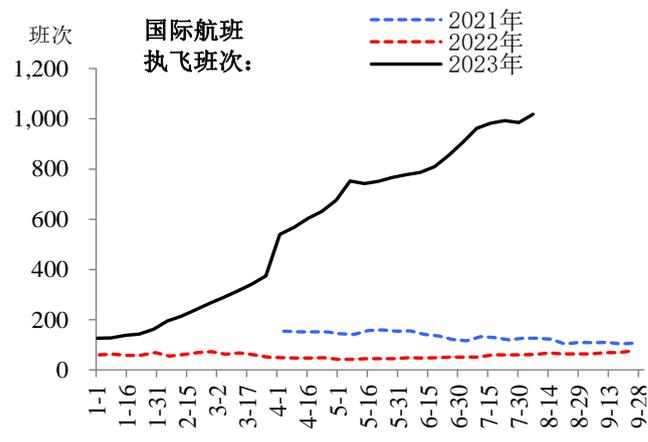
**国内航班与国际航班执飞班次均有所增加。**本周暑运出行高峰持续，国内航班执飞班次再次超过2021年历史同期水平，且国际航班执飞班次仍处于攀升通道上，8月10日文旅部发布了第三批恢复出境团队旅游国家名单，意味着这一上涨趋势有望持续。整体来看，目前居民出游意愿仍处于较高位。

图17: 国内航班执飞班次重回高位



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

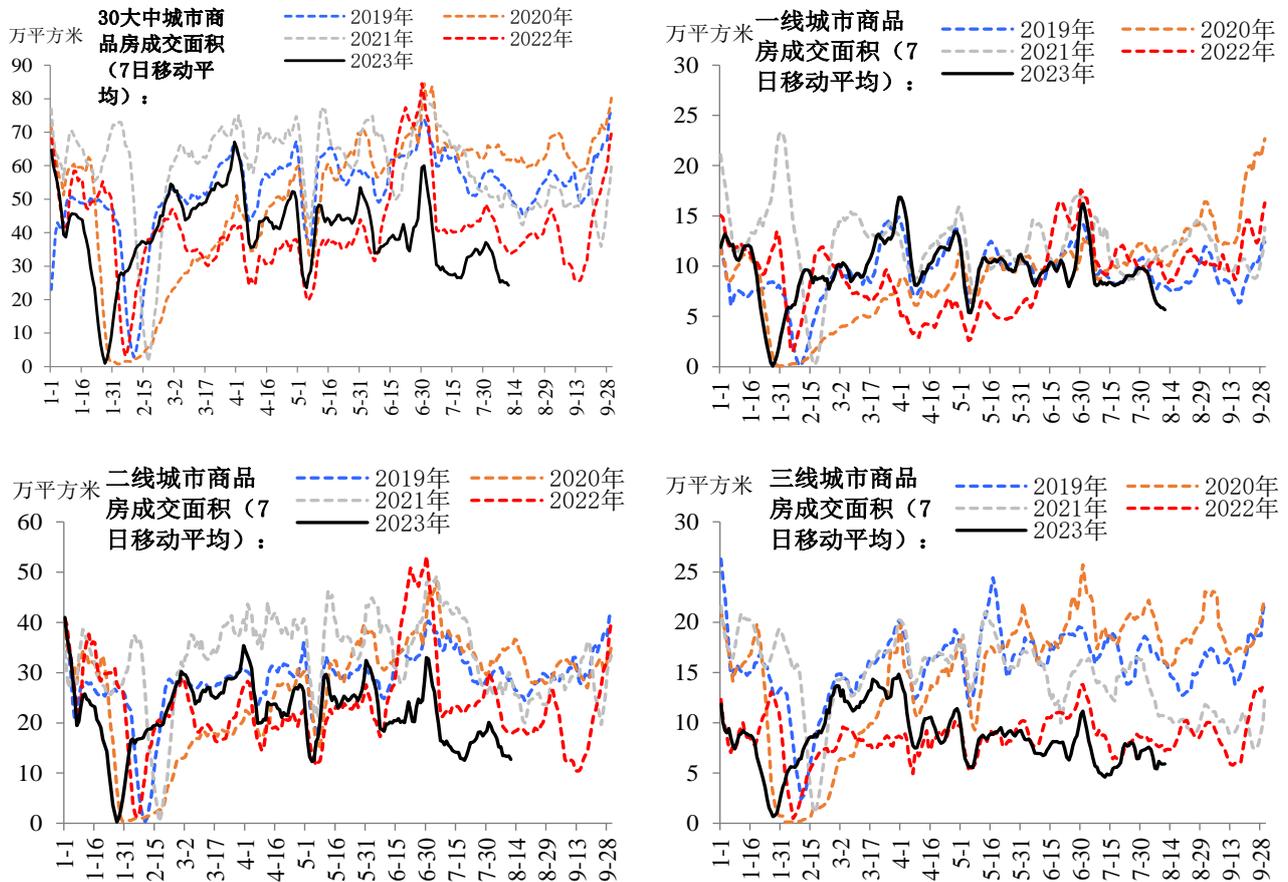
图18: 国际航班执飞班次保持攀升态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

**地产: 新房和二手房销售情况出现分化, 土地销售回暖。**本周新房销售再次探底, 受限于购买力透支和行业信心不足, 30城商品房成交面积较前值缩减24.9%。其中一线城市新房销售的转弱最为显著, 其周度环比大幅下降30.8%; 二、三线城市周度环比则分别减少了24.5%、19.2%, 且均处于近五年以来的历史同期最低水平。

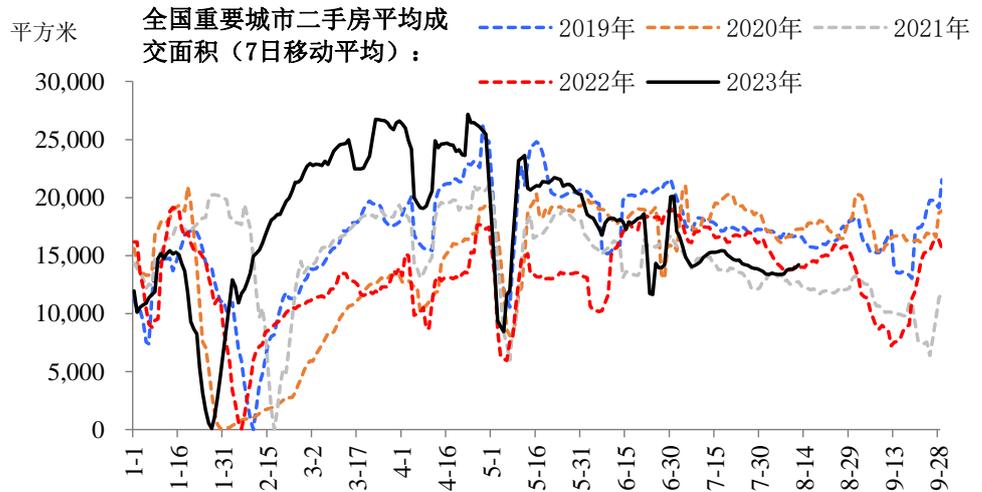
图19: 新房销售全面探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

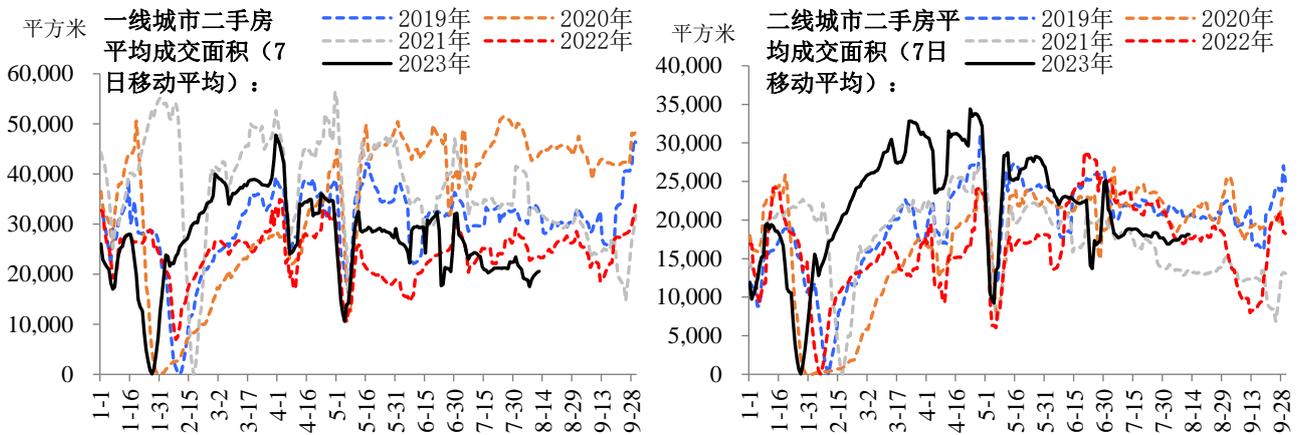
与商品房相比,本周二手房销售较为亮眼。在新一轮房地产政策优化调整下以及预期下,众多一二线城市纷纷发声支持满足居民刚性和改善性住房需求,现在看来二手房领跑楼市:本周二手房13市二手房成交面积周度环比上升6.1%,略高于2022年同期水平。其中一线城市二手房销售显著提高11.9%,二线城市二手房成交面积也小幅增加了2.8%。

图20: 二手房销售情况有所好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

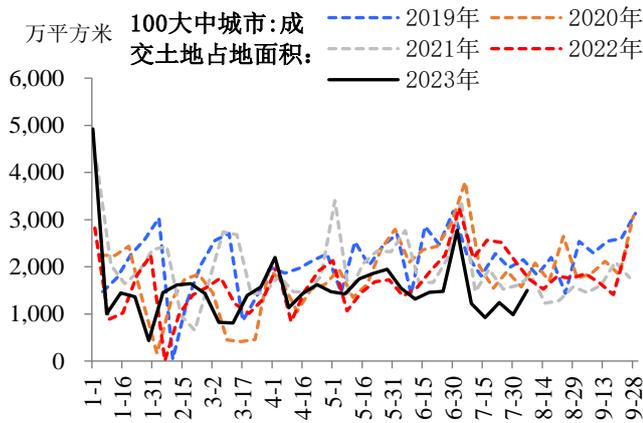
图21: 一线城市二手房市场活跃度提升幅度略大于二线城市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

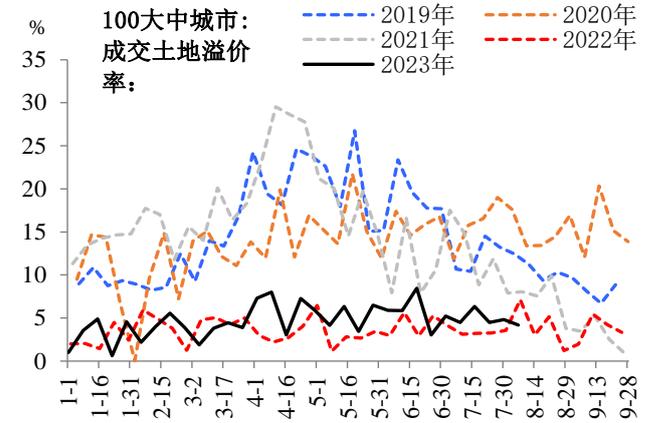
近期土地成交情况未出现明显改观, 结合最新数据来看, 8月以来100大中城市成交土地占地面积比2022年下降13.4%、比2019年下降30.2%, 房企拿地信心未有明显改善。同时最新数据显示土地溢价率则较前值却减少了0.6pct, 土地成交价格同样也在历史同期最低位徘徊。

图22: 土地成交面积仍在低位徘徊



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

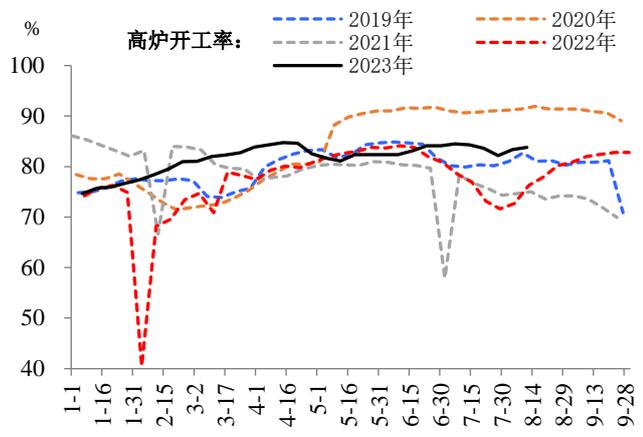
图23: 土地溢价率波动下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

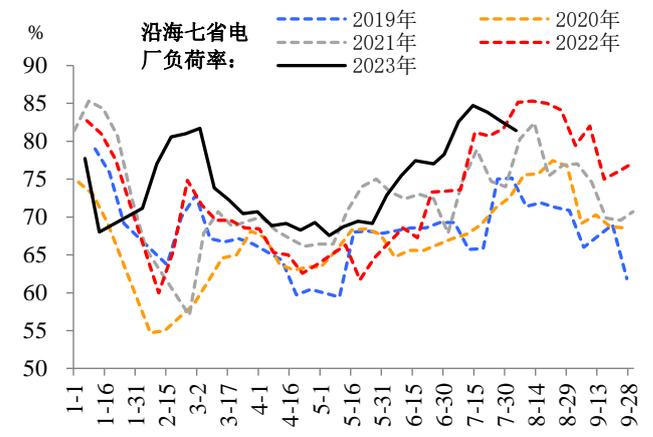
**生产: 工业生产节奏有所放缓。**本周高炉开工率周度环比小幅上升 0.4pct, 不过本周高炉开工率表现的“亮眼”也难掩近期自然灾害使工业生产受阻的现状: 由于全国多地受台风、强降水等自然灾害影响, 部分沿海城市已实行停业停产措施, 导致工业用电需求短时间内减少。从数据上来看, 近期沿海七省电厂负荷率下滑态势明显、铁路货运量也大幅下行。此外, 受安全检查、月度生产任务和降雨防洪的影响, 煤炭供给有所收紧, 最新数据显示煤炭吞吐量下滑明显, 其周度环比增速为-5.7%。从整体来看, 工业生产节奏有所放缓。

图24: 近期高炉开工率打破下降态势, 呈上升走势



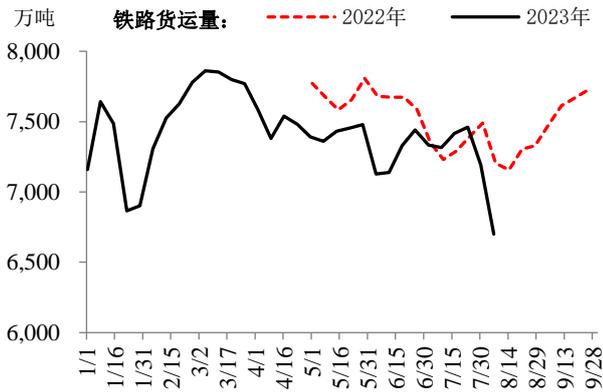
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 沿海七省电厂负荷率下滑态势明显



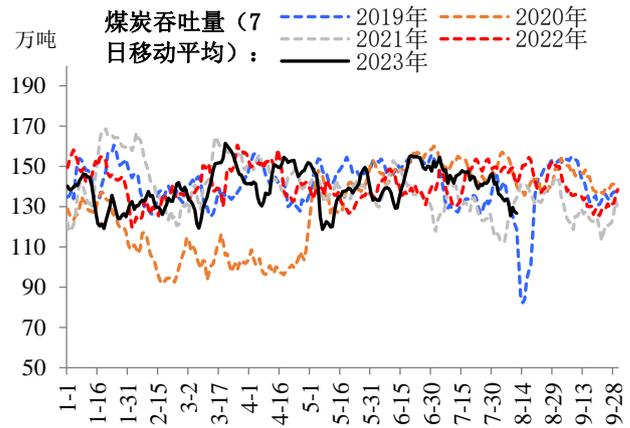
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 铁路货运量大幅下行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

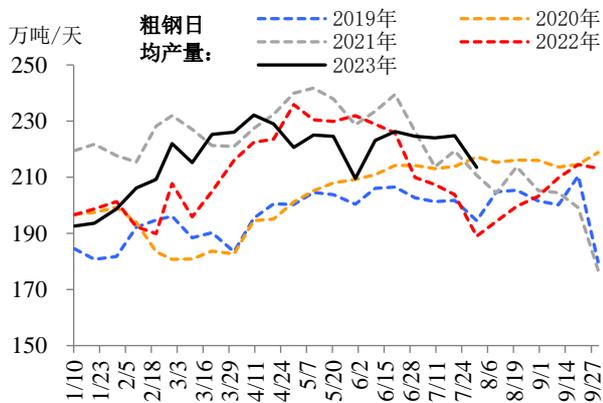
图27: 煤炭吞吐量下滑明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

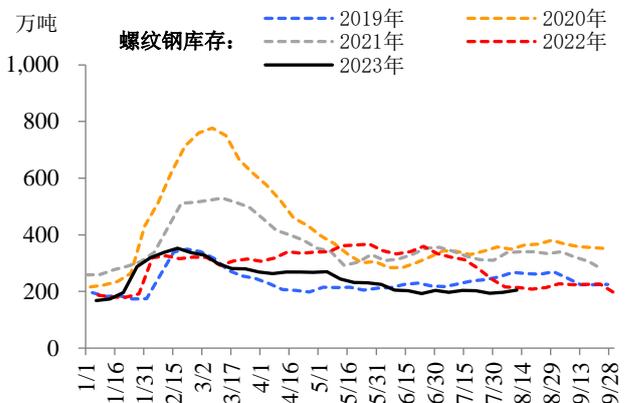
分行业来看, 建筑业生产节奏有所放缓。由于近期政策端粗钢平控预期较强、叠加近期全国受暴雨影响较大, 粗钢生产节奏延续下降态势, 其周度环比为-5.0%。同时螺纹钢去库状态也有放缓, 其库存周度环比上升 1.9%。

图28: 近期粗钢生产节奏下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

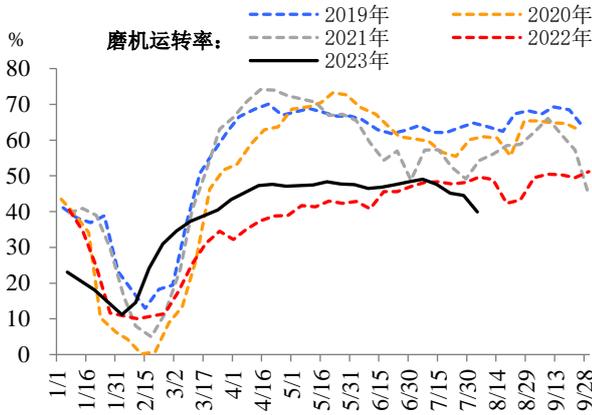
图29: 螺纹钢去库速度放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

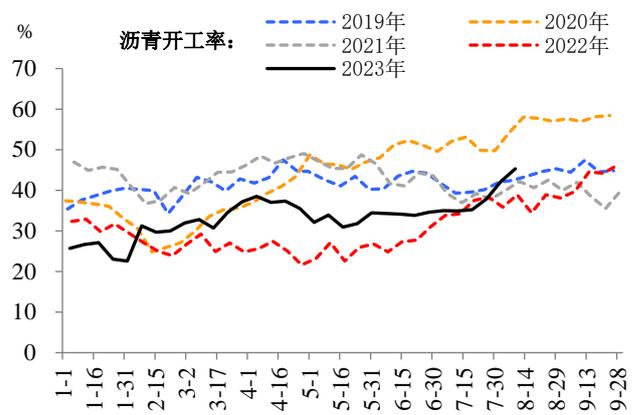
沥青 (更偏向交通基建) 和水泥生产均呈现放缓态势: 沥青方面, 本周沥青开工率环比增速录得 3.1pct, 但沥青放缓的去库速度并无明显改观, 同时磨机运转率磨机运转率几周内也连续下降, 最新数据显示其周度环比增速录得-4.6pct。水泥方面, 水泥发运率同样受气候影响有所回落, 目前水泥发运率及水泥产能利用率低于近五年来同期水平。

图30: 磨机运转率下降明显



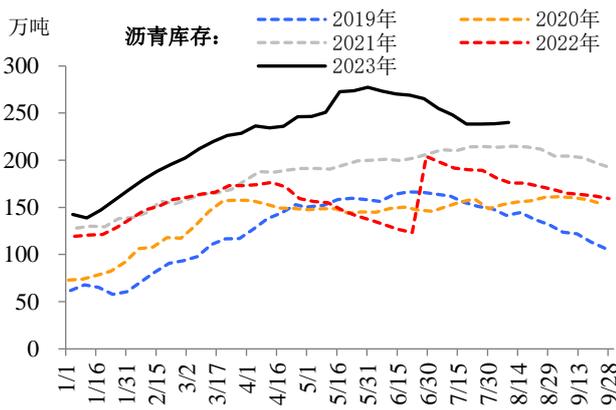
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 沥青开工率呈上升态势



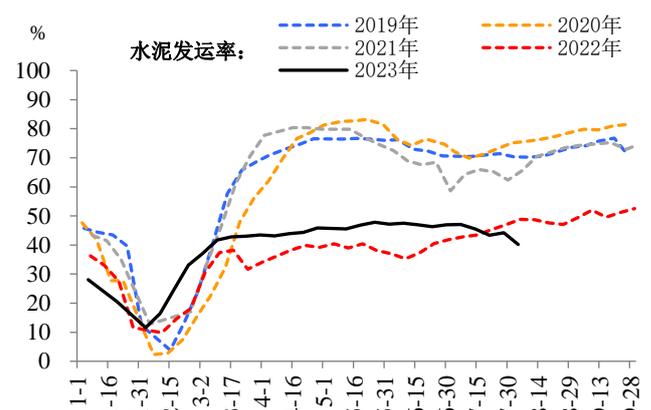
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 沥青放缓的去库速度并无明显改观



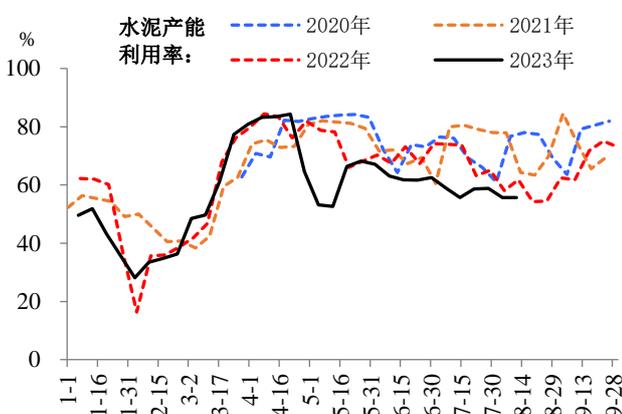
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 水泥发运率下降



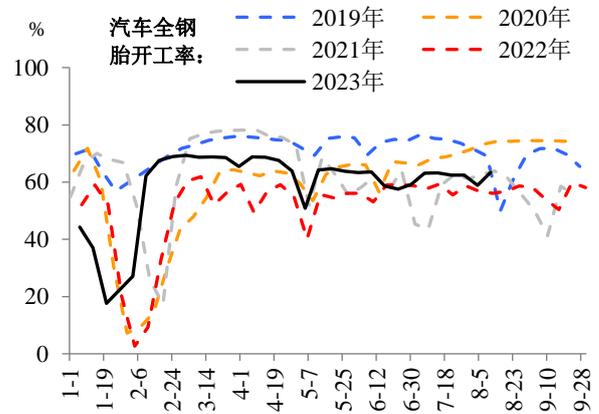
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图34: 水泥产能利用率低于历年同期水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

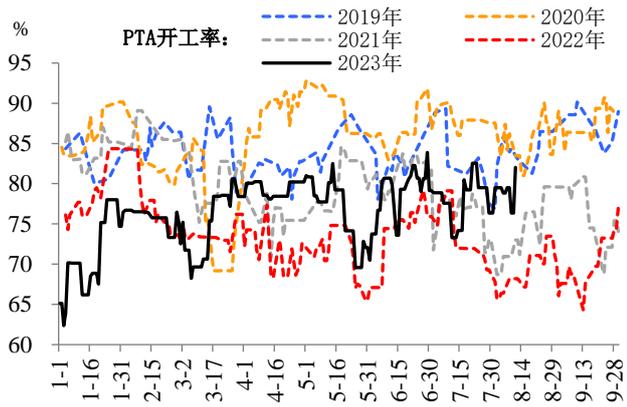
图35: 汽车钢胎生产节奏加快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

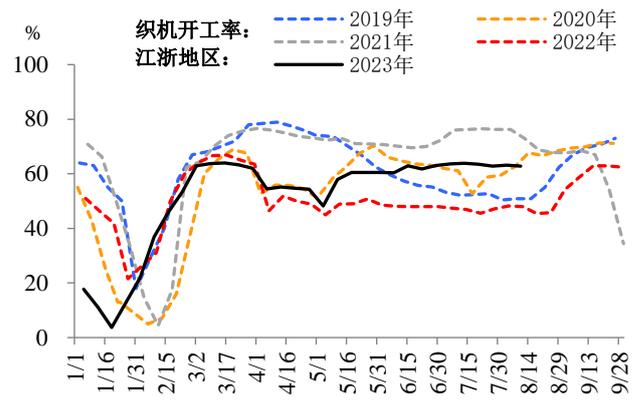
**汽车业生产速度恢复性回升。**在高温酷暑之际，汽车业生产却“迎难而上”，本周全钢胎开工率环比上升 4.6pct，全钢胎开工率恢复性回升。**纺服业生产稳中有升**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 78.5%、90.8%，两大开工率较上周均有小幅回升，同时均处于历史同期中间水平。

图36: PTA 开工率上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

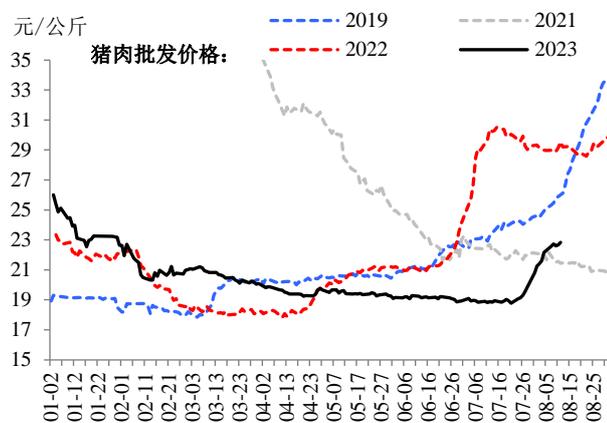
图37: 江浙织机开工率稳中有升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

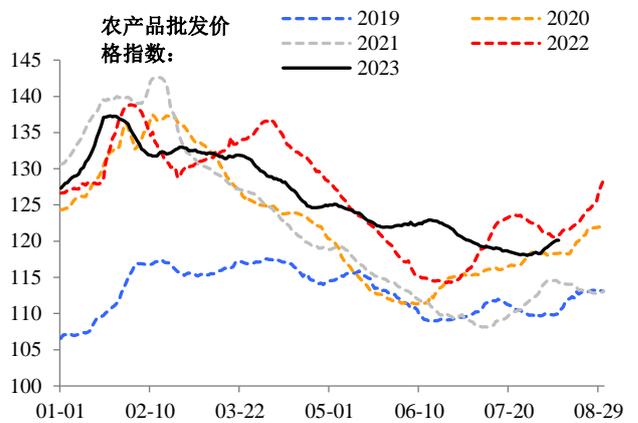
**通胀: 猪价回升势头放缓。**本周农产品价格周环比涨 1.1%，8 月以来同比收窄至-1.6%。本周猪肉价格周环比上涨 5.8%，7 月底以来的持续回升态势放缓，8 月以来同比仍低于-20%。本周鲜菜鲜果价格走势分化，鲜菜价格周环比上涨 1.9%，鲜果价格周环比-0.6%，均高于 2022 年同期。

图38: 猪价抬升势头放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 农产品价格月初回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**国内工业品价格普跌。**8月上旬出炉的PMI、出口、金融数据偏弱，受到信心转弱的情绪影响，本周黑色、有色及玻璃的价格均有不同程度的下跌，高温天气及北方汛情影响施工，水泥价格8月上旬继续下探。月初国内经济预期转弱下铜价回落，本周伦铜价格环比下降2.3%。海外方面，美国CPI数据低于预期，显示需求前景回升，本周布油价格环比续升2.4%

图40: 黑色系工业品月初转降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 螺纹钢补库, 表需回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 国内数据偏弱, 铜价下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

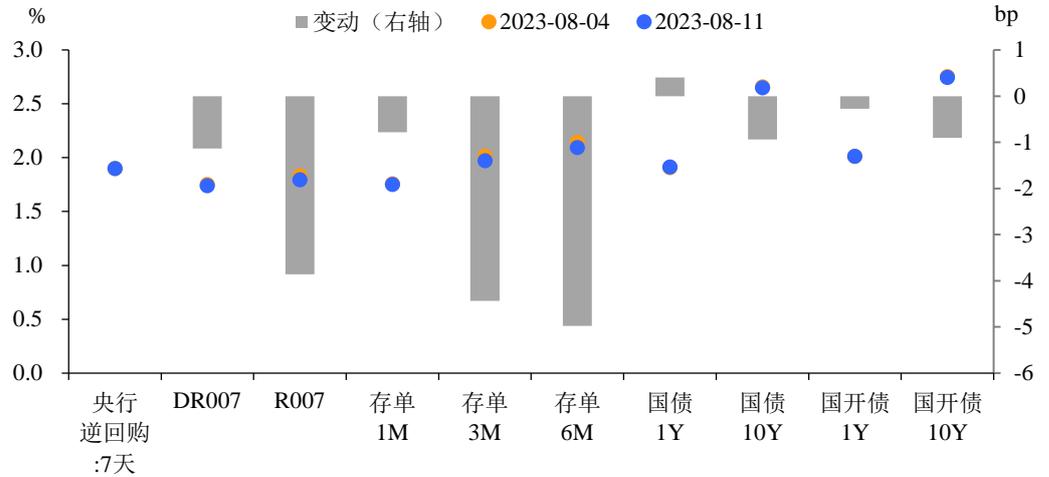
图43: 国际油价续升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

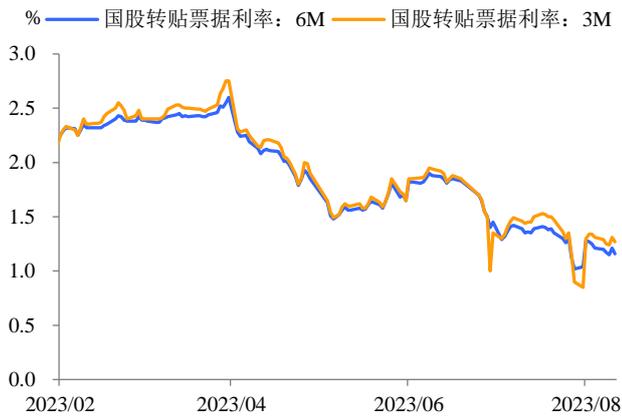
**流动性方面, 8月资金利率持续下降。**本周DR007、R007周均值环比分别小幅下降约1bp、4bp。7月贸易、金融数据不及预期, 10年期国债收益率回落至2.65%以下。8月以来票据利率中枢持续下降, 或反映实体融资需求仍有限, 需关注下周央行在MLF到期量跃升至4000亿元的续作情况。8月第二周质押式回购成交量持续高于8万亿元水平, 债市杠杆率小幅回落至109.3%水平。

图44：一周广谱利率变动



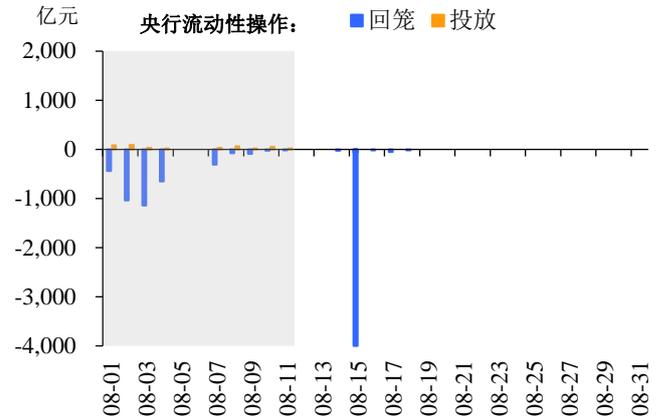
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图45：票据利率中枢持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

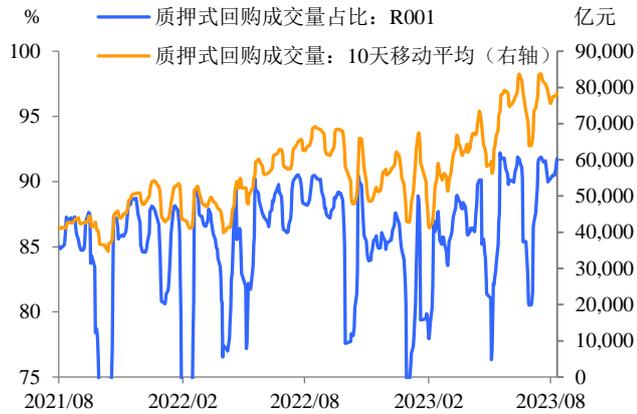
图46：央行月初流动性投放缩量续作



注：灰色区域为历史操作

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47: 质押式回购成交量持续高于超 8 万亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图48: 债市杠杆率维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 风险提示

专项债发行进度不及预期; 政策定力超预期; 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>