

# 宏观周报 20230820

## 近期流动性“量增价升”反映了什么？

2023年08月20日

■ **8月中旬扰动资金面的因素有些多**：先是15日意外降息，再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元，本周净投放量为今年2月以来最高，资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局？我们认为在月中税期影响的因素之外，**近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转**。

■ **税期如何影响资金利率**？根据国家税务总局的规定，企业需要在每月确定日期（一般为15日前后）之前完成税务申报，而通常企业倾向于临近截止日期时报税，因此每月中旬为缴税高峰期，大量资金届时从实体流向财政存款，表现为流动性收紧，资金利率抬升，央行通常也会增加逆回购投放呵护流动性。

不过结合历史经验，8月税期对资金面的扰动有限。从全年角度来看，由于部分税务季度、年度申报的缘故，每月缴税规模存在季节性：年初的1月，季初的4月、7月、10月，以及半年度汇算期5月均为“缴税大月”，该月的税收收入及货币当局的政府存款均为年内高点，对应月中税期资金利率的抬升幅度也更显著。因此8月税期因素并不能完全解释本周央行创今年2月以来最大的逆回购净投放量。

■ **地方专项债发行加速或是近期扰动资金面的主因**。我们曾在此前的报告中提到，专项债明显放量时大多伴随着资金利率的环比大幅上涨，这主要是政府债发行增加财政性存款对基础货币的抽离造成资金面收紧。本周资金利率的环比抬升幅度明显大于历史均值就是证据之一。

观察本月发行情况，截至8月19日Wind口径8月发行的新增地方专项债规模已达4288亿元，为年内最高。各省已公布的发行计划总规模超4400亿元，广东、河北发力明显，考虑到还缺少部分省份数据，8月发行的地方专项债总量很可能超过5000亿元。

往后看，8月之后实体投资与信贷投放有望触底回升。地方政府专项债的发行加速意味着更多的基建项目到款及落地开工，力度上可能不及2022年5-6月，但也是8月之后基建投资与贷款需求的重要企稳支撑。需关注接下来本月5年期LPR超幅调降（是否超过15bp）以及地产政策快速落地的预期兑现。

■ **本周高频数据显示**，居民出行消费热度不减，汽车零售销量同比走阔，客运保持高位；二手房销售有回暖迹象，土地交易仍低迷。极端天气影响因素逐渐消退后工业生产回到正轨，建筑业生产节奏加快。猪价回升势头暂止，国内工业品价格企稳回升。

■ **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。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《降息的宏观“剧本”》

2023-08-15

《专项债发行提速与流动性缺口“双向奔赴”了吗？》

2023-08-13

## 内容目录

1. 近期流动性“量增价升”反映了什么? .....	4
2. 周度高频跟踪 .....	6
3. 风险提示 .....	18

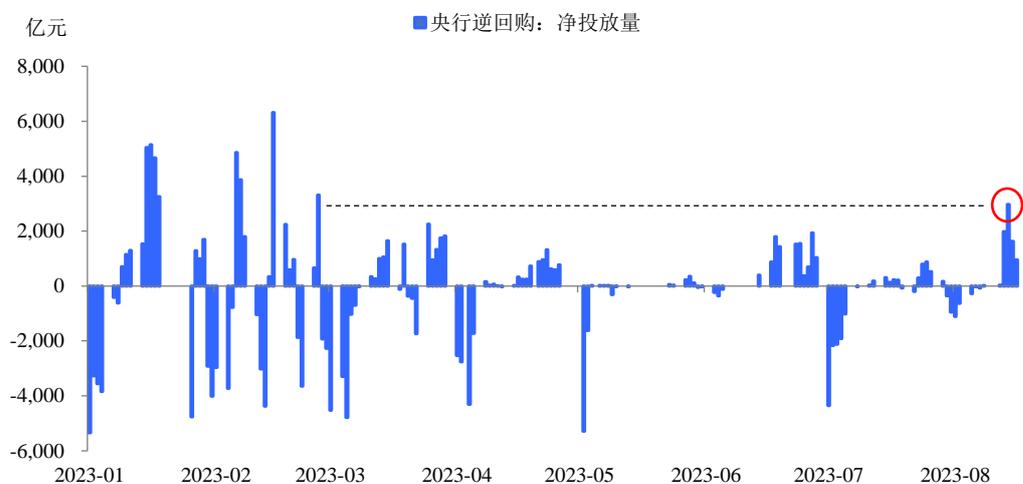
## 图表目录

图 1:	本周央行逆回购投放量为今年 2 月末以来最高	4
图 2:	税收收入存在季节性	5
图 3:	财政存款季节性可反映“缴税大月”	5
图 4:	本月税期资金利率的抬升幅度高于季节性	5
图 5:	8 月专项债发行明显加速	6
图 6:	各省 8 月专项债发行计划	6
图 7:	近一周 (8.14-8.20) 国务院领导活动轨迹一览	7
图 8:	汽车零售同比偏强	7
图 9:	暑期观影热度进一步抬升	8
图 10:	地铁客运量保持近 5 年高位	8
图 11:	地面交通小幅上升	8
图 12:	国内航班执飞班次持续攀升	9
图 13:	国际航班执飞班次波动下降	9
图 14:	整车货运稳中向好	9
图 15:	一二线城市引领的新房销售有所好转	10
图 16:	二手房销售逼近 2022 年同期水平	11
图 17:	一线城市二手房市场表现更为出色	11
图 18:	土地成交面积大幅下降	12
图 19:	土地溢价率持续下跌	12
图 20:	近期高炉开工率打破下降态势, 呈上升走势	12
图 21:	沿海七省电厂负荷率重回上行通道	12
图 22:	铁路货运量明显回升	13
图 23:	同样, 煤炭吞吐量也转而上升	13
图 24:	近期趋缓粗钢生产节奏又加快了	13
图 25:	螺纹钢去库速度稳中略有加快	13
图 26:	磨机运转率拐点显现	14
图 27:	沥青开工率呈上升态势	14
图 28:	水泥产能利用率上升	14
图 29:	水泥发运率转而上升	14
图 30:	汽车钢胎生产节奏继续加快	15
图 31:	本周 PTA 开工率较上周总体上升	15
图 32:	猪价暂时结束抬升	15
图 33:	农产品价格季节性回升	15
图 34:	黑色系工业品回升	16
图 35:	螺纹钢表需边际回升	16
图 36:	水泥价格有低位企稳迹象	16
图 37:	国际油价回落	16
图 38:	一周广谱利率变动	17
图 39:	票据利率降息后先升后降	17
图 40:	央行逆回购净投放量跃升	17
图 41:	质押式回购成交量回落	18
图 42:	债市杠杆率大幅回落	18

## 1. 近期流动性“量增价升”反映了什么？

8月中旬扰动资金面的因素有些多：先是15日意外降息，再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元，本周净投放量为今年2月以来最高，资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局？我们认为在月中税期影响的因素之外，近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转。

图1：本周央行逆回购投放量为今年2月末以来最高

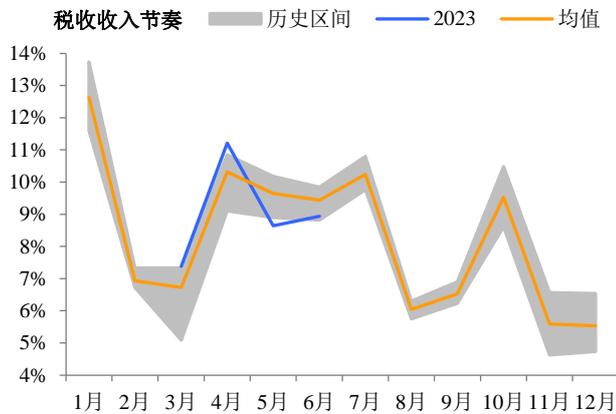


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**税期如何影响资金利率？**根据国家税务总局的规定，企业需要在每月确定日期（一般为15日前后）之前完成税务申报，而通常企业倾向于临近截止日期时报税，因此每月中旬为缴税高峰期，大量资金届时从实体流向财政存款，表现为流动性收紧，资金利率抬升，央行通常也会增加逆回购投放呵护流动性。

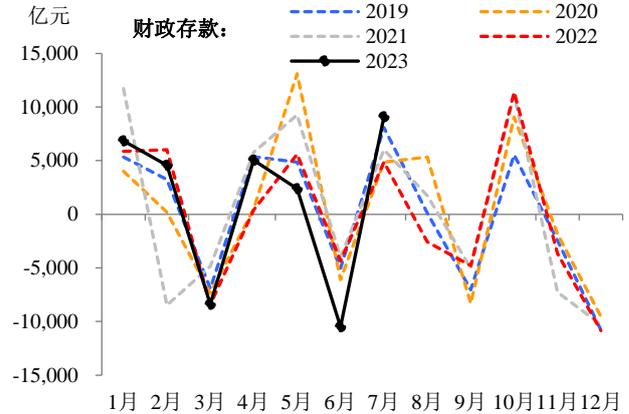
不过结合历史经验，8月税期对资金面的扰动有限。从全年角度来看，由于部分税务季度、年度申报的缘故，每月缴税规模存在季节性：年初的1月，季初的4月、7月、10月，以及半年度汇算期5月均为“缴税大月”，该月的税收收入及货币当局的政府存款均为年内高点，对应月中税期资金利率的抬升幅度也更显著。因此8月税期因素并不能完全解释本周央行创今年2月以来最大的逆回购净投放量。

图2: 税收收入存在季节性



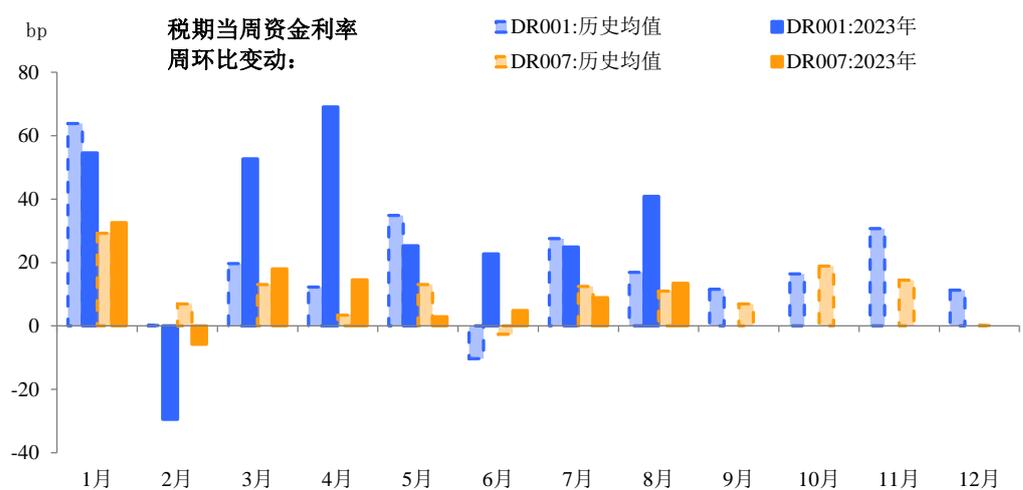
注：历史区间为 2018-2022 年  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 财政存款季节性可反映“缴税大月”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 本月税期资金利率的抬升幅度高于季节性



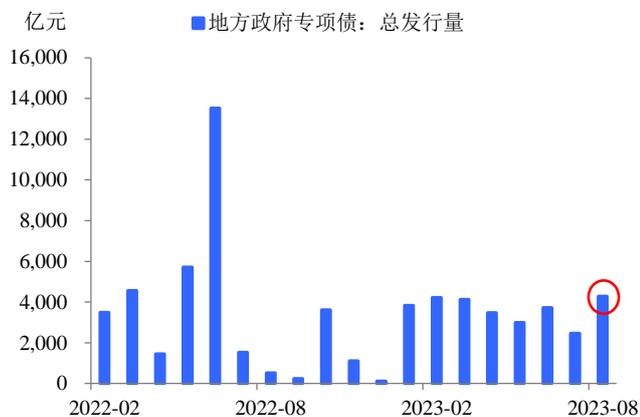
注：税期由国家税务总局每年公布的“办税日历”确定，一般为每月的15日前后，历史均值取值区间为 2019-2022 年  
数据来源：Wind，国家税务总局，东吴证券研究所

**地方专项债发行加速或是近期扰动资金面的主因。**我们曾在此前的报告中提到，专项债明显放量时大多伴随着资金利率的环比大幅上涨，这主要是政府债发行增加财政性存款对基础货币的抽离造成资金面收紧。本周资金利率的环比抬升幅度明显大于历史均值就是证据之一。

观察本月发行情况，截至8月19日Wind口径8月发行的新增地方专项债规模已达4288亿元，为年内最高。各省已公布的发行计划总规模超4400亿元，广东、河北发

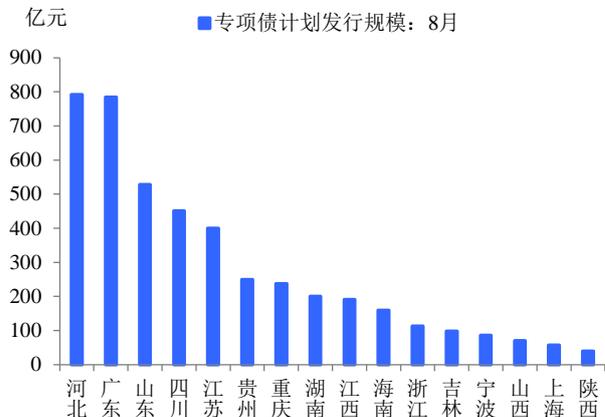
力明显，考虑到还缺少部分省份数据，8月发行的地方专项债总量很可能超过5000亿元。

图5: 8月专项债发行明显加速



注: 今年8月数据截止到8月19日  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 各省8月专项债发行计划



数据来源: 中国债券信息网, 东吴证券研究所

往后看，8月之后实体投资与信贷投放有望触底回升。地方政府专项债的发行加速意味着更多的基建项目到款及落地开工，力度上可能不及2022年5-6月，但也是8月之后基建投资与贷款需求的重要企稳支撑。需关注接下来本月5年期LPR超幅调降（是否超过15bp）以及地产政策快速落地的预期兑现。

## 2. 周度高频跟踪

本周高频数据显示，居民出行消费热度不减，汽车零售销量同比走阔，客运保持高位；二手房销售有回暖迹象，土地交易仍低迷。极端天气影响因素逐渐消退后工业生产回到正轨，建筑业生产节奏加快。猪价回升势头暂止，国内工业品价格企稳回升。

本周关键词：高质量发展、对外开放。本周召开的国务院第二次全体会议上对推动高质量发展提出了一系列举措，并指出要提高行政效能以保障完成各项任务。此外，总理还强调要深化改革开放，副总理张国清会见丹麦诺和诺德公司全球总裁周赋德时也提及这一议题。

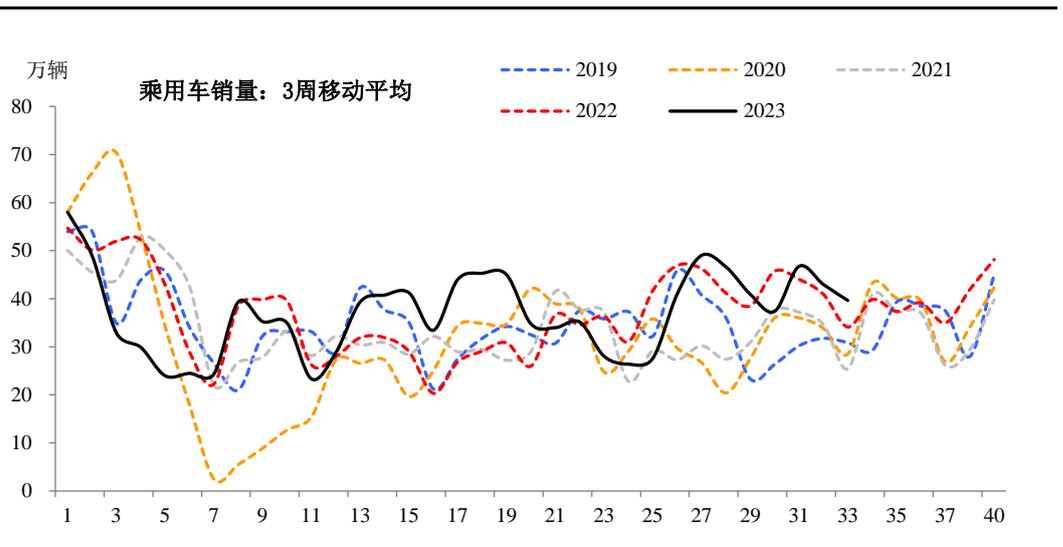
图7：近一周（8.14-8.20）国务院领导活动轨迹一览

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
2023/8/16	会议	国务院总理李强	/	国务院第二次全体会议	我国经济运行总体回升向好， <b>要扎实推动高质量发展</b> ，着力扩大国内需求，构建现代化产业体系，深化改革扩大开放，促进区域城乡协调发展，防范化解重大风险，保障和改善民生，强化防灾减灾救灾和安全生产监管。 <b>要大力提升行政效能</b> ，多为企业助把力，在全社会营造干事创业、共促发展的浓厚氛围。
2023/8/16	会见	国务院副总理张国清	北京	丹麦诺和诺德公司全球总裁兼首席执行官周赋德	双方在生物医药创新研发等领域开展合作有良好基础， <b>将继续推进高水平对外开放</b> ，支持包括诺和诺德公司在内的各国企业在华发展。
2023/8/16	会议	国务委员李尚福	莫斯科	第十一届莫斯科国际安全会议	中方期待与各国共同践行全球安全倡议，为维护全球安全作出新的更大贡献。
2023/8/14	调研	国务院副总理刘国中	黑龙江	农业农村救灾	抓好秋粮生产和巩固拓展脱贫攻坚成果各项工作， <b>确保粮食稳产增产、灾后无疫情</b> ，不出现规模性返贫。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，，东吴证券研究所整理

**消费方面，汽车零售同比走强。**8月第二周乘联会口径汽车零售销量同比增长大幅转正至10%（前值-1%），一方面是去年高基数因素不断衰减，另一方面是暑期出行需求的释放。8月楼市仍未明显回暖，消费“互补”或短期对车市有一定支撑。本周观影热度进一步抬升，同比增长接近100%，且高于2019年同期。

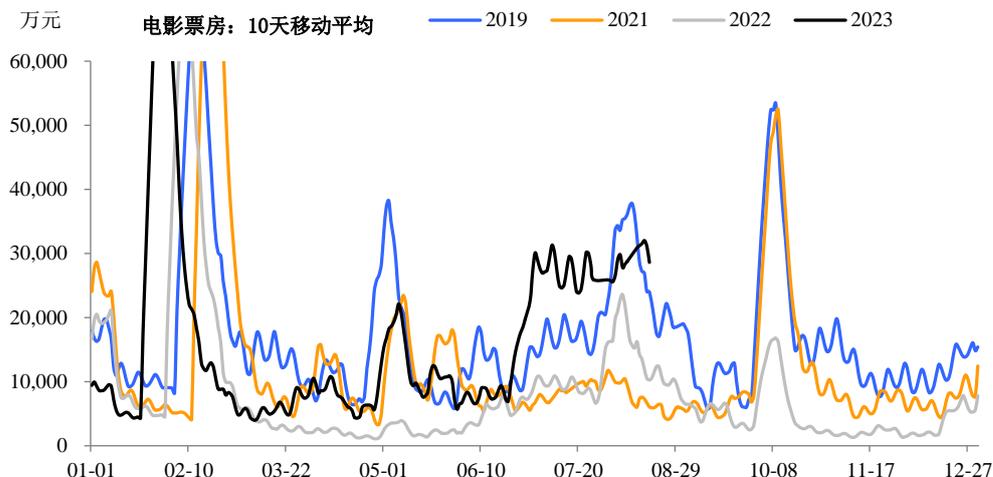
图8：汽车零售同比偏强



注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

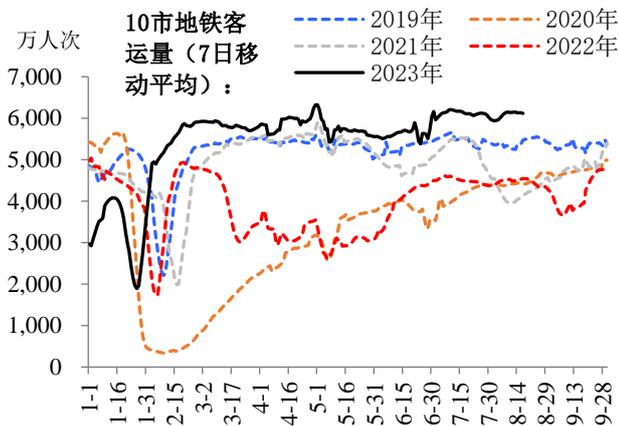
图9：暑期观影热度进一步抬升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

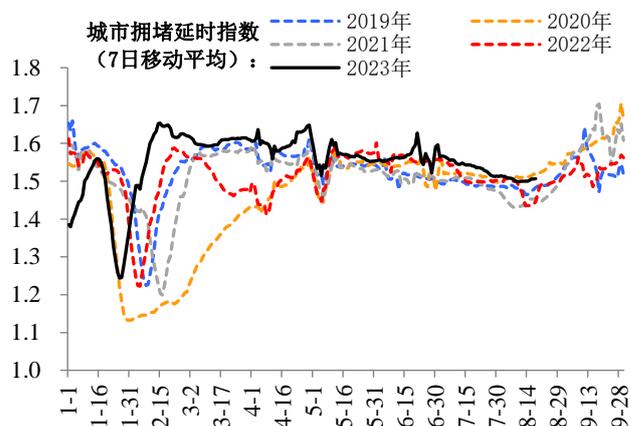
**出行：客运保持高位，货运平稳运行。**本周轨道交通人流量仍处于近五年最高位，整体表现较为稳定，10市地铁客运量周度环比在高基数情况下仅小幅下降0.4%。部分受洪涝灾害影响的地区居民地面出行意愿正逐步恢复，30省会拥堵延时指数周度环比上升了1.3%。

图10：地铁客运量保持近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

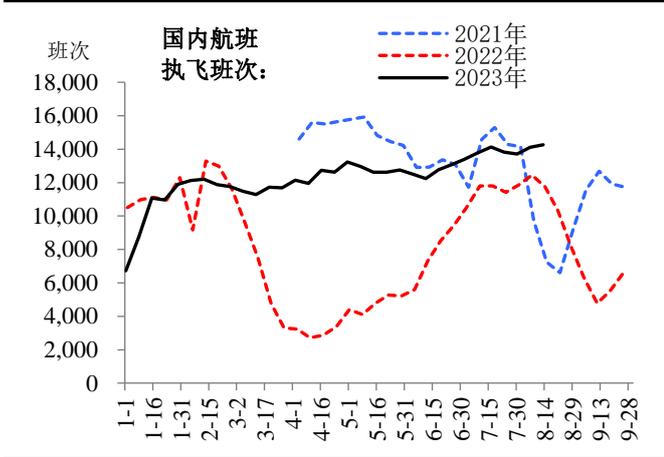
图11：地面交通小幅上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

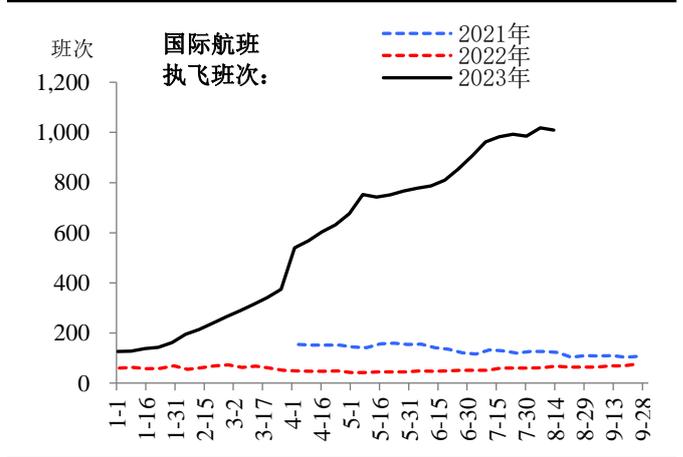
**近期国内航班执飞班次表现平稳，国际航班略有下滑。**暑期过半，旅游市场依然火热，国内航班执飞班次持续攀升，不过国际航班班次出现小幅下降。整体来看，目前居民出行旅游意愿仍处于较高水平。

图12: 国内航班执飞班次持续攀升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

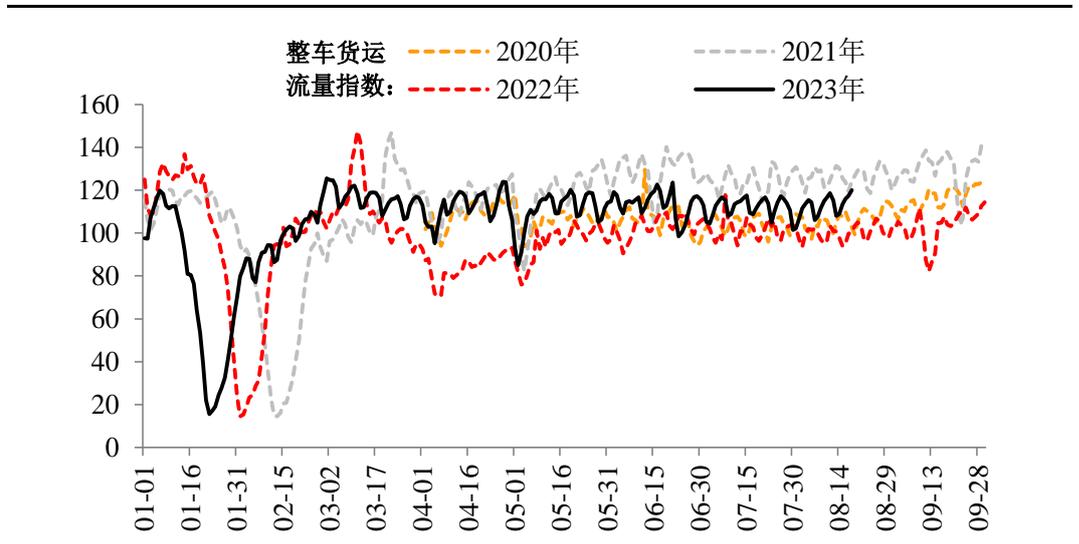
图13: 国际航班执飞班次波动下降



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上升 1.2%; 同比来看, 货运流量正朝着 2021 年同期水平逼近。货运整体保持良好态势, 工业产需两端下行压力有望进一步缓解。

图14: 整车货运稳中向好

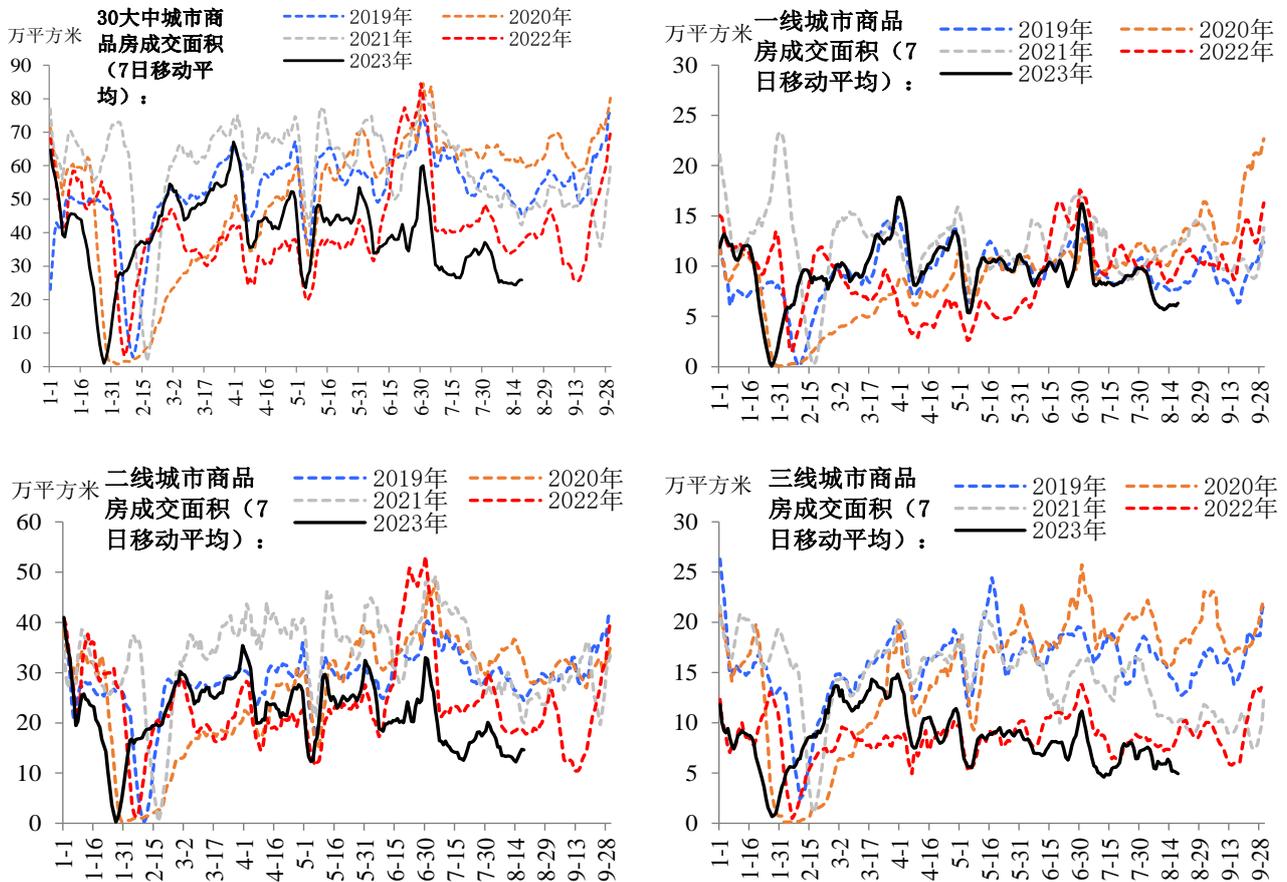


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**地产: 新房和二手房销售回暖, 土地市场较为低迷。**本周新房销售逐渐回升, 30 城商品房成交面积较前值提高 4%。其中一、二线城市表现较为亮眼, 其销售面积周度环比分别增长 11.9%和 9.6%, 但三线城市新房销售的表现略显逊色。与历史同期相比, 商

商品房销售依然低迷，30城商品房成交面积仍处于近五年以来的最低同期水平。

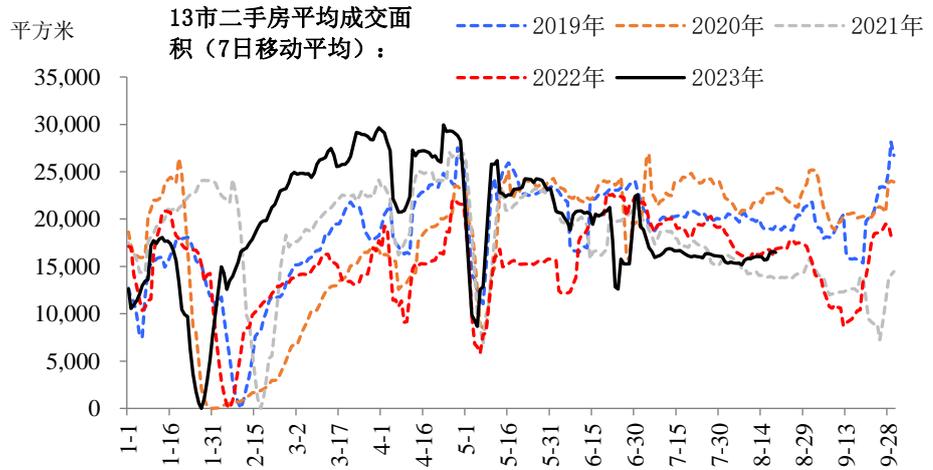
图15：一二线城市引领的新房销售有所好转



数据来源：Wind，东吴证券研究所

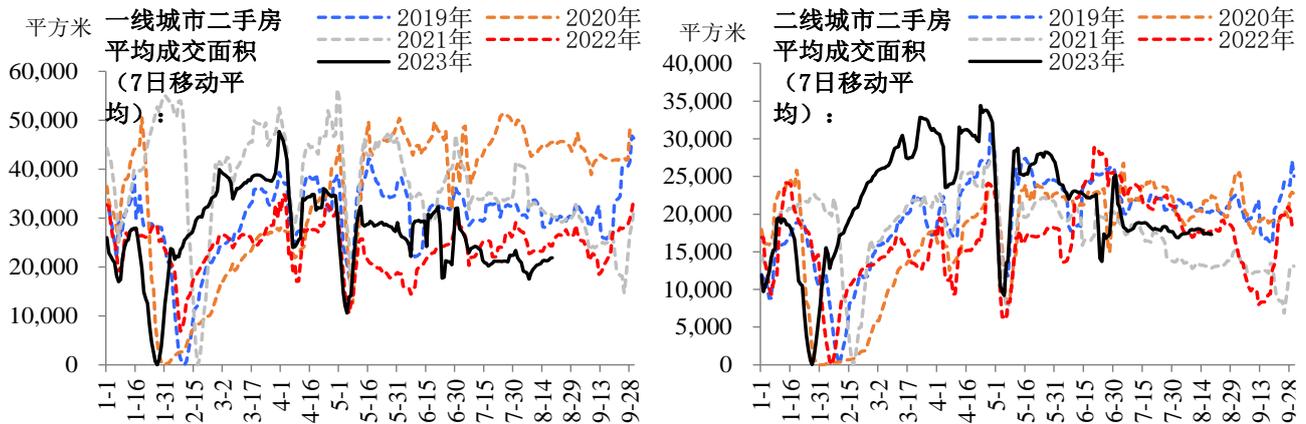
与商品房相比，本周二手房销售表现更胜一筹，13市二手房成交面积周度环比上升5%，与2022年同期水平基本持平。其中一线城市表现更为突出：一线城市二手房成交面积较上周提高了6.7%，而二线城市则略降1.7%。

图16: 二手房销售逼近 2022 年同期水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

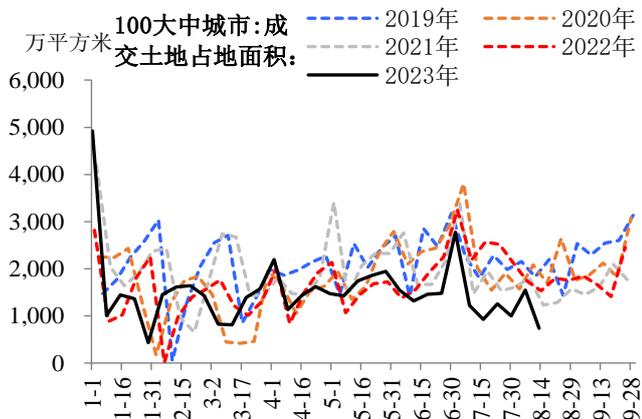
图17: 一线城市二手房市场表现更为出色



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

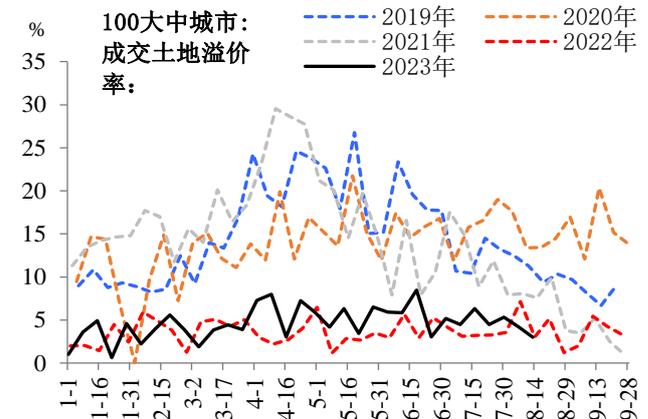
**近期土地市场量价齐跌。**目前 100 大中城市成交土地占地面积正处于下行通道，最新数据显示 8 月以来土地成交面积比 2022 年下降 30.2%、比 2019 年下降 42.7%。同时最新数据显示土地溢价率也较前值下跌 1.2pct。当前无论是成交面积还是成交价格都在历史同期最低点徘徊。

图18: 土地成交面积大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

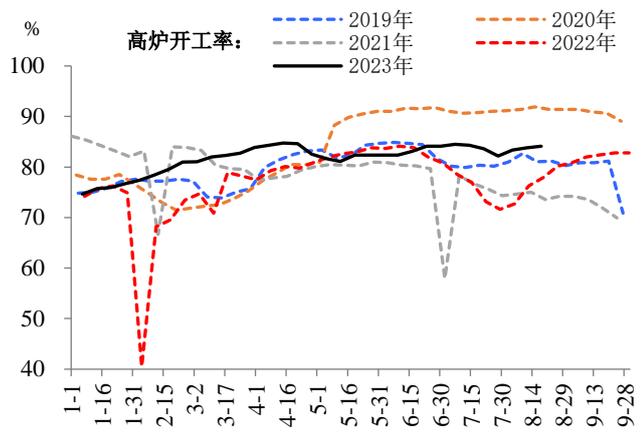
图19: 土地溢价率持续下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

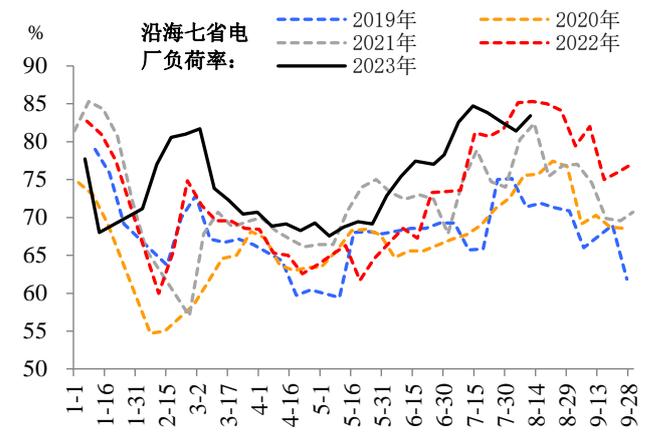
**生产: 极端天气对工业生产造成的影响似乎正在减弱。**本周高炉开工率继续保持上升态势, 周度环比小幅上升 0.3pct。8月上旬, 受台风“杜苏芮”影响, 全国多处地区遭受了较为严重的暴雨和洪涝灾害, 多项工业生产高频指标均呈现出下滑态势。但台风过后, 随着灾害天气扰动边际转弱, 本周多项指标都转降为升, 电厂日均耗煤量、沿海七省电厂负荷率、货物运输量、煤炭吞吐量均扭转了上半个月的下行趋势、呈现出明显的上升。其中重点电厂日均耗煤量、煤炭吞吐量的周度环比增速分别为 3.3%、7.1%。**整体来看, 工业生产似乎正在走出极端气候带来的“阴霾”。**

图20: 近期高炉开工率打破下降态势, 呈上升走势



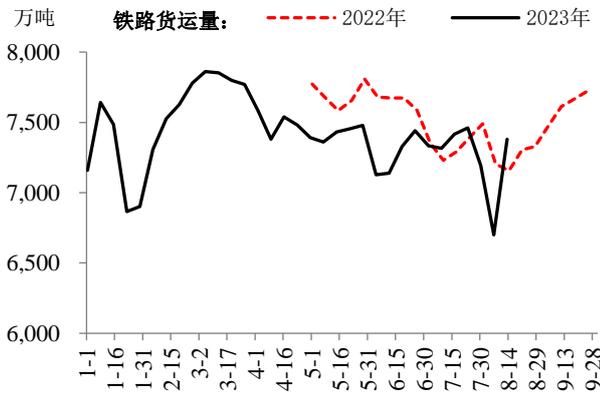
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 沿海七省电厂负荷率重回上行通道



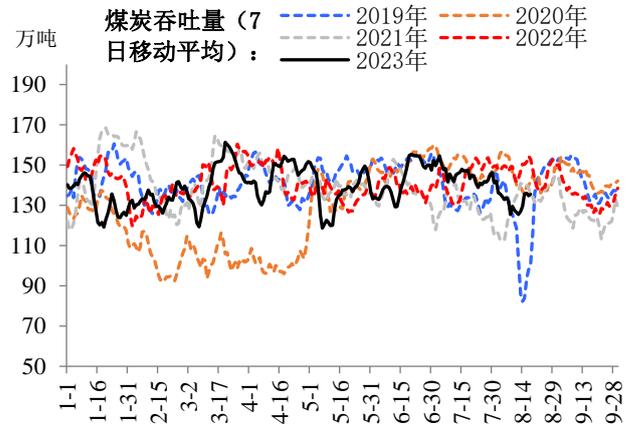
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 铁路货运量明显回升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

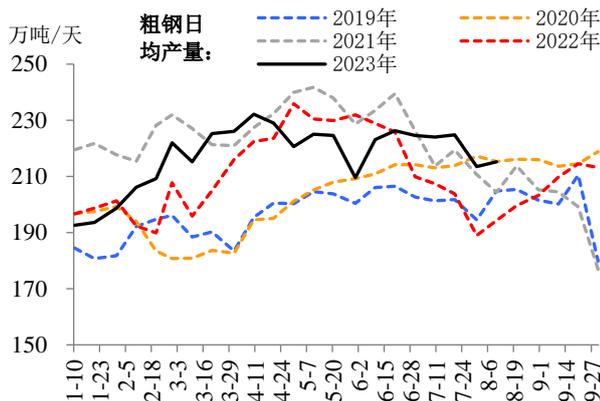
图23: 同样, 煤炭吞吐量也转而上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

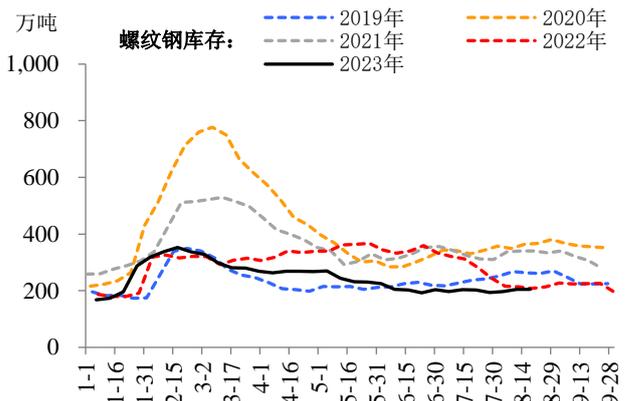
分行业来看, 建筑业生产节奏有所加快。极端天气影响过后, 基建类生产指标也有所回升。其中粗钢生产节奏打破了先前的趋缓态势, 本周粗钢产量环比增速转正、录得0.8%; 同时螺纹钢重回去库状态, 库存环比下降0.5%。沥青(更偏向交通基建)和水泥生产均呈现回升态势: 沥青方面, 本周沥青开工率环比增速录得0.5pct, 同时磨机运转率也打破前几周连续下降的趋势, 最新数据显示其周度环比增速录得4.8pct; 水泥方面, 由于灾害天气所致影响转弱, 目前水泥发运率及水泥产能利用率均有所回升。

图24: 近期趋缓粗钢生产节奏又加快了



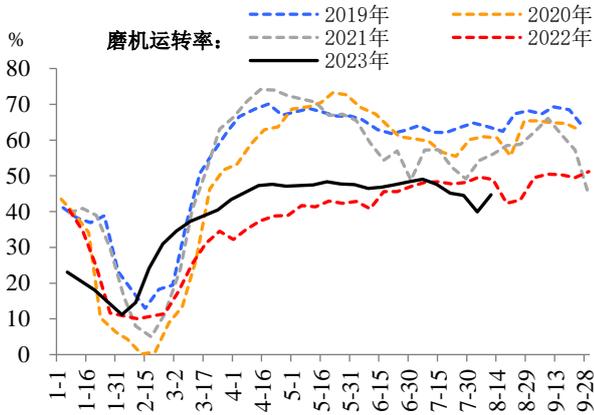
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 螺纹钢去库速度稳中略有加快



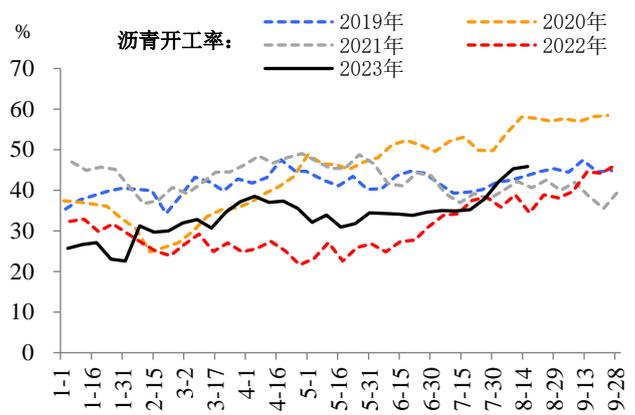
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 磨机运转率拐点显现



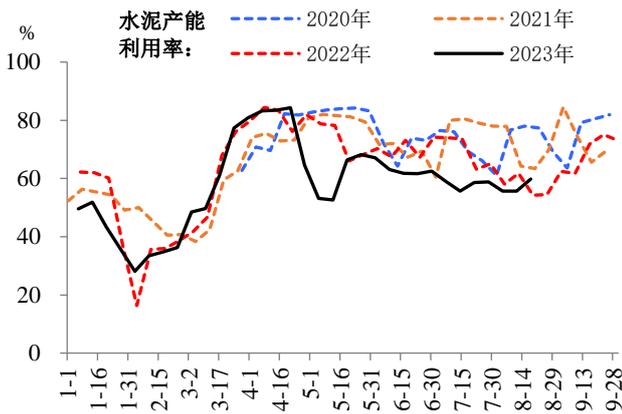
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 沥青开工率呈上升态势



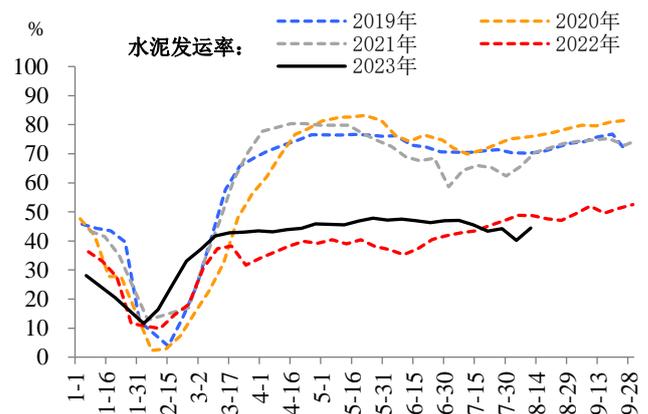
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 水泥产能利用率上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

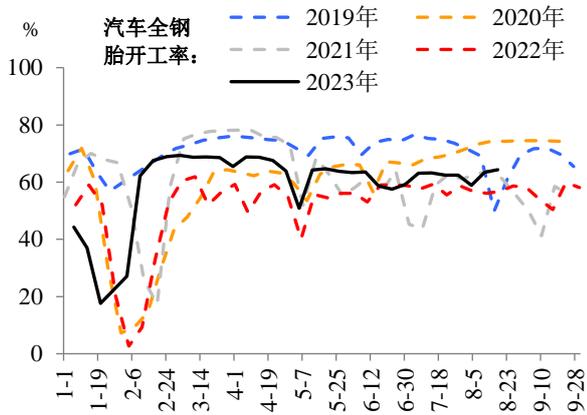
图29: 水泥发运率转而上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

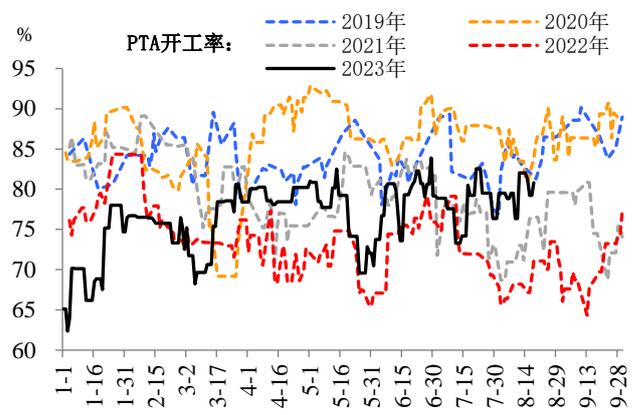
**酷暑盛夏之际汽车业生产“迎难而上”。**本周全钢胎开工率环比上升 0.9pct, 全钢胎开工率高于去年同期, 汽车生产端整体表现仍具韧性。**纺服业生产稳中有升,**本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 80.9%、90.8%, 其中 PTA 开工率较上周上行 1.8pct, 且处于历史同期中间水平。

图30: 汽车钢胎生产节奏继续加快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

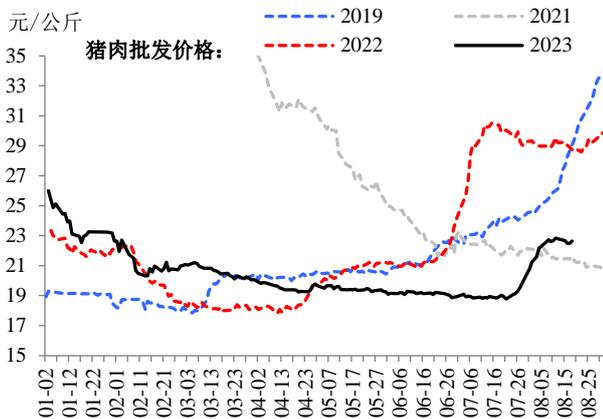
图31: 本周 PTA 开工率较上周总体上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

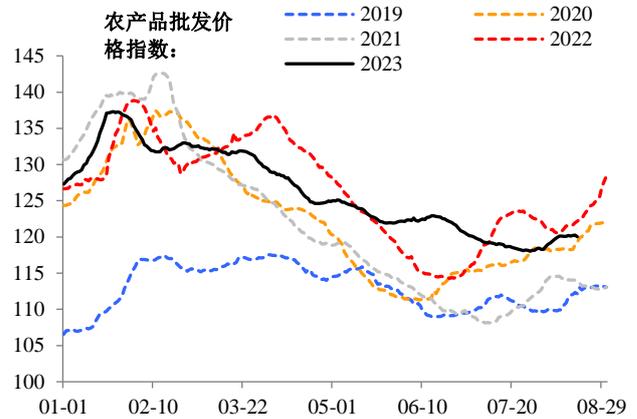
**通胀: 猪价回升势头暂止。**本周农产品价格周环比涨 0.4%，价格回升主要受季节性因素影响，但仍低于去年同期。本周猪价环比转跌 0.4%，回升势头暂止，8 月以来同比低于-20%。本周鲜菜、鲜果价格走势分化，分别环比涨 2.2%、跌 1.2%。

图32: 猪价暂时结束抬升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 农产品价格季节性回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

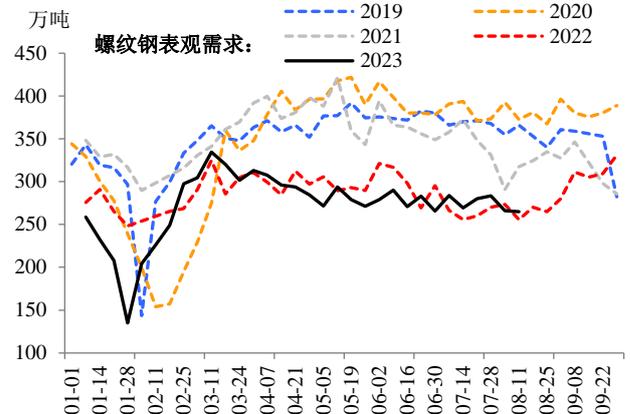
**国内工业品价格边际企稳。**8 月 15 日央行意外降息释放稳地产“强信号”，多数国内定价工业品价格止跌回升或企稳。其中本周铁矿石、玻璃价格分别环比上涨 3.6%、1.3%，本周螺纹钢重回去库，表需边际回升；水泥价格有企稳迹象，本周环比降幅收窄至 0.1%。海外方面，本周美联储公布的会议纪要偏鹰冲击油价，本周布油价格环比回落 1.4%至 86 美元/桶以下。

图34: 黑色系工业品回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 螺纹钢表需边际回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 水泥价格有低位企稳迹象



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

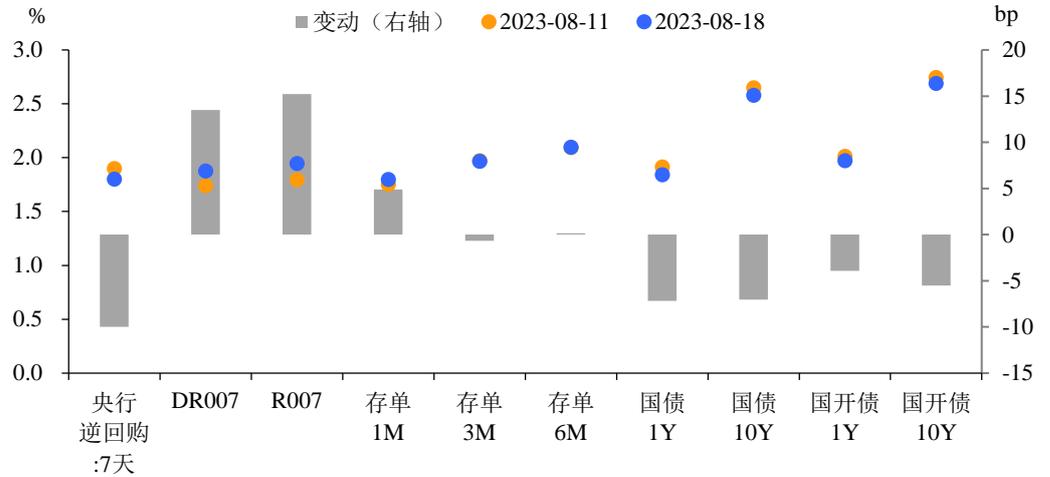
图37: 国际油价回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**流动性方面, 税期资金利率回升。**本周 DR007、R007 周均值环比分别回升约 13bp、15bp, 周二 MLF 降息后 10 年期国债收益率随之回落, 周五自低位小幅回升至 2.58%。降息后票据利率周中短期回升后继续回落。本周央行 MLF 小额超量续作, 但逆回购净投放量跃升至今年 2 月以来的最高水平。本周银行间质押式回购成交量快速大幅回落至 6 万亿元水平。税期叠加降息, 本周五债市杠杆率降至 108.1% 水平。

图38：一周广谱利率变动



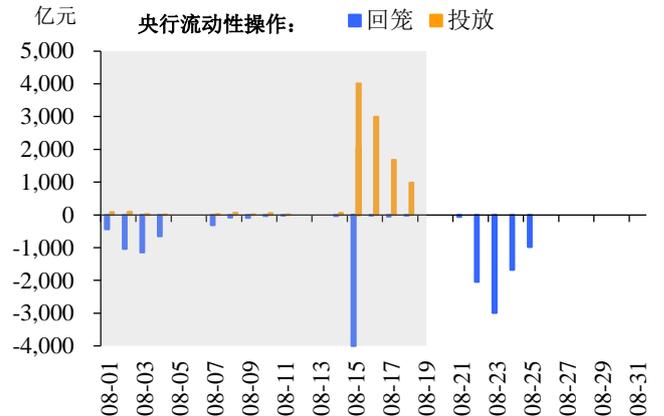
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：票据利率降息后先升后降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

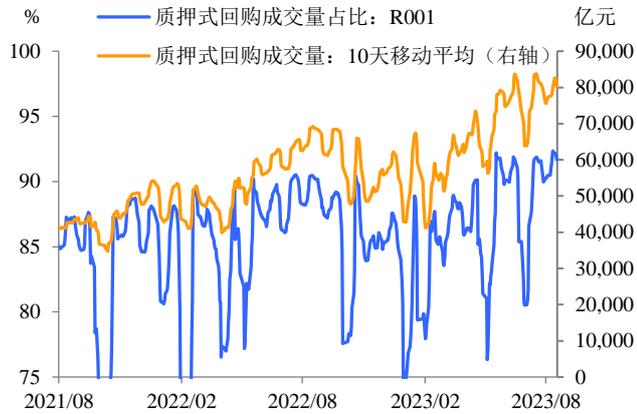
图40：央行逆回购净投放量跃升



注：灰色区域为历史操作

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41: 质押式回购成交量回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42: 债市杠杆率大幅回落



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；信贷投放不及预期。

## 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>