

宏观周报 20230910

地方政府化债有哪些“良药”？

2023年09月10日

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

■ 面对政府债务风险仍未缓解的现状，7月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险”，我们预计9月或将迎来“一揽子化债方案”具体措施的落地。在化债方案上，或会采用“财政+金融”协同配合的方式：财政上，负债端推出特殊再融资债、资产端处置政府资产，应对偿债风险；金融上，央行或会设立SPV工具，应对债务的流动性风险。除此之外，地方政府手中还有哪些化债工具能被使用？每种化债工具又各有什么利弊？

■ 如何助力融资平台“消债”？根据财政部文件及地方省市财政部门披露公告来看，我们可以将现有的隐性债务化解方式分为六大类：财政预算、债务重组、项目运营、资产变现、企业债务转型、破产清算。其中，前两类方式主要依靠政府进行统筹安排，后四类方式主要是通过企业自身业务或债务转型进行化债。

■ 将融资平台债务“降档”的案例并不少，不过各种化债方式都“各有千秋”。我们回顾了近几年顺利缓解地方政府融资平台债务负担的优秀案例，发现大多地方政府均采用“因地制宜”的方式，各地化债路径都具有浓厚的地方特色，包括但不限于“镇江模式”、“白酒化债”、“康旅模式”等。不同化债模式都各有利弊，地方政府均会结合自身资源对化债方案进行“量身定制”。

财政预算（“海口模式”等案例）：利用财政端的“开源节流”去偿还隐性债务无疑是一种直接且迅速的方式。不过这种偿债方式更适用于财政实力较强的区域，一些亟需化解债务风险的地区往往因为自身的财政资金不足而“束手无策”。此外，鉴于目前土地出让收入“遇冷”、地方财政收支不平衡的问题，地方政府使用财政预算直接偿还隐性债务的空间显著受限。

债务重组（“镇江模式”、“遵义道桥”等案例）：2015年以来的三轮化债主要是采用债务置换的模式，可见债务置换是中央层面进行隐性债务化解的重要手段，因此即将落地的“一揽子化债方案”中重点使用债务置换的可能性仍很大。除债务置换外，债务展期也是债务重组的一大形式。不过从长远角度来看，债务化解的“尘埃落地”还是需要依托企业自身经营实力的增强，债务重组的方式只能暂时缓解融资平台债务到期的“燃眉之急”。

资产变现（“白酒化债”等案例）：一方面，融资平台可通过国有企业股权的出让来进行债务的偿还工作。不过这种“以强扶弱”的化债方式可在短期内化解地方政府的“燃眉之急”，但它受限于地方资源条件，没有实力雄厚国企的地区很难实现。另一方面，出让闲置资产（如房产）也是助力融资平台获得流动性的“捷径”之一。城投公司可以通过出售、租赁、租售结合等方式处置其自身的闲置资产，再将所得资金用于偿还债务。

企业债务转型（“云南康旅”等案例）：企业债务转型的主要途径有两种——一种是通过优化债务结构、注入优质资产等手段促进融资平台公司转型优化；另一种是引入社会资本（或转PPP）。“助力平台转型优化”旨在通过优化债务结构、注入优质资产等手段促进融资平台公司转型优化，这样融资平台可用表现更优异的现金流进行债务的偿还。不过这种方式对项目现金流要求较高，大范围实行的难度较大。“引入社会资本（或转PPP）”旨在政府采取竞争性招标方式选择在公共服务领域具有一定投资及运营管理能力社会资本方，社会资本方提供公共服务、政府最终依据公共服务绩效结果向社会资本方支付对价。

■ 当前地方政府或会怎样突破“消债”困境？面对来自于土地收入下滑以及偿债（尤其是隐性债务）压力上升的“双重压力”，“一揽子化债方案”的具体落地已是“呼之欲出”。中央和地方财政财权事权改革、地区财政的转型升级对化解债务来说可能是最有效的，然而面对现在地方政府

相关研究

《如何看待通胀拐点的积极因素？》

2023-09-09

《8月出口:政策的“油门”要不要松？》

2023-09-07

有增不减的偿债压力，要在短期内增强地方“造血能力”的可能性并不高。因此或在 9 月落地的化债方案可能还是会采用一些比较传统的方式，我们认为财政端会资负“双轮驱动”：资产端，或会加大盘活存量资产力度为地方政府资产“增厚”；负债端，目前市场呼声最大的工具莫过于第一个顺利将地方政府隐性债务清零的工具——特殊再融资债券。不过鉴于地方政府之间化债资源分布不均的情况，我们认为中央可能会对地方政府发债空间进行统筹再分配，以辅助一些财政实力较弱、债务压力较大的地区化解债务风险。

- **本周高频数据显示**，电影票房进入 9 月后持续大幅回落，暑运落幕使出行热度略有下滑，货运进一步好转；新房销售表现次于二手房，土地成交状况依旧低迷；工业生产节奏整体有所减缓，不过建筑业景气回升、汽车业生产仍有“余温”；食品价格涨幅收窄，国内工业品价格持续回升；月初过后资金面边际转松。
- **风险提示**：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放不及预期。

内容目录

1. 地方政府化债有哪些“良药”?	6
1.1. 如何助力融资平台“消债”?	6
1.2. 地方政府如何利用“化债”利器?	7
1.2.1. 财政预算 (“海口模式”等案例)	8
1.2.2. 债务重组 (“镇江模式”、“遵义道桥”等案例)	9
1.2.3. 资产变现 (“白酒化债”等案例)	11
1.2.4. 企业债务转型 (“云南康旅”等案例)	12
1.3. 当前地方政府或会怎样突破“消债”困境?	13
2. 周度高频跟踪	14
3. 风险提示	26

图表目录

图 1: 地方政府隐性债务化解主要手段.....	7
图 2: “化债”路径探索——何利何弊?	8
图 3: 地方政府“财政收支不平衡、偿债压力大”的问题愈发突出	9
图 4: 镇江市财政压力不断加剧.....	10
图 5: 2019 年镇江市城投融资环境明显改善.....	10
图 6: 2018 至 2019 年镇江市城投信用利差明显收窄	10
图 7: 贵州“白酒化债”模式	11
图 8: 无偿划转股权之前, 云南康旅股权结构图 (数据截至 2021.9.2)	12
图 9: 无偿划转股权之后, 云南康旅股权结构图 (数据截至 2023.6.6)	13
图 10: 地方政府特殊再融资债可发行规模与偿债压力之间存在不对等现象.....	14
图 11: 近一周 (9.4-9.10) 国务院领导活动轨迹一览	15
图 12: 8 月汽车零售反弹.....	16
图 13: 进入 9 月观影热度回落.....	16
图 14: 地铁客运量再续下滑态势.....	17
图 15: 地面交通季节性上升.....	17
图 16: 国内航班执飞班次大幅减少	17
图 17: 国际航班执飞班次略有降低.....	17
图 18: 整车货运稳中向好.....	18
图 19: 新房销售市场活跃度普遍下滑.....	18
图 20: 二手房成交略有增加.....	19
图 21: 一、二线城市二手房销售均有所好转.....	20
图 22: 土地成交面积仍处于近 5 年低位.....	20
图 23: 土地溢价率小幅增加.....	20
图 24: 高炉开工率有所提升.....	21
图 25: 沿海七省电厂负荷率继续下行.....	21
图 26: 铁路货运量下滑明显.....	21
图 27: 煤炭吞吐量先下降后回升.....	21
图 28: 近期粗钢生产下行明显.....	22
图 29: 螺纹钢去库速度有所加快.....	22
图 30: 磨机运转率继续上升.....	22
图 31: 沥青开工率上升势头显著.....	22
图 32: 水泥发运率继续上升.....	22
图 33: 水泥产能利用率上升.....	22
图 34: 汽车钢胎生产节奏稳中有升.....	23
图 35: 江浙织机开工率处于历史同期中间水平.....	23
图 36: 猪价小幅转跌.....	23
图 37: 农产品价格涨幅收窄.....	23
图 38: 铁矿石价格继续回升.....	24
图 39: 工业品需求持续好转.....	24
图 40: 水泥价格难企稳.....	24
图 41: 国际油价大幅回升.....	24
图 42: 一周广谱利率变动.....	25
图 43: 票据利率中枢持续回升.....	25

图 44: 月末央行逆回购投放量偏高.....	25
图 45: 近期质押式回购成交量回落.....	26
图 46: 债市杠杆率月初过后再次大幅回落.....	26

1. 地方政府化债有哪些“良药”？

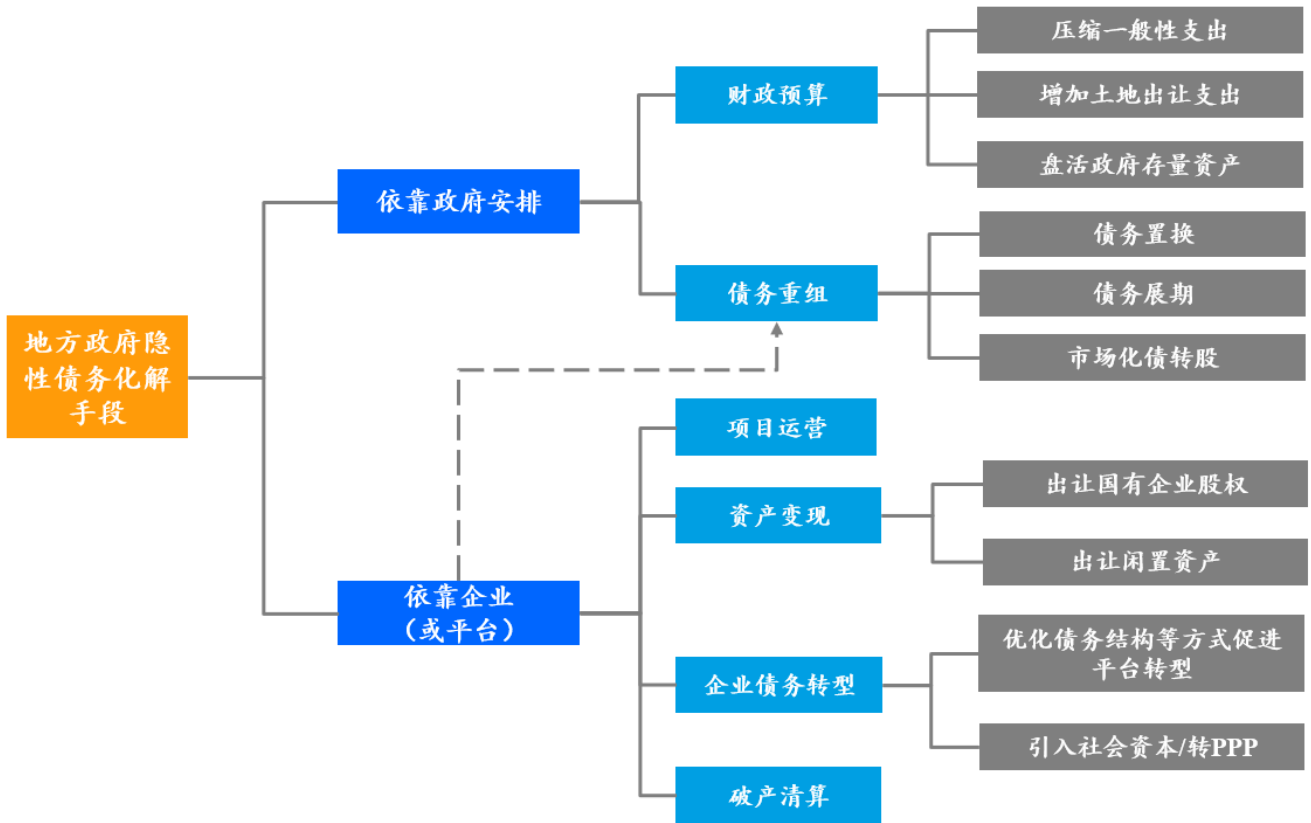
面对政府债务风险仍未缓解的现状，7月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险”，我们预计9月或将迎来“一揽子化债方案”具体措施的落地。在化债方案上，或会采用“财政+金融”协同配合的方式：财政上，负债端推出特殊再融资债、资产端处置政府资产，应对偿债风险；金融上，央行或会设立SPV工具，应对债务的流动性风险。除此之外，地方政府手中还有哪些化债工具能被使用？每种化债工具又各有什么利弊？

1.1. 如何助力融资平台“消债”？

盘点地方融资平台化债方式。根据财政部文件及地方省市财政部门披露公告来看，我们可以将现有的隐性债务化解方式分为六大类：财政预算、债务重组、项目运营、资产变现、企业债务转型、破产清算。其中，前两类方式主要依靠政府进行统筹安排，后四类方式主要是通过企业自身业务或债务转型进行化债。具体来看：

- **财政预算：**地方政府通过压缩一般性支出、增加土地出让支出、盘活政府存量资产等方式为融资平台“腾出”资金空间，以此延伸财政空间的“安全边界”；
- **债务重组：**主要包括债务置换、债务展期、债转股等方式，属于比较传统的化债途径。这类化债方式的主要逻辑是“以时间换空间”，通过高信用债置换低信用债、低利率债置换高利率债、拉长债务的偿还期限的方式来降低短期债务压力；
- **项目运营：**通过企业自身运营项目产生的经营收入或结转资金偿还债务；
- **资产变现：**把企业拥有的资产予以变现，从而进行债务的偿还；
- **企业债务转型：**主要逻辑是将融资平台产生的隐性债务合规地转化为企业经营性债务。具体操作是将具备良好现金流的收益型项目划转至融资平台，使平台成功转型优化。通过这种途径，企业能更好地使用经营性项目运营收益进行债务的偿还；
- **破产清算：**公司通过市场化出清的方式进行化债。不过这种化债方式比较激进，因此融资平台采用这种方式进行化债的可能性较低。

图1：地方政府隐性债务化解主要手段



数据来源：东吴证券研究所绘制

1.2. 地方政府如何利用“化债”利器？

将融资平台债务“降档”的案例并不少，不过各种化债方式都“各有千秋”。我们回顾了近几年顺利缓解地方政府融资平台债务负担的优秀案例，发现大多地方政府均采用“因地制宜”的方式，各地化债路径都具有浓厚的地方特色，包括但不限于“镇江模式”、“白酒化债”、“康旅模式”等。不同化债模式都各有利弊，地方政府均会结合自身资源对化债方案进行“量身定制”。

图2: “化债”路径探索——何利何弊?

	优点	缺点
财政预算	使地方政府获得 相对稳定的资金支持 ，从而用于偿还债务和改善财政状况	对地方的经济财政实力要求较高，导致部分地区隐性债务显性化能力较为有限；近几年地方政府土地出让收入下滑， 使用财政预算进行化债的空间愈发受限
债务重组	用高信用债置换低信用债、低利率债置换高利率债；很多受财力限制的地方政府可以通过这种方式一定程度上化解隐性债务压力	对 限额空间（债务限额-债务余额）更充裕的地方政府更有利 ；并非实际压降债务规模、降低宏观杠杆率， 仅是再次拉长债务偿还期限、短暂降低债务周转压力
项目运营	能直接依靠融资平台自身的“造血”能力进行化债	融资平台普遍资产质量都比较差、现金流弱 ，项目结转资金、经营收入或难以支持大规模化债
资产变现	融资平台可以 更直接、更快速地获取资金 ，以更快推动隐性债务的化解工作	缺少 营利实力雄厚企业 的地区很难实现
企业债务转型	优化存量负债结构，提高信用评级，降低融资成本	需要有优质的资产和平台能产生足够的经营性现金流， 需要看当地的资源禀赋、产业机会等因素 ，因此大范围实行的难度较大；且需要时间敞口来推动落实
破产清算		是一种比较激进的手段 ，会对金融市场和舆论环境造成较大冲击，是企业化债到最后不得已的选择

数据来源：东吴证券研究所绘制

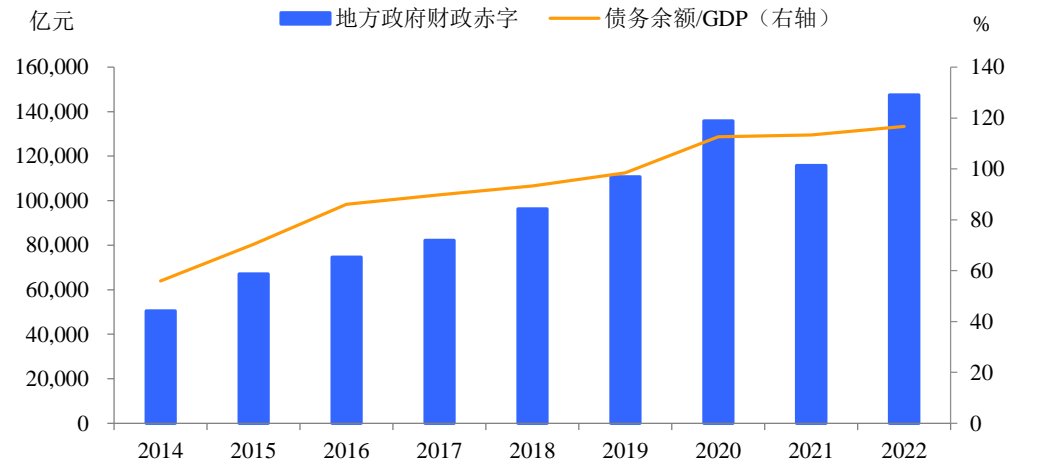
1.2.1. 财政预算（“海口模式”等案例）

地方政府采用“开源节流”战略为融资平台提供流动性。“开源”即盘活财政存量资产、增加土地出让收入，通过这些方式“增厚”地方政府资产端；“节流”即压缩一般性支出，通过减少政府在日常运营、管理等方面的无关开支，达到节省资金、缓解债务压力的目的。

“海口模式”是使用财政收支两端进行化债的一大案例。2018年7月海口市发布《2018-2019年政府性债务化解规划方案》，其中提及到了四大化债路径：一是压缩经常性支出（14亿元）；二是盘活存量资产（16亿元）；三是盘活土地资源、加大土地出场力度（80亿元）；四是加快债务置换，优化债务结构、节约利息支出（20亿元）。海口市通过这一套化债举措共“消化”了政府性隐性债务130亿元。在这四种化债途径中，前三种途径均使用了财政预算进行化债。

利用财政端的“开源节流”去偿还隐性债务无疑是一种直接且迅速的方式。不过这种偿债方式更适用于财政实力较强的区域，一些亟需化解债务风险的地区往往因为自身的财政资金不足而“束手无策”。此外，鉴于目前土地出让收入“遇冷”、地方财政收支不平衡的问题，地方政府使用财政预算直接偿还隐性债务的空间显著受限。

图3: 地方政府“财政收支不平衡、偿债压力大”的问题愈发突出



注：地方政府财政赤字=地方一般公共预算支出-地方一般公共预算收入+地方政府性基金支出-地方政府性基金收入。

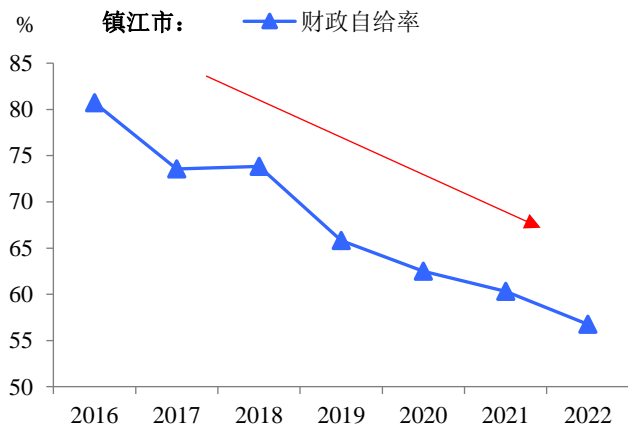
数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所

1.2.2. 债务重组（“镇江模式”、“遵义道桥”等案例）

2015年以来的三轮化债主要是采用债务置换的模式。我们在之前的报告《呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券》中提过，2015年以来的三轮化债中，前两轮是以置换债为主要工具，后一轮是以特殊再融资债为主要工具。可见债务置换是中央层面进行隐性债务化解的重要手段，因此即将落地的“一揽子化债方案”中重点使用债务置换的可能性仍很大。

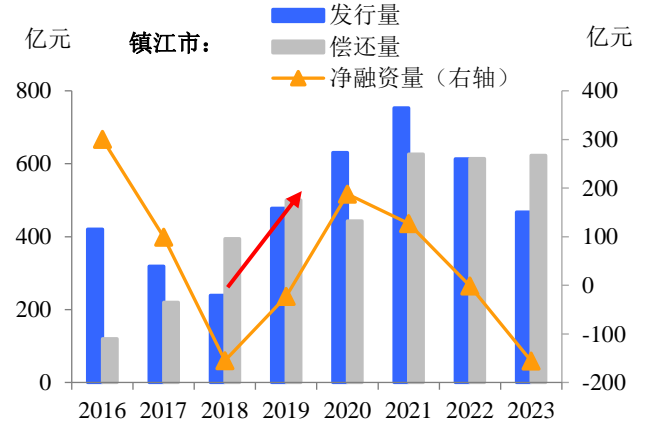
地方政府对债务置换这一化债方式的探索也在“摸着石头过河”：2019年，镇江市推出具备特色的“镇江模式”——面对财政收入的阶段性回落、债务率的升高、市场担忧的加剧，镇江市采用“以债务置换为主，以城投平台转型、盘活存量资产等方式为辅”的途径来平滑债务压力，有效地控制住了债务违约风险。具体来看，一开始镇江与国开行积极对接，力争以长期限、低利息的专项贷款去置换短期限、高成本的隐性债务，但此方案并未顺利落地。之后随着国办函40号文《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》的推出，镇江市城投平台得以通过商业银行贷款去置换隐性债务，有序推进了镇江市的化债工作。在经历此次化债之后，镇江市城投融资环境明显改善、城投信用利差也显著收窄。不过由于江苏省经济实力较强、可将更多化债资源向镇江市倾斜，“镇江模式”的可复制性较低。

图4：镇江市财政压力不断加剧



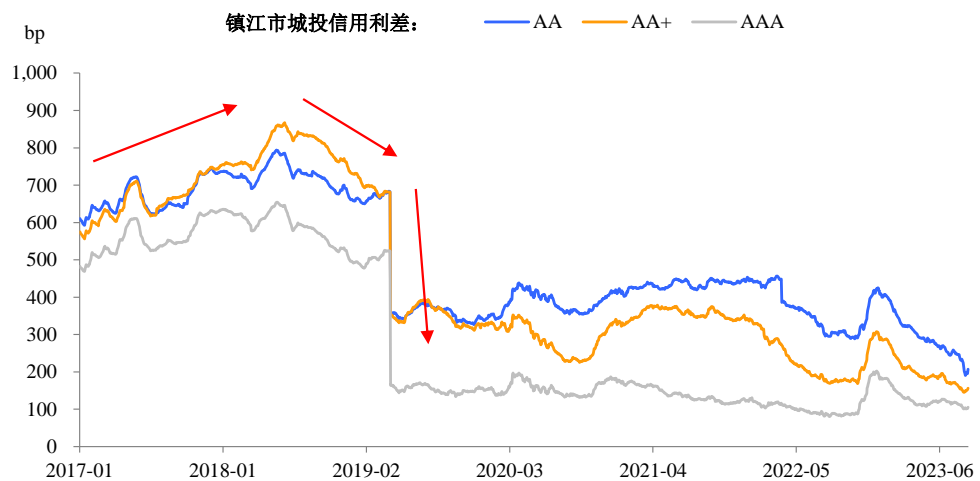
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019年镇江市城投融资环境明显改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018至2019年镇江市城投信用利差明显收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

除债务置换外，债务展期也是债务重组的一大形式。遵义道桥实践的银行贷款展期也采用了这一方式，成功将其银行类债务统一展期20年。具体方案为2022年9月，遵义道桥与各银行类金融机构签署重组协议，协议涉及债务规模155.94亿元，利率从3.00%/年调整至4.50%/年，其中前10年仅付息不还本，后10年分期还本。不过从长远角度来看，债务化解的“尘埃落地”还是需要依托企业自身经营实力的增强，债务展期只能暂时缓解融资平台债务到期的“燃眉之急”。

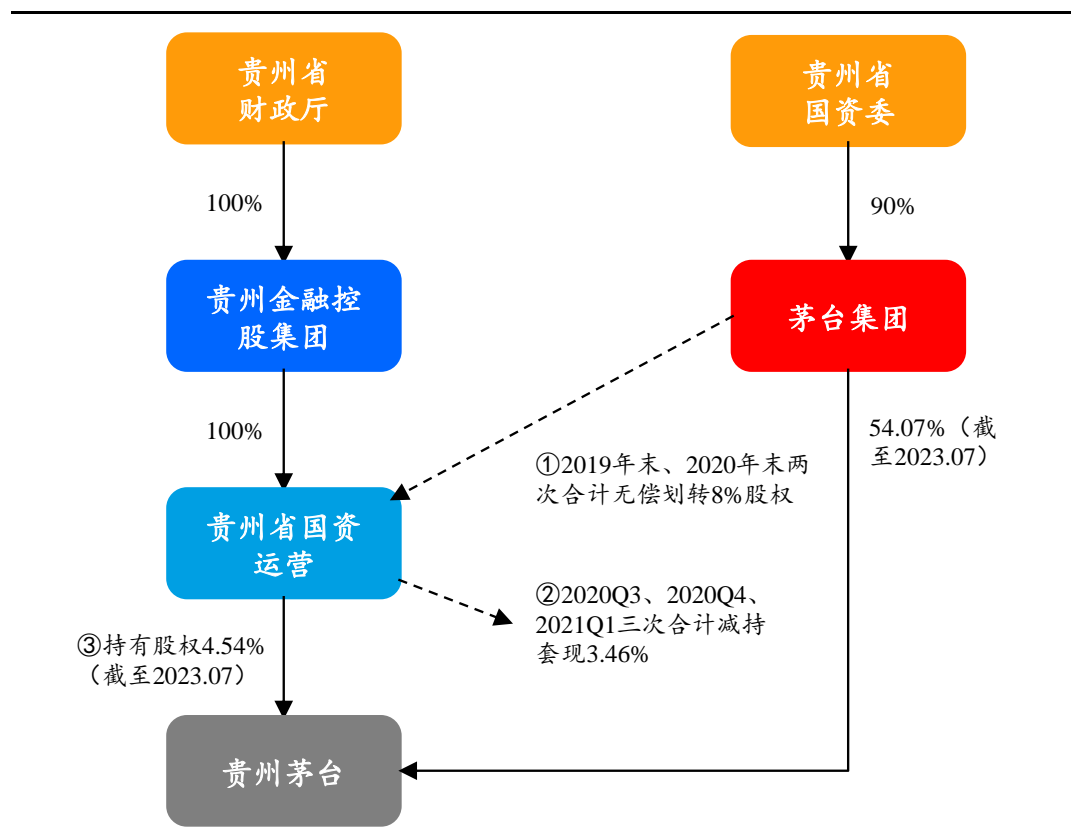
市场化债转股是债务重组的第三大模式。债转股是地方政府融资平台公司通过引入债转股实施机构，以股权投资的方式承接平台公司的相关债务。在2016年10月国务院54号文《关于市场化银行债权转股权的指导意见》发布后，市场化股转债就成为了“去

杠杆”的重要手段之一。五大国有商业银行的债转股子公司通过设立基金等方式吸纳社会资本，对广州交投、重庆建工、云南城投、浙江建投、甘肃建投等企业采用参股子公司或增资扩股进行股权投资，以此归还企业的存量有息负债。不过目前债转股模式还不具备普遍性，尚且处于试点阶段。该模式不仅对地方政府财政实力有较高要求、会占用大部分银行资本，而且募集资金难度较大、市场化定价难以推进。

1.2.3. 资产变现（“白酒化债”等案例）

融资平台可通过国有企业股权的出让来进行债务的偿还工作。“出让国有企业股权”指地方政府将其持有的国有企业的部分股权出让给本地省属（或市属）企业，这些企业在获得收益后可进行债务的偿还。著名的“白酒化债”采用的就是这种方式：2019-2020年，茅台集团总共将其总股本的8%无偿划转至贵州省国有资本运营有限责任公司（以下简称“贵州国资”），贵州国资又通过减持套现获得偿债资金700-850亿元，所获资金可以用于兑付贵州国资的到期债务、缓解偿债压力。这种“以强扶弱”的化债方式可在短期内化解地方政府的“燃眉之急”，但它受限于地方资源条件，没有实力雄厚国企的地区很难实现。

图7：贵州“白酒化债”模式



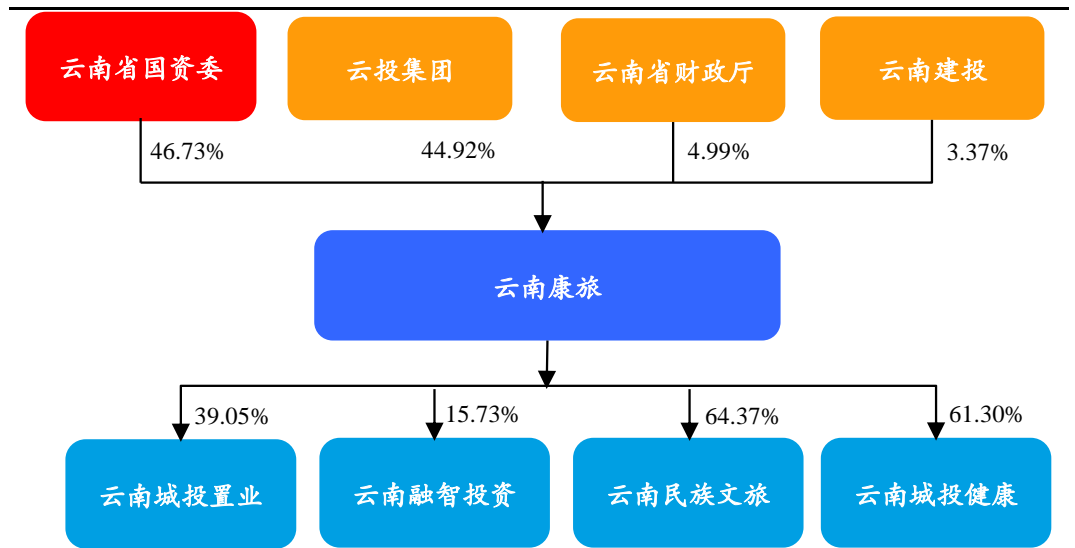
数据来源：贵州茅台酒股份有限公司公告，贵州茅台酒股份有限公司季报，东吴证券研究所

除此之外，出让闲置资产（如房产）也是助力融资平台获得流动性的“捷径”之一。
城投公司可以通过出售、租赁、租售结合等方式处置其自身的闲置资产，再将所得资金用于偿还债务。

1.2.4. 企业债务转型（“云南康旅”等案例）

企业债务转型的主要途径有两种：一种是通过优化债务结构、注入优质资产等方式助力平台转型优化；另一种是引入社会资本（或转 PPP）。“助力平台转型优化”旨在通过优化债务结构、注入优质资产等手段促进融资平台公司转型优化，这样融资平台可用表现更优异的现金流进行债务的偿还。最典型莫过于“云南康旅”模式——2022年9月15日，云南康旅拟提前兑付康旅集团及其下属公司的部分存续债券。在此次提前兑付风波中，云南云投集团将其持有的云南康旅 44.92% 股权无偿划转至云南省国资委。云南省国资委“下场”支持云南康旅，通过主动压降金融杠杆、以市场化方式对康旅集团债务结构进行全面优化。此次化债是云南省国资委、云南康旅集团等机构共同打造的金融供给侧结构优化的“康旅版”，推动康旅集团需兑付金融机构带息负债从最高位时的 1837 亿元下降至 734 亿元，助力康旅集团“防风化债”取得决定性成效。不过这种方式对项目现金流要求较高，大范围实行的难度较大。

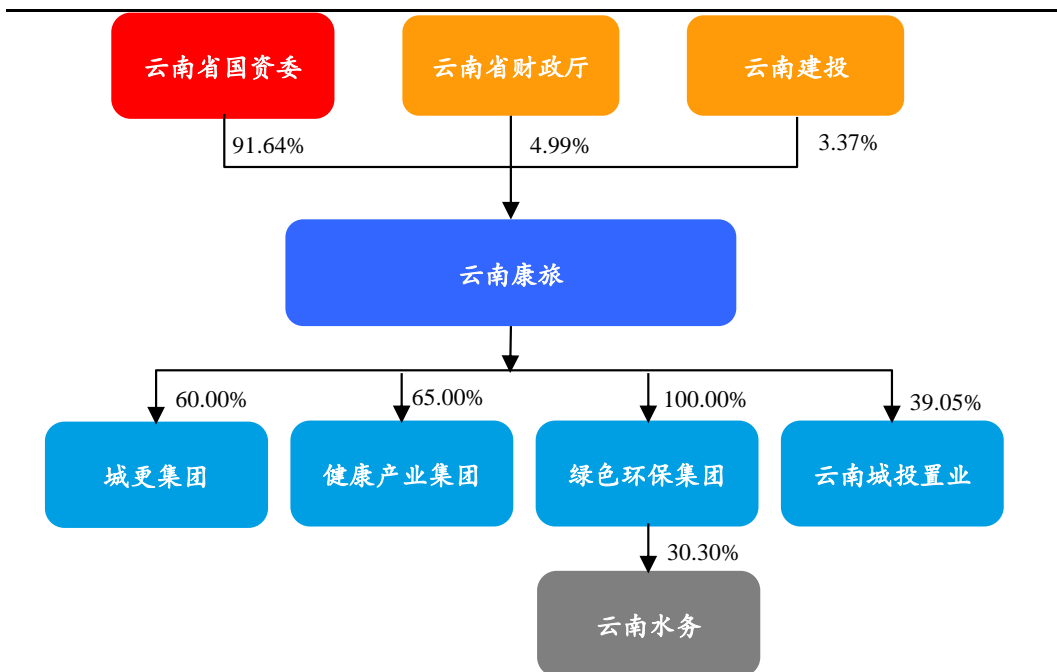
图8：无偿划转股权之前，云南康旅股权结构图（数据截至 2021.9.2）



注：仅选取部分云南康旅的下属控股公司作图。

数据来源：iFind, Choice, 东吴证券研究所

图9：无偿划转股权之后，云南康旅股权结构图（数据截至 2023.6.6）



注：仅选取部分云南康旅的下属控股公司作图。

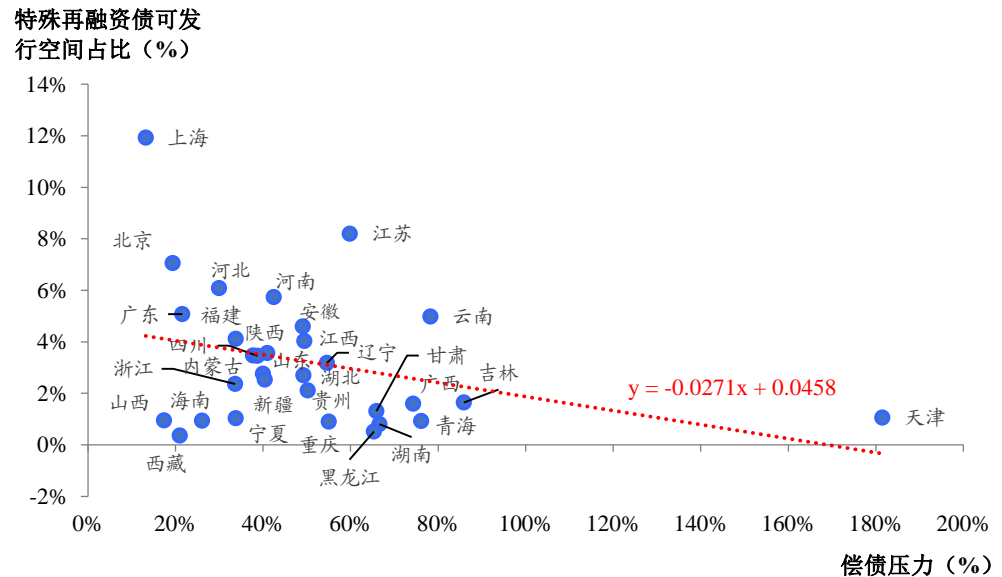
数据来源：iFind，Choice，东吴证券研究所

“引入社会资本（或转 PPP）”旨在政府采取竞争性招标方式选择在公共服务领域具有一定投资及运营管理能力的社会资本方，双方平等协商签订合同，合同内容为社会资本方提供公共服务、政府最终依据公共服务绩效结果向社会资本方支付对价。不过具有较强现金流或盈利性的项目更适合采用 PPP 模式，逐利的社会私人资本一般不愿意介入现金流或营利性较弱的项目。

1.3. 当前地方政府或会怎样突破“消债”困境？

现阶段化债方案的推出似乎是“燃眉之急”。面对来自于土地收入下滑以及偿债（尤其是隐性债务）压力上升的“双重压力”，“一揽子化债方案”的具体落地已是“呼之欲出”。中央和地方财政财权事权改革、地区财政的转型升级对化解债务来说可能是最有效的，然而面对现在地方政府有增不减的偿债压力，要在短期内增强地方“造血能力”的可能性并不高。因此或在 9 月落地的化债方案可能还是会采用一些比较传统的方式，我们认为财政端会资负“双轮驱动”：资产端，或会加大盘活存量资产力度为地方政府资产“增厚”；负债端，目前市场呼声最大的工具莫过于第一个顺利将地方政府隐性债务清零的工具——特殊再融资债券。不过鉴于地方政府之间化债资源分布不均的情况，我们认为中央可能会对地方政府发债空间进行统筹再分配，以辅助一些财政实力较弱、债务压力较大的地区化解债务风险。

图10：地方政府特殊再融资债可发行规模与偿债压力之间存在不对等现象



2. 周度高频跟踪

本周（9.4-9.10，下同）高频数据显示，电影票房进入9月后持续大幅回落，暑运落幕使出行热度略有下滑，货运进一步好转；新房销售表现次于二手房，土地成交状况依旧低迷；工业生产节奏整体有所减缓，不过建筑业景气回升、汽车业生产仍有“余温”；食品价格涨幅收窄，国内工业品价格持续回升；月初过后资金面边际转松。

从“营商环境”到“一带一路”，外资外贸成为本周主题。本周李强总理出席东亚合作领导人系列会议并对印尼进行正式访问成为最大亮点，这是总理上任以来首次出访亚洲国家。在会见意大利总理梅洛尼、澳大利亚总理阿尔巴尼斯以及出席中国-印度尼西亚工商界晚餐会时，总理均表达了深化经贸合作的意向，期望在中方扩大市场准入的同时，在外经营的中国企业也能享有公平的营商环境。“一带一路”也是本周的重要议题：在考察雅万高铁运营状况后总理与印度尼西亚总统佐科敲定了“一带一路”合作新旗舰项目。

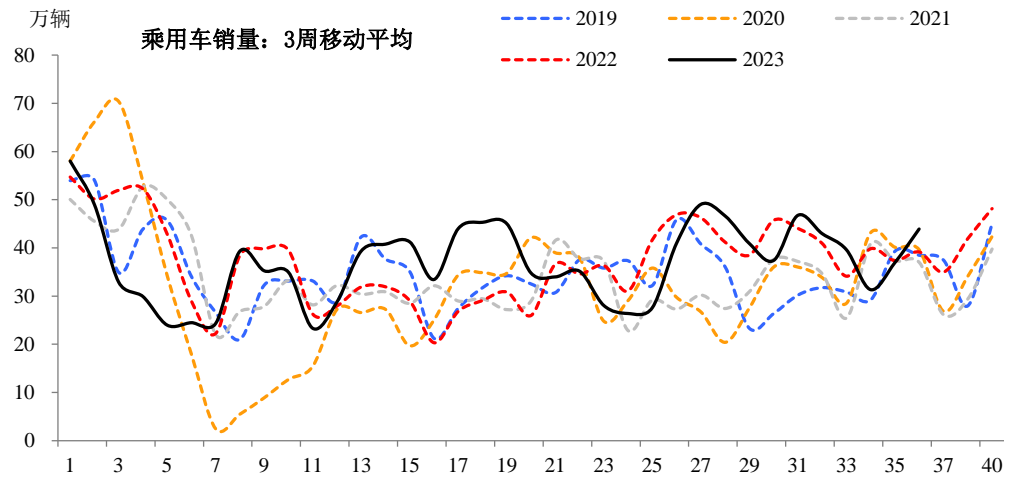
图11: 近一周(9.4-9.10)国务院领导活动轨迹一览

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
2020/9/9	会见	国务院总理李强	新德里	意大利总理梅洛尼	中方愿同意方深化机制性合作,并将继续扩大市场准入,为意优质产品进入中国市场创造更多机遇。希望意方为中国企业赴意投资兴业提供公平、公正、非歧视的营商环境。
2020/9/9	会议	国务院总理李强	新德里	二十国集团领导人第十八次峰会第一阶段会议	二十国集团成员应当坚守团结合作初心,坚定推进经济全球化,共同守护地球绿色家园。
2023/9/8	会谈	国务院总理李强	雅加达	印度尼西亚总统佐科	中方愿同印尼做好雅万高铁正式运营各项准备工作,将“区域综合经济走廊”和“两国双园”打造成共建“一带一路”合作新旗舰项目。
2023/9/7	调研	国务院副总理张国清	西藏	央企援藏工作	要持续推动央企援藏工作,结合西藏资源禀赋特点,助力西藏构筑现代化基础设施体系。全面排查整治灾害风险隐患,确保人民生命财产安全。
2023/9/7	会议	国务院总理李强	雅加达	第18届东亚峰会	东亚峰会应继续坚持自身定位,为实现地区长期稳定和持久繁荣发挥更大作用。中国和东盟国家正积极推进“南海行为准则”磋商。
2023/9/7	会见	国务院总理李强	雅加达	韩国总统尹锡悦	推进中韩自贸协定第二阶段谈判,尊重彼此核心利益和重大关切,维护中韩关系大局。
2023/9/7	会见	国务院总理李强	雅加达	澳大利亚总理阿尔巴尼斯	中方愿同澳方抓紧重启和恢复各领域交流,为包括澳大利亚在内的世界各国提供更大市场,也希望澳方对中国企业在澳投资经营采取客观公正态度。
2023/9/6	调研	国务院总理李强	/	中印尼合作项目雅万高铁	雅万高铁是中印尼共建“一带一路”合作旗舰项目,中印尼两国经济互补性强,要继续高质量共建“一带一路”合作。
2023/9/6	会议	国务院总理李强	雅加达	第26次中国-东盟领导人会议	中方坚持真诚相待、守望相助、互惠互利的原则,愿与东盟国家携手打造经济增长中心,推进新兴产业合作,维护地区和平安宁,扩大人文交流。
2023/9/6	会议	国务院总理李强	雅加达	第26次东盟与中日韩领导人会议	10+3合作机制在推动地区繁荣发展中发挥着重要作用,求同存异、求同化异是合作基础。要推进区域经济一体化,深化地区产业分工,加强科技创新引领。
2023/9/6	会议	国务院总理李强	雅加达	中国-印度尼西亚工商界晚餐会	中国将稳步扩大制度型开放,打造市场化、法治化、国际化一流营商环境,愿与印尼一道,拓展绿色能源、数字经济等领域合作。
2023/9/5	会议	国务委员谌贻琴	北京	中华慈善奖表彰大会	要坚守公益初心,弘扬慈善文化,促进各类慈善组织更加规范高效运行的同时,建立健全应急慈善协调机制。
2023/9/4	会议	国务院副总理何立峰	/	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议	保障性住房建设是艰巨复杂的系统性工程,要坚持规划先行、谋定后动,合理把握建设节奏。要建立公平公正的配售机制,实施严格封闭管理,不得上市交易。

数据来源:中国政府网,国务院官网,新华社,东吴证券研究所

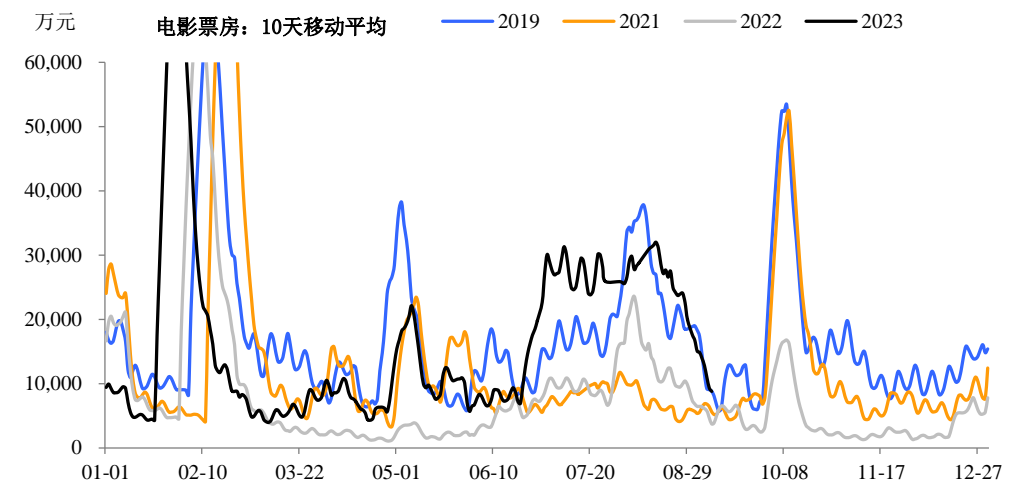
消费方面,8月汽车零售同比转正。8月1日-31日乘联会口径汽车零售销量同比增长2%。回顾来看,尽管有极端天气的扰动,暑期出游热度依然高居不下,且政策声势不减,8月汽车消费需求进一步释放,预计8月社会零售统计中汽车项同样同比转正。观影方面,近期受返校因素影响,电影票房进入9月后持续大幅回落,不过票房消费额仍基本与2019年同期水平持平。

图12: 8月汽车零售反弹



注: 横轴为周数
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

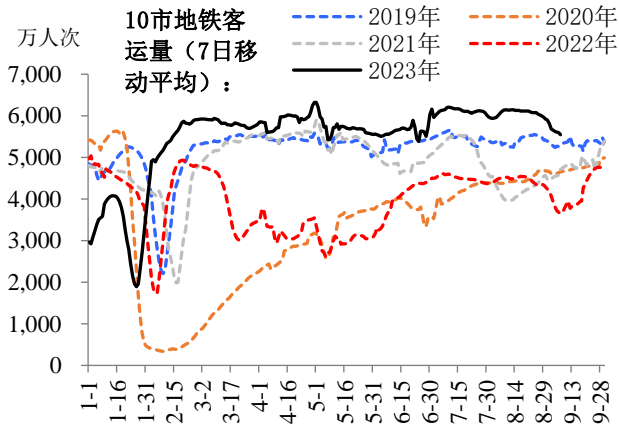
图13: 进入9月观影热度回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

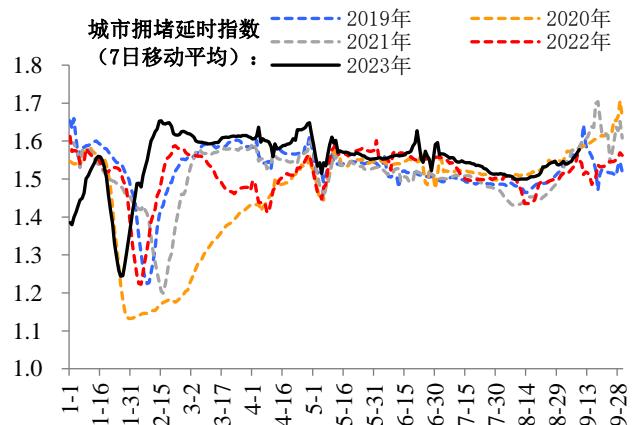
出行: 暑运落幕, 客运难免波动。本周轨道交通人流量进一步下滑, 10 市地铁客运量周度环比降低 5.9%, 不过与历史同期水平相比, 轨道交通出行意愿仍维持在近五年最高水平。暑运落幕, 但十一假期又将至, 地面出行热度依然处于上升通道, 30 省会拥堵延时指数周度环比提高 2.8%。

图14: 地铁客运量再续下滑态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

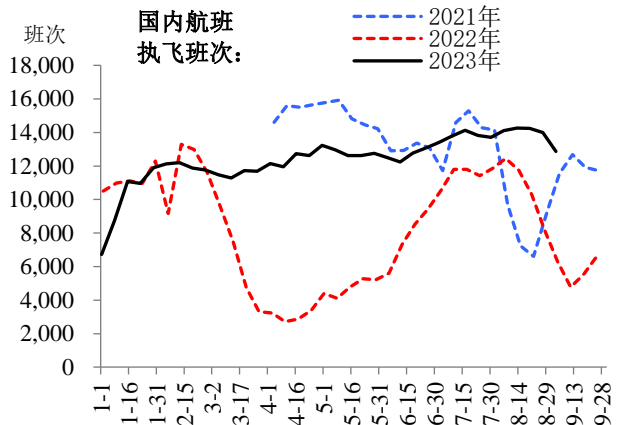
图15: 地面交通季节性上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

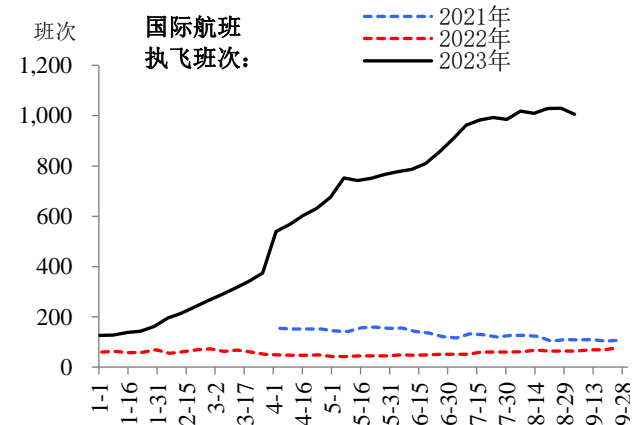
受台风“海葵”残余环流影响,部分地区遭遇持续强降水天气,国内航班与国际航班执飞班次均出现波动下降的趋势。不过整体来看,目前居民出游意愿仍处于较高水平。

图16: 国内航班执飞班次大幅减少



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

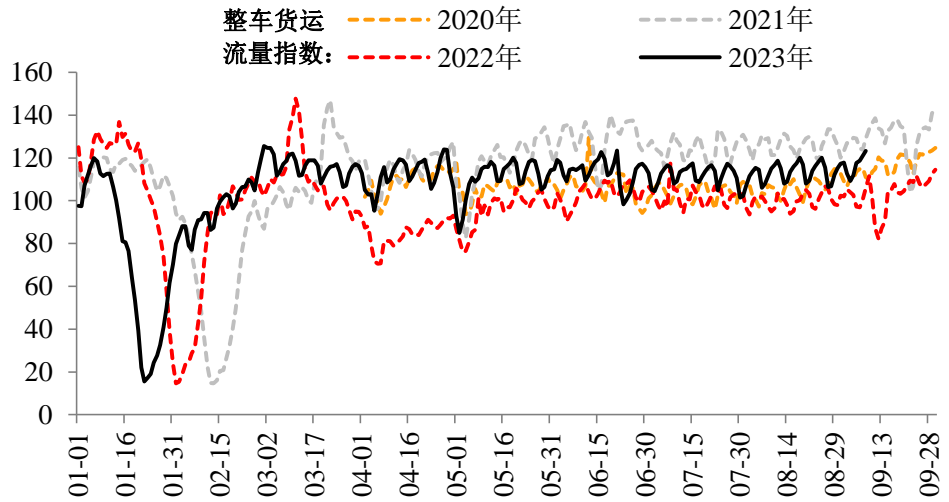
图17: 国际航班执飞班次略有降低



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4.3%;同比来看,货运流量已逼近2021年同期水平,货运整体继续保持回升态势,工业产需两端下行压力有望进一步缓解。

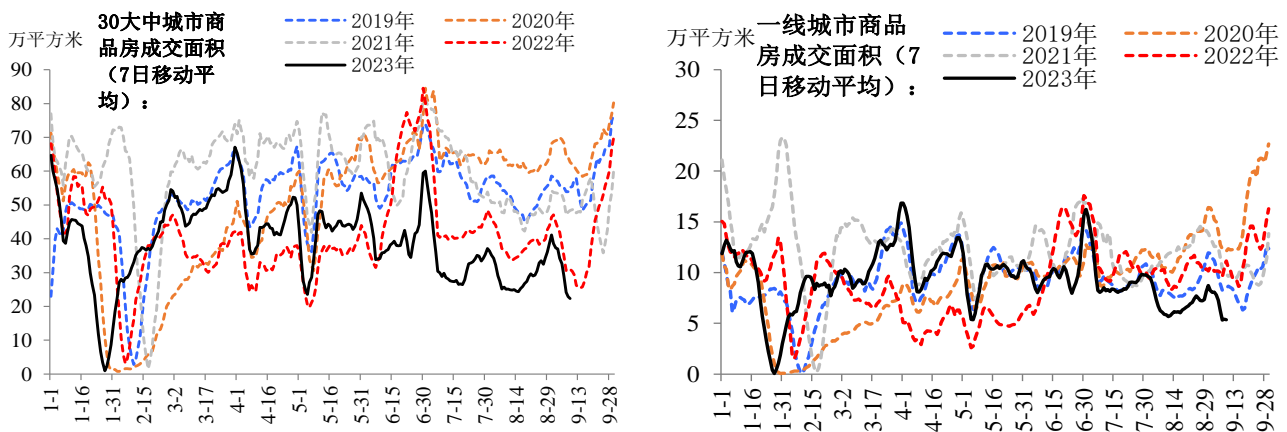
图18: 整车货运稳中向好

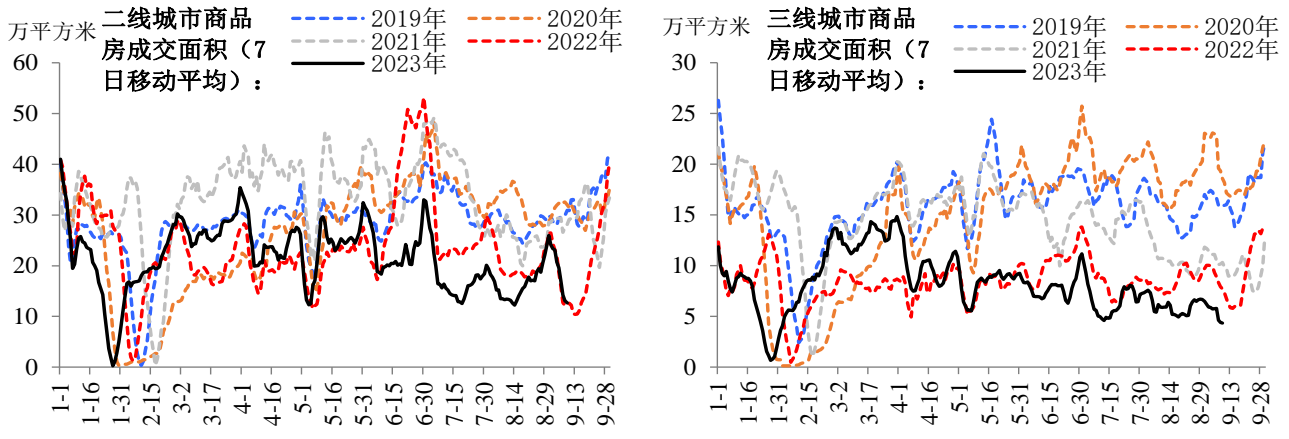


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房销售表现次于二手房, 土地成交状况依旧低迷。本周新房销售全面遇冷, 30城商品房成交面积较前值大幅减少40.1%。其中二线城市降幅最为明显, 其周度环比增速为-45.8%; 一、三线城市新房销售也分别下降33.6%和26.5%。30城商品房成交面积仍处于近五年以来的最低同期水平。“认房不认贷”的“卖一买一”模式, 在初期可能更加有利于二手房的成交, 对新房销售的传导可能需要更多的时间。

图19: 新房销售市场活跃度普遍下滑

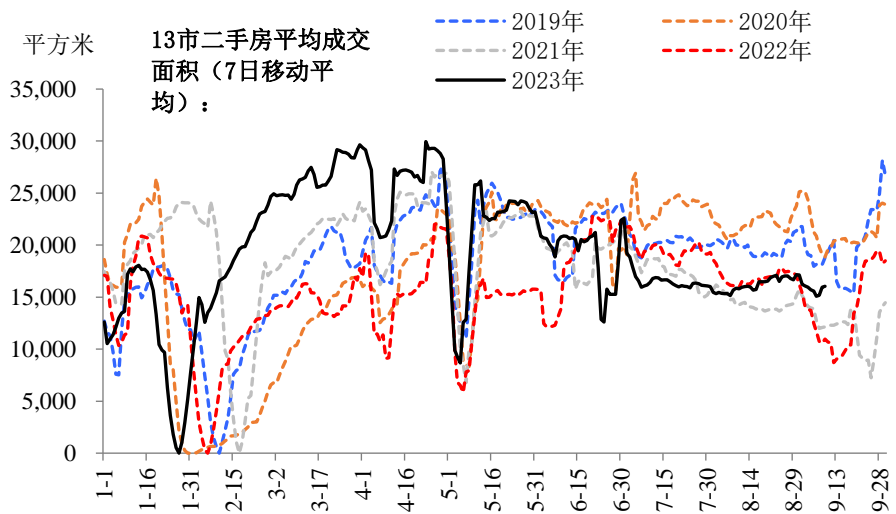




数据来源：Wind，东吴证券研究所

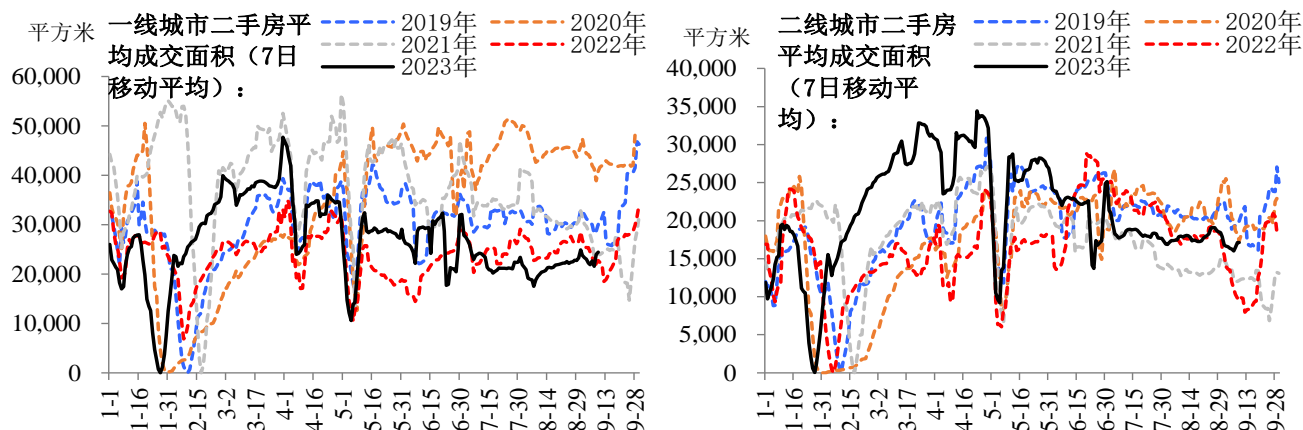
不同于商品房，本周二手房销售开启回升通道，13市二手房成交面积周度环比提高2.1%，其中一、二线城市二手房交易分别提高了4.7%和4.2%。随着“认房不认贷”政策加快落地，房地产市场预期有望进一步好转。

图20：二手房成交略有增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

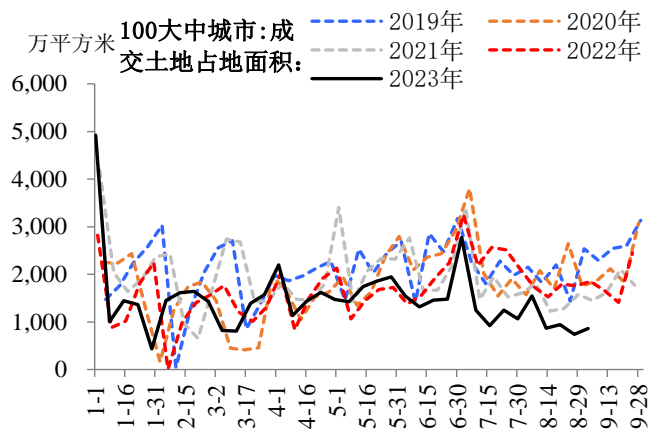
图21: 一、二线城市二手房销售均有所好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

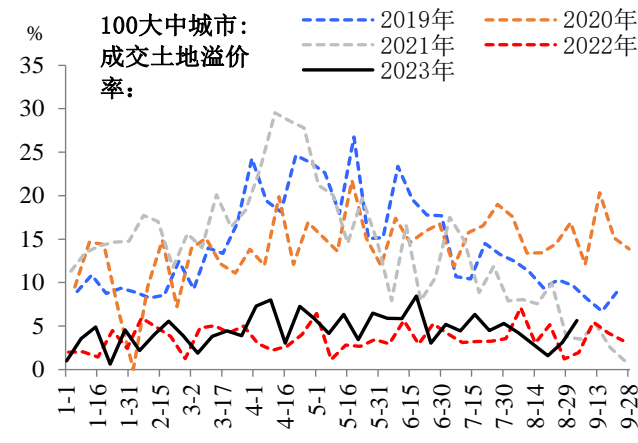
土地市场较为低迷, 即便本周土地成交面积与溢价率低基数情况下小幅提高, 但与历史同期水平相比仍处于低位, 土地市场信心有待进一步提振。

图22: 土地成交面积仍处于近5年低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

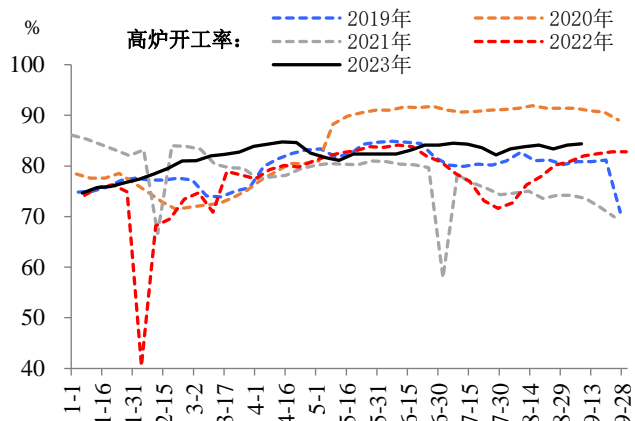
图23: 土地溢价率小幅增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

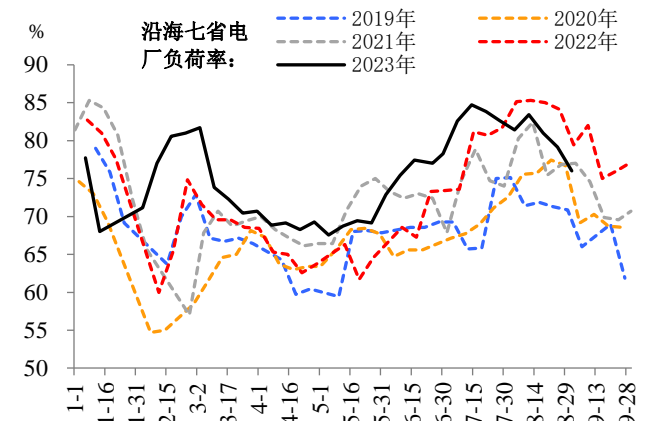
生产: 工业生产节奏有所减缓。 本周高炉开工率虽小幅上升 0.3pct, 但是其他工业生产指标仍然不够乐观: 本周沿海七省电厂负荷率在上周的基础上继续大幅下行, 电厂煤耗量环比录得-16.2%, 铁路货运量也下滑明显, 煤炭吞吐量再次“转升为降”、其周度环比增速录得-3.3%。整体来看, 工业生产节奏有所减缓。

图24: 高炉开工率有所提升



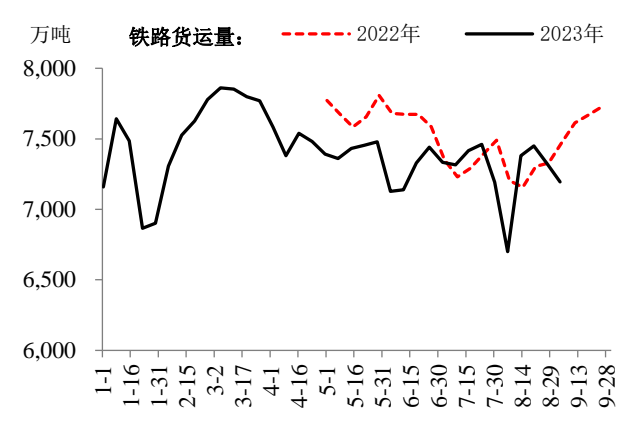
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 沿海七省电厂负荷率继续下行



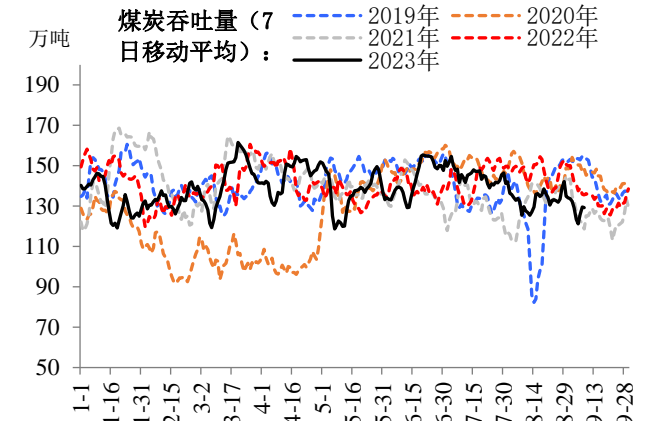
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 铁路货运量下滑明显



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

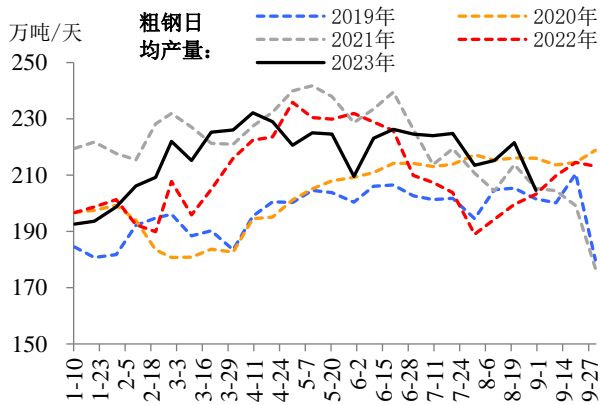
图27: 煤炭吞吐量先下降后回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

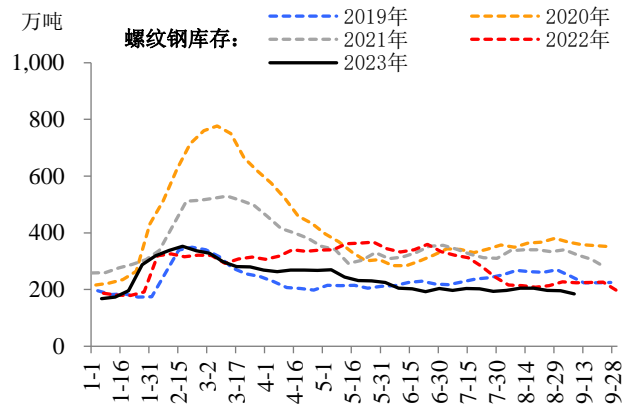
分行业来看，建筑业景气回升。酷暑过后，建筑业施工进度加快，从而带动相关原材料的生产进度加快。除了粗钢生产之外，本周大多建筑类相关高频指标保持上升态势。具体来看，本周粗钢产量环比增速为-7.6%；螺纹钢去库速度加快，其库存环比下降 5.7%。沥青（更偏向交通基建）和水泥生产也呈现回升态势：沥青方面，本周沥青开工率上升态势明显，其环比增速录得 3.2pct，且已超越 2019 年同期水平；磨机运转率延续近期的上升趋势，其环比增速录得 0.9pct。水泥方面，由于灾害天气所致影响的消散，水泥发运率和水泥产能利用率都得以显著提高。

图28: 近期粗钢生产下行明显



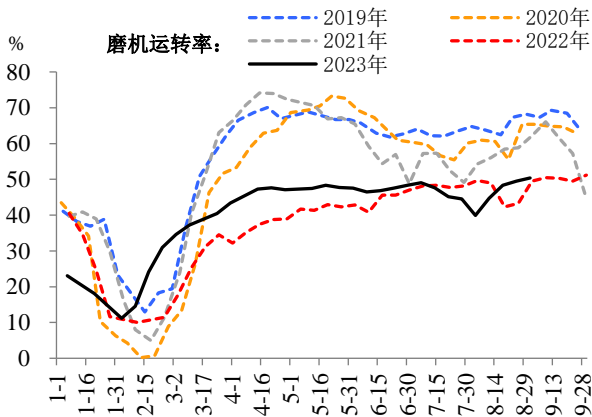
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 螺纹钢去库速度有所加快



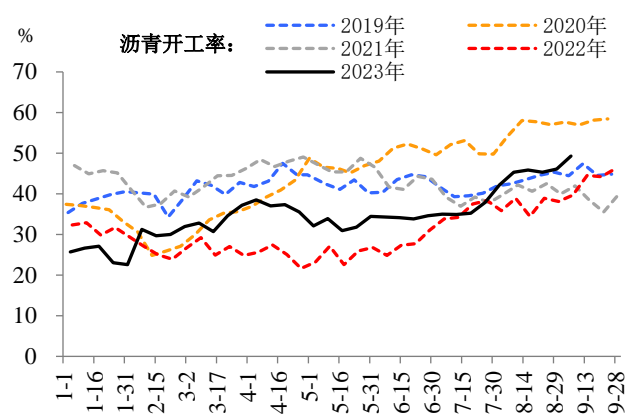
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 磨机运转率继续上升



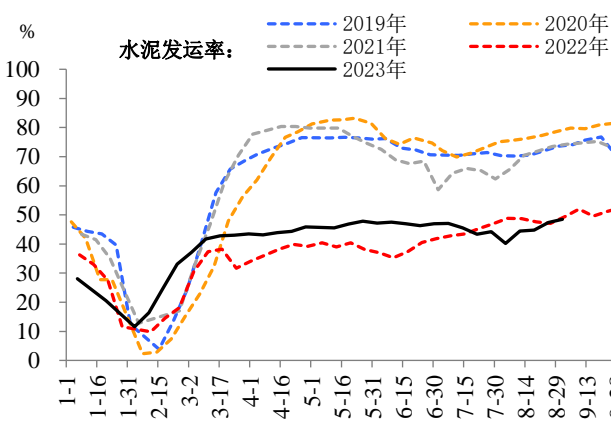
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 沥青开工率上升势头显著



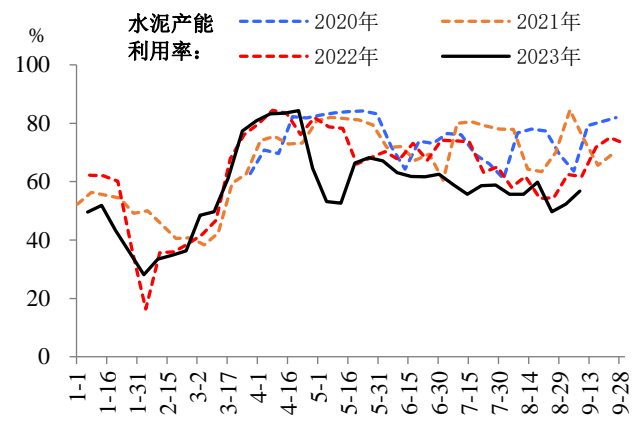
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 水泥发运率继续上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

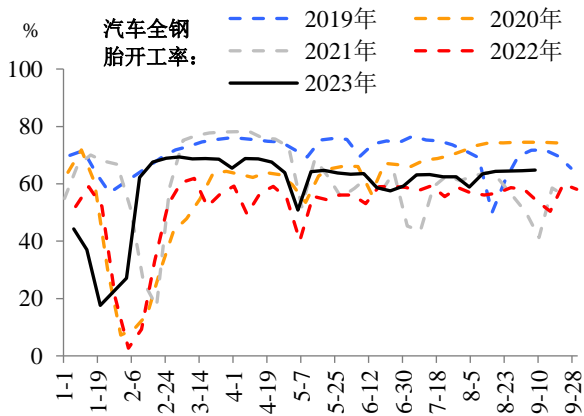
图33: 水泥产能利用率上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

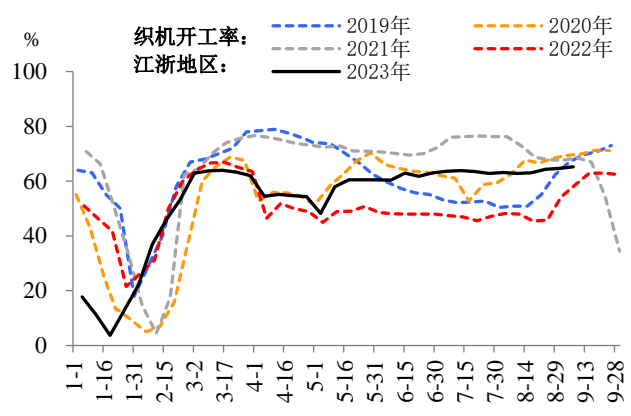
高温逐步散去,但汽车业生产仍有“余温”。本周全钢胎开工率环比小幅上升 0.2pct,汽车销售传统旺季推动汽车业生产高位平稳运行。纺服业生产“不温不火”。本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 82.1%、90.5%,江浙织机开工率处于历年中间水平。

图34: 汽车钢胎生产节奏稳中有升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

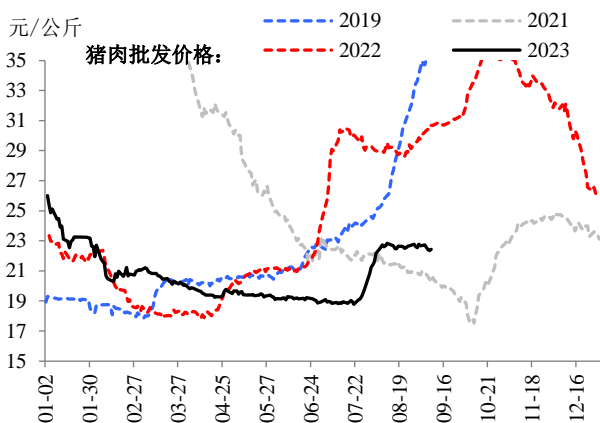
图35: 江浙织机开工率处于历史同期中间水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

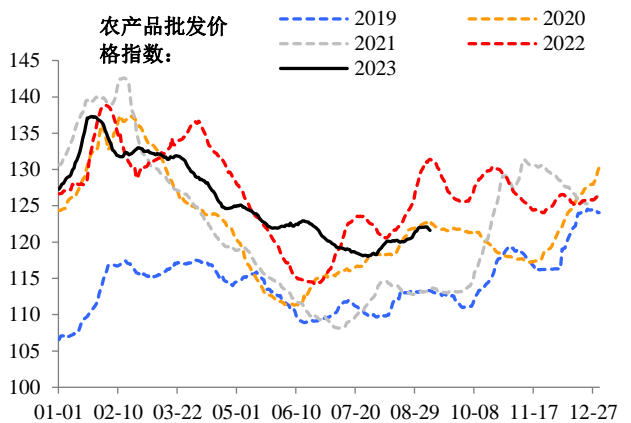
通胀: 食品价格涨幅收窄。本周农产品批发价格周环比涨幅收窄至 0.5%,其中猪价本周周环比下跌 0.8%,九月需求旺季对猪价提振有一定预期,但供给压力未减。需求提振下本周鲜菜价格周环比上涨 0.4%;水果供应充足,本周鲜果价格周环比下跌 1.4%。

图36: 猪价小幅转跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

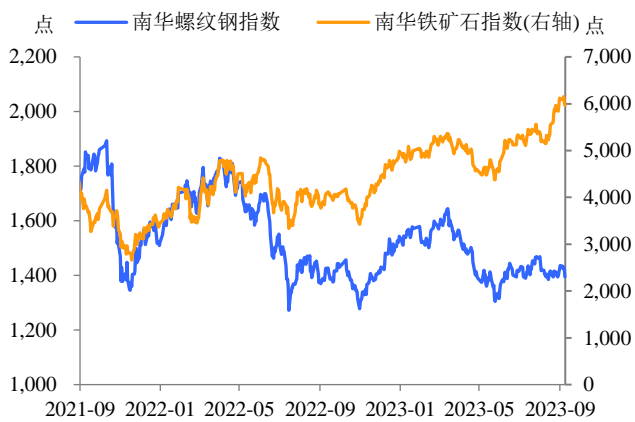
图37: 农产品价格涨幅收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内工业品价格持续回升。政策落地叠加需求逐渐进入旺季，多个工业品价格本周续涨：螺纹钢表需进一步改善，价格周环比回升 0.6%；动力煤价格周环比涨幅扩大至 1.3%；玻璃价格周环比上涨 3.2%。水泥价格难以企稳，本周价格周环比下跌 1.9%。海外方面，美国 EIA 商业原油库存环比进一步回落，叠加沙特与俄罗斯宣布减产，布伦特原油价格本周环比大涨 5.6%，回升至 92 美元/桶的水平。

图38: 铁矿石价格继续回升



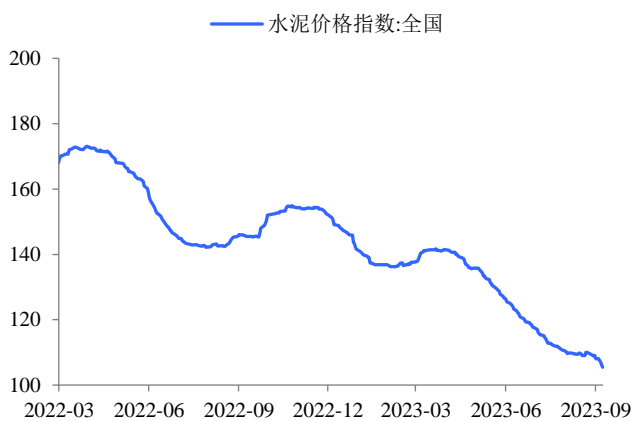
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 工业品需求持续好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 水泥价格难企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 国际油价大幅回升

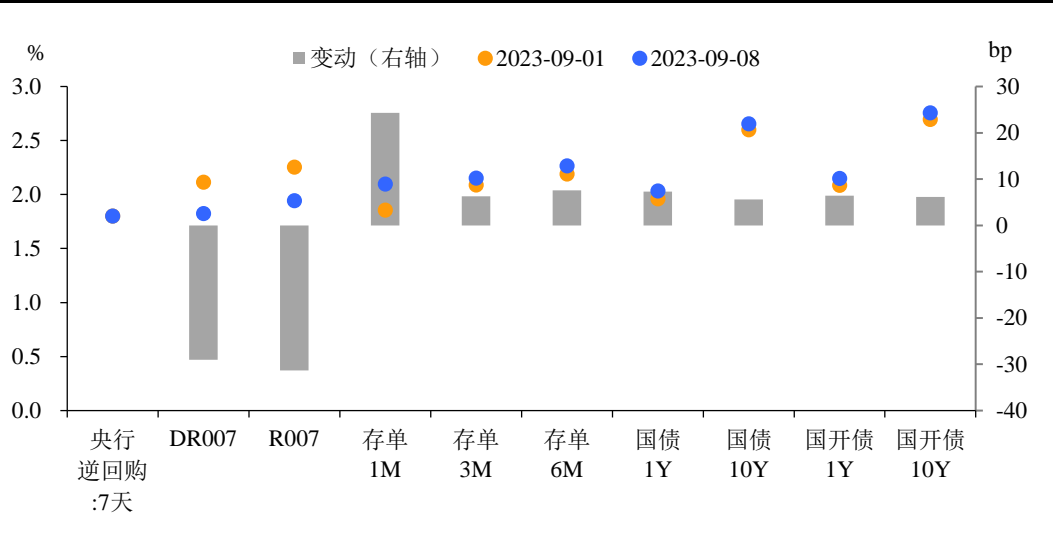


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面，月初过后资金面并未显著转松。本周 DR007 与 R007 利率周均值环比虽下降，但本周周内整体呈上升趋势。票据利率在 8 月末回升后并未回落，中枢持续抬

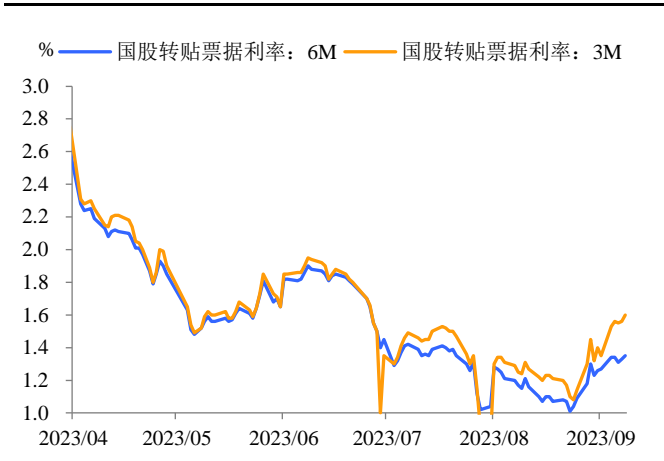
升；本周存单利率也同时大幅回升，1个月同业存单利率本周周环比上涨约24bp，近期信贷投放节奏加快可能是资金面偏紧的原因。央行本周逆回购缩量续作，资金净回笼超5千亿元。9月以来质押式回购成交量持续处于7万亿元水平以下的低位。本周债市杠杆率从月初高位迅速回落，周五降至108.0%水平。

图42：一周广谱利率变动



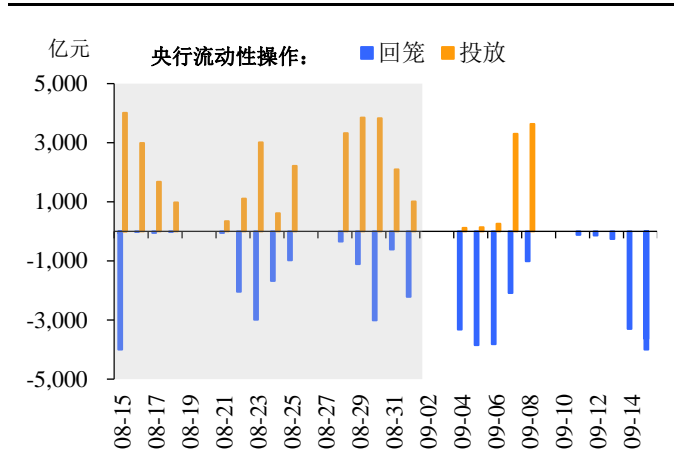
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43：票据利率中枢持续回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

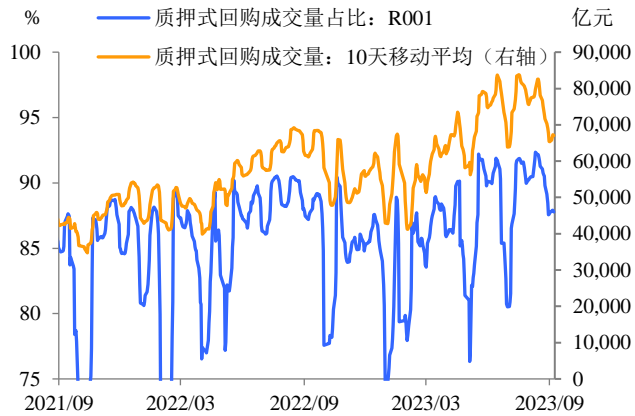
图44：月末央行逆回购投放量偏高



注：灰色区域为历史操作

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图45: 近期质押式回购成交量回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46: 债市杠杆率月初过后再次大幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

政策定力超预期；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>