

宏观周报 20230924

税收收入季节性图鉴

2023年09月24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

相关研究

《美联储9月会议：加息终局的弦外之音》

2023-09-20

《地产调控效果几何？—与2015年的对比》

2023-09-18

- 8月一般公共预算收支差额为有数据以来的最大8月财政开支缺口，不过财政收支也具有季节性波动的特征。而**税收收入作为财政收入的“主力军”，其走势对财政收支运行情况起着决定性作用**。因此，我们可以通过探究各税种的季节性特征，来大致判断每个月各税种对税收收入及财政收入的影响。
- **税收收入：主要受季度申报时间影响**。税收收入的季节性特征十分明显：1、4、5、7、10月五个月为“税收大月”（即季度内税收收入较高的月份）。由于部分税种是按季度申报的，而作为跨季首月的1、4、7、10月四个月，其当月缴税金额被“冲高”。而5月税收收入较高的主因在于5月通常是去年企业所得税的汇算清缴时点，使得5月缴税金额同样较高。
- **四大税种中企业所得税季节性特征最明显**。企业所得税通常在1、4、5、7、10月这五个月会一举“冲高”。虽然企业所得税按年计算、可分月或分季预缴，但实际上大多企业都是按季申报，因为按季预缴更有利于缓解缴税对企业日常资金周转的冲击。因此作为跨季首月的1、4、7、10月四个月，对应的企业所得税也更高。除了这四个月以外，5月企业所得税也有季节性上升效应，这是因为5月通常是去年企业所得税的汇算清缴时点。
- **个人所得税：受年终奖发放的扰动**。一季度个人所得税收入总体较其他月份高，主要原因在于春节前后是年终奖发放的高峰期。企业发放给员工的年终奖、分红等需要缴纳个税，而这部分收入通常较高，相应的个税收入规模也较大。同时春节所在月份也决定了个人所得税年内“峰值”落在何月。有些年份在2月个税规模更大、而有些年份是3月，这背后的“导火索”是每年春节时间的不同。
- **消费税：来自入库时间及消费意愿的“双重影响”**。消费税的季节性特征是一季度较高、而四季度较低，我们认为主因有两点。**其一**，由于中央政府可以控制中央税的入库时间（中央税含关税、消费税、进口环节海关代征的增值税、车辆购置税以及船舶吨税），占比颇高的消费税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。**其二**，消费税的征税对象偏向于烟、酒、高档化妆品、成品油等大额商品，而临近年末、春节将至之时，居民对大额商品的采购意愿会上升。
- **增值税：往往在跨季首月走高**。根据企业的经营规模，增值税纳税人通常分为一般纳税人和小规模纳税人，前者通常按月度进行申报，而后者更多按季度申报。若纳税人按季度申报增值税，则是在4月、7月、10月以及次年1月的15号进行申报，因此这四个月增值税通常更高。**不过在2016年5月之后，增值税的这一季节性特征才变得明显**。可能原因在于2016年4月1日起，符合要求的小规模纳税人增值税才可按季申报，这也就导致了之后跨季首月迎来“顶点”这一特征更加显著。
- **进口货物增值税和消费税：受进口形势的主导**。1、3、9月进口金额会季节性走高，而2、10月会季节性走弱，我们认为2月和10月进口金额趋弱是来自于春节和国庆节的扰动。所以相应的，对进口商品征收的增值税和消费税通常在1、3、9月为税收大月，而2、10月为税收小月。
- **关税：与进口货物增值税和消费税情况相似**。进口关税是指对进口商品所征收的税。与进口货物增值税和消费税情况相似，关税也和进口货物总额息息相关。关税通常也会在1、3、9月季节性走强，2、10月季节性走弱。
- **出口退税：强季节性背后的“面纱”**。出口金额基本上在2、10月会季节性趋弱，而3、9月会季节性趋强，虽有一定的季节性，但仍不足以解释出口退税的季节性为何如此“引人注目”。我们认为可能原因在于部分外贸企业偏向季末、尤其是年末集中退税。

- **房产税：与商品房销售存在“错位”关系。**根据 2003 年 7 月国家税务总局发布的《关于房产税、城镇土地使用税有关政策规定的通知》，房产税从房屋交付使用后的次月开始计征。因此，房产税与上个月的房屋销售状况存在着密切的关联，每月的房屋销售情况是为次月房产税的走势“埋下伏笔”。房产税于 1、4、7、10 月处于高位，对应的 3、6、9、12 月为楼市“旺季”；房产税于 2、6、8、11 月处于低位，对应的 1、5、7、10 月为楼市“淡季”。除楼市景气度外，另一可能因素仍在于税收申报时间。
- **地产相关税：来自土地市场景气度的“驱动”。**地产相关税（含城镇土地使用税、契税、耕地占用税以及土地增值税）的季节性图谱来看，其特征不在于 8、11 月为税收小月，6、9、12 月为税收大月。地产市场的景气度与地产相关税的走势“同频共振”——8、11 月土地市场活跃度较低、而 6、9、12 月活跃度较高。
- **证券交易印花税：季节性不强，受股市“冷暖”影响。**证券交易印花税与 A 股成交金额密切相关：在股市低迷之际，证券交易印花税的走低也是“在所难免”；而在股市交易“热火朝天”之时，也会带动证券交易印花税的升高。A 股成交金额的一大季节性特征在于历年 9 月下旬至 10 月下旬，受中秋及国庆假期的影响，市场成交量都会出现下滑。与之对应的是 10 月证券交易印花税也会季节性下滑。
- **车辆购置税：车市旺季带“热”税收。**汽车销量通常在 9 月会“一举冲高”，因此“金九”也会迎来车辆购置税的季节性走高。而车市“银十”略显成色不足，我们认为主因在于 10 月假期较多、有效销售日期较少，因此新车销量的降低也带动了车辆购置税的走弱。不过年末汽车销售的上扬未带动车辆购置税的上涨，可能原因在于中央对税收入库时间的控制。
- **本周高频数据显示：**车市表现稳健，观影热度回落，客运保持高位，货运平稳运行；新房和二手房销售相继季节性回暖，二手房整体表现更胜一筹；工业生产节奏稳中有升，但建筑业和汽车业生产均有不同程度的放缓；食品价格节前普跌，而工业品价格涨跌互现；流动性方面资金利率持续上行。
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩。

内容目录

1. 税收收入季节性图鉴	6
2. 周度高频跟踪	17
3. 风险提示	28

图表目录

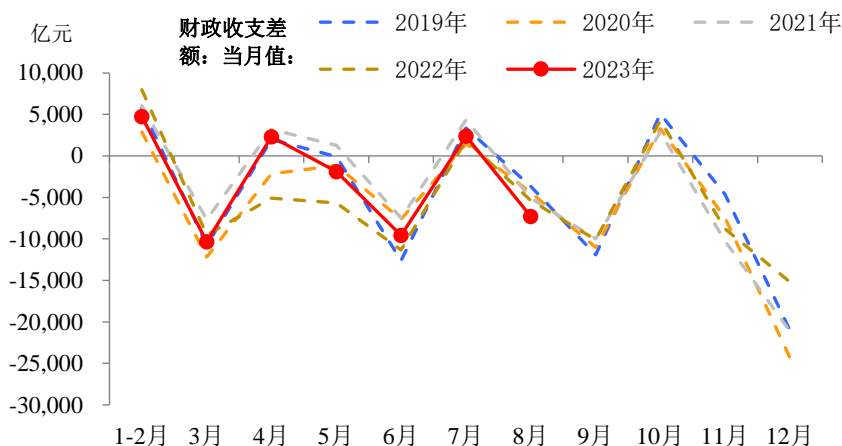
图 1: “史上最大”8 月财政收支缺口	6
图 2: 税收收入的季节性波动主导着财政收入的季节性波动	6
图 3: 税收收入季节性走势及季节性特征	7
图 4: 四大税种季节性走势及季节性特征	8
图 5: 居民收入往往在一季度最高	9
图 6: 春节所在月份为 2 月的年份个税峰值比春节所在月份为 1 月的年份延后一个月	9
图 7: 在中央税里, 消费税占比“拔得头筹”	10
图 8: 四季度时, 居民未来 3 个月对大额商品的预计增加支出占比上升	10
图 9: 外贸相关税季节性走势及季节性特征	11
图 10: 进口金额的季节性特征与进口货物增值税和消费税、关税走势基本对应	12
图 11: 出口金额的季节性弱于出口退税的季节性	12
图 12: 房地产相关税季节性走势及季节性特征	13
图 13: 前置 1 个月的房产税与企业相关商品房销售额拐点更“适配”	14
图 14: 土地成交总价与地产相关税同频变化	14
图 15: 其他重要税种季节性走势及季节性特征	15
图 16: 证券交易印花税与 A 股成交量呈正相关	16
图 17: 10 月 A 股成交金额季节性走弱	16
图 18: “金九”车市现季节性回升	16
图 19: 近一周 (9.18-9.24) 国务院领导活动轨迹一览	17
图 20: 9 月汽车销量同比偏强	18
图 21: 进入 9 月观影热度回落	18
图 22: 地铁客运量仍处于近五年高位	19
图 23: 地面交通持续攀升	19
图 24: 国内航班执飞班次小幅上升	19
图 25: 国际航班执飞班次平稳增长	19
图 26: 整车货运稳中向好	20
图 27: 一线城市引领的新房销售季节性回升	21
图 28: 二手房交易状况持续好转	21
图 29: 二线城市二手房销售接近疫情前水平	22
图 30: 高炉开工率稳中有升	22
图 31: 沿海七省电厂负荷率的下滑态势终于被打破	22
图 32: 铁路货运量继续上行	23
图 33: 煤炭吞吐量“波动式”上升	23
图 34: 粗钢生产节奏重回下行通道	23
图 35: 螺纹钢去库速度趋缓	23
图 36: 磨机运转率下降明显	24
图 37: 沥青开工率下降斜率较大	24
图 38: 沥青不再延续去库趋势	24
图 39: 水泥产能利用率也出现边际下滑	24
图 40: 汽车钢胎开工率小幅下降	25
图 41: 江浙织机开工率趋稳	25
图 42: 进入 9 月后猪价持续回落	25

图 43: 农产品价格微降.....	25
图 44: 铁矿石价格继续回升.....	26
图 45: 工业品需求持续好转.....	26
图 46: 水泥价格企稳.....	26
图 47: 国际油价临近本周周末回落.....	26
图 48: 一周广谱利率变动.....	27
图 49: 票据利率中枢持续回升.....	27
图 50: 央行假期前加大流动性投放.....	27
图 51: 近期质押式回购成交量处于 7 万亿元水平.....	27
图 52: 降准后债市杠杆率节前明显回升.....	27

1. 税收收入季节性图鉴

8月一般公共预算收支差额为有数据以来的最大8月财政开支缺口，不过财政收支也具有季节性波动的特征（图1）。而税收收入作为财政收入的“主力军”，其走势对财政收支运行情况起着决定性作用（图2）。因此，我们可以通过探究各税种的季节性特征，来大致判断每个月各税种对税收收入及财政收入的影响。

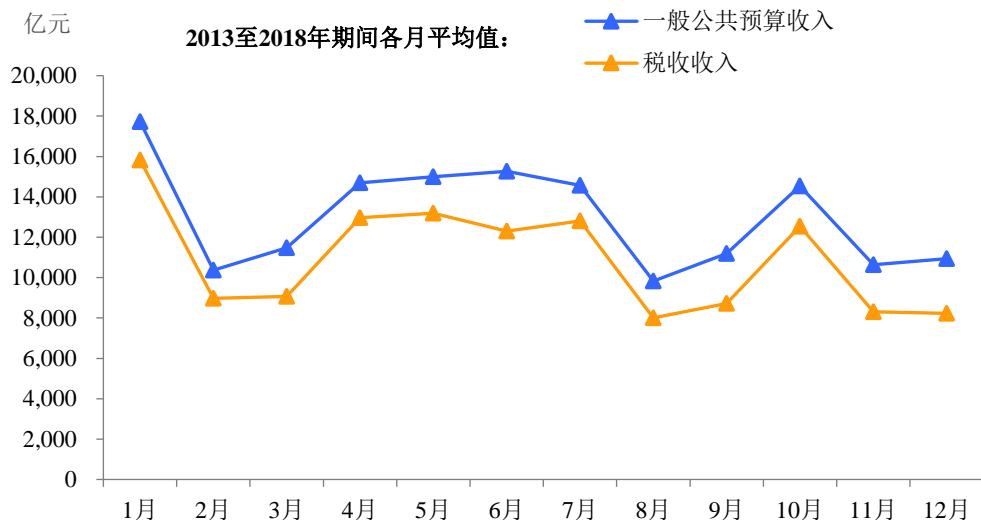
图1：“史上最大”8月财政收支缺口



注：用一般公共预算收入与一般公共预算支出的差额来粗略估算财政缺口。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：税收收入的季节性波动主导着财政收入的季节性波动

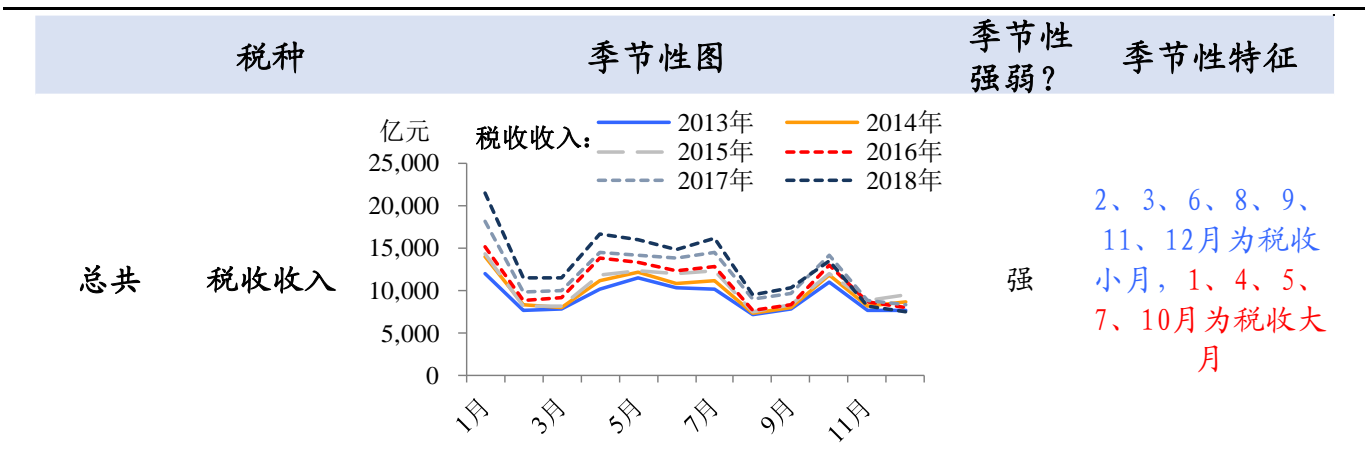


注：2019年起财政部开始公布1-2月累计财政收支情况，不再分别公布1、2月当月情况，因此我们选取2019年以前的财政数据进行季节性波动研究。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

税收收入：主要受季度申报时间影响。由图3可见，税收收入的季节性特征十分明显：1、4、5、7、10月五个月为“税收大月”（即季度内税收收入较高的月份）。由于部分税种是按季度申报的（如所得税及部分增值税可按季预缴年度汇款、大部分小规模纳税人可选择一个季度为纳税期限等），而作为跨季首月的1、4、7、10月四个月，其当月缴税金额被“冲高”。尤其是1月缴税金额基本上为全年“峰值”。而5月税收收入较高的主因在于5月通常是去年企业所得税的汇算清缴时点，使得5月缴税金额同样较高。

图3：税收收入季节性走势及季节性特征

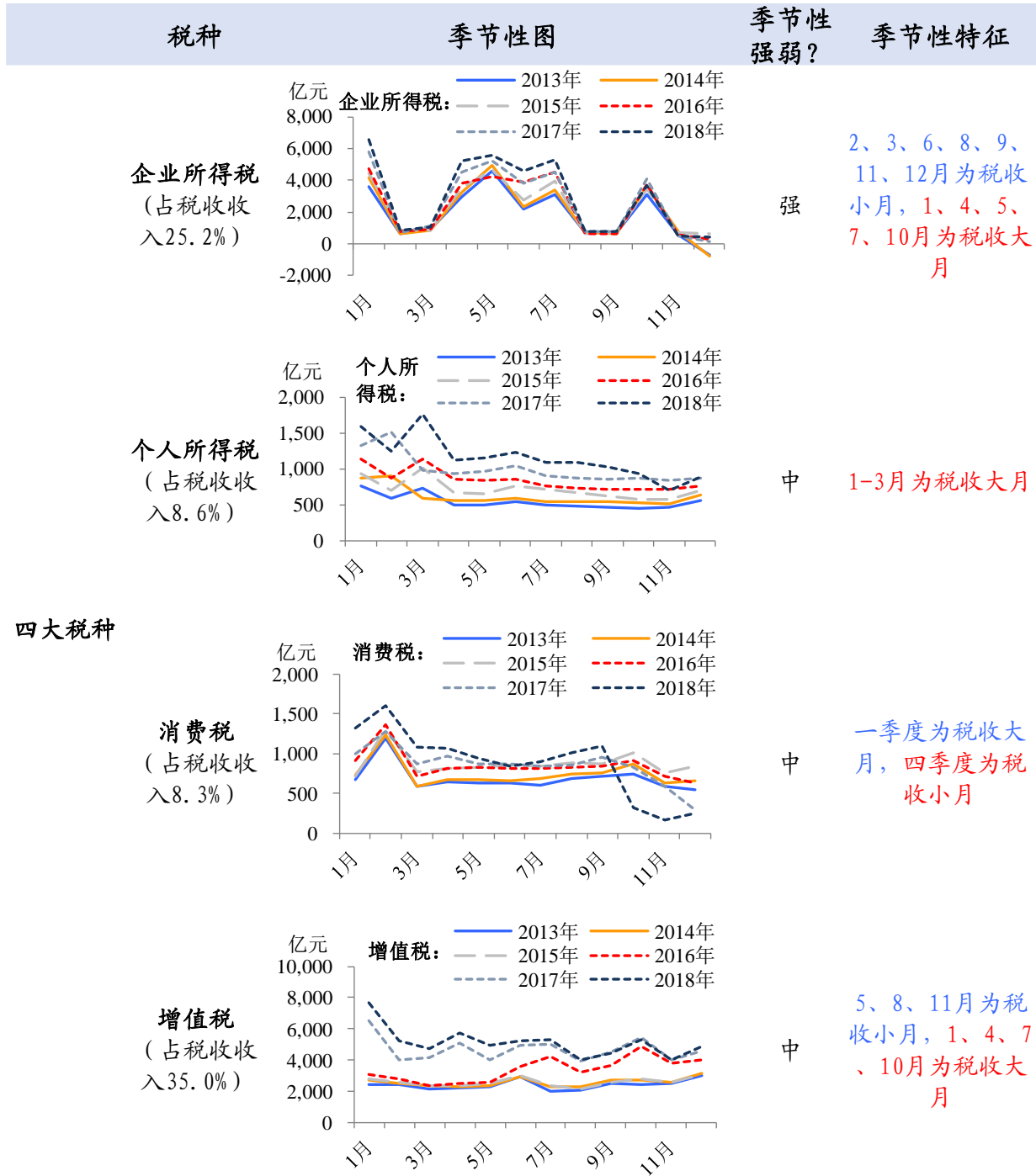


注：2019年起财政部开始公布1-2月累计财政收支情况，不再分别公布1、2月当月情况，因此我们选取2019年以前的财政数据进行季节性波动研究。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

谈完税收收入整体情况以后，我们再依次对四大税种（即企业所得税、个人所得税、消费税以及增值税）、外贸相关税、房地产相关税以及其他重要税种的角度进行展开。

图4：四大税种季节性走势及季节性特征



四大税种

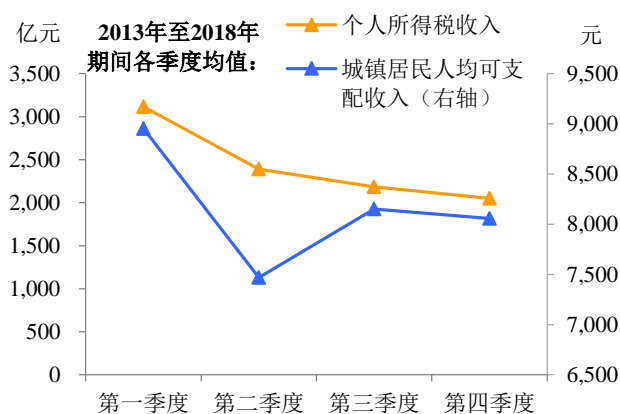
注：2019年起财政部开始公布1-2月累计财政收支情况，不再分别公布1、2月当月情况，因此我们选取2019年以前的财政数据进行季节性波动研究；在税收收入中的占比用2022年数据进行计算。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

四大税种中企业所得税季节性特征最明显。企业所得税通常在 1、4、5、7、10 月这五个月会一举“冲高”。依据《中华人民共和国企业所得税法》，企业所得税按年计算、分月或分季预缴；外商投资企业和外国企业所得税按年计算、分季预缴。实际上大多企业都是按季申报，我们认为主因在于按季预缴更有利于缓解缴税对企业日常资金周转的冲击。因此作为跨季首月的 1、4、7、10 月四个月，对应的企业所得税也更高。除了这四个月以外，5 月企业所得税也有季节性上升效应，这是因为 5 月通常是去年企业所得税的汇算清缴时点。

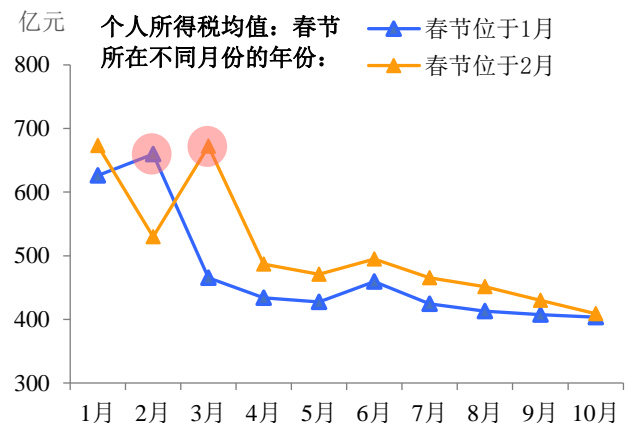
个人所得税：受年终奖发放的扰动。一季度个人所得税收入总体较其他月份高，主要原因在于春节前后是年终奖发放的高峰期。企业发放给员工的年终奖、分红等需要缴纳个税，而这部分收入通常较高，相应的个税收入规模也较大。

图5：居民收入往往在一季度最高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：春节所在月份为 2 月的年份个税峰值比春节所在月份为 1 月的年份延后一个月



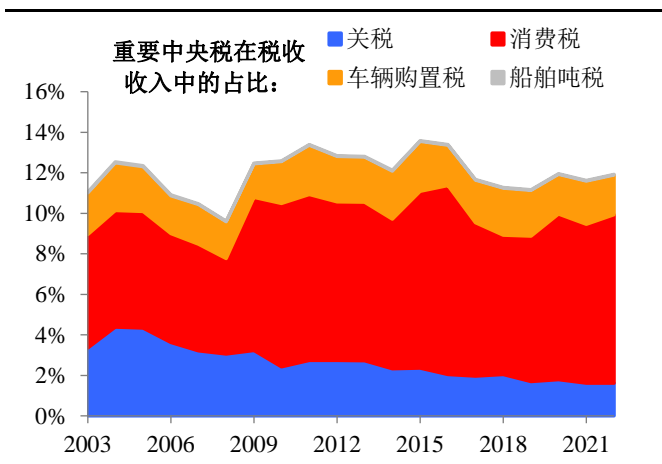
注：选取 2004-2018 年数据。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

同时春节所在月份也决定了个人所得税年内“峰值”落在何月。根据 2013-2018 年个人所得税的季节性图来看，有些年份在 2 月个税规模更大、而有些年份是 3 月，这背后的“导火索”是每年春节时间的不同。具体来说，2013 年、2015 年、2016 年以及 2018 年均是 3 月个人所得税“冲高”、次月出现大幅下降，原因在于这四年春节发生在 2 月，大部分单位会在 2 月初分红及发放年终奖、又在 3 月份申报缴纳个税，这笔收入也将在 3 月入库，导致 3 月个税规模较大。然而，春节发生在 1 月的 2014 年和 2017 年在 2 月个税规模更大，这是因为这两年是 1 月大规模分红及发放年终奖、2 月申报缴纳个税。

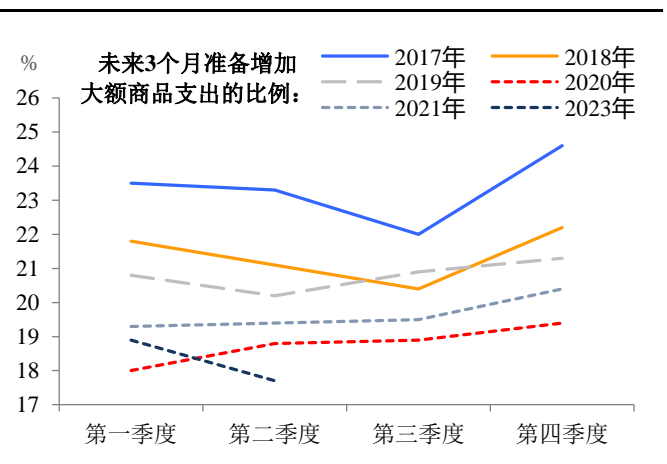
消费税：来自入库时间及消费意愿的“双重影响”。消费税的季节性特征是一季度较高、而四季度较低，我们认为主因有两点。**其一**，由于中央政府可以控制中央税的入库时间（中央税含关税、消费税、进口环节海关代征的增值税、车辆购置税以及船舶吨税），占比颇高的消费税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。具体而言，为了平滑跨年之间财政收入的波动，身为中央税的消费税通常推迟到次年第一季度入库较多，这就导致了消费税在一季度的季节性走高、四季度的季节性走弱。**其二**，我们在之前的报告《社零与消费税走势为何背道而驰？》中提出，消费税的征税对象偏向于烟、酒、高档化妆品、成品油等大额商品，而临近年末、春节将至之时，居民对大额商品的采购意愿会上升。

图7：在中央税里，消费税占比“拔得头筹”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：四季度时，居民未来3个月对大额商品的预计增加支出占比上升



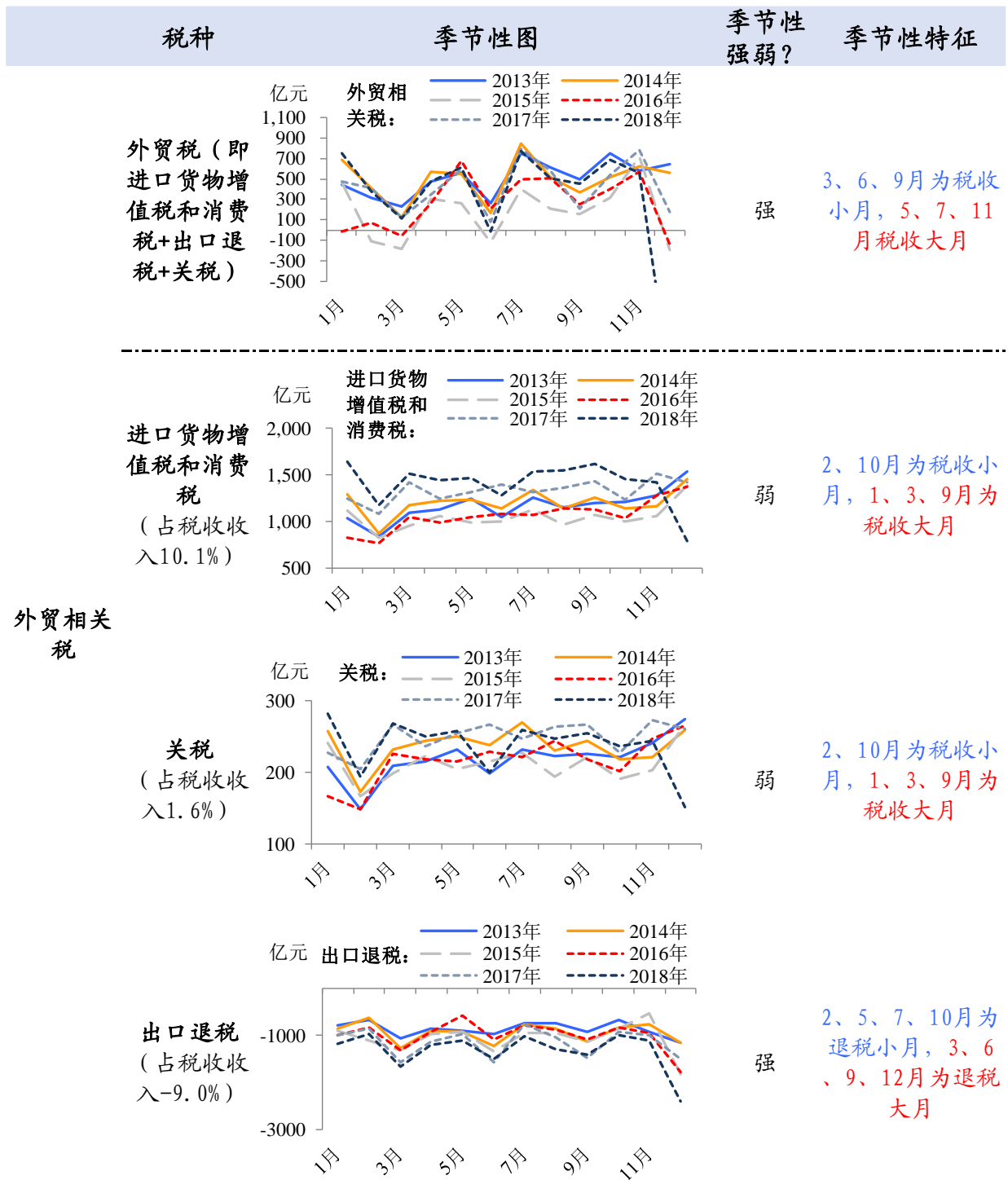
注：受疫情影响较大的2022年予以剔除。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

增值税：往往在跨季首月走高。根据企业的经营规模，增值税纳税人通常分为一般纳税人和小规模纳税人，前者通常按月度进行申报，而后者更多按季度申报。若纳税人按季度申报增值税，则是在4月、7月、10月以及次年1月的15号进行申报（若有法定节假日则往后顺延），因此这四个月增值税通常更高。

不过在2016年5月之后，增值税的这一季节性特征才变得明显。可能原因在于《国家税务总局关于合理简并纳税人申报缴税次数的公告》中说明，2016年4月1日起，符合要求的小规模纳税人增值税才可按季申报，这就导致了之后跨季首月迎来“顶点”这一特征更加显著。

图9：外贸相关税季节性走势及季节性特征



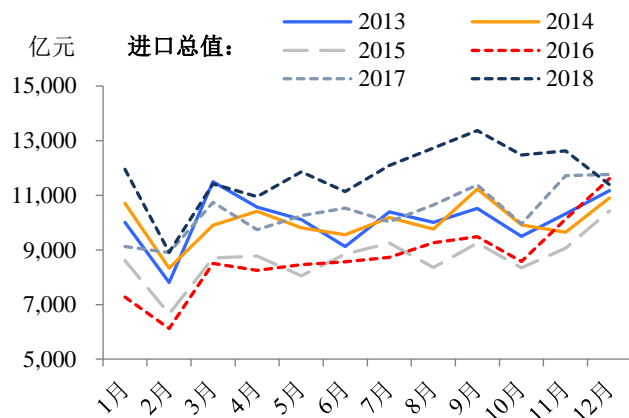
注：2019年起财政部开始公布1-2月累计财政收支情况，不再分别公布1、2月当月情况，因此我们选取2019年以前的财政数据进行季节性波动研究；在税收收入中的占比用2022年数据进行计算；出口退税为负值。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

进口货物增值税和消费税：受进口形势的主导。进口货物增值税和消费税是商品进入我国时需缴纳的一类税种，因此与进口金额的相关性较高。根据进口总值的季节性图来看，1、3、9月进口金额会季节性走高，而2、10月会季节性走弱，我们认为2月和10月进口金额趋弱是来自于春节和国庆节的扰动。所以相应的，对进口商品征收的增值税和消费税通常在1、3、9月为税收大月，而2、10月为税收小月。

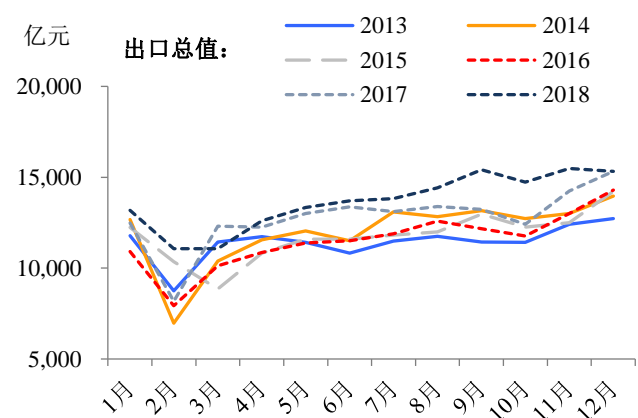
关税：与进口货物增值税和消费税情况相似。进口关税是指对进口商品所征收的税。与进口货物增值税和消费税情况相似，关税也和进口货物总额息息相关。关税通常也会在1、3、9月季节性走强，2、10月季节性走弱。

图10：进口金额的季节性特征与进口货物增值税和消费税、关税走势基本对应



数据来源：Wind，东吴证券研究所

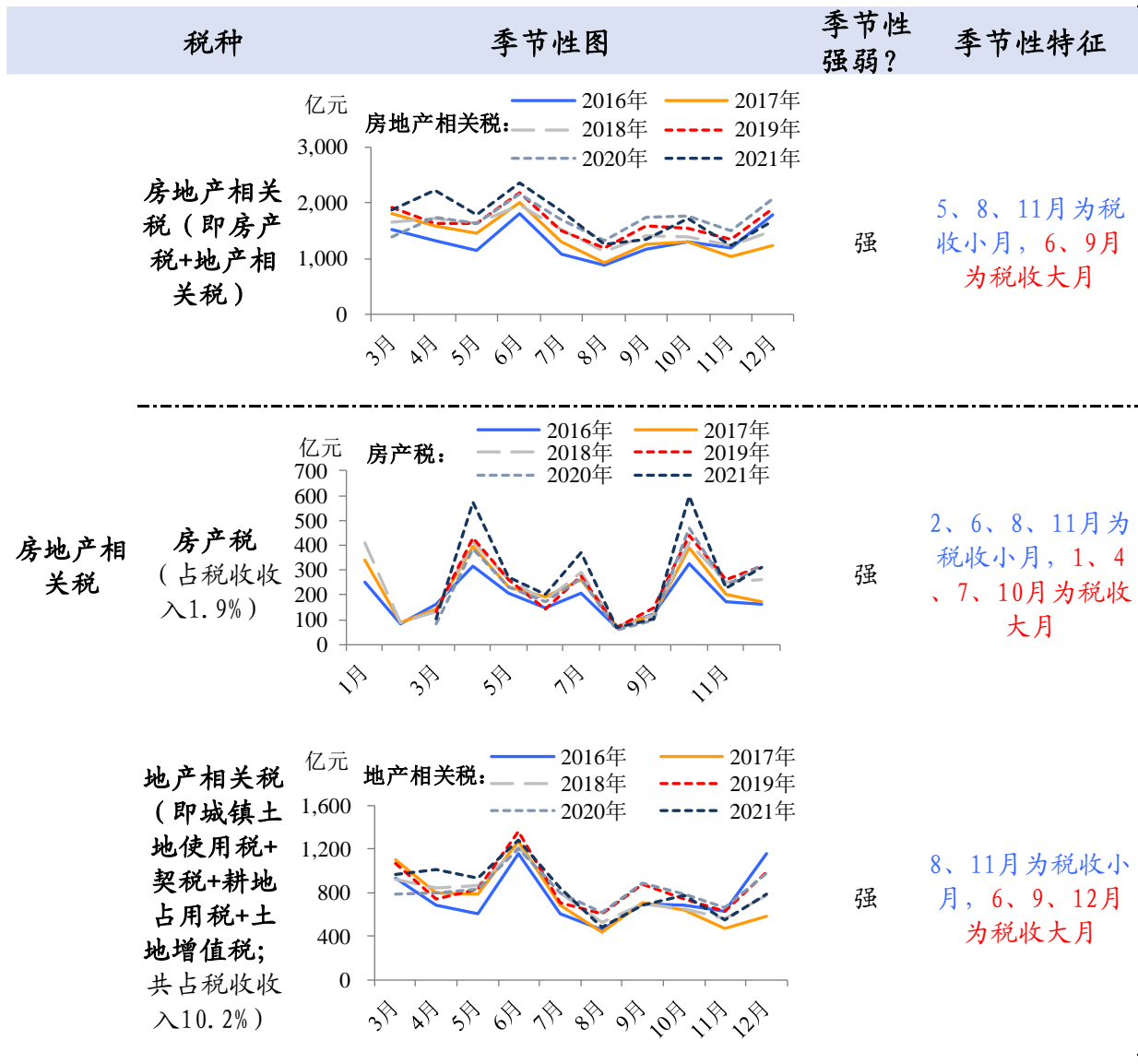
图11：出口金额的季节性弱于出口退税的季节性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

出口退税：强季节性背后的“面纱”。根据出口金额的季节性图来看，出口金额基本上在2、10月会季节性趋弱，而3、9月会季节性趋强，虽有一定的季节性，但仍不足以解释出口退税的季节性为何如此“引人注目”。我们认为可能原因在于部分外贸企业偏向季末、尤其是年末集中退税。

图12: 房地产相关税季节性走势及季节性特征



注: 从2016年起, 房地产相关税种数据可得性更高, 因此我们选取2016年起的财政数据进行季节性波动研究; 地产相关税仅公布1-2月累计值, 不公布1、2月当月值, 因此我们从3月开始进行观测; 在税收收入中的占比用2022年数据进行计算。

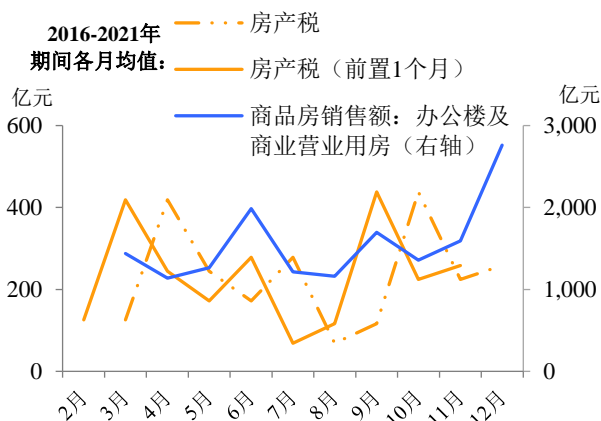
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

房产税: 与商品房销售存在“错位”关系。根据2003年7月国家税务总局发布的《关于房产税、城镇土地使用税有关政策规定的通知》, 房产税从房屋交付使用后的次月开始计征。因此, 房产税与上个月的房屋销售状况存在着密切的关联, 每月的房屋销售情况是为次月房产税的走势“埋下伏笔”。由于目前房产税的主要课税对象是生产经营性质的房屋, 因此我们可以用办公楼及商业营业用房销售面积观测生产经营性质房屋

销售的景气度。房产税于1、4、7、10月处于高位，对应的3、6、9、12月为楼市“旺季”；房产税于2、6、8、11月处于低位，对应的1、5、7、10月为楼市“淡季”。

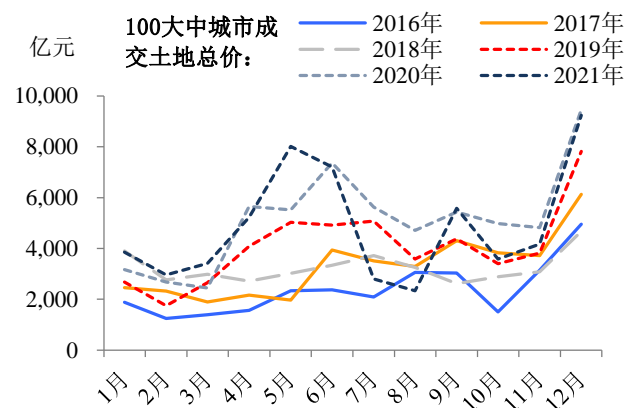
除楼市景气度外，另一可能因素仍在于税收申报时间。根据《中华人民共和国房产税暂行条例》，纳税期限可由各地方政府规定。鉴于房产税的“税收大月”同样发生在作为跨季首月的1、4、7、10月，因此我们猜测或许大部分地区是按季度缴纳房产税。

图13: 前置1个月的房产税与企业相关商品房销售额拐点更“适配”



数据来源：CEIC, iFind, 东吴证券研究所

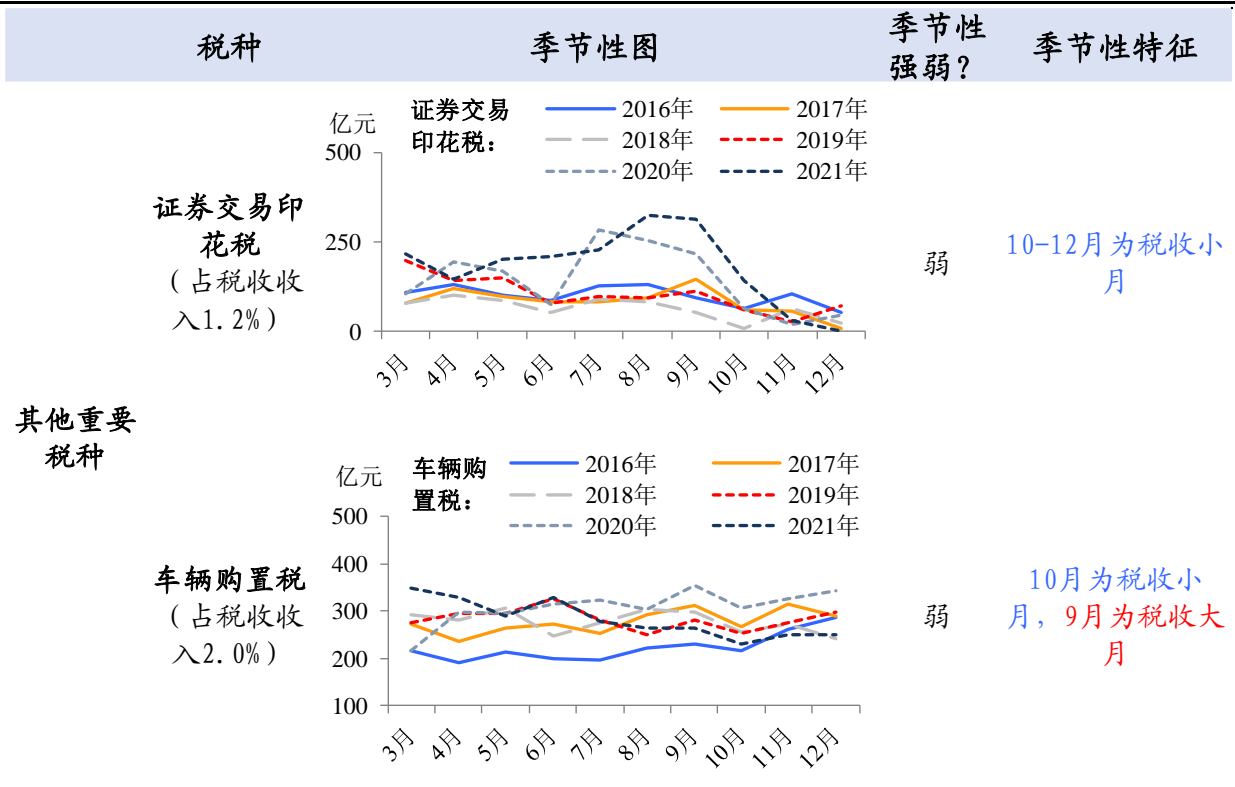
图14: 土地成交总价与地产相关税同频变化



数据来源：iFind, 东吴证券研究所

地产相关税：来自土地市场景气度的“驱动”。地产相关税（含城镇土地使用税、契税、耕地占用税以及土地增值税）的季节性图谱来看，其特征**在于8、11月为税收小月，6、9、12月为税收大月**。若用100大中城市成交土地总价来衡量地产市场的景气度，整体来看这一指标与地产相关税的走势“同频共振”——8、11月土地市场活跃度较低，而6、9、12月活跃度较高。

图15: 其他重要税种季节性走势及季节性特征

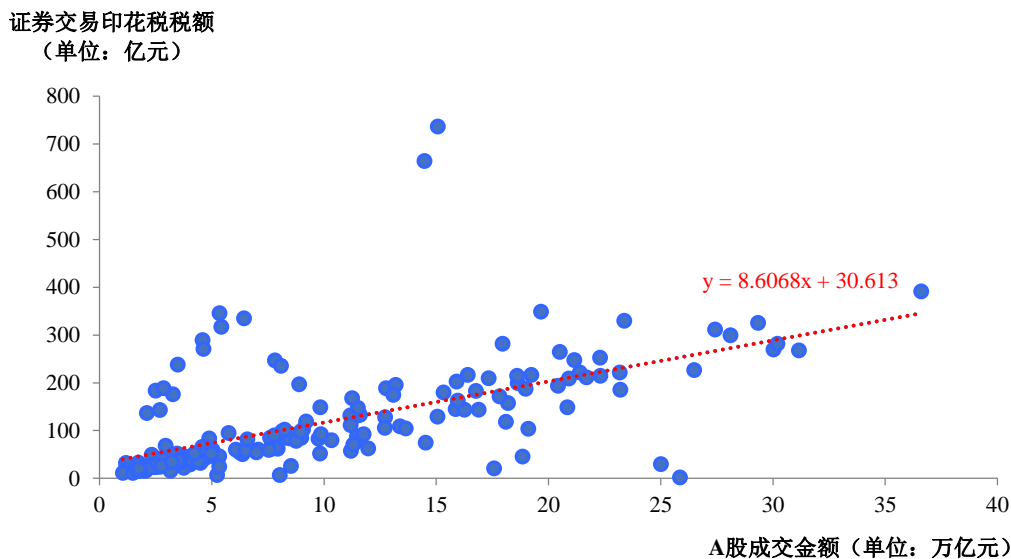


注: 从2016年起, 证券交易印花税和车辆购置税的数据可得性更高, 因此我们选取2016年起的财政数据进行季节性波动研究; 证券交易印花税和车辆购置税仅公布1-2月累计值, 不公布1、2月当月值, 因此我们从3月开始进行观测; 在税收收入中的占比用2022年数据进行计算。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

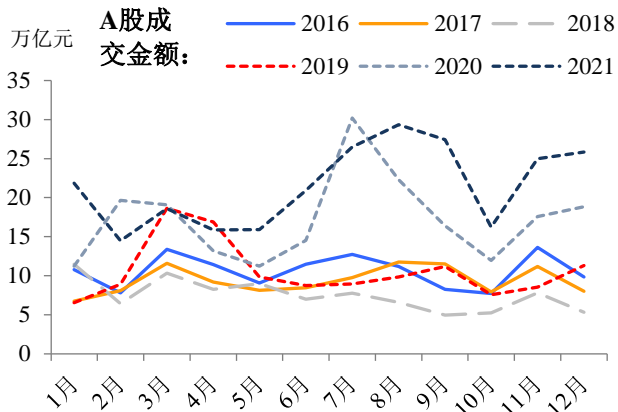
证券交易印花税: 季节性不强, 受股市“冷暖”影响。根据散点图来看, 证券交易印花税与A股成交金额密切相关: 在股市低迷之际, 证券交易印花税的走低也是“在所难免”; 而在股市交易“热火朝天”之时, 也会带动证券交易印花税的升高。A股成交金额的一大季节性特征在于历年9月下旬至10月下旬, 受中秋及国庆假期的影响, 市场成交量都会出现下滑。与之对应的是10月证券交易印花税也会季节性下滑。

图16: 证券交易印花税与 A 股成交量呈正相关



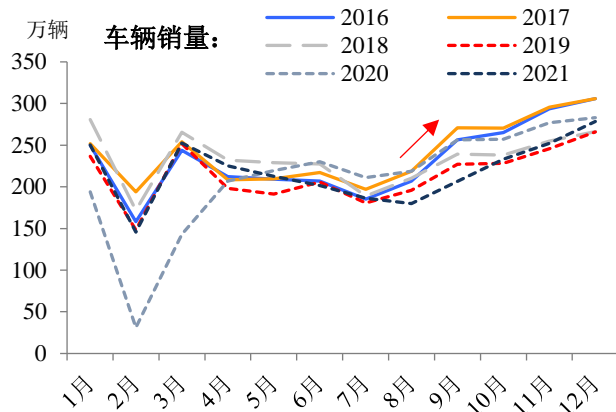
注: 选取 2007 年 1 月至 2023 年 8 月数据。
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图17: 10 月 A 股成交金额季节性走弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: “金九”车市现季节性回升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

车辆购置税: 车市旺季带“热”税收。汽车销量通常在 9 月会“一举冲高”，因此“金九”也会迎来车辆购置税的季节性走高。而根据车辆销量的季节性图来看，车市“银十”略显成色不足，我们认为主因在于 10 月假期较多、有效销售日期较少，因此新车销量的降低也带动了车辆购置税的走弱。

不过年末汽车销售的上扬未带动车辆购置税的上涨，可能原因在于中央对税收入库时间的控制。同消费税一样，车辆购置税同属于中央税的一种，因此中央政府对车辆购

置税的入库时间具有可支配权。鉴于四季度车市“热度”远高于一季度（一季度受春节假期影响较大），而车辆购置税却全年整体表现较为平稳，我们认为存在四季度车辆购置税推迟到次年一季度入库的可能性。

2. 周度高频跟踪

本周（9.18-9.24，下同）高频数据显示：车市表现稳健，观影热度回落，客运保持高位，货运平稳运行；新房和二手房销售相继季节性回暖，二手房整体表现更胜一筹；工业生产节奏稳中有升，但建筑业和汽车业生产均有不同程度的放缓；食品价格节前普跌，而工业品价格涨跌互现；流动性方面资金利率持续上行。

本周关键词：工业、加快经济“回暖”、企业信心恢复。本周召开的国务院常务会议上强调要推进新型工业化工作，力图实现传统产业与新兴产业的协同发展。在此背景下，总理在调研专精特新企业时提出了一系列“保障工业企业创新动力”的政策。“**巩固经济回升向好**”也是本周的一大亮点，总理在国常会上提出要对明年经济工作进行深入研究，尤其注重企业账款拖欠问题，可见企业信心的恢复成为目前经济复苏之路的一大重点。

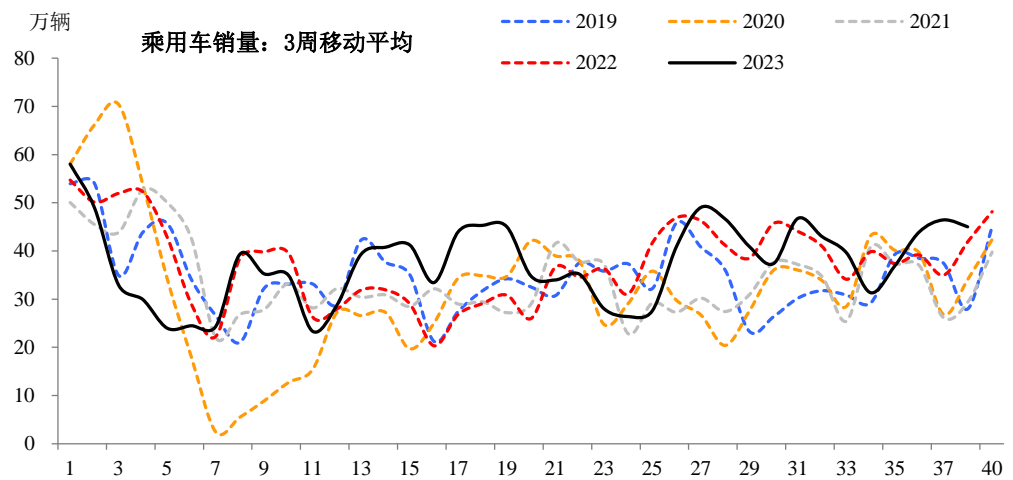
图19：近一周（9.18-9.24）国务院领导活动轨迹一览

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
2023/9/23	节日活动	国务院副总理刘国中	芜湖	2023年中国农民丰收节全国主场活动	锚定建设农业强国目标，坚持不懈抓好农业生产，要扎实推进乡村振兴。
2023/9/21	会议	国务院副总理张国清	北京	全国秋冬季森林草原防火工作电视电话会议	层层压实各方责任， 确保防控措施落实到村镇林场。突出重要区域和高火险点位 ，严密排查整治输电线路、油气管道、农事生产、动火作业等风险隐患。
2023/9/21	调研	国务院总理李强	北京	专精特新企业	创新是专精特新企业的灵魂 。针对企业在融资支持、税收优惠、准入门槛、产权保护、人才培养等方面的诉求，推出更加精准有效的政策。
2023/9/20	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	加快推进新型工业化有关工作 ，坚持传统产业改造升级和壮大战略性新兴产业两手抓，用好国内国际两个市场两种资源。 解决好企业账款拖欠问题 ，央企国企带头偿还。 进一步巩固经济持续回升向好态势 。各地区各部门要高度重视、紧盯不放，把“问题清单”当成“责任清单”。有关部门要按照职责分工， <u>结合对明年经济工作的谋划统筹考虑、深入研究，加快推进相关政策出台和工作落实，进一步巩固经济持续回升向好态势。</u> 落实未成年人网络保护 ，筑牢未成年人网络保护的法治支持。
2023/9/18	会议	国务院副总理丁薛祥	北京	中国残疾人联合会第八次全国代表大会	把握平等、融合、共享的价值导向和残疾人共同富裕的目标任务，促进残疾人事业全面发展。
2023/9/18	会议	国务院副总理张国清	北京	第二次中欧数字领域高层对话	中国将继续推进数字领域高水平对外开放 ，欢迎包括欧洲企业在内的各国企业分享中国数字经济发展机遇。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

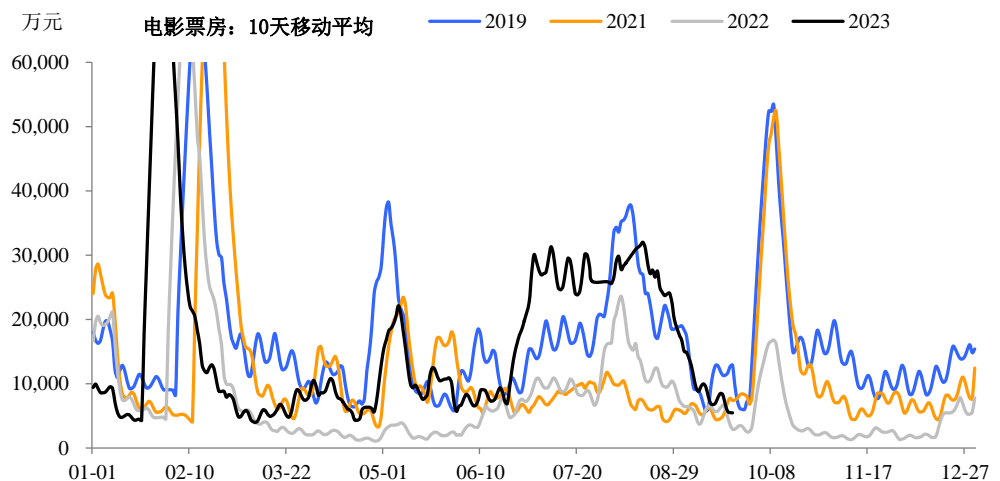
消费方面，车市表现稳健。9月11-17日乘联会口径汽车零售销量同比增长6%，继续处于近五年高位。部分车企为扭转被动趋势，主动调整产品价格体系和营销策略，对消费的拉动作用持续体现。双节连续的较长假期产生的出行需求将会成为整个9月车市销量的主要支撑因素。9月第三周观影热度继续边际回落，票房规模已不及2019年与2021年同期。

图20: 9月汽车销量同比偏强



注：横轴为周数；乘联会每年同期的周度数据的日期分割不一，可能产生误差
数据来源：Wind，东吴证券研究所

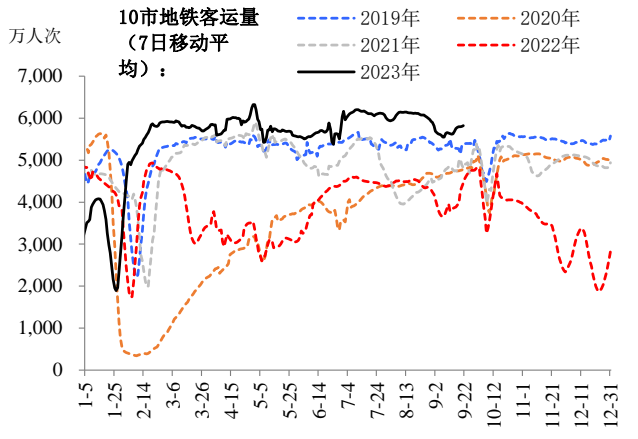
图21: 进入9月观影热度回落



注：国家电影资金办未公布2020年完整统计数据。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

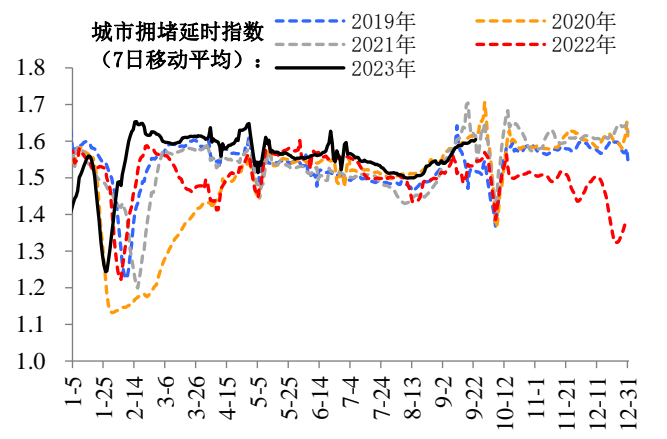
出行：客运保持高位，货运平稳运行。“双节”假期错峰出行需求旺盛的背景下，本周杭州亚运会的举办进一步推动了轨道交通和地面交通人流量的攀升，其中 10 市地铁客运量处于近 5 年最高位，且周度环比在高基数情况下大幅上升 3.5%；30 省会拥堵延时指数也周度环比提高 1.1%。

图22：地铁客运量仍处于近五年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

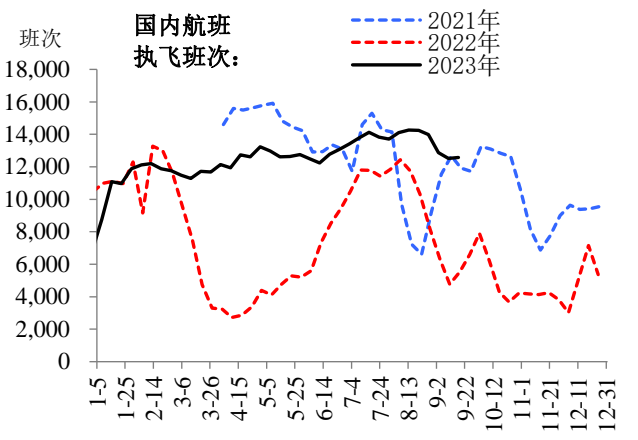
图23：地面交通持续攀升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

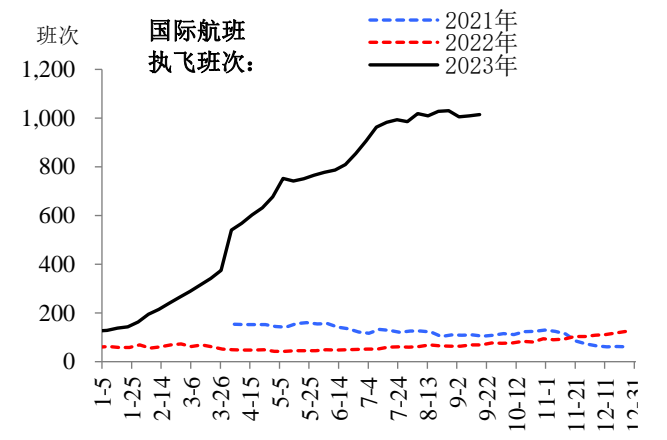
针对即将来临的中秋国庆假期，多家航空公司提前部署，加大运力供给，以适应节假日期间的客流高峰。本周国内航班执飞班次再度超过 2021 年同期水平，国际航班执飞班次也保持攀升态势。

图24：国内航班执飞班次小幅上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

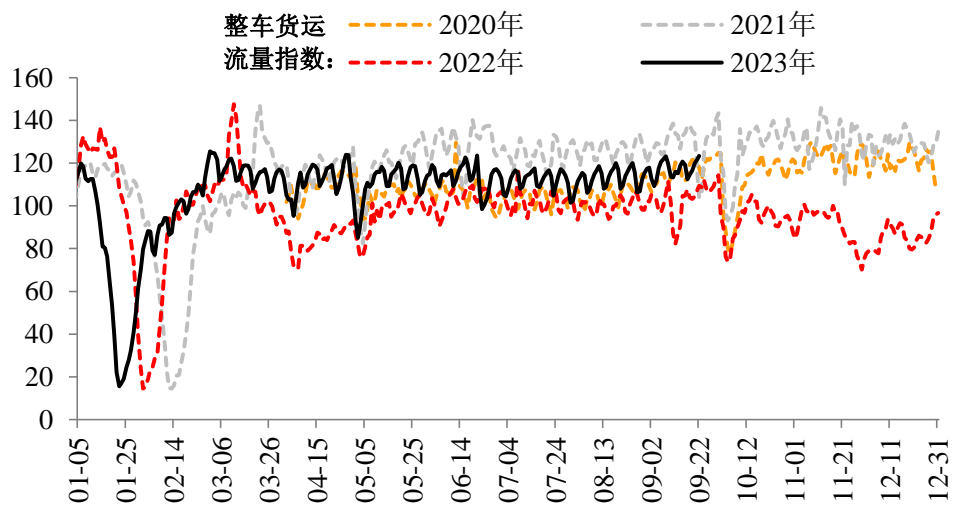
图25：国际航班执飞班次平稳增长



数据来源：iFind，东吴证券研究所

货运方面，金秋收获季，本周整车货运流量指数增加 1.2%；同比来看，货运流量逼近 2021 年同期水平，货运整体继续保持回升态势，交通有效投资的扩大有望成为巩固经济回升向好的抓手。

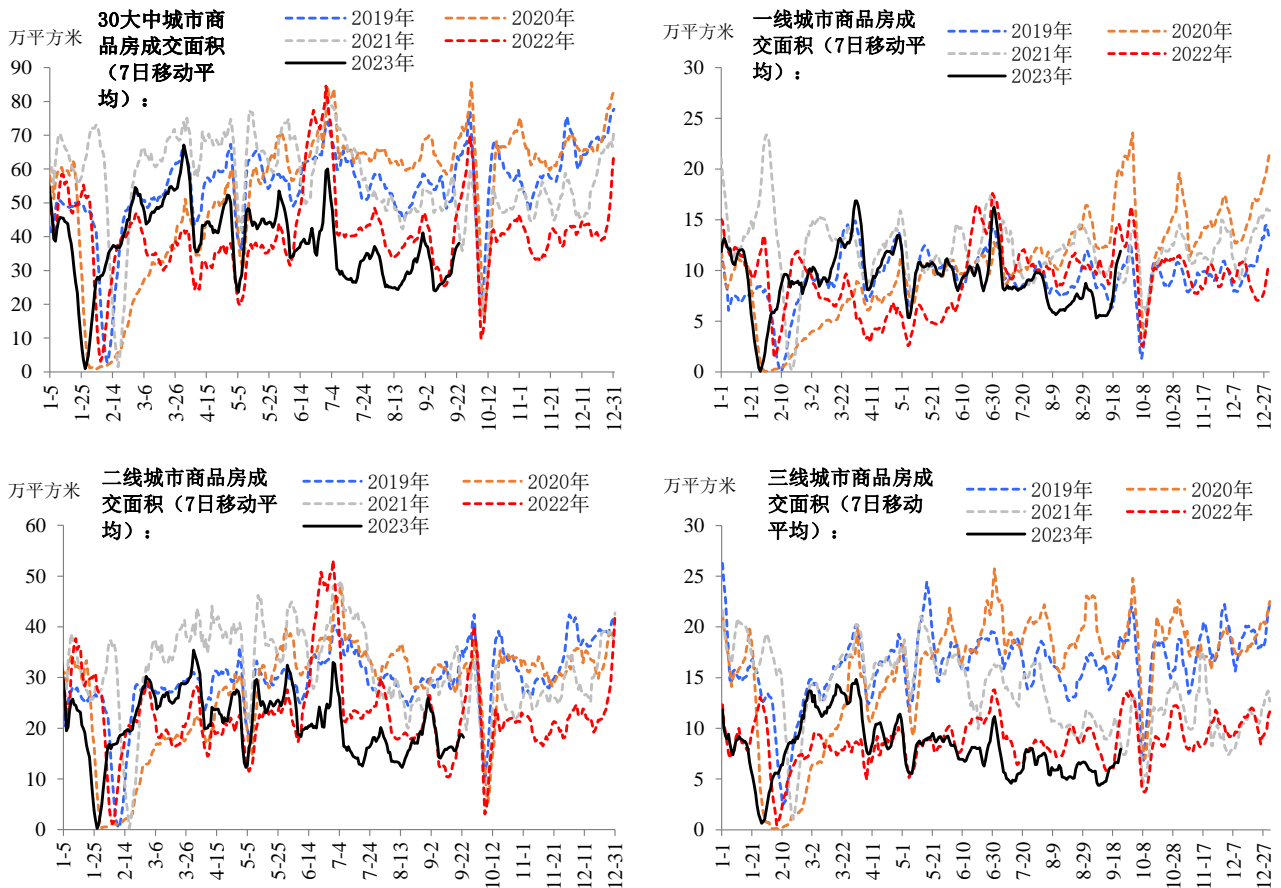
图26: 整车货运稳中向好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产：新房和二手房销售相继回暖，二手房表现更胜一筹。本周新房销售低位企稳迹象显现，30城商品房成交面积较上周大幅增长 33.8%，不过更多来源于季节性驱动。9月20日，广州市发布了《广州市人民政府办公厅关于优化我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》，成为首个放松限购政策的一线城市，这也向房地产市场传递出更加积极的信号。在此背景下一线城市销售面积周度环比大幅增长 94.1%，二、三线城市销售状况也有所好转，分别变化 12.4%和 30.3%。不过需要注意的是，目前的新房销售市场仍在低谷徘徊，完全企稳尚需时日。

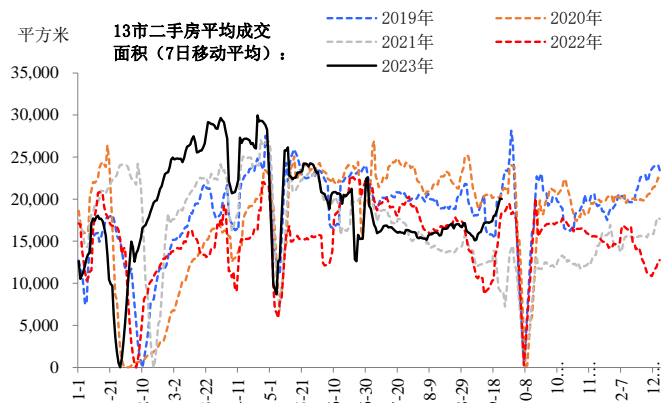
图27：一线城市引领的新房销售季节性回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

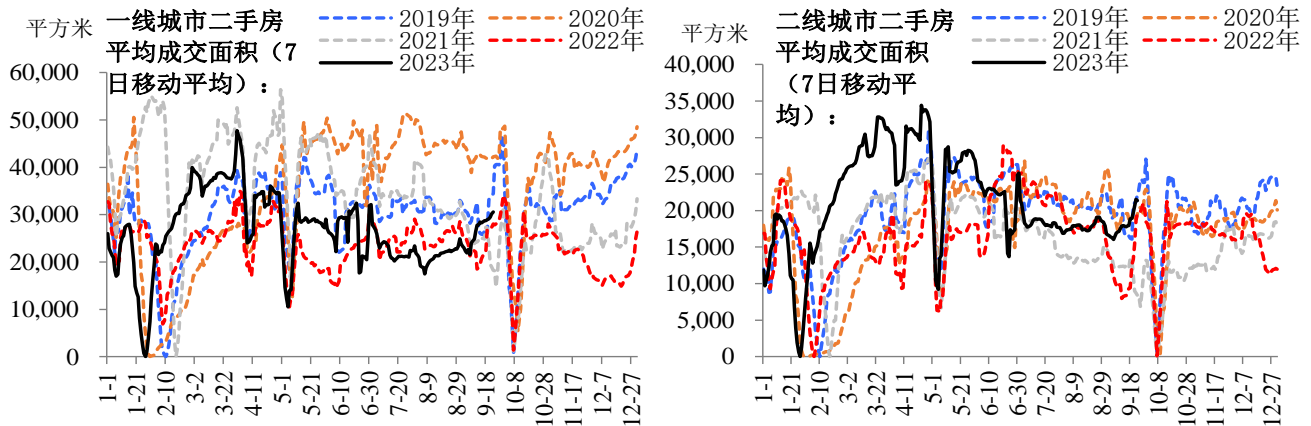
二手房销售更为亮眼，本周二手房市场活跃度显著提升，13市二手房成交面积周度环比提高15%，回升至2020年以来同期较高位。其中二线城市修复状况略佳，本周重要二线城市二手房交易面积稳步上升19.8%，与疫情前水平几乎持平。

图28：二手房交易状况持续好转



数据来源：Wind，东吴证券研究所

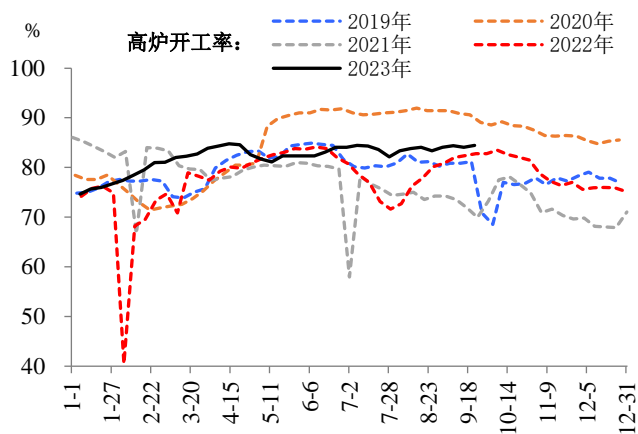
图29：二线城市二手房销售接近疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

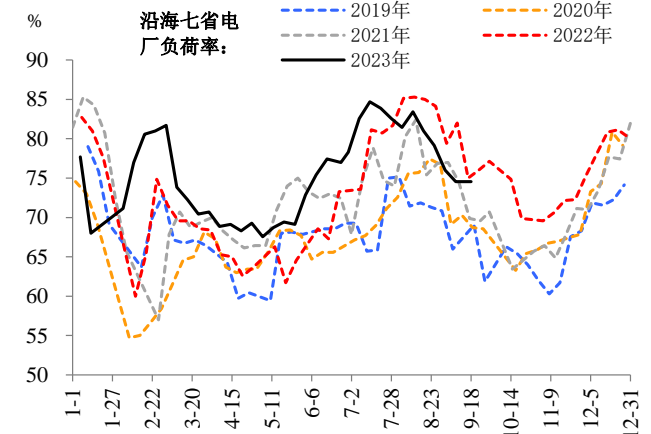
生产：工业生产节奏稳中有升。本周各项工业生产综合指标均表现出“稳中向好”态势：高炉开工率周度环比小幅上升 0.4pct；沿海七省电厂负荷率与上周基本持平，不再延续“酷暑之际”的下滑态势；铁路货运量周度环比上升 1.9%，或预示着工业需求端正呈现“弱复苏”；同时煤炭吞吐量环比上升 5.0%。整体来看，前期极端天气对工业生产造成的阻碍已全然褪去。

图30：高炉开工率稳中有升



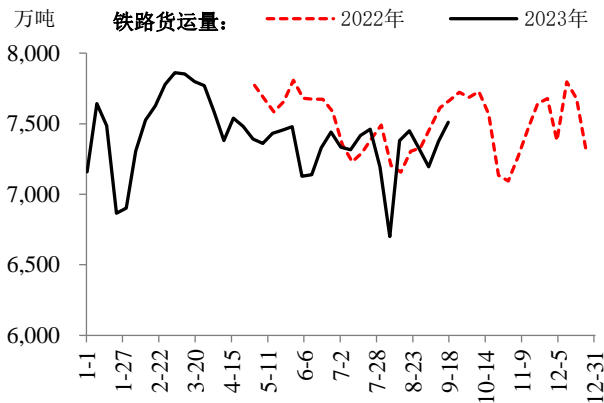
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：沿海七省电厂负荷率的下滑态势终于被打破



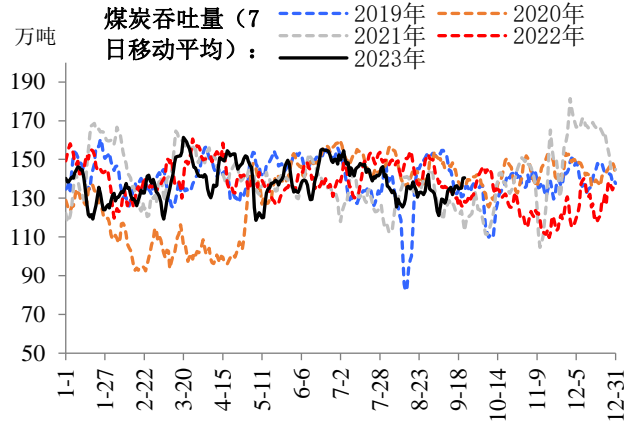
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32: 铁路货运量继续上行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

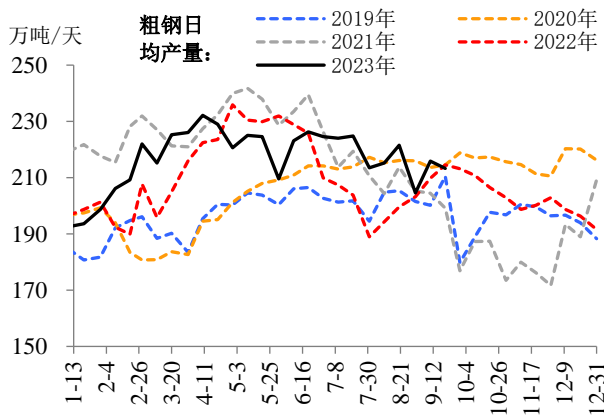
图33: 煤炭吞吐量“波动式”上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

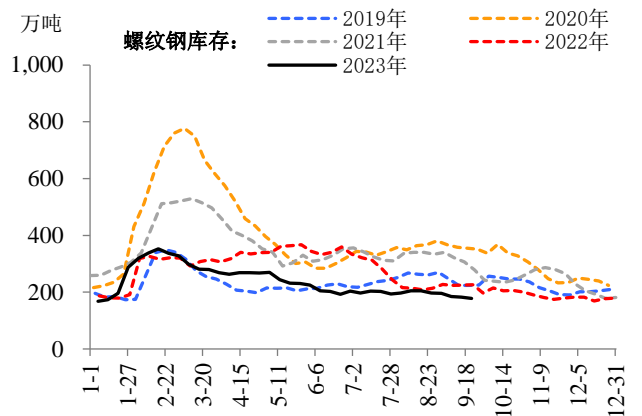
分行业来看, 建筑业生产节奏有所放缓。本周粗钢生产重回之前的下行通道, 其周度环比为-1.2%, 我们认为这背后受平控政策的逐步进行以及持续低利润情况下带来的减产影响颇大。同时螺纹钢继续去库, 本周螺纹钢库存环比下降 2.4%。

图34: 粗钢生产节奏重回下行通道



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

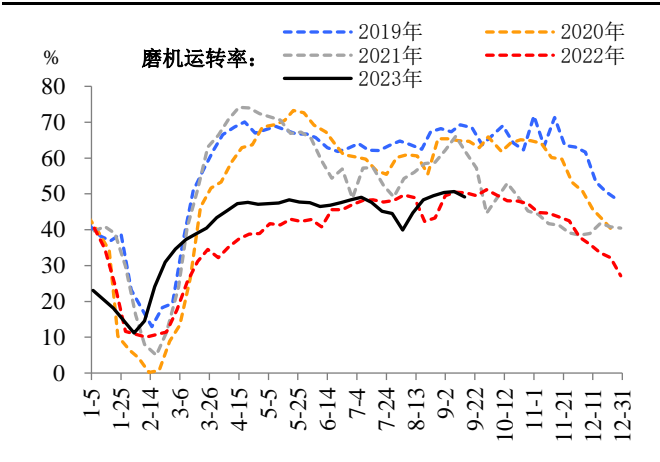
图35: 螺纹钢去库速度趋缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

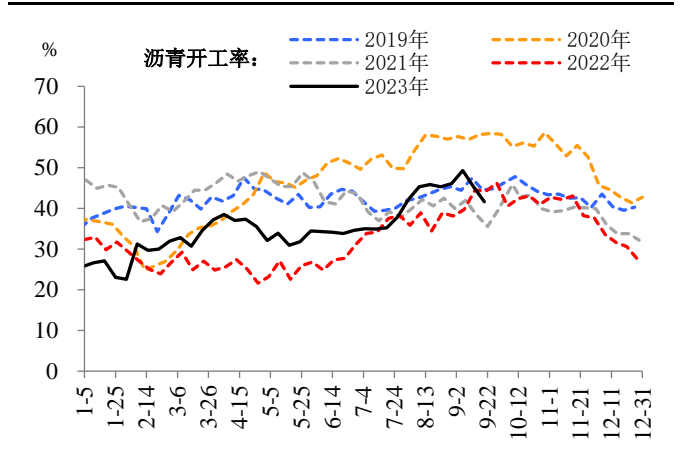
沥青(更偏向交通基建)和水泥生产均“难行”: 沥青方面, 本周沥青开工率环比下降 3.7pct; 同时沥青的去库趋势不再延续, 本周沥青库存环比增加 0.5%。水泥方面, 本周磨机运转率环比下降 1.5pct、水泥产能利用率也“拐弯下行”, 本周水泥产能利用率环比增速为-3.0pct。

图36: 磨机运转率下降明显



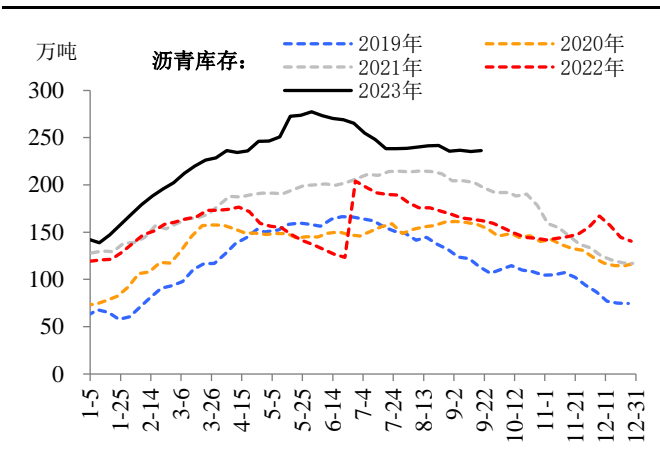
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 沥青开工率下降斜率较大



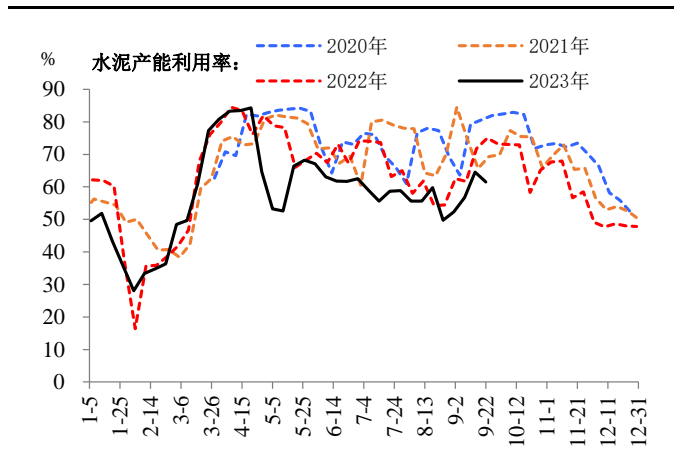
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 沥青不再延续去库趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

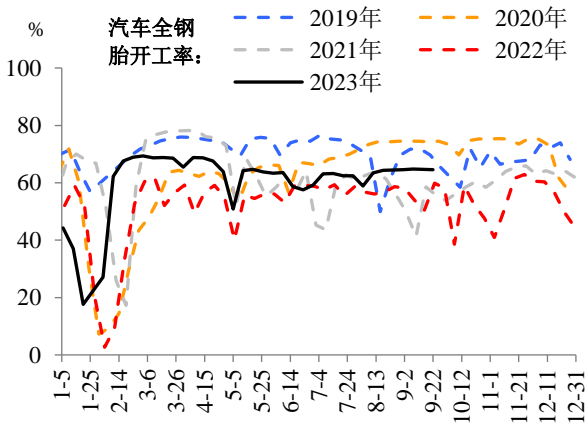
图39: 水泥产能利用率也出现边际下滑



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

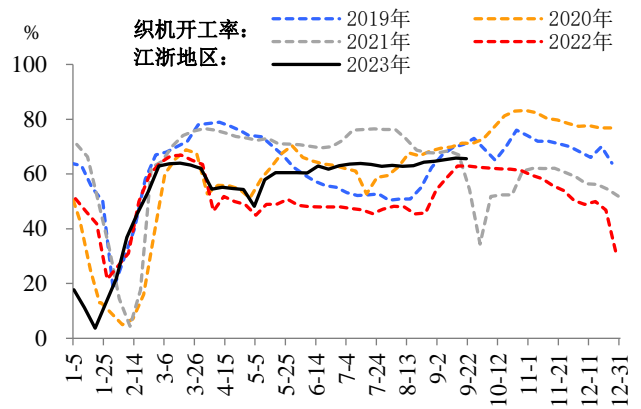
汽车业生产节奏小幅放缓。在七八月高温酷暑之际,汽车业生产一直是工业端的“亮眼项”。而本周汽车业生产节奏终于小幅下滑,全钢胎开工率环比小幅下降0.1pc。**纺服业生产趋稳,**本周PTA开工率、聚酯开工率均值分别录得84.7%、86.8%,两大开工率与上周基本持平;同时江浙织机开工率近期表现平稳,目前处于历史同期中间水平。

图40: 汽车钢胎开工率小幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

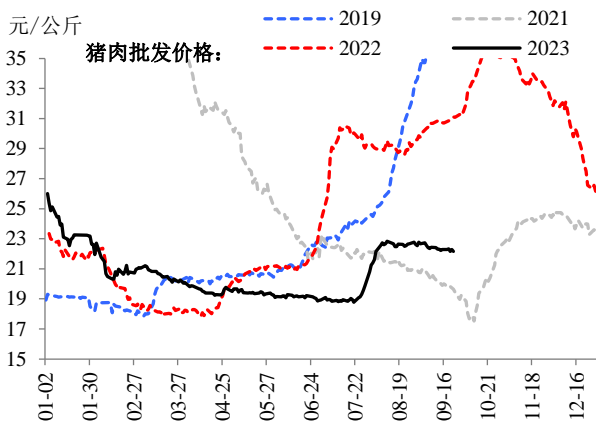
图41: 江浙织机开工率趋稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

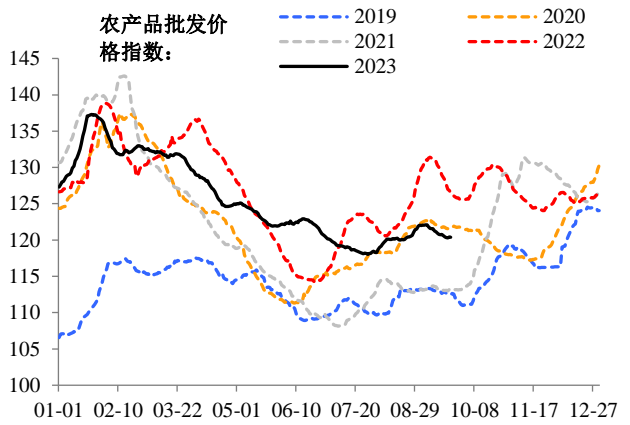
通胀: 食品价格节前普跌。双节前夕食品市场供应整体充足, 本周农产品批发价格周环比-0.6%。其中猪肉价格微降, 本周周环比-0.3%。本周鲜菜鲜果价格周环比分别下跌 1.3%、0.9%, 降幅边际收窄。

图42: 进入9月后猪价持续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 农产品价格微降

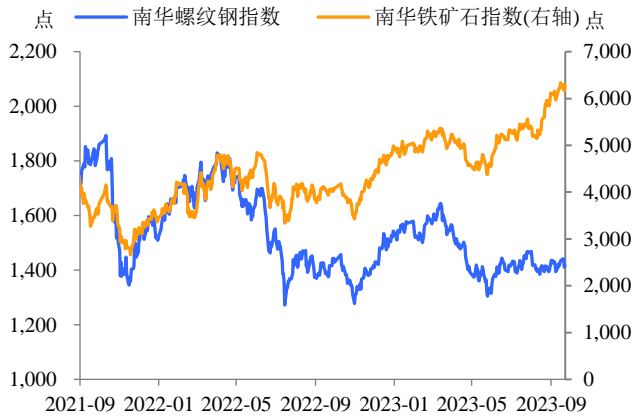


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

工业品价格涨跌互现。节前国内工业品价格走势分化: 本周南华工业品指数整体环比上涨 0.4%, 其中螺纹钢、铁矿石本周周环比分别上涨 0.6%、0.5%, 或反应节前补库效应不强; 玻璃价格本周周环比转跌 0.8%; 南华有色金属指数本周周环比转跌 0.5%; 水泥价格企稳, 本周周环比转涨 0.3%。海外方面, 美联储周中议息虽然跳过加息, 但会后表态强化了货币政策鹰派立场, 支撑美元, 海外原油价格本周走势冲高回落, 周五布

伦特原油价格回落至 94.32 美元/桶.

图44: 铁矿石价格继续回升



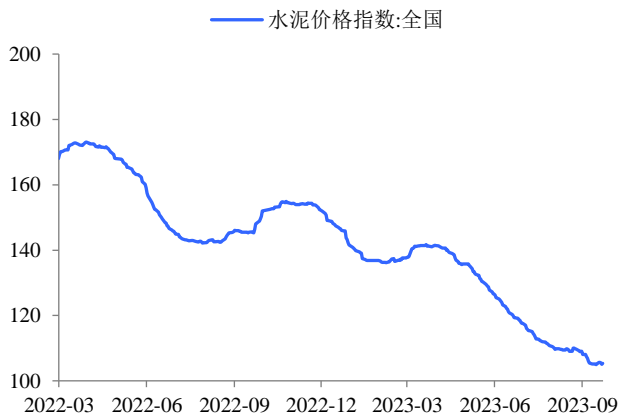
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图45: 工业品需求持续好转



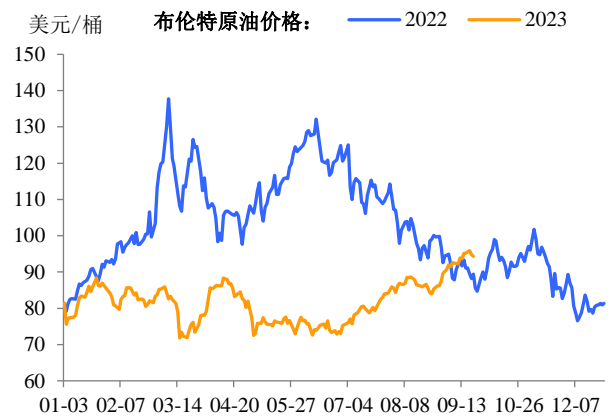
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图46: 水泥价格企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

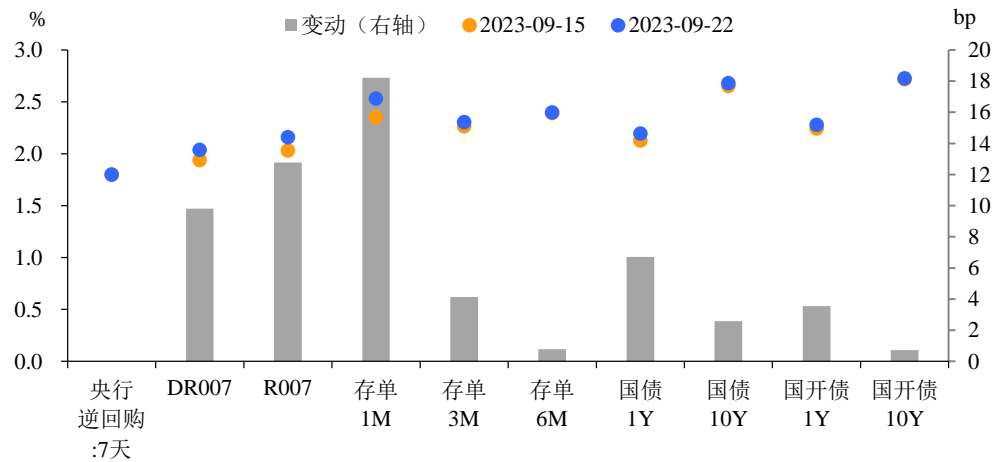
图47: 国际油价临近本周末回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

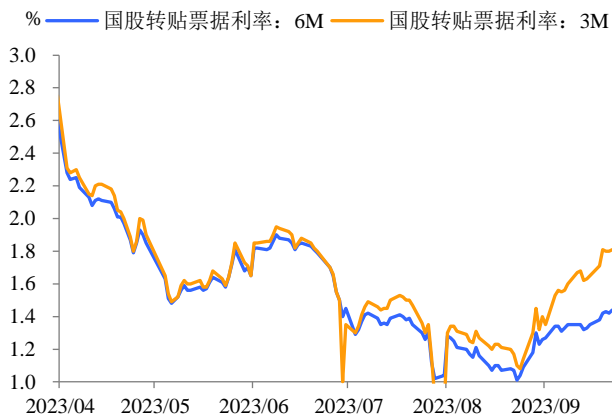
流动性方面, 资金利率持续上行。本周DR007与R007周均值环比分别抬升约10bp、13bp, 本周初缴税期过后资金利率在周内继续呈现波动上行趋势。短端票据利率本周继续边际抬升, 回升至今年6月份的水平。央行近期开始投放14天期限逆回购以应对长假, 下周逆回购到期7660亿元, 预计央行继续增量续作呵护跨假期流动性。本周质押式回购成交量继续稳定在7万亿元水平, 债市杠杆率在税期过后回升, 本周五升至108.9%水平。

图48: 一周广谱利率变动



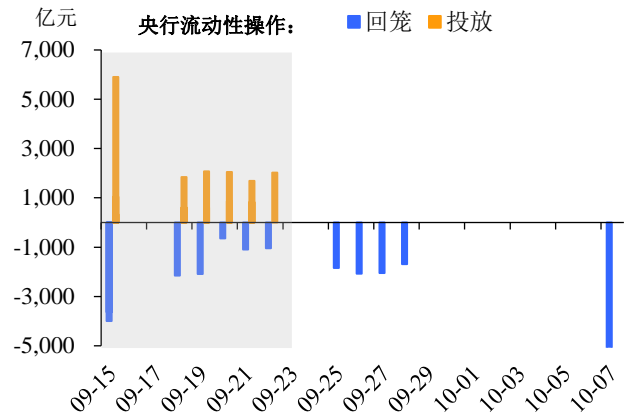
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图49: 票据利率中枢持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

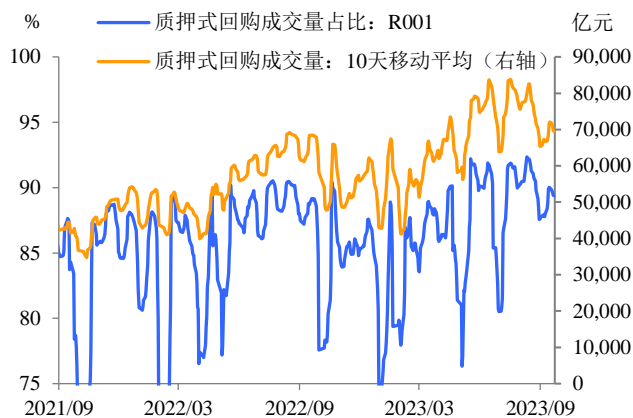
图50: 央行假期前加大流动性投放



注: 灰色区域为历史操作

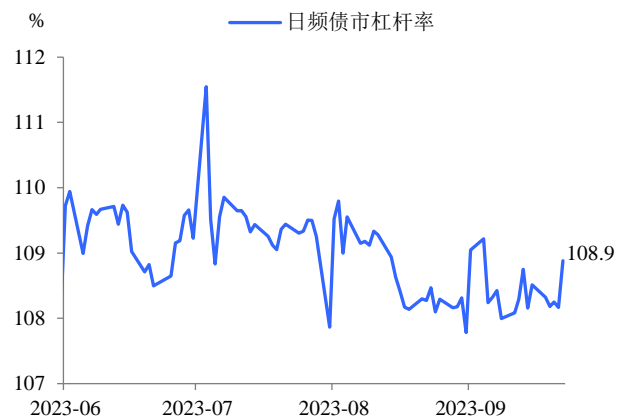
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图51: 近期质押式回购成交量处于7万亿元水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图52: 降准后债市杠杆率节前明显回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

政策定力超预期。总量政策的落地仍存在不确定性。

出口超预期萎缩。新冠疫情二次冲击风险尚未完全排除，且世界经济整体复苏形势依然充满不确定性，故我国贸易形势的实际好转时点仍不确定。

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>