

宏观周报 20231015

流动性趋紧的局面还将持续多久？

2023年10月15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

《美国通胀回落的难度在哪？
—海外宏观经济周报》

2023-10-15

《9月出口：出口稳住了，除了
汽车还有什么亮点？》

2023-10-15

- **近期资金面为何持续偏紧？**观察“政策底”前后央行流动性操作明显积极：9月降准、MLF增量续作、逆回购多为净投放，但8月降息以来，资金利率持续位于政策利率上方运行。而资金面“量价同涨”的矛盾局面多因政策影响，**本轮具体来看，内部是财政与信贷发力，外部是汇率贬值压力：**

首先，8月起地方专项债发行节奏明显加快，为配合形成政策合力，央行在8月中旬以外降息后，少见地连续四天逆回购投放超7000亿元，当周净投放量达年初春节水平，资金利率当时快速活跃至中枢值之上

其二，信贷投放的扰动程度不小。9月新增人民币贷款2.31万亿元，接近去年同期的历史极值。对比同为降准、MLF增量续作、信贷发力的今年3月，资金利率同样偏紧。

其三，汇率贬值压力较大。8月以来美债利率骤升，中美息差在货币政策背离的背景下持续走阔。央行已通过外汇存款准备金调降、外汇自律机制会议、金融数据超预期午间发布等多种“稳汇率”手段对冲贬值预期。

- 而节后资金利率回落的幅度低于预期，**当下流动性趋紧的局面还将持续多久？**根据上述三因素在四季度的边际变化进行推演，考虑到经济回升爬坡期的内外压力，**我们预计四季度流动性环境显著转松的概率不大。**

政府债净融资对流动性的挤压预计持续。一是9月地方专项债发行进度仅为92%，不及财政部发行9月完毕的预期目标，意味着还有约3000亿规模专项债尚待四季度内发行。二是地方化债逐步开展，节后多地公开特殊再融资债置换存量债务的发行计划，截至本周总发行规模已超4000亿元。另外，市场讨论的长期建设国债及特殊国债也有超预期落地的可能性，发行规模可达万亿水平。

年内信贷“弹药量”仍充足。假设今年信贷余额增速持平于2022年，则前三季度新增信贷占全年比重为78%，略低于往年，意味着年内央行有空间继续引导国有大行或使用增量政策工具支撑投放节奏。

外部汇率贬值预期难以短期大幅缓解。10月以来，非农与通胀数据显示美国经济基本面下行压力有限，11月美联储加息路径明朗之前美元预计继续维持高位，而国内复苏基本目前仍不牢固，汇率预计继续承压，对资金面转宽形成限制。

- 总体来看，四季度流动性内部受积极财政、信贷潜在发力的挤压，外部受汇率贬值预期的牵制，资金面难以回到宽松。**而从央行角度来看，国内经济回升时期逆周期加码流动性投放与总量工具使用的思路依旧明确，而外部压力的何时变局可能是降准降息的使用时点的重要依据，结合央行周五发布会上“密切观察前期政策效果”的表述，我们认为四季度降息降准的落地时点或在11月及之后。**

- **本周（10.9-10.15）高频数据显示，“双节”效应下的出行消费走强：**航班班次、汽车零售同比高增；而地产销售对政策反映总体温和，二手房成交修复较好。节后复工整体节奏分化，工业品价格普跌。跨季后资金面转宽幅度不及预期。

- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；海外经济体提前显著进入衰退。

内容目录

1. 流动性趋紧的局面还将持续多久?	4
2. 周度高频跟踪	5
3. 风险提示	18

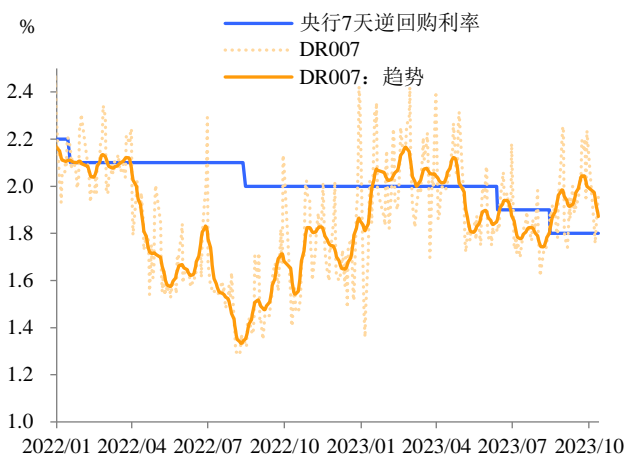
图表目录

图 1:	8 月以来资金面持续偏紧.....	4
图 2:	8-9 月逆回购净投放量回归年初水平.....	4
图 3:	专项债剩余发行额度将落在四季度.....	5
图 4:	长期建设国债落地后央行降准补充流动性.....	5
图 5:	近一周 (10.9-10.15) 国务院领导活动轨迹一览.....	6
图 6:	9 月汽车销量同比偏强.....	7
图 7:	进入 9 月观影热度回落.....	7
图 8:	地铁客运量仍处于历史同期高位.....	8
图 9:	地面交通保持攀升态势.....	8
图 10:	节后国内航班执飞班次明显下降.....	8
图 11:	国际航班执飞班次同样下降.....	8
图 12:	整车货运稳中向好.....	9
图 13:	房产销售继续季节性回升.....	10
图 14:	二手房成交面积的上升强于季节性.....	11
图 15:	二线城市二手房市场复苏情况优于一线城市.....	11
图 16:	土地成交面积仍处于近 5 年低位.....	12
图 17:	土地溢价率再探低位.....	12
图 18:	高炉开工率略有放缓.....	12
图 19:	沿海七省电厂负荷率转降为升.....	12
图 20:	铁路货运量显著上升.....	13
图 21:	煤炭吞吐量先上升后下降.....	13
图 22:	近期粗钢生产转降为升.....	13
图 23:	螺纹钢似乎短暂进入补库.....	13
图 24:	磨机运转率下降.....	14
图 25:	沥青开工率先下降后小幅回升.....	14
图 26:	沥青去库存速度加快.....	14
图 27:	水泥产能利用率先下降后“转弯上行”.....	14
图 28:	汽车钢胎生产“拐弯上行”.....	15
图 29:	PTA 开工率大幅下降.....	15
图 30:	猪价继续走弱.....	15
图 31:	农产品价格节后回落.....	15
图 32:	节后螺纹钢与铁矿石价格回落.....	16
图 33:	水泥价格重新转跌.....	16
图 34:	需求修复预期偏弱压制铜价.....	16
图 35:	地缘冲突支撑油价.....	16
图 36:	假期后广谱利率变动.....	17
图 37:	进入 10 月后票据利率显著回落.....	17
图 38:	央行节后实现流动性大幅净回笼.....	17
图 39:	节后质押式回购成交量继续回落.....	18
图 40:	节后债市杠杆率有所回升.....	18

1. 流动性趋紧的局面还将持续多久？

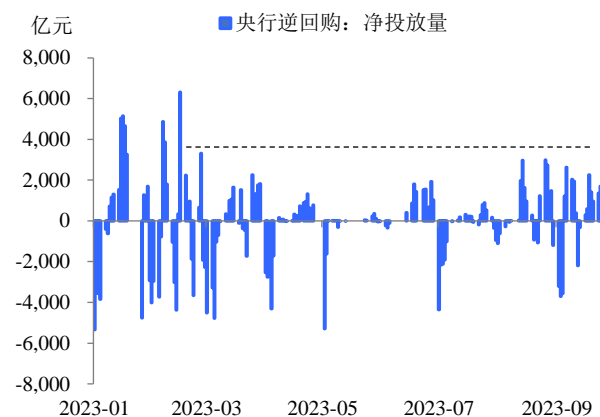
近期资金面为何持续偏紧？观察“政策底”前后央行流动性操作明显积极：9月降准、MLF增量续作、逆回购净投放量回归年初水平，但8月降息以来，资金利率持续位于政策利率上方运行。而资金面“量价同涨”的矛盾局面多因政策影响，**本轮具体来看，内部是财政与信贷发力，外部是汇率贬值压力：**

图1：8月以来资金面持续偏紧



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：8-9月逆回购净投放量回归年初水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

首先，8月起地方专项债发行节奏明显加快，为配合形成政策合力，央行在8月中旬以外降息后，少见地连续四天逆回购投放超7000亿元，当周净投放量达年初春节水平，资金利率当时快速活跃至中枢值之上

其二，信贷投放的扰动程度不小。9月新增人民币贷款2.31万亿元，接近去年同期的历史极值。对比同为降准、MLF增量续作、信贷发力的今年3月，资金利率同样偏紧。

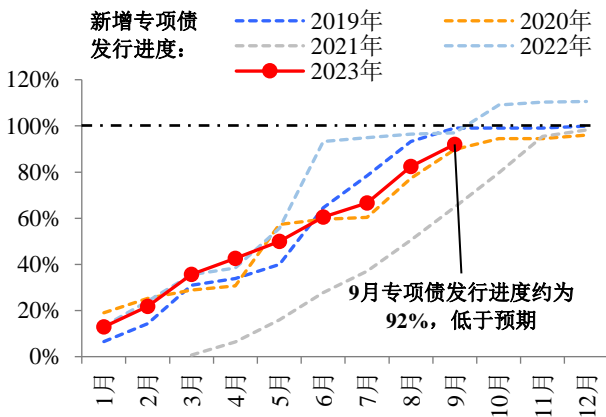
其三，汇率贬值压力较大。8月以来美债利率骤升，中美息差在货币政策背离的背景下持续走阔。央行已通过外汇存款准备金调降、外汇自律机制会议、金融数据超预期午间发布等多种“稳汇率”手段对冲贬值预期。

而节后资金利率回落的幅度低于预期，**当下流动性趋紧的局面还将持续多久？**根据上述三因素在四季度的边际变化进行推演，考虑到经济回升爬坡期的内外压力，**我们预计四季度流动性环境显著转松的概率不大。**

政府债净融资对流动性的挤压预计持续。一是9月地方专项债发行进度仅为92%，不及财政部发行9月完毕的预期目标，意味着还有约3000亿规模专项债尚待四季度内

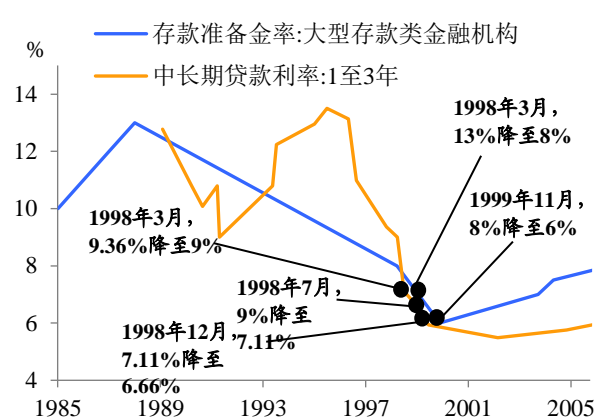
发行。二是地方化债逐步开展，节后多地公开特殊再融资债置换存量债务的发行计划，截至本周总发行规模已超 4000 亿元。另外，市场讨论的长期建设国债及特殊国债也有超预期落地的可能性，发行规模可达万亿水平。

图3: 专项债剩余发行额度将落在四季度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 长期建设国债落地后央行降准补充流动性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

年内信贷“弹药量”仍充足。假设今年信贷余额增速持平于 2022 年，则前三季度新增信贷占全年比重为 78%，略低于往年，意味着年内央行有空间继续引导国有大行或使用增量政策工具支撑投放节奏。

外部汇率贬值预期难以短期大幅缓解。10 月以来，非农与通胀数据显示美国经济基本面下行压力有限，11 月美联储加息路径明朗之前美元预计继续维持高位，而国内复苏基本目前仍不牢固，汇率预计继续承压，对资金面转宽形成限制。

总体来看，四季度流动性内部受积极财政、信贷潜在发力的挤压，外部受汇率贬值预期的牵制，资金面难以回到宽松。而从央行角度来看，国内经济回升时期逆周期加码流动性投放与总量工具使用的思路依旧明确，而外部压力的何时变局可能是降准降息的使用时点的重要依据，结合央行周五发布会上“密切观察前期政策效果”的表述，我们认为四季度降息降准的落地时点或在 11 月及之后。

2. 周度高频跟踪

本周（10.9-10.15，下同）高频数据显示，“双节”效应下的出行消费走强：航班班次、汽车零售同比高增；而地产销售对政策反映总体温和，二手房成交修复较好。节后复工整体节奏分化，工业品价格普跌。跨季后资金面转宽幅度不及预期。

本周关键词：宏观政策组合拳是稳经济的“利器”。现阶段“宏观政策调控”仍是主旋律，本周李强总理主持的经济形势专家和企业家座谈会上指出“要清醒认识前进道路上的困难挑战”，强调“进一步打好宏观政策组合拳”。而在经济复苏之路上，助力企业信心的恢复、推动科技创新的发展、开启先进制造业新篇章等是重点，这些均与本周国务院领导的行踪“不谋而合”。

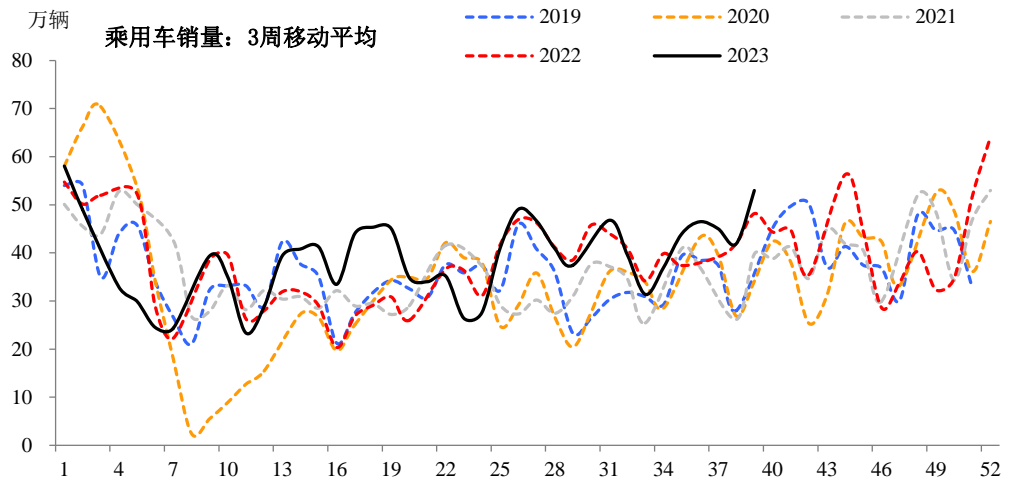
图5：近一周（10.9-10.15）国务院领导活动轨迹一览

时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动地点	调研对象/活动内容	内容
2023/10/13	会议	国务院总理李强	/	经济形势专家和企业家座谈会	要更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，提高政策举措的组合性、协同性、精准性，推动各项政策加快落地见效，加强政策预研储备，为实现经济社会发展目标提供有力支撑。
2023/10/13	调研	国务院副总理刘国中	杭州	全国学习运用“千万工程”经验现场推进会	学习运用“千万工程”经验，关键在于提升全面推进乡村振兴实效。要坚持系统观念，统筹推进城乡发展建设。要坚持因地制宜、分类施策，加快培育壮大乡村产业。
2023/10/12	调研	国务院副总理张国清	福建	出席2023世界航海装备大会开幕式并调研先进制造业发展	聚焦海洋经济发展重点领域和前沿方向，发挥用户企业和链主企业双带动作用，强化科技创新与应用。大力推进先进制造业“智改数转”，促进现代服务业与先进制造业深度融合，支持大中小企业融通创新、协同发展，加快形成一批市场竞争力强的先进制造业集群。
2023/10/11	会见	国务院副总理丁薛祥	北京	德国大众汽车集团管理董事会主席奥博穆	作为全球重要经济体和负责任大国，两国应携手推动贸易投资自由化便利化，共同维护全球产业链供应链稳定安全，为世界经济增长和全球经济治理作出贡献。
2023/10/10	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	加强低收入人口动态监测，更加精准、及时、有效做好社会救助工作，加快形成覆盖全面、分层分类、综合高效的社会救助格局。 把发展老年助餐服务作为为民办实事重要内容，采取倾斜性措施支持农村地区扩大服务供给。 推动专利转化运用，充分挖掘专利价值，大力发展专利密集型产业，是推动高质量发展的一项战略任务。
2023/10/9	调研	国务院总理李强	浙江	在加快数字化转型中塑造高质量发展新动能新优势	从战略全局高度做强做优做大数字经济，在加快数字化转型中赋能经济社会发展，塑造高质量发展新动能新优势。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

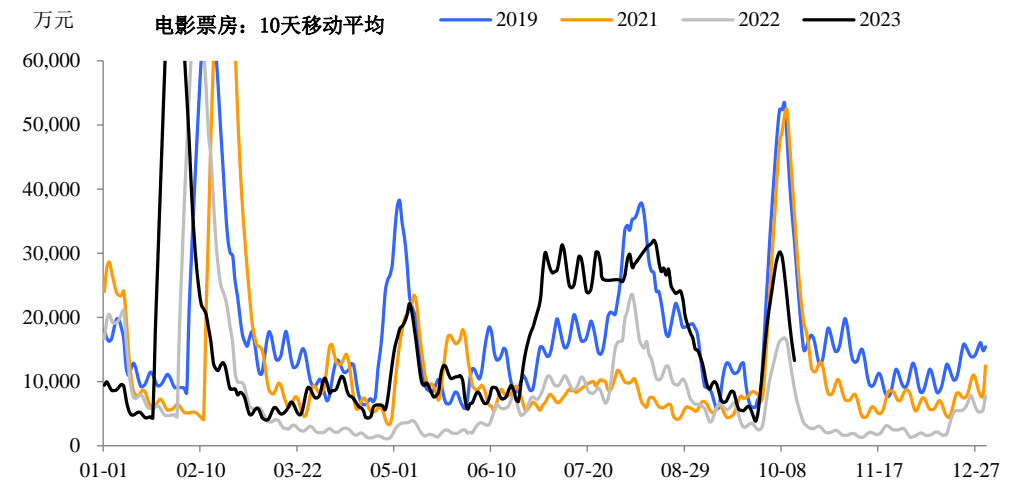
消费方面，双节助攻车市走强。9月乘联会口径狭义乘用车零售销量同比增长6%。双节出游刚需的释放提振自驾购车需求，叠加车市季度冲刺目标驱动。本周商务部等9部门联合发布《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》，优化已购车群体体验，对后续车市更新消费需求提升较强。假期观影热度修复不及预期，10月初票房同比依然偏弱，但整体在2019、2021同期水平下方运行。

图6: 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

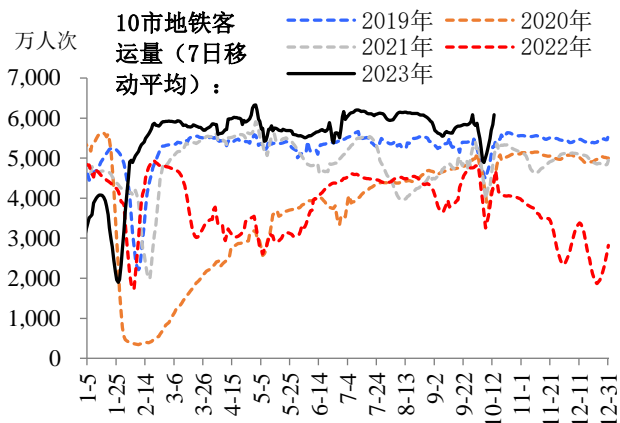
图7: 进入9月观影热度回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

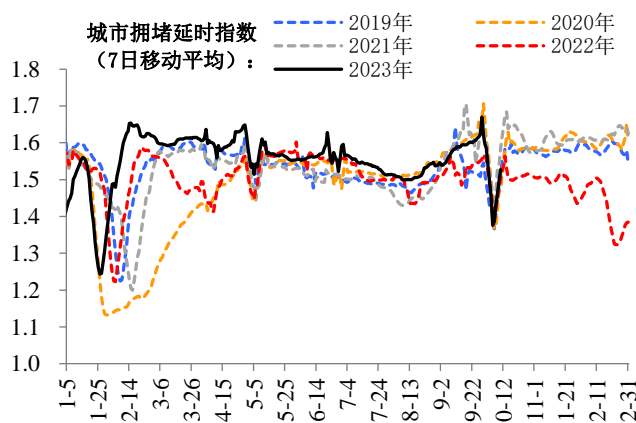
出行: 节假日“高光褪去”后, 出行热度仍是“亮眼项”。本周轨道交通人流量仍维持在近五年来的最高水平, 10 市地铁客运量周度环比增速录得 24.5%。地面出行热度也依然处于上升通道, 30 省会拥堵延时指数周度环比提高 4.6%。两个出行类指标的环比上升有一定季节性因素影响, 但这背后也与疫后居民出行意愿强息息相关。

图8: 地铁客运量仍处于历史同期高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

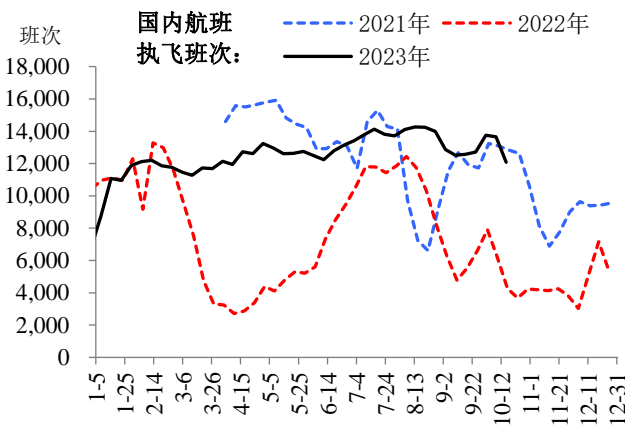
图9: 地面交通保持攀升态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

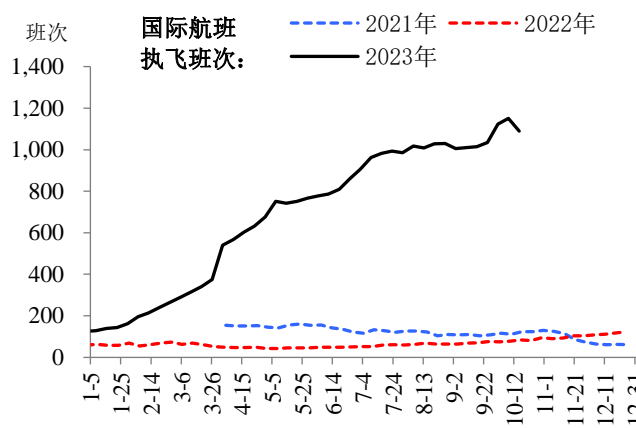
“双节”过后国内外航班热度皆有下滑。受“双节”收官的影响，本周国内外航班执飞班次均出现明显下滑。不过疫情管控优化后居民境外出行热度明显上升，目前国际航班执飞班次处于近三年最高位。

图10: 节后国内航班执飞班次明显下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

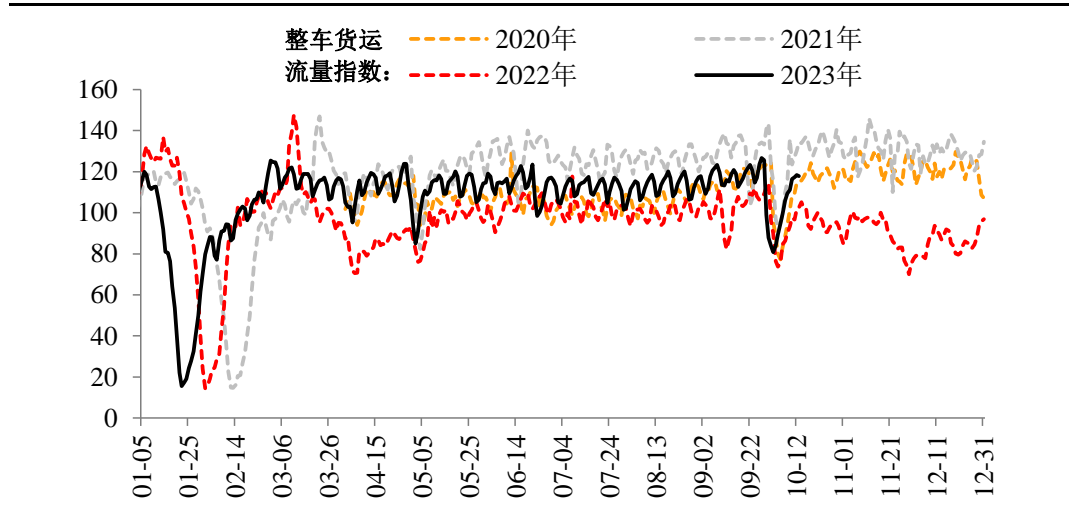
图11: 国际航班执飞班次同样下降



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增加 28.4%，主要是受节假日过后，货运恢复正常运行的季节性因素影响而上升；同比来看，本周货运流量高于历史同期平均水平，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。

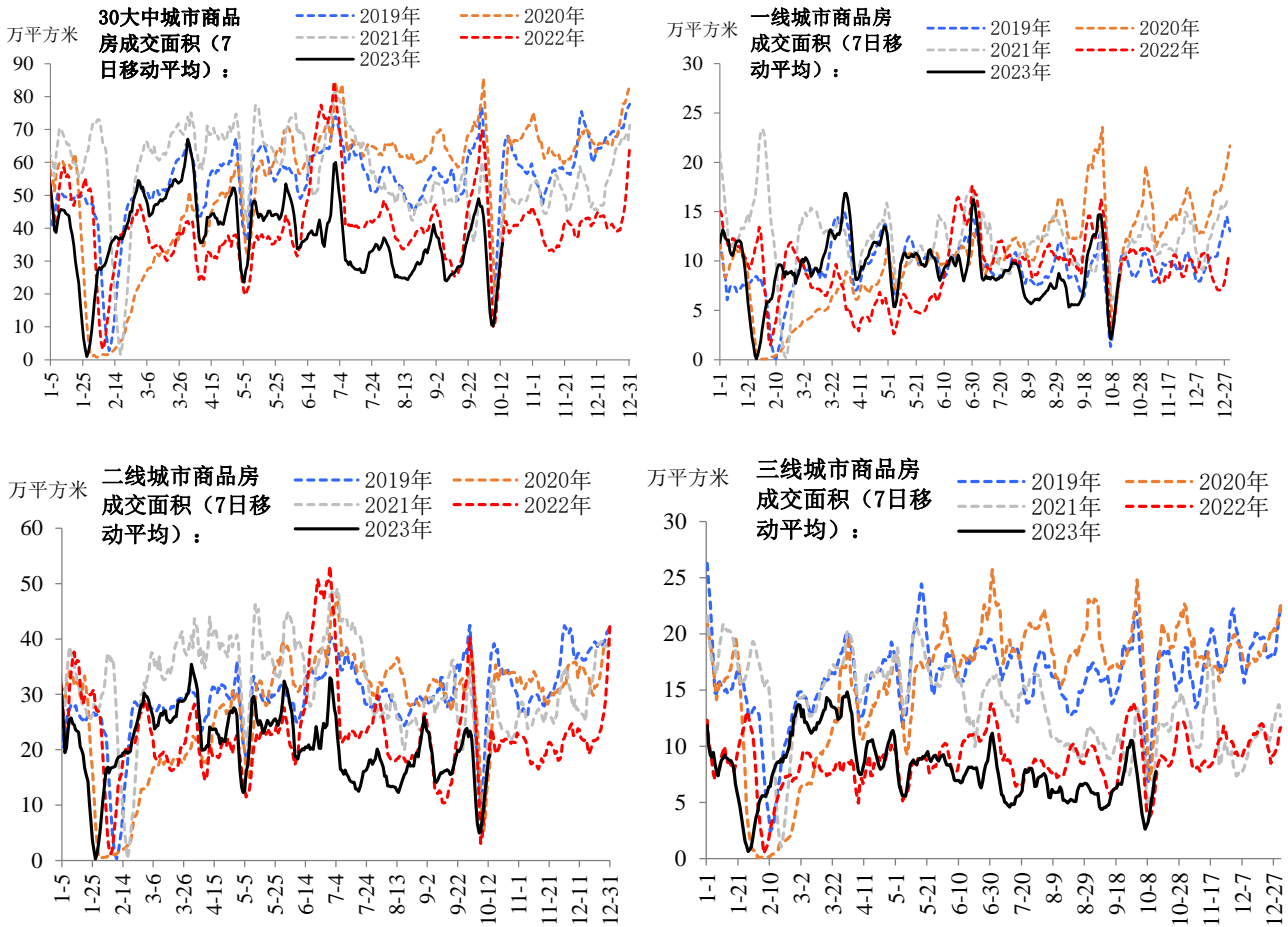
图12: 整车货运稳中向好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产：房产销售全线季节性回升，但依旧“难掩”地产的低迷。本周新房销售继续季节性回升，30城商品房成交面积较前值提高233.6%。不过相较于往年同期水平来看，房产销售的完全恢复仍需“静待花开”，10月至今（10.1-10.13）一、二、三线城市商品房销售面积同比分别下降2.1%、7.0%、8.4%。

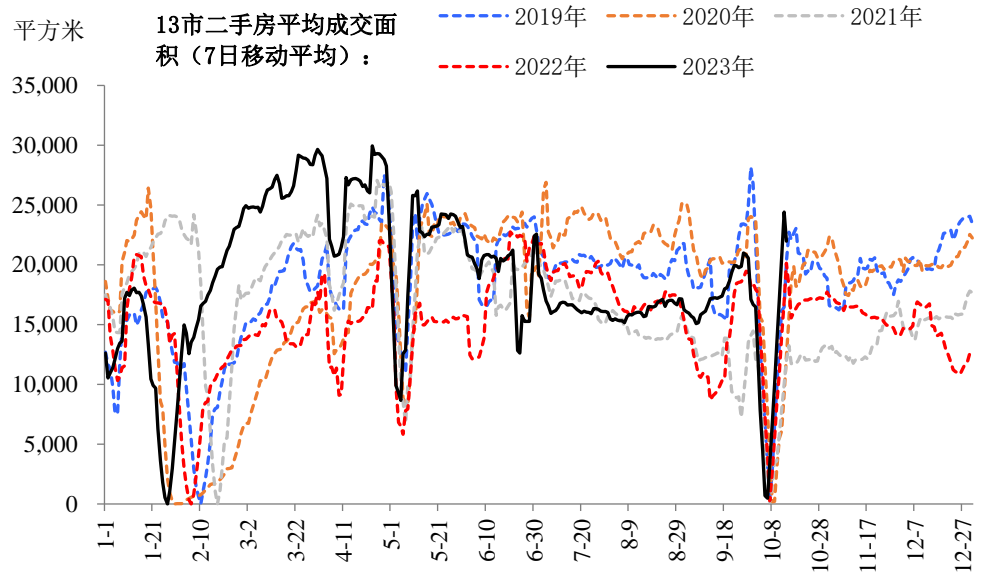
图13: 房产销售继续季节性回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

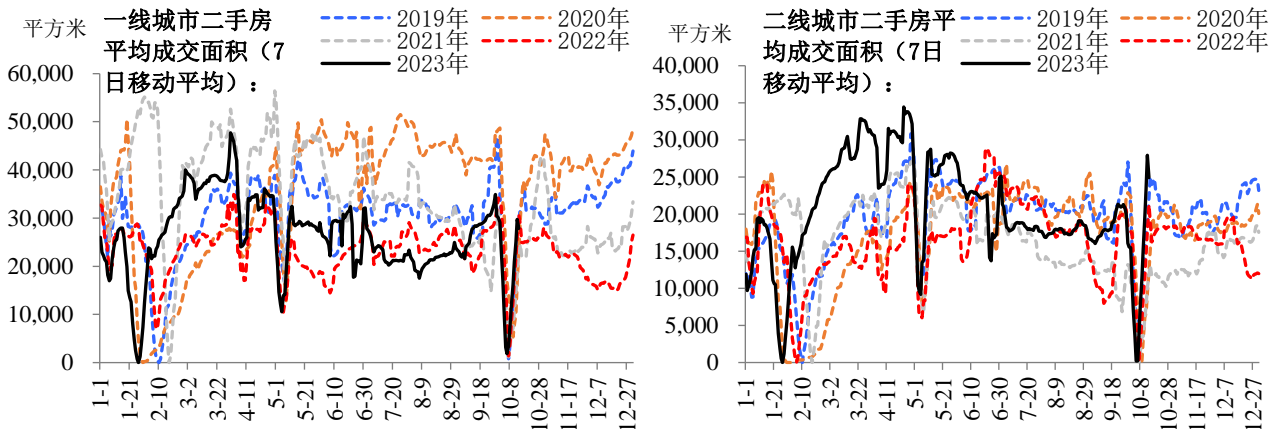
二手房市场“传来佳音”，房地产信贷政策的调整和优化不断提振二手房市场信心，本周13市二手房成交面积环比提高491.5%，且环比上升强于季节性。10月至今（10.1-10.13）一、二线城市二手房交易同比分别为-1.9%、34.5%。整体来看在这一轮房地产刺激政策下，二线城市二手房的复苏“来得更快”。

图14: 二手房成交面积的上升强于季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

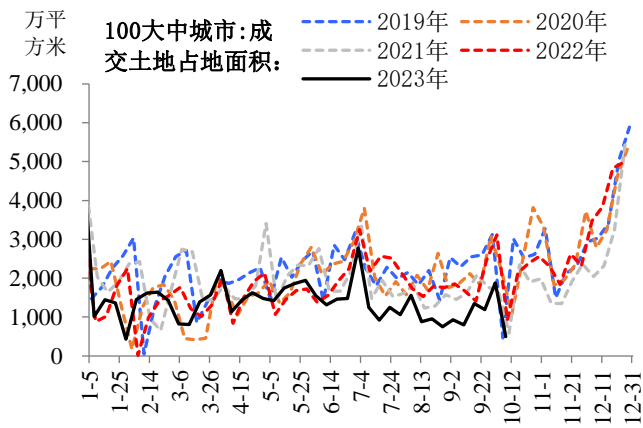
图15: 二线城市二手房市场复苏情况优于一线城市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

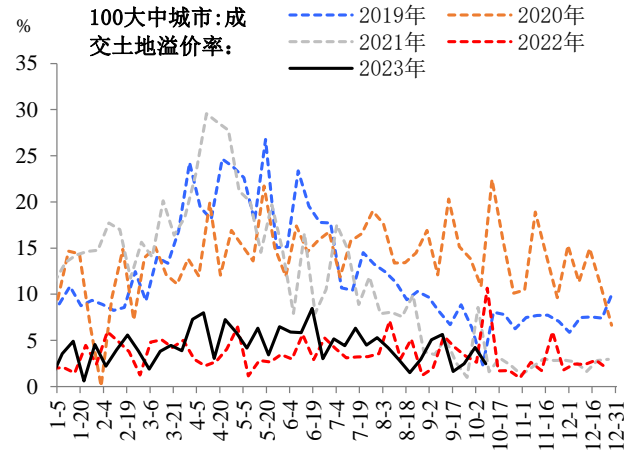
土地市场持续走弱, 10月至今(10.1-10.13)土地成交面积同比下降42.2%、土地溢价率同比下降1.6pct。地产量价双双再探低位, 土地市场信心有待进一步提振。

图16: 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

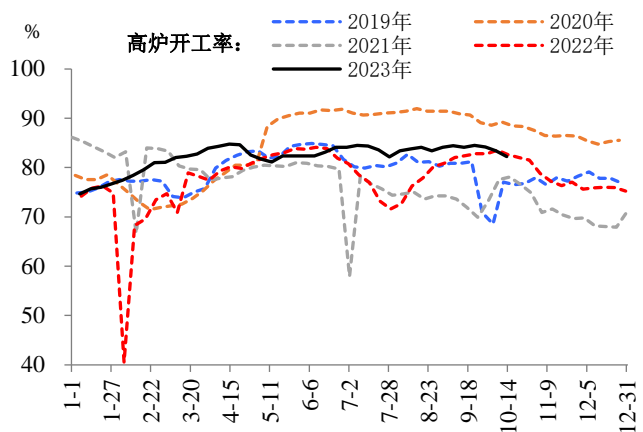
图17: 土地溢价率再探低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

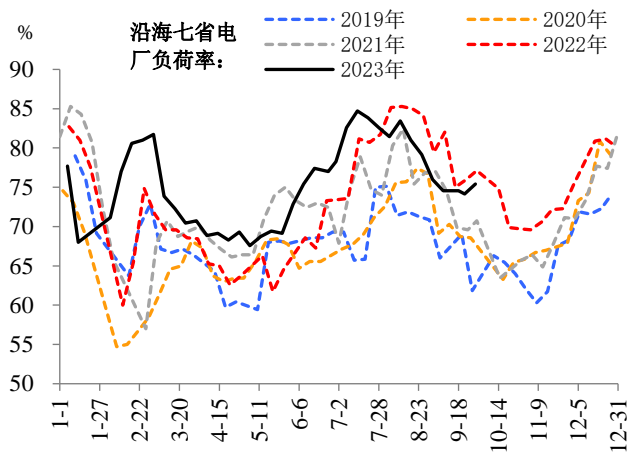
生产: 节后工业生产信号“模糊”。本周高炉开工率环比下降 1.2pct, 煤炭吞吐量环比下降 6.2%。工业似乎在放缓, 但有些工业生产指标却又显示出加速迹象——比如沿海七省电厂负荷率在短暂下滑后又拐弯上升; 铁路货运量自 9 月 3 日起一路“高歌猛进”, 其周度环比录得 5.1% 的“好成绩”。我们认为节后工业生产指标干扰性较大, 可继续观察下周工业端高频指标表现。

图18: 高炉开工率略有放缓



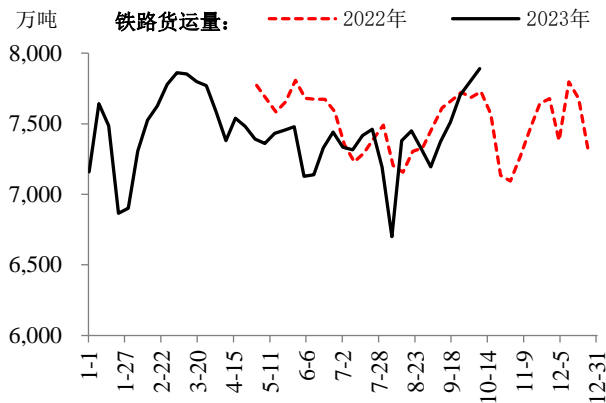
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 沿海七省电厂负荷率转降为升



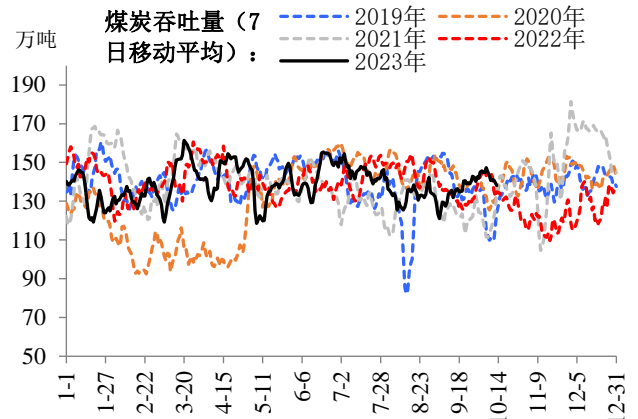
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 铁路货运量显著上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

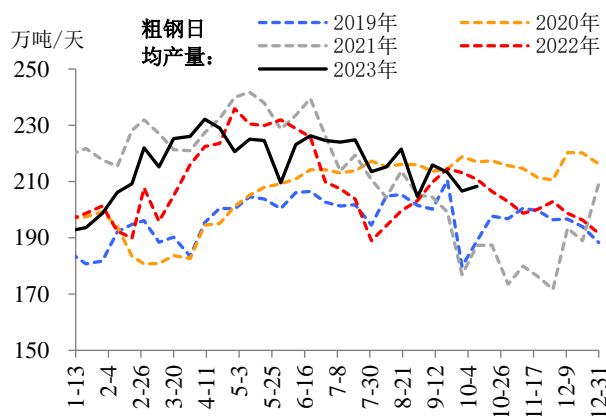
图21: 煤炭吞吐量先上升后下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

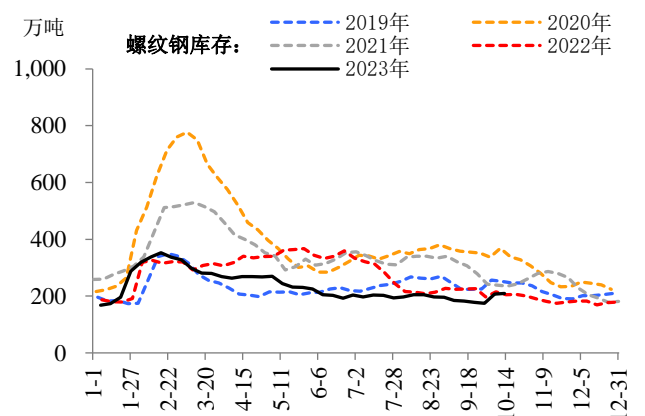
分行业来看, 建筑业生产节奏有所回升。本周粗钢生产节奏有所提升, 粗钢产量环比增加 0.8%; 螺纹钢似乎短暂进入补库状态, 库存环比上升 1.0%。节后沥青(更偏向交通基建)和水泥生产所传递的信号同样比较“混乱”: 沥青方面, 本周沥青开工率环比下降 4.0pct, 但去库速度有所加快。水泥方面, 本周磨机运转率环比下降 1.9pct, 本周水泥产能利用率环比转增 4.3pct。

图22: 近期粗钢生产转降为升



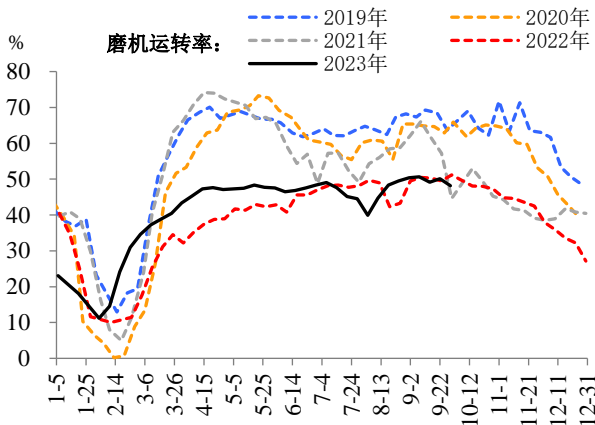
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 螺纹钢似乎短暂进入补库



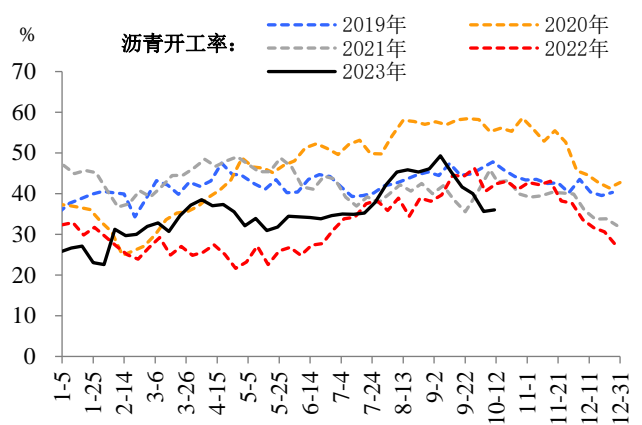
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 磨机运转率下降



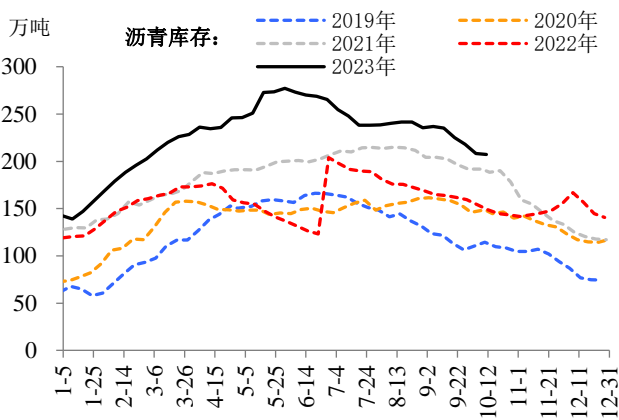
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 沥青开工率先下降后小幅回升



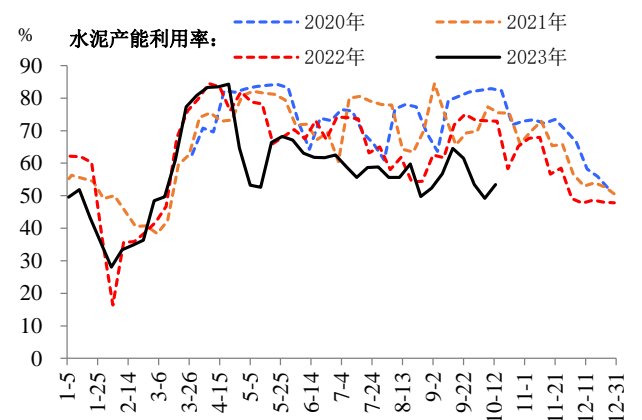
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 沥青去库存速度加快



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

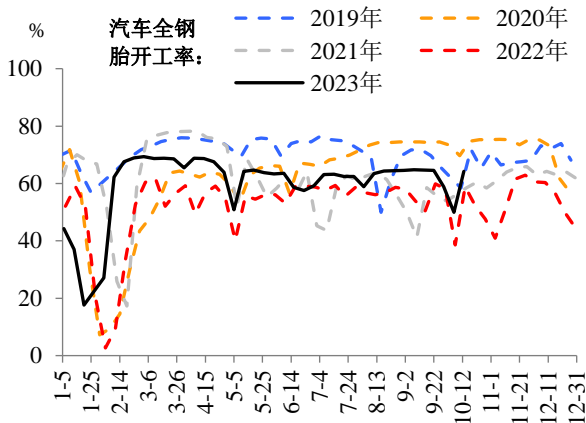
图27: 水泥产能利用率先下降后“转弯上行”



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

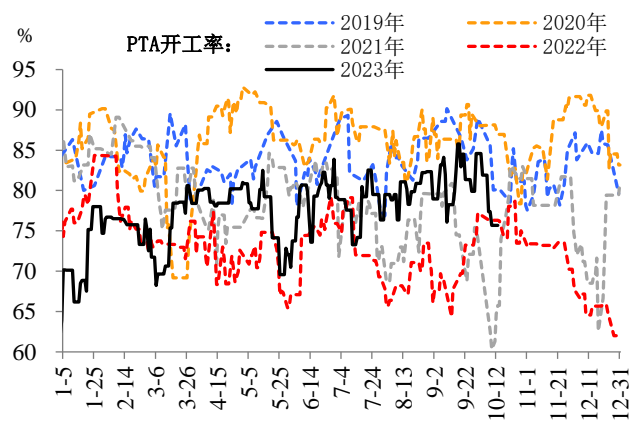
汽车业生产速度加快。在经历节假日生产节奏放缓后，本周全钢胎开工率又转为上行、环比上升 14.4pct。**纺服业生产放缓**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 77.5%、88.6%，其中 PTA 开工率的下降较为显著。整体来看，纺服业开工情况有待进一步好转。

图28: 汽车钢胎生产“拐弯上行”



数据来源: IFind, 东吴证券研究所

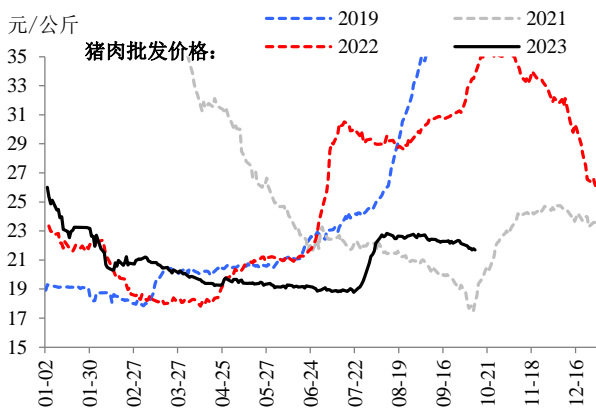
图29: PTA 开工率大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

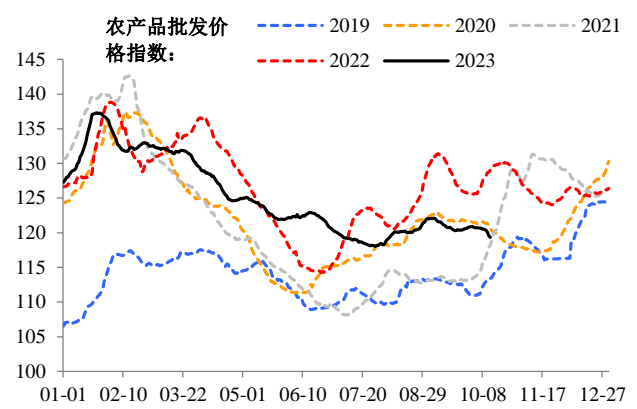
通胀: 猪价继续走弱。假期后食品价格整体走弱, 本周农产品批发价格周环比下跌 0.5%。其中猪肉价格继续回落, 本周周环比降 1.6%, 同比压力增大; 鲜菜与鲜果价格周环比分别下跌 1.2%、2.0%。

图30: 猪价继续走弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 农产品价格节后回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

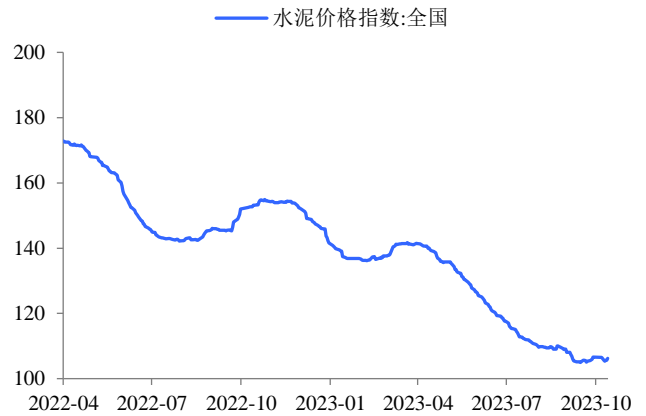
工业品价格节后普跌。假期后复工节奏偏缓, 南华工业品指数本周周环比下跌 2.8%。节后施工弱修复, 螺纹钢价格本周周环比下跌 2.3%, 水泥价格本周周环比转跌 0.5%, 玻璃价格本周周环比下跌 2.4%。IMF10月下调中国及欧元区 2023 年经济增长预测, 本周美国通胀数据出炉后美元维持高位, 压制 LME 铜价周五回落至 7891 美元/吨。巴以冲突持续发酵, 支撑布油价格周五回升至 93 美元/桶。

图32: 节后螺纹钢与铁矿石价格回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 水泥价格重新转跌



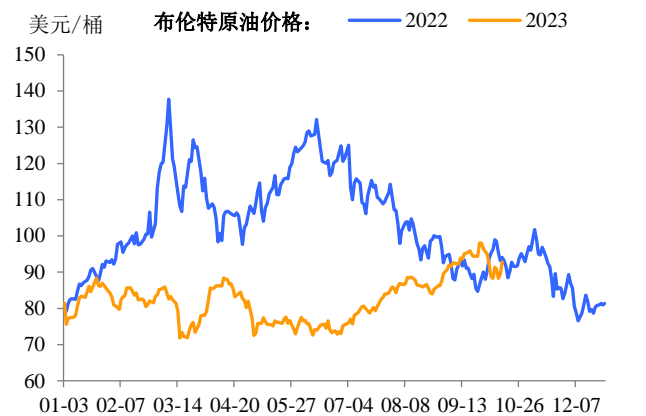
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 需求修复预期偏弱压制铜价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

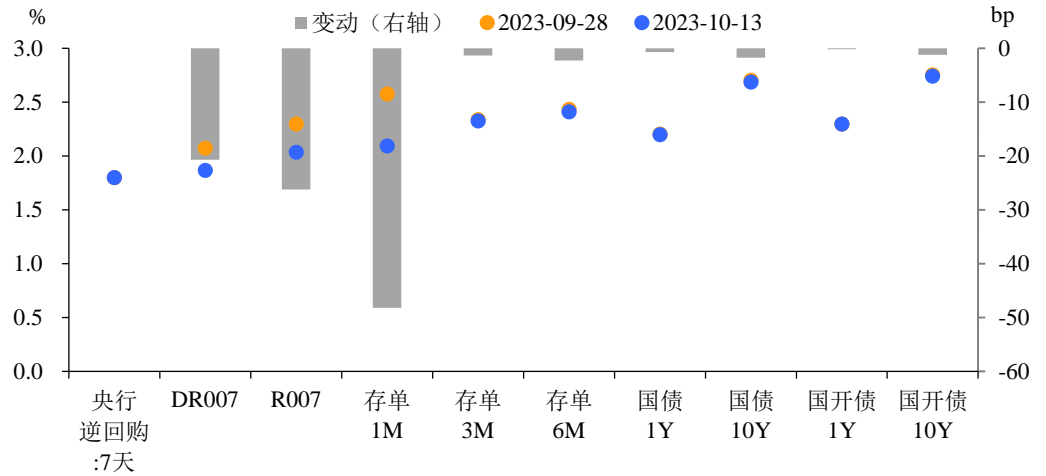
图35: 地缘冲突支撑油价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面, 节后资金面略有转松。本周 DR007 与 R007 周均值环比分别较节前一周回落约 21bp、26bp, 均仍在政策利率上方运行。票据利率跨季后大幅回落, 3M 国股转贴票据利率于本周五降至 0.55%。节后央行流动性投放偏少, 长假后 7 天(10.7-10.13)实现净回笼 1.78 万亿元。本周质押式回购成交量回升至 7 万亿元水平, 债市杠杆率于本周五回升至 108.8% 水平。

图36: 假期后广谱利率变动



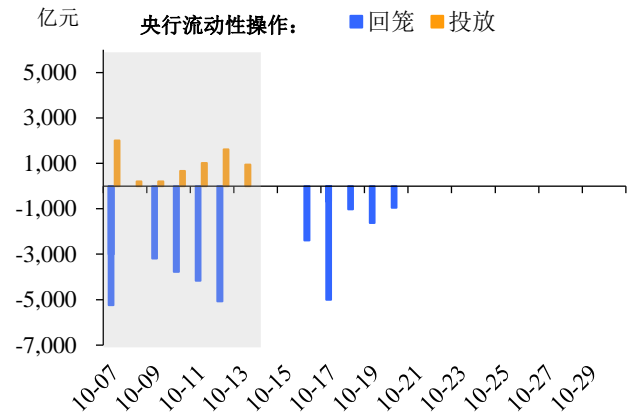
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 进入10月后票据利率显著回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

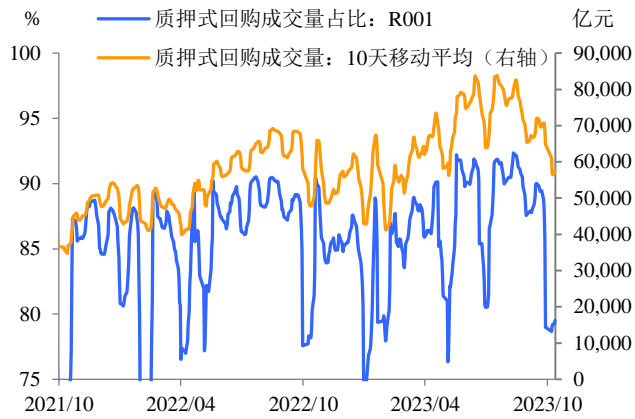
图38: 央行节后实现流动性大幅净回笼



注: 灰色区域为历史操作

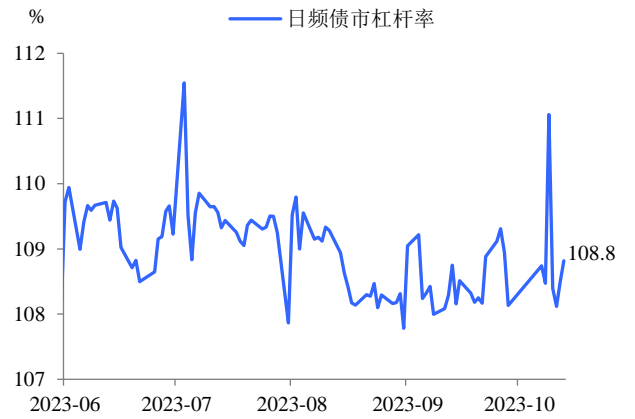
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 节后质押式回购成交量继续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 节后债市杠杆率有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 海外经济体提前显著进入衰退。

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>