

宏观周报 20231022

新增专项债提前下达，意义何在？

2023年10月22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

■ 近期人大常委会提前下达新增专项债限额的讨论声又起。其实年末提前下达新增专项债限额的做法并不罕见，近几年几乎年年都会有新增地方债限额的提前下达。那么新增专项债限额提前下达的意义何在？这一次的提前下达又与之前有何不同？我们认为虽然每年年末新增专项债限额的提前下达早已“司空见惯”，但此次还是释放了别样的信号——国务院可提前下达次年新增地方债限额的权利已在2022年12月31日“到期”，而此次人大常委会或将国务院的这一权利进行延续，这也证明财政端将继续为经济“加把劲”。

■ 2018年之前，新增专项债下达偏缓带慢了投资走势。为了防范地方债风险，我国地方债受到“限额管理”，为地方举债设立“天花板”。在2018年之前，3月召开的全国人大会议会按例审议每年的新增地方债限额，这使得地方实际发债时间集中在下半年。而从债券发行到项目立项又有一定的时滞性，因此债券资金使用效率“大打折扣”，财政政策的积极发力似乎也有些“心有余而力不足”。

■ 2018年底的人大常委会开启了新增地方债提前下达的“序章”。为了使专项债更快、更高效地发挥对投资的撬动作用，2018年底的人大常委会上授权国务院提前下达2019年的新增地方债限额，这也是新增专项债首次在上一年年末提前下达。此次人大常委会的另一大亮点在于授权国务院于2019年1月1日至2022年12月31日期间内都可以提前下达下一年度新增地方政府债务限额，不过下达额度要控制在当年新增地方债限额的60%以内。

■ 之后新增地方债提前下达“序曲不断”。自此之后，除2021年外每年都会有部分新增地方债限额的提前下达，额度都控制在当年新增地方债限额的60%以内。根据部分省份新增专项债发行量以及其拉动的有效投资规模，我们测算新增专项债对投资的撬动倍数约为8-9倍，且专项债发行变化领先于基建投资约3个月。因此专项债提前批对于年初“稳经济”的重要性不容小觑。

■ 2021年为何成为“特例”？由于上一年财政结存和闲置资金以及存量项目较为丰厚，2021年初紧密发行专项债、驱动项目开工的必要性也就降低。由于专项债额度并没有像往年那样提前下达，2021年新增专项债从3月才开始陆续发行，这也导致了2021年上半年基建投资增速表现不尽人意。

■ “故技重施”的2022年，表现又如何？在经济运行存在较大下行压力的情形下，2022年吸取了上一年的经验，财政部早在2021年12月就提前下达了2022年新增专项债额度1.46万亿元，这比上一年下达时间提前了3个月。2022年3月底前用于项目建设的3.45万亿元新增专项债限额就全部下达完毕，且该年专项债发行之快也是“史无前例”——上半年新增专项债发行规模占全年限额逾93%。这很大程度上成为了撬动当年基建投资上升的一大支点。

■ 此次人大常委会对专项债提前批的讨论，释放了什么样的信号？上文我们提到过，国务院可提前下达新增地方债限额的权利已于2022年12月31日到期。因此，若今年人大常委会想要再次提前下达地方债额度，那就需要对国务院的这一权利“续期”。在目前经济复苏根基尚未稳固、三季度基建增速出现放缓迹象的背景之下，人大常委会对于新增地方债限额提前批的“续作”也验证了稳经济的逻辑仍偏强。对于未来一段时间的政策，我们不妨多一点期待。

■ 本周高频数据显示：节后消费边际降温，同时国内外航班执飞班次也将迎来传统淡季；商品房销售整体仍在低位徘徊，相比之下二线城市二手房市场的复苏“来得更快”；建筑业、汽车业生产节奏有所提升；猪价加速回落，而国内工业品价格转涨；税期前资金面收敛。

相关研究

《面对“逆风”，美债利率“怕”了吗？》

2023-10-21

《4.9！经济企稳的成色与底色？》

2023-10-18

■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

内容目录

1. 新增专项债提前下达，意义何在？	6
2. 周度高频跟踪	9
3. 风险提示	21

图表目录

图 1:	新增专项债的提前下达已经“司空见惯”	7
图 2:	新增专项债发行量拐点领先于基建投资约 3 个月	7
图 3:	2021 年地方财政资金结余较多	7
图 4:	2021 年新增专项债从 3 月才开启发行	8
图 5:	2021 年新增专项债发行偏缓导致上半年基建投资表现不佳	8
图 6:	2022 年新增专项债发行进度明显加快	8
图 7:	2022 年基建投资增速迎来企稳上升	8
图 8:	近一周 (10.16-10.22) 国务院领导活动轨迹一览	10
图 9:	10 月初汽车销量保持历史同期高位	11
图 10:	节后观影热度平淡	11
图 11:	地铁客运量仍处于近五年最高位	12
图 12:	地面交通人流量处于历史同期中间水平	12
图 13:	国内航班执飞班次季节性回落	12
图 14:	国际航班执飞班次有所下降	12
图 15:	整车货运保持平稳	13
图 16:	新房销售低位徘徊	13
图 17:	二手房交易情况好于商品房	14
图 18:	二线城市二手房销售已超过 2019 年水平	15
图 19:	土地成交面积仍在低位徘徊	15
图 20:	土地溢价率同样处于低位	15
图 21:	高炉开工率略有上升	16
图 22:	沿海七省电厂负荷率上升	16
图 23:	铁路货运量急剧下降	16
图 24:	煤炭吞吐量先上升后下降	16
图 25:	近期粗钢生产转降为升	17
图 26:	螺纹钢重回去库状态	17
图 27:	磨机运转率转而上升	17
图 28:	沥青开工率回升	17
图 29:	沥青去库存速度加快	17
图 30:	水泥产能利用率上升	17
图 31:	汽车钢胎生产继续上行	18
图 32:	PTA 开工率继续下降	18
图 33:	猪价加速回落	18
图 34:	农产品价格继续回落	18
图 35:	螺纹钢与铁矿石指数回升	19
图 36:	水泥价格转涨	19
图 37:	铜价震荡运行	19
图 38:	地缘冲突支撑油价	19
图 39:	广谱利率变动	20
图 40:	进入 10 月后票据利率显著回落	20
图 41:	税期前央行加大流动性投放	20
图 42:	质押式回购成交量回落	21

图 43: 债市杠杆率税期前回落.....21

1. 新增专项债提前下达，意义何在？

近期人大常委会提前下达新增专项债限额的讨论声又起。其实年末提前下达新增专项债限额的做法并不罕见，近几年几乎年年都会有新增地方债限额的提前下达。那么新增专项债限额提前下达的意义何在？这一次的提前下达又与之前有何不同？我们认为虽然每年年末新增专项债限额的提前下达早已“司空见惯”，但此次还是释放了别样的信号——国务院可提前下达次年新增地方债限额的权利已在2022年12月31日“到期”，而此次人大常委会或将国务院的这一权利进行延续，这也证明财政端将继续为经济“加把劲”。

2018年之前，新增专项债下达偏缓带慢了投资走势。为了防范地方债风险，我国地方债受到“限额管理”，为地方举债设立“天花板”。在2018年之前，3月召开的全国人大会议会按例审议每年的新增地方债限额，这使得地方实际发债时间集中在下半年。而从债券发行到项目立项又有一定的时滞性，因此债券资金使用效率“大打折扣”，财政政策的积极发力似乎也有些“心有余而力不足”。

2018年底的人大常委会开启了新增地方债提前下达的“序章”。为了使专项债更快、更高效地发挥对投资的撬动作用，2018年底的人大常委会上授权国务院提前下达2019年的新增地方债限额，这也是新增专项债首次在上一年年末提前下达。此次人大常委会的另一大亮点在于授权国务院于2019年1月1日至2022年12月31日期间内都可以提前下达下一年度新增地方政府债务限额，不过下达额度要控制在当年新增地方债限额的60%以内。

之后新增地方债提前下达“序曲不断”。自此之后，除2021年外每年都会有部分新增地方债限额的提前下达，额度都控制在当年新增地方债限额的60%以内。根据部分省份新增专项债发行量以及其拉动的有效投资规模，我们测算新增专项债对投资的撬动倍数约为8-9倍，且专项债发行变化领先于基建投资约3个月。因此专项债提前批对于年初“稳经济”的重要性不容小觑。

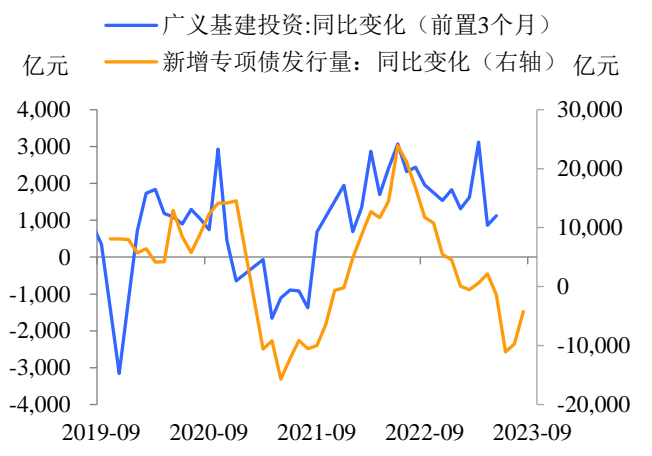
图1：新增专项债的提前下达已经“司空见惯”

年份	两会批准新增限额 (单位：万亿元)	批次	下达时间	规模 (单位：万亿元)	目的	下达额度占上年新增 专项债务限额的比重
2019年	2.15	第1批	2018.12	0.81	提前批	60.0%
		第2批	2019.03	1.34		
2020年	3.75	第1批	2019.11	1	提前批	46.5%
		第2批	2020.02	0.29	提前批	
		第3批	2020.04	1	提前批	
		第4批	2020.07	1.26		
		第5批	2020.11	0.2	用于支持化解地方中小银行风险	
2021年	3.65	第1批	2021.03	1.77	提前批	47.2%
		第2批	2021.05	1.88		
2022年	3.65	第1批	2021.12	1.46	提前批	40.0%
		第2批	2022.03	2.19		
		第3批	2022.09	0.5	依法盘活地方结存的专项债限额	
2023年	3.8	第1批	2022.11	2.19	提前批	60.0%
		第2批	2023.05	1.61		

注：阴影部分表示上一年年末提前下达的新增专项债限额部分。

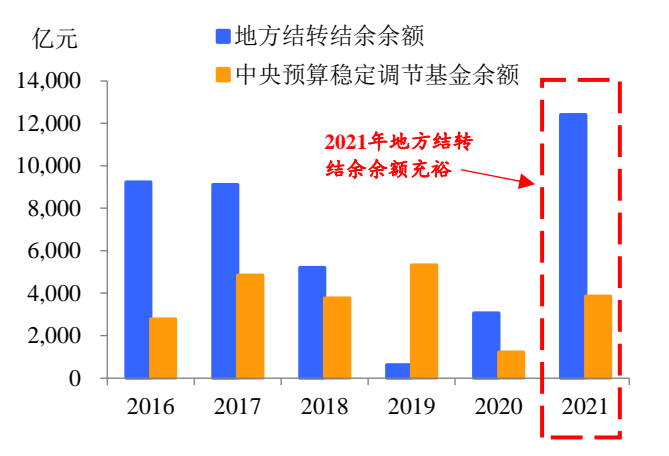
数据来源：中国政府网，财政部，东吴证券研究所

图2：新增专项债发行量拐点领先于基建投资约3个月



数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

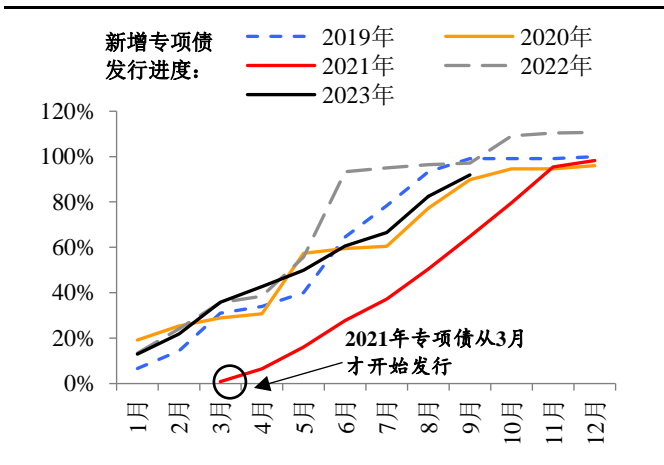
图3：2021年地方财政资金结余较多



数据来源：CEIC, 财政部, 东吴证券研究所

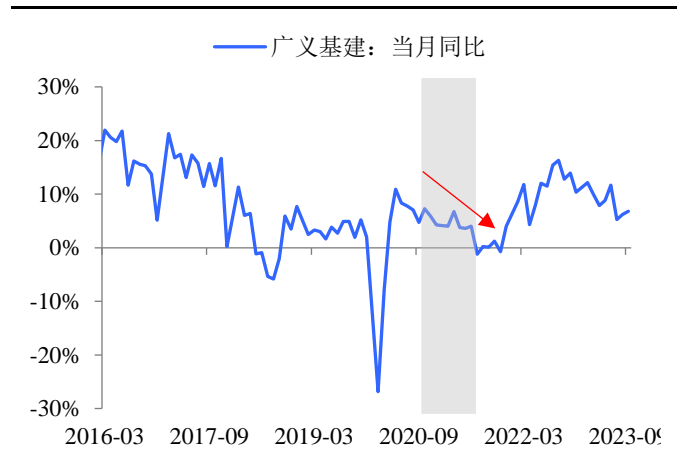
2021年为何成为“特例”？ 由于上一年财政结存和闲置资金以及存量项目较为丰厚，2021年初紧密发行专项债、驱动项目开工的必要性也就降低。由于专项债额度并没有像往年那样提前下达，2021年新增专项债从3月才开始陆续发行，这也导致了2021年上半年基建投资增速表现不尽人意。

图4：2021年新增专项债从3月才开启发行



数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

图5：2021年新增专项债发行偏缓导致上半年基建投资表现不佳

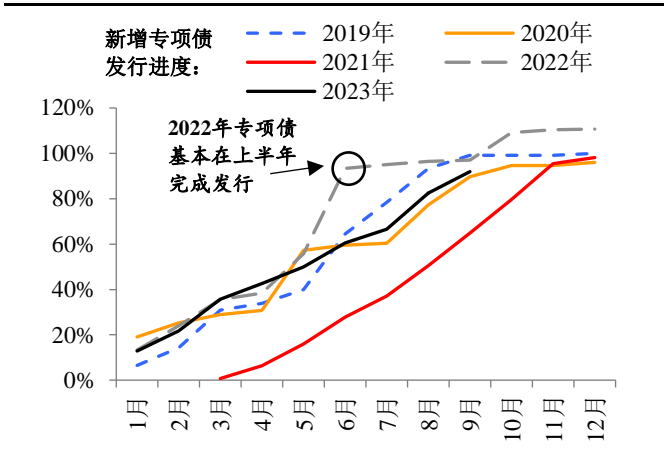


注：2021年数据为两年复合增速。

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

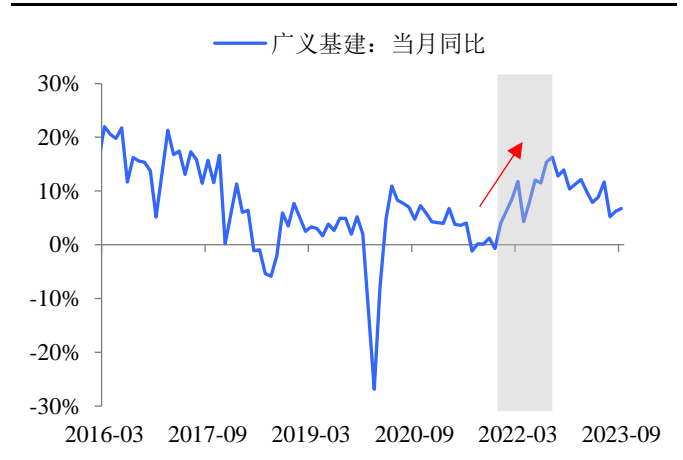
“故技重施”的2022年，表现又如何？在经济运行存在较大下行压力的情形下，2022年吸取了上一年的经验，财政部早在2021年12月就提前下达了2022年新增专项债额度1.46万亿元，这比上一年下达时间提前了3个月。2022年3月底前用于项目建设的3.45万亿元新增专项债限额就全部下达完毕，且该年专项债发行之快也是“史无前例”——上半年新增专项债发行规模占比全年限额逾93%。这很大程度上成为了撬动当年基建投资上升的一大支点。

图6：2022年新增专项债发行进度明显加快



数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

图7：2022年基建投资增速迎来企稳上升



注：2021年数据为两年复合增速。

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

此次人大常委会对专项债提前批的讨论，释放了什么样的信号？上文我们提到过，国务院可提前下达新增地方债限额的权利已于 2022 年 12 月 31 日到期。因此，若今年人大常委会想要再次提前下达地方债额度，那就需要对国务院的这一权利“续期”。在目前经济复苏根基尚未稳固、三季度基建增速出现放缓迹象的背景之下，人大常委会对于新增地方债限额提前批的“续作”也验证了稳经济的逻辑仍偏强。对于未来一段时间的政策，我们不妨多一点期待。

2. 周度高频跟踪

本周（10.16-10.22，下同）高频数据显示：节后消费边际降温，同时国内外航班执飞班次也将迎来传统淡季；商品房销售整体仍在低位徘徊，相比之下二线城市二手房市场的复苏“来得更快”；建筑业、汽车业生产节奏有所提升；猪价加速回落，而国内工业品价格转涨；税期前资金面收敛。

本周关键词：共建“一带一路”，优化营商环境。本周第三届“一带一路”高峰论坛圆满召开，领导人致力于推动与各国合作迈上新台阶。另外，优化营商环境也在本周国常会上重点提及，在会议上李强总理强调了严格规范处罚事项和罚款标准的重要性。

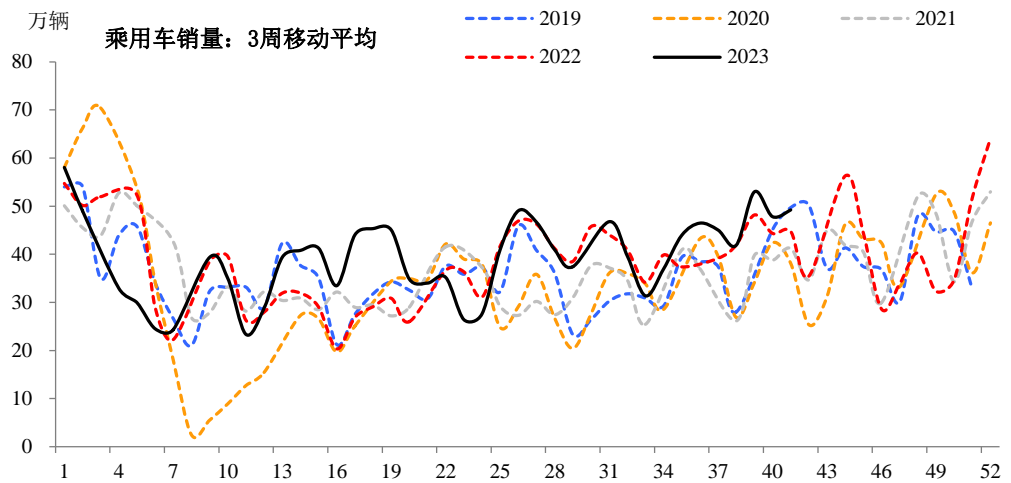
图8: 近一周 (10.16-10.22) 国务院领导活动轨迹一览

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
2023/10/20	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	严格规范处罚事项和罚款标准, 是优化营商环境、降低经营成本的重要举措。 要持续压减罚款事项、严格规范行政处罚自由裁量权、着力加强事中事后监管, 为推动高质量发展提供有力支撑。 进一步规范人体器官捐献和移植, 维护公民合法权益。
2023/10/18	会谈	国务院总理李强	北京	巴基斯坦总理卡卡尔	中方愿同巴方努力 打造中巴经济走廊“升级版” , 继续高质量高标准推进走廊建设, 加快重大项目建设进度, 深挖农业、畜牧业、渔业、加工制造业等产业合作潜力, 加强数字经济、信息通讯、科技创新等新兴领域合作。
2023/10/18	会谈	国务院总理李强	北京	泰国总理赛塔	中方愿同泰方以 高质量共建“一带一路”为主线 , 带动各领域合作不断迈上新台阶。加快推进中老泰联通发展构想落地, 提升互联互通水平; 促进贸易投资便利化, 加强数字经济、新能源汽车等领域合作; 共同打造安全顺畅可持续的旅游市场。
2023/10/17	会见	国务院总理李强	北京	智利总统博里奇	中方愿同智方以 高质量共建“一带一路”为主线 , 推动双方务实合作持续提质升级。做大做强传统领域合作, 进一步提高贸易规模和水平, 共同维护全球产业链供应链稳定畅通。开展投融资等金融合作, 积极开拓新兴领域合作。
2023/10/17	会见	国务院总理李强	北京	哈萨克斯坦总统托卡耶夫	中方愿同哈方一道, 推动“丝绸之路经济带”建设同“光明之路”新经济政策更紧密对接, 巩固和扩大传统经贸合作, 积极拓展新兴领域合作, 持续提升边境口岸、跨境铁路等互联互通水平, 在高质量共建“一带一路”合作中发挥示范引领作用。
2023/10/17	会见	国务院总理李强	北京	柬埔寨首相洪玛奈	中方愿同柬方着力推进“工业发展走廊”和“鱼米走廊”建设, 加快建设铁路、污水处理、光缆等基础设施, 打造中柬高质量共建“一带一路”新的旗舰项目。
2023/10/17	会见	国务院总理李强	北京	印度尼西亚总统佐科	中方愿同印尼进一步加强发展战略对接, 推进互利共赢合作, 全力做好雅万高铁后续高质量运营, 打造“区域综合经济走廊”和“两国双园”等高质量共建“一带一路”合作新标杆。
2023/10/16	会谈	国务院总理李强	北京	巴布亚新几内亚总理马拉佩	中方愿同巴新进一步精准对接发展战略, 扩大在基础设施、经济特区建设、农林渔加工等领域合作, 在高质量共建“一带一路”框架内取得更多务实成果 , 为中国同太平洋岛国“一带一路”合作发挥引领和示范作用。
2023/10/16	会谈	国务院总理李强	北京	埃塞俄比亚总理阿比	中方愿同埃塞 加强发展理念、战略规划对接, 进一步扩大经贸等务实合作 。不断深化基础设施、通信互联、工业园区建设等领域合作, 支持埃塞工业化和农业现代化进程, 帮助埃塞提升发展内生动能, 开拓绿色发展、数字经济、人工智能等新兴领域合作。
2023/10/16	会谈	国务院总理李强	北京	匈牙利总理欧尔班	中方愿 推动“一带一路”倡议与匈牙利“向东开放”战略更紧密对接 , 共同努力推动贸易、投资、金融等领域务实合作不断提质升级。

数据来源: 中国政府网, 国务院官网, 新华社, 东吴证券研究所

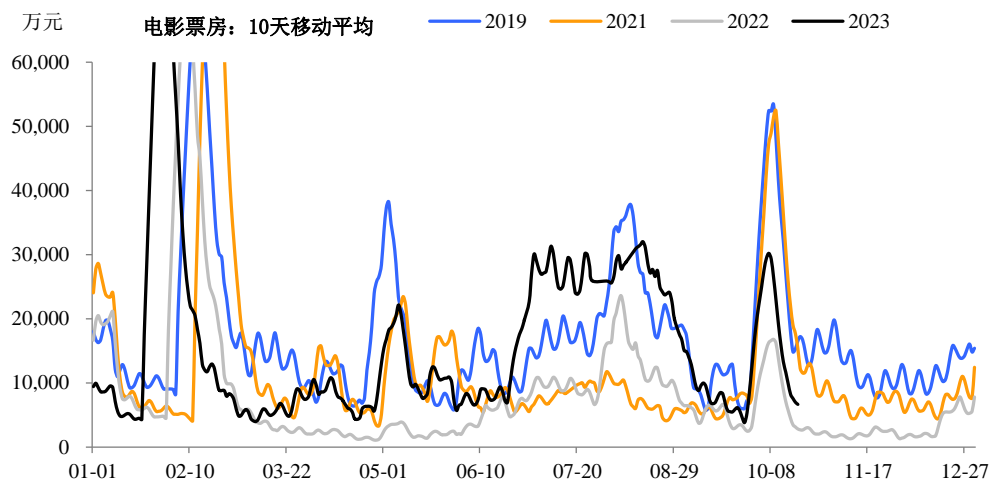
消费方面, 节后消费边际降温。10月7日至15日乘联会口径乘用车零售销量同比增长5%, 节后自历史同期高位逐渐回落至2019年同期水平。购房投资热度下降后, 其他各类消费开始理性复苏, 支撑假期因素消退后的秋季车市。国庆假期后观影热度平淡, 10月第二周电影票房收入仅高于2022年同期水平, 距离疫情前同期水平仍有差距。

图9：10月初汽车销量保持历史同期高位



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

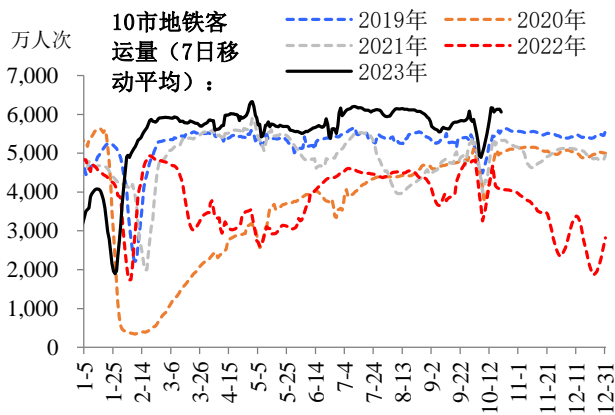
图10：节后观影热度平淡



数据来源：Wind，东吴证券研究所

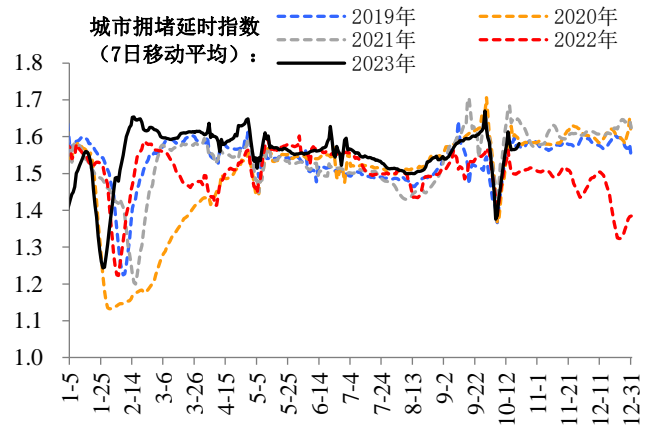
出行：客运与货运的“背道而驰”。本周居民出行意愿仍居高位，不过轨道交通客流量高于地面交通客流量。本周地铁人流量仍处于近五年最高位，在上周出行热度高位的情况下，本周10市地铁客流量仅小幅下滑1.8%。对比来看，地面交通人流量就略微逊色：本周城市拥堵延时指数环比下降3.5%，且对比历史同期来看表现“不温不火”。

图11: 地铁客运量仍处于近五年最高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

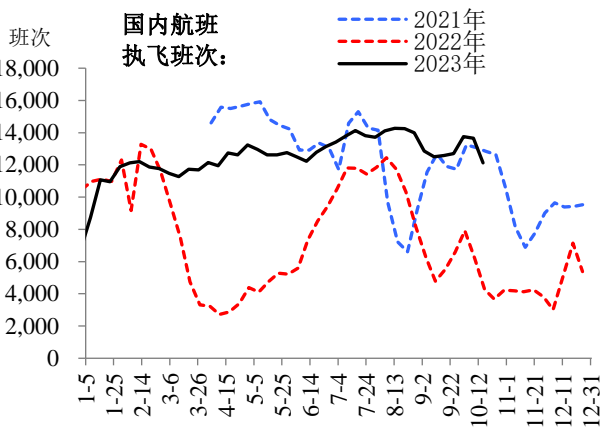
图12: 地面交通人流量处于历史同期中间水平



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

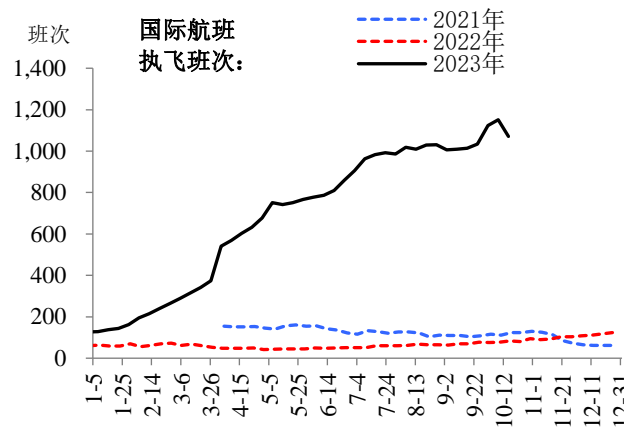
“双节”假期结束后步入传统淡季，航空出行需求回落。近期国内航班执飞班次已低于2021年同期水平。节后出行热度的降低也导致了国际航班执飞班次有所下降。

图13: 国内航班执飞班次季节性回落



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

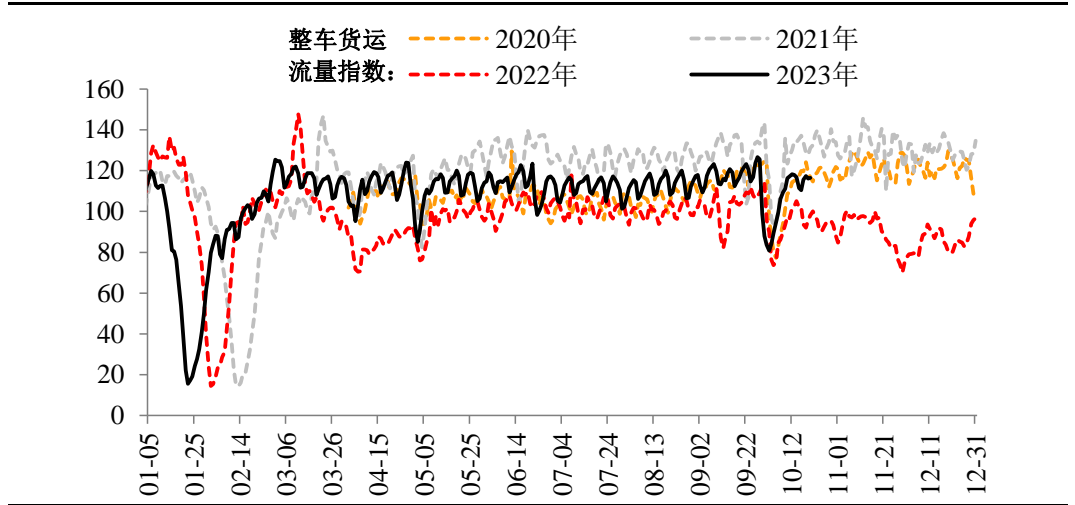
图14: 国际航班执飞班次有所下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

本周货运继续平稳运行。继节后整车货运流量指数回升之后，本周整车货运流量指数回归至之前的平稳态势，环比小幅增加1.0%；同比来看，目前货运流量虽相较于上半年有明显好转，但仍仅处于历史同期中间水平。

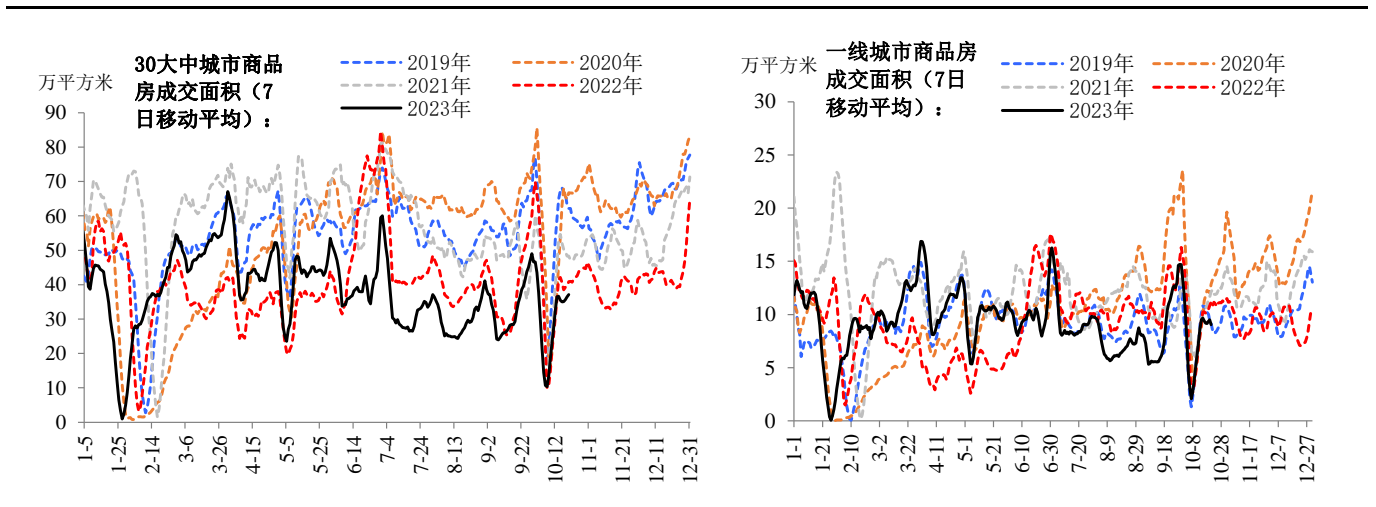
图15: 整车货运保持平稳

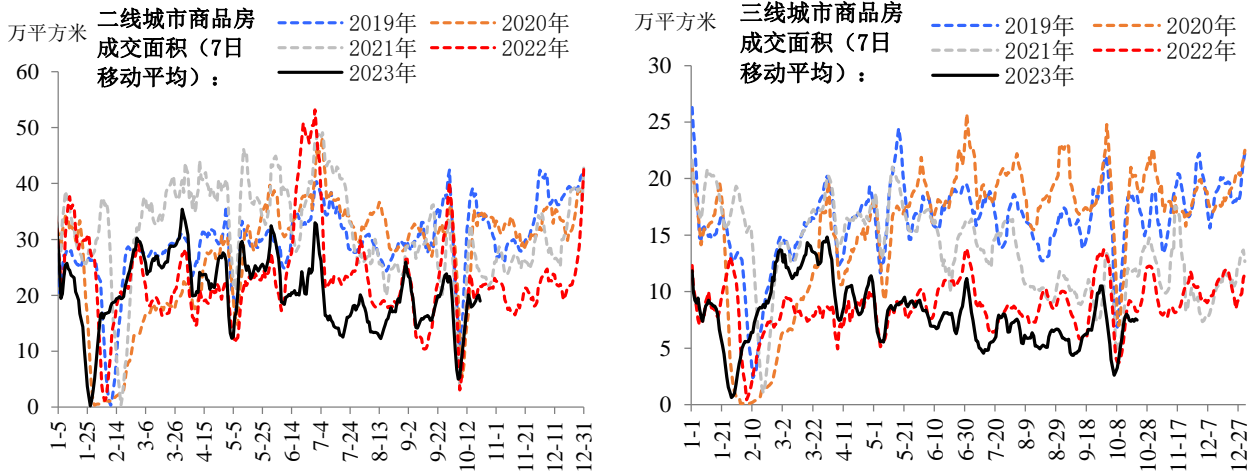


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 房地产政策优化后, 二手房市场最先传来“喜讯”。本周商品房销售整体仍在低位徘徊。本周30城商品房成交面积环比增长1.9%, 增长的背后更多是靠一线城市楼市驱动——本周一、二、三线城市新房成交面积环比增速分别为10.4%、-0.4%、-1.9%。整体来看, 目前新房销售的拐点还未明显出现, 政策效应或还在逐渐释放之路上。

图16: 新房销售低位徘徊

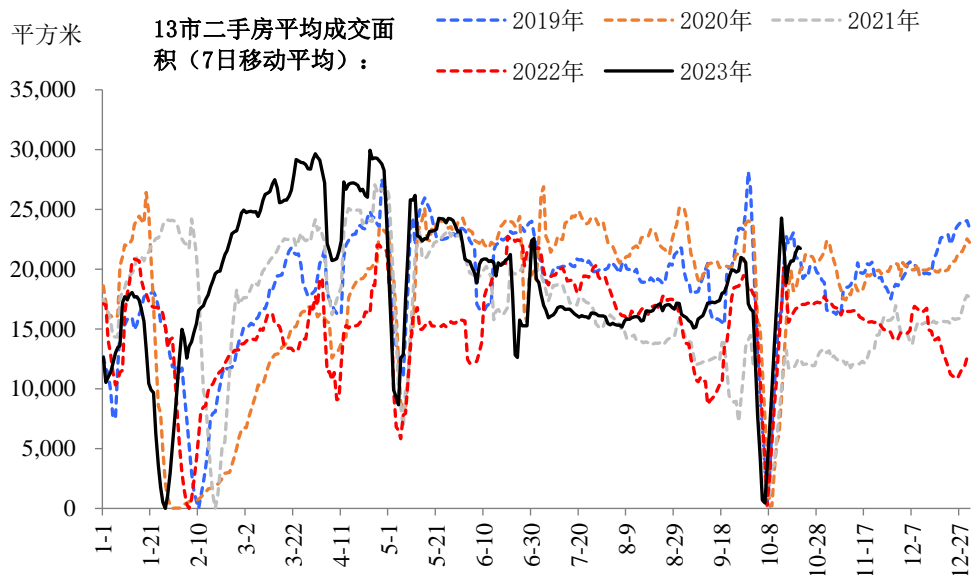




数据来源: Wind, 东吴证券研究所

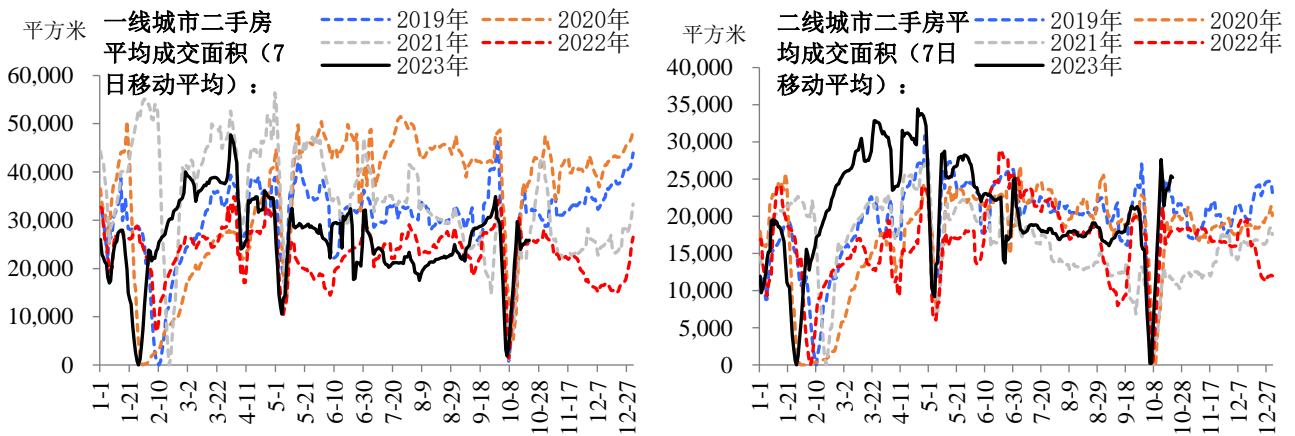
二线城市二手房似乎更“响应”密集出台的房地产政策。本周二手房市场活跃度比高于商品房, 13市二手房成交面积保持在近五年同期高位。分城市来看, 二线城市销售状况优于一线城市, 本周其二手房交易稳步上升 3.3%, 且已明显超过疫情前水平。

图17: 二手房交易情况好于商品房



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

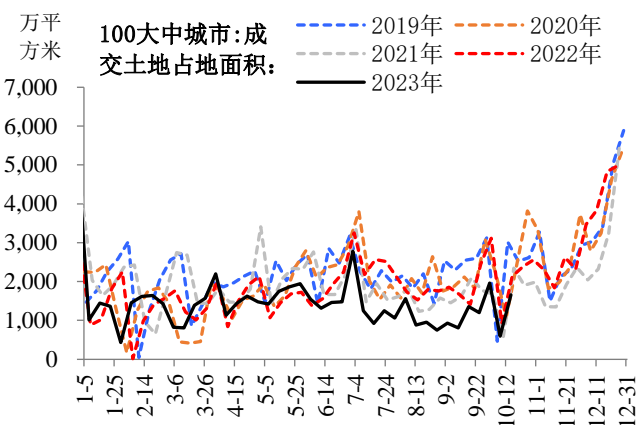
图18: 二线城市二手房销售已超过 2019 年水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

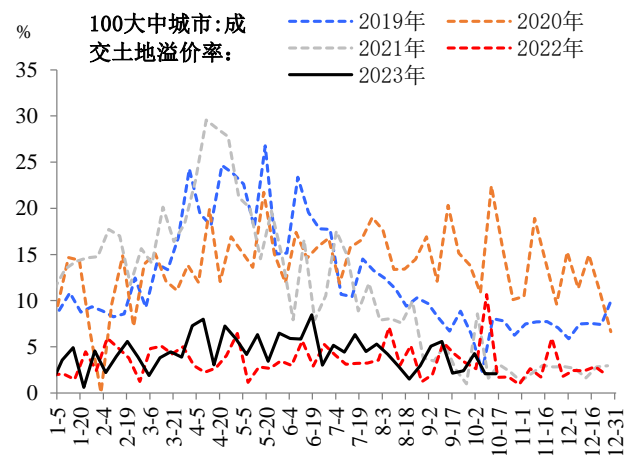
近期土地成交情况未出现明显改观。10月以来100大中城市成交土地占地面积比2022年下降31.7%、比2019年下降29.7%，房企拿地信心未有明显改善。同时最新数据显示土地溢价率同样未有改观，土地交易仍偏冷。

图19: 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20: 土地溢价率同样处于低位

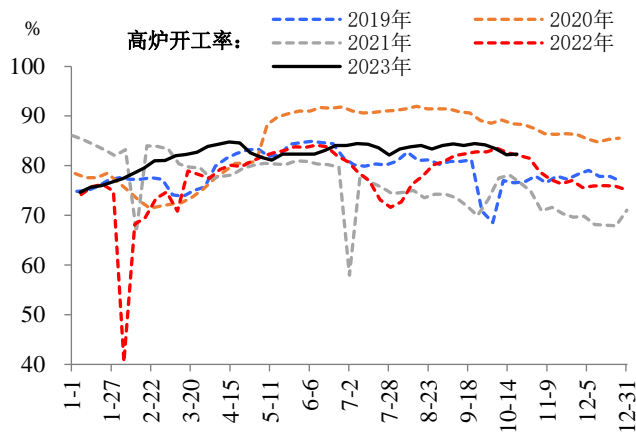


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

生产: 工业生产信号依旧偏“模糊”，多项工业生产指标与上周“背道而驰”。本周高炉开工率转降为升，环比小幅增加0.1pct；沿海七省电厂负荷率继续延续近期的上升态势。但工业是否在加速仍“打问号”：本周铁路货运量拐弯下行，环比下降4.7%；煤

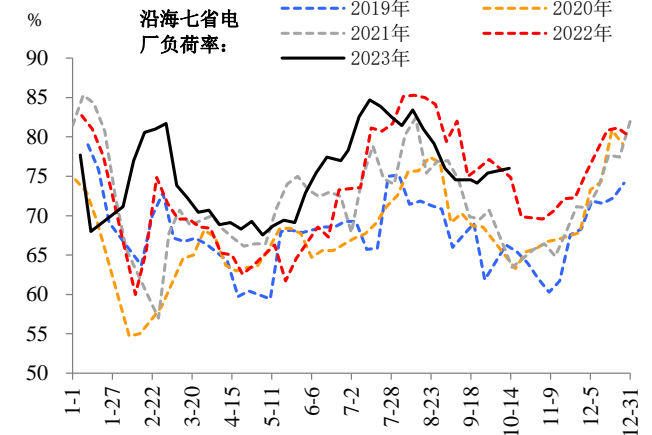
炭吞吐量也呈波折下降趋势，其周度环比增速录得-2.8%。整体来看，我们认为节假日对工业生产指标的干扰性仍未完全消散。

图21: 高炉开工率略有上升



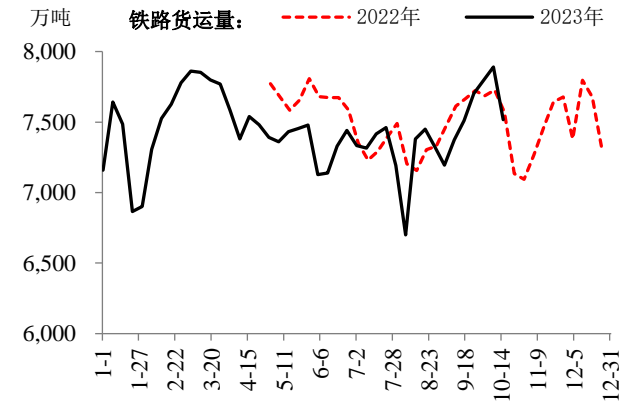
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 沿海七省电厂负荷率上升



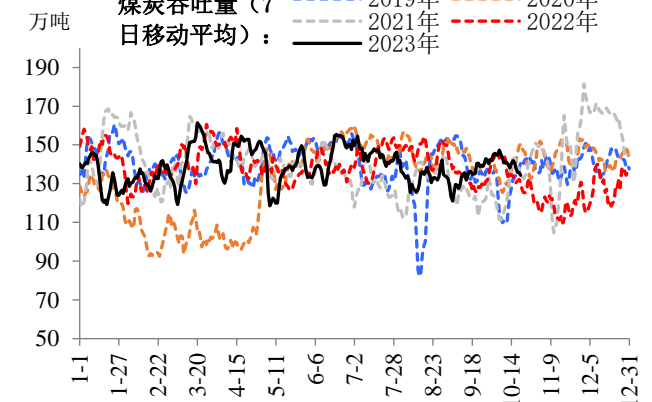
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 铁路货运量急剧下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

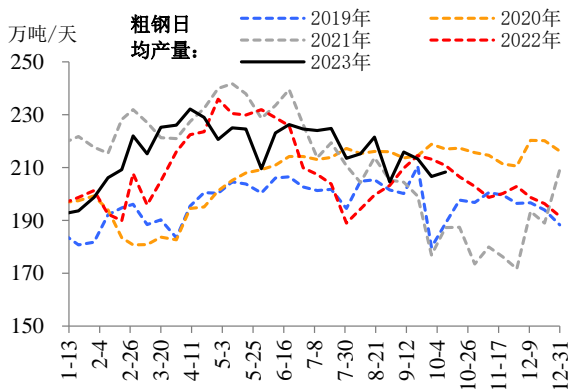
图24: 煤炭吞吐量先上升后下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

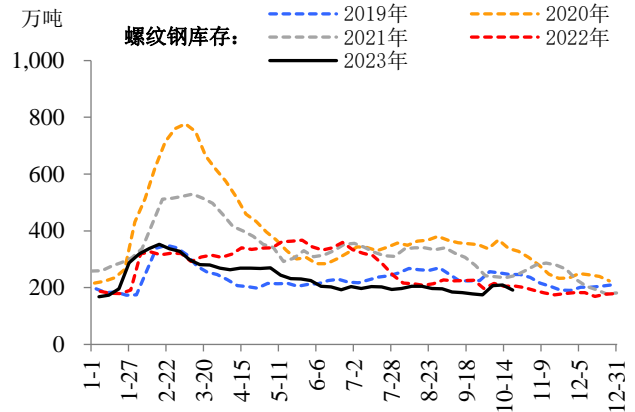
分行业来看，建筑业生产节奏有所提升。国庆节后钢铁行业需求快速恢复，总库存重回去库态势：近期粗钢生产节奏有所提升，产量环比增速录得0.8%；螺纹钢重回去库状态，库存环比下降8.5%。沥青（更偏向交通基建）和水泥生产均有所加快：沥青方面，本周沥青开工率环比上升1.7pct；同时沥青去库也在加速进行中。水泥方面，本周磨机运转率环比上升1.3pct，水泥产能利用率环比转增10.7pct。

图25: 近期粗钢生产转降为升



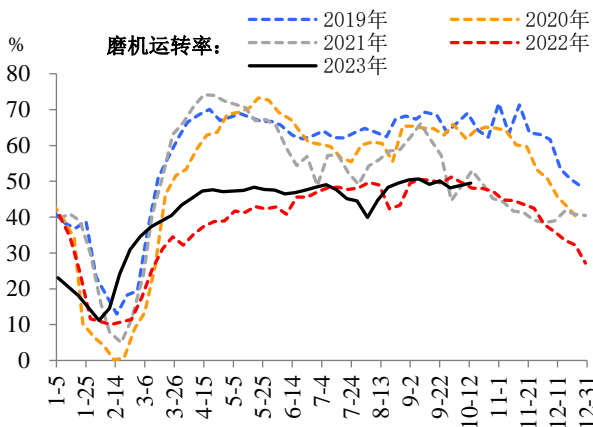
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 螺纹钢重回去库状态



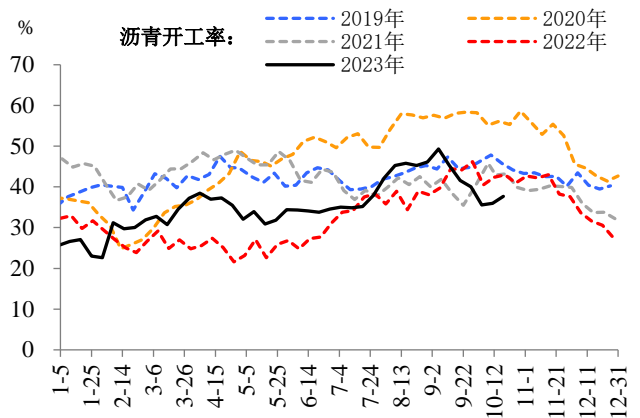
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 磨机运转率转而上升



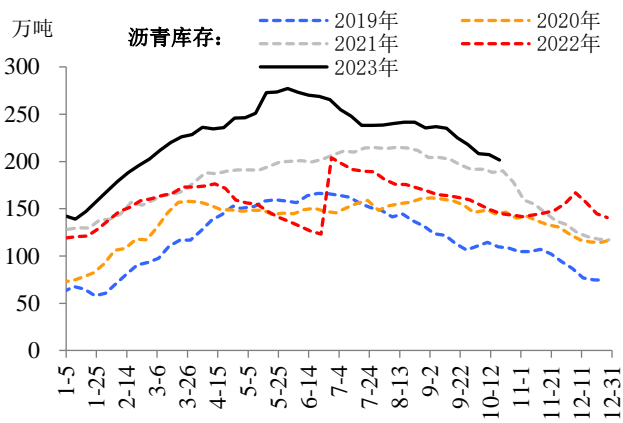
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 沥青开工率回升



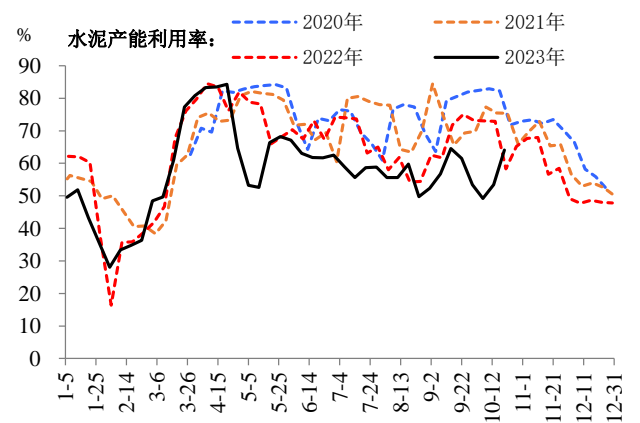
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 沥青去库存速度加快



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

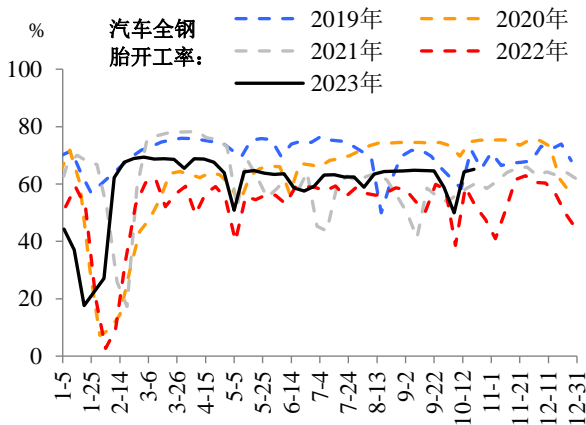
图30: 水泥产能利用率上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

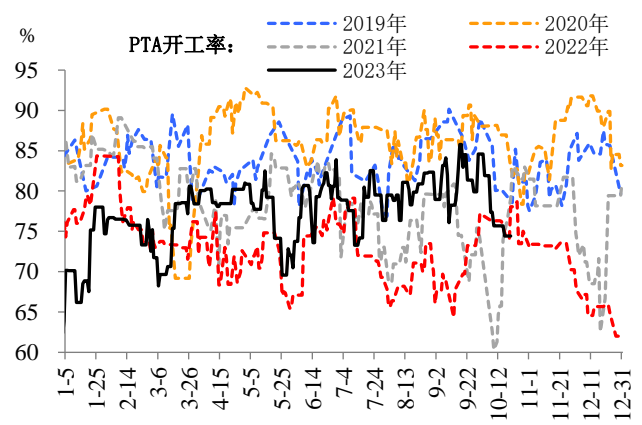
汽车业生产速度加快，在经历节后汽车业开工率的季节性上升之后，本周全钢胎开工率继续上行、环比小幅上升 0.9pct。**纺织业生产放缓**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 74.4%、89.1%，其中 PTA 开工率的下降较为显著，纺织业开工情况仍有待进一步好转。

图31: 汽车钢胎生产继续上行



数据来源: IFind, 东吴证券研究所

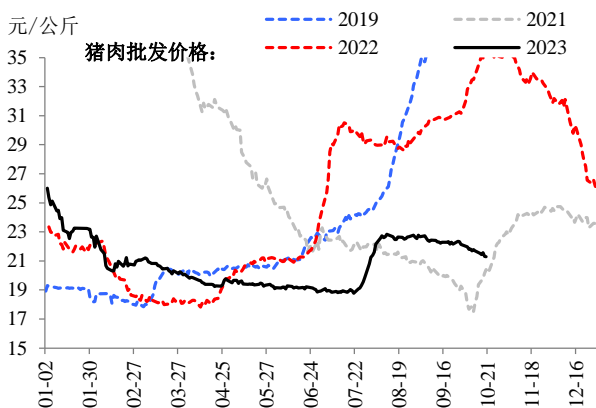
图32: PTA 开工率继续下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

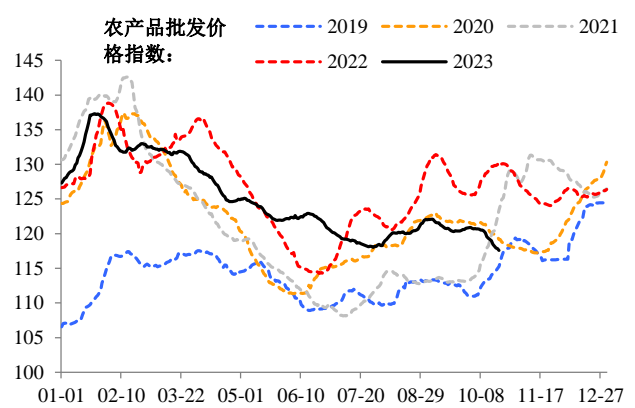
通胀: 猪价加速回落。10月中旬食品价格全面下跌，本周农产品批发价格周环比下跌 1.5%。其中猪肉养殖端惜售情绪升温，但终端消费表现平淡，猪价加速回落，本周周环比下跌 1.5%。本周鲜菜价格周环比下跌 2.5%，水果供给收缩，本周鲜果价格周环比上涨 1.0%。

图33: 猪价加速回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

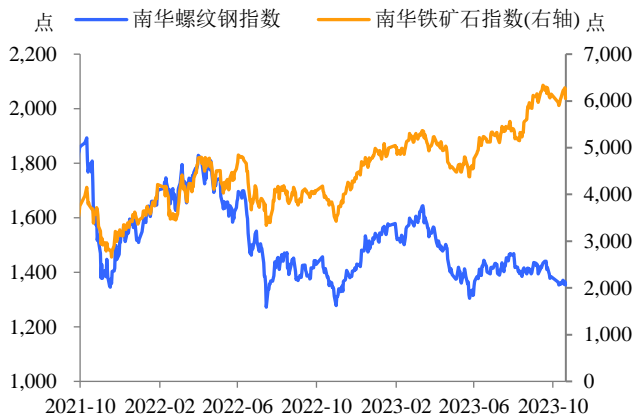
图34: 农产品价格继续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

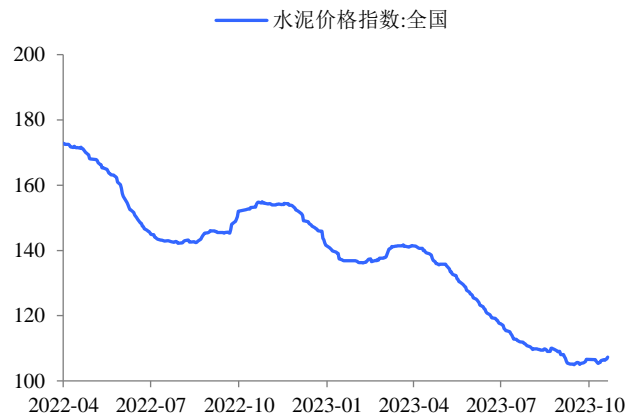
国内工业品价格转涨。本周南华工业品指数周环比上涨 1.1%；国内节后复工节奏加快，建筑相关工业品价格回升：本周螺纹钢价格周环比回升 0.3%，铁矿石价格，水泥价格环比转涨 0.9%。海外方面，巴以冲突推升市场避险情绪，且美联储票委表态偏鸽的影响下，LME 铜价格本周环比下跌 0.6%，布油价格本周环比上涨 3.1%至 95 美元/桶水平。

图35: 螺纹钢与铁矿石指数回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 水泥价格转涨



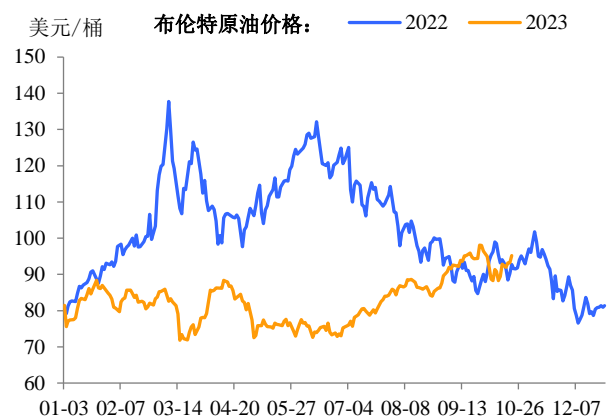
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 铜价震荡运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 地缘冲突支撑油价

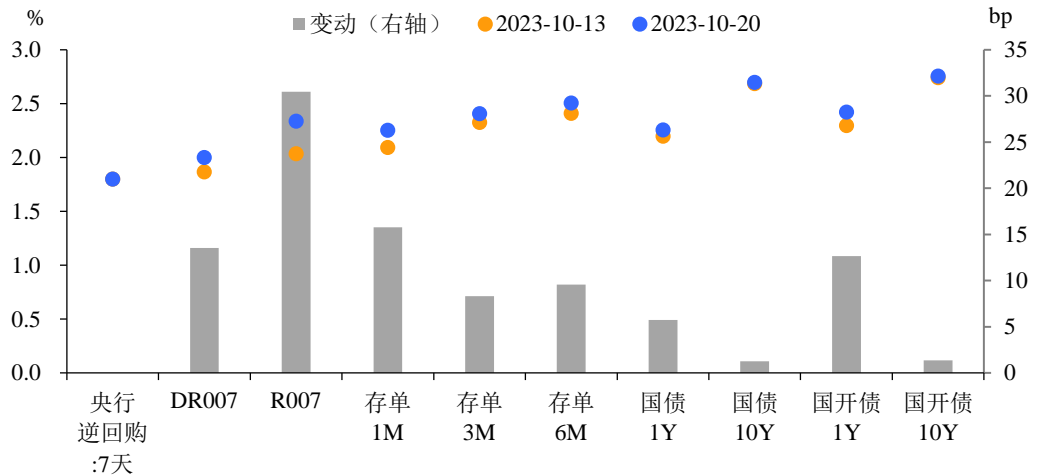


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面，税期前资金面收敛。本周 DR007 与 R007 周均值环比分别较节前一周回升约 14bp、30bp，均在政策利率上方运行，R007 周五涨破 3.0%。进入 10 月后票据利率较三季度中枢回落，本周内短端票据利率小幅上行。10 月为缴税大月，税期前夕央行加大流动性投放力度，并超量续作 MLF，本周实现逆回购净投放近 8000 亿元。质押

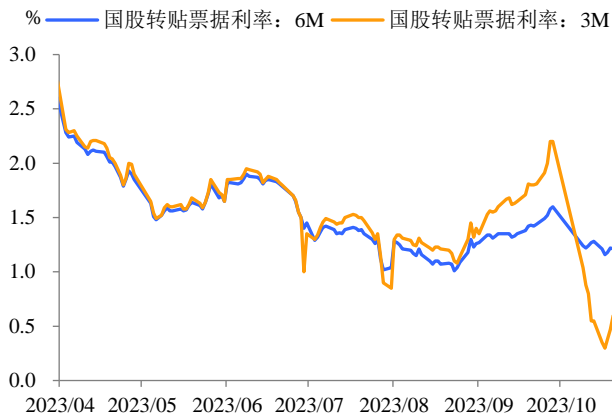
式回购成交量周五回落至 7 万亿元水平之下，债市杠杆率周五降至 107.6%水平。

图39：广谱利率变动



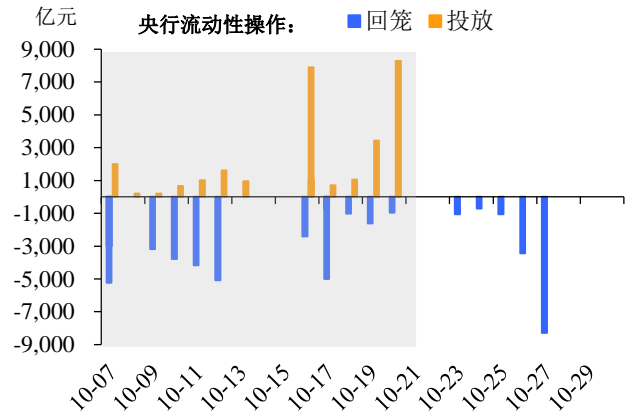
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：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

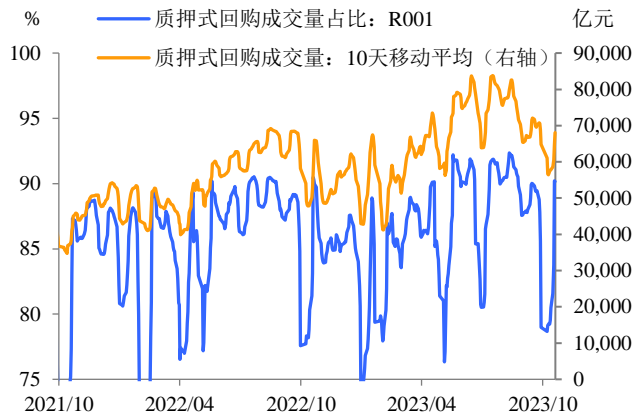
图41：税期前央行加大流动性投放



注：灰色区域为历史操作

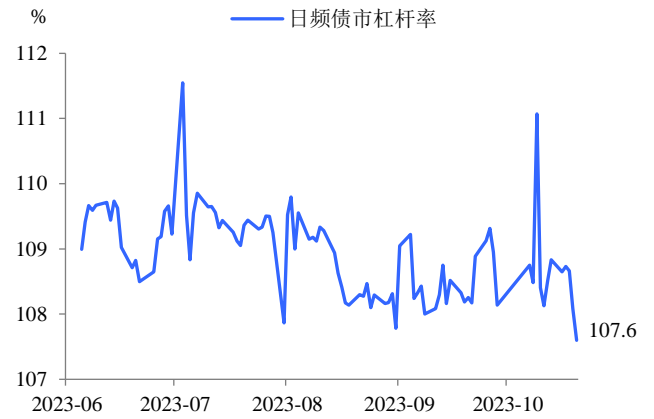
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42: 质押式回购成交量回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 债市杠杆率税期前回落



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; 信贷投放量不及预期。

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>