



地方债务风险化解或已加快

——宏观周报（20231030-20231105）

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **核心观点：今年地方政府债务风险化解已在推进。**本周召开的中央金融工作会议对防范化解金融风险特别重视，地方债风险化解可能会进一步加快。10月以来，各地积极推动特殊再融资债券发行工作，目前全国25省市已累计发行超万亿元，估计下一阶段还会继续发行，以缓解短期偿债压力，同时也有助于清偿企业账款，改善投资预期。此外，人大已批准增发1万亿元国债，全部划转地方使用，也可有效增强地方财力。估计银行等金融机构也将通过拉长债务期限、降低利息支出等方式缓解地方债务压力。整体上看，通过财政、金融、政府等方面多措并举，地方政府债务风险有望加快化解，经济稳定发展的基础在好转。本周，美联储维持政策利率不变，表态偏鸽。A股北向资金由流出转为小幅流入，国内企业继续增持回购，上证指数上涨0.43%。
- **特殊再融资债发行积极，25省市已累计发行超万亿。**中央金融工作会议强调，要建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。近期各地特殊再融资债券发行积极，截至11月3日，共有25个省区市累计发行特殊再融资债券1.04万亿元。其中，西南、东北地区发行规模较大，云南、内蒙古均超千亿，贵州、辽宁超800亿，结构性、区域性特征明显。相较普通再融资债，特殊再融资债主要用于偿还纳入政府债务管理的存量债务本金，将隐性债务置换为显性债务，可有效化解地方隐性债务风险，缓解短期偿债压力。9月，国常会审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，本轮特殊再融资债券的发行也有助于清理偿还过去拖欠的企业账款，减轻企业经营负担，改善企业投资预期。另外，人大批准增发1万亿元国债也将增强地方财力。
- **金融机构或将加大地方债务化解力度。**今年政府工作报告提到“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担”，中央金融工作会议提及“金融系统要切实提高政治站位”。我们认为，对于银行等金融机构，未来可能通过拉长债务期限、降低债务支出等方式，缓释部分区域的偿债压力，以实现“时间换空间”化解地方债务压力的目标。
- **此前，我国共进行了三轮地方债务置换工作。**第一轮（2015-2018年）：截至2014年末，地方政府存量债务为15.4万亿元，已批准发行的债券为1.06万亿元，剩余14.34万亿元为非债券形式的债务。2015-2018年，全国共发行12.2万亿元地方置换债，用于置换2014年底确认的非政府债券形式的政府债务。截至2018年末，非政府债券形式的存量政府债务余额为3151亿元，债务置换工作基本完成，实现了政府债务结构的优化。第二轮（2020年12月-2021年6月）和第三轮（2021年10月-2022年6月）主要通过发行特殊再融资债券来置换隐性债务。其中，第二轮债务置换工作累计发行约6243亿元特殊再融资债券，重点用于贵州、辽宁等财力相对较弱地区建制县的隐性债务风险化解。第三轮累计发行约5040亿元特殊再融资债券，重点用于发达地区的全域无隐性债务试点。
- **本周房地产销售环比有所好转，但PMI不及预期。资金面压力较上周有所缓解；A股整体表现稳健；外资、内资均净流入。**11月3日当周，DR007平均利率为1.963%，较上周小幅下行5.34个BP。上证指数涨0.43%，申万31个行业中上涨的行业有15个，传媒（5.13%）、电子（4.32%）、食品饮料（4.27%）、农林牧渔（1.94%）、医药生物（1.67%）涨幅居前。本周北向资金累计净买入5.56亿元，融资余额累计净买入136.46亿元（截至11月2日）。其中，11月3日当日，北向资金净买入71.08亿元，为9月22日以来单日最大净买入额。
- **风险提示：地缘政治风险；政策落地不及预期的风险；海外金融事件风险。**

正文目录

1. 地方政府债务化解有望提速.....	4
2. 美联储再度暂停加息	6
3. 资金与市场表现.....	6
4. 国内经济高频跟踪	7
5. 重要事件	10
6. 行业周观点汇总.....	12
7. 下周关注	16
8. 风险提示	16

图表目录

图 1 地方政府性基金收入与土地出让收入增速, %	4
图 2 地方政府债务余额及增速, 亿元, %	4
图 3 全国特殊再融资债券发行规模, 亿元	5
图 4 各地特殊再融资债券发行规模, 亿元	5
图 5 全国置换债券发行规模, 亿元	5
图 6 非政府债券形式的存量政府债务, 亿元	5
图 7 美国 CPI 同比, %	6
图 8 美国联邦基金目标利率, %	6
图 9 申万一级行业周涨跌幅 (2023/10/30-2023/11/03)	7
图 10 北向资金、融资余额与上证指数, 亿元, 点	7
图 11 北向资金当日净买入金额, 亿元	7
图 12 十大城市周均地铁客运量, 万人次	8
图 13 国内国际航班执飞, 架次	8
图 14 BDI 指数, 点	8
图 15 各地水泥价格, 元/吨	8
图 16 南华工业品与农产品指数, 点	9
图 17 主要农产品价格, 元/kg	9
图 18 PTA 开工率, %	9
图 19 纯碱开工率, %	9
图 20 江浙织机开工率, %	9
图 21 半钢胎开工率, %	9
表 1 行业周观点	12

1. 地方政府债务化解有望提速

10月30日至31日，中央金融工作会议在京举行。会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。

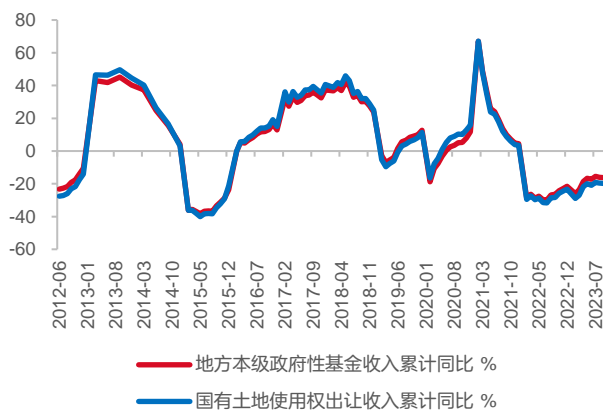
本次会议对防范化解金融风险的重视程度较历次会议偏高。受房地产市场下行影响，近两年地方政府土地出让收入明显减少，地方财政压力较大。截至9月，地方政府性基金收入累计同比-16.3%，其中国有土地使用权出让收入累计同比-19.8%，仍处低位调整阶段；地方政府债务余额为38.9万亿元，累计同比增长12.1%。

特殊再融资债发行积极，25省市已累计发行超万亿。7月政治局会议明确提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。近期各地特殊再融资债券发行积极，中国债券信息网数据显示，截至11月3日，共有25个省区市累计发行特殊再融资债券1.04万亿元。其中，西南、东北地区发行规模较大，云南、内蒙古均超千亿，贵州、重庆、广西、辽宁、吉林超600亿，结构性、区域性特征明显。相较普通再融资债，特殊再融资债用于偿还纳入政府债务管理的存量债务本金，将隐性债务置换为显性债务，可有效化解地方隐性债务风险，缓解短期偿债压力。

清偿企业账款或将提速，有助于改善企业投资预期。9月，国常会审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，省级政府要对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，解开企业之间相互拖欠的“连环套”，央企国企要带头偿还，努力做到应清尽清。本轮特殊再融资债券的发行不仅有利于推动化解各地隐性债务，也有助于清理偿还过去拖欠的企业账款，减轻企业经营负担，改善企业投资预期。

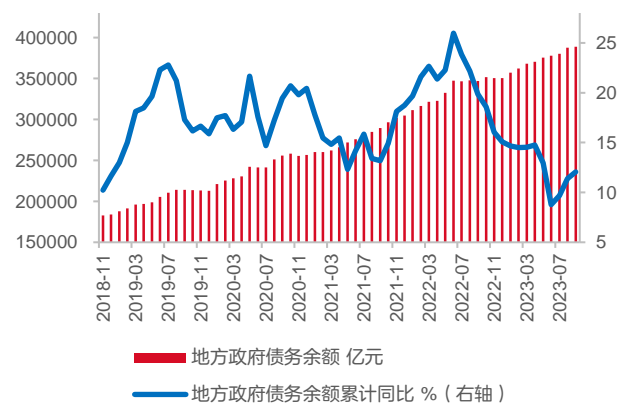
金融机构有望促进地方债务化解。今年政府工作报告提到“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担”，中央金融工作会议提及“金融系统要切实提高政治站位”。我们认为，对于银行等金融机构，未来可能通过拉长债务期限、降低债务支出等方式，缓释部分区域的偿债压力，以实现“时间换空间”化解地方债务压力的目标。

图1 地方政府性基金收入与土地出让收入增速，%



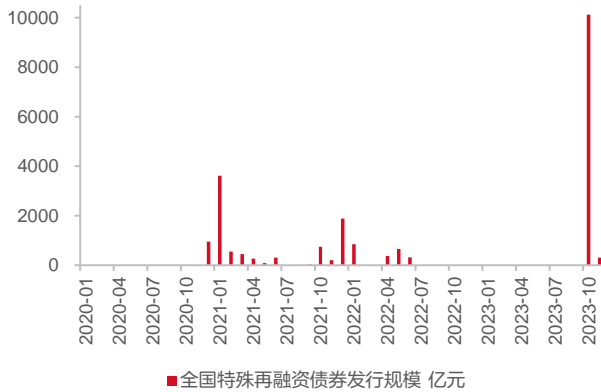
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 地方政府债务余额及增速，亿元，%



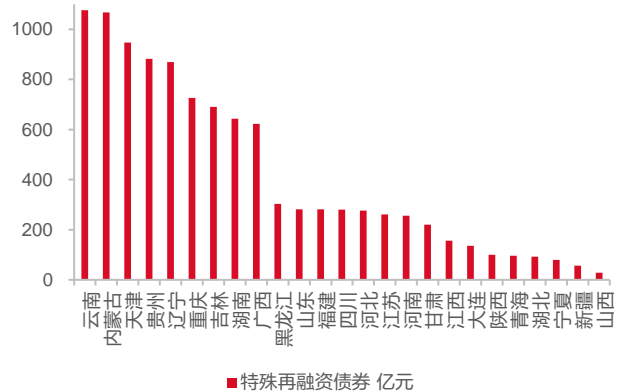
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 全国特殊再融资债券发行规模，亿元



资料来源：企业预警通，东海证券研究所

图4 各地特殊再融资债券发行规模，亿元



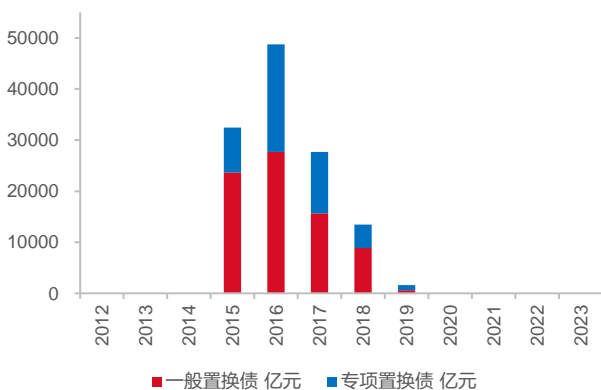
资料来源：企业预警通，东海证券研究所

此前，我国共进行三轮地方债务置换工作以化解地方债务风险：

第一轮（2015-2018年）：2014年，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，对截至2014年末尚未偿还完毕的债务进行甄别，并提出“对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务，通过三年左右的过渡期，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换，过渡期截止时间为2018年8月底。”财政部数据显示，截至2014年末，地方政府存量债务为15.4万亿元，过去已批准发行的债券为1.06万亿元，剩余14.34万亿元为非债券形式的债务。¹2015-2018年，全国共发行12.2万亿元地方置换债，用于置换2014年底确认的非政府债券形式的政府债务。截至2018年末，非政府债券形式的存量政府债务余额为3151亿元，本轮债务置换工作基本完成，实现了政府债务结构的优化。

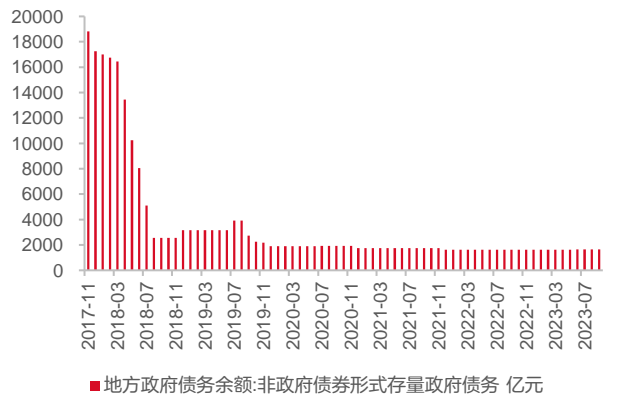
第二轮（2020年12月-2021年6月）和第三轮（2021年10月-2022年6月）主要通过发行特殊再融资债券的形式来置换隐性债务。其中，第二轮债务置换工作累计发行约6243亿元特殊再融资债券，主要集中于贵州、辽宁等财力相对较弱、债务负担较重的地区，重点用于建制县隐性债务风险化解。第三轮债务置换工作累计发行约5040亿元特殊再融资债券，多集中于北京、上海、广东等经济发达地区，重点用于全域无隐性债务试点。

图5 全国置换债券发行规模，亿元



资料来源：企业预警通，东海证券研究所

图6 非政府债券形式的存量政府债务，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

¹ 来源：财政部，https://finance.ifeng.com/a/20151228/14139697_0.shtml

2.美联储再度暂停加息

11月1日，美联储召开议息会议，维持政策利率不变，联邦基金利率的目标范围保持在5.25%-5.5%，符合市场预期，这是美联储本轮加息以来的第二次按兵不动。鲍威尔在新闻发布会上表示，将通胀持续降至2%的过程还有很长的路要走。决策者可能会在下个月的会议上加息，但也可能结束紧缩行动。对于目前货币政策是否已经实现“足够的限制性”以使通胀回到2%的目标，鲍威尔并没有信心。

从美国经济运行情况来看，三季度美国实际GDP年化环比增长4.9%，9月非农就业人数新增33.6万人（后下修至29.7万人），均超出市场预期。我们认为，加息的滞后效应可能将逐步显现，未来美国经济可能减速。鲍威尔表示，随着长期债务的到期，加息对经济的影响将逐步显现。鲍威尔答记者问时也承认了控制通胀需要更弱的经济和就业，就业走强、通胀降低可能无法长期持续。

图7 美国CPI同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 美国联邦基金目标利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

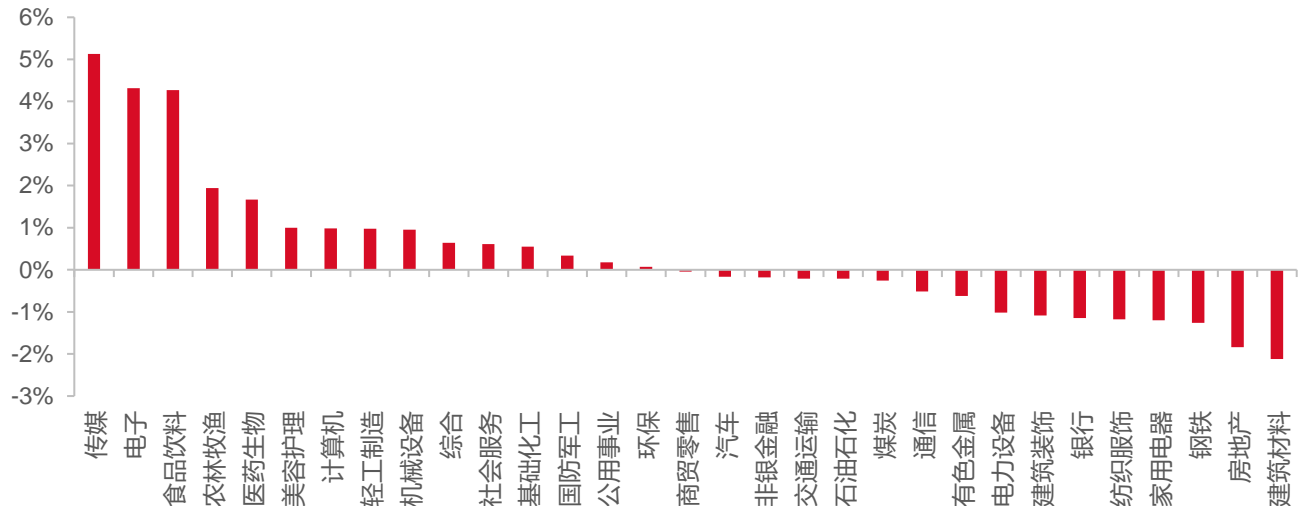
3.资金与市场表现

本周资金面压力较上周有所缓解，公开市场净回笼近万亿。11月3日当周，DR007平均利率为1.963%，较上周小幅下行5.34个BP。当周逆回购投放1.898万亿元，净回笼9260亿元。

A股整体表现稳健。11月3日当周，申万31个一级行业中上涨的行业有15个，其中传媒（5.13%）、电子（4.32%）、食品饮料（4.27%）、农林牧渔（1.94%）、医药生物（1.67%）涨幅居前；建筑材料（-2.12%）、房地产（-1.84%）、钢铁（-1.26%）、家用电器（-1.20%）、纺织服饰（-1.17%）跌幅居前。

本周外资、内资均净流入。11月3日当周，上证指数上涨0.43%，北向资金累计净买入5.56亿元，融资余额累计净买入136.46亿元（截至11月2日）。其中，11月3日当日，北向资金净买入71.08亿元，为9月22日以来单日最大净买入额。

图9 申万一级行业周涨跌幅 (2023/10/30-2023/11/03)



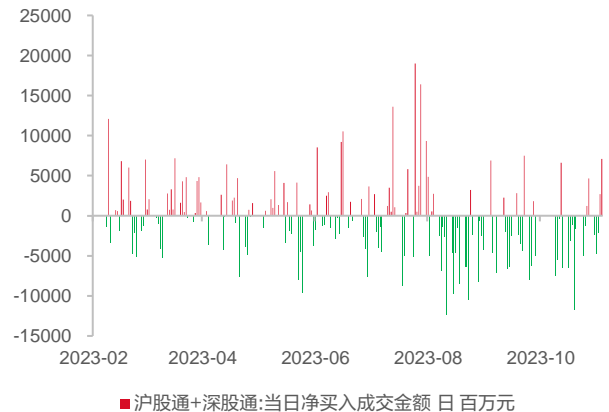
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 北向资金、融资余额与上证指数, 亿元, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 北向资金当日净买入金额, 亿元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.国内经济高频跟踪

地产: 销售稳中有升, 一线城市有所回落, 二三线城市表现较好。

本周 30 城商品房成交面积环比升 1.2%, 同比 2022 年-1.8%, 同比 2021 年-19.5%。从各能级城市来看, 一线城市成交面积环比-15.7%, 同比-19.6%; 二线城市环比 5%, 同比 19.8%; 三线城市环比 13.3%, 同比-28.7%。本周 30 城楼市成交活跃度整体稳中有升, 结构上, 一线城市成交有所回落, 二三线城市表现较好。

消费出行: 地铁客运量继续平稳; 国内客运航班环比略有下降; 电影票房收入和观影人次环比回落, 同比仍高增; 受“双 11”促销活动带动, 快递物流业务量继续增长。

本周十大城市地铁客运量环比微降 (-1.4%), 绝对量仍维持高位。国内航班执飞架次环比下降 3.62%, 国际航班执飞架次环比基本持平。电影票房收入、观影人次环比均降约 3.5 成, 同比分别增 1 倍、1.09 倍。全国主要快递企业分拨中心吞吐量指数周均环比升 4.24%,

整车货运流量指数环比升 1.08%。近期受“双 11”促销活动带动，快递物流相关行业有望保持较高景气度。

外需：BDI 指数环比降幅较前值扩大。

本周 BDI 指数环比-23.1%，环比降幅较上周扩大，外需景气度有所回落。

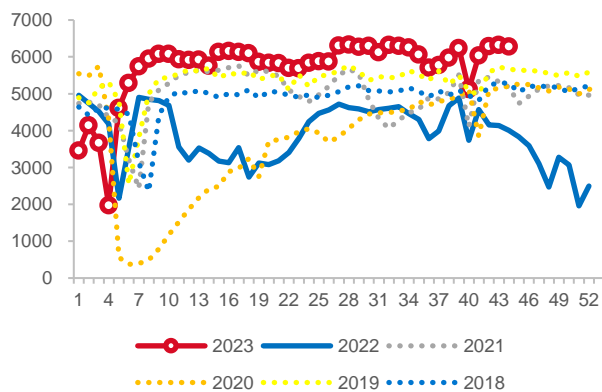
物价：南华工业品、农产品指数环比小幅回升；螺纹钢价格保持平稳；华东、西北水泥价格环比继续上升；水果价格环比略升，蔬菜、猪肉、鸡蛋价格环比回落。

工业品方面，南华工业品指数环比 0.82%，螺纹钢期货结算价格环比 2.88%。各地水泥价格涨跌不一，其中华东、西北水泥价格环比分别上涨 0.2%、0.5%，西南水泥价格环比-1%，华北水泥价格持平。农产品方面，南华农产品指数环比 0.62%；7 种重点水果价格环比小幅上涨 0.73%；28 种重点蔬菜、猪肉、鸡蛋价格环比分别回落 3.85%、1.77%、1.43%。

生产：上游 PTA 开工率环比小幅下降，下游开工率基本平稳。

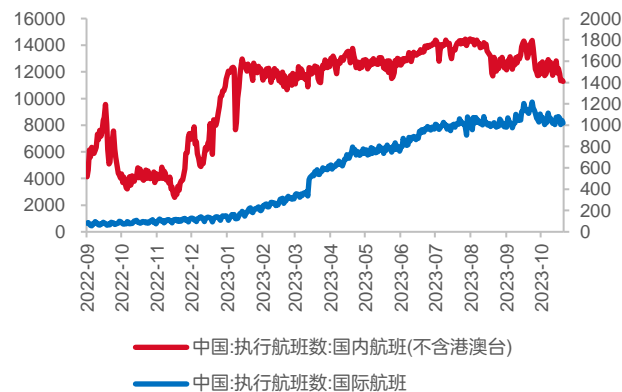
上游 PTA 开工率环比降 0.51%；中游纯碱开工率环比降 1.51%，浮法玻璃开工率环比升 0.24%；下游江浙织机开工率环比升 0.2%，半钢胎开工率环比降 0.1%，全钢胎开工率环比降 3.3%。

图12 十大城市周均地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 国内国际航班执飞，架次



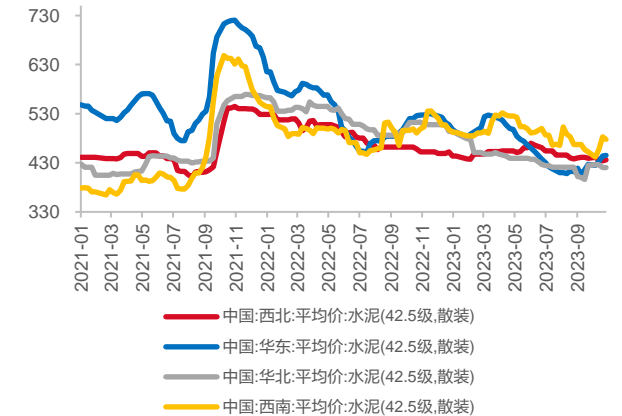
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 BDI 指数，点



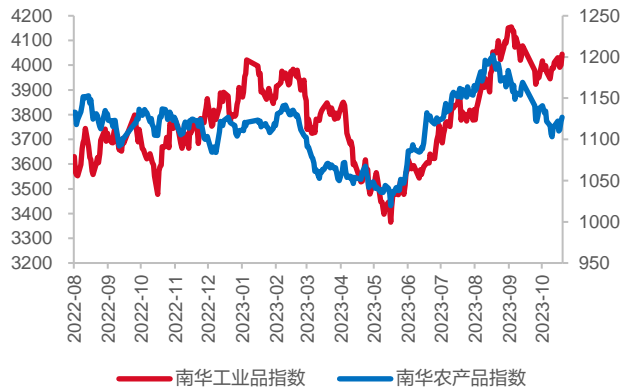
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 各地水泥价格，元/吨



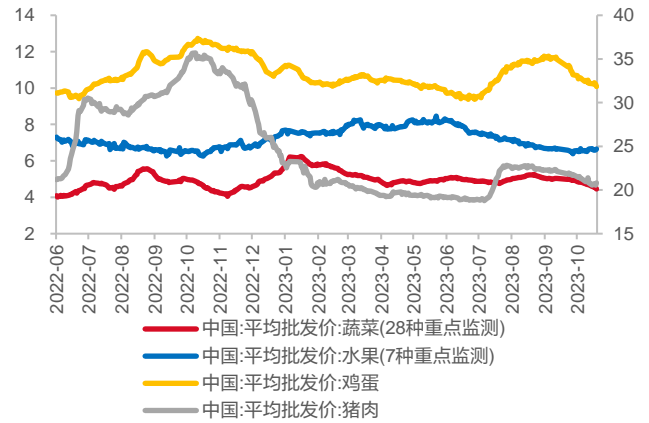
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 南华工业品与农产品指数，点



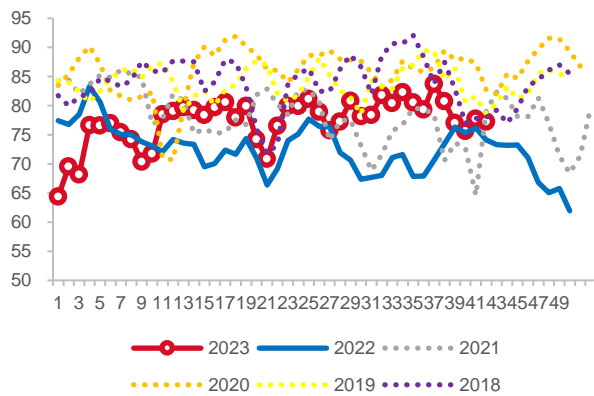
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 主要农产品价格，元/kg



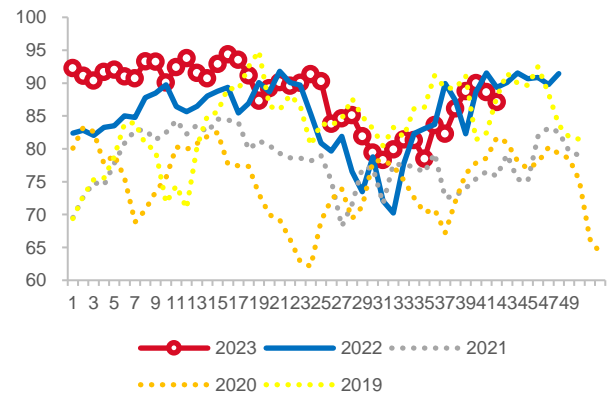
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 PTA 开工率，%



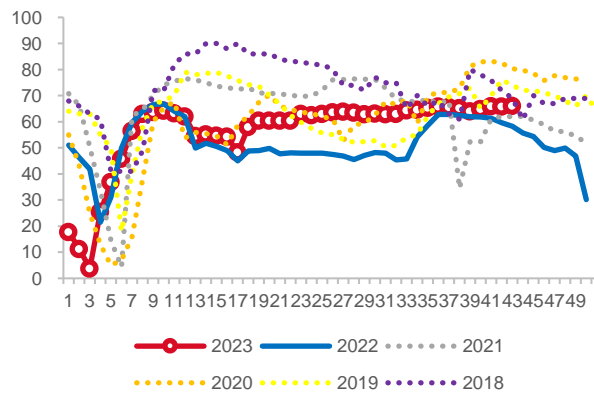
资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 纯碱开工率，%



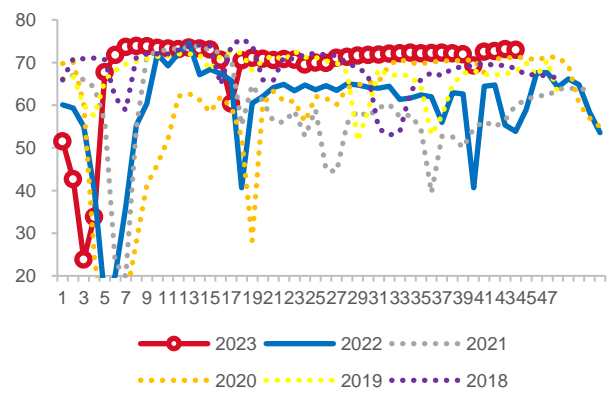
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 江浙织机开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 半钢胎开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.重要事件

1.2023 年中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行

会议指出，要始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。要完善金融宏观调控，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区。建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。维护金融市场稳健运行，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。

中央金融工作会议一般为当前和未来 5 年的金融工作做出部署。我们认为，今年会议重点在优化金融高质量服务、金融供给侧结构性改革、加强监管防范化解风险三个方面。下一阶段，地方政府债、房地产风险等化解可能会加快，金融监管可能会加强，金融市场和金融机构估计会按照实体经济的要求和自身运行规律得到完善提高。会议通稿对资本市场着墨较多，权益市场估计会更受重视。对当前货币政策，会议强调“保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”，估计货币会保持相对宽松，融资利率可能还会继续下行。

（信息来源：新华社）

2.美联储召开议息会议

美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，但为以后加息以继续降低通胀保留了可能性。美联储主席鲍威尔在会后举行的新闻发布会上表示：“将通胀率持续降至 2% 的过程，还有很长的路要走。”他强调，该央行尚未就 12 月的会议做出任何决定，并表示，委员会将始终采取他们认为当下最合适的做法。鲍威尔称，决策者可能会在下个月的会议上加息，但也有可能结束紧缩行动。他指出，他还没有信心判断，目前的货币政策是否具有足够的限制性以使通胀回到美联储 2% 的目标。

（信息来源：美联储）

3.国家统计局公布 10 月官方 PMI 数据。10 月，制造业 PMI 为 49.5%，前值 50.2%；非制造业 PMI 为 50.6%，前值 51.7%

10 月，制造业 PMI 结束连续 4 个月环比回升之势，主要分项指标均有回落。制造业供给端表现相对较好；需求端回落相对较大。价格指数高位回落，其中基础原材料价格降幅较大，企业成本压力或有所缓解。结构上，装备制造业需求环比回升是亮点，小企业新订单指数也环比回暖。非制造业方面，服务业和建筑业景气水平均有回落。服务业内部分化较为明显，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度较高，但批发业和金融业出现季节性回调。建筑业回落 2.7 个百分点，但仍保持稳定增长，楼市需求有所回暖，基建活动稳定发力。往后看，伴随冬季到来，消费品制造、石油等行业需求或将进一步释放，近期增发国债支持基建等稳增长措施也有望带动投资回升，经济回稳向好有基础，但还需巩固。

（信息来源：国家统计局）

4.美国总统拜登在白宫会见到访的中国外交部长王毅

王毅表示，此次访问目的就是同美方沟通，切实落实两国元首重要共识，在重返巴厘岛基础上，面向旧金山，推动中美关系止跌企稳，尽快回到健康稳定发展轨道。拜登阐述重视

对华关系的立场，表示美方愿同中方保持沟通，共同应对全球性挑战。访问期间，王毅还同美国国务卿布林肯举行两轮会谈，同美国总统国家安全事务助理沙利文进行了战略沟通。

（信息来源：外交部）

5. 财政部引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险长周期考核

财政部印发商业保险公司绩效评价办法，将经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，3年周期指标为“3年周期净资产收益率（权重为50%）”，当年度指标为“当年净资产收益率（权重为50%）”。

（信息来源：财政部）

6. 国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》

国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》，适用于在中华人民共和国境内依法设立的商业银行。商业银行各级资本充足率不得低于如下最低要求：（一）核心一级资本充足率不得低于5%。（二）一级资本充足率不得低于6%。（三）资本充足率不得低于8%。办法提出，商业银行的杠杆率不得低于4%。系统重要性银行在满足上述最低杠杆率要求的基础上，还应满足附加杠杆率要求。国内系统重要性银行的附加杠杆率要求由中国人民银行会同国家金融监督管理总局另行规定。

（信息来源：国家金融监督管理总局）

7. 中国-东盟自贸区 3.0 版第四轮谈判日前在印尼万隆举行

双方积极落实中国-东盟领导人会议共识，推动在本轮谈判中就经济技术合作章节达成一致，并深入推进数字经济、绿色经济、供应链互联互通、货物贸易、投资、中小微企业等领域磋商，进一步扩大经贸领域相互开放，拓展新兴领域互利务实合作。

（信息来源：新华社）

8. 日央行放松利率上限

10月31日，日本央行在货币政策会议上决定，将允许长期利率一定程度上超过1%上限。日本央行未改变将短期利率设为负0.1%的负利率政策，以及将长期利率引导至0%左右的YCC框架。

日央行微调YCC上限，但继续货币宽松，上调近2年增长预期和通胀预期。日央行仍顾虑通胀可持续性风险，2023年内可能仍维持YCC框架。日央行对于长期国债收益率波动的容忍区间扩大，超过预期区间时可能出手干预。由于本次微调不及预期，但仍有前瞻意义，日元汇率一波三折，市场定价日央行可能于2024年开始加息。

（信息来源：日本央行）

9. 欧元区三季度 GDP 同比增速低于预期

欧元区第三季度GDP初值同比升0.1%，预期升0.2%，二季度终值升0.5%，二季度初值升0.6%；环比降0.1%，预期持平，二季度终值升0.1%，二季度初值升0.3%。

欧洲面临多重阻力。加息使经济承压。与此同时，出口需求走软正在抑制工业发展，各国政府开始撤销支持能源的措施，以削减债务水平。

（信息来源：欧央行）

10. 欧元区 10 月通胀低于预期

欧元区 10 月 CPI 初值同比升 2.9%，创 2021 年 7 月以来低位，预期升 3.1%，9 月初值、终值均升 4.3%；环比升 0.1%，预期升 0.3%，9 月初值、终值均升 0.3%。

欧元区 10 月核心 CPI 初值同比升 5%，预期升 5.1%，9 月初值、终值均升 5.5%；环比升 0.2%，9 月初值、终值均升 0.2%。

由于通胀低于前值和预期，欧央行继续加息的可能性不大。

（信息来源：欧央行）

6.行业周观点汇总

表1 行业周观点

行业	周观点及标的（2023/10/30-2023/11/05）	联系人	电话
FICC	<p>海外流动性拐点初现</p> <p>1. 鸽派预期升温，美债利率及美元明显回落。本周美国多项数据释放鸽派信号，10 年期美债利率回落 27bp 至 4.57%，美元回落至 105。1) FOMC11 月利率决议维持政策利率按兵不动。鲍威尔暗示加息周期接近结束，指向美债利率已为强弩之末。2) 美国财政部发布了四季度美国政府债拍卖计划，总规模大幅低于预期，债券供给对美债冲击最大阶段或已过去。3) 10 月美国非农就业数据大幅低于预期，10 月美国失业率升至 3.9%。劳动力市场降温推动市场利率下行。</p> <p>2. 中美利差收窄，人民币汇率小幅升值。本周美债利率的大幅回落推动中美利差收敛，10Y 中美利差由 220bp 降至 190bp，套息逻辑下对人民币汇率形成明显支撑，USDCNH 报收 7.28。本周截至 11 月 5 日据 CME FedWatch 预测，12 月美联储加息 25bp 概率仅为 4.8%，联邦基金目标利率仍维持 5.25-5.50% 区间的概率为 95.2%。故美联储年内可能不再加息。当前而言，美债对经济数据的偏空已有定价，短期可能维持震荡。中期我们判断仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好，中长期因素对人民币汇率亦偏积极。</p> <p>3. 国内利率有所下行。债市对于前期供给扰动及复苏定价后，本周 10 年期中债收益率下行 4bp 收于 2.66%。10 月 31 日跨月及对于政府债发行承接的资金面压力，银行间市场质押式回购利率出现大幅上行，跨月过后，阶段性“钱荒”或将缓解，资金利率中枢重回正常区间。</p> <p>4. 金价再返“2000”，油价震荡回落。贵金属而言，巴以冲突摩擦及美联储鸽派预期发酵，国际金价震荡偏强，再回 2000 美元/盎司。原油方面，受经济前景拖累，本周布油降 4% 报收 85 美元/桶，但英美货币紧缩触顶预期对后市油价或有支撑。</p> <p>风险提示：美国通胀回落速度不及预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期。</p>	李沛	18201989766
			S0630520070001
家电	<p>1. 国内扫地机份额有进一步集中的趋势，线上 CR3 超 70%，关注石头科技。公司基于强大的研发能力实现产品性价比的把控，毛利率依然较为稳定。海外方面，由于基数、新品、自身运营能力的提升，销售有望持续改善。</p> <p>2. 白电公司业绩稳健，估值处于底部区间，建议关注美的集团、海尔智家、海信家电。</p> <p>3. 关注三花智控。公司已在制冷电器零部件领域确立了领先地位，空调电子膨胀阀等产品市场占有率全球第一。着眼长期，公司将在汽车热管理领域持续发展</p>	王敏君	18810137073
		S0630522040002	

集成化组件，推动单车价值量上行；此外，积极布局机器人（机电执行器）等新产业。

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；市场需求波动风险。

石油
石化

巴以冲突短期拉高原油价格，OPEC+持续收缩原油供应，作为应对美国页岩油产量再次强势增长，虽出行高峰期已结束供需有所改善，但预计四季度全球原油供需仍将维持紧张，以中国为首的经济体有望维持2023年原油消费，油价将维持相对高位，资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企将迎来价值回归，如：**中国石油、中国海油**；以及整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如**海油工程、中海油服**；同时天然气持续低迷将利好国内轻烃一体化龙头，如**卫星化学**；高油价凸显煤制烯烃优势，如**宝丰能源**。

风险提示：地缘政治不稳定；政策变化带来的风险；项目建设进度不及预期。

张季恺

S0630521110001 15620941880

冬储带动化肥补库需求，关注自有磷矿石相关企业

化工

1. 化肥农药：冬储来临，下游补库工作开启叠加海外地缘风险带动肥料备库需求，磷肥价格有望维持高位；磷矿石供给趋紧，相关自有磷矿资源企业有望受益。钾肥补库需求开启，国内氯化钾价格较上月底同比上涨，海外钾肥价格稳定，工厂库存持续回落。农药方面，除美国外的其他海外重要市场库存已基本回到合理水平，预计农药产品供需关系将逐步改善。建议关注：**川恒股份、云天化、亚钾国际、广信股份和润丰股份**等。

2. 化纤：三季报验证化纤景气修复，龙头桐昆股份和新凤鸣业绩改善明显，长期看行业产能投放集中有序，海外印度等需求仍有较大提升空间。建议关注目前估值历史相对底部的**桐昆股份、新凤鸣**。

3. 国产替代技术突破：润滑油添加剂、特种工程塑料和芳纶等高端产品国产替代进程加速，建议关注国内相关细分龙头企业：**瑞丰新材、泰和新材、蓝晓科技**等。

风险提示：产品价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险；政策变化的风险。

吴骏燕

S0630517120001 13775119021

张晶磊

建材

本周新房成交面积环比持续上涨，同比降幅扩大；二手房成交面积环比降幅收窄，同比持续正增长；土地市场环比量升价跌，溢价率环比上涨三季报出炉，验证相关龙头韧性，建议关注：浮法玻璃龙头**旗滨集团**和拟收购嘉宝莉布局涂料业务的**北新建材**，以及其他传统龙头，**东方雨虹、兔宝宝、三棵树、海螺水泥、华新水泥**等。

风险提示：政策落地不及预期；原材料成本上涨。

吴骏燕

S0630517120001 17701635056

食品
饮料

1. 白酒：本周贵州茅台宣布上调出厂价格约20%，预计将对公司业绩带来增量。此次提价有望带动白酒行业市场扩容，提振市场信心。当前板块估值较低，建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒**等。

2. 大众品：关注成本压力改善，产品创新突出，渠道拓展力强的标的，建议关注**盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、安井食品、干味央厨、新乳业**等。

风险提示：政策影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响；食品安全的影响。

姚星辰

S0630523010001 13661571036

商社+
美护

1. 化妆品：双十一国产龙头表现亮眼，海外品牌下滑。我们认为随着国货品牌力、产品力、研发力以及性价比不断提升，消费者对国货产品认知和需求不断加大，国产化化妆品空间较大，建议关注优质龙头国货公司。

2. 医美：医美进入传统旺季，需求有望持续回暖，同时供给端不断进步。长期来看，供需双发展、渗透率提升、合规化趋严、国产替代率提升的仍为医美赛道的主旋律，推荐关注积极布局医美赛道的**江苏吴中**。

3. 酒店：头部酒店受益于连锁化率的提升以及单体酒店转型，基本面有望持续

任晓帆

S0630522070001 18896572461

改善。当前板块估值处于相对底部，建议关注基本面优化带来的估值提升的**锦江酒店**以及**君亭酒店**等。

风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；行业景气度下行。

农林牧渔	<p>1. 生猪养殖。本周生猪价格小幅反弹后继续调整，仔猪价格持续跌破成本线，消费需求拉动偏弱，预计四季度产能继续去化。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注牧原股份、温氏股份、华统股份。</p> <p>2. 黄羽鸡：三季度以来黄羽鸡价格景气回暖，目前父母代存栏量处于近3年低位，黄鸡价格有望景气持续。建议关注立华股份。</p> <p>3. 种业：转基因品种审定落地，转基因商业化推广在即，龙头种企市场率有望进一步提升，建议关注大北农、隆平高科。</p> <p>风险提示：需求不及预期；疫病风险；政策风险。</p>	姚星辰	13661571036
		S0630523010001	
医药	<p>本周医药生物板块持续回暖上涨，跑赢大盘指数。前三季度板块总体营收实现上涨，细分板块业绩分化较大。建议结合三季报业绩披露情况，行业政策边际变化等，精选细分板块优质个股。建议关注个股：国际医学、普门科技、老百姓、特宝生物等。</p> <p>风险提示：政策风险；业绩风险；事件风险。</p>	杜永宏	13761458877
		S0630522040001	
汽车	<p>10月新能源汽车销量超预期，比亚迪、理想维持主力价格区间的强势表现，问界、小鹏、智己等受益新车型上量，环比大幅提升。预计重点新车型仍为汽车板块主要催化因素，继续关注：</p> <p>1. 华为汽车产业链：问界 M7/M9 持续热销，智界 S7 本月即将上市，华为智驾或持续赋能智选车型，关注华为汽车产业链中单车价值量较高的相关供应商保隆科技、华阳集团、星宇股份等。</p> <p>2. 特斯拉产业链：Cybertruck 交付在即，Model Q 发包逐步落地，海外增量有望释放，同时汽车/机器人业务协同打开向上空间，关注布局海外的核心供应商拓普集团、爱柯迪、旭升集团、新泉股份等。</p> <p>风险提示：汽车销量不及预期的风险；行业政策变化的风险。</p>	黄涵虚	18301888016
		S0630522060001	
机械	<p>机器人：工业机器人潜力逐步释放，厂商加快人形机器人布局。工业机器人核心零部件逐渐实现国产替代，国产龙头深挖长尾市场，加速推出行业整体解决方案，叠加销售渠道、性价比、售后服务等优势，有望持续提升市占率。内资企业积淀人形机器人技术储备，具备电机、丝杠等关键领域积累的企业有望积极把握市场机遇。建议关注国产工业机器人龙头埃斯顿，关注核心零部件企业如绿的谐波、鸣志电器、步科股份等。</p> <p>通用机械：顺周期景气度有望筑底回升，持续关注行业复苏情况。短期来看，国内宏观经济景气度回暖，下游整体需求有望边际改善。长期来看，推进自主可控、强链补链是大势所趋，政策引导有望助力国产替代。建议关注：通用减速机龙头国茂股份，数控刀具厂商华锐精密、数控机床板块的科德数控、纽威数控等。</p> <p>风险提示：宏观景气度回暖弱于预期；核心技术突破进度不及预期；原材料价格波动风险。</p>	王敏君	13817183771
		S0630522040002	
		商俭 梁帅奇	
银行	<p>1. 受存款定期化与外币存款成本上升影响，上市公司 Q3 净息差普遍收窄，利息收入增长继续放缓。受资本市场表现不佳、理财业务增长放缓、服务降费等影响，Q3 手续费及佣金收入表现也较为低迷。房地产与融资平台风险放缓，对整体资产质量影响不大，Q3 不良率普遍保持稳健。受计提力度边际减弱影响，拨备覆盖率普遍小幅下降。</p> <p>2. 去年 Q4 债市大幅波动，资金回流银行存款力度大，今年 Q4 存款重定价比例可能较大，对存款成本较为有利。此外，去年 Q4 中小银行投资表现受到债市波</p>	王鸿行	18217671854
		S0630522050001	

动负面影响较大，今年投资表现有望在低基数下实现高速增长。以上两个因素有望支撑 Q4 业绩弹性，中小银行受益更多。

3. 近期中央金融工作会议释放防范化解风险积极信号；商业银行资本新规较征求意见稿略宽松，平均资本充足率稳中有升。

4. 我们认为政府化债预期乐观+经济底部修复预期+中央汇金增持大行利于银行板块修复。建议关注国有银行及江浙地区银行（**宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行**）。

风险提示：宏观经济下行超预期；净息差大幅收窄；重点领域风险大幅上升。

电子行业三季报陆续发布，部分企业环比开始好转，甚至超预期，行业底部回暖信号进一步增强。此外，华为、小米手机发布，市场销量好转，终端消费有望复苏。建议积极关注手机催化下投资机会。建议：

1. 周期筑底的手机射频芯片卓胜微、唯捷创芯，CIS 芯片的韦尔股份、格科微，模拟芯片的圣邦股份、艾为电子，存储芯片的东芯股份、兆易创新。

TMT 2. 关注长期受益国产化、电动化、智能化的底部优质汽车芯片，推荐 MCU 的**芯科技**、功率器件的**宏微科技、斯达半导**。

3. 关注国产化加速趋势材料、设备，如**北方华创、中微公司、拓荆科技、中船特气、安集科技**。

风险提示：企业订单不及预期风险；行业周期继续下行风险；海外管制升级风险。

光伏：行业基本面继续处于加速向下状况，部分产能规划延缓，产业链价格持续向下，部分二三线厂商面临亏损，同时年底装机热潮不明显。积极层面上，从近期技术会议及相关顶刊等信息表明，多种技术路径突破明显。建议关注后续技术突破的放量窗口期及产能出清下龙头市占率提升。建议关注：**金博股份、奥特维、帝尔激光**。

锂电：10 月国内新能源汽车销量环比持平，同比+30%。各车企新产品持续推出，对市场销售结构形成有力支撑。建议关注动力电池龙头企业：**宁德时代、亿纬锂能**。

电新 储能：1) 本周储能招标市场热情回落，招标规模为 1.6GWh。2) 储能电站安全性要求提升叠加长时储能发展趋势，全钒液流电池迎发展良机，国内钒储能项目接连落地。建议关注已在钒电池领域率先布局拥有先发优势的企业：**钒钛股份、永泰能源**等。

风电：1) 本周陆风招标约 655MW，开标约 2692MW。2) 上海发布《深远海海上风电首期示范项目通航安全影响分析专题公开征集供应商公告》，有望为其他地区形成良好示范，国内海风深远海化发展有望提速。3) 国内海风项目建设受航道等限制性因素的影响逐步减弱，浙江、福建、江苏、广东各地海风项目建设持续推进，我们认为国内海风建设呈回暖态势，产业链相关企业正处交付拐点，静待海风放量。建议关注：**大金重工、泰胜风能**。

风险提示：全球宏观经济波动；上游原材料价格波动；风光装机量、新能源汽车需求不及预期。

方霁

S0630523060001 17521066505

周啸宇

S0630519030001 13651725192

资料来源：东海证券研究所

7.下周关注

- 1) 中国 10 月进出口数据;
- 2) 中国 10 月通胀数据;
- 3) 中国 10 月金融数据;
- 4) 欧元区 10 月服务业 PMI;
- 5) 欧元区 9 月 PPI 同比。

8.风险提示

- 1) 地缘政治风险，巴以冲突扩大影响，导致原油价格大幅上涨的风险。
- 2) 政策落地不及预期的风险，导致国内经济复苏偏慢。
- 3) 海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089