

宏观周报 20231112

特殊再融资债发行进行时，进度如何？

2023年11月12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

《通胀回升的难度在哪？》

2023-11-09

《美股还能乐观多久？》

2023-11-08

- 从9月底内蒙古吹响新一轮化债的“号角”之后，多省也相继跟进，特殊再融资债的发行提速。截至11月9日数据，新一轮特殊再融资债发行规模已逾1.25万亿元，此次特殊再融资债的发行规模似乎比上一轮化债更加“来势汹涌”。在这短短一个半月的时间里，特殊再融资债发行进行到什么地步了？后续发行空间还有多大？政策端又会如何为新一轮特殊再融资债发行“打配合”？根据近期发行情况来看，在此轮化债中偿债压力较大的省份特殊再融资债发行规模也更大，全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间，但需要中央统筹对限额空间进行再分配。四季度计划外的国债发行+“万亿”增发国债+“万亿”特殊再融资债=发债“高峰期”，在此情况之下央行降准“注水”的可能性极大。
- 多省“火力全开”发行特殊再融资债。自2023年9月26日内蒙古发布特殊再融资债相关信息以来，目前已有27个省级行政区发布了特殊再融资债发行规模，合计约达1.25万亿元。从“万亿”国债到“万亿”特殊再融资债，当前财政端发力程度可见一斑。
- 分省份来看，各省发债规模与其对应的偿债压力息息相关。新一轮化债开启，特殊再融资发行规模较大的贵州、云南、天津等省市，其对应的偿债压力也较大。而在上一轮化债支持下，北京、上海、广东等地区已成功完成了中央提出的全域无隐性债务试点工作，因此本次化债这些地区不再参与其中。
- 特殊再融资债发行空间还有多大？整体上看，目前已公布特殊再融资发行计划的27个省市对应的限额空间约有1.75万亿元，而现在总发行规模达1.25万亿元，这就意味着全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间。
- 不过部分省份特殊再融资债发行似乎“超载”了。虽然全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间，但已有部分省份特殊再融资债的发行规模超过了其原本的债务限额空间。这就意味着这些省份可能“借用”了其它省份的限额空间。我们在之前的报告《呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券》中就有提出，基于地方政府之间化债资源分布不均的情况，中央对地方政府债务限额空间进行统筹再分配的可能性很大。而这一模式并不乏先例——比如在2022年9月重庆市政府发布的《关于2022年市级预算调整方案的报告》中，就有提及财政部“结存限额按约70%比例由各省（区、市）留用，按约30%比例由中央收回用于各省（区、市）之间统筹调配”的要求。
- 面对四季度发债“高峰期”，政策端如何“打配合”？四季度债券发行可谓是“来势汹涌”，不仅有9月计划外的国债发行，同时又有1万亿元的增发国债，现在再加上新一轮特殊再融资债的开启发行，四季度发债规模被“一举冲高”。根据我们测算，四季度利率债的发行规模高达约7.0万亿元，与之相对的是2020-2022年同期利率债的供给量分别为4.3、4.8和5.5万亿元，可见今年四季度发债规模之大。基于这种债券攻击冲击对流动性造成紧张的局面，央行“出手相助”的可能性较大，预计11月央行或降准25bp来呵护资金面。
- 本周高频数据显示：汽车消费稳健，观影市场热度持续低迷；居民出行意愿仍居高位，“双11”网购高峰促使货运稳中趋升；商品房成交量低位大幅下降，二手房成交量维稳；工业生产整体加速中，但建筑业、汽车业生产减缓；食品价格略有企稳，国内工业品价格普遍上升；月初过后，连续数周的资金面收敛态势初见缓和。
- 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；政策对内需拉动效果不及预期。

内容目录

1. 特殊再融资债发行进行时，进度如何？	4
2. 周度高频跟踪	9
3. 风险提示	21

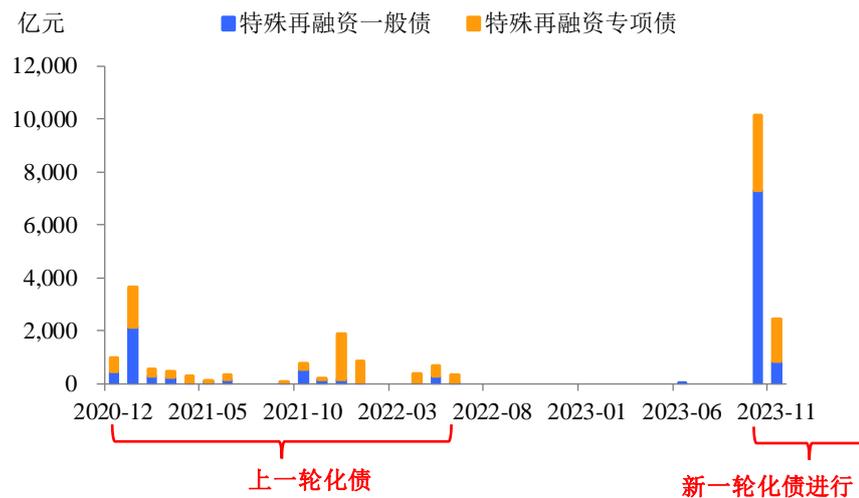
图表目录

图 1:	新一轮化债开启, 特殊再融资债发行规模比上一轮更大.....	4
图 2:	27 个省级行政区特殊再融资债总发行规模已超 1.25 万亿.....	5
图 3:	各省特殊再融资债发行规模与其对应的偿债压力相关.....	5
图 4:	已公布特殊再融资债发行计划的 27 个省市对应的总限额空间为 1.75 万亿元.....	6
图 5:	部分省份特殊再融资债发行规模超过原本的债务限额空间.....	7
图 6:	2023 年四季度利率债发行规模测算.....	8
图 7:	近一周 (11.6-11.12) 国务院领导活动轨迹一览.....	9
图 8:	十月汽车零售销量同比涨幅走阔.....	10
图 9:	观影热度平淡.....	10
图 10:	地铁客运量高位小幅回落.....	11
图 11:	地面交通人流量出现明显上升.....	11
图 12:	国内航班执飞班次小幅回落.....	11
图 13:	国际航班执飞班次出现向好迹象.....	11
图 14:	整车货运表现持续向好.....	12
图 15:	新房销售出现大幅下降.....	12
图 16:	二手房成交量淡季回落.....	13
图 17:	一、二线城市同比表现“各有千秋”.....	14
图 18:	土地成交面积回落至低位.....	14
图 19:	土地溢价率并未出现改观.....	14
图 20:	高炉开工率上升趋势明显.....	15
图 21:	煤炭吞吐量略有上升.....	15
图 22:	铁路货运量上升后转弯下降.....	15
图 23:	沿海七省电厂负荷率下滑延续.....	15
图 24:	近期粗钢生产下行延续.....	16
图 25:	螺纹钢库存下降.....	16
图 26:	磨机运转率略有下降.....	16
图 27:	沥青开工率略有下降.....	16
图 28:	沥青仍处于去库状态中.....	17
图 29:	水泥产能利用率转为下滑.....	17
图 30:	汽车钢胎生产略有下降.....	17
图 31:	PTA 开工率基本不变.....	17
图 32:	猪价持续回落.....	18
图 33:	农产品价格企稳.....	18
图 34:	螺纹钢与铁矿石指数回升.....	19
图 35:	水泥开始续升.....	19
图 36:	海外铜价上行.....	19
图 37:	原油价格回落.....	19
图 38:	广谱利率变动.....	19
图 39:	票据利率中枢略有回升.....	20
图 40:	11 月 MLF 到期量较大.....	20
图 41:	隔夜回购占比低位运行.....	21
图 42:	债市杠杆率回落.....	21

1. 特殊再融资债发行进行时，进度如何？

从9月底内蒙古吹响新一轮化债的“号角”之后，多省也相继跟进，特殊再融资债的发行提速。截至11月9日数据，新一轮特殊再融资债发行规模已逾1.25万亿元，此次特殊再融资债的发行规模似乎比上一轮化债更加“来势汹涌”。在这短短一个半月的时间里，特殊再融资债发行进行到什么地步了？后续发行空间还有多大？政策端又会如何为新一轮特殊再融资债发行“打配合”？根据近期发行情况来看，在此轮化债中偿债压力较大的省份特殊再融资债发行规模也更大，全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间，但需要中央统筹对限额空间进行再分配。四季度计划外的国债发行+“万亿”增发国债+“万亿”特殊再融资债=发债“高峰期”，在此情况之下央行降准“注水”的可能性极大。

图1：新一轮化债开启，特殊再融资债发行规模比上一轮更大

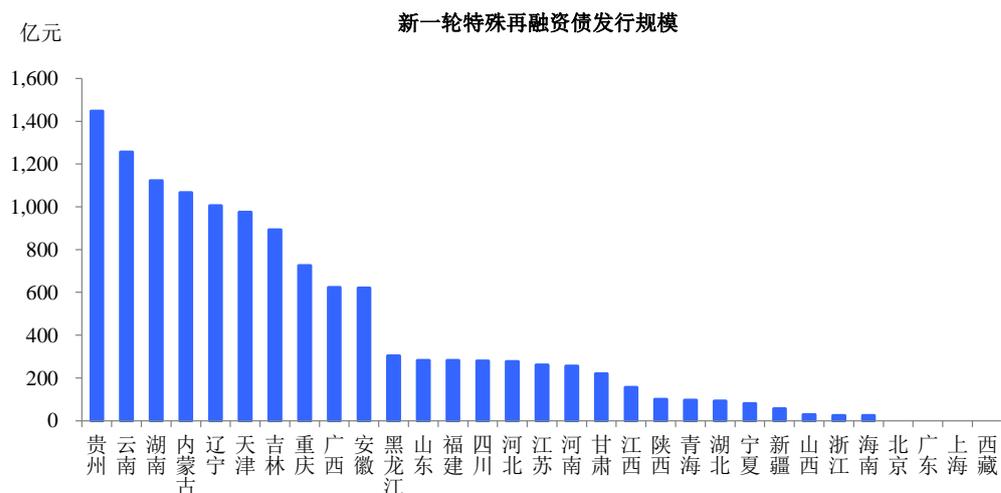


注：数据截至2023年11月9日。

数据来源：企业预警通，东吴证券研究所

多省“火力全开”发行特殊再融资债。自2023年9月26日内蒙古发布特殊再融资债相关信息以来，目前已有27个省级行政区发布了特殊再融资债发行规模，合计约达1.25万亿元。从“万亿”国债到“万亿”特殊再融资债，当前财政端发力程度可见一斑。

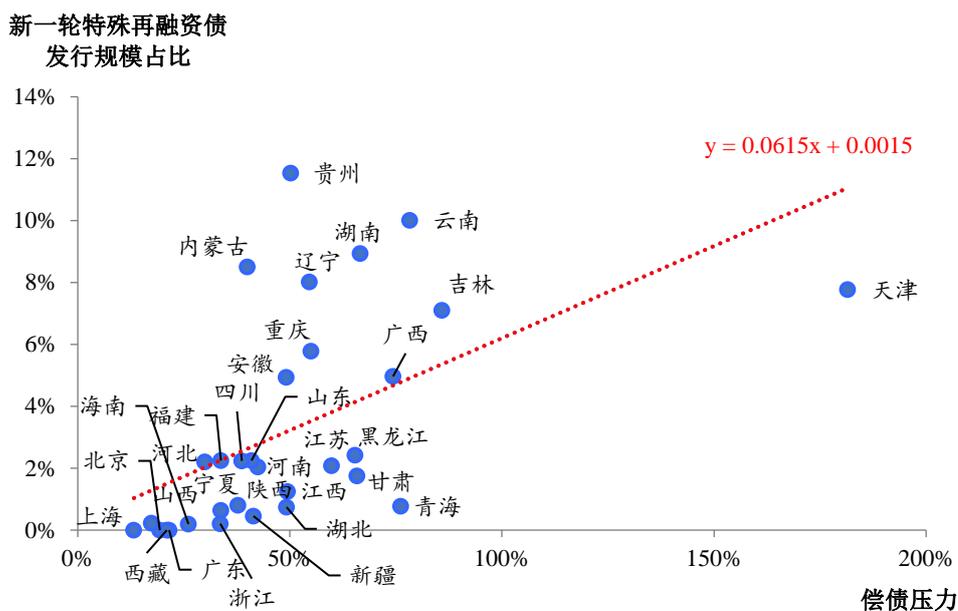
图2：27 个省级行政区特殊再融资债总发行规模已超 1.25 万亿



注：数据截至 2023 年 11 月 9 日。
 数据来源：企业预警通，东吴证券研究所

分省份来看，各省发债规模与其对应的偿债压力息息相关。新一轮化债开启，特殊再融资发行规模较大的贵州、云南、天津等省市，其对应的偿债压力也较大。而在上一轮化债支持下，北京、上海、广东等地区已成功完成了中央提出的全域无隐性债务试点工作，因此本次化债这些地区不再参与其中。

图3：各省特殊再融资债发行规模与其对应的偿债压力相关



注：特殊再融资债发行规模数据截至 2023 年 11 月 9 日。
 数据来源：Wind，企业预警通，东吴证券研究所

特殊再融资债发行空间还有多大？整体上看，目前已公布特殊再融资发行计划的 27 个省市对应的限额空间约有 1.75 万亿元，而现在总发行规模达 1.25 万亿元，这就意味着全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间。

图4：已公布特殊再融资债发行计划的 27 个省市对应的总限额空间为 1.75 万亿元

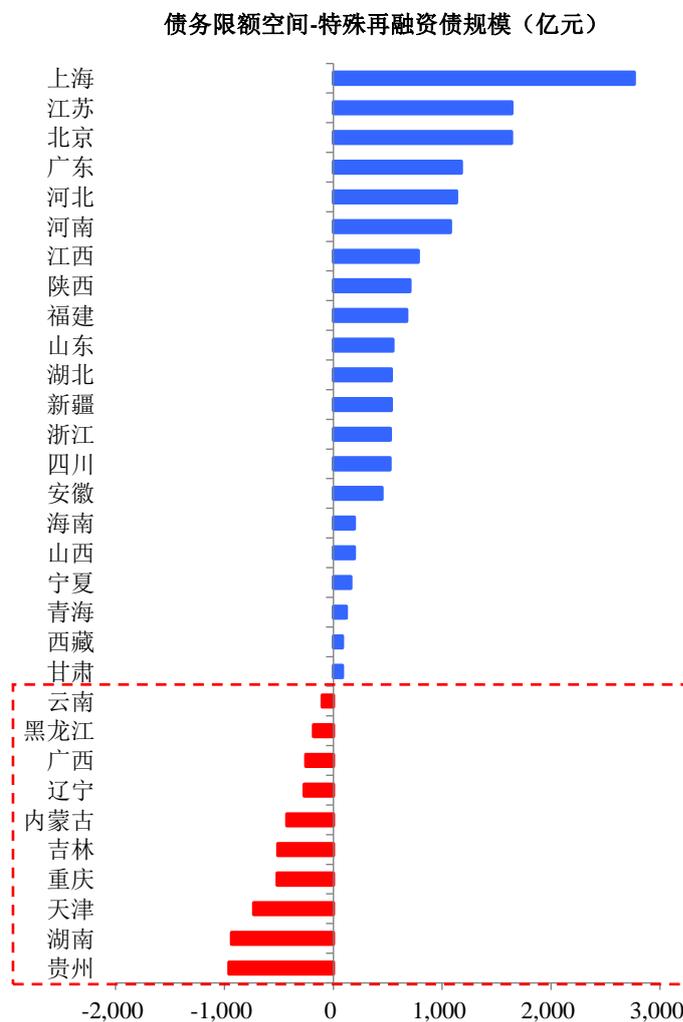
31个省、市、自治区一般债及专项债限额空间（单位：亿元）							
	一般债			专项债			总限额空间 (⑦=③+⑥)
	一般债限额 (①)	一般债余额 (②)	一般债限额空间 (③=①-②)	专项债限额 (④)	专项债余额 (⑤)	专项债限额空间 (⑥=④-⑤)	
上海	4868	3541	1326	6436	4997	1438	2765
江苏	8452	7391	1061	14142	13303	839	1900
北京	3294	2349	945	8908	8216	692	1637
河北	7454	6409	1045	9705	9340	365	1410
河南	6742	5748	993	9693	9356	337	1330
广东	8063	7302	760	18196	17780	415	1176
云南	6645	5753	892	6607	6345	262	1154
安徽	4743	4217	526	9628	9087	541	1067
福建	4110	3563	547	8748	8339	408	955
江西	4575	4044	531	7220	6816	404	935
山东	8025	7556	469	16391	16032	359	828
陕西	5194	4620	574	5396	5167	229	803
四川	7641	7177	464	10866	10528	338	802
辽宁	7443	6968	476	4275	4012	263	739
内蒙古	7127	6585	542	2852	2755	97	639
湖北	5807	5359	448	8718	8541	177	625
新疆	4426	3952	474	4010	3897	113	587
浙江	7684	7447	237	13033	12722	311	548
贵州	6895	6591	304	6067	5881	186	490
吉林	3895	3656	240	3654	3512	142	382
广西	4900	4663	238	5184	5051	133	370
甘肃	2569	2414	155	3822	3673	149	304
天津	2006	1995	11	6884	6651	234	245
宁夏	1674	1490	184	563	507	56	240
山西	3162	2984	178	3344	3302	42	220
海南	1826	1695	130	1878	1791	86	217
青海	2462	2324	138	799	721	78	216
重庆	3325	3180	145	6956	6891	65	210
湖南	7407	7220	187	8185	8185	0	187
黑龙江	4864	4766	98	2546	2525	21	120
西藏	447	391	56	198	169	29	85
已公布特殊再融资债发行计划省市对应的总限额空间							17520

注：标红且加粗省市表示这轮化债中已公布特殊再融资债发行计划的省市。

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

不过部分省份特殊再融资债发行似乎“超载”了。虽然全国范围来看特殊再融资债的发行尚有空间，但已有部分省份特殊再融资债的发行规模超过了其原本的债务限额空间。这就意味着这些省份可能“借用”了其它省份的限额空间。我们在之前的报告《呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券》中就有提出，基于地方政府之间化债资源分布不均的情况，中央对地方政府债务限额空间进行统筹再分配的可能性很大。而这一模式并不乏先例——比如在2022年9月重庆市政府发布的《关于2022年市级预算调整方案的报告》中，就有提及财政部“结存限额按约70%比例由各省（区、市）留用，按约30%比例由中央收回用于各省（区、市）之间统筹调配”的要求。

图5：部分省份特殊再融资债发行规模超过原本的债务限额空间



注：特殊再融资债发行规模数据截至2023年11月9日。

数据来源：Wind，企业预警通，东吴证券研究所

面对四季度发债“高峰期”，政策端如何“打配合”？四季度债券发行可谓是“来势汹涌”，不仅有9月计划外的国债发行、同时又有1万亿元的增发国债，现在再加上

新一轮特殊再融资债的开启发行，四季度发债规模被“一举冲高”。根据我们测算，四季度利率债的发行规模高达约 7.0 万亿元，与之相对的是 2020-2022 年同期利率债的供给量分别为 4.3、4.8 和 5.5 万亿元，可见今年四季度发债规模之大。基于这种债券攻击冲击对流动性造成紧张的局面，央行“出手相助”的可能性较大，预计 11 月央行或降准 25bp 来呵护资金面。

图6：2023 年四季度利率债发行规模测算

四季度利率债发行规模测算（单位：亿元）		
1、国债		注释
全年国债净发行额①	31600.00	即中央财政赤字目标
国债到期偿还量②	69662.32	
全年国债发行量③=①+②	101262.32	
前三季度国债发行量④	75466.10	
四季度国债发行量⑤=③-④	25796.22	
增发国债规模⑥	10000.00	1万亿元国债将在今年四季度增发，不过初步考虑在2023年安排使用5000亿元、结转2024年使用5000亿元
四季度国债总发行规模⑦=⑤+⑥	35796.22	
2、地方新增一般债		
全年新增一般债发行额⑧	7200.00	即地方财政赤字目标
前三季度新增一般债发行规模⑨	6490.00	
四季度新增一般债总发行规模⑩=⑧-⑨	710.00	
3、地方新增专项债		
全年新增专项债发行规模⑪	38000.00	每年年初财政预算案中会披露此数据
前三季度新增专项债发行规模⑫	34598.00	
四季度新增专项债总发行规模⑬=⑪-⑫	3402.00	
4、再融资债		
全年地方债到期量⑭	36508.35	用此当作全年普通再融资债的发行规模
前三季度普通再融资债发行规模⑮	29694.00	
四季度普通再融资债发行规模⑯=⑭-⑮	6814.35	
预计特殊再融资债发行规模⑰	15000.00	市场预期此轮特殊再融资债发行规模将达1.5万亿元；新一轮特殊再融资债从9月末开始发行，我们简单视为四季度开始发行
四季度再融资债发行规模⑱=⑯+⑰	21814.35	
5、政策性金融债（含国开债、进出口行债、农发债）		
前三季度政策性金融债发行规模⑲	42779.70	
历史前三季度政策性金融债累计发行进度⑳	84.0%	根据2018-2022年数据计算
预计全年政策性金融债发行规模㉑	50905.73	根据⑲、㉑进行计算
四季度政策性金融债发行规模㉒=㉑-⑲	8126.03	
四季度利率债总发行规模㉓=⑦+⑩+⑬+⑱+㉒	69848.61	

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

2. 周度高频跟踪

本周（11.6-11.12，下同）高频数据显示，汽车消费稳健，观影市场热度持续低迷；居民出行意愿仍居高位，“双11”网购高峰促使货运稳中趋升；商品房成交量低位大幅下降，二手房成交量维稳；工业生产整体加速中，但建筑业、汽车业生产减缓；食品价格略有企稳，国内工业品价格普遍上升；月初过后，连续数周的资金面收敛态势初见缓和。

推动科技创新，提高开放合作水平。本周首届“一带一路”科技交流大会开幕，国务院副总理丁薛祥强调要着力加强各国创新合作。国务委员谌贻琴、国务院副总理张国清分别在与世界技能组织主席汉弗莱斯、欧盟委员会委员布雷顿的会见中提及了“技能人才培养、产业转型升级”相关内容。另外，“开放合作”也是本周的关键词之一：在与各国代表会见交流的基础上，国务院副总理何立峰在香港国际金融领袖投资峰会中进一步阐述了深化与各国交往合作的重要性。

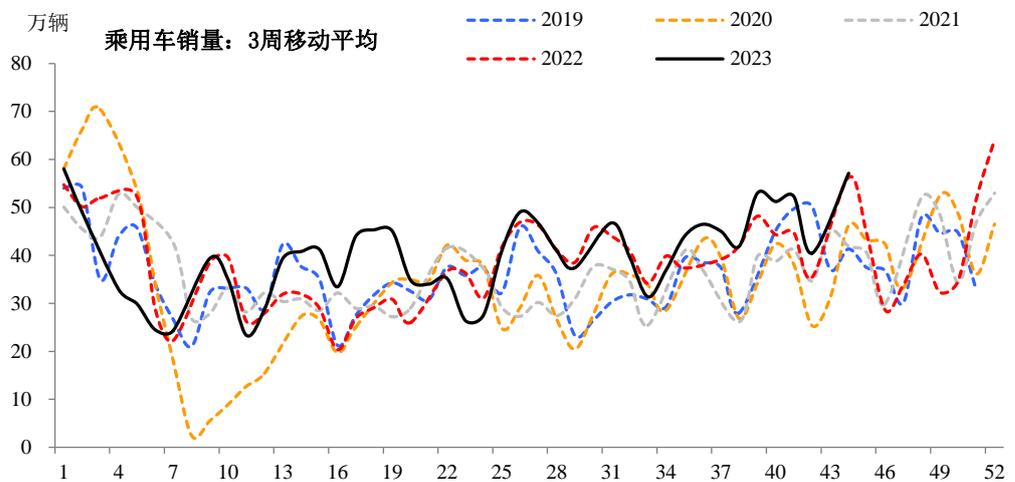
图7：近一周（11.6-11.12）国务院领导活动轨迹一览

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
2023/11/10	会见	国务院副总理张国清	北京	欧盟委员会委员布雷顿	中方愿同欧方一道，在 推动产业转型升级、促进数字经济发展 等方面深化务实合作，共同维护全球产业链供应链稳定畅通，携手应对数字治理等全球性挑战，更好助力中欧实现各自发展目标。
2023/11/9	会议	国务院副总理丁薛祥	/	今冬明春保暖保供工作电视电话会议	要着力抓好煤炭、天然气生产供应，稳住能源保供基本盘。充分发挥储备资源调节作用，扎实做好天然气储备工作。严格抓好能源中长期合同签订履约。优先保障居民生活用能，做好受灾地区群众的保暖保供工作。
2023/11/9	会议	国务院副总理张国清	江西南昌	“长江-伏尔加河”地方合作理事会第四次会议	中方愿同俄方一道，落实好两国元首达成的重要共识， 深化两地区交流合作 ，为中俄新时代全面战略协作伙伴关系增添新内涵。
2023/11/7	会谈	国务院总理李强	北京	澳大利亚总理阿尔巴尼斯	中方愿同澳方一道， 遵循经济规律，坚持市场原则 ，巩固加强能矿等传统领域合作，拓展绿色发展、数字经济、科技创新、健康产业等新兴领域合作，避免把经贸问题泛政治化、泛安全化，实现共赢发展，促进地区繁荣。
2023/11/7	会议	国务院副总理何立峰	/	香港国际金融领袖投资峰会	希望香港充分发挥优势和特点，着力加强自身建设，主动适应市场变化，继续保持国际化特色，巩固提升在国际金融领域地位， 深化同各国各地区更加开放、更加密切的交往合作 ，更好融入国家发展大局。
2023/11/7	会见	国务委员谌贻琴	北京	世界技能组织主席汉弗莱斯一行	中国政府 高度重视技能人才，着力培养技能人才队伍 。中方愿与世界技能组织密切合作，做好第48届世界技能大赛筹办工作，确保2026年在上海举办“富有新意、影响广泛”的世界技能大赛。
2023/11/6	会议	国务院副总理丁薛祥	重庆	首届“一带一路”科技交流大会开幕式	中国愿与共建国家携手努力，持续 深化“一带一路”科技创新合作 ，推动科技成果惠及各国人民。中方愿与各国共同构建创新伙伴关系、共同培育创新增长动力、共同营造开放创新生态、共同完善全球科技治理。
2023/11/6	会见	国务院副总理何立峰	北京	金融监管总局国际咨询委员会外方委员代表	双方就中国经济形势、金融改革开放和金融监管等议题交换了意见。
2023/11/6	会见	国务院副总理张国清	上海	伊朗第一副总统穆赫贝尔	中方愿同伊方一道努力，落实好两国领导人重要共识，推动中伊关系行稳致远。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

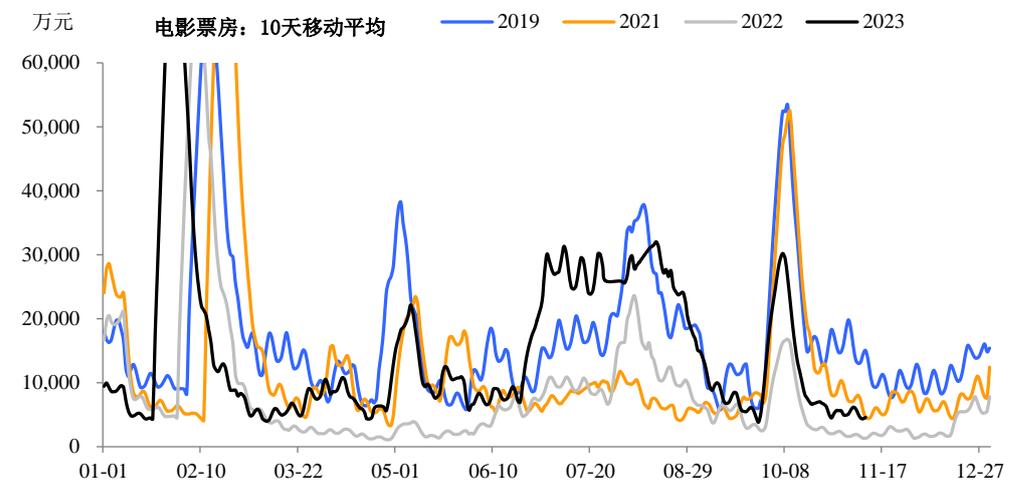
汽车消费稳健，观影市场热度持续低迷。10月23日至31日乘联社口径乘用车零售销量同比为-1%，环比9月同期下降19%，月末乘用车消费势头较月初减弱，人气较淡。乘联会初步统计，10月全月乘用车市场零售同比增长10%，涨幅较9月同比走阔，得益于10月车市促销持续增弹、新能源车的增长动力驱动环比走强、与楼市刺激政策下的消费回暖。观影方面，电影市场热度持续低迷，新片上映少，体量较弱，整体水平低于2019年和2021年。

图8：十月汽车零售销量同比涨幅走阔



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

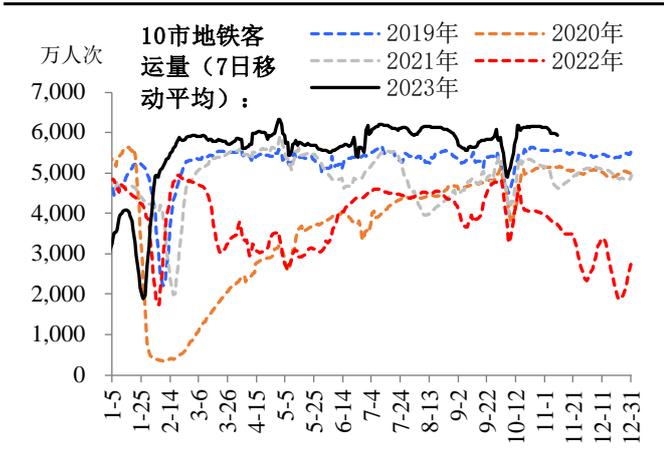
图9：观影热度平淡



数据来源：Wind，东吴证券研究所

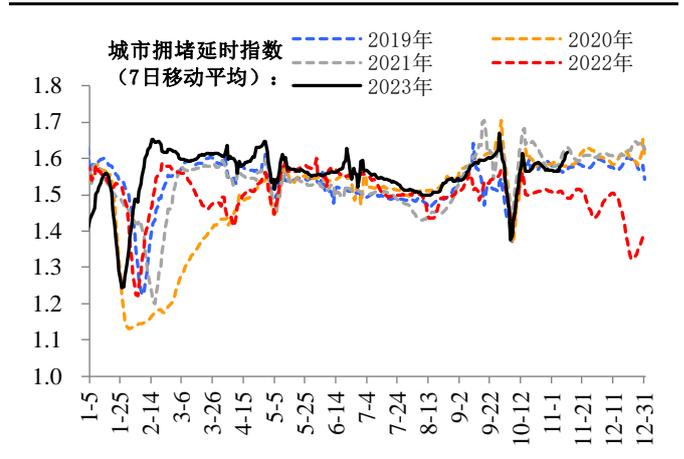
出行：客运与货运“比翼双飞”？本周地铁客运量仍处于近五年最高位，不过居民出行意愿较上周小幅“降温”，10市地铁客运量环比下降2.9%。**地面交通人流量的上升则更为“亮眼”：**本周地面人流量攀升，城市拥堵延时指数环比上升4.5%；同比来表现更佳，一反低位态势，直线逼近2021年同期水平。

图10：地铁客运量高位小幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

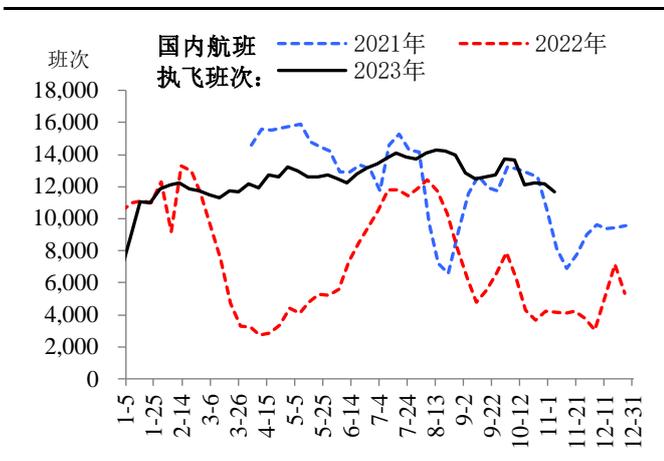
图11：地面交通人流量出现明显上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

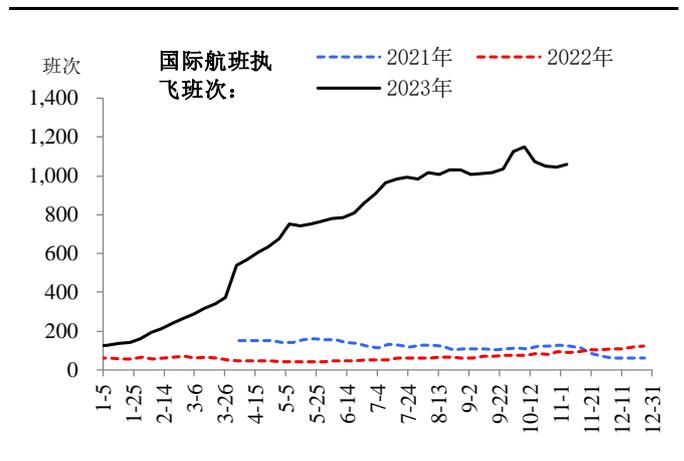
航空出行需求整体向好。近期，国内航班执飞班次虽环比小幅回落，但同比来看仍表现良好，并未出现历年的较大下降态势。中美直飞的多条航线在停飞3年后首次恢复，带动国际航班需求上升，国际航班执飞班次近期止跌反升，出现向好迹象。

图12：国内航班执飞班次小幅回落



数据来源：iFind，东吴证券研究所

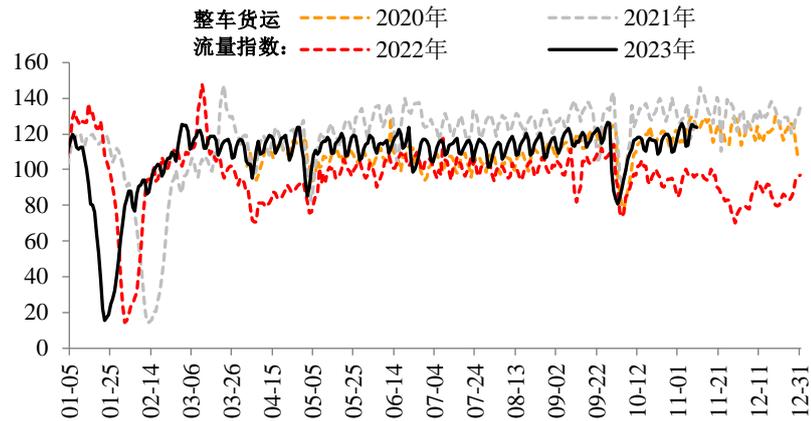
图13：国际航班执飞班次出现向好迹象



数据来源：iFind，东吴证券研究所

货运稳中趋升。“双11”网购高峰，各电商平台销量大幅上涨，货运需求持续上升。本周整车货运流量指数依旧向好，环比增加 2.8%；同比来看表现亦不逊色，保持在历年同期的较高位置。

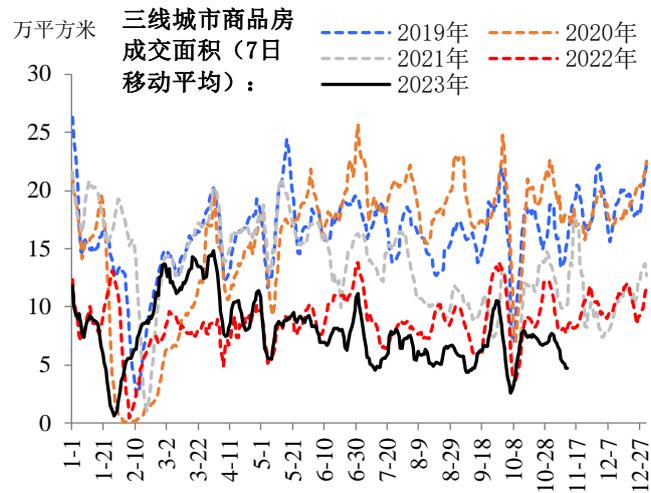
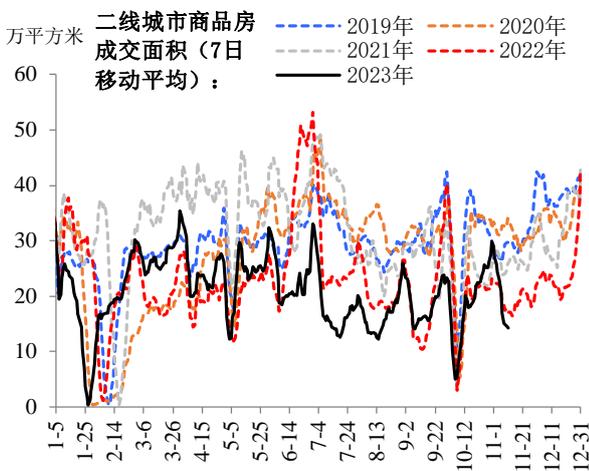
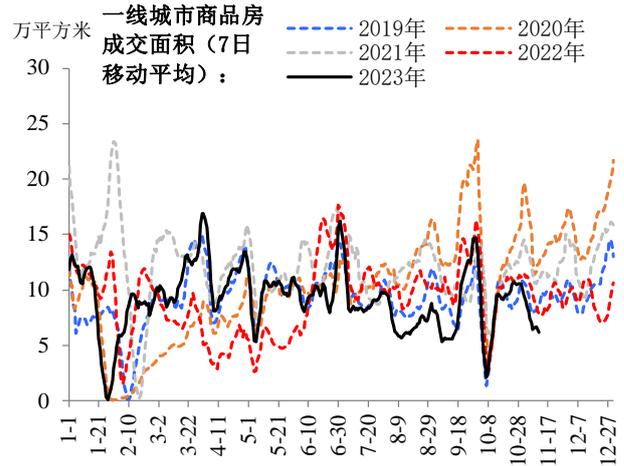
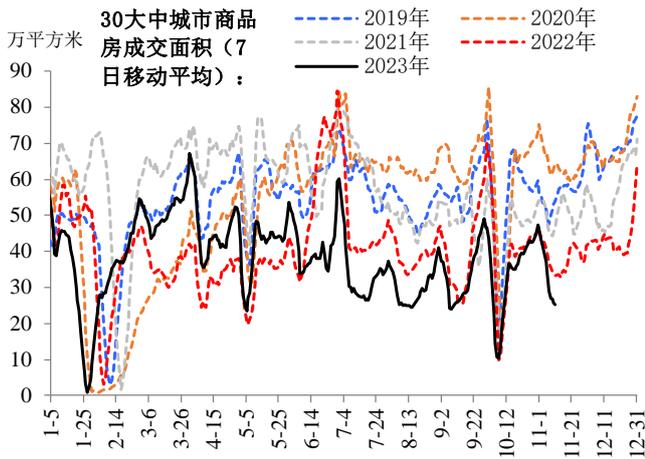
图14: 整车货运表现持续向好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房市场遭遇“寒流”，二手房成交量“逆风”维稳。居民购房意愿尚未明显修复，本周商品房成交量出现低位大幅下降。叠加季节性因素，本周 30 城商品房成交面积环比大幅下降 35.8%，一、二、三线城市出现全线下跌，新房成交面积分别环比大幅下降 22.4%、41.6%、31.2%。整体来看，供给端结构问题亟待解决，需求端政策传导不畅，购房者信心不足、观望情绪占主导地位，目前房地产调控政策的持续松绑还未能有效提振新房市场。

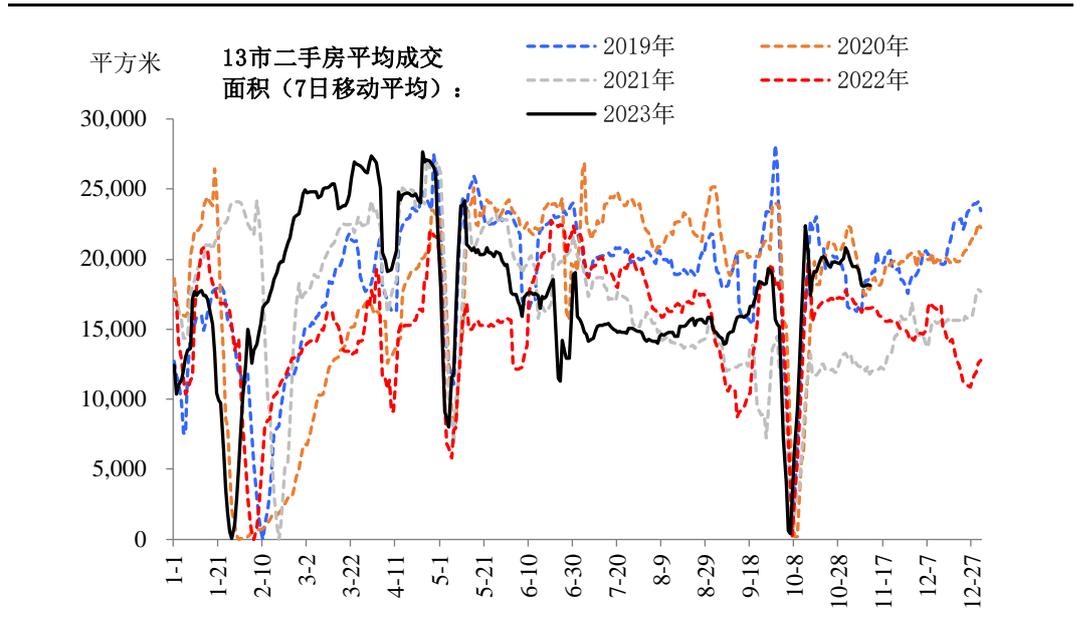
图15: 新房销售出现大幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

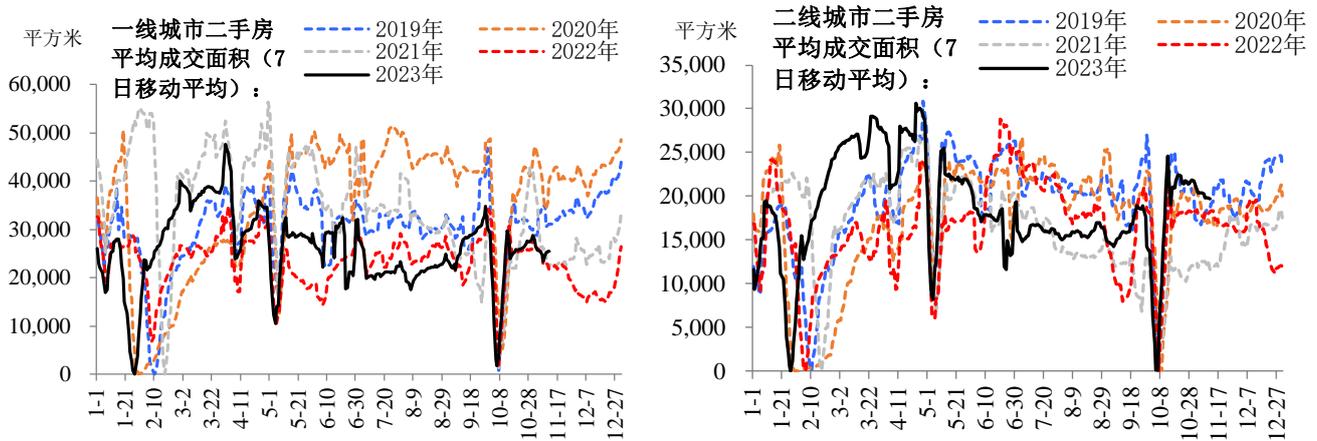
二手房市场“逆风”维稳。本周二手房市场维持平稳，整体表现优于新房市场。步入传统淡季，本周二手房成交量仅出现小幅“降温”：其中13市二手房成交面积环比下降3.6%，整体仍然位于历年同期较高位。分城市来看，10月以来二线城市二手房销量好于一线城市，不过单从本周来看一线城市二手房市场表现略佳：本周一线城市二手房交易虽环比小幅下降0.8%，但终于成功超过了2021年同期水平；二线城市成交量环比下降3.1%，本周下降幅度虽大于一线城市，但仍处于近五年高位。

图16：二手房成交量淡季回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：一、二线城市同比表现“各有千秋”

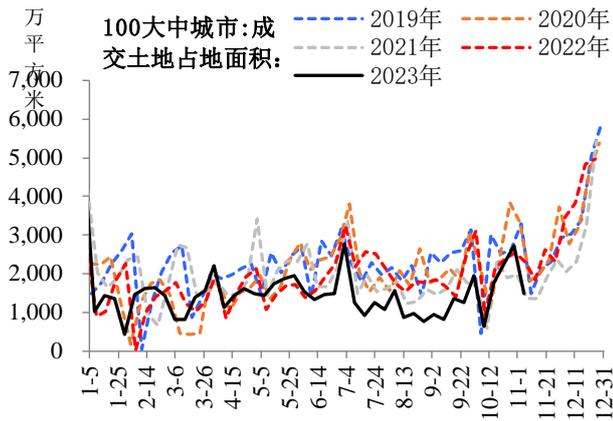


数据来源：Wind，东吴证券研究所

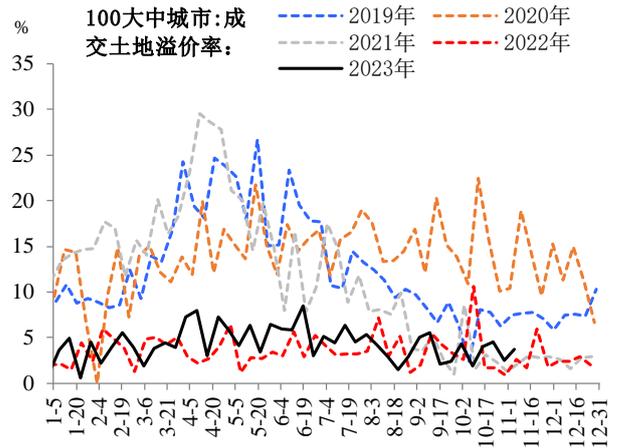
土地成交面积出现明显回落。房市并未出现明显好转，也导致了房企拿地信心的“遇冷”。目前土地成交量依旧处于近五年低位，100大中城市成交土地占地面积自11月以来较2022年下降28.7%，降幅明显扩大。土地溢价率也并未出现明显改观，与历史同期相比仍处于较低位。

图18：土地成交面积回落至低位

图19：土地溢价率并未出现改观



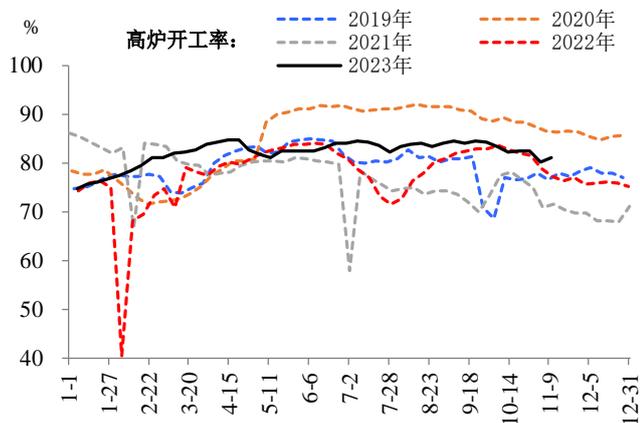
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

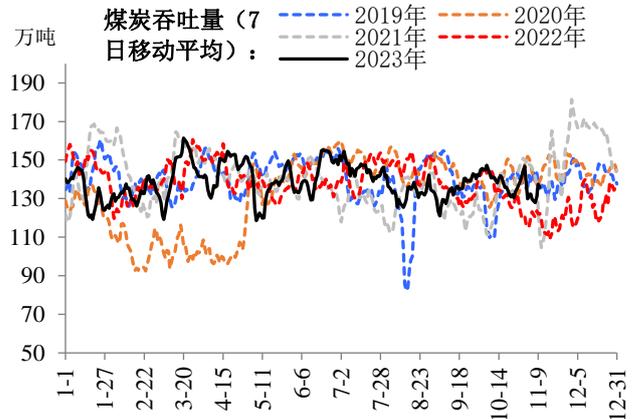
生产：工业生产加快中。近期工业端生产进度似乎在放缓，铁路货运量、沿海七省电厂负荷率均处于下行通道之中。不过本周工业生产端传来了“好消息”，一些综合性工业生产高频指标边际上行：本周高炉开工率明显上升，环比增加0.9pct；此外煤炭吞吐量也转跌为升，其周度环比增速录得2.8%。整体来看，我们认为本周工业生产恢复节奏小幅加快。

图20：高炉开工率上升趋势明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

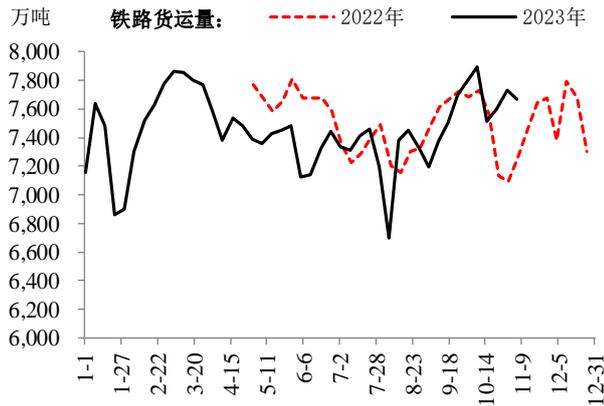
图21：煤炭吞吐量略有上升



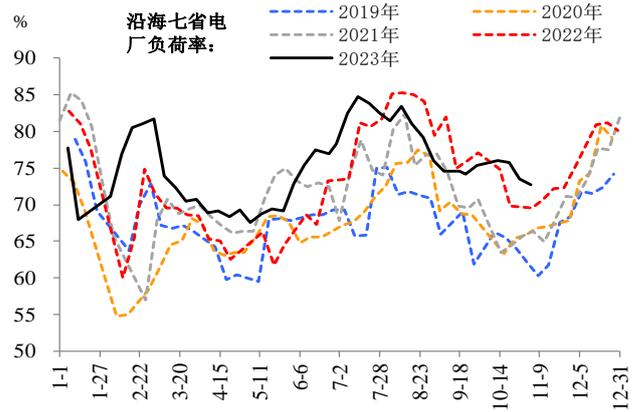
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：铁路货运量上升后转弯下降

图23：沿海七省电厂负荷率下滑延续



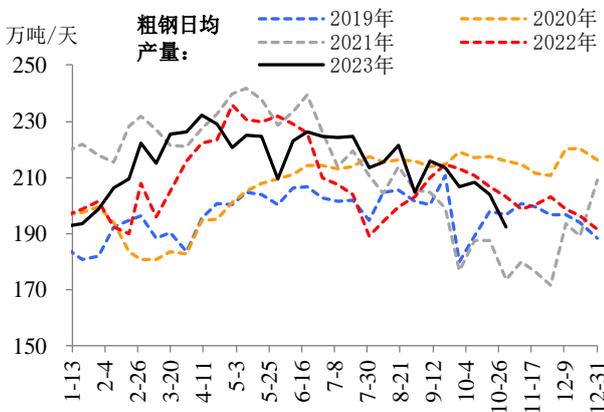
数据来源：iFind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

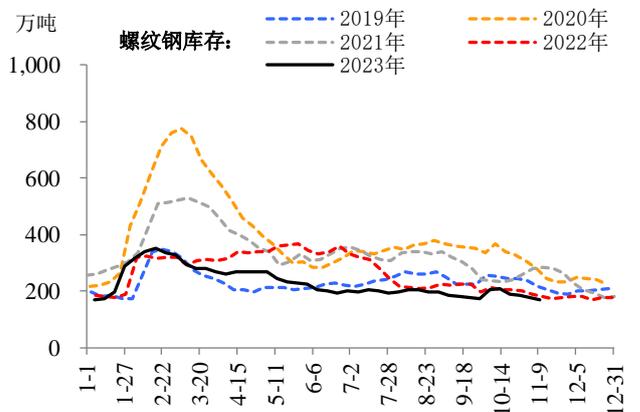
分行业来看，**建筑业生产节奏有所减缓**。由于新一轮国债增发对房地产、基建的拉动效果存在时滞，目前建筑业产需两端仍维持疲软态势。近期粗钢生产节奏持续下行，螺纹钢去库速度也在放缓。**沥青（更偏向交通基建）生产和水泥生产均有减缓**：**沥青方面**，本周沥青开工率环比下降1.5pct。**水泥方面**，近期磨机运转率处于下行通道中；本周水泥产能利用率也转为下滑，其环比增速为-1.1pct。

图24：近期粗钢生产下行延续



数据来源：Wind，东吴证券研究所

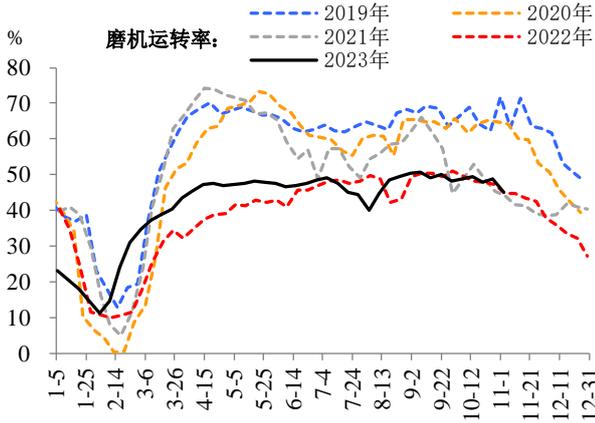
图25：螺纹钢库存下降



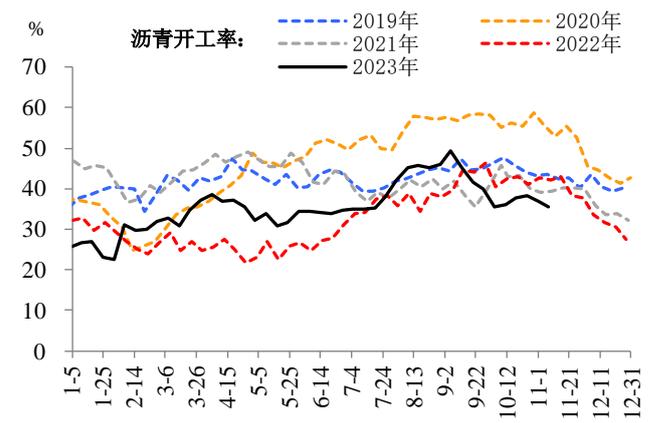
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：磨机运转率略有下降

图27：沥青开工率略有下降



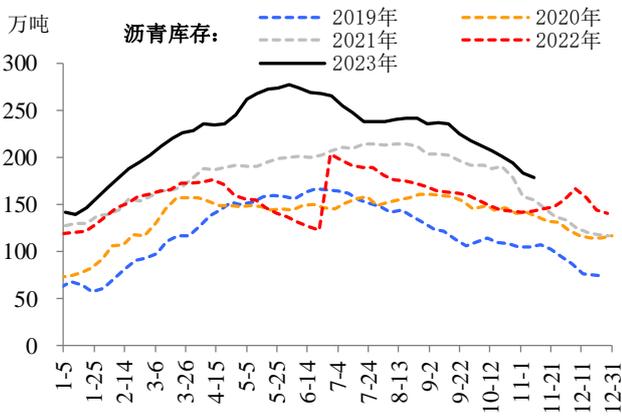
数据来源：Wind，东吴证券研究所



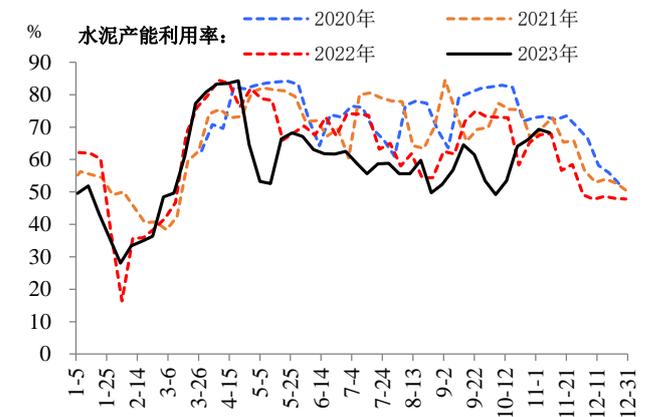
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：沥青仍处于去库状态中

图29：水泥产能利用率转为下滑



数据来源：iFind，东吴证券研究所

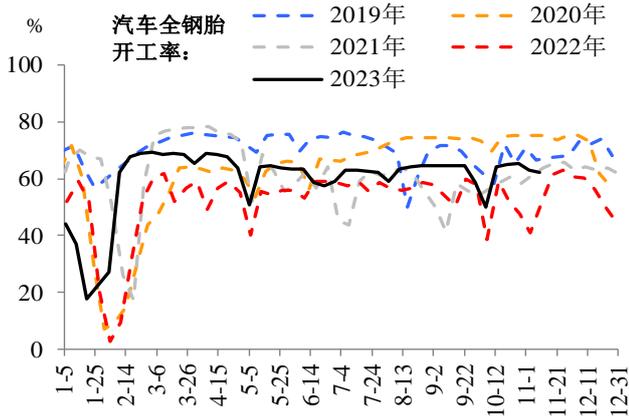


数据来源：iFind，东吴证券研究所

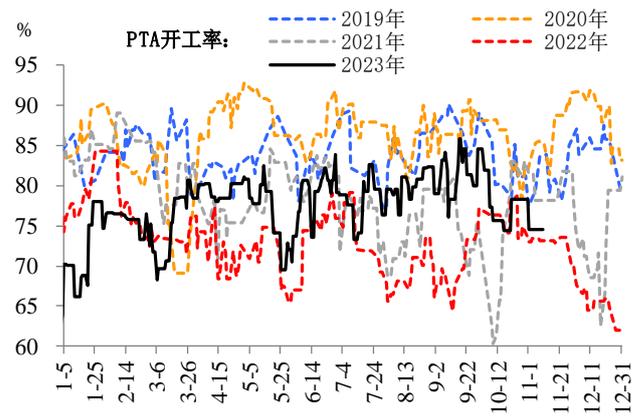
汽车业生产速度减缓。本周汽车钢胎生产放缓趋势延续，环比下降0.8pct。**纺织业生产速度基本不变**，本周PTA开工率、聚酯开工率均值分别录得74.6%、87.2%，与上周基本持平，不过PTA开工率与历史同期相比仍处于较低水平，纺织业生产复苏仍需“静待花开”。

图30：汽车钢胎生产略有下降

图31：PTA开工率基本不变



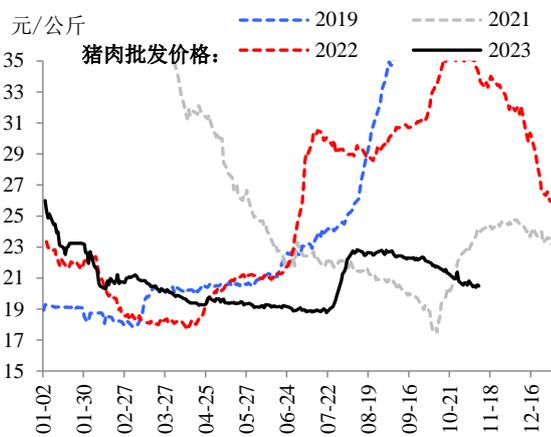
数据来源：IFind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

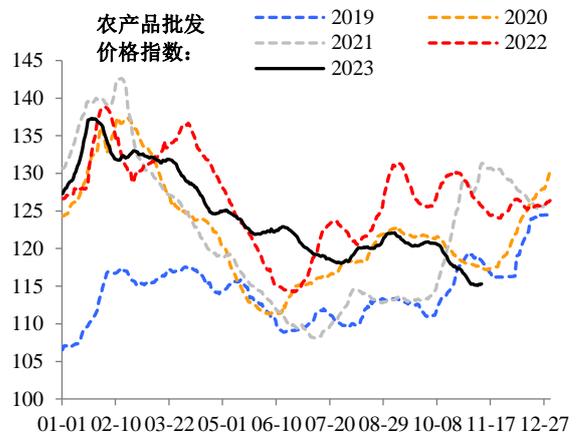
通胀：食品价格略有企稳。本周农产品批发价格 200 指数周环比为-0.6%，较上周食品通胀跌幅缩小。其中猪肉价格持续下跌，平均批发价格为 20.48 元/斤，本周周环比下跌 0.9%。蔬菜价格环比下降 1.2%，跌幅减少，水果价格周环比上涨 1.9%；

图32：猪价持续回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33：农产品价格企稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内工业品价格普遍上升。本周南华工业品指数周环比上涨 0.2%。其中螺纹钢和铁矿石周环比均上升，涨幅分别为 2.1%、2.5%；水泥价格也小幅环比上行 0.6%，玻璃本周环比上升 3.2%；焦煤价格周环比大幅上升 6.3%；有色金属价格缓慢上行，LME 铜、LME 铝周环比上涨 0.4%和 0.86%。国际油价持续震荡下行，受中东局势缓解影响，布伦特周环比下降 1.3%，创近 3 个月的新低。

图34: 螺纹钢与铁矿石指数回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 水泥开始续升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 海外铜价上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

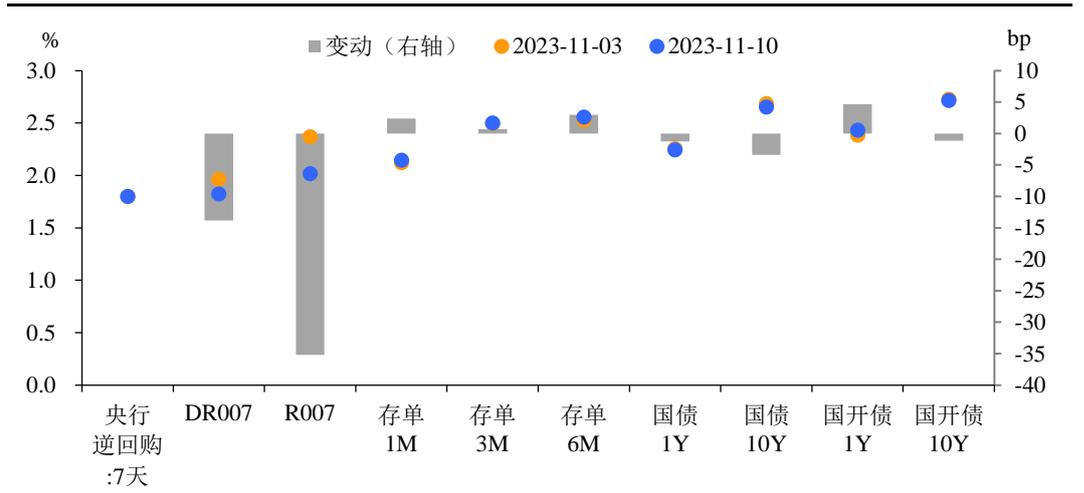
图37: 原油价格回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面，资金面重归宽松。月初过后，连续数周的资金面收敛态势初见缓和。本周 DR007 与 R007 周均值环比分别回落约 14bp、35bp，周内 DR007 在 1.83% 运行，接近政策利率。进入 11 月后票据利率略有抬升。本周央行逆回购整体缩量续作，下周 MLF 到期 8500 亿元，市场对超量续作、降准预期提升。逆回购成交量走平，隔夜成交占比低于 90%，债市杠杆率较 11 月初回落，本周五降至 108.4% 水平。

图38: 广谱利率变动



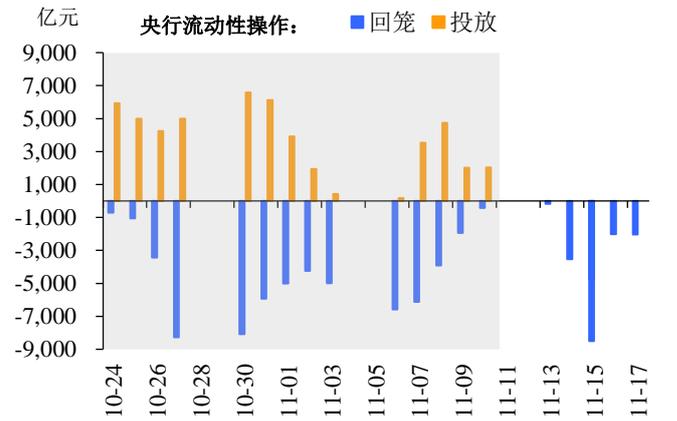
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 票据利率中枢略有回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

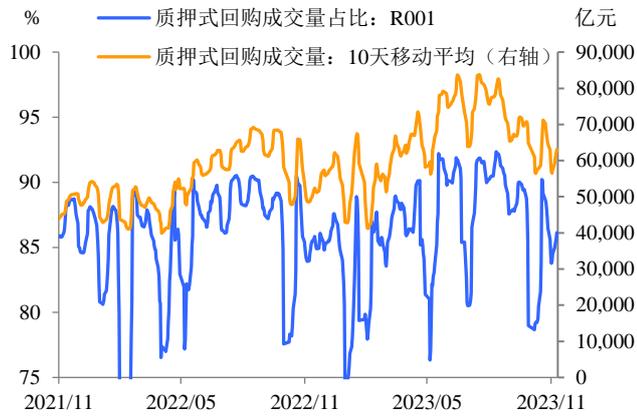
图40: 11月MLF到期量较大



注: 灰色区域为历史操作

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 隔夜回购占比低位运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 债市杠杆率回落



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; 政策对内需拉动效果不及预期。

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>