

宏观周报 20231210

又是年终岁尾时，中央税“重返沙场”

2023年12月10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

《2024年美国经济展望：“缺席”的衰退和“迟到”的降息？》

2023-12-09

《从政治局会议看中央经济工作会议定调》

2023-12-08

- 10月财政收入端中央税的表现比较令人“意外”，比如在10月社零略超预期的情况下，消费税增速却由正转负。我们认为部分中央税在年末及次年年初走势波动极大、数据带来的干扰性较强，主因在于部分中央税常被作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。
- 年底中央公共财政收入更易“撒叉”。通过历年中央及地方公共财政收入的季节性走势来看，中央财政收入在年底时规律性较弱，反观地方财政收入的季节性会更明显一些。究其原因，我们认为很有可能是来自于充当财政收入“主力军”的税收收入的影响——中央政府可以控制中央税的入库时间，故中央税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。若该年财政压力较小、那可能将更多财政收入资源往次年倾斜，这样不仅可以避免税收收入基数的抬高、还可以使次年财政目标更易完成；反之若该年财政压力较大、那可能“独善其身”更重要。以2022年为例，在当时经济下行压力与财政收支压力较大之际，中央财政明显前置了财政收入的入库时间，这也导致了12月中央公共财政收入的明显上扬。
- 平滑财政收入跨年波动的任务“花落谁家”？按照税收收入的归属，可以将不同税种划分为中央税、地方税和中央地方共享税三大类。中央税主要包括了消费税、进口环节增值税和消费税、关税、船舶吨税以及车辆购置税。换句话说，这几种中央税均可被中央控制其入库时间，以起到平滑不同年份之间财政收入波动的作用。根据不同中央税的占比来看，消费税、进口货物增值税与消费税的重要性 > 车辆购置税、关税的重要性 > 船舶吨税的重要性。接下来我们对重要的中央税进行依次讨论。
- 消费税：平滑不同年份之间财政收入波动的最佳“工具”。相比起上述外贸相关税，年底消费税的季节性下滑更为明显。消费税从10月便开始进入下行通道，这也说明了占比颇高的消费税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。不过相较于往年同期，2022年年末消费税的下滑幅度偏缓，很有可能是因为该年财政收支压力比较大，因此税收入库时间一改往年“常态”、部分消费税提前至2022年年末入库。
- 进口货物增值税和消费税及关税：推延到次年入库的可能性较高。根据进口总值的季节性图来看，年底进口金额通常并不弱，但是每逢12月进口货物增值税和消费税都会季节性走弱。作为中央税中占比颇高的一大税种，我们认为每年年底的进口货物增值税和消费税极有可能推延到次年一季度入库。同时关税也与进口货物增值税和消费税情况相似，近几年身为中央税的关税同样也会在12月季节性下降，因此其入库时间被延缓的可能性较高。
- 车辆购置税：年底“表现平平”的背后，同样存在推迟入库的可能性。根据汽车销量季节性走势来看，通常汽车都会在年末“冲刺”销量，但年底直线上升的汽车销量却并未带“热”车辆购置税，背后的“导火索”可能在于中央对税收入库时间的控制。
- 对于年底或次年年初财政数据的解读，可能需要更谨慎一些。综上所述，作为中央税的进口环节增值税和消费税、关税、消费税以及车辆购置税，无一例外全都存在推迟到次年一季度入库的可能性。受入库时间干扰，年底或次年年初这几项中央税增速的波动难免较大，因此在解读中央税增速时，可能还需要更加谨慎一些。
- 本周高频数据显示：汽车零售增速走强，观影市场热度上升；客运与货运需求均小幅下降；新房市场低位季节性下降，二手房市场动力依旧不足；工业生产节奏平缓；国内工业品价格涨跌互现，食品价格延续回升；流动性方面月初资金利率下行。
- 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. 又是年终岁尾时，中央税“重返沙场”	5
2. 周度高频跟踪	8
3. 风险提示	20

图表目录

图 1:	年底中央公共财政收入时常“撒叉”	5
图 2:	而年底地方公共财政收入季节性更强	5
图 3:	不同税种的分类	6
图 4:	不同中央税在税收收入中的占比	6
图 5:	四季度消费税的下滑趋势更加明显	7
图 6:	年底进口通常并不弱	7
图 7:	12 月进口货物增值税和消费税会季节性走弱	7
图 8:	关税也会在 12 月季节性下降	7
图 9:	年底汽车销量通常会直线上升	8
图 10:	但年底车辆购置税却“表现平平”	8
图 11:	近一周（12.4-12.10）国务院领导活动轨迹一览	9
图 12:	汽车零售增速走强	10
图 13:	观影市场热度上升	10
图 14:	地铁客运量出现下降	11
图 15:	地面交通人流量小幅下滑	11
图 16:	国内航班执飞班次维稳	11
图 17:	国际航班执飞班次出现稳定向好	11
图 18:	本周整车货运整体小幅下降	12
图 19:	新房销售低位季节性下降	12
图 20:	二手房成交量进一步下降	13
图 21:	本周二线城市环比增速好于一线城市	14
图 22:	土地成交面积季节性回升	14
图 23:	土地溢价率仍在历史同期低位徘徊	14
图 24:	高炉开工率小幅下降	15
图 25:	煤炭吞吐量持续好转	15
图 26:	铁路货运量基本不变	15
图 27:	沿海七省电厂负荷率近期表现平稳	15
图 28:	近期粗钢生产打破平稳态势、略有上升	16
图 29:	螺纹钢库存小幅上升	16
图 30:	磨机运转率加速下滑	16
图 31:	沥青开工率继续下滑	16
图 32:	沥青库存表现平稳、略有下降	16
图 33:	水泥产能利用率仍处于下行通道	16
图 34:	汽车钢胎生产小幅上升	17
图 35:	PTA 开工率加速上升	17
图 36:	猪肉价格小幅回落	17
图 37:	农产品价格涨幅收窄	17
图 38:	螺纹钢与铁矿石指数转涨	18
图 39:	水泥价格持续上行	18
图 40:	海外铜价小幅下跌	18
图 41:	原油价格持续回落	18
图 42:	广谱利率变动	19
图 43:	票据利率中枢略有下行	19

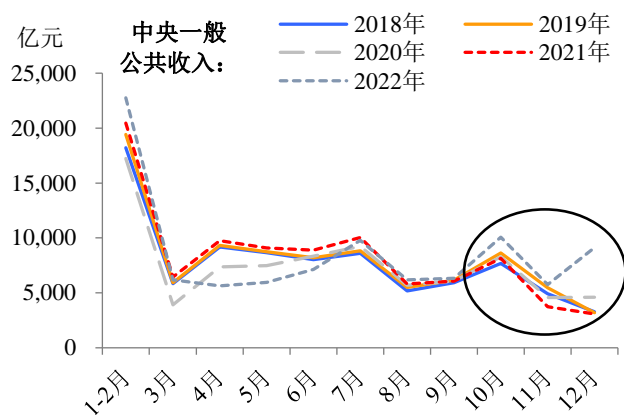
图 44: 本周央行逆回购净回笼规模.....	19
图 45: 质押式回购成交量回升.....	20
图 46: 债市杠杆率上升.....	20

1. 又是年终岁尾时，中央税“重返沙场”

10月财政收入端中央税的表现比较令人“意外”，比如在10月社零略超预期的情况下，消费税增速却由正转负。我们认为部分中央税在年末及次年初走势波动极大、数据带来的干扰性较强，主因在于部分中央税常被作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。

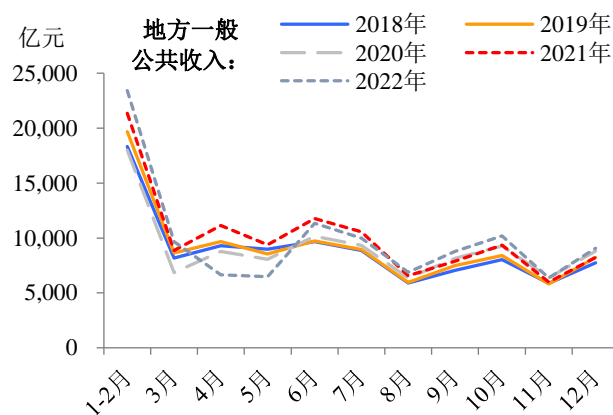
年底中央公共财政收入更易“撒叉”。通过历年中央及地方公共财政收入的季节性走势来看，中央财政收入在年底时规律性较弱，反观地方财政收入的季节性会更明显一些。究其原因，我们认为很有可能是来自于充当财政收入“主力军”的税收收入的影响——中央政府可以控制中央税的入库时间，故中央税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。若该年财政压力较小、那可能将更多财政收入资源往次年倾斜，这样不仅可以避免税收收入基数的抬高、还可以使次年财政目标更易完成；反之若该年财政压力较大、那可能“独善其身”更重要。以2022年为例，在当时经济下行压力与财政收支压力较大之际，中央财政明显前置了财政收入的入库时间，这也导致了12月中央公共财政收入的明显上扬（图1）。

图1：年底中央公共财政收入时常“撒叉”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

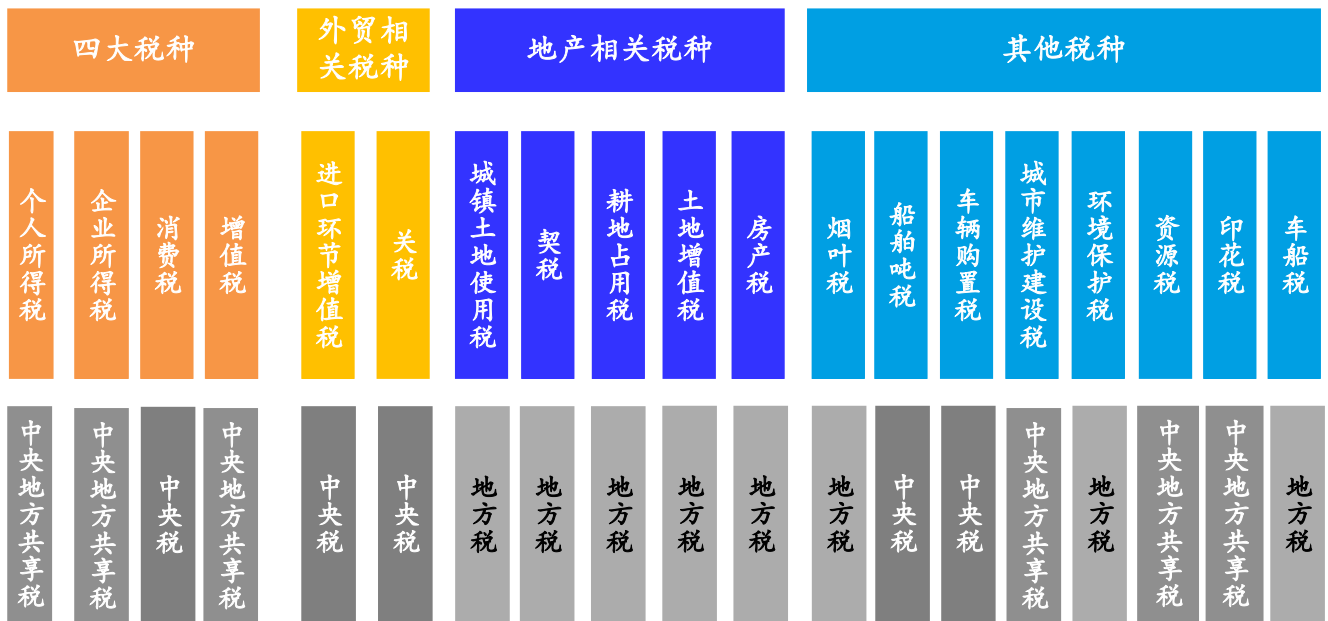
图2：而年底地方公共财政收入季节性更强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

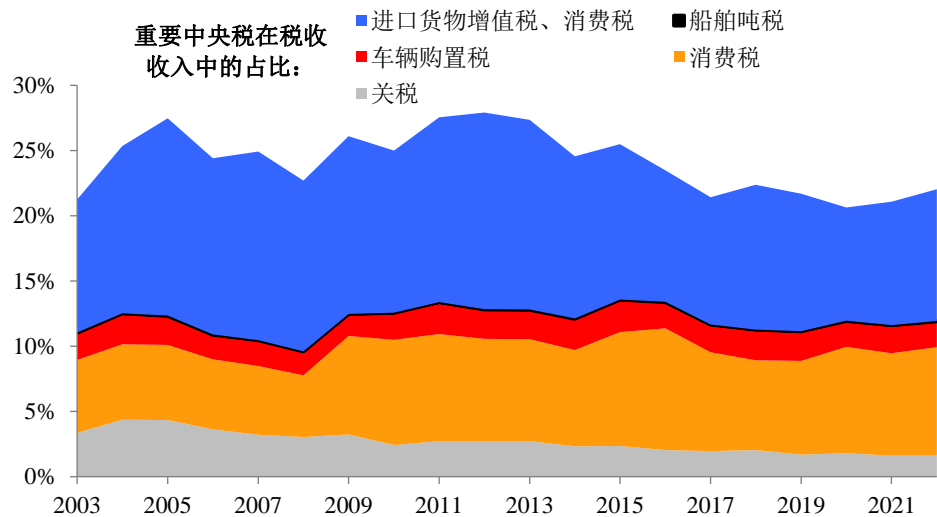
平滑财政收入跨年波动的任务“花落谁家”？按照税收收入的归属，可以将不同税种划分为中央税、地方税和中央地方共享税三大类。中央税主要包括了消费税、进口环节增值税和消费税、关税、船舶吨税以及车辆购置税。换句话说，这几种中央税均可被中央控制其入库时间，以起到平滑不同年份之间财政收入波动的作用。根据不同中央税的占比来看，消费税、进口货物增值税与消费税的重要性 > 车辆购置税、关税的重要性 > 船舶吨税的重要性。接下来我们对重要的中央税进行依次讨论。

图3: 不同税种的分类



数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

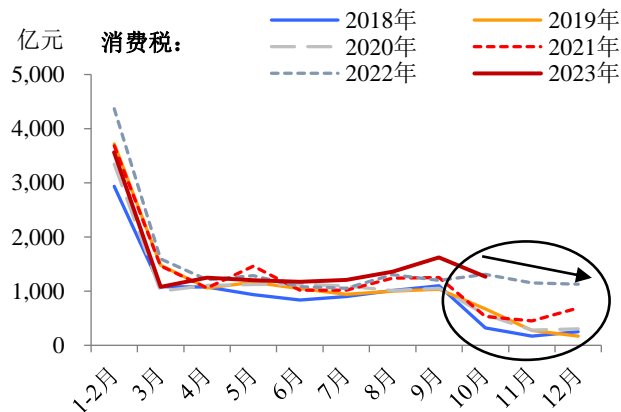
图4: 不同中央税在税收收入中的占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

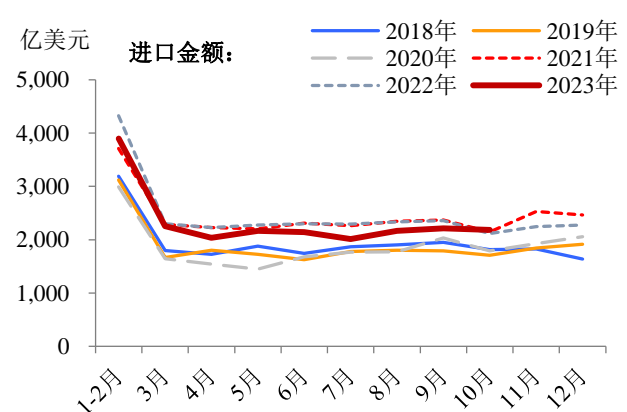
消费税: 平滑不同年份之间财政收入波动的最佳“工具”。相比起上述外贸相关税, 年底消费税的季节性下滑更为明显。消费税从 10 月便开始进入下行通道, 这也说明了占比颇高的消费税常作为平滑财政收入跨年波动的“利器”。不过相较于往年同期, 2022 年年末消费税的下滑幅度偏缓, 很有可能是因为该年财政收支压力比较大, 因此税收入库时间一改往年“常态”、部分消费税提前至 2022 年年末入库。

图5：四季度消费税的下滑趋势更加明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

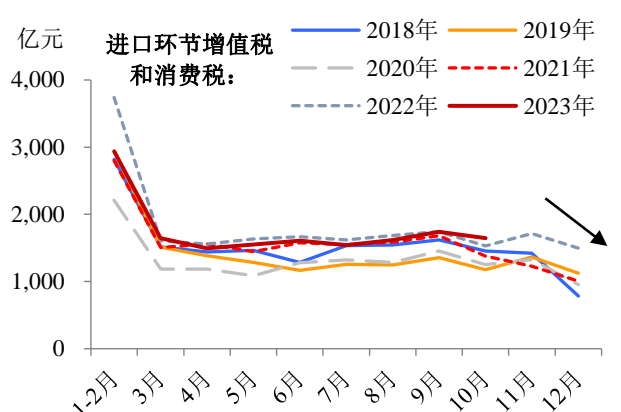
图6：年底进口通常并不弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

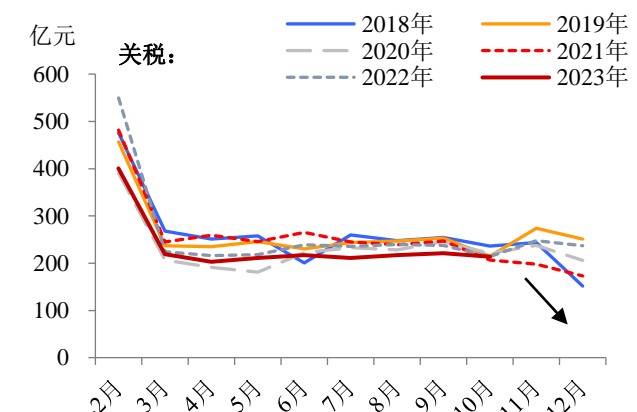
进口货物增值税和消费税及关税：推延到次年入库的可能性较高。根据进口总值的季节性图来看，年底进口金额通常并不弱，但是每逢12月进口货物增值税和消费税都会季节性走弱。作为中央税中占比颇高的一大税种，我们认为每年年底的进口货物增值税和消费税极有可能推延到次年一季度入库。同时关税也与进口货物增值税和消费税情况相似，近几年身为中央税的关税同样也会在12月季节性下降，因此其入库时间被延缓的可能性较高。

图7：12月进口货物增值税和消费税会季节性走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

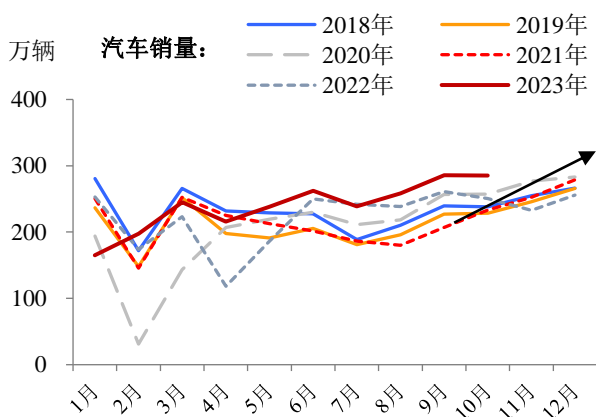
图8：关税也会在12月季节性下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

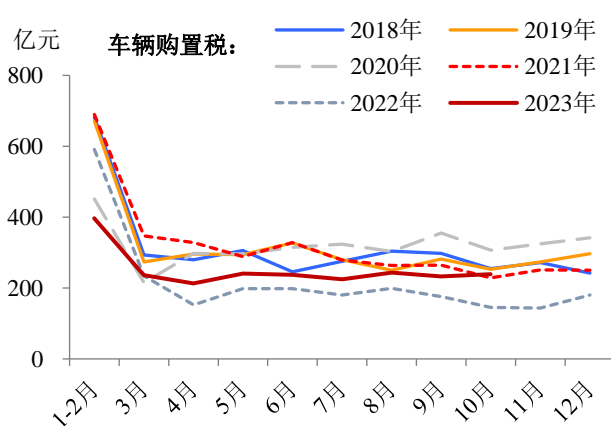
车辆购置税：年底“表现平平”的背后，同样存在推迟入库的可能性。根据汽车销量季节性走势来看，通常汽车都会在年末“冲刺”销量，但年底直线上升的汽车销量却并未带“热”车辆购置税，背后的“导火索”可能在于中央对税收入库时间的控制。

图9：年底汽车销量通常会直线上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图10：但年底车辆购置税却“表现平平”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

对于年底或次年年初财政数据的解读，可能需要更谨慎一些。综上所述，作为中央税的进口环节增值税和消费税、关税、消费税以及车辆购置税，无一例外全都存在推迟到次年一季度入库的可能性。受入库时间干扰，年底或次年年初这几项中央税增速的波动难免较大，因此在解读中央税增速时，可能还需要更加谨慎一些。

2. 周度高频跟踪

本周（12.4-12.10，下同）高频数据显示，汽车零售增速走强，观影市场热度上升；客运与货运需求均小幅下降；新房市场低位季节性下降，二手房市场动力依旧不足；工业生产节奏平缓；国内工业品价格涨跌互现，食品价格延续回升；流动性方面月初资金利率下行。

深化高质量开放合作，推进可持续发展转型。本周国务院总理李强、副总理何立峰会见新加坡副总理兼财政部长黄循财，推进中新高质量互利合作。国务院副总理刘国中、何立峰分别会见白俄罗斯第一副总理斯诺普科夫、美国对外关系委员会前会长哈斯，进一步加强国家间交流协作。**另外，“可持续发展”也是本周一大关键词：**国务院总理李强在第二十四次中国-东盟领导人会晤中提及了绿色伙伴关系建立，国务院副总理丁薛

祥也在世界气候行动峰会、“77国集团和中国”气候变化领导人峰会中强调了国家绿色转型合作的重要性。

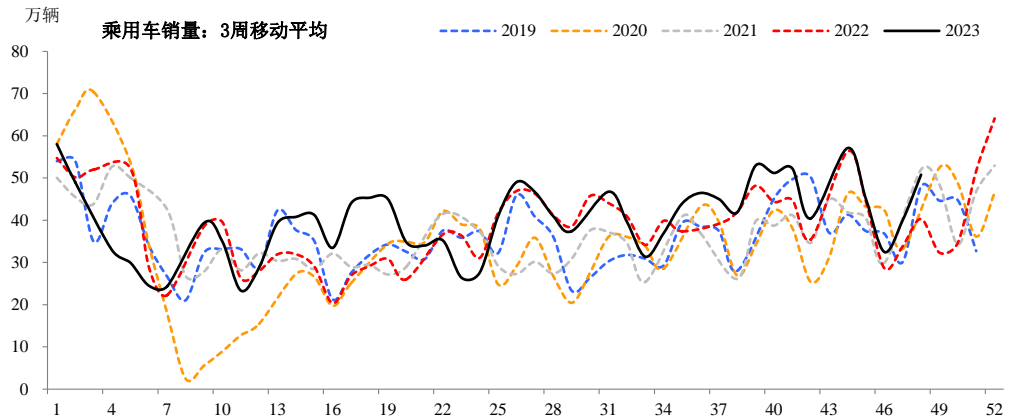
图11: 近一周(12.4-12.10) 国务院领导活动轨迹一览

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
2023/12/7	会议	国务院总理李强	北京	第二十四次中国-欧盟领导人会晤	中方愿同欧方进一步扩大双向贸易和投资规模,继续 提升贸易投资自由化便利化水平,深化绿色伙伴关系 ,积极建立数字化伙伴关系。中方反对违背市场经济基本准则,把经贸问题泛政治化、泛安全化。
2023/12/6	会见	国务院总理李强	北京	新加坡副总理兼财政部长黄循财	中方愿同新方一道,把握好“全方位”“高质量”“前瞻性”的定位,坚持高水平战略互信,推进 高质量互利合作 ,更好造福两国人民,为地区稳定、繁荣作出更大贡献。
2023/12/6	会见	国务院副总理何立峰	北京	新加坡副总理兼财政部长黄循财	中新是全方位高质量的前瞻性伙伴关系,中方愿同新方进一步加强发展战略对接, 深化各领域高质量合作 。
2023/12/5	会见	国务院副总理何立峰	北京	美国对外关系委员会前会长哈斯	中国坚定不移推进高水平对外开放,提升贸易和投资自由化便利化水平。中方愿同美方一道, 推进经贸各领域互利合作 ,推动两国关系朝着健康、稳定、可持续的方向发展。
2023/12/5	会见	国务院副总理刘国中	北京	白俄罗斯第一副总理斯诺普科夫	双方要积极落实两国元首达成的重要共识,密切沟通协作,坚定相互支持, 高质量共建“一带一路” ,推动两国关系取得更大进展。
2023/12/4	会议	国务院副总理丁薛祥	迪拜	“77国集团和中国”气候变化领导人峰会	要 共同推动可持续发展,强化绿色转型发展战略对接 ,加强互帮互助,探索发展和保护相协同的新路径;推动落实气候资金、形成全球适应目标框架等取得实质性进展,充分发挥新建立的损失与损害基金作用。
2023/12/4	会议	国务院副总理丁薛祥	迪拜	世界气候行动峰会	加速绿色转型 ,积极提高可再生能源比例,推动传统能源清洁低碳高效利用,加快形成绿色低碳生产方式和生活方式。强化落实行动,特别是发达国家应切实加大对发展中国家的资金、技术、能力建设支持。
2023/12/4	会见	国务院副总理丁薛祥	迪拜	联合国秘书长古特雷斯	中国愿同包括联合国在内的国际社会一道,坚决维护气候公约体系确立的基本原则、目标和制度框架,推动建立 公平合理、合作共赢的全球气候治理体系 。

数据来源: 中国政府网, 国务院官网, 新华社, 东吴证券研究所

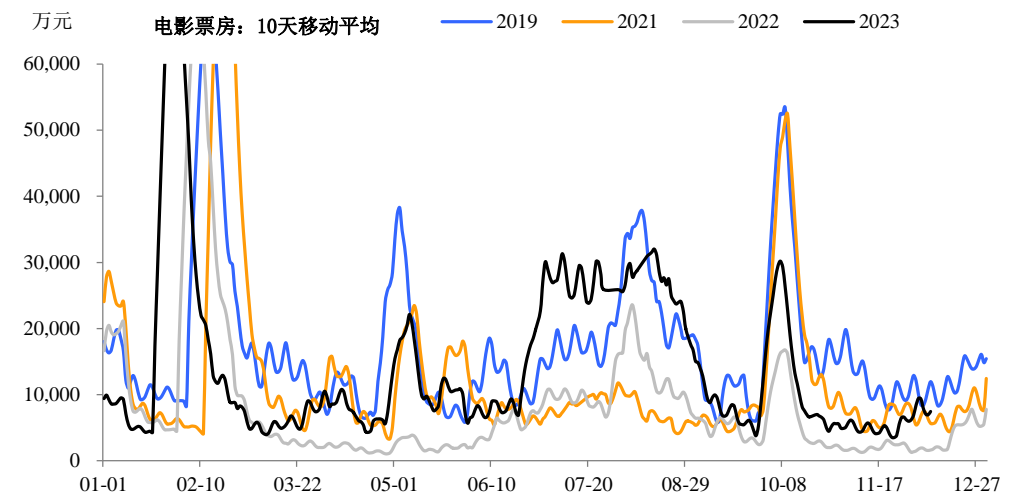
汽车零售增速走强, 观影市场热度上升。11月27日至30日乘联会口径乘用车零售销量同比增长46%。据乘联会初步统计, 11月乘用车零售销量同比为25%, 涨幅较10月走阔, 符合季节性特征。年末车市逐步走强, 乘用车首购需求增长较平稳, 换购需求相对较强。观影方面, 本周票房持续上行, 近期上映多部热门影片, 助力本周电影市场热度持续回升, 但仍未及2019年同期水平。

图12: 汽车零售增速走强



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

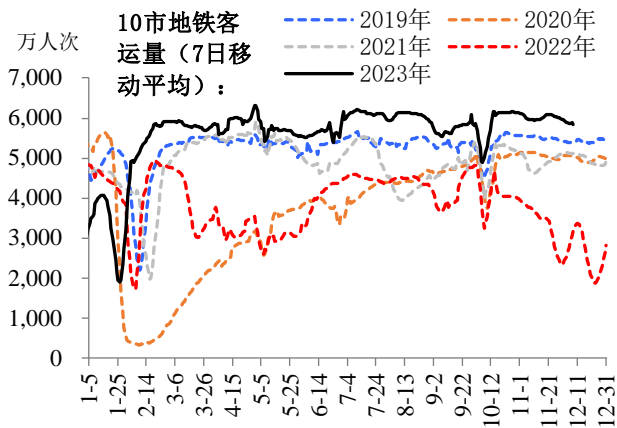
图13: 观影市场热度上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

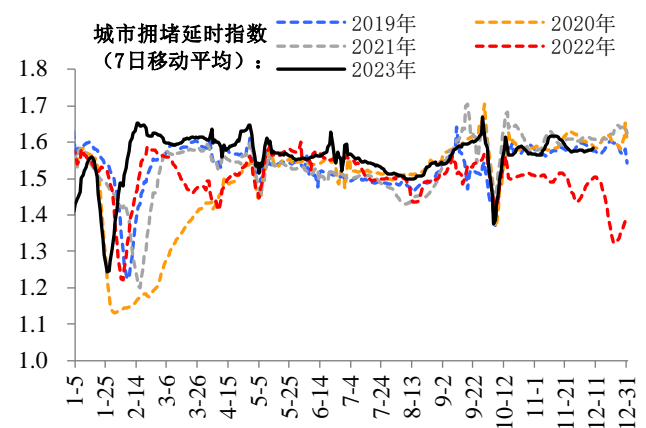
出行: 客运与货运需求均小幅下降。本周居民出行意愿或受降温影响而小幅“变冷”, 不仅有 10 市地铁客运量环比下降 2.0%, 还有城市拥堵延时指数环比小幅下降 0.5%。整体来看, 目前轨道交通人流量表现胜于地面交通人流量。

图14: 地铁客运量出现下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

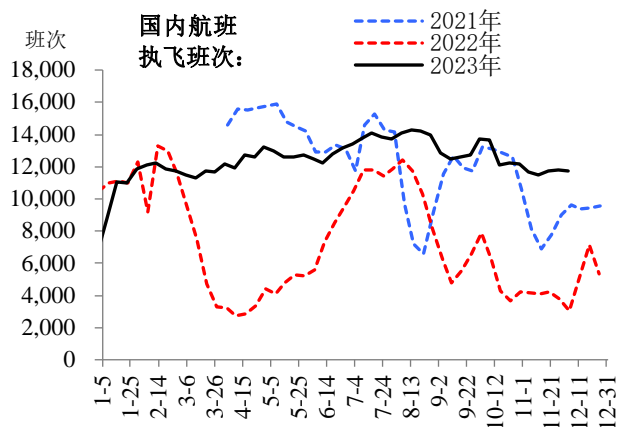
图15: 地面交通人流量小幅下滑



数据来源：iFind，东吴证券研究所

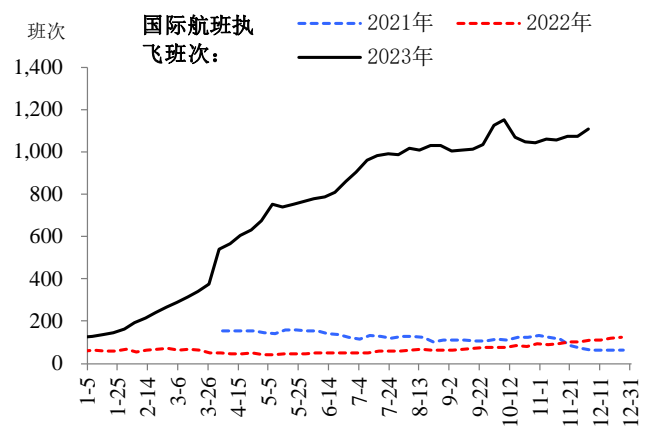
航空出行整体向好。冬季多省市降温，不过新航季供给端也进一步调整、以适应航空出行需求。近期，国内航班执飞班次平稳运行，同比来看仍保持在近年来高位；国际航线市场表现同样向好，国际航班执飞班次在政策加持下呈现持续上升态势。

图16: 国内航班执飞班次维稳



数据来源：iFind，东吴证券研究所

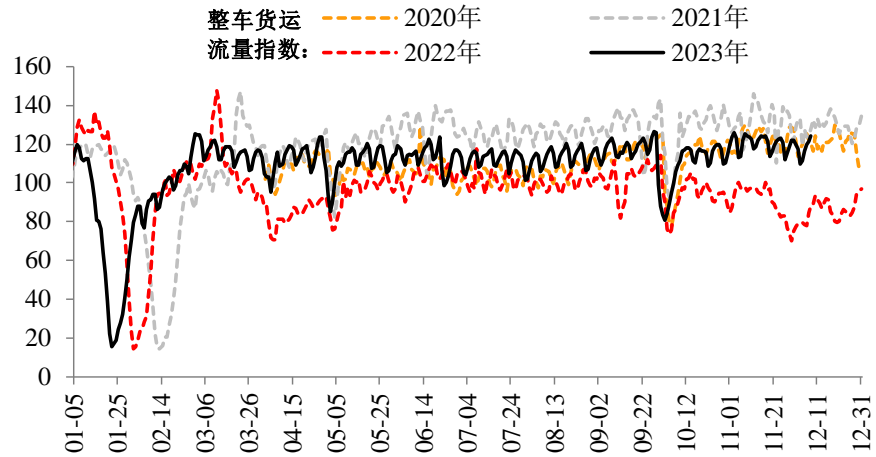
图17: 国际航班执飞班次出现稳定向好



数据来源：iFind，东吴证券研究所

本周货运整体出现小幅下降。淡季货运需求回落，本周整车货运流量指数环比小幅下降1.2%；同比来看表现较佳，逼近2021年同期水平。

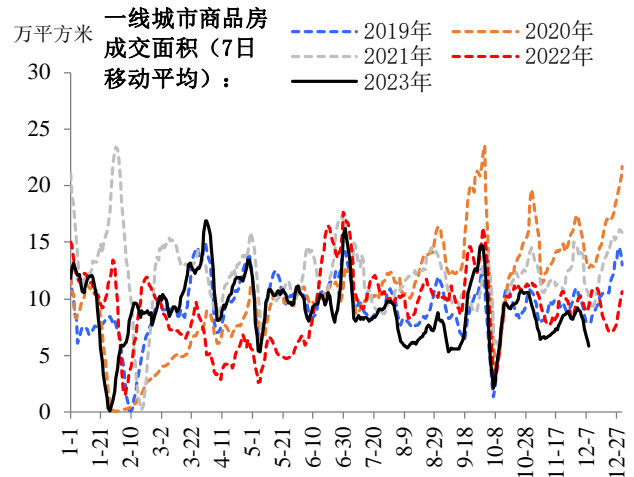
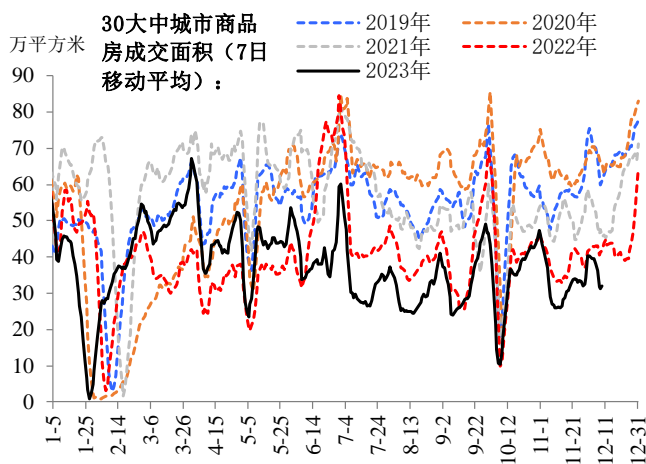
图18: 本周整车货运整体小幅下降

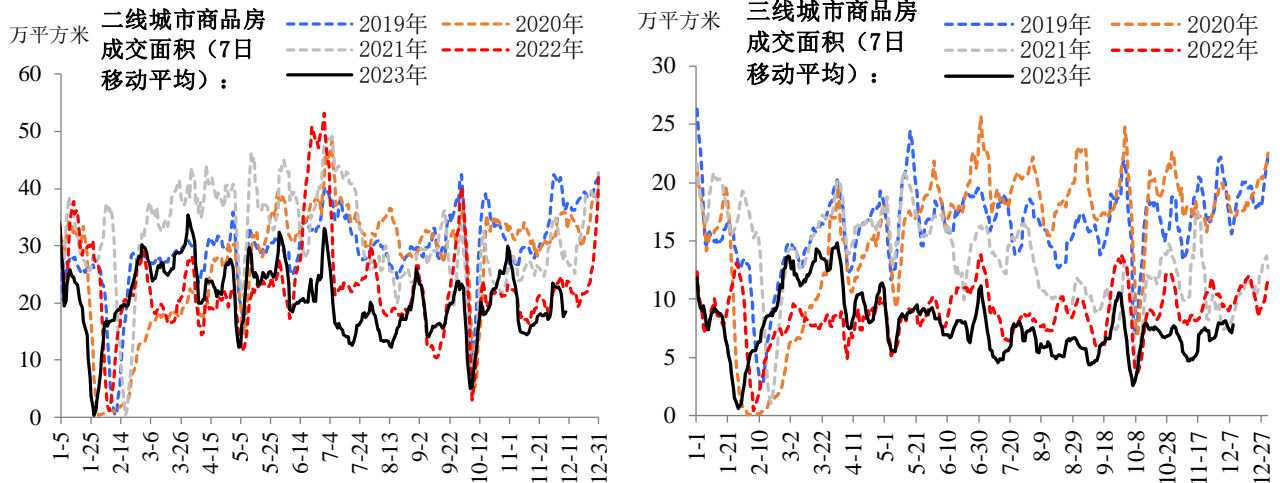


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房市场低位季节性下降, 二手房市场动力依旧不足。本周新房市场受季节性因素影响较大, 商品房成交量大幅回落。本周30城商品房成交面积环比下降19.2%, 背后更多是一线城市的拖累——一线城市新房成交面积环比大幅下降36.0%, 而二、三线城市分别环比下降18.9%、0.7%。整体来看, 本周新房销售全线仍处于近五年低位, 政策加码带来的提振不足, 优化空间仍存。

图19: 新房销售低位季节性下降

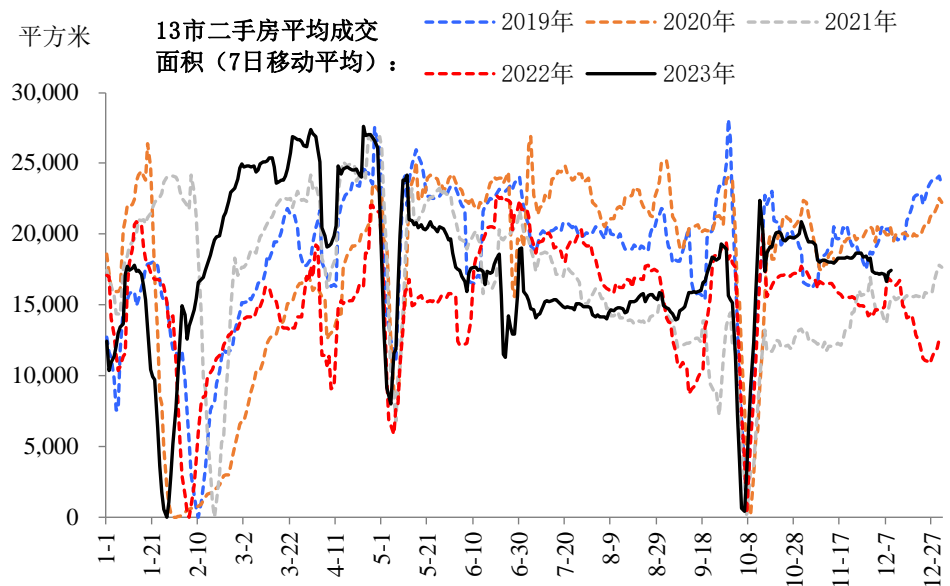




数据来源：Wind，东吴证券研究所

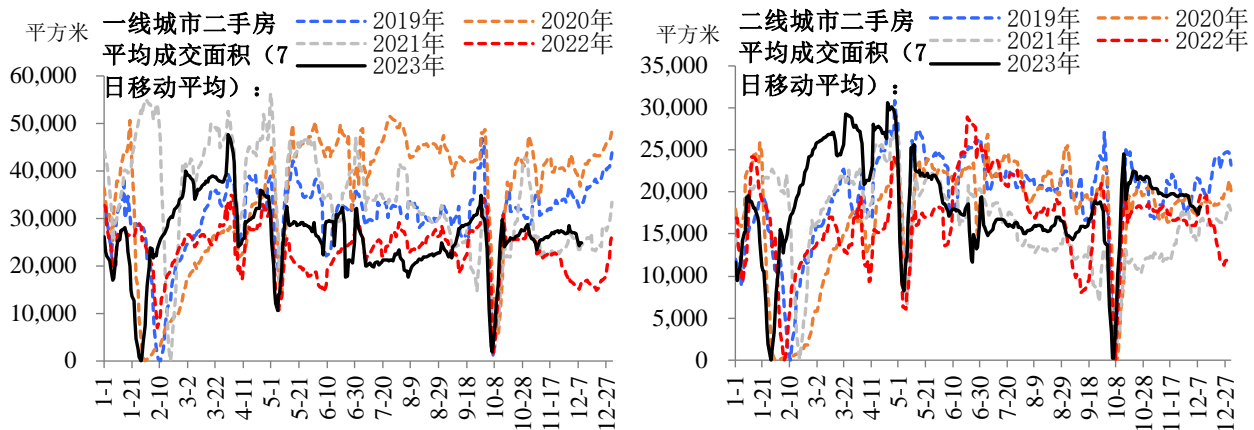
二手房市场也开始“变冷”了？ 本周二手房成交量也进一步下降，其中 13 市二手房成交面积环比下降 3.3%，已回落至 2022 年同期水平。分城市来看，本周一、二线城市二手房成交量环比增速分别录得-4.5%、-0.6%，二线城市表现依旧优于一线城市。

图20：二手房成交量进一步下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

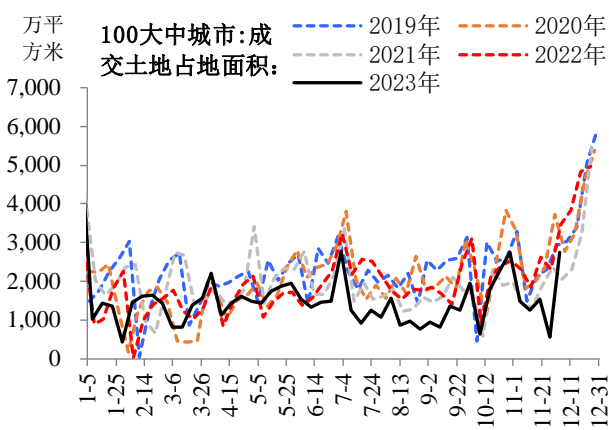
图21: 本周二线城市环比增速好于一线城市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

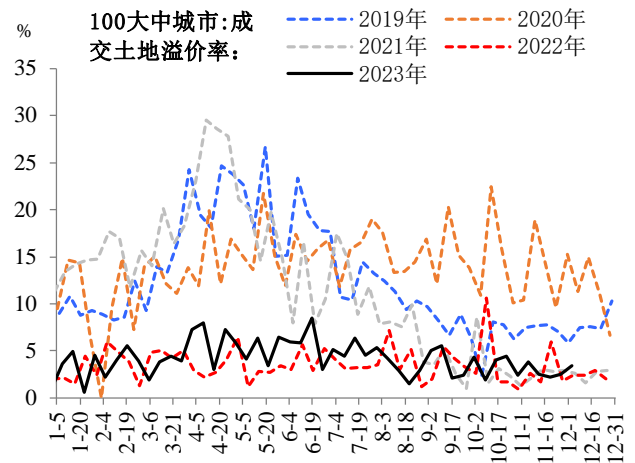
土地市场“回暖”仍打问号。本周土地成交面积大幅回升, 背后主要是受季节性因素影响。自12月以来, 百城成交土地占地面积较2022年同期水平下降25.1%, 不过“好消息”是这一降幅有所收窄。同时土地溢价率也还在历史同期低位徘徊, 房企拿地信心并未出现明显提振。

图22: 土地成交面积季节性回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 土地溢价率仍在历史同期低位徘徊

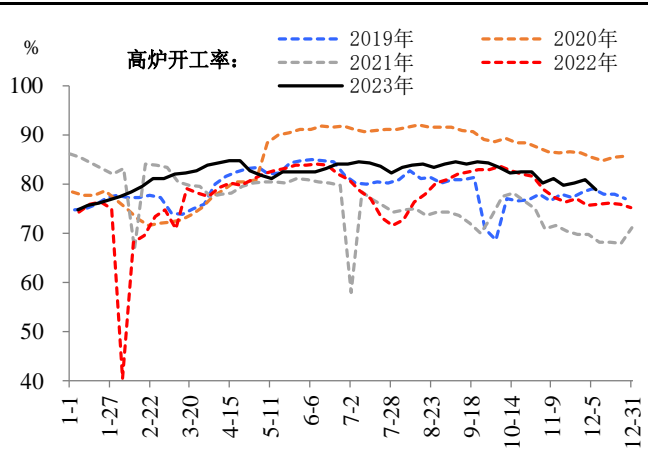


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

生产: 工业生产节奏平缓。本周工业生产节奏整体基本趋稳: 本周煤炭吞吐量周度环比上升3.6%, 延续了上周的上升态势; 但高炉开工率出现了小幅下滑, 环比下降2.1 pct。不过近期仍有积极的信号传出: 维稳的铁路货运量、沿海七省电厂负荷率均明显优

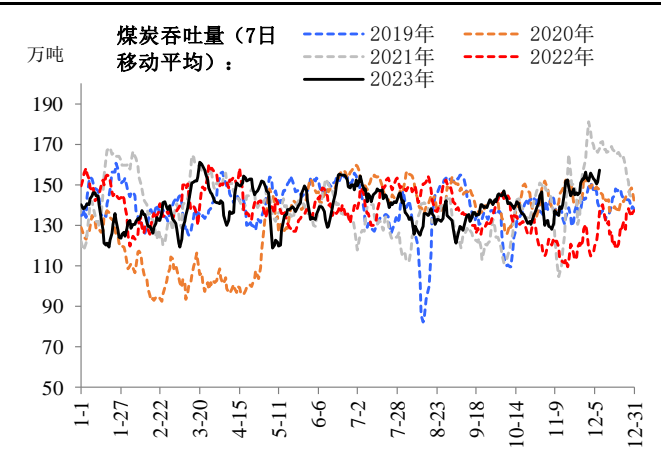
于历史同期水平。

图24: 高炉开工率小幅下降



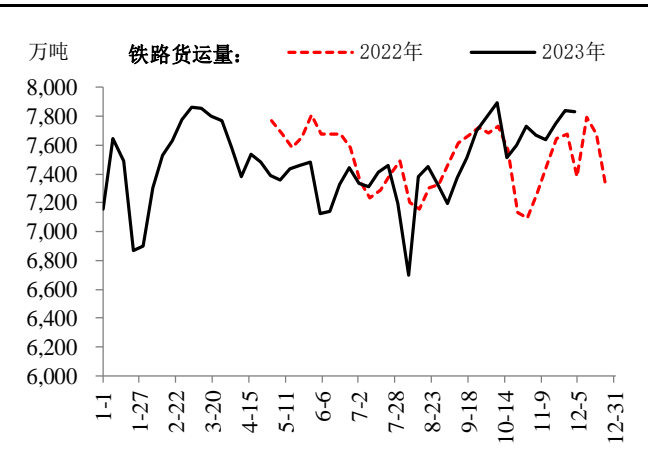
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 煤炭吞吐量持续好转



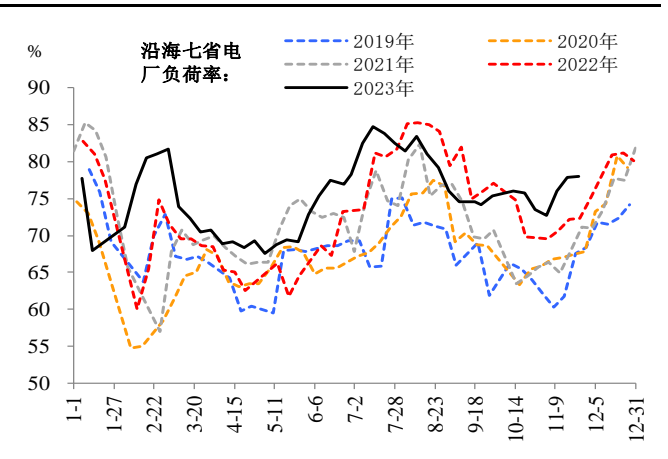
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 铁路货运量基本不变



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

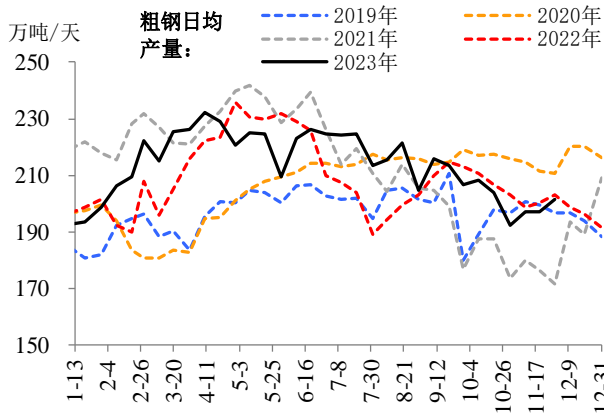
图27: 沿海七省电厂负荷率近期表现平稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

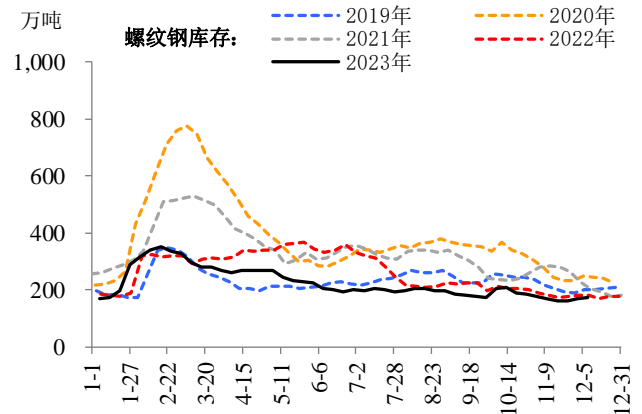
分行业来看, 建筑业生产节奏稍有放缓。尽管近期粗钢生产打破了平缓态势略有上升, 螺纹钢经历了小幅补库存, 但水泥生产和沥青(更偏向交通基建)生产节奏却变慢了: 沥青方面, 本周沥青开工率继续回落, 环比增速录得-2.7 pct, 且仍处于历史同期较低水平。水泥方面, 本周水泥产能利用率仍处于下行通道, 其环比增速为-4.3 pct, 且磨机运转率加速下滑, 有待基建助力建筑业回暖。

图28: 近期粗钢生产打破平稳态势、略有上升



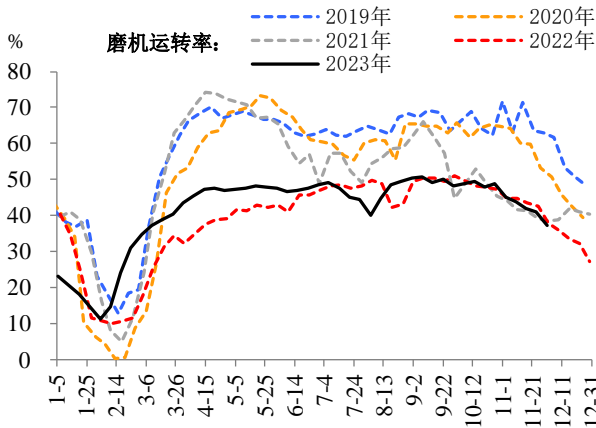
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 螺纹钢库存小幅上升



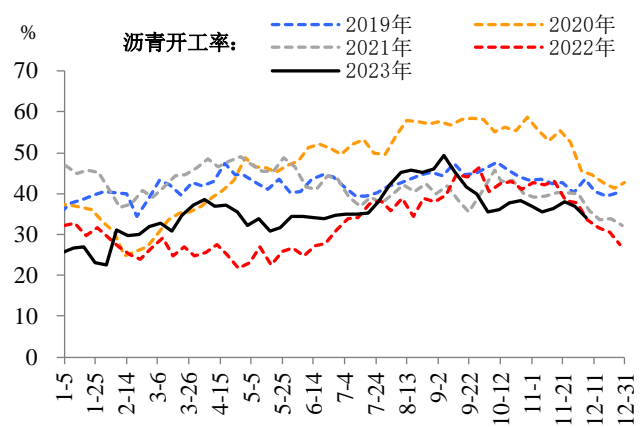
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 磨机运转率加速下滑



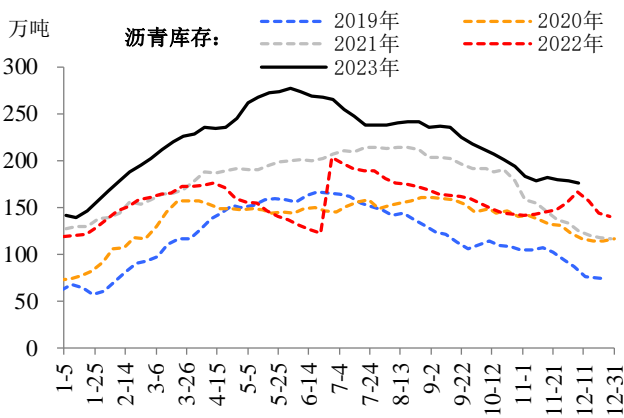
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 沥青开工率继续下滑



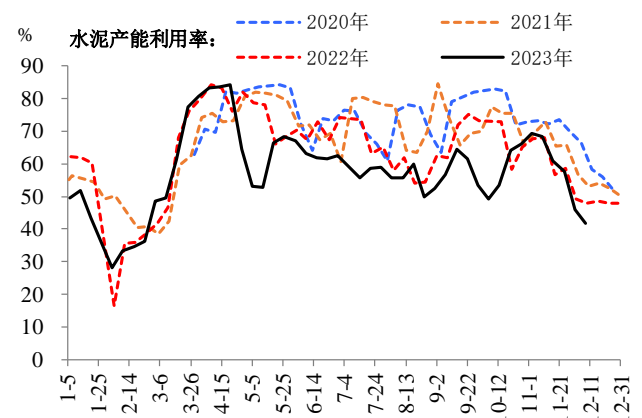
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 沥青库存表现平稳、略有下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

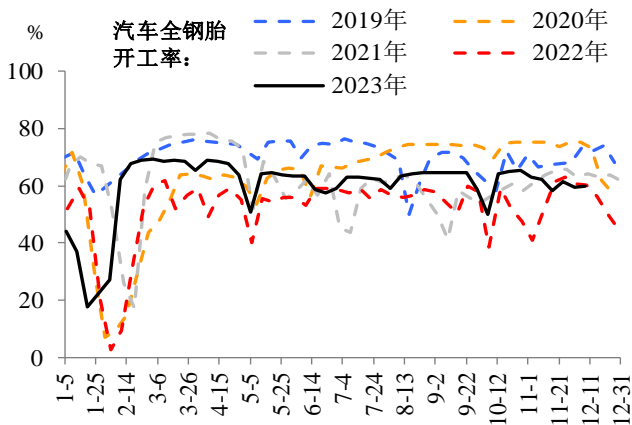
图33: 水泥产能利用率仍处于下行通道



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

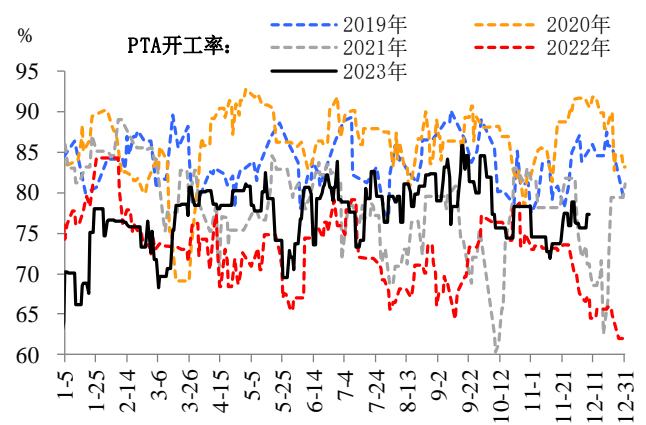
汽车业生产节奏略有好转。本周汽车钢胎生产相较于上周小幅抬升，全钢胎开工率环比上升 0.2 pct，但近期表现仍处于历史同期较低位。**纺服业生产速度加快**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 76.3 pct、87.3 pct，较上周上升态势明显。

图34: 汽车钢胎生产小幅上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

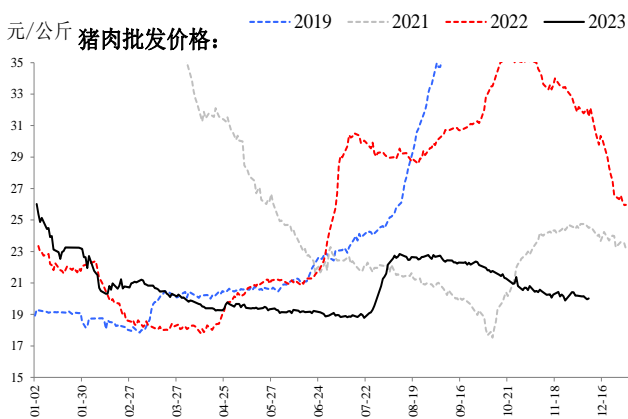
图35: PTA 开工率加速上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

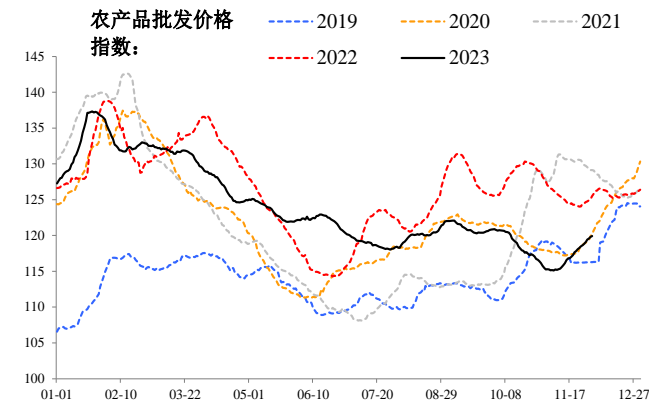
通胀: 食品价格延续回升。本周农产品批发价格 200 指数周环比上升 0.4%，涨幅收窄。其中猪肉平均批发价格为 20.07 元/斤，周环比下降 1.1%，在上周短暂反弹后转跌，生猪市场消费旺季不明显，出栏生猪数量庞大，产能压力仍在；蔬菜价格转跌，周环比下降 0.3%，水果价格保持小幅上升，环比增长 0.4，涨幅较上周回落。

图36: 猪肉价格小幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

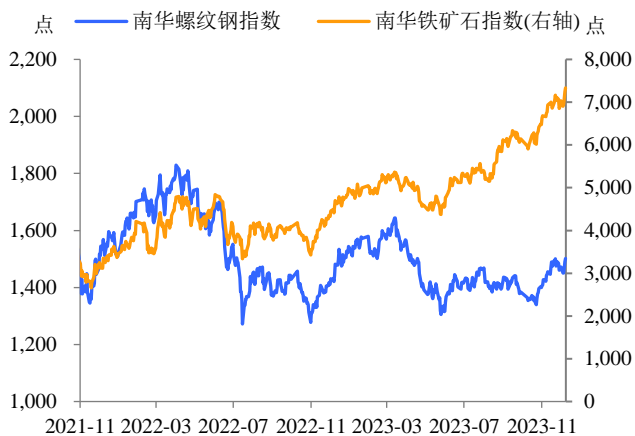
图37: 农产品价格涨幅收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

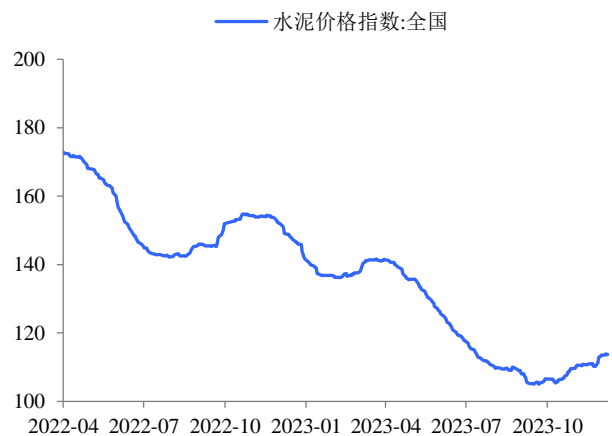
国内工业品价格涨跌互现。本周南华工业品指数周环比下降 0.6%，其中螺纹钢与铁矿石价格转涨，本周周环比分别上升 0.2%和 2.0%，主要钢材本周产量同比增速下行，库存环比下降，螺纹钢表观需求环比上升，同时原材料铁矿石价格本周表现强势，成本增加，推动螺纹钢价格微涨；焦煤本周价格由涨转跌，周环比-4.7%；本周多地推行新一轮水泥涨价，水泥价格周环比增长 0.8%，增速较上周放缓，企业库容比回落，随着四季度即将结束，多地出现集中赶工现象带动水泥需求回暖；由于多地竣工需求和原材料纯碱的价格上涨，玻璃价格本周环比上升 5.5%，涨幅较上周扩大；本周有色金属价格回落，LME 铜周环比微跌 0.5%，为六周以来首次均价回落，LME 铝价格环比下降 2.10%，跌幅进一步扩大；国际油价本周先跌后涨，布伦特原油周环比下降 6.2%，跌幅走阔，主要受美国原油出口创新高以及市场对 OPEC+减产计划忧虑的影响。

图38: 螺纹钢与铁矿石指数转涨



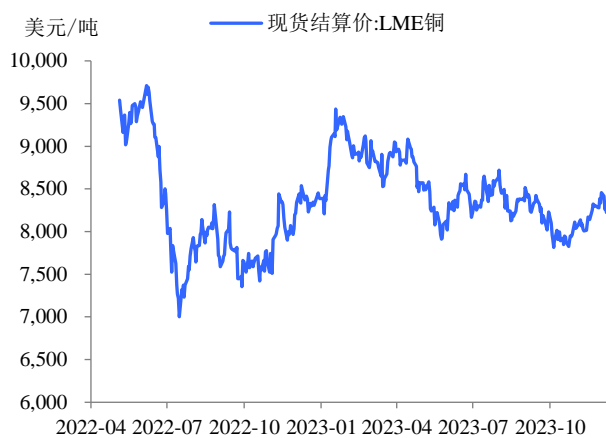
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 水泥价格持续上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 海外铜价小幅下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

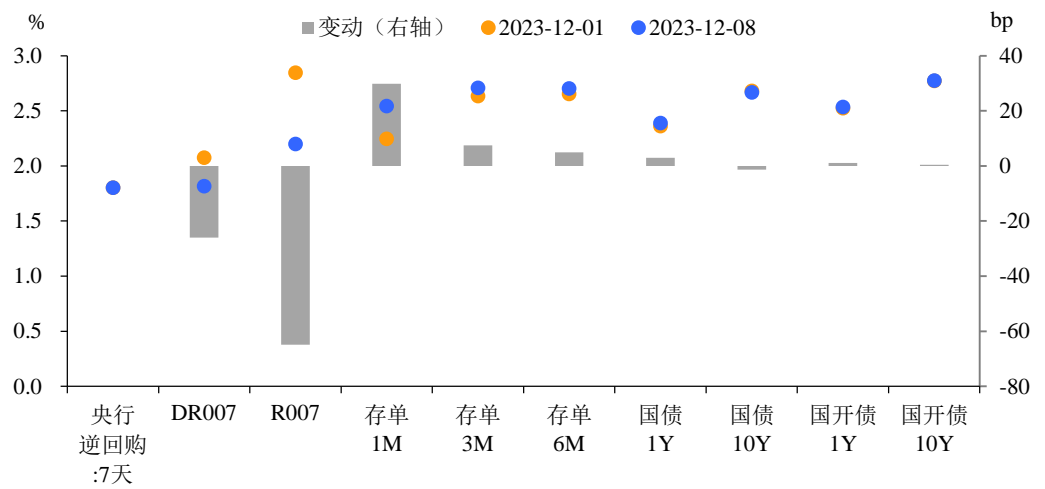
图41: 原油价格持续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

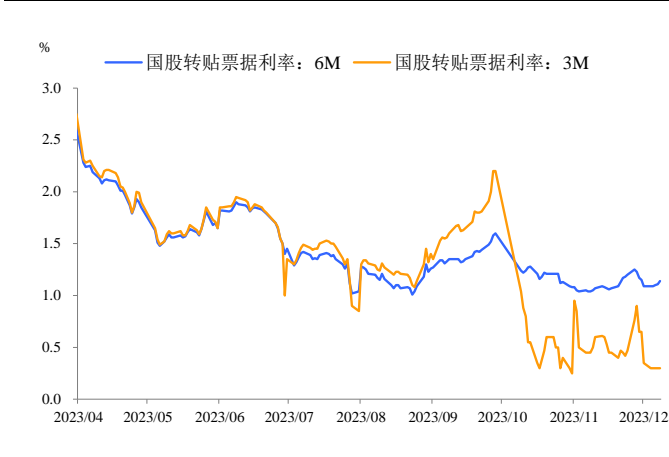
流动性方面，月初资金利率下行。本周 DR007 与 R007 周均值较上周分别回落约 26bp、65bp，周内 DR007 在 1.78%至 1.85%之间小幅波动，在政策利率附近，R007 周内在 2.1%上方运行。12 月初票据利率略有下行，仍处于相对低位。本周央行逆回购连续四天净回笼，本周累计净回笼资金 10590 亿元，央行投放态度谨慎，下周逆回购到期 10770 亿元，MLF 到期 6500 亿元。质押式回购成交量抬升，隔夜成交占比仍低于 90%。市场利率回落后，债市杠杆率近期有所上升，周五回升至 109.0%水平。

图42: 广谱利率变动



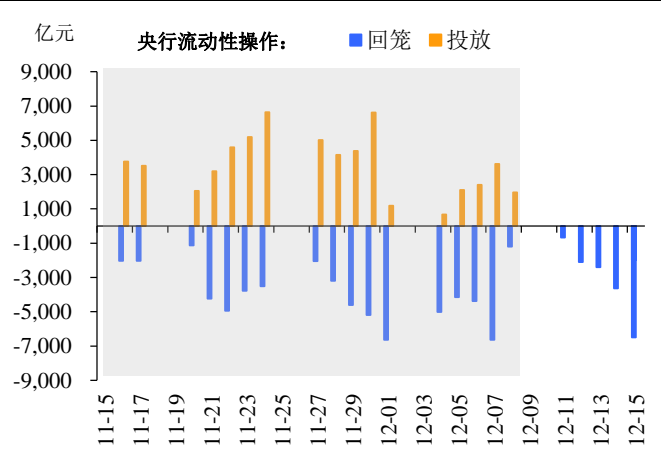
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 票据利率中枢略有下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

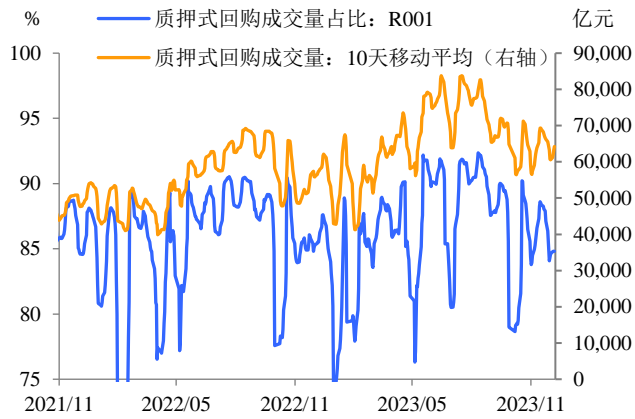
图44: 本周央行逆回购净回笼规模



注: 灰色区域为历史操作

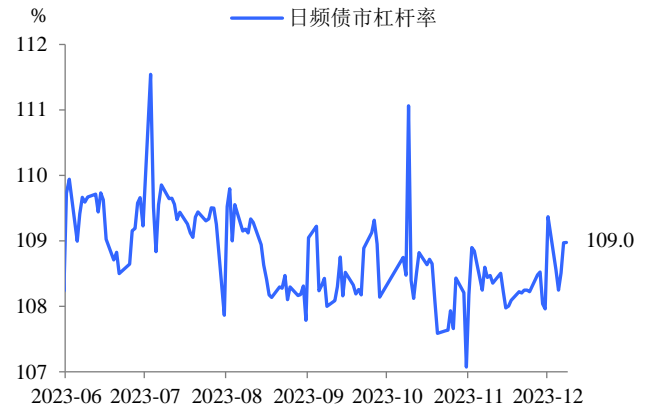
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图45: 质押式回购成交量回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图46: 债市杠杆率上升



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>