

## 专项建设债会重出江湖吗？

### ——宏观利率周报 20180923

2018 年 09 月 23 日

#### 摘要

- **【专题】** 2015 年 8 月，我国首批专项建设债问世，由国家开发银行、农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行，采用设立专项建设基金的方式支持国家重大项目建设，中央财政按照债券利率的 90% 给予贴息支持。专项建设基金具有规模大但流程快、期限长但灵活度高、成本低带杠杆的特点。历史上，它曾是经济“稳增长”的主力，发展历程可分三个阶段：第一阶段，2015 年 8 月—2016 年年中，飞速发展，红极一时；第二阶段，2016 年下半年—2017 年上半年，政策调整，节奏放缓；第三阶段，2017 年下半年开始，逐渐淡出。2018 年，“稳增长”压力下，专项建设债重出江湖也不无可能，但其发展历程中存在的相关问题也必须得以重视。
- **实体经济观察：** 1) **下游：**商品房土地成交涨跌互现，汽车需求止跌回升；2) **中游：**钢铁水泥价格保持上行，发电耗煤有所回升；3) **上游：**大宗商品整体涨势平稳；4) **物价：**食品价格全线上涨。
- **流动性跟踪：** 1) **资金面：**净投放量回升，人民币汇率上涨；2) **货币市场：**市场利率均上行；3) **同业存单：**净融资额回升，发行利率涨跌互现。
- **利率债市场回顾：** 1) **一级市场：**地方债继续拉动利率债整体发行放量；2) **二级市场：**长短端收益率涨跌互现。
- **一周要闻：** 1) 习近平致信祝贺 2018 世界人工智能大会开幕；2) 国务院关税税则委员会关于对原产于美国约 600 亿美元进口商品实施加征关税的公告；3) 人社部等四部委：改革社会保险费征收体制总体上不增加企业负担；4) 习近平主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议。
- **风险提示：** 经济下行超预期，市场波动超预期。

证券分析师 周岳

执业证号：S0600518010003

021-60199793

zhouyue@dwzq.com.cn

研究助理 肖雨

021-60199793

xiaoy@dwzq.com.cn

#### 相关研究

1、《宏观利率周报：土地流拍再现，地产市场怎么了？》

2018-09-16

2、《宏观点评：等不来的基建，爱不起的消费》2018-09-14

3、《宏观点评：减税效果显著，支出仍有空间》2018-09-13

4、《宏观利率周报：如果正回购，利率会怎样？》2018-09-09

5、《宏观专题：财政分析手册进阶：基金预算篇》2018-09-06

## 内容目录

<b>1. 专项建设债会重出江湖吗？</b>	<b>4</b>
1.1. 什么是专项建设债？	4
1.2. 专项建设债历史回顾：经济“稳增长”的主力	7
1.3. “稳增长”使命再启，专项建设债券会重出江湖吗？	8
<b>2. 实体经济观察</b>	<b>9</b>
2.1. 下游：商品房土地成交涨跌互现，汽车需求止跌回升	9
2.2. 中游：钢铁水泥价格保持上行，发电耗煤有所回升	9
2.3. 上游：大宗商品整体涨势平稳	10
2.4. 物价：食品价格全线上涨	11
<b>3. 流动性跟踪</b>	<b>12</b>
3.1. 资金面：净投放量回升，人民币汇率上涨	12
3.2. 货币市场：市场利率均上行	12
3.3. 同业存单：净融资额回升，发行利率涨跌互现	13
<b>4. 利率债市场回顾</b>	<b>13</b>
4.1. 一级市场：地方债继续拉动利率债整体发行放量	13
4.2. 二级市场：长短端收益率涨跌互现	14
<b>5. 一周要闻</b>	<b>15</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 专项建设债运作方式 .....	5
图 2: 2015、2016 资本形成总额对 GDP 的拉动相对平稳 .....	7
图 3: 2017 年专项建设债券逐渐淡出 .....	8
图 4: 30 大中城市商品房成交面积开始回升 .....	9
图 5: 100 大中城市成交土地占地面积继续下跌 .....	9
图 6: 半钢胎开工率继续保持上涨态势 .....	9
图 7: 汽车销量止跌回升 .....	9
图 8: 钢铁价格继续上行 .....	10
图 9: 高炉开工率有所回落 .....	10
图 10: 六大发电集团日均耗煤量略微上升 .....	10
图 11: 水泥价格保持上涨态势 .....	10
图 12: 南华工业品继续上涨, CRB 现货指数仍处历史低位 .....	11
图 13: 布油价格震荡走高, 环渤海动力煤走势平稳 .....	11
图 14: 6 大发电集团耗煤库存大幅回落 .....	11
图 15: 铁矿石价格与库存涨势平稳 .....	11
图 16: LME 金属价格涨跌互现 .....	11
图 17: 波罗的海干散货指数止跌回升 .....	11
图 18: 猪价蔬菜价格保持上行态势 .....	12
图 19: 鸡蛋水果价格全部上涨 .....	12
图 20: 本周全口径净投放 4,450 亿元 .....	12
图 21: 本周人民币汇率环比上涨 .....	12
图 22: 货币市场利率开始回升 .....	13
图 23: R007 和 DR007 均上涨 .....	13
图 24: 同业存单净融资额回升 .....	13
图 25: 同业存单发行利率涨跌互现 .....	13
图 26: 地方债发行继续拉动利率债整体发行放量 .....	14
图 27: 利率债总发行量大幅上涨 .....	14
图 28: 1Y、10Y 国债中标利率回落 .....	14
图 29: 国开债中标利率与上周相同 .....	14
图 30: 国债收益率全部上行 .....	15
图 31: 长短端收益率涨跌互现 .....	15
表 1: 三类专项债概念对比 .....	4
表 2: 专项建设债券与货币政策工具对比 .....	5
表 3: 2015 年固定资产投资项目资本金调整 .....	6

## 1. 专项建设债会重出江湖吗？

2015年8月，我国首批专项建设债问世，由国家开发银行、农业发展银行向邮政储蓄银行定向发行，采用设立专项建设基金的方式支持国家重大项目建设。作为“稳增长”的重要工具，专项建设债在支持国家基建发展的同时，也为经济平稳运行贡献了举足轻重的作用。据财新网报道<sup>1</sup>，2015-2017年，该基金已安排资金投放7批，总金额超过2万亿元。本周我们梳理了专项建设债券的相关概念、运作方式，以供投资者参考。

### 1.1. 什么是专项建设债？

“专项建设债券”首次出现于郑州市发改委下发的《申报国家第一批专项建设债券的通知》，原文称“为扩大有效投资，积极缓解经济下行压力，国家发展改革委会同国开行、农发行拟近期推出第一批专项建设债券。该债券将向邮储银行定向发行，中央财政按照债券利率的90%给予贴息支持。”因此，从性质看，专项建设债属于国开行和农发行发行的专项金融债；从用途看，是服务于国家基础设施建设的专项融资工具。

提及基础设施融资的专项工具，专项建设债券并非唯一品种，财政部的地方政府专项债以及发改委的企业专项债也同样用于支持国家重大基建项目，但三者在债券性质、发行主体及资金用途等方面有一定区别。

表 1：三类专项债概念对比

	专项建设债券	地方政府专项债券	企业专项债券
债券性质	利率债	利率债	信用债
发行主体	国开行、农发行	省、自治区直辖市政府	融资平台公司、产业公司
使用主体	发行主体	可由发行的省级政府及其部门使用，也可通过转贷的方式提供给市县	发行主体
发行额度	2015-2017年共发行七批，金额超2万亿	纳入年度分地区地方政府债务限制，发行额度受专项债券额度限制	累计债券余额一般受到公司净资产40%的限制
募集资金用途	设立专项建设基金支持重大项目建设	专项用于建设领域，包括土地储备和收费公路建设等	除用于专项建设外，部分品种允许使用不超过50%的募集资金偿还银行贷款

数据来源：财政部，发改委，东吴证券研究所整理

作为特定经济时期下发行的特殊券种，专项建设债实则是国开行参与国家宏观经济调控的政策工具，因此与普通券种相比债券性质较弱，而更类似于货币政策工具，旨在为实体经济输血，稳定经济增长。但从期限看，专项建设债券偏长期，用于基础设施建设，有利于经济结构和投资结构调整，而央行的货币政策工具（PSL、MLF、SLF等）

<sup>1</sup> <http://opinion.caixin.com/2017-05-19/101092357.html>



最后，由国开和农发基金采用股权方式向所选项目注资，达到资本金要求。1996年8月23日，国务院发布《关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》(国发[1996]35号)，至此，资本金制度出现，各类经营性投资项目必须首先落实资本金才能进行建设。而后，2009、2015年，国家两次对资本金比例进行调整，最低调至20%。专项建设基金在此背景下设立，更是为企业项目投资创造了便利。

表 3：2015 年固定资产投资项目资本金调整

项目	调整前	调整后
<b>城市和交通设施：</b>		
城市轨道交通	25%	20%
港口、沿海及内河航运、机场项目	30%	25%
铁路、公路项目	25%	20%
<b>房地产开发项目：</b>		
保障性住房和普通商品住房项目		20%
其他项目	30%	25%
<b>产能过剩行业项目：</b>		
钢铁、电解铝项目		40%
水泥项目		35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目		30%
<b>其他工业项目：</b>		
玉米深加工项目	30%	20%
化肥（钾肥除外）项目		25%
电力等其他项目		20%

数据来源：国务院，东吴证券研究所整理

因此，专项建设债具有如下特点：

**第一，规模大但流程快。**政策性银行发行专项建设债券以设立专项建设基金，投资方向明确，资金规模较大。本质虽为公共资金，但由政策性银行发行，不走财政预算，融资流程相对缩短，大大提高了投放效率。基金设立的半年内，即投放近 1.2 万亿元<sup>2</sup>。

**第二，期限长但灵活性高。**专项建设基金采用股权方式提供资金，为重点领域提供长期支持，同时不降低项目融资能力。投资期限更长，且可根据项目特点进行灵活安排。一般 8 年以上，也可约定宽期限。

**第三，成本低带杠杆。**在中央财政给予 90% 贴息的基础上，专项建设债券的发行成本仅 1.2%，远低于市场水平，且投资于国家重点項目，每年收取固定回报。加之 2015 年，发改委下调项目资本金比例，为做大杠杆率创造了条件。在平均 25%-30% 的资本金

<sup>2</sup> <https://3g.163.com/money/article/BJTUD8TL00253B0H.html#adaptation=pc>



要求下，专项建设基金可撬动近 4 倍的市场投资，从而拉动经济增长。

## 1.2. 专项建设债历史回顾：经济“稳增长”的主力

回顾专项建设债的发展历史，大致分为以下几个发展阶段：

**第一阶段，2015 年 8 月—2016 年年中，飞速发展，红极一时。**2015 年下半年开始，制造业投资低迷，市场对“股灾”担忧加剧，经济下行压力较大，“稳增长”受到高度重视。且受制于 2014 年 43 号文对融资平台融资功能的剥离，基础设施建设的资金来源少了大块。此时，专项建设债券的提出，为市场注入了鲜活的血液，拓宽了企业融资渠道，为国家及地方项目建设创造了新的资金来源。首批投向保障房、水利、城市管廊等 22 个项目，而后逐步调整扩大。2015 年，专项建设基金共投放四批次计 8,000 亿元，以资本金比例 30%测算，该 8,000 亿元专项建设基金足以撬动市场 2.6 万亿的投资，结合 2015 年末 55.16 万亿的固定资产投资总额，可贡献 4.7%的投资增速。

2016 年继续快步发展，专项建设债券发行方式逐步市场化，第五批次的发行对象已扩大至工农中建四大行以及全国性股份制银行等，投放金额 4,000 亿元，第六批投放 6,000 亿元。投资领域扩大至 34 个专项，其中，计算机、通信、电子设备制造业列投资份额占比榜首。2015 年、2016 年，资本形成总额对 GDP 增长分别拉动 2.9%、2.8%，虽然相较 2014 年有一定跌幅，但仍保持在相对平稳状态。

图 2：2015、2016 资本形成总额对 GDP 的拉动相对平稳



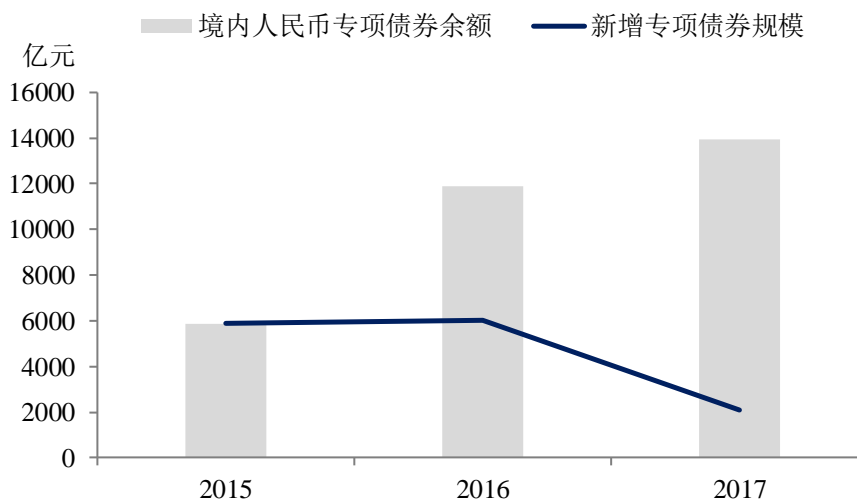
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**第二阶段，2016 年下半年—2017 年上半年，政策调整，节奏放缓。**随着专项建设基金的迅速风靡，其问题也逐渐暴露。由于大量投向县级平台，且利率低于地方政府专项债，对社会资本和商业银行贷款有一定的挤出效应。至此，第七批专项建设基金被搁置数月，姗姗来迟。2017 年 2 月，新政策才下达地方，同时减少专项贴息项目类别，且对不同项目采用不同档位的贴息率，新创 50%和 70%两档贴息率，资金投向更强调供给

侧改革导向，侧重高科技、新兴制造业和产能升级，且地方政府不得为项目提供担保。系列措施迅速降低了市场热情。2017 年 5 月，即传出第八批专项建设基金或将持续推后的消息<sup>3</sup>。

**第三阶段，2017 年下半年开始，专项建设债逐渐淡出。**考察 2015-2017 国开行年报中境内人民币专项债券余额一项，分别为 5,869.8 亿、11,871.8 亿及 13,951.8 亿，由此估算出，三年内新增的专项债规模分别为 5,869.8 亿、6,001.9 亿及 2,080.1 亿，2017 年缩水严重，一定程度上反映出专项建设债逐渐淡出市场，甚至被叫停的处境。其实，作为经济“稳增长”的主要工具，在 2015-2016 大规模发行，在 2017 宏观经济弱复苏时慢慢淡出也符合市场逻辑。此外，专项建设基金本身存在资金沉淀、挤出社会资本等问题，被叫停也无可厚非。

图 3：2017 年专项建设债券逐渐淡出



数据来源：国开行年报，东吴证券研究所

### 1.3. “稳增长”使命再启，专项建设债券会重出江湖吗？

2018 年以来，“严监管，稳货币”已成为市场去杠杆环境下不可改变的政策方向，且“稳增长”力度不断上升，国开行是否会参与到本轮“稳增长”的行列中来值得关注。

正如前文所述，专项建设债券确是有效拉动市场需求、稳定经济增长的利器，但此轮稳增长需求与之前不同。2015 年主要是由于需求端融资收缩，而目前则主要是供给端资金压力所致，市场“宽货币”向“宽信用”传导不畅，基建投资增速下行压力较大。在此情况下，重启专项建设债券或将继续成为国开行新一轮的“稳增长”武器，提振市场信心，增强资本金能力。但另一方面，专项建设债券存在的问题，也必须重视，可以预见，该基金的重启也必将伴随着政策的相应调整，对各项目的遴选或将更加严格，跟踪项目进展避免项目资金的沉淀不可或缺，另外，也需要创新发挥地方各级融资平台的作用，保持专项建设基金的顺利有效投放。

<sup>3</sup> <http://wall-street.org.cn/info.asp?classID=3&id=308>

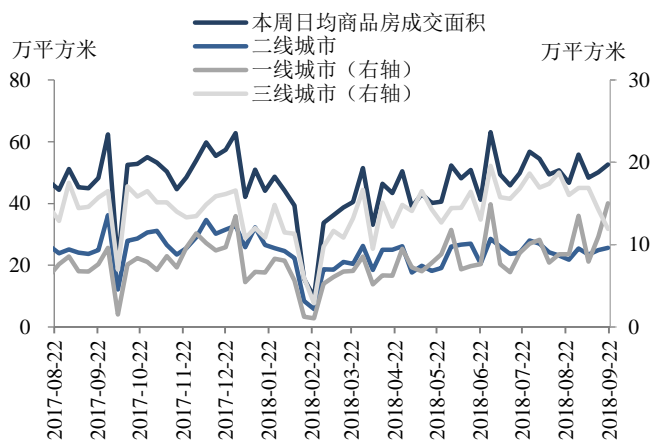


## 2. 实体经济观察

### 2.1. 下游：商品房土地成交涨跌互现，汽车需求止跌回升

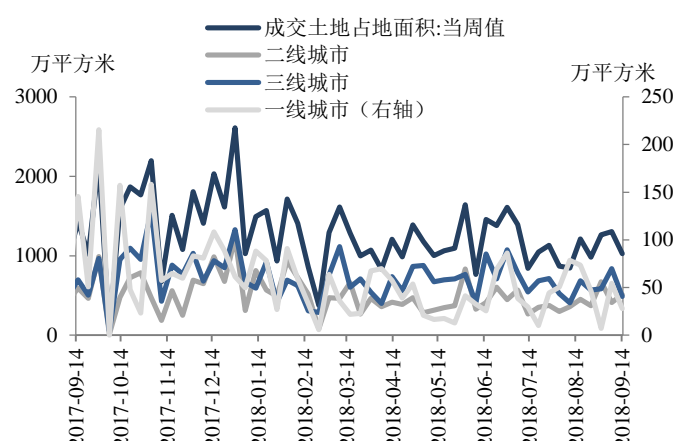
本周 30 大中城市商品房成交面积 52.61 万平方米，本周环比回升 5%，本周 30 大中城市商品房成交面积的上升主要来自一线城市商品房成交面积上升的拉动。分项来看，一线城市商品房成交面积本周环比上涨 37%，二线城市环比上涨 3%，然而三线城市环比下降 17%。100 大中城市成交土地占地面积回落，成交量为 1,026.00 万平方米，环比下降 21.2%，主要是来自一、三线城市成交土地占地面积下降的拖累，其分别环比下跌 49% 和 41.9%，二线城市止跌环比回升 24.8%。半钢胎开工率本周继续上涨，本周开工率达 65.94%，环比增加 2.68 个百分点。乘联会汽车日均零售量相比上周开始回升，零售量达 4.4011 万辆，但从历史同期来看同比却下降 22.50%。

图 4：30 大中城市商品房成交面积开始回升



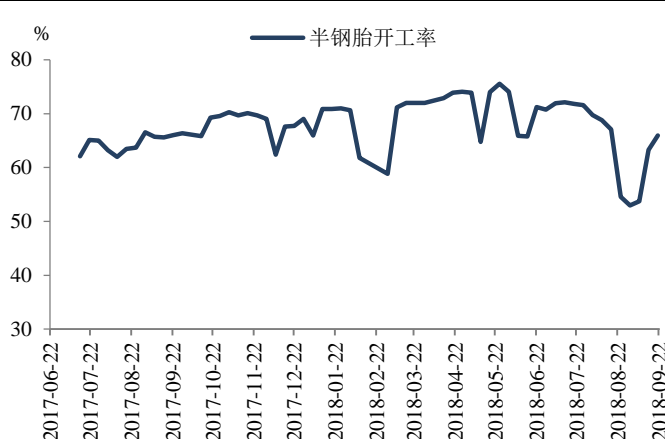
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：100 大中城市成交土地占地面积继续下跌



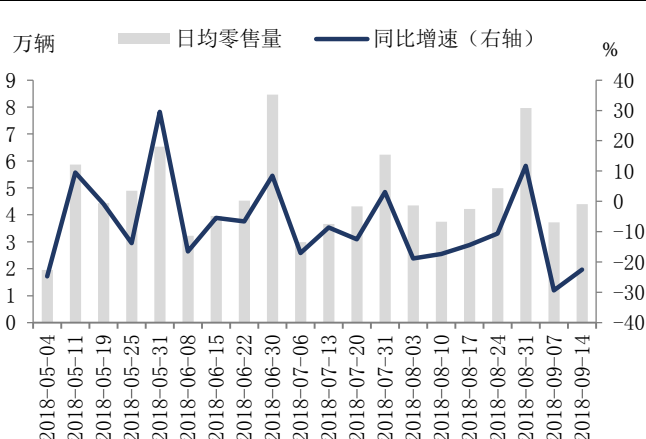
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：半钢胎开工率继续保持上涨态势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 7：汽车销量止跌回升

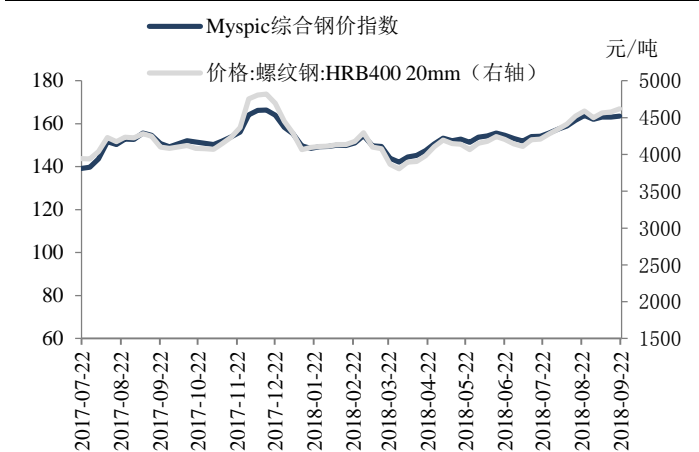


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 2.2. 中游：钢铁水泥价格保持上行，发电耗煤有所回升

从价格方面来看，本周 Myspic 综合钢铁价格指数与上周基本持平为 163.53，环比上升 0.23%；螺纹钢:HRB400 20mm 本周报 4,622.00 元/吨，环比上涨 0.98%。水泥价格指数 143.39，环比上升 0.46%，继续保持上涨态势。本周高炉开工率有所回落，开工率为 67.96 %，环比下降 0.40%。本周六大发电集团日均耗煤相比上周略微上涨，耗煤量为 60.78 万吨，环比上涨 1.42%。

图 8：钢铁价格继续上行



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 9：高炉开工率有所回落



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 10：六大发电集团日均耗煤量略微上升



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 11：水泥价格保持上涨态势

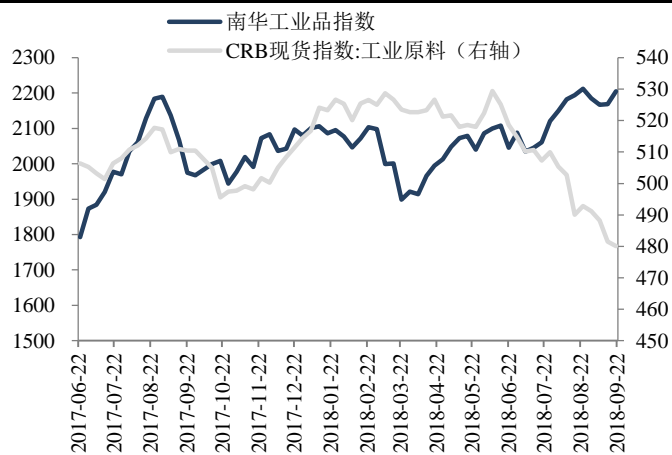


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 2.3. 上游：大宗商品整体涨势平稳

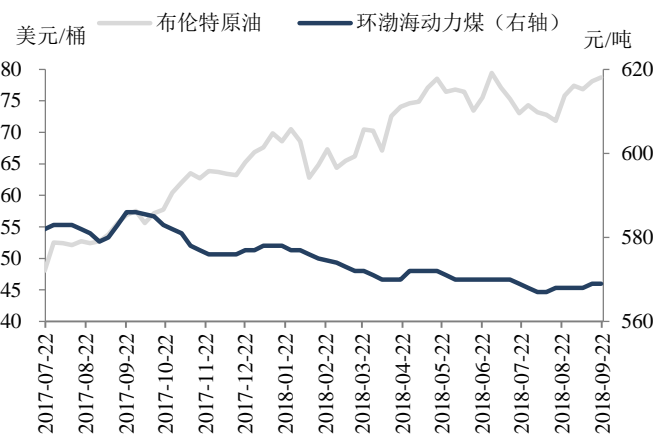
本周南华工业品指数继续上涨，本周报 2,205.22 点，环比上升 200bp；CRB 现货指数收报 480.07，继续保持两年来低位态势。本周环渤海动力煤(Q5500K)价格与上周相同，报 569.00 元/吨；本周布伦特原油价格基本与上周持平，报 78.70 美元/桶，环比上升 1%。6 大发电集团耗煤库存数为 22.57 天，环比下降 16%。铁矿石价格和库存涨势较为平稳，其中铁矿石价格上涨至 573.30 元/吨，库存数上涨至 14,784.43 万吨。本周 LME 金属价格涨跌互现。

图 12: 南华工业品继续上涨, CRB 现货指数仍处历史低位



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 13: 布油价格震荡走高, 环渤海动力煤走势平稳



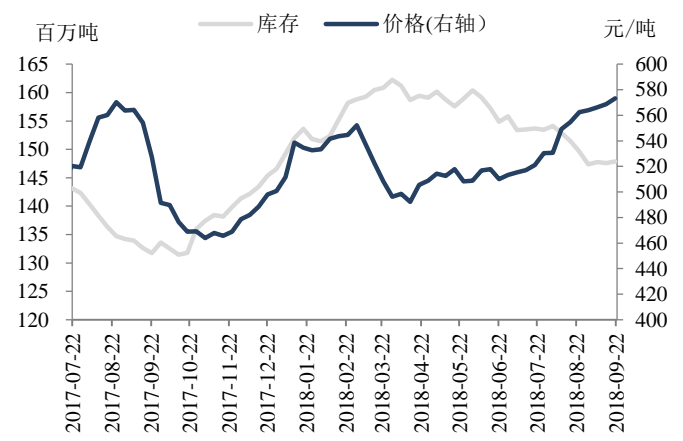
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 14: 6 大发电集团耗煤库存大幅回落



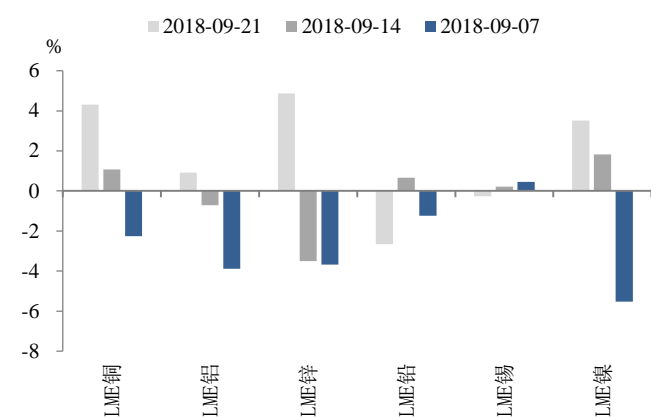
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 15: 铁矿石价格与库存涨势平稳



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16: LME 金属价格涨跌互现



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 17: 波罗的海干散货指数止跌回升

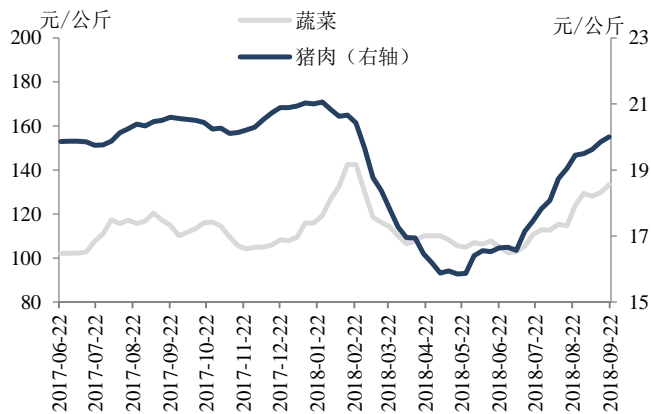


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 2.4. 物价: 食品价格全线上涨

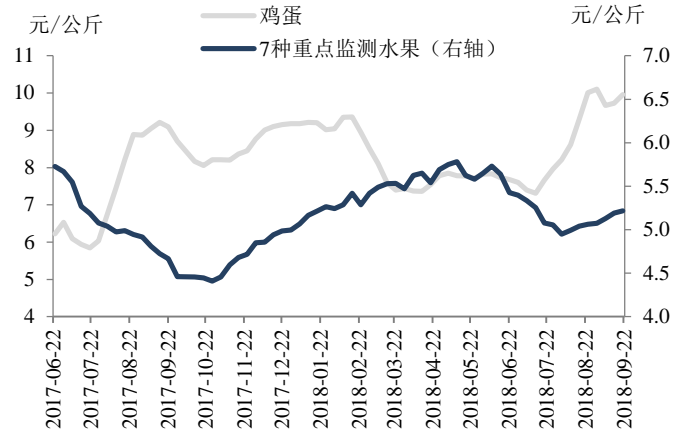
食品价格方面，本周猪肉蔬菜价格指数继续上涨，前海农产品批发价格指数报133.37，环比上涨2.74%，猪肉价格收于20.00元/公斤，环比上涨0.76%。本周7种重点监测水果价格持续上涨至5.22元/公斤，环比上涨0.50%；鸡蛋价格继续上涨，报9.96元/公斤，环比上升2.36%。

图 18：猪价蔬菜价格保持上行态势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 19：鸡蛋水果价格全部上涨



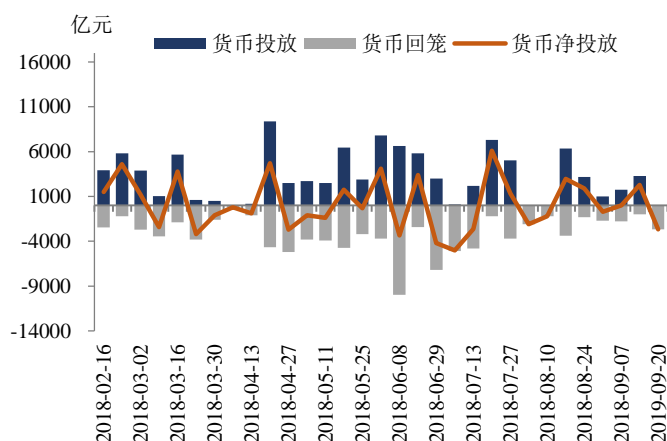
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3. 流动性跟踪

#### 3.1. 资金面：净投放量回升，人民币汇率上涨

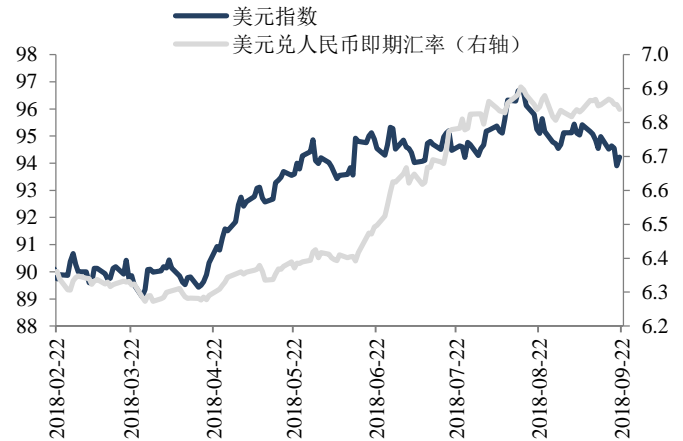
本周央行全口径货币投放7,150亿元，货币回笼2,700亿元，净投放4,450亿元。美元指数开始回升至94.2278，环比上升0.35%；截止21日人民币有所升值，美元兑人民币报6.8390。

图 20：本周全口径净投放 4,450 亿元



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 21：本周人民币汇率环比上涨

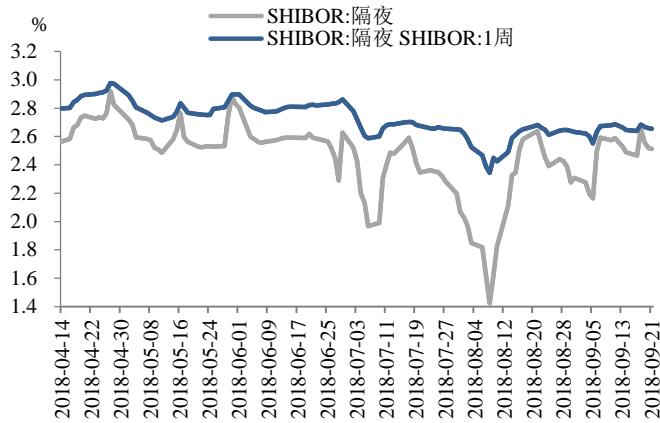


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 3.2. 货币市场：市场利率均上行

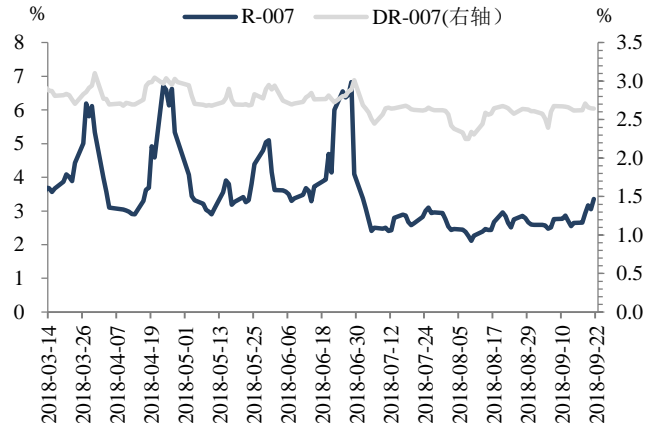
本周 SHIBOR:隔夜及 1 周利率有所回升, 截止 21 日, SHIBOR-隔夜报 2.5140 %, 环比上升 2.5bp, SHIBOR-1 周报 2.6540 %。本周 R007 和 DR007 均上涨, 分别上升 71.65bp 和 2.30bp, 整体较为平稳。

图 22: 货币市场利率开始回升



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 23: R007 和 DR007 均上涨

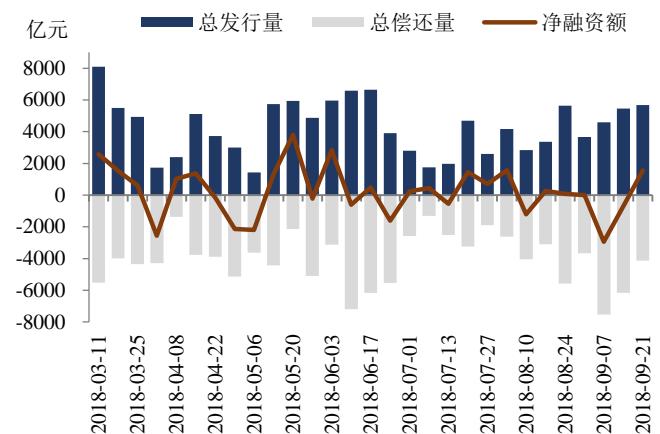


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3.3. 同业存单: 净融资额回升, 发行利率涨跌互现

本周同业存单净融资额回升, 发行量为 5,681.40 亿元, 到期量为 4,138.20 亿元, 净发行量为 1,543.20 亿元。本周同业存单发行利率涨跌互现, 其中 1 个月及 3 个月同业存单发行利率分别环比上升 4.2 bp 和 7.9bp, 而 6 个月则环比下降 9.7bp。

图 24: 同业存单净融资额回升



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 25: 同业存单发行利率涨跌互现



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 4. 利率债市场回顾

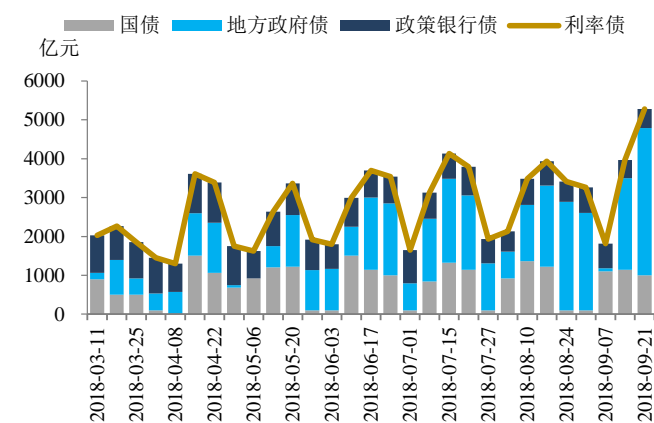
### 4.1. 一级市场: 地方债继续拉动利率债整体发行放量

本周地方债及政策银行债发行分别上升至 3,788.85 亿元和 488.30 亿元, 同期国债发



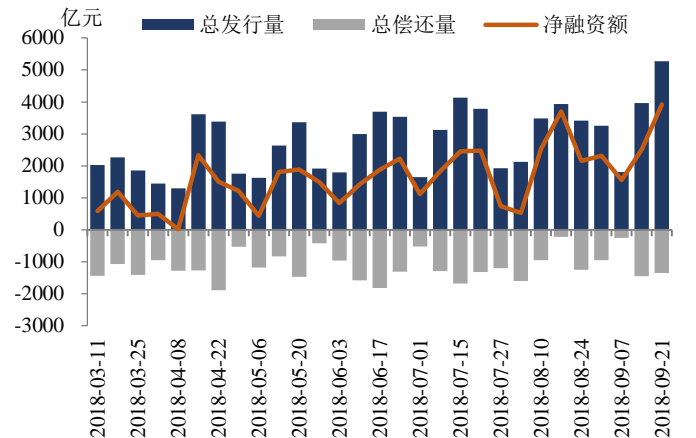
行下降至 1,000.00 亿元。受地方债发行继续上升的拉动，使得利率债整体净融资量环比上升至 5,277.15 亿元，环比上涨 33%。9 月 19 日发行的 1 年期及 10 年期国债中标利率分别为 2.79%、3.54%。再看国开债中标利率情况，本周中标利率与上周相同，9 月 18 日发行的 1Y 和 5Y 国开债中标利率分别为 3.32%、3.76%，9 月 20 日发行的 10Y 国开债中标利率为 4.04%。

图 26：地方债发行继续拉动利率债整体发行放量



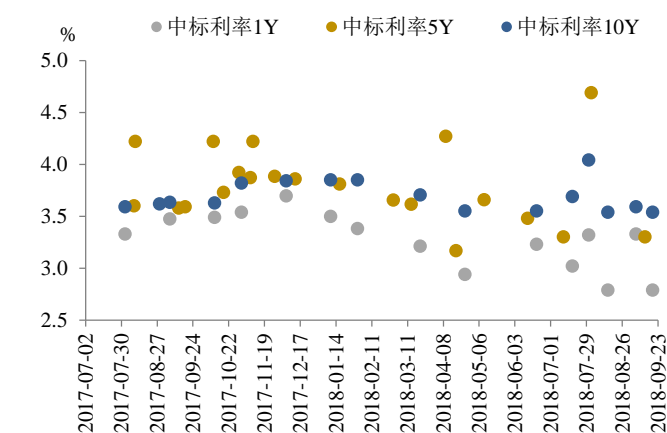
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 27：利率债总发行量大幅上涨



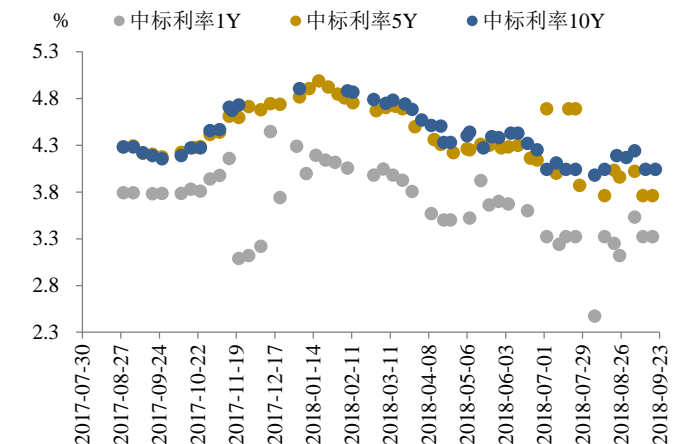
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 28：1Y、10Y 国债中标利率回落



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 29：国开债中标利率与上周相同

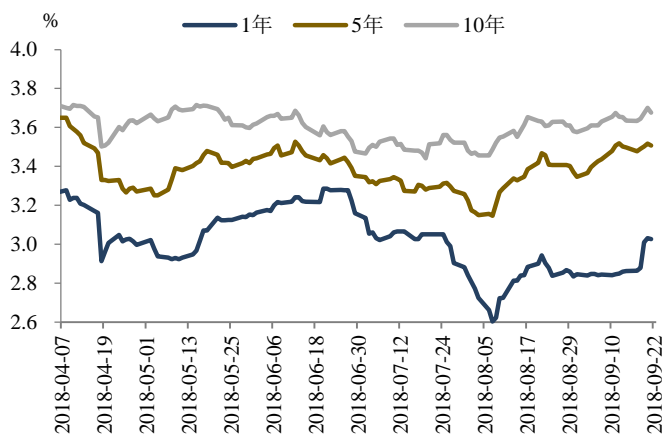


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 4.2. 二级市场：长短端收益率涨跌互现

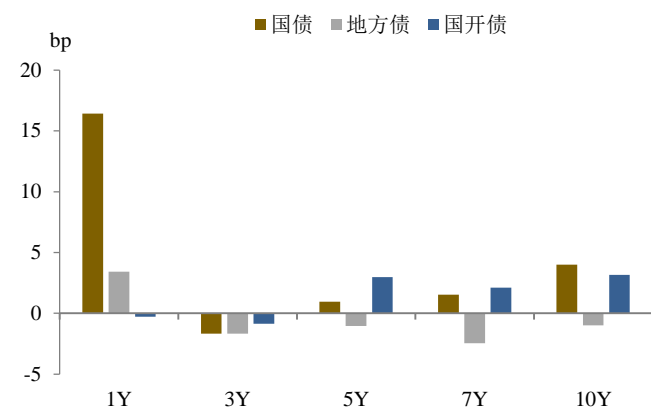
本周二级市场利率债长短端收益率涨跌互现。国债收益率全部上扬，分项来看，短端收益率上升 16.43bp，中端收益率上升 0.95p，长端收益率上升 4.01bp；国开债收益率涨跌互现，其中短端收益率下跌 0.29bp，中端收益率上升 2.99bp，长端收益率上升 3.17bp；地方债收益率同样涨跌互现，其中上涨的为短端地方债，收益率上升 3.43bp，而中长端收益率均下跌，分别下降 1.05bp 和 0.99bp。

图 30：国债收益率全部上行



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 31：长短端收益率涨跌互现



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 5. 一周要闻

**习近平致信祝贺 2018 世界人工智能大会开幕。**习近平强调，中国正致力于实现高质量发展，人工智能发展应用将有力提高经济社会发展智能化水平，有效增强公共服务和城市管理能力。中国愿意在技术交流、数据共享、应用市场等方面同各国开展交流合作，共享数字经济发展机遇。

**国务院关税税则委员会关于对原产于美国约 600 亿美元进口商品实施加征关税的公告。**自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起加征关税，对其附件 1 所列 2493 个税目商品、附件 2 所列 1078 个税目商品加征 10% 的关税，对其附件 3 所列 974 个税目商品、附件 4 所列 662 个税目商品加征 5% 的关税。

**人社部等四部委：改革社会保险费征收体制总体上不增加企业负担。**人社部等四部委在答记者问中提到，已负责征收社会保险费的各级税务机关，在社保征收机构改革到位前，要一律保持现有征收政策不变，不得自行组织开展以前年度的欠费清查，确保征管有序，工作平稳。

**习近平主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议。**中央全面深化改革委员会第四次会议指出，完善系统重要性金融机构监管，对系统重要性金融机构的识别、监管和处置作出制度性安排。习近平强调，把改革重点放到解决实际问题上来；提出自贸试验区要加大开放力度。

## 6. 风险提示

经济下行超预期，市场波动超预期。

## 免責聲明

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>