

## 国内宏观周报

## 宏观经济报告

## 基建投资增速年内低点或现

## 基本结论

- **新增地方政府专项债券发行量加速，基建投资增速年内低点可能显现，但回升力度有待观察。**新增地方政府专项债券发行量基本完成全年任务。截止9月23日，新增地方政府专项债券发行量达到1.28万亿元，离1.35万亿的全年任务，只差700亿。从发行进度来看，超额完成了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》提出的9月底完成1.08万亿元的任务。**新增地方政府专项债券使用进度加快，带动基建投资资金来源增速回升，基建投资增速年内低点可能显现。**根据《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，为了防止资金长期滞留国库，允许预算已安排的债券资金项目通过调度库款周转，新增地方政府专项债券使用进度将会加快。新增地方政府专项债券是基建投资的重要资金来源渠道，随着新增地方政府专项债券大量投入使用，基建投资资金来源紧张问题将会逐步得到缓解。1-8月基建投资累计同比为0.7%，在基建投资资金来源有所增加的情况下，基建投资增速将会有所回升，基建投资增速年内低点可能显现。**基建投资增速回升力度仍有待观察。**财政支出、银行贷款、城投债也是基建投资资金的重要来源，这三项均没有明显改善。财政支出方面，8月财政支出当月同比下滑速度放缓，然而，依然在下降，表明财政支出并未明显加速。银行贷款方面，受到23号文和最新的27号文影响，银行对地方政府融资平台依然是偏谨慎的，银行贷款对基建的支持力度依然偏弱。城投债方面，截止9月23日，城投债净融资额为2618亿元，比去年同期低1280亿元。9月城投债净融资额为-355亿元，城投债融资并未发现明显改善的迹象。财政支出、银行贷款、城投债三者依然对基建投资资金来源形成掣肘，也就制约了基建投资回升的力度，因此，基建投资回升力度仍有待观察。
- **中观层面，9月以来需求继续走弱。**从需求来看，9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由正转负，100大中城市土地成交面积同比稳定，而成交总价同比跌幅较大。乘联会数据显示，9月第2周汽车销售表现非常弱，零售跌幅扩大；从供给来看，高炉开工率上升，六大发电集团日均煤耗同比为负；从价格的角度来看，9月煤炭、原油、钢铁、水泥价格均值上涨，有色价格均值下跌，预计9月PPI环比可能为正，但由于基数抬升，PPI同比可能下滑较多。9月猪肉、蔬菜、鲜果价格均值上涨，CPI环比可能为正，CPI当月同比稳定。
- **金融市场方面，资金价格上涨，利率债到期收益率整体上行，人民币兑美元升值，全球股市整体上涨，国内工业品价格涨跌互现。**货币市场方面，上周央行净投放4450亿元，资金价格上涨，但依然维持较低维持，资金面依然偏松。债券市场方面，利率债到期收益率整体上行，期限利差和信用利差整体走低。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市整体上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格涨跌互现。
- **风险提示：1.名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。**

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

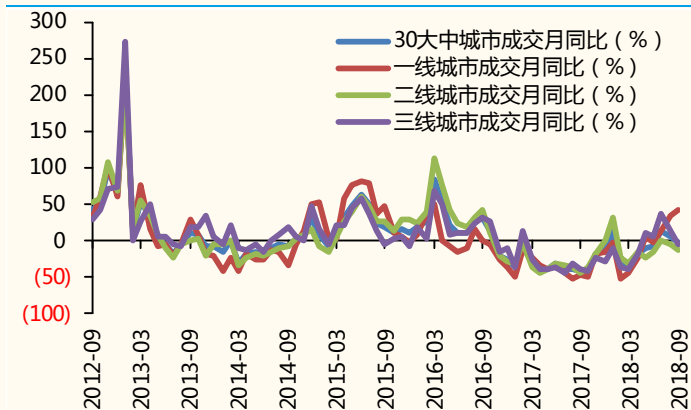
段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

## 一、中观市场方面，9月需求继续走弱

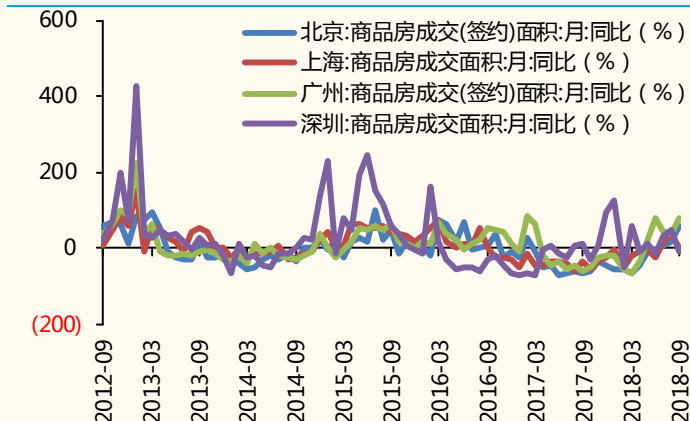
- 9月以来，30大中城市商品房日均销售面积同比延续下滑态势。内部结构上，一线涨幅扩大，二线城市同比跌幅扩大，三线城市同比正转负。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-1.2%（前值 6.2%）。一线城市同比 41.7%（前值 33.9%）、二线城市同比-11.7%（前值-5.3%），三线城市同比-3.8%（前值 12.5%）。深圳地产销售表现较差，同比增速转负，广州同比增速回落。
- 9月以来，土地成交面积稳定，土地成交总价跌幅扩大。具体来看，100大中城市土地成交面积同比 2.0%（前值 1.4%），成交总价-32.4%（前值 5.0%）。
- 9月以来，汽车零售同比下滑。9月第2周乘联会车市零售同比较8月继续回落（-25.8%，前值-6.9%），批发同比跌幅扩大（-20.4%，前值-2.8%）。9月汽车零售明显下行可能对消费形成拖累。前一周，电影票房收入、电影观影人次均下降，放映场次上升。

图表 1：9月以来商品房日均销售同比继续下滑



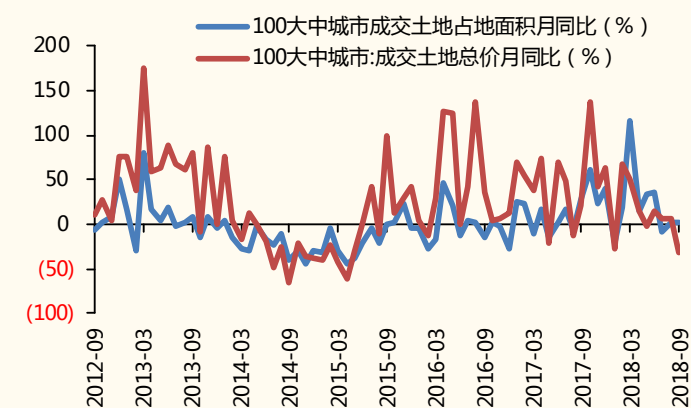
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：9月以来深圳地产销售表现较差



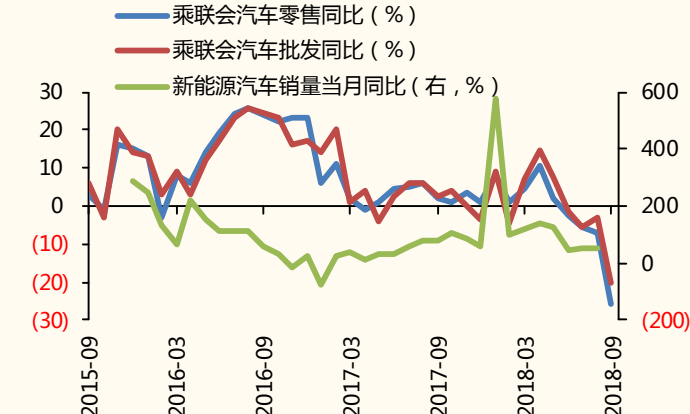
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：9月以来土地成交总价同比由正转负



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 4：9月第2周汽车零售同比下滑明显

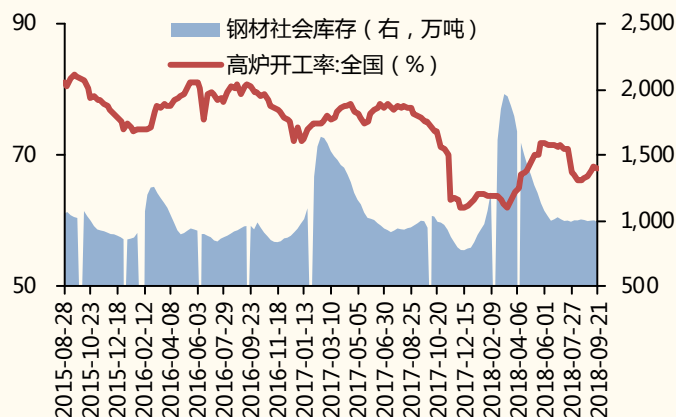


来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

- 上周高炉开工率上升，钢铁社会库存下降。具体来看，上周高炉开工率下降 0.4%，至 68.0%。上周钢铁库存下降 1.7%，至 984.6 万吨。

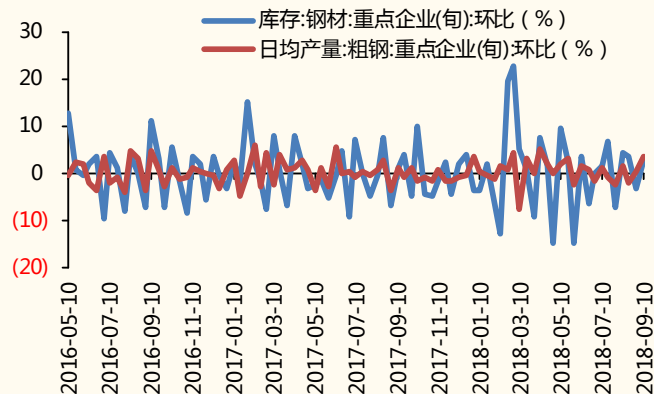
- 日均耗煤量当月同比下滑较多。具体来看，上周六大发电集团日均煤耗下降-1.9%，至 60.4 万吨。9 月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大（-10.8%，前值-4.1%）。

图表 5：上周高炉开工率下降，钢铁社会库存下降



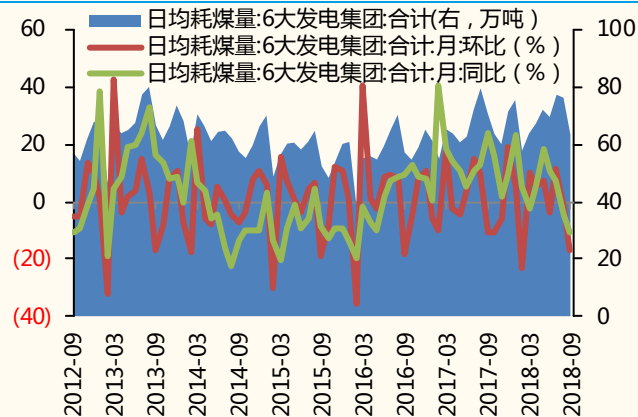
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：9 月上旬重点钢铁企业生产回升，库存上升



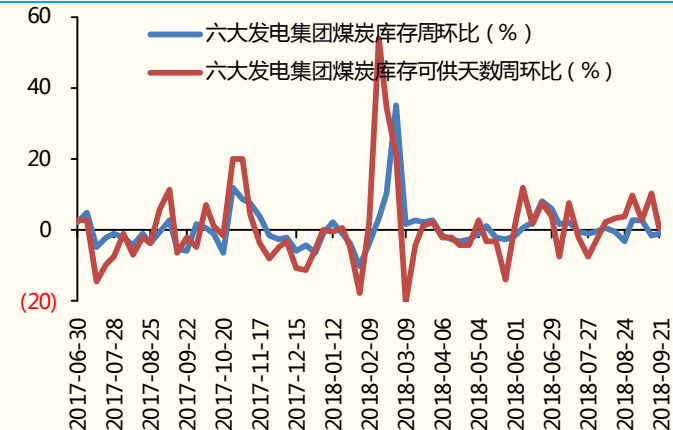
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：9 月以来发电集团日均煤耗同比为负



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

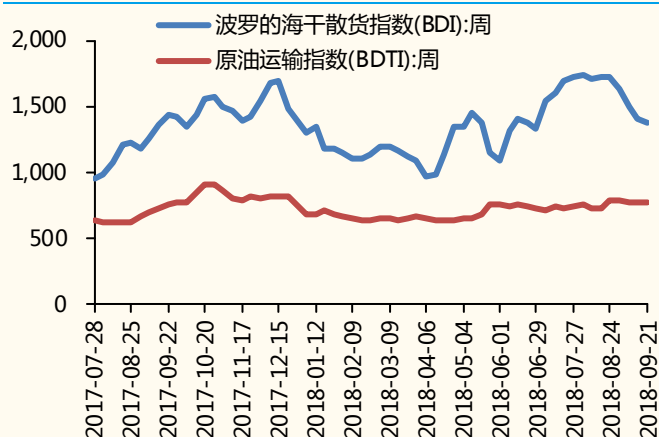
图表 8：上周发电集团煤炭库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

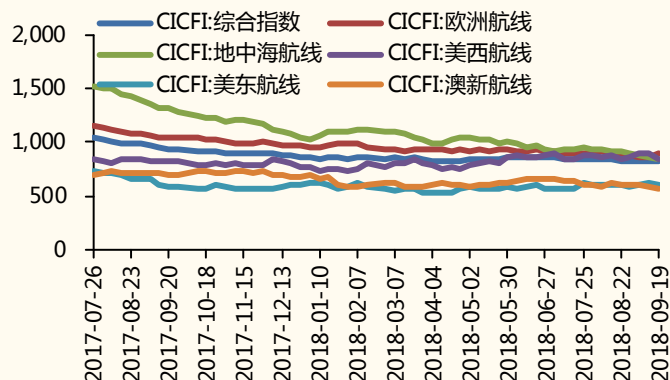
- 上周 BDI 下降，BDTI 上升；上周 CCFI 下降。
- 上周铁矿石日均疏港量下降 0.9%至 285.0 万吨，港口库存上升 0.2%。上周焦炭港口库存下降 8.2%，焦炭企业库存下降 10.5%。

图表 9: 上周BDI下降, BDTI上升



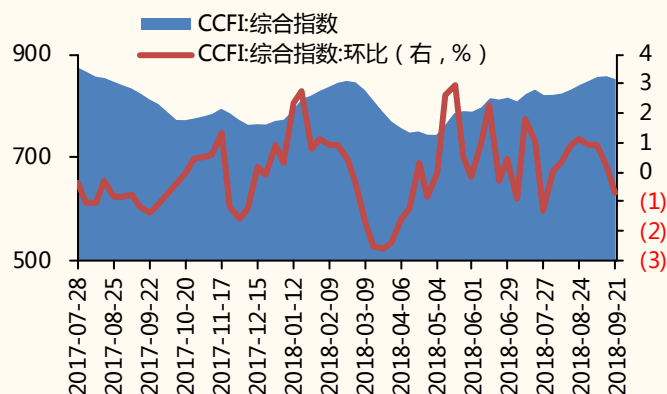
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周CICFI下降



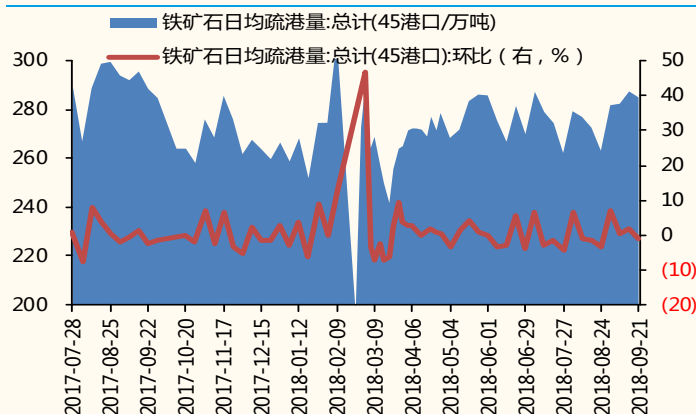
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周CCFI下降



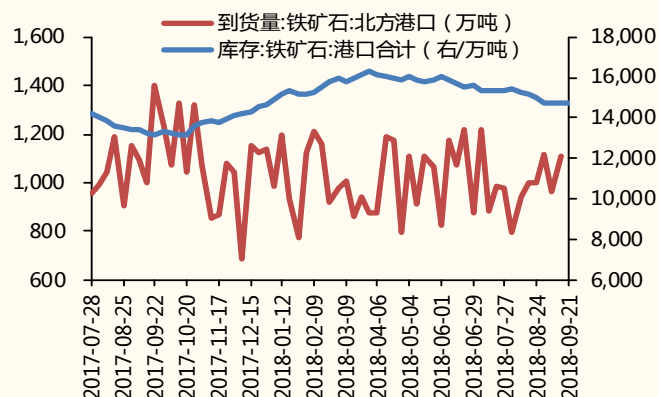
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量下降



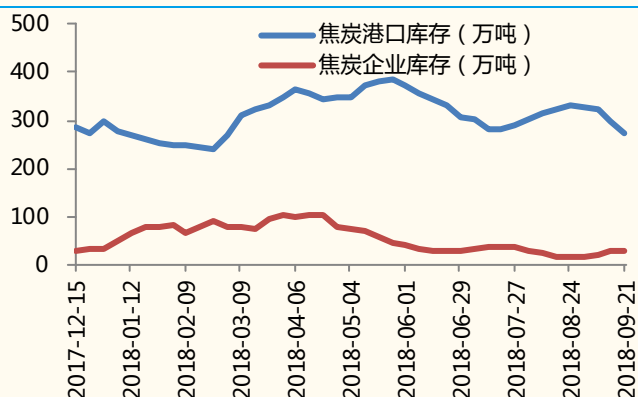
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存下降、港口库存下降



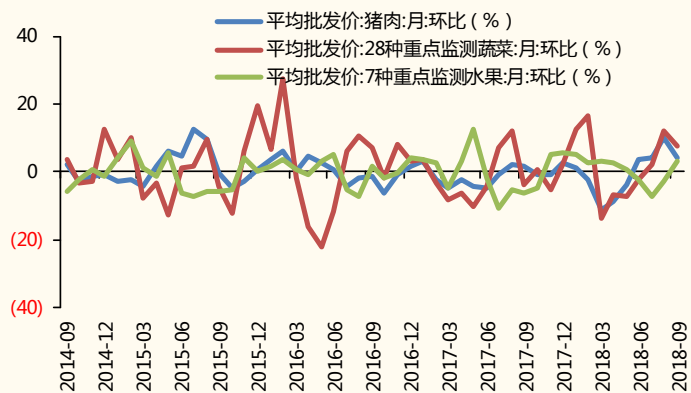
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 农产品价格整体上涨, 工业品价格整体上升。农产品方面, 9 月以来猪肉价格均值上涨 (4.1%, 前值 9.9%), 蔬菜价格均值上涨 (7.8%, 前值 12.3%), 鲜果价格均值上涨 (3.0%, 前值-2.6%); 工业品方面, 煤炭价格均值上涨 (1.2%, 前值-1.8%), 原油价格均值上涨 (5.9%, 前值-



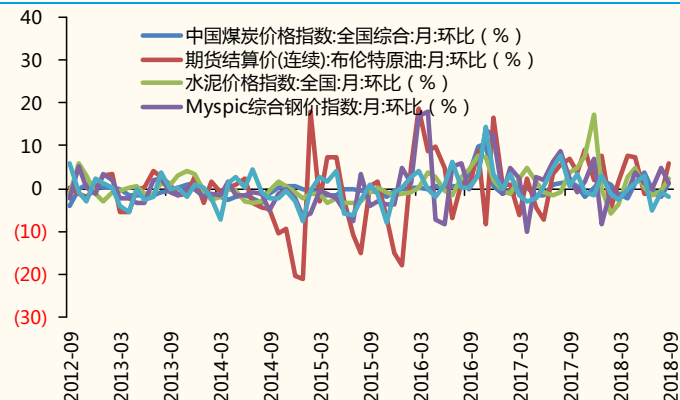
1.5%)，水泥价格均值上涨 (2.3%，前值-0.7%)，钢铁价格均值上涨 (1.2%，前值 4.8%)，有色价格均值下跌 (-1.8%，前值-0.8%)。

图表 15：9 月以来猪肉、蔬菜价格均值环比上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：9 月以来石油价格均值环比上涨

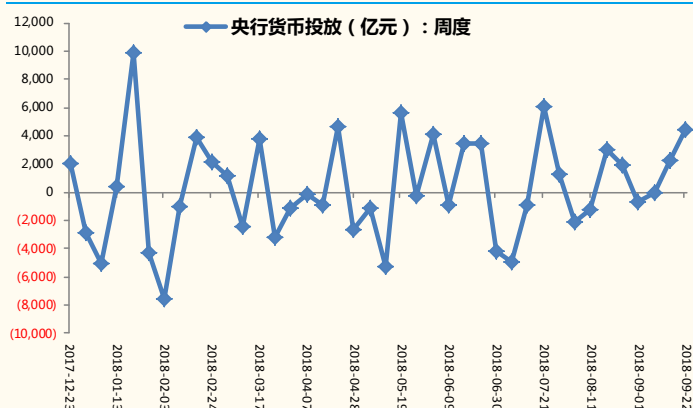


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上涨，利率债到期收益率整体上升，人民币兑美元升值，全球股市整体上涨，国内工业品涨跌互现。

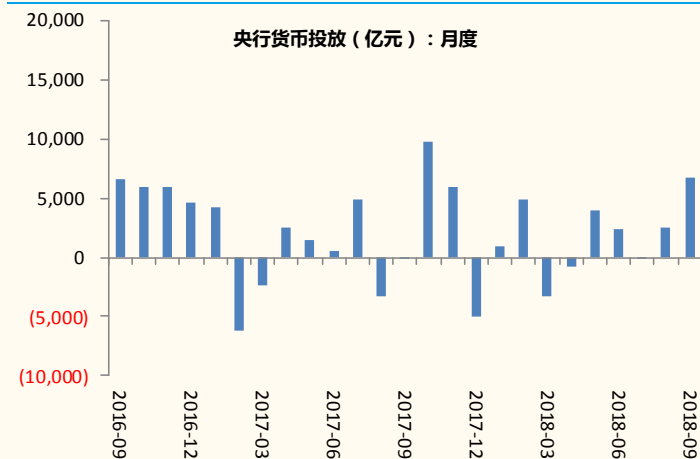
- 货币市场方面，上周央行净投放 4450 亿元，资金价格上涨，但依然维持较低维持，资金面依然偏松。从资金投放量来看，上周央行净投放 4450 亿元，其中逆回购投放 3300 亿元，MLF 投放 2650 亿元，国库现金定存 1200 亿元，逆回购到期 2700 亿元。随着季末考核临近，银行对资金的需求增加，央行通过公开市场操作投放资金，资金价格较上周小幅上升，但是当前资金价格依然处于较低维持，表明资金面依然偏松。具体来看，上周 R001 上行 4bp，R007 上行 7bp；DR001 上行 40bp，DR007 上行 2bp。R001-DR001 持平前置，R007-DR007 上行 4bp。R007-DR007 上行，表明银行融出资金亿元小幅下降。
- 债券市场方面，利率债到期收益率整体上行，期限利差和信用利差整体走低。具体来看，1Y 国债到期收益率上行 16bp，1Y 国开债到期收益率持平前置；10Y 国债到期收益率上行 4bp，10Y 国开债到期收益率上行 3bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 2bp，1YAA 企业债到期收益率上行 2bp；10YAAA 企业债到期收益率下行 5bp，10YAA 企业债到期收益率下行 5bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，即期市场交易量下降。上周，在岸人民币兑美元升值。美元指数下行较多，美元兑欧元和英镑贬值，兑日元升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市整体上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格涨跌互现。国内股市方面，上证综指上涨 4.3%；创业板指上涨 3.3%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 2.3%，纳斯达克指数下跌 0.3%，德国 DAX 上涨 2.5%。国内商品方面，螺纹钢价格上涨 1.4%，铁矿石价格下跌 0.1%，焦炭价格上涨 5.6%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.4%；ICE 布油价格上涨 0.8%，LME 铜上涨 7.3%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 9月央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 09/17-09/21 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.55	4	23	(104)
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.66	7	2	(276)
存款类机构质押式回购加权利率: 1天(DR001)	2.51	4	25	(45)
存款类机构质押式回购加权利率: 7天(DR007)	2.64	2	3	(45)
R001-DR001(bp)	3	0	(3)	(59)
R007-DR007 (bp)	2	4	(1)	(231)
SHIBOR:隔夜	2.51	2	21	(33)
SHIBOR:1周	2.65	1	2	(30)
7日年化收益率:余额宝	2.93	(12)	(27)	(132)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.55	(1)	(10)	(46)
票据直贴利率:6个月:长三角	4.09	(0)	0	(1)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.99	12	(72)	94

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 09/17-09/21 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.03	2.86	3.03	16	18	(76)
中债国债到期收益率:10年	3.70	3.63	3.68	4	10	(21)
中债国债到期收益率:1年	3.10	3.09	3.10	(0)	0	(158)
中债国债到期收益率:10年	4.29	4.22	4.27	3	8	(56)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.72	3.68	3.71	2	2	(151)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.83	4.81	4.81	(5)	(4)	(64)
中债企业债到期收益率(AA):1年	4.38	4.34	4.37	2	2	(133)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.91	5.89	5.89	(5)	(5)	(17)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	77	65	65	(12)	(8)	56
中债国债期限利差	119	113	117	3	8	103
中债企业债期限利差(AAA)	114	110	110	(7)	(7)	87
中债企业债期限利差(AA)	156	152	152	(7)	(8)	116
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	83	67	68	(14)	(16)	(74)
中债企业债信用利差(AAA):10年	120	112	113	(9)	(14)	(43)
中债企业债信用利差(AA):1年	149	133	134	(14)	(16)	(56)
中债企业债信用利差(AA):10年	228	220	221	(9)	(15)	3
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	98	97	97	-0.2%	-0.6%	0.8%
CFETS 10年期国债期货	95	94	94	-0.3%	-1.0%	1.1%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 09/17-09/21 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.88	6.83	6.84	-0.2%	0.1%	5.0%
美元兑离岸人民币	6.89	6.83	6.85	-0.5%	0.0%	5.1%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	92	-171	92	-189	-57	76
即期询价成交量: 美元兑人民币			315.1	-15.9	22.1	59.9
USDCNH: NDF 1年			6.92	-0.2%	0.2%	3.8%
CFETS人民币汇率指数			93.05	0.0%	0.0%	-1.9%
巨潮人民币实际有效汇率指数	119.58	119.21	119.28	-0.2%	-0.3%	-3.4%
巨潮人民币名义有效汇率指数	113.80	113.45	113.52	-0.2%	-0.3%	-3.3%
欧元兑人民币 (CFETS)	8.07	7.99	8.06	0.5%	1.0%	3.4%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.15	6.06	6.07	-1.0%	-1.6%	5.0%
英镑兑人民币 (CFETS)	9.08	8.97	9.05	0.6%	1.7%	3.0%
美元指数	94.99	93.81	94.21	-0.8%	-1.0%	2.1%
美元兑日元	112.88	111.66	112.59	0.5%	1.4%	-0.1%
欧元兑美元	1.18	1.16	1.18	1.1%	1.3%	-2.1%
英镑兑美元	1.33	1.31	1.31	0.1%	0.9%	-3.2%

来源: 中国货币网, 美联储, ICAP, 深圳证券信息公司, 倚天财经, 国金证券研究所

图表 22: 09/17-09/21 周全球主要股指变化情况

指标	周最高价	周最低价	周收盘价	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅
<b>国内股市指标</b>						
上证综指	2797.5	2644.3	2797.5	4.3%	2.7%	-15.4%
创业板指	1413.6	1345.6	1411.1	3.3%	-1.7%	-19.5%
恒生AH股溢价指数	120.8	117.4	119.8	-0.1%	1.8%	-8.1%
沪深300	3410.5	3193.6	3410.5	5.2%	2.3%	-15.4%
上证50	2573.6	2391.7	2573.6	6.1%	4.0%	-10.0%
中证500	4813.3	4584.4	4805.2	2.9%	-0.2%	-23.1%
富时A50	11755.6	10922.7	11755.6	6.3%	4.0%	-10.9%
<b>美国股市指标</b>						
标普500	2940.9	2886.2	2929.7	0.8%	1.0%	9.6%
道琼斯工业指数	26769.2	26030.4	26743.5	2.3%	3.0%	8.2%
纳斯达克指数	8057.3	7890.1	7987.0	-0.3%	-1.5%	15.7%
<b>欧洲股市</b>						
德国DAX	12458.3	12040.8	12430.9	2.5%	0.5%	-3.8%
法国CAC40	5499.0	5463.7	5494.2	2.6%	1.6%	3.4%
富时100	7495.3	7267.8	7490.2	2.5%	0.8%	-2.6%
意大利指数	23940.8	23085.7	23816.6	2.8%	5.9%	-1.6%
<b>亚太股市数据</b>						
富时新加坡STI	3225.4	3110.8	3217.7	1.8%	0.1%	-5.4%
日经225	23971.4	0.0	23869.9	3.4%	4.4%	4.9%
<b>股指期货</b>						
沪深300指数期货	—	—	3428.2	5.8%	3.2%	-15.1%
上证50股指期货	—	—	2595.0	6.9%	5.0%	-9.6%
中证500股指期货	—	—	4827.8	3.7%	0.9%	-23.1%

来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，中证指数公司，中国金融期货交易所，全球主要证券交易所，Wind 资讯，国金证券研究所



图表 23: 09/17-09/21 周商品市场变化情况

指标	单位	最高价	最低价	收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
COMEX黄金	美元/盎司	1215.8	1196.0	1203.3	0.4%	-0.3%	-7.8%
COMEX白银	美元/盎司	14.5	14.1	14.3	1.6%	-1.8%	-15.7%
ICE布油	美元/桶	79.6	77.0	78.2	0.8%	0.7%	17.4%
NYMEX原油	美元/桶	71.8	68.3	70.7	2.9%	1.2%	17.7%
LME铜	美元/吨	6382.5	5855.0	6337.5	7.3%	5.8%	-12.8%
LME铝	美元/吨	2098.0	2007.0	2081.0	2.3%	-1.7%	-8.1%
LME锌	美元/公吨	2539.0	2290.0	2509.0	8.5%	1.5%	-23.8%
螺纹钢1901	人民币元/吨	4205.0	4080.0	4149.0	1.4%	1.5%	-2.3%
铁矿石1901	人民币元/吨	514.0	497.0	501.0	-0.1%	3.3%	4.4%
焦煤1901	人民币元/吨	1313.0	1267.0	1286.5	-0.9%	3.1%	-2.6%
焦炭1901	人民币元/吨	2389.0	2241.0	2384.5	5.6%	-1.7%	1.5%
豆粕1901	人民币元/吨	3207.0	3117.0	3195.0	2.4%	3.0%	12.1%
菜粕1901	人民币元/吨	2398.0	2311.0	2390.0	2.0%	0.5%	1.7%
白糖1901	人民币元/吨	5090.0	4881.0	4930.0	-1.0%	-1.5%	-20.8%
郑棉1901	人民币元/吨	16610.0	15830.0	16135.0	-2.2%	-3.4%	10.2%
PTA1901	人民币元/吨	7420.0	7084.0	7214.0	-1.6%	-8.2%	30.6%
橡胶1901	人民币元/吨	12720.0	12000.0	12465.0	1.1%	0.8%	-8.5%

来源: COMEX, 伦敦国际石油交易所, 纽约商业交易所, LME, 上海期货交易所, 大连商品交易所, 郑州商品交易所, 国金证券研究所

**风险提示:** 1. 名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力; 2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速; 3. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

## 特別聲明：

國金證券股份有限公司經中国证券監督管理委員會批准，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告版權歸“國金證券股份有限公司”（以下簡稱“國金證券”）所有，未經事先書面授權，本報告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷貝，或再次分發給任何其他人，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。經過書面授權的引用、刊發，需註明出處為“國金證券股份有限公司”，且不得對本報告進行任何有悖原意的刪節和修改。

本報告的產生基於國金證券及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，但國金證券及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，對由於該等問題產生的一切責任，國金證券不作出任何擔保。且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，在不作事先通知的情況下，可能會隨時調整。

本報告中的信息、意見等均僅供參考，不作為或被視為出售及購買證券或其他投資標的邀請或要約。客戶應當考慮到國金證券存在可能影響本報告客觀性的利益衝突，而不應視本報告為作出投資決策的唯一因素。證券研究報告是用於服務具備專業知識的投資者和投資顧問的專業產品，使用時必須經專業人士進行解讀。國金證券建議獲取報告人員應考慮本報告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。報告本身、報告中的信息或所表達意見也不構成投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，國金證券不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。

在法律允許的情況下，國金證券的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供多種金融服務。

本報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法，故本報告所載觀點可能與其他類似研究報告的觀點及市場實際情況不一致，且收件人亦不會因為收到本報告而成為國金證券的客戶。

根據《證券期貨投資者適當性管理辦法》，本報告僅供國金證券股份有限公司客戶中風險評級高於 C3 級（含 C3 級）的投資者使用；非國金證券 C3 級以上（含 C3 級）的投資者擅自使用國金證券研究報告進行投資，遭受任何損失，國金證券不承擔相關法律責任。

此報告僅限於中國大陸使用。

### 上海

電話：021-60753903

傳真：021-61038200

郵箱：researchsh@gjzq.com.cn

郵編：201204

地址：上海浦東新區芳甸路 1088 號

紫竹國際大廈 7 樓

### 北京

電話：010-66216979

傳真：010-66216793

郵箱：researchbj@gjzq.com.cn

郵編：100053

地址：中國北京西城區長椿街 3 號 4 層

### 深圳

電話：0755-83831378

傳真：0755-83830558

郵箱：researchsz@gjzq.com.cn

郵編：518000

地址：中國深圳福田區深南大道 4001 號

時代金融中心 7GH