

2019年11月10日

债市专题报告（2019-11-10）

摘要

#本周策略：明年重要的不是“猪”，但今年不可不看“猪”。①短期不可不看猪：市场对通胀高点的判断未来还有“预期差”空间，且PPI将在基数作用下筑底，与CPI形成叠加，大概率将推动名义增速连续两个季度回升，历史上在名义增速连续回升周期做多债券，胜率不高。②中期重要的不是猪：与结构性通胀相比，银行负债压力上升与降融资成本诉求之间的矛盾更加重要，猪通胀会影响货币政策的节奏，但不会影响货币政策的方向。通胀高点确认之后，无论读数的绝对水平是多少，短期逻辑将向中期切换。③猪以外，短期风险偏好回升的信号需要重视。**结合我们“周期衰减，利率收敛”的判断，30bp的调整之后，市场研判的重点逐步转向寻找“买点”，但眼下的情况“胜率”不高，需要多一点耐心，会有更好的机会出现。**

#本周专题：基建投资意愿缘何回暖？基建项目“申报”金额反映中央和地方政府的投资“意愿”，对基建投资具有较好的前瞻性。2019年1-10月，申报金额累计增长46%，远高于2018年-23%，表明政府基建投资意愿总体回暖。

①资金是第一驱动力：申报金额的两轮明显提速，一次是6月（6月10日专项债纳入资本金“新规”），一次是9月（9月4日国务院常务会议“加快发行使用地方政府专项债”），专项债政策成为地方政府项目申报的“风向标”。中性假设下，专项债用作项目资本金可撬动约5000亿基建总投资，带动2020年基建增速回升至6%以上。这一理论值的不确定在于，银行贷款和其他自筹资金能否配套到位。②西部交通建设“先行”：在9月爆发的申报热潮中，交通项目申报地“一边倒”地向西南地区集中。反映出这些地区的资金压力更大，同样的政策刺激下，反弹力度也将更大。另外值得一提地，2020年是《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》的收官之年，如果将目标量化处理，铁路的建设压力较大，2020年可能看到铁路投资明显提速。

投资意愿已暖，投资完成额增速何时来？2017年以来，从申报到开工的时滞一般在7个月左右。今年9月份申报金额的“爆发”，可能预示着明年二季度初的基建增速“上台阶”。但迄今为止，我们并未观察到申报金额增速有明显反弹，所以2020年上半年的基建增速大概率仍将以相对平坦的斜率上行。

#流动性观察：本周央行暂停公开市场逆回购操作，基本对冲当周到期的MLF，当周整体净回笼35亿元。本周央行MLF操作在数量上基本完全对冲，在价格上则对利率小幅下调5个BP，意在平复前期受通胀预期抬升而持续收敛的市场情绪。周内流动性水平维持平稳，资金面维持平稳宽松。下周周内无资金到期，报税截止日临近，税期效应或将对资金面形成小幅扰动。但11月并非缴税大月，综合考虑缴税与财政投放后仍将对市场提供增量流动性。预期下周资金面小幅收敛，月内资金面总体压力有限。

风险提示：经济下行超预期

尹睿哲

86-21-68407902

yinruizhe@cmschina.com.cn

S1090518110001

季晟

86-21-68407902

liyuzhe@cmschina.com.cn

S1090518070008

李晴（研究助理）

86-21-68407902

liqing10@cmschina.com.cn

一、本周策略：明年重要的不是“猪”，但今年不可不看“猪”

3.8! 通胀超预期在继续。周六（11月9日）公布的10月CPI上行至3.8%，较此前市场预期水平偏高，主观上助推通胀预期继续抬头，客观上也使得CPI在11月“破4”、明年春节附近“破5向6”的概率进一步提高（详见“3.8背后的细节”）。

短期不可“不看猪”。这里对“短期”时间范畴的界定是指CPI高点（2020年春节附近）出现之前。本轮CPI上行的结构性特征的确非常突出：以10月数据为例，食品项同比上涨15.5%，较9月扩大4.3个百分点，但非食品项同比仅上涨0.9%，较9月还回落0.1个百分点。不过，“结构性通胀”也是通胀，事实上自9月以来，数据逐月以“超预期”的形式呈现，依然会给市场带来“预期差冲击”，尚不能下结论这种“预期差”不会在以后的数据中出现（直到高点确认）。

在过去两个月中，预期差一定程度上来自统计“客观性”。从10月一些关键参数的特征看：①CPI样本猪价反应了约80%的市场涨幅，统计“敏感度”较9月（90%）仅小幅下行，变化不“显著”；②10月CPI猪肉影响CPI上涨2.43%，影响程度比9月扩大0.78个百分点，单一品种对CPI总涨幅的贡献从9月的58%上升至65%，由此反推，10月CPI猪肉权重为2.40%，与9月基本持平。寄希望于统计层面对CPI进行“平滑”，似乎已经不太现实。

展望未来，需要关注的是猪价上涨的“扩散效应”。回顾历史上3次猪价持续大涨，都出现了其他消费品“跟涨”的现象，且猪价上涨时间越长，物价扩散越充分。本轮猪价连涨8个月，有32%的CPI分项跟涨。而第1轮猪周期（连涨21个月）内，有57%的CPI分项跟涨；第2轮猪周期内（连涨27个月）内，有76%的CPI分项跟涨。从品种看，蛋类、水产品、食用油、粮食跟涨概率最大，是接下来预测工作中需要纳入观察的变量，也是潜在的可能贡献“超预期”的力量。

表 1: 本轮猪价上涨以来的物价扩散跟踪

	一级分类	二级分类	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
跟涨 (32%)	食品烟酒	猪肉	5.10	14.40	18.20	21.10	27.00	46.70	69.30	101.30
	食品烟酒	牛肉	6.60	6.60	6.80	7.10	8.00	12.30	18.80	20.40
	食品烟酒	禽肉	4.00	5.00	6.40	7.40	7.60	9.60	14.70	17.30
	食品烟酒	蛋类	-1.90	3.70	8.70	6.20	10.50	3.60	8.20	10.40
	食品烟酒	羊肉	9.70	9.40	9.30	9.80	10.90	12.50	15.90	16.10
	食品烟酒	水产品	-3.00	-1.40	-0.40	-0.50	0.20	1.50	2.90	2.70
	食品烟酒	食用油	-0.40	-0.30	0.00	0.10	0.40	1.00	2.30	3.30
	食品烟酒	酒类	1.90	1.60	1.40	1.70	1.90	2.30	2.50	2.70
	交通和通信	通信服务	-1.20	-1.10	-1.20	-1.20	-1.00	-0.80	-0.60	-0.60
	食品烟酒	烟草	0.40	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70

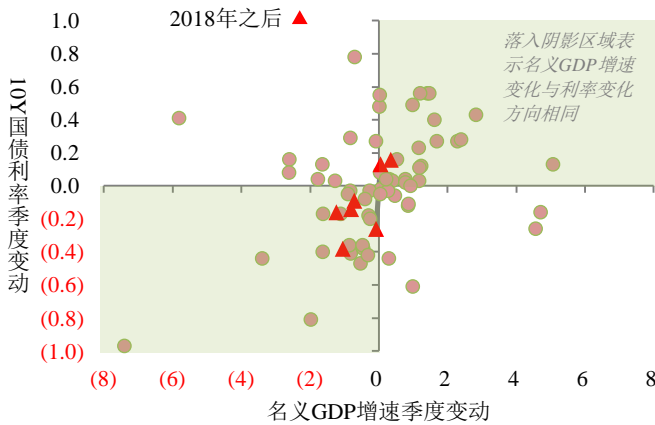
不跟涨 (68%)	交通和通信	交通工具	-1.60	-1.70	-1.90	-1.60	-1.30	-1.10	-1.10	-1.40
	食品烟酒	粮食	0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.70	0.60	0.50
	医疗保健	医疗服务	1.60	1.50	1.40	1.60	1.80	1.70	1.60	1.60
	教育文化和娱乐	教育服务	3.30	3.20	3.20	3.20	3.10	3.10	3.00	2.90
	衣着	加工服务费	4.30	4.40	4.40	4.30	4.20	3.90	3.90	3.80
	交通和通信	交通工具使用和维修	2.70	2.50	2.50	2.20	2.30	2.20	2.00	2.10
	生活用品及服务	家庭服务	5.00	5.00	4.90	4.60	4.60	4.20	4.10	4.20
	教育文化和娱乐	旅游	2.00	2.50	3.00	2.00	1.70	1.50	-0.20	1.20
	衣着	服装	2.20	2.00	2.00	2.00	2.00	1.80	1.80	1.40
	交通和通信	快递服务	0.30	-0.20	-0.10	-0.10	-0.40	-0.50	-0.50	-0.60
	衣着	鞋类	1.30	1.20	1.00	1.10	1.20	1.00	1.00	0.40
	生活用品及服务	家用器具	-0.10	-0.20	-0.40	-0.80	-0.80	-0.90	-0.90	-1.00
	居住	租房房租	2.40	2.20	2.10	2.00	2.00	1.70	1.40	1.20
	食品烟酒	奶类	2.30	1.80	1.40	1.50	1.50	1.40	1.10	0.90
	医疗保健	西药	5.00	4.90	4.90	4.70	4.50	4.00	3.60	3.30
	居住	水电燃料	1.40	1.60	1.50	1.00	0.60	0.00	-0.40	-0.80
	医疗保健	中药	6.00	5.50	5.10	4.90	4.70	4.30	3.90	3.60
	交通和通信	通信工具	-0.30	-1.20	-1.50	-2.10	-2.20	-2.20	-3.00	-3.00
	食品烟酒	鲜果	7.70	11.90	26.70	42.70	39.10	24.00	7.70	-0.30
	交通和通信	交通工具用燃料	3.30	0.20	-1.40	-6.50	-9.00	-10.20	-12.10	-15.10
食品烟酒	鲜菜	16.20	17.40	13.30	4.20	5.20	-0.80	-11.80	-10.20	

数据来源: Wind, 招商证券

名义增速上行周期，做多债市胜率不高。除 CPI 冲高外，基于中性的油价假设，10 月 PPI 也大概率确认底部，当然，与 CPI 不同，PPI 更多是在“翘尾因素”的作用下实现企稳。但无论如何，比较确定的是，今年四季度以及明年一季度，我们将观察到 CPI 和 PPI 的“共振上行”出现，这意味着，除非实际 GDP 出现剧烈下行（事实上过去几年中，实际增速逐季变化基本不超过 0.2 个百分点），名义增速将连续回升。对债市而言，这种宏观特征意味着什么？

我们观察到，2018 年以后，在货币供应量基本走平（M2 在 8%-9% 窄幅波动）的背景下，名义增速（代表货币需求）波动开始重新（类似 2012 年以前的情况）成为决定利率方向核心因素。这一时间段里，季度利率变动方向基本和名义增速完全匹配。进一步地，如果我们考察历史上连续两个季度（或以上）名义增速回升期的情况，区间利率趋势下行的概率几乎为零。这次或许会不一样，但历史数据显示：在名义增速连续回升周期做多债券，胜率不高。

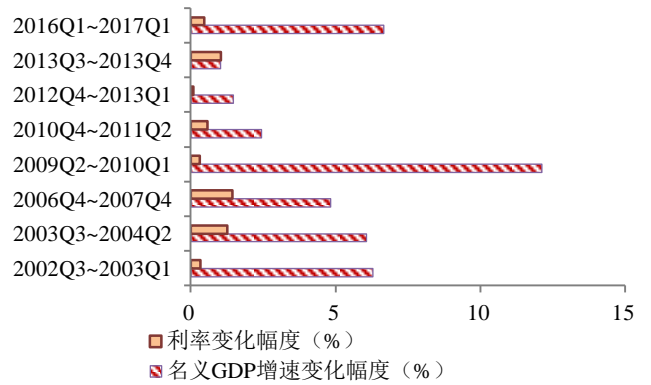
图 1: 2018 年以来, 利率方向与名义增速“完全匹配”



资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 名义增速出现连续两个季度上行, 利率很难下行

名义GDP增速连续2季度上行, 利率也上行

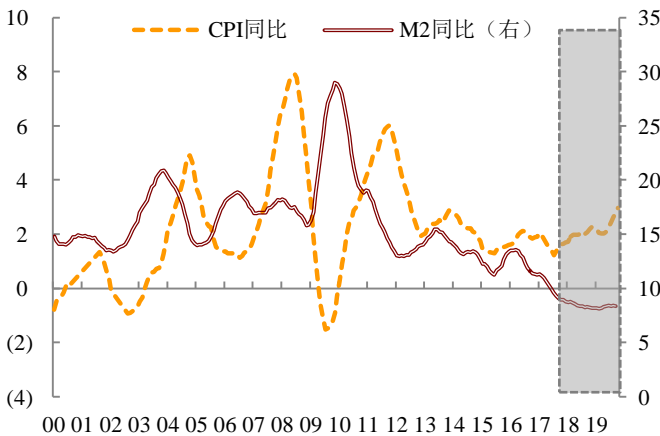


资料来源: Wind, 招商证券

中期重要的不是猪。对于中国这样能够“自给自足”的大型经济体而言, 输入性通胀概率极低, 持续、普遍的通胀一般来自于内部因素: ①货币超发: 货币供应量 (M2) 对 CPI 有一年左右的领先性, 前一年的货币扩张容易在后一年埋下通胀隐患; ②需求过热: 当期需求快速上行可能导致价格同步上涨。

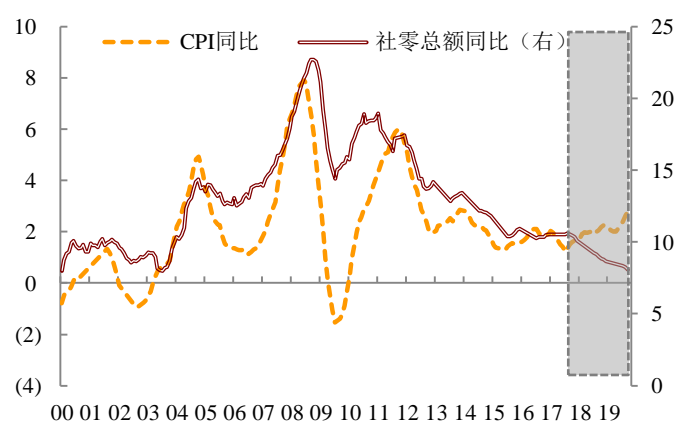
从这个角度看, 现阶段既无货币之患, 也无需求之忧, 通胀风险蔓延失控的概率并不高。单一品种的上涨, 即使可能在食品领域局部扩散, 也最终会在“同比”的作用下回归常态。

图 3: 货币超发驱动型通胀



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 需求过热驱动型通胀



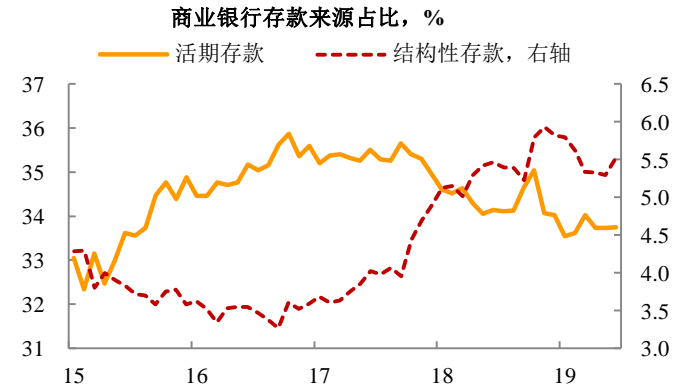
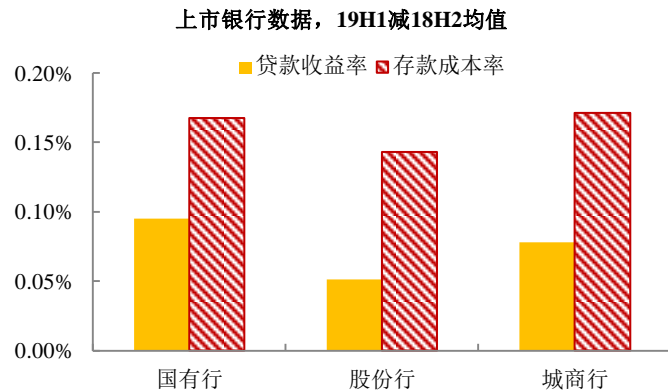
资料来源: Wind, 招商证券

相应地, 从政策角度看, 当价格上涨具有普遍性时, 即使名义利率不变, 所有部门的实际利率都会下行, 总量宽松失去必要甚至需要收紧以防过热; 而当价格上涨只出现在少数部门, 大部分部门的实际利率还在上行, 在总量层面选择收紧, 以损害多数需求抑制局部涨价, 就显得得不偿失了。

上周，我们观察到一次“预期之外”，或者说“迟到”的降息，一定程度上确认了从中期角度看，除了猪以外还有更重要的矛盾。LPR 改革即意在进一步疏通货币政策传导机制，推进利率并轨进程及实体融资成本的进一步下行。但从结果看，在报价行主观加点报价模式下，由于自身负债端压力的客观存在，单纯压减加点似乎不可持续。从中期角度看，降负债成本以推动融资成本下行的必要是远比“猪通胀”重要的约束。

图 5: 上市银行存款成本率上升快于贷款收益率

图 6: 银行负债压力客观存在



资料来源: Wind, 招商证券

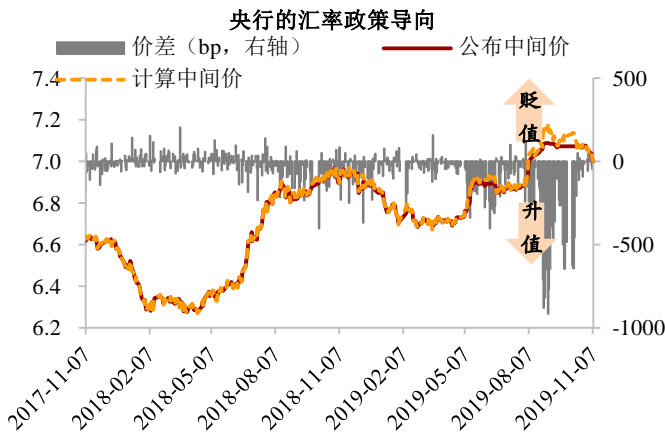
资料来源: Wind, 招商证券

总体上，我们认为“猪通胀”客观上会影响货币政策的节奏，但不会影响货币政策的方向。当通胀高点确认之后，无论读数的绝对水平是多少（3%的经验规律对于“结构性通胀”并不适用），上述短期逻辑将向中期切换。

如何看待人民币“反向破 7”？除了通胀和 MLF 降息外，上周人民币汇率“反向破 7”也值得关注。这轮汇率上涨从 9 月开始，经历了几个不同的逻辑阶段。9 月初起，人民币中间价“逆周期因子”以罕见的力度大幅向升值偏离，一方面平抑“破 7”后的贬值情绪，另一方面也传递出贸易摩擦阶段性缓和信号。10 月以后，美元指数大幅下行，进一步推动人民币对美元汇率企稳。随后，基本面因素开始叠加，主要是：①虽然国内基本面不尽如人意，但汇率看的是“相对”，与美国经济相比，中国的“相对优势”持续体现；②随着美联储重启宽松，中国央行的动作显得相对节制。

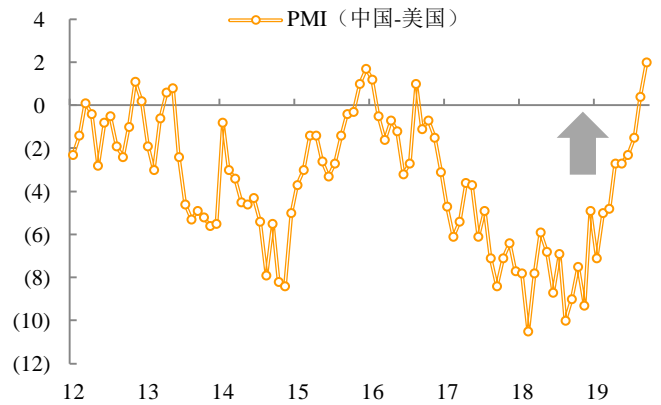
短期，我们观察到“逆周期因子”、美元指数的外部支撑事实上在减弱，因而推动“反向破 7”的关键因素是中国两国在经济基本面和货币政策上的相对差异，具有一定的可持续性。

图 7：汇率修复始于政策引导



资料来源：Wind，招商证券

图 8：中国基本面相对占优



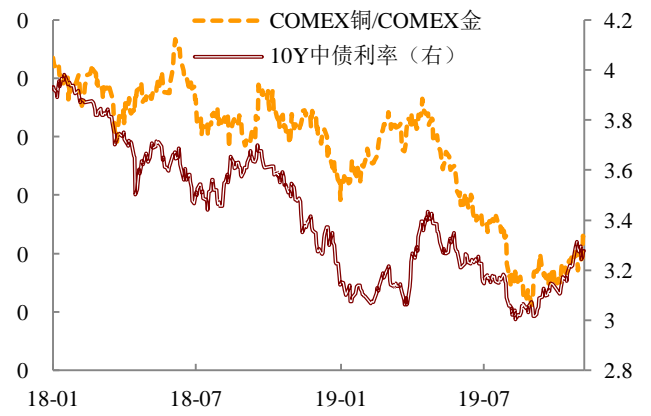
资料来源：Wind，招商证券

图 9：中国货币宽松相对“节制”



资料来源：Wind，招商证券

图 10：风险偏好存在修复迹象



资料来源：Wind，招商证券

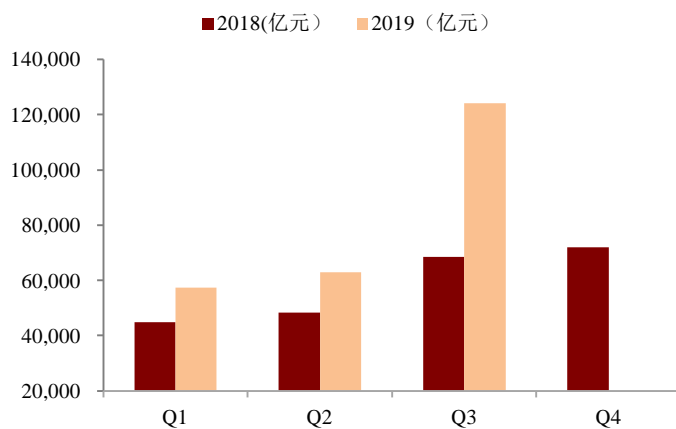
总体上，我们认为：①短期不要不看猪：市场对通胀高点的判断未来还有“预期差”空间，且 PPI 将在基数作用下筑底，与 CPI 形成叠加，大概率将推动名义增速连续两个季度回升，历史上在名义增速连续回升周期做多债券，胜率不高。②中期重要的不是猪，与结构性通胀相比，银行负债压力上升与降融资成本诉求之间的矛盾更加重要，猪通胀会影响货币政策的节奏，但不会影响货币政策的方向。通胀高点确认之后，无论读数的绝对水平是多少，短期逻辑将向中期切换。③猪以外，短期风险偏好回升的信号需要重视。

结合我们“周期衰减，利率收敛”（收敛区间为 10Y 国债 3.0%-3.5%）的总体判断，30bp 的调整之后，市场研判的重点逐步转向寻找“买点”，但眼下的情况“胜率”不高，需要多一点耐心，会有更好的机会出现。

二、本周专题：基建投资意愿缘何回暖？

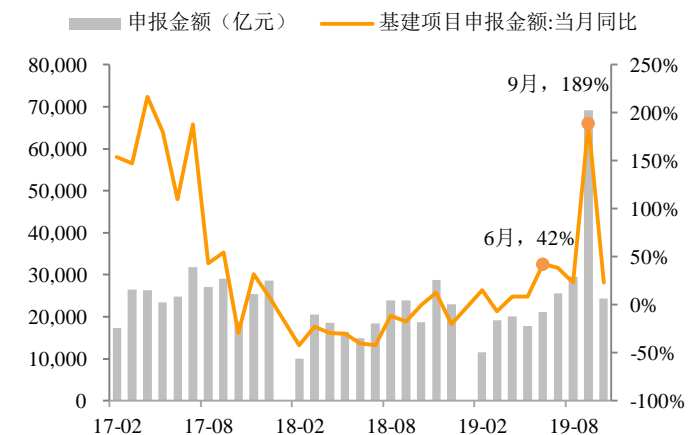
发改委的基建项目“申报”金额反映了中央和地方政府的投资“意愿”，对基建投资具有较好的前瞻性。2019年1-10月，我们初步统计的基建项目申报金额累计增长46%，仍低于2017年73%，但远高于2018年-23%，表明政府基建投资意愿总体回暖。节奏上，3-5月投资意愿持续低迷，直到6月申报增速回升至两位数、并于9月出现“爆发”，10月以来申报增速虽然回落、但仍处于回暖区间。

图 11：2019 年基建项目申报金额远高于去年同期



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，招商证券

图 12：2019 年基建项目申报金额增速企稳回升



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，招商证券

基建投资意愿缘何回暖？

1、资金仍是第一驱动力

时点上，申报金额的两次明显提速，一次是6月（同比增速9%→42%），反映了6月10日专项债纳入资本金“新规”的影响；另一次是9月（23%→189%），反映了9月4日国务院常务会议提出“加快发行使用地方政府专项债”等系列举措的影响。可以说，专项债政策成为地方政府项目申报的“风向标”。

具体地，6月10日专项债新规首次明确，①“允许专项债作为重大项目资本金”，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目；②“积极鼓励金融机构提供配套融资支持”，由于配套融资主要是贷款，市场普遍称之为“债（专项债）贷（贷款）组合”。

新规发布后，“债贷组合”模式大范围适用，专项债作资本金的项目却“鲜见”。以典型的内蒙古呼和浩特机场项目和集大铁路项目为例，二者融资结构差异较大：机场项目资本金比例（资本金/总投资）50%，专项债作资本金比例（专项债/资本金）4.75%，撬动

了 21 倍的银行贷款；而铁路项目资本金比例 70%，专项债作资本金比例 63.85%，仅撬动了 0.67 倍的银行贷款。

表 2: 前期专项债作资本金的项目融资结构差异较大

	总投资	资本金			配套资金		资本金/总投资	专项债/资本金	银行贷款/专项债
		规模	其中: 专项债	其中: 财政资金	规模	其中: 银行贷款			
呼和浩特机场项目	210.48	105.24	5	100.24	105.24	105.24	50%	4.75%	21
集大铁路项目	111.31	78.31	50	28.31	33	33	70%	63.85%	0.7

资料来源：项目实施方案，招商证券

这一阶段专项债作资本金的项目并不多，撬动效果难以把握，与“重大项目”的门槛限制有关。一般项目够不上门槛，反过来，重大项目又不缺资本金。在此背景下，9月4日国务院常务会议后，政策导向有三大变化：

- ①专项债作资本金的范围进一步扩大，从现有 4 个领域（铁路、公路、供电、供气）扩大为 10 个领域（铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水）；
- ②鼓励地方在合规和防风险的基础上，尽量多安排专项债券用于项目资本金。以省为单位，专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例一般控制在 20% 左右；
- ③提前下达明年专项债券部分新增额度，且提前下达的部分不得用于土地储备和房地产相关领域。

基于这三大变化，我们能够更好地把握专项债作资本金的撬动效果：

2020 年专项债新增额度约 3.2 万亿，不超过 1.29 万亿可提前下达。2015-2019 年，专项债新增额度为 0.1/0.4/0.8/1.35/2.15 万亿，增幅为 300%/100%/69%/59%，占实际 GDP 比重为 0.2%/0.5%/1.0%/1.6%/2.4%。假设 2020 年实际 GDP 增速 5.9%，专项债占比提高至 3.4%，则专项债全年新增额度 3.2 万亿。按照财政部此前的规定，“每年提前释放的专项债额度控制在前一年地方债额度的 60% 以内”，则“提前批次”的上限=2.15*60%=1.29 万亿。

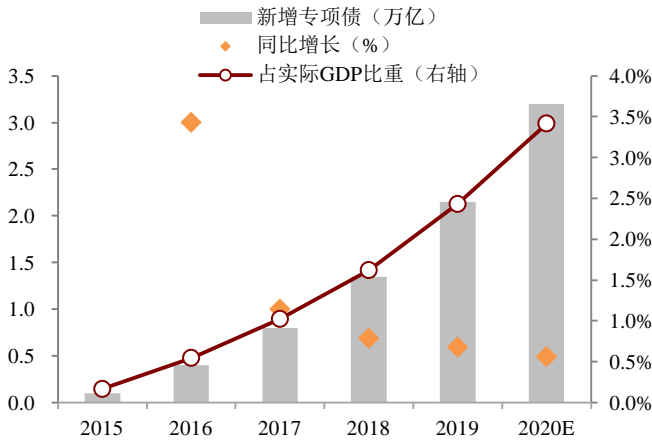
提前下达的额度投向基建项目的比例或提升至 80%，且平均 20% 可用于项目资本金。从 2019 年项目收益专项债类型来看，土储和棚改类占比 72%，收费公路和轨道交通类占比仅 10%。排除土储和棚改后，“提前批次”专项债投向基建项目的比例将大幅提升。另外，按照财政部最新表态，用于项目资本金的专项债规模一般控制在 20% 左右，以更好地发挥专项债的带动作用。

按照 70%/50%/20% 的资本金比例计算，可撬动 0.35-1.22 万亿基建总投资。根据 2015 年规定，城市和交通基础设施项目的最低资本金比例多为 20%。但实际操作中，20% 只

是“最低”要求，发改委在批复呼和浩特机场项目时要求项目资本金比例 50%，集大铁路项目甚至达到 70%，重大项目资本金的“杠杆空间”比理论值要小得多。

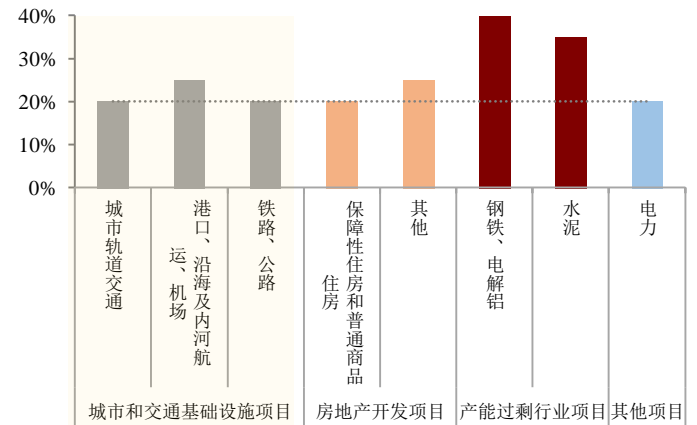
中性假设下，专项债用作项目资本金撬动的基建总投资约 5000 亿，带动 2020 年基建投资增速回升至 6% 以上。不过值得注意的是，这一理论值的不确定在于，除用作资本金的专项债以外，银行贷款和其他自筹资金能否配套到位。

图 13: 预计 2020 年新增专项债额度 3.2 万亿



资料来源：财政部，招商证券

图 14: 各行业固定资产投资项目的最低资本金比例



资料来源：国务院《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发〔2015〕51 号），招商证券

表 3: 专项债作资本金对基建总投资的撬动效果测算（单位：万亿）

2020 年新增专项债	投向基建项目		用于项目资本金		资本金比例要求	撬动的基建投资	占比 2019 年基建投资*
	比例	规模	比例	规模			
提前下达部分	1.29	80%	1.03	20%	70%/50%/20%	0.29/0.41/1.03	1.6%/2.3%/5.6%
非提前下达部分	1.91	10%	0.19	20%	70%/50%/20%	0.05/0.08/0.19	0.3%/0.4%/1.0%
合计	3.20	-	1.22	-	-	0.35/0.49/1.22	1.9%/2.7%/6.7%

资料来源：招商证券，注*：假设 2019 年全年基建投资增速 4%。

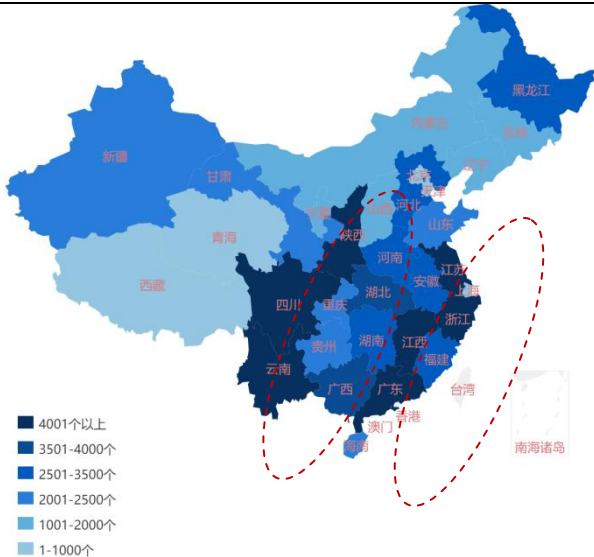
2、西部交通建设“先行”

结构上，基建由三大行业构成：交运、水利及电力。其中，2019 年前 10 个月交运行业的项目申报金额占比约 40%，是投资意愿回暖的“先行者”。

如果从全年来看，交通项目申报地“两边倒”。一边是以“云贵川”为代表的西南地区，本身基础设施较为薄弱；另一边是以“江浙”为代表的东部沿海地区，由于人口流入和经济增长而新增建设需求。这一分布特点反映了这些地区客观上存在基建需求，也与其2019年度交通投资计划基本一致。

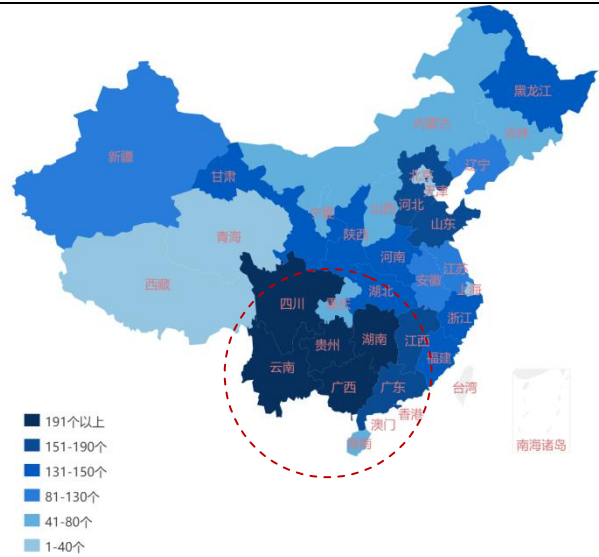
但如果单看9月，可以发现，在9月爆发的申报热潮中，交通项目申报地“一边倒”地向西南地区集中。全月申报交通项目4600个，其中四川(581)、云南(568)、贵州(232)、广西(281)、湖南(191)5个省份合计申报1853个，占比达到40%；全月申报交通项目金额27,812亿元，其中四川(2,809)、云南(7,644)、贵州(1,076)、广西(1,513)、湖南(2,166)合计申报15,208亿元，占比更达55%。原因何在？西南地区交通建设的资金压力远大于东部地区，就像弹簧压到了底部，同样的政策刺激下，反应程度也更大。

图 15: 2019 年 1-10 月交通项目申报地“两边倒”



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，招商证券

图 16: 2019 年 9 月单月交通项目申报地“一边倒”



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，招商证券

值得一提的是，2020年是《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》的收官之年。9月19日国务院印发的《交通强国建设纲要》也明确表示，到2020年完成“十三五”交通规划各项任务。

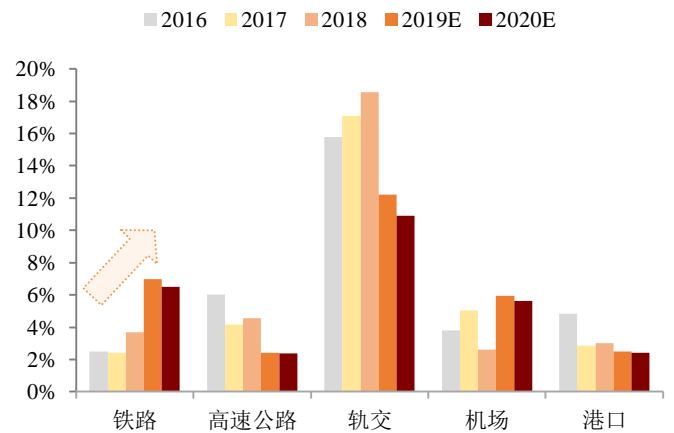
我们对“十三五”交通规划的主要任务进行了量化处理。假设2020年刚好完成目标值，高速公路、轨道交通、机场、港口的难度都不大，只要保持甚至低于过去几年的增速即可，而铁路的建设压力较大，因此2020年可能看到铁路投资明显提速。

表 4: “十三五” 交通规划的主要目标

类型	目标
铁路	新增铁路营业里程 2.9 万公里, 高铁增加约 1.1 万公里, 高速铁路覆盖 80% 以上的城区人口 100 万以上城市。
公路	公路增加约 42 万公里, 新建改建高速公路通车里程 26000 公里, 基本覆盖 20 万以上人口城市。
城市轨道交通	运营里程比 2015 年增长近一倍, 再增加 2700 公里。推进城区常住人口 300 万以上的城市轨道交通成网。
机场	新增通用机场 200 个, 新增民用运输机场 53 个, 基本覆盖 20 万以上人口城市。
港口	新增沿海港口万吨级及以上泊位超过 300 个, 内河高等级航道网基本建成。

资料来源: 发改委, 招商证券

图 17: 为完成目标, 2020 年铁路投资或明显提速



资料来源: Wind, 招商证券, 注: 假设剩余目标在 2019 和 2020 年平均完成

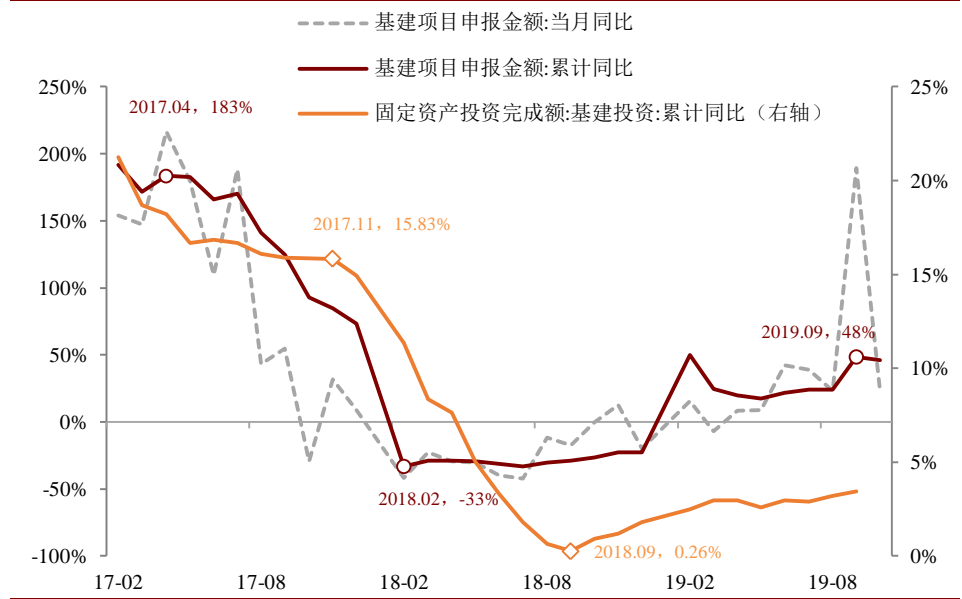
投资意愿已暖, 投资完成额增速何时来?

理论上, 分不同的申报类型, 一般核准类项目 (重大项目) 的立项手续有效期限是 2 年, 备案类项目 (中小项目) 的有限期限是 1 年, 这是从申报到开工的时滞的“上限”。

但从数据层面看, 时滞并没有那么“遥远”, 在 7 个月左右。申报金额自 2017 年 4 月起高位下跌, 导致基建投资增速自 2017 年 11 月起大幅下滑; 申报金额自 2018 年 2 月起低位横盘, 导致 2018 年 9 月以来, 基建投资增速以非常平坦的“斜率”上行。

如果这一规律保持稳定, 今年 9 月份申报金额的“爆发”, 可能预示着明年二季度初的基建增速“上台阶”。不过迄今为止, 我们并未观察到申报金额增速有明显反弹, 所以 2020 年上半年的基建增速仍将以相对平坦的斜率上行。

图 18: 投资意愿领先于投资完成额增速 7 个月左右



资料来源: 全国投资项目在线审批监管平台, Wind, 招商证券

三、流动性观察：下周（11.11-11.15）资金面预期平稳

本周央行暂停公开市场逆回购操作，开展 MLF 操作 4,000 亿元，当周到期 MLF4,035 亿元；当周实现净回笼 35 亿元。从量上看，本周 MLF 操作基本对冲当日到期数量，并未有放松迹象。但从价格上看，MLF 利率的小幅下调 5BP 具有明显的信号意义，前期受通胀预期抬升而持续收敛的市场情绪或将因此暂时消退。周内流动性水平维持平稳，资金面维持平稳宽松。周内资金利率先降后升，短期资金利率中枢较前期有较为明显的下降。

从存款类机构质押式回购加权利率看，截止本周五时，隔夜品种加权在 1.90%，较前期下行 38 个 BP；7 天品种加权在 2.47%，较前期下行 3 个 BP；14 天品种加权在 2.45%，较前期上行 1 个 BP。

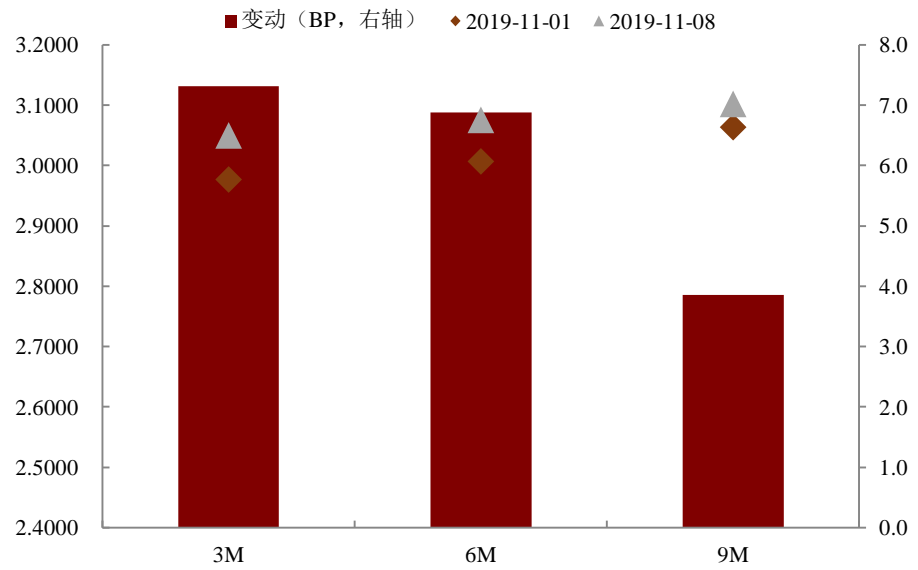
表 5: 存款类机构质押式回购加权利率与成交量变动

期限	加权/收盘 (11月08日)	比较日 (11月01日)	涨跌幅 (BP)	成交量 (亿元)	量增 (亿元)
1D	1.8974	2.2753	-38	31,782.20	6,106.8714
7D	2.4651	2.4986	-3	2,323.75	137.2016
14D	2.4501	2.4386	1	881.19	600.9059
21D	2.4541	2.4513	0	277.85	-40.0186
1M	2.6805	2.5382	14	130.64	67.9147
3M	3.1455	3.0588	9	19.31	-9.6490

资料来源：Wind，招商证券

同业存单方面，本周各期限、等级同业存单到期收益率均出现上行。本周五时，AAA 等级 3M、6M 及 9M 期限同业存单加权收益率分别在 3.0499%、3.0756%和 3.1021%位置，3M、6M 及 9M 期限同业存单加权收益率较前期分别上行 7 个、7 个及 4 个 BP。

图 19: AAA 等级同业存单到期收益率变动



资料来源: Wind, 招商证券

下周周内无资金到期,但报税截止日临近,税期效应或将对资金面形成小幅扰动。此外,11月并非缴税大月,近三年央行报表中政府存款科目环比分别变动-1483.60、618.82和-4058.24亿元,即综合考虑缴税与财政投放后仍将对市场提供增量流动性。预期下周资金面小幅收敛,月内资金面总体压力有限。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

尹睿哲：中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

季成：伦敦政治经济学院理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师，曾任职某公募基金债券研究员。

李晴：南京大学管理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资档	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。