

宏观周报 20230626

重返 2015? -地产政策历史回顾

2023 年 06 月 26 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

《经济“冷”了，地缘“热”了，节后市场怎么看？》

2023-06-25

《预期降温，节后市场如何演绎？》

2023-06-22

■ **6 月 LPR 对称调降 10bp 后，稳地产还有什么后手？** 节前市场对于政策力度的预期再迎调整，在地产投资与销售遇冷、房企债务风险压力不减的背景下，政府对于地产是否还会维持“稳而不强”的定力，还是重返 2015 年的全面宽松？我们梳理了 2014 年以来地产宽松周期中的政策，以作为本次政策调整路径的借鉴。

■ **2014-2015 年：经济放缓下的“三轮”大放松。** 2014 年 GDP 同比增速下滑至 7.43%，1998 年以来首次低于政府目标，总理在政府工作报告中称“国内经济下行压力持续加大，多重困难和挑战相互交织”，同年房地产开发投资增速下滑，商品房销售面积累计同比全年录得负值，地产拖累经济的压力逐步加大。

第一轮：从地方到全国的放松限购。 地产销售累计同比在 2014 年三季度下探至 -8% 以下，部分二线城市率先展开自救，呼和浩特、苏州、济南、沈阳等二线重点城市纷纷宣布解除“限购令”。同年 9 月 30 日，央行发布新政“认房不认贷”标志全国性的限购松绑，释放居民加杠杆的空间，地产销售在低点企稳。

货币宽松紧随其后。 继 9 月 30 日央行新政宣布房贷“最低七折利率”后，10 月公积金贷款利率时隔两年调降；11 月央行重启降息、降准，进一步降低居民房贷成本。宽松落地后，购买力较强的一线城市的房价环比率先转涨。

第二轮：投资未见好转，宽松加码。 2015 年一季度 GDP 同比继续放缓，房地产投资累计同比下滑至 8.5%。销售虽已回升但地产投资拖累担忧不减，政府开启第二轮宽松：3 月 30 日三部委联合宣布新政：降低商贷二套房首付比例至 40%。同时货币宽松加码，在 2014 年 11 月首次宽松操作后的一年内，中长期贷款基准利率调降 6 次，大型机构准备金率调降 4 次，力度空前。

第三轮：去库存压力下，棚改货币化落地。 2015 年 6 月 30 日国务院发文推动棚改货币化安置，货币化安置不仅激活了商品房销售，还带动了去库存与政府土地出让，成为届时托举经济的重要手段，8 月住建部进一步确定各地区按照原则上不低于 50% 的比例确定棚改货币化安置目标，拉开未来数年新一轮房市“涨潮”序幕。

回顾来看，历史空前的放松力度带来了销售与投资上行的持续高景气，但也衍生了房价上涨过高、隐性债务等问题，2016 年底政府开始逐步收紧房企融资标准，宣告了这一地产宽松周期的结束。

■ **2020 年：疫情冲击下的短暂放松。** 对应对疫情的超预期冲击，3 月政治局会议提出“加大宏观政策力度”，随后发改委 4 月发文推动中小城市取消落户限制；5 月国务院进一步表态“放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制”。货币政策方面央行在 2 月与 4 月将 5 年期 LPR 分别调降 5bp 与 10bp，并分多次定向降准。

随着二季度经济的企稳回升，地产拖累的压力消退，防风险重回政策的重心，2020 年 8 月央行等监管部门规定房企融资“三道红线”，地产政策再度收紧。总体来看，2020 年上半年的地产宽松仍是在“六稳”与“房住不炒”的基调下进行的“暂时、对冲性”宽松。

■ **2022 年：三重压力下的政策松绑。** 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力使 2022 年基本面下行风险较大，叠加部分房企断供问题扰动地产信心，地产投资与销售端连月负增。

第一波承压期在 4 月，疫情影响反复延宕，二季度经济探底， 央行在 4 月降准，并在 5 月 15 日宣布下调首套房商贷利率下限，并随后单边下调 5 年期 LPR 利率 15bp。

第二波承压期在 8 月，海外加息潮影响下出口萎缩，央行再度非对称调降 5 年期 LPR 利率 15bp。2022 年 9 月 30 日多部门公布“一揽子”地产宽松：包括首套房商贷利率下限、房市税收优惠、公积金贷款利率下调，年底“央行十六条”与房企融资“三只箭”相继出台。

一系列政策落地后，地产状况仍不乐观，投资与销售增速持续下行。2023 年可能是这一宽松周期的延续，迄今的地产放松还是以地区性、特殊人群为主，限购限售松绑、住房补贴是主要手段。

- 往后看，地产政策短期放松“纠结”在两处：一是疫情放松以后房价的企稳可能限制全国性的地产政策松绑，其中一线城市新房价格环比与同比数据仍显示出韧性；二是救房企与防风险“两难容”，房企资金链形势严峻、信心不足是现今竣工-开工高度分化的主因，但债务问题与金融防风险基调下房企通过外部大量融资“回血”的可能性不高，行业出清的过程并未结束。
- 上周高频数据显示：端午假期旅游热度不减，人均消费超疫情三年同期；汽车零售销量在高基数压力下企稳，新能源车减税延期对短期销量影响不大；假期地产销售热度下降；节前生产节奏放缓；食品价格转弱，政策预期调整，工业品价格回落。
- 风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

内容目录

1. 重返 2015? -地产政策历史回顾	5
2. 周度高频跟踪	8
3. 风险提示	18

图表目录

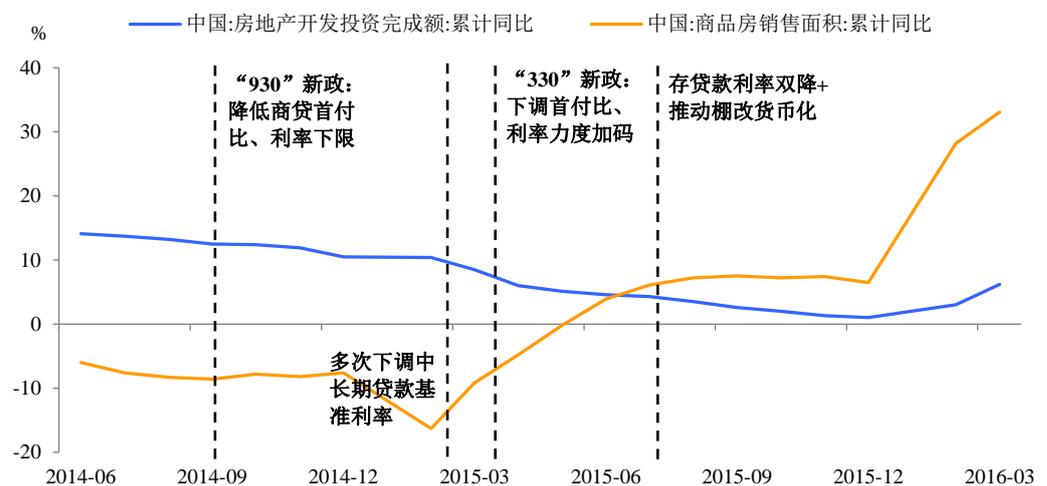
图 1:	2014-2015 年地产放松周期	5
图 2:	2020 年地产放松周期	6
图 3:	2022 年地产放松周期	7
图 4:	一线城市房价仍有韧性	8
图 5:	销售疲软, 房企资金来源并不乐观	8
图 6:	近一周 (6.19-6.25) 国务院领导活动轨迹一览	9
图 7:	汽车零售销量趋稳	10
图 8:	旅游消费热度不减	10
图 9:	地铁客运量下行但仍处于近 5 年高位	11
图 10:	地面交通人流量同样下行但热度仍在	11
图 11:	端午假期发送旅客人次明显超越 2022 年, 但与 2019 年水平仍有距离	12
图 12:	国内航班执飞班次与 2021 年差距再次显著缩小	12
图 13:	国际航班执飞班次继续攀升	12
图 14:	货运流量还处在历史较低位	13
图 15:	端午假期效应放大新房销售下降趋势	14
图 16:	二手房销售同样季节性下滑	14
图 17:	高炉开工率表现平稳	15
图 18:	铁路货运量低迷	15
图 19:	沥青开工率处于历史较低位且略有下滑	15
图 20:	水泥产能利用率屡创历史同期新低	15
图 21:	再次降温的汽车钢胎生产	16
图 22:	PTA 开工情况有所好转	16
图 23:	猪价节前小幅下跌	16
图 24:	农产品价格节前整体走弱	16
图 25:	水泥价格续跌	17
图 26:	海外央行加息未止, 原油价格承压	17
图 27:	一周广谱利率变动	17
图 28:	票据利率节前下行	18
图 29:	央行流动性操作	18
图 30:	质押式回购成交量回落	18
图 31:	债市杠杆率节前回落	18

1. 重返 2015? -地产政策历史回顾

6月 LPR 对称调降 10bp 后，稳地产还有什么后手？节前市场对于政策力度的预期再迎调整，在地产投资与销售遇冷、房企债务风险压力不减的背景下，政府对于地产是否还会维持“稳而不强”的定力？我们梳理了 2014 年以来地产宽松周期中的政策，以作为本次政策调整路径的借鉴。

2014-2015 年：经济放缓下的“三轮”大放松。2014 年 GDP 同比增速下滑至 7.43%，1998 年以来首次低于政府目标，总理在政府工作报告中称“国内经济下行压力持续加大，多重困难和挑战相互交织”，同年房地产开发投资增速下滑，商品房销售面积累计同比全年录得负值，地产拖累经济的压力逐步加大。

图1：2014-2015 年地产放松周期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

第一轮：从地方到全国的放松限购。地产销售累计同比在 2014 年三季度下探至-8% 以下，部分二线城市率先展开自救，呼和浩特、苏州、济南、沈阳等二线重点城市纷纷宣布解除“限购令”。同年 9 月 30 日，央行发布新政“认房不认贷”标志全国性的限购松绑，释放居民加杠杆的空间，地产销售在低点企稳。

货币宽松紧随其后。继 9 月 30 日央行新政宣布房贷“最低七折利率”后，10 月公积金贷款利率时隔两年调降；11 月央行重启降息、降准，进一步降低居民房贷成本。宽松落地后，购买力较强的一线城市的房价环比率先转涨。

第二轮：投资未见好转，宽松加码。2015 年一季度 GDP 同比继续放缓，房地产投资累计同比下滑至 8.5%。销售虽已回升但地产投资拖累担忧不减，政府开启第二轮宽松：3 月 30 日三部委联合宣布新政：降低商贷二套房首付比例至 40%。同时货币宽松加

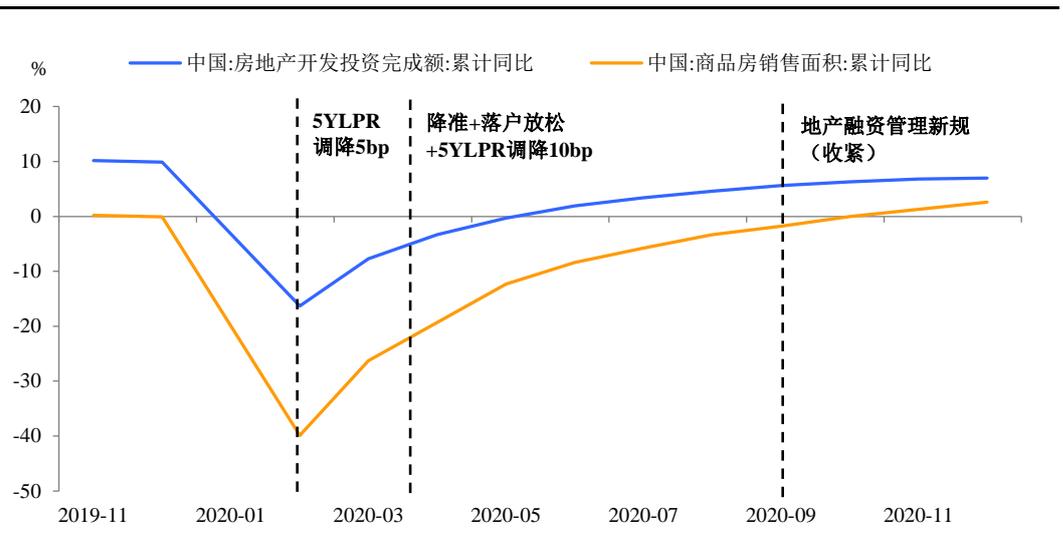
码，在 2014 年 11 月首次宽松操作后的一年内，中长期贷款基准利率调降 6 次，大型机构准备金率调降 4 次，力度空前。

第三轮：去库存压力下，棚改货币化落地。2015 年 6 月 30 日国务院发文推动棚改货币化安置，货币化安置不仅激活了商品房销售，还带动了去库存与政府土地出让，成为届时托举经济的重要手段，8 月住建部进一步确定各地区按照原则上不低于 50% 的比例确定棚改货币化安置目标，拉开未来数年新一轮房市“涨潮”序幕。

回顾来看，历史空前的放松力度带来了销售与投资上行的持续高景气，但也衍生了房价上涨过高、隐性债务等问题，2016 年底政府开始逐步收紧房企融资标准，宣告了这一地产宽松周期的结束。

2020 年：疫情冲击下的短暂放松。对应对疫情的超预期冲击，3 月政治局会议提出“加大宏观政策力度”，随后发改委 4 月发文推动中小城市取消落户限制；5 月国务院进一步表态“放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制”。货币政策方面央行在 2 月与 4 月将 5 年期 LPR 分别调降 5bp 与 10bp，并分多次定向降准。

图2：2020 年地产放松周期



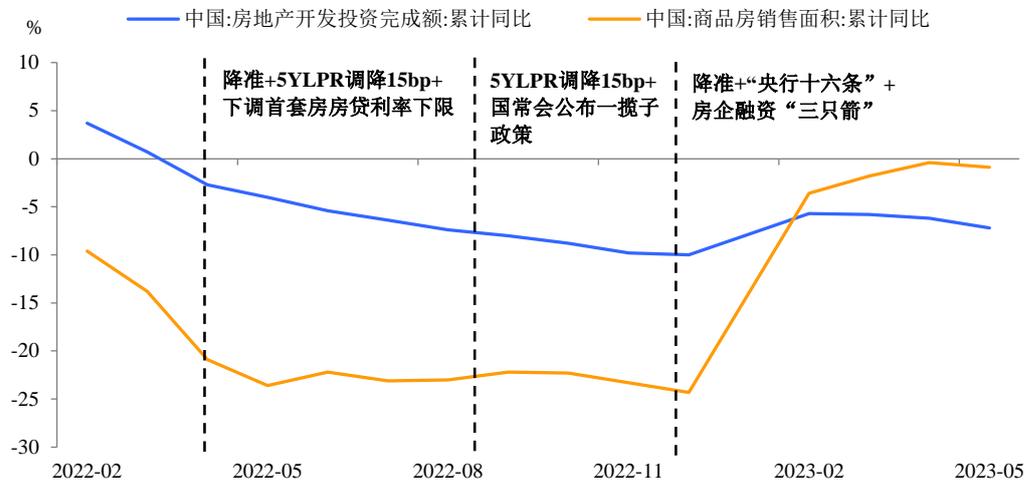
数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着二季度经济的企稳回升，地产拖累的压力消退，防风险重回政策的重心，2020 年 8 月央行等监管部门规定房企融资“三道红线”，地产政策再度收紧。总体来看，2020 年上半年的地产宽松仍是在“六稳”与“房住不炒”的基调下进行的“暂时、对冲性”宽松。

2022 年：三重压力下的政策松绑。需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力使 2022 年基本面下行风险较大，叠加部分房企断供问题扰动地产信心，地产投资与销售端连月

负增。

图3: 2022 年地产放松周期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

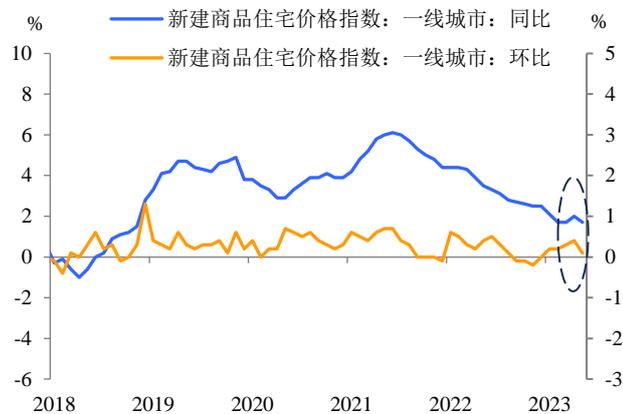
第一波承压期在 4 月，疫情影响反复延宕，二季度经济探底，央行在 4 月降准，并于 5 月 15 日宣布下调首套房商贷利率下限，随后单边下调 5 年期 LPR 利率 15bp。

第二波承压期在 8 月，海外加息潮影响下出口萎缩，央行再度非对称调降 5 年期 LPR 利率 15bp。2022 年 9 月 30 日多部门公布“一揽子”地产宽松：包括首套房商贷利率下限、房市税收优惠、公积金贷款利率下调，年底“央行十六条”与房企融资“三只箭”相继出台。

一系列政策落地后，地产状况仍不乐观，投资与销售增速持续下行。2023 年可能是这一宽松周期的延续，迄今的地产放松还是以地区性、特殊人群为主，限购限售松绑、住房补贴是主要手段。

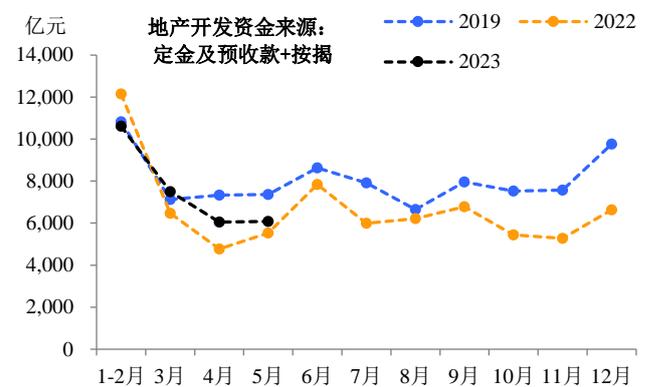
往后看，地产政策短期放松“纠结”在两处：一是疫情放松以后房价的企稳可能限制全国性的地产政策松绑，其中一线城市新房价格环比与同比数据仍显示出韧性；二是救房企与防风险“两难容”，房企资金链形势严峻、信心不足是现今竣工-开工高度分化的主因，但债务问题与金融防风险基调下房企通过外部大量融资“回血”的可能性不高，行业出清的过程并未结束。

图4：一线城市房价仍有韧性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：销售疲软，房企资金来源并不乐观



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 周度高频跟踪

上周高频数据显示：端午假期旅游热度不减，人均消费超疫情三年同期；汽车零售销量在高基数压力下企稳，新能源车减税延期对短期销量影响不大；假期地产销售热度下降；节前生产节奏放缓；食品价格转弱，政策预期调整，工业品价格回落。

总理的首次出访“亮点频频”。此次李强总理的德法两国之行是新一届政府成立后总理的首次外访，一定程度上体现了中国对中欧全面战略伙伴关系的重视。通过追踪李强总理的行动轨迹及其相关讲话，我们发现三大议题仍是重中之重：一是**加强经贸合作**，进一步打造产业链供应链；二是**加强科技合作**，包括但不限于新能源汽车、人工智能、先进制造等方面；三是**吸引外资**，鼓励德国和法国企业投资于中国。同时，在巴黎与巴基斯坦总理会见时，李强总理仍不忘强调加强“一带一路”合作。

图6: 近一周(6.19-6.25)国务院领导活动轨迹一览

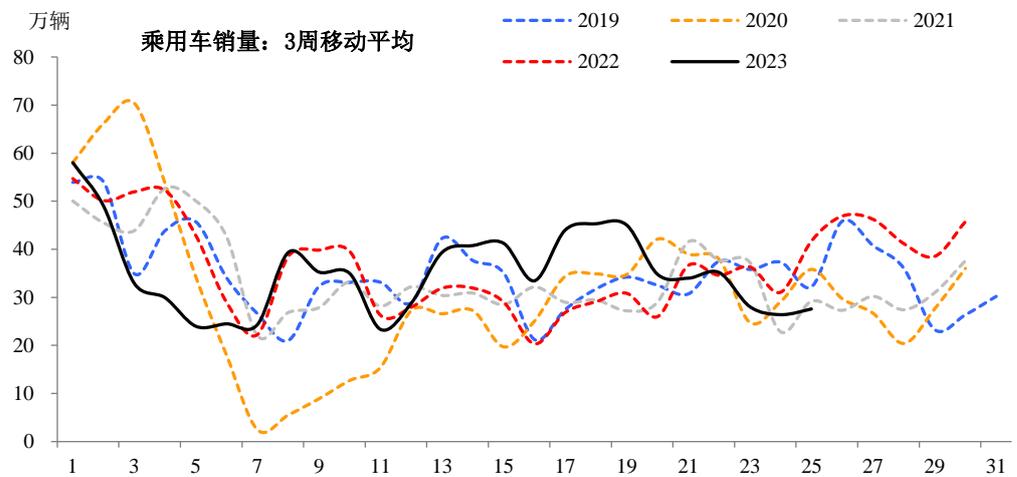
时间	活动形式	部门(及相关领导)	活动地点	调研对象/活动内容	内容
2023/6/22	会见	国务院总理李强	法国巴黎	欧洲理事会主席米歇尔	中方愿同欧方一道,办好新一轮中欧领导人会晤,加强绿色、经贸、数字等领域合作,为中欧关系发展打开新空间。
2023/6/22	会见	国务院总理李强	法国巴黎	巴基斯坦总理夏巴兹	中方愿与巴方继续加强共建“一带一路”合作,更好助力两国经济社会发展。
2023/6/22	会见	国务院总理李强	法国巴黎爱丽舍宫	法国总统马克龙	中法、中欧要进一步 加强合作 ,在深化核能、航空航天等传统领域合作的同时,挖掘在环保、数字经济、人工智能、先进制造等新兴领域合作潜力,实现互利共赢。 中方鼓励中国企业赴法投资。
2023/6/22	会谈	国务院总理李强	法国巴黎	法国总理博尔内	中方愿同法方坚持互惠互惠,推动双边贸易平衡发展,相互扩大市场准入,不断优化营商环境,拓展新兴合作领域,挖掘绿色发展、科技创新、数字贸易等方面合作潜力。
2023/6/21	晚餐会	国务院总理李强	法国巴黎	中法工商界晚餐会	就深化中法合作提出三点倡议:一是共同维护全球产业链供应链安全稳定;二是加强中法创新合作。 双方在高端制造、现代服务业、绿色转型、数字经济等领域还有很大合作潜力; 三是打造良好营商环境。
2023/6/21	访问	国务院总理李强	法国巴黎	施耐德电气集团巴黎创新中心	希望施耐德电气集团坚持深耕中国市场,不断创新合作模式, 投资中国一定会收到丰厚的回报。
2023/6/21	访问	国务院总理李强	法国巴黎	对法国进行正式访问并出席新全球融资契约峰会	中法关系保持高水平发展,扩大双向开放,打造更具韧性的中法、中欧产业链供应链,为中法关系持续健康稳定发展注入新动力。
2023/6/20-6/21	会见	国务院总理李强	德国巴伐利亚州	巴伐利亚州州长索德尔	欢迎更多巴州企业来华投资兴业,推动中德务实合作继续开来、再谱新篇。
2023/6/20	闭幕式	国务院总理李强	德国柏林	同德国总理朔尔茨出席第十一届中德经济技术合作论坛闭幕式并发表讲话	在当前变乱交织的形势下,加强合作是互利共赢的正道,也是应当全力去做的正事。 要把经济技术合作作为国际合作的重要基石,坚定支持自由贸易。
2023/6/20	磋商	国务院总理李强	德国柏林总统府	同德国总理朔尔茨共同主持第七轮中德政府磋商	当前形势下,中德两国应当更加紧密地携手合作,推动绿色能源科技研发、产业升级,深化新能源汽车、绿色金融、第三方市场等领域合作。要坚持务实开放态度,更好实现互利共赢。
2023/6/19	座谈交流	国务院总理李强	德国柏林	德国工商界代表(包括西门子、大众、奔驰、宝马、舍弗勒、巴斯夫、科思创、瓦克化学、默克、爱思普、安联等德国企业)	企业对风险的感受最直接、最敏锐,知道如何规避和应对,应该把防风险的主导权还给企业。 希望中德企业顺势而为,始终坚持开放包容、合作共赢,以高质量高水平的务实合作,推动中德关系发展、促进中欧友好合作作出更大贡献。
2023/6/19	会见	国务院总理李强	德国柏林总统府	德国总统施泰因迈尔	挖掘双边合作新机遇,助力两国发展和全球经济复苏。中德没有根本利害冲突,合作基础扎实。 中方一贯支持开放合作, 认为最大的风险是不合作。
2023/6/18	访问	国务院总理李强	德国	举行第七轮中德政府磋商并对德进行正式访问	德国是李强总理就任中国国务院总理后首次出访的第一站, 近年来,中德关系始终稳步向前,两国合作持续深化拓展,双方在经贸、科技、人文、绿色等领域合作不断取得新成果。

数据来源:中国政府网,国务院官网,新华社,东吴证券研究所

消费方面,汽车零售趋稳。6月18日当周乘用车零售销量同比从月初的-10%收窄至-2%,且好于2021年同期。消费宽松政策落地,6月21日财政部宣布新能源车免税延至2025年底,对车市利好偏长期,今年下半年的车市预计受减税延期政策影响不大。6月高基数压力下,汽车下乡与促销活动仍是短期刺激有效手段。

旅游消费热度不减。根据文旅部公布的数据,今年端午节假期出游人次、旅游收入分别恢复至2019年同期的112.8%、94.9%,人均消费352元,低于今年五一假期540元水平,但高于疫情期间端午节同期水平。

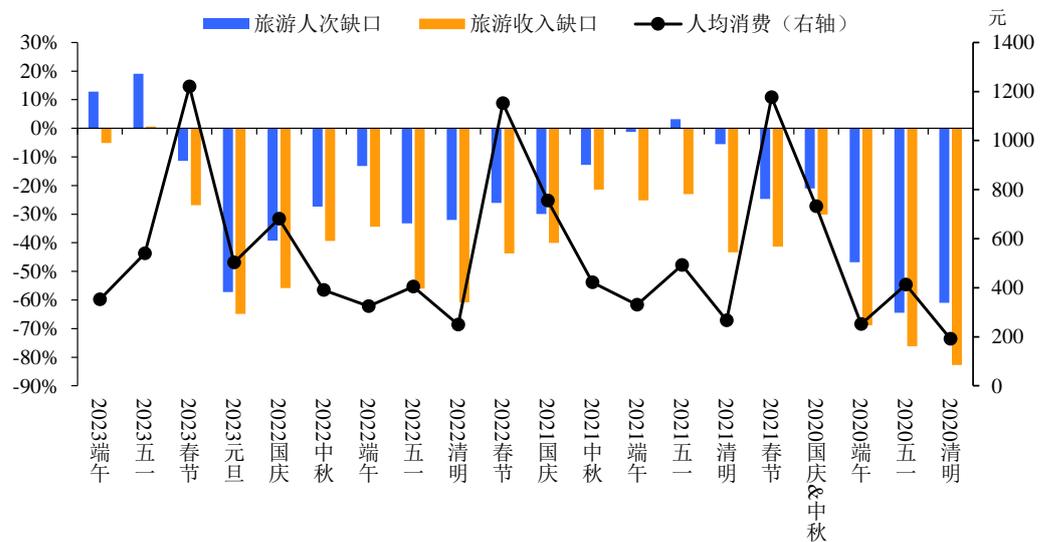
图7：汽车零售销量趋稳



注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：旅游消费热度不减



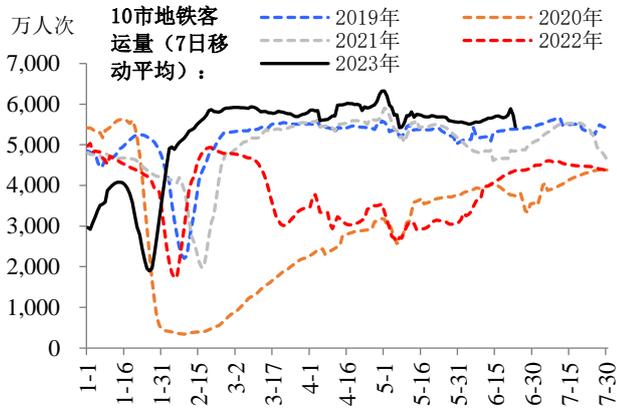
注：缺口相对于 2019 年同期比较

数据来源：文旅部，东吴证券研究所

出行：端午节假期客流“成绩单”并未达预期。目前轨道交通和地面交通人流量均超过疫前同期水平，属于历史同期较高位。不过端午的“假期效应”并未一举冲高轨道交通和地面交通客流量，两者反而出现了较为明显的下滑：上周 10 市地铁客运量周度环比下降 4.6%，30 省会拥堵延时指数环比下降 2.9%。我们认为五一假期已将补偿性出行需求基本释放，端午假期出行虽然保持一定热度，但是整体低于预期、且弱于五一居

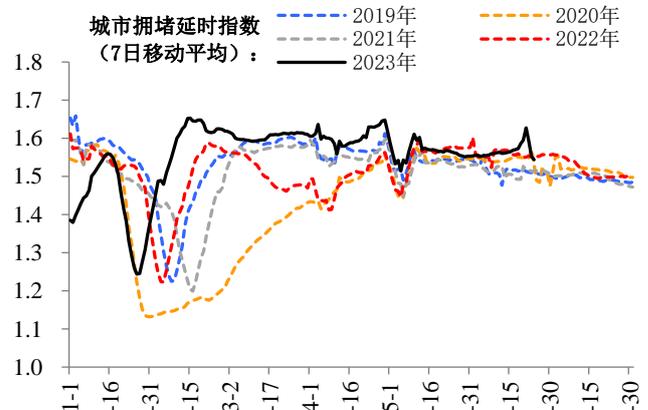
民出游表现。

图9：地铁客运量下行但仍处于近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：地面交通人流量同样下行但热度仍在

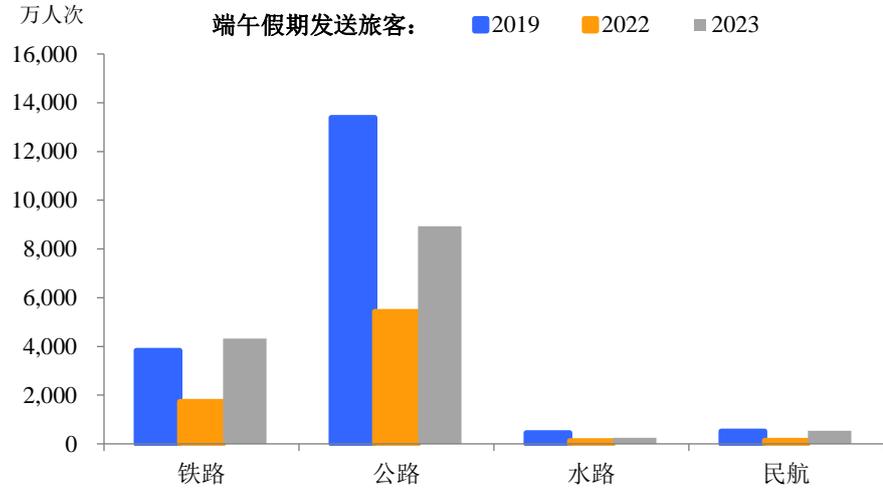


数据来源：iFind，东吴证券研究所

再看跨市（国）出行，虽然端午节假期全国铁路、公路、水路、民航发送旅客人次已明显超越2022年，但整体仅达到2019年的77.2%。细项来看，此次端午假期铁路和民航发生旅客人次小幅超过疫前水平，但公路和水路客运表现逊色。我们分析端午期间客流数据与上文的旅游数据存在差异的可能原因是文旅部将统计口径由原来的“旅游接待人次”调整为“旅游出游人次”，从而引入较大偏差。

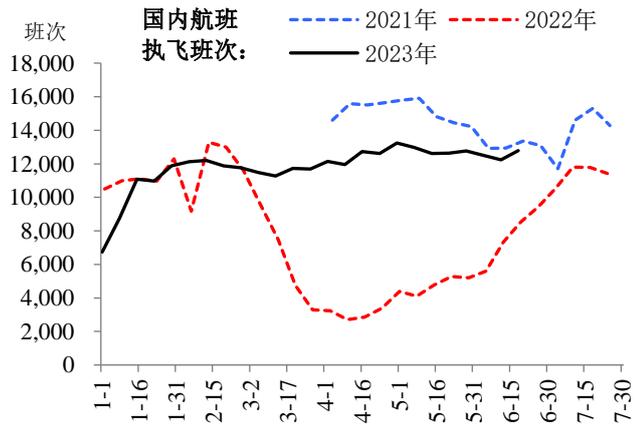
近期国内和国际航班执飞班次整体表现出高热度。其中国内航班执飞班次与2021年之间执飞班次的差距再度显著缩小，国际航班执飞班次继续攀升。整体来看，目前居民市内外出行意愿仍处较高位，不过此次端午节假期客流“成绩单”并未达预期。

图11: 端午假期发送旅客人次明显超越 2022 年, 但与 2019 年水平仍有距离



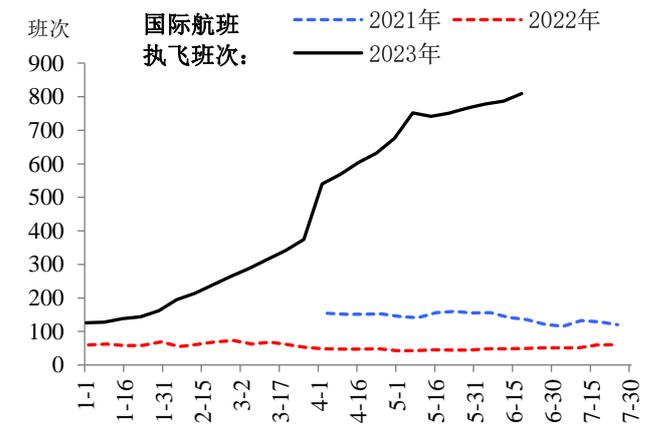
数据来源: 交通运输部, 东吴证券研究所

图12: 国内航班执飞班次与 2021 年差距再次显著缩小



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

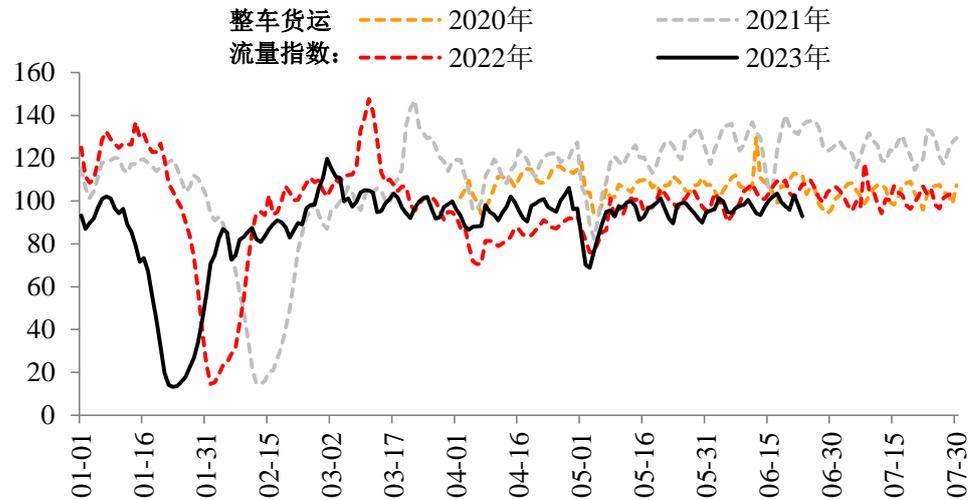
图13: 国际航班执飞班次继续攀升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

货运方面, 环比来看, 本周整车货运流量指数较上周上升 0.8%, 维持近期小幅上升趋势; 同比来看, 货运流量继续创近 4 年来同期新低, 6 月以来同比增速为 -4.5%。货运整体表现仍不容乐观, 工业产需两端上行空间变窄。

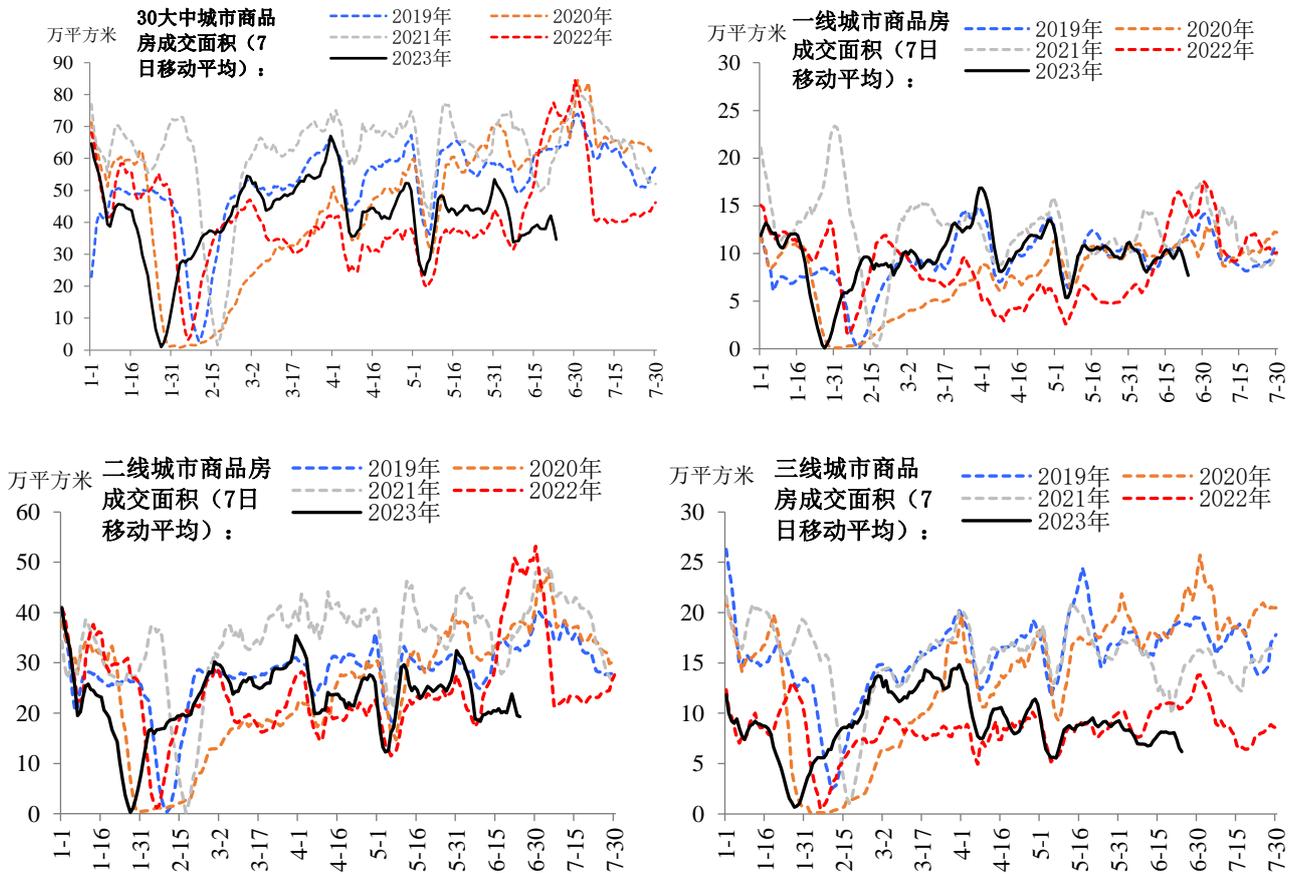
图14: 货运流量还处在历史较低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

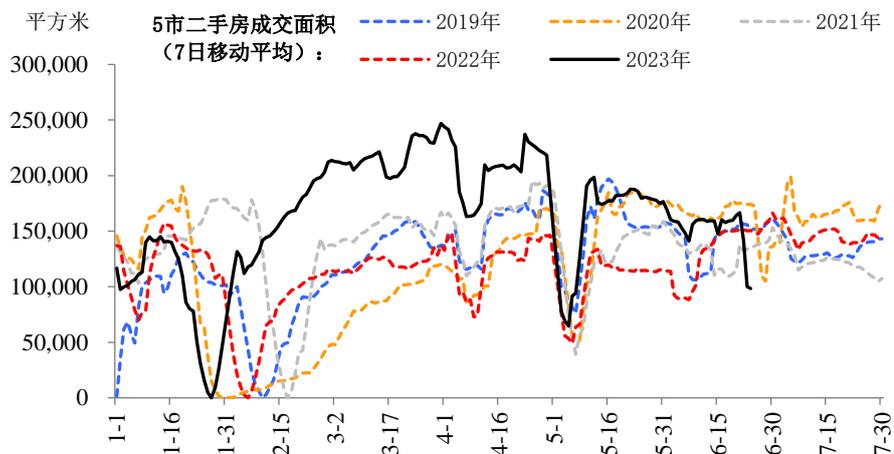
地产: 节假日效应下销售表现全面降温。端午假期当周房产销售季节性回落, 商品房和二手房成交面积周环比分别大幅下降 11.8%和 37.7%。不过整体来看, 今年二手房销售修复不弱, 但新房销售情况距疫情前仍有距离: 与往年同期相比, 6月以来5市二手房成交面积比2019年同期上升6.2%, 而30城商品房成交面积仅达到2019年同期的63.6%。商品房销售情况不佳主要系二三线城市楼市依旧低迷所致, 房产去库存压力仍存。

图15: 端午假期效应放大新房销售下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

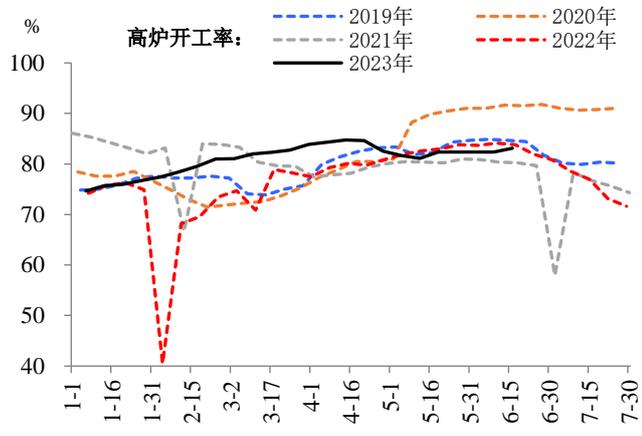
图16: 二手房销售同样季节性下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

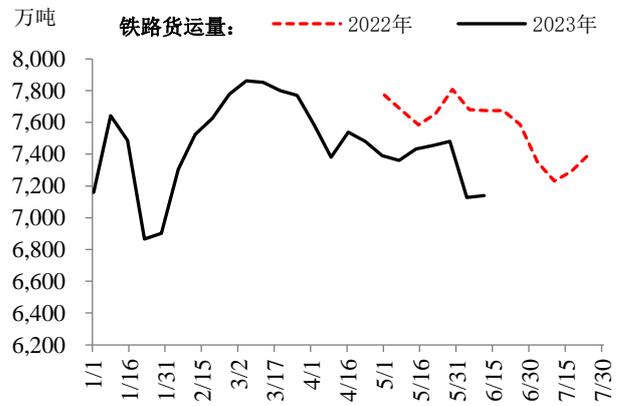
生产：工业生产节奏趋缓。近期高炉开工率整体处于历史同期较低位，大宗运输的关键指标铁路货运在近期也并不景气，显现出工业生产节奏的偏缓。

图17：高炉开工率表现平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

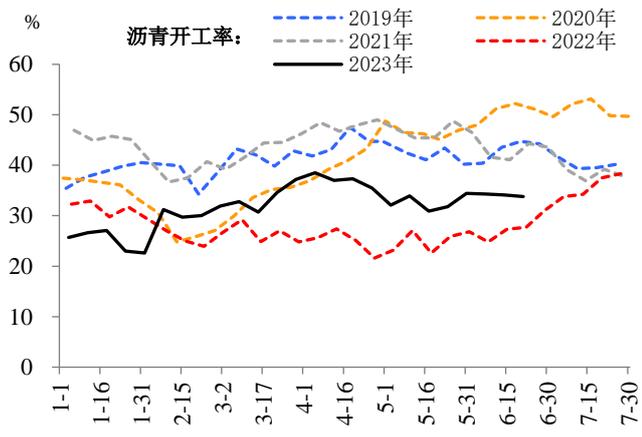
图18：铁路货运量低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

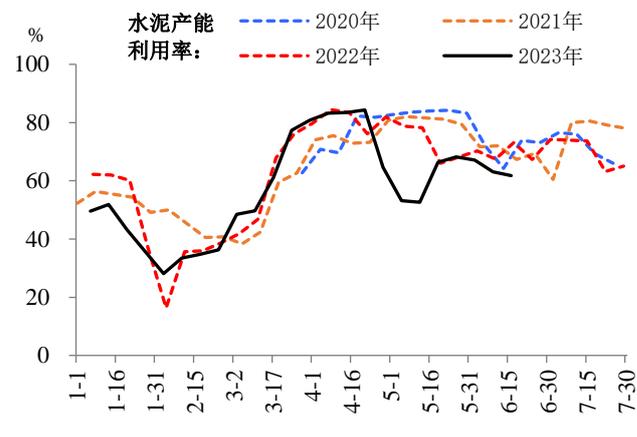
分行业来看，建筑业生产形势并未出现明显改观。目前沥青和水泥生产略显乏力：沥青开工率和水泥产能利用率均处于历史同期较低位，而且均显现出下行态势。

图19：沥青开工率处于历史较低位且略有下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

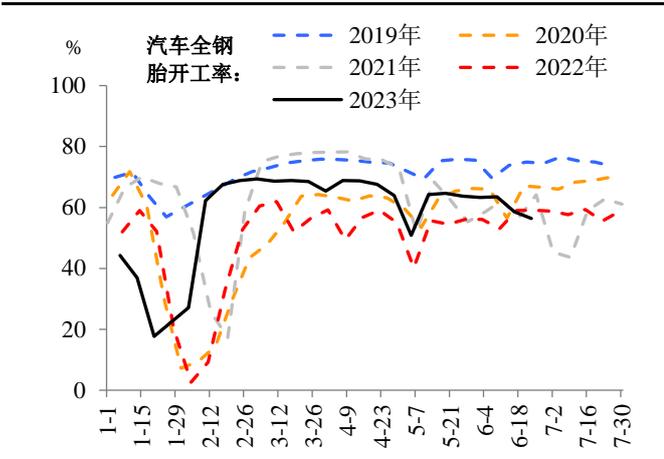
图20：水泥产能利用率屡创历史同期新低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

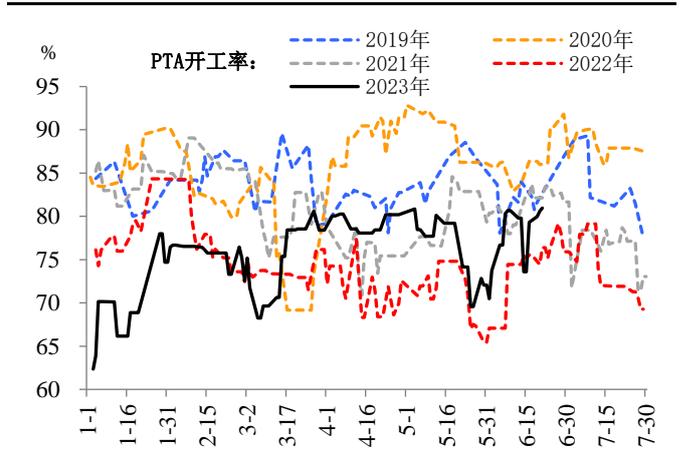
汽车业生产再度降温。上周全钢胎开工率环比下降 2.3pct，近期汽车业生产持续放缓。而**纺织业生产略有好转**，上周 PTA、聚酯开工率分别录得 79.96%、90.3%，其中 PTA 开工率周度环比增速为 1.3pct、聚酯开工率为 0.3pct。整体来看，纺织业开工情况有所好转。

图21: 再次降温的汽车钢胎生产



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

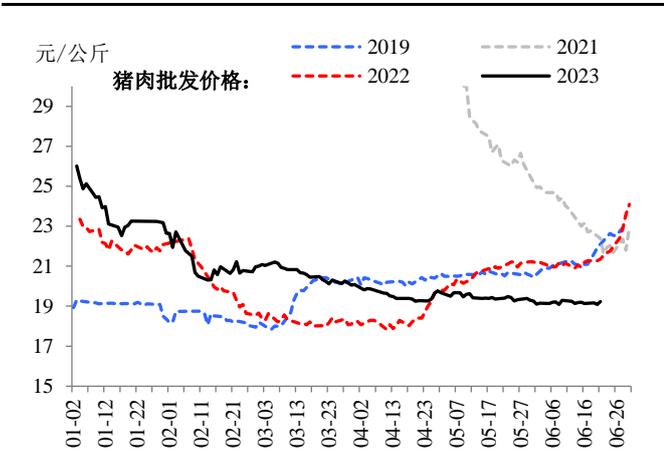
图22: PTA 开工情况有所好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

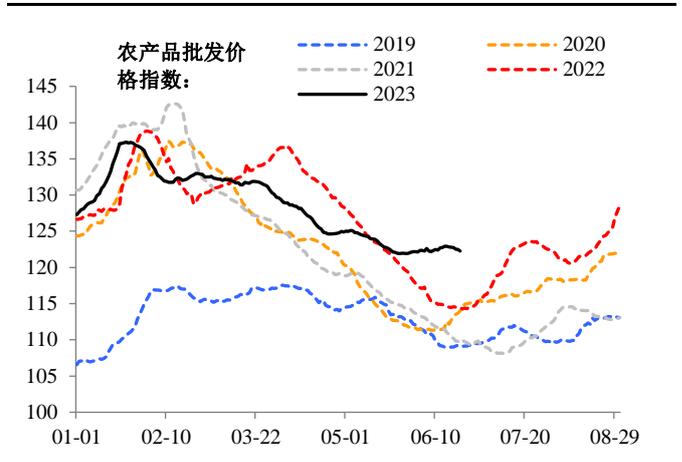
价格: 食品价格节前走弱。上周农产品价格节前三天转弱, 其中猪肉价格周环比下降 0.1%, 端午需求不及预期, 节后猪价将迎来同比承压阶段。近期北方高温南方降雨的异常天气影响供给, 鲜菜鲜果节前涨价。

图23: 猪价节前小幅下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 农产品价格节前整体走弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

政策预期调整下国内工业品价格回落。上周 LPR 对称调降 10bp, 但地产与基建政策均未落地, 政策空窗期下国内工业品价格调整: 端午节前南华有色金属、螺纹钢、铁矿石指数均回落。高温与降雨分别区域性持续影响施工, 上周玻璃与水泥价格下跌。海外方面, 上周周中美联储主席鲍威尔发言暗示年底前可能再加息两次, 叠加英国央行超预期加息 50bp 以及欧洲 PMI 数据持续下探, 6 月 23 日布伦特原油跌至 73.34 美元/桶。

图25: 水泥价格续跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

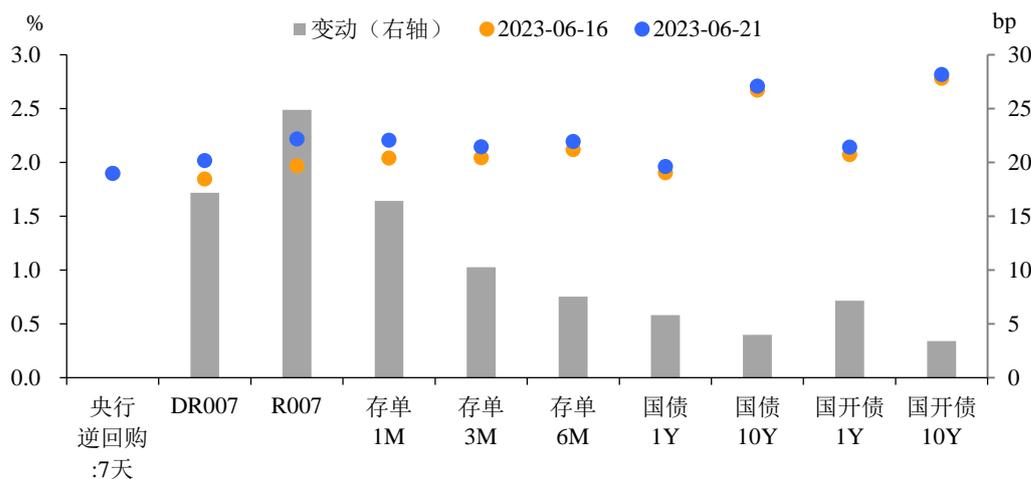
图26: 海外央行加息未止, 原油价格承压



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面, 资金利率趋紧, 票据利率下降。税期叠加假期因素, 上周前三天 DR007 与 R007 利率周均值环比分别上升 17bp、25bp。票据利率节前下行, 假期前一天 3M 国股转贴票据利率较 6 月 16 日回落 5bp。央行节前增加投放呵护流动性, 上周实现逆回购净投放 2890 亿元。质押式回购成交量节前回落至 7 万亿水平以下, 其中隔夜占比降至 90% 以下, 债市杠杆率在假期前一天降至 108.5% 水平。

图27: 一周广谱利率变动



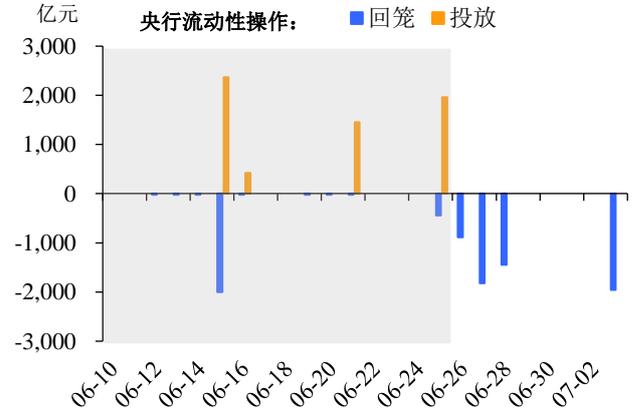
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 票据利率节前下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

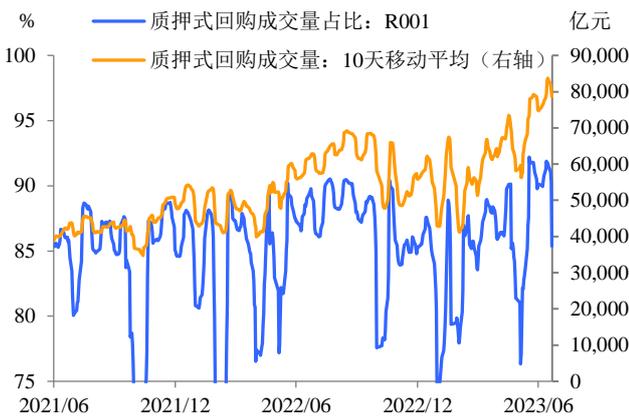
图29: 央行流动性操作



注: 灰色区域为历史操作

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 质押式回购成交量回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 债市杠杆率节前回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期, 对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期, 对于中国出口的拖累不足。

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>

