2021 年 09 月 26 日

恒大不会成为中国的“雷曼时刻”

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

恒大债务问题持续发酵，引发市场担忧，会否触发雷曼时刻？本文梳理，供参考。

● 伴随资金压力上升，部分房企信用风险暴露，引发市场关注

资金压力下，部分房企信用风险暴露，使得市场对房企信用风险的关注度不断升温。三条红线、贷款集中度考核等调控政策层层加码下，房企融资紧张；融资紧张、叠加销售下滑，房企资金承压，8 月两年复合增长 5.1%，增速较 5 月已大幅回落 6.8 个百分点；随着资金压力攀升，部分房企出现信用违约事件；截止 9 月，首次违约的房企数量达 5 家，相关债券余额规模达 576.8 亿元，均已创历史新高。

近期恒大债务问题发酵，进一步推升市场的担忧情绪；部分观点甚至认为，恒大债务风险，可能触发中国的“雷曼时刻”。房企信用风险上升背景下，2021 年 6 月以来，恒大的负面舆情明显增加；6 月，公司被穆迪下调评级；随后，陆续出现与公司业务关联的上市公司，公告称恒大的商业票据出现逾期；7 月，金融稳定与发展委员会、央行、银保监会先后约谈恒大，敦促公司积极解决债务问题。

● 恒大债务风险更多为流动性冲击，对经济金融市场的直接冲击或相对有限

资金压力上升下，恒大债务或面临流动性冲击。从半年报数据来看，假设无再融资、未来销售保持 8 月水平，恒大要偿还短期负债，有超过 1100 亿元资金缺口。考虑到恒大的资产中，土地储备项目价值 4568 亿元，其中一二线土地储备价值 1392 亿元；旧改项目，价值约 1000 亿元左右；此外，还有恒大物业、恒大汽车的股权，合计价值 229 亿元；恒大总体的资产质量较好，能够覆盖有息负债。

恒大债务风险，对市场直接冲击或有限。恒大贷款在银行贷款余额中的占比仅 0.1%、信托贷款占比 1.1%、国内债券占比 0.04%、海外债券占比 1.8%。相比于对金融市场的影响，恒大债务所引发的社会问题或更值得关注。恒大的应付账款和票据高达 6669 亿元，涉及到上下游产业链众多公司；此外，恒大合同负债高达 1700 亿，对应超过 200 个城市的已售待交付商品房，未来或有竣工压力。

● 恒大债务风险与雷曼有本质不同

恒大债务风险，与雷曼的本质不同在于资产质量，进而影响到偿债能力及对金融市场的传染性。雷曼兄弟破产前，其资产以衍生品、抵押债券、回购等金融资产为主，占总资产的 82.3%；遭遇流动性冲击后，雷曼抛售金融资产，造成市场恐慌，引发金融危机，且市场下跌导致其资产大幅缩水，偿债能力弱化；相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目等资产为主，资产证券化率低、质量相对更高。

中美监管的应对措施，也是恒大债务风险与雷曼时刻的重要区别。回顾雷曼风险暴露全过程，在 2008 年 9 月雷曼兄弟披露重大亏损并可能破产后，美联储并未及时采取救助措施，是导致后续信用风险迅速传染至整个金融市场的重要原因。相比而言，从 7 月以来，金融稳定与发展委员会、央行、银保监会密集约谈恒大集团，显示出监管层密切关注恒大债务风险，并督促公司积极化解债务风险。

● 风险提示：政策调整等。

相关研究报告

《宏观经济专题-坚定债牛不动摇》-2021.9.22

《宏观经济专题-当“水泥旺季”遇上“产能受限”》-2021.9.21

《宏观经济专题-海外电价飙升，“添火”全球大通胀》-2021.9.21

目 录

1、 周度专题：恒大不会是中国的“雷曼时刻” 4
1.1、 伴随资金压力上升，房企信用风险暴露，引发市场关注 4
1.2、 恒大债务风险更多为流动性冲击，对市场的直接冲击或相对有限 6
1.3、 恒大债务风险与雷曼有本质不同 8
2、 高频数据跟踪 11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格回升、猪肉价格持续回落 11
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元升值 11
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，贵金属指数下跌 12
3、 中观行业跟踪 12
3.1、 下游：商品房成交上涨，土地市场量价齐升 13
3.2、 中游：钢铁价格上涨，水泥价格上升、玻璃价格下跌 14
3.3、 上游：国际原油、动力煤价格上涨 16
4、 风险提示 17

图表目录

图 1: 2021 年年中以来，地产销售持续下行 4
图 2: 2021 年，房企资金增速持续下滑 4
图 3: 2021 年，房企信托融资同比大幅下降 4
图 4: 2021 年，房企开发贷款余额同比大幅下降 4
图 5: 2021 年，房企债务违约数量创历史新高 5
图 6: 6 月以来，恒大商品房销售增速快速回落 6
图 7: 雷曼兄弟 2008 年一季度资产以金融资产为主 8
图 8: 雷曼兄弟 2007 年末持有大量高收益债券 8
图 9: 美国抵押债券市场在 2007 年前快速发展 8
图 10: 雷曼破产后，美国房贷违约率大幅上升 8
图 11: 包商信用风险三周后，存单市场融资恢复 9
图 12: 永煤信用风险三个月后，河南城投净融资恢复 9
图 13: 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回升 11
图 14: 农业部猪肉平均批发价回落 11
图 15: 人民币对美元贬值，美元指数上涨 11
图 16: 人民币对欧元、日元升值 11
图 17: 美元兑人民币即期-中间日均价差-2 基点 12
图 18: 离岸、在岸人民币日均价差 53 基点 12
图 19: 30 大中城商品房成交面积上涨 13
图 20: 30 大中城商品房一线城市成交面积上涨 13
图 21: 30 大中城商品房二线城市成交面积上涨 13
图 22: 30 大中城商品房三线城市成交面积上涨 13
图 23: 100 城供应土地占地面积上涨 14
图 24: 100 城供应土地挂牌均价上涨 14
图 25: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 14
图 26: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率下跌 14
图 27: 线材、长材价格指数均上涨 15

图 28: 上周全国高炉开工率下跌 15
图 29: 水泥价格指数上升 15
图 30: 玻璃期货价格回落 15
图 31: 长江有色市场铜价下跌、铝价上涨 16
图 32: 长江有色市场铅、锌价格走势分化 16
图 33: 上期所铜库存减少、铝库存增加 16
图 34: 上期所铅库存减少、锌库存增加 16
图 35: 焦煤、动力煤价格上涨 17
图 36: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升 17
图 37: 国际原油期货结算价格上涨 17
图 38: LME3 个月铜、铝价格均上涨 17

表 1: 2021 年以来，房企信用风险频发 5
表 2: 2021 年 6 月以来，恒大债务问题持续发酵 5
表 3: 2020 年年报数据测算，恒大三条红线指标较弱 6
表 4: 恒大短期债务存在资金缺口 7
表 5: 恒大资产能覆盖有息负债 7
表 6: 恒大在整体债务中占比较小 7
表 7: 多家建筑建材公司恒大应收款出现逾期 7
表 8: 恒大债务风险上升后，监管迅速介入 9
表 9: 商品期货市场核心品种多数上涨 12
表 10: 商品期货市场细分品种中，动力煤上涨、玻璃下跌 12

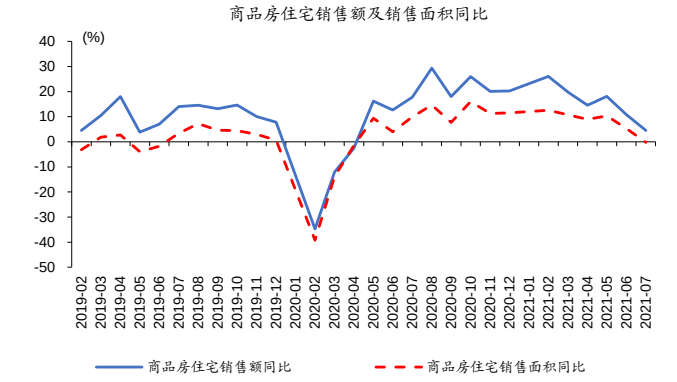
1、 周度专题：恒大不会是中国的“雷曼时刻”

恒大债务问题持续发酵，引发市场担忧，会否触发雷曼时刻？本文梳理，供参考。

1.1、 伴随资金压力上升，房企信用风险暴露，引发市场关注

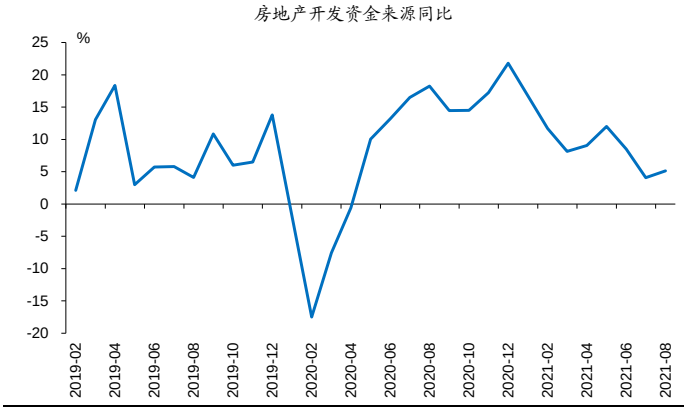
2021 年以来，地产调控政策加码下，房企资金压力持续上升。伴随三条红线、贷款集中度考核等调控政策层层加码，房企融资紧张；前 8 月，房地产开发资金来源中，国内贷款同比增长-6.1%，增速创疫情以来新低；融资趋紧的同时，销售增速从年中开始迅速降温，导致房企资金进一步紧张；8 月，房企资金来源，两年复合增长 5.1%，增速较 5 月高点已大幅回落 6.8 个百分点。

图1：2021 年年中以来，地产销售持续下行



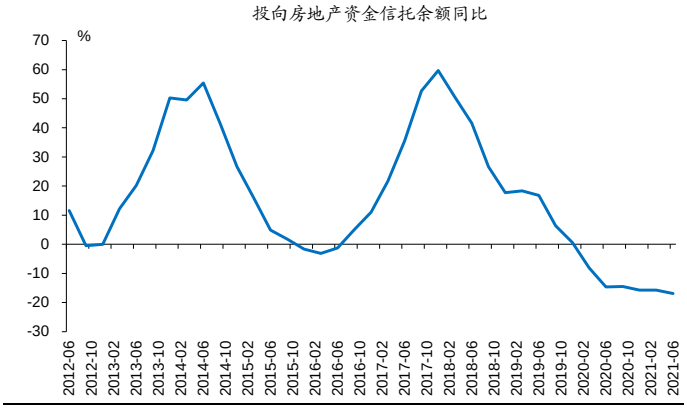
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月用两年复合）

图2：2021 年，房企资金增速持续下滑



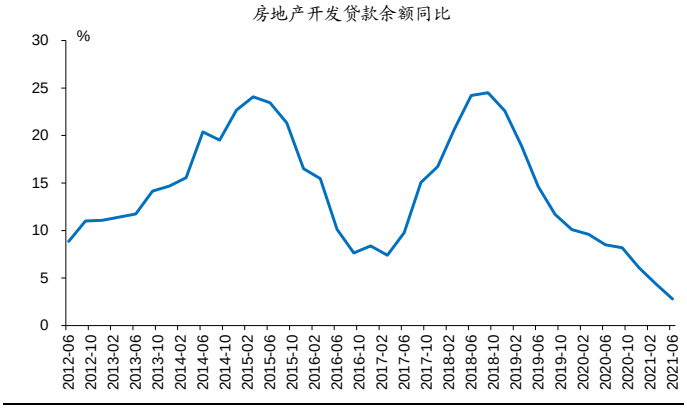
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月用两年复合）

图3：2021 年，房企信托融资同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年，房企开发贷款余额同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

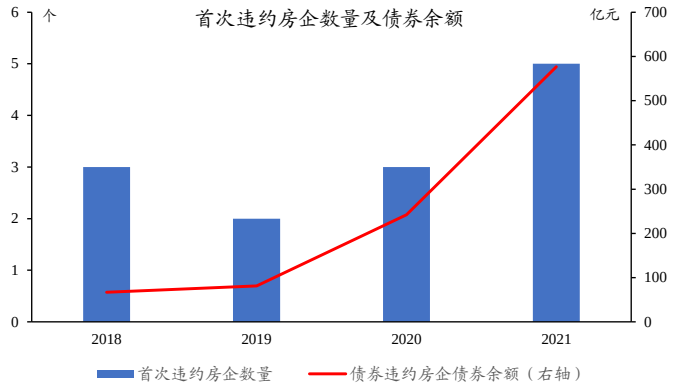
随着房企资金压力不断抬升，部分房企信用风险暴露，使得市场对房地产企业信用风险的关注度不断升温。2021 年以来，房企资金压力持续抬升下，部分房企陆续出现信用违约事件；截止 9 月，首次违约的房企数量达 5 家，相关债券余额规模达 576.8 亿元，均已创历史新高；华夏幸福、泛海、蓝光、河南建业等知名房企债务违约下，市场对于房企的信用风险关注度不断上升。

表1：2021 年以来，房企信用风险频发

时间	涉及地产公司	相关信用事件
2021-3-23	华夏幸福基业股份有限公司	20华夏幸福MTN001出现违约
2021-6-15	华夏幸福基业控股股份公司	20华EB02出现违约
2021-7-12	四川蓝光发展股份有限公司	19蓝光MTN001出现违约
2021-8-2	中国恒大集团	垒知集团公告称恒大集团及其成员企业开具的3317.4万元商票逾期
2021-8-30	泛海控股股份有限公司	18泛海MTN001出现违约
2021-9-9	建业地产股份有限公司	向政府提交《关于企业出现重大风险和危机并请求帮扶救援的报告》，称希望有关县区偿还拖欠款项合计50亿元，并分类减免和缓交增值税、所得税、延期交付部分在建工程

资料来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年，房企债务违约数量创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

近期恒大债务问题的发酵，进一步推升市场的担忧情绪；由于恒大债务体量较大，市场担忧可能触发中国“雷曼时刻”。房企信用风险趋暴露的环境下，恒大作为行业龙头企业，其高杠杆运营模式受到市场关注。2021 年 6 月以来，恒大的负面舆情明显增加；2021 年 6 月 30 日，公司被穆迪下调评级；随后，陆续公司业务关联的上市公司公告称与恒大的商业票据出现逾期；金融稳定与发展委员会、央行、银保监会先后约谈恒大，敦促公司积极解决债务问题。由于恒大的债务体量相对较大，其信用负面舆情下，市场对于房企信用风险的担忧情绪持续升温。

表2：2021 年 6 月以来，恒大债务问题持续发酵

时间	重要事件
2021-6-30	穆迪下调恒大的企业家族评级从 B1 下调至 B2;高级无抵押评级从 B2 下调至 B3，展望负面。
2021-7-12	金融稳定与发展委员会在六月的会议上敦促恒大尽快解决债务问题，方案可包括引入战略投资者来避免违约情况带给中国经济造成的重大冲击。
2021-7-30	廊坊发展公告恒大集团所持公司股份被司法冻结，冻结股份为 7603 万股，展期股总数 100%，占公司总股本 20%。
2021-8-2	垒知集团公告已于恒大集团及其成员企业开局的 3317.42 万元商票逾期，双方正在沟通商业承兑汇票的总付事宜
2021-8-10	恒大公告称公司正计划出售部分资产，包括港股上市公司恒大汽车和恒大物业的部分权益
2021-8-18	恒大子公司将盛京银行 1.667 亿股出售给两家沈阳国企，该交易总价值为 10 亿人民币
2021-8-19	央行、银保监会约谈恒大集团，要求努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定
2021-8-30	万科企业股份有限公司召开 2021 年中期业绩推介会。针对中国恒大考虑将旗下恒大物业部分股权出售予万科的传闻，万科总裁及首席执行官祝九胜称，最近几个月和恒大确实有接触和探讨，但是没有实质

时间	重要事件
	性的更多的合作
2021-9-8	恒大财富被曝逾期
2021-9-15	中诚信国际发布公告，决定将恒大地产主体信用等级由 AA 调降至 A

资料来源：彭博、财新网、开源证券研究所

1.2、 恒大债务风险更多为流动性冲击，对市场的直接冲击或相对有限

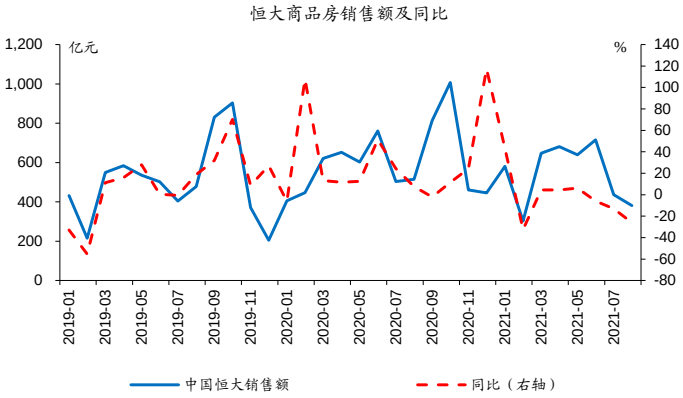
伴随外部融资枯竭、销售回款下降等，恒大短期资金压力骤升。从 2020 年年报来看，恒大的各项指标均处于三条红线的红档，其中扣除预收账款的资产负债率为 83.4%，仅次于泰禾、建业和绿地，净负债率 153.6%，位于上市房企前列，现金短债比仅 47%，仅好于泰禾、华夏幸福、富力、格力地产。债务问题严重的情况下，前期公司的商票逾期、评级遭下调，进一步导致公司的外部融资渠道枯竭；与此同时，6 月开始，公司销售情况快速恶化，同比增速由 6.1%下降为-5.8%，8 月增速进一步回落到-25.9%，导致销售对公司偿债资金的支持力度明显下降。

表3：2020 年年报数据测算，恒大三条红线指标较弱

公司简称	公司属性	扣除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	分档
保利地产	央企	69.9%	69.4%	225.0%	绿
中国海外	央企	66.0%	28.0%	217.0%	绿
华润置地	央企	59.7%	29.5%	246.3%	绿
碧桂园	民企	80.5%	55.6%	173.7%	黄
华侨城	央企	70.0%	74.6%	221.2%	黄
融创中国	民企	78.7%	96.0%	107.8%	黄
万科	公众	71.7%	18.1%	223.7%	黄
新城发展	民企	76.2%	50.7%	188.8%	黄
中梁控股	民企	79.9%	65.8%	108.9%	黄
阳光城	民企	79.1%	109.0%	124.5%	橙
绿地控股	公众	84.1%	140.6%	79.3%	红
中国恒大	民企	83.4%	153.6%	47.0%	红

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6 月以来，恒大商品房销售增速快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

资金压力上升下，恒大债务存在短期资金缺口，或存在流动性冲击的风险。从半年报的数据来测算，在假设无再融资、未来销售保持 8 月水平的前提下，恒大未来一年内的销售回款、加上货币资金后，要偿还短期有息负债 2400 亿元，仍有超过 1100 亿元的资金缺口。考虑到恒大的资产中，土地储备项目 778 个，总建筑面积 2.14 亿方，价值 4568 亿元，其中一二线土地储备价值 1392 亿元；146 个旧改项目，价值约 1000 亿元左右；此外，还有恒大物业、恒大汽车的股权，合计价值 229 亿元；恒大总体的资产质量较好，能够覆盖有息负债，因此其化债需要时间换空间。

表4：恒大短期债务存在资金缺口

恒大短期有息负债	货币资金	未来一年净利润预测	短期资金缺口
2400 亿元	868 亿元	338 亿元	1194 亿元

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：恒大资产能覆盖有息负债

有息负债		资产	
合计	5717.8 亿元	合计	7491 亿元
贷款	1834 亿元	货币资金	868 亿元
信托	2224 亿元	交易性金融资产	16 亿元
国内债券	558.6 亿元	土地储备	4568 亿元
海外债券	1101 亿元	上市子公司股权	229 亿元
		旧改项目	1000 亿元
		固定资产净值	810 亿元

数据来源：Wind、开源证券研究所

恒大债务风险，对市场的直接影响或相对有限，间接影响涉及范围广、仍需紧密跟踪。恒大各项债务占整体市场比例较低;公司贷款在银行贷款中的占比仅 0.1%、信托贷款占比 1.1%、国内债券占比仅 0.04%、海外债券占比 1.8%。相比于对金融市场的影响,恒大债务所引发的社会问题或更显著。恒大应付账款和票据高达 6669 亿，涉及到上下游产业链众多公司；应付款和票据逾期，会增大上下游相关公司的经营压力；此外，恒大合同负债高达 1700 亿，对应其在超过 200 个城市的已售待交付商品房；伴随债务风险，预售房施工面临压力。

表6：恒大在整体债务中占比较小

	债务规模	房地产企业债务规模	占比	恒大债务规模	占整体市场比例	占房地产市场比例
贷款	1877961 亿元	123000 亿元	6.5%	1834 亿元	0.10%	1.5%
信托	206373 亿元	20772 亿元	10.1%	2224 亿元	1.08%	10.7%
国内债券	1244391 亿元	19035 亿元	1.5%	558.6 亿元	0.04%	2.9%
海外债券	9516.3 亿元	2079.6 亿元	21.9%	169.7 亿元	1.78%	8.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：多家建筑建材公司恒大应收款出现逾期

公司名称	恒大应收款情况
三棵树	截止 2021 年 8 月 31 日，应收票据 3.34 亿元，应收账款 2.28 亿元
永高股份	截止 2021 年 8 月 25 日，应收账款 4.78 亿元，已经逾期未兑付承兑汇票 1.95 亿元
垒知集团	截止 2021 年 7 月 31 日，商业承兑汇票逾期未兑付 3317 万元
金螳螂	截止 2021 年 6 月 30 日，应收商业承兑汇票 41.09 亿元
广田集团	截止 2021 年 6 月 30 日，应收商业承兑汇票 27.2 亿元
全筑股份	截止 2021 年 6 月 30 日，应收款项 25.3 亿元

公司名称	恒大应收款情况
宝鹰股份	截止 2021 年 6 月 30 日，应收票据逾期 1.42 亿元

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 恒大债务风险与雷曼有本质不同

恒大债务风险与雷曼相比，本质区别在于资产质量。雷曼兄弟破产前，其资产以金融资产为主，包含抵押债券、公司债券、衍生品、回购资产等。2008 年一季度，雷曼兄弟财务报告显示，总资产 7860 亿美元中，抵押债券 1072 亿美元、公司债券 595 亿美元、股权资产 561 亿美元、衍生品 556 亿美元、回购资产 3687 亿美元，合计占总资产的 82.3%；随着公司出现信用风险，MBS 等资产遭抛售，公司所持有的金融资产迅速缩水、流动性枯竭。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，资产质量较高。

图7：雷曼兄弟 2008 年一季度资产以金融资产为主

ASSETS	Q4 '03	Q1 '08	% Δ
Cash and Cash equivalents	7,922	7,564	-5%
Cash and securities segregated and on deposit for regulatory and other purposes	3,100	16,569	434%
Government & Agencies	31,666	44,574	41%
Commercial Paper & Other Money Mkt Instruments	4,287	3,433	-20%
Physical Commodities	-	169	N/A
Mortgage and Asset-Backed Securities & Real Estate	38,957	107,171	175%
Corporate debt and other	20,069	59,581	197%
Corporate equities	22,889	56,118	145%
Derivatives and other contractual agreements	15,766	55,612	253%
Inventory Subtotal	**133,634**	**326,658**	**144%**
Securities received as collateral	3,406	-	N/A
Securities purchased under agreements to resell	87,416	210,166	140%
Securities borrowed	51,396	158,515	208%
Collateralized Lendings Subtotal	**138,812**	**368,681**	**166%**
Receivables Subtotal	**15,310**	**52,399**	**242%**
Other	**9,877**	**14,164**	**43%**
TOTAL ASSETS	**312,061**	**786,035**	**152%**

资料来源：雷曼兄弟公司财报

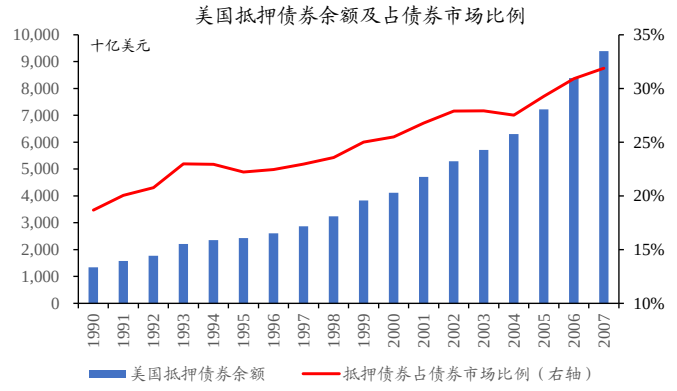
图8：雷曼兄弟 2007 年末持有大量高收益债券

	2007
Bonds and loans in established trading markets	31,457
Bonds and loans held awaiting securitizationg and syndication	157
Bonds and loans with little or no pricing transparency	1,118
High yield instruments	32,732
Credit risk hedges	-2,337
High yield position,net	30,395
Residential subprime mortgages	2,755

资料来源：雷曼兄弟公司财报

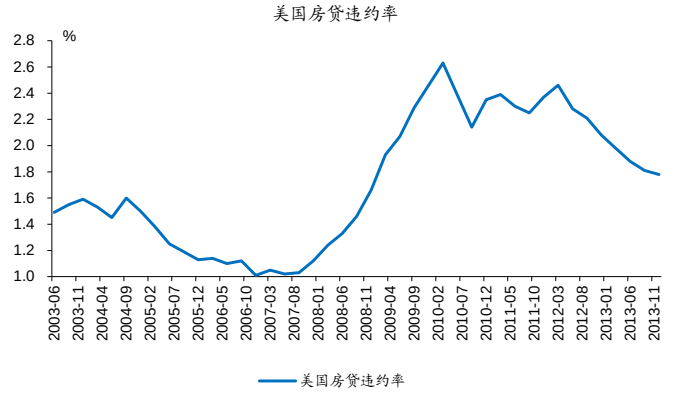
资产质量差异下，恒大债务风险传染性或显著弱于雷曼。雷曼发生流动性危机后，抛售其所持有的衍生品，造成市场恐慌，进而加剧风险传染。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，证券化率低，因此其风险传染能力明显弱于雷曼。此外，从过去债券违约经验来看，债券违约一般会造成局部信用紧缩，但随着监管介入、央行维稳流动性等，市场会较快消化冲击的影响。

图9：美国抵押债券市场在 2007 年前快速发展



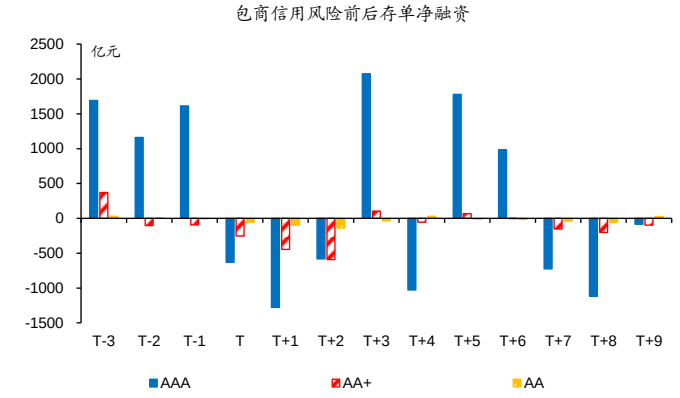
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：雷曼破产后，美国房贷违约率大幅上升



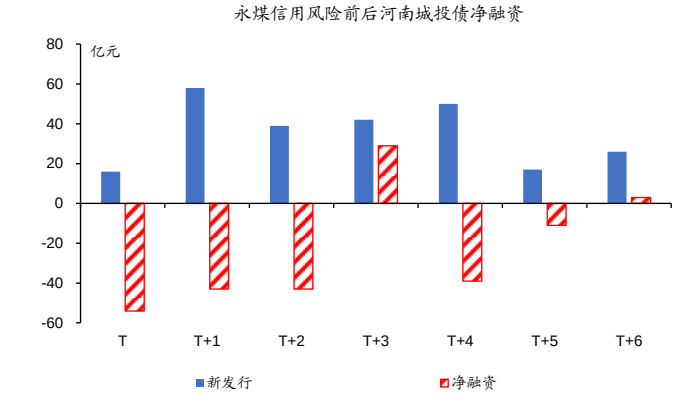
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：包商信用风险三周后，存单市场融资恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：永煤信用风险三个月后，河南城投净融资恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

监管应对措施，也是恒大债务风险与雷曼时刻的重要区别。回顾雷曼风险暴露全过程，在 2008 年 9 月雷曼兄弟披露重大亏损并可能破产后，美联储并未及时采取救助措施，是导致后续信用风险迅速传染至整个金融市场的重要原因。相比而言，从 7 月以来，金融稳定与发展委员会、央行、银保监会密集约谈恒大集团，显示出监管层密切关注恒大债务风险，并督促公司积极化解债务风险。

表8：恒大债务风险上升后，监管迅速介入

日期	事件内容
2021-8-19	央行、银保监会约谈恒大集团，要求努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定
2021-7-12	金融稳定与发展委员会在六月的会议上敦促恒大尽快解决债务问题，方案可包括引入战略投资者来避免违约情况带给中国经济造成的重大冲击
2021-6-8	彭博报道中国监管机构要求恒大的主要债权人对其在该公司的敞口进行新的压力测试

资料来源：彭博、金融稳定与发展委员会、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）资金压力上升下，恒大债务存在短期资金缺口，或存在流动性冲击的风险。从半年报的数据来测算，在假设无再融资、未来销售保持 8 月水平的前提下，恒大未来一年内的销售回款、加上货币资金后，要偿还短期有息负债 2400 亿元，仍有超过 1100 亿元的资金缺口。考虑到恒大的资产中，土地储备项目 778 个，总建筑面积 2.14 亿方，价值 4568 亿元，其中一二线土地储备价值 1392 亿元；146 个旧改项目，价值约 1000 亿元左右；此外，还有恒大物业、恒大汽车的股权，合计价值 229 亿元；恒大总体的资产质量较好，能够覆盖有息负债，因此其化债需要时间换空间。

（2）恒大债务风险与雷曼相比，本质区别在于资产质量。雷曼兄弟破产前，其资产以金融资产为主，包含抵押债券、公司债券、衍生品、回购资产等。2008 年一季度，雷曼兄弟财务报告显示，总资产 7860 亿美元中，抵押债券 1072 亿美元、公司债券 595 亿美元、股权资产 561 亿美元、衍生品 556 亿美元、回购资产 3687 亿美

元，合计占总资产的 82.3%；随着公司出现信用风险，MBS 等资产遭抛售，公司所持有的金融资产迅速缩水、流动性枯竭。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，资产质量较高。

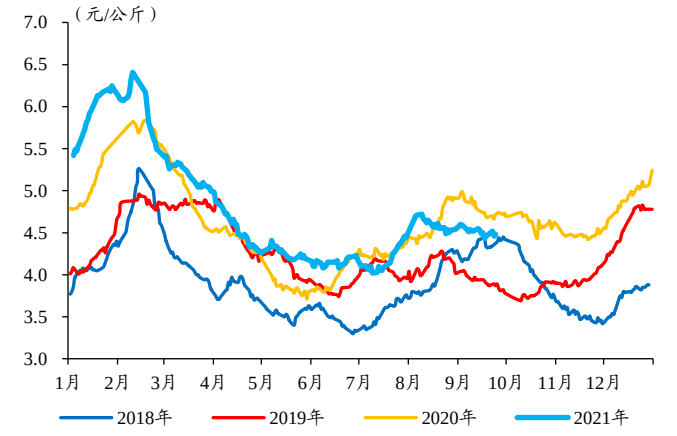
（3）资产质量差异下，恒大债务风险传染性或显著弱于雷曼。雷曼发生流动性危机后，抛售其所持有的衍生品，造成市场恐慌，进而加剧风险传染。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，证券化率低，因此其风险传染能力明显弱于雷曼。此外，从过去债券违约经验来看，债券违约一般会造成局部信用紧缩，但随着监管介入、央行维稳流动性等，市场会较快消化冲击的影响。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜价格回升、猪肉价格持续回落

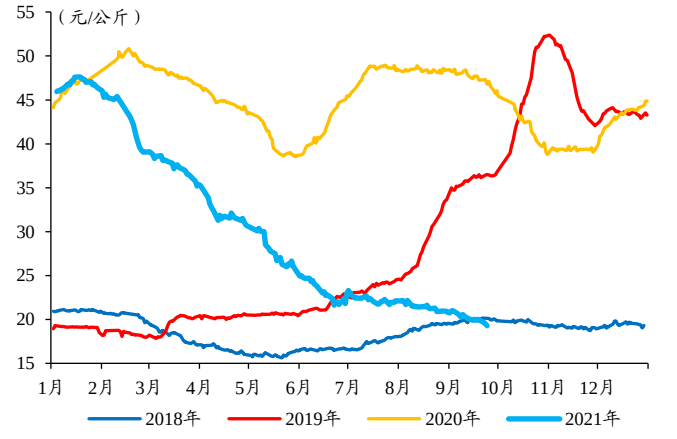
上周（9 月 22 日-9 月 24 日），蔬菜价格季节性回升、猪肉价格继续回落。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比增长 1.1%，至 4.48 元/公斤。猪肉平均批发价周环比回落 3.2%，至 19.29 元/公斤。

图13：农业部 28 种重点监测蔬菜价格回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：农业部猪肉平均批发价回落

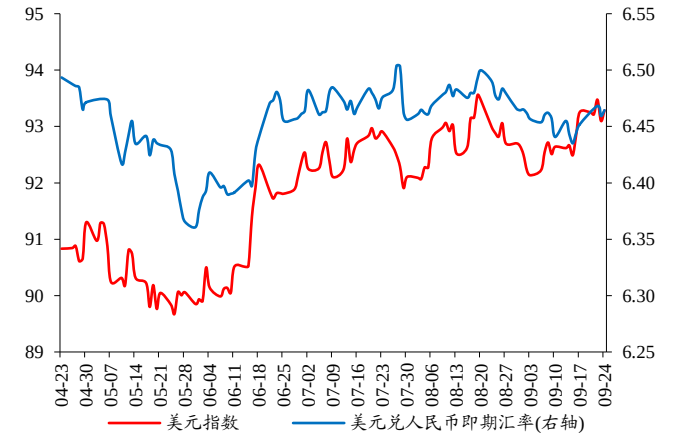


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元升值

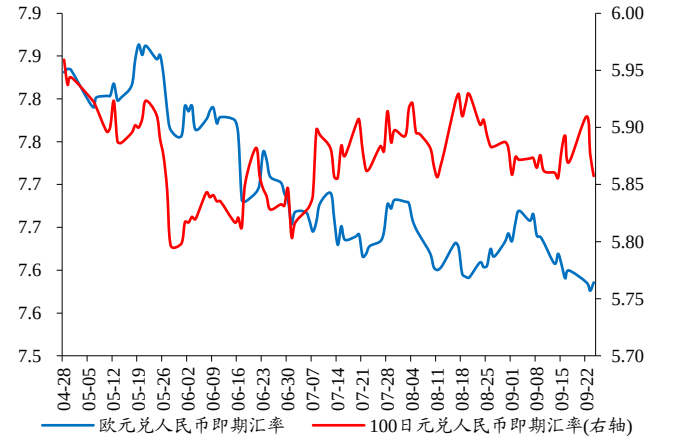
上周（9 月 22 日-9 月 24 日），人民币对美元贬值 0.19%，周五美元兑人民币汇率收于 6.46；美元指数收于 93.29，周环比上涨 0.03%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-2 基点；离岸、在岸人民币日均价差 53 基点。

图15：人民币对美元贬值，美元指数上涨



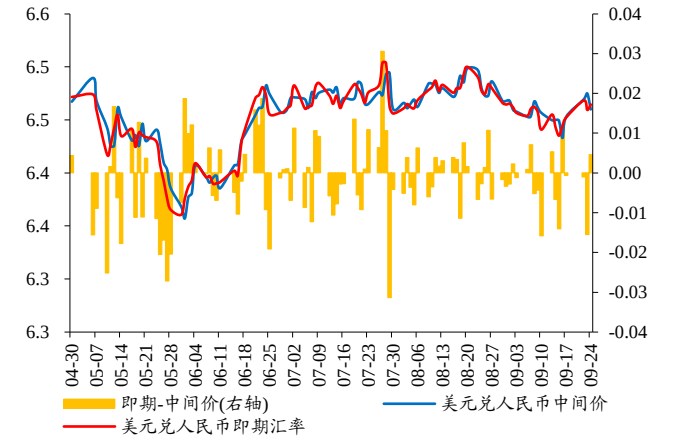
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：人民币对欧元、日元升值



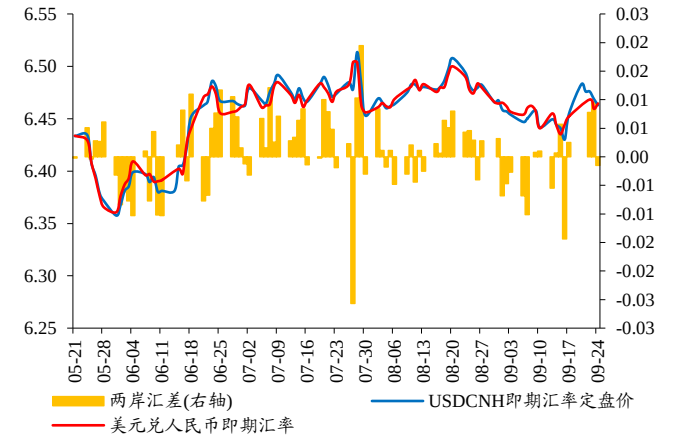
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：美元兑人民币即期-中间日均价差-2 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：离岸、在岸人民币日均价差 53 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，贵金属指数下跌

上周（9 月 22 日-9 月 24 日），商品期货核心品种多数上涨，能化指数涨幅较大。上周南华商品综合指数上涨 2.4%。核心品种多数上涨，能化指数涨幅较大，周环比上涨 3.3%。细分品种来看，动力煤指数领涨，周环比涨幅 12.3%；玻璃指数跌幅较大，周环比跌幅为 4.9%。

表9：商品期货市场核心品种多数上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	2.4%	3.0%	3.1%	2.0%	3.3%	-0.3%
前周涨幅	-1.6%	-0.8%	0.5%	-5.2%	2.4%	-3.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：商品期货市场细分品种中，动力煤上涨、玻璃下跌

	能源化工			金属				加工					农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指数	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA 指数	南华PVC 指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	8.8%	12.3%	4.0%	0.9%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-4.9%	2.9%	-0.2%	4.1%	7.5%	2.0%	-1.7%
前周涨幅	-14.1%	11.9%	-4.7%	-0.7%	-1.2%	-5.8%	-2.0%	-7.9%	-1.1%	-2.9%	3.9%	-0.9%	-0.7%	2.0%

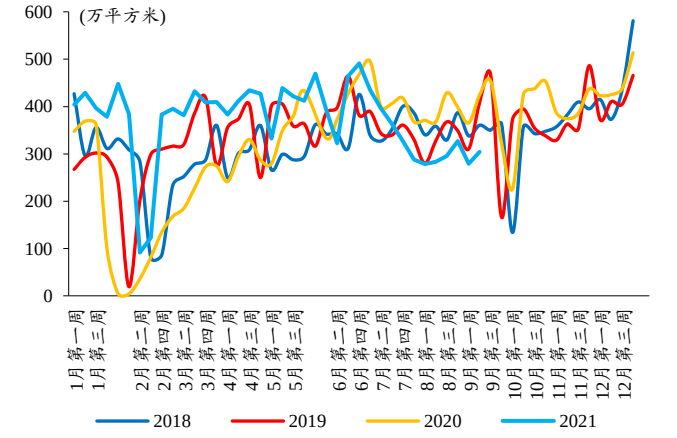
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交上涨，土地市场量价齐升

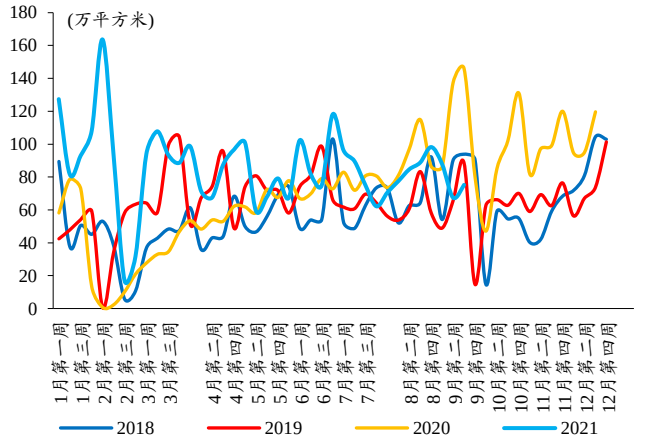
前周（9 月 12 日-9 月 19 日），30 大中城市商品房成交面积增加，一、二、三线城市成交面积均增加。前周，30 城商品房成交面积 304 万平方米。分城市来看，一线城市成交面积 75 万平方米，周环比上升 11.5%；二线城市成交面积 153 万平方米，周环比上升 1.7%；三线城市成交面积 77 万平方米，周环比上升 23.8%。

图19：30 大中城商品房成交面积上涨



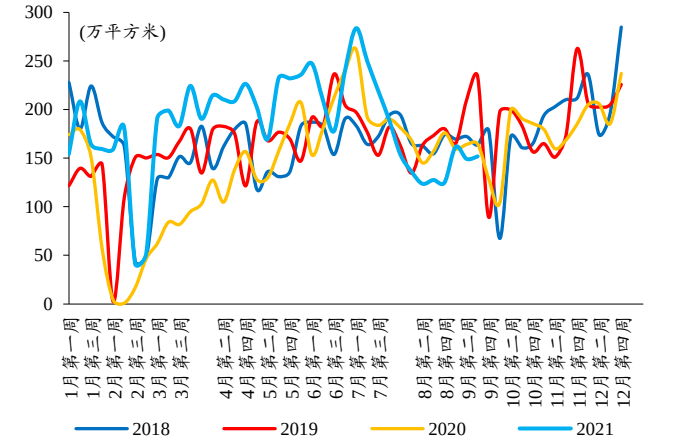
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：30 大中城商品房一线城市成交面积上涨



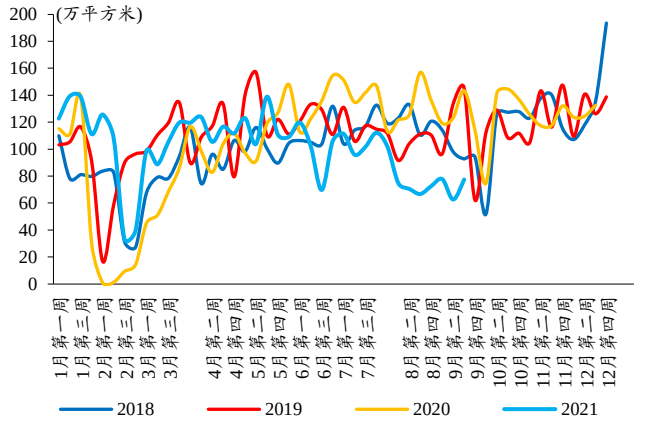
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：30 大中城商品房二线城市成交面积上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

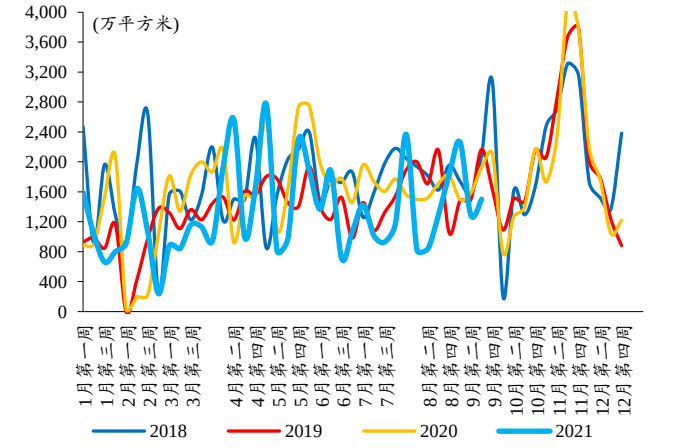
图22：30 大中城商品房三线城市成交面积上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

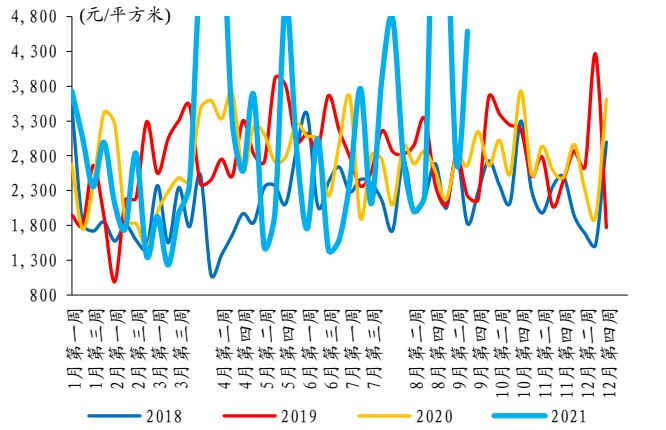
土地供应量价齐升，土地成交溢价率下降。前周（9 月 12 日-9 月 19 日），100 大中城市土地供应占地面积 1503 万平方米，周环比上涨 16.6%；土地挂牌均价 4589 元/平方米，周环比上涨 71.8%。前周，成交土地溢价率下降 4.29 个百分点。

图23：100 城供应土地占地面积上涨



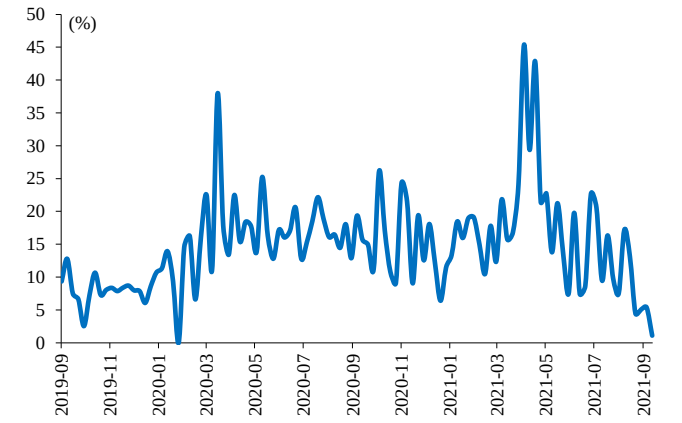
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：100 城供应土地挂牌均价上涨



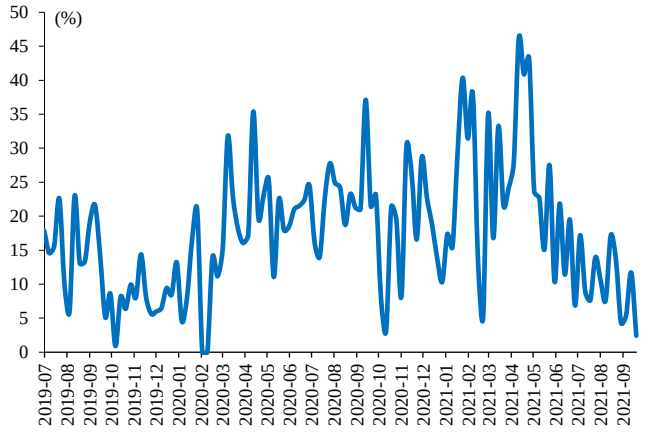
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：三线城市住宅类用地成交土地溢价率下跌

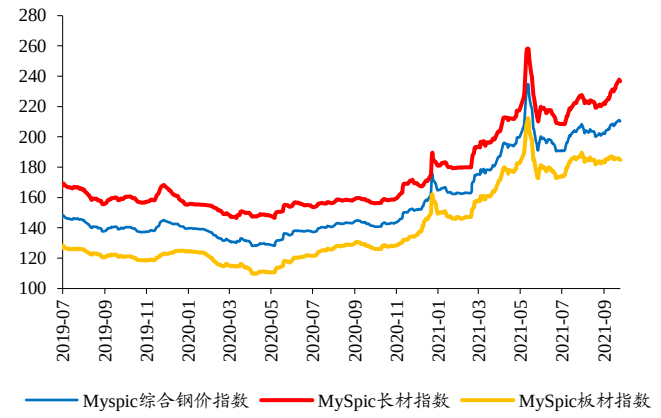


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁价格上涨，水泥价格上升、玻璃价格下跌

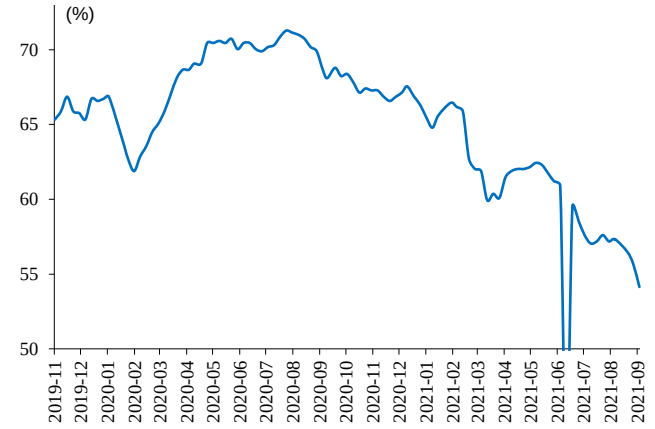
上周（9 月 22 日-9 月 24 日），钢铁价格上涨，高炉开工率下降。上周，Myspic 钢价综指收于 210.16，周环比上升 1.0%。全国高炉开工率 54.1%，周环比下降 1.5%。上周全国水泥价格指数收于 188.68，周环比上涨 8.3%；上周玻璃期货价格为 2245 元/吨，周环比下跌 4.51%。

图27：线材、长材价格指数均上涨



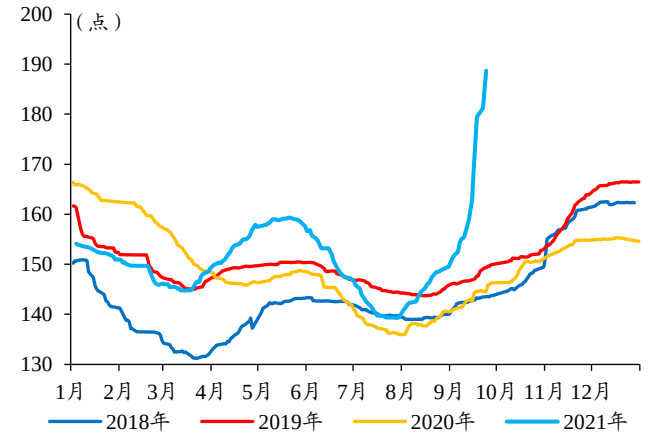
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：上周全国高炉开工率下跌



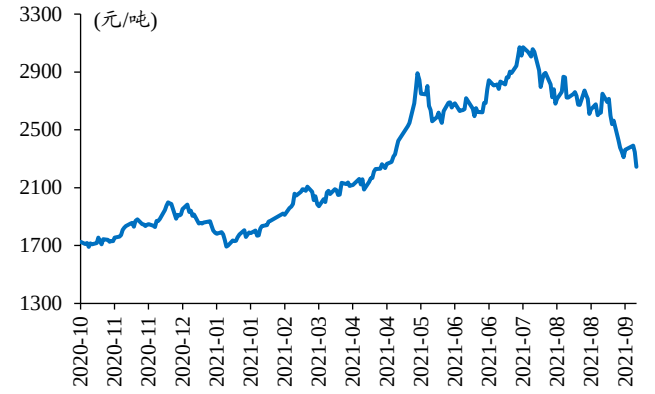
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：水泥价格指数上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

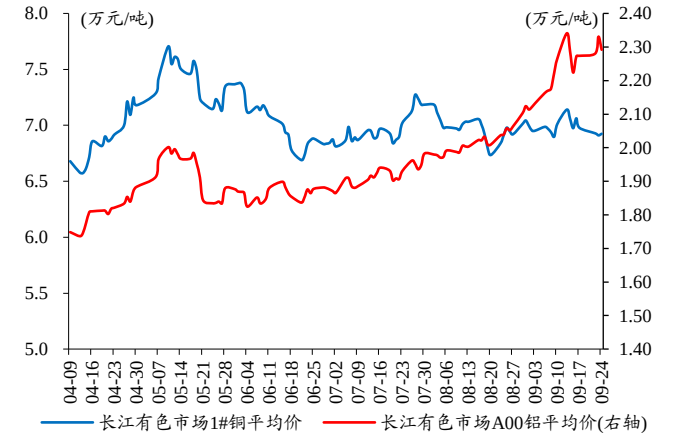
图30：玻璃期货价格回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

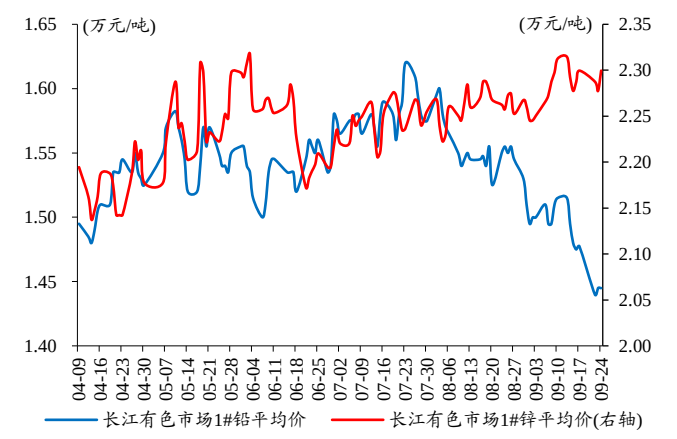
有色金属价格涨跌分化；橡胶价格走平。上周（9 月 22 日-9 月 24 日），长江有色铜、铅分别下跌 0.8%、2.2%，铝上涨 0.8%。上期所库存小计来看，铜、铅库存周环比分别下降 17.9%、0.1%，铝、锌库存周环比上升 2.6%、15.9%。上周，橡胶价格收于 12820 元/吨，环比走平。

图31：长江有色市场铜价下跌、铝价上涨



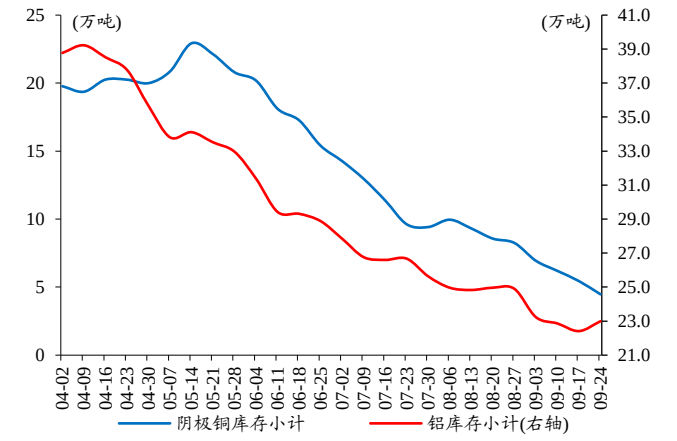
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：长江有色市场铅、锌价格走势分化



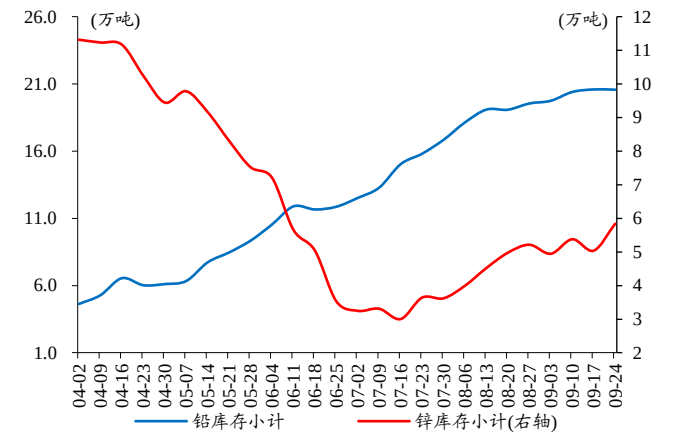
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：上期所铜库存减少、铝库存增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：上期所铅库存减少、锌库存增加

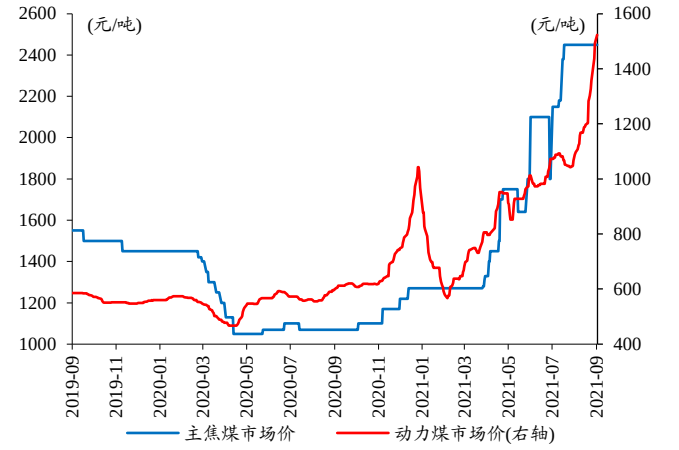


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：国际原油、动力煤价格上涨

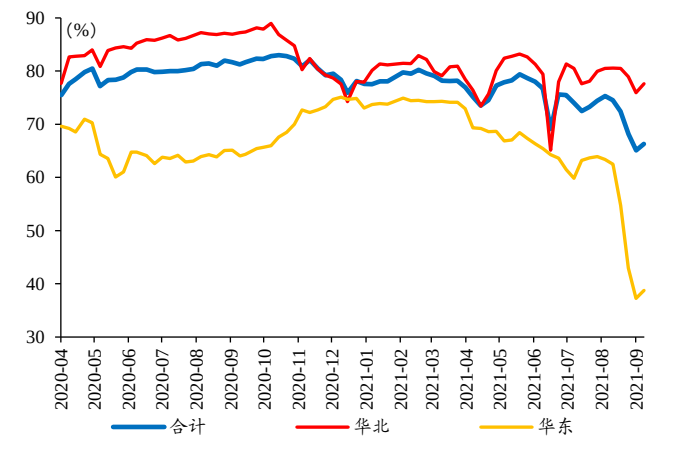
上周（9 月 22 日-9 月 24 日），焦煤价格走平、动力煤价格上涨；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率上升。上周，焦煤价格为 2450 元/吨，周环比走平；动力煤价格收于 1522.50 元/吨，环比上升 14.70%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 65.30%，较前周上升 1.2 个百分点。

图35：焦煤、动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

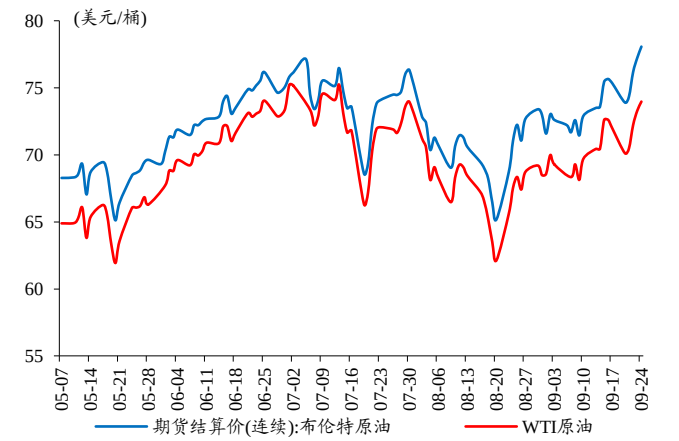
图36：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

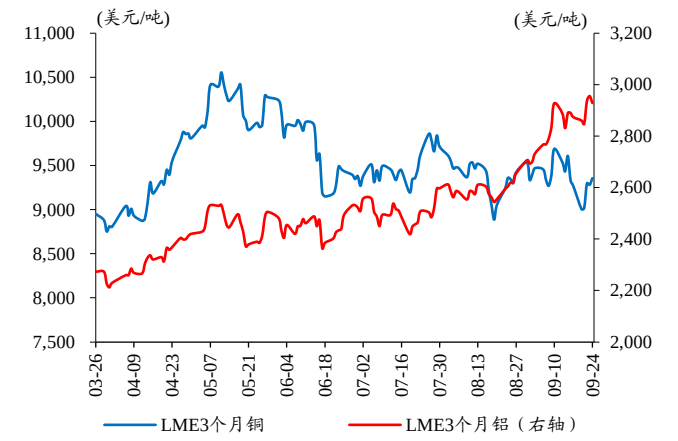
上周（9 月 22 日-9 月 24 日），国际原油价格回升，国内汽油价格下跌，柴油价格上涨，LME3 个月铜、铝、锌期货价格上涨。上周，国际原油期货结算价格回升，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别回升 3.7%、2.8%；国内汽油价格下跌 0.2%、柴油较前周上涨 0.4%。LME3 个月铜、铝、锌期货价格周环比分别上涨 0.9%、1.9%、1.5%，铅期货下跌 1.0%。

图37：国际原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：LME3 个月铜、铝价格均上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策调整等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn