

宏观周报 20230808

年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”？

2023年08月08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

《美国 VS 欧洲：悲喜并不相通？—海外宏观经济周报》

2023-08-08

《经济“放开 2.0”，这次有何不同？》

2023-08-06

■ 7月31日国家发改委在“恢复和扩大消费二十条”中明确了支持刚性和改善性住房需求的四点举措，其中除了“保交楼”外，我们觉得其余三点的增量在今年值得关注：①稳步推进老旧小区改造；②在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；③继续实施农村危房改造。“三管齐下”的地产改造计划能否使今年房地产投资实现“软着陆”？据我们测算，三项地产改造举措预计能在今年实现约 3600~6700 亿元的固定资产投资，占 2022 年房地产投资的 2.9%~5.4%（调整至可比口径），可支撑今年房地产投资同比降幅收窄 1.3~3.9 个百分点。

■ 一、老旧小区改造：预计 2023 年投资 1990 亿元，考虑到现存体量以及工程进度，明后两年的投资体量可能连续下降。

老旧小区改造最早于 2017 年在 15 个城市开展试点。2020 年《政府工作报告》明确计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，中央预算内投资安排 543 亿元，并进一步明确改造范围为 2000 年底前建成的城镇住宅小区，自此老旧小区改造进入高峰期。

如何估算今年的投资规模？住建部已经公布了今年的老旧小区改造体量：“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个、涉及居民 865 万户”。我们根据住建部曾经透露的改造投资规模（2019 年至 2022 年，全国累计新开工改造城镇老旧小区 16.7 万个，惠及居民 2900 多万户，完成投资 6600 多亿元）可估算出老旧小区每户投资约 2.3 万元，对应今年投资约 1989.5 亿元，略低于去年的约 2015 亿元。

未来两年的规模可能有限。2021 年 3 月经济日报刊文称老旧小区现存规模约为 22 万个，结合国办 2020 年发布的指导意见：“到‘十四五’期末力争基本完成城镇老旧小区改造任务”，意味着 2024 及 2025 年剩余的未改造老旧小区规模可能不到 7 万个、1200 万户，对应年均投资降至不足 1400 亿元。还需注意的是，拆除重建的老旧小区会纳入房地产开发投资统计范畴，而只涉及改造的老旧小区将仅统计入固定资产投资范畴（参考八、投资及房地产统计（19）- 国家统计局（stats.gov.cn））。

■ 二：城中村改造：总投资规模或接近 1.5 万亿元；靠前发力的情境下（三年内完成，对应每年投资额 = 总投资额 14240 亿元 ÷ 3），2023 年投资 4746 亿元。

7月28日召开的“超大特大城市城中村改造工作会议”中提到：以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题。由此可见城中村改造的整体细节规划仍在研究，不过部分城市（如上海、深圳、广州、青岛）已经公布了今年大致的城中村改造规模，其中城中村数量与投资金额都相差较多，以统一标准估算可能误差较大。

那么如何估算城中村改造投资规模？计算方法上，投资规模=涉及目标人口×人均住房面积×建安投资；并在计算中假设每户人数相同、部分缺失数据的城市指标用省份代替。

1.首先确定超大特大城市的名单及涉及人口，我们根据国家统计局 2021 年划分的 21 个超大特大城市作为标准，参考广州市城市更新专项规划中的表述“改造涉及区域以中心城区内城中村为主”，我们选取各城市城区人口乘以各城市自建住房比例当作城中村改造所囊括的目标居民人口，总计约 2.1 亿人。

2.将各城市目标人口乘以各城市人均住房面积得到城中村改造可能的住宅面积。

3.将各城市涉及的住宅面积乘以各城市住宅建安工程投资金额，得到城

中村改造的总规模超过 1.4 万亿元，其中深圳、广州规模居前，各接近 2000 亿元。

我们通过已公布改造计划的城市的数据验证估算方法的合理性。今年 4 月上海市政府公布该市城中村现有规模点位 700 余个，涉及 11 万户。根据上海 2021 年 568 万的城镇户数，可算出城中村改造比例约为 1.94%，接近上海自建房屋 2.0% 的比例，可见估算方法比较合理。

改造的时间跨度多大？目前全国层面尚无统一的时间规划，城市层面公布时间跨度不一：青岛推动旧城旧村改造“三年攻坚”行动，今年计划完成投资 175 亿元（约为我们估算青岛总投资规模的三分之一）；合肥要求城中村改造三年内基本完成；而上海则明确“城中村”改造项目到 2032 年底全面完成，跨度长达十年。我们以三年与十年作为城中村改造推进的“靠前发力”与“稳步推进”前景，对应每年投资额可达 1582 亿元~4746 亿元，高于老旧小区改造的投资规模。

■ **三、农村危房改造：总投资规模可能为百亿级，或不被统计在固定资产投资项中。**

农村危房改造作为中央脱贫攻坚顶层设计中的具体落实项目，2018-2020 年的推行力度与规模较大，随着 2021 年“全面小康”目标的实现，农村危房改造可能进入收尾期，投资规模局限性较大。

各省市公布的规划中明确农村危房改造资金以农户自筹为主、政府补助为辅。根据地方公共财政支出数据，我们假设农村危房改造的政府财政支持比例不少于老旧小区改造（约 50%），则意味着近年农村危房改造涉及的投资规模或仅为百亿规模。另外，根据全社会固定资产投资的统计定义，农村危房改造投资额被纳入农村住户固定资产投资项的可能性更大，并不涉及房地产投资项目。

■ **上周为政策密集部署期，地产、消费、民企均有重磅政策出台落地。**高频数据方面，居民消费偏稳，7 月汽车销量同比小幅下降，暑期观影热度不减，居民出行意愿边际回落，地产销售仍低迷。生产端建筑业、汽车开工偏弱。食品价格月初略降，但猪肉回升明显；工业品价格涨跌互现，其中国际油价续涨。

■ **风险提示：**政策推进不及预期；地产改造进度不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

内容目录

1. 年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”?	5
2. 周度高频跟踪	9
3. 风险提示	21

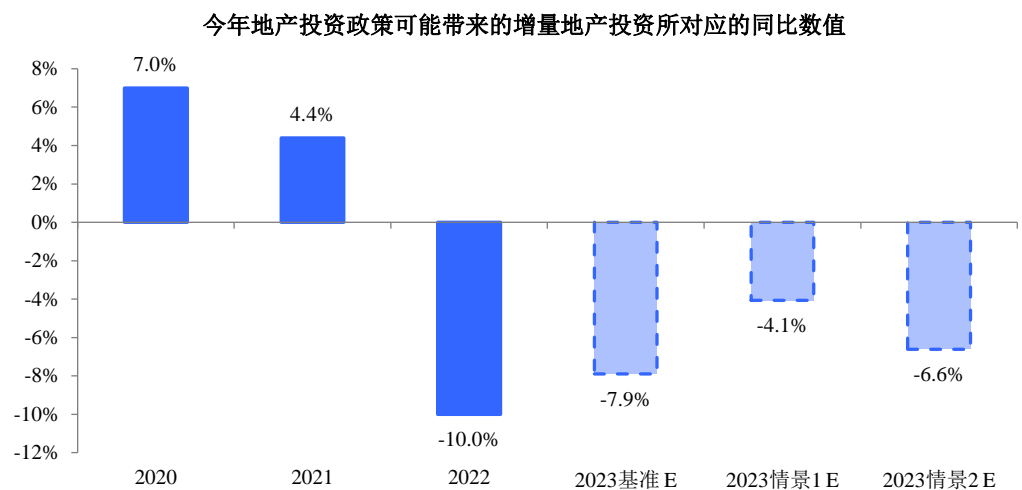
图表目录

图 1: 地产政策落地对房地产投资影响的测算.....	5
图 2: 老旧小区改造投资规模.....	6
图 3: 超大特大城市城中村改造投资规模估算.....	7
图 4: 今年已公布城中村改造计划的城市的有关表述.....	8
图 5: 农村危房改造与老旧小区改造的政府财政补助规模差距较大.....	9
图 6: 近一周(7.31-8.6)国务院领导活动轨迹一览.....	10
图 7: 汽车零售 7 月稳健.....	11
图 8: 暑期电影票房同比高增.....	11
图 9: 地铁客运量保持近 5 年高位.....	12
图 10: 地面交通拥堵度季节性下滑.....	12
图 11: 国内航班执飞班次持续下降.....	12
图 12: 国际航班执飞班次略有下滑.....	12
图 13: 整车货运流量保持良好态势.....	13
图 14: 三线城市引领的新房销售仍难掩下降趋势.....	14
图 15: 二手房销售明显减少.....	15
图 16: 土地成交面积波动下降.....	15
图 17: 土地溢价率小幅攀升.....	15
图 18: 高炉开工率打破前两周下降态势, 呈上升走势.....	16
图 19: 沿海七省电厂负荷率下滑态势明显.....	16
图 20: 铁路货运量转为下行.....	16
图 21: 煤炭吞吐量下滑明显.....	16
图 22: 粗钢生产节奏下降.....	17
图 23: 螺纹钢去库速度放缓.....	17
图 24: 沥青开工率呈上升趋势.....	17
图 25: 但磨机运转率下降明显.....	17
图 26: 原本加快的沥青去库速度又放缓了.....	18
图 27: 水泥产能利用率下降.....	18
图 28: 汽车钢胎生产节奏放缓.....	18
图 29: PTA 开工率先下降后上升.....	18
图 30: 猪价显著回升.....	19
图 31: 农产品价格月初企稳.....	19
图 32: 黑色系工业品月初转降.....	19
图 33: 螺纹钢补库, 表需回落.....	19
图 34: 降雨增多, 煤炭发电需求转弱.....	20
图 35: 国际油价持续上涨.....	20
图 36: 一周广谱利率变动.....	20
图 37: 票据利率月初回升.....	21
图 38: 央行月初流动性投放缩量续作.....	21
图 39: 质押式回购成交量月初回升.....	21
图 40: 债市杠杆率维持高位.....	21

1. 年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”？

7月31日国家发改委在“恢复和扩大消费二十条”中明确了支持刚性和改善性住房需求的四点举措，其中除了“保交楼”外，我们觉得其余三点的增量在今年值得关注：①稳步推进老旧小区改造；②在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；③继续实施农村危房改造。“三管齐下”的地产改造计划能否使今年房地产投资实现“软着陆”？据我们估算，三项地产改造举措预计能在今年实现约3600~6700亿元的固定资产投资，占2022年房地产投资的2.9%~5.4%（调整至可比口径），可支撑今年房地产投资同比降幅收窄1.3~3.9个百分点。

图1：地产政策落地对房地产投资影响的测算



注：浅色虚线柱为估算值，“2023基准E”为无政策刺激的基准情况，“2023情景1E”为估算投资最大值情况，“2023情景2E”为估算投资最小值情况；假定老旧小区改造投资额均被纳入房地产开发投资范畴。

数据来源：Wind，住建部，中国政府网，东吴证券研究所

一、老旧小区改造：预计2023年投资1990亿元，考虑到现存体量以及工程进度，明后两年的投资体量可能连续下降。

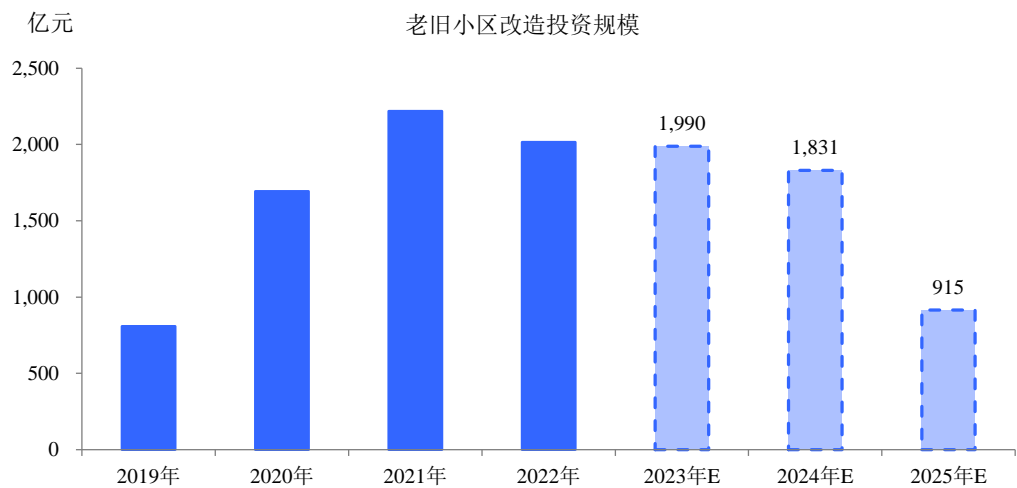
老旧小区改造最早于2017年在15个城市开展试点。2020年《政府工作报告》明确计划改造城镇老旧小区3.9万个，中央预算内投资安排543亿元，并进一步明确改造范围为2000年底前建成的城镇住宅小区，自此老旧小区改造进入高峰期。

如何估算今年的投资规模？住建部已经公布了今年的老旧小区改造体量：“新开工改造城镇老旧小区5.3万个、涉及居民865万户”。我们根据住建部曾经透露的改造投资

规模(2019年至2022年,全国累计新开工改造城镇老旧小区16.7万个,惠及居民2900多万户,完成投资6600多亿元)可测算出老旧小区每户投资约2.3万元,对应今年投资约1989.5亿元,略低于去年的约2015亿元。

未来两年的规模可能有限。2021年3月经济日报刊文称老旧小区现存规模约为22万个,结合国办2020年发布的指导意见:“到‘十四五’期末力争基本完成城镇老旧小区改造任务”,意味着2024及2025年剩余的未改造老旧小区规模可能不到7万个、1200万户,对应年均投资降至不足1400亿元。还需注意的是,拆除重建的老旧小区会纳入房地产开发投资统计范畴,而只涉及改造的老旧小区将仅统计入固定资产投资范畴(参考八、投资及房地产统计(19) - 国家统计局(stats.gov.cn))。

图2: 老旧小区改造投资规模



注: 浅色虚线柱为估算值; 假设工程靠前发力, 2024、2025年改造规模按照2:1划分。

数据来源: Wind, 住建部, 中国政府网, 东吴证券研究所

二: 城中村改造: 总投资规模或接近1.5万亿元; 靠前发力的情境下(三年内完成, 对应每年投资额 = 总投资额 14240 亿元 ÷ 3), 2023年投资 4746 亿元。

7月28日召开的“超大特大城市城中村改造工作会议”中提到: 以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题。由此可见城中村改造的整体细节规划仍在研究, 不过部分城市(如上海、深圳、广州、青岛)已经公布了今年大致的城中村改造规模, 其中城中村数量与投资金额都相差较多, 以统一标准估算可能误差较大。

那么如何估算城中村改造投资规模? 计算方法上, 投资规模 = 涉及目标人口 × 人均住房面积 × 建安投资; 并在计算中假设每户人数相同、部分缺失数据的城市指标用省份

代替。

1.首先确定超大特大城市的名单及涉及人口，我们根据国家统计局 2021 年划分的 21 个超大特大城市作为标准，参考广州市城市更新专项规划中的表述“改造涉及区域以中心城区内城中村为主”，我们选取各城市城区人口乘以各城市自建住房比例当作城中村改造所囊括的目标居民人口，总计约 2.1 亿人。

2.将各城市目标人口乘以各城市人均住房面积得到城中村改造可能的住宅面积。

3.将各城市涉及的住宅面积乘以各城市住宅建安工程投资金额，得到城中村改造的总规模超过 1.4 万亿元，其中深圳、广州规模居前，各接近 2000 亿元。

图3: 超大特大城市城中村改造投资规模估算

超大特大城市城中村改造投资规模					
	城区人口 (百万人)	自建房比例	人均住房建筑面积 (平方米/人)	建安费用 (元/平方米)	预估投资额 (亿元)
上海	19.9	2.0%	37.3	3119	463.7
北京	17.8	2.7%	33.4	2015	327.9
深圳	17.4	11.1%	29.6	3480	1996.3
重庆	16.3	4.0%	39.7	1500	384.5
广州	14.9	11.1%	34.6	3180	1820.5
成都	13.3	5.9%	35.3	1646	460.0
天津	10.9	2.3%	35.0	2626	233.1
武汉	10.0	13.9%	41.2	1180	672.7
东莞	9.6	11.1%	29.6	3412	1072.9
南京	9.3	11.2%	40.5	1754	739.4
西安	9.3	9.0%	39.7	2593	857.7
杭州	8.7	13.8%	39.3	1990	945.6
佛山	8.5	11.1%	38.8	1884	694.5
沈阳	7.1	4.1%	33.8	1500	147.8
青岛	6.0	13.7%	33.4	1905	525.1
济南	5.9	13.7%	39.3	1905	604.5
长沙	5.6	18.0%	41.8	1960	818.6
哈尔滨	5.5	2.1%	35.5	1314	53.1
郑州	5.3	17.6%	41.8	1524	597.5
昆明	5.3	16.2%	47.4	1767	726.6
大连	5.2	4.1%	30.4	1500	97.9
总计	211.8				14239.9

注：预估投资额=城区人口×自建房比例×人均住房建筑面积×建安费用；部分城市的缺失数据由所在省份数据代替；在此估算中假设各城市每户人数相同；以自建房比例代指城中村人口占城区人口的比例。

数据来源：国家统计局，住建部，Wind，东吴证券研究所

我们通过已公布改造计划的城市的的数据验证估算方法的合理性。今年 4 月上海市政

府公布该市城中村现有规模点位 700 余个，涉及 11 万户。根据上海 2021 年 568 万的城镇户数，可算出城中村改造比例约为 1.94%，接近上海自建房屋 2.0% 的比例，可见估算方法比较合理。

改造的时间跨度多大？ 目前全国层面尚无统一的时间规划，城市层面公布时间跨度不一：青岛推动旧城旧村改造“三年攻坚”行动，今年计划完成投资 175 亿元（约为我们估算青岛总投资规模的三分之一）；而上海则明确“城中村”改造项目到 2032 年底全面完成，跨度长达十年。我们以三年与十年作为城中村改造推进的“靠前发力”与“稳步推进”前景，对应每年投资额可达 1582 亿元~4746 亿元，高于老旧小区改造的投资规模。

图4：今年已公布城中村改造计划的城市的有关表述

	有关投资额的表述	现规模/改造方式	2023年改造目标
上海	已批准的62个“城中村”项目中，已有2.7万多户村民改善了住房条件 (2014-)截至2022年底，已批“城中村”改造项目利用社会资金进行改造的项目共54个，总投资约5500多亿，已投入2500多亿 到2032年底，“城中村”改造项目全面完成	点位近700余个，涉及11万户左右	2023年：新启动“城中村”改造项目10个，改造老旧村（居）民房屋不少于130万平方米，受益村（居）民不少于4000户
深圳	规划期内完成城市更新和土地整备固定资产投资总额不少于1万亿元（含各类城市更新以及土地整备项目）	城中村建成区面积约300平方公里；综合整治分区划定的对象总用地规模约99平方公里	2023年：4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目
广州		类城市化地区为设施配套不足、安全隐患较大的区域，以中心城区内城中村为主	2023年：计划推进的127个城中村改造项目，预计完成固定资产投资983亿元，占全年城市更新固定资产投资目标的49%
合肥			2023年合肥市将确保全市现有104个 城中村改造三年内基本完成 ，共约涉及2.8万户、9万人
青岛	2022年新启动改造35个城中村（超原计划6个），同步推进58个续建项目，已完工25个项目，其中13个项目、1.2万户居民顺利回迁，共完成投资234.6亿元	城中村采取拆除重建为主、改造提升为辅的更新方式。	2023年计划推进城中村改造项目85个，计划完成投资175亿元，其中：新启动项目19个，计划年度完成投资31亿元，惠及居民1.46万户；续建项目66个，计划年度完成投资144亿元。

数据来源：各地方政府网站，住建部，东吴证券研究所

三、农村危房改造：总投资规模可能为百亿级，或不被统计在固定资产投资项中。

农村危房改造作为中央脱贫攻坚顶层设计中的具体落实项目，2018-2020 年的推行力度与规模较大，随着 2021 年“全面小康”目标的实现，农村危房改造可能进入收尾期，投资规模局限性较大。

各省市公布的规划中明确农村危房改造资金以农户自筹为主、政府补助为辅。根据地方公共财政支出数据，我们假设农村危房改造的政府财政支持比例不少于老旧小区改造（约 50%），则意味着近年农村危房改造涉及的投资规模或仅为百亿规模。另外，根

据全社会固定资产投资统计定义，农村危房改造投资额被纳入农村住户固定资产投资的可能性更大，基本不涉及房地产投资项目。

图5：农村危房改造与老旧小区改造的政府财政补助规模差距较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 周度高频跟踪

上周为政策密集部署期，地产、消费、民企均有重磅政策出台落地。高频数据方面，居民消费偏稳，7月汽车销量同比小幅下降，暑期观影热度不减，居民出行意愿边际回落，地产销售仍低迷。生产端建筑业、汽车开工偏弱。食品价格月初略降，但猪肉回升明显；工业品价格涨跌互现，其中国际油价续涨。

上周关键词：推动经济回升、民营经济、“一带一路”。上周的一大亮点是李强总理在国常会上提出了一系列推动经济持续回升向好的举措，并要求后续阶段性政策符合企业期待；发改委等部门也在新闻发布会上表示将实施促进民营经济发展的若干举措。另一大亮点是总理会见格鲁吉亚总理加里巴什维利时强调“一带一路”的重要性，副总理何立峰在出席中巴经济走廊启动十周年庆祝活动时也提及了这一议题。

图6: 近一周(7.31-8.6)国务院领导活动轨迹一览

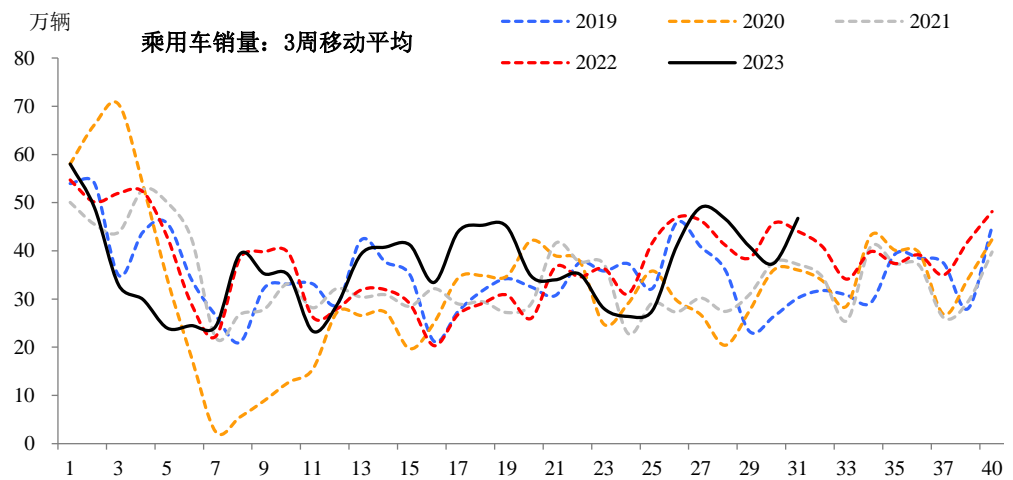
时间	活动形式	部门(及相关领导)	活动地点	调研对象/活动内容	内容
2023/8/1	指导	国务院副总理张国清	北京	指导防汛抢险救灾工作	全力做好抢险救援应急处置, 把救人放在第一位 , 尽快恢复正常生产生活秩序。
2023/8/1	会议	国家发展改革委体制改革综合司司长王善成	/	促进民营经济发展近期若干举措专题新闻发布会	促进公平准入, 核查招标投标过程中是否存在违法违规情形, 畅通经营主体退出渠道, 分批次、分阶段推出有针对性的优化营商环境政策 。
2023/7/31	庆祝活动	国务院副总理何立峰	伊斯兰堡	中巴经济走廊启动十周年庆祝活动	十年来, 走廊开创了共建“一带一路”的成功实践 , 未来要努力打造中巴经济走廊建设“升级版”。
2023/7/31	会见	国务院总理李强	北京	格鲁吉亚总理加里巴什维利	双方要以共建“一带一路”为主线 , 充分释放中格自贸协定红利, 推动构建人类命运共同体。
2023/7/31	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	固本培元, 推动经济持续回升向好 。加强逆周期调节和政策储备研究, 激发民间投资活力, 壮大战略性新兴产业, 调整优化房地产政策, 做好就业工作。 落实有关到期阶段性政策的后续安排 , 契合企业期待。 按照全球最高安全要求建设核电机组 。

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, 7月全月汽车零售同比转负。7月末周乘联会口径汽车零售销量同比录得-16%, 拖累全月同比转负至-5% (近三周平均数据仍偏强)。政策刺激保持较强, 价格仍处与让利最高时期, 消费者观望情绪较少, 疫情后的首个暑假出行需求是支撑居民购车主要因素。7月社零汽车项预计因降价促销而同比为负。

进入8月后电影票房季节性上涨, 而今年8月初电影票房尚未见此趋势, 同比读数大幅回落, 需观察近期暑期观影热度能否因暑期高峰同步抬升。

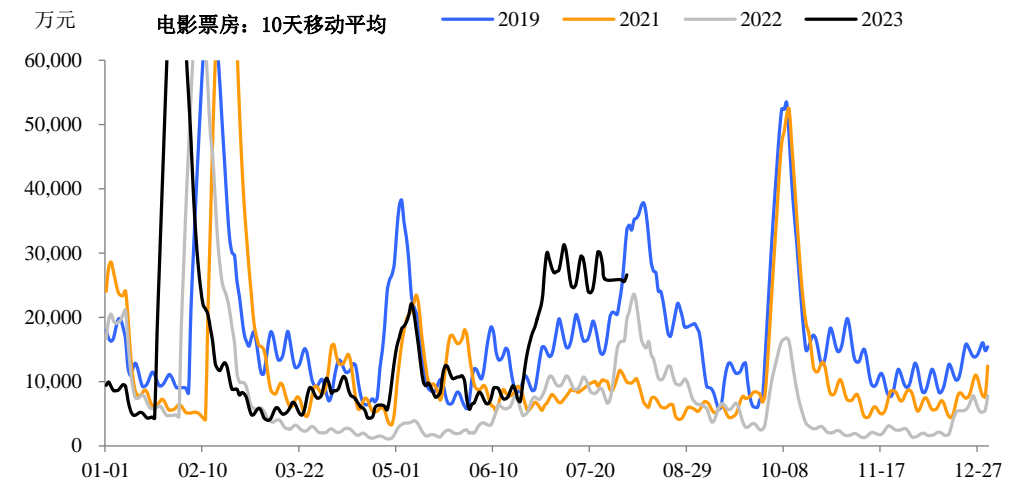
图7：汽车零售 7 月稳健



注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

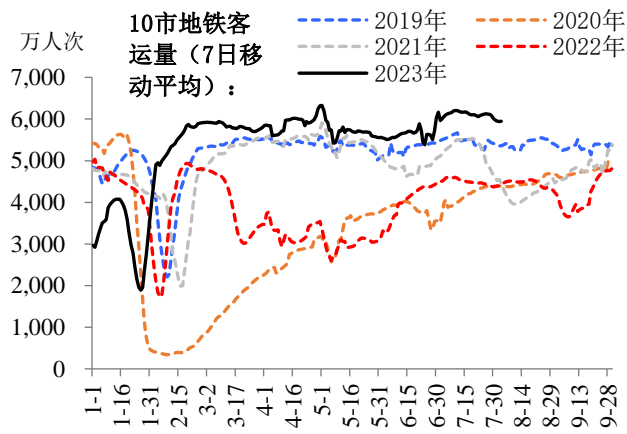
图8：暑期电影票房同比高增



数据来源：Wind，东吴证券研究所

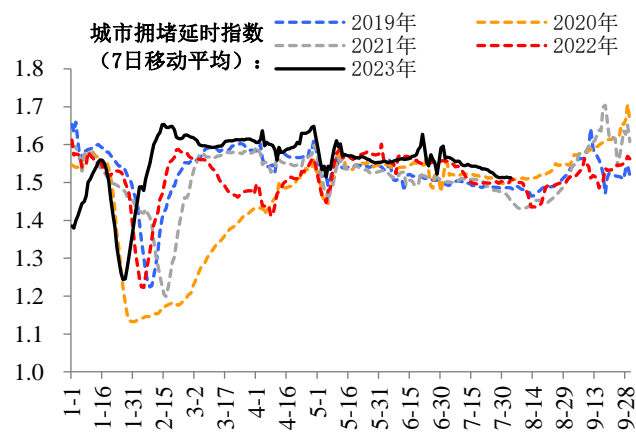
出行：客运与货运均表现不佳。上周轨道与地面交通人流量超过历史同期水平，但受到夏季多地强降雨的影响，市民出行意愿有所减少，10 市地铁客运量周度环比下降 2.8%，30 省会拥堵延时指数周度环比小幅下降 0.6%。不过整体来看轨道交通和地面交通人流量仍处于近 5 年来最高位。

图9：地铁客运量保持近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

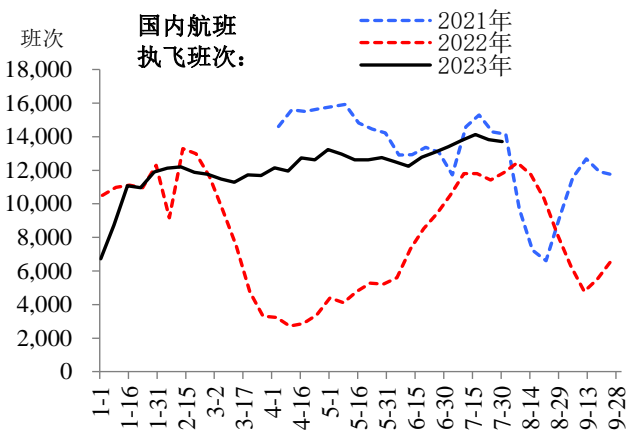
图10：地面交通拥堵度季节性下滑



数据来源：iFind，东吴证券研究所

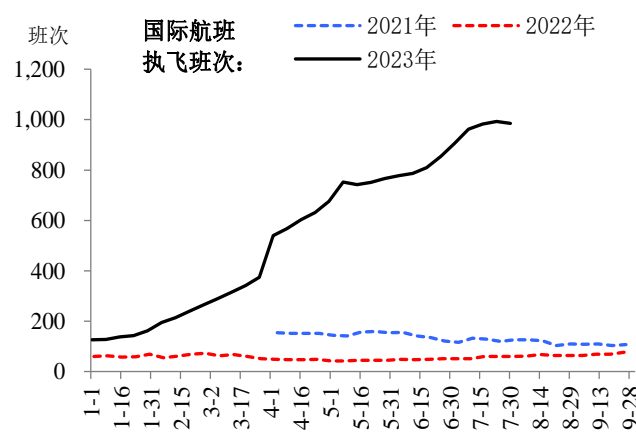
国内航班与国际航班执飞班次均小幅减少。最新数据显示国内外航班执飞班次均出现缓慢下降，我们认为执飞班次下滑的背后有台风和暴雨的一定影响。不过整体来看，目前居民出境旅游意愿仍处于高位，国际航班执飞班次已远超过前两年同期水平。

图11：国内航班执飞班次持续下降



数据来源：iFind，东吴证券研究所

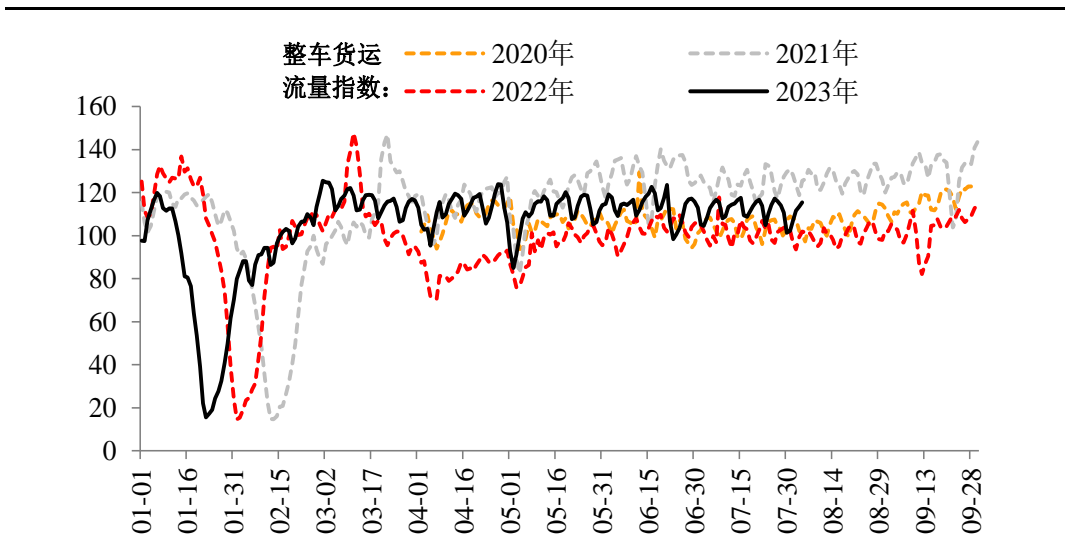
图12：国际航班执飞班次略有下滑



数据来源：iFind，东吴证券研究所

货运方面，环比来看，上周整车货运流量指数下降3.6%；同比来看，货运流量稳定在近4年的同期平均水平。货运整体继续保持良好态势，工业产需两端下行压力有望得以缓解，不过距离完全恢复仍有距离。

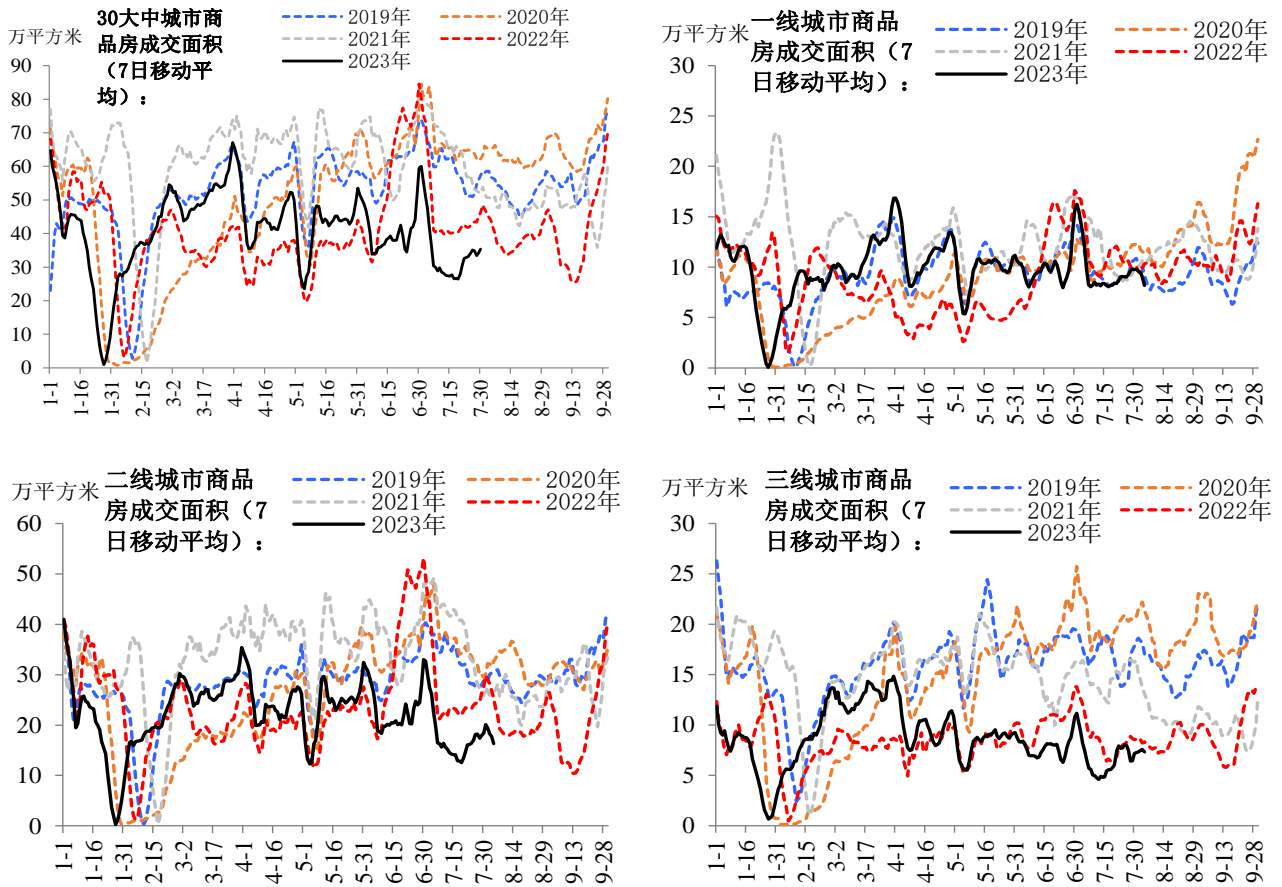
图13: 整车货运流量保持良好态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房、二手房市场活跃度普遍下滑, 土地销售低迷。上周新房销售呈波动下降, 且仍处于近五年以来的最低同期水平。不过相比于一二线城市新房销售面积的周度环比下滑, 三线城市新房销售情况更加“亮眼”——在低基数下周度环比上升 14.1%。

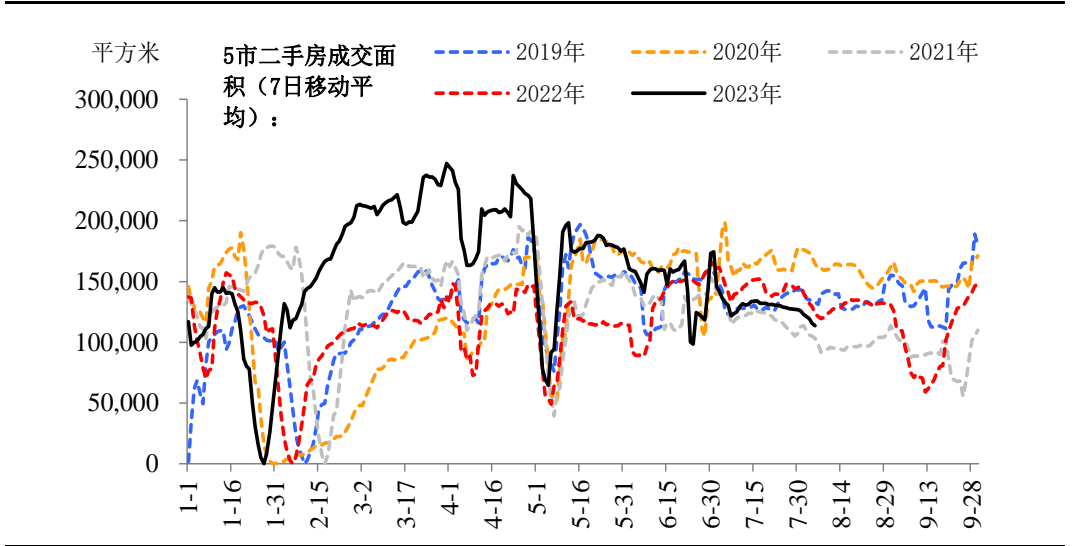
图14：三线城市引领的新房销售仍难掩下降趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

同时上周二手房销售也比较低迷，5市二手房成交面积周度环比下降10.6%，不过与历史同期相比表现略好于商品房。

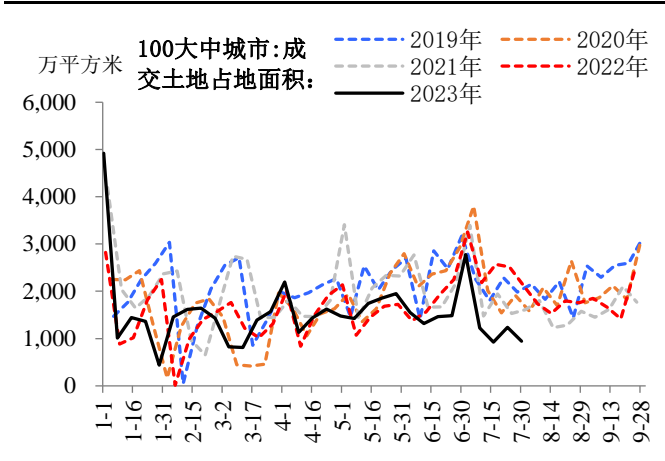
图15: 二手房销售明显减少



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

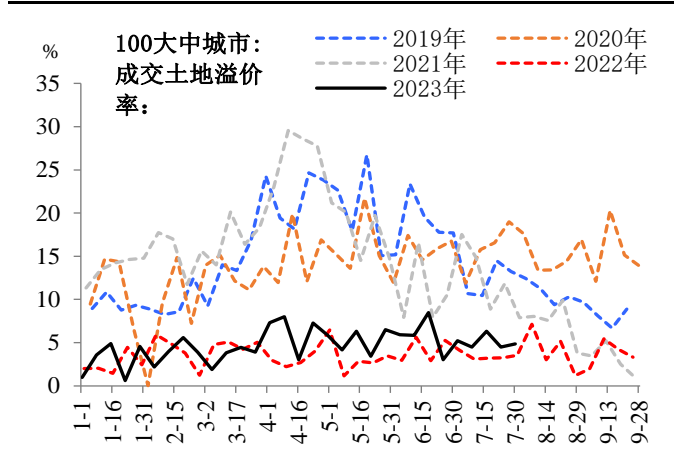
上周土地成交面积仍处于近五年低位, 环比来看, 受限于需求恢复的不足以及供应力度的减弱, 楼市成交复苏暂不稳固, 100大中城市成交土地占地面积较前值减少了23.6%。土地溢价率则小幅增加了0.4pct, 但依然未达历史同期平均水平。

图16: 土地成交面积波动下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 土地溢价率小幅攀升

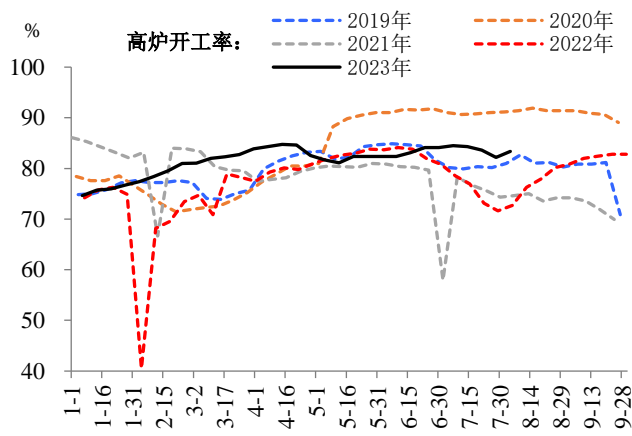


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

生产: 高温热浪、台风“扎堆”、汛情挑战下, 工业生产放缓“难逃”。上周高炉开工率打破前两周的小幅下降态势, 周度环比上升1.2pct。不过受近期高温、台风、汛情

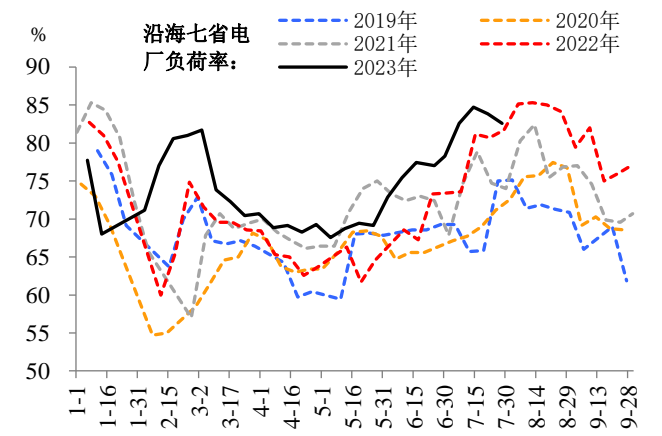
等自然灾害的影响，近期沿海七省电厂负荷率下滑态势明显、铁路货运量也转为下行。此外，由于近期台风和洪涝灾害影响，以及主产地煤矿安全事故频繁、安全检查次数增多，部分煤矿出现限产或停产现象，导致煤炭供应边际收紧，最新数据显示煤炭吞吐量下滑明显，其周度环比增速为-5.8%。整体来看，工业生产节奏有所放缓。

图18: 高炉开工率打破前两周下降态势，呈上升走势



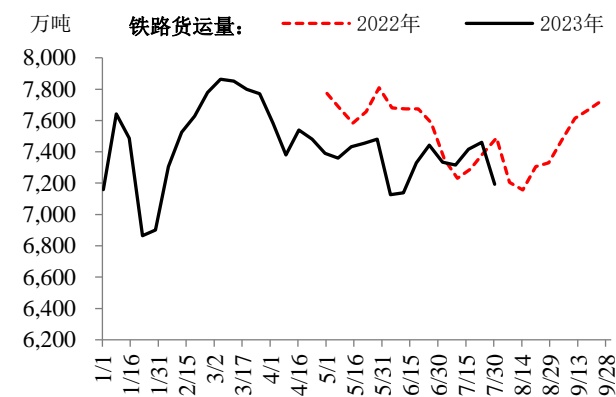
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 沿海七省电厂负荷率下滑态势明显



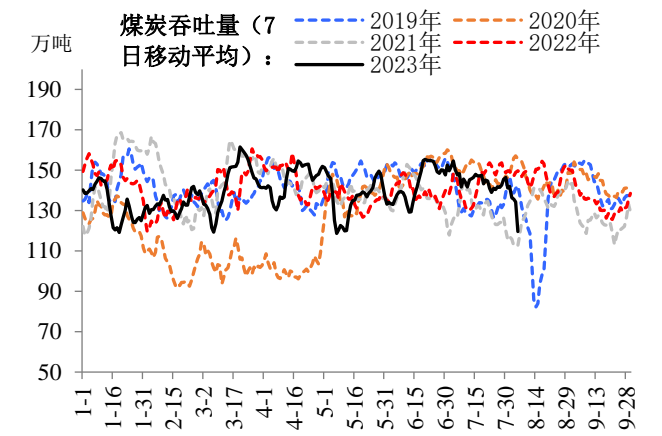
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 铁路货运量转为下行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图21: 煤炭吞吐量下滑明显

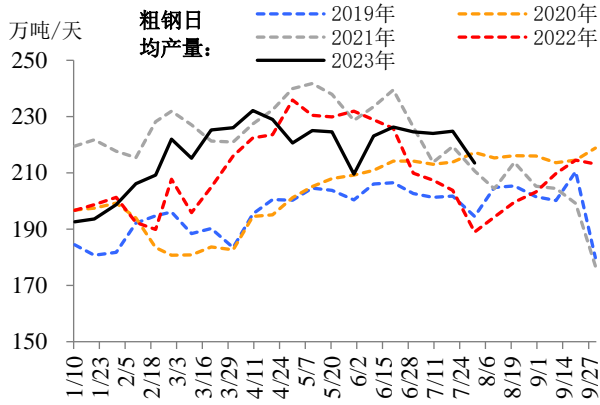


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分行业来看，建筑业生产节奏有所放缓。由于近期政策端粗钢平控预期较强，叠加近期各地高温及暴雨影响，粗钢生产节奏下降，粗钢产量周度环比下降4.9%，同时螺纹钢去库速度也有所放缓，库存周度环比上升1.9%。沥青（更偏向交通基建）和水泥生产均呈现出放缓态势：沥青方面，虽然本周沥青开工率环比增速录得4.3pct，但原本加快的沥青去库速度却又放缓了；同时磨机运转率也出现了比较明显的下滑，最新数据显示其周度环比增速录得-0.6pct。水泥方面，水泥发运率有所回落、水泥产能利用率也在下

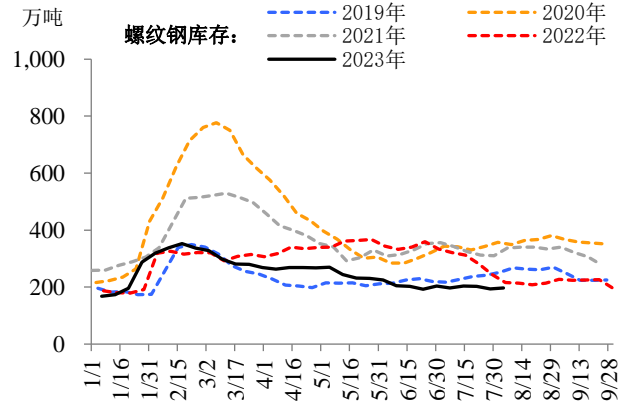
降。

图22: 粗钢生产节奏下降



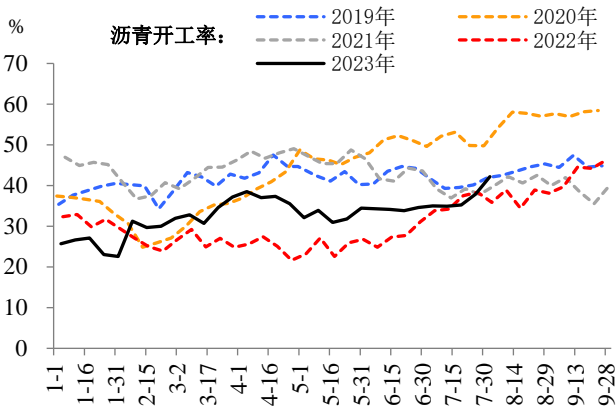
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 螺纹钢去库速度放缓



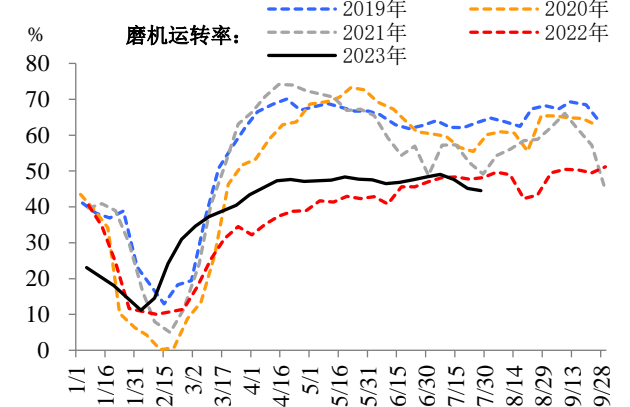
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 沥青开工率呈上升趋势



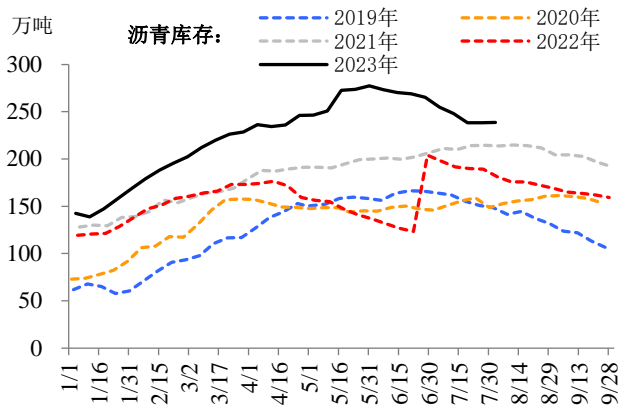
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 但磨机运转率下降明显



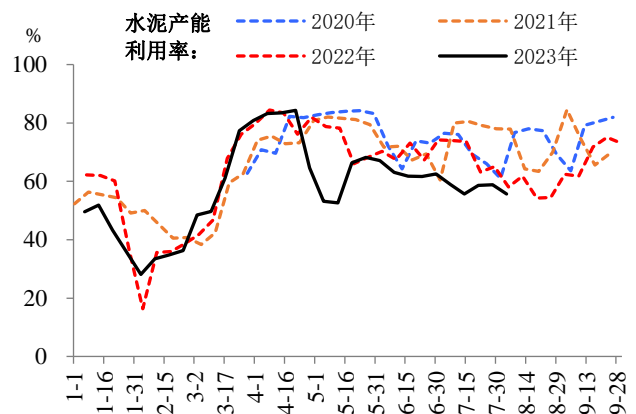
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 原本加快的沥青去库速度又放缓了



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

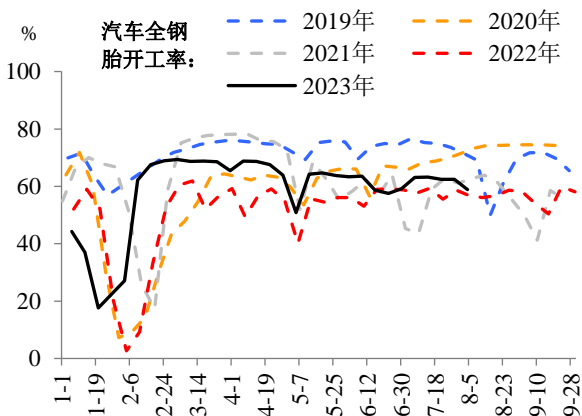
图27: 水泥产能利用率下降



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

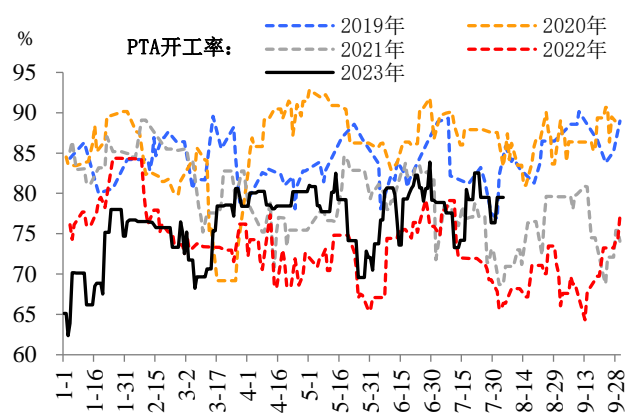
汽车业生产速度放缓。近期车市终端需求仍处弱复苏阶段，从而导致需求对供应的支撑较为乏力，上周全钢胎开工率环比下降 3.5pct。**纺织业生产稳中放缓**，上周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 78.2%、91.1%，与前值基本持平。夏季高温季纺服消费处于传统淡季，纺服生产的复苏“困难重重”。整体来看，纺织业开工情况仍待进一步好转。

图28: 汽车钢胎生产节奏放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: PTA 开工率先下降后上升

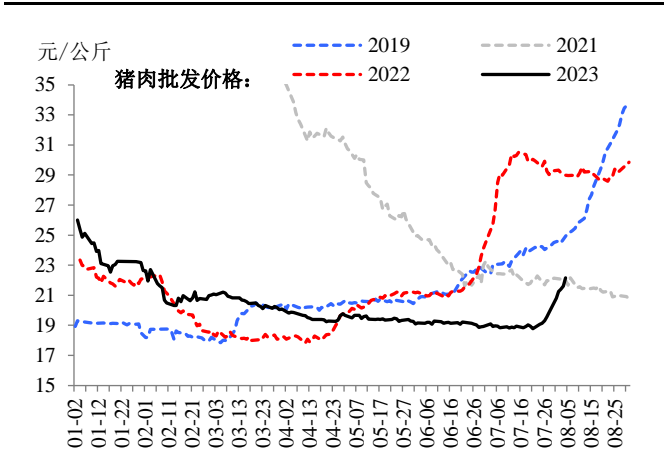


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

通胀: 猪价持续回升。上周月初农产品价格周环比转涨 0.1%，有低位企稳迹象。猪价延续 7 月末以来回升趋势，上周周环比上涨 10.6%，触及今年春节以来的新高。鲜菜、鲜果价格上周分别下跌 0.5%、1.9%，同比仍为正值。在食品项拖累以及其他部分分项季

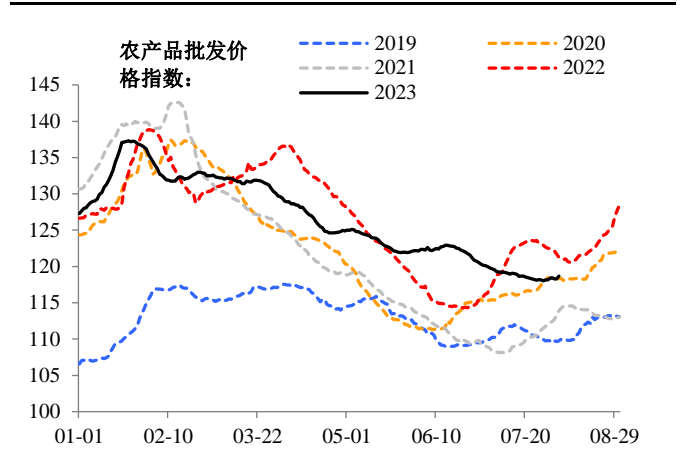
节性价格走弱的背景下，7月CPI环比可能小幅下跌，同比或转负至-0.5%。

图30: 猪价显著回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 农产品价格月初企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

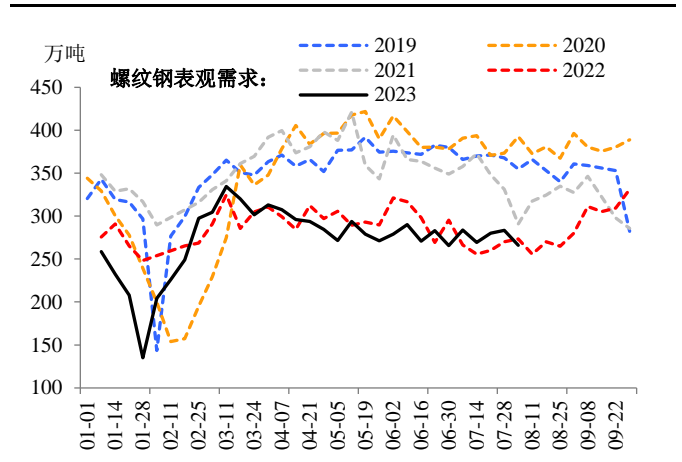
工业品价格涨跌互现。国内方面，地产政策表态频出，定调积极，上周南华玻璃指数周环比上升6.2%，而螺纹钢、铁矿石价格本周分别下跌1.2%、2.7%，或与“平控”政策扰动有关。海外方面，美债评级遭下调，市场避险情绪上升；叠加周五非农数据继续回落，美元走软；美国原油库存近期处于低位；在此背景下布油价格回升至86美元/桶上方，周环比涨幅2.6%。

图32: 黑色系工业品月初转降



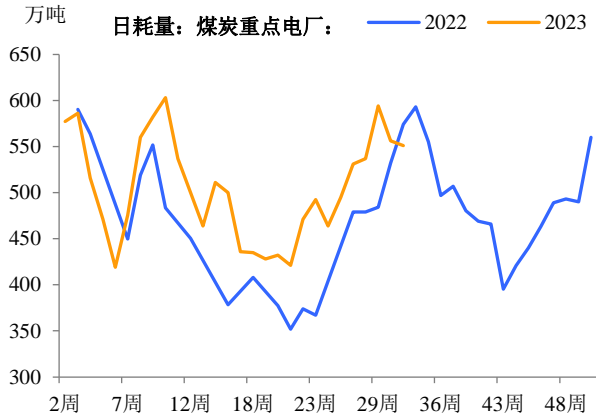
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 螺纹钢补库, 表需回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 降雨增多, 煤炭发电需求转弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

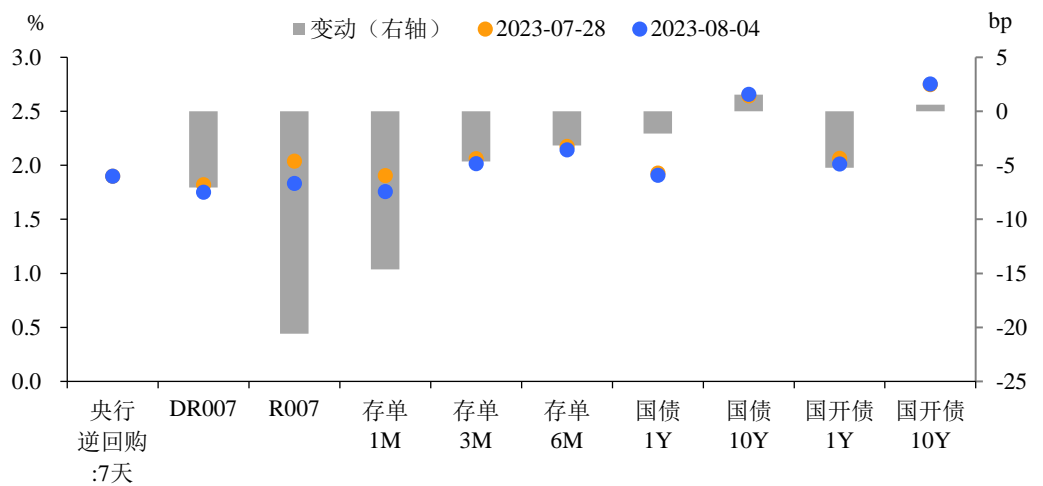
图35: 国际油价持续上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

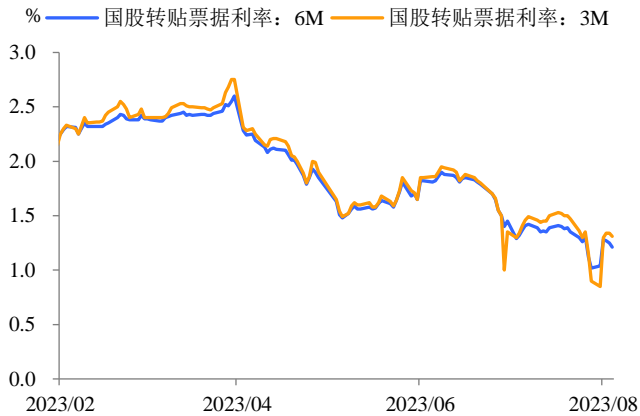
流动性方面, 月初资金面转松。上周 DR007、R007 周均值环比分别下降约 7bp、20bp。政治局会议后地产、民营经济等领域政策陆续出台, 10 年期国债收益率周均值上升至 2.66%。跨月后票据利率反弹, 3M 国股转贴现利率从 7 月 31 日的 0.99% 回升至上周五的 1.44%。质押式回购成交量在月初重回 8 万亿元以上。债市杠杆率月初维持高位, 上周五位于 109.5% 水平。

图36: 一周广谱利率变动



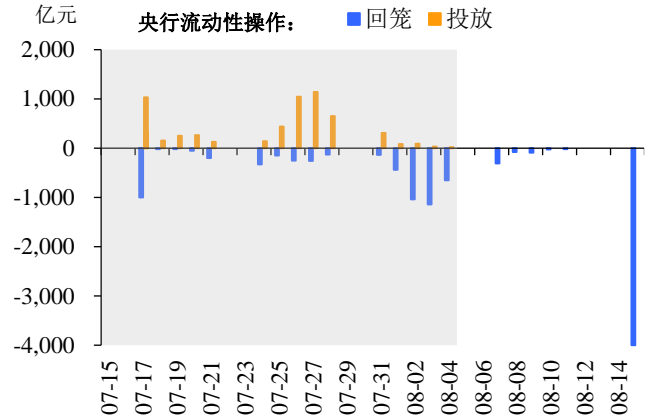
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 票据利率月初回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

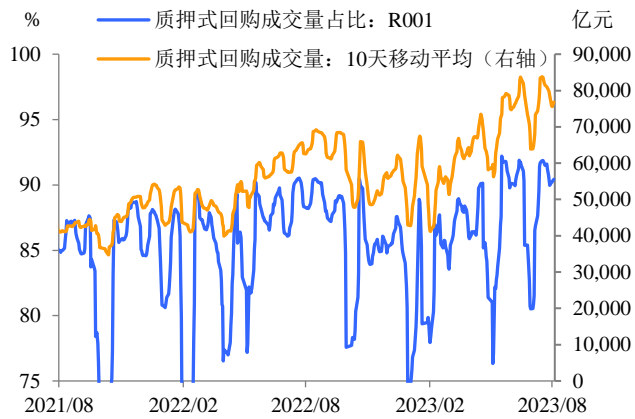
图38: 央行月初流动性投放缩量续作



注: 灰色区域为历史操作

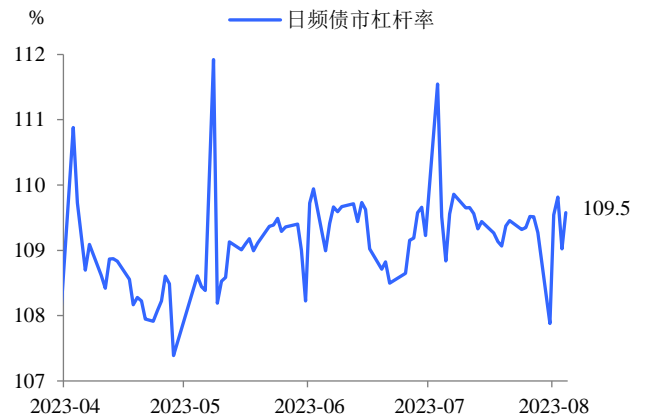
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 质押式回购成交量月初回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 债市杠杆率维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

政策推进不及预期; 地产改造进度不及预期; 工业企业复苏不及预期; 疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

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>