

宏观周报 20230917

地产调控效果几何？—与 2015 年的对比

2023 年 09 月 17 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

《降准不降息的宏观逻辑》

2023-09-15

《3.7%! 美国 8 月通胀怎么了?》

2023-09-13

■ **核心观点：**地产调控集中落地半月后，销售数据与 2015 年地产放松周期开端呈现类似的弱复苏，不过这次政策或许等不了当年那么久（2014 年“930”至 2015 年“330”），若当下的地产销售弱企稳的态势延续，**差异化、重点化的新一轮地产调控政策可能快速“接力”。**

■ **地产预期政策密集兑现。**8 月底三部委联合宣布将“认房不认贷”纳入各城地产调控政策工具箱，一周后央行降低房贷首付与利率下限，并公布存量房贷降息实施细则。中央带头指导下，各地随即加快政策落地节奏：8 月底以来“认房不认贷”已在包括北、上、广、深在内的 14 个城市落地，且二、三线城市中也有 12 个城市不同幅度地松绑了限购限售措施。

进入 9 月中旬，市场逐渐走出短期的情绪反应，转而关注数据。目前股市与汇率仍居敏感点位，高频数据对地产调控效力的验证或是市场与经济当下能否企稳的关键。从这一视角下看来，未来地产的修复格局与政策是否会再现 2015 年放松周期的路径？而今年的“825”、“831”是否也如同 2014 年的“930”时刻？

■ **政策上对比 2015 年来看，本轮地产调控的特点体现为政策宽度基本全覆盖，但深度不及。**今年 7-8 月出台的地产调控措施类型已经基本覆盖了 2014-2015 年出台的核心政策，包括二套房认定、住房信贷、税收以及城市更新类别的政策集中下政治局会议后的一个多月出台；但目前调控力度不及 2015 年：城中村改造投资与货币安置的总规模或难望棚改之“项背”；住房相关的税收优惠政策主要是延续，而非届时的增量政策减免。结合来看，一方面是当下的政策节奏确实快，但另一方面是因城施策下力度还是有点“束手束脚”。

■ **数据上对比 2015 年来看，政策效力均未立即反映在地产销售数据上。**多城地产放松落地至今的半个多月内，住房成交面积的反弹整体有限，且在不同城市之间、新房与二手房之间存在分化。而 2014 年“930”同样是二套房认定与住房信贷首付、利率下限放松后，2014 年四季度至 2015 年一季度连续多月地产销售仍在磨底。

展开观察本次调控出台近半个月地产销售数据同比修复反映的特点（考虑到 2022 年中秋节错位影响，我们同时对比了 2020 年同期数据）：**①各地“认房不认贷”落地后，二手房好于新房，一线城市好于二线城市。②各地限购限售政策放松后，商品房修复的趋势相较“认房不认贷”更加明显。**值得一提的是，2015 年的地产复苏也是一线城市快于二、三线城市。

■ **那么在此数据背景下，政策将如何反应？是快是慢？我们认为如果近半月地产销售弱企稳的态势延续到月底，或促使进一步的地产调控政策快速出台，**其中不排除一线城市城区限购限售的放松与城中村改造指导加速落地的可能，力保三季度经济筑底后，地产销售能够在四季度企稳。**因此路径上可能不会像 2015 年一样设置较长的政策观测期。**

同时考虑到如今地产需求中枢的回落，以及财政与债务方面的发力限制，我们认为**后续地产调控将区别化、重点化，而非 2015 年的总量型：**第一，考虑到房企资金链与债务问题仍在出清阶段，短期来看刺激需求的政策顺位可能更靠前；第二，调控重心偏向供需偏紧、政策效率较高的高能级城市，因为企稳信号的及时出现或更重要。因此本轮地产调控更加强调“以点带面”，像 2015 年“去库存”后不同能级城市整体而广泛的复苏需要更大的政策力度和更多的时间。

■ **本周高频数据显示，需求端企稳回升快于生产端。**汽车销量同比稳健走强，地产销售在政策落地后有小幅修复；生产端复苏偏缓，其中汽车及化工开工率回升，建筑业景气好转。9 月中旬食品价格边际回落，工业品价格涨跌互现。本周降准后，资金面仍偏紧。

■ **风险提示：**地产政策落地时间不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩。

内容目录

1. 地产调控效果几何? —与 2015 年的对比	4
2. 周度高频跟踪	8
3. 风险提示	20

图表目录

图 1:	地产调控 2023vs2015: 政策宽度基本全覆盖, 出台节奏快, 但深度不及	4
图 2:	近期各城市的地产调控陆续出台	5
图 3:	2014 年“930”之后地产数据并未立即复苏	5
图 4:	“认房不认贷”落地前后部分一线城市的新房与二手房销售同比 (2022、2020) 情况	6
图 5:	“认房不认贷”落地前后部分二线城市的新房与二手房销售同比 (2022、2020) 情况	7
图 6:	限购限售解绑落地前后部分二线城市的商品房销售情况	7
图 7:	2015 年地产调控: 新房与二手房基本同步复苏; 一线城市复苏先于二、三线城市	8
图 8:	近一周 (9.11-9.17) 国务院领导活动轨迹一览	9
图 9:	8 月汽车零售反弹	10
图 10:	进入 9 月观影热度回落	10
图 11:	地铁客运量仍处于历史同期高位	11
图 12:	地面交通保持攀升态势	11
图 13:	国内航班执飞班次持续下滑	11
图 14:	国际航班执飞班次略有增加	11
图 15:	整车货运稳中向好	12
图 16:	三线城市引领的新房销售市场活跃度转升	13
图 17:	二手房成交持续增加	14
图 18:	一线城市二手房销售状况更胜一筹	14
图 19:	土地成交面积仍处于近 5 年低位	15
图 20:	土地溢价率大幅下滑	15
图 21:	高炉开工率基本保持平稳	15
图 22:	沿海七省电厂负荷率下行幅度略有趋缓	15
图 23:	铁路货运量有所上升	16
图 24:	煤炭吞吐量先上升后下降	16
图 25:	近期粗钢生产转降为升	16
图 26:	螺纹钢去库速度有所加快	16
图 27:	磨机运转率继续上升	17
图 28:	沥青开工率转而下降	17
图 29:	水泥发运率基本保持稳定	17
图 30:	水泥产能利用率显著上升	17
图 31:	汽车钢胎生产节奏保持平稳	18
图 32:	江浙织机开工率保持平稳	18
图 33:	进入 9 月后猪价持续回落	18
图 34:	农产品价格转降	18
图 35:	铁矿石价格继续回升	19
图 36:	工业品需求持续好转	19
图 37:	水泥价格继续筑底	19
图 38:	国际油价涨超去年同期	19
图 39:	票据利率中枢持续回升	20
图 40:	本周央行 MLF 超量续作	20
图 41:	近期质押式回购成交量小幅回升	20
图 42:	降准后债市杠杆率小幅回升	20

1. 地产调控效果几何？—与 2015 年的对比

核心观点：地产调控集中落地半月后，销售数据与 2015 年地产放松周期开端呈现类似的弱复苏，不过这次政策或许等不了当年那么久（2014 年“930”至 2015 年“330”），若当下的地产销售弱企稳的态势延续，区别化、重点化的新一轮地产调控政策可能快速“接力”。

地产预期政策密集兑现。8 月底三部委联合宣布将“认房不认贷”纳入各城地产调控政策工具箱，一周后央行降低房贷首付与利率下限，并公布存量房贷降息实施细则。中央带头指导下，各地随即加快政策落地节奏：8 月底以来“认房不认贷”已在包括北、上、广、深在内的 14 个城市落地，且二、三线城市中也有 12 个城市不同幅度地松绑了限购限售措施。

进入 9 月中旬，市场逐渐走出短期的情绪反应，转而关注数据。目前股市与汇率仍居敏感点位，高频数据对地产调控效力的验证或是市场与经济当下能否企稳的关键。从这一视角下来看，未来地产的修复格局与政策是否会再现 2015 年放松周期的路径？而今年的“825”、“831”是否也如同 2014 年的“930”时刻？

政策上对比 2015 年来看，本轮地产调控的特点体现为政策宽度基本全覆盖，但深度不及。今年 7-8 月出台的地产调控措施类型已经基本覆盖了 2014-2015 年出台的核心政策，包括二套房认定、住房信贷、税收以及城市更新类别的政策集中下政治局会议后的一个多月出台；但目前调控力度不及 2015 年：城中村改造投资与货币安置的总规模或难望棚改之“项背”；住房相关的税收优惠政策主要是延续，而非届时的增量政策减免。结合来看，一方面是当下的政策节奏确实快，但另一方面是因城施策下力度还是有点“束手束脚”。

图1：地产调控 2023vs2015：政策宽度基本全覆盖，出台节奏快，但深度不及

	二套房认定	差别化住房信贷	存量房贷利率	税收	城市更新
2023年	2023.8.25：推动落实“认房不认贷”	2023.8.31：首套房首付统一下限20%，二套房首付统一下限30%；二套房贷利率加点降至LPR+20bp	2023.8.31：宣布下调首套房存量房贷利率方案	2023.8.25：延续改善性住房换购税费减免措施	2023.7.28：推进超大特大城市城中村改造工作
2014年-2015年	2014.9.30：二套房标准放宽至“认贷不认房”	2014.9.30：下调首房利率下限 2015.3.30：下调二套房首付下限	-	2016.2.17：全面下调契税	2015.6.30：国务院发文推动棚改货币化安置

数据来源：中国政府网，各部委官方网站，东吴证券研究所

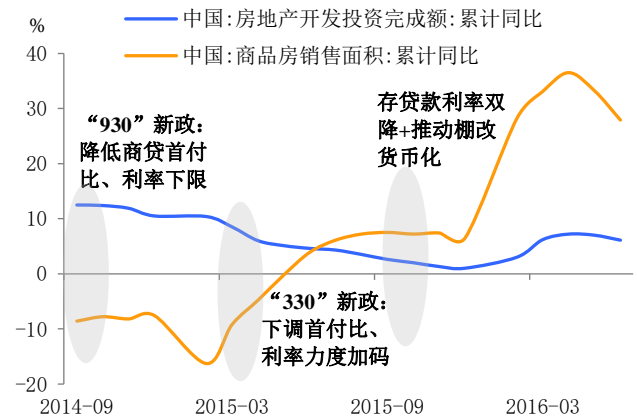
图2: 近期各城市的地产调控陆续出台

8月底以来的各城市地产调控出台情况			
认房不认贷		限购限售解绑	
2023/8/29	广州	2023/8/25	嘉兴
2023/8/29	成都	2023/8/31	长沙
2023/8/29	厦门	2023/9/1	天津
2023/8/30	深圳	2023/9/4	沈阳
2023/8/31	武汉	2023/9/7	南京
2023/9/1	上海	2023/9/7	大连
2023/9/1	北京	2023/9/8	兰州
2023/9/1	东莞	2023/9/11	青岛
2023/9/1	重庆	2023/9/11	济南
2023/9/1	长沙	2023/9/11	福州
2023/9/2	苏州	2023/9/12	郑州
2023/9/2	南宁	2023/9/15	合肥
2023/9/5	杭州		
2023/9/14	海口		

注: 政策统计截至 2023 年 9 月 15 日

数据来源: 各地方政府网站, 东吴证券研究所

图3: 2014 年“930”之后地产数据并未立即复苏

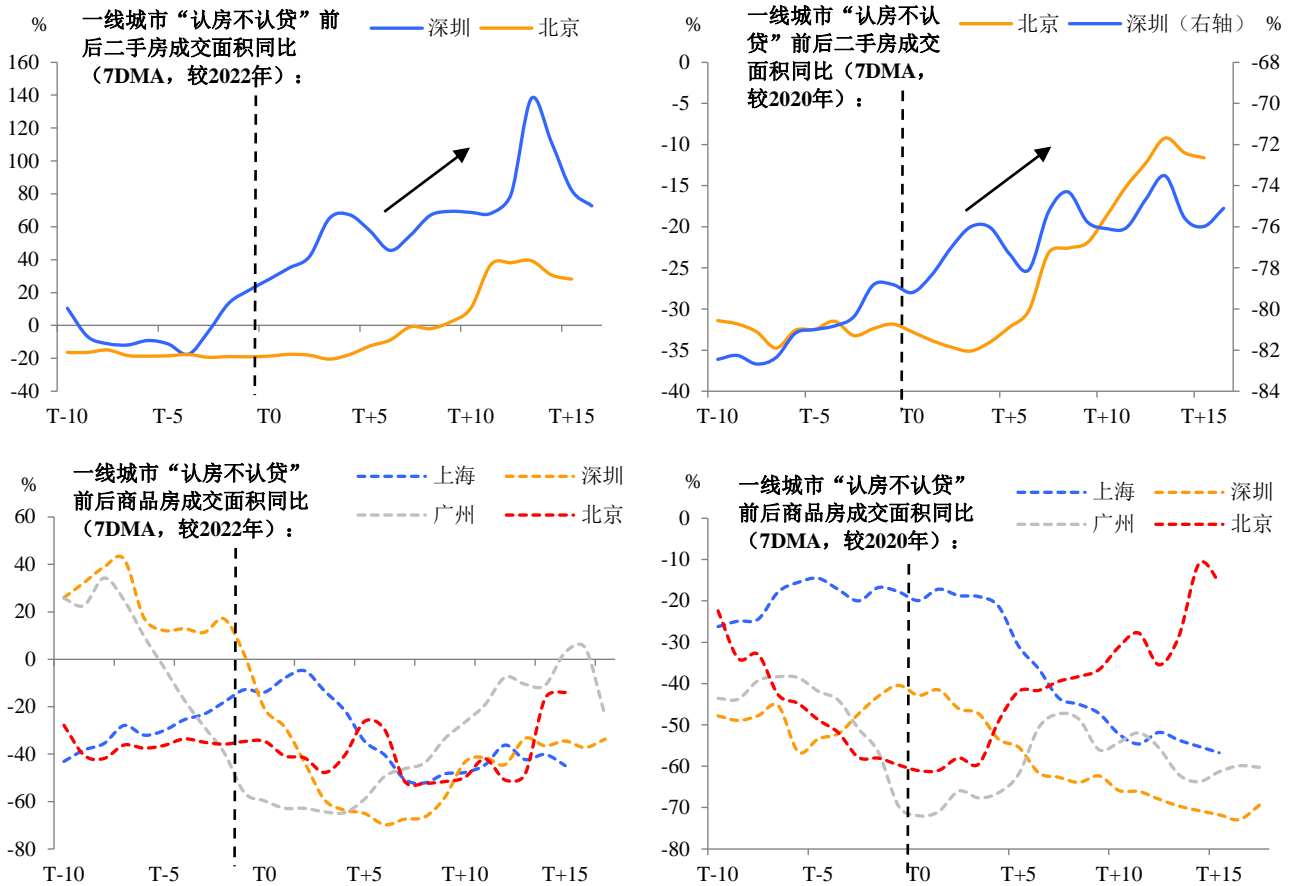


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据上对比 2015 年来看, 政策效力均未立即反映在地产销售数据上。多城地产放松落地至今的半个多月内, 住房成交面积的反弹整体有限, 且在不同城市之间、新房与二手房之间存在分化。而 2014 年“930”同样是二套房认定与住房信贷首付、利率下限放松后, 2014 年四季度至 2015 年一季度连续多月地产销售仍在磨底。

展开观察本次调控出台近半个月地产销售数据同比修复反映的特点 (考虑到 2022 年中秋节错位影响, 我们同时对比了 2020 年同期数据): ①各地“认房不认贷”落地后, 二手房好于新房, 一线城市好于二线城市。②各地限购限售政策放松后, 商品房修复的趋势相较“认房不认贷”更加明显。值得一提的是, 2015 年的地产复苏也是一线城市快于二、三线城市。

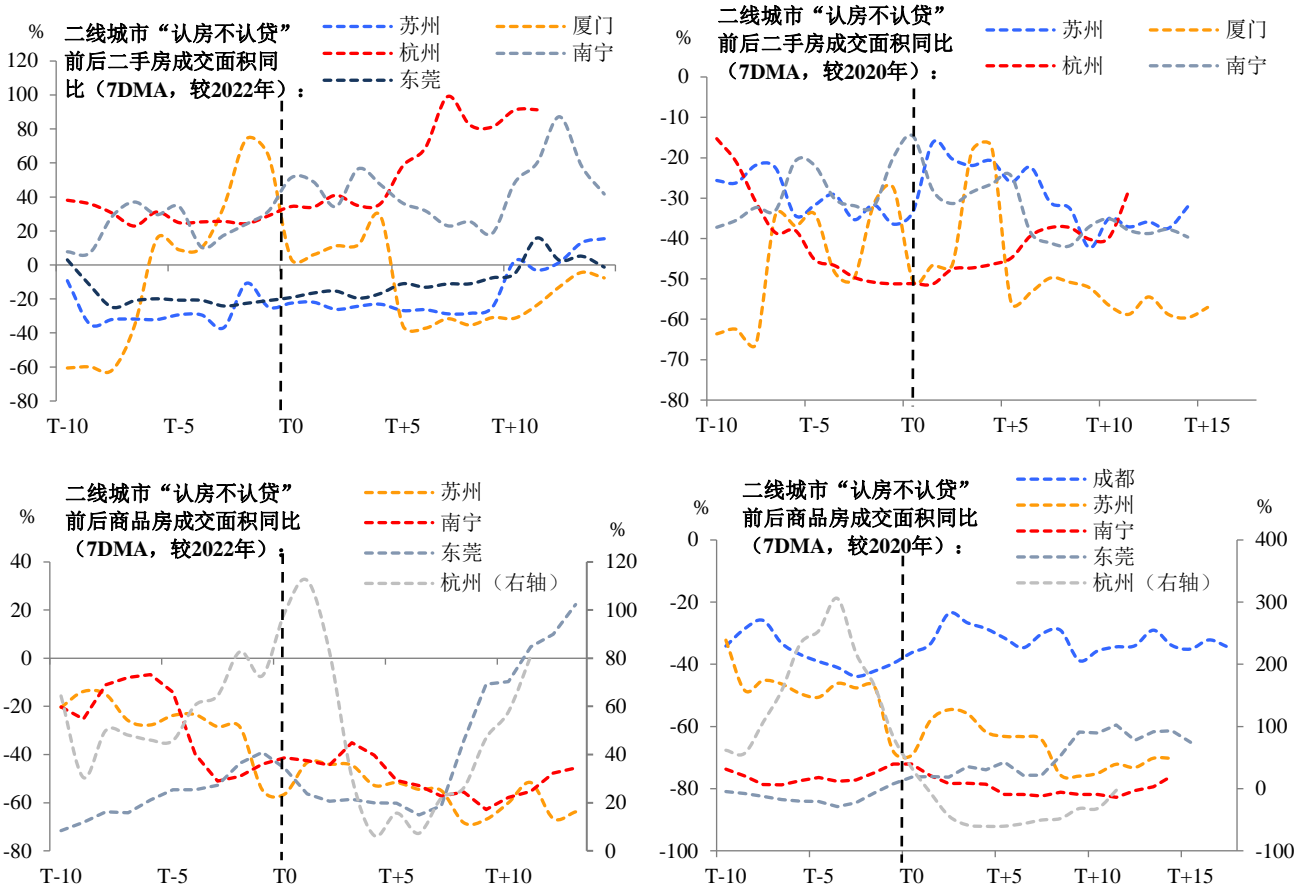
图4：“认房不认贷”落地前后部分一线城市的新房与二手房销售同比（2022、2020）情况



注：T0 为各城市“认房不认贷”落地的当天；商品房数据不包括二手房

数据来源：Wind，东吴证券研究所

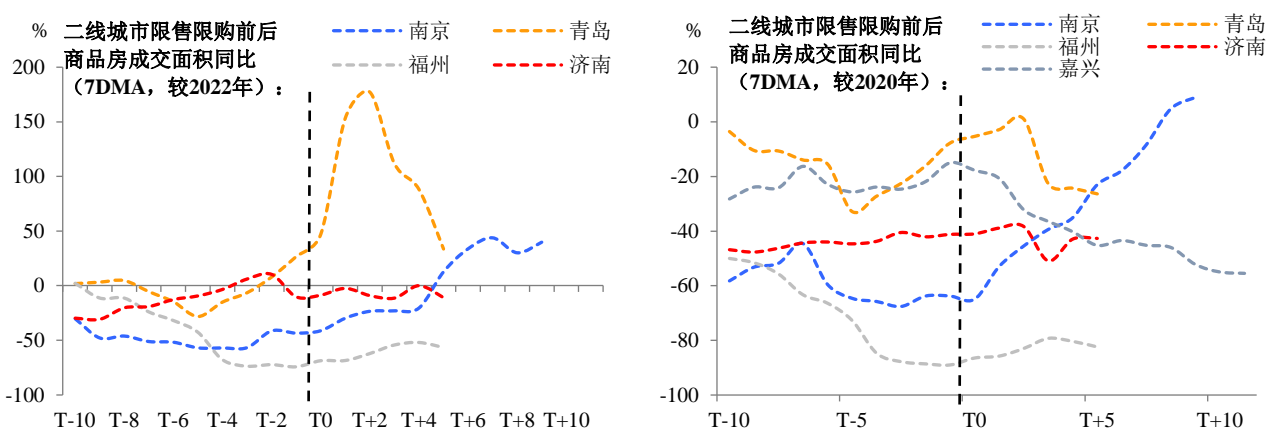
图5：“认房不认贷”落地前后部分二线城市的新房与二手房销售同比（2022、2020）情况



注：T0 为各城市“认房不认贷”落地的当天；商品房数据不包括二手房

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：限购限售解绑落地前后部分二线城市的商品房销售情况



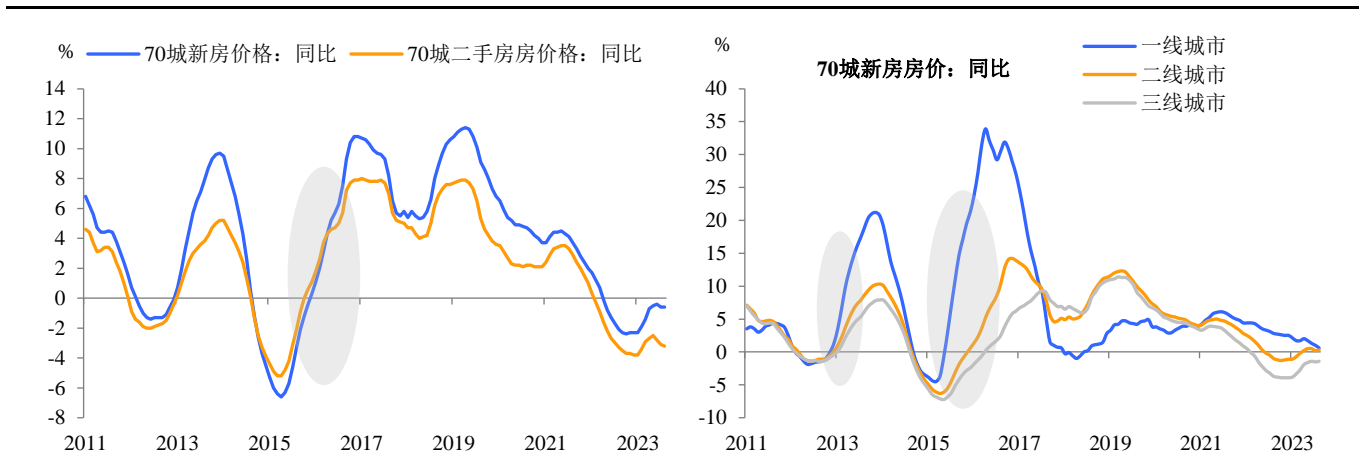
注：T0 为各城市限购限售放松政策落地的当天；商品房数据不包括二手房

数据来源：Wind，东吴证券研究所

那么在此数据背景下，政策将如何反应？是快是慢？我们认为如果近半月地产销售弱企稳的态势延续到月底，或促使进一步的地产调控政策快速出台，其中不排除一线城市城区限购限售的放松与城中村改造指导加速落地的可能，力保三季度经济筑底后，地产销售能够在四季度企稳。因此路径上可能不会像 2015 年一样设置较长的政策观测期。

同时考虑到如今地产需求中枢的回落，以及财政与债务方面的发力限制，我们认为后续地产调控将区别化、重点化，而非 2015 年的总量型：第一，考虑到房企资金链与债务问题仍在出清阶段，短期来看刺激需求的政策顺位可能更靠前；第二，调控重心偏向供需偏紧、政策效率较高的高能级城市，因为企稳信号的及时出现或更重要。因此本轮地产调控更加强调“以点带面”，像 2015 年“去库存”后不同能级城市整体而广泛的复苏需要更大的政策力度和更多的时间。

图7：2015 年地产调控：新房与二手房基本同步复苏；一线城市复苏先于二、三线城市



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 周度高频跟踪

本周高频数据显示，需求端企稳回升快于生产端。汽车销量同比稳健走强，地产销售在政策落地后有小幅修复；生产端复苏偏缓，其中汽车及化工开工率回升，建筑业景气好转。9月中旬食品价格边际回落，工业品价格涨跌互现。本周降准后，资金面仍偏紧。

本周关键词：“一带一路”。本周李强总理在会见来华出席第二十届中国 - 东盟博览会的各国领导人时反复倡议继续高质量共建“一带一路”，展现出我国稳外贸稳外资的决心。在第八届“一带一路”高峰论坛开幕式上，国务院副总理丁薛祥也表示希望香港能够利用其作为国际金融中心的优势，在共建“一带一路”中发挥更为重要的功能。

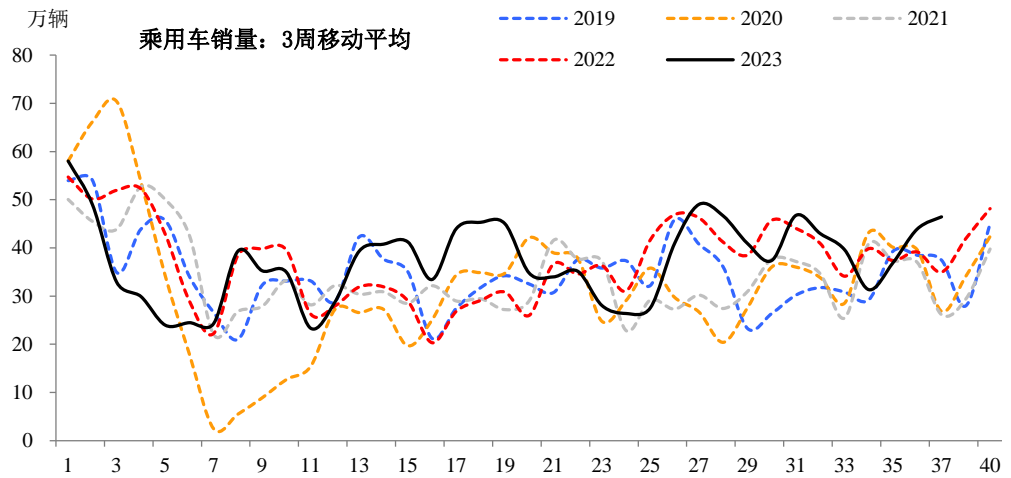
图8：近一周（9.11-9.17）国务院领导活动轨迹一览

时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/9/16	会见	国务院总理李强	广西	老挝总理宋赛	中方愿同老方继续高质量共建“一带一路”，进一步释放中老铁路对两国发展的促进作用。
2023/9/16	会见	国务院总理李强	广西	越南总理范明政	中方愿进口更多适销对路的越南优质产品，与越方携手打造互利共赢、稳定畅通的产业链供应链体系。
2023/9/16	会见	国务院总理李强	广西	印度尼西亚副总统马鲁夫	中方愿同印尼进一步对接发展战略，推动“一带一路”合作不断深入，抓好“区域综合经济走廊”和“两国双园”建设。
2023/9/15	会议	国务院副总理张国清	北京	2023年世界地热大会开幕式	中国将深入贯彻“四个革命、一个合作”能源安全新战略，与各国一道秉持人类命运共同体理念，推动建立全球清洁能源合作伙伴关系。
2023/9/15	会见	国务院总理李强	北京	赞比亚总统希奇莱马	中方愿同赞方一道，结合共建“一带一路”和落实中非合作论坛“九项工程”及中非领导人对话会成果，提升两国合作的战略性和可持续性。
2023/9/15	会谈	国务院总理李强	北京	柬埔寨首相洪玛奈	中方愿同柬方进一步加强发展战略对接，抓好中柬“钻石六边”合作架构，推进“工业发展走廊”和“鱼米走廊”建设。
2023/9/14	会见	国务院总理李强	北京	委内瑞拉总统马杜罗	中方愿同委方努力落实“一带一路”倡议，继续用好中委高级别混委会机制，深化各领域务实合作。
2023/9/13	会议	国务院副总理丁薛祥	香港	第八届“一带一路”高峰论坛开幕式	中央支持香港长期保持独特地位和优势，巩固国际金融、航运、贸易中心地位。希望香港深化区域合作，在共建“一带一路”中发挥更为重要的功能。
2023/9/12	会见	国务院副总理张国清	符拉迪沃斯托克	俄罗斯总统普京	中方愿同俄方一道，加强区域发展战略协调对接，推动中俄合作持续向前发展。
2023/9/12	会议	国务院副总理何立峰	北京	海关队伍授予关衔20周年大会	努力开创强化监管、确保安全、更大便利、严打走私的海关工作新局面，全面建设社会主义现代化海关。

数据来源：中国政府网，国务院官网，新华社，东吴证券研究所

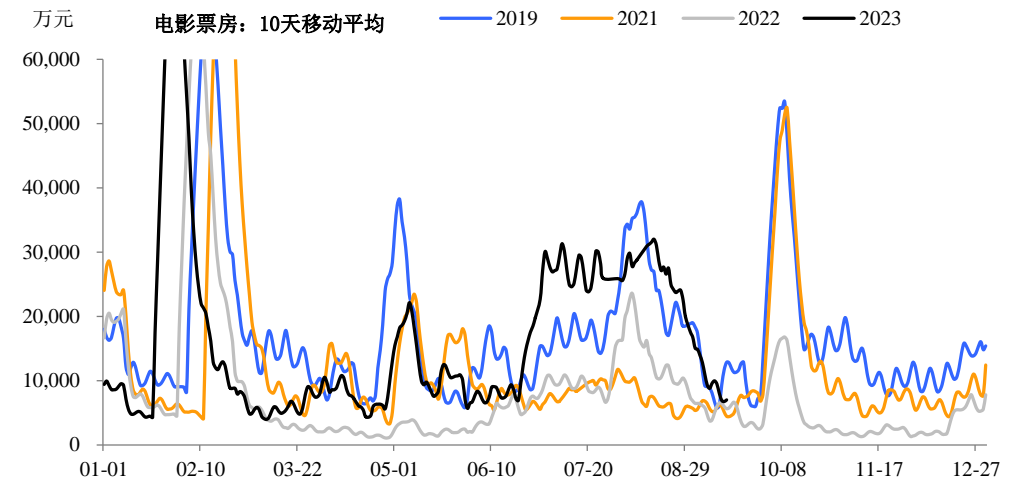
消费方面，车市热度不减。9月前十天乘联会口径汽车零售销量同比增长14%，同比读数较高部分受中秋节错位影响。近期地产刺激政策密集出台，若从购房与购车的消费替代角度来看会对车市有一定冲击，不过目前来看9月初车市压力不大。年中以来陆续出台促消费政策拉动消费的效果稳定体现。9月第二周电影票房同比继续正增，但低于2019年同期。

图9：8月汽车零售反弹



注：横轴为周数；乘联会每年同期的周度数据的日期分割不一，可能产生误差
数据来源：Wind，东吴证券研究所

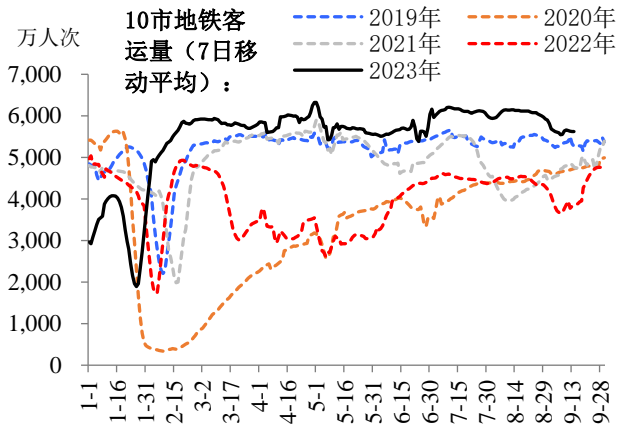
图10：进入9月观影热度回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

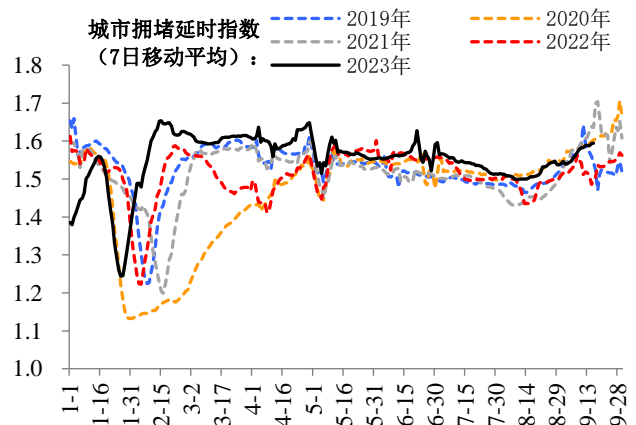
出行：客运保持高位，货运平稳运行。本周轨道交通人流量仍维持在近五年来的最高水平，整体表现较为稳定，10市地铁客运量周度环比增速录得1.4%。地面出行热度依然处于上升通道，30省会拥堵延时指数周度环比提高0.8%。

图11: 地铁客运量仍处于历史同期高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

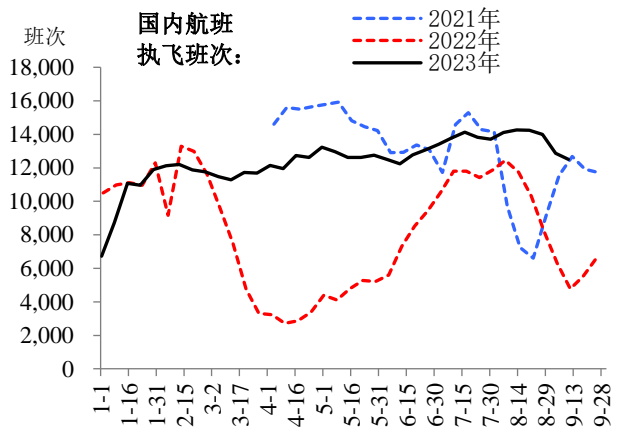
图12: 地面交通保持攀升态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

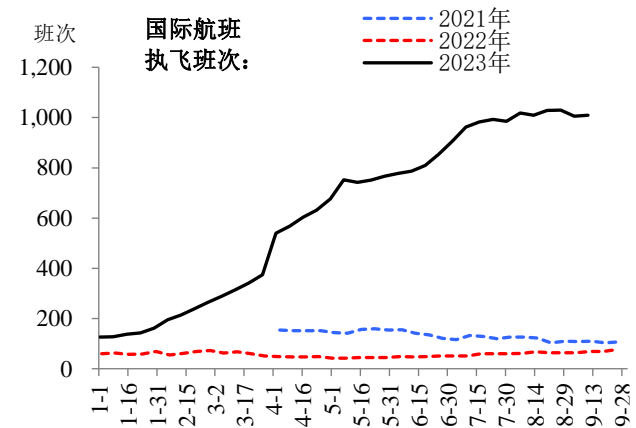
国内航班热度下滑, 但国际航班热度仍存。受“暑期游”收官的影响, 近期国内航班出现波动下降的趋势, 与 2021 年之间执飞班次的差距逐渐缩小。国际航班执飞班次总体表现较为平稳, 目前居民境外出行意愿仍处于较高水平。

图13: 国内航班执飞班次持续下滑



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

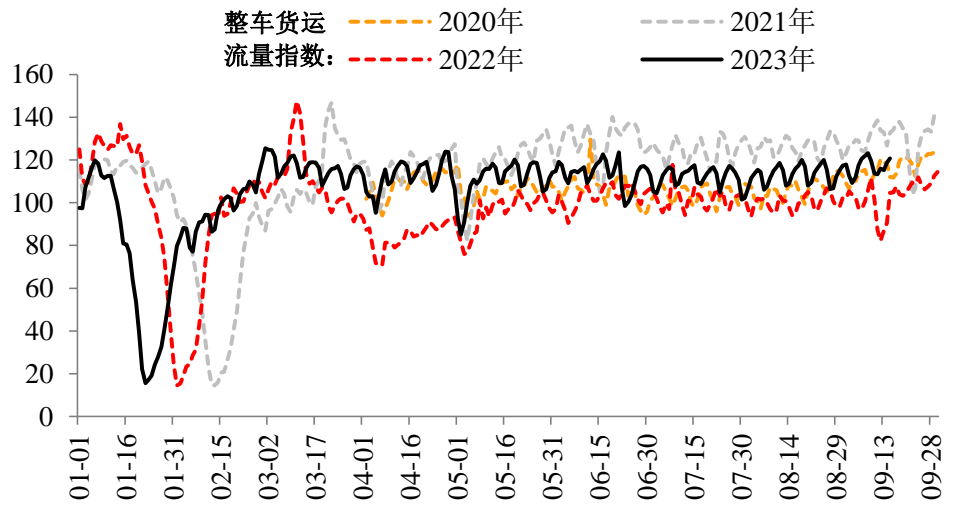
图14: 国际航班执飞班次略有增加



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小幅增加 0.1%; 同比来看, 货运流量高于历史同期平均水平, 货运整体继续保持回升态势, 工业产需两端下行压力有望进一步缓解。

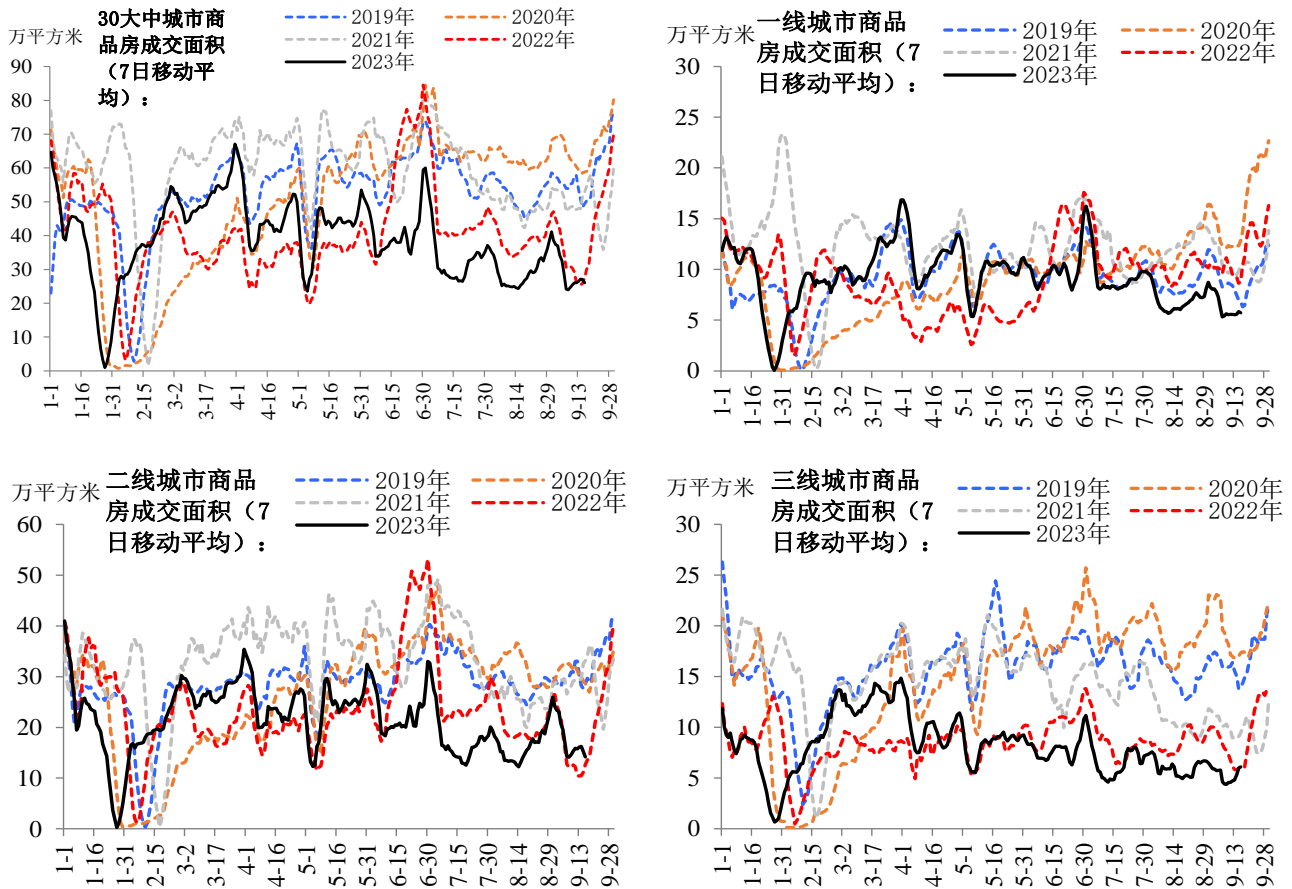
图15: 整车货运稳中向好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 新房和二手房销售小幅回暖, 土地市场持续低迷。本周新房销售逐渐回升, 30城商品房成交面积较前值提高 5.6%, 但房市回暖幅度还是弱于季节性。其中三线城市表现最为亮眼, 销售面积周度环比大幅增长 39.8%, 一线和二线城市销售状况分别变化 1.8%和-2.9%。

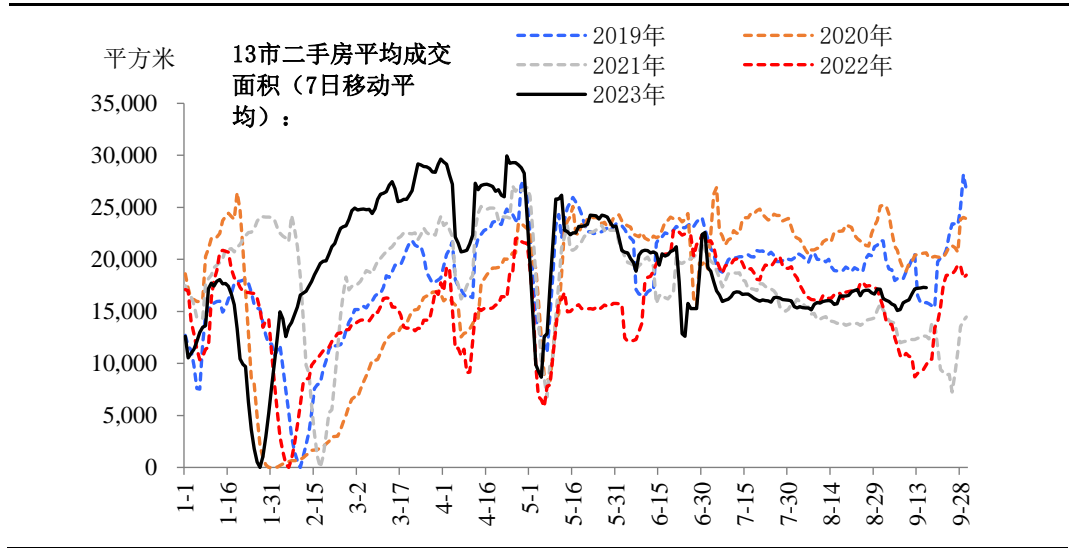
图16: 三线城市引领的新房销售市场活跃度转升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

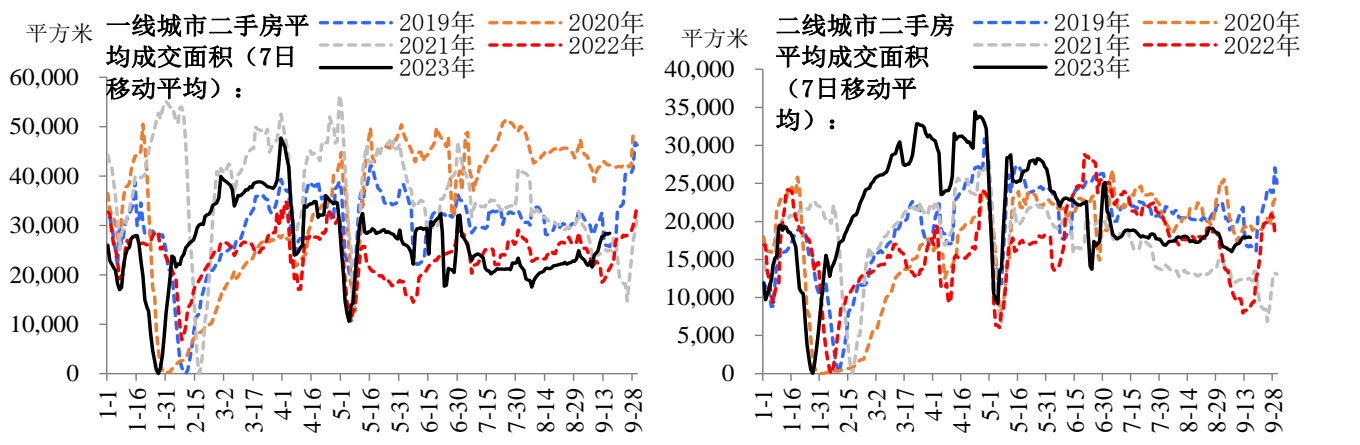
二手房销售相较修复更好, 房地产信贷政策的调整和优化不断提振二手房市场信心, 本周 13 市二手房成交面积环比提高 6.5%, 其中一、二线城市二手房交易分别提高了 16.4%、3.1%。

图17: 二手房成交持续增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

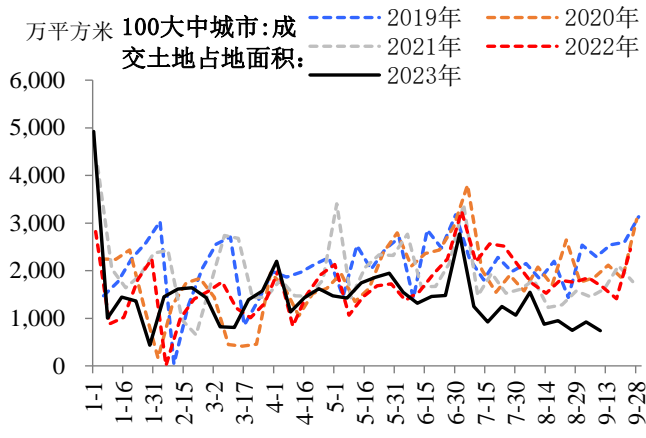
图18: 一线城市二手房销售状况更胜一筹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

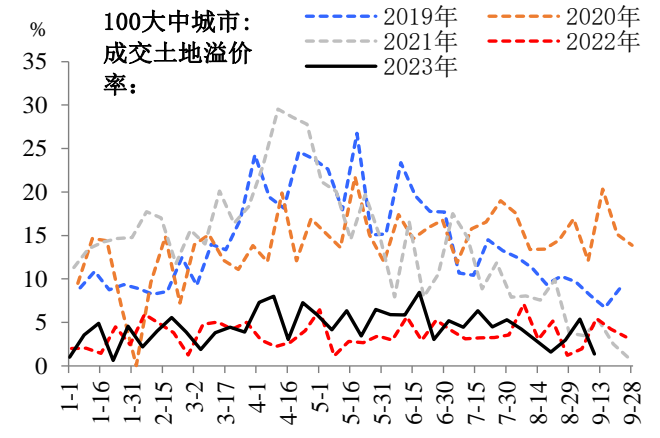
土地市场持续走弱，9月以来土地成交面积比2022年同期下降52.6%，土地成交溢价率再次跌至近五年历史同期最低位，土地市场信心有待进一步提振。

图19: 土地成交面积仍处于近5年低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

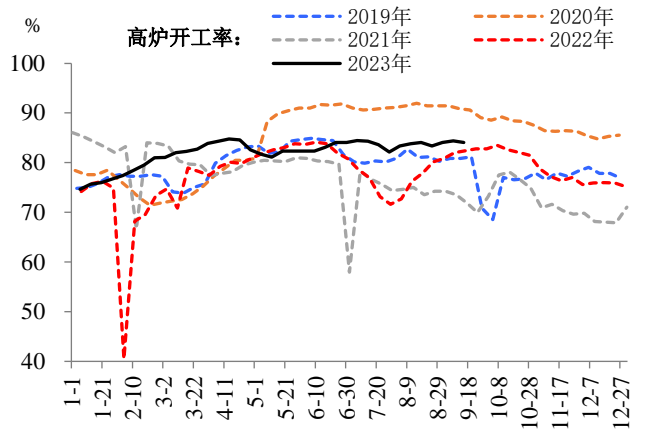
图20: 土地溢价率大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

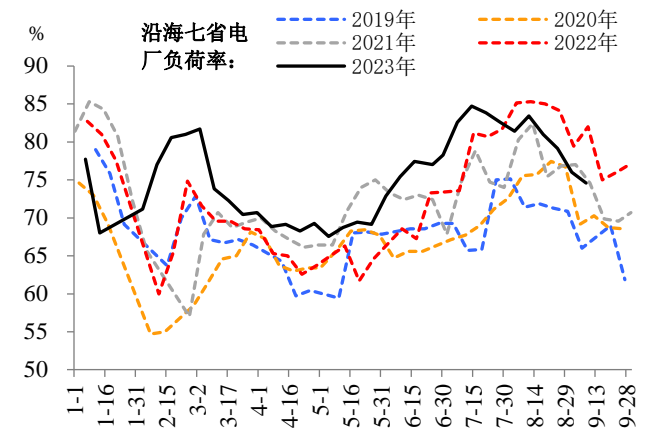
生产: 工业生产减速变缓。 本周高炉开工率小幅下降 0.3pct, 近期基本保持平稳态势, 处于历史同期中间水平。本周沿海七省电厂负荷率延续下行态势, 但降幅有所收窄; 电厂煤耗量略有增加, 周度环比录得 0.4%; 铁路货运量终于“转降为升”; 煤炭吞吐量走势呈“先增后降”, 总体上本周环比增速仍录得 3.5%。整体来看, 工业生产有所好转。

图21: 高炉开工率基本保持平稳



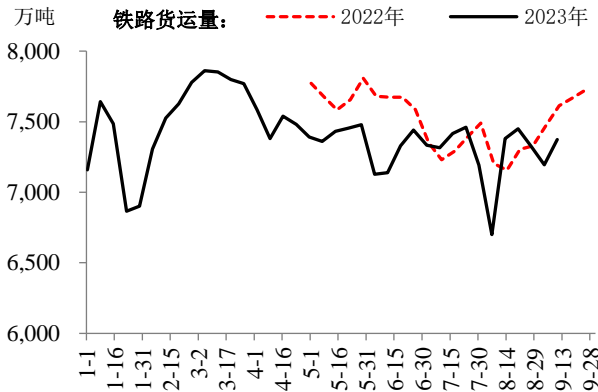
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 沿海七省电厂负荷率下行幅度略有趋缓



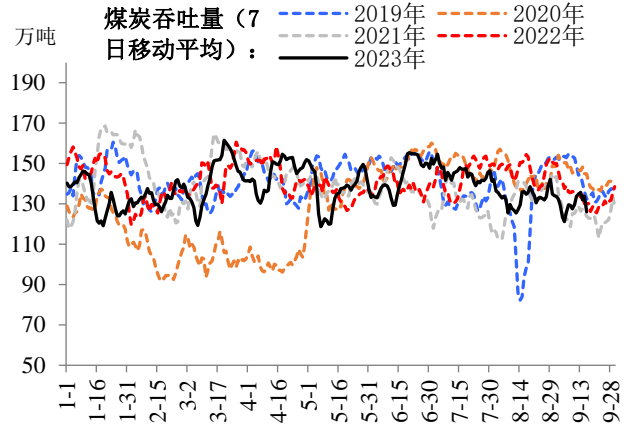
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 铁路货运量有所上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

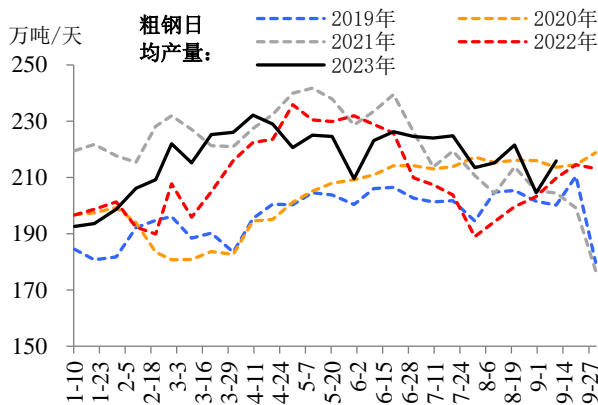
图24: 煤炭吞吐量先上升后下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

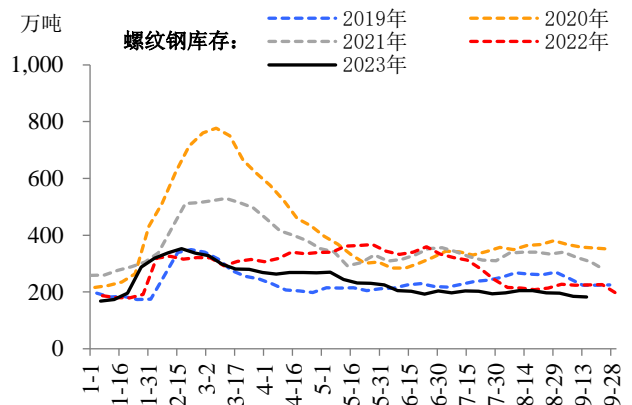
分行业来看, 建筑业景气回升。酷暑过后, 建筑业施工进度有所提升, 相关原材料的生产进度也随之加快。粗钢生产节奏显著提升, 本周环比增速录得 5.5%; 螺纹钢去库速度加快, 本周库存环比下降 3.6%。**沥青(更偏向交通基建)生产总体有所下降、水泥生产呈现回升态势:** 沥青方面, 因南方个别地区降雨天气导致施工有所影响, 本周沥青开工率也转升为降, 环比增速录得-4.0pct; 磨机运转率继续维持上升趋势, 环比增速录得 0.3pct。水泥方面, 本周水泥发运率和水泥产能利用率显著提高。

图25: 近期粗钢生产转降为升



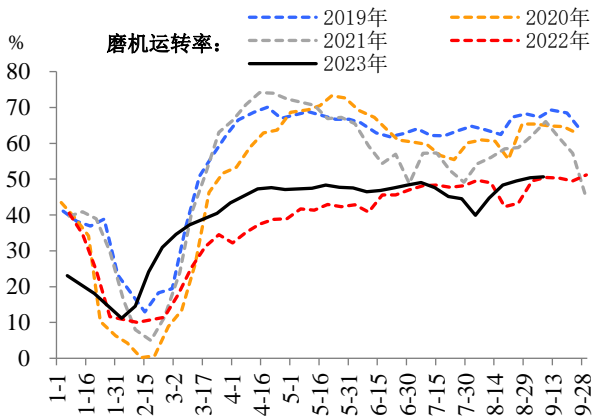
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 螺纹钢去库速度有所加快



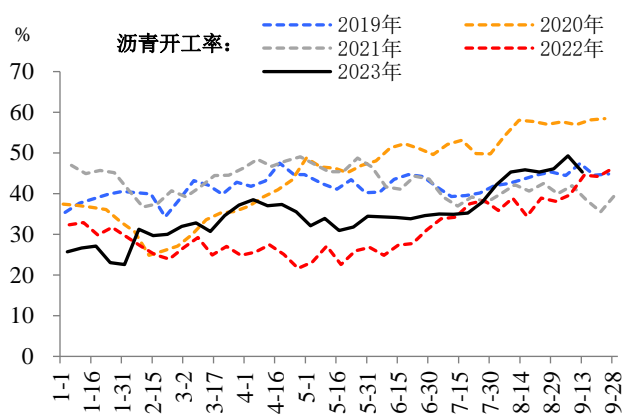
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 磨机运转率继续上升



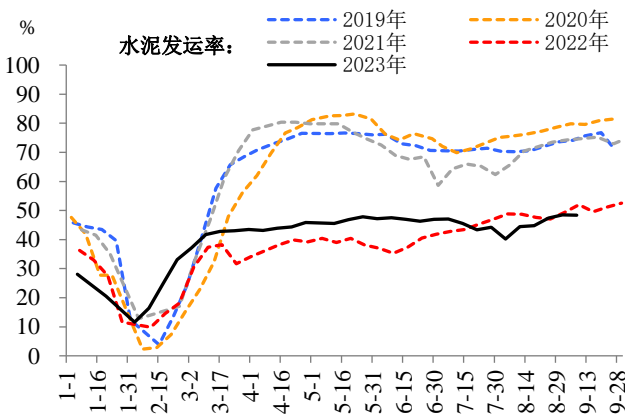
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 沥青开工率转而下降



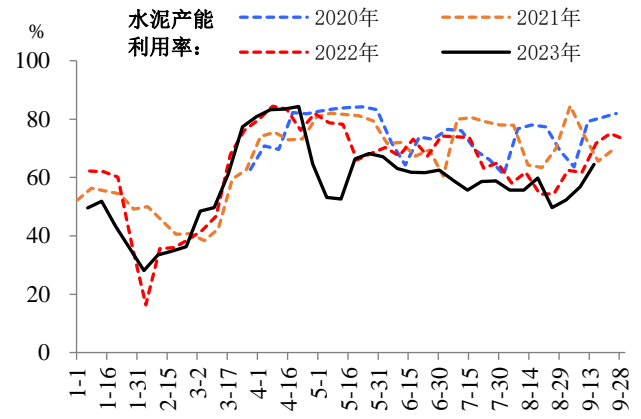
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 水泥发运率基本保持稳定



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

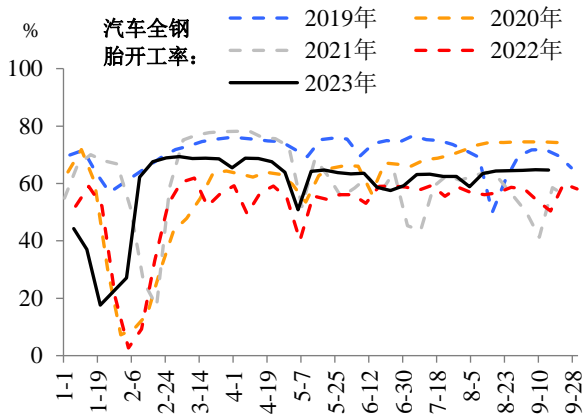
图30: 水泥产能利用率显著上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

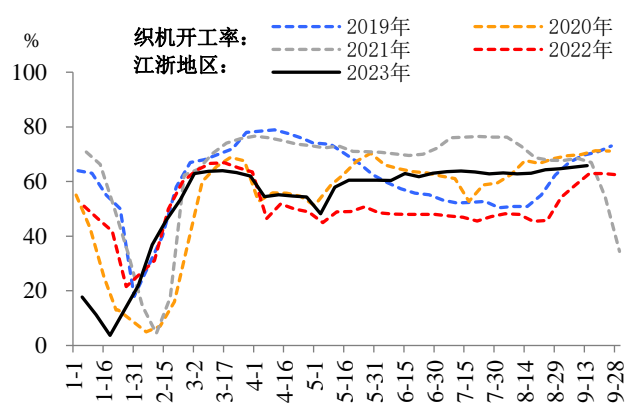
汽车业生产景气度仍存。本周全钢胎开工率与前值基本保持稳定，汽车业生产在较高位平稳运行。随着“金九银十”传统旺季逐渐到来，需求端对生产端的提振作用不容小觑，我们预计接下来汽车业开工率仍不会弱。**纺织服装业生产基本保持平稳，**本周PTA开工率、聚酯开工率均值分别录得78.7%、90.5%，江浙织机开工率处于历年中间水平。

图31: 汽车钢胎生产节奏保持平稳



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

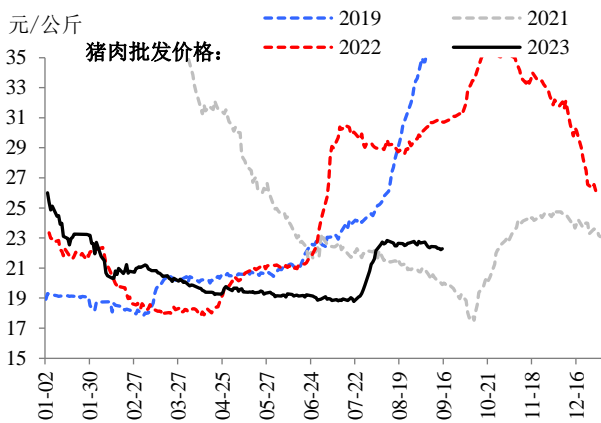
图32: 江浙织机开工率保持平稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

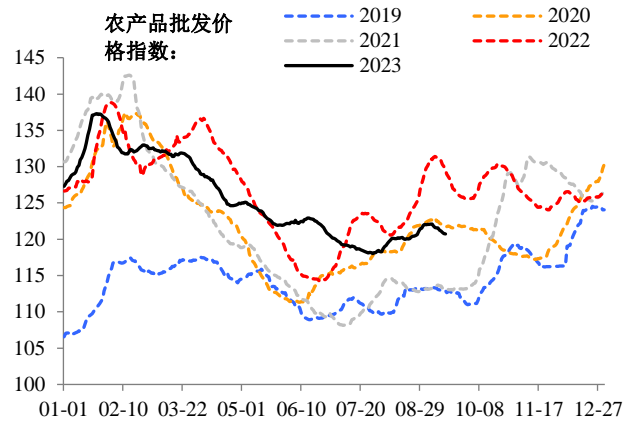
通胀: 食品价格普跌。节前供应充足, 本周农产品批发价格周环比转降-0.7%, 9月以来同比跌幅扩大。本周猪肉价格继续回落, 周环比下降 0.9%。本周鲜菜鲜果价格周环比分别下跌 2.6%、1.1%。

图33: 进入 9 月后猪价持续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 农产品价格转降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

工业品价格整体上行。本周基本面数据好于预期, 政策面持续宽松, 周五降准落地, 带动商品市场继续回暖。国内方面, 本周焦煤价格周环比上涨 5.3%, 铁矿石价格周环比上涨 2.5%。螺纹钢表需修复趋缓, 本周价格周环比持平。不过, 本周水泥价格环比继续下跌 1.5%。海外方面, EIA 商业原油库存回升, 但原油减产压力持续, 本周布伦特原油

价格环比续升 2.3%，周四触及 95 美元/桶水平，9 月以来同比翻正。

图35: 铁矿石价格继续回升



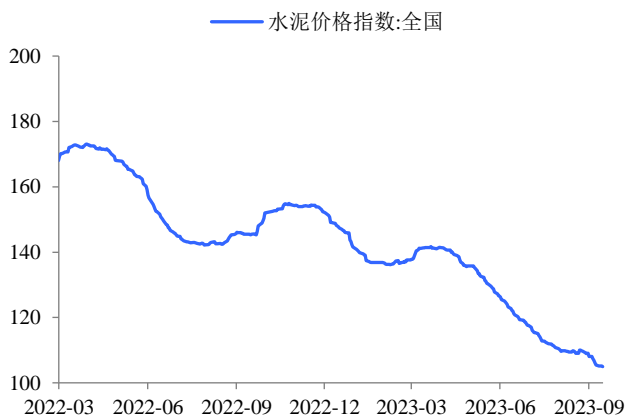
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 工业品需求持续好转



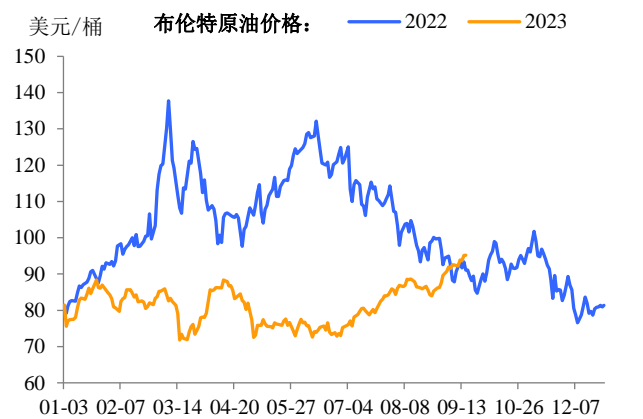
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 水泥价格继续筑底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

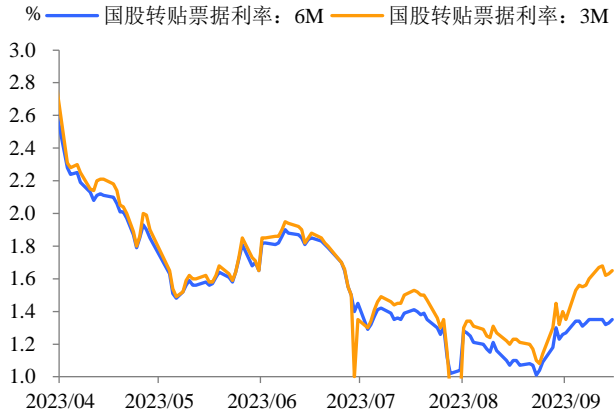
图38: 国际油价涨超去年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

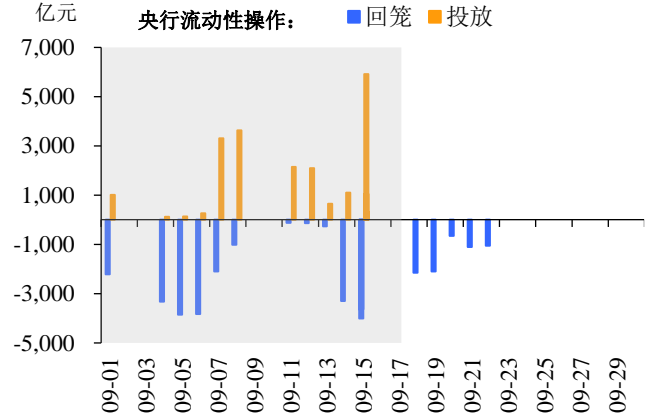
流动性方面，降准后资金利率依然偏紧。本周 DR007 与 R007 周均值环比分别抬升 11bp、9bp。本周内资金利率先降后升，在周五降准落地后并未明显回落。本周 1M 同业存单利率升至 2.35% 水平。本周票据利率中枢续升，短期限上升幅度更明显。央行本周降准后仍然超量续作 MLF，本周实现流动性净投放 1840 亿元。本周质押式回购成交量小幅回升，债市杠杆率在降准后小幅反弹，周五升至 108.5% 水平。

图39: 票据利率中枢持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

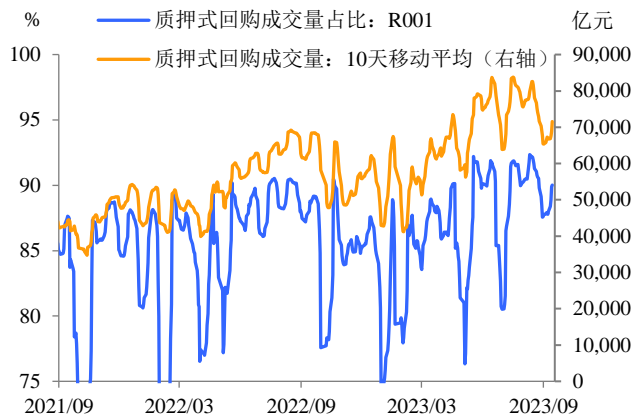
图40: 本周央行MLF超量续作



注: 灰色区域为历史操作

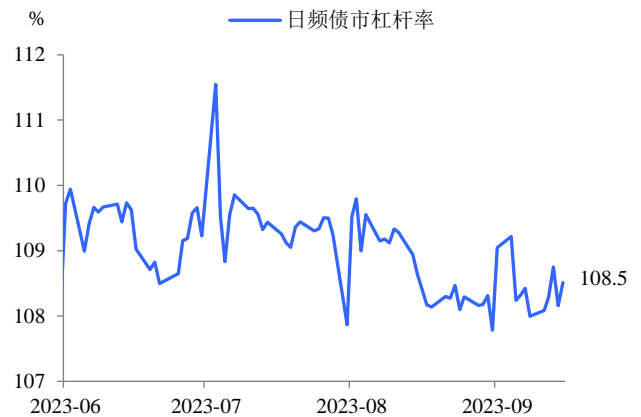
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 近期质押式回购成交量小幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 降准后债市杠杆率小幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

地产政策落地时间不及预期; 政策定力超预期; 出口超预期萎缩。

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。

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>