

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

杨亚仙  
研究助理  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152627

### 相关研究

- 7月经济数据点评：地产的扩散效应和疫情的长尾效应
- 社融波浪起伏，后续动量存忧
- 二季度货币政策报告点评：宽松渐驱缓，信贷重结构

- **当前，国内经济的主要影响因素仍为疫情和地产。**疫情方面，8月以来，国内疫情继续扩散，当日新增确诊病例的省份数突破15个。深圳、上海、北京等地兼具疫情防控较为有效以及经济恢复较好的特点，参考这些地区的经验，常态化核酸可能是实现二者平衡的关键。地铁、航班、拥堵延时指数等高频数据也可作为佐证。
- 8月商品房销售仍未见到好转迹象，停贷风波的影响仍在。面对房地产市场的下行压力，地方政府和中央政策频频“出手”，通过保交楼、保销售和保信用的方式，试图化解现阶段房地产市场的核心风险。当前政策力度仍然较小，政策频率也是此起彼伏，居民信心的重建或需要更大的政策力度推动。
- **LPR 调降影响几何？**上周一央行调降1年期MLF 10BP，本周一即8月22日上午9:17央行调降5年期LPR 15BP，调降1年期LPR 5BP，略不及市场预期。数据公布后，10年国债活跃券收益率下行0.75BP，后震荡上升，沪深300指数低开，随后震荡翻红，房地产行业指数同样低开，走势弱于大盘，截至上午10:00跌幅为-0.4%。
- 我们整理了2019年以来历次LPR调降后市场的走势，剔除2020/02/20异常值样本和LPR单独降息的情况下，10年国债收益率一周后下行约2BP，之后总体呈现震荡走势；对股市整体影响较小，2周内沪深300指数震荡小幅攀升；短期对房地产行业指数有一定的刺激作用，两周后房地产行业指数对沪深300指数的超额收益率约为0.6%。
- **流动性宽松，推动债市和小盘股走强。**债市在宽货币的影响下大幅走强，MLF超预期降息，10年国债收益率一周下行幅度达15BP，远超MLF调降幅度，可能已包含22日调降LPR的部分预期，债市继续大幅下行的动力减弱，短期内或在当前点位保持震荡。小盘股强势依旧，自4月27日大盘反弹以来连续保持较强的反弹力度。国证2000指数已累计反弹近37%，而沪深300指数仅为10%，超额收益率超过25%。这一波小盘股的强势或与流动性宽松有较大关系。
- 往后看，股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。

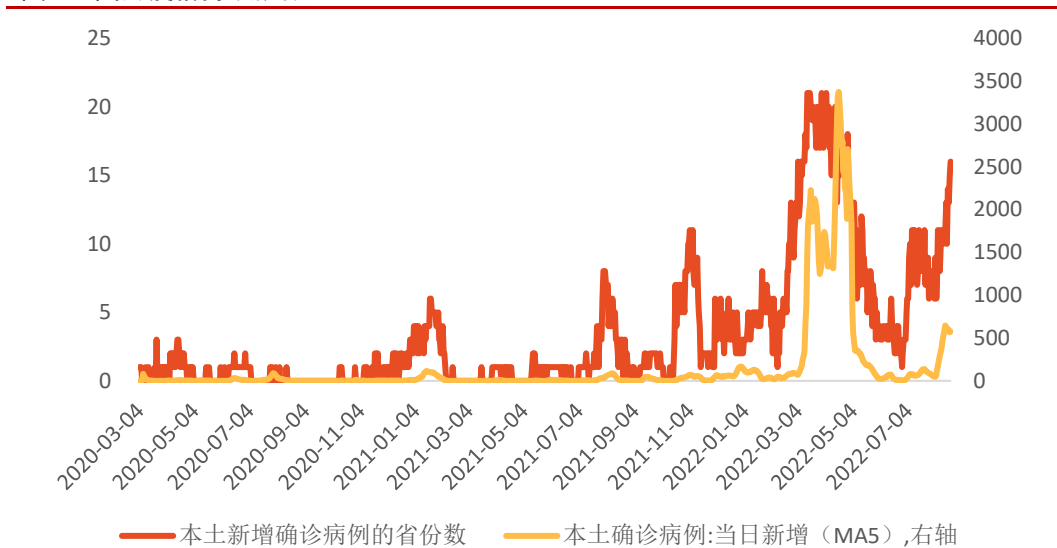
风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

## 1 疫情和地产仍未好转

当前，国内经济的主要影响因素仍为疫情和地产。

疫情方面，8月以来，国内疫情继续扩散，当日新增确诊病例的省份数突破15个。新疆、西藏、三亚、重庆等旅游重地疫情严重，且有一定的外溢现象。

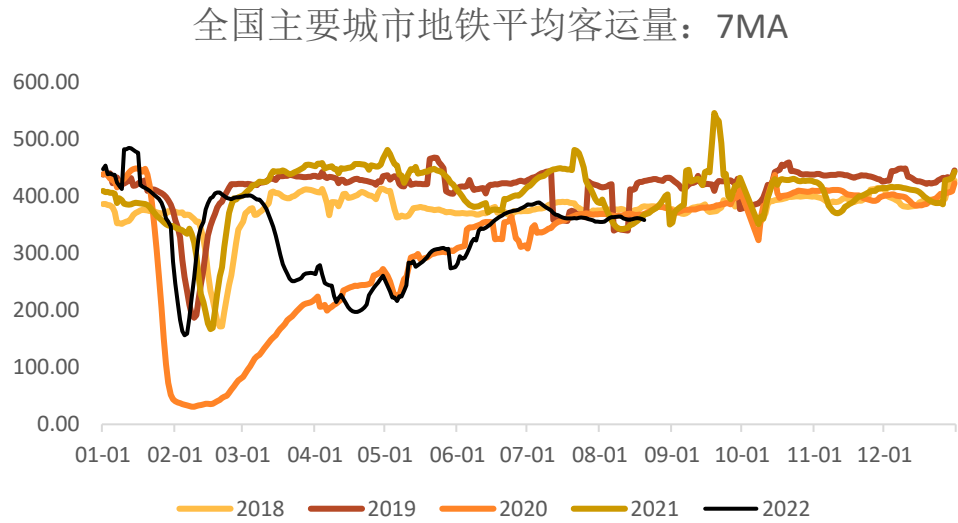
图 1：国内疫情持续扩散



资料来源：Wind, 首创证券

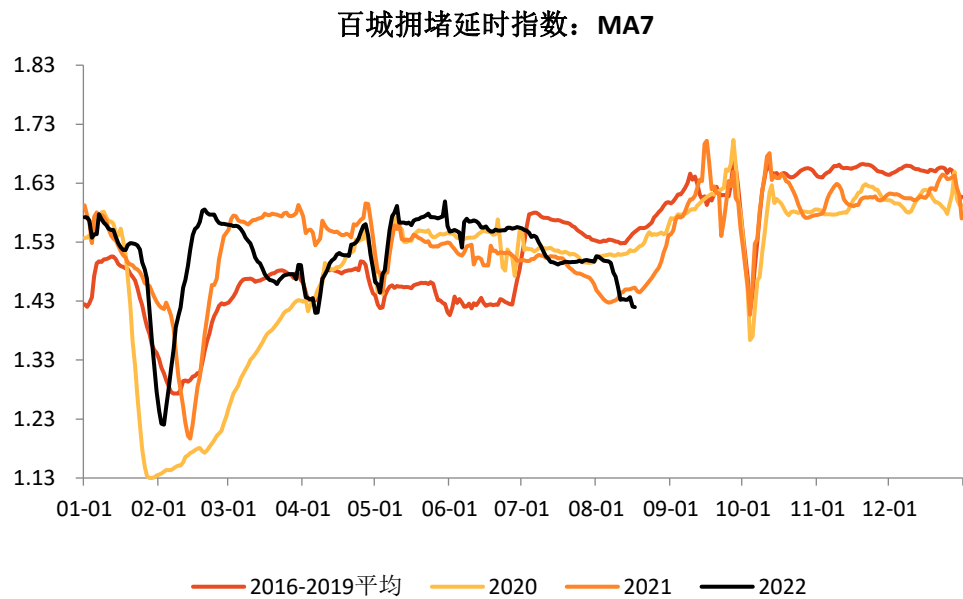
但从地铁、航班、拥堵延时指数的高频数据来看，疫情对三者的影响从小到大分别是地铁<航班<拥堵延时指数，其包含的城市量级由大到小，一二线城市常态化核酸的比例更高，其经济活动受疫情的冲击更小，而没有条件进行常态化核酸的中小城市，受到疫情冲击的可能性更大。深圳、上海、北京等地兼具疫情防控较为有效以及经济恢复较好的特点，参考这些地区的经验，常态化核酸可能是实现二者平衡的关键。

图 2：地铁客运量保持平稳



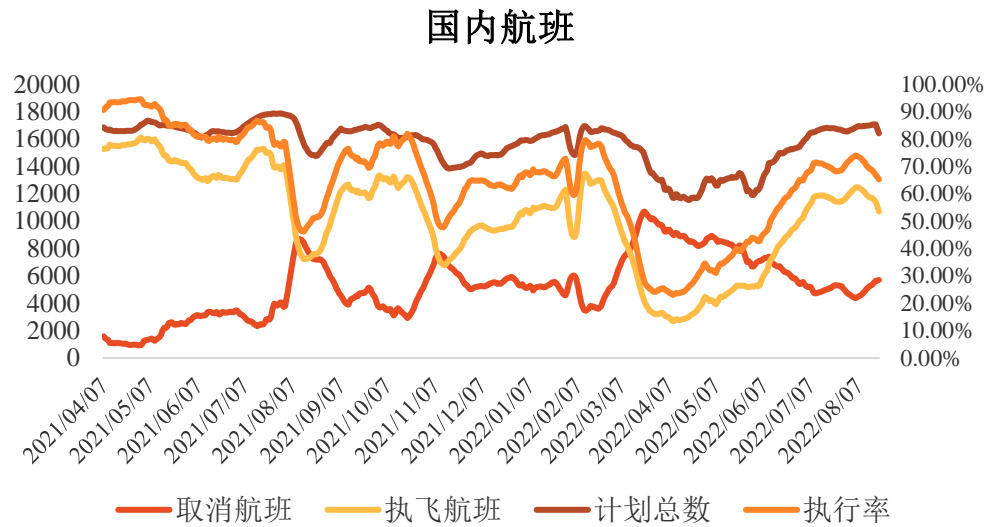
资料来源：Wind, 首创证券

图 3：拥堵延时指数 8 月再下台阶



资料来源：Wind, 首创证券

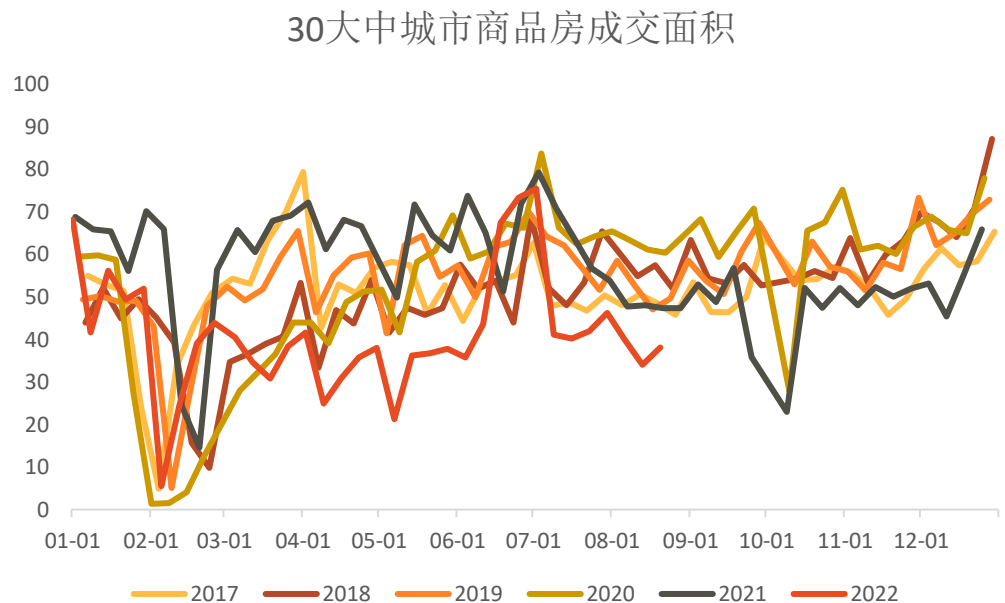
图 4：国内航班量 8 月降幅扩大



资料来源：Wind, 首创证券

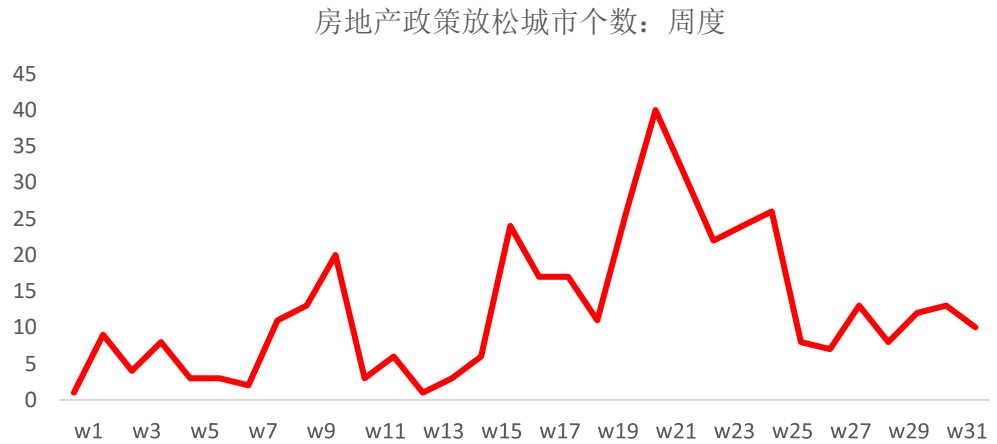
8 月商品房销售仍未见到好转迹象，停贷风波的影响仍在。面对房地产市场的下行压力，地方政府和中央政策频频“出手”，通过保交楼、保销售和保信用的方式，试图化解现阶段房地产市场的核心风险。当前政策力度仍然较小，政策频率也是此起彼伏，居民信心的重建或需要更大的政策力度推动。

图 5：商品房销售未见好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：地产政策放松力度有所减弱



资料来源：Wind, 首创证券

表 1：中央纾困政策整理

时间	政策/会议	主要内容
2022. 4. 29	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022. 7. 21	国常会	因城施策促进房地产市场平稳健康发展，保障住房刚性需求，合理支持改善性需求
2022. 6. 29	央行货币政策委员会 2022 年第二季度例会	要维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环
2022. 7. 29	银保监会 2022 年中工作座谈会	支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展
2022. 7. 28	中共中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生；首次表态“保交楼、稳民生”
2022. 8. 1	2022 年央行下半年工作会议	保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式；稳妥化解重点领域风险；因城施策实施好差别化住房信贷政策等
2022. 8. 5	人民银行营业管理部 2022 年下半年工作会议	稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进市场平稳健康发展
2022. 8. 9	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	扩大“六税两费”适用范围，将省级人民政府在 50% 税额幅度内减征房产税的适用主体由增值税小规模纳税人扩展至小型微利企业和个体工商户
2022. 8. 12	银保监会通气会	积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，千方百计推动“保交楼、稳民生”
2022. 8. 16	经济大省政府主要负责人座谈会	李克强总理需求不振是经济运行的突出矛盾，经济大省人口多，要多想办法促消费，扩大汽车等大宗消费，支持住房刚性和改善性需求
2022. 8. 19	住建部、财政部、人民银行等有关部门完善政策工具箱	通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用

资料来源：Wind, 首创证券

表 2：地方纾困政策整理

地区	时间	政策	主要内容
河南郑州	2022.7.19	设立地产纾困基金	通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘盘活、困难房企救助等解围纾困工作
江西景德镇	2022.7.8	《关于恒大保交楼的问题解答》	各国资平台公司进驻现场，计划 2023 年底完成景德镇市恒大保交楼任务
山东济南	2022.7.18	区住建局风险项目分析研判	同项目所在街道逐一制定“一案一策”化解处置方案，针对风险项目资金紧张问题，区住建局在保障资金安全前提下，积极帮助企业争取住建局预售监管资金支持
四川遂宁	2022.7.19	住建局通知	一个项目一个挂联方案的方式落实挂联任务，各辖区住建主管部门要明确专门人员定期跟踪项目进展情况

资料来源：Wind, 首创证券

## 2 LPR 降息，市场影响几何？

上周一央行调降 1 年期 MLF 10BP，本周一即 8 月 22 日上午 9:17 央行调降 5 年期 LPR 15BP，调降 1 年期 LPR 5BP，略不及市场预期。数据公布后，10 年国债活跃券收益率下行 0.75BP，后震荡上升，沪深 300 指数低开，随后震荡翻红，房地产行业指数同样低开，走势弱于大盘，截至上午 10:00 仍未翻红。

我们整理了 2019 年以来历次 LPR 调降后市场的走势，样本包括 1 年期或 5 年期 LPR 调降的所有情况，分别为 2019/11/20、2020/02/20、2020/04/20、2021/12/20、2022/01/20、2022/05/20。其中 2021/12/20 是 1 年期 LPR 单独降息，2022/5/20 是 5 年期 LPR 单独降息，其余样本均随 MLF 降息。

根据以上分类，我们将样本分为四种：（1）全样本，共 6 次；（2）剔除两次 LPR 单独降息的情况，余 4 次；（3）两次 LPR 单独降息的样本；（4）2020/02/20 降息之后，受海外疫情扩散等因素影响，市场波动加大，将其剔除，并剔除 LPR 单独降息情况，共余 3 次。

本次 LPR 随 MLF 降息，因此，样本 4 可能更具指导意义。观察样本 4，即剔除 2020/02/20 异常值样本和 LPR 单独降息的情况。10 年国债收益率一周后下行约 2BP，之后总体呈现震荡走势。对股市整体影响较小，短期内沪深 300 指数震荡小幅攀升，但短期内对房地产行业指数有一定的刺激作用，两周后房地产行业指数对沪深 300 指数的超额收益率约 0.6%。

表 3：历次 LPR 降息整理及市场走势

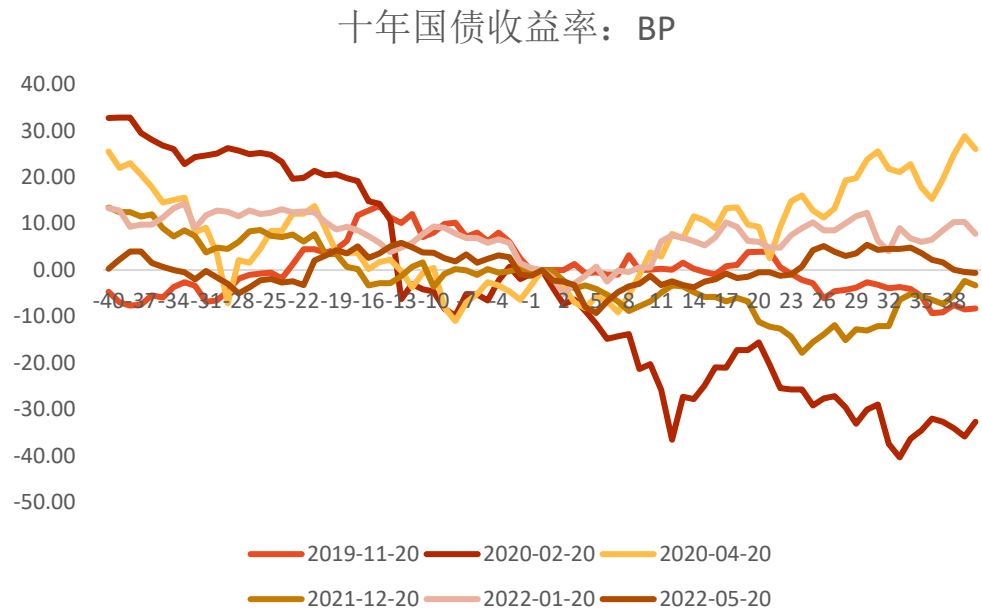
LPR 降息日期		LPR 随 MLF 降息			平均	LPR 单独降息		平均	异常值
		2019-11-20	2020-04-20	2022-01-20		2021-12-20	2022-05-20		2020-02-20
降息幅度	1 年期 LPR	5BP	20BP	10BP		5BP			10BP
	5 年期 LPR	5BP	10BP	5BP		15BP			5BP
10 年 国债 收益 率 (BP)	当天	0.04	3.30	(0.43)	0.97	0.21	1.26	0.73	0.81
	一周	(0.47)	(5.75)	0.77	(1.82)	(4.05)	(9.26)	(6.65)	(11.55)
	两周	0.04	3.78	0.57	1.46	(6.78)	(1.24)	(4.01)	(20.28)
	1 个月	3.92	9.30	6.04	6.42	(11.18)	(0.47)	(5.83)	-15.58
沪深 300	当天	1.57%	0.36%	0.90%	0.95%	-1.50%	1.95%	0.22%	2.30%
	一周	5.99%	-0.80%	-4.22%	0.33%	0.80%	-1.87%	-0.54%	-1.44%
	两周	3.39%	1.85%	-3.81%	0.48%	0.77%	2.17%	1.47%	1.50%
	1 个月	4.98%	1.57%	-6.10%	0.15%	-1.37%	6.20%	2.41%	-13.40%
房地 产行 业	当天	3.19%	-0.17%	-0.53%	0.83%	0.78%	-1.15%	-0.19%	1.03%
	一周	7.09%	-0.92%	-5.27%	0.30%	0.64%	-3.36%	-1.36%	-1.28%
	两周	4.54%	0.22%	-1.53%	1.08%	4.77%	-6.56%	-0.89%	5.74%
	1 个月	7.85%	-1.38%	-5.14%	0.44%	6.85%	-3.84%	1.51%	-11.35%
房地 产行 业指 数-沪 深 300	当天	1.62%	-0.54%	-1.44%	-0.12%	2.28%	-3.10%	-0.41%	-1.27%
	一周	1.09%	-0.13%	-1.05%	-0.03%	-0.15%	-1.49%	-0.82%	0.16%
	两周	1.15%	-1.63%	2.27%	0.60%	4.01%	-8.73%	-2.36%	4.25%
	1 个月	2.87%	-2.94%	0.96%	0.29%	8.23%	10.04%	-0.91%	2.05%

资料来源：Wind, 首创证券

结果显示，LPR 单独降息，短期内国债收益率的下行幅度略大于 LPR 随 MLF 降息的情况，同时剔除 2022/02/20 异常样本以后，10 年国债收益率 1 周内下行幅度约 2BP，而单独降息的样本下行幅度超过 6BP，之后呈现震荡回升的走势。

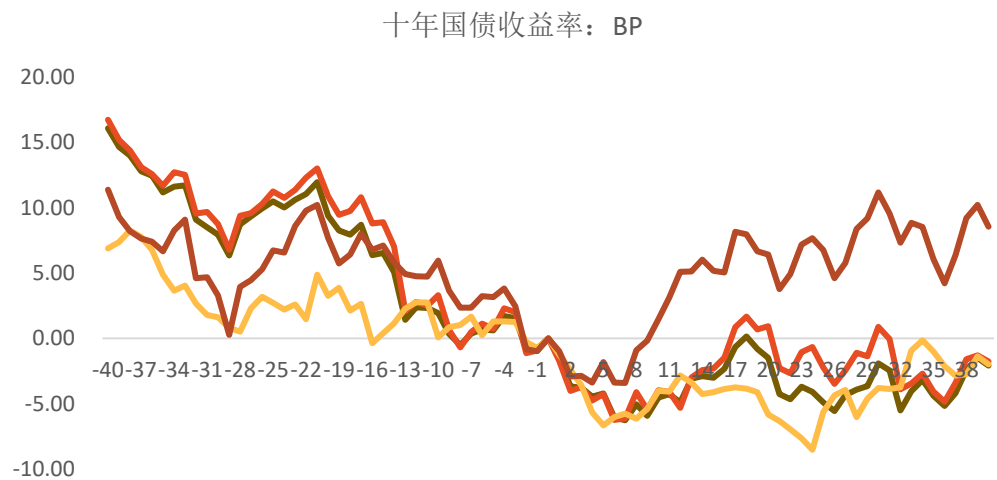


图 7: LPR 调降后 10 年国债收益率走势



资料来源: Wind, 首创证券

图 8: LPR 调降后 10 年国债收益率走势



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_45496](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45496)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>