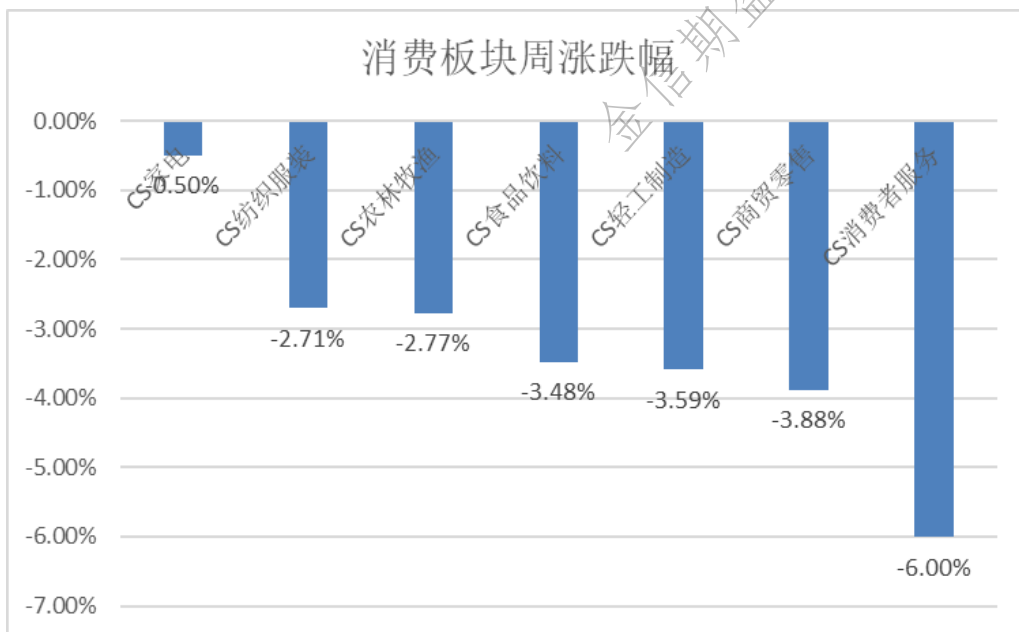
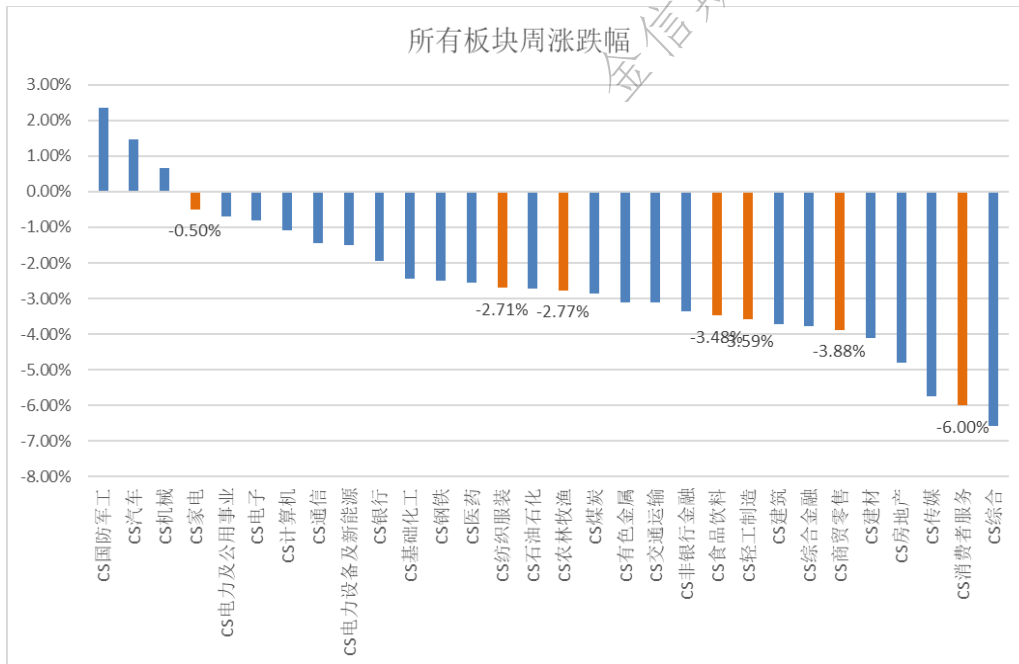
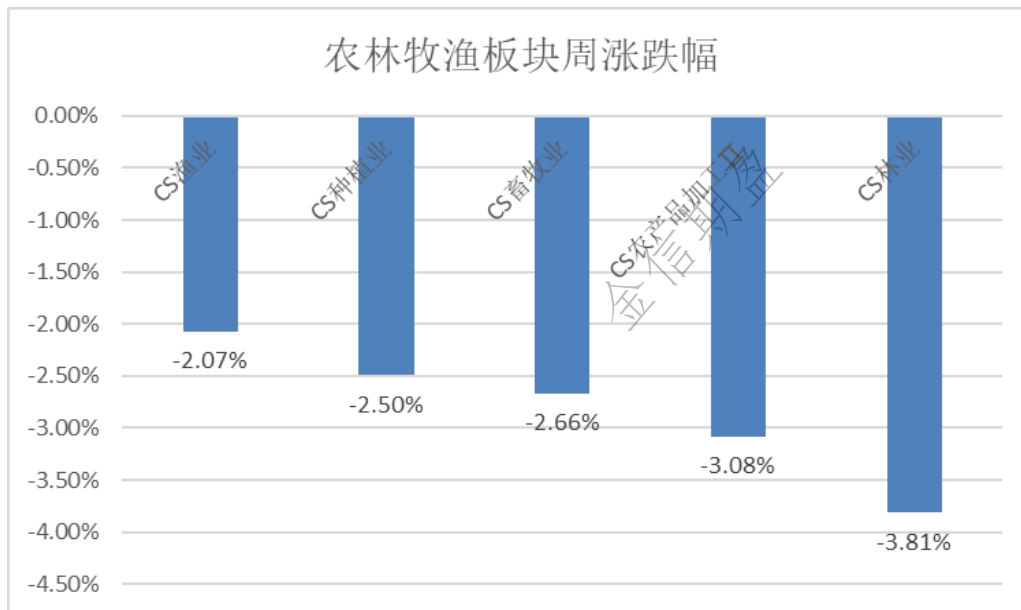


## 金信期盈证券权益市场周报 (20230619-0623)

### 本周市场大盘分析



农林牧渔板块周涨跌幅



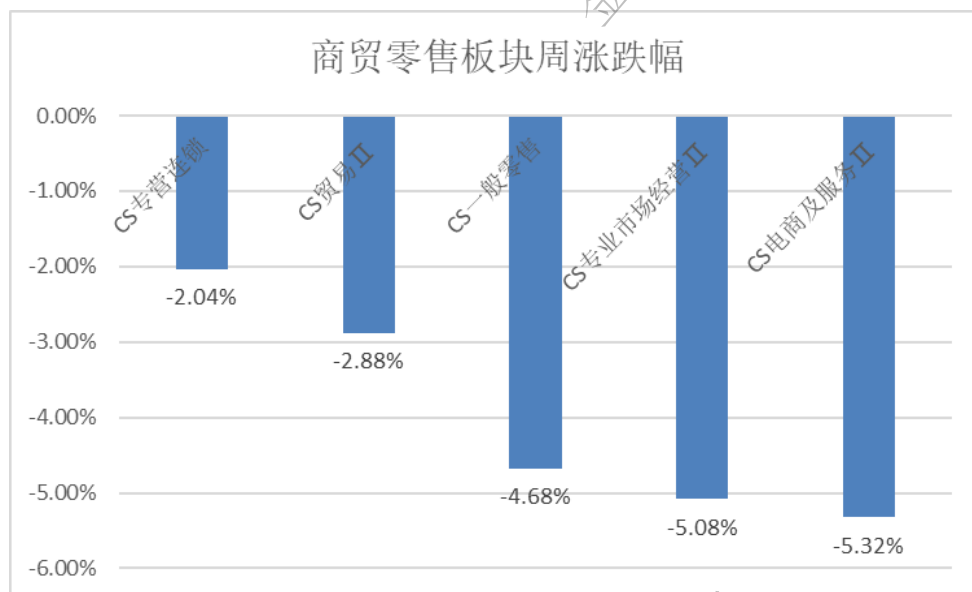
证券代码	证券简称	农林牧渔
300972.SZ	万辰生物	6.34%
300268.SZ	*ST 佳沃	3.99%
300313.SZ	*ST 天山	3.94%
002548.SZ	金新农	3.12%
300119.SZ	瑞普生物	1.83%
001338.SZ	永顺泰	-6.45%
002200.SZ	*ST 交投	-6.79%
002505.SZ	鹏都农牧	-8.37%
001366.SZ	播恩集团	-10.22%
002852.SZ	道道全	-13.07%

### 【生豬】

仔猪价格继续下行，叠加高温强降雨天气影响，产能去化或加速。涌益数据显示 6 月 25 日全国生猪出栏均价 14.03 元/公斤，需求端下游消费复苏较慢，冻品库存高位，叠加端午节后消费回落，供需关系偏宽松，预计猪价低位震荡。周期底部补栏低迷，涌益本周仔猪全国均价为 502 元/头，环比小幅下降，养殖持续亏损下仔猪补栏需求较弱，业内已有企业多次下调仔猪采购价格，且仔猪补栏旺季已过，不排除后续仔猪价格继续走弱可能，若仔猪开始亏损，行业产能去化或进一步加速。当前生猪养殖亏损已持续超过 5 个月，资金压力下行业产能持续去化，5 月能繁母猪存栏量环比-0.6%，相较于 4 月去化加快，且当前全国已有 180 个地方发布高温红色预警，南方区域强降雨袭扰，高热高湿天气下猪病传播可能性增大。

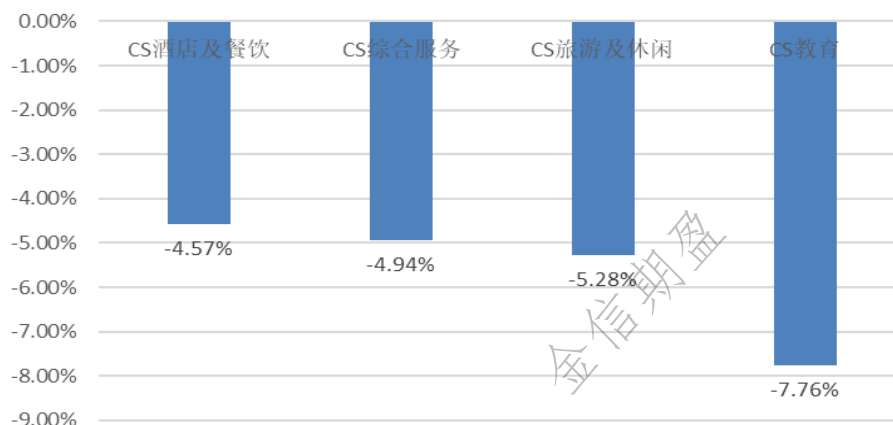
### 【白鸡】

鸡苗价格淡季见底在即，预计大周期拐点临近。本周毛鸡价格弱势运行，鸡苗价格维持震荡，6 月 25 日烟台地区毛鸡报价 4.3 元/斤，环比持平，苗鸡大场报价 2.6 元/羽，环比略降。5 月淡季鸡苗价格自高位迅速回调，当前补栏苗鸡对应毛鸡出栏为高温天气，养殖风险较大，故市场散户补栏积极性仍偏弱。短期看，疫后经济修复有望提振餐饮场景需求，鸡苗、毛鸡价格下行空间较小；中长期看，在 22 年下半年祖代产能短缺并未传导到商品代情况下，商品代鸡苗及鸡肉价格表现已较为强势，随着上游祖代产能缺口的传递，叠加需求层面消费的边际复苏，预计商品代鸡苗以及鸡肉价格也有望冲击历史新高。



证券代码	证券简称	商贸零售
000615.SZ	*ST 美谷	15.87%
605599.SH	菜百股份	9.76%
600710.SH	苏美达	7.52%
000861.SZ	海印股份	2.45%
000151.SZ	中成股份	1.52%
000715.SZ	中兴商业	-9.39%
603101.SH	汇嘉时代	-9.50%
605136.SH	丽人丽妆	-11.29%
300518.SZ	盛讯达	-11.82%
600415.SH	小商品城	-16.96%

消费者服务板块周涨跌幅



证券代码	证券简称	消费者服务
300010.SZ	*ST 豆神	8.86%
002841.SZ	视源股份	2.83%
300795.SZ	米奥会展	1.65%
835670.BJ	数字人	1.41%
900942.SH	黄山 B 股	-0.92%
600636.SH	国新文化	-8.64%
600706.SH	曲江文旅	-9.14%
000526.SZ	学大教育	-9.89%
300688.SZ	创业黑马	-10.75%
300089.SZ	文化退	-70.00%

**【端午数据与五一相比走弱】**

1、旅游人次，恢复程度不及五一今年。端午假期旅游人次恢复至 2019 年同期的 112.8%，较五一假期的 119.1%，低约 6 个百分点。

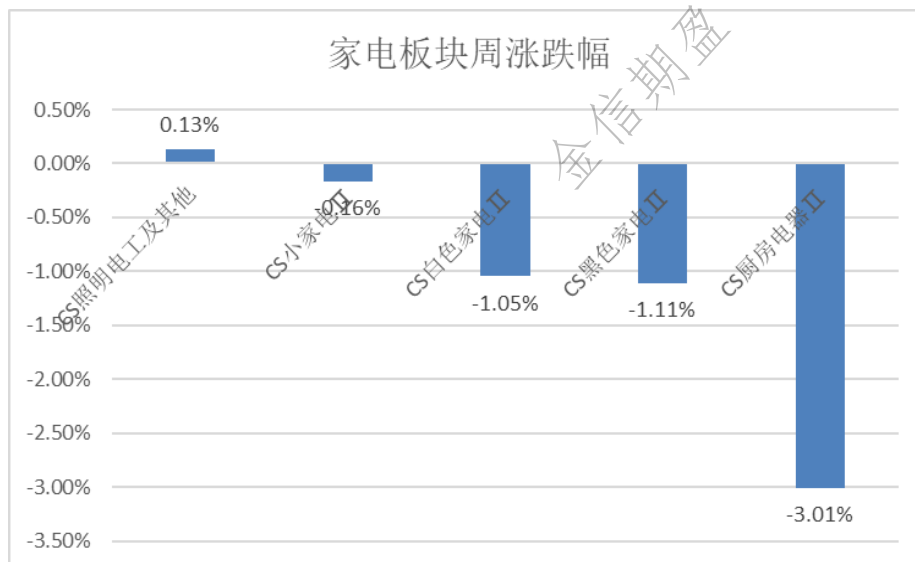
2、人均旅游支出继续下滑。端午假期人均旅游支出为 352 元，相当于 2019 年同期的 86%，五一假期人均旅游支出为 540 元，相当于 2019 年同期的 90%。

3、出行人数，修复程度略低于五一。我们用营运性客流量加上私家车客流，预计今年端午客流总量较 2019 年增长-1%-4%，增幅略低于五一前三日的 5%-6%。

4、出行半径缩短据。端午假期，游客平均出游半径 164.87 公里，同比增长 52.8%；五一假期，游客平均出游半径为 180.82 公里，同比增长 81.59%。居民出行半径在春节期间冲高后，到五一假期已出现明显回落。

5、金银珠宝销售、部分地区零售数据，增幅低于五一。

6、跨境游继续修复。端午节期间全国边检机关日均查验出入境人员，恢复至 2019 年端午节的 64.6%。五一为 59.2%。



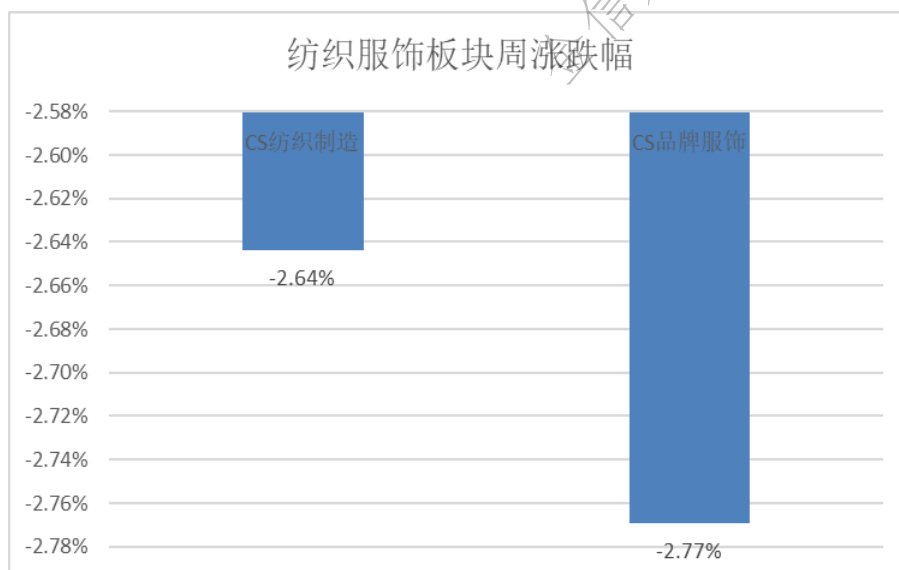
(1) 冰箱线上、线下销额分别同比上涨 1.85%、下跌 1.01%；

(2) 洗衣机线上、线下销额分别同比下跌 20.19%、下跌 3.53%；

(3) 空调线上、线下销额分别同比上涨 29.07%、下跌 1.64%；

- (4) 彩电线上、线下销额分别同比下跌 9.79%、下跌 10.58%；
- (5) 集成灶线上、线下销额分别同比下跌 30.44%、上涨 9.64%；
- (6) 洗碗机线上、线下销额分别同比下跌 11.1%、上涨 17.5%；
- (7) 扫地机器人线上、线下销额分别同比上涨 9.13%、上涨 84.55%；
- (8) 电蒸锅线上销额同比上涨 14.46%，线下销额同比上涨 34.82%。

证券代码	证券简称	家电
605555.SH	德昌股份	17.60%
002290.SZ	禾盛新材	10.94%
300916.SZ	朗特智能	9.35%
002418.SZ	康盛股份	7.29%
002050.SZ	三花智控	5.31%
001308.SZ	康冠科技	-4.55%
000016.SZ	深康佳 A	-4.68%
300911.SZ	亿田智能	-5.07%
600651.SH	飞乐音响	-6.45%
002076.SZ	星光股份	-6.91%

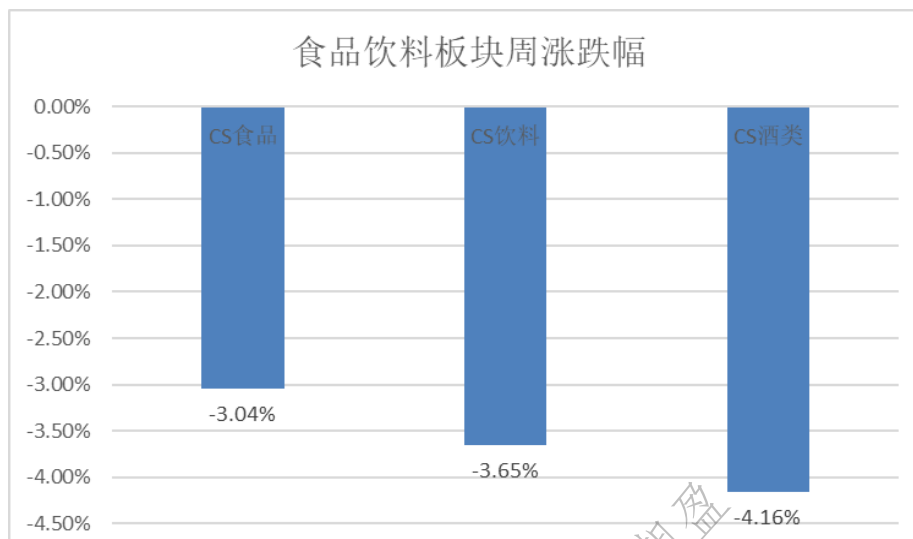


2023 年 618 综合电商销售额为 6143 亿元，同比上涨 5.4%。2023 年 618 直播销售额为 1844 亿元，同比上涨 27.6%。2023 年 618 运动户外销售额为 258 亿元，同比增速为 3.61%。

证券代码	证券简称	纺织服饰
200726.SZ	鲁泰 B	11.84%
600137.SH	浪莎股份	7.10%
300952.SZ	恒辉安防	5.52%
002674.SZ	兴业科技	3.83%
600987.SH	航民股份	3.61%
003016.SZ	欣贺股份	-6.24%
601599.SH	浙文影业	-6.73%
002154.SZ	报喜鸟	-6.74%
603555.SH	ST 贵人	-6.99%
605055.SH	迎丰股份	-7.21%

申洲国际、华利集团为代表的海外出口需求为主的制造龙头估值大部分在历史偏低水位，随着海外客户清库存进入尾声，订单前景的逐渐明朗化有望让市场重拾投资信心，下周 Nike 年报对库存及新财年指引亦值得期待。

临近中报预告期，看好服装家纺板块的中报行情，既建议关注中报业绩有望高增长的锦泓集团、朗姿股份、太平鸟、歌力思、森马服饰、九牧王、海澜之家、地素时尚、中国利郎等，又建议关注业绩韧性强，所在子行业长期景气度较高的比音勒芬、报喜鸟、波司登、安踏体育、特步国际、李宁、戎美股份。其次，建议关注产能规模在 2023 年和 2024 年有望大幅提升的部分子行业龙头公司，包括新澳股份、恒辉安防、南山智尚等。最后，若地产销售回暖，建议关注家纺子行业龙头公司罗莱生活、富安娜、水星家纺。





证券代码	证券简称	食品饮料
836826.BJ	盖世食品	7.91%
000639.SZ	西王食品	5.34%
002329.SZ	皇氏集团	1.50%
600186.SH	莲花健康	1.43%
300146.SZ	汤臣倍健	1.05%
600616.SH	金枫酒业	-7.67%
002582.SZ	好想你	-7.91%
000716.SZ	黑芝麻	-7.99%
600702.SH	舍得酒业	-8.81%
603777.SH	来伊份	-16.67%

## 【白酒】

端午白酒动销平稳，多数酒企半年度任务基本完成，当前估值性价比高。

端午期间白酒动销整体比较平稳，北方很多区域端午习俗弱，作为年中一个小旺季，端午更多定位为厂家出货节点，在全年白酒消费中占比中较低，今年情况基本符合我们预期。

分场景看，端午前以送礼为主，量与去年同期基本持平，端午期间宴席场景延续有增长趋势。分地区看，安徽延续亮眼表现，100-300 元价位宴席用酒动销较好，其他区域总体平稳。迎驾贡酒洞藏系列在省内动销延续快速增长，产品结构持续提升，叠加二季度公司产品提价，我们预计 2Q23 收入在低基数下有望接近 25%增长，利润增速高于收入；22 年洞藏收入占比 45%+，我们预计今年有望超过 50%，其中洞 16 和洞 9 增速最快，洞 20 次之；省外今年加大洞藏布局力度，截至目前预计增长双位数以上。

口子窖新品兼 10 和兼 20 已经完成全省渠道导入布局，但老品仍然承担主要销售，公司计划各区域根据新品导入情况逐步停掉老产品；公司全年目标收入增长 18%左右，预计 2Q23 在低基数下将实现不低于全年收入增长。本周央行公布 1 年期、5 年期 LPR 分别下调 10 个基点，宽松政策持续落地，我们预计随着政策效果显现、经济活跃度提升，白酒消费景气度将持续边际向上。

端午渠道反馈：弱复苏下份额优先，回款进度较优，库存价盘承压。

结合渠道反馈，端午白酒消费氛围未见明显升温，延续弱复苏态势，动销环比小幅改善，场景上大众宴请相对较好，商务及团购持续较弱。对应价格带上高端略有增长，次高端下滑，中低档动销增



速相对较优。在此背景下，酒企份额优先，按原目标加快回款进度，高端酒及区域型次高端回款进度普遍达到 60%-70%，Q2 业绩具备保障。扩张型次高端相对分化，略滞后 10-20%。追加回款发货后，渠道库存环比略提升，批价承压，飞天下行近百元至 2740，普五/国窖微降 5-10 元。具体回款进度及渠道质量上：

- **高端酒企业经营节奏正常，老窖转换策略加强回款**

茅台经营节奏正常，回款进度 55%+，飞天整箱/散瓶批价降至 2900/2740 元。

五粮液回款进度 70%+，库存及价盘稳定。

老窖春雷行动后回款进度约 60%，发货进度约 50%，近期全面停货，库存增加至 2 个月+，仍属健康区间。

- **苏酒徽酒回款稳步推进，库存价盘保持稳定。**

洋河梦系列回款 65%+，海天约 60%。

古井回款 6 月末预计可到 70%，省外快于省内，古 16 动销表现优秀引领结构提升。

今世缘回款进度 65%+，库存略提升至 2-3 个月，V3 增速较快。

- **扩张型次高端需求受损相对较重，汾酒表现较优。**

汾酒回款进度 60%+，库存 1.5 个月左右。

舍得 6 月加强回款，目前进度 40%+。

酒鬼酒回款较去年仍有下滑，库存降至 35%左右，价盘略有修复。

水井坊回款持平。

**产业链各环节短期更求周转。**行业当前处于自我调节和优化的过程，端午作为二季度淡季中的“小旺季”，在今年更多承担督促回款的节点作用。从产业链各环节看，**酒企端在业绩增长和市场健康之间做平衡**，端午渠道政策力度一般，更多是加强回款发货，提前锁定业绩确定性，同时加强终端费投力度，并针对端午推出文创产品。渠道端**以价换量、先求周转**，资金紧张、库存不低、价格倒挂问题相对普遍，消化库存仍在进行，心态上普遍谨慎。**消费端相对理性谨慎，更追求性价比。**6 月婚喜宴不多，商务及团购需求仍弱，京东披露 618 期间酒业成交额同增 80%，头部名酒翻倍增长，但折扣力度较大。

需求试金石更看中秋国庆，7-8 月或迎向好拐点，全年业绩确定性仍强。

全年看端午动销量占比不大，行业真实动销及需求试金石更看中秋国庆，产业上 7-8 月或迎向好拐点。

一是 7-8 月行业逐步进入中秋旺季备货阶段，宴席、送礼有望迎来明显回补，行业社交刚需特点或再度显现。

二是上半年酒企多份额优先锁定业绩，行业持续消化库存，下半年酒企量价策略或更从容，更多价格措施可以期待，价盘及经营质量有望进一步提升。三是酒企及渠道在旺季前或更加主动作为，通过促销、加大品牌推广力度等手段促进市场需求改善。全年看业绩完成置信度仍高。

图表 4 主要酒企渠道跟踪表

酒企	回款	库存	批价	动销及近期跟踪
茅台	55%	0.5 个月	飞天整箱/散瓶批价 2900/2740 元	精品 6 月持续放量，价格小幅下降至 3350 元左右；生肖酒经销商渠道库存较多，整体出货较快；举行以“以麦相承 爱国敬业”为主题的癸卯年端午大典。
五粮液	70%+	1 个月	普五批价 940-950 元	经典五粮液动销有所恢复，普五渠道去库存化较快，1618 宴席市场逐步恢复；APEC 工商领导人中国论坛战略合作伙伴与指定用酒。
老窖	60%	2 个月	国窖高度/低度批价 890/650 元	6 月 16 日起国窖 1573 经典装、窖龄 30 年、60 年开始停货；特曲 60 同比增长 15%-20%；浙江市场低度国窖份额不断提升，CEO 林锋率队调研重庆市场。
汾酒	60%+	1-1.5 个月	复兴版/青花 20 批价 780/350 元	青 20/玻汾价格略有上涨，玻汾配额略有前置；与招商海通达成合作。
洋河	60%-70%	2 个月左右	M6+/水晶梦/天/海批价 610/400/280/120 元	发货进度与回款进度保持一致；进一步加大 M9、手工班等高端产品的市场拓展力度；回馈股东，现金分红超 56 亿元。
今世缘	65%	2-3 个月	V3/四开/对开批价 550/410/255-260 元	V3 维持高速增长态势，在南京、淮安市场动销亮眼；四开/对开/淡雅回款进度 70%，V9 回款进度 50%左右；对开/四开库存相对较高；淡雅在省内市场份额不断提高。
古井	60%+	2-3 个月	古 20/古 16/古 8/古 5 批价 560/350/220/115 元	合肥市场端午打款进程基本结束，渠道良性，在省内市场与核心终端店绑定，增加渠道利润；亮相 RCEP 地方政府暨友城合作（黄山）论坛。
舍得	40%+	3 个月	品味舍得批价 350 元	增长动力较强，舍之道增长 20%+，T68 弹性较好；受益于 4-5 月的库存消化，当前库存存在低位水平；联合圣悠活推出联名冰淇淋。
水井坊	持平	2 个月	臻酿八号批价 310 元	召开股东大会，23 年计划重点提升品牌力，强化渠道，提升产能，并优化组织结构；Q3 营收增速预计双位数；臻酿 8 号开瓶率提升；Q2 动销大于出货，库存良性；聚焦八大战略市场，加速非核心市场发展，深化 TOP20 城市策略，臻酿 8 号零售价上调 30 元/瓶。

资料来源：今日酒价，黄山发布，酒业家，云酒头条，洋河官方商城，渠道调研，华创证券

### 【啤酒】

龙头 4 月边际修复进程延续，继续关注去年同期销量低基数下的现饮渠道修复进程，且随着淡季提价落地、成本压力回落叠加场景复苏催化，高端化有望改善行业利润表现。

1) 今年旺季现饮渠道的恢复逻辑正逐步兑现，同时去年四季度以来的淡季提价亦有望小幅贡献吨价提升动力；公司端重啤等受疫情影响较大的标的或在政策优化逻辑中表现出更大弹性。

2) 整体原料价格已迎拐点，成本压力已从去年四季度开始缓解。2023 年 3 月铝材/纸箱/玻璃瓶价格同比-18.7%/-22.2%/-21.1%；原材料中的进口大麦全年或同比双位数增长，预计两者综合下原材料成本有望持平或微降。

3) 高端化仍在稳步推进中，高端单品表现带来强劲吨价提升势头。板块具备中长线布局价值。

青啤：5 月份销量预计同比-2%，主要受同期高基数影响，但结构提升加速。

重啤：5 月环比持续改善，预计 5% 增长，其中乌苏 0%。

华啤：5 月销量预计同比双位数增长，其中喜力增速超 30%。

燕京：5 月销量预计同比 2%，其中 u8 同比 40%。

### 【乳制品】

近期销售温和增长，全年经营稳健向上可期。

我们草根调研显示受消费复苏偏弱影响，4-5 月乳制品行业低基数下实现温和增长。伴随经济及消费继续恢复，预计 3Q 乳制品销售受益于旺季送礼消费场景复苏及低基数有望实现较好复苏，增速环比改善。

全年看，我们预计龙头乳企内生收入有望实现中高个位数稳健增长，部分优势区域乳业凭借外围市场拓展收入增长或好于龙头乳企；同时受益成本下降、结构升级、费率优化等，料 2023 年乳企利润率有望如期提升。当前伊利/蒙牛交易在 2023 年 P/E 16.9/16.3x，处于历史估值底部区间，长期看估值处于相对低点，维持推荐。此外，我们看好部分具备竞争力的区域乳企收入及业绩的成长性，其中看好新乳业实现利润率提升、天润乳业未来持续拓展疆外市场的增长前景。

### 【速冻食品】

1H23 预制菜行业蓬勃发展，便利店蓬勃发展利于预制菜鲜食化、品牌化。1H23 预制菜首次被写入中央一号文件，各省市积极出台支持政策，同时各地加速行业标准出台，从企业看，包括安井、三全、千味、得利斯、春雪食品等企业纷纷布局预制菜产能，在产品上持续推新，渠道上亦针对性进行布局。根据京东，今年 618 期间，京东超市预制菜品类同比增长超过 100% 的品牌超过 20 个，其中老字号表现亮眼。从线下看，上海区域全家、罗森设制预制菜冷柜区，以“鲜食+预制菜”满足消费者“到店+到家”需求。

根据 CCFA，2019 年至 2022 年，我国便利店销售额从 2556 亿元增长至 3834 亿元，便利店门店数量从 13.2 万家增长至 30 万家。我们认为在传统大卖场缩店趋势下，C 端便利店渠道蓬勃发展，随其覆盖及密度提升，亦利于 C 端预制菜鲜食化、品牌化发展。自 2022 年 6 月初至今油脂价格进入下行趋势，根据 Wind，棕榈油、豆油、豆粕现货价格距 2022 年高点下降 55%、39%、28%，6 月

21 日棕榈油、豆油、豆粕现货价格分别为 7440、8015、4085 元/吨，分别同比-41%、-27%、-0%，环比上周+2%、+3%、+5%，白鲢鱼价格自 3Q21 高位以来下降 28%，相比去年同期下降 9%，以其为原料的淡水鱼浆价格亦处低位。

### 【休闲食品】

1H23 包装零食食品需求稳健性相对偏高，新渠道与新产品为部分零食公司带来新增量。

公司情况：基数较小的公司受益于新渠道及新规格的快速放量，比如盐津铺子/甘源食品/劲仔食品，三家公司 4Q22+1Q23 收入同比+47.5%/15.0%/43.4%，我们预计 2Q23 收入同比增速仍将保持较块增长。对于规模基数大的休闲零食公司（如洽洽食品、卫龙），收入体量偏大、渠道渗透基础好，新增渠道增量贡献拉动效果相对偏弱，另外洽洽食品 1H22 受益于居家消费旺盛瓜子产品基数高，卫龙 1H22 仍受到产品结构调整影响，我们预计 1H23 洽洽及卫龙收入同比增速相对偏弱。门店模式休闲食品公司经营情况整体处于恢复中。卤制品门店一般在 5-10 月为销售较旺的月份，其中 7-8 月最高，因此新开门店多集中于上半年，从目前开店情况来看，绝味/紫燕及周黑鸭新开门店数均符合预期。

### 【顺鑫农业】

事件：230626 公司拟通过在北京产权交易所挂牌的方式公开转让顺鑫佳宇 100%的股权，按照评估结果确定挂牌价格为人民币 30.98 亿元。

地产剥离事件始末：自 18 年开始持续推进地产业务剥离动作，前几年剥离海南、包头等地产项目，也做了减值，22 年开始只剩下北京房地产项目。22 年 6 月领导班子换届后，今年新领导重点是地产业务剥离，前期购买子公司办公楼以及债转股，顺鑫佳宇变成只有住宅项目净资产为正的全资子公司，1-5 月合并报表净资产为 26.43 亿。

当前地产坚定剥离，集团保底：公司此前公告准备挂牌北交所找地产买家（21 年也挂牌过无买家），本次评估资产后正式推进挂牌流程。地产业务资产评估在 30.98 亿，后续推进国资委审批以及北交所挂牌流程，顺利的话 2-3 个月内能成交。如果经过多轮价格调整仍未能征集到意向受让方，公司控股股东顺鑫控股或其指定关联方（避免国有资产流失），将以不低于 22.5 亿元的价格参与此次摘牌。

对公司报表的影响：此次地产业务坚定剥离，集团保底，最后成交价格跟合并报表净资产做比价，如果成交 30.98 亿，利润表正向影响+4.55 亿，如果成交 22.5 亿，利润表负向影响-3.93 亿，大幅低于我们此前地产剥离的亏损预期。



公司全年白酒利润有望接近 13 亿，增速 60%+，当前白酒估值 18 倍，同时叠加地产业务剥离和集团认识调整，α 逻辑明显。二季度主销区去年同期疫情影响，渠道反馈回款发货进度普遍快于去年，同时新品打款进度符合预期，收入利润有望继续高增，建议积极乐观，继续强推！！

### 【百润股份】

	总销售额	强爽	占比
2023年4月	3.2	1.7	55%
2023年5月	3.7	2.7	73%
6.1-6.20	1.7	1.1	62%

渠道反馈，公司六月环比趋势略有放缓，主要系：一则，目前进入公司销售小淡季，动销表现放缓；二则，五月强爽提价前（6-7%）渠道备货较足，目前正在消化中。

- 分品类看，强爽表现环比略有下滑，但同比仍处高增态势，清爽及微醺同比略有增长。强爽目前库存水平较高，清爽及微醺较低，处在良性状态中。
- 新品方面，公司近期推出微醺新包装及零糖强爽，微醺换新进一步升级产品，叠加营销活动跟进，微醺有望维持恢复性增长；零糖强爽目前尝鲜消费较多，复购率表现较好。
- Q2 展望：公司 4-5 月已完成 Q2 任务（渠道反馈年度目标 50%+ 增长），二季度表现积极，同比及环比均有良好增长。目前步入公司小淡季，公司加强渠道网点覆盖、物料及营销落地、产品升级及新品推出等基础工作建设，蓄力旺季表现。

强爽放量下推动营利双收，产业链布局强化竞争优势。我们预计，强爽和清爽在营销加持下将持续放量，微醺独处场景强化利好消费人群粘性提高，有望在销量恢复基础上进一步增长。同时，公司拟使用共计六亿元进行天津、广东和上海生产基地扩建，提高公司产能和仓储能力，为长期扩张提供支持。我们预计，随扩建项目落地和费效优化，公司盈利弹性有望增厚，盈利能力有望恢复，长期看好公司发展。此外，公司目前仍将持续打造“358”产品矩阵，通过数字化赋能，提高公司品牌的活跃度和话题度，拉动公司人群覆盖，提高品牌竞争力。最后，公司通过全产业链布局，持续强化行业竞争优势，且后续随烈酒产品的推出，有望打造又一增长极。

## 上周宏观市场回顾

### 1、6 月 LPR 如期调降

- 2023 年 6 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布 6 月 LPR：1 年期 LPR 为 3.55%，5 年期以上 LPR 为 4.20%，均较 5 月报价下调 10BP。
- 从 2022 年一季度至 2023 年一季度，1 年期 LPR 在 2022 年 1 月与 2022 年 8 月分别下调了 10BP 与 5BP，合计下调了 15BP。
- 同期，5 年期 LPR 在 2022 年 1 月、2022 年 5 月与 2022 年 8 月分别下调了 5BP、15BP 与 15BP，合计下调了 35BP。

#### 【点评】：

(1) 1 年期 LPR 下调 10BP，处于市场预期的上限。因为去年 1 年期 LPR 降幅偏低，在通胀读数走弱的环境下，现在实际短期贷款利率已经处于偏高水平，和 MLF 利率同等幅度的下调 10BP 可以更好引导银行降低实际短期贷款利率，为微观主体减负；更大力度下调缺少必要性。

(2) 5 年期 LPR 下调 10BP，低于 2022 年 5 月和 8 月的 15BP 降幅，处于市场预期的下限。5 年期 LPR 会影响居民的购房行为，是政策稳定房价、地价与预期的重要手段，其调整应该会参考房价表现。首先，2023 年前 5 个月，房价有所修复，其同比增速逐月上行，至 5 月同比增速已经从去年年底的-2.3%升至-0.5%；环比增速在 1 月份为零，2-5 月转正。其次，今年年初，央行已经建立起首套房贷利率动态调整机制，房价同比与环比连续三个月下降的城市，可以阶段性调整或取消下限，房贷利率降幅不会受到 5 年期 LPR 的限制，央行继续给 5 年期 LPR 较高降幅的必要性减弱。所以从这个逻辑上来说，后续有没有新的“因城施策”的信息出来才是关键。第三，向市场传递信息，在国常会推动经济回升的一批政策中，刺激房地产依然不是主要选项。

### 2、中美对话升级 短期破冰

2023 年 6 月 18 日，美国国务卿布林肯正式访华，会谈围绕管控分歧、明确底线、推进对话、便利交流等方面展开。从本质来看，美方主动开展对话的核心目标或在于防止误判，管控冲突，但在科技、经贸、供应链等领域或仍将长期竞争和博弈。中国国家主席习近平周一下午与美国国务卿布林肯会晤，并罕见赞扬了中美在一些具体问题上取得的进展。

CNBC 6 月 17 日报道，本次布林肯访华后，耶伦等美国官员后续有访华的可能性，拜登同样表示希望在未来数月开展高层会晤。特别是 G20 元首峰会将于 9 月在印度新德里举办，APEC 元首峰会将于 11 月在美国旧金山举办，可关注潜在的中美对话时间点。

### 3、还应期待怎样的地产政策？

近期市场博弈政策，对当下偏弱的地产，市场一方面期待政策，同时也在困惑当下：地产到底经历了怎样的现实压力，未来还有哪些政策可以放松？

研究层面先从当下地产三点特征来把握中国地产底层运行逻辑，这三点特征违背市场直觉，是理解中国地产现实的三个切入点。

(1) 横向对比国际经验，**中国本轮地产下行并非缘起金融杠杆过高**。其他国家地产价格下行往往起因于加息戳破金融杠杆泡沫，与之不同，中国本轮地产价格下行过程中并未伴随典型的金融杠杆调整现象。中国本轮地产压力**更多来自收入预期和房价预期转弱**。

(2) 不论是库存测算还是户均套数测算，均显示**中国地产总量尚未供给过剩**。着眼当下，静态库存以及动态库销比现实，只要今年销售维持正增长，则今年库存压力便弱于去年。此外，我们测算了中国城镇居民户均套数，截至目前，中国城镇居民户均套数在 1 左右，低于成熟发达国家的 1.1，说明住宅市场总量并未供给过剩。

(3) 中国地产的确结束了黄金发展二十年，大分化或是未来地产发展主题。当下中国城镇化率已超 65%，地产黄金发展期已过。未来**中国地产将迎接分化大时代**。数据层面可以同步印证。一是城市库存去化周期的深度分化，高能级城市经济带地区的有效库存较低，而靠后 60%的地区面临现实的去库压力。二是人口流动的分化，人口向东部沿海高能级城市流入，向本地省会城市流入。三是商品住宅定价分化，大部分住宅归为商品属性，价格弹性弱，一部分资源稀缺的住宅因带有金融属性，价格与货币周期同频。在政策层面得到回应，去年 4 月至今，地产需求政策因城施策陆续放松。但是，**因城施策并未与这种分化协调同步**。

既然压力更多来自收入和房价预期转弱，短期地产政策或有三个着力点。

#### 其一，降息维持居民部门资产负债表稳定。

提高居民收入及地产价格预期，需要时间，短期内延缓居民缩表进程的操作是降息，预计今年降息不止一次。



## 其二，关注高能级城市需求端政策放松的有效空间。

去年 4 月至今，低能级城市因城施策宽松政策应放尽放。低能级城市后续进一步放松空间有效，效果亦有限。若未来仍有地产需求端政策放松，有效空间还是在高能级城市。

## 其三，有效激活本轮中国地产需求，政策操作可参考 2014-2015 年。

地产价格下行压力缘自收入预期和地产价格预期。这种情况历史上并不常见，能够与当下地产现实压力类似的是 2014 年，当时也面临着地产各环节数据快速下行，宏观大背景也是内需偏弱，有效需求不足。以此推演，激活本轮地产需求，有效政策操作可参考 2014 至 2015 年。

未来地产主题是大分化，这也意味着未来地产政策调控需要双层并进。针对人口流入地区，进一步平衡住宅的居住和资源属性。抑制地产投机泡沫同时，加大“以旧换新”，“以小换大”等**改善性住房需求支持力度**。对地方的稳增长、调结构以及金融业带来较大风险的三四线城市加快地产去库可主要遵循“加快农业转移人口市民化”、“因城施策化解房地产库存”，“建立租购并举的住房制度”三条方针，采取更具针对性措施。（民生证券）。