

政策清风劲吹，地产沉疴渐愈

报告日期：2023年02月03日



徐颖 FRM 宏观策略首席分析师

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人

张燊东 宏观策略分析师

从业资格号：F03085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

★ 本轮地产周期下行复盘

地产行业“三高”发展模式本身积累了风险，这是本轮地产危机爆发的根源，融资端政策的持续收紧成为了导火索，而疫情冲击居民收入等多重因素共同压制了商品房销售的回暖。销售恶化导致较多问题：一者房价下跌，低能级城市、二手房市场房价跌幅更大；二者停工面积上升；三者后端投资增速承压，前端拿地跌幅更大，土地财政收入大幅下降，尾部城投风险上升。

★ 供给侧：疏通堵点政策升级，风险稳步化解

当前政策一方面保优质房企，同时推动出险房企风险市场化解决；另一方面保交楼。但由于市场预期尚未显著改善，资金落地节奏偏慢，另外出险房企资金缺口高达3万亿元，市场化处置存在难度，政策的效力相对有限。未来供给端政策将进一步发力：通过多种工具为优质房企补充资金、推动民营房企混改、增加纾困资金规模、利用REITs等方式盘活出险房企的优质资产。

★ 需求侧“四座大山”

稳地产的核心是稳需求、稳销售。当前需求侧政策虽持续发力，但销售回升受制于“四座大山”：一者部分地区限制性政策制约购房需求释放；二者中长期居民购房需求整体回落；三者居民债务负担较重，尤其是债务以及收入的结构性问题突出，刚需群体缺乏购房能力；四者房价下跌，改善型、投资类购房需求承压。

★ 需求侧展望：政策清风劲吹，地产沉疴渐愈

需求侧政策将继续发力，方向包括进一步解除限制性政策、缓解居民债务压力以及走租购并举道路等，但由于收入增速下降等宏观因素的压制，稳地产还需要宏观政策的积极配合。预计中央政府将成为加杠杆主体，财政支出向保民生方面倾斜。虽然地产和宏观政策会积极改善行业和宏观基本面，但受制于居民部门高企的债务压力，预计销售回暖的幅度相对有限，房地产税试点扩大的可能性不高。预计2023年商品房销售增速跌幅收窄至-9%--3%的区间内，结构上一线城市销售的表现或强于低能级城市。节奏上，销售底或在年中出现，投资底在下半年出现。

★ 风险提示

债务风险超预期，地产政策超预期。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1、本轮地产下行周期复盘..... | 5 |
| 1.1、供给侧政策收紧引发地产危机..... | 5 |
| 1.2、销售承压地产周期启动乏力..... | 6 |
| 2、供给侧展望：疏通堵点政策升级，风险稳步化解..... | 11 |
| 2.1、现有政策效力相对有限..... | 11 |
| 2.2、政策生效存在堵点..... | 12 |
| 2.3、政策展望：推进房企混改，地产项目 REITs 化..... | 14 |
| 3、需求侧：“四座大山”制约，政策效果不明显..... | 15 |
| 3.1、“房住不炒”基调下，需求侧政策力度有限..... | 15 |
| 3.2、需求侧“四座大山”..... | 16 |
| 4、需求侧展望：政策清风劲吹，地产沉疴渐愈..... | 22 |
| 4.1、地产与宏观政策共同发力..... | 22 |
| 4.2、房地产税试点扩大的可能性不高..... | 23 |
| 4.3、预计 23 年销售增速在-9%至-3%之间，年中逐渐企稳..... | 24 |
| 5、总结..... | 26 |
| 6、投资建议..... | 26 |
| 7、风险提示..... | 26 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：2020 年之前，房企资产负债率不断上升..... | 5 |
| 图表 2：政策收紧后，房企中资海外债发行规模下降..... | 5 |
| 图表 3：融资政策收紧后，国内贷款和自筹资金承压..... | 6 |
| 图表 4：22 年停工面积较 21 年大幅上升..... | 6 |
| 图表 5：销售增速下降，房企资金回笼难度加剧..... | 6 |
| 图表 6：一线城市商品房销售相对抗跌..... | 6 |
| 图表 7：二线城市商品房销售面积低于季节性..... | 7 |
| 图表 8：三线城市商品房销售面积明显低于季节性..... | 7 |
| 图表 9：新房价格持续下跌..... | 8 |
| 图表 10：一线城市新房房价相对抗跌..... | 8 |
| 图表 11：二手房价跌幅更大..... | 8 |
| 图表 12：三线城市二手房价格跌幅更大..... | 8 |
| 图表 13：库销比回升..... | 9 |
| 图表 14：土地购置面积、成交价款增速持续下降..... | 9 |
| 图表 15：土地购置溢价率降至 3% 之下..... | 9 |
| 图表 16：一线城市住宅类用地溢价率高于二、三线..... | 9 |
| 图表 17：地方国企拿地占比震荡上升..... | 10 |
| 图表 18：地方政府土地财政收入增速下降..... | 10 |
| 图表 19：2023 年、24 年城投债集中到期..... | 10 |
| 图表 20：部分地区城投有息债务压力较高..... | 10 |
| 图表 21：政策加码后，地产指数反弹..... | 11 |
| 图表 22：23 年一季度房企偿债压力仍较大..... | 11 |
| 图表 23：近半数问题项目尚未复工..... | 12 |
| 图表 24：房企负债构成..... | 13 |
| 图表 25：民营房企有息负债占全行业比重约为 40%..... | 13 |
| 图表 26：2023 年房企收入、支出测算..... | 13 |
| 图表 27：2020 年地产开发投资中，民企占比近 7 成..... | 14 |
| 图表 28：地产政策周期..... | 15 |
| 图表 29：3 轮地产政策放松期政策工具的对比..... | 16 |
| 图表 30：近一年部分高能级城市四限政策的放松情况..... | 16 |
| 图表 31：在接近 70% 时，城镇化速度会逐渐下降..... | 18 |
| 图表 32：初婚人口数量与出生人数..... | 18 |
| 图表 33：我国居民部门杠杆增速快，绝对水平偏高..... | 18 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 34：居民债务增速长期高于收入增速 | 18 |
| 图表 35：居民债务收入比 | 19 |
| 图表 36：我国居民债务收入比绝对水平偏高 | 19 |
| 图表 37：一线和核心二线城市房价收入比震荡上升 | 20 |
| 图表 38：中美两国房贷利息支出率走势 | 20 |
| 图表 39：储蓄率和收入基尼系数走势较为一致 | 20 |
| 图表 40：低收入群体收入增速受疫情冲击更大 | 20 |
| 图表 41：居民收入、收入预期下降，购房意愿下降 | 21 |
| 图表 42：居民加杠杆意愿低，中长贷持续同比少增 | 21 |
| 图表 43：房价预期走弱，购房意愿下降 | 21 |
| 图表 44：房价跑输定期存款和通胀 | 21 |
| 图表 45：M2 同比 vs 各部门杠杆增速 | 23 |
| 图表 46：沪渝房产税在地产市场偏热时推出 | 23 |
| 图表 47：上海房产税占税收比重偏低 | 24 |
| 图表 48：重庆房产税占税收比重偏低 | 24 |
| 图表 49：目前本轮房价下跌幅度低于前几轮 | 25 |
| 图表 50：历史上销售底往往领先于投资底与拿地底 | 25 |

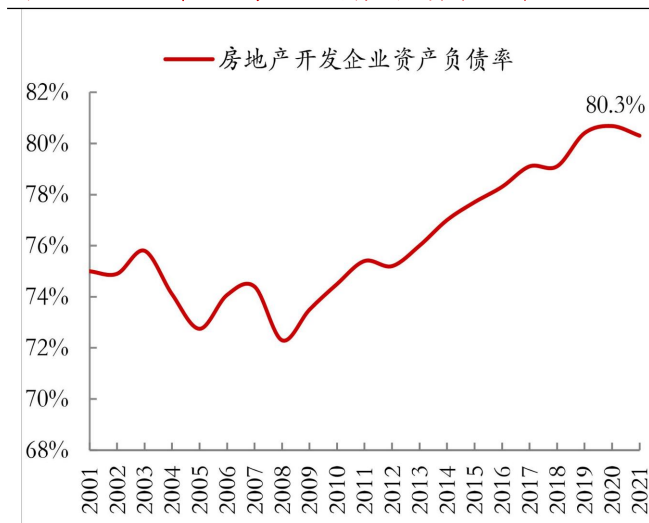
1、本轮地产下行周期复盘

1.1、供给侧政策收紧引发地产危机

地产行业“三高”发展模式本身积累了风险，这是本轮地产危机暴发的根源。自2016年以来，地产行业逐渐形成了“高周转、高负债、高杠杆”的“三高”发展模式。扩张土地规模、获取增值收益是房企主要的盈利方式，而这一方式需要大量资金，这催生了房企的“高负债、高杠杆”。一种常用的加杠杆方式便是加快推进前端开工，尽快使得商品房符合预售条件，进而获得购房者的预售资金并用于下一阶段的前端投资，即“高周转”。这样的发展模式积累了较多风险：1) 房企债务负担极大；2) 金融风险传染能力强，资金高效利用、项目滚动开发是“高周转”模式的精髓，地产金融属性迅速上升，项目、公司之间的风险隔离能力变差；3) 停工隐患高，房企过于注重前端的拿地和新开工，在融资条件收紧的环境下，后端的施工和竣工进度偏慢；4) “三高”模式高度依赖销售，若销售开始不稳定，此前积累的风险暴发，地产周期下行的时间和幅度均要超过非“三高”模式下的下行期。

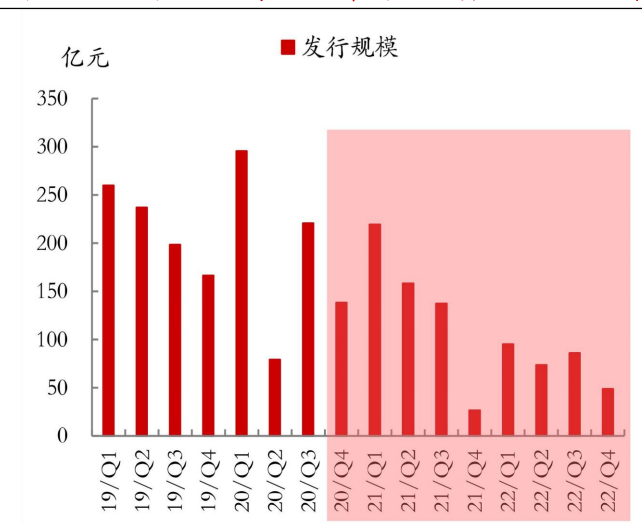
融资端政策的持续收紧成为了本轮地产危机暴发的导火索。2020年下半年以来，地产融资监管政策持续收紧，房企资金链开始断裂。2020年8月，“三道红线”政策出台，该政策直接对房企进行监管，防止财务基本面较差的房企进一步扩张负债规模；12月“贷款集中度”政策出台，银行业金融机构房地产相关贷款比重被设置了上限。政策的本意是剥离地产的金融化属性，同时在房企和居民部门之间设置风险“防火墙”，但政策迅速收紧后，由于房企借新还旧难度增加，流动性危机开始发酵。不仅如此，预售资金监管政策也在变严，这直接打破了能够维持“高负债”的“高周转”模式，单一项目的风险传染至更多项目，信用风险愈演愈烈。境外美元债投资者、国内金融机构为房企提供增量金融资金的意愿由此下降，房企陷入困境之中。

图表1：2020年之前，房企资产负债率不断上升



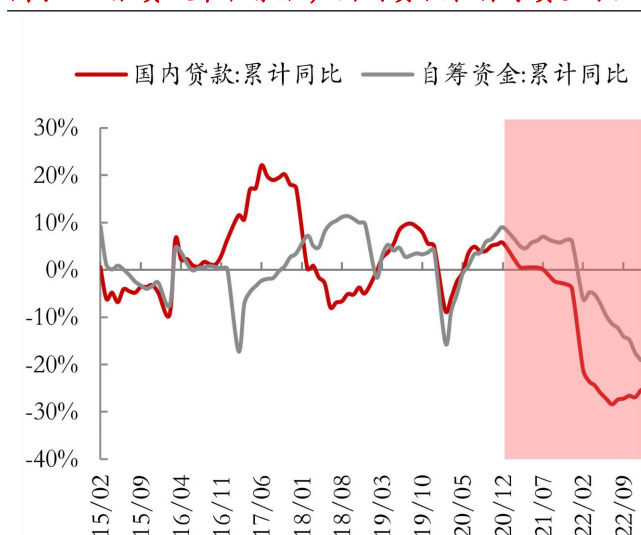
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：政策收紧后，房企中资海外债发行规模下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

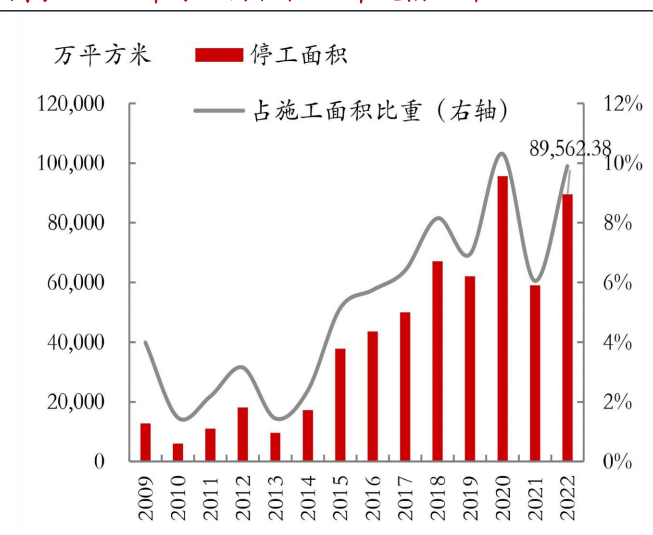
图表 3: 融资政策收紧后, 国内贷款和自筹资金承压



注: 2021 年使用两年平均增速

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

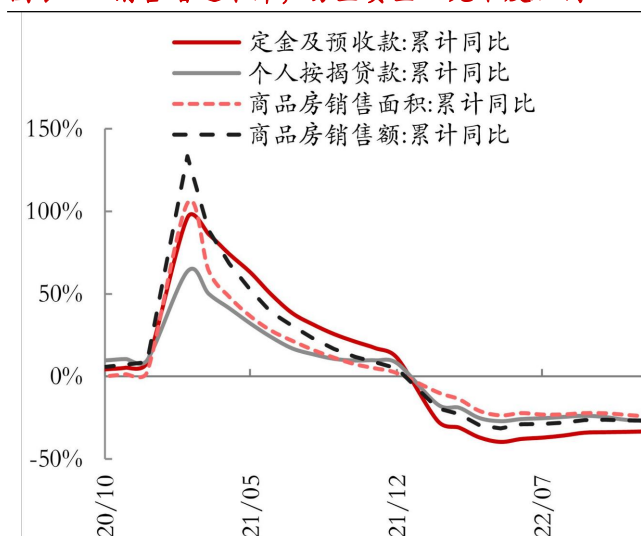
图表 4: 22 年停工面积较 21 年大幅上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

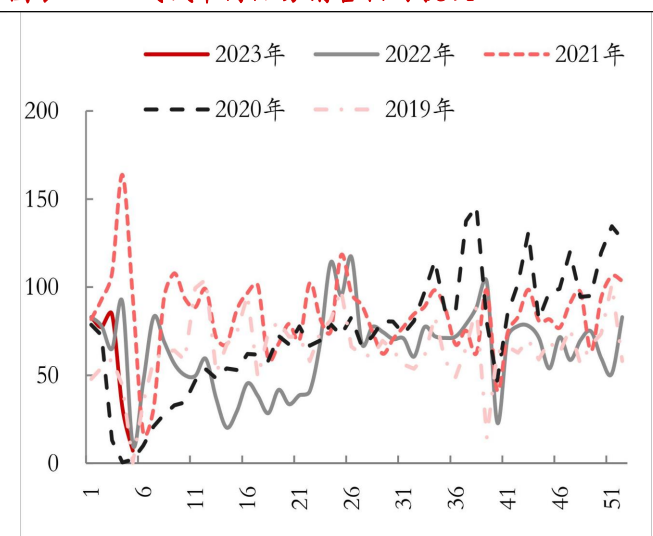
1.2、销售承压地产周期启动乏力

图表 5: 销售增速下降, 房企资金回笼难度加剧



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 一线城市商品房销售相对抗跌



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

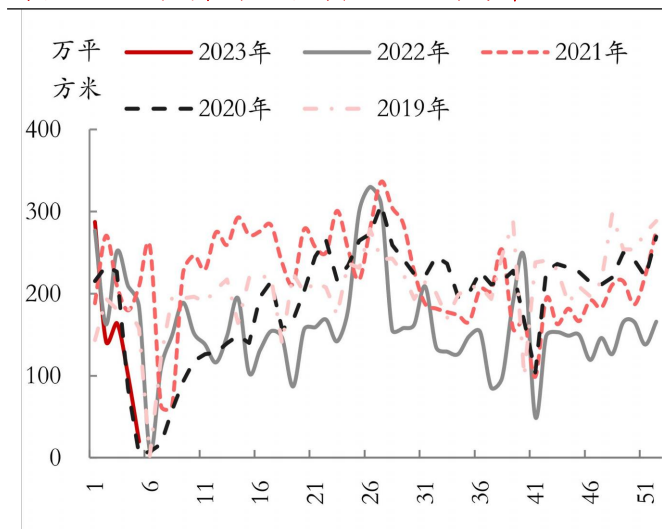
商品房销售增速大幅下降, 令地产行业雪上加霜。一者房企停工面积迅速上升, 购房者对于期房模式的信心下降; 二者 2022 年以来, 疫情不断散发, 居民收入增速下降、收入预期承压, 但偿债压力是刚性的, 7 月多个地区发生“断贷”问题, 地产风险进一步显性化; 三者购房意愿下降与房价下跌形成恶性循环。

为应对地产危机, 纾困政策不断推出, 并经历了从保项目到保企业的升级。但截至目

前，地产相关数据仍然持续恶化。融资端，“三支箭”等政策的效果尚未完全显露，一者房企资金来源中的银行贷款分项持续大幅负增长，房地产贷款占全部贷款规模的比重持续下降。二者“第二支箭”和“第三支箭”在理论上能够修复房企的自有资金，但目前的政策效果也不明显。

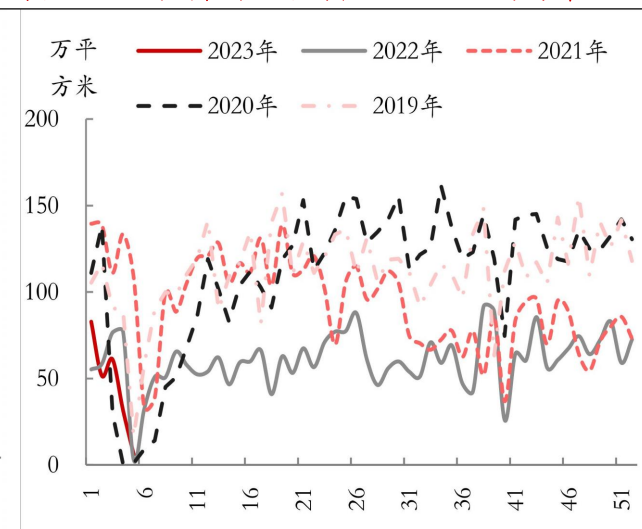
地产销售持续低迷，房企销售回款继续走弱。一线城市的核心限制性政策虽未全面放松，但由于购房需求尚在，销售的跌幅相对较小。越低能级的城市，购房需求透支的问题越为严重，稳销售政策的效力也越低。定金及预收款以及个人按揭贷款之和占全部房地产开发资金来源的比重约为50%，销售不稳、房企资金就难以脱离困境。

图表7：二线城市商品房销售面积低于季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：三线城市商品房销售面积明显低于季节性

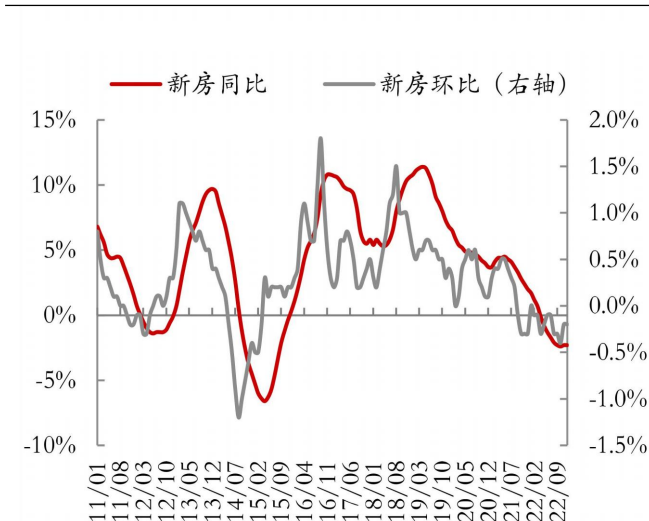


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

销售深陷困境，一者导致市场预期持续承压，房价下跌。目前70大中城市新建商品房价格下跌持续时间已经超过了此前几轮下跌期。分城市能级来看，由于弱需求的拖累，三四线城市跌幅更大。另外，由于房地产市场景气度偏弱，成交量低迷，二手房房价跌幅大于新房，其中三线城市的二手房价格跌幅更大。

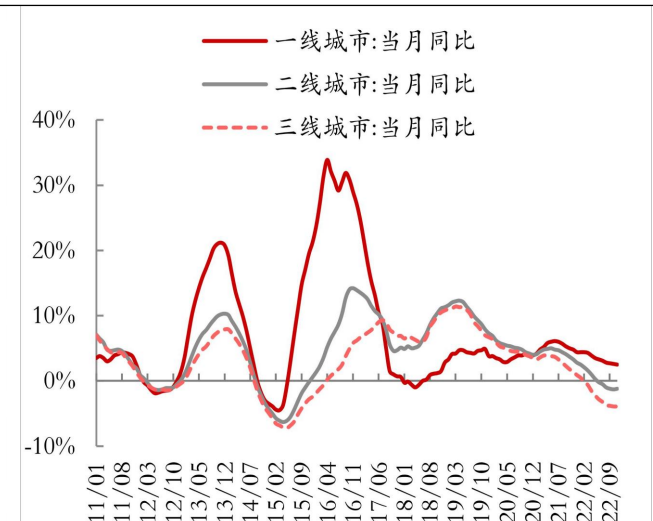
二者，后端的施工和竣工增速迟迟难以回升，停工面积也在持续增加。虽然在“保交楼”的指引下，房企优先将资金用于后端的施工和竣工，但由于资金来源承压，后端投资增速持续负增长。用（去年施工-竣工面积）+（当年新开工-施工面积）可以测算停工面积，2022年停工面积已经接近9万平方米，约占全部施工面积的10%。

图表 9：新房价格持续下跌



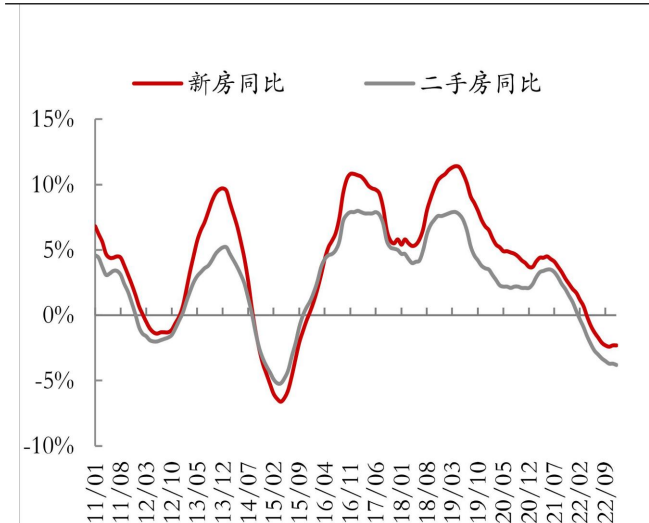
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：一线城市新房房价相对抗跌



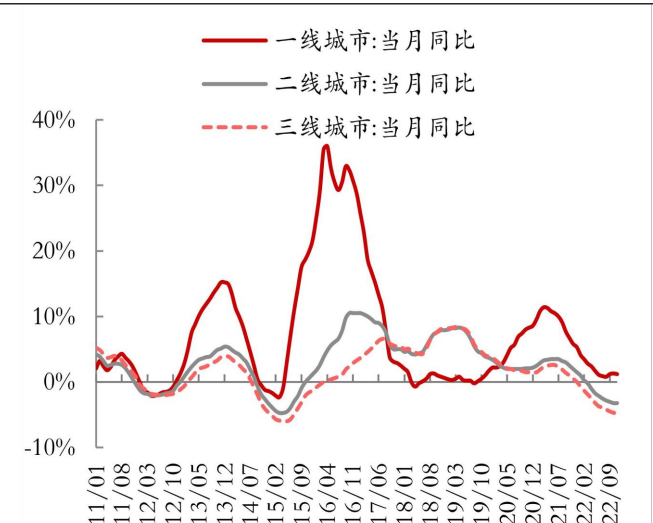
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：二手房价跌幅更大



资料来源：中指院，东证衍生品研究院

图表 12：三线城市二手房价格跌幅更大



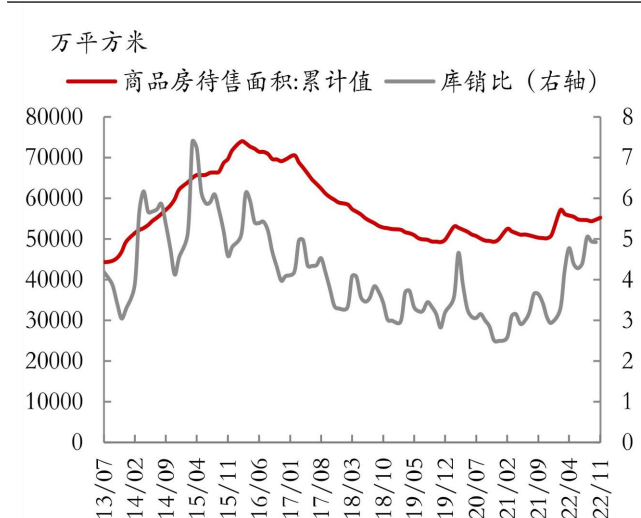
资料来源：克而瑞，东证衍生品研究院

三者，库存去化也是非常艰难的，库存与资金压力一起压制了前端的投资。由于销售迟迟难以回暖，狭义库销比从去年三季度开始震荡上升，广义库销比目前也处于较高水平，这意味着库存的去化是非常艰难的。房企补库存意愿较低，而大量的资金又被用于后端投资，这导致前端投资较后端要更弱。

房企主动拿地意愿较差，22年土地购置面积跌幅超过50%，而土地溢价率也震荡下降。分城市能级来看，一线城市的土地溢价率要高于二线、三线城市。从拿地主体来看，“国进民退”现象较为明显，城投平台托底价的现象也愈发普遍，根据克而瑞

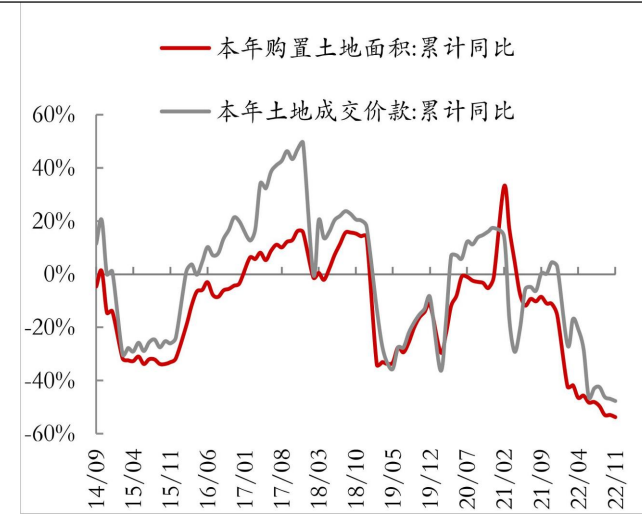
统计，城投平台拿地底价金额占比从2021年的23%上升至2022年的39%。但与专业的房地产企业相比，绝大多数城投公司的市场化程度较低，据CRIC统计，2021-2022年集中供地项目整体开工率为33%，而城投类公司拿地开工率只有16%。

图表 13: 库销比回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14: 土地购置面积、成交价款增速持续下降



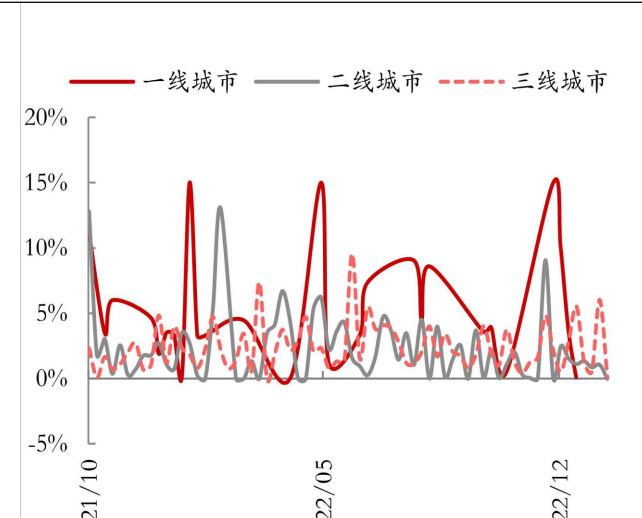
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15: 土地购置溢价率降至3%之下



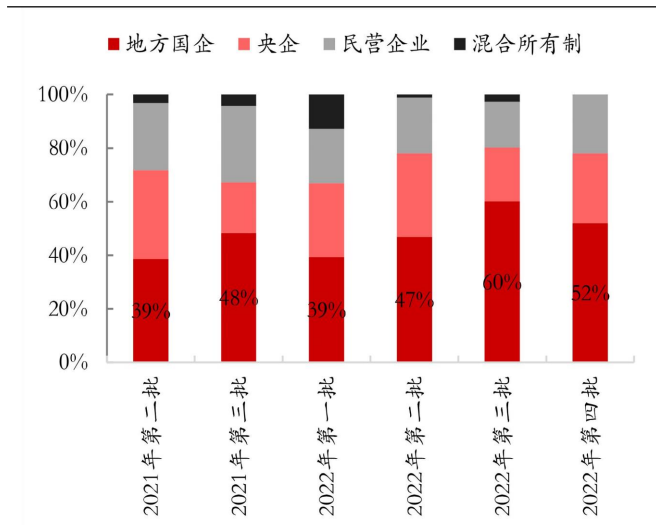
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16: 一线城市住宅类用地溢价率高于二、三线



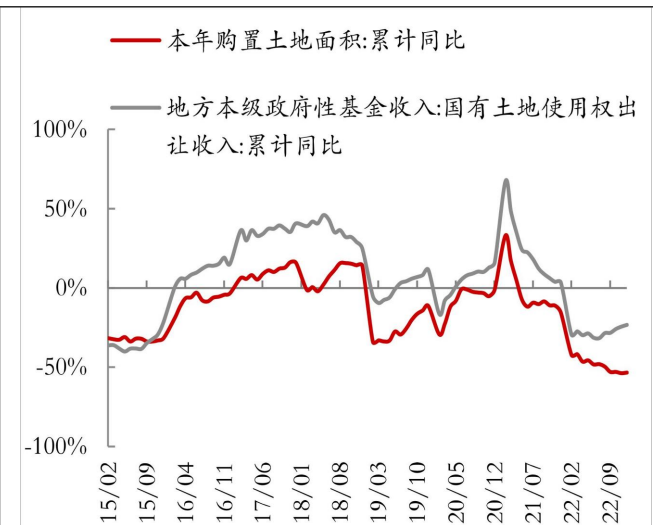
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17: 地方国企拿地占比震荡上升



资料来源: 中指院, 东证衍生品研究院

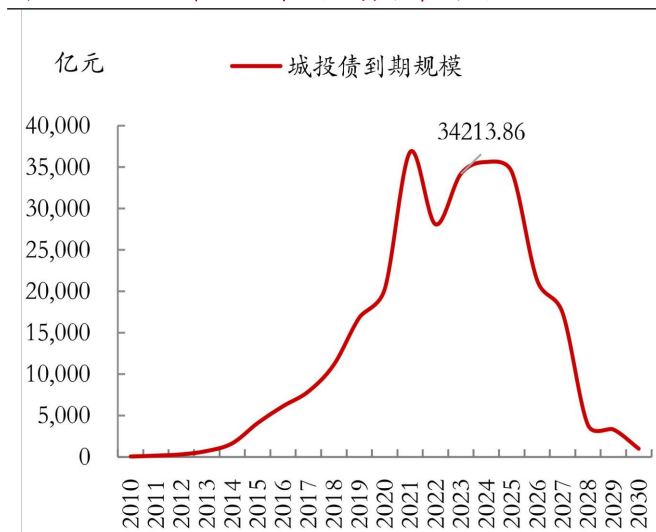
图表 18: 地方政府土地财政收入增速下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

地方政府隐性债务风险也在上升。房企拿地意愿低, 土地财政收入大幅下降; 城投拿地后开发效率不高, 债务负担不断累积。根据同花顺, 截至 2022 年年中, 城投平台有息债务规模约为 64.79 万亿, 且这一数据并未包括占全部城投约 3 成的未发债城投平台的有息债务。23 年、24 年大量城投债集中到期, 在地方政府土地财政收入承压的背景下, 城投债违约风险整体上升。一旦一只城投债发生实质风险, 流动性危机等一系列问题均会出现, 即城投风险存在“木桶效应”。

图表 19: 2023 年、24 年城投债集中到期



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 部分地区城投有息债务压力较高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合来看，供给侧融资条件的收紧是本轮地产周期下行的导火索，房企流动性危机发酵冲击市场信心，而疫情冲击居民收入等因素进一步导致购房需求承压。不难发现，地产周期回暖需要供需两侧政策共同发力，供给侧，防止房企流动性风险无序扩散继续冲击市场预期是当前的首要任务，同时政策也要推进“保交楼”，提升居民购房信心；需求是决定本轮地产周期能否启动的核心因素，商品房销售回暖后，地产周期才能真正启动，为此，政策要降低居民购房负担、提升购房意愿并放松购房限制。

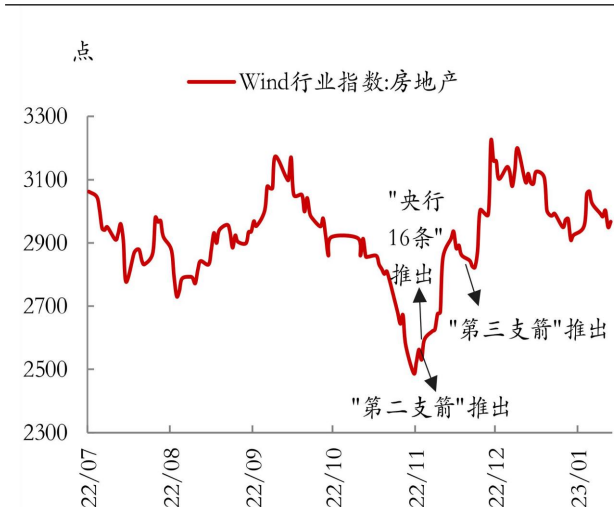
2、供给侧展望：疏通堵点政策升级，风险稳步化解

2.1、现有政策效力相对有限

地产供给侧已经出台了较多政策，综合来看政策目标分为两种，一方面是防止风险无序扩散，保优质房企，同时推动出险房企风险市场化解决；另一方面是保交楼、保民生。

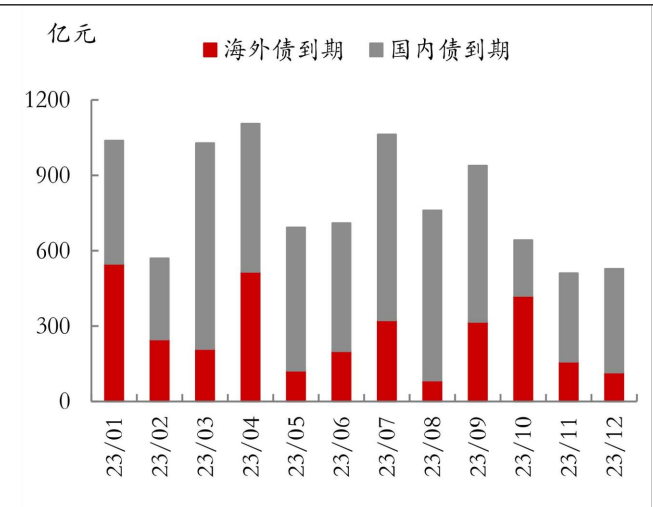
目前来看，“三支箭”等政策有效提振了市场的信心。针对第一个政策目标，我国目前推出了“三支箭”、改善房企资产负债表等政策工具。相较于此前的政策，“三支箭”等政策首先表明了中央对于优质房企的支持态度，从而在优质房企和出险房企之间建立了防火墙。值得一提的是，旭辉控股等有过境外债券违约记录的企业，也登上了“资产负债表改善计划”的优质房企名单。其次政策的发力目标从项目升级到企业，信用风险无序扩散的问题得到了初步遏制；最后不仅动员了央行、银行等更高级别的信用主体救市，还放开了债券和股权等融资渠道，将地产风险合理分散到了市场主体上。因此，随着此类政策的不断推出，市场预期得到明显提振，wind地产行业指数止跌反弹。

图表 21：政策加码后，地产指数反弹



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：23 年一季度房企偿债压力仍较大



资料来源：中指院，东证衍生品研究院

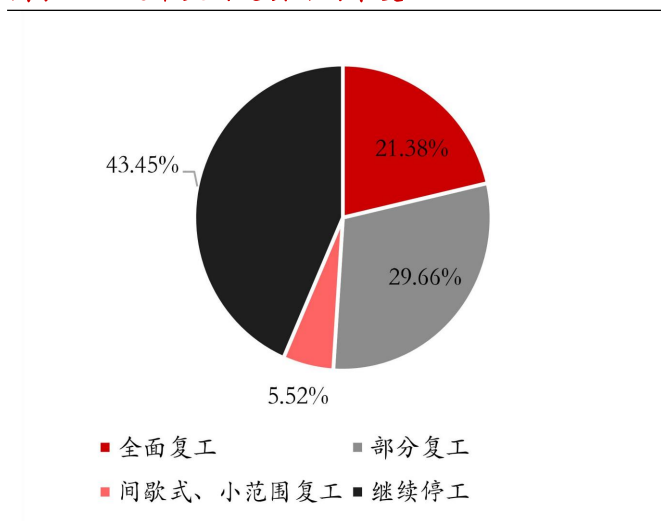
但房企的实际融资情况改善幅度较为有限，房企流动性风险仍旧存在。如前文所述，房

企业的各项资金来源暂未出现明显的、可持续的回升势头。商业银行为房企提供的是意向性授信额度，落地情况尚需观察；无论是中债增提供担保还是内保外贷都需要房企提供抵押物，房企信用融资能力尚未修复。资质较差的企业仍面临着流动性等风险，根据中指院统计，23年一季度为房企偿债高峰期，违约房企有400亿元境内信用债、700亿元的海外债到期，且一季度到期的部分债券已经历过展期。

针对第二个目标，“保交楼”政策也在不断推进。8月末，政策性开发性银行推出2000亿元保交楼专项借款，11月央行设立2000亿元“保交楼”专项借款。地方层面，以郑州市为代表的各城市探索出了一套“统贷统还（烂尾项目转为棚改项目，由地方政府申请棚改贷款并负责偿还）、政府回购（转为“保障性租赁住房”）、项目并购、破产重组”及设立地产纾困基金的“4+1”纾困模式。

但“保交楼”政策的效力较为有限。根据克而瑞统计，截至2022年末，32个城市290个烂尾项目中，有126个项目仍处于停工状态。分城市来看，郑州因政策发力早，实施态度坚决，9成以上的项目复工，但武汉、西安、长沙、昆明等大量的二线城市仍有10个以上的项目处于停工状态。

图表 23：近半数问题项目尚未复工



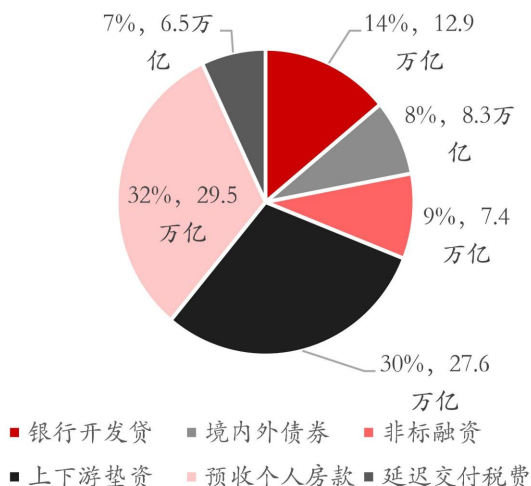
资料来源：CRIC 调研，东证衍生品研究院

2.2、政策生效存在堵点

政策在落地的过程中存在着一些堵点。

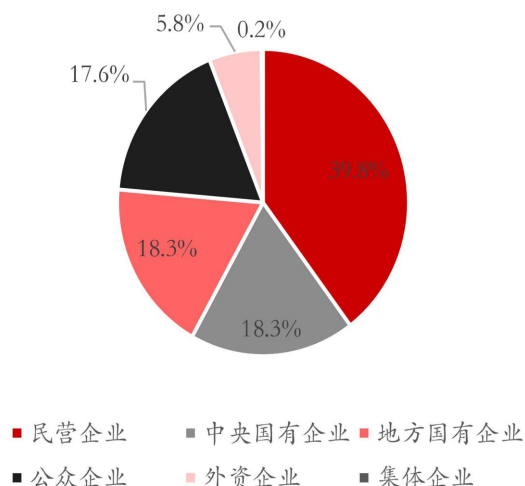
第一类政策主要支持优质房企，但即使对于优质房企，资金落地的节奏可能也是偏慢的。虽然目前银行为房企提供的意向性授信额度接近6万亿元，再加上二、三支箭带来的资金额度以及未来政策可能发力的额度，未出险房企23年的资金缺口基本上能够被弥补，但由于目前商品房销售情况依然较为低迷，银行等金融机构在为房企提供金融资源时会较为担心信用风险，资金落地的节奏不会很快。

图表 24: 房企负债构成



资料来源：中国人民银行，东证衍生品研究院

图表 25: 民营房企有息负债占全行业比重约为 40%



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

另一方面，出险房企的债务压力、资金缺口较大，市场化解决需要较长时间。据估算，截至 2022 年二季度末，地产行业有息负债规模约为 20 万亿元，其中民营房企和有境内债券违约记录的房企有息负债占比分别约为 40% 和 30%。另外，2023 年出险房企面临的资金缺口同样较大。房企各项收入-支出即为收支缺口，据测算，23 年全行业资金缺口可能要达到 9.95 万亿元。假设民营房企和有境内债券违约记录的房企资金缺口比例分别和二者有息负债占比相等，则民营房企、违约房企的资金缺口分别为 3.96 万亿和 2.9 万亿元。境内债券违约、明确资不抵债的房企能够得到的政策支持相对有限，债务压力主要还是要通过市场化方式化解，而一些主要的市场化手段均存在一定的卡点。市场预期尚未完全改善，市场主体并购差公司的项目的意愿本就不足，而大量公司本身缺乏优质项目。另外，债务重组过程面临谈判与磨合，债务风险压力的化解需要时间。

图表 26: 2023 年房企收入、支出测算

| 收入 | 支出 |
|-------------------|----------------|
| 新增金融负债规模: 9.95 万亿 | 还本付息额度: 7 万亿 |
| 新增垫资规模: 4.75 万亿 | 偿还垫资规模: 5.5 万亿 |
| 新增销售收入: 12 万亿元 | 投资支出: 12 万亿 |
| -- | 税款: 2.2 万亿 |
| 总计: 26.7 万亿 | 总计: 26.7 万亿 |

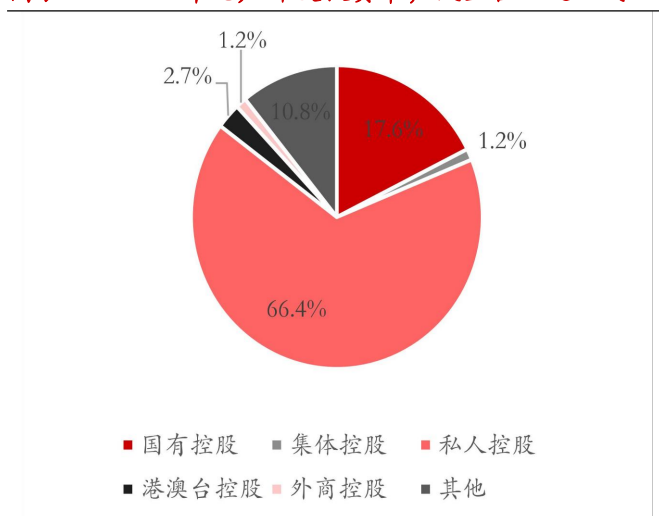
资料来源：东证衍生品研究院

第二类政策在实施过程中同样面临着一些问题。一方面，从债务资金“借、用、还”的角度来看，未来货值无法覆盖成本，且尚未建成难以转化为保障房的项目，难以得到政

策的救助。即使将差项目通过破产清算等方式进行市场化解决，也需要较长时间。

另一方面，民营、出险房企停工烂尾项目较多，处置难度较大。根据统计年鉴的数据，2020 年全部地产开发投资中，民企占比接近 7 成，预计在全停工的房企项目中，民营房企的占比也会非常高。目前有大约 50 家民营房企债券发生违约，假设出险房企开发投资占民营房企的 40%，则在全停 9 亿平方米的停工面积中，出险房企的占比可能接近 30%。出险房企本身难以得到“三支箭”等政策支持，市场对这类企业的预期难以明显改善，销售回款不畅，在这种情况下，各类出资方在为出险房企提供“保交楼”资金时也会更为谨慎。

图表 27：2020 年地产开发投资中，民企占比近 7 成



资料来源：《中国房地产年鉴》，东证衍生品研究院

出险房企的差项目处置难度较大自不必多说，好项目在处置过程中也会面临一些问题，即能够将好项目从差企业中剥离出来的政策相对不多。出资方在使用信贷和债权工具时，会更为关注企业的信用风险而非项目的风险，只有私募股权基金等少部分工具能够直接将资金送抵项目端。

2.3、政策展望：推进房企混改，地产项目 REITs 化

一部分问题可以通过未来供给侧政策的进一步发力缓解。针对优质房企救助资金落地较慢的问题，解决思路是通过多种工具为优质房企补充资金。1 月央行在信贷座谈会上指出，未来将通过“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动来改善优质房企的资产负债表。资产激活方面，部分建成或将要建成的项目通过转为保障性租赁住房等方式进行激活，另外监管方进一步鼓励 AMC、银行等金融机构出资或承接优质项目；负债接续方面，中债增或将降低对于抵押物的要求，降低优质房企的举债融资难度；权益补充方面，鼓励房企通过定增、配股、债转股等形式进行融资。

针对出险房企的债务压力、资金缺口较大的问题，除推动出险房企自身出售资产、债务重组之外，还可以推进民营房企混改。国有企业入股或者联合投资等方式能够直接激活民营房企的资产、补充民营房企权益，民营房企的信用质量能够得到提升。

针对“保交楼”进展较慢的问题，一方面纾困资金规模会进一步增加；另一方面未来可能有更多将项目风险和公司风险剥离的政策推出，比如部分出险房企的商场、写字楼等项目或将REITs化，盘活出险房企的优质资产，所筹资金可用于“保交楼”。

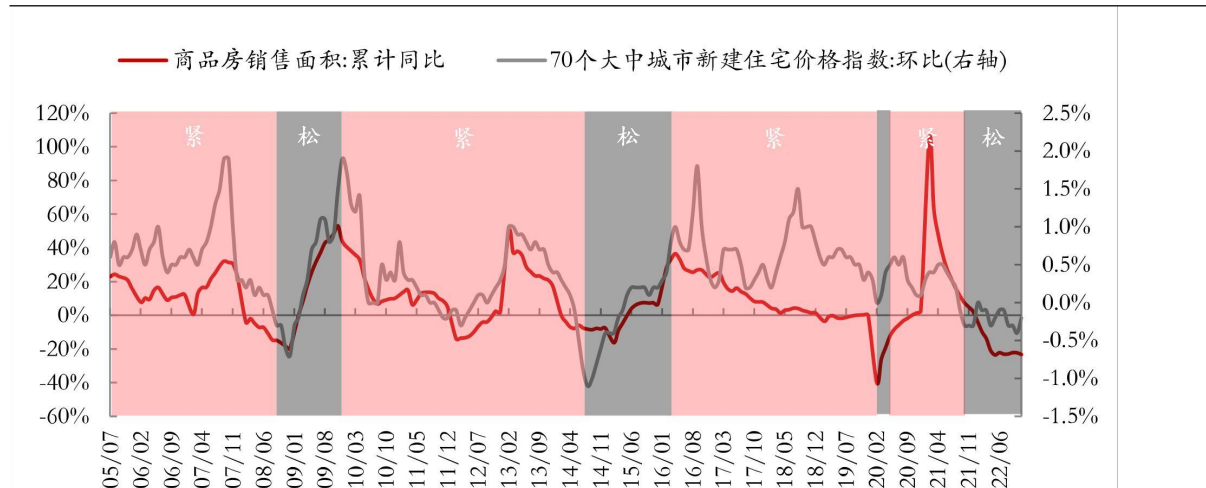
在增量政策的进一步发力下，预计优质房企的信用风险将得到明显化解，已出险房企虽仍存风险，但风险的释放会是相对可控的。“保交楼”进度会不断推进，居民对于“烂尾楼”的担忧或将逐渐下降。

但也要看到，当前的部分问题是较难通过供给端政策自身解决的。比如监管层只能通过鼓励商业银行放贷等方式促进意向性授信额度落地，但销售以及市场预期未显著改善才是资金到位较慢的主因，而销售的启动则需要地产需求侧政策以及财政货币等宏观政策的配合。

3、需求侧：“四座大山”制约，政策效果不明显

3.1、“房住不炒”基调下，需求侧政策力度有限

图表 28：地产政策周期



注：2018 年之后的 70 大中城市新建住宅价格指数环比用新建商品住宅价格指数环比代替

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

目前地产需求侧政策也在积极发力。22 年央行 2 次降息，5 年期 LPR 利率累计下调 35BP；9 月末财政部出台支持居民换购住房的个人所得税优惠政策；23 年 1 月首套房贷款利率政策动态调整机制建立；截至 22 年末，杭州、南京等 39 城放松限购；济南、厦门等 111 城放松限贷；广州、西安等 7 城放松限价；西安、成都等 24 城放松限售。

但如前所述，政策效果并不明显。一方面，在“房住不炒”基调下，本轮需求侧政策力

度有限，不但一线城市的监管仍较为严格，而且缺乏“四万亿”刺激计划、棚改货币化等强力政策的配合，放松节奏也偏慢，21年末至22年上半年，需求侧政策基本是“挤牙膏”式放松。另一方面，当前的地产政策难以化解居民购房需求低、购房压力高、意愿低等几个问题。

图表 29：3 轮地产政策放松期政策工具的对比

| 政策类型 | 2008-2009 | 2014-2016 | 2021-2022 |
|--------|--|--|--|
| 货币政策 | 5 次降息 | 6 次降息 | 2 次降息，5YLPR 下降 35BP |
| 信贷政策 | 首次购买普通住房首付款比例降至 20% | 二套房最低首付比例降至 40%；对已结清购房贷款、再次申请住房公积金贷款的住房家庭，最低首付比例降至 20% | 各地因城施策；符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。 |
| | “四万亿”经济刺激计划 | 大规模棚改货币化 | 部分地区小规模棚改货币化 |
| 税收政策 | 对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率下调至 1%；暂免征收印花税、土地增值税；减免转让环节营业税。 | 个人将购买 2 年及以上的普通住房对外销售的，免征营业税；降低交易环节税费。 | 对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。 |
| 行政管控政策 | 不限购 | 46 个限购城市中，41 个放开限购 | 杭州、南京等 39 城放松限购；济南、厦门等 111 城放松限贷；广州、西安等 7 城放松限价；西安、成都等 24 城放松限售。 |

资料来源：财政部，中国人民银行，各地方政府官网，克而瑞，东证衍生品研究院

3.2、需求侧“四座大山”

首先，居民购房端存在的限制并未完全消除。目前一线城市的四限政策放松力度较为有限，往往实施的是针对部分地区、特定群体的限制性政策的放宽。核心二线城市主要通过放松限购和限贷政策来稳地产，但部分较强的二线城市，政策放松的幅度也相对有限。

图表 30：近一年部分高能级城市四限政策的放松情况

| 城市 | 限购 | 限价 | 限售 | 限贷 |
|----|---------------|----|----|---------------------------|
| 北京 | 台湖、马驹桥地区 调整限购 | | | 老年购房首付比例调整 |
| 上海 | 放宽 | | | 公积金贷款购买第二套改善型住房人均住房建筑面积调整 |
| 广州 | 放宽 | 放宽 | | 公积金贷款政策向有未成年子女和三孩家庭倾斜 |

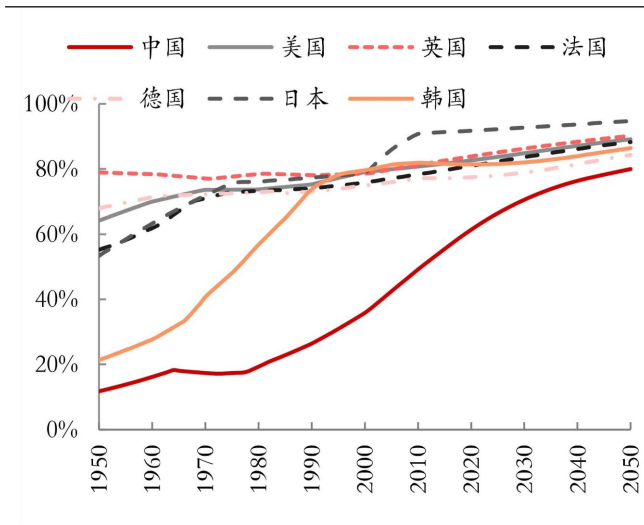
| | | | | |
|-----|---------------|----|----|----|
| 深圳 | | | | |
| 成都 | 放宽 | | 放宽 | 放宽 |
| 重庆 | | | | 放宽 |
| 杭州 | 放宽 | | | 放宽 |
| 武汉 | 经开区取消限购/多个区放宽 | | | 放宽 |
| 西安 | 放宽 | 放宽 | 放宽 | 放宽 |
| 天津 | 放宽 | 放宽 | 放宽 | 放宽 |
| 苏州 | 放宽 | | 放宽 | 放宽 |
| 南京 | 放宽 | | 放宽 | 放宽 |
| 郑州 | 放宽 | | | 放宽 |
| 长沙 | 放宽 | | | 放宽 |
| 沈阳 | 放宽 | | | 放宽 |
| 青岛 | 放宽 | | 放宽 | 放宽 |
| 合肥 | 放宽 | | | 放宽 |
| 大连 | 放宽 | 放宽 | 放宽 | 放宽 |
| 石家庄 | | | | 放宽 |
| 太原 | 放宽 | | | 放宽 |
| 宁波 | 放宽 | | | 放宽 |
| 厦门 | 放宽 | | | 放宽 |
| 福州 | | | | 放宽 |

资料来源：中指院，克而瑞，东证衍生品研究院

其次，居民购房需求长期下降。购房需求可以分为刚需、改善型需求、投资性需求以及投机性及其他需求。在2020年下半年地产监管政策收紧之后，随着房价以及购房实际收益的下降，投机性需求正在被压缩。未来投机性购房需求也并不为政策所支持，难以明显释放。

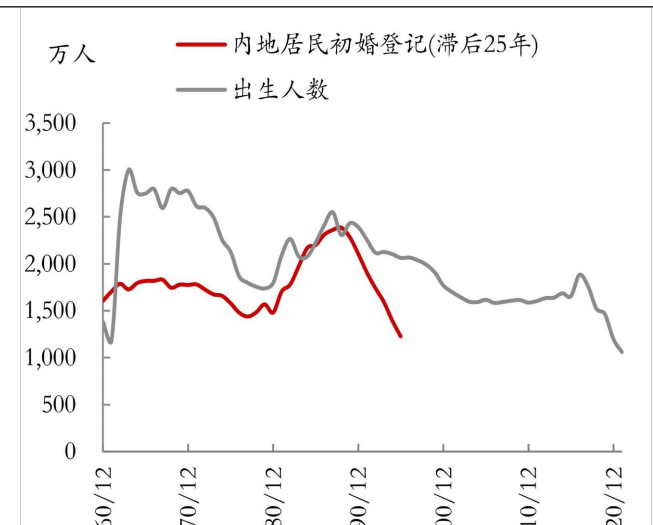
刚需主要包括城镇化发展、城镇常住人口数量增加所带来的购房需求和结婚置业需求，长期面临下降态势。影响刚需的因素包括总人口、城镇化率、城镇初婚人口数量和人均住房面积。我国人口拐点已经出现，老龄化和少子化现象凸显。另外，七普数据显示我国已经突破人均一间房，叠加未来投机性购房需求逐渐萎缩，人均居住面积的增速将放缓。

图表 31：在接近 70% 时，城镇化速度会逐渐下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 32：初婚人口数量与出生人数

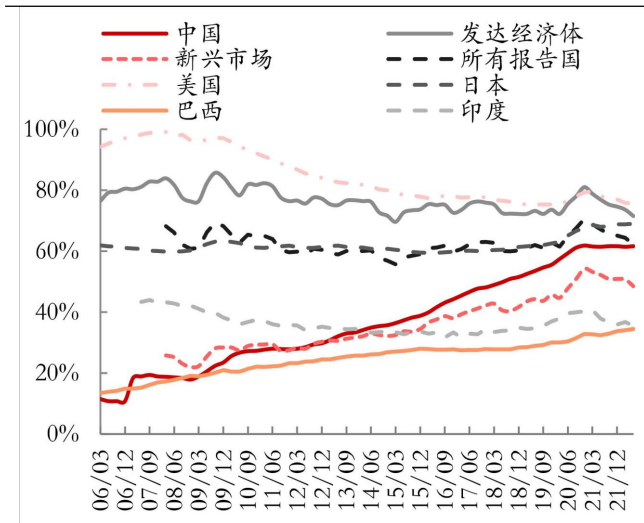


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

改善型需求长期也面临着走弱压力。改善型需求主要影响因素包括：其一，入学人数，入学人数滞后于出生人数。其二，生育人数整体面临下降走势。其三，经济发展水平与居民收入。未来我国经济增速下台阶，居民收入增速中枢承压。其四，城市住房折旧比例。随着棚改进入尾声，城市住房折旧比例也会逐渐下降。

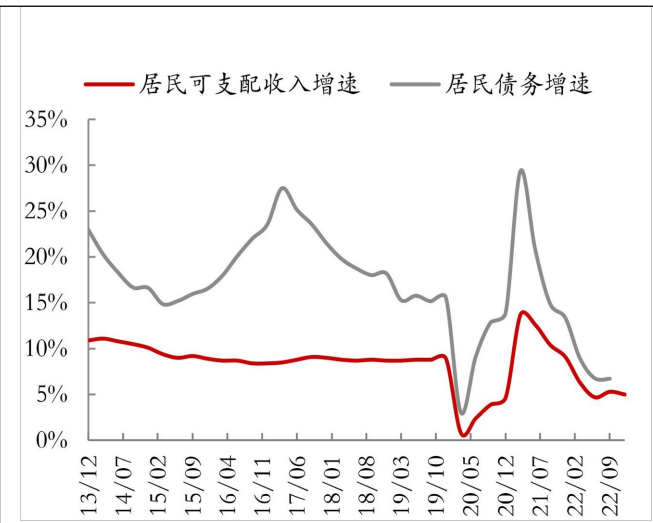
地产存在金融属性，部分财富较多的居民需要购置房产进行资产配置，这部分需求主要和房价走势相关，当前房价持续下跌，未来改善幅度不宜高估，预计投资性购房需求难以强劲启动。综合来看，中长期居民购房需求下降将制约本轮商品房销售回暖的幅度。

图表 33：我国居民部门杠杆增速快，绝对水平偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 34：居民债务增速长期高于收入增速

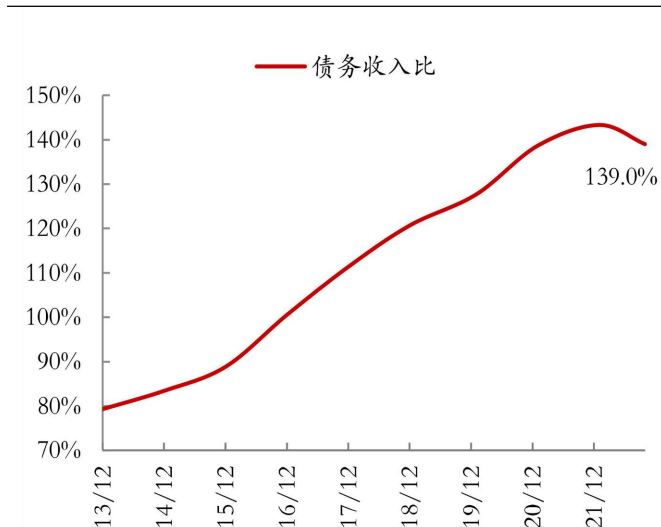


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

再次，居民部门缺乏购房的能力，这是当前制约销售增速企稳的核心因素。居民购房能力基本等同于举债的能力，整体来看，居民部门当前的债务结构难言健康。

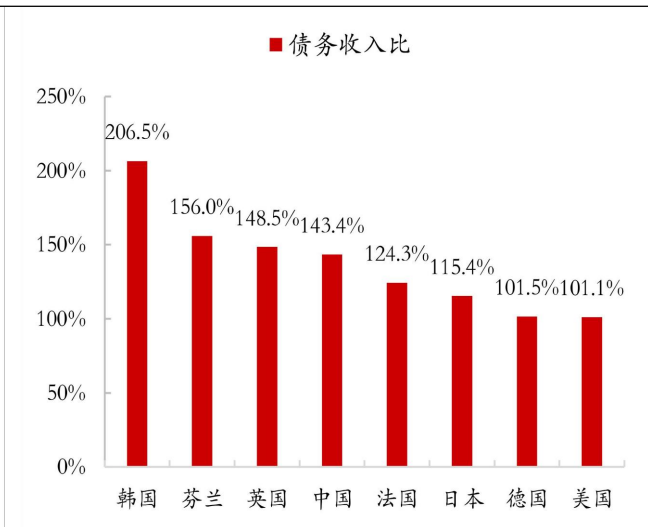
存量角度看，长期以来，“以地融资、举债投资”的发展模式伴随着居民债务水平的快速上升，当前居民部门杠杆率在全球范围内已然不低。不仅如此，由于我国居民收入占GDP比重低于美国等发达国家，且居民债务未考虑民间借贷，杠杆率低估了居民部门的债务压力。实际上，我国居民部门的债务增速长期高于收入增速。2021年，我国居民债务收入比为143.4%，高于美国、日本等众多发达国家，仅低于韩国以及部分欧洲的高福利国家。

图表 35：居民债务收入比



注：居民可支配收入来自城乡一体化住户调查
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 36：我国居民债务收入比绝对水平偏高

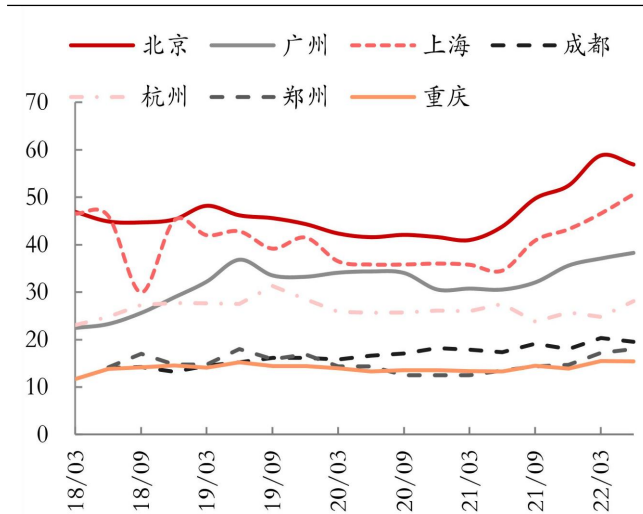


注：美国和日本为2020年数据，其余国家为2021年数据
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

增量角度看，一者2020年我国房价收入比已经超过2010年的前高，而疫情冲击之下，一线和部分核心二线城市的房价收入比还在上升；二者我国居民还本付息水平也较高。经估算，2020年我国住房相关贷款的偿债比例达9.2%，高于美国（7.8%）、日本（7.6%）等发达国家。居民部门住房相关贷款的利息支出率也已经非常接近美国次贷危机暴发前的水平。

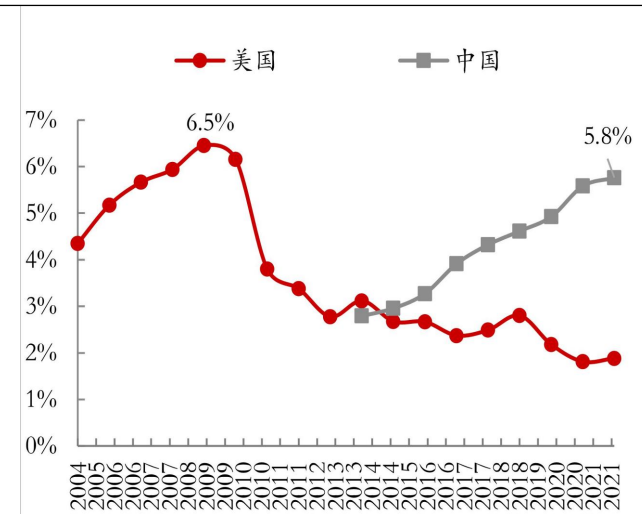
有观点认为，由于高储蓄，我国居民部门资产负债率不高，进一步加杠杆存在空间。但本文认为，较高的储蓄率难以成为居民部门能够继续加杠杆、购房的倚仗。其一，我国居民部门资产中，流动性较弱的非金融资产占比较大，高额的存款是居民部门压缩可选消费、理财和股票等投资带来的，本身代表了一种较为极限的状态。

图表 37：一线和核心二线城市房价收入比震荡上升



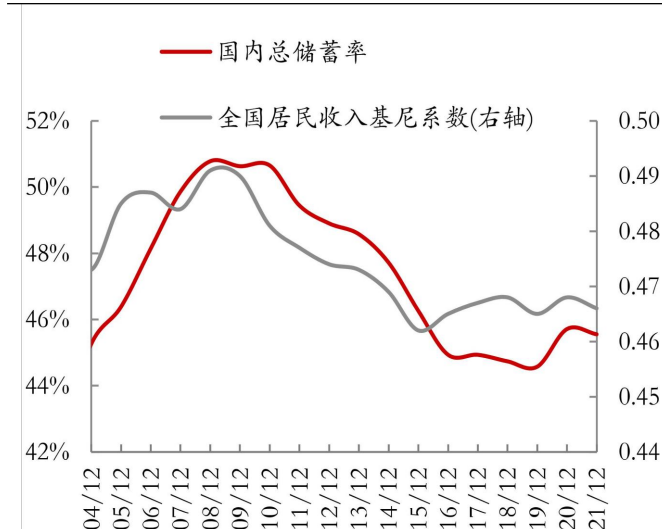
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：中美两国房贷利息支出率走势



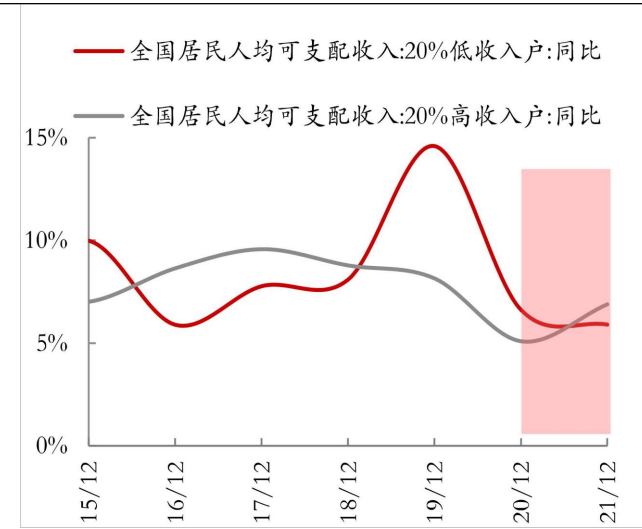
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 39：储蓄率和收入基尼系数走势较为一致



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 40：低收入群体收入增速受疫情冲击更大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

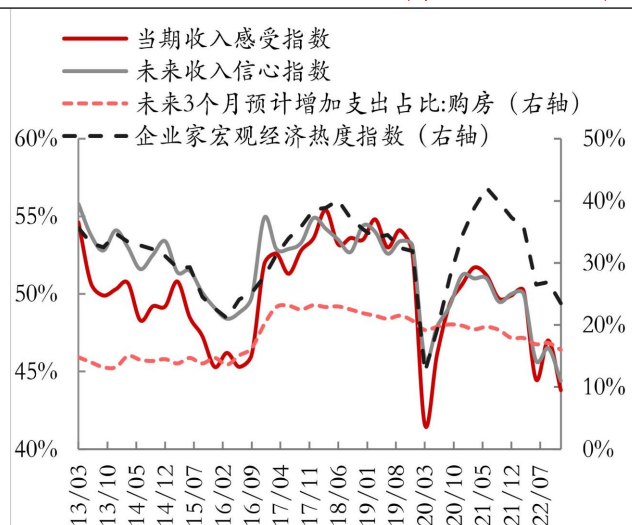
其二，居民部门储蓄率的结构性问题较为严峻，低收入群体的债务压力极大。2019 年公布的《中国家庭金融调查报告》显示，收入前 10% 的家庭储蓄规模占全部储蓄的 7 成以上，而超过一半的家庭基本没有储蓄。经过疫情连续三年的冲击，居民的收入、储蓄情况正在进一步恶化，失业压力上升，低收入群体的收入降幅更大，其储蓄被消耗，超额储蓄可能主要是高收入群体所带来的。低收入群体购房需求以刚需为主，而刚需型购房群体的债务压力非常大。央行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》指出，刚需型房贷家庭的各项债务指标均为所有群体中的最高值。和改善型以及投资性购

房需求相比，收入下降、偿债能力较弱是压制刚需群体购房需求释放更为关键的因素。

最后，居民部门的购房意愿也不强。近两年来居民购房意愿持续下降，截至2022年Q4，居民购房意愿指标创下了自2016年下半年以来的最低值。

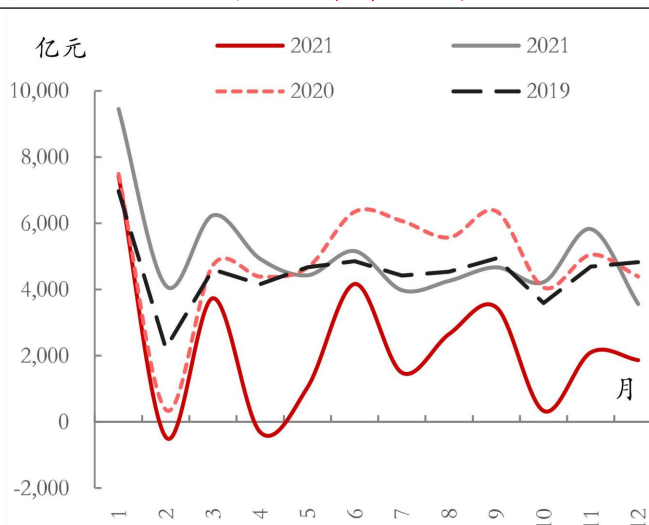
一方面，疫情冲击之下，居民收入增速下降，居民加杠杆意愿进一步降低。高杠杆本身并不十分可怕，如果偿债能力较为稳定，居民仍然会有一定的举债意愿。但在疫情冲击之下，居民收入增速下降、收入预期承压，为应对这一问题，居民部门出现提前还贷、去杠杆的现象。

图表 41：居民收入、收入预期下降，购房意愿下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 42：居民加杠杆意愿低，中长贷持续同比少增



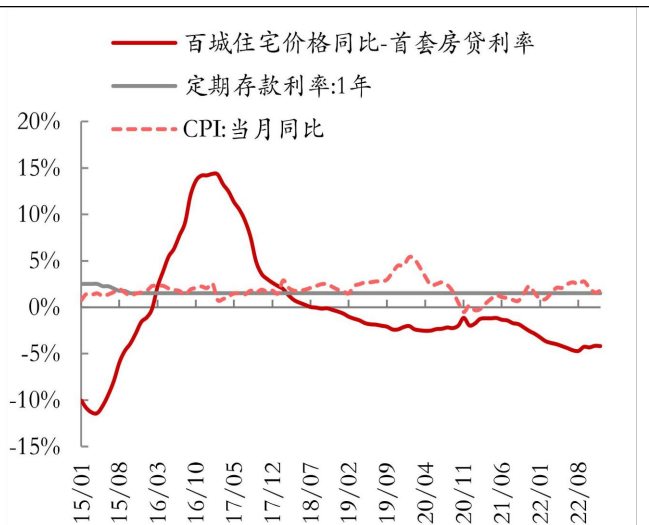
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 43：房价预期走弱，购房意愿下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 44：房价跑输定期存款和通胀



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

另一方面，房价持续下跌，改善型、投资性购房需求承压。居民购房意愿与房价预期指标走势相关度较高，反映居民“买涨不买跌”的现象。房价可以粗略看做“中国特色”的大宗商品价格，天生就包含了一定的金融属性，当房价大幅下降且短期内看不到企稳希望时，止损离场是最优选择。当前百城房价指数持续下降，且降幅大于房贷利率下降幅度。作为长久期资产，房价持续跑输1年期定期存款和通胀。虽然高收入群体有一定加杠杆能力，也有资产配置的需求，但若房价不企稳，配置存款是更好的选择。

综合来看，1) 居民部门购房存在限制、购房需求中枢下降、举债能力不足、购房意愿不强，需求的提振是比较困难的；2) 刚需型购房群体的债务压力非常大，收入预期也在下降，购房能力不足是主要制约因素，而改善型、投资性购房群体更多受到房价下降的影响。

4、需求侧展望：政策清风劲吹，地产沉疴渐愈

4.1、地产与宏观政策共同发力

短期政策发力的目的是解决当前制约需求释放的因素，但地产政策自身能做的不多。首先，限制性政策有望进一步解除。预计23年核心二线城市的限制性政策将进一步解除，强二线城市和一线城市可能会继续针对特定地区和特定群体解除限制性政策。具体的政策方面，首套房认定标准会继续优化，限购城市的首套房、二套房首付比例也可能会有所下降。

其次，降低居民部门的债务压力。预计5年期LPR利率仍有下调的可能，考虑到降息存在掣肘，LPR下调更有可能是通过缓解商业银行负债成本的方式实现的。但LPR下降为购房者减轻的负担较为有限，若“断贷”风险迟迟难以解决，不排除出台政策引导存量房贷利率下降的可能性。

最后，以结构性的思路来化解居民部门债务的结构性问题。我国青年等群体收入低，一旦举债购房，则债务压力极大，因此我国通过增加保障性租赁住房、租购并举的方式缓解青年等群体债务负担，同时满足刚性住房需求。

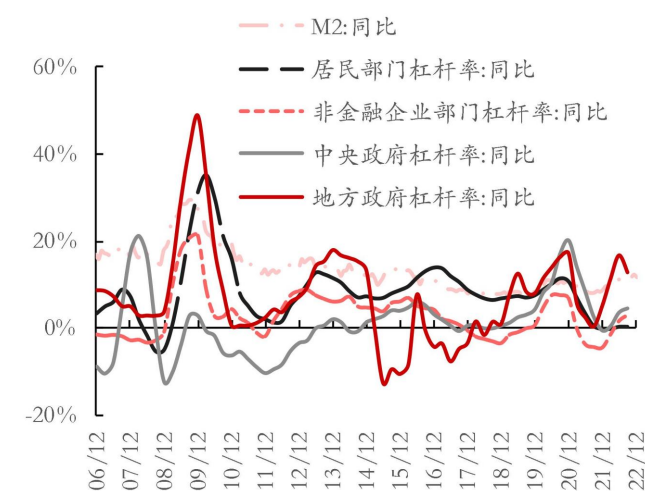
从长期来看，政策会引导房地产业向新发展模式平稳过渡。新发展模式下，地产行业的金融属性会逐渐剥离，租购并举道路下，住宅的消费品和公用事业品属性会有所上升；高杠杆房企市场化出清、低杠杆、高质量的房企行业占比将有所上升；地方政府对于土地出让金依赖将降低，税费形式获取财政资金的比重会有所上升，地方政府财政收入的波动会减小。

但整体来看，地产政策的效果是相对有限的。一者，“房住不炒”是地产政策边际放松的上限。针对23年的复杂形势，政策会靠前发力稳房价、稳地价、稳预期，维持底层资产、抵押品不出风险。但稳地产政策的目的是迅速刺激购房需求、通过地产周期的快速启动来拉动经济增长，地产需求侧政策的放松是有底线的，全面放开限购限售等政策出台的可能性不高。

二者，宏观环境对地产的压制很难依靠地产政策自身来解决。我国经济发展模式高度依赖地产，积弊已深。在地产-城投发展模式下，居民部门是最终的成本支出者。据前文所述，居民债务压力已经较高，而储蓄率的结构性问题已经较为严重，经济下行压力加大背景下居民收入持续承压，居民继续加杠杆较为吃力，若销售不振，房价回暖预期也就难以形成。上述问题很难通过地产政策自身解决，未来还需更多宏观政策来进行配合。

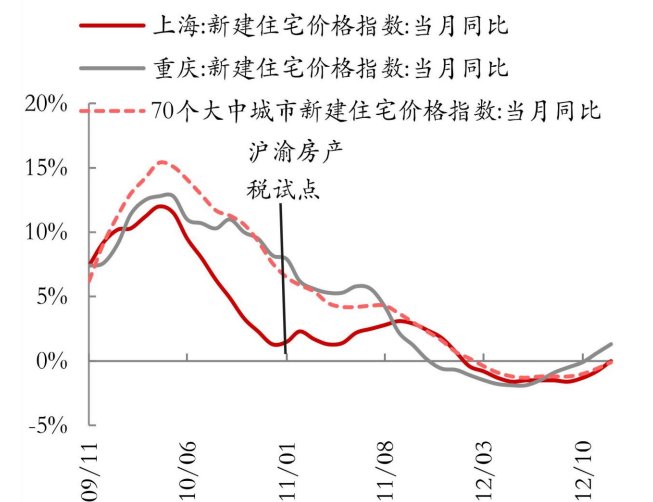
宏观政策会积极发力，但效果亦不宜高估。预计财政政策将成为对冲宏观压力、提升居民收入的主要抓手，中央政府将成为加杠杆的重要主体。中央经济工作会议对今年财政政策的定调是“加力提效”，在财政存粮不多的情况下，偏低的中央政府杠杆率有必要进一步提升，保证财政支出的力度，提振市场信心，也为居民部门资产负债表修复创造时间窗口。在支出方向上面，一者倾向于支持民营企业、小微企业，推动经济活跃度尽快回升；二者增加民生相关支出，积极促进居民部门“支出-收入”正向循环，比如直接发放补贴。但居民的收入修复往往要滞后于企业利润的改善，另外疫情等因素仍有可能对经济形成一定冲击，收入改善的节奏会较为波折，居民部门仍需要较长时间修复自身的资产负债表，宏观环境的改善也会受制于居民疲弱的举债能力。

图表 45: M2 同比 vs 各部门杠杆增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 46: 沪渝房产税在房地产市场偏热时推出

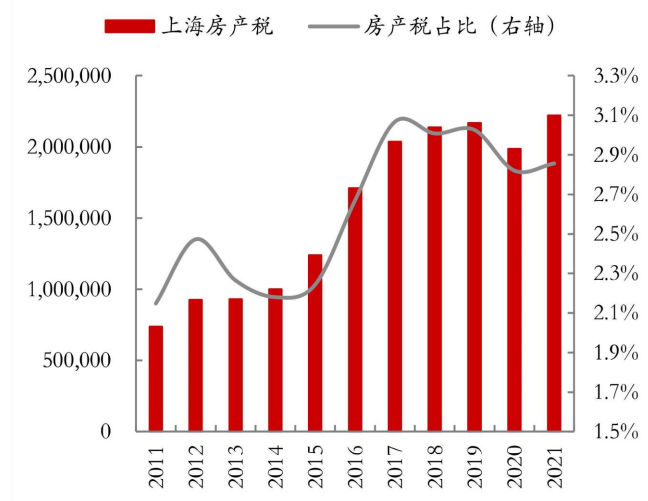


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4.2、房地产税试点扩大的可能性不高

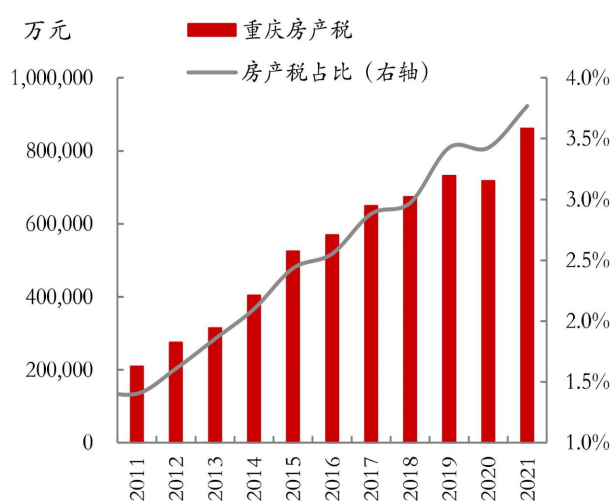
除稳地产相关政策外，房地产税同样可能是影响未来地产市场的重要政策。2021 年 10 月，人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，但由于地产市场景气度低迷，财政部认为 2022 年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。从中长期来看，房地产税改革能够调节收入分配、增加税收、降低地方政府对土地财政的依赖并有助于建立房地产长效机制，因此改革势在必行。

图表 47: 上海房产税占税收比重偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 48: 重庆房产税占税收比重偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

预计 2023 年房地产税试点扩大的可能性不高。一方面, 短期内扩大房地产税试点不利于稳定房地产市场。房地产税带有抑制地产市场过热的属性, 调控房价也是 2011 年上海和重庆进行房产税试点的主要目的之一。由于出险房企仍在出清, 叠加居民购房需求难以强劲释放, 今年市场对于地产的预期回暖速度本就偏慢, 扩大房地产税试点不但会冲击试点城市的购房者信心, 还会引发未来试点规模进一步扩大的预期, 并波及到更多城市。二手房市场会率先受到冲击, 随即新房市场也会受到影响。另一方面, 从上海和重庆的经验来看, 若房地产税税率低、免征范围大, 则税收的增额有限, 不但如此, 由于较多城市新房销售情绪低迷, 地方政府的财政收入会进一步承压。

从中长期来看, 房地产税将在地产市场回暖后, 选择房价上涨压力较大的城市进行试点。时间层面, 根据历史经验, 房价持续上涨是地产政策收紧的主要触发因素, 因此预计房地产税试点扩大起码要在地产市场回暖, 房价连续上涨一段时间之后。城市层面, 试点城市应符合税基广且厚、地产市场基础设施完善且土地财政依赖度较小等几个条件, 预计未来房地产税可能选择深圳作为试点城市。

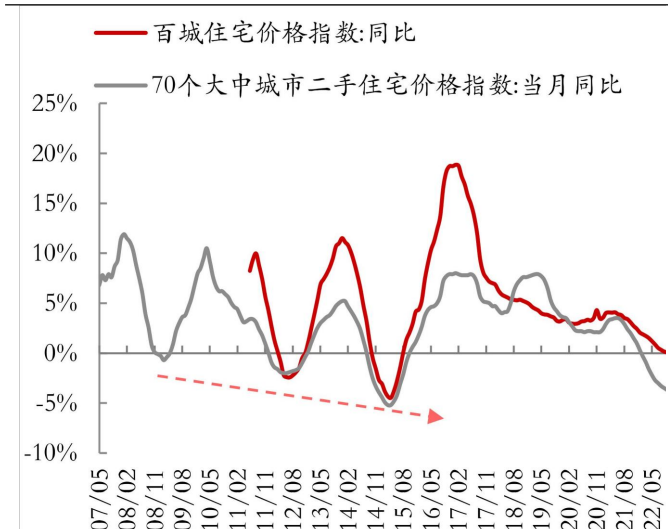
4.3、预计 23 年销售增速在-9%至-3%之间, 年中逐渐企稳

预计地产周期改善, 将会遵循着从供给侧到需求侧, 从销售到投资的路径, 销售是地产周期改善的核心。

预测 23 年全年商品房销售面积增速为-9%--3%。近三年我国居民部门杠杆率基本保持不变, 但结构上经营贷表现优于消费贷, 居民部门提前偿还房贷的意愿相对较强。虽然地产和宏观政策会积极改善行业和宏观基本面, 但受制于居民部门高企的债务压力, 预计销售回暖的幅度相对有限。根据居民部门新增债务规模和商品房销售面积之间的关系进

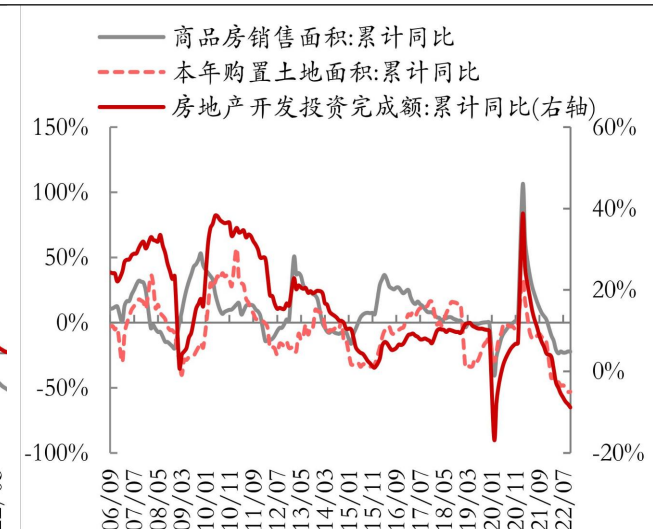
行测算，预计23年全年商品房销售面积增速为-9%--3%。

图表 49：目前本轮房价下跌幅度低于前几轮



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 50：历史上销售底往往领先于投资底与拿地底



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

分城市能级来看，一线城市销售增速或将高于二、三线城市，同时也会率先复苏。对于一线城市：1) 人口长期流入，刚需韧性较强；2) 一线城市的高收入群体较多，购房能力整体较强；3) 一线城市房价，尤其是核心地段的房价能够跑赢全国房价，具备一定的资产配置价值；4) 限制性政策有望放松。对于二、三线城市：1) 部分城市为人口流出地；2) 部分二线城市受“断贷”事件冲击较为明显，或拖累销售改善幅度；3) 二、三线城市的房价涨幅低于一线城市，尤其是部分低能级城市房价持续下跌，改善型需求和投资性需求难以释放。

从节奏上来看，销售底可能出现在今年年中。稳销售首先要稳房价。当前房价下行持续时间长于此前几轮下跌周期，但跌幅相对有限。经验上看，由于购房人口和居民部门加杠杆能力持续下降，每一轮下跌周期中，房价同比、环比的最低点都比前一轮更低，而地产销售周期和房价周期表现较为同步，这可能意味着地产销售要经历一个较长的磨底期。其次，稳销售还要稳收入，经济景气指数、居民收入和购房意愿的表现较为同步，随着疫情对经济的冲击逐渐下降，经济景气指数会企稳回升，预计这一时间节点会在今年年中。最后，稳销售还要稳市场预期，随着供需两侧政策生效，市场预期好转，地产销售底出现。

总体节奏方面，目前供给侧“三箭齐发”，预计明年一季度地产违约风险将会逐渐缓和，同时需求侧政策靠前发力，供需两端政策形成合力，市场预期进一步得到改善。二季度随着疫情对实体经济的冲击下降，可选消费释放，居民收入环比改善，叠加此前出台的政策生效，市场预期逐渐企稳，销售、竣工磨底。三季度销售底、竣工基本出现，但由于前端投资修复偏慢，地产投资底或将在四季度看到。

5、总结

1) 地产行业“三高”发展模式本身积累了风险，这是本轮地产危机暴发的根源。融资端政策的持续收紧成为了本轮地产危机暴发的导火索，而疫情冲击居民收入等多重因素共同压制了商品房销售的回暖。销售恶化导致较多问题：一者房价下跌，低能级城市、二手房市场房价跌幅更大；二者停工面积上升；三者后端投资增速承压，前端拿地跌幅更大，土地财政收入大幅下降，尾部城投风险上升。

2) 供给侧：当前政策一方面保优质房企，同时推动出险房企风险市场化解决；另一方面保交楼、保民生。但由于市场预期尚未显著改善，叠加出险房企资金缺口高达3万亿元，政策的效力相对有限。未来供给端政策将进一步发力：通过多种工具为优质房企补充资金、推动民营房企混改、增加纾困资金规模、盘活出险房企的优质资产。

3) 稳地产的核心是稳需求、稳销售，当前需求侧政策虽持续发力，但效力并不明显。销售回升受制于“四座大山”：一者部分地区限制性政策制约购房需求释放；二者中长期居民购房需求整体回落；三者居民债务负担较重，尤其是债务以及收入的结构性问题突出，刚需群体缺乏购房能力；四者房价下跌，改善型、投资类购房需求承压。

4) 需求侧政策将继续发力，方向包括进一步解除限制性政策、缓解居民债务压力以及走租购并举道路等，但由于收入等宏观因素的压制，地产政策自身能做的不多，稳地产需要宏观政策的积极配合。预计中央政府将成为加杠杆主体，财政支出向保民生方面倾斜。虽然地产和宏观政策会积极改善行业和宏观基本面，但受制于居民部门高企的债务压力，预计销售回暖的幅度相对有限，房地产税试点扩大的可能性不高。预计2023年商品房销售增速跌幅收窄至-9%--3%的区间内，结构上一线城市销售的表现或强于低能级城市。节奏上，销售底或在年中出现，投资底在下半年出现。

6、投资建议

以地产融资为核心的中长期贷款需求与国债收益率反方向变动。在2023年一季度，“强预期”和“弱现实博弈”，债市震荡；二季度起，随着地产周期触底回升，狭义流动性收紧，债市逐渐转熊。

7、风险提示

债务风险超预期，地产政策超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3个月） | 中期（3-6个月） | 长期（6-12个月） |
|------|-----------|-----------|------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金38亿元人民币，员工逾800人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有36家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有149个证券IB分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com