

辨析美国消费、中国地产边际变化

定期报告

华金宏观·双循环周报（第29期）

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

投资要点

◆ **美国零售超预期连续走强，鲍威尔讲话“绵里藏刀”。**9月美国零售增速超预期走强，做实了二季度以来增速反弹的趋势，充分显示美国居民收入高增和消费需求旺盛的阶段性经济特征仍在持续。以当前美国零售同比重现抬头趋势的现状来看，前期由于汽车供给过多而导致的阶段性通胀缓和动能正在消退，加之当前中东局势尚未明朗、油价不确定性仍强，若原油价格进一步走高，输入性通胀压力或将对美国及发达经济体货币政策紧缩程度提出新的挑战。加之前期巨额财政补贴已经转化为居民超额储蓄，我们认为在美联储未采取更大力度紧缩性货币政策之前，美国居民消费更大可能将长期维持在当前的较热区间。美联储主席鲍威尔在公开讲话中指出，美国今年以来持续超预期的经济表现可能延续至3季度，长端国债收益率走高会成为一个决策参考指标但可持续性仍需观察，从而事实上并未改变其坚持长期紧缩立场的态度。市场对美联储的鹰派程度或至今仍有所低估。我们维持美联储在年底前仍会加息一次25BP的预测不变，但具体加息时点可能在10月和12月FOMC会议之间择一进行；并仍然预计美联储在2024年下半年之前不会启动降息。

◆ **地产政策放松首月供需改善温和，预计2024呈“量缩价稳”格局。**9月是房地产政策结构性放松向一线城市推广的第一个完整月份，月度和高频新建住宅销售数据显示住宅总需求改善程度相当有限，一线城市脉冲式改善后再度降温，从全国范围来看，本轮房地产政策的结构性放松对总需求的推升作用是相对边际的。土地购置费、新开工面积等供给侧数据则显示开发商仍然态度较为谨慎。稍晚于9月经济数据公布的房地产开发投资结构数据呈现出土地成交仍在下滑、净房地产开发投资跌幅小幅收窄的差异化表现。在当前待售住宅库存较多的背景下，开发商对本轮政策结构性放松能够带动的需求扩张效应强度期待并不高，从而在看到需求确实大幅提升之前，并无太大意愿提前增加土地储备。而在土地成交冷淡的背景下，新开工面积同比跌幅尽管因基数走低而收窄，新开工面积规模仍在持续下滑通道中，并未明显受到本轮政策放松的影响。我们预计2024年将呈现“量缩价稳”的房地产市场新格局，由此为财政扩张二次分配改善居民收入预期、提振商品和服务消费提供良好的财富效应预期基础。9月一线城市新房价格开始传递积极信号，我们对此持续关注，如可持续至2024年初，则预计“公共预算财政扩张赤字——实施个税减税——促进和提振居民消费”成为明年经济政策主线的概率将有所增加。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周全球股市普遍下跌，A股跌幅较深，通信、医药生物、计算机跌幅最深；长端美债收益率大幅上涨，短端国债收益率上行较多，中美长端利差扩大，短端利差收窄；美元指数小幅下行，人民币持续被动贬值，金价持续上冲，巴以冲突推升原油价格。

◆ **风险提示：**美联储超预期加息风险；地产需求复苏慢于预期风险。

相关报告

消费拉动Q3增长超预期，改善势头如何巩固？——23Q3 / 9月经济数据点评
 2023.10.18

金融数据点评（2023.9）-地产放松居民贷款温和改善，年内预计仍需降准降息
 2023.10.13

进出口数据点评（2023.9）-消费电子、汽车拉动，出口超预期改善
 2023.10.13

CPI、PPI点评（2023.9）-食品拖累CPI，期待消费需求改善
 2023.10.13

和衷共济——2024年国内外宏观经济金融展望
 2023.10.12



内容目录

美国零售超预期连续走强，鲍威尔讲话“绵里藏刀”	3
地产政策放松首月供需改善温和，预计 2024 呈“量缩价稳”格局	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

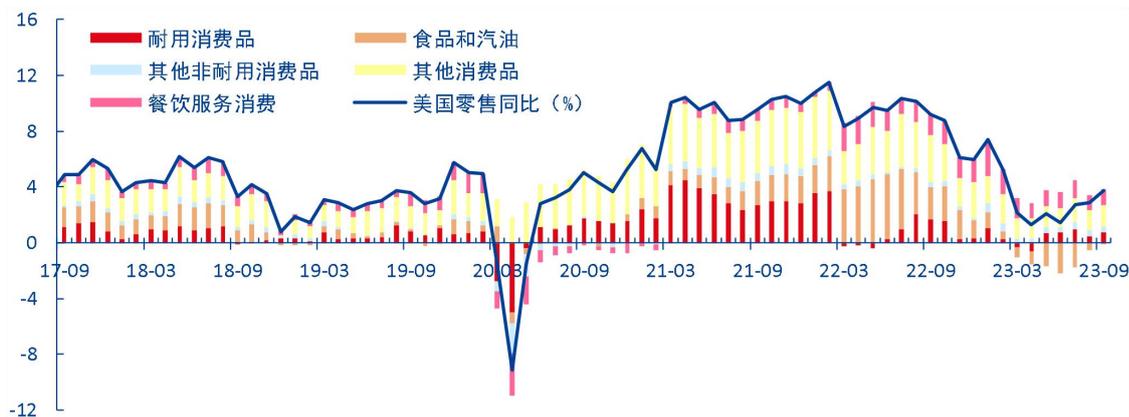
图表目录

图 1：美国零售同比与贡献结构（%）	3
图 2：1Y 美债、10Y 美债、10Y TIPS 收益率（%）与美元指数	4
图 3：月度住宅销售面积同比、以及当月面积与疫情前 6 年同月均值之比	5
图 4：30 大中城市月均销售面积与疫情前 6 年同期均值之比（%）	5
图 5：房地产开发投资、土地购置费及净开发投资单月同比增速（%）	6
图 6：30 大中城市月均销售面积与疫情前 6 年同期均值之比（%）	6
图 7：新建商品住宅价格同比（%）	7
图 8：二手住宅价格同比（%）	7
图 9：全球股市本周涨幅（%）：本周全球股市普遍下跌，A 股跌幅较深	8
图 10：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股全线下挫，通信、医药生物、计算机跌幅最深	8
图 11：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股必需品消费和能源板块表现较好，可选消费跌幅最深	8
图 12：美国国债收益率（%）变动幅度：长端美债收益率大幅上涨	9
图 13：中国国债收益率（%）变动幅度：短端国债收益率上行较多	9
图 14：中美短端利差收窄（%）	9
图 15：美债长端收益率上行较多，中美长端利差扩大（%）	9
图 16：10Y 国开债与国债利差继续缩小（%）	10
图 17：1Y、3Y 信用利差小幅收窄（BP）	10
图 18：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	10
图 19：主要央行政策利率（%）	10
图 20：全球汇率：美元指数较上周小幅下行	10
图 21：人民币持续被动贬值	10
图 22：金价持续上冲逼近 2000 美元高位	11
图 23：巴以冲突继续推升国际原油价格	11
图 24：10 月初煤价小幅反弹	11
图 25：本周铜价基本持平上周	11

美国零售超预期连续走强，鲍威尔讲话“绵里藏刀”

9月美国零售增速超预期走强，做实了二季度以来增速反弹的趋势，充分显示美国居民收入高增和消费需求旺盛的阶段性经济特征仍在持续。数据公布后市场波澜再起，11月加息预期和长端美债收益率同步上行。当地时间10月17日，美国人口普查局公布9月零售数据，当月零售同比上行0.9个百分点至3.8%，为自7月以来连续第三个月回升，也进一步强化了4月阶段性增速低位之后的商品消费需求连续超预期上行趋势。从结构来看，美国9月零售回暖的主要原因来自耐用消费品，后者同比上行达1.1个百分点至2.6%，拉动零售整体同比上行达0.8个百分点；其中，汽车零售同比大幅上行1.6个百分点至6.2%，拉动当月零售上行达1.2个百分点，此外，家具家电和建材园林设备同比跌幅也分别收窄0.2个百分点至-4.4%和-4.0%；此外8月OPEC+宣布延长减产措施、近期巴以冲突升级导致的油价上涨，亦对零售同比增速形成一定拉动。数据公布后，市场预期美联储坚持鹰派强硬立场的程度加强，10Y美债收益率和美元指数同步上升，10月18日分别收于4.91%和106.6。

图 1：美国零售同比与贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020.3-2022.2 为两年平均增速

以当前美国零售同比重现抬头趋势的现状来看，前期由于汽车供给过多而导致的阶段性通胀缓和动能正在消退，加之当前中东局势尚未明朗、油价不确定性仍强，若原油价格进一步走高，输入性通胀压力或将对美国及发达经济体货币政策紧缩程度提出新的挑战。加之前期巨额财政补贴已经转化为居民超额储蓄，我们认为在美联储未采取更大力度紧缩性货币政策之前，美国居民消费更大可能将长期维持在当前的较热区间。

美联储主席鲍威尔在超预期的零售数据公布之后的公开讲话中指出，美国今年以来持续超预期的经济表现可能延续至3季度，长端国债收益率走高会成为一个决策参考指标但可持续性仍需观察，从而事实上并未改变其坚持长期紧缩立场的明确态度。市场对美联储的鹰派程度或至今仍有所低估。当地时间10月19日，鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话，仍然传递出较为明确的鹰派立场：尽管劳动力市场的紧张程度已经有了一定的缓慢降温迹象（the labor market is gradually cooling），但正如此前两天公布的强劲的零售数据（the strong retail sales data）所呈现的趋势，事实上迄今为止美国经济仍然处于超预期上行的阶段（economic growth has consistently surprised to the upside this year），从而通胀在夏季所呈现的阶段性下行的持续性无法确定（cannot yet know how long these lower readings will persist），由此鲍威尔认为未来

的政策管道之中可能仍有进一步的有意义的紧缩操作（there may still be meaningful tightening in the pipeline）。

在鲍威尔讲话之前，10Y 美债收益率随着零售数据的公布而一度上冲至高达 4.98%，创全球金融危机以来新高，其在讲话中也同时提及长端收益率将是决定紧缩程度的重要因素之一（longer-term bond yields have been an important driving factor in this tightening），但由于长端美债的实际利率是由通胀预期和经济增长预期同时构成的，鲍威尔认为美国经济将在 2023 年四季度后逐步降温（before cooling off in the fourth quarter and next year），因此其讲话事实上隐含了长期国债收益率可能未来有所下行的方向，从而我们认为并不能仅因鲍威尔讲话中提到长期利率，就据此简单判断鲍威尔将放弃紧缩立场。

从长周期的角度来看，当前美国长端收益率正在回归长期正常水平，即以更大的比例反映美国经济长期增长趋势，加之美国经济今年以来的超预期强劲增长，美联储有理由也有立场维持长期紧缩性货币政策，也由此将对非美发达国家和我国产生长期外溢性的货币政策影响。我们维持美联储在年底前仍会加息一次 25BP 的预测不变，但具体加息时点可能在 10 月底和 12 月 FOMC 会议之间择一进行；并仍然预计美联储在 2024 年下半年之前不会启动降息。

图 2：1Y 美债、10Y 美债、10Y TIPS 收益率（%）与美元指数

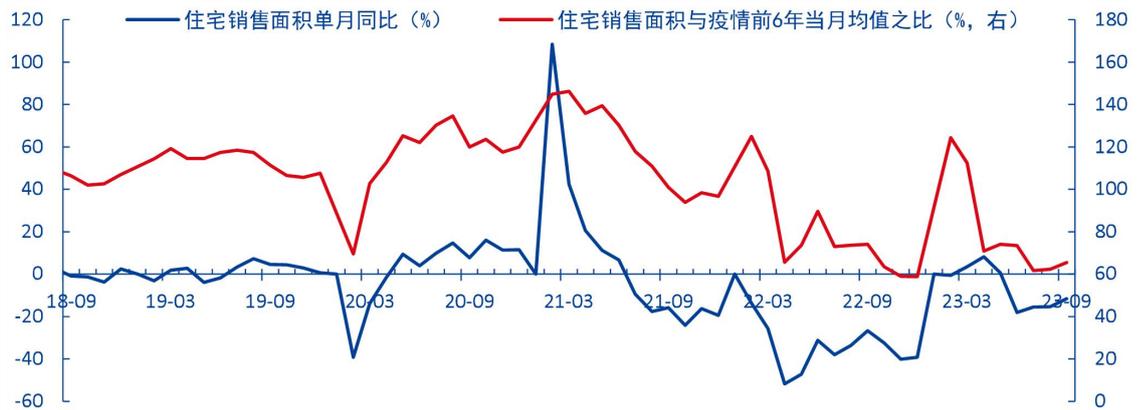


资料来源：CEIC，华金证券研究所

地产政策放松首月供需改善温和，预计 2024 呈“量缩价稳”格局

9 月是房地产政策结构性放松向一线城市推广的第一个完整月份，月度和高频新建住宅销售数据显示住宅总需求改善程度相当有限，一线城市脉冲式改善后再度降温。从同比增速角度来看，9 月全国住宅销售面积同比-11.6%，跌幅较 8 月收窄 3.8 个百分点，较年内单月低点 6 月收窄 6.4 个百分点，并明显好于 2022 年各月，呈现加速改善势头。而由于 2020 年以来，疫情和防控措施多番扰乱基数，我们采用将当月住宅销售面积与 2014-2019 年同月均值相比的方式，以更为平滑地跟踪全国住宅需求的变化趋势。数据显示，今年 9 月全国住宅销售面积恢复至疫情前 6 年同月均值的 65.4%，稍好于 7-8 月的 61.7%和 62.3%，但仍明显低于今年上半年的各个月份。从全国范围来看，本轮房地产政策的结构性放松对总需求的推升作用是相对边际的。

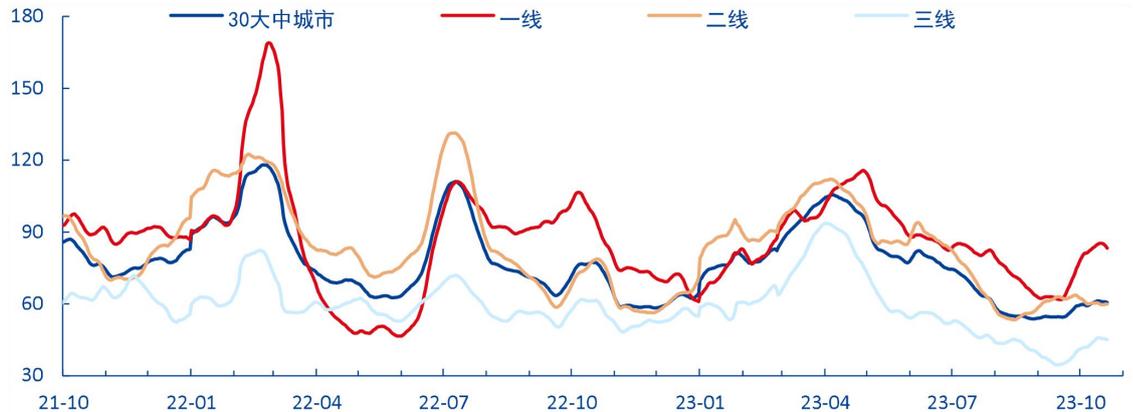
图 3：月度住宅销售面积同比、以及当月面积与疫情前 6 年同月均值之比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

我们基于月度商品住宅销售面积数据进行月均并采取类似的与疫情前 6 年当期均值之比的标准化方法，可以看出全国需求的小幅改善主要源于一线城市的拉动贡献，但即便需求反弹最强的一线城市，本轮反弹高位也显著低于 2023 年一季度，以及 2022 年 2-3 月、6-7 月、9-10 月等近两年的历次反弹强度。同时二线城市呈现企稳但反弹乏力之势，三线城市或仍处于波动下行区间，二线、三线城市住宅销售面积当前都处于 2022 年以来的低位水平。

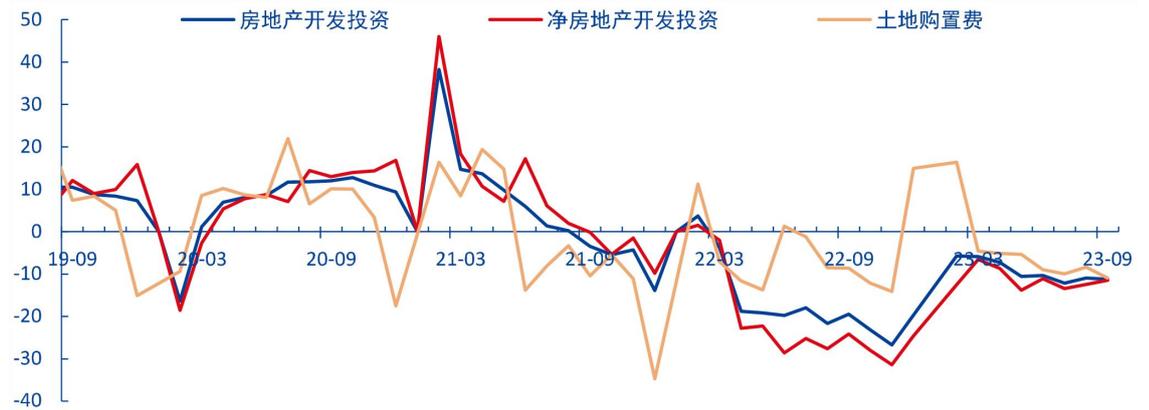
图 4：30 大中城市月均销售面积与疫情前 6 年同期均值之比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

土地购置费、新开工面积等供给侧数据则显示开发商仍然态度较为谨慎。首先是稍晚于 9 月经济数据公布的房地产开发投资结构数据呈现出土地成交仍在下滑、净房地产开发投资跌幅小幅收窄的差异化表现。9 月房地产开发投资同比跌幅小幅扩大 0.3 个百分点至 -11.3%，主要的拖累来自土地成交的持续降温，9 月土地购置费同比跌幅扩大 2.5 个百分点至 -10.9%，增速创年内单月新低，显示在当前待售住宅库存较多的背景下，开发商对本轮政策结构性放松能够带动的需求扩张效应强度期待并不高，从而在看到需求确实大幅提升之前，并无太大意愿提前增加土地储备。扣除土地购置费后的净房地产开发投资 9 月同比跌幅收窄 1 个百分点至 -11.4%，仍处于较低区域但出现了边际改善。

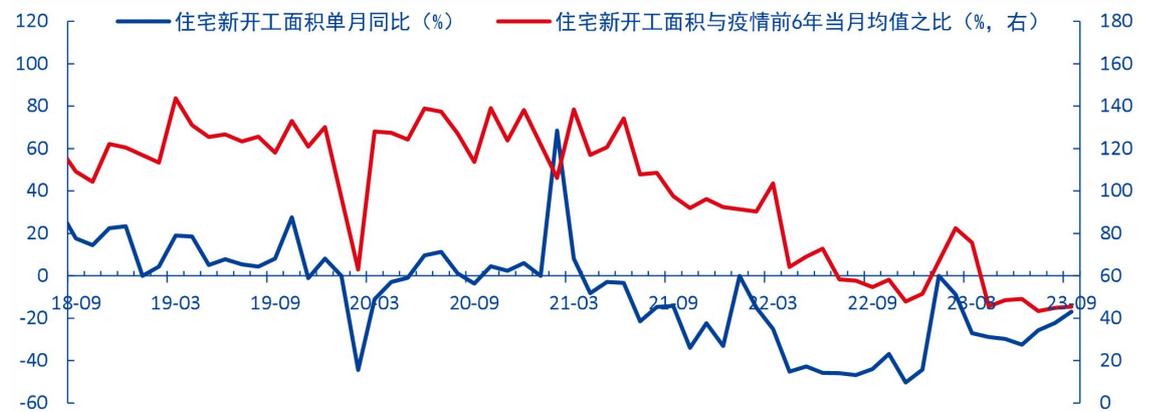
图 5：房地产开发投资、土地购置费及净开发投资单月同比增速（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

而在土地成交冷淡的背景下，新开工面积同比跌幅尽管因基数走低而收窄，新开工面积规模仍在持续下滑通道中，并未明显受到本轮政策放松的影响。尽管 9 月新开工面积同比跌幅明显收窄 5.3 个百分点至-16.9%，但主要源于低基数效应，从与疫情前 6 年当期均值规模的比例来看，9 月新开工面积仅为疫情前 6 年同期均值水平的 45.5%，大致只有 2020 年下半年至 2021 年上半年高位水平的三分之一强，这一偏冷的数据表现与去年以来连续下滑的土地成交情况是相匹配的。

图 6：30 大中城市月均销售面积与疫情前 6 年同期均值之比（%）

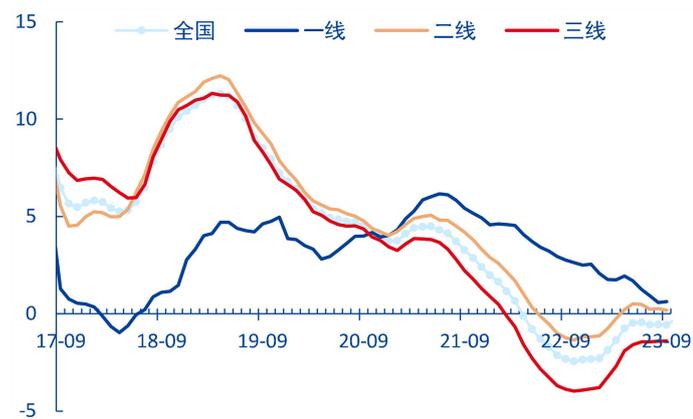


资料来源：CEIC，华金证券研究所

我们预计 2024 年将呈现“量缩价稳”的房地产市场新格局，由此为财政扩张二次分配改善居民收入预期、提振商品和服务消费提供良好的财富效应预期基础。9 月一线城市新房价格开始传递积极信号，我们对此持续关注。7 月政治局会议之后，认房不认贷等结构性放松政策相继于 8 月、9 月在二线和一线城市推广实施，但基于我们上文的分析，对供需两侧产生的积极影响幅度相对比较有限，凸显出当前居民和开发商普遍预期较为理性。本轮持续超过两年的房地产市场深度调整，集中反映了包括人口结构、产业布局、长期收入预期等中长期经济结构性因素的预期变化，短期的政策结构性放松很大程度上只能起到一定的供需稳定作用，而很难再度形成新的地产泡沫。在此基础上，我们认为在当前的短期政策结构性放松、长期经济结构性因素逐步调整的背景下，房地产市场可能在 2024 年首先出现供需量有所下降，但房价企稳的格局，而在更长的时间维度下，考虑到产业布局趋于均衡、居民收入预期的逐步改善，供需量的企稳或小幅回升与

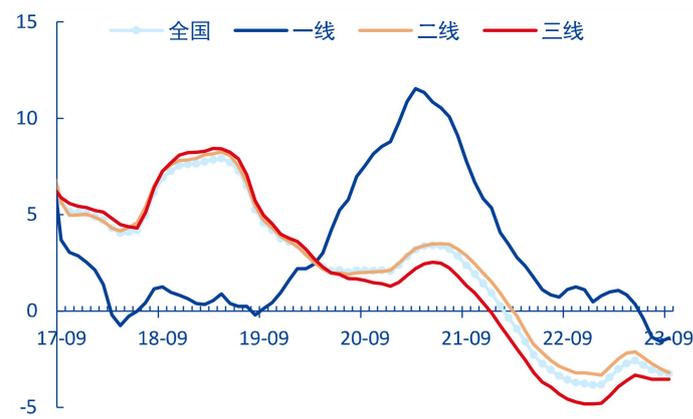
房价的进一步改善可能会在一定的时滞之后出现。而第一步的“量缩价稳”格局，所带来的最主要的积极变化可能并不是在房地产市场本身，而是为居民部门连续去杠杆过程的扭转提供了一个重要的契机，在此基础上财政政策才能够通过扩张赤字、个税减税等二次分配的方式，在稳定居民财富效应预期的基础上进一步提振居民收入预期，从而才有望看到商品和服务消费内需的有效、可持续的提升。9月一线城市新建住宅价格环比企稳、近三个月一线城市二手房价同比跌幅也不再进一步扩大，传递出一些房价方面的积极信号，如可持续至2024年初，则预计“公共预算财政扩张赤字——实施个税减税——促进和提振居民消费”成为明年经济政策主线的概率将有所增加。

图 7：新建商品住宅价格同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：二手住宅价格同比 (%)

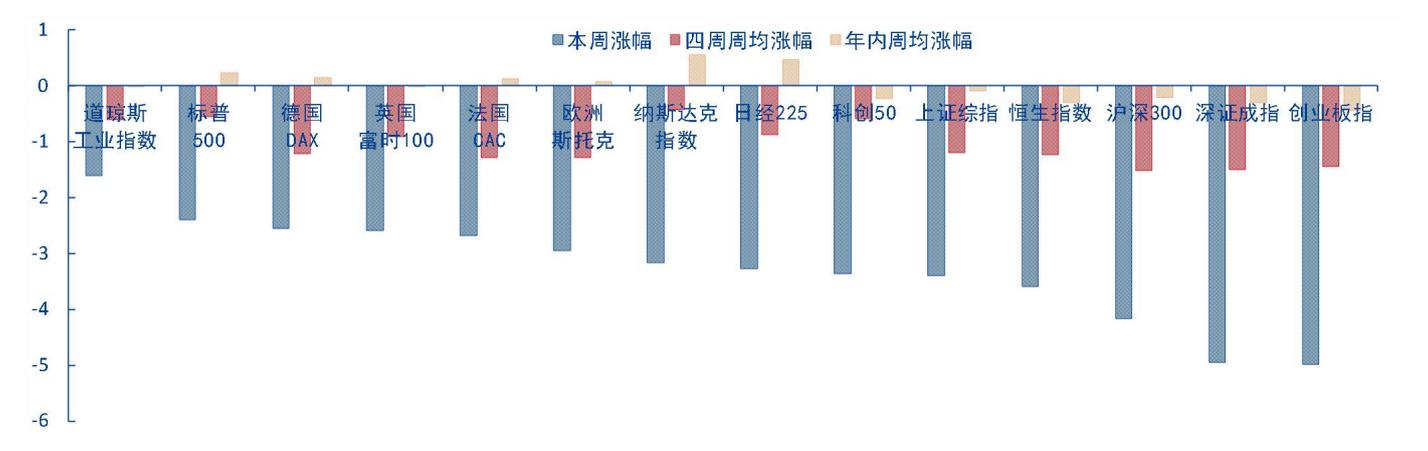


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储超预期加息风险；地产需求复苏慢于预期风险。

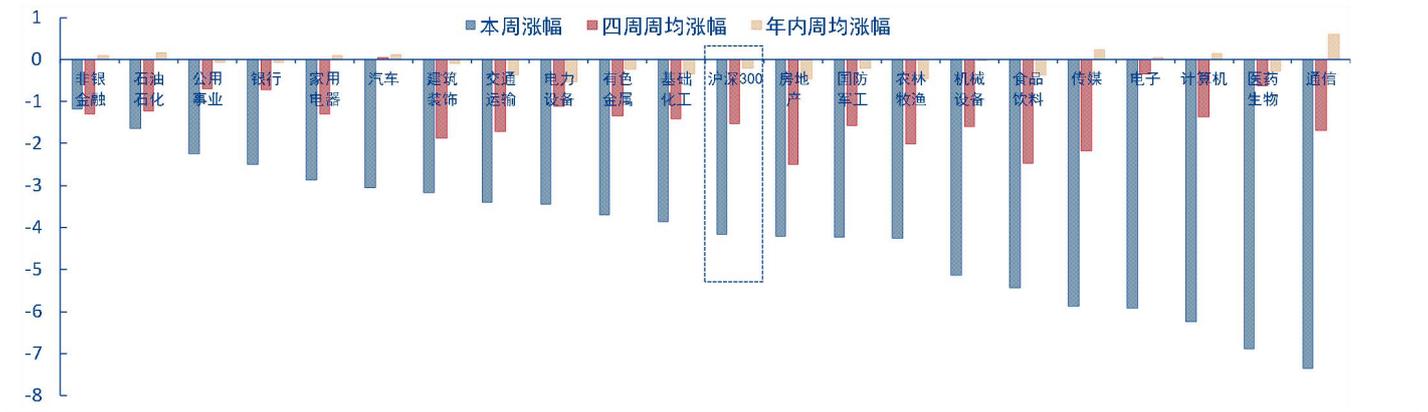
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 9: 全球股市本周涨幅 (%) : 本周全球股市普遍下跌, A 股跌幅较深



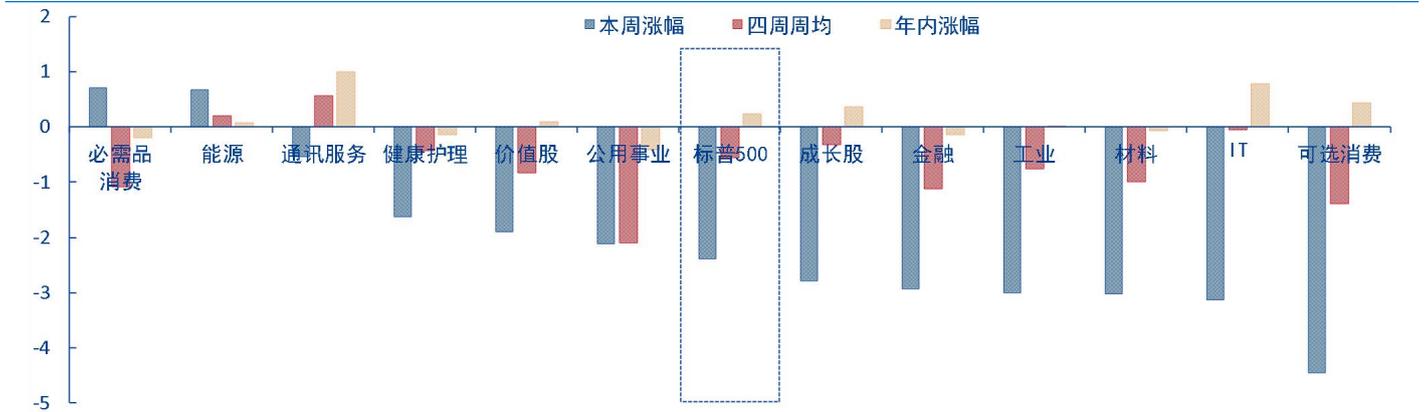
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股全线下挫, 通信、医药生物、计算机跌幅最深



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股必需品消费和能源板块表现较好, 可选消费跌幅最深



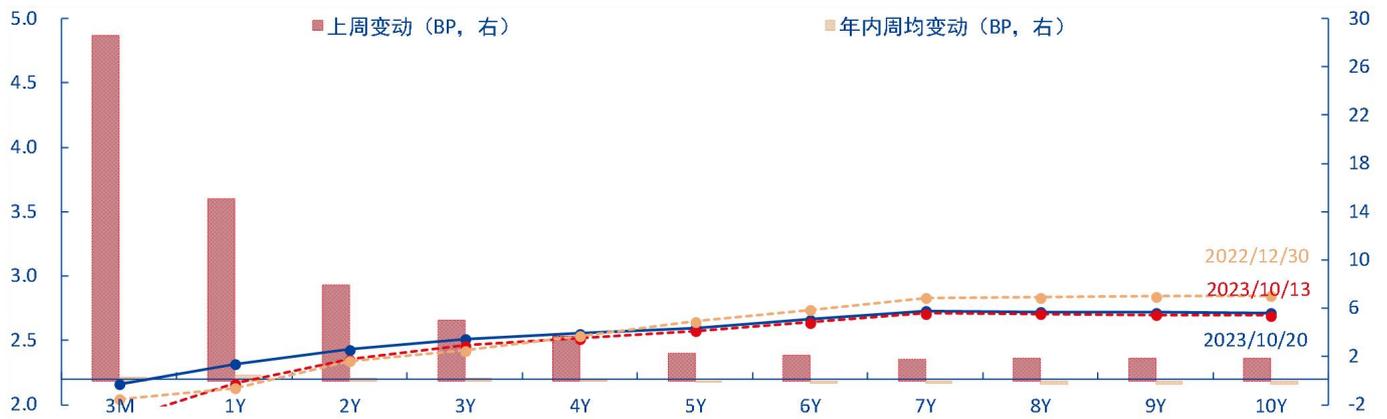
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 美国国债收益率 (%) 变动幅度: 长端美债收益率大幅上涨



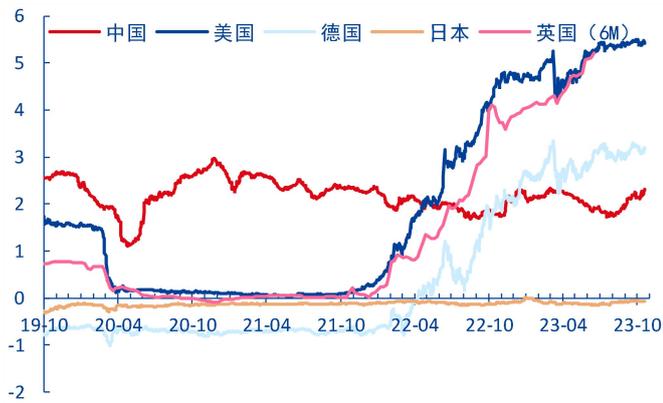
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中国国债收益率 (%) 变动幅度: 短端国债收益率上行较多



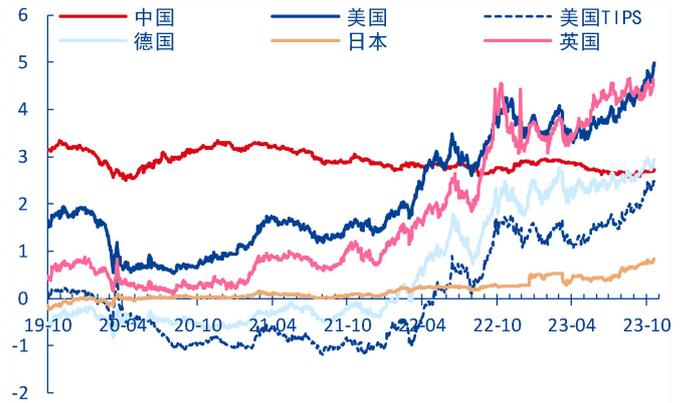
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 中美短端利差收窄 (%)



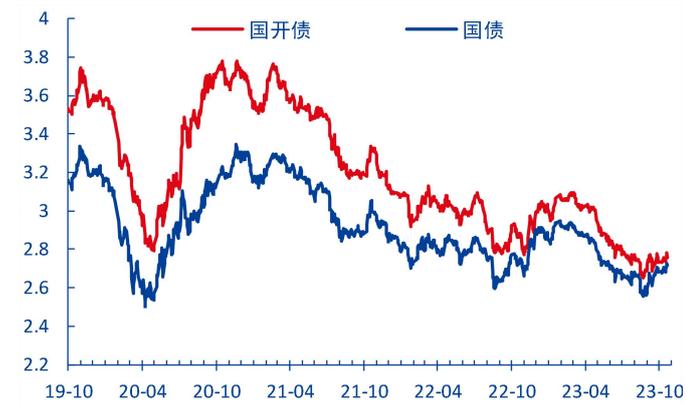
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 美债长端收益率上行较多, 中美长端利差扩大 (%)



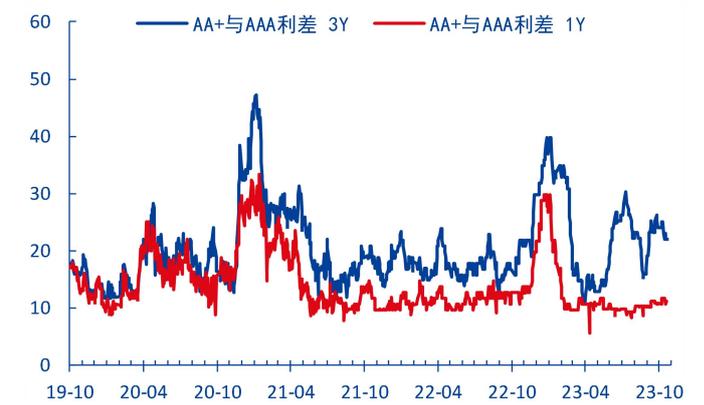
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 10Y 国开债与国债利差继续缩小 (%)



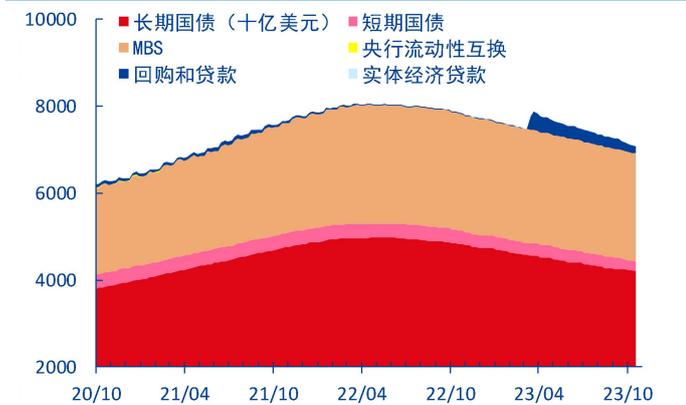
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 1Y、3Y 信用利差小幅收窄 (BP)



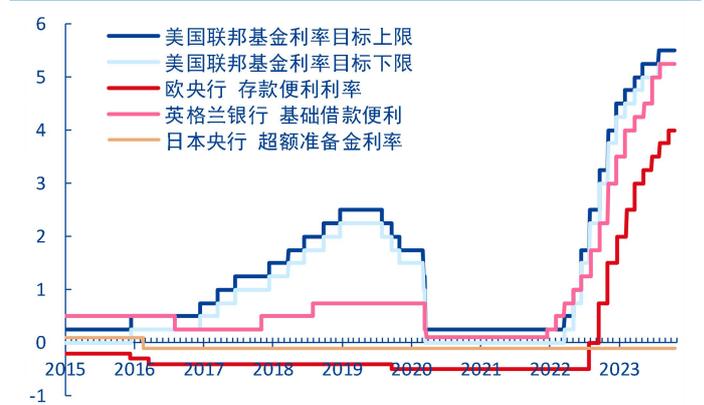
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



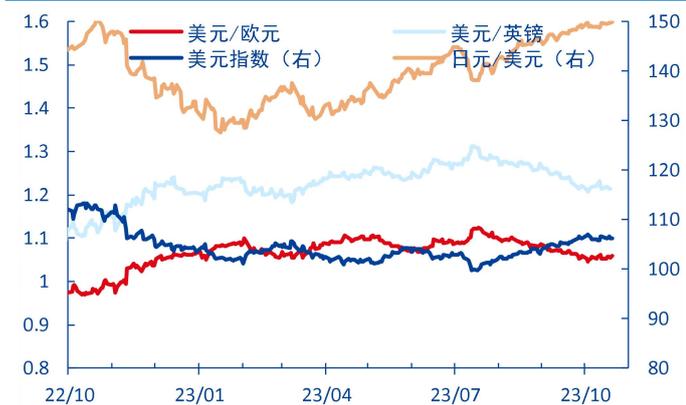
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 全球汇率: 美元指数较上周小幅下行



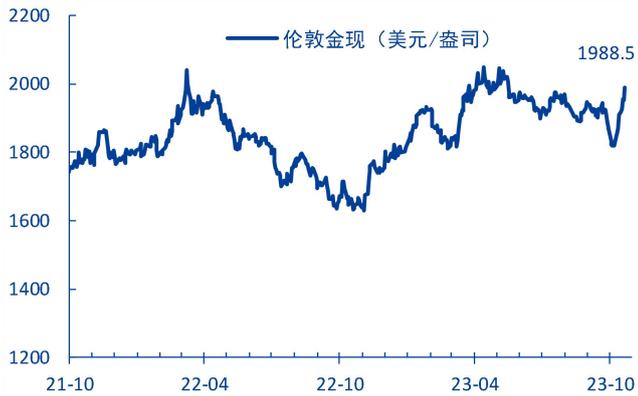
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 人民币持续被动贬值



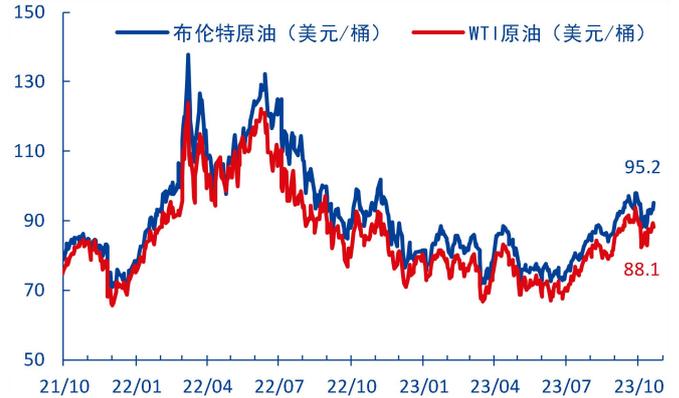
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 金价持续上冲逼近 2000 美元高位



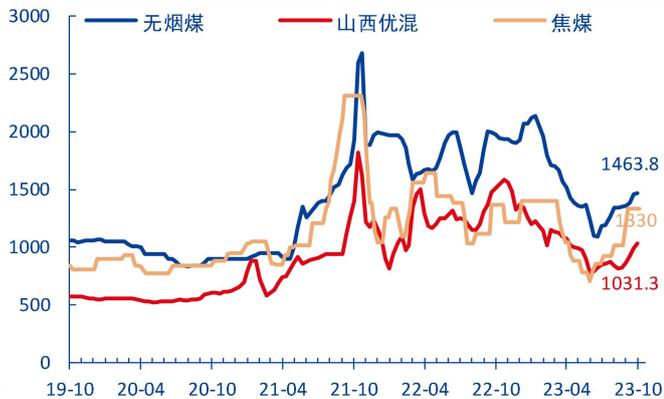
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 巴以冲突继续推升国际原油价格



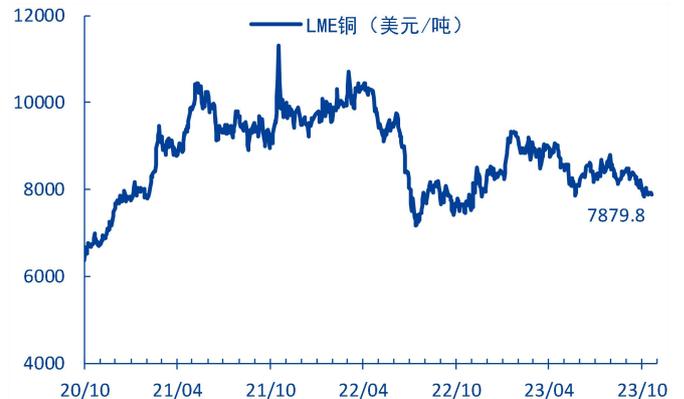
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 10 月初煤价小幅反弹



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周铜价基本持平上周



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn