

周度经济观察

——内外部因素转向积极

袁方(S1450520080004)¹ 束加沛(S1450520080004)²

2023 年 11 月 7 日

内容提要

本次中央金融工作会议着眼于防范金融风险，市场广泛担忧的地产、地方债务问题得到了监管的积极回应。近期深圳国资委对万科的表态，意味着房地产领域的流动性压力在政府干预下或将缓解，经济金融体系的风险得到控制。

上周美联储议息会议表态偏鸽、财政部公布四季度债券融资规模低于预期，同时非农就业数据和 PMI 数据大幅下行，这些因素表明美国经济在逐步降温，也推动美国债券市场利率下行，这一过程未来或将延续。

在房地产行业风险缓释、美债收益率下行的背景下，国内权益市场的超跌反弹正在进行中。市场的反弹能否转化为反转，有待于基本面数据的确认，需要重点关注商品房销售何时企稳，消费在宏微观数据上能否一致修复。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、房地产领域的风险压力缓解

2023 年 10 月 30 日至 31 日，中央金融工作会议召开，习近平在重要讲话中总结党的十八大以来金融工作，分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。

从重要性看，本次会议改名为“中央金融工作会议”，并且政治局常委均出席（仅有 2002 年如此），是历届金融工作会议中重要性排序较高的一次。

会议在肯定金融工作成绩的同时也指出不足，包括“经济金融风险隐患仍然较多，金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱”。

从应对方案看，主要的方针是“金融系统要切实提高政治站位，胸怀‘国之大者’，强化使命担当；深刻把握金融工作的政治性、人民性”。坚持金融工作的政治性，就是要坚持党中央对金融工作的集中统一领导，确保金融改革发展的正确方向。坚持金融工作的人民性，就是要树立以人民为中心的价值取向。

在未来的工作任务方面，会议提出以下五点“要加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险”。在这些任务的定位上，提出“当前和今后一个时期，要以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧结构性改革为主线，以金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力为重要支撑，以全面加强监管、防范化解风险为重点”。

我们认为，未来一年的工作重点是“要全面加强党对金融工作的领导，从严从实抓好金融系统巡视整改工作，不断提升金融系统党建水平和工作质量。”在操作层面，“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的

政府债务管理机制”和“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”是下一阶段的工作重心。从过往经验来看，金融工作会议对未来五年金融发展提出总体框架，后续各部委围绕会议精神会出台细致政策。短期来看房地产、地方政府相关债务的化解是市场关注的焦点。

近期深圳国资委对万科的表态，可能意味着房地产领域的流动性压力在政府干预下逐步缓解，其对经济和金融体系的风险得到控制。而前期再融资债券的发行、财政赤字率的突破，也使得地方政府债务违约压力减轻。

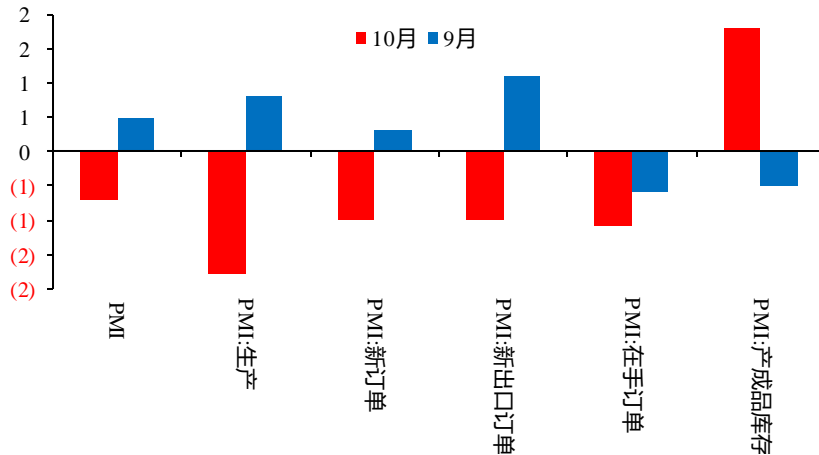
总体而言，本次金融工作会议着眼于防范金融风险，市场广泛担忧的地产、地方债务问题得到了监管层面的积极回应。未来相关领域的政策可能将继续出台，政策细节值得密切留意。

10月制造业 PMI 为 49.5，较上月回落 0.7 个百分点，弱于季节性。建筑业 PMI 环比回升 2.7 个点至 53.5，接近历史低位。服务业 PMI 为 50.1，较上月回落 0.8 个百分点，PMI 数据显示经济在各个层面出现走弱。

分项来看，除产成品存货以外，其余分项都在 10 月出现回落。同期美国、欧洲以及全球制造业 PMI 也均在回落，中国的减速可能是全球制造业下行的一部分。

回头来看，7 月以来中美经济同步经历了补库存的进程，进而使得 PMI 同步回升，商品价格反弹。而 10 月以来，商品价格触顶，全球制造业 PMI 回落，可能反映了全球制造业库存回补的结束。在价格层面，原材料购进价格大幅回落 6.8 个百分点至 52.6，PPI 环比改善的趋势或将结束。

图1: PMI 分项绝对值变化, %

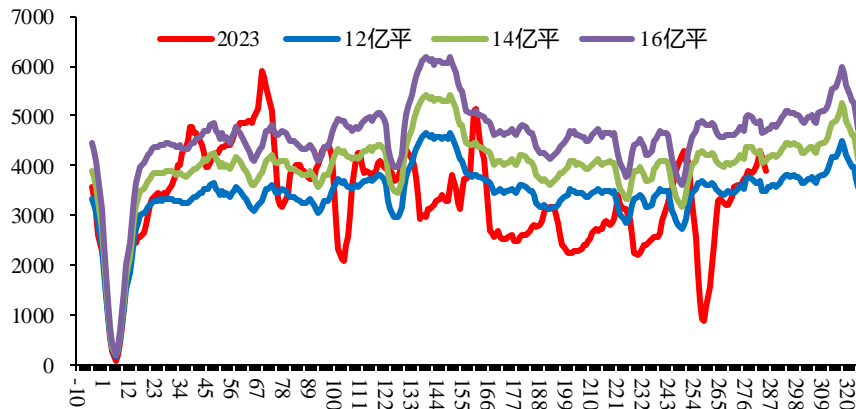


数据来源: Wind, 安信证券

10月以来,高频数据显示新房销售出现改善,略高于去年同期水平,这可能和前期政策放松有关。贝壳 KMI 数据显示市场情绪回落,当下二手房销售的好转可能是前期政策放松带来的成交滞后体现。二手房销售的改善的可持续性存疑。

总体而言,宏观经济内部复苏的进程存在分化,海外需求短期存在不确定性,制造业的外需可能存在扰动,但回落风险不大。服务业消费活动仍在恢复当中。房地产行业流动性压力扩散的风险得到控制,商品房销售的改善仍需观察,经济总体处于磨底的过程中。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算，横轴使用农历日期对齐

二、底部确认进程中

上周以来权益市场总体震荡，成交量小幅回升，日均成交超过八千亿。消费和成长板块涨幅领先，金融和稳定板块表现偏弱。

北上资金在 11 月以来持续流入，反映出海外利率下行、国内资本跨境流出压力缓和的影响，这对 A 股带来边际提振。

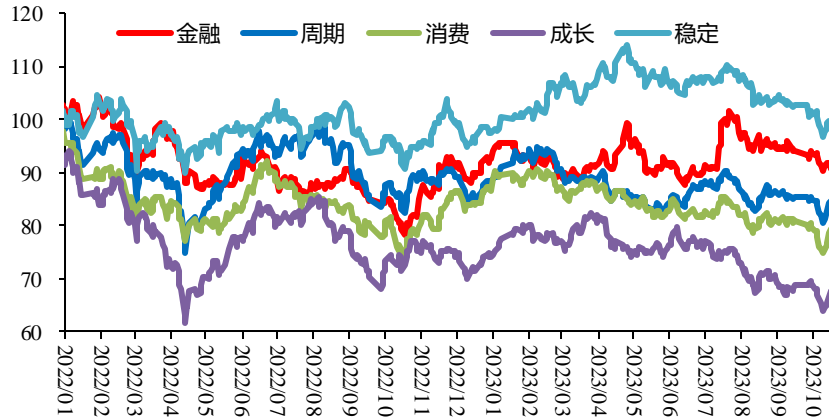
当下市场可能正在经历底部的确认。随着时间的推移，疤痕效应逐步缓和，居民部门的消费倾向和风险偏好或将温和抬升，居民部门资产配置再平衡也将展开，存款等安全资产会向股票房地产等风险资产转移。

从三季度经济数据来看，农村和中小城市的经济修复加速，而大城市由于疤痕效应更严重，修复速度更慢，但这一过程终将会发生。

此前市场主要担忧中国房地产行业流动性压力的扩散，但从中央金融工作会议的基调、以及深圳国资委的表态来看，房地产行业违约压力在政策干预下或将得到有效控制。

因此总体来看，在房地产行业风险缓释、美债收益率下行的背景下，国内权益市场的超跌反弹正在进行中。市场的反弹能否转化为反转，有待于基本面数据的确认，需要重点关注商品房销售何时企稳，消费在宏微观数据上能否一致修复。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

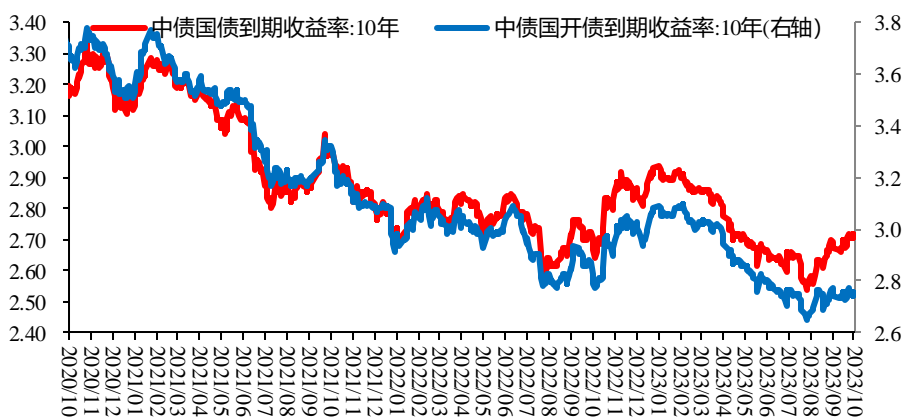
2021年12月31日为100

经历了10月底资金价格的波动后，11月以来资金价格走低，短端利率出现回落。同时叠加美国市场的影响，全球长端债券利率总体下行，中国也包含其中。

当前债券市场的主要矛盾可能仍在于资金面的变化，而这与汇率的传导息息相关。在美债利率和美元指数下行、人民币汇率相对稳定的背景下，国内资金面压力的缓解并不意外。由于海外市场短期进入数据和政策发布的真空期，这一模式有望延续。

不过考虑到当前人民币汇率处于历史高位、维持汇率的稳定仍然是监管当局的主要关注，四季度央行降息降准的概率目前来看不高。这或许意味着债券市场收益率下行的空间总体有限。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、经济降温、市场反弹

11月1日，美联储召开11月FOMC议息会议，维持联邦基金利率目标在5.25%-5.5%的水平，会议声明总体表态偏鸽派。市场尤为关注的是，鲍威尔在新闻发布会上提到“美国国债收益率的上行导致家庭和企业借贷成本上升。如果维持紧缩政策，这将对经济活动造成压力”，这一表述被市场认为是加息接近终点的标志。不过鲍威尔同时表示，美联储当前并不考虑降息的问题，政策重点在于多长时间内维持高利率的水平，当然也保留了加息的选项。

会议过后市场继续预期12月美联储不加息，并将降息时点由明年6月提前至5月，全年降息幅度从75BP上升至100BP。

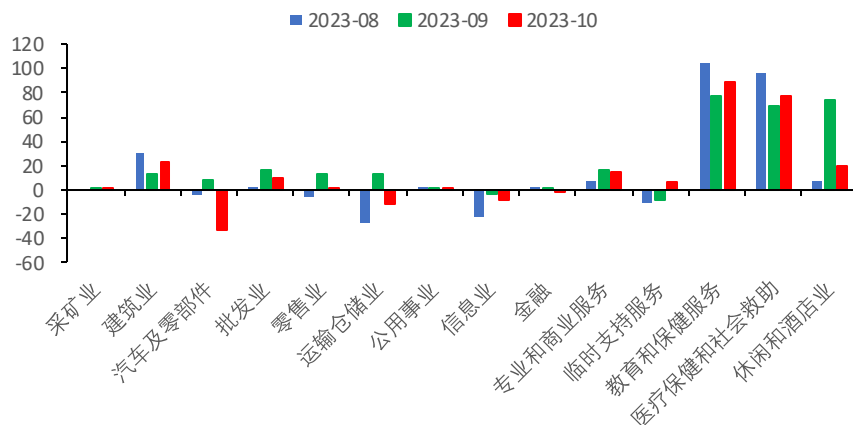
10月美国新增非农就业人口为15万，低于市场预期的18万，较上月回落10.8万人。同时下修9月数据3.9万至29.7万。从结构上看，休闲和酒店业、专业和商业服务、零售业等服务业主导了非农就业的回落，此外商品部门非农就业也出现下降。

10月失业率为3.9%，较上月抬升0.1个百分点，处于近两年高点。劳动参与率62.7%，较上月小幅回落0.1个百分点，也处于近两年偏高水平，显示劳动力市场压力在逐步缓解。

工资方面，时薪环比增速为0.21%，同比增速4.1%，较上月均出现回落。商品和服务部门的工资增速出现普遍下行。

总体而言，非农数据超预期下滑、失业率抬升、工资增速普遍回落指向美国劳动力市场在逐步降温，劳动力市场的降温对通货膨胀的控制、加息过程的终结有积极影响。

图5：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

与非农就业数据的指向一致，10月美国经济数据表现疲软。10月美国ISM制造业PMI大幅回落至46.7%。其中新订单、产出、就业分项均出现下行。与此同时，美国服务业PMI大幅回落至51.8%。存货的回落叠加利率水平抬升对服务业的抑制效果在经济数据中体现明显。

美联储议息会议偏鸽表态、财政部下调四季度债券融资规模，同时叠加非农就业数据、PMI数据的下行，推动10年期美债收益率下行大幅下行27BP至4.6

左右的水平，美元指数也下滑 1.5% 至 105 的位置，同时美股大幅反弹，纳斯达克指数表现强于道琼斯指数。

考虑到市场更多转入到对短期数据走向的定价，以及多数数据指向经济在逐步降温，而经济本身快速转入衰退的可能性偏低，未来一段时间里无风险利率的下行有助于推动海外权益市场继续反弹。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告

第11页，共11页

2023年11月