

美元下行趋势确认？地产即将迎来底部？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第33期）

分析师

秦泰

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

投资要点

◆ **非美发达经济反弹昙花一现，美元下行可能并非趋势。**英国、欧洲制造业 PMI 好于预期，美国保持稳定但较预期稍偏冷，近期数据短暂形成非美发达经济边际变化稍好于美国的局面，海外市场对美联储降息提前的预期发酵，美元指数跌至 9 月以来低点。但近 3 个月美国 PMI 数据呈明显滞后性，加之 22Q4 以来美国制造业实际产出罕见地连续大幅高于 PMI 趋势，我们认为 11 月美国 PMI 并不能认为是在汽车工人罢工已经得到解决之后的未来数月内美国工业生产转头向下的良好领先指标。从当周先后公布的央行会议纪要来看，美、欧央行均未扭转对其经济冷热不均、分化加剧的判断，两大央行均展现偏鹰立场，但前者基于较为火热的供需循环、后者则是类滞胀状态下的无奈选择的分化决策背景并无任何趋势性的改变。**美国的数据扰动是短期的、滞后性的，并不改变主要发达经济“美强欧弱”的分化加剧格局，由此逻辑延伸，美元指数本周的走弱具有显著的短期交易性特征，后续一旦美国经济和通胀数据开始呈现因汽车工人罢工得到解决而再度复苏甚至小幅过热的局面，美元指数则仍可能再度迅速呈现今年以来已多次展现的向上弹性。由此我们不能对美国走弱、美联储提前降息、美元指数连续下行、外溢性紧缩压力大幅缓和这一条被动的国内政策空间扩大的逻辑路径抱有太强的期待。**

◆ **深圳二套房政策放松，房地产市场能否加速迎来底部？**继 8 月底 9 月初“认房不认贷”推广至一线城市之后，深圳再随广州步伐宣布调降二套住房首付比例。本轮房地产市场调整的深层原因是长期发展不均衡带来的人地矛盾，而深圳由于特殊的地理、地形和历史原因人地矛盾尤为尖锐激化，房价泡沫程度位列四大一线城市之首，更大的房地产泡沫带来更早开启的泡沫破裂过程，深圳的新建住宅及二手住宅价格同比开始发生回落的时间均早于一线城市整体。深圳本次晚于广州两个半月实施首付比例调降政策，以及较为克制的货币政策力度、始终未被放弃的“因城施策”指导思想和政策着力引导的改善型住房需求释放，一致指向本轮房地产市场调控意图并非再度刺激起新一轮房价泡沫，而是引导房地产市场向更加均衡、更加健康的方向发展。政治局会议以来，“保障性住房建设”被不断提及并强调，本轮房地产市场调整至今，房地产市场的投资和投机属性已经被大幅弱化，未来，我国的房地产市场势必会向更加健康的方向转型，房地产发展将迎来新模式，“房子”将更多地回归到居住属性。**我们预计在各项政策不断加码、向一线城市推广的背景下，房地产市场有望在今年底明年初迎来“量缩价稳”的新格局，最终呈现“L”型趋稳，而非“V”型反弹的态势。在此基础上，我们预计中央十月底宣布的增发万亿国债，将提升 2024 年预算内赤字率，通过更大力度的个税减税等二次分配方式对居民的收入预期形成支撑，并对中等收入群体的大宗可选商品消费和中高端服务消费形成实质性的促进作用。**

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周 A 股房地产领涨，电子、通信跌幅较深；1Y 国债收益率大幅上行 20BP，中美 10Y 利差继续收窄；美元指数下行较多，人民币随之升值。

◆ **风险提示：**美联储超市场预期紧缩风险；房地产市场复苏慢于预期风险。

相关报告

- 财政支出扩张在即，制衡外部紧缩压力——
 华金宏观·双循环周报（第 32 期）
 2023.11.17
- 消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张——
 经济数据点评（2023.10） 2023.11.15
- 居民贷款清冷，政府发债集中——金融数据
 点评（2023.10） 2023.11.13
- 需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI
 点评（2023.10） 2023.11.10
- 罢工拖累就业，是否足以改变美联储？——
 华金宏观·双循环周报（第 31 期） 2023.11.4



内容目录

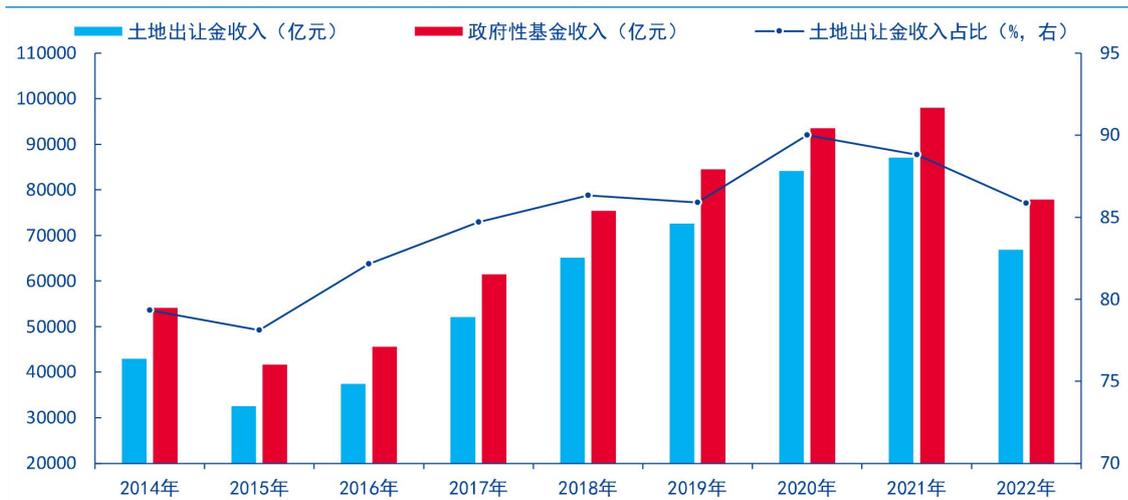
一、非美发达经济反弹昙花一现，美元下行可能并非趋势	3
二、深圳二套房政策放松，房地产市场能否加速迎来底部？	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

图表目录

图 1：2022 年土地出让金收入占政府性基金收入之比大幅下滑	3
图 2：主要发达经济体制造业 PMI	4
图 3：美国年均制造业 PMI、制造业和汽车制造业生产指数同比	4
图 4：发达经济体四大央行政策利率曲线（%）	5
图 5：美国国债收益率及美元指数	6
图 6：沪深 300 及房地产板块年内涨跌幅对比（2023.1.1=100）	7
图 7：深圳市新建及二手住宅价格同比（%）	7
图 8：新建商品住宅价格同比（%）	8
图 9：二手住宅价格同比（%）	8
图 10：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	9
图 11：全球股市：海外市场普遍上涨，科创 50 跌幅较深	10
图 12：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：房地产领涨，电子、通信跌幅较深	10
图 13：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周标普 500 普遍上涨，健康护理领涨	10
图 14：美国国债收益率变动幅度：收益率整体上行	11
图 15：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率大幅上行 20BP	11
图 16：中国短端国债收益率大幅上行（%）	11
图 17：中美 10Y 利差继续收窄（%）	11
图 18：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	12
图 19：1Y 信用利差扩大、3Y 利差继续缩小	12
图 20：美联储资产规模继续减少（USD bn）	12
图 21：主要央行政策利率（%）	12
图 22：全球汇率：美元指数本周下行较多	12
图 23：人民币随美元指数下行而升值	12
图 24：金价本周继续小幅升值	13
图 25：布油价格小幅上涨	13
图 26：11 月中旬山西优混小幅下跌	13
图 27：本周铜价继续小幅上涨	13

本轮房地产市场深度调整以来，地方政府财政收入中土地出让金收入占比不断下降，财政体系随之产生重大变化。7月政治局会议认定房地产市场供求关系发生“重大变化”的新形势至今，房地产市场需求侧政策力度不断加码，认房不认贷、存量首套房贷利率下调、统一首套二套住房全国最低首付款比例下限等一系列结构性放松政策陆续推出，并逐步推广至一线城市，广州、深圳已先后调降首套、二套首付比例。一线城市经历政策放松后的“脉冲式”改善再度回落，政策加码能否有效刺激需求释放？房地产市场的磨底过程将持续至何时？本周美联储、欧央行相继公布10月会议纪要，欧美经济复苏分化程度加剧又将怎样影响我国经济和政策？我们将在本篇周报中详细探讨。

图 1：2022 年土地出让金收入占政府性基金收入之比大幅下滑

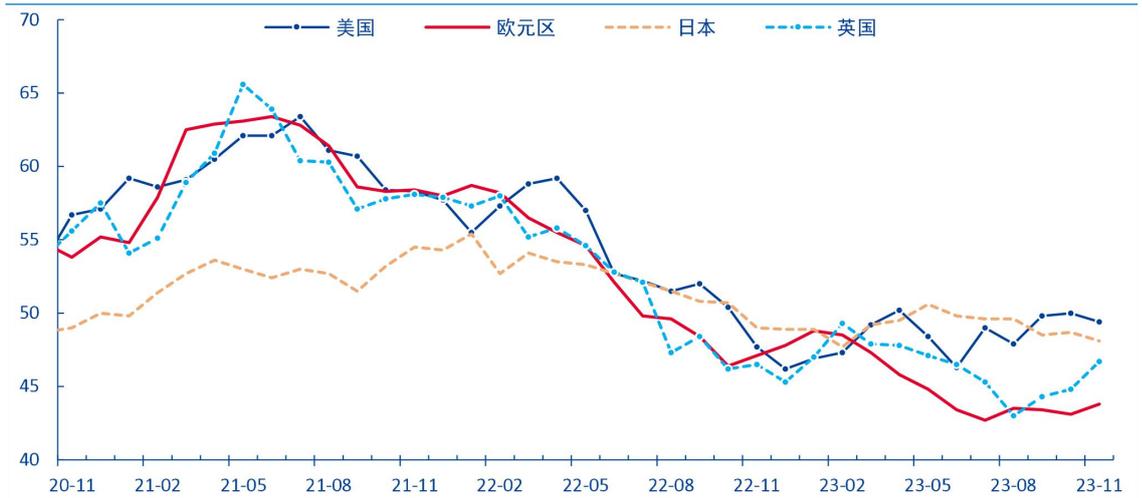


资料来源：CEIC，华金证券研究所

一、非美发达经济反弹昙花一现，美元下行可能并非趋势

英国、欧洲制造业 PMI 好于预期，美国保持稳定但较预期稍偏冷，近期数据短暂形成非美发达经济边际变化稍好于美国的局面，海外市场对美联储降息提前的预期发酵，美元指数跌至 9 月以来低点。据当地时间 11 月 24 日公布的数据，美国 11 月制造业 PMI 初值 49.4，较 10 月、9 月分别低 0.6 和 0.4，尽管仍维持在 50 附近，绝对水平明显高于主要非美发达经济体，但因低于市场预期 0.4，数据公布后海外市场对美国转弱的预期升温。而此前一天，欧元区、英国相继也公布了可比口径的制造业 PMI，分别报 43.8 和 46.7，分别较 10 月上行 0.7 和 1.9，两者均有改善，同时后者改善幅度和超市场预期的幅度都更大。相形之下，美国数据公布后似乎制造业走弱的速度较欧英更快，海外市场对美联储可能于 2024 年上半年即提前启动降息的预期骤然升温，美元指数在数据公布后加速下跌，收于 103.44，日跌 0.3%、周跌 0.4%，创 9 月以来新低。

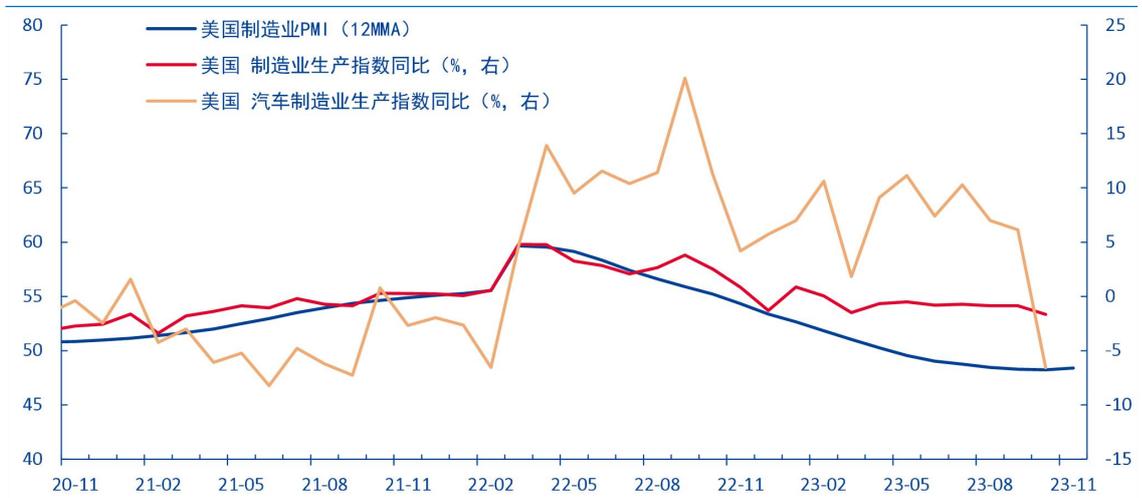
图 2: 主要发达经济体制造业 PMI



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

但近 3 个月美国 PMI 数据呈明显滞后性, 加之 22Q4 以来美国制造业实际产出罕见地连续大幅高于 PMI 趋势, 我们认为 11 月美国 PMI 并不能认为是在汽车工人罢工已经得到解决之后的未来数月内美国工业生产转头向下的良好领先指标。本轮美国汽车工人大罢工始自 9 月中旬, 但 9 月、10 月美国 PMI 数据不降反升, 49.8、50.0 的读数分别较 8 月上行达 0.9 和 1.1, 还创出 5 月以来的阶段性新高, 呈现出企业信心调查的明显滞后性, 由此也可以认为, 11 月美国制造业 PMI 的回落和小幅低于预期, 可能才刚刚反映出汽车工人罢工所带来的滞后性的信心冲击。随着 10 月底汽车工会和生产商之间达成新的协议, 美国汽车工人罢工已告结束, 随之而来的应该是未来数月汽车以及相关行业生产和信心的恢复而非进一步大幅的下行。另外, 自 2022 年 4 季度至今, 美国制造业企业信心 (反映在 PMI 中) 罕见出现连续大幅低于真实生产情况的表现, 一定程度上侧面反映了美国对华“脱钩断链”实行尖端产业链围堵政策在短期内对美国国内制造业生产形成了超出企业信心的促进作用。在 10 月美国制造业生产受到汽车行业罢工停产的暂时性拖累之后, 自 11 月起美国工业生产有可能表现出比制造业 PMI 提前且弹性更大的恢复。上述两条逻辑线都指向 11 月美国制造业 PMI 数据的代表性和领先性是格外弱的。

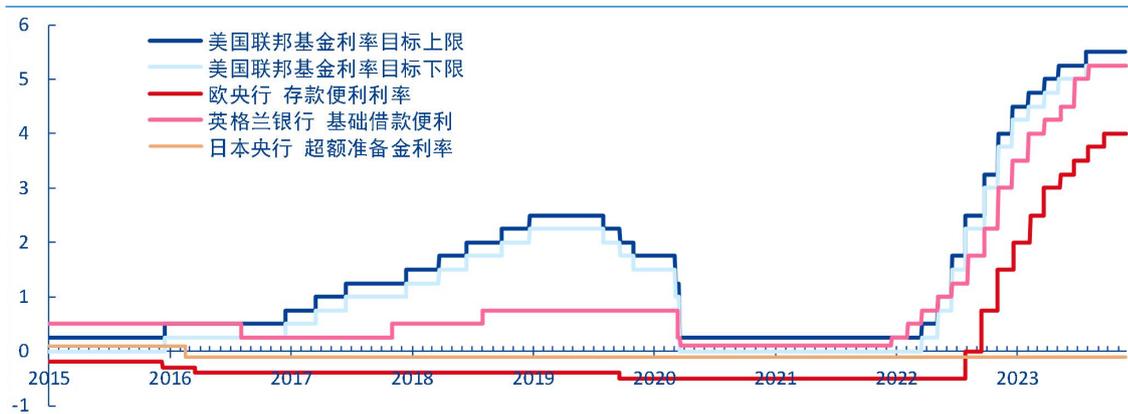
图 3: 美国年均制造业 PMI、制造业和汽车制造业生产指数同比



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

从当周先后公布的央行会议纪要来看，美、欧央行均未扭转对其经济冷热不均、分化加剧的判断，两大央行均展现偏鹰立场，但前者基于较为火热的供需循环、后者则是类滞胀状态下的无奈选择的分化决策背景并无任何趋势性的改变。当地时间 11 月 21 日和 11 月 23 日，美联储和欧央行分别公布了其 10 月货币政策会议的纪要，在货币政策方面，两大央行不约而同展现出较为明确的鹰派立场，其中美联储所有参会委员都认为需要将货币政策在较长时间内维持紧缩（it would be appropriate for policy to remain at a restrictive stance for some time），欧央行委员则认为当前的货币政策正在按照预期发挥作用（monetary policy was working as intended），也即维持紧缩性的货币政策是有必要的。但是两大央行对其自身经济的判断方向性背离再度有所加剧，美联储认为美国三季度实际 GDP 增速受消费支撑而超预期强劲（unexpectedly strong pace into the third quarter, boosted by a surge in consumer spending），四季度经济虽然有回落风险，但是程度较为温和，美国下半年经济增长仍将小幅超过上半年（a little faster than the first half's pace），即 2023 年美国经济增长整体较快；欧央行却更为明确地表达了对欧洲经济疲软，前景恶化（economy remained weak and the outlook was deteriorating）的担忧。

图 4：发达经济体四大央行政策利率曲线（%）

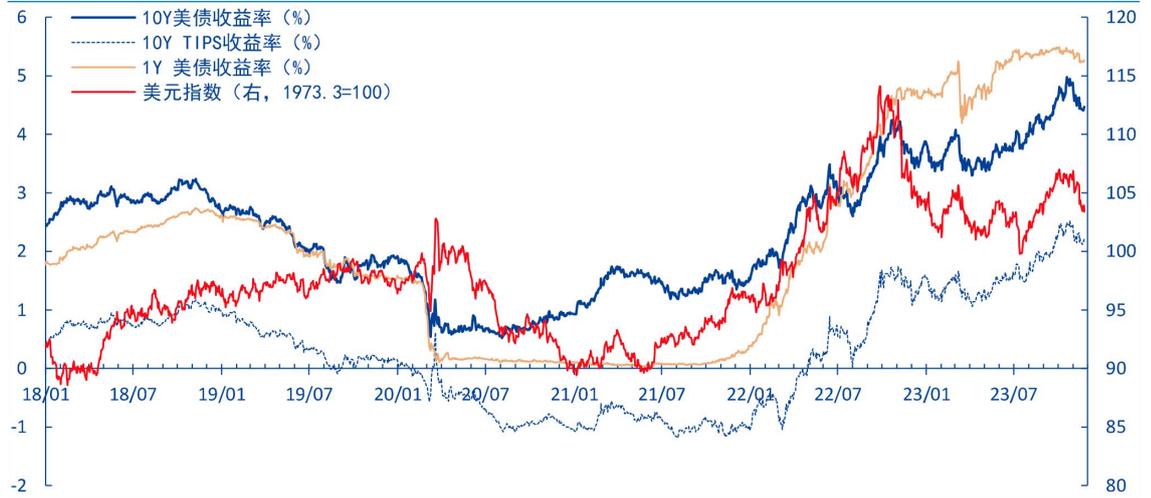


资料来源：CEIC，华金证券研究所

美国的数据扰动是短期的、滞后性的，并不改变主要发达经济“美强欧弱”的分化加剧格局，由此逻辑延伸，美元指数本周的走弱具有显著的短期交易性特征，后续一旦美国经济和通胀数据开始呈现因汽车工人罢工得到解决而再度复苏甚至小幅过热的局面，美元指数则仍可能再度迅速呈现今年以来已多次展现的向上弹性。由此我们不能对美国经济走弱、美联储提前降息、美元指数连续下行、外溢性紧缩压力大幅缓和这一条被动的国内政策空间扩大的逻辑路径抱有太强的期待。2024 年我国宏观经济政策的空间无疑将来自于中国财政扩张周期启动、财政货币双轮驱动和衷共济的主动扩张之局面。当前美国和欧元区的经济已然呈现较为明显的分化，欧央行单一通胀目标制、欧元区产业链的极端脆弱性、区内各国缺乏财政协同扩张机制等三大长期结构性问题自 2022 年以来次第较为充分地显露出来，并且在中期维度内难以得到有效解决，当前的困境使欧央行只能机械性地跟随美联储进行货币紧缩，即便货币紧缩已经可预见地将带来惨淡的增长前景也无路可退。欧元-美元货币对是美元指数中占比最大的驱动性力量。欧美经济金融条件对比分化之强烈，令我们无法仅凭明显滞后的短期数据就做出美元指数可能趋势性回落的乐观判断。不可忽略美元指数再度回升至高位的概率，以及由此可能给人民币带来的新一轮被动贬值的压力。我们维持美元指数在 2024 年底之前将保持在 105.5 的高位中枢水平附近震荡的预测不变，不期待 CNY 的过快升值，预计将围绕 7.2 左右窄幅波动。我国 2024 年经济政策组

合的空间，与其期待外部紧缩性外溢效应缓和而再度寄希望于货币政策的单边宽松，不如主动出击，以财政积极扩张打开货币政策配合性宽松、汇率仍可保持稳定的主动加杠杆政策空间。在 10 月底增发万亿国债已经确定罕见地上调至预算内中央财政赤字率之后，货币财政和衷共济的局面已经拉开帷幕。

图 5：美国国债收益率及美元指数



资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、深圳二套房政策放松，房地产市场能否加速迎来底部？

继 8 月底 9 月初“认房不认贷”推广至一线城市之后，深圳再随广州步伐宣布调降二套住房首付比例。自 9 月 9 日广州率先分别调降首套、二套住宅首付比例至 30%和 40%以来，近日，深圳宣布从 11 月 23 日起将二套住房个人住房贷款最低首付比例由原来的普通住房 70%、非普通住房 80%统一调整为 40%；同时，放宽普通住房的认定标准，取消“实际成交总价低于 750（含本数）万元”这一标准。广州由于新房、二手房库存压力较大，数次在本轮房地产政策结构性放松过程中成为率先将政策落地实施的一线城市，未对市场产生较大影响；而本次深圳调降首付比例则被视为需求侧政策进一步刺激一线城市的信号，市场普遍预期首付比例调降有一定可能性推广至北京和上海，一线城市的改善型住房交易可能迎来利好，11 月 23 日当天，A 股房地产行业指数（申万一级）涨幅达 2.3%。

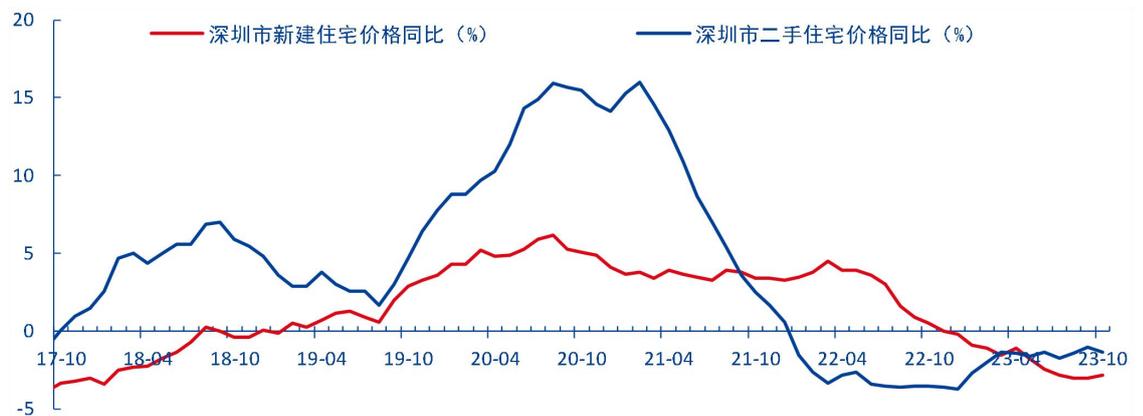
图 6：沪深 300 及房地产板块年内涨跌幅对比（2023.1.1=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

本轮房地产市场调整的深层原因是长期发展不均衡带来的人地矛盾，而深圳由于特殊的地理、地形和历史原因人地矛盾尤为尖锐激化，房价泡沫程度位列四大一线城市之首，更大的房地产泡沫带来更早开启的泡沫破裂过程，深圳的新建住宅及二手住宅价格同比开始发生回落的时间均早于一线城市整体。东南沿海和一线城市的先进产能带来相对较高的收入，不断吸纳中、西部地区的人口集聚；土地财政加之先进产业带来的丰厚税收收入又使得东南沿海城市的政府有更多资金支持当地基础设施建设，吸引更多的企业投资和人才定居，由此形成了产业和人口流入的不断正向循环。不断流入的人口，和相对有限的城市容纳力之间，最终的矛盾触发点呈现在东南沿海和一线城市过高的房价之上。深圳作为沿海经济特区，从改革开放伊始就持续吸纳投资和人才流入；加之近年来深圳不断发展高新技术产业，深圳市区的建成写字楼和商业用地过于密集，挤占了本就因山地较多而稍显不足的住宅用地，加之城中村现象尤为严重，“小产权”住宅极多，进一步挤压产权清晰的商品住宅供给；地少人多的背景下，“寸土寸金”的房价也使得深圳的房价泡沫一度成为四大一线城市之最，也在本轮房地产市场深度调整中率先泡沫破裂。自 2022 年 1 月开始，深圳市二手住宅价格连续 22 个月同比下跌，月均下行 2.4%，而一线城市整体的二手住宅价格同比则从 2023 年 6 月才开始下行。连续快速下滑的价格也大幅降低了市场交易的活跃度，据深圳市房地产中介协会统计，11 月 19 日当周深圳全市二手房在售有效房源挂牌量已连续回落至 57966 套。

图 7：深圳市新建及二手住宅价格同比（%）

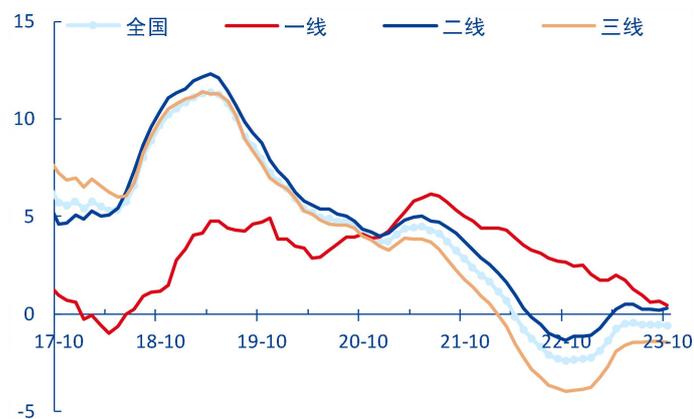


资料来源：CEIC，华金证券研究所

深圳本次晚于广州两个半月实施首付比例调降政策，以及较为克制的货币政策力度、始终未被放弃的“因城施策”指导思想和政策着力引导的改善型住房需求释放，一致指向本轮房地产市场调控意图并非再度刺激起新一轮房价泡沫，而是引导房地产市场向更加均衡、更加健康的方向发展。11月一线城市商品房成交面积与疫情前6年均值之比较10月再度下行10.1个百分点至77.3%，二线城市小幅上行7.8个百分点至60.5%，三线城市小幅下行3.0个百分点至34.4%。广州和深圳本次调降首付比例且并未同步调整对二套房的认证标准，与前期“认房不认贷”政策意图类似，即释放改善型住房需求，我们认为将在有限范围内对深圳的房地产市场起到一定提振作用。

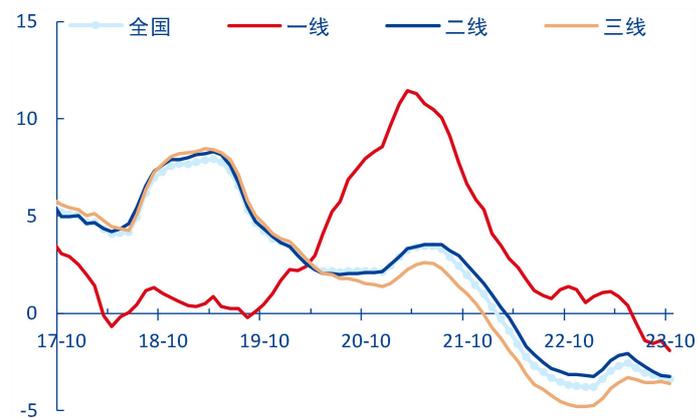
政治局会议以来，“保障性住房建设”被不断提及并强调，本轮房地产调整至今，房地产市场的投资和投机属性已经被大幅弱化，未来，我国的房地产市场势必会向更加健康的方向转型，房地产发展将迎来新模式，“房子”将更多地回归到居住属性。政治局会议以来，“保障性住房建设”被不断提及并强调，日前，上海市人民政府印发修订后的《关于本市全面推进土地资源高质量利用的若干意见》也着重提及“增加城镇居住用地特别是各类保障房用地规模”、“稳妥有序盘活存量土地资源，推进集体经营性建设用地建设保障性租赁住房”。建设完善国内统一大市场，促进国内地域经济均衡发展，增加保障性住房建设，等一系列措施并举，从根本上缓解人地矛盾，促进房地产市场健康发展。

图 8：新建商品住宅价格同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

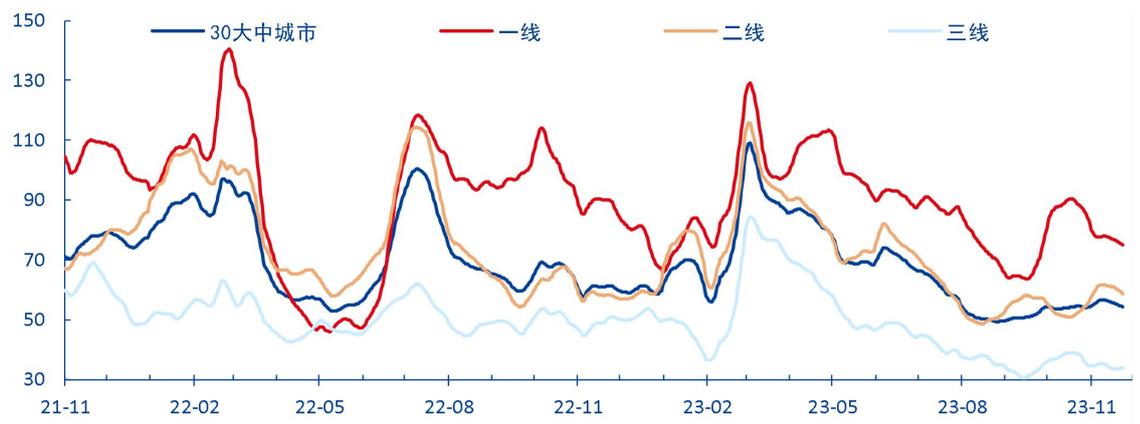
图 9：二手住宅价格同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

我们预计在各政策不断加码、向一线城市推广的背景下，房地产市场有望在今年底明年初迎来“量缩价稳”的新格局，最终呈现“L”型趋稳，而非“V”型反弹的态势。在此基础上，我们预计中央十月底宣布的增发万亿国债，将提升2024年预算内赤字率，通过更大力度的个税减税等二次分配方式对居民的收入预期形成支撑，并对中等收入群体的大宗可选商品消费和中高端服务消费形成实质性的促进作用。

图 10: 月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比 (%)

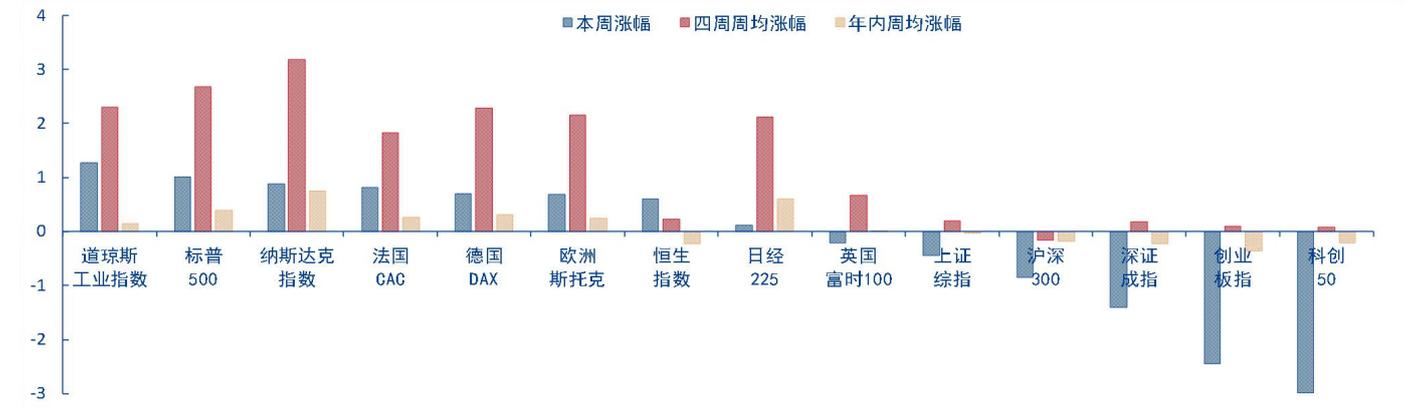


资料来源: Wind, 华金证券研究所

风险提示: 美联储超市场预期紧缩风险; 房地产市场复苏慢于预期风险。

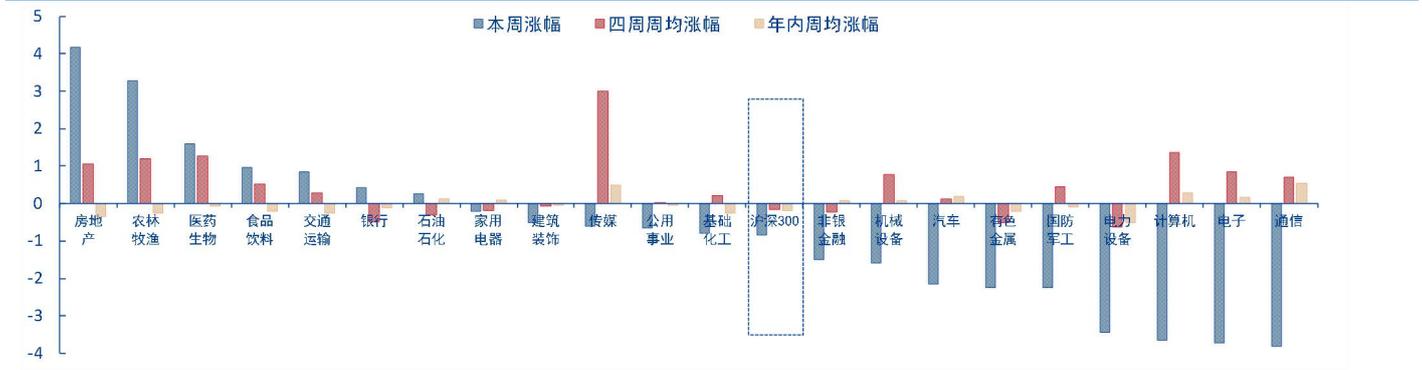
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 11: 全球股市: 海外市场普遍上涨, 科创 50 跌幅较深



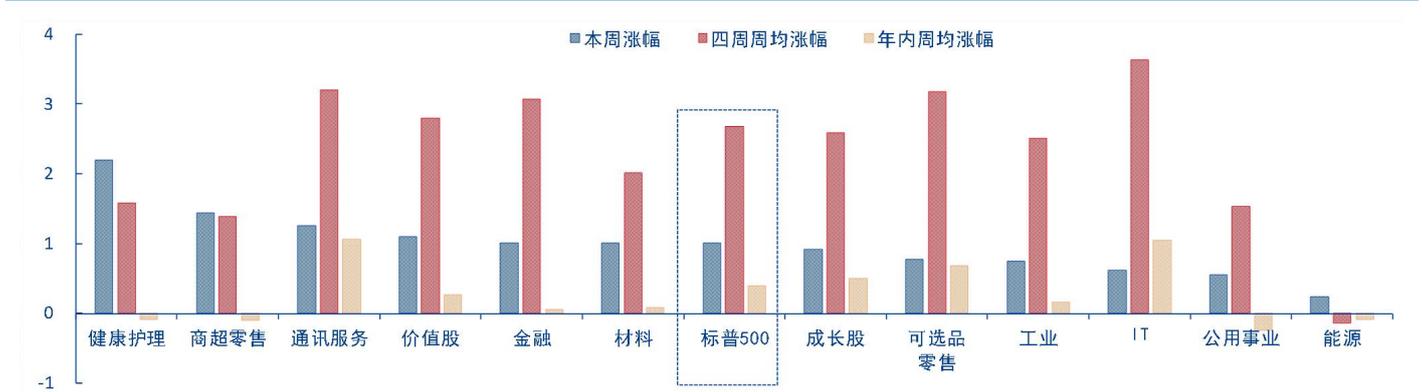
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 房地产领涨, 电子、通信跌幅较深



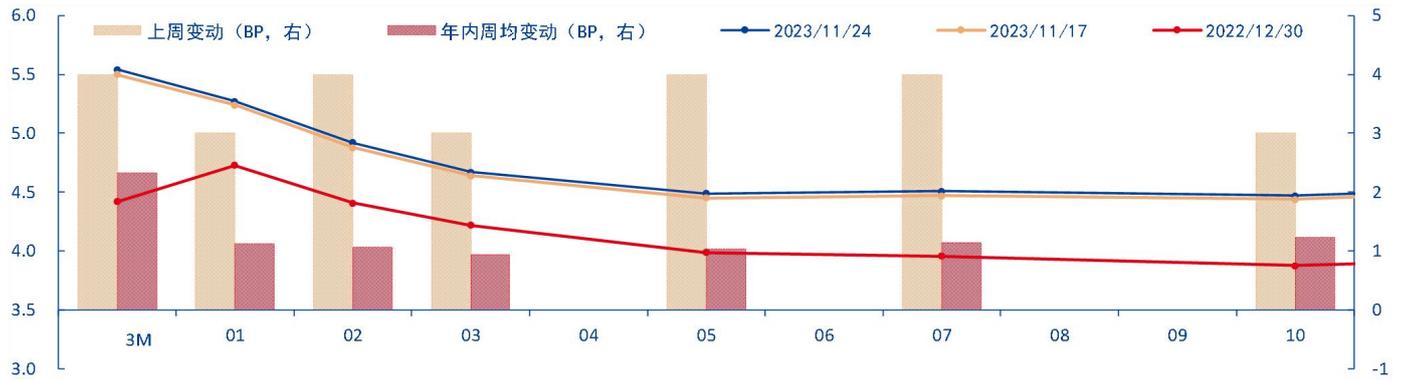
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周标普 500 普遍上涨, 健康护理领涨



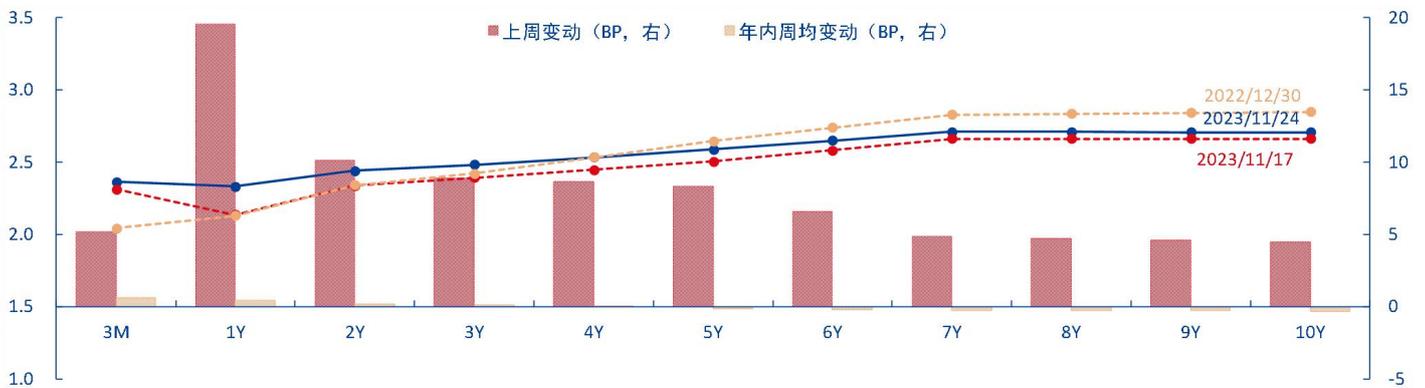
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美国国债收益率变动幅度: 收益率整体上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率大幅上行 20BP



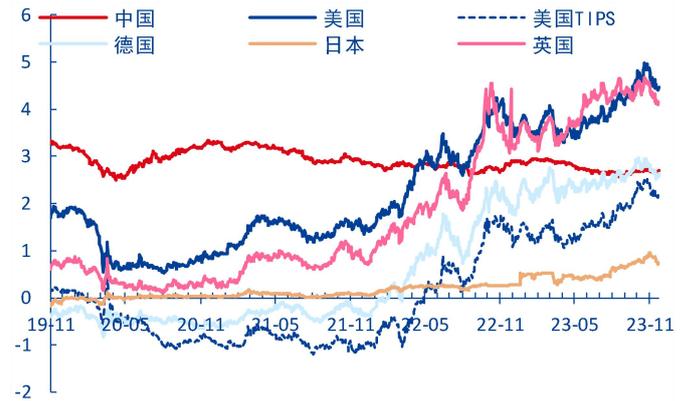
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中国短端国债收益率大幅上行 (%)



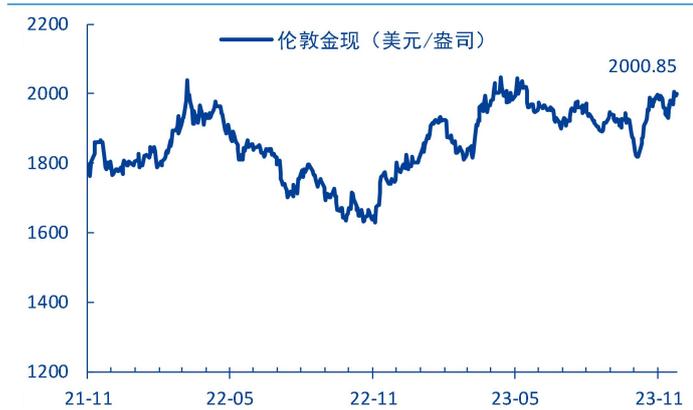
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 中美 10Y 利差继续收窄 (%)



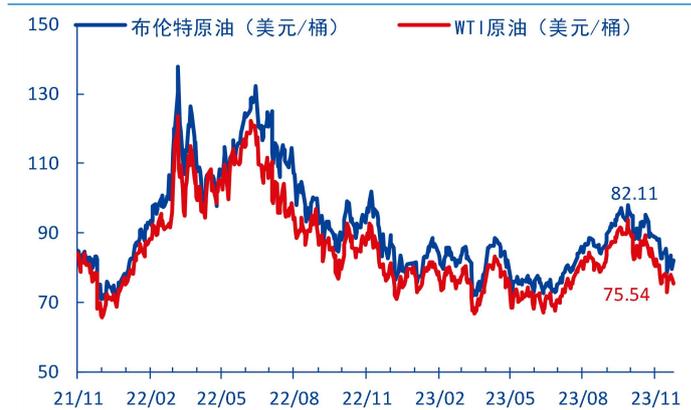
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 金价本周继续小幅升值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 布油价格小幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 11月中旬山西优混小幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 本周铜价继续小幅上涨



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