

增量稳房地产政策的推出或有助于房地产投资企稳

2023年11月20日-11月26日周报

报告摘要

◆ 美联储纪要总体上增量信息有限，市场依旧认为本轮加息已结束

11月21日，美联储公布10月31日至11月1日会议的纪要。经济方面，与会人员预计因汽车工人的罢工等因素，四季度美国的GDP增长将较三季度明显放缓，但下半年的增速会较上半年略有加快；通胀方面，工作人员预计，到今年底，整体PCE将接近3.0%，较前次预期的3.5%下降，核心PCE通胀预期仍约为3.5%，此后几年通胀将下行，到2026年，整体及核心PCE通胀都将接近联储目标2%；关于联邦基金目标利率，美联储会议纪要显示，如果通胀回落的进展不足，美联储将进一步收紧货币政策，所有FOMC成员都认为，利率仍将在一段时间内保持限制性，同时所有与会者一致同意，每次会议的政策决定将继续基于“全部信息的综合考虑”。

一方面，本次美联储议息会议纪要并未提及降息“时点”，这一点让市场略微“失望”，纪要公布当天美股三大指数走低。但另一方面，本次会议纪要公布的偏鹰派的信息并未超出9月美联储会议纪要以及鲍威尔在11月会议之后重要讲话的范畴，事实上“鹰派”程度也未明显超出市场预期。因此会议纪要公布后，市场主流观点依然认为本次加息已经结束，7月加息即为本轮加息最后一次。截止11月26日，CME数据显示，市场预期美联储12月会议维持联邦基金目标利率不变的概率高达95.5%，仅较11月17日的100%略降，当前的利率水平将维持到明年6月，届时美联储将降息。美股在11月21日走低后，11月22日和11月24日（11月23日感恩节休市）迎来连续反弹。

总体上，我们仍然认为除非通胀在油价大幅波动或其他因素冲击下，显现出超预期的坚韧或反弹，否则美联储重启加息的概率不大，7月或为本轮加息周期的最后一次加息。美联储传达出的相关鹰派信息，在美联储加息已达终点的情况下，更多的意义在于避免引起市场抢跑交易美联储降息，影响通胀预期。

◆ 房地产对经济的拖累作用仍然较大，仍需增量稳房地产政策发力

10月经济运行中亮点和薄弱环节同样突出。在消费边际转好、基建投资、制造业投资和工业生产保持韧性的同时，房地产投资和出口仍拖累经济，其中，房地产的拖累作用更加明显。

2023年10月房地产相关数据仍然具有四个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然达到10%以上，房企投资意愿依然不高。2，居民购买新房意愿仍然不高。10月商品房销售额和销售面积降幅仍然分别达8%以上和10%以上。10月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近10年同月由高到低的第9位和第10位。3，房企开发资金同比降幅略缩窄，但降幅仍然高达17%，且国内贷款同比再次转负，显示房企融资仍然

主要数据

上证指数	3040.9717
沪深300	3538.0087
深证成指	9839.5211

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-11-21
美联储降息时点或提前，国内经济保持韧性 —2023-11-19
经济保持韧性，房地产拖累作用仍然较大 —2023-11-17

不畅。4，房屋施工面积同比降幅再次扩大，房企仍忙于保交楼。10月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。

高频数据显示目前的情况是，虽然二手房购买有边际改善，但居民购买新房的意愿仍然处在低位：2023年11月上半月（截止11月15日，下同），我们统计的36个城市中，一线、二线和三四线城市一手商品房销售面积同比别为-2.0%、-18.3%和-25.4%，分别较上月全月同比降幅缩窄4.8个百分点、降幅扩大4.0个百分点和降幅缩窄11.4个百分点；2023年11月上半月，我们统计的19个城市中，北京、深圳、二线（10个）和三四线城市（7个）二手房成交面积同比分别为+2.5%、+57.1%、+23.2%和-17.0%，分别较上月全月同比由负转正、同比涨幅下行1.5个百分点、同比涨幅下行13.3个百分点和同比由正转负。

目前制约房地产投资回暖的核心抑制因素一是居民购买新房意愿偏低，二是房企在融资能力受限的情况下，主要资源用于保交楼，开发新项目的意愿偏低。

往后看，房地产的企稳仍需增量稳增长政策支持。购房方面，近期又有深圳等多个城市出台鼓励居民购买改善型住房的相关政策。房企金融支持方面，据媒体报道，11月17日中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会上提出了“三个不低于”，即各银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。此外，本周媒体传出消息，一份根据资产规模排序、仍处于正常经营中的包括约50家不同所有制的国内房企名单正在被拟定，监管机构强调对名单上企业的正常融资需求应当满足。

如相关政策属实并落实到位，预计房地产投资的持续下滑趋势将有望得到一定抑制。政策的实际效果，仍需进一步观察。

◆ 11月MLF巨额增量续作，年前降准概率提高

本周资金利率持续在2%以上高位运行，截止11月24日，DR007报收2.18%，较上周五上行16BP；SHIBOR1W报收2.20%，较上周五上行24BP。

临近月末，债券发行压力不减，叠加前期巨量逆回购滚续压力，本周资金面压力边际上行。本周央行公开操作规模持续放量，11月20日至11月24日，央行累计投放7D逆回购21670亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量17610亿元，通过逆回购投放流动性4060亿元。继上周MLF增量平价续作后，本周11月LPR利率报价与上期持平在意料之中。虽然10月以来国债增发计划落地带动资金面持续收敛，以DR007为代表的资金利率波动加大，但当前LPR下调仍面临不小的阻力，主要还是来源于商业银行的息差压力。

2022年以来商业银行净息差加速下行，截止2023年9月净息差已压缩至1.73%，突破了市场利率定价自律机制规定的1.8%的警戒线。虽然伴随着美联储加息预期大幅降温，人民币汇率近期出现强势反弹，但是短期内进一步降息的内部条件仍不具备，银行体系须降低负债端成本，保证合理的利润空间。往后看，面对当前尚待修复的宏观环境，后续降低银行体系成本、引导存款利率下行是重点工作方向。为了避免流动性层面压力过大，央行或通过降准、巨量逆回购滚续相结合的方式满足流动性需求。

◆ 美国10年期国债收益率震荡回落，人民币汇率强势反弹

截至 11 月 24 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.71%，较上周五上行 6BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.47%，较上周五上行 3BP。美元指数截至本周五报收 103.44，美元兑人民币即期汇率报收 7.15，较上周五反弹近 1000BP。

人民币汇率本轮强势反弹主要是由外部因素主导的。11 月以来，随着美国通胀数据下行，美联储加息预期大幅降温，带动美国 10 年期国债收益率见顶回落，全球流动性压力得到极大缓解。11 月以来美元指数下行 3.02%，包括欧元、澳元在内的发达经济体货币和韩元、泰铢在内的新兴市场货币本月涨幅均超过 2%。

往后看，年底前人民币汇率有多重因素支撑，或进一步企稳反弹。首先年底前企业结汇需求上升，此时交易商需将美元兑换为人民币，带动外汇市场美元供应增加。其次，年底在圣诞节、感恩节等节日带动下，欧美消费上升或带动出口回暖，给予人民币支撑。最后，12 月美联储进一步加息的可能性较低，随着通胀数据、就业数据等关键经济数据的发布，美联储后续政策路径进一步清晰，或带动美元指数进一步下行，使得人民币汇率的外部约束进一步减弱。

◆ 资金面压力边际上行，债市持续回调

截止 11 月 24 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.71%，较上周五上行 6BP。长端收益率继上周小幅回调 1BP 之后，本周回调幅度有所加大，主要是资金面压力上行带动债市情绪走低。年底到明年一季度是政府债发行高峰，短期内资金面对债市情绪的扰动或难消弭。

基本上，近期房地产政策优化新动向引起市场关注。11 月 22 日，据南方日报消息，深圳再度松绑购房杠杆，下调二套房首付比例，同时扩大了普宅认定范围，进一步打开一线城市需求端政策空间。近期央行、金融监管总局、证监会联合召开的金融机构座谈会上提到“要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长”。房地产政策的优化或有望与宽信用政策形成合力，稳定居民购房需求，共同推动经济预期筑底向好。但在债市对经济修复底色验证之前，基本面对债市压力较为平缓。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率边际上行，但信用债收益率上行幅度弱于同期限利率债，导致信用利差仍处于压缩态势。截止 11 月 24 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前上行 6.22BP，录得 2.91%；信用利差较一周前下行 3.78BP，录得 33.4BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.97%，较一周前上行 7.21 BP，信用利差录得 39.62BP，较一周前下行 2.79BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场预期美联储降息时点为明年6月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.5%	4.5%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.6%	12.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	69.5%	9.2%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	39.7%	46.3%	5.8%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.8%	43.0%	26.1%	3.0%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.7%	34.1%	33.9%	13.7%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.7%	26.3%	34.0%	21.8%	6.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.2%	14.5%	26.7%	28.4%	17.9%	6.5%	1.2%	0.1%	0.0%

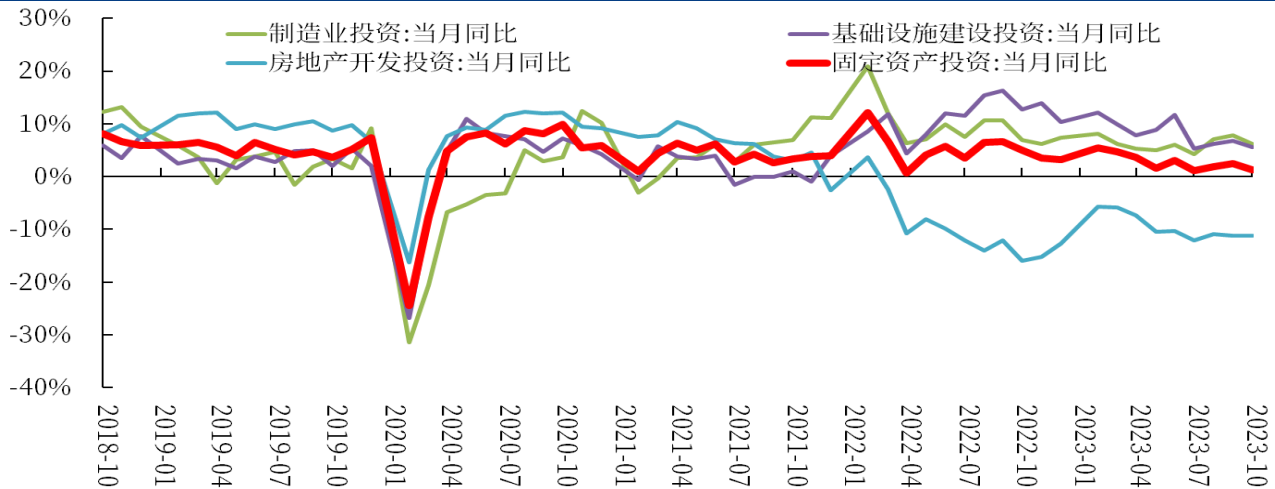
资料来源：CME，中航证券研究所

图2 月度经济数据分项指标

	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10
社零 (当月同比)	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%
社零: 商品零售 (当月同比)	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%
社零: 餐饮 (当月同比)	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%
固投 (累计同比)	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%
制造业投资 (累计同比)	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%
基建投资 (累计同比)	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%
房地产开发投资 (累计同比)	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%
固投 (当月同比)	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	3.0%
制造业投资 (当月同比)	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	6.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%
基建投资 (当月同比)	3.6%	3.8%	3.2%	3.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%
房地产开发投资 (当月同比)	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%
出口金额 (美元, 当月同比)	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	12.40%	7.5%	8.5%	4.8%	-6.8%	9.9%	8.7%	0.3%
进口金额 (美元, 当月同比)	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.80%	4.5%	-7.9%	1.4%	-10.2%	7.5%	10.6%	0.7%
工业增加值 (当月同比)	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	3.0%
服务业生产指数 (当月同比)	7.7%	8.9%	6.8%	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%	0.1%
制造业PMI	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2
非制造业PMI	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7
建筑业PMI	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2
服务业PMI	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47

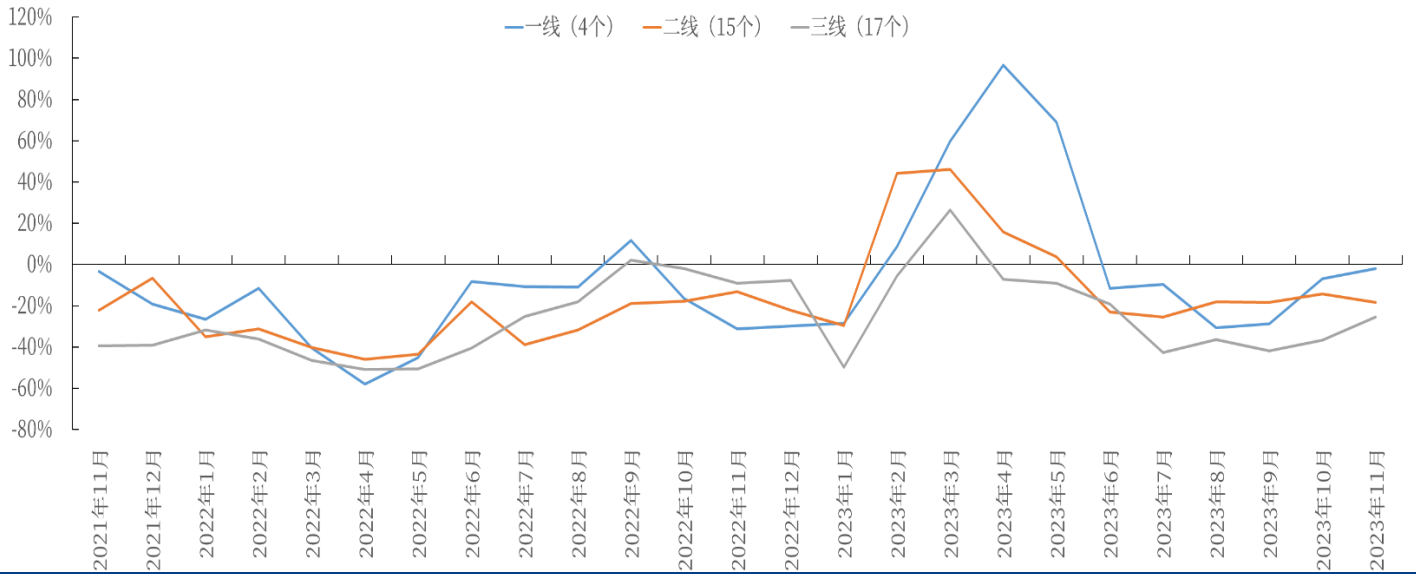
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 房地产投资未见起色



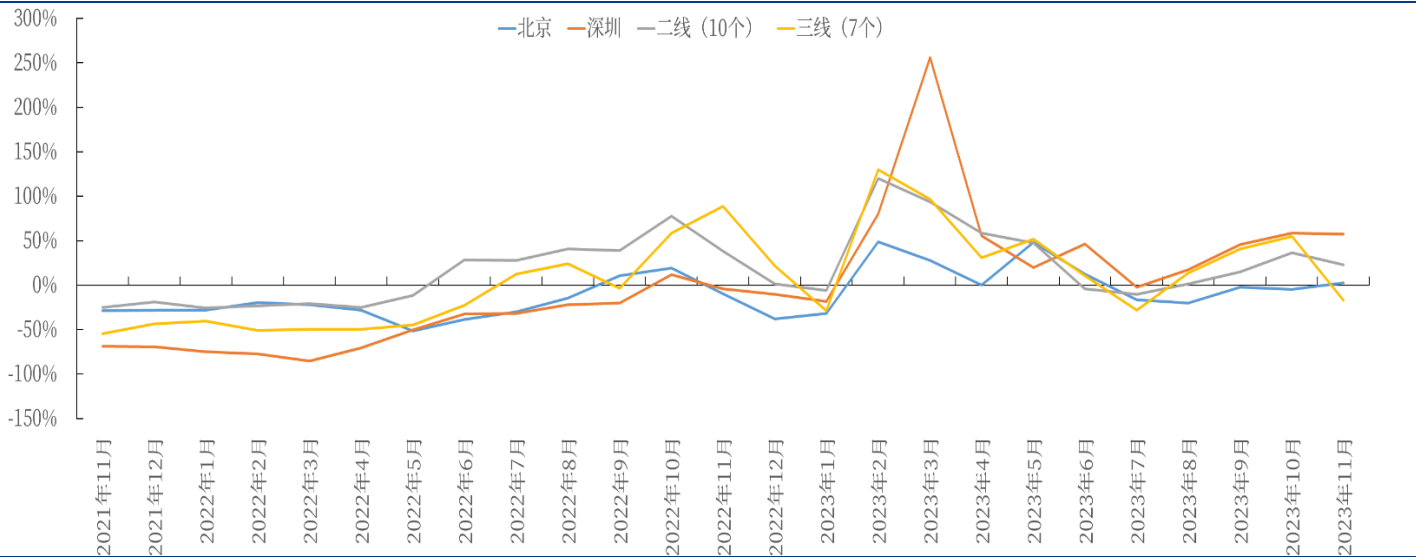
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图4 一手房销售面积同比数据



资料来源: wind, 中航证券研究所 (11月为上半月数据)

图5 二手房销售面积同比数据



资料来源: wind, 中航证券研究所 (11月为上半月数据)

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637