

# 周度经济观察

——政策基调延续，地产仍是焦点

袁方(S1450520080004)<sup>1</sup>束加沛(S1450520080004)<sup>2</sup>

2023年11月28日

## 内容提要

三季度货币政策执行报告延续了此前中央金融工作会议的基调，兼顾短期和长期问题，致力于服务实体经济、防范化解重点领域金融风险。

我们认为未来一段时间，针对房地产企业主体的融资政策将持续推出，流动性环境的转向主要依赖于人民币汇率中枢的变化，四季度与明年一季度商业银行信贷供应的波动有望小幅收窄，货币政策总体在中性环境中。

经历了由海外利率下行和国内地产政策基调调整带来的反弹后，当前权益市场转入政策的观望和评估期。房地产企业端融资环境能否持续改善、居民购房需求能否企稳，决定了权益市场运行的方向。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

<sup>1</sup>宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup>宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、货币政策兼顾长期和短期

11月27日中国人民银行发布三季度货币政策执行报告，货币政策执行报告的基调与10月底中央金融工作会议的表述一致，致力于服务实体经济、保持货币政策稳健性、防范化解重点领域金融风险。

在货币信贷层面，报告指出“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性”，并强调“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识。”这或许意味着商业银行的货币信贷投放周期性波动会逐步减弱，信贷投放更注重中长期影响。

在支持实体经济层面，报告指出“结构性货币政策继续加大对重点领域和薄弱环节的支持，提高民营和小微企业融资可得性和便利性”，并再次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。”这表明房地产领域的流动性问题得到监管部门的高度重视，当前相关政策细则在密集出台，房地产行业流动性压力能否彻底解除值得密切关注。

在利率、汇率层面，报告指出“稳定银行负债成本，增强金融支持实体经济的可持续性；坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。”这说明汇率在央行政策排序中相对靠前，汇率在当前位置的长时间稳定后，央行货币政策的宽松可能会逐步到来。

在防范化解金融风险层面，报告指出“平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险。统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，

压实地方政府主体责任，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量。”目前中小银行、地方融资平台、房地产领域的债务是监管重点关注的风险点，与房地产领域的风险多数通过市场化解决不同，地方政府相关债务可能更多依赖于中央政府制度安排化解，这一债务化解过程时间更久、过程更为平稳。

报告在专栏中还分析了加强货币政策与财政政策协同；盘活资金存量，提高资金使用效率；持续强化金融赋能，助力民营经济恢复发展等问题。

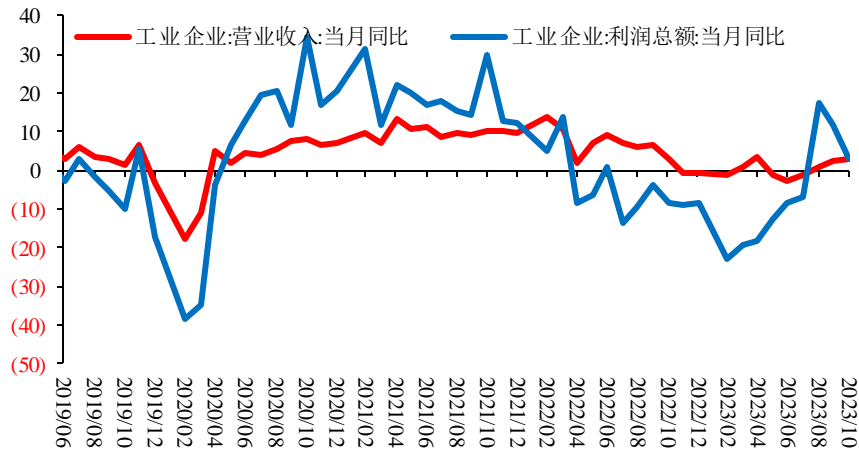
总体而言，三季度货币政策执行报告延续了此前中央金融工作会议的基调，回应了市场关切的房地产、汇率、信贷投放等相关问题。我们倾向于认为未来一段时间，针对房地产企业主体的融资政策将会持续推出，流动性环境的转向主要依赖于人民币汇率中枢的变化，四季度与明年一季度商业银行信贷供应层面的波动有望小幅收窄，货币政策总体在中性环境中。

10月工业企业营收当月同比2.9%，较9月上升0.7个百分点。这主要与同期低基数有关。工业企业利润当月同比2.7%，较9月回落9.2个百分点，两年复合同比较9月回落6.8个百分点。工业企业经营数据出现全面走弱。

10月工业企业产成品存货同比2%，较9月回落1.1个百分点。在经历了三个月左右的库存回补后，工业企业存货回补在接近尾声，进而对经济形成向下的影响，中国库存变化的方向与海外主要经济体总体一致。

往后看，尽管存货的波动会对工业企业盈利形成短期扰动，但考虑到PPI同比增速的抬升，稳增长政策在地产、基建领域的发力，预计工业企业利润明年有望温和抬升。

图1：工业企业利润与营收当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券  
2021年为两年复合同比

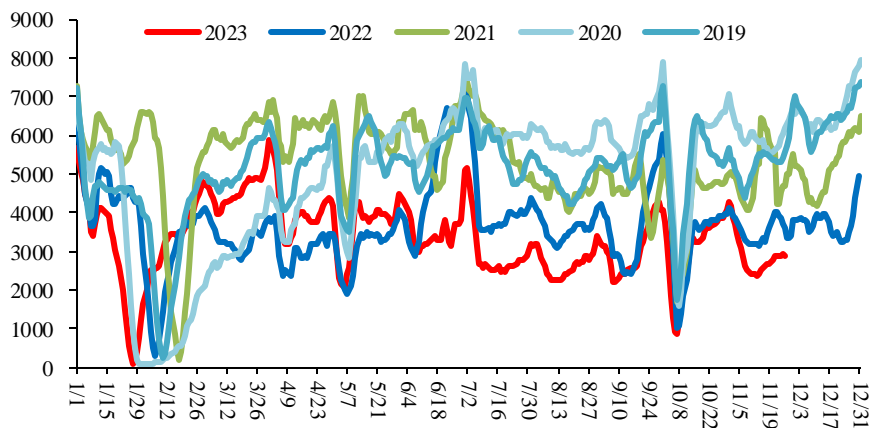
11月以来，高频数据显示新房销售出现滑落，滑落幅度超出往年季节性水平，这一场景已经持续接近一个月，而同期二手房销售不弱，与2019年同期相当。在8月份以来政策放松后，新房和二手房市场出现较大的分化，二手房市场成交量显著好于政策放松前，新房成交量缺乏改善。优质房企债券市场的波动传导给居民，加深了居民对交付风险的担忧，导致居民减少在新房市场的购买，供应冲击可能带来了新房、二手房销售层面的差异。近期尽管监管当局对房地产企业开始实施救助，这一救助有助于缓和居民对交付风险的担忧，但具体的救助效果如何仍需时间观察。

此外，尽管近期二手房市场成交量回暖，政策暖风不断，但价格承压的迹象还在延续。这表明二手房市场上供应在持续释放，居民部门对房价上涨的预期在进一步恶化。

我们认为，在当下房地产企业层面遭遇的流动性压力不再扩散增加的前提下，供应层面的企稳有助于房地产市场的改善，但这一前提的确认无疑需要更多政策

的落地。这可能涉及如何平衡短期和长期风险、协调政府和市场的资源、引导市场的信心预期等，目前我们仍处于偏早期阶段。

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

## 二、底部确认进程中

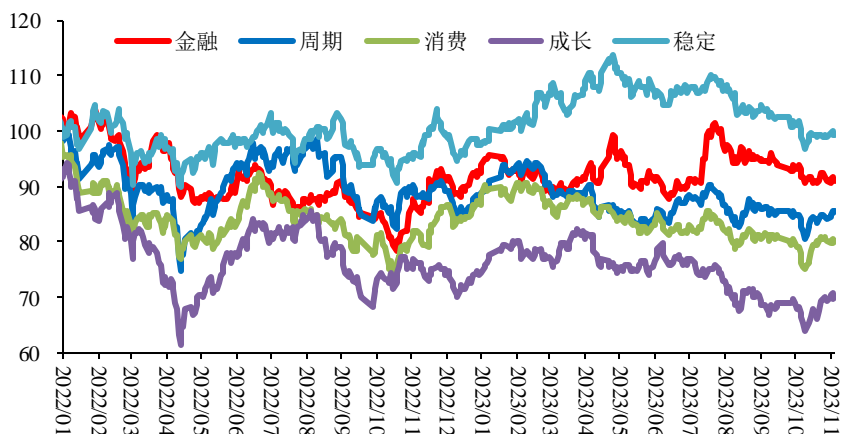
上周以来权益市场小幅下行，成交量日均九千亿。消费和周期板块涨幅领先，成长风格最弱。

同期全球权益市场持续反弹，反映出海外利率走低的影响。考虑到近期国内经济基本面没有明显变化、海外市场对境内的传导并非利空，A 股市场的下跌可能暗示国内市场预期和风险偏好较弱。

上周房地产行业指数涨幅最大，既有政策引领的作用，也反映了行业轮动的影响。当下市场可能正在经历底部的确认过程。尽管房地产相关的政策持续出台，但商品房销售面积在单边下滑、价格也表现低迷，房地产企业端融资环境的实质改善尚未出现。房地产供应和需求端最终的企稳，有望带来权益市场的触底改善，这一过程仍需等待。

因此总体来看，经历了由海外利率下行和国内地产政策基调调整带来的反弹后，当前市场转入政策的观望和评估期，房地产企业端融资环境能否持续改善、居民购房需求能否企稳，决定了权益市场运行的方向。当前市场处于磨底的过程中。

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

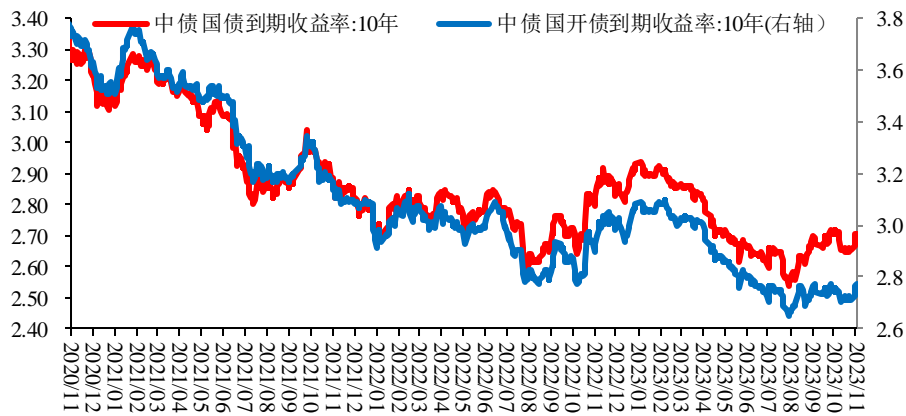
经历了11月初资金价格走低后，本月中旬以来资金价格再次上行，推升了短端和存单利率，期限利差大幅收窄。

最近一周人民币汇率升值至8月之前的水平，汇率因素不是资金面收紧的主要原因，而资金价格的抬升可能与政府债加速发行有关。

考虑到当前国内经济基本面偏弱、通胀温和、汇率开始逐步企稳，我们倾向于认为随着人民币汇率的持续企稳，资金面有望转向宽松，资金价格系统性上行的风险有限。

往后看，从国内经济基本面、汇率走向、信用扩张的进展来看，债券市场收益率上行的空间不大，收益率总体在中枢下行的过程中。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、经济降温延续，美股反弹未完

最新公布的美国11月议息会议纪要与此前美联储主席的表态接近。

关于货币政策，委员会的讨论重点从加息的幅度转向高利率维持的时间。如果相关信息表明委员会的通胀目标进展不足，则进一步收紧货币政策是适当的。在通胀明显朝着委员会的目标持续下降之前，政策保持一段时间的限制性立场是合适的。

关于通胀。委员会认为通胀在高位，表现出放缓的趋势，不过仍需要观察。并强调高通胀可能维持时间会较长，存在上行风险。预计核心PCE同比和核心PCE同比在年底分别回落至3%、3.5%左右水平，于2026年回落至接近2%。

关于经济。委员会认为三季度美国经济表现强劲，劳动力市场维持紧张。金融条件收紧对实体经济的影响可能大于预期，经济活动存在减速风险。预计四季度美国经济增速低于三季度，未来两年美国经济低于潜在增速，直到2026年实际增长与潜在增长一致。

议息会议纪要的公布对市场的影响有限，市场预期美国 12 月不会加息，明年降息发生在年中，降息幅度在 100BP 左右。

最新公布的数据显示美国经济处于降温的过程中。10 月美国耐用品订单环比为 -5.4%，较上月大幅下行 9.4 个百分点。这一减速部分源于工人罢工的影响，同时也反映出经济总体出现走弱。10 月美国成屋销售同比增速为 -14.6%，较上月回升 1 个百分点，但仍处于低位，高利率环境对房地产市场的影响持续体现。11 月美国制造业 Markit PMI 为 49.4，较上月回落 0.6 个百分点。周度的初请失业金人数也连续低于市场预期。

欧元区经济活动小幅改善。11 月欧元区制造业 PMI 为 43.8，较上月回升 0.7 个百分点，德国制造业的回升形成主要支撑；欧元区服务业 PMI 为 48.2，较上月回升 0.4 个百分点，德国法国均有小幅改善。

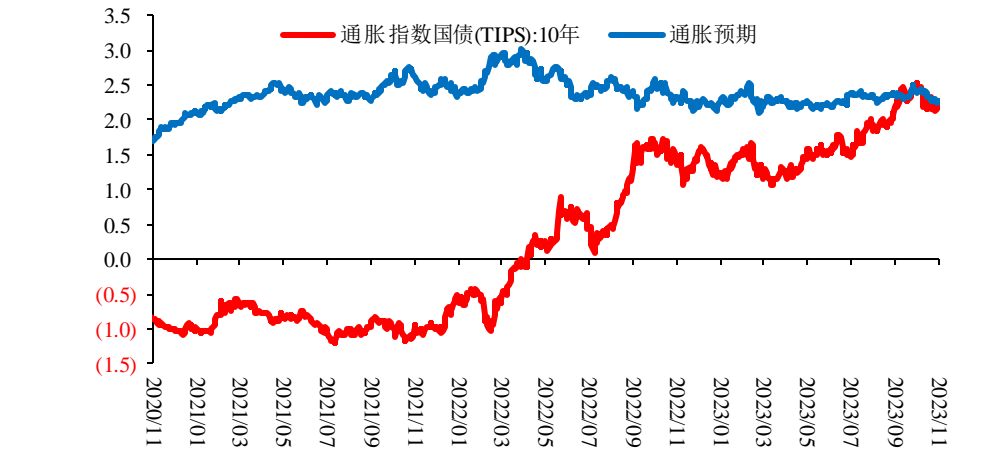
欧央行官员近期的表态总体偏谨慎。欧央行行长表示要对通胀保持警惕，德国央行行长声称欧央行紧缩性政策对通胀的抑制效果需到明年。市场参与者预期欧央行首次降息发生在明年三季度。

总体而言，11 月以来，伴随美国经济降温的逐步确认，美债收益率和美元指数开始从高位回落，无风险利率的快速下行推动美股反弹，市场的风险偏好也在逐步回升。

往后看，考虑到美国实体部门资产负债表健康、通胀的压力在逐步缓和，经济出现硬着陆的风险较低，美股仍在回升的过程中。



图5：10年期美债 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：Wind，安信证券

## ■ 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