

关注鲍威尔再度放鹰，理性看待房企融资改善

定期报告

华金宏观·双循环周报（第34期）

投资要点

◆ **鲍威尔再度放鹰，欧元区通胀大降。**鲍威尔在最新公开讲话中维持了超市场预期**的强硬鹰派立场**，主要源于其对美国劳动力市场较市场更乐观的分析，以及对近期通胀下行趋势可持续性的更大程度的疑虑。这可能意味着美联储在12月中的会议上仍有一定概率会进行加息，而市场对2024年早些时候美联储就可能启动降息的预期也可能是过于乐观的。鲍威尔从三方面提供逻辑阐述：劳动力市场保持强劲，近期小幅上行的失业率与劳动力供给增加有关；美国核心通胀仍高达3.5%，大幅高于2%的长期目标水平；鲍威尔认为当前无法有信心地下结论认为货币政策已经采取了足够限制性的立场，更不适合投机于货币政策合适会转向宽松，并指出“如果适当，美联储已经准备好实施进一步的货币紧缩”。从数据上来看，尽管美国ISM制造业PMI指数低于预期，但新订单指数的反弹显示美国近半年以来制造业生产的底部回升趋势可能并未结束；此外如果美国薪资增速在汽车工人罢工结束后重回上行通道，则可能再度带动核心PCEPI通胀上行，美国短期偏弱数据的可持续性确需进一步观察。而欧元区11月核心通胀延续了过去一年的加速回落态势，显示欧元区本轮与美联储节奏类似的货币紧缩过程可能带来了更大程度的需求收缩效果，如果这种趋势进一步延续，美元指数也将获得向上支撑。

◆ **一线城市新房销售连续降温，房企融资改善预期回归理性。**当前居民对房价预期明显较此前更为理性，一线城市二手房市场交易并未因近期需求政策结构性放松而明显改善，二手房潜在买方的观望情绪相当浓厚，也令新房市场缺乏短期集中大量资金入场，一线城市新房和二手房市场当前普遍受到房价收入比偏高的约束，再度泡沫化风险较低，这也从侧面显示本轮地产需求政策结构性放松向一线城市推广（包括上周深圳放松二套房首付比例要求）更多是在房地产市场供求关系已经发生重大变化、房地产投资投机属性已经大幅下降、居住属性已经大幅提升的背景下顺势而为的不必要约束的放松，而非意图再次推升地产市场泡沫之举。12月1日，求是网发布中央金融委办公室、中央金融工作委员会的署名文章《坚定不移走中国特色金融发展之路》，强调坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，必须以服务强国建设、民族复兴伟业为根本目标，要求推动金融资源“真正聚集到高质量发展的战略方向、重点领域和薄弱环节上来”，凸显近期金融监管层对于房地产企业融资所提出的包括“三个不低于”在内的政策要求，实际上仍是从防范化解系统性风险的角度出发，对目前经营稳定的龙头国企和民营房企，不应因银行“抽贷、断贷”而导致新增的经营风险，但并非从融资端再度鼓励地产企业扩大投资，在一线城市房地产需求再度有所降温的背景下，市场对于房地产企业融资大幅改善的预期一周以来整体重新回归理性。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周美、欧股市上涨，恒生指数跌幅较深；A股TMT行业领涨，房地产跌幅最深；美债收益率整体下行，中国长端国债收益率普遍下行，中美10Y利差继续收窄；美元指数继续波动下行，人民币小幅升值；金价再度突破2000美元，布油价格小幅下跌。

◆ **风险提示：**美联储超预期紧缩风险；房地产市场恢复不及预期风险。

分析师

秦泰

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

相关报告

需求不足、去库存加速，PMI小幅回落——PMI点评（2023.11） 2023.11.30
货币财政和衷共济，降准降息年内可期——《货币政策执行报告》（2023年三季度）点评 2023.11.27
利润改善之路遭遇成本波折——工业企业利润点评（2023.10） 2023.11.27
美元下行趋势确认？地产即将迎来底部？——华金宏观·双循环周报（第33期） 2023.11.25
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



内容目录

鲍威尔再度放鹰，欧元区通胀大降	3
一线城市新房销售连续降温，房企融资改善预期回归理性	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	6

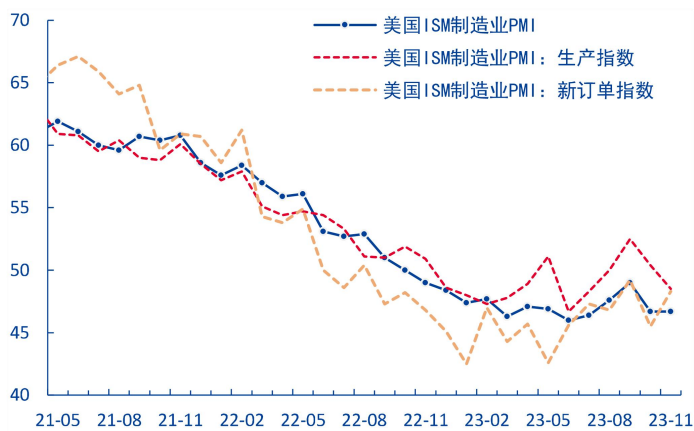
图表目录

图 1：美国 ISM 制造业 PMI 持平，生产下滑新订单反弹（%）	3
图 2：美国核心 PCEPI 同比及贡献结构（%）	3
图 3：核心 CPI 同比（%）：美、欧、日、英对比	4
图 4：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	5
图 5：全球股市：美、欧股市上涨，恒生指数跌幅较深	6
图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：TMT 行业领涨，房地产跌幅最深	6
图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周除能源、通讯服务外均有所上涨	6
图 8：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行	7
图 9：中国国债收益率变动幅度：长端国债收益率普遍下行	7
图 10：美国短端国债收益率大幅下行（%）	7
图 11：中美 10Y 利差继续收窄（%）	7
图 12：10Y 国开债与国债利差小幅扩大（%）	8
图 13：1Y 信用利差扩大、3Y 利差持平	8
图 14：美联储资产规模继续减少（USD bn）	8
图 15：主要央行政策利率（%）	8
图 16：全球汇率：美元指数继续波动下行	8
图 17：人民币微幅升值	8
图 18：金价再度突破 2000 美元	9
图 19：布油价格小幅下跌	9
图 20：11 月下旬焦煤价格下跌	9
图 21：本周铜价继续小幅上涨	9

鲍威尔再度放鹰，欧元区通胀大降

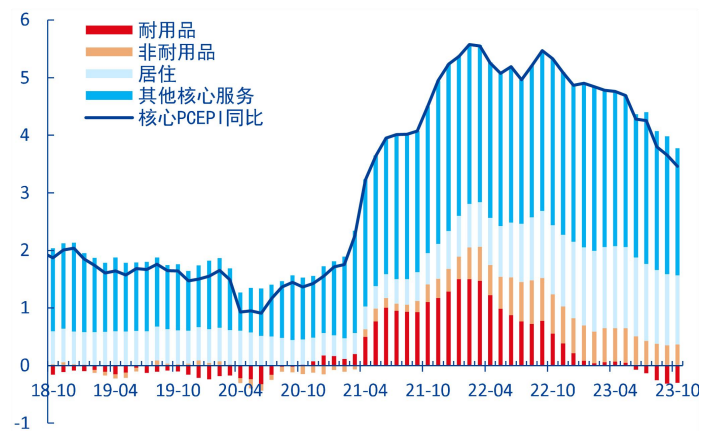
鲍威尔在最新公开讲话中维持了超市场预期**的强硬鹰派立场**，主要源于其对美国劳动力市场较市场更乐观的分析，以及对近期通胀下行趋势可持续性的更大程度的疑虑。这可能意味着美联**储在 12 月中的会议上仍有一定概率会进行加息**，而市场对 2024 年早些时候美联储就可能启动降息的预期也可能是过于乐观的。美联储主席鲍威尔在当地时间 12 月 1 日出席了一场在亚特兰大 Spelman College 进行的活动并发表公开讲话，明确表达了仍然鹰派的强硬立场，并从劳动力市场、通胀等三方面提供了支持其立场的逻辑阐述。（1）劳动力市场保持强劲，近期小幅上行的失业率与劳动力供给增加有关。鲍威尔在讲话中称在疫情中大幅减少的劳动力供给已经持续恢复，同时移民重回疫情前水平也带来了劳动力的增加，下半年美国失业率的小幅上行与劳动力增长有关，且当前 3.9% 的失业率水平在长期维度来看仍然是偏低的。（2）通胀方面，鲍威尔指出美国核心通胀仍高达 3.5%，大幅高于 2% 的长期目标水平，提到至 10 月的六个月内美国核心通胀以年化 2.5% 的水平增长，提出近期通胀回落的趋势可持续性需要观察，并指出美联储对通胀有力反应对于保持美联储的政策公信力、并确保公众的长期通胀预期仍然稳定锚定是极为重要的。（3）鲍威尔认为当前无法有信心地下结论认为货币政策已经采取了足够限制性的立场，更不适合投机于货币政策合适会转向宽松，鲍威尔明确指出“如果适当，美联储已经准备好实施进一步的货币紧缩”。

图 1：美国 ISM 制造业 PMI 持平，生产下滑新订单反弹（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国核心 PCEPI 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从数据上来看，尽管美国 ISM 制造业 PMI 指数低于预期，但新订单指数的反弹显示美国近半年以来制造业生产的底部回升趋势可能并未结束；此外如果美国薪资增速在汽车工人罢工结束后重回上行通道，则可能再度带动核心 PCEPI 通胀上行，美国短期偏弱数据的可持续性确需进一步观察。美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数持平于前月的 46.7，低于市场预期，但其内部供需结构分化加剧，生产指数大幅下滑 1.9 至 48.5 的同时，新订单指数大幅回升 1.8 至 48.3。我们认为前者更多滞后地反映出始自 9 月中旬的汽车行业工人大罢工对相关产业链生产端造成的冲击，而后者则相对提前地显示出罢工以工人涨薪要求得到满足而解决之后，工业品需求有望重回改善通道。这种数据结构以及罢工影响的滞后显现，可能意味着今年下半年以来美国制造业企业信心的筑底恢复过程可能并未结束，未来美国制造业 PMI 可能趋于回升。稍早前公布的美国 10 月核心 PCEPI 同比增长 3.5%，较前月小幅回落 0.2 个百分点，符合市场预期，结构上来看，

尽管油价下探，但核心商品价格整体涨幅稳定，当月涨幅的回落几乎全部由除居住外的核心服务价格涨幅回落所解释，而后者与薪资表现关联度较高，从而不排除汽车工人罢工结束后再趋上行的可能性。

而欧元区 11 月核心通胀延续了过去一年的加速回落态势，显示欧元区本轮与美联储节奏类似的货币紧缩过程可能带来了更大程度的需求收缩效果，如果这种趋势进一步延续，美元指数也将获得向上支撑。11 月欧元区核心 HICP（可类比其他国核心 CPI）同比 2.4%，较 10 月再度大幅下行 0.5 个百分点，过去六个月内涨幅已经大幅下滑 3.7 个百分点，而在去年 10 月核心通胀峰值水平达到 10.6%，一年多之后已经距离 2% 的长期通胀目标相当接近。与之相对比，美国 10 月在汽车工人罢工的影响下，核心 CPI 同比仍达到 3.2%，最近 6 个月合计下滑幅度仅有 1.8 个百分点。对比显示欧元区国家受疫情以来财政扩张和补贴力度远不及美国、以及劳动力供需恢复强度大幅弱于美国两大因素的持续拖累下，欧央行本轮与美联储节奏、幅度都相当类似的货币紧缩过程，可能更大程度上引发欧元区居民部门普遍性的消费需求收缩，从而欧元区未来核心通胀可能将持续以快于美国的速度回落，欧央行或将被迫提前于美联储启动一轮幅度更大的降息，美元指数在未来数月间或仍可获得向上的外部支撑力量。

图 3：核心 CPI 同比（%）：美、欧、日、英对比



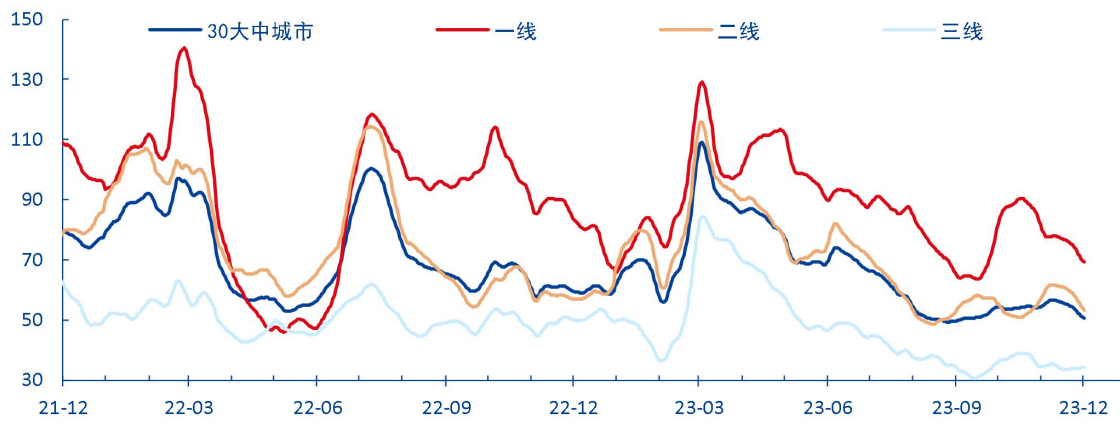
资料来源：CEIC，华金证券研究所

一线城市新房销售连续降温，房企融资改善预期回归理性

一线新房销售过去两个月连续降温，印证深圳放松二套房首付比例是顺势而为减少不必要限制，而非逆势推升地产泡沫之举。9月初认房不认贷向一线城市推广，9月中存量首套首付比例下调，一度令市场对一线城市住宅销量反弹期待甚高，但实际情况并不尽如人意，在短暂形成推升效果之后，10-11月一线城市新建商品住宅销售情况再度转冷并连续降温。以30日均成交面积与疫情前6年均值之比来看，一线城市已经从10月中旬的90.5%降至12月1日的69.4%，已接近8月底9月初的低位水平。在此前的房价快速上涨阶段中，一线城市房地产市场形成比较明显的链式交易分层，由于房价收入比过高，新房购买人群中有相当比例需通过出售自己名下的二手房变现增值部分之后，才能够有效周转。当前居民对房价预期明显较此前更为理性，一线城市二手房市场交易并未因近期需求政策结构性放松而明显改善，二手房潜在买方的观望情绪相当浓厚，也令新房市场缺乏短期集中大量资金入场，一线城市新房和二手房市场当前普遍受到房价收入比偏高的约束，再度泡沫化风险较低，这也从侧面显示本轮地产需求政策结构性放松向一线

城市推广（包括上周深圳放松二套房首付比例要求）更多是在房地产市场供求关系已经发生重大变化、房地产投资投机属性已经大幅下降、居住属性已经大幅提升的背景下顺势而为的不必要约束的放松，而并非意图再次推升地产市场泡沫之举。

图 4：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）



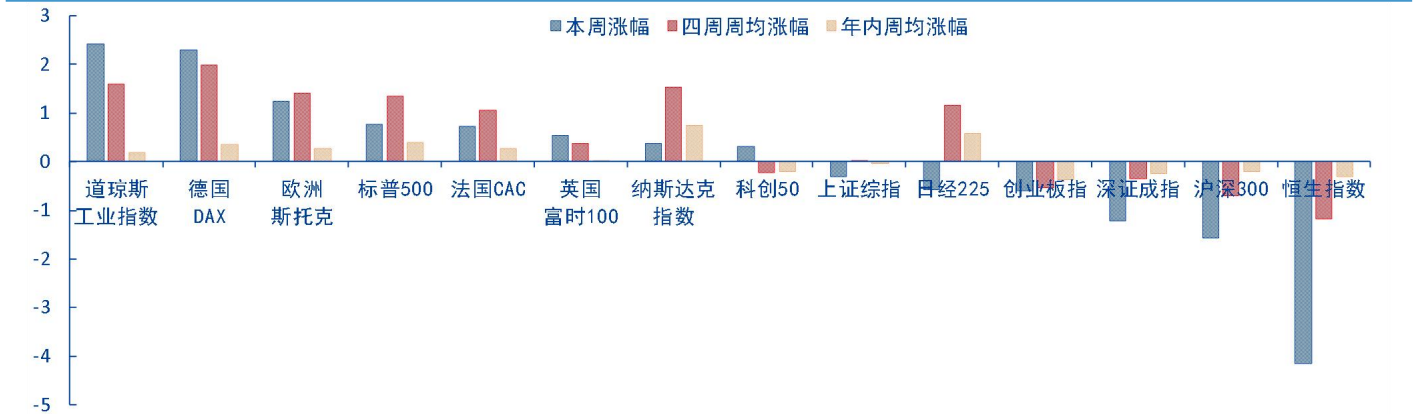
资料来源：Wind，华金证券研究所

结合近期一线城市房地产需求再度降温的趋势，市场本周对房地产企业融资将很快普遍获得大幅改善的预期也逐步回归理性。12月1日，求是网发布中央金融委办公室、中央金融工作委员会的署名文章《坚定不移走中国特色金融发展之路》，强调坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，必须以服务强国建设、民族复兴伟业为根本目标，要求推动金融资源“真正聚集到高质量发展的战略方向、重点领域和薄弱环节上来”，凸显近期金融监管层对于房地产企业融资所提出的包括“三个不低于”在内的政策要求，实际上仍是从防范化解系统性风险的角度出发，对目前经营稳定的龙头国企和民营房企，不应因银行“抽贷、断贷”而导致新增的经营风险，但并非从融资端再度鼓励地产企业扩大投资，在一线城市房地产需求再度有所降温的背景下，市场对于房地产企业融资大幅改善的预期一周以来整体重新回归理性。

风险提示：美联储超预期紧缩风险；房地产市场恢复不及预期风险。

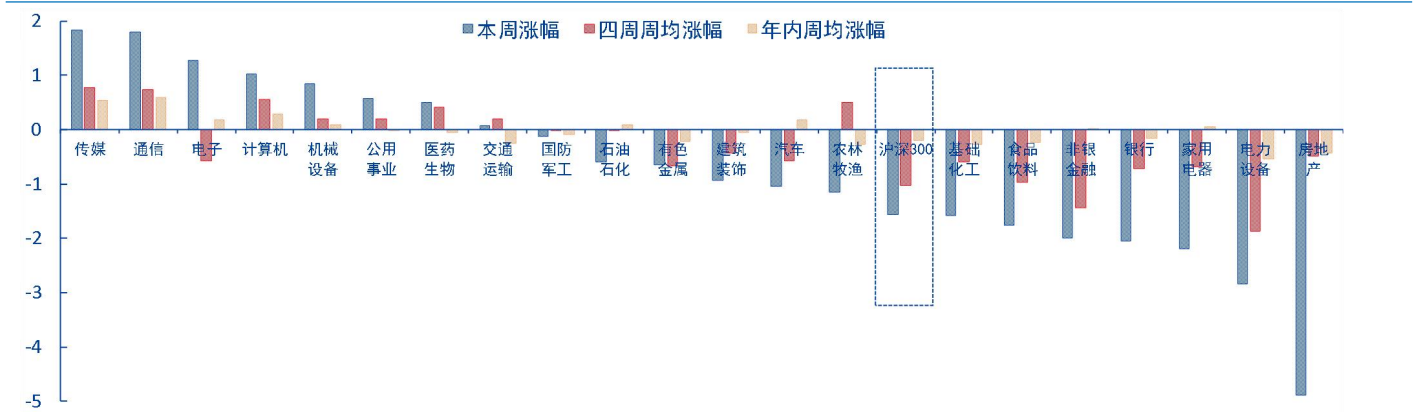
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市: 美、欧股市上涨, 恒生指数跌幅较深



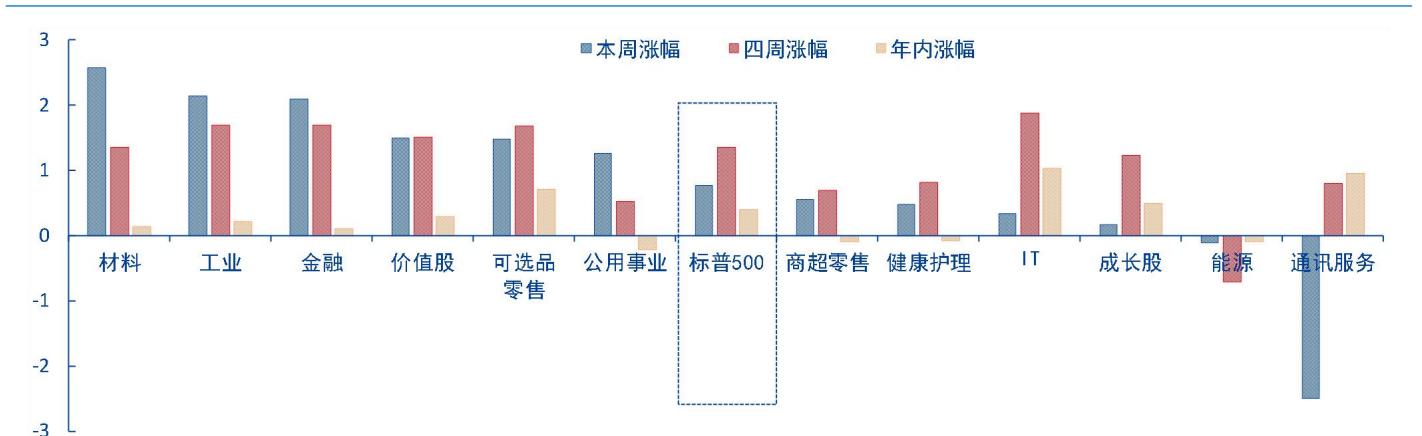
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): TMT 行业领涨, 房地产跌幅最深



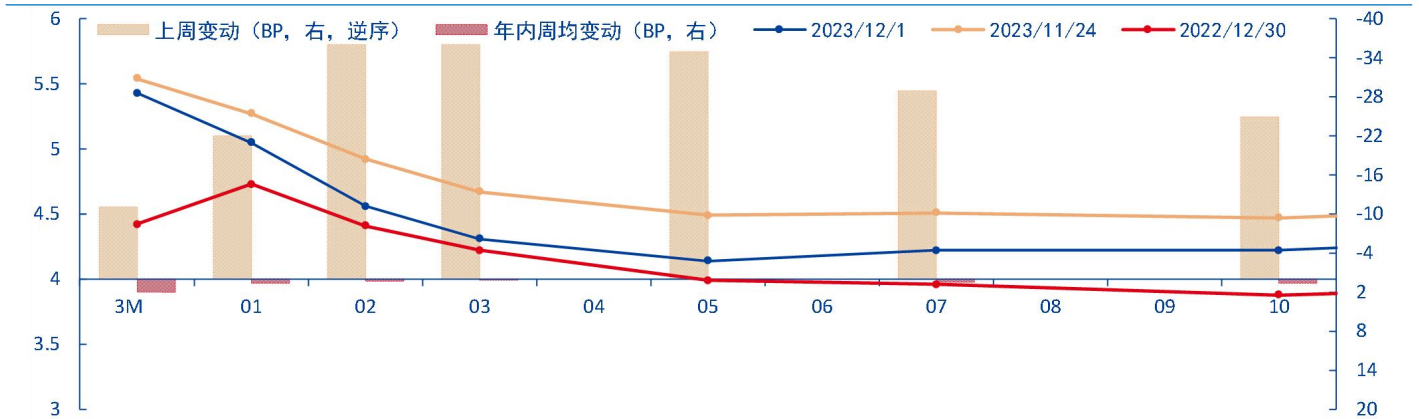
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周除能源、通讯服务外均有所上涨



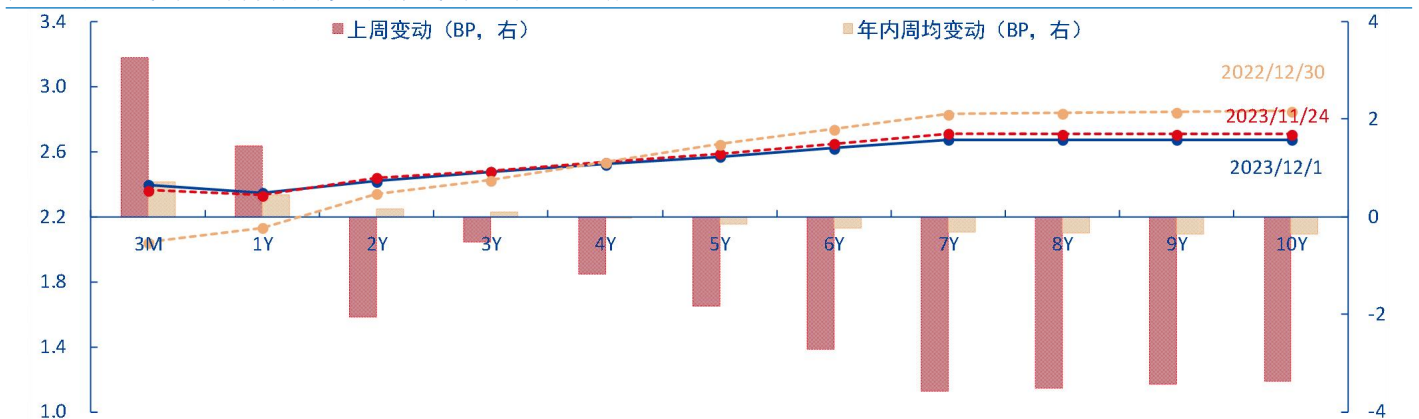
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 中国国债收益率变动幅度: 长端国债收益率普遍下行



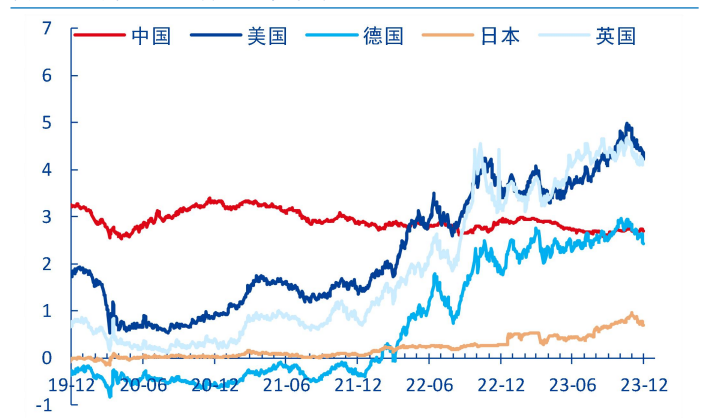
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 美国短端国债收益率大幅下行 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中美 10Y 利差继续收窄 (%)



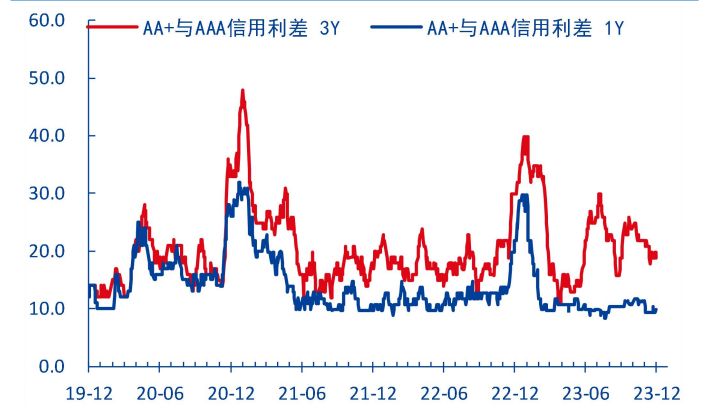
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差小幅扩大 (%)



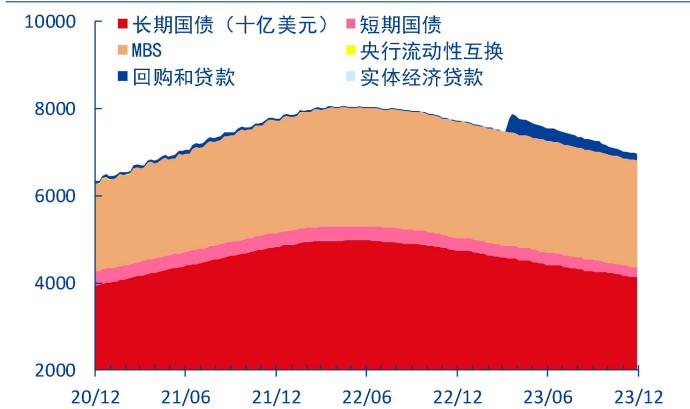
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 1Y 信用利差扩大、3Y 利差持平



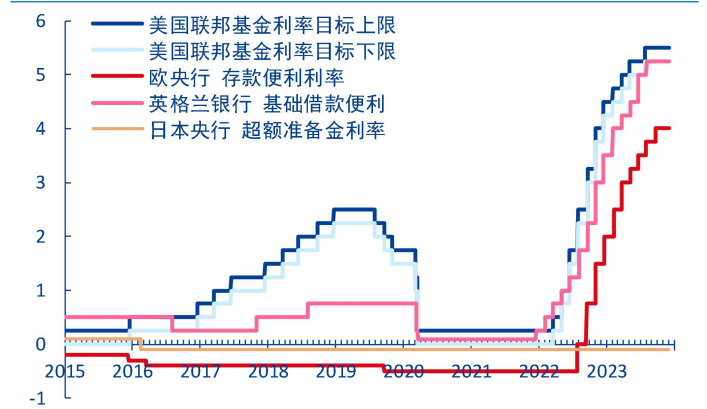
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美联储资产规模继续减少 (USD bn)



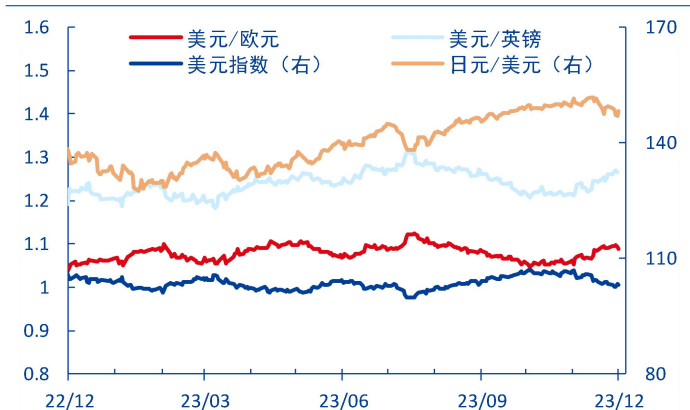
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 主要央行政策利率 (%)



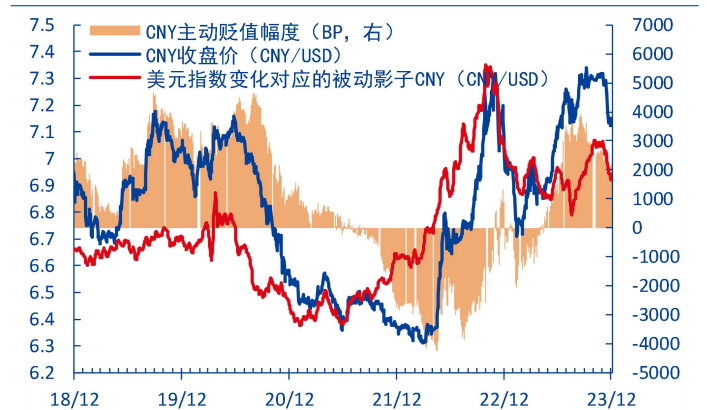
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数继续波动下行



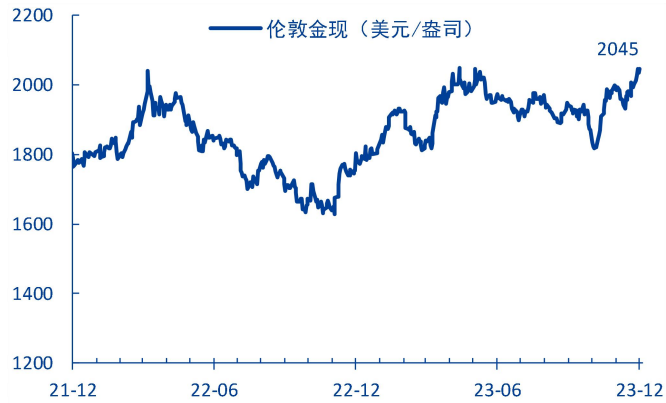
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 人民币微幅升值



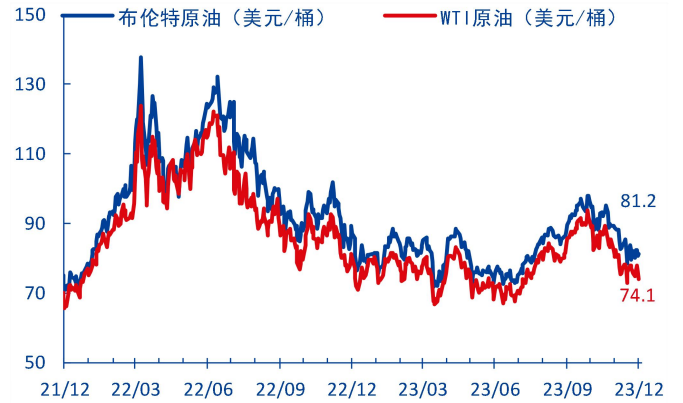
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 金价再度突破 2000 美元



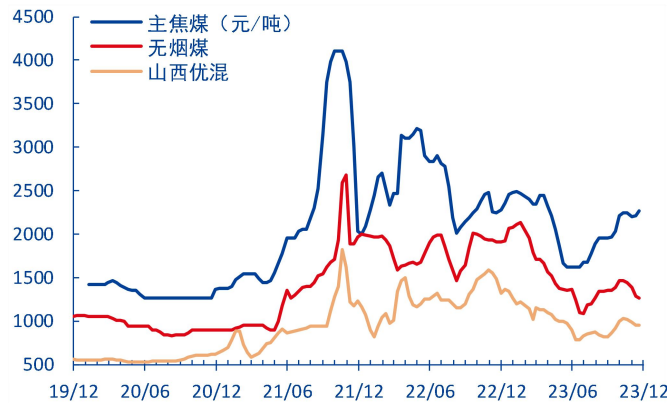
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 布油价格小幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 11 月下旬焦煤价格下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 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