

# 周度经济观察

## ——需求自然回落，政策观望途中

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

2023 年 12 月 5 日

### 内容提要

从 11 月 PMI 和 高频数据来看，总需求仍然处于偏弱的状态，宏观经济的企稳反弹需要依赖于外部政策的干预。而当前房地产企业的救助、财政发力的政策效果尚不明显，经济仍然处在磨底的过程中。

在海外权益市场上涨的背景下，A 股表现持续低迷，这反映出国内市场预期和风险偏好较弱。市场的关注更多聚焦于 12 月中央经济工作会议，期待在房地产、货币和财政政策层面能有更积极的表述。

越来越多数据指向美国经济在持续降温，市场不断预期明年美国降息时点提前，以及更大的降息幅度。经济的走弱以及宽松预期的升温，有助于债券市场利率的下行和权益市场的反弹，这一过程仍在进行中。

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、需求自然下滑，静待政策落地

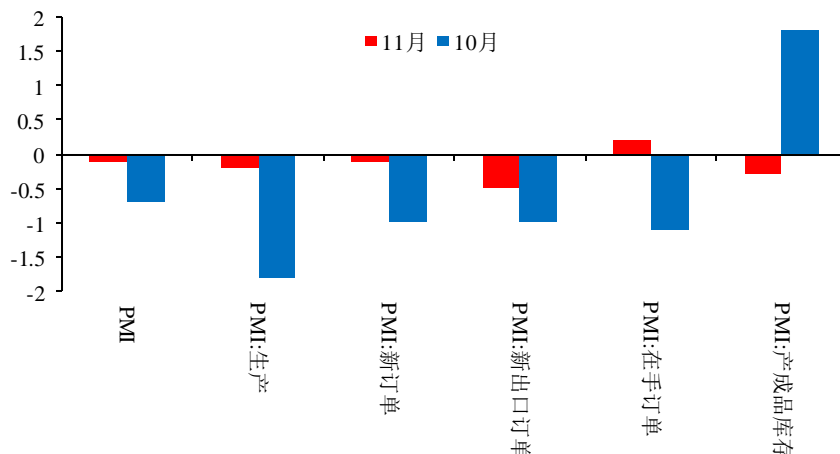
11月制造业 PMI 为 49.4，较上月小幅回升 0.1 个百分点，弱于季节性，延续了上月回落的趋势。建筑业 PMI 环比上升 1.5 个点至 55，可能反映出基建和保交楼的加速，这与水泥、玻璃价格偏强的指向一致。服务业 PMI 为 49.3，较上月回落 0.8 个百分点，今年 3 月以来持续滑落。经济在各部门之间的表现存在分化。

分项来看，除在手订单外，多数分项均小幅走弱，走弱幅度趋缓。此外，库存出现去化的迹象。

价格层面，原材料购进价格下滑 1.9 个百分点至 50.7，南华工业品指数 10 月以来中枢小幅回落，两者表现基本一致。

从量价数据来看，当前总需求仍然表现偏弱，经济内生增长动能不足，企业出现存货去化的迹象。从目前经济运行的情况来看，宏观经济的企稳反弹需要依赖于外部政策的干预，而房地产企业的救助、财政发力的政策效果尚不明显，经济仍然处在磨底的过程中。

图1：PMI 环比变化，%



数据来源：Wind，安信证券

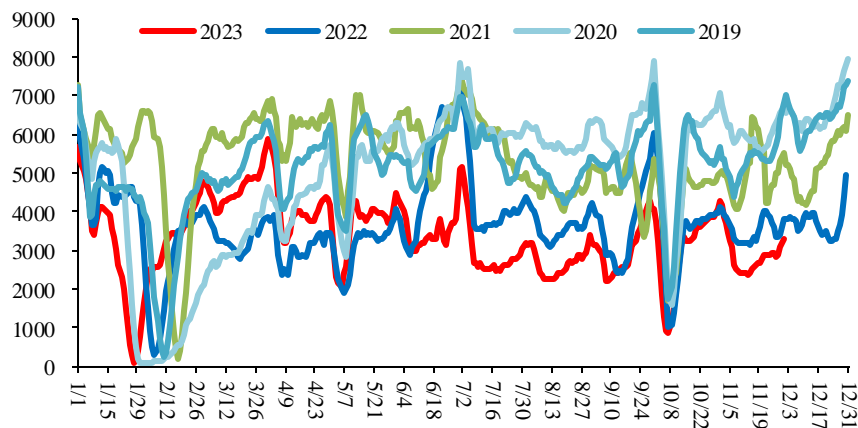
11月以来，高频数据显示新房销售的滑落幅度超出往年季节性水平，这一场景已经持续接近一个月，而同期二手房销售不弱，与2019年差别不大。

此外，高能级城市放松带来改善型需求的群体在购房过程中卖一买一，导致二手房供应激增价格大幅下跌。

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，二手房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。

总体而言，当前宏观经济最为关键的变量仍然在于房地产行业。供应层面，房地产企业流动性压力如何缓解，对经济和金融体系的稳定性影响巨大。需求层面，刺激政策推出的时间和力度，主导了商品房销售触底的节奏，也将对市场信心预期带来显著影响，这无疑需要我们耐心等待。

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

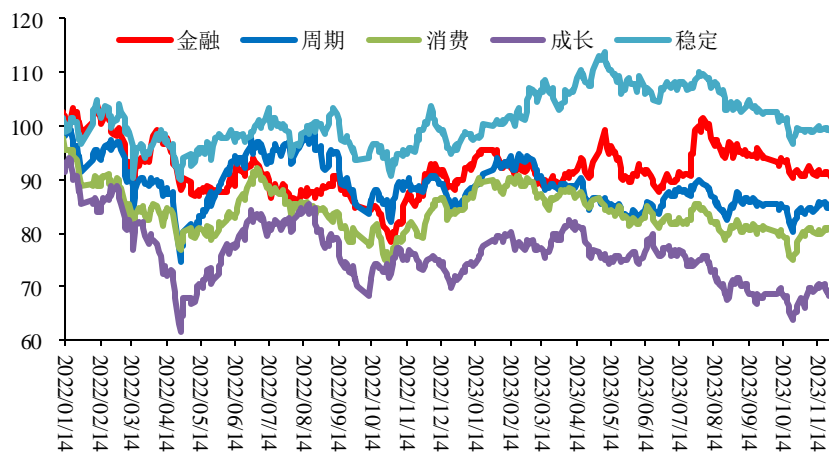
上周以来权益市场小幅下行，成交量日均七千亿多。成长和稳定板块涨幅领先，金融风格最弱，房地产相关行业跌幅较大。

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 股的下跌表明国内市场预期和风险偏好较弱。

上周 TMT 板块涨幅较大，既有相关行业动态的影响，也反映出当下基本面变化不大的情况下主题投资兴起。而与此对应的是，房地产行业预期再次出现走弱，政策出台的节奏和力度似乎与市场预期有落差，房地产企业流动性压力增加，这一压力对经济和金融体系的稳定形成了负面冲击。

往后看，市场的关注更多聚焦于 12 月中央经济工作会议，期待在房地产、货币和财政政策层面能有更积极的表述。在此背景下，权益市场处于政策观望期，市场仍然处于磨底的过程中。

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

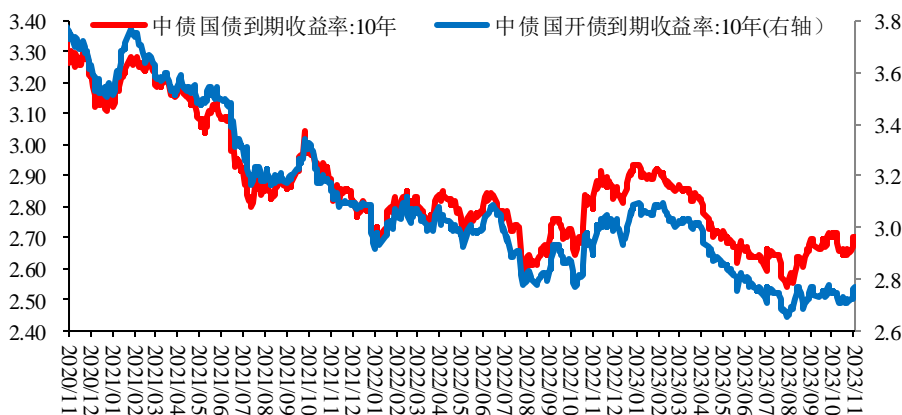
11 月资金价格中枢偏高，推升了短端和存单利率，期限利差大幅收窄。

此前资金价格的抬升主要源于汇率的波动，而当前人民币汇率已经稳定在 8 月之前的水平，因此近期资金价格的抬升或许与国债加速发行有关。

从高频的经济、通胀数据来看，国内需求持续低迷、通胀压力温和，货币政策进一步收紧的必要性不高。

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

最新公布的数据显示，美国将三季度实际 GDP 环比折年增速从 4.9%上调至 5.2%，这一上修幅度高于市场预期。GDP 的上修主要贡献为私人投资，私人投资环比折年增速从 8.4%上修至 10.5%，表明企业投资活动仍在加速。

尽管三季度 GDP 数据出现上修，但近期公布的多数数据均指向美国经济在持续降温。

美联储公布的经济状况褐皮书指出，耐用消费品销售下滑、劳动力需求放缓。美国 10 月 PCE 同比增速为 3%，较上月下滑 0.4 个百分点；核心 PCE 同比增速为

3.5%，较上月下滑 0.2 个百分点。这背后除了原油价格下跌的影响以外，也反映出美国服务业领域在持续降温。同期美国 10 月个人消费支出环比增速为 0.2%，较上月大幅下滑 0.5 个百分点，耐用消费品和服务消费均出现减速。需求的减速在劳动力市场上也有体现，11 月美国初请失业金人数超预期上行，表明劳动力市场在逐步转松。

制造业的表现类似。11 月美国 ISM 制造业 PMI 为 46.7，持平于上月，位于年内偏低水平。分项来看，产出、就业、新出口订单均出现明显下滑，订单库存也在走弱，制造业领域需求减速的趋势仍在延续。

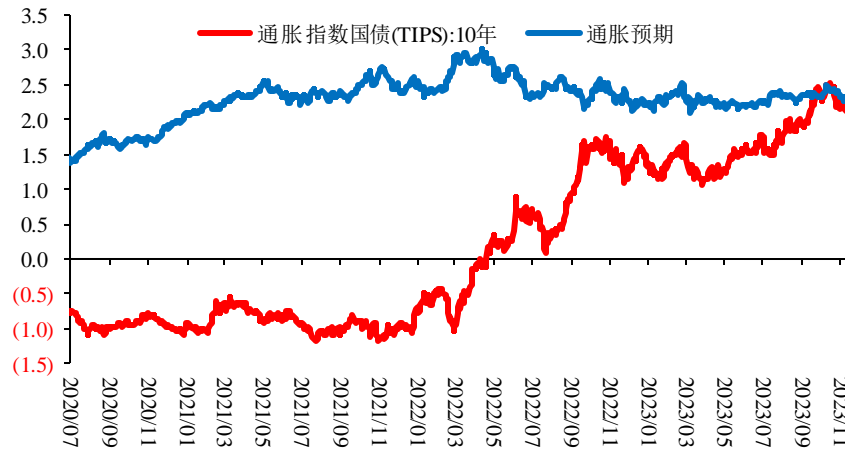
面对持续降温的经济数据，美联储官员沃勒近期表示“目前美联储货币政策位置良好，政策有助于推动经济放缓和通胀重回 2%”，同时他指出“如果通胀未来 3-5 个月持续放缓，或许可以看到降息”。不过与此同时，美联储主席鲍威尔表示推测何时降息仍然为时过早，并表示如果合适，准备进一步收紧政策。旧金山联储主席戴利、纽约联储主席威廉姆斯也表达了偏鹰的态度。

尽管美联储内部关于降息的态度存在分歧，但当前市场的看法更多基于客观数据，市场参与者不断通过短期数据来修正中长期观点。在多数经济数据走弱的背景下，市场预期美联储最早在明年 3 月份降息，明年降息次数也攀升至 5 次，累计幅度为 125BP。

在此背景下，美债收益率出现普遍下行。2 年和 10 年期美债收益率分别下行 36BP、25BP 至 2.56% 和 4.22%。同期美元指数小幅下跌，美股普遍上涨，黄金价格大幅反弹。

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、以及美国监管部门政策调整灵活，未来美国经济出现硬着陆的风险较低。经济的走弱有助于债券市场利率的下行和权益市场的反弹，这一过程仍在进行中。

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