

周度经济观察

——政策基调观望中

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023年12月12日

内容提要

中央政治局会议通稿表明，监管当局对今年的经济情况给予充分肯定，对明年的经济增长也有进一步的期待。房地产新旧模式的切换、广义财政扩张的强度、货币政策的总体取向是当前市场关注的主要话题，这些问题的回答需要等待中央经济工作会议提供更多的信息。

11月进口数据的回落、以及通胀数据的全面下滑，均指向国内需求不足。从当前的情况来看，居民消费活动恢复缓慢，同时房地产领域下行压力犹存，经济自发修复的动能偏弱，这意味着进口和通胀回升的进程存在波折。

受超预期的就业数据影响，海外宽松预期出现降温，美元和美债收益率出现小幅抬升。但总体而言，通胀缓和、经济降温的趋势没有实质改变，这意味着美债收益率的下行过程或许仍未结束。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、“先立后破”是关键

2023年12月8日，中央政治局召开会议分析研究了2024年的经济工作。

在过去一年的总结上，认为“顶住外部压力、克服内部困难，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，现代化产业体系建设取得重要进展”，对过去一年的工作给予较高的评价。

对明年的大政方针上，提出“要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”。这些表述有助于提振市场信心预期，边际上缓解投资者对经济大幅减速的担忧。

其中“先立后破”可能与房地产发展模式有关。考虑到当下地产投资、销售都可能显著低于合理中枢，市场自发修复的前景并不明朗。如果未来能看到相应政策落地，房地产企业流动性问题有望得到解决，保障房的建设也有助于缓和地产下行对经济的拖累。“先立后破”可能意味着房地产行业新旧模式的平稳过渡，但具体的政策细节有待中央经济工作会议确认。

有关财政政策提到“适度加力”，在今年赤字率调升的背景下这是一个相对积极的信号，明年广义财政保持较高强度的可能性不低。

货币政策延续灵活适度的表述，变化不大。

总体而言，从今年现实的经济增长来看，全年的增长目标圆满实现，监管当局对今年的经济情况给予充分肯定，对明年的经济增长也有进一步的期待。房地产新旧模式的切换、广义财政扩张的强度、货币政策的总体取向是当前市场关注的主要话题，这些问题的回答需要等待中央经济工作会议提供更多的信息。

11月我国美元计价出口同比增速-0.5%，较10月大幅回升6.9个百分点，两年复合同比-5.1%，较上月回落0.9个百分点。出口的回升主要来自于基数效应，不过考虑到出口价格指数可能在同比-10%的水平，实际出口增速改善幅度更大。

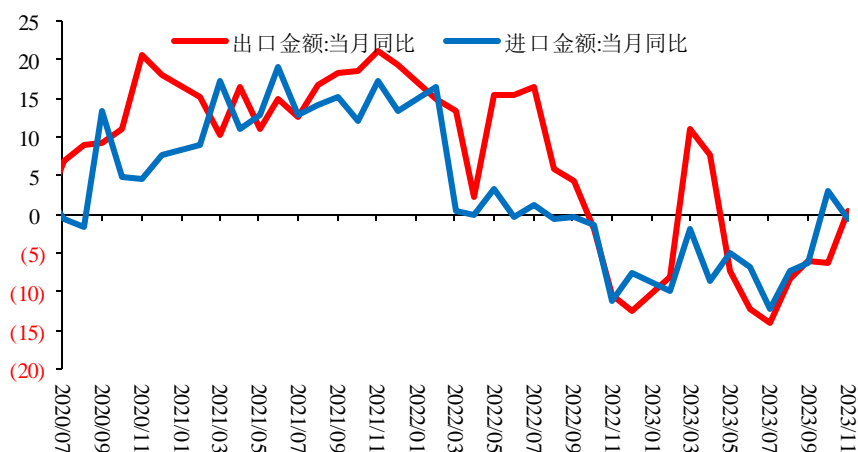
从两年平均的角度来看，出口分地区、分类别的数据出现广泛下滑，但幅度相对有限。

观察东亚经济体，11月出口表现和中国接近，均在去年较弱的基数效应下出口同比改善，剔除基数后出口增速也出现回落。东亚经济体出口的广泛回落可能与欧美制造业偏弱的水平有关。

11月美元计价进口同比增长-0.9%，较10月回落3.9个百分点。农产品、大豆、铁矿砂、原油等进口数量回落，下游的汽车底盘等小幅回升。

往后看，考虑到欧美制造业部门当前处于底部区域，经济出现衰退的概率偏低，资本开支的提速也会推动制造业的恢复。在此背景下，叠加基数效应的影响，我国出口增速有望小幅回升。

图1：进出口增速，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

11月PPI环比为-0.3%，较上月回落0.3个百分点；PPI同比3%，较上月回落0.4个百分点。

分项来看，PPI环比的下行主要集中在石油驱动的能源和化学原料行业，反映了同期石油价格大幅下降的影响。此外，印刷、医药、计算机电子等中下游行业价格表现依然偏弱，消费需求不足的影响延续。

12月以来南华工业品指数中枢震荡，高盛商品指数持续走低，短期内PPI环比难显著抬升。

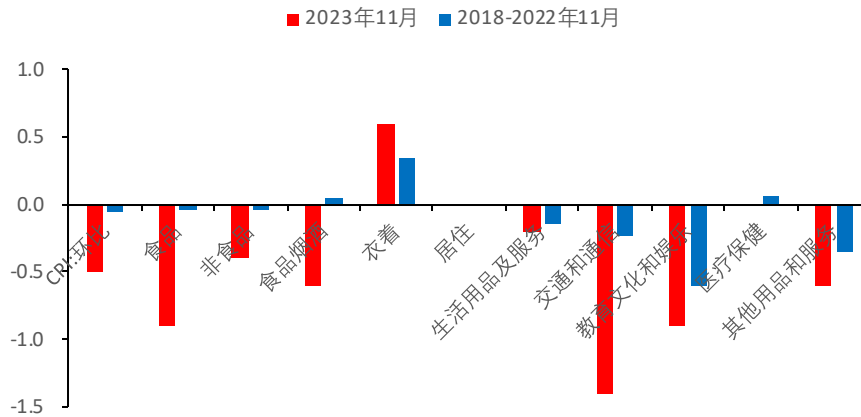
11月CPI同比-0.5%，较上月回落0.3个百分点；环比-0.5%，低于过去五年-0.06%的环比均值；核心CPI同比0.6%，持平上月。

从分项上来看，CPI的回落除了食品和能源分项，其余多数分项表现也弱于季节性。

猪肉价格反季节性下降是导致食品项显著弱于往年均值的重要原因，交通通信分项体现了能源的影响，对服务业通胀形成明显拖累。同时教育文娱、医疗保健、生活用品及服务也表现弱于季节性，价格的下跌具有普遍性。

总体来看，11月CPI走弱既有食品和原油价格的扰动，也有总需求不足的影响。未来总需求恢复的强度决定了通胀的走向，从当前的情况来看，居民消费活动恢复缓慢，同时房地产领域下行压力犹存，经济自发修复的动能偏弱，这意味着通胀回升的进程存在波折。

图2: CPI 环比与季节性均值, %



数据来源: Wind, 安信证券

二、底部确认进程中

上周以来权益市场继续下行,成交量小幅回升至日均八千亿多。高股息和主题投资是最近表现较好的两个方向。

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股市场的下跌表明国内市场对包括经济增长、政策变化的预期较弱。

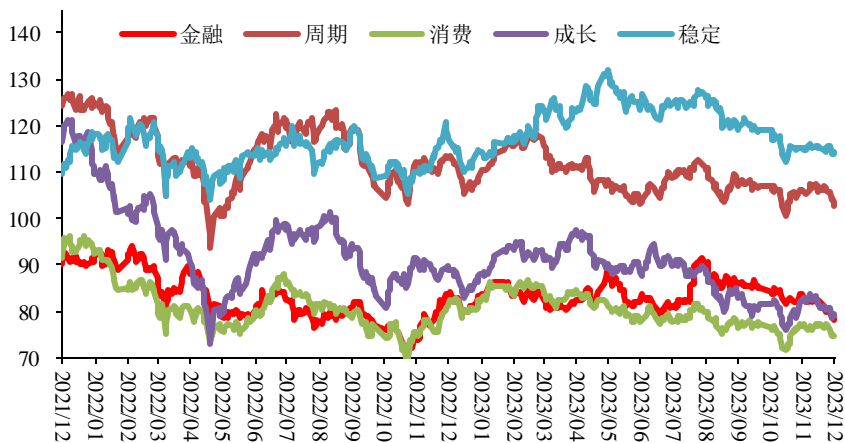
同时值得注意的是,资金利率的上行可能边际上对权益市场也形成了冲击。这一资金利率的上行可能与汇率重新小幅贬值有关。

当前市场关注的焦点在于中央经济工作会议的政策表态。政治局会议上提及的“以进促稳、先立后破”等表述,市场参与者普遍的解读较为积极,但具体的政策细节仍在观望中。

往后看,经济和权益市场的核心在于房地产行业的演绎,如果房地产企业流动性压力得到缓解,市场有望出现阶段性反弹。但如果这一压力继续积累,市场

的信心或许会遭受持续打击。而房地产行业的走向高度依赖于政策的干预，这无疑需要市场密切跟踪。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年12月31日为100

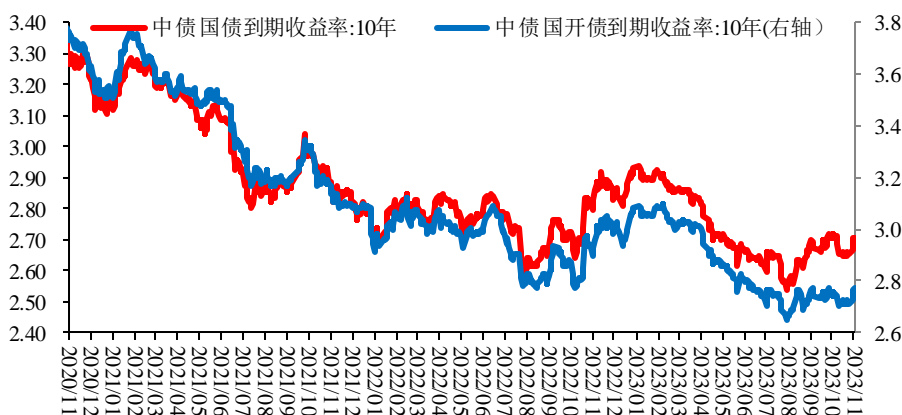
12月以来，资金价格总体不低，推升了短端和存单利率上升，期限利差大幅收窄。

12月以来的资金利率抬升可能与人民币汇率贬值有关，这一贬值可能更多源于美元指数的回升，海外市场对美国宽松预期重新定价。同时“防止资金空转”的基调可能也在货币政策的操作上有边际影响。

从绝对水平来看，当前资金利率已经回到今年一季度年内高点，而目前经济增长、通货膨胀水平明显低于今年一季度。

考虑到美元指数总体在回落的过程中，国内经济、信用扩张需要低利率的环境，未来资金利率有望趋势回落。在此背景下，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、非农就业超预期上行，宽松预期小幅降温

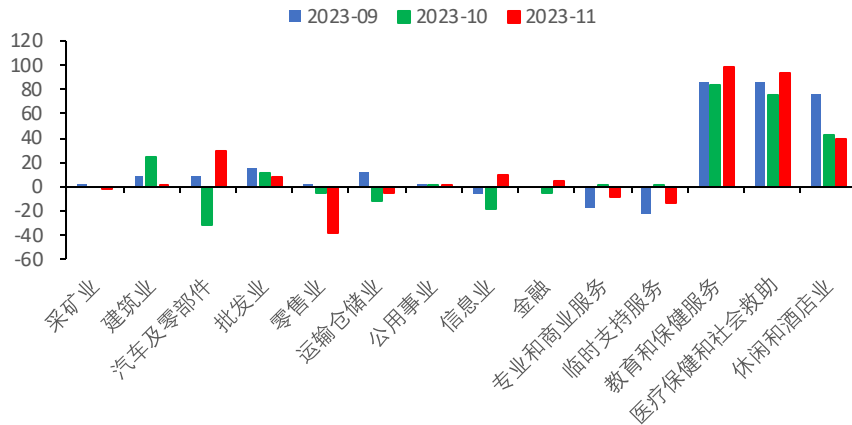
11月美国新增非农就业人口为19.9万，高于市场预期的18.5万，较上月上升4.9万人。从结构上看，教育和保健服务、医疗和社会救助等服务业主导了非农就业的回升，此外商品部门非农就业也出现回升。这一回升可能部分源自美国罢工结束后的一次性影响，是10月份非农就业数据走弱的镜像。

11月失业率为3.7%，较上月回落0.1个百分点，仍然处于近一年高位。劳动参与率62.8%，较上月小幅上升0.1个百分点，处于近两年偏高水平，显示劳动力市场压力在逐步缓解。

工资方面，时薪环比增速为0.35%，同比增速4.0%，环比增速较上月出现抬升。这可能与罢工涨薪影响有关。

总体而言，非农数据超预期上升、失业率下降、工资增速回升指向美国劳动力市场边际转紧，但这可能与罢工结束等临时性因素有关，美国经济仍然处于逐步降温的过程中。

图5：新增非农就业分项，千人



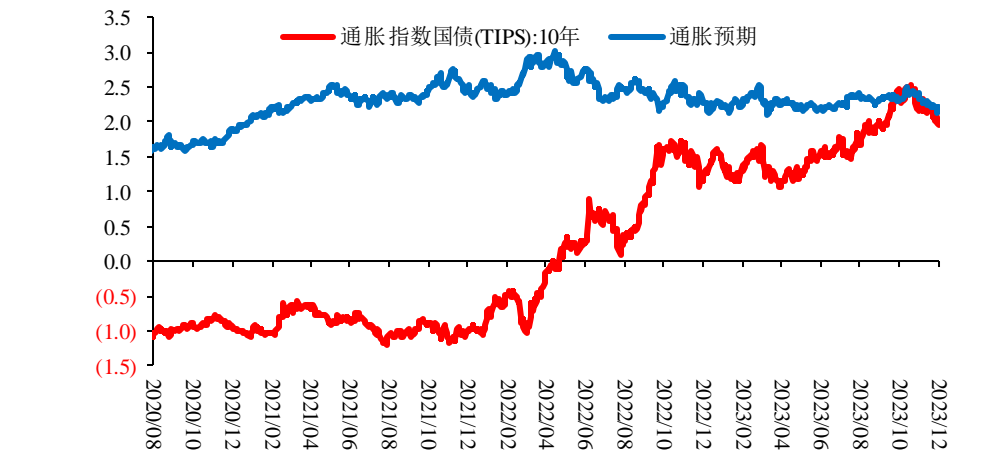
数据来源：Wind，安信证券

与非农就业数据的指向一致，11月美国经济数据出现小幅反弹。11月美国ISM制造业PMI回落一个百分点至45.8%的同时，美国服务业PMI回升0.5个百分点至50.7%。12月1日当周的初请失业金人数也出现持续抬升。

受超预期的就业数据影响，市场预期美联储首次降息的时点从明年3月推迟至5月，预期降息幅度也出现小幅下滑。这一预期的变化推升了美国债券市场利率，2年期美国国债收益率上行15BP至4.71%，10年期国债收益率小幅上行1BP至4.23%；美元指数小幅抬升0.8%至104；美国股票市场小幅上涨，纳斯达克指数表现略好于道琼斯指数。

考虑到美国居民部门资产负债表总体健康，美联储应对风险的能力较强，美国经济转入衰退的可能性较低。在经济逐步降温，美联储处于宽松趋势的背景下，美国股票市场仍在有利的环境中。

图6：10年期美国 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12月