

2023年12月15日

# 内需动能待夯实，宽松迎来窗口期

## 定期报告

### 经济数据点评（2023.11）暨双循环周报·第36期

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

#### 投资要点

◆ **11月经济数据：内需动能待夯实，宽松迎来窗口期。**大众商品消费拉动作用衰减而餐饮仍强，整体消费动能趋弱。房地产开发投资低于预期拖累总投资增速，制造业投资超预期有所走强，基建投资稳定高增持续发挥稳增长稳就业的中坚作用。住宅销售面积跌幅仍在扩大，而新开工大幅改善主因低基数，缺乏可持续性；房地产市场整体拐点尚未到来。去库存加速背景下，工业生产两年平均增速有所回落，制造业回落幅度较大。11月经济数据主要受基数作用影响较大，扣除基数影响后两年平均增速表现事实上较预期更弱。在房地产市场持续探底的阶段，需要货币配合财政积极扩张，方可达到稳定预期、提振经济的政策目的。**美联储滞后于前期经济数据的突然转向具有较强的不稳定性，在2024年1月底美联储下次会议之前，我国再度迎来实施降准和结构性降息的黄金关键窗口期，预计春节前降准50BP，并实施向1Y LPR倾斜的小幅降息。**

◆ **北京上海调降首付比例，房地产市场是否加快迎来底部？**北京上海调降二套首付比例，或有助于一线城市放假预期加快企稳，从而打开财政扩张促进消费的政策可能性。在中央经济工作会议刚刚结束，并提出要“扩大中等收入人群”的背景下，北京上海相继出台房地产释放放松政策，或许是政策层面释放出的当前房价已经基本接近合理区间的信号，从而希望通过政策进一步的边际放松，一定程度上加快房地产市场特别是价格和预期的企稳。**若在今年底明年初能见到房地产市场“量缩价稳”的格局，稳定居民的财富效应预期，将有助于加大经济政策在明年实施更大力度的个税减税政策的决心，以通过增加中等收入人群的可支配收入分配比例，提振居民收入预期，促进和扩大大宗可选商品消费和中高端服务消费。**更详细的分析可以参考我们之前的报告《制度“立”政策“进”，促消费优产业——中央经济工作会议深度解读》（2023.12.13）。

◆ **美国零售超预期走强，“美鸽欧鹰”的反差局面究竟如何理解？**欧央行维持利率不变并声称未开始讨论降息，展现出较为鹰派的货币政策立场，但事实上欧元区的经济已经极端脆弱，美欧经济和货币政策分化背景下，美元指数短期震荡后可能终将回归高位。我们此前数度强调，美国居民过热的商品消费需求当前难以见到短期内的降温，维持了三个月之久的汽车工人罢工事件对前期的通胀和零售数据造成短暂冲击，但在得到未来三年内涨薪25%的妥善处理后，预计后续将再度助推薪资增速，并逐步传导至通胀。**站在当下时点，我们仍然坚定认为美联储在2024年9月之前不会降息，加之欧元区经济已经展现出的鲜明脆弱性，美元指数会维持在相对高位震荡，**详细的分析可以参考我们的报告《点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储FOMC会议（2023.12）点评》（2023.12.14）。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股传媒继续领涨，食品饮料跌幅最深；受美联储释放鸽派信号影响，美债收益率整体大幅下行，中美长端利差收窄，美元指数大幅回落，CNY升值；黄金价格高位震荡，油价小幅上行。

◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险；美联储超预期加息风险风险提示；房地产市场恢复速度不及预期风险。

#### 相关报告

点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储FOMC会议（2023.12）点评  
2023.12.14

信用尚未稳定，货币仍需主动——金融数据点评（2023.11）  
2023.12.13

制度“立”政策“进”，促消费优产业——中央经济工作会议·深度解读  
2023.12.13

CPI走弱非农转强，中美央行如何抉择？——华金宏观·双循环周报（第35期）  
2023.12.9

财政加力促进消费呼之欲出——中央政治局会议（12.8）解读  
2023.12.8



## 内容目录

11月经济数据：内需动能待夯实，宽松迎来窗口期 .....	3
北京上海调降二套首付比例，房地产市场能否加快迎来底部？ .....	6
美国零售超预期走强，“美鸽欧鹰”的反差局面究竟如何理解？ .....	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	9

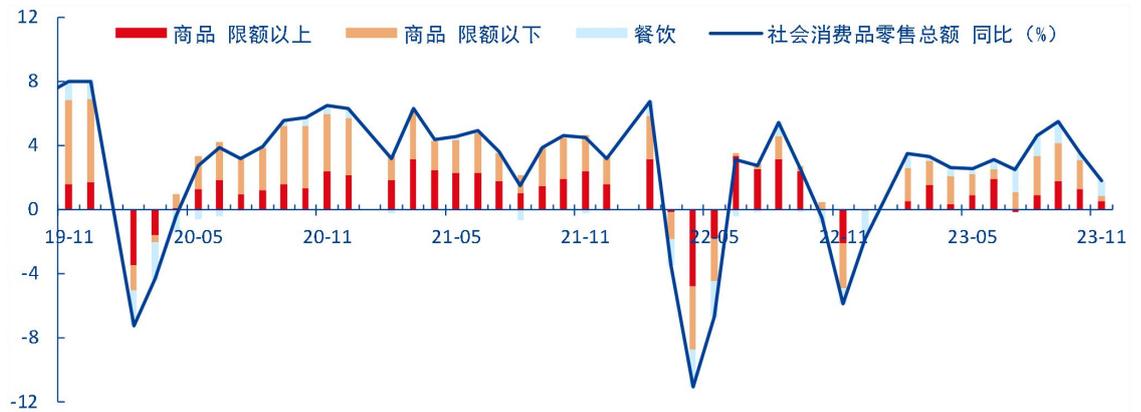
## 图表目录

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%） .....	3
图 2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%） .....	3
图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%） .....	4
图 4：广义基建投资同比及贡献结构（%） .....	4
图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%） .....	5
图 6：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%） .....	5
图 7：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%） .....	6
图 8：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%） .....	7
图 9：发达经济体主要央行政策利率体系（%） .....	8
图 10：美国零售同比增速及贡献结构（%） .....	8
图 11：全球股市：本周美股领涨，A 股板块普遍下跌 .....	9
图 12：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：传媒继续领涨，食品饮料跌幅最深 .....	9
图 13：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周除通讯服务外，美股其余板块普遍上涨 .....	9
图 14：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行 .....	10
图 15：中国国债收益率变动幅度：短端国债收益率下行较多 .....	10
图 16：本周美债短端收益率大幅下行（%） .....	10
图 17：中美 10Y 利差有所收窄（%） .....	10
图 18：10Y 国开债与国债利差小幅扩大（%） .....	11
图 19：1Y 信用利差扩大、3Y 继续收窄（BP） .....	11
图 20：美联储本周缩表步伐有所放缓（USD bn） .....	11
图 21：主要央行政策利率（%） .....	11
图 22：全球汇率：美元指数大幅回落 .....	11
图 23：CNY 随美元指数下行而小幅升值 .....	11
图 24：本周金价高位震荡 .....	12
图 25：本周油价小幅上行 .....	12
图 26：12 月初焦煤价格继续小幅上行 .....	12
图 27：本周铜价小幅上行 .....	12

## 11 月经济数据：内需动能待夯实，宽松迎来窗口期

大众商品消费拉动作用衰减而餐饮仍强，整体消费动能趋弱。11月社会消费品零售总额同比增10.1%，较前月上行2.5个百分点，基本符合我们预期；但考虑到去年同期全国大范围封控所导致的零售极低基数影响，以两年平均增速计，11月零售仅增长1.8%，事实上较10月降温幅度较大。呈现三大结构性特征：1) 大宗消费结构分化，商品降温而服务保持强劲，限额以下商品仅拉动11月总零售两年平均增速0.3个百分点，较10月下行达1.5个百分点，显示大宗商品消费可持续增长能力较弱，当前集中恢复峰值已经结束，动能有所衰减；而餐饮两年平均增速高达7.3%，较上月上行达3.6个百分点，大众服务消费韧性较为充足。2) 以汽车为代表的大宗可选商品消费超越必需品消费，成为拉动零售增长的主要力量，11月汽车零售扣除基数效应后的增长趋势虽较上月有所降温，但仍是拉动当月限额以上零售增长的最大单项。3) 11月原油价格大幅回落，石油制品对限额以上零售的拉动作用降温。

图1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-11月为两年平均增速

图2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-11月为两年平均增速

房地产开发投资低于预期拖累总投资增速，制造业投资超预期有所走强，基建投资稳定高增持续发挥稳增长稳就业的中坚作用。11月固定资产投资累计同比维持在2.9%，测算单月同比

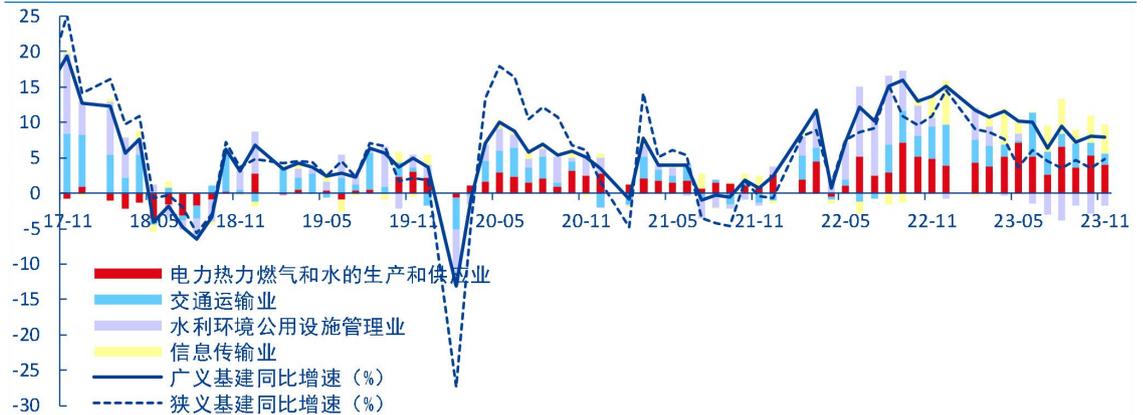
底部回升 1.7 个百分点至 2.9%，但明显低于我们此前预期。具体来看：1) 11 月制造业投资同比增速较高水平基础上再度上行 1.0 个百分点至 7.2%，加速去库存阶段仍维持较高的实际增速，在“脱钩断链”背景下先进制造业产业链持续投入、谋求技术突破的决心可见一斑。2) 广义基建投资同比虽受能源公用事业的小幅影响而略降 0.2 个百分点至 7.9%，但整体仍维持在高实际增长区间，年内将持续发挥稳增长稳就业的中坚作用。3) 房地产开发投资在去年极低基数的背景下同比跌幅仅小幅收窄 0.7 个百分点至 -10.6%，大幅低于预期，显示当前居民对房地产市场的预期仍然较弱，开发商的观望和谨慎情绪也仍在蔓延。昨日北京上海继深圳之后也决定调降二套房首付款比例，力度相对有限，预计可能形成一定的加速稳定房价预期的效果，有待持续观察。

图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

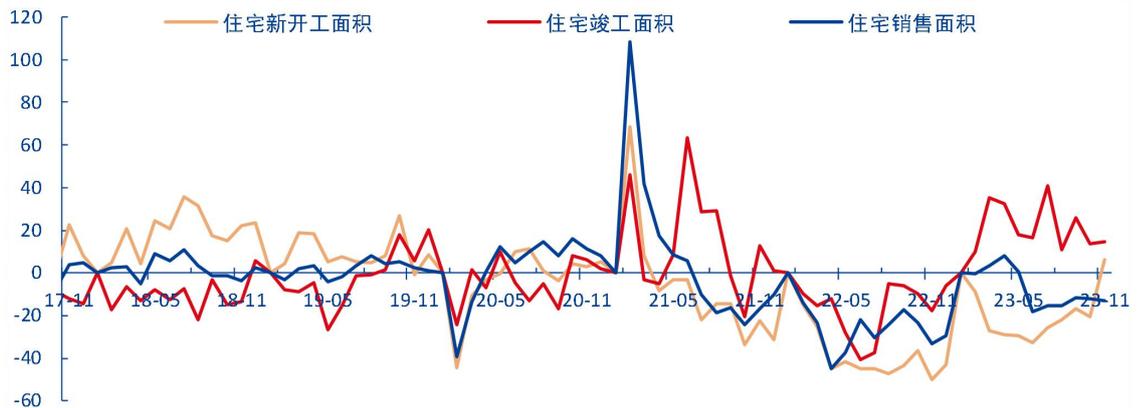
图 4：广义基建投资同比及贡献结构 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

住宅销售面积跌幅仍在扩大，而新开工大幅改善主因低基数，缺乏可持续性；房地产市场整体拐点尚未到来。11 月住宅新开工面积在去年同期过低的背景下出现了自 2021 年 4 月以来首度逆势转正的同比增速，上行达 26.6 个百分点至 6.2%，同时，由于滞后效应的影响，住宅竣工面积也小幅上行 0.7 个百分点至 14.4%，但住宅销售面积跌幅仍在扩大，11 月跌幅扩大 0.9 个百分点至 -12.9%。特殊月份受基数影响的开工面积转正并不能代表开发商对房地产市场的预期已经出现扭转，我们预计房地产市场可能在年底年初迎来“量缩价稳”的底部格局，但不建议对本轮房地产结构性放松政策推广至北京上海后所能起到的提振效果期待过高。

图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

去库存加速背景下，工业生产两年平均增速有所回落，制造业回落幅度较大。11月低基数背景下工业增加值同比上行 2.0 个百分点至 6.6%，而两年平均增长 4.4% 则较 10 月回落 0.4 个百分点。三大工业行业中，以两年平均增速计，采矿业（4.9%）、公用事业（4.0%）分别较 10 月上行 1.5、1.3 个百分点；而制造业（4.3%）受加速去库存影响下行 0.8 个百分点。从同比增速来看，主要制造业行业中，汽车制造业受近两月来销量连续改善的拉动作用而呈现了显著的改善；黑色金属冶炼和压延工业则持续受到去库存压制而再度下行 2.2 个百分点至 5.1%。11 月城镇调查失业率持平于 5.0%，其中，外来户籍和外来农业户籍失业率分别下行 0.2 个百分点至 4.7% 和 4.4%，均达到自有统计数据以来的新低水平，稳增长稳就业政策背景导向下，今年中低收入人群的就业得到了较好的保障。

图 6：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



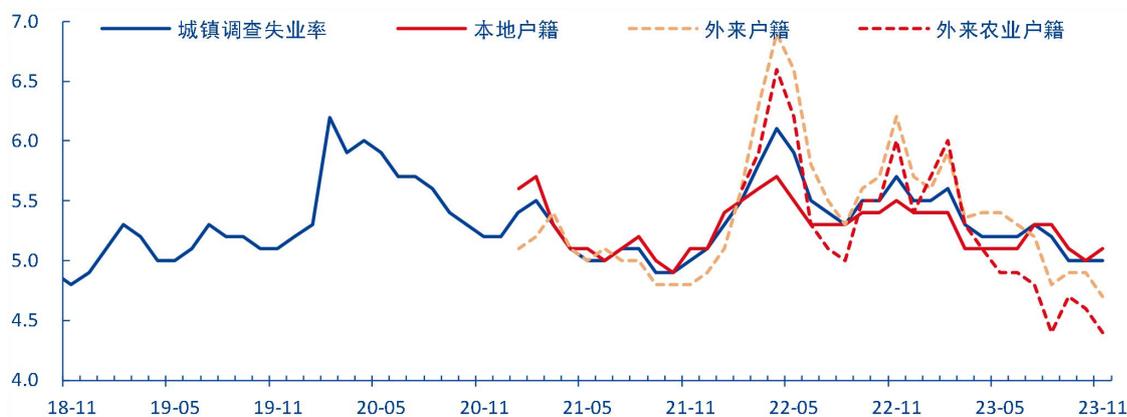
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-5 月为两年平均增速

11 月经济数据主要受基数作用影响较大，扣除基数影响后两年平均增速表现事实上较预期更弱。在房地产市场持续探底的阶段，需要货币配合财政积极扩张，方可达到稳定预期、提振经济的政策目的。中央经济工作会议已经较为明确地表达了对明年内需提振和投资拉动现代产业体系建设的政策导向，加之北京上海同日宣布调降首付款比例，预计将对房地产市场起到一定的预期稳定作用，我们期待在年底年初见到房地产市场“量缩价稳”的格局，对中等收入群体的财富效应起到支撑作用；在此基础上，通过积极扩张的财政政策实施更大力度的个税减税，从二次

分配的角度提升居民的收入预期，预计能够对明年的大宗商品消费和中高端服务消费起到积极提振作用。

美联储滞后于前期经济数据的突然转向具有较强的不稳定性，在 2024 年 1 月底美联储下次会议之前，我国再度迎来实施降准和结构性降息的黄金关键窗口期，预计春节前降准 50BP，并实施向 1Y LPR 倾斜的小幅降息。12 月 15 日，人民银行 MLF 超额续作幅度创今年新高，净投放达 8000 亿元，我们测算约对应 40BP 降准所能投放的流动性，跨年长期流动性需求基本得到满足，人民银行也由此得以较好地避免因实施降准而可能引发的人民币贬值风险。但考虑到，一方面，支持现代化产业体系以及先进制造业产业链建设需持续创造信用扩张的良好局面以有效支持其融资需求，而降准为效率最高、成本最低的长期流动性最优投放工具；另一方面，美联储日前在年内最后一次 FOMC 会议上基于滞后的经济就业和通胀数据表现意外表达出对通胀连续下行的较强信心，引发美元大跌，人民币对应转升，一个类似于今年 3 月初的较好的货币宽松操作窗口期突然开启，并且由于美联储当前的逻辑过度依赖劳动力供给持续增加的假设而呈现出较大的脆弱性，下次会议前如果美国经济数据持续超美联储预期走强、薪资通胀螺旋再度强化，美联储又可能很快转向，因此刚刚开启的这个窗口期可能稍纵即逝，我们认为在 2024 年 1 月底美联储召开明年首次 FOMC 会议之前这个窗口期可能就会趋于关闭。节前信用投放和流动性需求集中、外部压力又相对较小的窗口期之中进行降准、甚至包括结构性小幅降息的操作可能是最为理想的选择。我们预计将在 1 月底之前公告实行 50BP 的降准；同时，为维护商业银行净息差，可持续性地支持实体经济投资，预计将继续实施向 1Y LPR 倾斜的小幅降息操作。

图 7：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%）



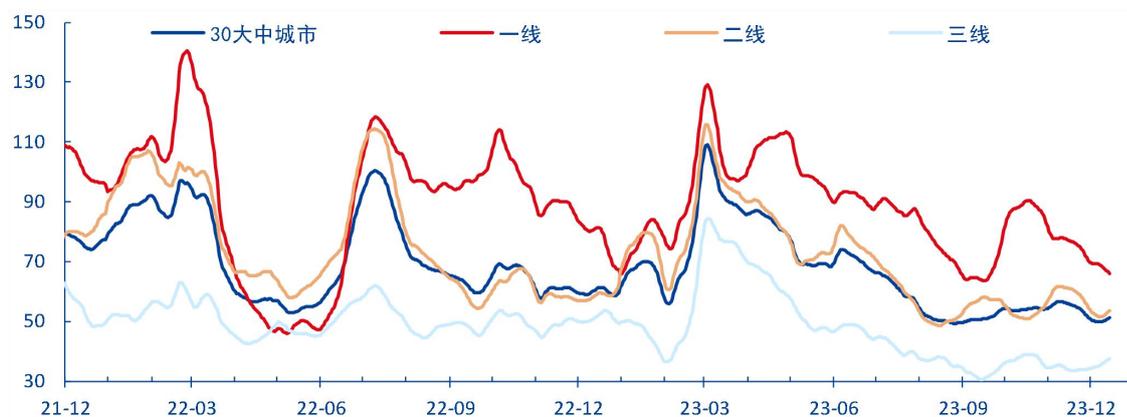
资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 北京上海调降二套首付比例，房地产市场能否加快迎来底部？

北京上海调降二套首付比例，或有助于一线城市放假预期加快企稳，从而打开财政扩张促进消费的政策可能性。12 月 14 日晚间，北京、上海相继宣布调降购房首付比例，并相应调整普通住房标准，其中，北京将首套房个人住房贷款首付款比例最低下线调整至 30%，二套住房最低首付款比例下调至城六区 50%、非城六区 40%；而上海将首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例下调为 30%，并同时将房贷利率下调至 LPR-10BP，城区二套住房最低首付款比例下调至 50%，相应房贷利率亦调降至 LPR+30BP，而在本轮政策放松之前，上海的非普通二套房

首付比例高达 70%。至此，本轮房地产结构性放松政策已经推广至全部四个一线城市，这也意味着在全国范围内的全面铺开。在中央经济工作会议刚刚结束，并提出要“扩大中等收入人群”的背景下，北京上海相继出台房地产释放放松政策，或许是政策层面释放出的当前房价已经基本接近合理区间的信号，从而希望通过政策进一步的边际放松，一定程度上加快房地产市场特别是价格和预期的企稳。若在今年底明年初能见到房地产市场“量缩价稳”的格局，稳定居民的财富效应预期，将有助于加大经济政策在明年实施更大力度的个税减税政策的决心，以通过增加中等收入人群的可支配收入分配比例，提振居民收入预期，促进和扩大大宗可选商品消费和中高端服务消费。更详细的分析可以参考我们之前的报告《制度“立”政策“进”，促消费优产业——中央经济工作会议深度解读》（2023.12.13）。

图 8：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）

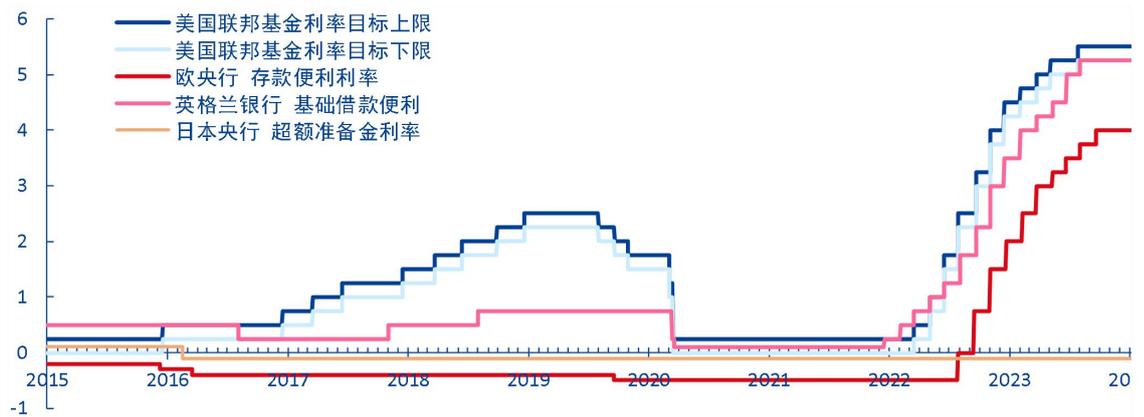


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 美国零售超预期走强，“美鸽欧鹰”的反差局面究竟如何理解？

欧央行维持利率不变并声称未开始讨论降息，展现出较为鹰派的货币政策立场，但事实上欧元区的经济已经极端脆弱，美欧经济和货币政策分化背景下，美元指数短期震荡后可能终将回归高位。当地时间 12 月 14 日，欧央行召开 12 月货币政策会议，决议维持政策利率区间不变，同时大幅下调 2024 年的通胀预期至 2.7%（9 月会议预测值为 3.2%）。尽管拉加德在声明中承认欧元区的经济仍将在未来一段时间内“维持低迷（remain subdued in the near term）”，并将欧元区三季度经济下滑的原因归咎于库存减少（mostly owing to a decline in inventories），但当记者问及在美联储已经开始讨论降息的当下欧元区是否也有降息考虑时，拉加德仍然坚称没有（we don't have that yet），展现出较为明确的鹰派立场。看似“美鸽欧鹰”的货币政策分化之下，美元指数当即大幅跳水，一度跌至 102 以下。

图 9：发达经济体主要央行政策利率体系（%）

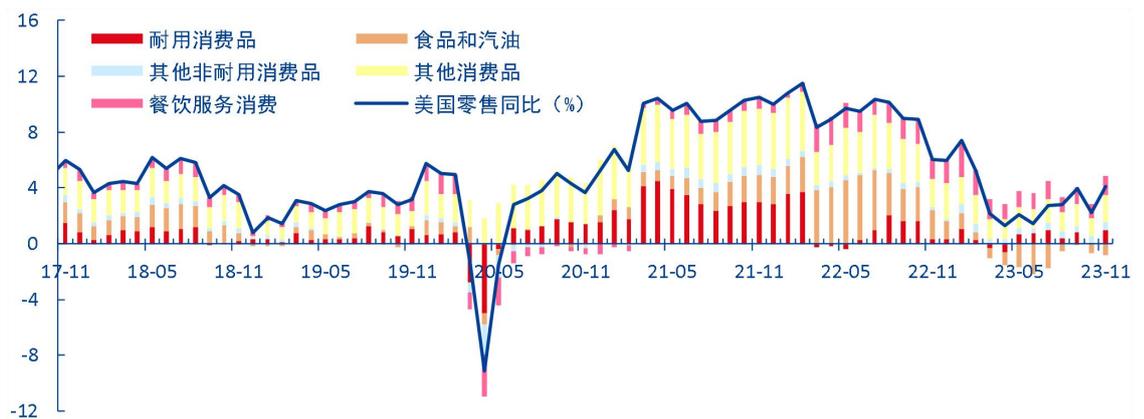


资料来源：CEIC，华金证券研究所

**耐用品消费强势反弹造成美国 11 月零售数据超市场预期走强，“美鸽欧鹰”究竟如何理解？**

昨日公布的美国 11 月零售数据表现大超市场预期，零售同比增速大幅反弹 1.9 个百分点至 4.1%，反弹至 4 月以来最高水平，其中，汽车零售同比大幅上行 3.0 个百分点至 6.1%，除汽车外的其他耐用消费品同比上行 1.6 个百分点至 3.6%，耐用消费品拉动美国 11 月零售同比涨幅达 1.0 个百分点。我们此前数度强调，美国居民过热的商品消费需求当前难以见到短期内的降温，维持了三个月之久的汽车工人罢工事件对前期的通胀和零售数据造成短暂冲击，但在得到未来三年内涨薪 25% 的妥善处理后，预计后续将再度助推薪资增速，并逐步传导至通胀。站在当下时点，我们仍然坚定认为美联储在 2024 年 9 月之前不会降息，加之欧元区经济已经展现出的鲜明脆弱性，美元指数会维持在相对高位震荡，详细的分析可以参考我们的报告《点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储 FOMC 会议（2023.12）点评》（2023.12.14）。

图 10：美国零售同比增速及贡献结构（%）

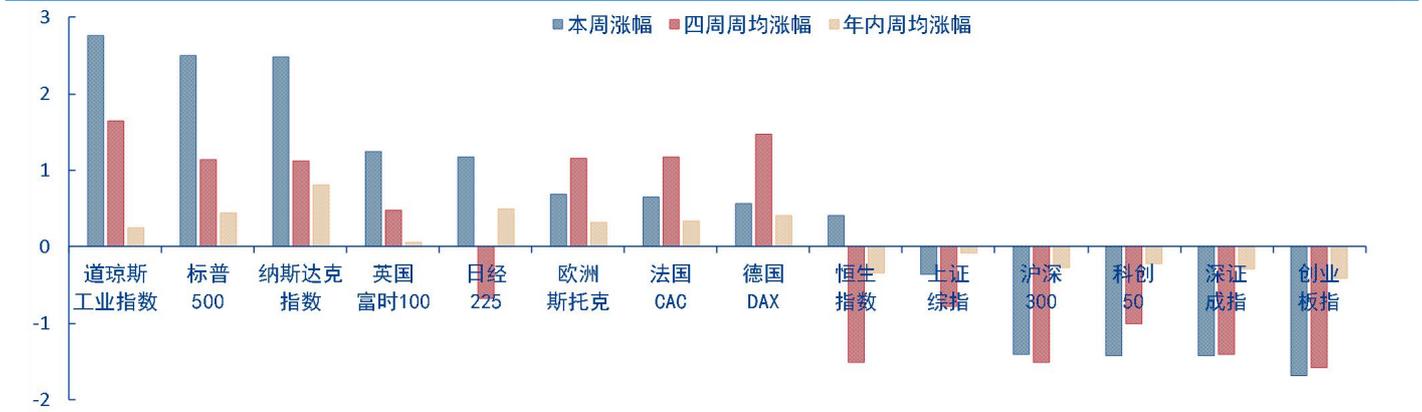


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020 年 3 月-2022 年 2 月为两年平均增速

**风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险；美联储超预期加息风险；房地产市场恢复速度不及预期风险。

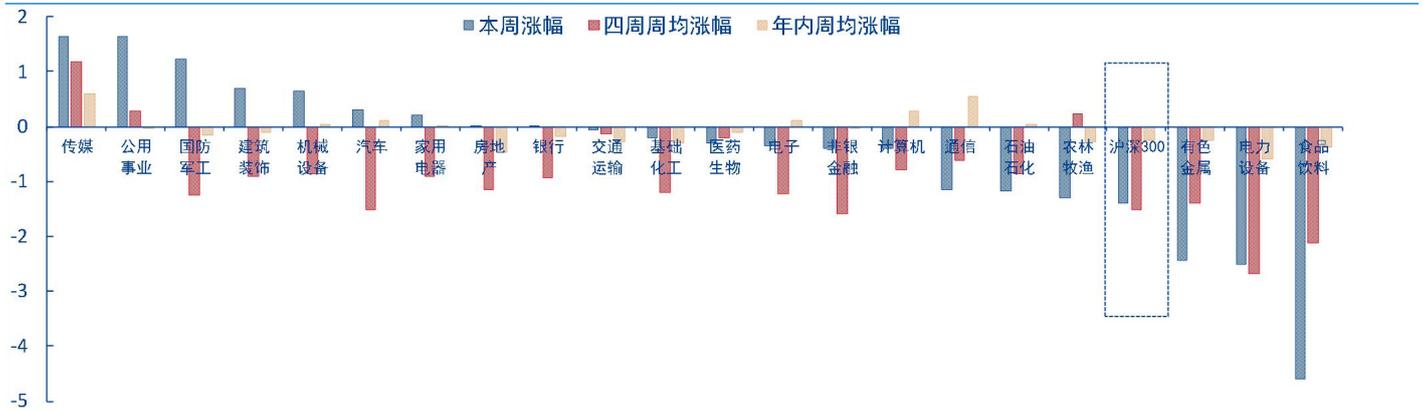
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 11: 全球股市: 本周美股领涨, A 股板块普遍下跌



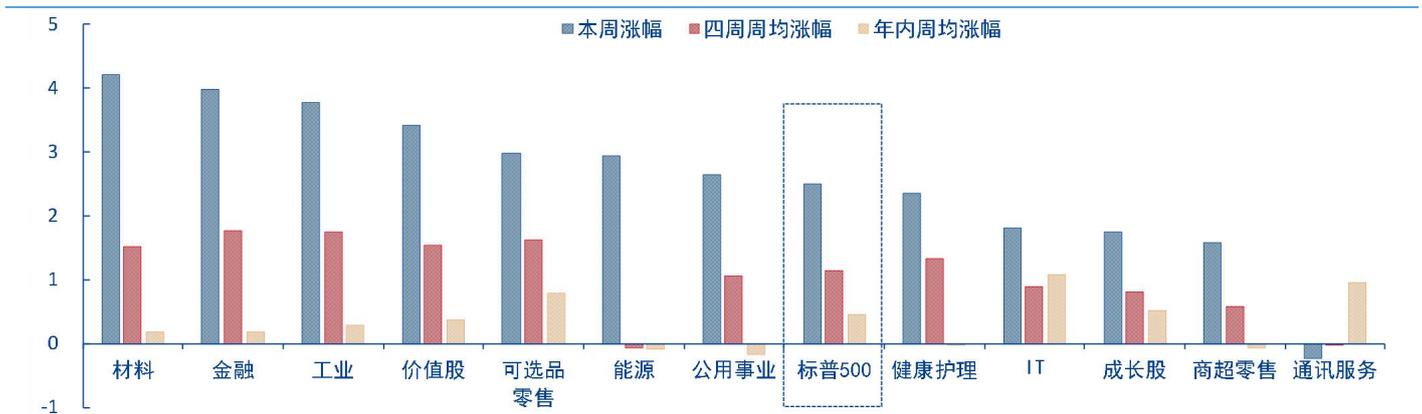
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 传媒继续领涨, 食品饮料跌幅最深



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周除通讯服务外, 美股其余板块普遍上涨



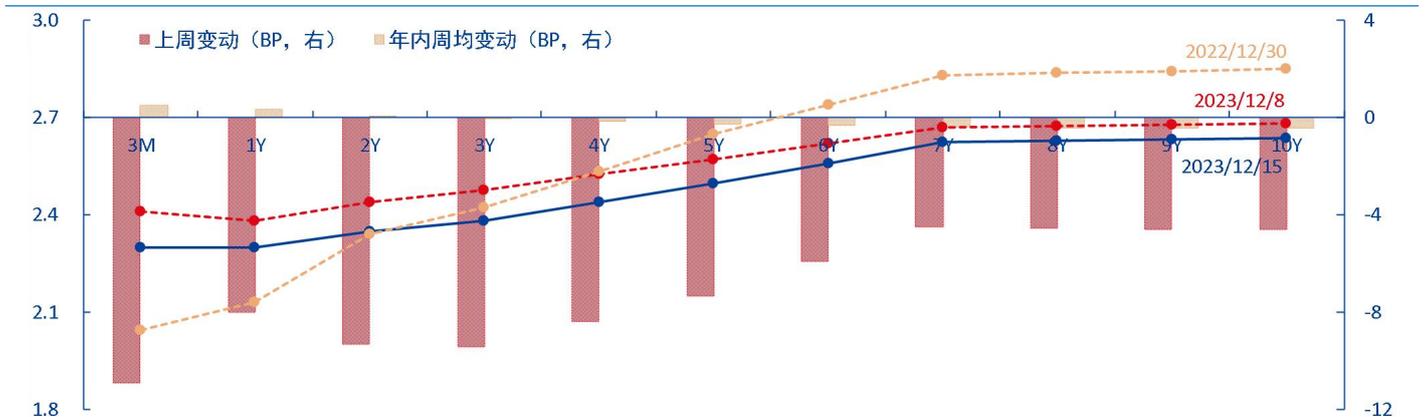
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行



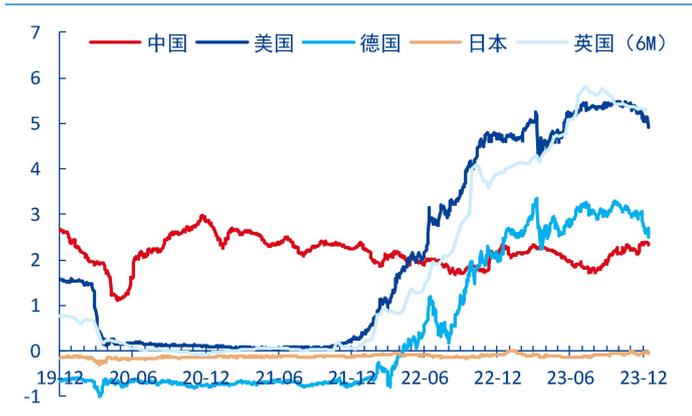
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 中国国债收益率变动幅度: 短端国债收益率下行较多



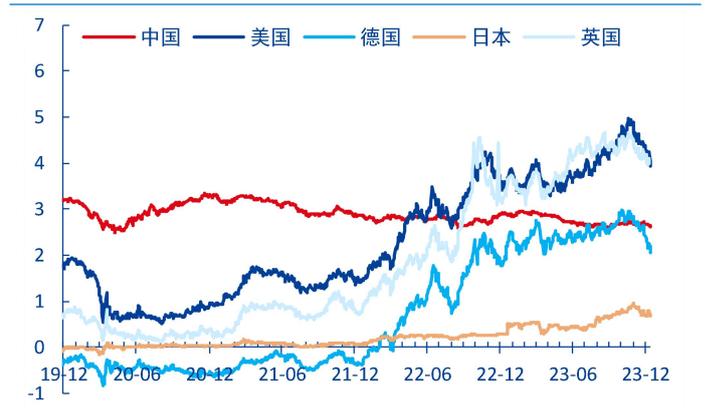
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 本周美债短端收益率大幅下行 (%)



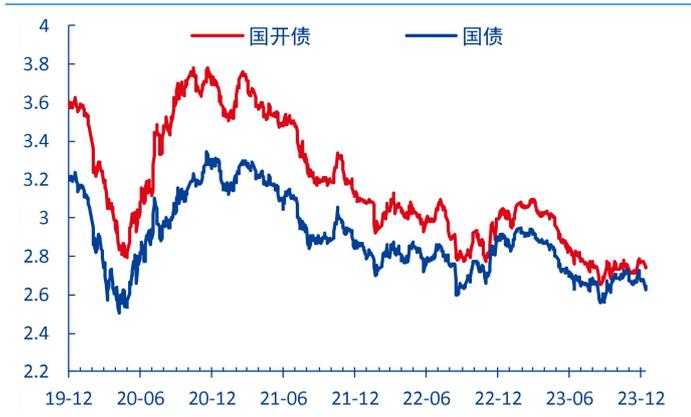
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 中美 10Y 利差有所收窄 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 10Y 国开债与国债利差小幅扩大 (%)



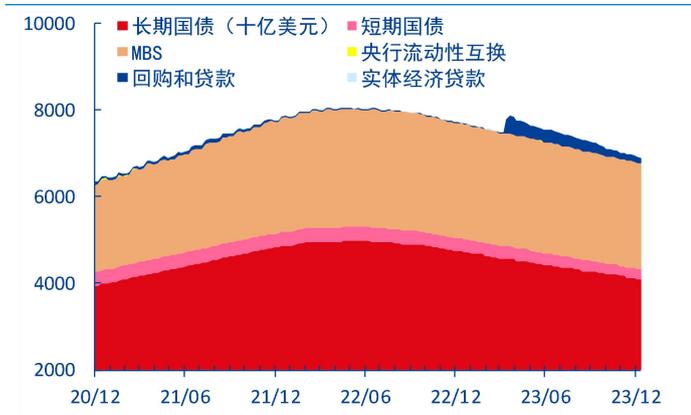
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 1Y 信用利差扩大、3Y 继续收窄 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 美联储本周缩表步伐有所放缓 (USD bn)



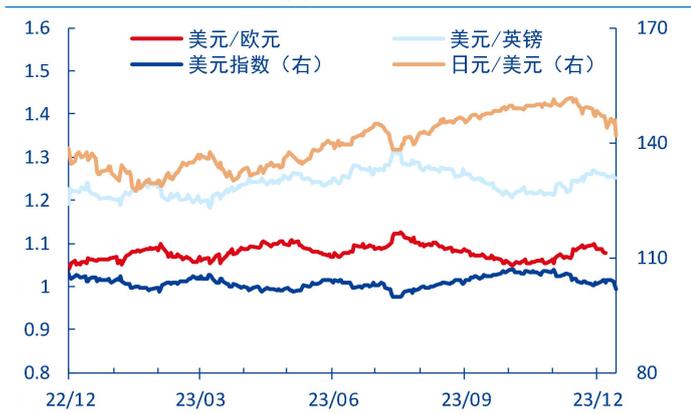
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 全球汇率: 美元指数大幅回落



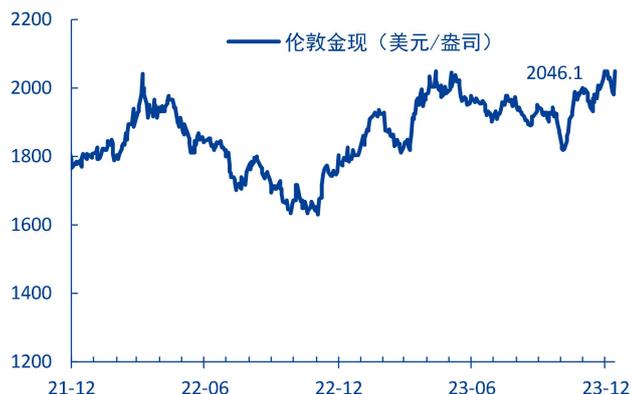
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: CNY 随美元指数下行而小幅升值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周金价高位震荡



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 本周油价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 12 月初焦煤价格继续小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 本周铜价小幅上行



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](http://www.huajinsec.cn)