

期待与价格目标相匹配的政策，但无需过度刺激

——宏观周报（20231211-20231217）

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **核心观点：**本周召开的中央经济工作会议指出，要保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。我国11月CPI同比-0.5%，与通常3%目标、发达国家大多2%的目标相距甚远，要实现价格目标需要更宽松的货币政策，我们认为未来通过降息提升通胀、降低实际利率的可能性较大。会议强调稳中求进，我们认为明年出台大规模经济刺激政策的可能性较低，目前政策工具也不需要大幅透支未来。美国2020年、2021年超大规模刺激，财政赤字率高达14.8%和12.3%，M2增速22.8%，“透支”了未来，导致政府杠杆大幅增加，货币总量供给过度。会议提出要扩大内需，从数据来看需求端动能仍不足，还需要更积极政策面支持。会议提出“先立后破”，京沪楼市本周迎来较大利好，调整普通住宅标准、降首付、降利率等有利于房市稳定。住建部副部长表示，对于违法违规导致资不抵债、失去经营能力的企业，要按照法治化、市场化原则出清。我们认为，有效化解房地产风险或仍是2024年地产工作的重要目标，房企融资支持政策或将继续发力，叠加需求端稳步修复，房地产市场风险有望逐步得到解决。
- **与价格水平相匹配，需要更宽松的货币政策。**中央经济工作会议提出，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。我国目前CPI同比为-0.5%，而我国自2015年起多数年份的CPI目标为3.0%，美国、欧洲、日本等主要发达经济体的通胀预期目标水平都在2.0%。要匹配3.0%或者2%的价格水平预期目标，意味着货币政策需要更加宽松。虽然会议提的是社融、货币供应量，但目前我国实际利率处于历史高位，因此我们认为未来通过降息提升通胀、降低实际利率的可能性较大。若以季节性推算，CPI中枢整体回升至1%以上，可能至少仍需等待至2024年下半年，在不考虑增量政策环境下，通胀回升影响实际利率回落的力度相对较小。虽然12月MLF继续平价续作，但我们预计2024年非常需要降低名义利率推动实际利率下行。
- **疫后美国式大规模刺激不适合中国。**美国疫后“财政货币化”，财政、货币双重发力，带来了经济繁荣，也带来了超高水平的通胀，还“透支”了未来发展。2020财年，美国联邦政府财政赤字高达3.13万亿美元，远高于2009年次贷危机后的1.4万亿美元，赤字率达到14.8%；2021年赤字2.78万亿美元，赤字率12.3%；2023年赤字率还在7%左右。货币方面，美国M2增速从2020年2月的6.8%大幅升至6月的22.8%。**大规模经济刺激计划引发“后遗症”**，导致美国经济走向过热，通胀大幅走高。2020年5月至2022年6月，美国CPI同比从0.1%飙升至9.1%。截至2023年11月，美国联邦政府债务规模相当于2022年GDP的131%，2023财年美国联邦政府净利息支出占全年财政支出比重超10%。
- **稳中求进排在首位，明年出台大规模经济刺激政策的可能性较低。**美国式强刺激不适合中国，如果按美国14.8%赤字率，我国赤字规模需要达到10多万亿元人民币；即使按美国2023年7%以上的赤字率来看，也会打破我国可持续发展的健康状态。中国经济正在从房地产和地方政府主导的增长方式转型，大规模的经济刺激无法解决积年累月的结构性问题，而且当前还有地方政府债务负担较重、房地产和地方政府债务风险尚未消除等约束因素。中央经济工作会议要求明年要“稳中求进、以进促稳、先立后破”，财政政策强调“增强财政可持续性”。我们认为明年出台大规模经济刺激政策的可能性较低，政策工具也不需要大幅透支未来。
- **需求端仍需政策支持。11月供给端恢复较好，需求端动能偏弱。**11月社零当月同比10.1%，在去年同期基数明显下沉的背景下较前值明显上升，但不及预期。固定资产投资累计同比

2.9%，符合预期且持平前值，主要支撑来自于制造业投资，地产和基建投资有所回落。生产端受低基数的影响也比较明显，11月规模以上工业增加值同比增长6.6%，高于市场预期，前值4.6%。**金融数据反应经济活力仍显不足。**11月M1同比增速继续下行至1.3%，M2M1剪刀差扩大至历史高位8.7%，反应出存款定期化现象，经济活力仍显不足。居民端贷款边际好转，但仍低于历年同期，企业中长期贷款走弱，反映出长期融资需求的不足。

- **京沪楼市迎来较大利好。**12月14日，北京、上海同步调整优化房地产政策，主要涉及普通住宅认定、降首付比例、降贷款利率等。北京上海市场预期好转也有助于进一步提升全国房地产市场预期，推动房地产企稳回升。12月13日，住建部副部长董建国在2023-2024中国经济年会上表示，对于违法违规导致资不抵债、失去经营能力的企业，要按照法治化、市场化原则出清。同时，支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题，促进其恢复正常经营，坚决防止债务违约风险集中爆发。
- **风险提示：地缘政治风险；政策落地不及预期的风险；海外金融事件风险。**

正文目录

1. 大规模刺激易透支未来，出台可能性较低.....	5
2. 与价格水平相匹配，需要更宽松的货币政策.....	6
3. 需求端仍需政策支持.....	6
4. 京沪楼市迎来较大利好.....	7
5. 利率、汇率与市场表现.....	7
6. 国内经济高频跟踪.....	9
7. 重要事件.....	11
8. 行业周观点汇总.....	14
9. 下周关注.....	18
10. 风险提示.....	18

图表目录

图 1 美国 M1、M2 同比增速，%	6
图 2 美国财政赤字规模，十亿美元	6
图 3 美国联邦政府债务规模和利息支出，十亿美元	6
图 4 美国财政赤字占 GDP 比重，%	6
图 5 申万一级行业周涨跌幅（2023/12/11-2023/12/15）	8
图 6 北向资金、融资余额与上证指数，亿元，点	8
图 7 北向资金当日净买入金额，亿元	8
图 8 十大城市周均地铁客运量，万人次	9
图 9 国内国际航班执飞，架次	9
图 10 BDI 指数，点	10
图 11 各地水泥价格，元/吨	10
图 12 南华工业品与农产品指数，点	10
图 13 主要农产品价格，元/kg	10
图 14 PTA 开工率，%	10
图 15 纯碱开工率，%	10
图 16 江浙织机开工率，%	11
图 17 半钢胎开工率，%	11
表 1 行业周观点	14

1.大规模刺激易透支未来， 出台可能性较低

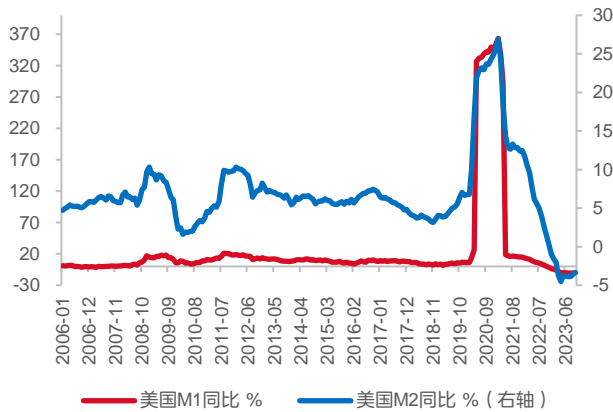
疫后美国式大规模刺激不适合中国。美国疫后“财政货币化”，财政、货币双重发力，带来了经济繁荣，也带来了超高水平的通胀，还“透支”了未来发展。财政方面，2020年开始，美国财政大规模扩张，拉动消费并刺激经济增长。2020财年，美国联邦政府财政预算收入3.42万亿美元，支出6.55万亿美元，财政赤字高达3.13万亿美元，财政赤字规模相较2013-2019年均值6590亿美元大幅上升，且远高于2009年次贷危机后的1.4万亿美元，赤字率达到14.8%；2021年赤字2.78万亿美元，赤字率12.3%；2023年赤字率还在7%左右。货币方面，2020年二季度开始，美国货币供应量大规模扩张，2020年5月至2021年4月，美国M1平均增速高达337.7%；M2增速从2020年2月的6.8%大幅升至6月的22.8%，直到2021年4月（18.5%）才有所回落，2020年4月至2021年5月，美国M2平均增速高达22.4%。

大规模经济刺激计划引发“后遗症”。美国财政大幅度扩张，导致消费需求旺盛，为高通胀埋下祸根。大规模的经济刺激导致美国经济走向过热，消费需求旺盛，房价上行，通胀大幅走高。2020年5月至2022年6月，美国CPI同比从0.1%飙升至9.1%。除通胀“爆表”外，美国联邦政府债务负担也不断加重。2020年，美国联邦政府杠杆率从2019年的100.8%升至126.2%，2022年降至115.6%，仍处于历史高位。截至2023年11月，美国联邦政府债务规模超33.7万亿美元，相当于2022年美国GDP的131%。债务规模高企叠加高利率环境，带来的是较重的利息负担。2023财年，美国联邦政府净利息支出占全年财政支出比重超10%。

稳中求进排在首位，明年出台大规模经济刺激政策的可能性较低。美国式强刺激不适合中国，如果按美国14.8%赤字率，我国赤字规模需要达到10多万亿元人民币；即使按美国2023年7%以上的赤字率来看，也会打破我国可持续发展的健康状态。中国经济正在从房地产和地方政府主导的增长方式转型，大规模的经济刺激无法解决积年累月的结构性问题，而且当前还有地方政府债务负担较重、房地产和地方政府债务风险尚未消除等约束因素。中央经济工作会议要求明年要“稳中求进、以进促稳、先立后破”，财政政策强调“增强财政可持续性”。我们认为明年出台大规模经济刺激政策的可能性较低，政策工具也不需要大幅透支未来。

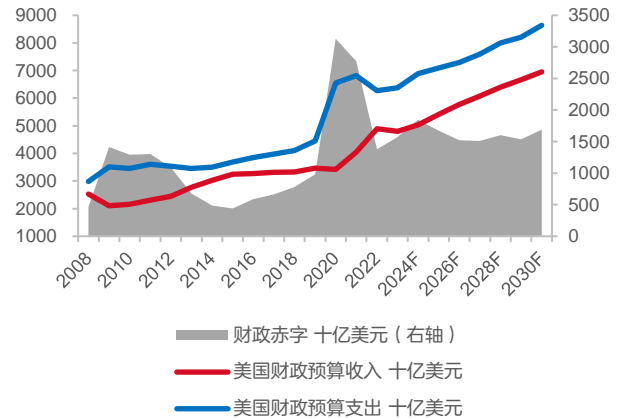
投资质效的重要性不亚于总量增长。长期来看，我国经济在由高速增长转向高质量发展的过程中，投资增速很难保持“高歌猛进”，但增速放缓并不意味着潜力已经被充分释放。结构上看，经济发展不平衡、不充分等问题仍有待解决，投资潜力依然巨大。中央经济工作会议明确提到“明年经济要在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取”，投资的质量和效益很大程度上影响着经济发展质量，中国经济未来不会再依赖大规模投资刺激来推动经济增长的老路，而是聚焦关键领域和薄弱环节，支持产业创新、新型城镇化等领域，推动经济社会高质量发展。

图1 美国 M1、M2 同比增速，%



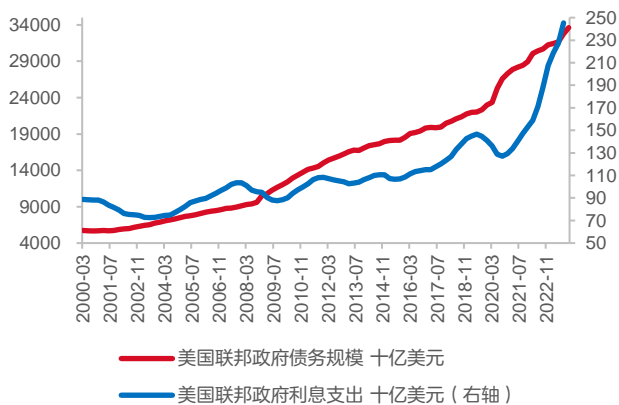
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 美国财政赤字规模，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 美国联邦政府债务规模和利息支出，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 美国财政赤字占GDP比重，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.与价格水平相匹配，需要更宽松的货币政策

与价格水平相匹配，需要更宽松的货币政策。中央经济工作会议提出，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。我国目前CPI同比为-0.5%，而我国自2015年起多数年份的CPI目标为3.0%，美国、欧洲、日本等主要发达经济体的通胀预期目标水平都在2.0%。要匹配3.0%或者2%的价格水平预期目标，意味着货币政策需要更加宽松。

虽然会议提的是社融、货币供应量，但目前我国实际利率处于历史高位，因此我们认为未来通过降息提升通胀、降低实际利率的可能性较大。若以季节性推算，CPI中枢整体回升至1%以上，可能至少仍需等待至2024年下半年，在不考虑增量政策环境下，通胀回升影响实际利率回落的力度相对较小。虽然12月MLF继续平价续作，但我们预计2024年非常需要降低名义利率推动实际利率下行。

3.需求端仍需政策支持

11月供给端恢复较好，需求端动能偏弱。11月经济数据显示，社零当月同比10.1%，在去年同期基数明显下沉的背景下较前值明显上升，但不及预期。固定资产投资累计同比

2.9%，符合预期且持平前值，主要支撑来自于制造业投资，地产和基建投资有所回落。生产端受低基数的影响也比较明显，11月规上工业增加值同比增长6.6%，高于市场预期，前值4.6%，公用事业及制造业重点产业增速较高。

金融数据反应经济活力仍显不足。11月M1同比增速继续下行至1.3%，M2M1剪刀差扩大至历史高位8.7%，反应出存款定期化现象，经济活力仍显不足。居民端贷款边际好转，但仍低于历年同期，企业中长期贷款走弱，反映出长期融资需求的不足。

总体上看，剔除低基数效应，当前经济恢复力度相对偏弱，消费需求有待继续扩大，经济工作会议提出，多出有利于稳预期稳增长政策。发改委表示增发国债第一批项目清单已下达，首批清单共涉及近2900个项目，短期关注落地效果。

4.京沪楼市迎来较大利好

12月14日，北京、上海同步调整优化房地产政策，主要涉及普通住宅认定、降首付比例、降贷款利率等。具体来看，北京普宅认定标准从单套建筑面积140平米以下调整为144平米以下，且价格标准进一步放宽。据北京住建委数据，政策调整后北京全市普宅占比将升至7成左右，有望明显降低购房者增值税等相关交易税费，从而降低购房成本。

首付比例方面，北京、上海均将首套房首付比例降至30%，首付比例不再与普宅标准挂钩。二套房首付比例则根据房屋所在区域进行调整，北京城六区最低首付比例降至50%，城六区以外降至40%；上海嘉定、青浦等6区最低首付比例降至40%，其他区域50%。

房贷利率方面，北京城六区首套、二套利率下限分别为LPR+10BP、LPR+60BP；非城六区首套、二套利率下限分别为LPR、LPR+55BP，与原来首套加55BP、二套加105BP相比，房贷利率均明显下调。上海房贷利率下限下调幅度则更大，首套房贷利率由LPR+35BP降至LPR-10BP，下调45BP；二套房贷利率由LPR+105BP降至嘉定等区域为LPR+20BP，其他区域降至LPR+30BP，最高下调了85BP。

本次北京、上海楼市政策优化力度较大，特别是对于二套购房者而言，购房门槛和购房成本将大幅降低，短期来看京沪楼市活跃度有望得到明显提振。北京上海市场预期好转也有助于进一步提升全国房地产市场预期，推动房地产企稳回升。

中央经济工作会议指出，要积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。12月13日，住建部副部长董建国在2023-2024中国经济年会上表示，对于违法违规导致资不抵债、失去经营能力的企业，要按照法治化、市场化原则出清。同时，支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题，促进其恢复正常经营，坚决防止债务违约风险集中爆发。我们认为，有效化解房地产风险或仍是2024年地产工作的重要目标，房企融资支持政策或将继续发力，叠加需求端稳步修复，房地产市场风险有望逐步得到解决。

5.利率、汇率与市场表现

利率上行，公开市场操作净投放，资金面小幅偏紧。12月15日当周，DR007平均利率为1.86%，较上周上涨5.04个BP。当周逆回购投放1.28万亿元，到期1.08万亿元，净投放1990亿元。

美元、美债收益率回落，人民币升值。本周前四天（截至12月14日），10年期美债收益率均值为4.10%，较上周均值下行9.25个BP。美元指数均值为103.1979，环比回落0.66%，离岸人民币汇率均值升值0.09%至7.1626。

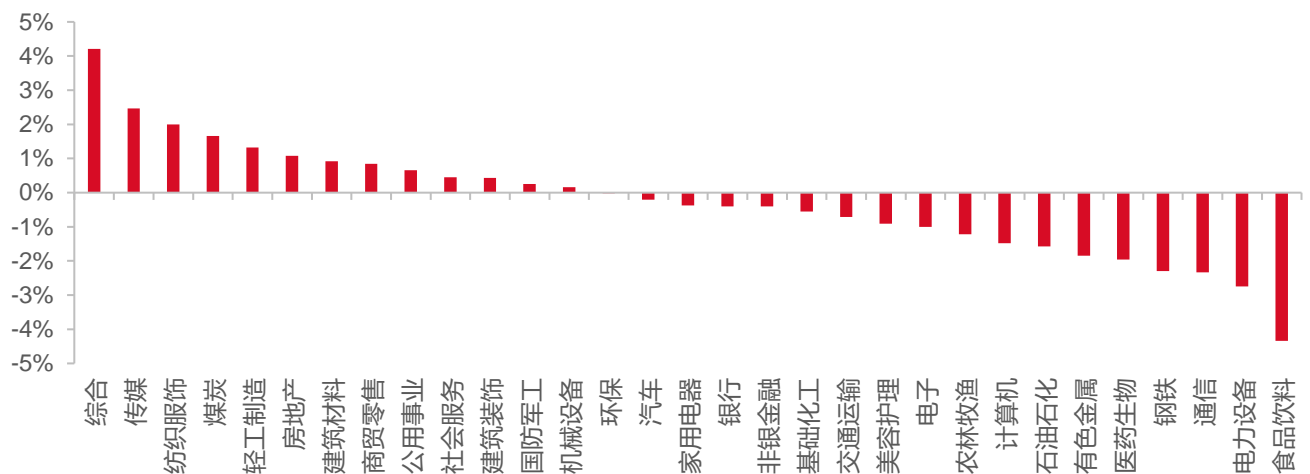
A股先涨后跌，周上涨行业数量增加。12月15日当周，上证指数下跌0.91%，申万31个一级行业中上涨的行业有13个，前一周为3个。其中综合（4.21%）、传媒（2.47%）、纺织服饰（2.00%）、煤炭（1.66%）、轻工制造（1.32%）涨幅居前；食品饮料（-4.34%）、电力设备（-2.74%）、通信（-2.33%）、钢铁（-2.29%）、医药生物（-1.96%）跌幅居前。

本周外资净流出、融资余额减少。12月15日当周，北向资金累计净卖出185.7亿元，融资余额累计净卖出57.1亿元（截至12月14日）。

回购数量大幅增加。据不完全统计，12月15日当周，沪深两市共有62家公司发布回购预案（已剔除股权激励注销），较上周多30家。

ETF份额继续增加。据Wind数据统计，12月15日当周，股票型ETF总份额为13282.04亿份，较前一周增加115.04亿份，为连续第五周增长。

图5 申万一级行业周涨跌幅（2023/12/11-2023/12/15）



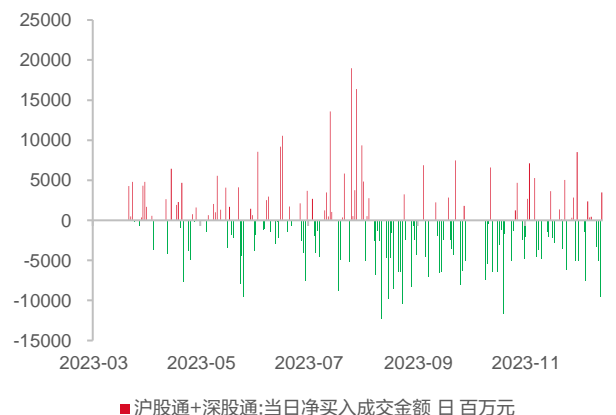
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 北向资金、融资余额与上证指数，亿元，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 北向资金当日净买入金额，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

6.国内经济高频跟踪

地产：一线城市房地产利好政策或继续提振市场情绪，三线同比拖累仍较高。

本周 30 城商品房成交面积环比上涨 13.6%，同比 2022 年-17.5%。从各能级城市来看，一线城市成交面积环比 9.0%，同比-32.7%；二线城市环比 17.7%，同比-4.0%；三线城市环比 8.0%，同比-29.1%。本周 30 城楼市成交环比上行，北京、上海相继调整优化购房政策，或将提振市场信心。

消费出行：国际航班环比继续上升；快递物流行业环比继续回落。

本周十大城市地铁客运量环比略降（-0.39%），绝对量仍高。国内航班执飞架次环比降 5.42%，国际航班执飞架次环比升 1.85%。电影票房收入、观影人次环比分别上升 18.76%、16.14%，同比较 2022 年均上涨均超 360%。全国主要快递企业分拨中心吞吐量指数周均环比升 2.62%，整车货运流量指数环比降 0.38%。

外需：临近年末影响，BDI 指数下降。

本周 BDI 指数环比降 17.52%，或受圣诞新年等假期临近影响。

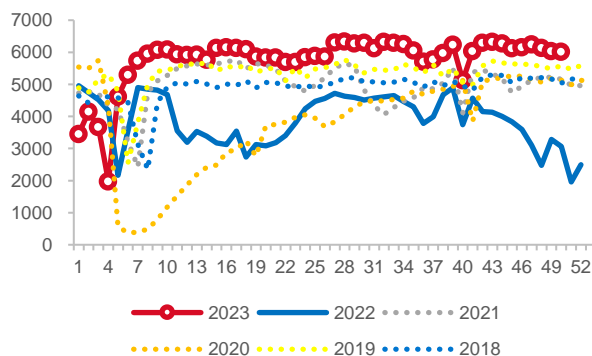
物价：南华工业品、农产品指数周均值环比上涨；螺纹钢价格环比上涨；华东水泥价格下降，华北水泥价格上涨；蔬菜、水果上涨，猪肉、鸡蛋价格下跌。

工业品方面，南华工业品指数环比涨 0.25%，螺纹钢期货结算价格环比涨 1.32%。华东水泥价格环比下降 1.5%，华北水泥价格环比上涨 0.2%，西北、西南水泥价格环比持平。农产品方面，南华农产品指数环比涨 0.71%；28 种重点蔬菜、7 种重点水果价格环比分别上涨 2.70%、1.53%，猪肉、鸡蛋价格环比分别下跌 0.61%、0.97%。

生产：上游开工率环比上涨，下游开工率多数环比下降。

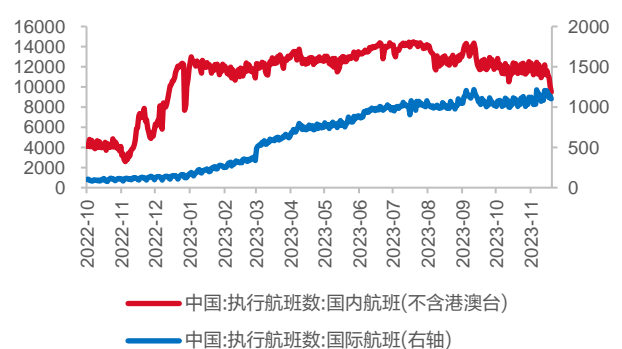
上游 PTA 开工率环比上升 5.98 个百分点；中游纯碱开工率环比下降 0.68 个百分点，浮法玻璃开工率环比降 0.05 个百分点；下游江浙织机开工率环比降 0.6%，半钢胎开工率环比下降 0.04 个百分点，全钢胎开工率环比下降 0.08 个百分点。

图8 十大城市周均地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 国内国际航班执飞，架次



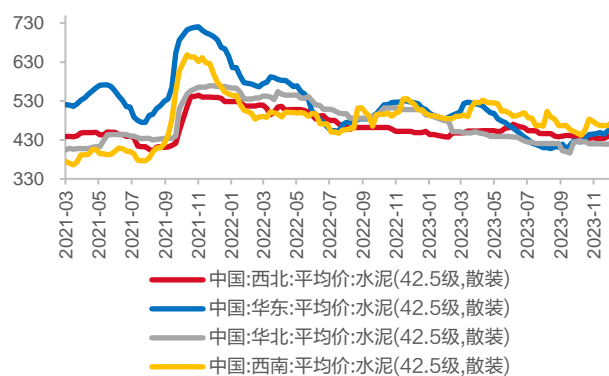
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 BDI 指数, 点



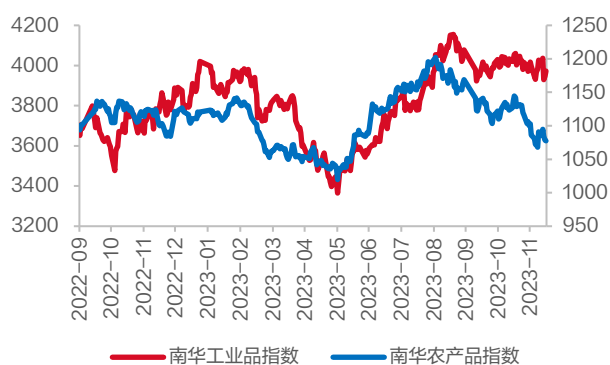
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 各地水泥价格, 元/吨



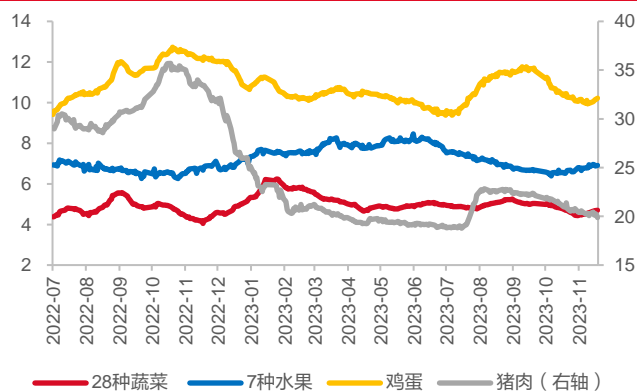
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 南华工业品与农产品指数, 点



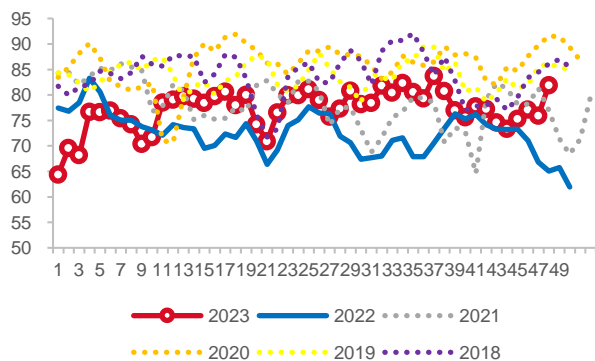
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 主要农产品价格, 元/kg



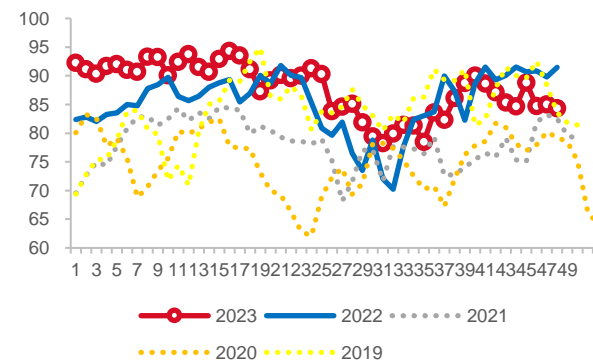
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 PTA 开工率, %



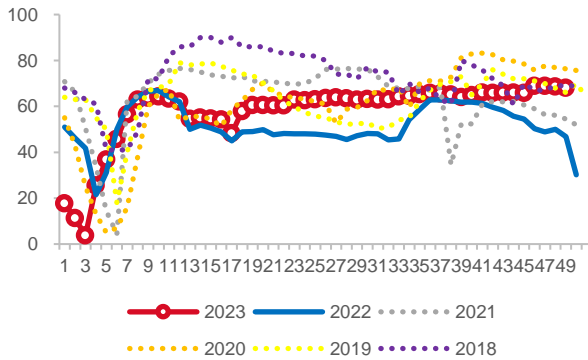
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 纯碱开工率, %



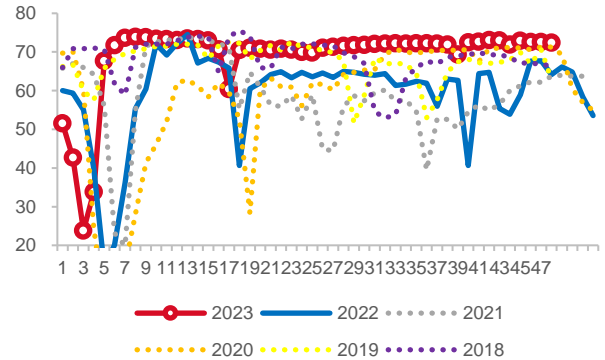
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 江浙织机开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 半钢胎开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

7.重要事件

1. 多出有利于稳预期稳增长政策，巩固和增强经济回升向好态势

中央经济工作会议于12月11日至12日在北京举行。经济工作会议在肯定有利因素的同时，指出了六大不利因素，强调要巩固和增强经济回升向好态势，新时代做好经济工作要聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务，政策应对或更加积极。会议要求，先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。“旧产业”向“新产业”转型和风险化解的过程中，估计会优先考虑经济社会的平稳、安全运行，风险化解的负面影响可能会得到有效控制。货币政策首次提出与价格目标相匹配，考虑到目前价格水平较低，货币政策空间可能会超预期，降准降息空间打开。财政政策适度加力，估计仍积极但空间可能相对有限，支出结构或将得到进一步优化。发展重点上会议首提新质生产力，战略性新兴产业和未来产业的支持力度可能进一步抬升。消费和投资双轮驱动内需扩张，良性循环，绿色低碳、新型能源体系、民生等也是发展重点。房地产、地方债务、中小金融机构仍是化解风险的三大领域。

(信息来源：央视新闻)

2. M2M1剪刀差进一步扩大，政府债继续高增

12月13日，央行发布11月金融数据。11月M2同比10.0%，前值10.3%，M1同比1.3%，前值1.9%。新增人民币贷款10900亿元，同比少增1368亿元。社会融资规模增量2.45万亿元，同比多增4556亿元。社融存量增速为9.4%，前值9.3%。

(信息来源：央行)

3. 国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》

国务院办公厅日前印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》。《措施》提出5方面18条工作措施。一是促进内外贸规则制度衔接融合。促进内外贸标准衔接、检验认证衔接、监管衔接，推进内外贸产品同线同标同质。二是促进内外贸市场渠道对接。支持外贸企业拓展国内市场，支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场促进国内国际市场接轨。三是优化内外贸一体化发展环境。加强知识产权保护，完善内外贸信用体系，推动企业信用信息共享应用。四是加快重点领域内外贸融合发展。深化内外贸一体化试点，鼓励加大内外贸一体化相关改革创新力度。培育内外贸一体化企业，支持供应链核心企业带动上下游企业协同开拓国内国际市场。五是加大财政金融支持力度。落实有关财政支持政策，积极支持内外贸一体化发展。加大金融支持力度，强化金融机构对内外贸企业的服务能力。

(信息来源：中国政府网)

4. 习近平：中越关系将进入新阶段

国家主席习近平当地时间 12 日中午抵达河内，开始对越南进行国事访问。习近平指出，中方坚定支持越南继续推进社会主义建设事业。相信在双方共同努力下，中越关系将进入政治互信更高、安全合作更实、互利合作更深、民意基础更牢、多边协调配合更紧、分歧管控解决更好的新阶段。中越双方宣布两党两国关系新定位，在深化中越全面战略合作伙伴关系基础上，携手构建具有战略意义的中越命运共同体。

（信息来源：新华社）

5. 财政部在香港发行 100 亿元人民币国债

12 月 12 日，中华人民共和国财政部在香港特别行政区，面向专业投资者招标发行 100 亿元人民币国债，投资者认购踊跃，认购倍数 3.51 倍。其中，2 年期（增发）30 亿元，发行价格 99.42 元，对应发行利率 2.60%；3 年期（增发）30 亿元，发行价格 99.23 元，对应发行利率 2.62%；5 年期（增发）40 亿元，发行价格 99.00 元，对应发行利率 2.75%。

（信息来源：财政部）

6. 韩文秀：主要预期目标有望圆满实现

12 月 13 日，在 2023-2024 中国经济年会上，中央财办副主任韩文秀介绍我国经济社会发展主要预期目标有望圆满实现，我国对全球经济增长的贡献大约是 30% 以上，出口占国际市场的份额维持在 14% 略高的水平，其中汽车出口将超过 500 万辆，创新的历史纪录。韩文秀表示，我国经济发展机遇大于挑战，我国宏观政策空间仍然较足，物价较低，中央政府债务水平不高，财政政策、货币政策还有更大的空间。同时提到要加大力度推进宏观调控，积极的财政政策要灵活适应、精准有效，要强化宏观政策一致性。

（信息来源：央视新闻）

7. 董建国：支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题

在 2023-2024 中国经济年会上，住房和城乡建设部副部长董建国表示，针对部分房企出现债务违约风险，金融管理部门已出台了一系列支持政策，但风险出清还需要一个过程，将继续配合金融管理部门，抓好各项政策的落实，一视同仁，满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题，促进其恢复正常经营。

（信息来源：央视新闻）

8. 中越发表联合声明

据新华社报道，中国和越南发表《关于进一步深化和提升全面战略合作伙伴关系、构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明》。双方同意，推动中越跨境标准轨铁路联通，研究推进越南老街-河内-海防标准轨铁路建设。办好经贸合作区，重点加强农业、基础设施、能源、数字经济、绿色发展等领域的投资合作。按照平衡、可持续方向采取切实举措扩大双边贸易规模。发挥好《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)、中国东盟自贸区作用，加强在中国国际进口博览会中国东盟博览会、中国进出口商品交易会等平台的合作，扩大两国优势产品向对方国家出口。

（信息来源：新华社）

9. 北京市进一步优化调整房地产政策

12 月 14 日，市住房城乡建设委、税务总局北京市税务局、人民银行北京市分行、金融监管总局北京监管局、北京住房公积金管理中心联合印发了《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》，优化普通住房认定标准，下调新发放个人住房贷款最低首

付款比例、延长最长贷款期限。在全国统一政策的基础上，将北京地区首套住房个人住房贷款（含商业性个人住房贷款、住房公积金个人住房贷款）最低首付款比例统一下调为 30%；二套住房个人住房贷款最低首付款比例下调为城六区 50%、非城六区 40%。同时，此次调整取消了房价过快上行阶段本市对房贷年限的从严管控，由目前最长 25 年恢复至 30 年。

（信息来源：北京市住房和城乡建设委员会）

10. 上海发布关于调整本市普通住房标准的通知

根据央视新闻报道，上海自 12 月 15 日起调整普通住房标准和优化差别化住房信贷政策。一是调整普通住房标准，规定可享受优惠政策的普通住房应同时满足：五层以上（含五层）的多高层住房，以及不足五层的老式公寓等；二是单套住房建筑面积在 144 平方米以下。

二是优化差别化住房信贷政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 10 个基点，最低首付款比例调整为不低于 30%。二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 30 个基点，最低首付款比例调整为不低于 50%。

同时，为支持推进“五个新城”和南北转型重点区域高质量发展，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策，二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点，最低首付款比例调整为不低于 40%。

（信息来源：央视新闻）

11. 证监会：全力维护资本市场平稳运行

12 月 14 日，证监会党委书记、主席易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，研究部署证监会系统贯彻落实工作。会议强调，一是全力维护资本市场平稳运行。要加强对市场风险的综合研判和监测预警，要激发上市公司等经营主体内生稳市动力，优化完善分红、回购、股东增持等制度机制。二是提升资本市场服务高质量发展的质效。要聚焦“五篇大文章”关键环节、重点领域和明年经济工作的重点任务，深化资本市场改革开放，健全资本市场功能。三是坚守监管主责主业，有效防范化解资本市场重点领域风险。全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，要加大对财务造假、欺诈发行等违法行为的打击力度，持续净化市场生态。四是深入推进证监会系统全面从严治党和干部队伍建设。加强全方位管理和经常性监督，坚决纠治形式主义、官僚主义。

（信息来源：证监会）

12. 美国通胀仍有黏性

11 月美国 CPI 同比上涨 3.1%，前值 3.2%，预期 3.1%；环比上涨 0.1%，前值 0%，预期 0%。核心 CPI 同比上涨 4%，前值 4%，预期 4%；环比上涨 0.3%，前值 0.2%，预期 0.3%。

（信息来源：美国劳工统计局）

13. 美联储宣布维持利率不变

北京时间 12 月 14 日凌晨 2 时，美联储宣布，将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，符合市场预期。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。点阵图暗示明年将降息 75BP（此前为 50BP）、2025 年再降息 4 次。鲍威尔称如果合适将进一步加

息；将保持紧缩政策，直到对实现 2%通胀目标有信心。利率决议公布后，美股、美债、黄金拉升，美元跳水。

（信息来源：美联储）

14. 欧央行维持三大利率不变

当地时间 12 月 14 日，欧洲央行公布最新政策决议，维持三大主要利率不变，符合市场预期。此前欧洲央行已连续 10 次加息，累计加息 450 个基点。欧央行表示，尽管通胀在近几个月有所下降，但短期内可能会再次小幅反弹，当前的利率正处于限制性水平，将进一步抑制需求，从而有助于降低通胀。预计 2023 年通胀率为 5.4%，此前预期为 5.6%。关于未来的利率路径，欧央行表示仍将取决于未来的数据，需要更多数据来评估欧元区通胀是否顽固。欧央行行长拉加德在随后的讲话中表示，绝对不应当放松警惕，欧洲央行根本没有讨论降息问题。欧洲央行坚定不移地及时让通胀回落至 2%。同时，欧央行表示将在 2024 年底停止 PEPP 再投资，2024 年上半年继续进行 PEPP 再投资，在下半年，计划以每月平均减少 75 亿欧元的速度来退出 PEPP 再投资计划。

（信息来源：欧洲央行）

8.行业周观点汇总

表1 行业周观点

行业	周观点及标的（2023/12/11-2023/12/17）	联系人	电话
	<p>美债利率延续回落 汇率重回 7.10 关口</p> <p>美联储 2024 年降息预期升温。本周美联储 FOMC 议息会议召开，政策利率仍维持按兵不动。相较于 2023 年 9 月议息会议，12 月议息会议对于 2024 年实际 GDP 同比展望由 1.5%下修至 1.4%；2024 年 PCE 同比预期由此前的 2.5%下修至 2.4%。鲍威尔释放鸽派信号，降息预期再度提前。尽管 11 月美国失业率再度回落，但 11 月美国 CPI 同比 3.1%，回落节奏符合预期。</p>		
FICC	<p>美债利率回落明显，汇率离岸价回到 7.10 关口。本周海外鸽派预期占据主导，截止 12 月 14 日，10 年期和 2 年期美债收益率分别下行至 3.92%和 4.37%。中美 10Y 国债利差回落至 130bp 以下，离岸人民币汇率 USDCNH 运行至 7.10。短期市场对于利多已基本计价，但中期中美利差仍有望收敛，春节前有望触及 7.0 关口。</p> <p>风险提示：美国通胀回落速度不及预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期。</p>	李沛 S0630520070001	18201989766
技术分析	<p>指数上周收“倒锤子”K 线带长上影线，上周指数先涨后跌，周跌幅 0.91%。指数目前逼近近期低点 2930 点，与前期低点 2923 点也是一步之遥。指数周 KDJ、MACD 死叉共振成立，周指标进一步走弱，尚无向好迹象，则本周指数或进一步下探，而近期低点的支撑已是岌岌可危。若指数跌破近期低点及前期低点支撑位，再下方的支撑位是 2863 点的缺口支撑。在支撑位附近，多空争夺或较为激烈。</p>	王洋 S0630513040002	13616223020

1. 白电龙头坚守高端市场，业绩稳健，估值相对较低，关注**海尔智家**。卡萨帝在国内空冰洗高端市场的份额突出，此外，陆续进入欧洲、泰国、巴基斯坦等地。同时，海尔主品牌等也在做品类优化。受益于产品结构提升，叠加多地供应链联动、数字化变革等因素，近年公司毛利率稳中有升。

2. 扫地机国内大促向好，深化海外运营，关注**石头科技**。据奥维云网，2023年双十一促销期，扫地机器人线上监测销额同比增长17.5%，其中前五大品牌占比为93.8%。“全能基站”（自清洁+自集尘）产品全面普及。石头科技基于强大的研发能力，实现对产品性价比的把控，新品市占表现突出，且毛利率较为稳健。海外方面，由于产品迭代、自身运营能力的提升，销售有望持续向好。

3. 抖音通过多样营销玩法，为商家提供全域流量支持与专属补贴。优先布局、经验丰富的品牌率先受益，关注**飞科电器、倍轻松**。

4. 制冷零部件拓展新业务，关注**三花智控、盾安环境**。三花智控着眼长期，在汽车热管理领域持续发展集成化组件，推动单车价值量上行；积极布局机器人（机电执行器）等新产业。

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；市场需求波动风险。

通过复盘本次（2020~2023）油价波动，我们认为在2020年至2023年上半年间，全球石油市场展现了明显的供需弹性差异，需求弹性在大多数时期超过供给弹性。这一趋势突显出原油价格波动主要受需求弹性的影响，市场对需求变化的敏感性高于供给的调整。OPEC、IEA、EIA、OIES四大机构最新预计2023年石油需求增长在184~249万桶/天，供给增长在160~216万桶/天，供给盈余在-20~182万桶/天，供需紧张的局面有所舒缓；2024年石油需求增长则为93~225万桶/天，供给增长在57~160万桶/天，供给盈余在-16~95万桶/天，对明年供需前景的预期同样更加乐观。这也与当前原油价格变动相映照。IEA预计今年我国石油需求将增加180万桶/天，占全球240万桶/天的75%。目前航运费用呈现季节性上涨，其他航线与巴拿马运河航线运费价差尚未出现收窄，随着全球LNG运输费用上行，我国国产天然气及进口管道天然气优势进一步凸显。建议关注国内油气行业龙头：**中国石油、中国海油、中国石化**；全球油服资本开支稳定增长，海上油气增产以弥补美国页岩资本开支的减少，建议关注国内油服龙头：**海油工程、中海油服**等；轻烃一体化及煤制烯烃一体化成本优势凸显，建议关注**卫星化学、宝丰能源**。

风险提示：地缘政治不稳定；政策变化带来的风险；项目建设进度不及预期。

三代制冷剂配额生产即将执行，制冷剂行业景气度有望提升

氟化工：上周R134a价格上行，其他制冷剂产品价格保持稳定，配额临近，行业景气度有望进一步提升。建议关注：**巨化股份、三美股份、金石资源**。

化纤：涤纶长丝产销整体放量，库存有望去化。建议关注龙头**桐昆股份、新凤鸣**等。

国产替代技术突破：高分子材料助剂、特种工程塑料和芳纶等高端产品国产替代进程加速，细分龙头更具有成本和先发优势，建议关注**泰和新材、凯盛新材、呈和科技、沃特股份和阿科力**等。

风险提示：产品价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险；政策变化的风险。

1. 券商：证监会发布《现金分红指引》，鼓励现金分红，简化中期分红程序，对不分红公司加强制度约束督促分红，有望进一步提高股东回报，提升市场参与热情，尤其对于吸引长期资金入市有显著促进。现阶段券商板块估值处历史低位，有并购重组预期的大型龙头券商有较大配置机遇，建议关注**中国银河、中信证券**。

2. 保险：开门红节奏调整导致11月寿险保费增速有所改善，预计23年收官整

王敏君

S0630522040002 18810137073

张季恺

S0630521110001 15620941880

吴骏燕

S0630517120001 13775119021

张晶磊

陶圣禹

S0630523100002 17721072511

体超预期，同时在“报行合一”调整下的下一阶段准备已完成，明年开门红筹备已基本就位，部分录入进度可观。投资端来看，中央经济工作会议强调稳中求进、以进促稳，对权益市场改善激活β属性预期乐观，建议把握在较低估值水平下的弹性配置机遇，推荐关注有改革预期的头部险企**中国人寿、中国太保**。

风险提示：宏观经济下行超预期；权益市场大幅波动；投资者风险偏好与储蓄意愿降低；政策落地力度不及预期。

食品饮料	<p>1. 白酒：白酒消费进入相对淡季，板块基本稳定，库存正在逐步去化。五粮液和泸州老窖增持提振市场信心。我们认为随着宏观经济的持续复苏，白酒消费有望企稳回升。当前板块估值较低，PE 估值处于近 5 年低位，建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等。</p> <p>2. 大众品：关注成本压力改善，产品创新突出，渠道拓展力强的标的，建议关注盐津铺子、安井食品、干味央厨、新乳业等。</p> <p>风险提示：政策影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响；食品安全的影响。</p>	姚星辰 S0630523010001	13661571036
商社+美护	<p>1. 化妆品：行业渠道红利下行，整体需求表现放缓的背景下，国货品牌表现有所分化，优质国货表现亮眼。展望未来，日本核废水事件、消费者消费理念转变、国潮风为国货化妆品提供机遇与空间，消费者对国货产品认知和需求不断加大，国货排名逐步提升，国产渗透率有望逐步提高，建议关注优质国货龙头企业珀莱雅。</p> <p>2. 医美：供需双发展、渗透率提升、合规化趋严、国产替代率提升的仍为医美赛道的主旋律，推荐关注合规产品线丰富的龙头企业爱美客以及积极布局医美赛道的江苏吴中。</p> <p>3. 酒店：头部酒店受益于连锁化率的提升以及单体酒店转型，基本面有望持续改善。当前板块估值处于相对底部，建议关注基本面优化带来的估值提升的锦江酒店、首旅酒店等。</p> <p>风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；行业景气度下行。</p>	任晓帆 S0630522070001	18896572461
农林牧渔	<p>1. 生猪养殖。本周生猪价格继续低位震荡，冻品库存高位，屠宰需求小幅回升，但整体需求拉动偏弱，预计明年 Q1 前产能将继续去化。钢联数据 11 月能繁母猪环比去化 1.92%，环比去化加速。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注牧原股份、温氏股份、华统股份、神农集团。</p> <p>2. 种业：转基因品种审定落地，转基因商业化推广在即，龙头种企市场率有望进一步提升，建议关注大北农、隆平高科。</p> <p>风险提示：需求不及预期；疫病风险；政策风险。</p>	姚星辰 S0630523010001	13661571036
医药	<p>本周医药生物板块整体表现低迷，跑输大盘指数，各细分子版块均下跌。2023 年医保谈判结果公布，创新药谈判优于整体水平。续约药品中，70%的药品以原价续约，31 个降价品种的平均降幅也仅为 6.7%，温和的续约规则落实支持政策。2023 医保谈判结果符合预期，支持政策利于相关创新药企业的产品定价以及业绩提升。建议关注荣昌生物、博雅生物、科伦药业、微电生理-U等。</p>	杜永宏 S0630522040001	13761458877
汽车	<p>爆款车型+自主电动化驱动新能源汽车市场超预期增长。关注：</p> <p>1. 特斯拉产业链：新车、智能驾驶带来双重催化，Cybertruck 交付开启供应商增量兑现周期，FSD 入华或对 Model 3/Y 带来边际提升，关注布局海外的核心供应商拓普集团、爱柯迪、旭升集团、新泉股份等。</p> <p>2. 智能驾驶：看好华为合作泛化、新势力子品牌量产推动下，智驾向 20 万以下大众市场下沉趋势，关注华为合作车企供应链；核心增量零部件域控制器、线控底盘等，如伯特利、科博达、保隆科技等。</p> <p>风险提示：汽车销量不及预期的风险；行业政策变化的风险。</p>	黄涵虚 S0630522060001	18301888016

机械	<p>1. 机器人链：工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，明确人形机器人应用场景及发展潜力。企业端研发动态陆续更新：傅利叶 GR-1 智能机器人已开始逐步交付；首款基于开源鸿蒙的人形机器人发布；特斯拉 Optimus 发布新动态，传感器方面进展引发关注。关注核心零部件供应链，如绿的谐波（谐波减速器）、鸣志电器（空心杯电机、电机+丝杠模组）、步科股份（无框力矩电机）、柯力传感、奥比中光等。工业机器人核心零部件逐渐实现国产替代，国产龙头深挖长尾市场，加速推出行业整体解决方案，叠加销售渠道、性价比、售后服务等优势，有望持续提升市占率。关注实现全产业链覆盖的工业机器人龙头埃斯顿。</p> <p>2. 专用设备：关注快克智能。公司在精密焊接装联设备行业优势突出，结合客户需求开发新技术，应对消费电子需求短期波动；同时，公司面向新能源汽车电子的成套装备业务有望稳步成长，并积极研发推广半导体封装设备，构建新成长曲线。</p> <p>3. 工程机械：国产龙头持续深入全球化布局，产品力增强，叠加一带一路倡议催化沿线需求，海外收入有望进一步提升，平滑整体周期波动。成本方面，钢材价格、海运费逐渐趋于平稳。关注主机厂中联重科、徐工机械等，零部件龙头恒立液压。</p> <p>风险提示：宏观景气度回暖弱于预期；核心技术突破进度不及预期；原材料价格波动风险。</p>	<p>王敏君 S0630522040002 商俭 梁帅奇 13817183771</p>
银行	<p>现阶段监管层对金融工作会议精神贯彻落实较为密集，重点领域风险化解加快推进，板块让利预期抬升。叠加 11 月 PMI 继续小幅收窄，板块投资情绪受到影响。当前宏观层面政策积极，板块估值位于历史低位，价值凸显。建议关注资产质量优异、成长性较好的江浙地区银行：宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行。</p>	<p>王鸿行 S0630522050001 18217671854</p>
TMT	<p>存储芯片继续涨价，确定性较强，芯片产业供需逐步改善，周期底部回暖。手机销量持续好转，终端需求大概率或将好转。建议积极关注手机催化下投资机会。建议关注：</p> <p>1. 周期筑底的手机射频芯片卓胜微、唯捷创芯，CIS 芯片的韦尔股份、格科微，模拟芯片的圣邦股份、艾为电子，存储芯片的东芯股份、兆易创新。</p> <p>2. 关注长期受益国产化、电动化、智能化的底部优质汽车芯片，推荐 MCU 的国芯科技、功率器件的宏微科技、斯达半导。</p> <p>3. 关注国产化加速趋势材料、设备，如北方华创、中微公司、拓荆科技、中船特气、安集科技。</p> <p>风险提示：企业订单不及预期风险；行业周期继续下行风险；海外管制升级风险。</p>	<p>方霁 S0630523060001 17521066505</p>
电新	<p>1. 风电：1) 防城港海风示范项目 A 场址标段二 EPC 招标：中电建发布 2024 年框架入围集中采购，包含 3GW 海风；1.6GW 北海 N5 场址海风项目、国信大丰 85 万千瓦海风项目公示前期工作中中标候选人；阳江三山岛三 500MW 海风项目前期工作招标。国内海风项目建设持续推进，储备项目增加，支撑国内海风高景气发展。2) 继山东半岛南 U1 场址一期 11 月全容量并网后，本周惠州港口 100 万千瓦海上风电全容量并网，对全年海风并网规模形成有力支撑，有效增强市场对海风发展的信心。3) 国内海风持续受到政策端、建设端催化，国内海风发展状态持续回暖。2023 年 8~11 月，海风核准规模分别为 2.81GW、1GW、1GW、1.25GW，对 2024~2025 年新增装机规模形成支撑，核心零部件作为项目初期主要需求点，有望率先受益，静待海风放量。建议关注：大金重工、东方电缆。</p> <p>2. 储能：国内峰谷价差扩大趋势明显，大部分地区投资工商储已具备经济性。政</p>	<p>周啸宇 S0630519030001 13651725192</p>

策端利好因素亦不断催化工商储市场放量，分布式光伏强制配储趋势性渐强。国内工商储市场迎 0-1 突破，看好技术布局领先、获客渠道广泛的工商业储能产品供应商，建议关注：**盛弘股份**等。

3. 锂电：11 月国内新能源汽车销量达 102.6 万辆，环比+7.3%，渗透率达到 39.4%，再创历史新高，中汽协预计 2024 年全年新能源汽车销量达 1150 万辆，同比+20%。行业整体需求稳定，建议关注锂电龙头企业：**宁德时代、亿纬锂能**。

资料来源：东海证券研究所

9.下周关注

- 1) 中国 LPR 报价；
- 2) 美国第三季度 GDP 终值；
- 3) 美国 11 月核心 PCE 同比；
- 4) 欧元区 11 月通胀数据。

10.风险提示

- 1) 地缘政治风险，巴以冲突扩大影响，导致原油价格大幅上涨的风险。
- 2) 政策落地不及预期的风险，导致国内经济复苏偏慢。
- 3) 海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089