

周度经济观察

——经济修复存在波折

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023 年 12 月 19 日

内容提要

11 月通胀、金融、经济数据显示国内总需求出现进一步收缩，这一收缩在投资、消费层面均有体现，表明经济自身运行的方向趋于下行。

这意味着经济活动的企稳需要来自于政策的干预，而当前房地产行业流动性问题尤其需要政策的纾困。在房地产行业流动性压力得到彻底缓解之前，经济和权益市场或许均处于寻底的过程中。

近期美联储超预期的鸽派表态推动市场持续宽松交易。考虑到美国居民部门资产负债表健康，美联储应对风险能力较强，经济转入衰退的可能性较低。在经济降温，货币政策趋于宽松的背景下，美国股票市场的上涨有望延续。

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、经济在波折中修复

11 月工业增加值当月同比 6.6%，较上月上升 2 个百分点；两年复合同比为 4.4%，较上月回落 0.4 个百分点。由于去年 11 月疫情影响，去年同期基数较低，两年复合同比增速的回落表明工业活动出现减速。

三大门类多数两年复合同比涨跌互现。制造业 11 月两年复合同比为 4.3%，较 10 月回落 0.8 个百分点；采矿业为 4.9%，较 10 月上升 1.5 个百分点；公共事业为 4%，较 10 月上升 1.3 个百分点。

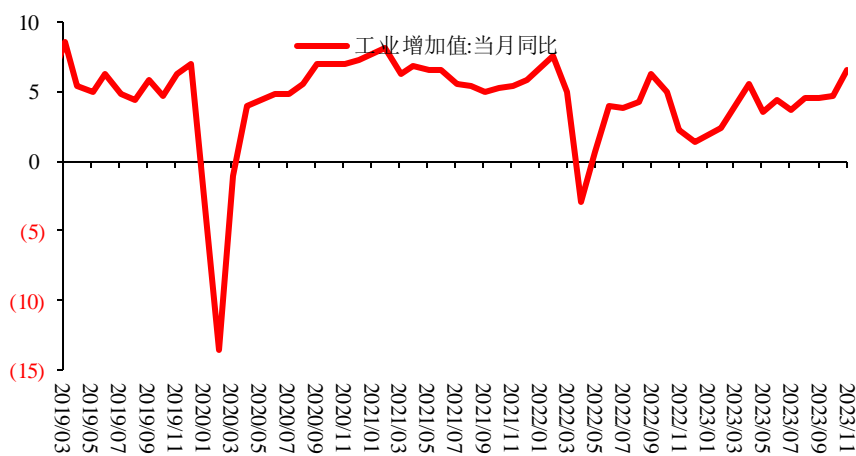
从已公布的行业数据计算两年复合同比，采矿业、有色以及能源行业较 10 月出现改善，其余行业边际走弱，显示工业活动的减速具有普遍性。

11 月服务业生产指数当月同比 9.3%，较 10 月提升 1.6 个百分点，两年复合同比回落 0.3 个百分点，服务业同样出现减速。

价格层面，12 月 PPI 环比为 -0.3%，较上月回落 0.3 个百分点，南华工业品指数中枢震荡。核心 CPI 表现低于季节性，各分项均出现走弱。

从量价数据来看，11 月总需求进一步收缩，这一收缩在投资、消费层面均有体现，表明经济自身运行的方向趋于下行。这意味着经济活动的企稳需要来自于政策的干预，而当前房地产行业流动性问题尤其需要政策的纾困。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用 2 年复合同比

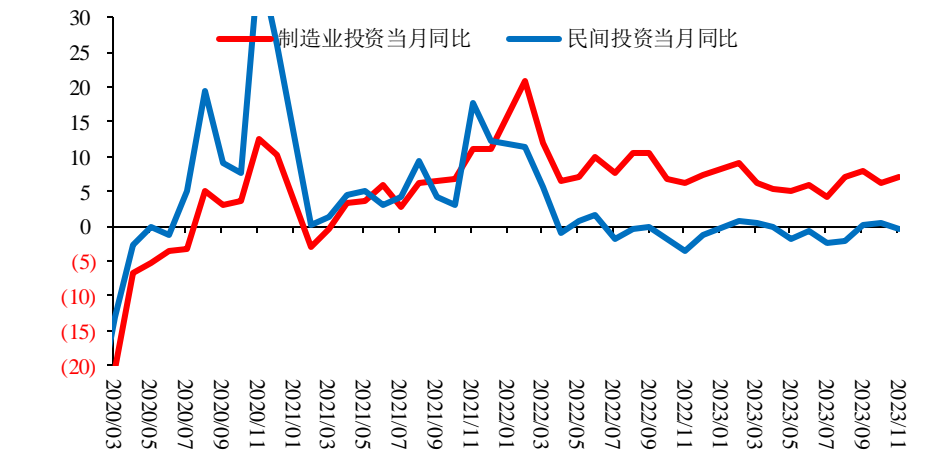
11 月固定资产投资当月同比增速 2.9%，较 10 月上升 1.2 个百分点；两年复合同比为 1.8%，较上月回落 1.3 个百分点。投资的减速主要集中在地产领域。

11 月基建投资（含电力）当月同比为 5.4%，较 10 月回落 0.2 个百分点；两年复合同比为 9.6%，较上月上升 0.5 个百分点。考虑到今年地方债发行节奏靠后，叠加去年同期的高基数，未来基建投资增长有望改善。

11 月制造业投资当月同比为 7.1%，较 10 月上升 0.9 个百分点；两年复合同比为 6.6%，较上月上升 0.1 个百分点。民间投资当月同比为 -0.5%，较 10 月回落 0.9 个百分点，但两年复合同比较上月回落 1.4 个百分点。民间投资和整体的裂口还在扩张。

合并信贷数据的情况，2020 年以来制造业中长期贷款增速持续高位，这或许是制造业投资偏强的重要背景，但 7 月以来连续五个月企业中长期贷款同比少增，这或许意味着来自贷款利率下行推动的制造业投资需求改善将走向尾声，未来制造业投资增速中枢可能小幅回落。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

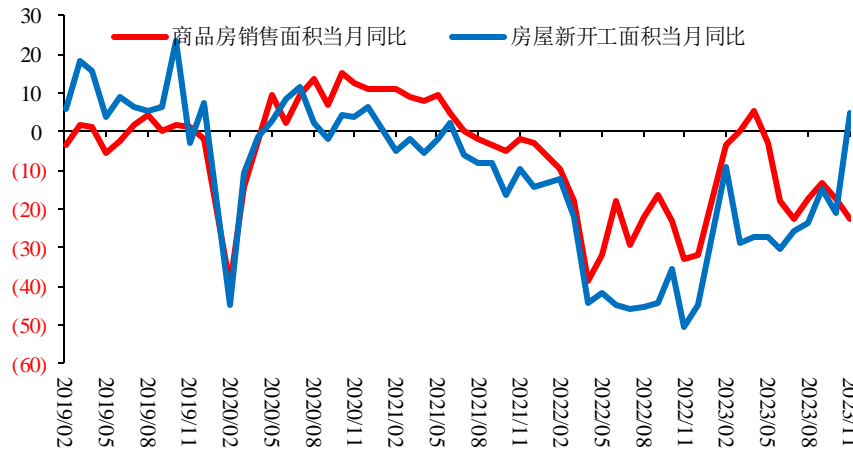
11月房地产投资当月同比-10.6%，较上月回升0.7个百分点；两年复合同比15.4%，较上月回落1.7个百分点。

11月地产销售面积当月同比-10.3%，较10月回升0.7个百分点；两年复合同比为-22.4%，较10月回落5个百分点。与此同时，新开工面积增速当月同比4.9%，较上月大幅上升26个百分点；两年复合同比为-27.9%，较上月小幅修0.8个百分点，房地产行业的新增供给下滑幅度大于销售下滑的幅度。

11月新房销售的回落伴随二手房销售的企稳改善，和之前的高频数据一致。我们认为，10月份金融市场对地产企业违约担忧的发酵，快速传导至居民部门，是11月以来新房和二手房分化的主因。

往后看，房地产企业的违约风险成为制约新房销售的重要因素，二手房市场不存在交付风险，市场表现更好。如果未来有增量政策缓解房地产企业的流动压力，这将有助于居民担忧的缓和以及新房销售的企稳。

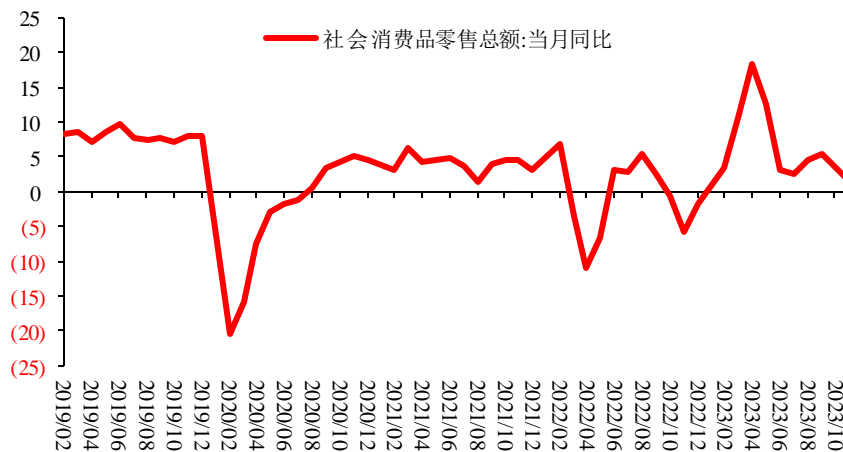
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

11月社会消费品零售名义增速10.1%，较10月回升2.5个百分点，两年复合同1.8%，较上月回落1.7个百分点。消费维持在一个弱于疫情前的水平，体现了疤痕效应仍然存在，居民消费倾向偏低，预防性储蓄下降缓慢。

图4：社零名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

分类别看，限上和限下同步回升。分品类看，在两年复合同比下，文化办公、石油等品类出现回升，其他、家具和书报等可选消费品相对转弱幅度最大。此外，建筑类延续低位，显示地产后周期产业仍然偏弱。

餐饮收入同比 25.8%，较 10 月大幅上升 8.7 个百分点，两年复合同比 7.4%，较 10 月份上升 3.7 个百分点。商品零售两年复合同比为 1%，较上月回落 2.5 个百分点，消费数据从两年复合同比来看出现连续三个月的下滑，范围较为普遍。

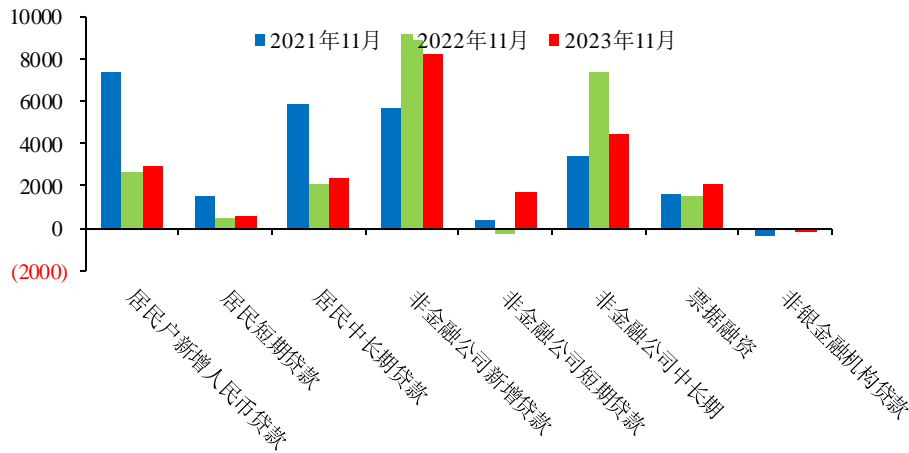
当下疤痕效应仍然较为强烈，消费倾向回升较为温和，目前不能完全排除和房地产企业流动性问题的关联。如果未来房地产市场逐步企稳，居民预防性储蓄的释放和消费倾向回升有望出现改善，消费复苏进程可能加速，经济基本面也随之改善。

11 月社融余额同比 9.4%，较上月回升 0.1 个百分点，主要来自于政府债券发行节奏提速。信贷和企业债务以及非标的增长均放缓。考虑到去年同期债券和理财市场存在较大波动，11 月的企业债券发行走弱或许受到资金利率抬升的影响。

信贷的增长主要依靠非金融公司短期贷款和票据融资的改善，居民部门和企业中长期贷款增长并没有显著改善。此外，居民部门存款多增的现象没有改变，居民的风险偏好仍然处于低位。

总体而言，11 月经济数据表明，经济处于波折中修复，居民的消费倾向和风险偏好仍然处于低位，房地产企业的问题使得行业承压，需要政策及时出手改善私人部门的信心和预期。

图5：新增信贷分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

二、底部确认进程中

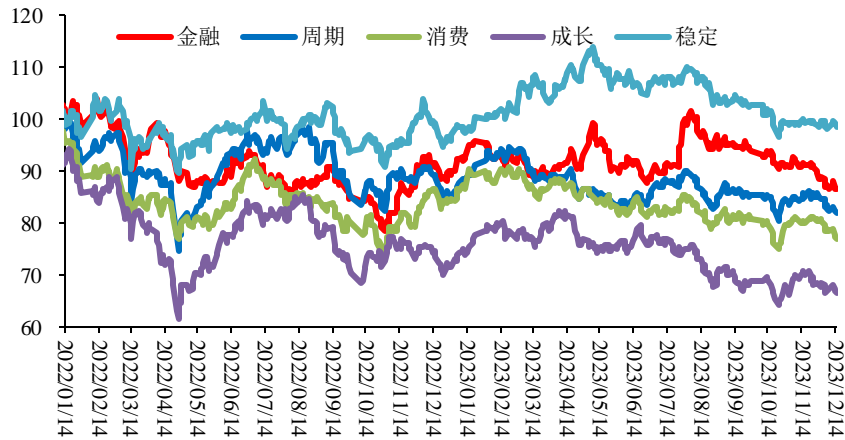
上周以来权益市场继续下行，成交量小幅回落至日均七千亿多。红利和主题投资是最近表现较好的两个方向。

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。

近期市场的调整主要集中在金融板块和国有地产股，而同期地产债价格相对稳定，消费和地产后周期板块也表现偏弱。这表明市场仍然担忧房地产行业流动性压力的扩散，其对宏观经济和金融体系的影响需要密切关注。

总体而言，在房地产行业流动性压力得到彻底缓解之前，经济和权益市场或许均处于寻底的过程中，而房地产行业流动性压力的演绎最终高度依赖于政策的干预，这仍然需要时间等待。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2021年12月31日为100

上周考虑到接近年底跨年阶段，资金价格没有出现季节性上涨，银行间资金出现边际宽松，这可能伴随美元指数汇率，人民币贬值压力缓和有关。

资金利率的改善显著修复了短端利率，存单和1年期国债利率大幅走低，推动长端利率下行。周五京沪房地产政策的放松对市场影响有限。

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7：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储超预期转鸽，宽松交易继续推进

美国时间 12 月 14 日，美联储召开年内最后一次议息会议，维持联邦基金利率在 5.25%-5.5%，符合市场预期。

美联储在货币政策申明中指出经济增长在放缓，通胀压力在缓解，同时下调了今明两年经济和核心 PCE 的预测。

鲍威尔表示当前美联储官员在考虑何时降息，美联储在做得过多和过少之间找到了平衡，并提到未来降息的操作高度依赖于数据。

从点阵图显示的预期来看，美联储官员对明年底利率中枢的预测从 9 月的 5.1% 下修至 4.6%，这意味着明年有三次降息的操作。而市场当前普遍预期美联储明年降息 5 次。

总体而言，从鲍威尔的表态和点阵图显示的降息预期来看，美联储加息已经结束，美国已经转入降息的周期之中。具体降息启动的时点和降息的幅度仍然依赖于经济数据的表现，但这一降息周期的启动已经比较确定。

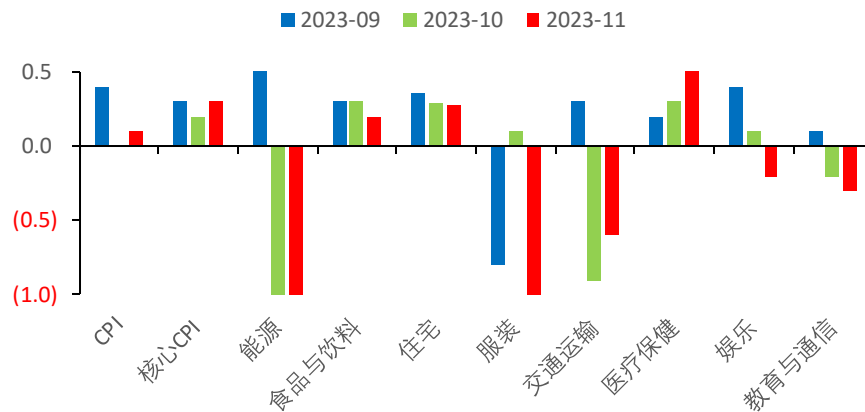
稍早于议息会议公布了美国 11 月的 CPI 数据，这一数据大致符合市场预期。11 月美国 CPI 同比增速 3.1%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；核心 CPI 同比增速 4%，与上月持平，核心 CPI 环比略高于前值。

分项来看，11 月美国能源、交通运输、新车、服装等耐用品价格出现回落，同时住宅价格反弹、医疗保健等超级核心通胀出现回升。

从高频指标来看，油价仍在下滑的过程中，领先指标显示房租的下滑趋势尚未结束，与此同时，非农就业和薪资数据表明劳动力市场紧张的状态在逐步缓解，其对核心通胀的压力也趋于减弱。

往后看，多数指标指向美国经济出现降温，劳动力市场趋于松动，考虑到基数效应的减弱，预计美国 CPI 同比增速在温和下滑的过程中。

图8：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：CEIC，安信证券

近期美联储超预期的鸽派表态推动市场持续宽松交易。10年期美债收益率回落至 4% 以内，实际利率的下行主导了这一过程；美元指数下行至 102 左右的水平；美股大幅反弹，道琼斯和纳斯达克指数周度上涨幅度接近 3%。受此影响，全球主要经济体均表现出债券市场利率下行，股票市场上涨的局面。

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，美国股票市场的上涨有望延续。

■ 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12页，共12页

2023年12月