

住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第37期）

投资要点

- ◆ **住建部重提房住不炒，要求适应新形势，稳妥处置风险。** 1) 重提“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，要求适应房地产供需新形势，强调顺势而为的同时，间接降温明年强化对房地产市场实施刺激政策的预期。2) “稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序”，强调风险底线思维，显示并不会为追求过高的经济增长而放松对房地产市场风险化解工作的持续高压和审慎推进态势。3) 保障性住房等“三大工程”建设旨在“加快解决新市民、青年人、农民工住房问题”，“在住房领域创造一个新赛道”以合理保障的兜底思维为核心，并非通过“三大工程”刺激新的供需过热。
- ◆ **财政政策提及促消费、强调化解地方债务风险。** 全国财政工作会议增加对促进消费稳定增长、支持增强内需主动力的要求。会议对地方债务化解保持政策高压态势，加之年内增发万亿国债对2024年预算内投资的保障力度较强，在房地产和土地成交市场连续两年深度调整的背景下，呈现较高地方债务风险的传统基建投资项目已很难期待高增，对专项债的需求量或已难有大幅增长，加之10月末增发今年的万亿国债，已经计划用于防灾减灾类预算内投资，明年的专项债资金需求更进一有所缓解，我们预计2024年财政赤字率3.5%，新增专项债规模3.6万亿左右。
- ◆ **国有大行存款利率再迎下调，助力房地产与地方债务风险化解。** 大型国有商业银行时隔三个多月再度下调人民币存款利率，有助于稳定商业银行净息差、提升信用扩张能力，响应中央经济工作会议中“积极稳妥”化解房地产与债务风险的要求。我们预计2024年将实施100BP的全面降准、20-30BP的1Y LPR/MLF利率下调和5-15BP的5Y LPR下调，1月份美联储FOMC会议召开前为下一个降准的时间窗口，预计降准50BP将较为充分地满足春节前后的商业银行的长期流动性缺口。
- ◆ **美国Q3增长稳中偏强，对美联储提前降息预期过高或过犹不及。** 美国三季度GDP环比年率修正值小幅下修0.3个百分点至4.9%，但整体仍稳中偏强，英国三季度经济增长则低于市场预期。当前非美发达经济体与美国处于不同的经济供需循环阶段，前者普遍因疫情期间财政刺激力度较低和更大幅度的供给收缩问题而呈现出“类滞胀”特征，导致在连续大幅加息之后明年陷入衰退的概率有所增加，而美国经济则因疫情期间实施海量财政补贴、以及逆全球化的保护主义政策，而形成供需循环偏热、薪资通胀螺旋的格局，发达经济体内部的结构分化背离明年或再度扩大，建议对2024年美元指数再度反弹并维持高位震荡格局保持警惕。从核心通胀来看，欧英日均出现不同程度的降温，我们建议对美联储将提前开始降息这一观点保持谨慎，同时，需注意非美发达经济体日趋明显的经济下行压力。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：** 本周A股传媒板块跌幅最深；短端美债收益率下行较多，中国国债收益率普遍下行，中美10Y利差有所扩大；美元指数下行，人民币小幅贬值；金价持续高位震荡，油价延续上行趋势；12月初煤价小幅上行。
- ◆ **风险提示：** 房地产市场见底速度慢于预期风险；美联储加息超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- 内需动能待夯实，宽松迎来窗口期——经济数据点评（2023.11）暨双循环周报·第36期 2023.12.15
- 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



内容目录

1、住建部重提房住不炒，要求适应新形势，稳妥处置风险	3
2、财政政策提及促消费、强调化解地方债务风险	4
3、国有大行存款利率再迎下调，助力房地产与地方债务风险化解	5
4、美国 Q3 增长稳中偏强，对美联储提前降息预期过高或过犹不及	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

图表目录

图 1：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	4
图 2：7 天逆回购与政策利率（%）	6
图 3：美欧日英核心 CPI 同比（%）	7
图 4：全球股市：本周英、美股市上涨，A 股延续下跌趋势	8
图 5：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股传媒板块跌幅最深	8
图 6：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周通讯服务领涨，公用事业有所下跌	8
图 7：美国国债收益率变动幅度：短端美债收益率下行较多	9
图 8：中国国债收益率变动幅度：国债收益率整体下行	9
图 9：本周美债短端收益率大幅下行（%）	9
图 10：中美 10Y 利差有所扩大（%）	9
图 11：10Y 国开债与国债利差大幅扩大（%）	10
图 12：1Y、3Y 信用利差持平（BP）	10
图 13：美联储本周资产规模继续缩小（USD bn）	10
图 14：主要央行政策利率（%）	10
图 15：全球汇率：美元指数继续下行	10
图 16：人民币小幅贬值	10
图 17：本周金价持续高位震荡	11
图 18：本周油价延续上行趋势	11
图 19：12 月初煤价小幅上行	11
图 20：本周铜价小幅上行	11

1、住建部重提房住不炒，要求适应新形势，稳妥处置风险

全国住房城乡建设工作会议重提房住不炒定位，要求适应房地产市场供求关系新形势，提出稳妥处置房企风险、重拳整治房地产市场秩序，底线思维、顺势而为特征突出。12月21日至22日，全国住房城乡建设工作会议在北京召开，对2023年全年的工作进行系统总结，并部署安排2024年的重点任务。会议传递出三点政策信号值得关注：

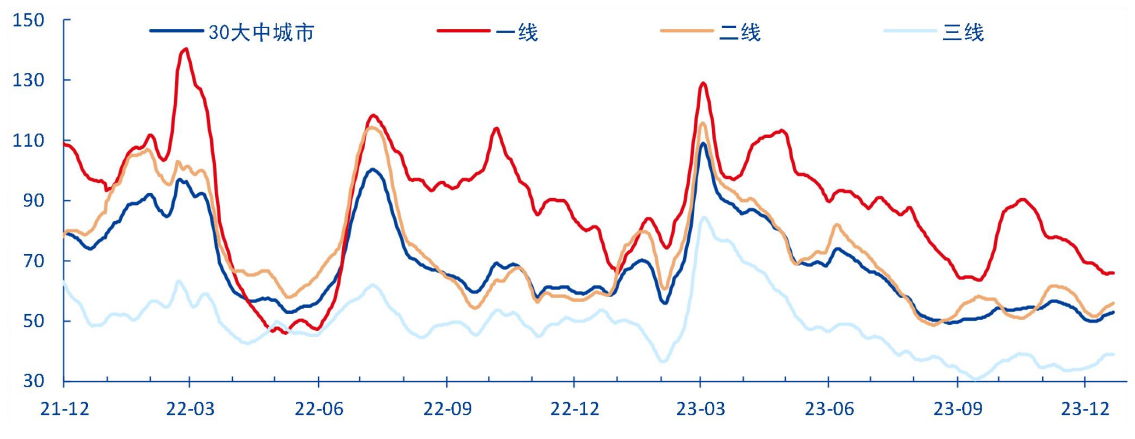
一、重提“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，要求适应房地产供需新形势，强调顺势而为的同时，间接降温明年强化对房地产市场实施刺激政策的预期。会议总结了7月政治局会议提出“房地产市场供求关系发生重大变化新形势”以来所实施的各项需求侧政策的结构性放松，包括“认房不用认贷”，降低首付比例和利率、实施支持居民换购住房有关个人所得税政策、降低二手房买卖中介费等政策工具，并将这些工具的政策目标归结为“增信心、防风险、促转型”而非新一轮刺激。在提出2024年工作要求时，对住房和房地产板块，明确重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，这也是7月政治局会议以来较为重要的政策会议中首次明确再度重提房住不炒，显示宏观经济政策不将再度刺激房地产市场泡沫作为稳增长手段的决心十分坚定。而对于7月政治局会议已经明确指出的“房地产市场供求关系发生重大变化”的“新形势”，本次会议强调要“适应”而不是调节或熨平周期，呼应了三季度以来需求侧政策额度结构性放松的原因更多在于市场调整的幅度较深而令房地产的资产属性和投机属性已经明显弱化，从而此前一些限制投机目的性较强的需求侧约束性措施持续实施的必要性已经大幅下降，从而顺势而为进行约束的放松，并无政策主动推动新一轮地产泡沫的任何新增的意图。对比2015-2017年的一轮较大幅度的房地产泡沫化阶段，当时的政策框架是“认贷不认房+货币政策主动宽松+天量PSL支持货币化棚改”的政策主动发力格局，与目前的供需形势和政策导向不可同日而语，我们不建议对房地产市场刺激性政策更大力度的加码抱有过高期待。

二、会议要求“稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序”，强调风险底线思维，显示并不会为追求过高的经济增长而放松对房地产市场风险化解工作的持续高压和审慎推进态势。对房企风险的处置方面，会议要求重在“稳妥”，呼应了11月以来多次会议要求的对于尚可正常经营的房地产开发企业，商业银行不可盲目断贷抽贷的要求，显示在处置房地产市场风险的过程中不希望引发新的系统性风险，但结合“重拳整治房地产市场秩序”的要求来看，对于开发商的融资周转需求，政策层面事实上是要求金融机构有效实施甄别，对正常经营、企业债务和经营风险可控的优质房企，要求商业银行合理保障其信用需求，而对于已经因前些年过度激进的扩张策略而在较大程度上暴露出经营风险、债务风险和流动性风险的房企，处置方式要符合“重拳整治房地产市场秩序”的要求，不应鼓励房企再度积累新的风险。

三、保障性住房等“三大工程”建设旨在“加快解决新市民、青年人、农民工住房问题”，“在住房领域创造一个新赛道”以合理保障的兜底思维为核心，并非通过“三大工程”刺激新的供需过热。过去两年半左右我国房地产市场经历了房改以来范围最广、程度最深的一轮调整，其背后主要反映出人口结构与城镇化动能放缓、产业布局失衡城市人口集聚能力严重倾斜、房价收入比明显失衡导致新增购买力不足等长期结构性因素，而需求侧的约束性措施事实上退居次要原因。对比发现，以30日均成交面积与疫情前6年均值之比来看，二、三线城市的商品房成交面积分别在55%和38%左右的较低水平处初步呈现企稳迹象，而上周北京上海继深圳之后调降

二套房首付比例以来，一线城市住宅需求也基本延续了 10 月以来的再度降温趋势，反弹动能也相对有限。在当前房地产市场需求已经大幅提前释放、长期结构性因素尚未完全调整到位的供求关系新形势下，新增的刚性和改善性地产需求主要集中在“新市民、青年人、农民工”等人群的住房问题方面，普遍表现为购买力相对较弱和需求刚性极强之间的矛盾。由此，结合此次会议对“三大工程”建设的明确定位，我们预计 2024 年房地产市场需求量难以出现大幅反弹，更大概率出现的可能是“价量分离、量缩价稳”的格局，也即在总需求仍趋回落的同时，通过将房地产市场工作的重心逐步转移到保障型住房建设上来、实行“一轨拆两轨”，更切实地解决部分购买力相对偏低人群的“住房难”、“住房贵”的问题，才有望释放出另一部分人群的有效购买力，在房地产市场总体流动性可能仍有收缩的同时，仍可能对商品房市场已经深度调整并基本到位的房价形成稳定作用。也只有居民财富效应预期得到有效支撑的基础上，才有望实施更大力度的个税减税等财政政策工具以扩大中等收入人群，有效提振大宗可选商品和高端服务消费。我们认为上周北京上海调降二套房首付比例也是政策层面释放出的当前一线城市房价基本接近合理区间的信号，我们对 2024 年两会前能否观察到一线城市房价调整基本到位抱有期待，并建议持续关注。

图 1：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

2. 财政政策提及促消费、强调化解地方债务风险

全国财政工作会议增加对促进消费稳定增长、支持增强内需主动力的要求。12月21日至22日，全国财政工作会议在京召开。与此前两年比较强调减税降费等财政政策工具的供给侧属性不同，本次会议新增了对财政政策支持扩大内需的阐述，并且更加侧重于促进消费而非政府投资，可能一定程度上代表着 2024 年财政政策将更关注在促进消费内需方面。会议对财政政策和经济政策组合的定调与中央经济工作会议一脉相承，所提出的 2024 年财政政策的八方面重点工作也与中央经济工作会议对明年重点任务的分类一一对应。其中除作为第一项的、近年来延续性较强的“支持加快现代化产业体系建设”之外，在第二项重点工作“支持扩大国内需求”中，强调“促进消费稳定增长”，“支持增强内需主动动力”，与中央经济工作会议所提“推动消费从疫后恢复转向持续扩大”，“增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模”的要求相呼应。我们在此前报告《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）中曾分析指出，如果赤字率能够有效提升，最具稳预期效果的扩张性财政工具或将是令中等收入人

群直接受益的个税减税，并可望与释放消费升级潜力空间的政策目标相匹配。当然“公共预算财政扩张赤字——实施个税减税——促进和提振居民消费”政策主线有一个基本前提是房价预期必须基本稳定，否则政府部门杠杆率的提升可能无法带动总消费需求增加，反而可能加速居民部门杠杆率的下降。结合我们在本文第一部分对明年房地产市场“量缩价稳”的预期，我们维持 2024 年赤字率 3.5% 左右、实施约 7000 亿规模的个税减税、推动社会消费品零售总额同比增速达到 5.0% 左右的展望。

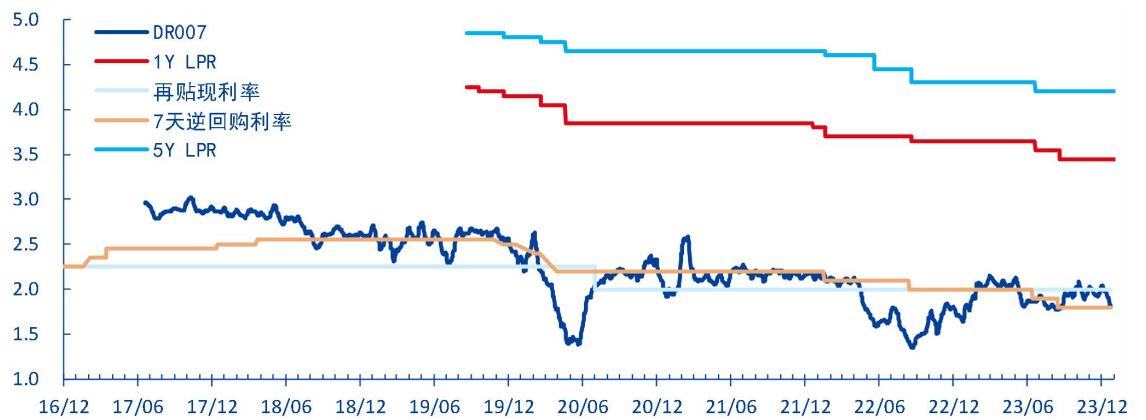
会议对地方债务化解保持政策高压态势，加之年内增发万亿国债对 2024 年预算内投资的保障力度较强，维持 2024 年新增专项债限额小幅缩减至 3.6 万亿左右的预测。会议强调“要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。”专项债方面，本次会议提出“强化专项债券资金使用管理”，但对于中央经济工作会议提出的“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”，本次会议并未提及，或显示更多细节尚在研究中，推动步伐将较为稳妥。当前房地产市场深度调整的背景下，地方政府以及隐性债务偿还能力持续削弱，地方债务风险提升，长期收益不确定性较大的传统基建投资项目已经不再是稳增长、促进经济高质量发展的最优政策选项。在房地产和土地成交市场连续两年深度调整的背景下，呈现较高地方债务风险的传统基建投资项目已很难期待高增，对专项债的需求量或已难有大幅增长，加之 10 月末增发今年的万亿国债，已经计划用于防灾减灾类预算内投资，明年的专项债资金需求更进一步有所缓解，我们预计 2024 年财政赤字率 3.5%，新增专项债规模 3.6 万亿左右。

3. 国有大行存款利率再迎下调，助力房地产与地方债务风险化解

大型国有商业银行时隔三个多月再度下调人民币存款利率，有助于稳定商业银行净息差、提升信用扩张能力，响应中央经济工作会议中“积极稳妥”化解房地产与债务风险的要求。据财联社消息，12 月 22 日起，以工农中建为代表的大型国有商业银行普遍调降了人民币存款挂牌利率，工行、农行等还同步下调了大额存单等品类的存款利率，最高降幅达 30BP，预计未来将有更多的股份制银行跟随下调存款利率。人民银行在二季度《货币政策执行报告》中明确指出，我国的商业银行净息差处于下降趋势中，为呵护商业银行净息差，更好地发挥银行支持实体经济发展和化解房地产市场与地方政府债务风险的能力，今年以来的两次降息操作均明显向与存款利率有挂钩关系的一年期 LPR 倾斜。商业银行选在此时下调存款利率，有助于在银行资产端收益率下行的趋势下稳定净息差，一方面有助于提升商业银行的资本补充和可持续信用扩张能力，对支持实体经济融资起到良好的促进作用，符合中央经济工作会议对货币政策支持实体经济高质量发展和为先进制造业企业提供融资便利的要求；另一方面，也提升了商业银行自身抵御系统性金融风险的能力，不论是出于化解地方政府债务风险的要求，还是对正常经营的房地产企业不应断贷抽贷的要求，都指向商业银行需稳定净息差，增强资产负债表扩张的可持续性，以有效促进积极稳妥化解房地产和地方债务风险工作。同日召开的全国财政工作会议也再度强调了要“加大存量隐性债务化解力度”，加之 2024 年的货币政策整体导向是积极主动配合实施扩张性的财政政策，并且政策不欲再度刺激房地产泡沫，预计中性偏松的货币政策仍将以稳定商业银行净息差为主要导向之一，仍会实行向短端倾斜的结构性降息操作。我们预计 2024 年将实施 100BP 的全面降准、20-30BP 的 1Y LPR/MLF 利率下调和 5-15BP 的 5Y LPR 下调，1 月份美联储 FOMC

会议召开前为下一个降准的时间窗口，预计降准 50BP 将较为充分地满足春节前后的商业银行的长期流动性缺口。

图 2：7 天逆回购与政策利率（%）



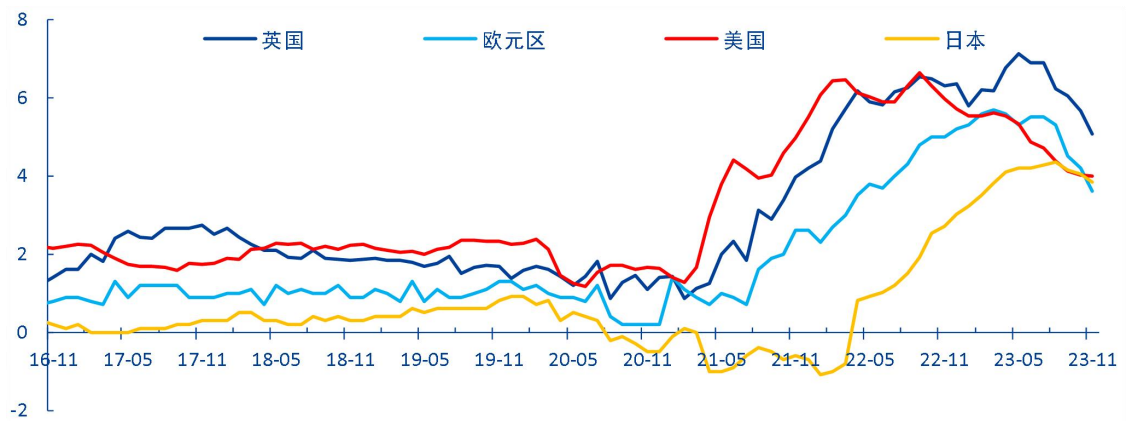
资料来源：CEIC，华金证券研究所

4. 美国 Q3 增长稳中偏强，对美联储提前降息预期过高或过犹不及

美国三季度 GDP 环比年率修正值小幅下修 0.3 个百分点至 4.9%，但整体仍稳中偏强，英国三季度经济增长则低于市场预期。当地时间 12 月 21 日，美国经济分析局公布三季度美国 GDP 修正值（第三次公布数据），美国三季度实际 GDP 环比年率增长 4.9%，较二读数据下修 0.3 个百分点，与预估（初读）相同，稍低于市场预期，市场对于美联储明年提前开启降息的预期有所升温，但事实上，这一水平仍明显高于美国长期平均经济增速，在这一增速下薪资通胀螺旋并无明显弱化的迹象。当地时间 12 月 22 日，英国统计局公布数据显示，英国三季度实际 GDP 环比-0.1%，同比 0.3%，低于市场预期，当前非美发达经济体与美国处于不同的经济供需循环阶段，前者普遍因疫情期间财政刺激力度较低和更大幅度的供给收缩问题而呈现出“类滞胀”特征，导致在连续大幅加息之后明年陷入衰退的概率有所增加，而美国经济则因疫情期间实施天量财政补贴、以及逆全球化的保护主义政策，而形成供需循环偏热、薪资通胀螺旋的格局，发达经济体内部的结构分化背离明年或再度扩大，**建议对 2024 年美元指数再度反弹并维持高位震荡格局保持警惕。**

从核心通胀来看，欧英日均出现不同程度的降温，欧元区已经逐步显现从“类滞胀”模式走向衰退阶段的较为明显迹象。11 月欧洲、英国和日本的核心 CPI 分别下行 0.6、0.6 和 0.2 个百分点至 3.6%、5.1%和 3.8%，而美国的核心 CPI 却稳定在 4.0%的水平，相比之下，非美发达经济体的降温速度和与之对应的经济下行压力更值得关注。我们曾在此前数度强调，当前美国零售和通胀呈现的缓慢降温迹象是否可持续仍有待观察，汽车行业工人罢工得到妥善解决有可能会在未来数月令美国的零售同比和薪资增速再度呈现上行；加之美联储当前采取的基于当下经济数据进行决策的模式，我们建议对美联储将提前开始降息这一观点保持谨慎，同时，需注意非美发达经济体日趋明显的经济下行压力。

图 3: 美欧日英核心 CPI 同比 (%)

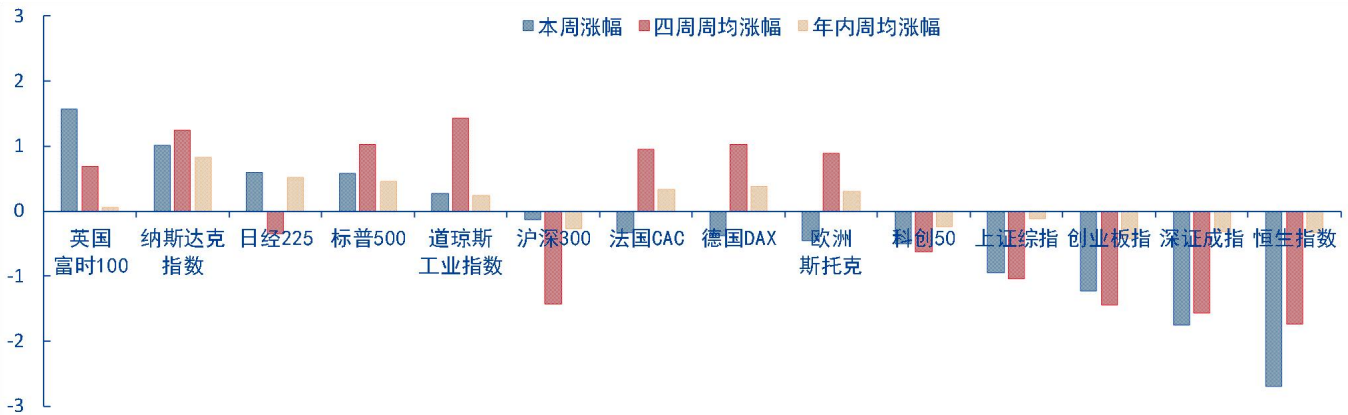


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 房地产市场见底速度慢于预期风险; 美联储启动降息晚于预期风险。

华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 4: 全球股市: 本周英、美股市上涨, A 股延续下跌趋势



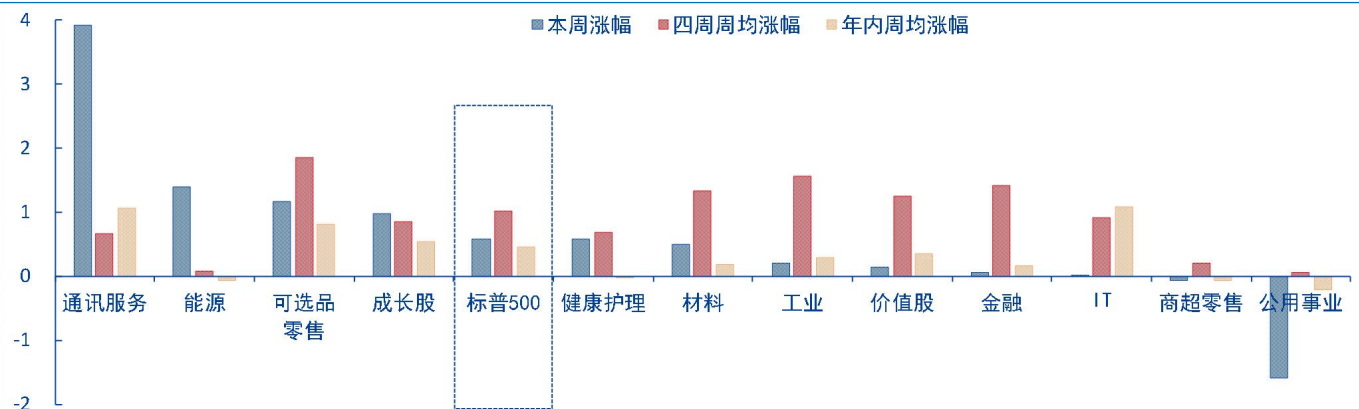
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股传媒板块跌幅最深



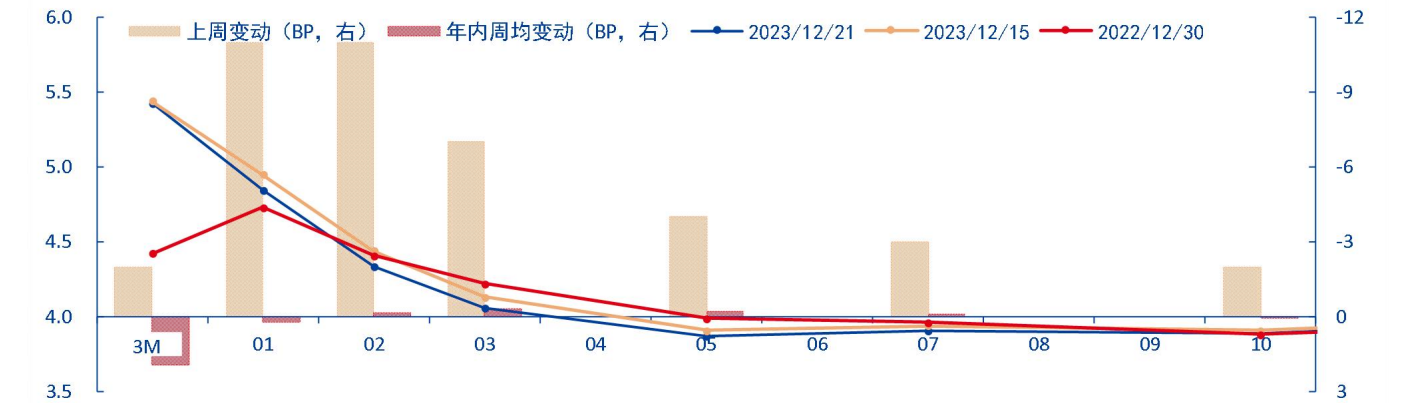
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周通讯服务领涨, 公用事业有所下跌



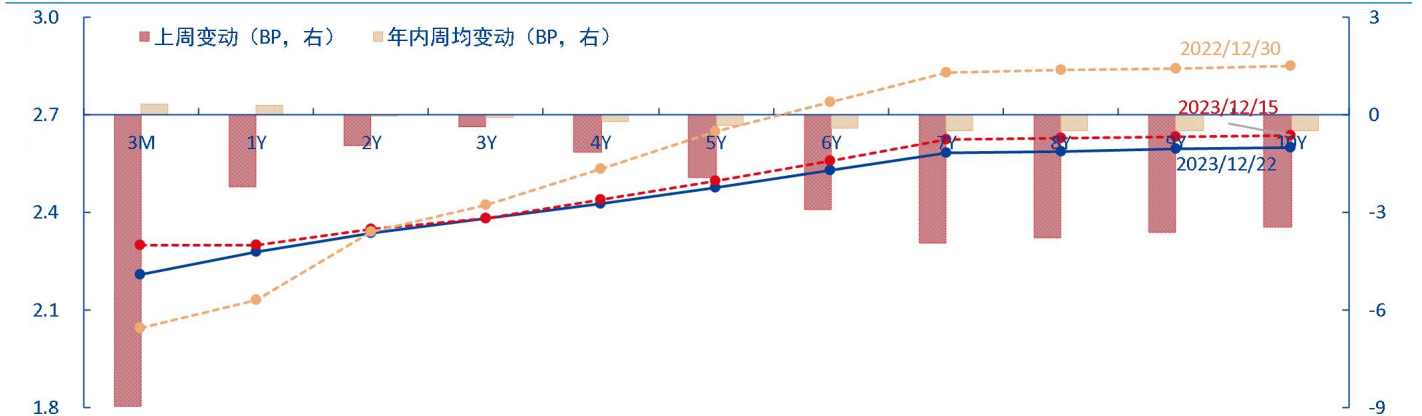
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7：美国国债收益率变动幅度：短端美债收益率下行较多



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：中国国债收益率变动幅度：国债收益率整体下行



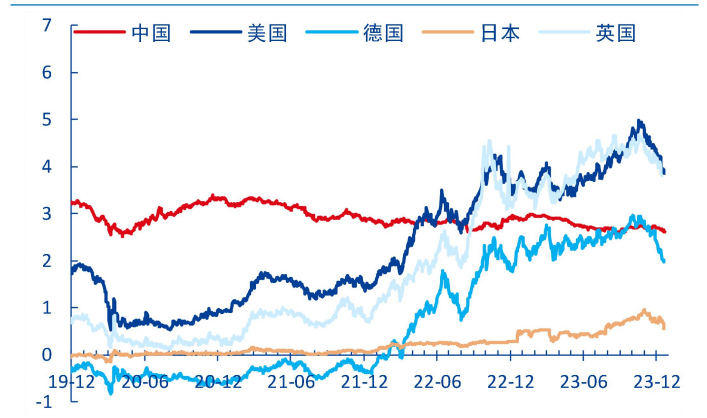
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：本周美债短端收益率大幅下行（%）



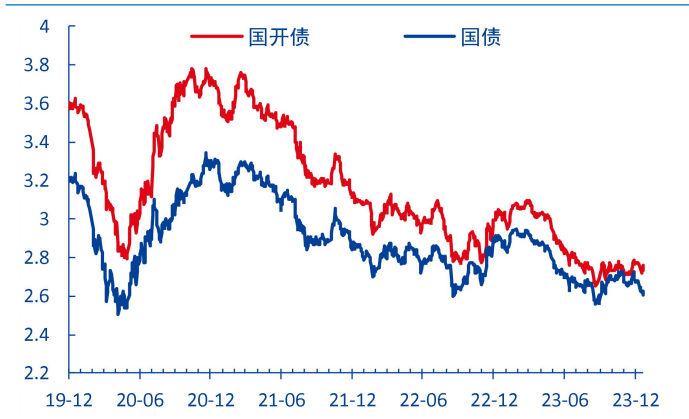
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中美 10Y 利差有所扩大（%）



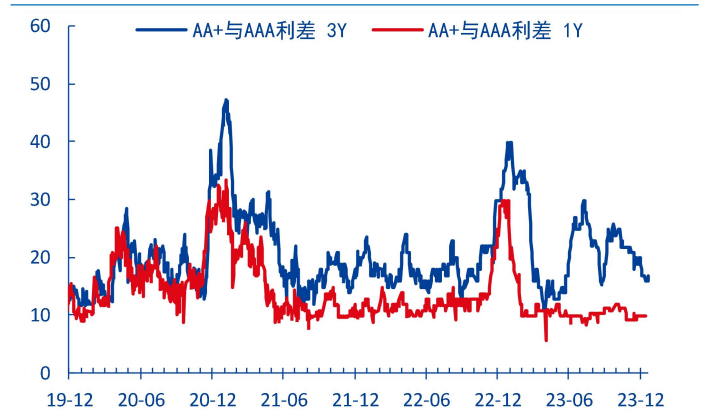
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11: 10Y 国开债与国债利差大幅扩大 (%)



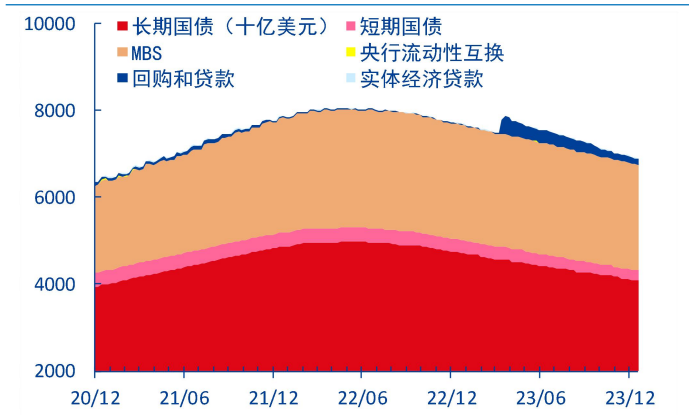
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 1Y、3Y 信用利差持平 (BP)



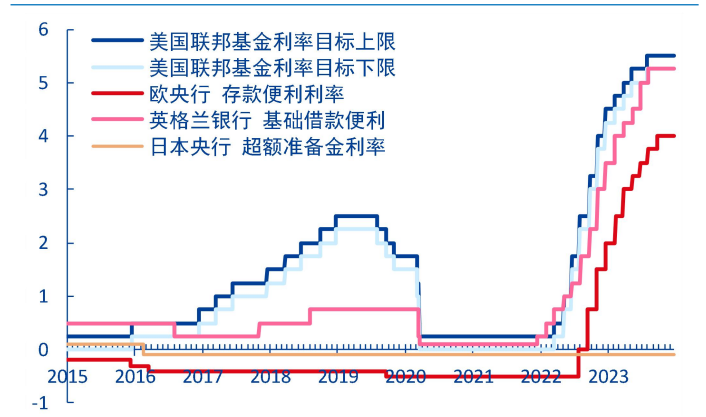
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美联储本周资产规模继续缩小 (USD bn)



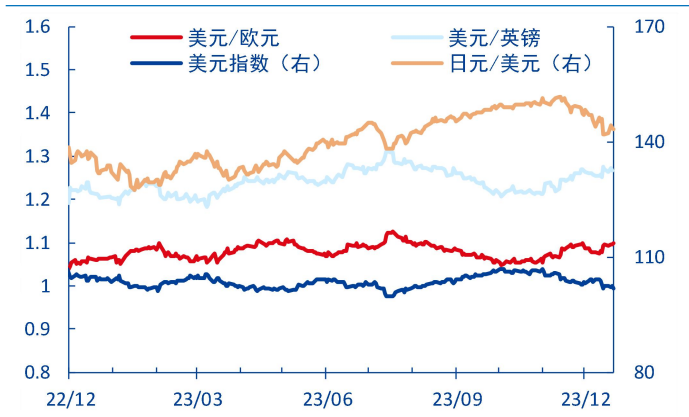
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 主要央行政策利率 (%)



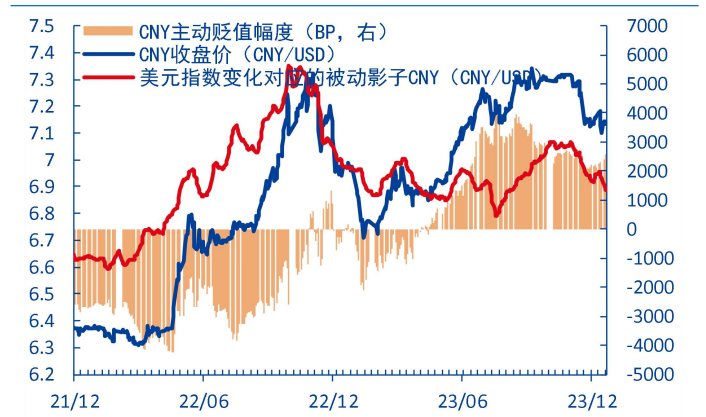
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 全球汇率: 美元指数继续下行



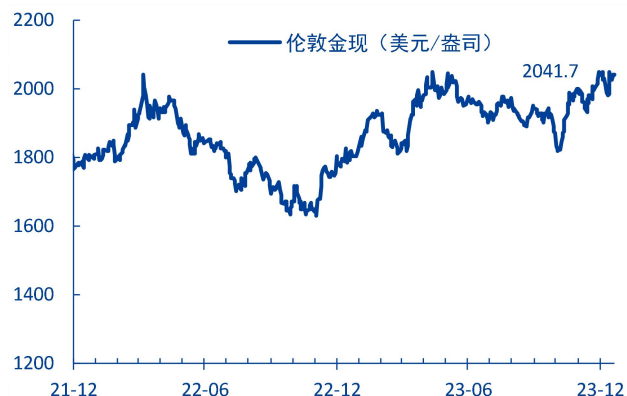
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 人民币小幅贬值



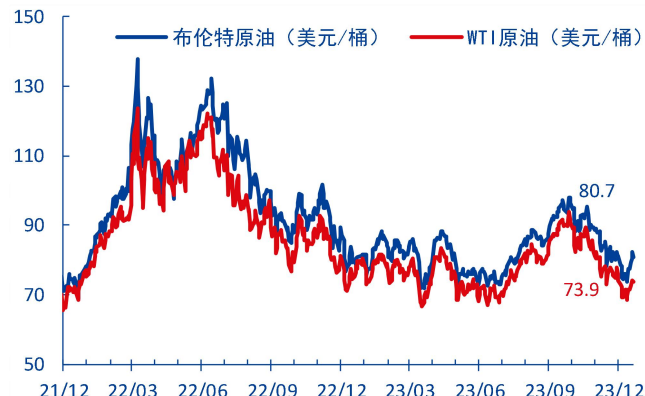
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 本周金价持续高位震荡



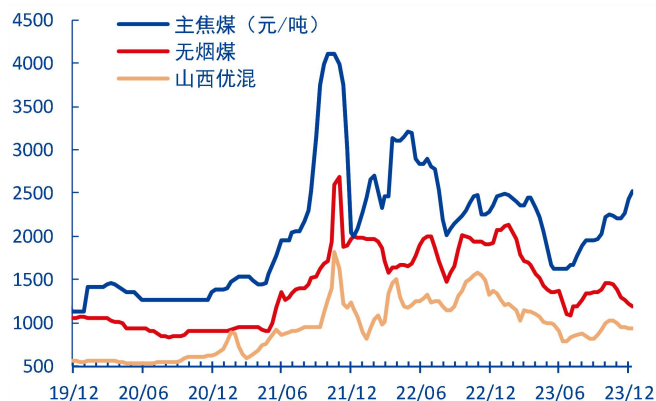
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周油价延续上行趋势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 12 月初煤价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 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