

周度经济观察

——权益市场磨底过程中

袁方(S1450520080004)¹ 束加沛(S1450520080004)²

2023年12月26日

内容提要

在北京、上海需求政策放松后，近期30大中城新房销售环比改善，不过改善幅度略弱于19-21年的季节性。同期二手房成交量表现优于新房。二手房和新房成交量的差异，部分反映出购房者对房企主体违约风险的担忧。

未来实体经济的企稳、权益市场的触底，或许依赖于房地产市场政策的走向。如何缓解房地产企业流动性压力，扭转居民部门的收入预期、推动购房需求的释放，是市场关注的焦点，目前这些政策的情况还需要时间来观察。

最新公布的PCE数据、以及高频数据显示美国通胀压力趋于缓解、经济小幅走弱。在此背景下，市场的降息预期持续升温，美债收益率和美元指数下行、权益市场反弹，这一趋势短期或将延续。

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、政策基调延续，地产维持弱势

12月21日至22日，全国财政工作会议和全国住房城乡建设工作会议在北京召开。总体上看，本次延续了中央经济工作会议的精神，对财政和住建相关工作做了细致部署。

在全国财政工作会议上，明年的总体导向是“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”。工作内容主要包括“着力推动高质量发展……统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，……积极的财政政策适度加力、提质增效，落实好结构性减税降费政策……兜牢基层“三保”底线，加强地方政府债务管理……谋划新一轮财税体制改革。”

对“加力提效”进行了阐述，即“适度加力，主要是保持适当支出强度，释放积极信号；合理安排政府投资规模，发挥好带动放大效应；加大均衡性转移支付力度，兜牢基层“三保”底线；优化调整税费政策，提高精准性和针对性。提质增效，主要是在落实过紧日子要求、优化财政支出结构、强化绩效管理、严肃财经纪律、增强财政可持续性、强化政策协同六个方面下功夫，推进财政管理法治化、科学化、标准化、规范化，把同样的钱花出更大的成效。”

总体而言，明年财政支出更多聚焦于提质增效。在此背景下，地方政府债务偿付或将得到中央的帮助，债务违约的可能性偏低。同时不宜对新增基建投资的期待过高，财政支出对经济增速的推升作用相对有限。

在全国住房城乡建设工作会议上，总体导向同样是“稳中求进、以进促稳、先立后破”。工作目标包括4大板块18个方面工作。

市场最为关切的房地产领域，政策表述仍然是“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势。”

在稳定房地产市场方面，提出了“持续抓好保交楼保民生保稳定工作，稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序。”

在新模式方面，提出“建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制，完善房屋从开发建设到维护使用的全生命周期基础性制度。”

从住建部的表述，以及近期北京、上海政策放松来看，监管当局以需求侧政策为主，在供应端更多关注保交楼的进展，对房地产主体纾困的讨论不多，政策细节有限。

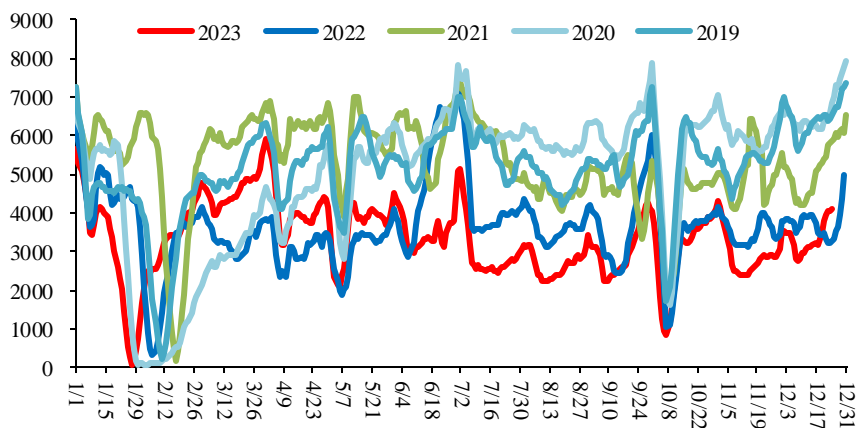
近期 30 大中城新房销售环比改善，较去年同期同比多增，不过去年同期房屋销售偏弱主要受到疫情影响，今年销售改善幅度略弱于 19-21 年的季节性。尽管北京、上海近期再次放松需求侧政策，但在新房市场上政策效果总体有限，房价尚未有企稳的迹象。

相比于新房销售的弱势，10 月份后二手房销售相对较好，可能指向居民对房企主体的担忧部分导致了购房需求的下滑。因此房地产市场的触底企稳或许也需要供给侧的政策干预。

总体而言，当前实体经济表现偏弱，市场主体信心不足，重要的原因在于房地产市场的走弱。伴随房价的下跌和成交量的收缩，居民财富缩水，行为模式更趋保守。而且房价、地价的下跌，对金融机构资产质量造成冲击，进而对信贷投放形成负面拖累。

因此，实体经济的企稳，未来高度依赖于房地产市场政策的走向。如何缓解房地产企业流动性压力，扭转居民部门的收入预期、推动购房需求的释放，是市场关注的焦点，目前还需要时间等待。

图1： 30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

二、股市寻底过程中

上周以来权益市场继续下行，成交量小幅回落至日均七千多亿。稳定风格表现持续占优。

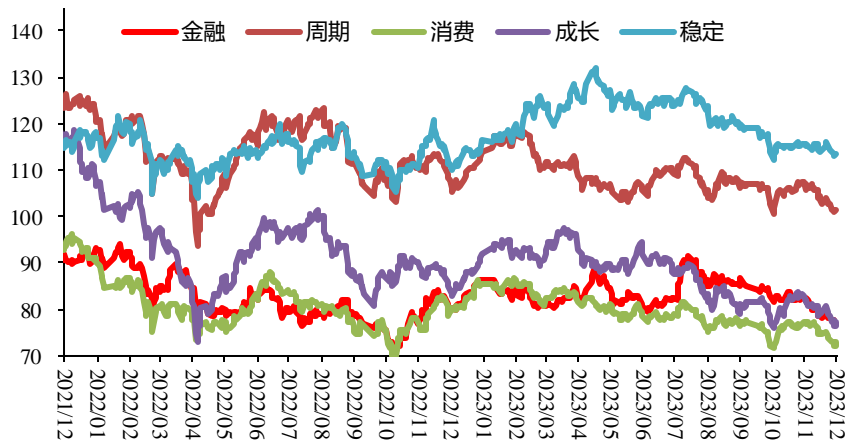
同期海外权益市场持续反弹，利率大幅下行，境外投资者仍然在交易宽松预期。中国与海外权益市场在走势上长时间的割裂，反映出国内投资者对国内经济增长、政策变化的预期较弱。

尽管近期存款利率的下调有助于银行息差的维护，也推升了国内的宽松预期，但目前市场主体对资金的需求偏弱，利率的下行或许难以完全解决当前经济面临的困难。

此外，短期之内，市场参与者和监管部门对网络游戏政策解读的差异，放大了股票市场的波动，但这或许并非是 12 月以来股市调整的主要原因。

往后看，经济和权益市场的走向或许主要依赖于房地产行业的情况，未来房地产行业的企稳关键在于政策在供需两端的应对，这无疑需要时间观察。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年12月31日为100

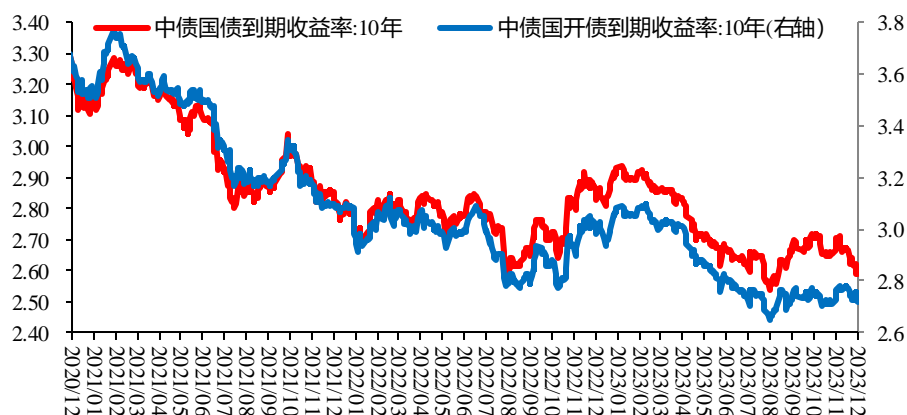
12月下旬以来资金价格边际走低，带来短端和存单利率下行，期限利差小幅走阔。

考虑到跨年资金往往偏紧，本次资金利率下降更加突出，这可能与人民币汇率贬值压力减弱有关。在美元指数下行的背景下，我国货币政策未来有望更多聚焦于国内经济和通胀的情况。

12月22日，国有大行时隔3月再度下调存款利率。1年及以下/2/3/5年期的定期存款挂牌利率分别下调10/20/25/25个基点。这一调整可能更多是应对银行净息差收窄。

考虑到汇率贬值压力逐步缓解，国内经济、信用扩张需要低利率的环境，未来资金利率有望持续回落。在此背景下，债券市场收益率总体在中枢下行的过程中。

图3：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

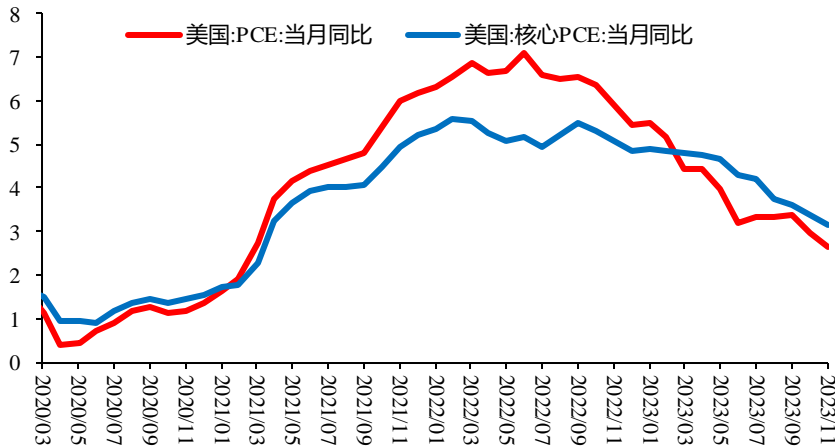
三、宽松交易延续

最新公布的数据显示，美国 11 月 PCE 同比增速为 2.6%，较上月回落 0.3 个百分点；核心 PCE 同比增速为 3.2%，较上月回落 0.2 个百分点。PCE 和核心 PCE 增速均低于市场预期。

分项来看，与 CPI 数据的表现一致，除住宅的环比增速出现回升以外，多数分项价格走弱，显示美国通胀压力的缓解具有普遍性。

往后看，多数指标指向美国经济出现降温，劳动力市场出现松动，领先指标显示房租趋于下行，预计美国 PCE 同比增速在温和下滑的过程中。

图4：美国 PCE 和核心 PCE 同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

11 月房地产市场出现小幅回暖。成屋销售同比增速-7.3%，较上月回升 7.4 个百分点，同时新开工环比增速抬升。开工和销售数据的回升可能反映出美国长期抵押贷款利率回落的影响，高利率对房地产市场的压力未来趋于缓和。

由于 11 月以来多数经济数据的降温，市场的降息预期升温，目前市场普遍预期美国首次降息发生在明年 3 月，明年降息幅度达到 6 次 150BP。

面对降息预期的升温，美联储多位官员公开表态试图敲打市场。旧金山联储主席戴利认为当前预测明年降息时点过早，明年可能降息三次。克利夫兰联储主席梅斯特称同样认为市场预期太过超前，现在仍然需要关注维持高利率水平多久能推动通胀回到 2%。芝加哥联储主席、亚特兰大联储主席均强调货币政策保持耐心，市场的降息预期略微超前。

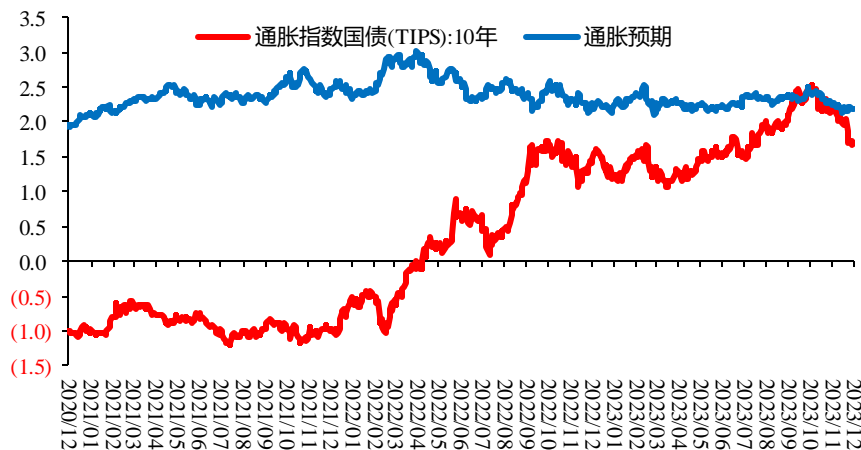
12 月日央行维持基准利率和 10 年期国债收益率目标不变，强调明年潜在通胀接近目标的概率在上升。与市场预期相比，日央行行长植田和男表态偏鸽，声称明年一月加息的可能性不高，目前尚没有退出负利率政策的计划。

近期海外资本市场延续宽松交易。10 年期美债收益率回落至 3.9% 左右，实际利率的下行主导了这一过程；美元指数下行至 102 以内的水平；美股持续反弹，

道琼斯和纳斯达克指数表现较强。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。

图5：10年期 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