

# 周度经济观察

——海外压力缓解，国内政策观望

袁方(S1450520080004)<sup>1</sup>束加沛(S1450520080004)<sup>2</sup>

2024 年 01 月 02 日

## 内容提要

从元旦假期的出游人次和旅游收入来看，居民部门消费倾向仍然处于偏低水平，不过回落的风险有限。居民消费活动的恢复仍在温和推进。

2023 年 12 月的 PMI 数据显示制造业部门仍在减速的过程中，房地产行业的下滑或许是主要原因，这意味着宏观经济的触底依赖于房地产行业的走向，这无疑需要观察政策的变化。

在美国经济持续走弱，美元指数中枢下行的背景下，当前人民币汇率贬值压力趋于缓解，这为我国货币政策的宽松打开了空间，也将推动债券市场收益率下行。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

<sup>1</sup>宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

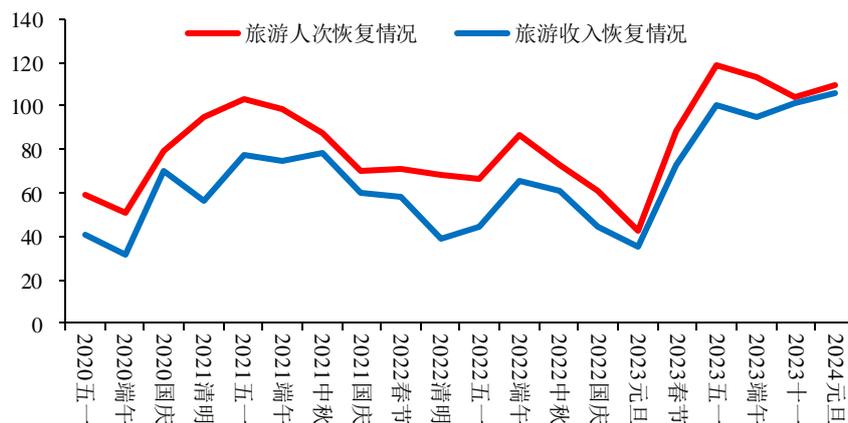
<sup>2</sup>宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、消费活动波折恢复

今年元旦假期，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%。

相比 2019 年，中国居民名义可支配收入大幅提升 20% 左右，而假期的旅游支出大致持平，旅游作为一种可选消费在收入中的占比大幅下降，表明中国居民的消费倾向仍然处于偏低的水平。不过与 2023 年十一假期相比，出游人数和消费大体稳定，也暗示居民的消费倾向进一步回落的风险有限。

图1：旅游收入恢复情况



数据来源：Wind，国投证券研究中心  
以 2019 年同期为 100

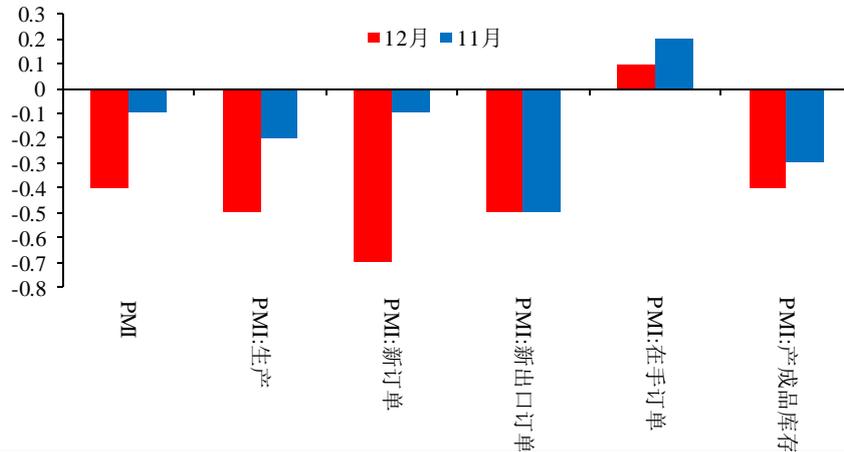
2023 年 12 月制造业 PMI 为 49，较上月回落 0.4 个百分点，弱于 2016-2019 回落 0.15% 的均值，表明制造业部门持续走弱。

分项来看，生产、新订单、新出口订单出现了广泛下降。

价格层面，原材料购进价格小幅回升 0.8 个百分点至 51.5，与此前南华工业品价格指数走势一致。尽管国内需求仍然偏弱，但大宗商品作为可贸易品是全球定价，海外需求恢复可能是导致商品价格偏强的重要原因。

12月服务业 PMI 为 49.3，持平上月，显示服务业仍处于偏弱的水平。建筑业 PMI 为 56.9，较上月上升 1.9 个百分点，这可能源自与基建发力的影响。

图2：PMI 分项绝对值变化



数据来源：Wind，国投证券研究中心

去年年底 30 大中城房地产销售环比改善，但是属于季节性影响，与 19-21 年的季节性回升幅度相当。二手房成交变化不大，新房和二手房的裂口仍然持续。

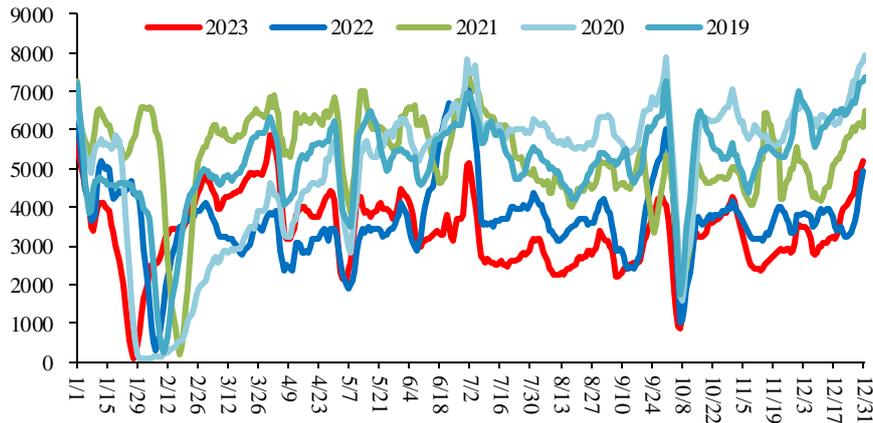
从此前的政策表态来看，监管层对需求侧问题更为关注，房地产企业的信用好转仍然需要观察等待。

1月2日，人民银行公布，2023年12月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。PSL 此前较多被认为投放到三大工程，对保障房建设和城中村改造等领域发力。这一政策对房地产企业和居民购房信心提振可能相对有限。

总体而言，当前宏观经济处于持续走弱的过程中，房地产是主导经济变化的主要因素。房地产行业的减速，既有需求下滑的原因，这背后反映出人口流动、居民收入和房价上涨预期调整的影响。也有供应层面的冲击，房地产企业遭遇了长时间的流动性压力，房地产主体层面的违约压力存在向金融体系传播的风险。

在此背景下，宏观经济的企稳或许需要依赖于房地产行业政策的干预。如何阻断流动性压力蔓延的链条，如何改善居民收入预期，未来需要更多关注政策的变化。

图3：30大中城市商品房成交套数（7D，MMA）



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## 二、权益市场短期反弹

2023 年底权益市场出现反弹，但前半周成交量较低，上周的日均成交量维持在七千亿水平。此前下跌幅度较大的品种本轮反弹较多，消费和成长风格表现更好。

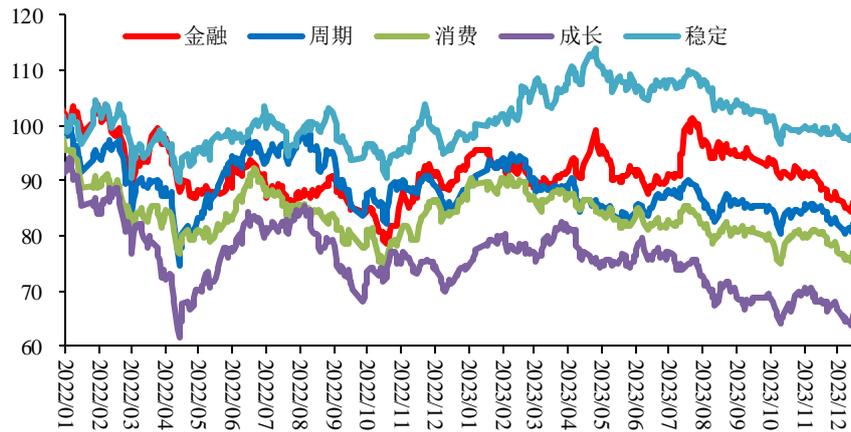
市场反弹的过程中，基本面的改善和政策信号的变化并不显著，交易层面的原因可能是主导性的，可持续性有待观察。

此外，海外降息交易开启和利率下行对境内市场可能存在传导，资金利率下行在边际上对权益市场形成支撑。

当前权益市场的核心矛盾依然清晰，房地产产业链的表现低迷，市场普遍担忧房地产行业下行对实体经济和金融体系的拖累。尽管此前需求端政策出现放松，并推动部分城市二手房成交回暖，但持续时间偏短，价格尚未出现企稳迹象。

往后看，经济和权益市场触底的核心仍然在于房地产行业的走向。房地产行业供应端流动性压力的阻断和需求的企稳，需要政策的强力干预，这无疑需要等待。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2023年12月下旬以来资金价格边际走低，带来短端和存单利率下降，期限利差小幅走阔。

考虑到跨年期间资金利率往往偏高，去年年底资金面的缓和可能反映出海外利率走低的背景下，我国货币政策空间在变大。

因此对资金面而言，需要重点关注美元兑人民币汇率的走势。在美国经济持续走弱，美元指数中枢下行的背景下，当前人民币汇率贬值压力趋于缓解，这对国内货币政策的宽松打开了空间。

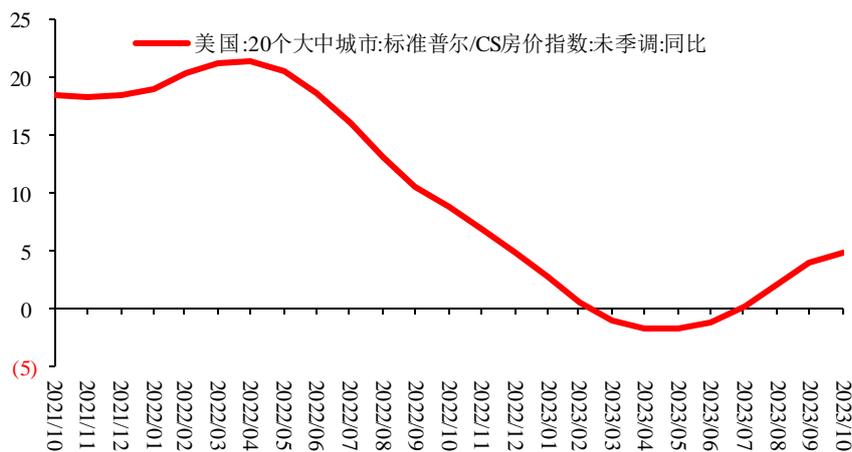
实际上此前债券市场收益率的上行主要源于资金面的扰动，如果资金面宽松的趋势得到确认，在经济走弱、通胀下行、信用扩张偏慢的宏观环境下，债券市场收益率下行的方向相对确定。

### 三、宽松交易持续推进

最新数据显示，美国 10 月标普/CS 全国房价指数同比增速为 4.7%，较上月回升 0.7 个百分点，连续 5 个月回升。加息推进过程中，由于前期持有低利率的购房者不愿出售房产，以及美国新房市场长时间供应偏紧，美国房屋价格同期表现较强。而伴随加息的结束以及降息周期的启动，美国房地产市场有望维持偏强。

与此同时，从美国 BEA 消费指数、RedBook 零售指数来看，美国消费活动小幅降温。截至 2023 年 12 月 22 日当周的初请失业金人数回升至 21.8 万人，小幅高于市场预期，显示经济活动仍在温和放缓。

图5：美国标普/CS 房价指数同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

在经济活动小幅降温的背景下，市场的降息预期维持偏强。截至去年底，市场预期美联储大概率在今年 3 月启动降息，全年降息 6 次，幅度在 150BP 左右。

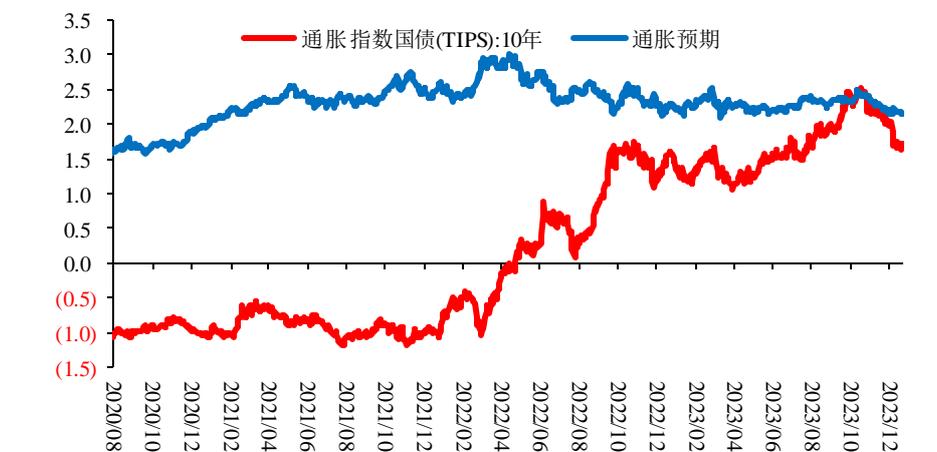
在美国货币政策转向宽松的同时，日本央行释放“鹰派”信号。2023 年 12 月 27 日日央行行长植田和男表示，不急于退出超宽松货币政策，如果实现可维持的 2% 通胀目标，则考虑调整货币政策。2024 年政策利率回升至 0 以上也并非完全没

有可能。欧央行官员 Holzmann 也有类似的鹰派表述，认为现在考虑降息还为时过早，不保证 2024 年会降息。

尽管日本、欧洲央行有鹰派表态，但海外市场依然在对美国宽松预期进行交易。10 年期美债收益率在 3.8% 左右波动，实际利率的下行主导了这一过程；美元指数下行至 101 附近；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6：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## ■ 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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路119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

国投证券宏观定期报告