



## 月度宏观洞察：静候佳音

- **中国：经济尚不至于“二次探底”，但需警惕复苏动能减退和政策支持不及预期风险。**2023年11-12月发布的实体经济数据以及高频数据显示需求端导致的复苏动能减弱，尤其是房地产销售在政策刺激下改善仍较为有限。然而经济复苏亦有亮点，供给端和服务业表现尚可。我们认为经济活动还未到自去年二季度“探底”之后“二次探底”的程度。然而重磅会议强调高质量发展。如果此后政策刺激显著减弱，那么我们亦不能排除经济有“二次探底”的可能性。
- **我们依然坚定相信还需更多政策支持以帮助经济完全进入正轨。**积极的财政政策或将继续领衔政策宽松。随着一万亿元特别国债开始发放以及抵押补充贷款的重启，财政政策短期或狠抓落实以帮助促进“有效益的投资”。近期货币政策的宽松定调较7月政治局会议有所收敛。不过我们依然相信至少今年上半年货币政策会维持相对宽松，预计还有2次25个基点的降准，其中一次或在农历新年前。我们亦不排除降息的可能性，但其空间和可能性或低于降准，具体将取决于经济复苏情况。房地产政策或三管齐下、继续加码，直至行业企稳。在政策刺激继续的前提下，我们认为2024年经济将继续温和复苏，并向全面正常化发展。然而，考虑到房地产行业企稳较慢以及稳增长政策在高质量发展要求下可能会不及预期，我们4.7%的全年经济增速预测目前面临较大的下行风险。人民币兑美元汇率短期或小幅波动，中期温和升值，今年年底或到6.9左右。
- **美国：降息有45%的可能性被提前至二季度，以帮助经济避免衰退。**在超预期鸽派的美联储12月会议之后，市场上对于降息的预期大幅提前至3月份，预计全年降息6-7次。美联储的鸽派立场已显著拉低美国国债收益率，金融条件也开始放松。然而从目前经济数据基本面来看，核心通胀的下行道路仍充满不确定性，劳动力市场有所收紧但仍不够显著，经济韧性仍强。一季度就开启降息的可能性仍较低。我们维持美联储7月开启降息、2024年降100个基点的基本观点，但认为有45%的概率降息可能被提前到二季度。在降息被提前到二季度的情况下，全年降息幅度或在100-150个基点之间，温和的经济衰退大概率有望被避免。然而提前降息也并非一劳永逸，有可能伴随着通胀率在更长时间内维持在2%的目标水平以上，以及经济过热的风险。
- **风险提示：中国方面，政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、地缘政治风险；美国方面，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，美联储再次转鹰派导致市场震荡。**

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年1月5日



扫码关注浦银国际研究

# 目录

(一) 引言.....	4
(二) 中国——警惕复苏动能减退和政策不及预期风险 .....	4
经济动能整体而言有所放缓.....	4
重磅会议定调 2024 年经济工作改革与增长并重，稳经济政策或不及预期 .....	8
经济接下来将何去何从？ .....	11
(三) 美国——降息将至？ .....	14
在鸽派的美联储 12 月会议后，降息预期大幅提前.....	14
然而经济数据或不支持如此迅速的降息.....	15
虽然我们为一季度就开启降息的可能性较低，但是降息被提前到二季度的概率明显增加 .....	19

## 图表目录

图表 1: CPI 通胀率继续下滑到-0.5%，连续两个月录得负读数.....	5
图表 2: 中长期贷款，尤其是企业部分的，大幅低于去年同期 .....	5
图表 3: M1 增速创造排除春节效应月份外的新低.....	5
图表 4: 11 月工业生产和出口增速尚可，消费下行较为显著 .....	5
图表 5: 12 月制造业 PMI 再次走低，但非制造业 PMI 有所边际改善 .....	5
图表 6: 需求的下降，不论是内部还是外部的，是制造业 PMI 收缩的主要原因.....	5
图表 7: 11 月零售数据细节显示服务零售增速尚可，但商品零售两年复合平均增速显著下滑 ...	6
图表 8: 除新开工外，其余房地产相关数据继续恶化 .....	6
图表 9: 70 大中城市房价环比跌幅维持在-0.4%.....	6
图表 10: 30 大中城市房产销售同比增速 .....	7
图表 11: 30 大中城市房产销售环比增速 .....	7
图表 12: 17 城二手房销售（套数）同比增速 .....	7
图表 13: 34 城一手房销售同比增速 .....	7
图表 14: 制造业投资累计同比增速连续三个月加速 .....	8
图表 15: 电影票房在元旦小长假期间亦表现不俗 .....	8
图表 16: 广义赤字率去年 8 月起开始回升 .....	9
图表 17: 抵押补充贷款在 2023 年 12 月重启，新增 3500 亿元.....	9
图表 18: 虽然存款准备金率一路下滑，但是距离此前历史最低点的 6%还有一定距离 .....	10
图表 19: 银行息差已在 2023 年三季度跌至 1.73%的历史新低，息差压力将制约降息的内在空间 .....	10
图表 20: 2023 年 9 月起地方政府房地产放松政策落实情况 .....	11

图表 21: 金融市场仅对显著的政策刺激做正面调整, 对正面的经济数据基本不做反应 .....	12
图表 22: 美元兑人民币汇率 12 月在 7.1 附近浮动 .....	13
图表 23: 资金流动近几个月有所改善 .....	13
图表 24: 12 月美联储会议后, 市场预期对 2024 年上半年降息概率大增 .....	14
图表 25: FOMC 12 月会议更新各经济指标预测 .....	14
图表 26: 美联储的超预期鸽派表态继续提振美国股市, 并拉低国债收益率 .....	15
图表 27: 圣路易斯金融压力指数也随之显著放松, 尽管芝加哥联储的全国金融状况指数仍然较紧 .....	15
图表 28: 周度经济指数显示经济韧性仍强 .....	16
图表 29: 消费品零售数据再次超市场预期, 餐饮零售表现亦不俗 .....	16
图表 30: 个人商品和服务消费依然呈现上升趋势 .....	16
图表 31: 工业增加值环比增速反弹至 0.2% .....	16
图表 32: 耐用品订单 11 月大增, 但除飞机外的非防务资本品订单仅略微上升 .....	16
图表 33: 除新屋开工外, 大部分房产相关数据下滑 .....	16
图表 34: 尤其是在按揭利率有所下滑的情况下, 新房销售仍显著下滑 .....	17
图表 35: 11 月非农新增就业人数反弹至 19.9 万人 .....	17
图表 36: 失业率出于意料地下跌 0.2 个百分点到 3.7% .....	17
图表 37: 时薪同比增速停止了连续三个月的下滑, 持平在 4% .....	17
图表 38: JOLT 职位空缺人数自 8 月起一路滑落, 职位空缺和失业人数比例缓慢下行至 1.4 ..	18
图表 39: 周度的当周初次申请失业金人数连续三周上升 .....	18
图表 40: 美国核心通胀同比 11 月持平, 但核心 PCE 加速下行 .....	18
图表 41: 未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期 12 月均大幅下行 .....	18
图表 42: 近期相关报告列表 .....	20

# 月度宏观洞察：静候佳音

## (一) 引言

在过去的一个多月时间里，中美经济分化似乎又有所扩大。中国方面，经济的复苏动能有所减弱，中央经济工作会议透露出的改革和增长并重的信号意味着接下来周期性稳增长政策或不及市场预期。在高质量发展的要求下，经济动能会否继续减弱？中国政府又将如何应对复苏动能的减弱？

美国方面，美联储 12 月会议透露出防衰退的重要性或高于继续抑制高于 2% 目标水平的通胀，降息或提前发生，股债双市均做出积极反应。降息是否能如市场预期般在一季度就开始兑现？提早降息是否会再次抬高通胀和导致经济过热？

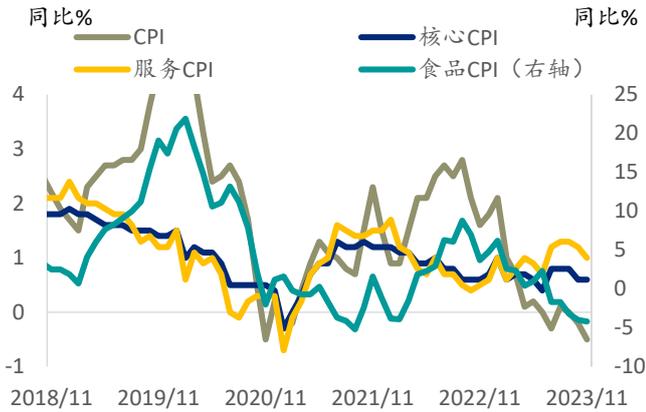
## (二) 中国——警惕复苏动能减退和政策不及预期风险

经济动能整体而言有所放缓

**2023 年 11 月数据显示需求端导致的复苏动能减弱。**首先，CPI 通胀率继续下滑到 -0.5%，连续两个月录得负读数。虽然食品价格（尤其是猪肉价格）的持续下跌是主要拖累项之一，但是核心 CPI 维持在较低水平，服务业 CPI 也有所下滑（图表 1）。再通胀之路或仍有波折。其次，信贷数据依然不理想，尤其是更具代表性的中长期贷款。除了居民中长期贷款（主要是房贷）依然较弱之外，企业的部分也大幅低于去年同期（图表 2）。叠加 M1 增速再创新低（图表 3），我们认为企业的投资意愿依然不足。再次，社会消费品零售总额两年复合增速下滑 1.7 个百分点到 1.8%（图表 4），低于市场预期。“双十一”电商促销的疲软表现连累商品零售显著下滑（图表 7）。最后，固定资产投资增速虽然没有继续下滑，但仍维持在 2.9% 的较低水平上。

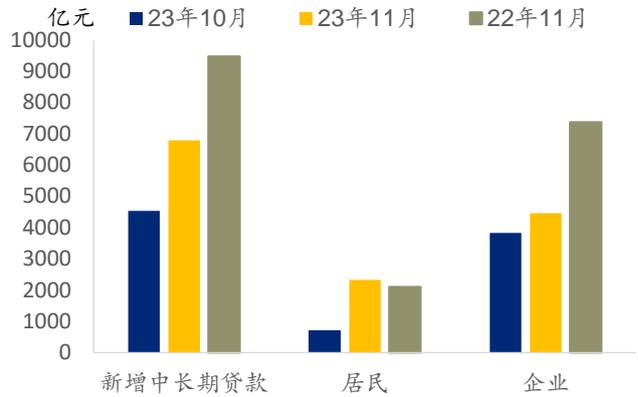
**PMI 数据显示 12 月情况或并无显著好转。**国家统计局发布的 12 月制造业 PMI 再次收缩 0.4 个百分点到 49（图表 5），明显低于市场预期（49.6）。其中需求的下降，不论是内部还是外部的，是主要原因（图表 6）。非制造业 PMI 虽然边际改善 0.2 个百分点，但这主要是得益于财政刺激之下建筑业 PMI 的修复，服务业 PMI 保持不变。

**图表 1: CPI 通胀率继续下滑到-0.5%，连续两个月录得负读数**



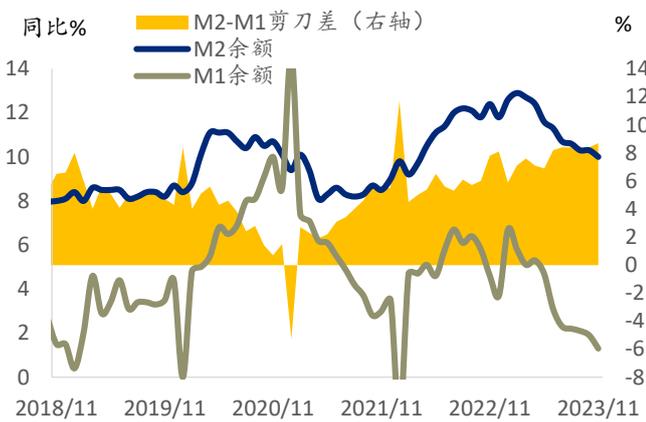
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 2: 中长期贷款, 尤其是企业部分的, 大幅低于去年同期**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 3: M1 增速创造排除春节效应月份外的新低**



资料来源: Wind, 浦银国际

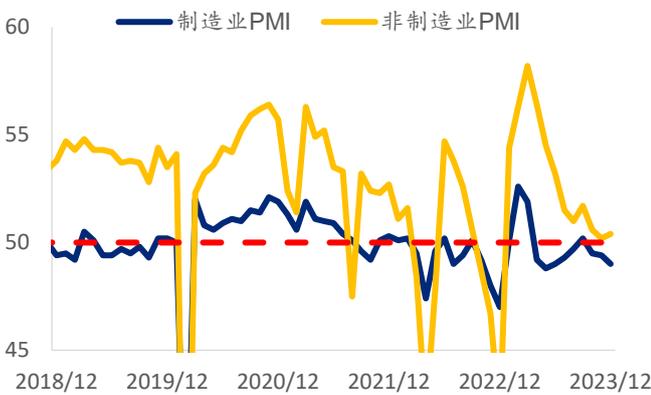
**图表 4: 11 月工业生产和出口增速尚可, 消费下行较为显著**



注: 为了避开基数效应, 2023 年使用两年平均增速

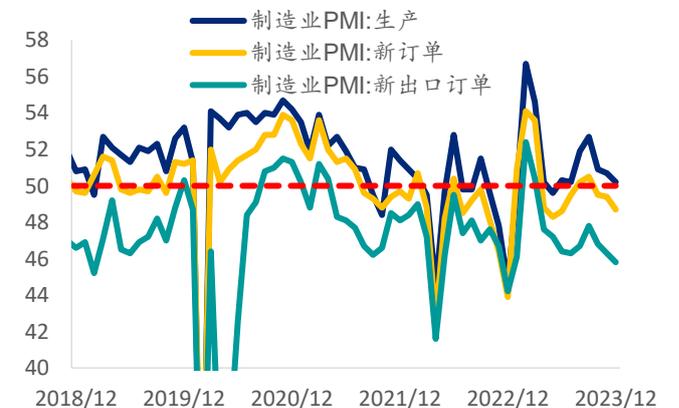
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 5: 12 月制造业 PMI 再次走低, 但非制造业 PMI 有所边际改善**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 6: 需求的下降, 不论是内部的还是外部的, 是制造业 PMI 收缩的主要原因**



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7：11月零售数据细节显示服务零售增速尚可，但商品零售两年复合平均增速显著下滑

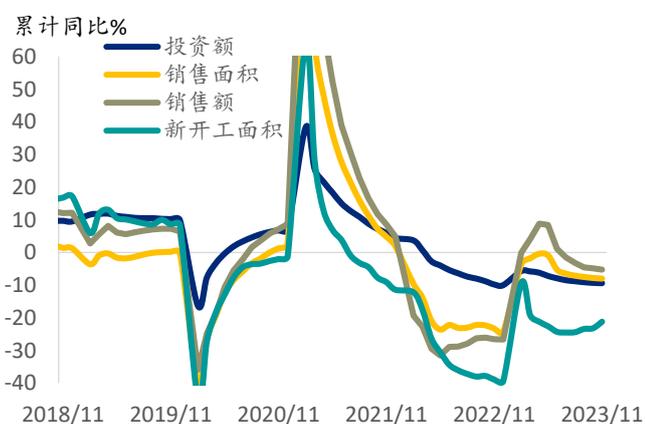
	23年11月				23年10月		23年1至11月			
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)	
社会消费品零售总额	10.1	1.8	8.0	22.3	7.6	3.5	7.2	3.6	44.4	
服务零售							19.5			
餐饮	25.8	7.3	9.7	75.7	17.1	3.7	19.4	7.0	74.5	
商品零售	8.0	1.0	7.8	12.5	6.5	3.5	5.9	3.2	40.5	
必需品										
粮油、食品、饮料、烟酒	6.8	4.2	9.2	45.5	6.6	6.4	6.0	6.6	68.5	
日用品类	3.5	-3.0	17.5	-17.2	4.4	1.0	3.6	2.0	14.0	
能源类	7.2	2.7	0.5	541.2	5.4	3.1	6.5	8.8	875.0	
自选消费										
服装鞋帽针纺织品类	22.0	1.5	4.6	32.0	7.5	-0.3	11.5	2.9	95.0	
化妆品类	-3.5	-4.1	16.8	-24.1	1.1	-1.3	4.7	0.8	6.3	
金银珠宝类	10.7	1.5	-1.1	133.2	10.4	3.6	11.9	6.4	NA	
通讯器材类	16.8	-1.9	12.1	-15.7	14.6	2.2	6.6	1.7	19.4	
汽车类	14.7	4.8	-1.8	268.1	11.4	7.6	6.2	3.3	-295.5	
住房相关										
家用电器和音像器材类	2.7	-7.8	9.7	-80.8	9.6	-3.0	0.6	-1.2	-20.3	
家具类	2.2	-0.9	6.5	-14.6	1.7	-2.5	2.8	-2.45	-44.5	
建筑及装潢材料类	-10.4	-10.2	-0.3	NA	-4.8	-6.8	-7.8	-6.8	-226.7	

资料来源：Wind，浦银国际

房地产行业迟迟没有企稳迹象或仍是经济最大症结所在。除新开工同比跌幅再度收窄之外，其余房地产数据均继续走弱：房地产投资累计同比增速再跌 0.1 个百分点到 -9.4%（图表 8）。按销售面积和销售额来看，11 月房地产销售的同比跌幅均有所扩大，而在 10 月按销售额计算的同比跌幅曾有所收窄。房价继续下滑，70 大中城市新建商品住房价格环比再跌 0.4%，一二线城市均有下跌（图表 9）。

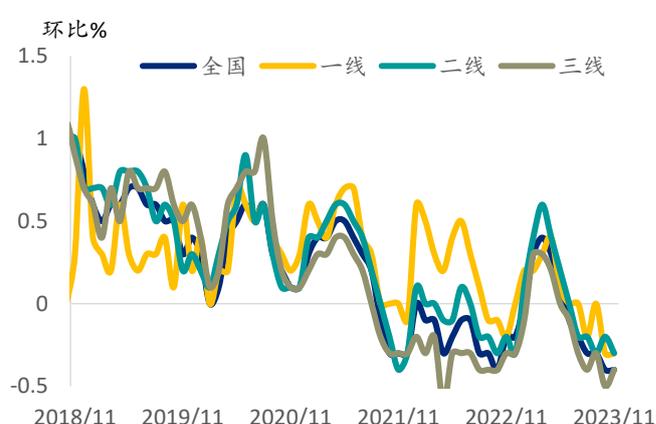
高频数据显示 12 月上半月销售动能持续转弱，触发近期北京上海的房地产政策优化。而后在 12 月下半月一线城市的政策优化对整体房产销售起到一定边际改善作用（图表 10、图表 11），但是可持续性仍存疑。从房屋属性来看，二手房销售仍远高于一手房（图表 12、图表 13），尤其在一线城市。一二线城市的政策成效明显好于一早优化房地产政策的三线城市。

图表 8：除新开工外，其余房地产相关数据继续恶化



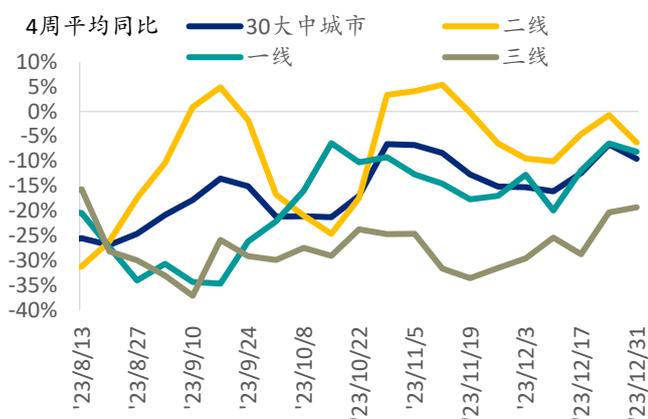
资料来源：Wind，浦银国际

图表 9：70 大中城市房价环比跌幅维持在 -0.4%



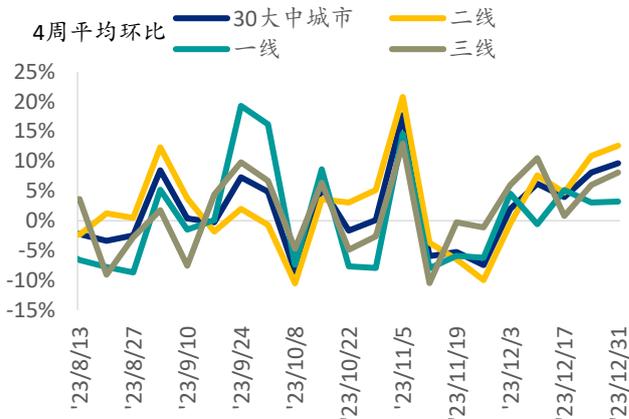
资料来源：Wind，浦银国际

图表 10: 30 大中城市房产销售同比增速



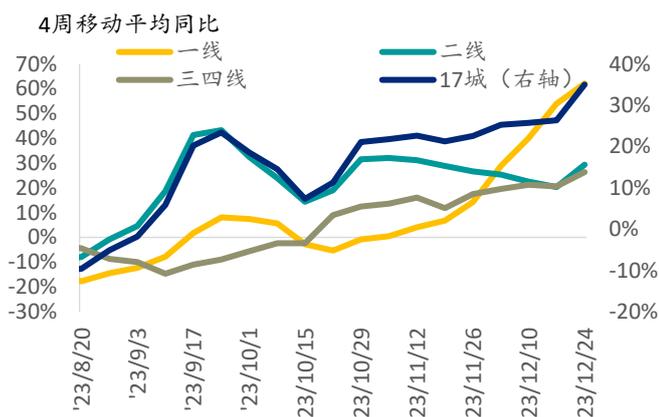
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 30 大中城市房产销售环比增速



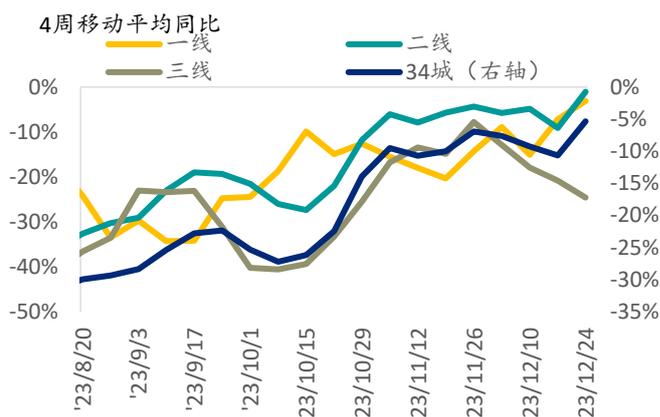
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: 17 城二手房销售 (套数) 同比增速



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 34 城一手房销售同比增速



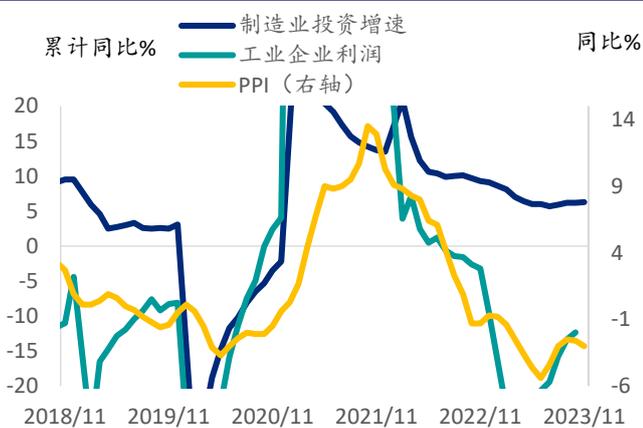
资料来源: Wind, 浦银国际

然而经济复苏亦有亮点，供给端和服务业表现尚可。供给端方面，工业生产总值同比增速超预期加快 2 个百分点到 6.6%，不过两年复合增速略微下滑（11 月：4.4%，10 月：4.8%）。在工业去库存周期已结束的大背景下，除非内需持续显著下滑，不然我们相信工业生产仍将维持韧性（2023/2024E 增速：4.4%/4.5%）。与此同时，制造业投资累计同比增速连续三个月加速。[中央经济工作会议](#)将建设现代化产业体系摆在 2024 年经济工作的第一位。在持续的政策支持和预计 PPI 和出口回升的情况下，我们认为制造业投资今年或继续回升（2023/2024E 增速：6.4%/7.5%；图表 14）。

后疫情时代服务业引领的经济复苏仍在继续。虽然服务业 CPI 增速略有下滑，但是服务零售累计同比增速 11 月加快 0.5 个百分点到 19.5%，餐饮零售两年复合增速亦上升 3.6 个百分点到 7.3%（图表 7）。高频数据方面，电影票房在元旦小长假期间亦表现不俗（图表 15）。

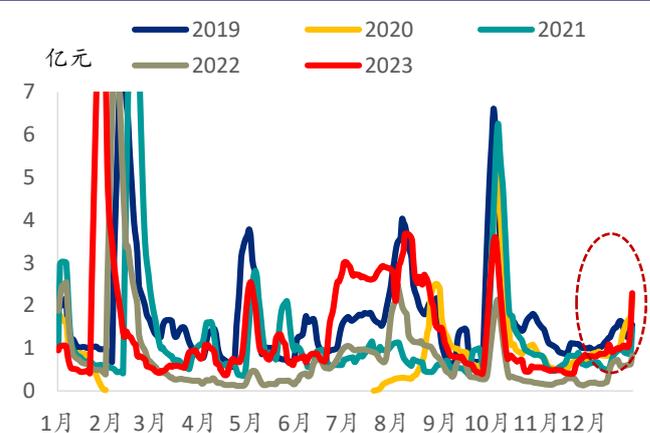
此外，代表外需的出口增速（按美元计价）在低基数效应下也终于转正（图表 4）。我们预计出口或将受益于低基数效应、科技周期的转向以及欧美补库存周期，2024 年出口增速将有所边际改善（2023/2024E: -4.5%/2%）。

图表 14: 制造业投资累计同比增速连续三个月加速



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 电影票房在元旦小长假期间亦表现不俗



资料来源: Wind, 浦银国际

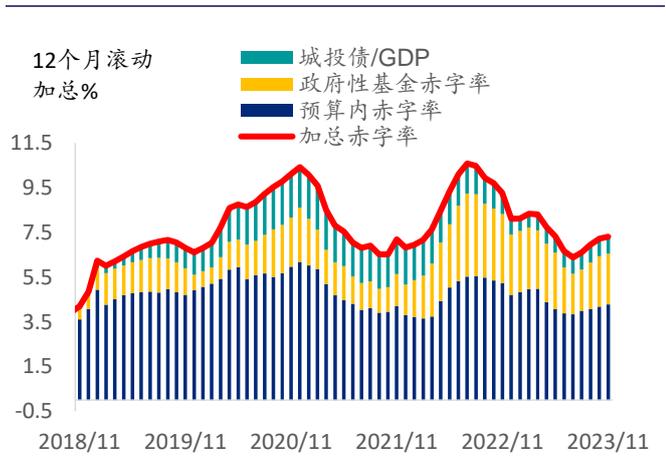
## 重磅会议定调 2024 年经济工作改革与增长并重，稳经济政策或不及预期

中央经济工作会议（简称“会议”）定调 2024 年高质量发展，周期性政策刺激或低于市场的预期。虽然我们相信经济增速对新一年经济工作仍然重要，但是会议通稿中的一些表述意味着政府或更重视高质量增长，改革的重要性明显高于去年。首先，“稳增长”不再放在“三稳”目标的首位，而是让位于“稳预期”。其次，相比 7 月份政治局会议强调宏观政策的逆周期调节，此次会议和 12 月政治局会议新加入“跨周期调节”的措辞或意味着必要时刺激政策将退出。再次，在去年会议“稳中求进”的基础上加上“先立后破”亦暗示改革意图。最后，“转方式、调结构、提质量、增效益”也表明了对调整经济结构、提高经济质量以及改善政策效益的要求。在更重视改革和高质量发展的背景下，大规模政策刺激出台的可能性很低，稳增长的政策刺激在新的一年可能会低于此前市场和我们的预期。后续还需继续观察具体政策出台。接下来需要关注预计在今年一季度召开的三中全会（定调五年改革重点）以及三月的两会（参见：[中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激](#)）。

**财政政策领衔政策刺激。**会议提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。我们相信财政政策将成为新的一年里稳增长防风险主力军，短期财政端政策或狠抓落实以帮助促进“有效益的投资”<sup>1</sup>。据[央视新闻](#) 2023年12月19日报道，一万亿元特别国债里的首批资金（2379亿元）已经下达，主要分成了三部分——灾后恢复重建、高标准农田建设和气象基础设施项目建设。此外，时隔13个月之后，抵押补充贷款终于在2023年12月重启，新增3500亿元（图表17）。

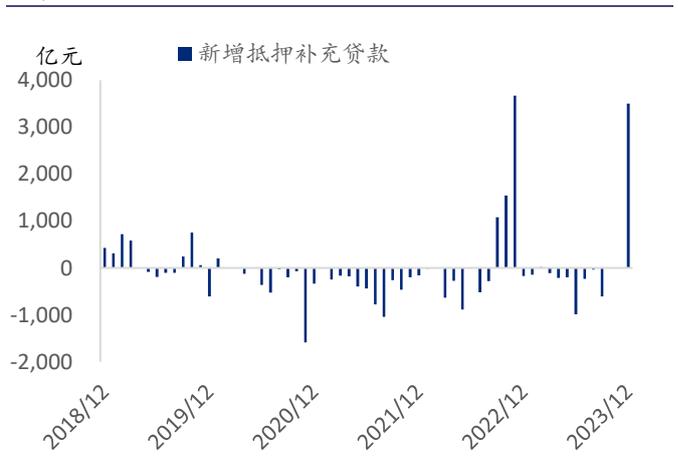
今年来看：1) 我们预计财政赤字率被定在3.5%-3.8%的区间内，尽管政策支持或有不及预期的风险。[路透社](#)报道说中央打算将赤字率定在3%。2) 地方政府专项债额度也有可能小幅上升2000亿元，总额度达到4万亿元。会议通稿的表述——“合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围”意味着专项债或成为三大工程融资来源之一，且专项债撬动其他资金的杠杆作用有望提升。3) 相较2022年会议通稿，新添的“落实好结构性减税降费”或暗示2024年减税降费幅度或高于2023年。4) 推出大规模促消费政策的可能性或较低。5) 化债工作或稳健推动。短期来看，我们相信特殊再融资债的发行会继续，以解燃眉之急。中期来看，“谋划新一轮财税体制改革”或意味着财税再分配改革或帮助地方政府改善对土地收入和隐性债务的融资依赖。

**图表 16: 广义赤字率去年 8 月起开始回升**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 17: 抵押补充贷款在 2023 年 12 月重启, 新增 3500 亿元**



资料来源: Wind, 浦银国际

<sup>1</sup> 重点领域包括大规模设备更新、关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳等。

近期货币政策的宽松定调较 7 月政治局会议有所收敛。相较 7 月政治局会议，虽然货币政策定调仍为“稳健”，但是 12 月政治局会议和中央经济工作会议均新添“灵活适度、精准有效”等表述。和去年中央经济工作提出的“精准有力”相比，“精准有效”的表述也体现了货币政策在新的一年里将更强调政策成效，力度上或有所减退。不过，此次会议提出要“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”。由于今年通胀率较低，政府不再要求社融和 M2 同名义 GDP 增速相匹配，而是和实际增速和价格预期目标相匹配（至少 7.5% 以上）<sup>2</sup>。这意味着信贷环境或仍维持适度充裕。

和我们预期的一样，即便数据边际走弱，央行在 2023 年 12 月并没有降准/降息，而是继续用超额续作 MLF 来熨平流动性需求。不过我们依然相信至少今年上半年货币政策会维持相对宽松，预计还有 2 次 25 个基点的降准（图表 18），其中一次或在农历新年前。

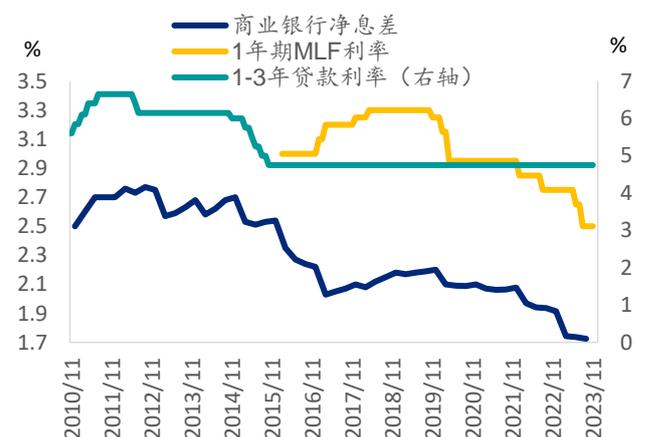
降息或根据经济复苏情况而定。虽然美国加息周期结束有助于缓解人民币的压力，降息的外部制约有所减弱，实际利率由于通胀下行近半年也有所抬升，但是银行息差已在 2023 年三季度跌至 1.73% 的历史新低（图表 19）。尽管 12 月底的银行存款利率下调或有助于缓解息差压力，我们仍认为该因素将制约降息的内在空间。我们不排除央行在今年再次降息的可能，但从概率和空间上来说要小于降准。如有必要（经济动能和通胀持续走弱、以及息差有所修复），央行或再降息 10 个基点。

图表 18: 虽然存款准备金率一路下滑，但是距离此前历史最低点的 6% 还有一定距离



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 19: 银行息差已在 2023 年三季度跌至 1.73% 的历史新低，息差压力将制约降息的内在空间



注: 在 MLF 利率发布之前，我们用 1-3 年贷款利率作为政策利率代表。  
资料来源: Wind, 浦银国际

<sup>2</sup> 假定 4.5% 的增长目标，3% 的通胀目标，那么预计信贷增速目标至少在 7.5% 以上。

**房地产政策或三管齐下、继续加码，直至行业企稳。**重磅会议对房地产政策的表述延续此前中央金融工作会议的提法，依然强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”以及“加快三大工程建设”。我们相信需求端政策短期内继续重落实和观望成效。跟随广州和深圳的脚步，剩余两大一线城市——北京和上海在去年 12 月 14 日也优化了购房政策。然而如果今年一季度政策成效不及预期，则有望继续加码。供给端政策或加快落实 11 月以来制定的救助方案，例如房企融资白名单和银行房地产贷款的“三个不低于”。三大工程（即城中村改造、保障性住房和平急两用公共基础设施）建设或为今年稳地产的重要一环（参见：[2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场](#)）。

虽然会议表态更注重防风险和房地产行业新模式，但是我们认为考虑到房地产行业对中国经济的重要性，没有房地产行业的企稳，就难言中国经济实现了全面复苏。我们依然维持今年年中房产销售企稳的基本判断，但承认存在房产销售企稳偏向更晚时点的可能性。

**图表 20：2023 年 9 月起地方政府房地产放松政策落实情况**

	城市数量	地区名称
认房不认贷	1 线：4；2 线：33	北京、上海、广州、深圳、安徽、成都、大连、东莞、鄂州、佛山、福州、哈尔滨、杭州、合肥、惠州、济南、江门、兰州、南京、南宁、宁波、宁德、青岛、清远、三亚、厦门、沈阳、苏州、天津、无锡、武汉、西安、长沙、郑州、中山、重庆、珠海
降低首付比例	1 线：4；2 线：6	上海、北京、深圳、广州、厦门、青岛、郑州、大连、南京、沈阳
下调房贷利率下限	1 线：4；2 线：4	上海、北京、深圳、广州、青岛、大连、南京、重庆
全面取消限购	2 线：16	宁波、长沙、厦门、成都（144 平以上）、武汉、青岛、无锡、合肥、福州、郑州、济南、苏州（120 平以上）、兰州、大连、南京、沈阳

资料来源：新闻整理，浦银国际

## 经济接下来将何去何从？

暂且谈不上“二次探底”，但仍需警惕此风险。虽然经济动能整体有所减弱，但是供应端、服务业和进出口表现尚可。因此我们认为经济活动还未到自去年二季度“探底”之后“二次探底”的程度。然而重磅会议强调高质量发展。如果此后政策刺激显著减弱，那么我们亦不能排除经济有“二次探底”的可能性。我们依然坚定相信还需更多政策支持以帮助经济完全进入正轨。

在政策刺激继续的前提下，我们认为 2024 年经济将继续温和复苏，并向全面正常化发展。尽管市场上有声音认为增长目标会依然维持在 5% 左右，我们认为 4.5%-5% 的增长目标或更符合实际情况和适应高质量发展要求。具体实现方面，考虑到高基数效应以及地方政府和房地产企业去杠杆的持续影响，我们维持今年实际经济增速在 4.7% 的基本预测。

但必须承认我们 4.7% 的经济增速预测目前面临较大的下行风险。考虑到房地产行业企稳较慢以及稳增长政策在高质量发展要求下可能会不及预期，我们的经济增速预测目前面临较大的下行风险。不过我们认为 4.5% 或为经济政策底，如果政府认为全年经济增速有可能达不到 4.5%，政策刺激可能再次显著加码。

市场信心的改善或还取决于房地产的企稳以及更为全面的经济复苏。12 月政府并未发布增量刺激政策，再加上经济动能的放缓以及高质量发展的会议定调，沪深 300 指数继续下滑（图表 21）。值得注意的是，会议通稿新增“稳预期”并放在“稳增长”前面，体现了“稳预期”在新一年经济工作中的重要性。我们相信政府有可能通过改善政策透明度以及增强与市场的沟通以改善预期，有助于改善市场预期的政策措施亦可期。尽管如此，最终市场情绪的改善还是要取决于房地产行业企稳和经济复苏更为全面共同推动的经济基本面的彻底改善。

图表 21：金融市场仅对显著政策刺激做正面调整，对正面的经济数据基本不做反应



资料来源：Wind，浦银国际

## 人民币短期或小幅波动，中期温和升值

短期来看，人民币仍可能小幅波动，并面临一定的贬值压力。和我们预测的一致，人民币兑美元汇率 2023 年底停留在 7.1 附近的水平上。尽管美元在美联储降息预期升温后于去年 12 月继续回落，但是中国经济复苏亦有所放缓，导致人民币升值幅度不及美元贬值幅度，CFETS 人民币汇率指数 12 月小幅下降（图表 22）。我们认为短期内人民币兑美元仍有一定贬值压力，尽管压力最大的时期或已过去：首先，由于美联储政策转向导致的美元贬值或已接近尾声。朝前看，美国经济相对其他经济体的比较优势或仍将帮助维持美元强势。我们认为上半年美元指数或仍维持在 100 以上。其次，近期市场信心又有所回落。从历史规律来看，政府在农历新年前再发布显著增量刺激的可能性并不高。最后，新的一年换汇额度的重启以及农历新年出境游的需求均可能造成换汇需求的大幅增加。

中期来看，人民币仍有升值空间。从外部条件来看，人民币汇率将得益于美元指数走弱和中美利差的缩小。从内部经济基本面来看，如果像我们所期待的——今年的经济复苏将更均衡，尤其房地产行业有望企稳，那么经济复苏的最终确认将有助于资金回流中国（图表 23）和汇率升值。

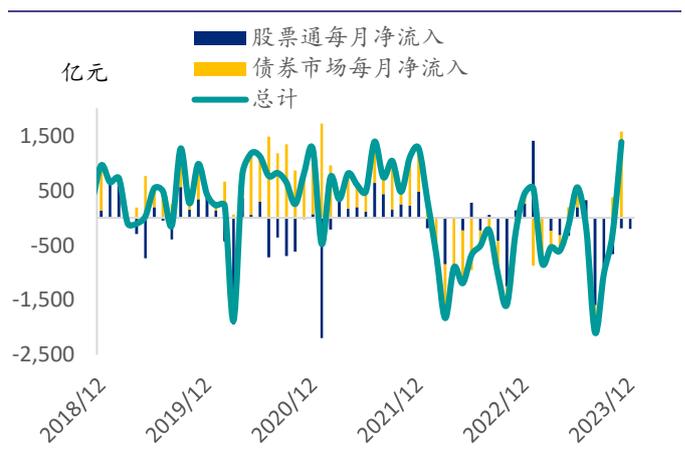
但是，人民币升值空间受到一定制约。我们预计经常项目顺差占 GDP 的比重将从 2023 年的 1.6% 跌到 2024 年的 1.2%。外商直接投资能否在政策鼓励下再度转正尚不得而知。在人口老龄化、债务等结构性问题没有显著改善的情况下，外资回流幅度或难现昔日辉煌。这些国际收支上的压力或将限制人民币升值幅度。我们预计美元兑人民币汇率或从 2023 年年底的 7.1 降到今年年底的 6.9 附近。

图表 22: 美元兑人民币汇率 12 月在 7.1 附近浮动



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 23: 资金流动近几个月有所改善



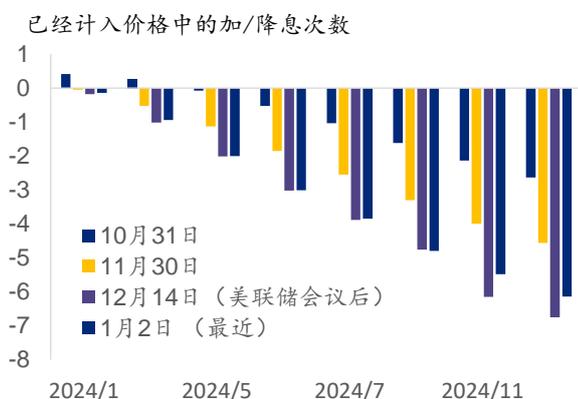
资料来源: Wind, 浦银国际

### (三) 美国——降息将至？

#### 在鸽派的美联储 12 月会议后，降息预期大幅提前

12 月美联储会议决定再次暂停加息，整体论调较市场预期更为鸽派。1. 基本承认加息已结束。会议声明表示经济活动相比第三季度的强劲步伐已放缓，通胀在过去的一年已放缓，利率指引改成“考虑需要的任何额外紧缩程度”。鲍威尔亦承认政策利率已经接近顶端。2. 承认开始讨论降息。鲍威尔不再认为“讨论降息仍不成熟”，而在新闻发布会上表示，降息讨论已经逐渐进入视野（参见：[12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？](#)）。此外，和我们此前预测的一致，季度美联储经济预测（SEP）暗示美联储 2024 年降息的次数由 9 月会议的 2 次（50 个基点）上升到 3 次（75 个基点、图表 25）。在 12 月美联储会议之后，市场已经计入 2024 年 3 月开始降息，全年降息 6-7 次（图表 24）。不过美联储预测的 3 次降息仍和市场预期的相差甚远，在 1 月 3 日发布的美联储会议纪要亦适当拉回了此前的鸽派表态。我们认为还需谨慎预期落空风险。

图表 24：12 月美联储会议后，市场预期对 2024 年上半年降息概率大增



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25：FOMC 12 月会议更新各经济指标预测

单位 (%)		2023	2024	2025
实际 GDP 同比增速	12 月	2.6	1.4	1.8
	9 月	2.1	1.5	1.8
失业率	12 月	3.8	4.1	4.1
	9 月	3.8	4.1	4.1
PCE 同比增速	12 月	2.8	2.4	2.1
	9 月	3.3	2.5	2.2
核心 PCE 同比增速	12 月	3.2	2.4	2.2
	9 月	3.7	2.6	2.3
联邦基金利率	12 月	5.4	4.6	3.6
	9 月	5.6	5.1	3.9

资料来源：美联储，浦银国际

即便尚未开启降息，金融条件已经开始放松。美联储的超预期鸽派表态继续提振美国股市，并拉低国债收益率（图表 26）。美国 10 年期国债收益率自 11 月起已下跌超过 100 个基点。圣路易斯金融压力指数也随之显著放松，尽管芝加哥联储的全国金融状况指数仍然较紧（图表 27）。

**图表 26: 美联储的超预期鸽派表态继续提振美国股市, 并拉低国债收益率**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 27: 圣路易斯金融压力指数也随之显著放松, 尽管芝加哥联储的全国金融状况指数仍然较紧**



资料来源: Wind, 浦银国际

## 然而经济数据或不支持如此迅速的降息

首先, 实体经济数据韧性仍强, 经济增速下滑的速度或慢于我们之前的预期 (图表 28)。在消费方面, 消费品零售数据再次超市场预期, 环比增速从 10 月的-0.2%回升到 11 月的 0.3%。除了受假日折扣提振之外, 餐饮业零售环比增速亦明显加快 (图表 29)。个人消费支出, 不论是商品还是服务, 也继续呈现向上趋势 (图表 30)。

在制造业方面, 11 月工业增加值环比增速反弹至 0.2% (10 月: -0.9%, 图表 31)。虽然汽车行业罢工后的生产力回归是一部分原因, 但是航空、计算机和电子行业亦表现强劲。耐用品订单 11 月大增, 主要是因为较为波动的飞机订单以及汽车行业此前罢工的扰动, 但除飞机外的非防务资本品订单仅略微上升 (图表 32)。

不过在房地产领域, 走弱趋势仍在继续——除新屋开工外, 大部分房产相关数据下滑 (图表 33)。尤其是在按揭利率有所下滑的情况下, 新房销售仍显著下滑 (图表 34)。

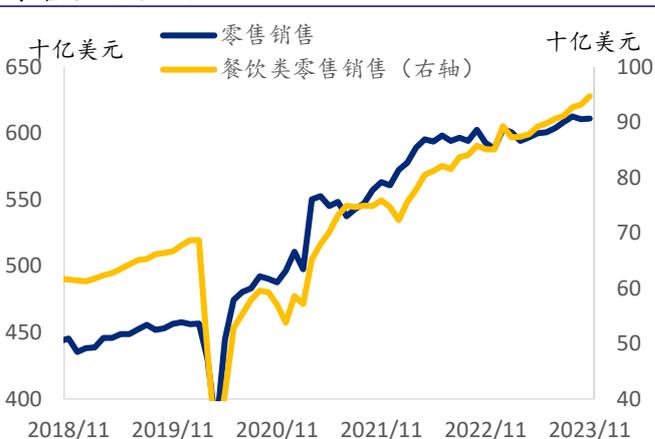
根据 10-11 月的数据发布情况, 我们相信四季度经济增速环比仍能维持在 2% 附近。

图表 28: 周度经济指数显示经济韧性仍强



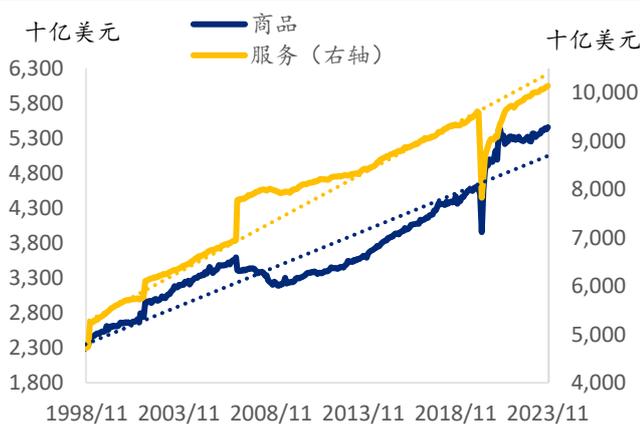
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 29: 消费品零售数据再次超市场预期, 餐饮零售表现亦不俗



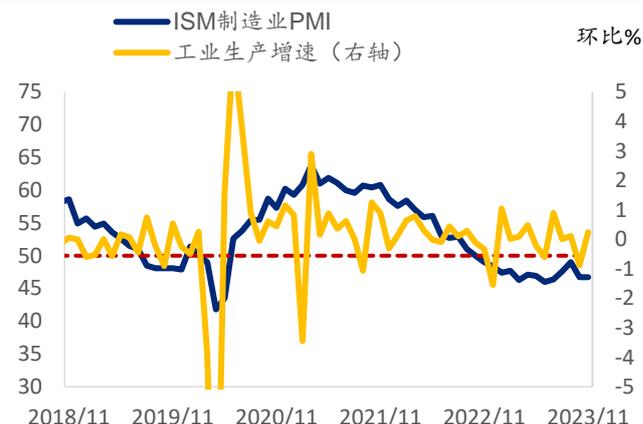
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 30: 个人商品和服务消费依然呈现上升趋势



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 31: 工业增加值环比增速反弹至 0.2%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 耐用品订单 11 月大增, 但除飞机外的非防务资本品订单仅略微上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 33: 除新屋开工外, 大部分房产相关数据下滑



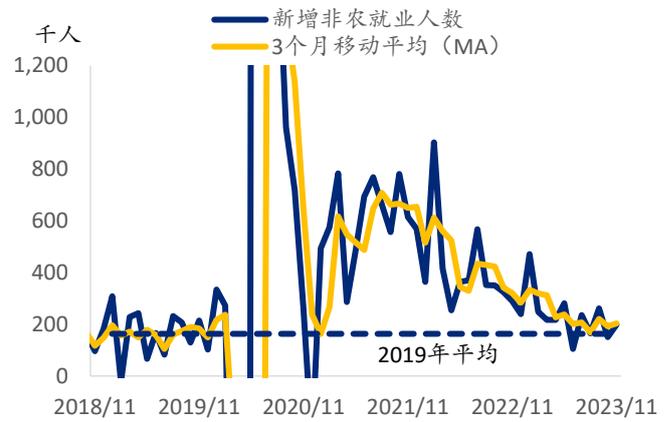
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 34：尤其是在按揭利率有所下滑的情况下，新房销售仍显著下滑**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 35：11月非农新增就业人数反弹至19.9万人**



资料来源：CEIC，浦银国际

其次，劳动力市场开始收紧，但收紧程度或仍不够显著。和我们此前预期一致，10月较弱的就业报告并不可持续：11月非农新增就业人数反弹至19.9万人（10月：15万人，图表35），失业率出乎意料地下跌0.2个百分点到3.7%（图表36），时薪同比增速停止了连续三个月的下滑，持平在4%（图表37）。即便如此，我们仍然相信劳动力市场已经处在收紧中。首先，汽车行业罢工对制造业就业数据的扰动或是11月较强非农就业的一大推动力，制造业新增就业回升到2.8万人，而10月份是下降3.5万人。其次，JOLT职位空缺人数自8月起一路滑落，职位空缺和失业人数比例缓慢下行至1.4，离1.2的疫情前水平差距明显收窄（图表38）。最后，周度的当周初次申请失业金人数连续三周上升，尽管对假日季来说仍然是一个偏低的水平（图表39）。

**图表 36：失业率出乎意料地下跌0.2个百分点到3.7%**



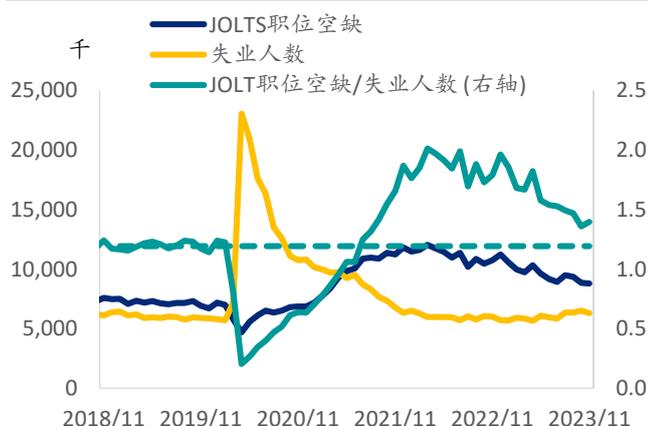
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 37：时薪同比增速停止了连续三个月的下滑，持平在4%**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 38: JOLT 职位空缺人数自 8 月起一路滑落, 职位空缺和失业人数比例缓慢下行至 1.4**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 39: 周度的当周初次申请失业金人数连续三周上升**

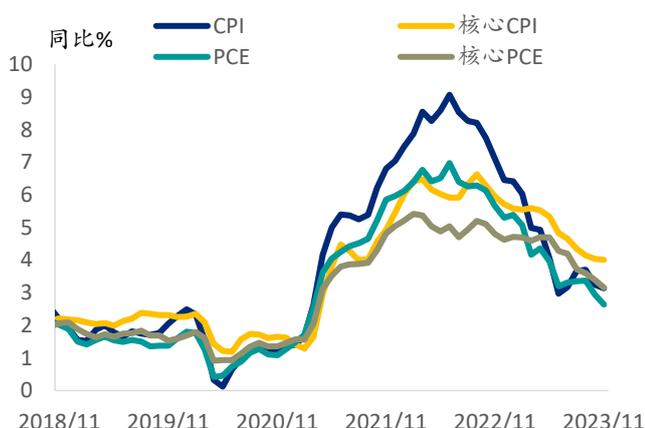


资料来源: CEIC, 浦银国际

最后, 核心通胀下行的道路仍不明朗。一方面, 我们看到核心通胀环比增速 11 月再次反弹, 主要受核心服务 CPI 走强的影响。另一方面, 美联储更为看重的核心 PCE 通胀环比 11 月超预期下行至 0.06% 的较低水平 (图表 40)。并且未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期 12 月均大幅下行 (图表 41)。

我们判断核心通胀的下行道路仍充满不确定性。短期来看, 劳动力成本仍将是影响除住房外核心服务价格下行的主要原因 (图表 37)。中期来看, 又有来自商品需求回升 (图表 30) 和住房价格反弹的潜在压力 (参见: [美国 11 月环比通胀率反弹, 论降息或言之尚早](#))。我们预计 CPI 从 2023 年的 4.2% 放缓到 2024 年的 2.6%。不过美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度或较小, 仅下降 1.4 个百分点到 2.8%。

**图表 40: 美国核心通胀同比 11 月持平, 但核心 PCE 加速下行**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 41: 未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期 12 月均大幅下行**



资料来源: CEIC, 浦银国际

虽然我们认为一季度就开启降息的可能性较低，但是降息被提前到二季度的概率明显增加

我们维持美联储7月开启降息、2024年降100个基点的基本观点，但认为有45%的概率降息可能被提前到二季度。从当前数据基本面来看，核心通胀的下行道路仍充满不确定性，劳动力市场有所收紧但仍不够显著，经济韧性仍强。因此我们仍然维持7月开始降息的基本观点。然而，从美联储12月份的表态来看，联储官员对经济陷入衰退的担忧似乎强于对通胀率在2%以上水平维持较长时间的担忧。如果劳动力市场和通胀数据持续给出正向信号，那么我们不排除降息将在二季度提前到来，全年降息幅度或在100-150个基点之间。在降息被提前的情况下，温和的经济衰退大概率有望被避免。然而提前降息也并非一劳永逸，有可能伴随着通胀率在更长时间内维持在2%的目标水平以上，以及经济过热的风险。

图表 42：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 12 月 15 日	<a href="#">11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023 年 12 月 14 日	<a href="#">12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">美国 10 月通胀超预期放缓，加息周期或已结束</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 11 月 2 日	<a href="#">美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？</a>
2023 年 10 月 18 日	<a href="#">三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式</a>
2023 年 10 月 13 日	<a href="#">美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早</a>
2023 年 10 月 6 日	<a href="#">国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 21 日	<a href="#">美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久</a>
2023 年 9 月 15 日	<a href="#">央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？</a>
2023 年 9 月 14 日	<a href="#">美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息</a>
2023 年 9 月 13 日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大？</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产，影响几何？</a>
2023 年 8 月 11 日	<a href="#">美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息</a>
2023 年 8 月 9 日	<a href="#">7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力</a>
2023 年 8 月 2 日	<a href="#">央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 27 日	<a href="#">美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束</a>
2023 年 7 月 25 日	<a href="#">7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023 年 7 月 20 日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023 年 7 月 19 日	<a href="#">促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023 年 7 月 13 日	<a href="#">美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议</a>
2023 年 7 月 11 日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？</a>
2023 年 7 月 7 日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值</a>
2023 年 7 月 6 日	<a href="#">美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

