

松地产再度加码，强非农推迟降息

定期报告

华金宏观·双循环周报（第43期）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

投资要点

◆ **美国强劲的非农就业数据大幅推迟美联储首次降息时点。**2024年首月美国非农就业的强劲表现大幅超出市场预期，新增就业超强、薪资增速反弹，劳动力缺口再度扩大，均指向劳动力市场紧张程度不降反升，“薪资通胀螺旋”不但没有解除反而进一步强化。实体经济火热运行的背景下，各行业劳动力需求普遍十分旺盛，服务业就业维持强劲，汽车行业工人罢工事件解决后制造业就业如我们此前预期出现了连续增长。劳动力市场旺盛的需求与有所降温的供给之间的鲜明对比，令美国劳动力缺口连续第二个月反弹，“薪资”已初现抬头端倪，未来数月间需警惕“通胀”再度螺旋上升的风险。美国劳动力市场再度趋于紧张，恰恰是导致美联储在启动降息时点上犹豫谨慎的关键问题，结合日前美联储 FOMC 会议之后鲍威尔在新闻发布会上较为强硬的发言基调，我们仍明确维持美联储首次降息预计不会早于 2024 年 9 月、美元指数全年可能围绕 105 高位中枢震荡波动的预测不变。外部金融环境对我国 2024 年货币政策的操作可能仍将持续形成紧缩性的外溢效应，货币政策空间需在更大程度上期待国内财政积极扩张，配合性宽松操作的时间窗口也需要进一步提升前瞻性，类似于 1 月下旬的提前于美联储决议的“先发制人”式降准操作对于稳定信用扩张信心和汇率预期同时具有良好的作用，我们预计下一次国内降准操作的黄金时间窗口将在 2024 年 9 月，维持此时刻可能降准 50BP 的预测不变。在此之前，财政政策扩张的力度和结构，将成为主导市场信心的重要关键因素。

◆ **地产政策放松再度加码，何时企稳仍将取决于内生需求。**1月下旬以来，房地产政策供需两侧放松均有再度加码。需求侧最新的放松加码主要体现在三个城市的不同结构性放松：苏州全面放开限购、上海外环外放松非户籍限购、广州对大户型放松限购。苏穗沪三地本轮加码限购放松措施力度的强度明显不同，其背后的逻辑是房价下跌越多、库存越高、交易量收缩越严重的城市，需求侧放松力度越大，本质上这一轮需求放松加码仍是促进刚性和改善性需求放松的“兜底性”政策，效果有多大或仍将取决于当地内生性的需求强度。当前房地产需求侧的政策放松模式的关键特征是放松限购，而不是通过 PSL+ 货币化棚改的方式直接增加居民的购买力，由此，需求侧政策本轮放松的实质是促进内生性的、既有的刚性和改善性需求释放，而不是通过政策强力增加新的需求，兜底属性大于刺激属性。而在供给侧，近期也有三项放松政策的连续加码，包括城市房地产融资协调机制“白名单”落地、PSL 小幅增量投放、以及城中村改造项目贷款的加速落地。上述三项政策举措，显示近期房地产开发企业融资环境有进一步加快改善势头，但也应当看到，本轮房地产融资放松整体基调非常审慎、力度较为克制，加之总体存货较高的持续约束，未来一段时间房地产市场何时见底，回答这个问题的关键最终可能仍取决于需求内生拐点何时出现。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**本周 A 股普遍下跌，计算机板块跌幅最深；美债长短端收益率分化，长端下行较多，中国国债收益率整体下行；美元指数继续上行，人民币汇率基本持平；金价高位震荡，油价大幅下跌。

◆ **风险提示：**房地产市场复苏慢于预期风险；美联储超预期紧缩风险。

相关报告

美联储转鹰“三重奏”——FOMC 会议点评
2024.2.1

PMI 低位徘徊，需求改善重在消费——PMI 点评 (2024.1) 2024.1.31

美国经济的强劲表现是否可持续？——华金宏观·双循环周报 (第 42 期) 2024.1.26

降准如期落实，这只是个开始 2024.1.24

重视支持美联储推迟降息的经济因素——华金宏观·双循环周报 (第 41 期) 2024.1.19



内容目录

美国强劲的非农就业数据大幅推迟美联储首次降息时点	3
地产政策放松再度加码，何时企稳仍将取决于内生需求	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

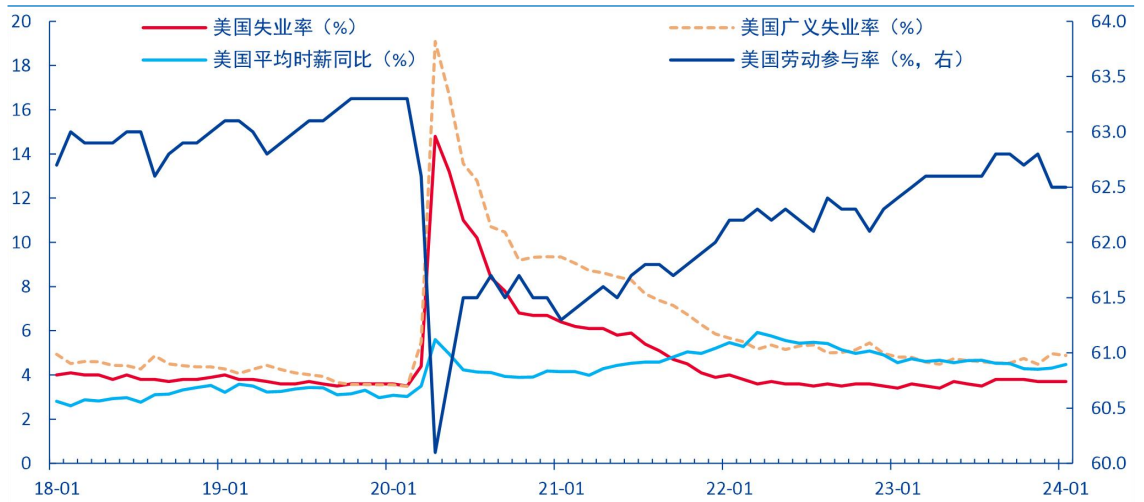
图表目录

图 1：美国就业数据表现	3
图 2：美国新增非农就业人数行业分布（千人）	4
图 3：美国劳动力缺口反弹带动薪资增速回升	4
图 4：滞后传导薪资增速的通胀分项未来可能面临反弹压力	4
图 5：美债收益率（%）与美元指数	5
图 6：各地二手房出售挂牌数量指数同比（%）	6
图 7：各地二手房出售挂牌价格指数同比（%）	6
图 8：上海市住宅新开工面积、竣工面积、房地产开发投资面积同比增速（12MMA，%）	7
图 9：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	8
图 10：全球股市：本周美股涨幅靠前，A 股科创 50 跌幅较深	9
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：A 股本周普遍下跌，计算机板块跌幅最深	9
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周除能源板块外，美股普遍上涨	9
图 13：美国国债收益率变动幅度：美债长短端收益率分化，长端下行较多	10
图 14：中国国债收益率变动幅度：国债收益率整体下行，短端下行较多	10
图 15：本周中国国债短端收益率大幅下行（%）	10
图 16：中美 10Y 利差有所收窄（%）	10
图 17：10Y 国开债与国债利差继续扩大（%）	11
图 18：1Y、3Y 信用基本利差持平（BP）	11
图 19：美联储本周资产规模继续缩小（USD bn）	11
图 20：主要央行政策利率（%）	11
图 21：全球汇率：美元指数继续上行	11
图 22：人民币汇率较上周基本持平	11
图 23：本周金价继续高位震荡	12
图 24：本周油价大幅下行	12
图 25：1 月中旬煤价继续下行	12
图 26：本周铜价有所下行	12

美国强劲的非农就业数据大幅推迟美联储首次降息时点

2024年首月美国非农就业的强劲表现大幅超出市场预期，新增就业超强、薪资增速反弹，劳动力缺口再度扩大，均指向劳动力市场紧张程度不降反升，“薪资通胀螺旋”不但没有解除反而进一步强化。当地时间2月2日，美国劳工统计局公布了2024年首月的非农就业数据，1月新增非农就业人数高达35.3万；同时大幅上修了2023年12月新增非农就业人数至33.3万人（初值为21.6万人），本月为美国新增非农就业连续第三个月改善，且改善程度大幅超出市场此前的预期，显示美国经济的强劲增长正在创造更多就业岗位需求并雇佣更多工人。而在劳动力市场的供给侧，潜在的劳动力供给却并未随着旺盛的劳动力需求而同步走高，劳动参与率持平于2023年12月的62.5%，而这一水平较2023年11月低0.3个百分点，显示当前积极找工作的人数较2个月前有所减少，正因如此，新增就业的火热表现令失业率连续第三个月持平于3.7%的较低位置，同时企业对劳动力的争夺有所加剧，驱动1月平均时薪同比增速大幅上行0.2个百分点至4.5%的高位水平，进一步验证了我们此前的观点，即2023年10到12月持平于4.3%的薪资增速主要是由于包括美国汽车工人大罢工在内的短期因素所引发的短暂降温，罢工以涨薪承诺而得到妥善解决之后，“薪资通胀螺旋”如我们预期在2024年初已经开始呈现再度抬头之势。

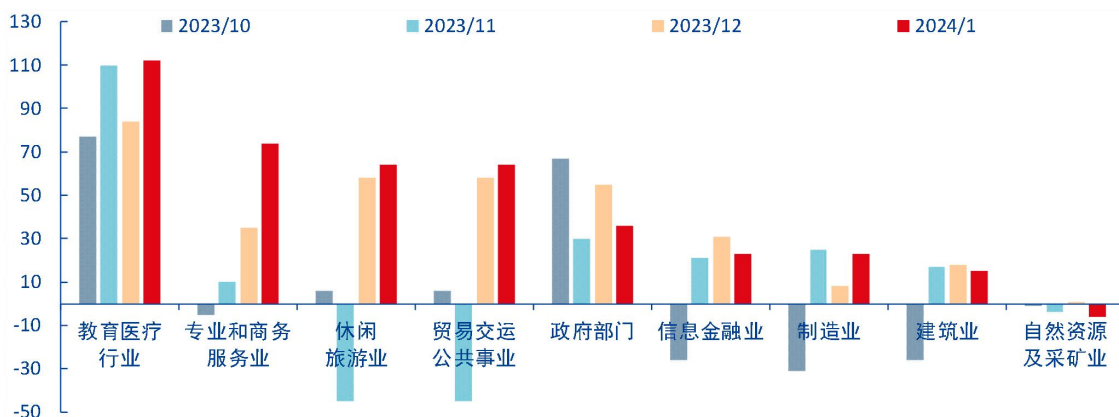
图 1：美国就业数据表现



资料来源：CEIC，华金证券研究所

实体经济火热运行的背景下，各行业劳动力需求普遍十分旺盛，服务业就业维持强劲，汽车行业工人罢工事件解决后制造业就业如我们此前预期出现了连续增长。从新增非农就业的行业分布来看，在1月新增的35.3万人中，私人部门新增就业达31.7万人，服务业就业十分强劲，其中，教育医疗行业新增高达11.2万人，专业和商务服务业新增7.4万人，休闲旅游业和贸易交运公共事业均新增6.4万人，信息金融业新增2.3万人。而制造业新增就业自去年10月汽车行业工人罢工事件得到妥善解决之后的三个月间连续保持增长，1月新增人数更高达2.3万人；建筑业也新增1.5万人；主要行业中，只有自然资源及采矿业1月新增就业净减少0.6万人，其余行业都维持了十分旺盛的新增劳动力需求。

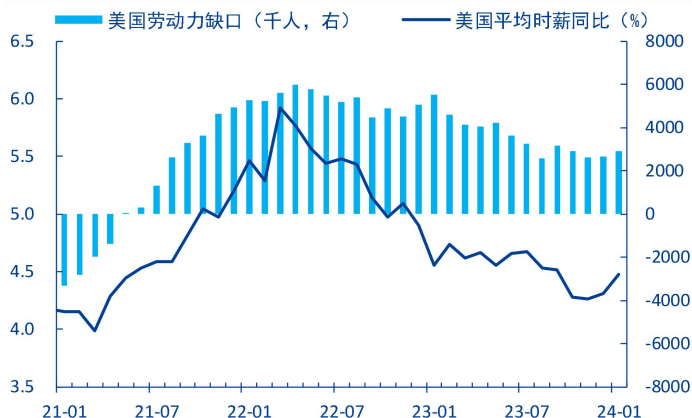
图 2: 美国新增非农就业人数行业分布 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

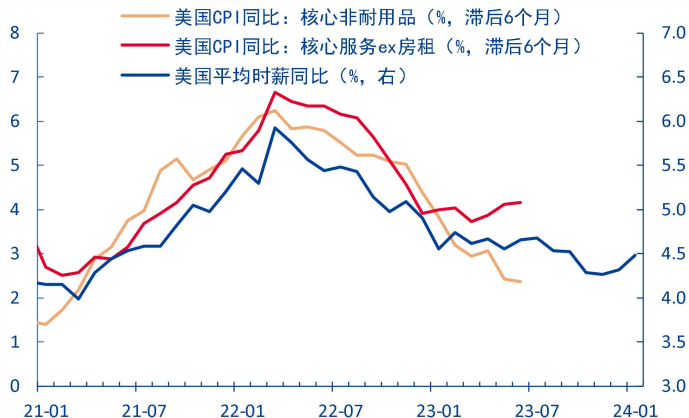
劳动力市场旺盛的需求与有所降温的供给之间的鲜明对比, 令美国劳动力缺口连续第二个月反弹, “薪资”已初现抬头端倪, 未来数月间需警惕“通胀”再度螺旋上升的风险。作为反映潜在劳动力供给水平的关键指标, 美国劳动参与率已经连续第二个月持平于 62.5% 的近 12 个月最低水平, 我们认为当前美国的劳动力市场供需两侧的冷热对比仍然较为鲜明而并未达到均衡, 再度扩大到 290.2 万人的劳动力缺口也反映了旺盛的需求和降温的潜在供给之间的矛盾。有充分的理由认为“薪资通胀螺旋”的薪资一侧已经开始再度上行, 未来几个月内可能会进一步传导至通胀, 这或许也是鲍威尔强调需要更多证据证明来通胀可以持续下行的原因之一。

图 3: 美国劳动力缺口反弹带动薪资增速回升



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: 滞后传导薪资增速的通胀分项未来可能面临反弹压力

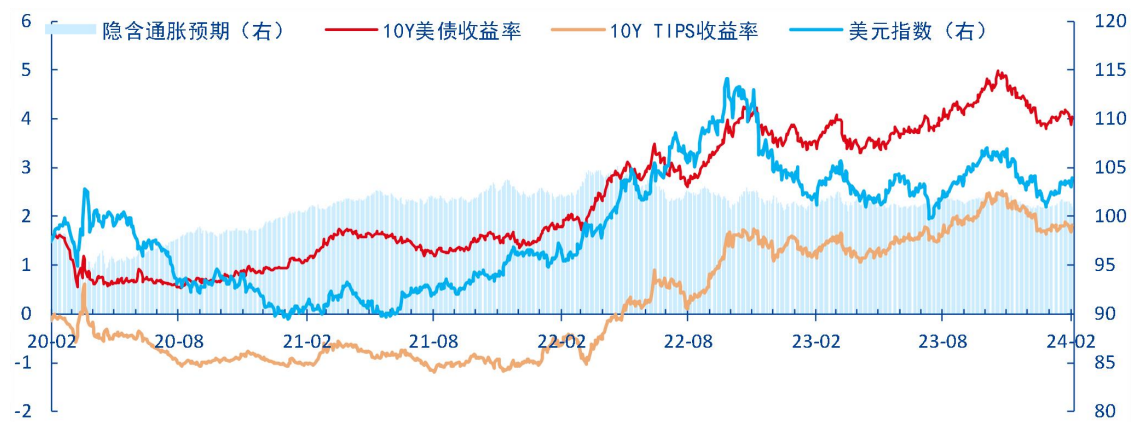


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美国劳动力市场再度趋于紧张, 恰恰是导致美联储在启动降息时点上犹豫谨慎的关键问题, 结合日前美联储 FOMC 会议之后鲍威尔在新闻发布会上较为强硬的发言基调, 我们仍明确维持美联储首次降息预计不会早于 2024 年 9 月、美元指数全年可能围绕 105 高位中枢震荡波动的预测不变。我们在此前报告《美联储转鹰“三重奏”——FOMC 会议点评》(2024.2.1) 以及《点阵图脆弱性风险: 领先还是滞后? ——美联储 FOMC 会议 (2023.12) 点评》(2023.12.15) 中均明确指出, 美联储理想中的通胀下行、经济增速却不受影响的“软着陆”路径, 必须依赖于劳动力供给连续大幅增长的脆弱假设, 美国薪资通胀螺旋近期仍可能再次强化, 不可过早掉以轻心。美联储在经济表现强劲可能意味着更强的需求偏热可持续性、劳动力市场潜在供给可能没有其原先乐观估计的那么多从而“薪资通胀螺旋”可能再度强化、以及房地产市场和银行系统风险下降

三大削弱降息必要性的逻辑演绎支持下，提前降息的概率是进一步削弱的。受非农就业数据呈现出劳动力市场明显再度趋紧的冲击，全球金融市场关于美联储提前开始降息的预期迅速降温，10Y美债收益率当日涨幅高达16BP，美元指数盘内一度突破104，最终收于103.92的近两个多月以来高位水平。我们愿重申维持对美联储首次降息预计不早于2024年9月、以及美元指数全年可能围绕105高位中枢震荡波动的预测不变。外部金融环境对我国2024年货币政策的操作可能仍将持续形成紧缩性的外溢效应，货币政策空间需在更大程度上期待国内财政积极扩张，配合性宽松操作的时间窗口也需要进一步提升前瞻性，类似于1月下旬的提前于美联储决议的“先发制人”式降准操作对于稳定信用扩张信心和汇率预期同时具有良好的作用，我们预计下一次国内降准操作的黄金时间窗口将在2024年9月，维持此时刻可能降准50BP的预测不变。在此之前，财政政策扩张的力度和结构，将成为主导市场信心的重要关键因素。

图5：美债收益率（%）与美元指数



资料来源：CEIC，华金证券研究所

地产政策放松再度加码，何时企稳仍将取决于内生需求

1月下旬以来，房地产政策供需两侧放松均有再度加码。需求侧最新的放松加码主要体现在三个城市的不同结构性放松：苏州全面放开限购、上海外环外放松非户籍限购、广州对大户型放松限购。近日广州、苏州、上海等热点城市相继集中加码限购放松，但政策结构差异明显：

(1) 广州放开120平以上户型限购，自有住房用于出租或挂牌出售的不再计入限购套数。1月27日，广州印发《关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，提出“在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上住房，不纳入限购范围”，同时“在限购区域范围内，居民家庭将自有住房用作租赁住房并办理房屋租赁登记备案手续的，或者在我市存量房交易系统取得房源信息编码并挂牌计划出售的，购买住房时相应核减家庭住房套数”。

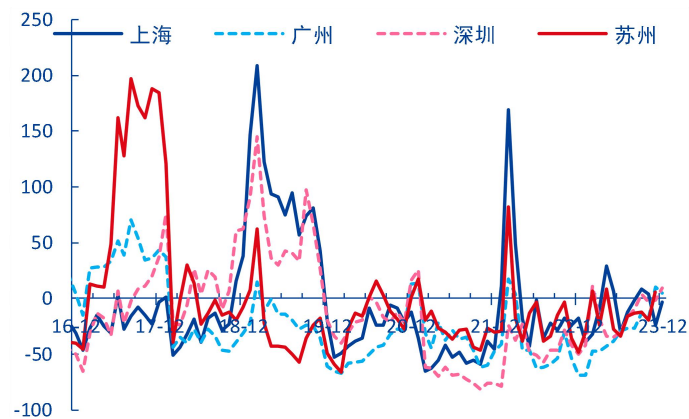
(2) 苏州全面放开本市限购。1月30日，澎湃新闻等从苏州市住建局了解到，苏州“购买新房、二手房不做购房资格审核”，而去年9月，苏州已经放开了120平以上商品住房限购，此次属于全面放开。

(3) 上海放松非户籍单身居民在外环外购房限制条件。1月30日，上海印发《关于优化本市住房限购政策的通知》，规定自1月31日起，“在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满

5年及以上的非上海市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房，以更好满足居民合理住房需求，促进区域职住平衡、产城融合”。此次政策调整，取消了针对非上海市户籍单身人士的限购。

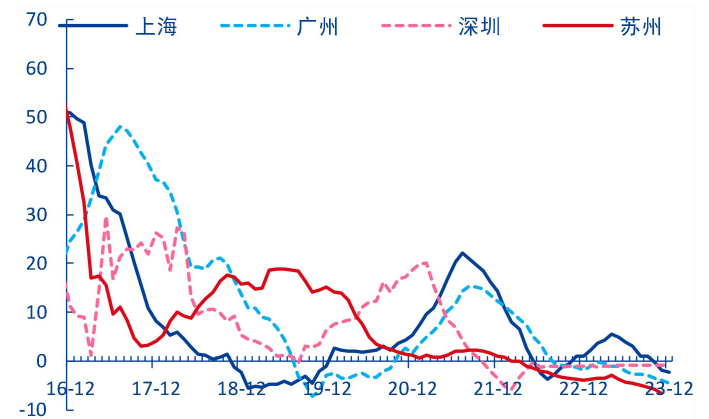
苏穗沪三地本轮加码限购放松措施力度的强度明显不同，其背后的逻辑是房价下跌越多、库存越高、交易量收缩越严重的城市，需求侧放松力度越大，本质上这一轮需求放松加码仍是促进刚性和改善性需求放松的“兜底性”政策，效果有多大或仍将取决于当地内生性的需求强度。梳理本轮需求政策加码之后很容易发现，虽然同样是放松限购，但受益人群和区域范围在三个城市间存在非常大的差异。苏州的放松是最全面的，在户籍、面积、区域等各维度上已经不再设定任何购房的限制。广州是对于大户型以及改善性置换需求进行了较大力度的额外鼓励。上海的放松实际上受益群体是比较小的，而且受益人群的购买力相对来说也不是最强的。这种放松力度的差异，直接与当地近两年来的房价、库存、交易量所呈现的需求收缩强度正相关。三城中过去两年苏州二手房价格连续下跌幅度是最深的，而且挂牌量也并不低，呈现出最严重的供大于求的格局，广州次之，同时广州在一线城市中长期是库存水平最高的一个，因而自2023年下半年开始的这一轮一线城市地产需求侧政策放松，每次都是广州打响第一枪。上海2023年新房销售情况总体其实仍属稳定，因此本轮加码放松力度也明显小于另外两个城市。当前房地产需求侧的政策放松模式的关键特征是放松限购，而不是通过PSL+货币化棚改的方式直接增加居民的购买力，由此，需求侧政策本轮放松的实质是促进内生性的、既有的刚性和改善性需求释放，而不是通过政策强力增加新的需求，兜底属性大于刺激属性。

图 6：各地二手房出售挂牌数量指数同比（%）



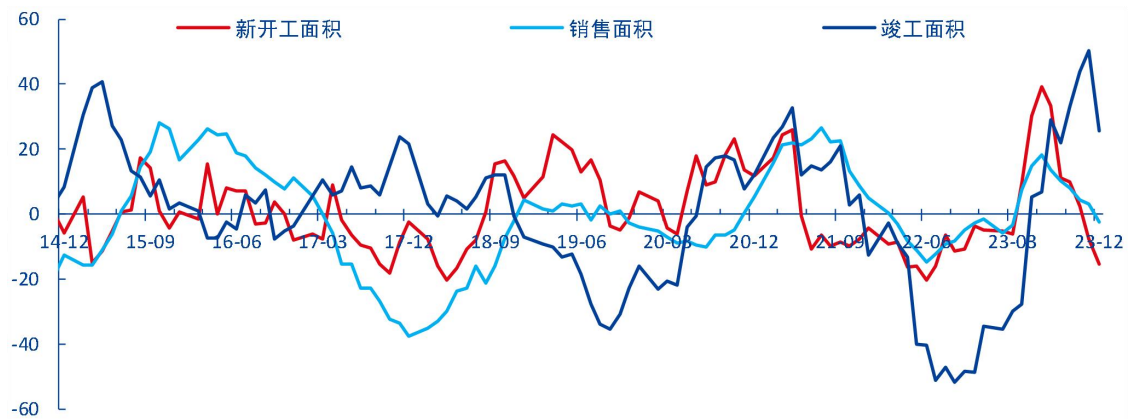
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：各地二手房出售挂牌价格指数同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：上海市住宅新开工面积、竣工面积、房地产开发投资面积同比增速（12MMA，%）



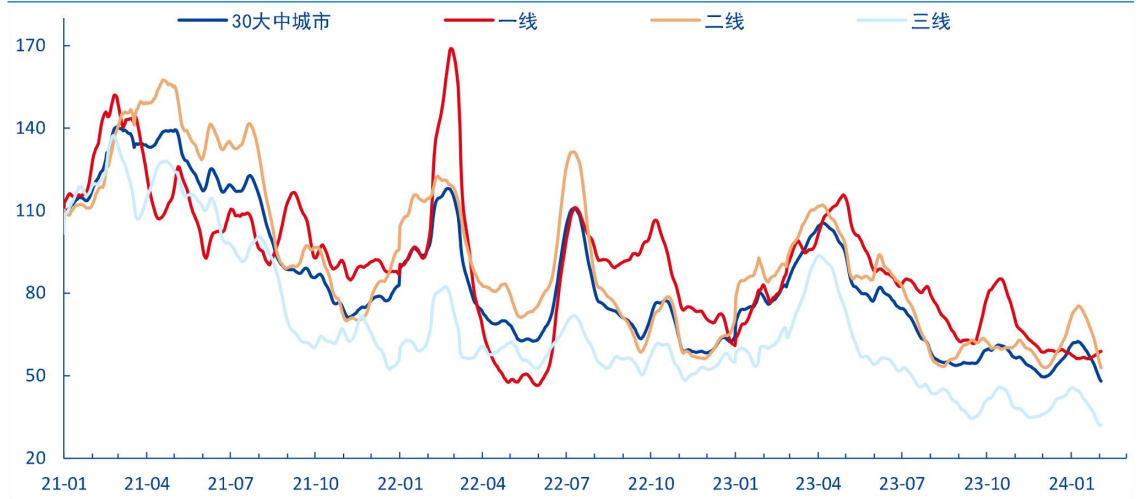
资料来源：CEIC，华金证券研究所

而在供给侧，近期也有三项放松政策的连续加码，包括城市房地产融资协调机制“白名单”落地、PSL 小幅增量投放、以及城中村改造项目贷款的加速落地。城市房地产融资协调机制自日前国新办新闻发布会突出强调以来不断加速落地。多个城市已经开始向当地金融机构推送当地房地产项目“白名单”，以更好地避免商业银行对正常经营的房地产开发项目和对应企业抽贷断贷、在处置房地产市场风险的过程中引发新的潜在风险。2月1日，人民银行发布公告显示，1月补充抵押贷款（PSL）净新增 1500 亿。作为中长期基础货币投放工具中的一项，PSL 在 2015-2018 年的货币化棚改中发挥了极为重要的增量资金来源作用，自此被认为是对房地产市场的主要刺激性政策之一而受到市场的格外关注。1月30日，广州市 14 个城中村改造项目获得国开行、农发行首批城中村改造专项借款授信 1426 亿，首笔发放 15 亿元。

上述三项政策举措，显示近期房地产开发企业融资环境有进一步加快改善势头，但也应当看到，本轮房地产融资放松整体基调非常审慎、力度较为克制，加之总体存货较高的持续约束，未来一段时间房地产市场何时见底，回答这个问题的关键最终可能仍取决于需求内生拐点何时出现。城市房地产融资协调机制“白名单”正在加快落地，但应注意到，城市政府在协调机制中的最关键积极作用限定于提供更为全面的项目进度和现金流评估信息，减少信息不对称所导致的潜在抽贷断贷风险方面，对于预收款的监管、以及地方政府出面提供贷款增信担保方面，地方政府仍是十分审慎的。从 PSL 的净投放来看，自 2023 年 7 月政治局会议明确提到“积极推动城中村改造”以来，市场一度抱有极大的期待，而实际投放情况是 2023 年 12 月到今年 1 月合计净投放 5000 亿，再考虑 2023 年前 11 个月存量净收缩的格局，PSL 至今的净投放规模是大幅低于市场前期期待的，这本身也反映出本轮地产政策放松更多意在兜底而不是新一轮刺激的明确导向。而现有的城中村项目主要获得的是授信额度，将在未来数年间逐步随着工程进度的稳健推进而逐步转化为新增信贷，加上城中村改造本身也具有明显的增加住宅供给效果，在各地住宅库存仍处于较高水平的当下，城中村改造一旦推进过快，反而存在进一步压低房价、削弱购房者信心的副作用。总体上，未来一段时间，房地产市场何时见底，回答这个问题的关键最终可能仍取决于需求内生拐点何时出现。

风险提示：美联储紧缩超预期风险；房地产市场复苏慢于预期风险。

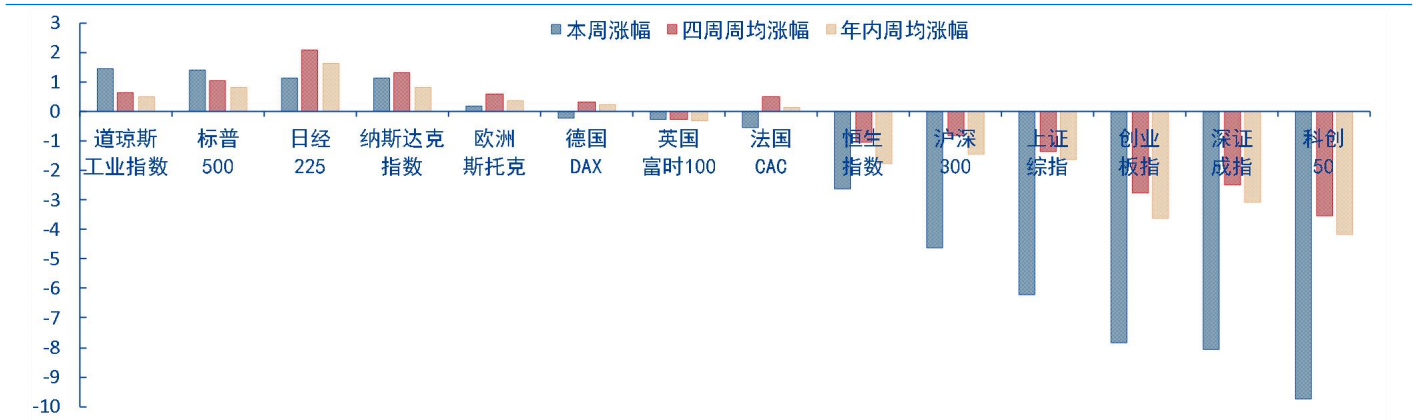
图 9: 月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

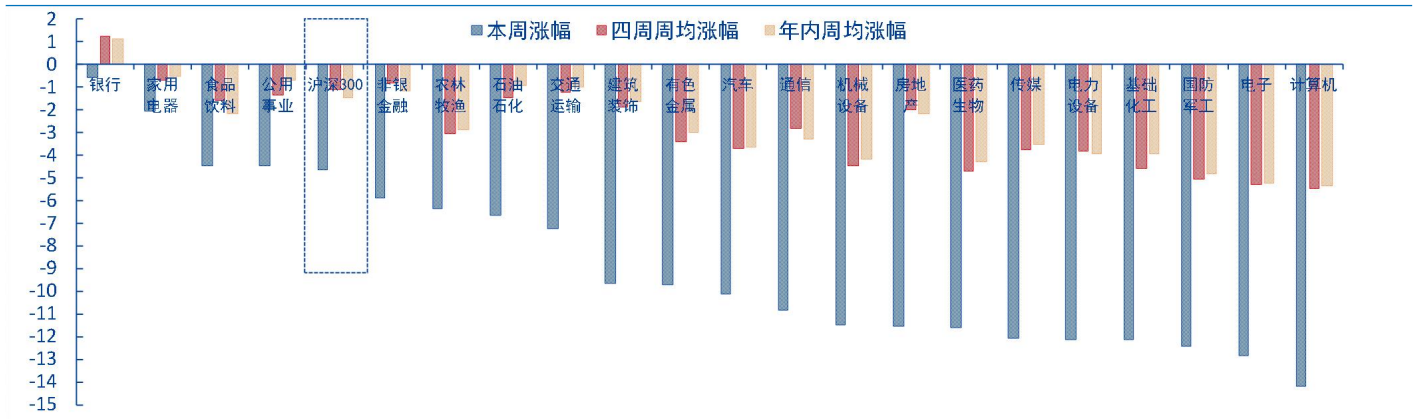
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 本周美股涨幅靠前, A 股科创 50 跌幅较深



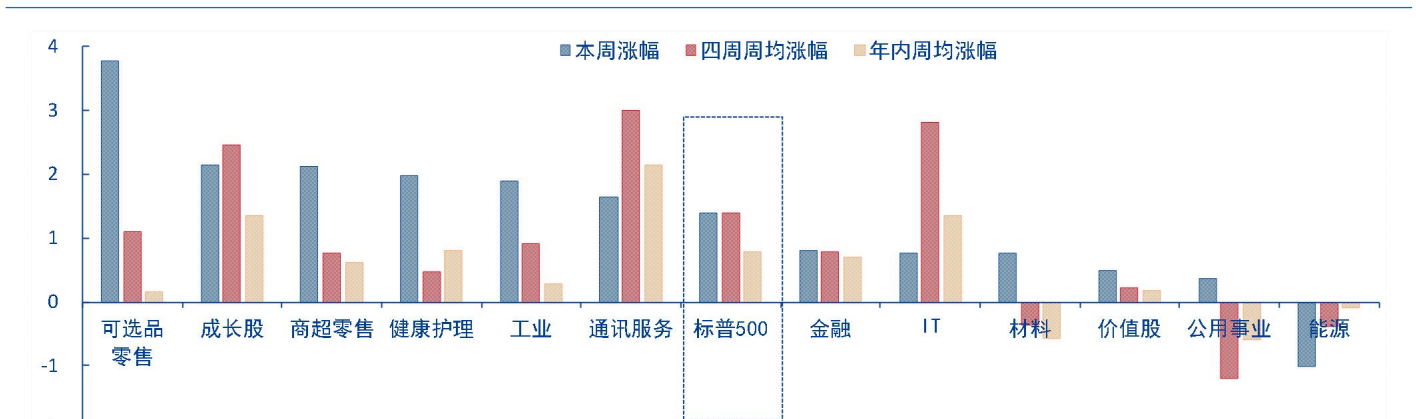
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): A 股本周普遍下跌, 计算机板块跌幅最深



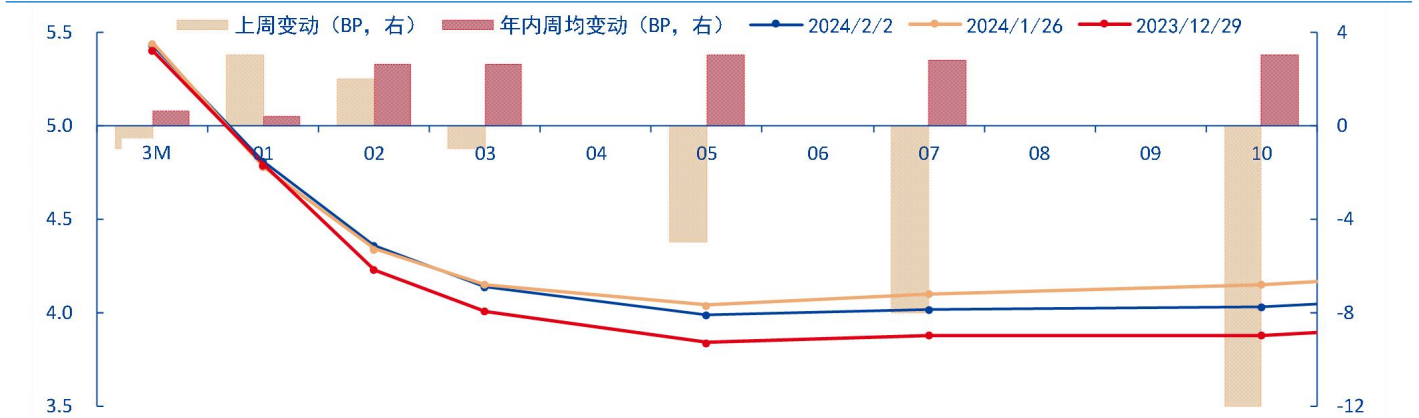
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周除能源板块外, 美股普遍上涨



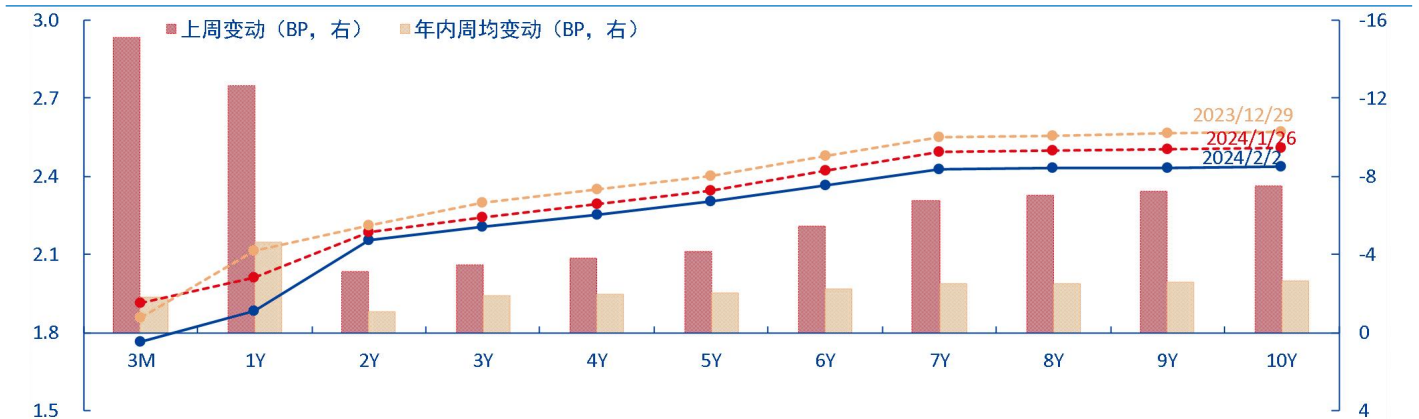
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率变动幅度: 美债长短端收益率分化, 长端下行较多



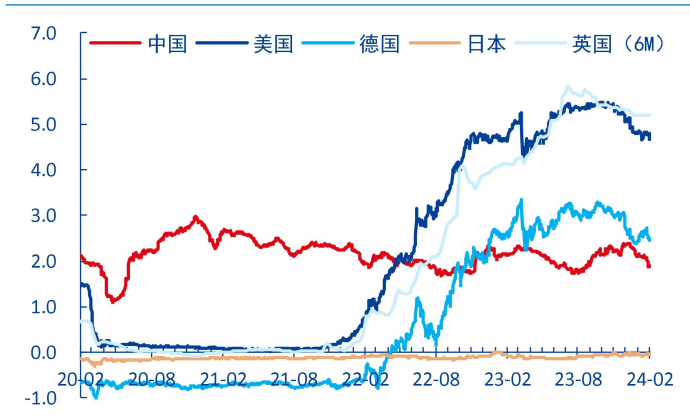
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率整体下行, 短端下行较多



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 本周中国国债短端收益率大幅下行 (%)



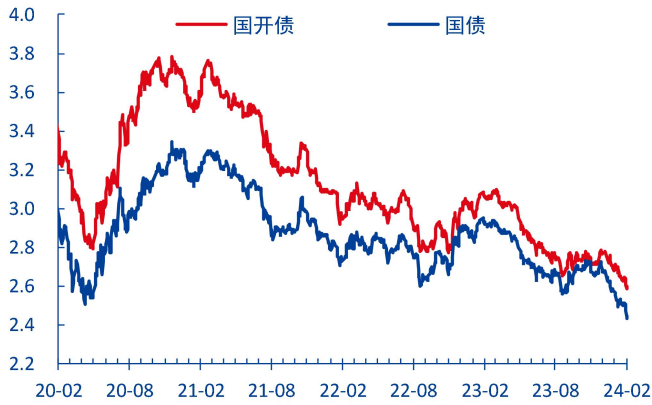
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差有所收窄 (%)



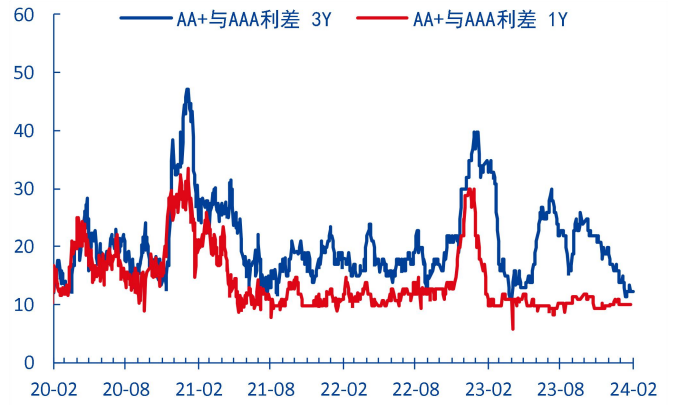
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差继续扩大 (%)



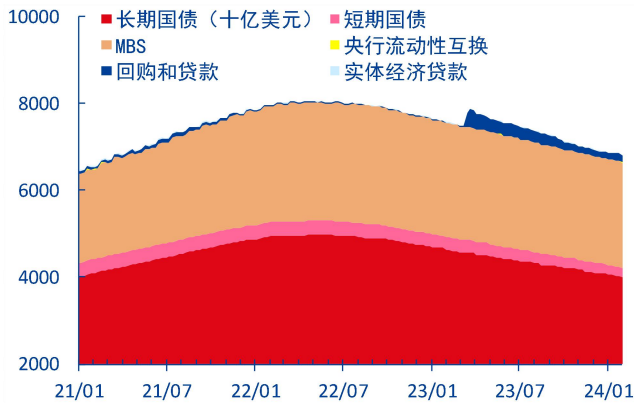
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y、3Y 信用基本利差持平 (BP)



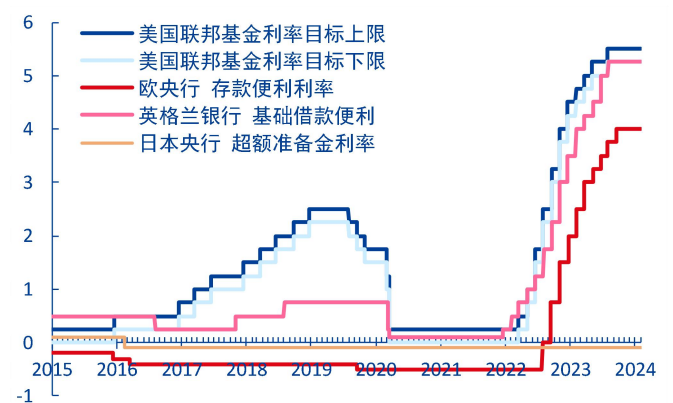
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续缩小 (USD bn)



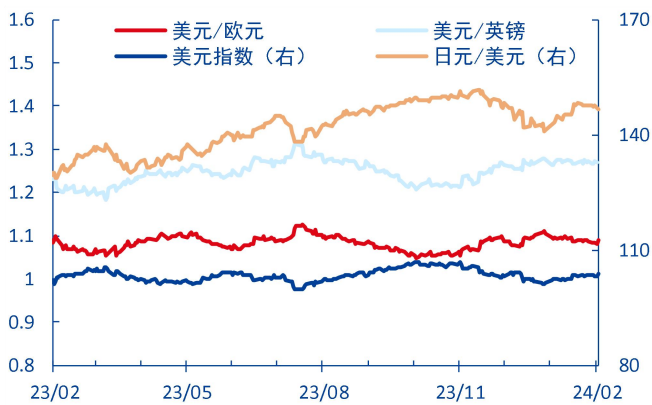
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



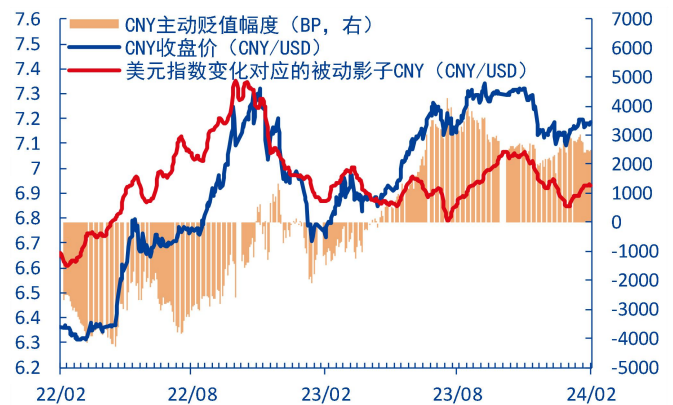
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数继续上行



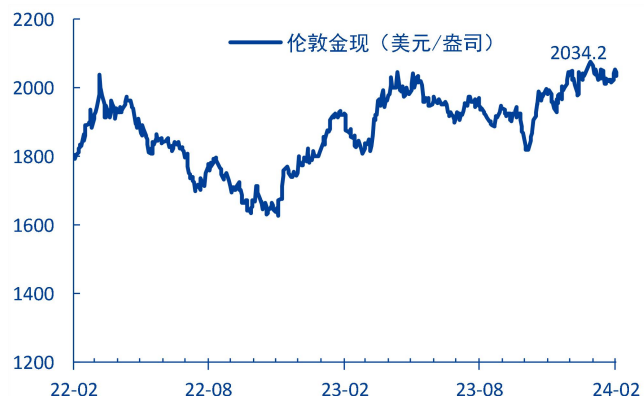
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 人民币汇率较上周基本持平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价继续高位震荡



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价大幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 1 月中旬煤价继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价有所下行



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