



月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在

中国：虽然 12 月数据初显政策成效，但是经济动能整体而言仍在继续走弱，2024 年经济复苏仍面临重重挑战。首先，去年一季度高基数效应或拉低今年一季度的同比数据表现。1 月 PMI 数据和其他高频数据显示经济活动表现或较为平淡。其次，通胀率持续负读数或影响后续经济活动。再次，在对经济预期降温以及劳动力市场走弱的情况下，消费韧性的维持或有难度。最后，房地产行业仍继续走弱，企稳时点或晚于我们之前预期的年中。对经济动能以及刺激政策的担忧严重影响市场情绪，触发 1 月底政策救市。然而市场情绪在短暂改善后又有所下探，表明主要针对市场情绪修复的政策或不足以显著并持久地改善市场情绪。

或制定在 5% 的经济目标需要更多政策支持。财政政策短期因春节长假临近，或仍在抓紧落实此前布置的政策措施；更为显著的财政刺激或要等到两会之后，重点将仍放在稳投资和化解地方政府债务风险上。除了预计定在 3.5%-3.8% 之间的赤字率和 4 万亿元地方政府专项债额度之外，我们预计特殊再融资债券 2024 年或再发行 2 万亿元以上以缓解地方政府偿债负担，抵押补充贷款全年或新增 1 万亿元用于支持“三大工程”建设。近期的降准意味着宽松的货币政策将继续，我们预计今年上半年还有一次 25-50 个基点的降准。央行对降息的口风似乎有所松动。如果经济动能和通胀迟迟不能反弹、息差压力有所修复，那么央行或降息 10 个基点。房地产政策或三管齐下、继续加码，直至行业企稳。尽管从地方两会的 31 个省区市的经济增速目标制定情况来看，2024 年全国的经济增速目标有望被定在 5%，但是我们依然维持 4.7% 的全年经济增速预测，并认为该预测目前面临较大的下行风险。人民币兑美元汇率短期或双向波动，中期温和升值，今年年底升至 6.9 左右。

美国：我们将首次降息的时间点预测提前至 5 月，经济衰退或被避免。1 月美联储会议基本打消了 3 月降息预期，整体论调符合我们的预期。表面上来看经济似乎无限接近软着陆，然而实际上美国经济正处在一个十字路口——经济过热或过冷均有可能发生。美联储的货币政策抉择显得尤为重要。基于核心 PCE 下滑快于预期，1 月美联储会议开始为降息做铺垫，我们将首次降息的时间点预测提前至 5 月（此前为 7 月），全年降息幅度或在 100-150 个基点之间（此前为 100 个基点）。在降息提前到二季度的情况下，我们认为此轮紧缩周期导致美国经济衰退的概率也有所下降（目前：30%，此前：60%）。此外，鲍威尔预告 3 月会议即将开始深入讨论缩表问题。我们预计美联储或 5 月公布减半缩表规模，6 月开始执行，而后在三季度结束缩表。

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；美国方面，提早降息导致通胀率居高不下和经济过热，美联储未及时对经济走弱做出反应而引起经济衰退。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 2 月 1 日

浦银国际

主题研究

浦银国际月度宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

目录

(一) 引言	4
(二) 中国——经济增长目标或定在 5%，将需要更多政策呵护	5
虽然 12 月数据初显政策成效，但是 2024 年经济复苏仍面临重重挑战	5
对经济动能以及刺激政策的担忧严重影响市场情绪，触发 1 月底政策救市	11
即便大水漫灌刺激可能性仍低，我们相信政策支持将持续发力稳增长	13
经济接下来将何去何从？	19
(三) 美国——处于经济和政策的十字路口	20
近期数据显示美国经济无限接近软着陆。一方面，实体经济数据再次体现经济的强韧性	20
另一方面，以核心 PCE 为代表的通胀水平下滑明显	22
美国经济在 2024 年是否可以软着陆？	23
在美国经济的十字路口，美联储的抉择显得尤为重要	25

图表目录

图表 1：2023 年四季度经济增速环比下滑	5
图表 2：消费仍然是最重要贡献力，进出口对经济的拖累作用开始减弱	5
图表 3：GDP 平减指数跌幅持续扩大	6
图表 4：信贷数据全面不及预期，尤其 M1 增速维持在较低水平上	6
图表 5：从两年复合增速角度来看，12 月实体经济数据大多稳定或改善	6
图表 6：制造业和基建投资增速的加快帮助弥补房地产投资的持续下滑	6
图表 7：1 月制造业 PMI 价格相关指数继续走低	7
图表 8：1 月 PMI 就业指数走低	7
图表 9：电影票房在元旦小长假之后开始走低	7
图表 10：1 月乘用车销量略好于去年同期	7
图表 11：1 月石油沥青装置开工率低于 2019-2022 年，仅略高于 2023 年同期	7
图表 12：1 月粗钢产量仅次于 2021 年 1 月，远高于去年同期	7
图表 13：去年四季度油价下跌拖累 PPI 恢复	8
图表 14：食品价格因为猪肉周期下行是拖累 CPI 的主要原因	8
图表 15：疫后服务业复苏是消费复苏的重要推动力	9
图表 16：去年四季度居民收入增速继续快于经济增速	9
图表 17：超额储蓄在近两个月又有所上升	9
图表 18：全国失业率 12 月有所上升	9
图表 19：除新开工外，其余房地产相关数据继续恶化	10
图表 20：70 大中城市房价环比跌幅继续维持在-0.4%	10
图表 21：房地产开发资金来源累计统计跌幅也再跌 0.2 个百分点到-13.6%	10
图表 22：30 大中城市房产销售环比增速	10

图表 23: 30 大中城市房产销售同比增速	10
图表 24: 17 城二手房销售 (套数) 同比增速	10
图表 25: 34 城一手房销售同比增速	11
图表 26: 受访计划半年内购房比例仍低位徘徊	11
图表 27: 市场情绪 1 月显著走弱, 23 日起的救市政策刺激成效似乎也是昙花一现	12
图表 28: 近期房地产调整政策密集出台	12
图表 29: 31 个省区市中, 18 个地区的经济增速目标较 2023 年有所下调, 5 个有所上调	13
图表 30: 2023 年 10-12 月发行 1.4 万亿元特殊再融资债以帮助偿付地方政府债务	14
图表 31: 2024 年共有 3 万亿元左右城投债到期需偿还	14
图表 32: 央行 1 月 24 日宣布降准 50 个基点	15
图表 33: 商业银行净息差已降至历史最低, 制约降息空间	15
图表 34: 单月 3500 亿元的投放额创造了抵押补充贷款工具使用以来的次高	16
图表 35: 抵押补充贷款曾经是政府棚改重要资金来源	16
图表 36: 地方层面上城中村改造进展	18
图表 37: 地方层面上保障型住房筹备建设进展	18
图表 38: 人民币兑美元汇率在 1 月 22 日一度跌到 7.2 附近	19
图表 39: 市场信心将左右股票资金流动	19
图表 40: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率	20
图表 41: 周度经济指数显示经济韧性仍强	21
图表 42: 消费品零售数据继续超市场预期, 餐饮零售表现趋软	21
图表 43: 个人消费依然呈现上升趋势, 尤其是商品消费	21
图表 44: 工业增加值环比增速加快且超市场预期	21
图表 45: 耐用品订单 12 月大致持平, 未见预期的继续上升	22
图表 46: 新屋开工 12 月走弱, 但营建许可有所改善	22
图表 47: 在按揭利率有所下滑的情况下, 新房销售终于反弹, 但成屋销售环比下降	22
图表 48: 美国核心 CPI 和 PCE 通胀率差异扩大	22
图表 49: 住房价格在两种价格指数中的比重差可能是导致两个价格指数背离的主要原因之一	23
图表 50: 未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期在近两个月大幅下行	23
图表 51: 第一阶段降息交易告一段落, 美国国债收益率一度由跌转涨, 但依然远低于此前 5% 的高位	23
图表 52: 圣路易斯金融压力指数 1 月继续放松, 芝加哥联储的全国状态指数也开始放松	23
图表 53: 新增非农就业人数 12 月上升, 但 3 个月移动平均继续回落至 2019 年平均水平	24
图表 54: 虽然薪资同比增速 12 月略微加快, 雇佣成本指数四季度继续下降	24
图表 55: JOLT 职位空缺人数和失业人数比例已下降至 1.4 附近	24
图表 56: 周度领取失业金人数在 1 月中后开始回升	24
图表 57: 消费信贷增速仍呈下降趋势	25
图表 58: 1 月美联储会议后, 市场预期 3 月降息概率大跌	25
图表 59: 伴随着每月美联储以 600 亿美元为上限减持国债, 隔夜逆回购存量锐减	26
图表 60: 美联储在去年银行业危机后退出的最后一项救助资金计划 BTFP 也已宣布会在三月底结束	26
图表 61: 近期相关报告列表	27

月度宏观洞察：政策或是决定经济形势的关键所在

(一) 引言

在过去的一个多月时间里，中美经济分化再次扩大。中国方面，虽然 12 月数据初显政策成效（尤其在基建领域），但是整体而言经济复苏动能仍在减弱。市场情绪的显著恶化触发了政府一系列救市举措。然而市场情绪在短暂改善后又有所下探。中国金融市场什么时候才能实现显著和持久的改善？地方政府纷纷在 1 月召开地方两会，除天津市之外其他 30 个省区市的经济增速目标均制定在 5% 或以上，增加了全国经济增速目标再次制定在 5% 的可能性。然而在地方政府和房地产行业去杠杆的背景下，要再次实现 5% 的增速目标实属不易。3 月 5 日李强总理宣读的政府工作报告会将经济目标制定在 5% 吗？又将有怎样的政策组合来帮助实现这一目标？房地产销售增速在政策层层加码后仍在下降，房地产行业何时可企稳？

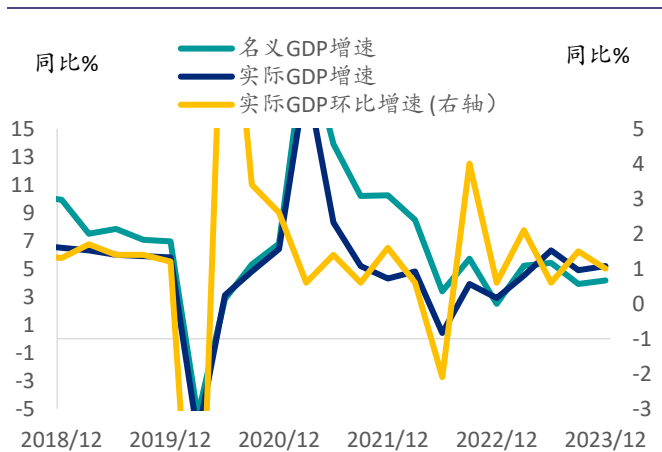
美国方面，四季度经济增速超预期，核心 PCE 通胀率一路下滑，经济表面上看似乎在无限接近软着陆。然而实际上美国经济正处在一个十字路口——经济过热或过冷均有可能发生。在此牵一发而动全身的关键时点，美联储什么时候会开启降息和放缓缩表？货币政策的放松会否引起经济的反弹和再通胀？美国经济还有可能进入衰退吗？

(二) 中国——经济增长目标或定在 5%，将需要更多政策呵护

虽然 12 月数据初显政策成效，但是 2024 年经济复苏仍面临重重挑战

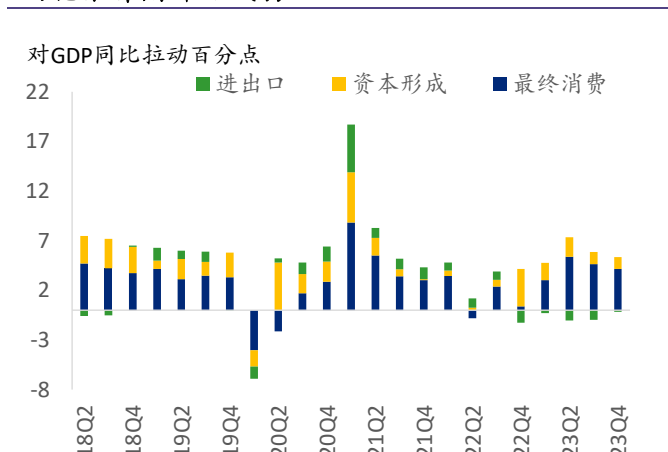
四季度经济增速略弱于预期。在基数作用下，2023 年四季度中国经济同比增速从第三季度的 4.9% 回升到 5.2%，但低于市场预期 (5.3%)。环比增速减慢 0.3 个百分点到 1% (图表 1)。按支出法来看，消费仍然是最重要贡献力，虽然贡献程度低于三季度，投资贡献持续走弱，进出口对经济的拖累作用开始减弱 (图表 2)。

图表 1: 2023 年四季度经济增速环比下滑



资料来源: Wind, 浦银国际

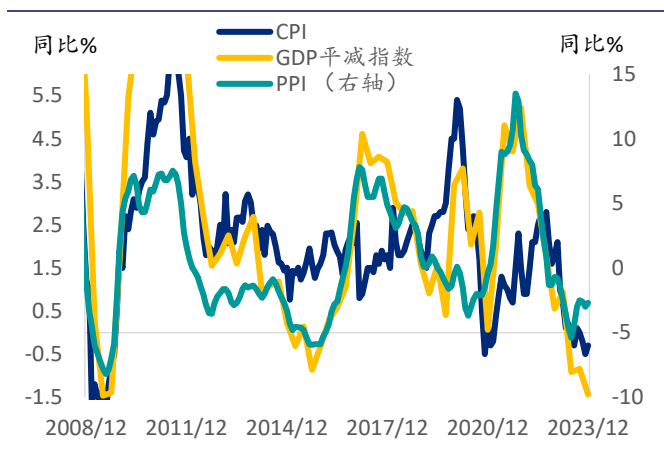
图表 2: 消费仍然是最重要贡献力，进出口对经济的拖累作用开始减弱



资料来源: Wind, 浦银国际

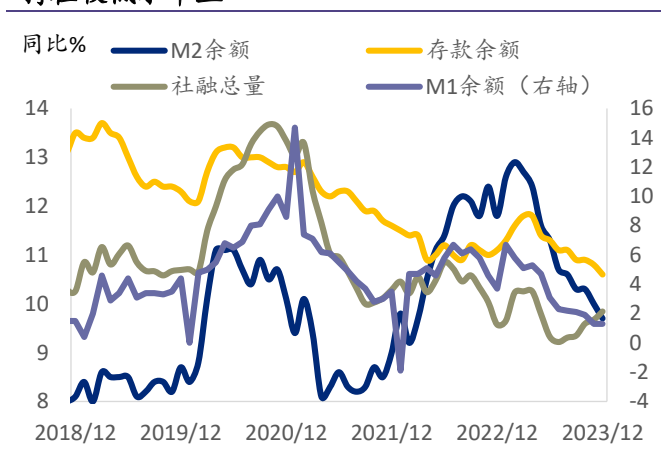
但 12 月单月实体经济数据显示 11 月以来政策再次加码的成效初显。从需求端来看，虽然 12 月 CPI 同比持续负读数 (图表 3)、信贷 (图表 4) 和零售数据不及预期、房地产相关数据继续走弱，但是在持续的政策支持下，固定资产投资增速终于反弹，尤其基建投资实现 2023 年 2 月以来首次加快。尽管社会消费品零售数据不及预期，但两年复合增速也有所加快 (图表 5)，尤其是服务零售累计同比增速再加快 0.5 个百分点到 20%。外需方面，出口增速亦持续加快。从供给端来看，工业生产和制造业投资增速继续走强 (图表 5、图表 6)。

图表 3: GDP 平减指数跌幅持续扩大



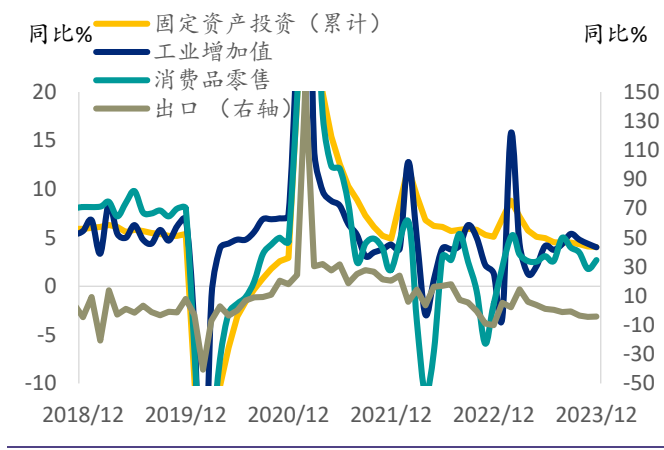
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 信贷数据全面不及预期, 尤其 M1 增速维持在较低水平上



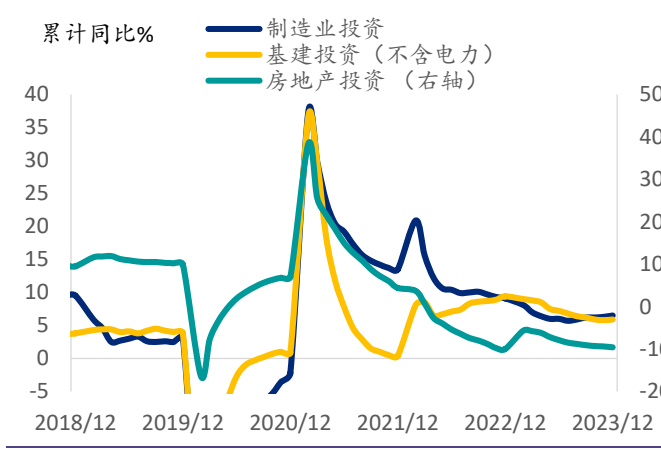
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 从两年复合增速角度来看, 12 月实体经济数据大多稳定或改善



注: 为了熨平基数效应, 2023 年使用两年复合增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 制造业和基建投资增速的加快帮助弥补房地产投资的持续下滑

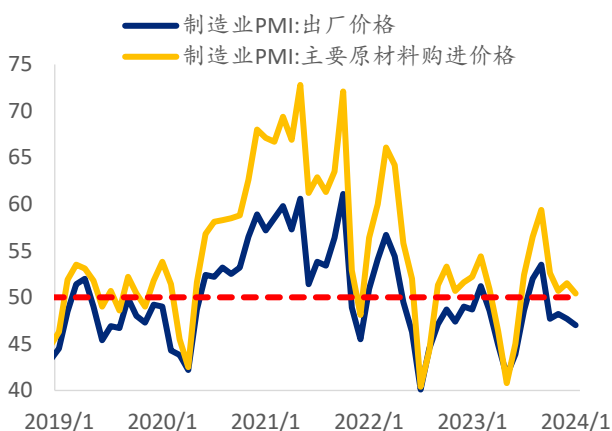


资料来源: Wind, 浦银国际

尽管如此, 我们认为 2024 年开年经济复苏仍面临以下多重挑战:

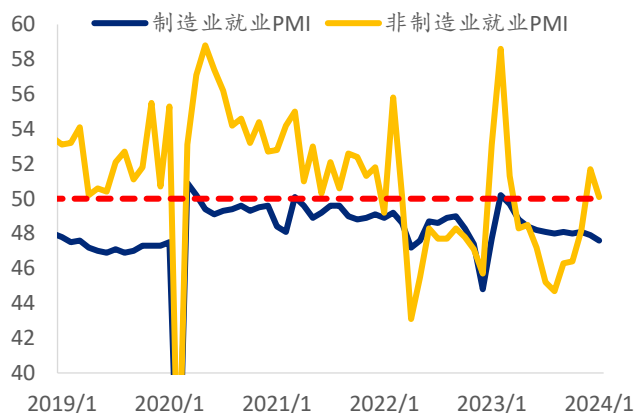
1. 去年一季度高基数效应或拉低今年一季度的同比数据表现。1 月的制造业 PMI 虽然较 12 月略微上升 0.2 个点, 但是仍低于市场预期且停留在收缩区间内。尽管生产和需求相关的指标有所边际改善, 但是价格 (图表 7) 和就业 (图表 8) 相关的指标下滑。从年初其他高频指标来看, 1 月经济活动表现或较为平淡。不论是代表消费的电影票房 (图表 9) 和乘用车零售 (图表 10), 还是代表投资的石油沥青装置开工率 (图表 11) 皆是如此。不过工业生产的先行指标——粗钢产量 1 月前 20 天表现尚可 (图表 12)。

图表 7: 1月制造业 PMI 价格相关指数继续走低



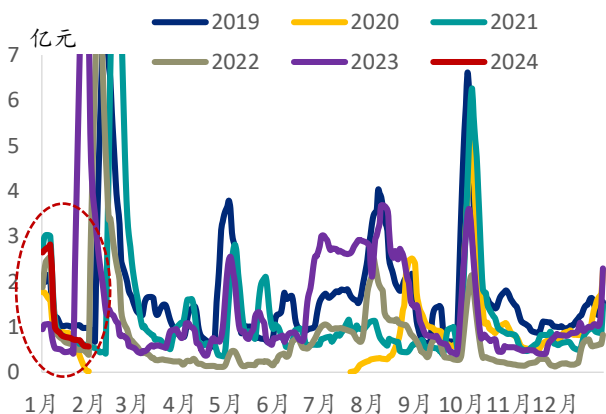
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 1月 PMI 就业指数走低



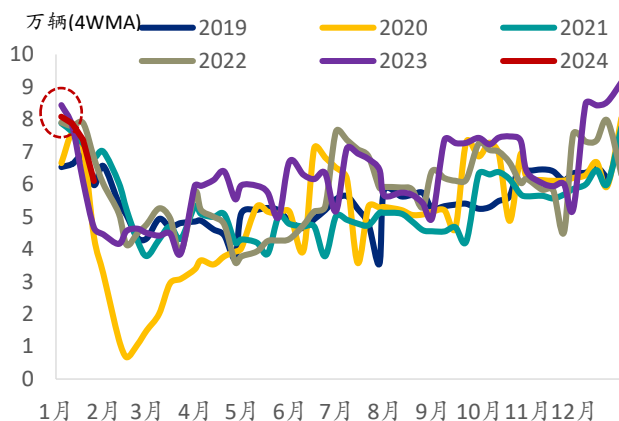
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 电影票房在元旦小长假之后开始走低



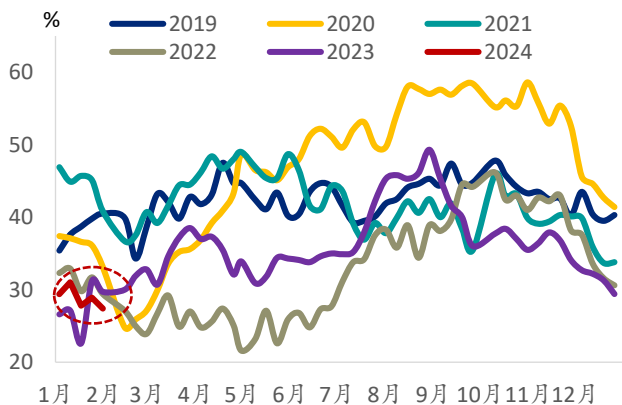
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 1月乘用车销量略好于去年同期



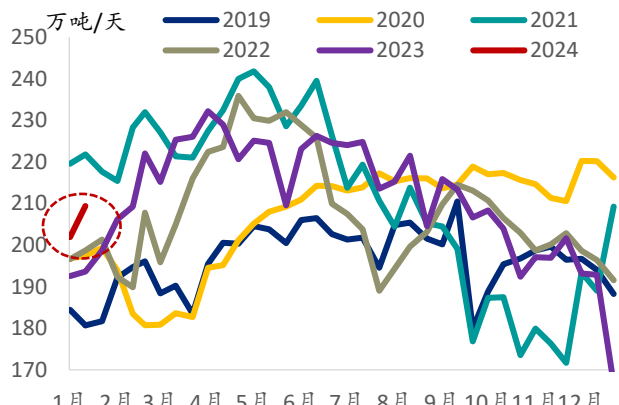
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 1月石油沥青装置开工率低于 2019-2022 年, 仅略高于 2023 年同期



资料来源: Wind, 浦银国际

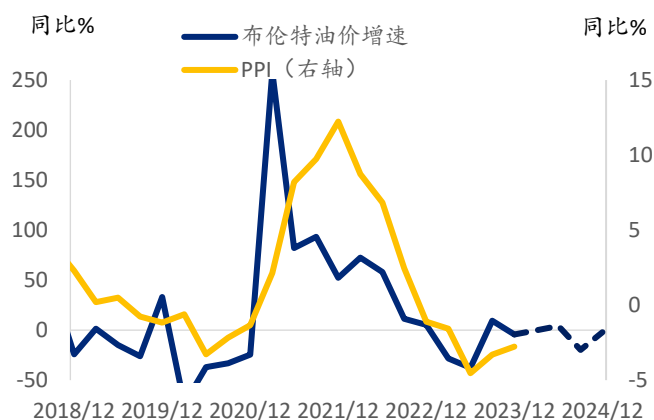
图表 12: 1月粗钢产量仅次于 2021 年 1 月, 远高于去年同期



资料来源: Wind, 浦银国际

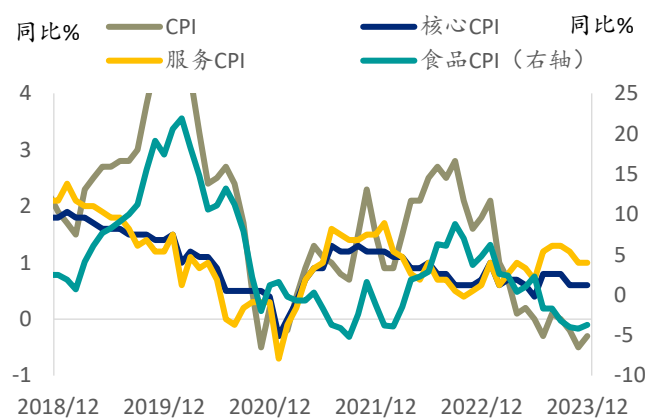
2. 通胀率持续负读数或影响后续经济活动。2023 年 GDP 平减指数连续三季度为负（图表 3），持续时间长于 2009 年和 2015-2016 年两个季度的负读数。2023 年全年-0.6%的读数更为 21 世纪以来最低。虽然去年四季度油价大幅下跌（图表 13）和延长的猪价下行周期是导致 CPI 和 PPI 连续三个月双负读数的主要原因，但是排除了能源和食品价格的核心 CPI 亦维持在 0.6%的较低水平上（图表 14），凸显了内需的疲软。在没有大规模刺激政策的大前提下，通胀的恢复短期内或仍较为缓慢。持续为负的 PPI 可能会影响企业盈利和扩张投资的信心、低迷的 CPI 也可能进一步影响消费活动。我们认为还需警惕负的通胀率对后续经济活动的负面影响。

图表 13：去年四季度油价下跌拖累 PPI 恢复



资料来源：Wind, Bloomberg, 浦银国际
注：油价预测来自 Bloomberg

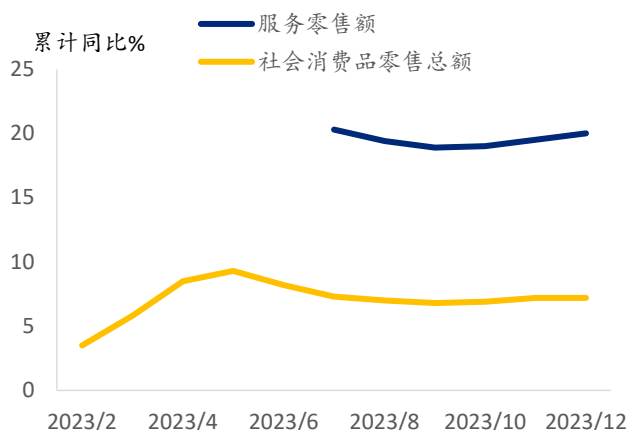
图表 14：食品价格因为猪肉周期下行是拖累 CPI 的主要原因



资料来源：Wind, 浦银国际

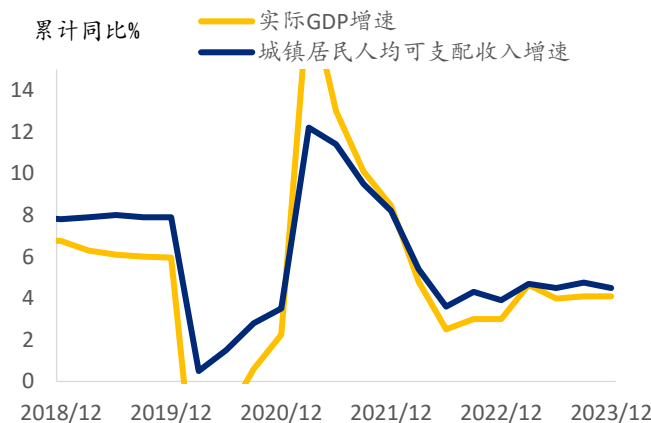
3. 消费韧性的维持或有难度。在 2023 年，疫后服务业复苏是消费复苏的重要推动力（图表 15）。而在服务业常态化的 2024 年，该行业对整体消费的贡献或明显减弱。此外，尽管去年四季度居民收入增速仍略快于经济增速（图表 16），然而在对经济的预期有所降温之后，超额储蓄在近两个月又有所上升（图表 17）。叠加失业率 12 月略微上升（图表 18）以及 PMI 就业指数的低迷（图表 8），今年消费韧性的维持或并非易事。

图表 15: 疫后服务业复苏是消费复苏的重要推动力



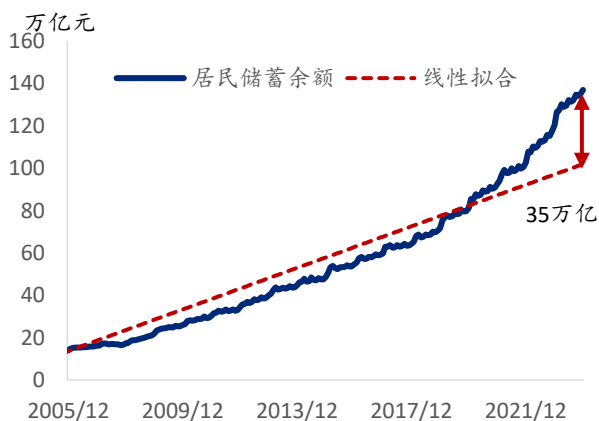
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 去年四季度居民收入增速继续快于经济增速



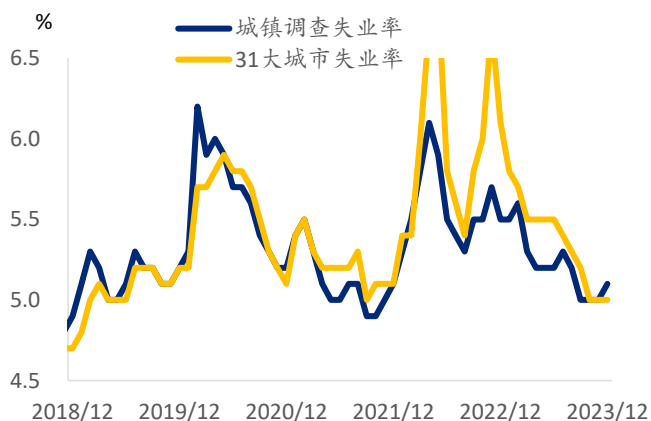
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 超额储蓄在近两个月又有所上升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 18: 全国失业率 12 月有所上升

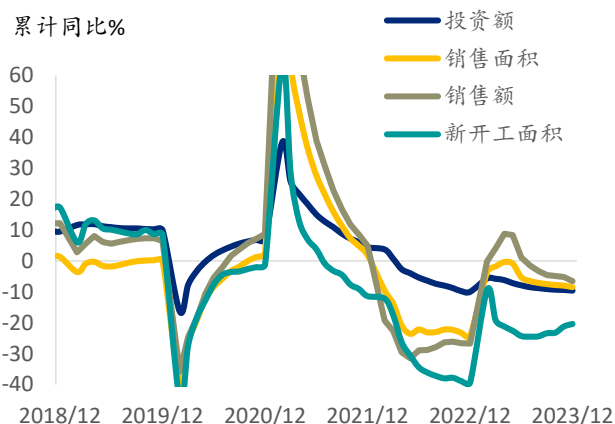


资料来源: Wind, 浦银国际

4. 房地产行业虽然有政策支持但仍继续走弱, 企稳时点或晚于我们之前预期的年中。从统计局发布的去年 12 月数据来看, 除新开工同比跌幅连续三个月收窄之外, 其余房地产数据均继续走弱 (图表 19): 房地产投资累计同比增速再下滑 0.2 个百分点到-9.6%; 房地产销售累计同比跌幅有所扩大; 全国房价环比再跌 0.4% (11 月: -0.4%, 图表 20)。房地产开发资金来源累计同比跌幅也再扩大 0.2 个百分点到-13.6%。尽管 12 月自筹资金跌幅有小幅收窄, 但是国内贷款和定金等资金来源跌幅有所扩大 (图表 21)。

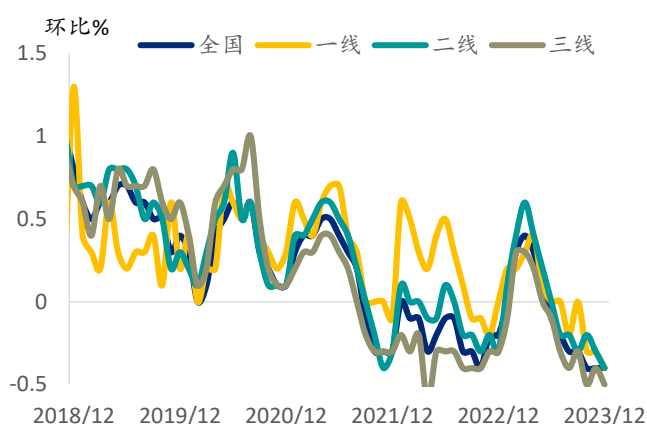
从高频数据来看, 北京和上海的购房政策终于在去年 12 月中做出了优化, 但是政策成效似乎昙花一现: 30 大中城市商品房交易仅在去年 12 月下半月出现边际改善迹象, 1 月再次走弱 (图表 22、图表 23), 尤其是一手房 (图表 24、图表 25)。此外, 中指调查显示在半年内计划购房的居民比例亦仍在低位徘徊 (图表 26)。基于目前房地产行业的情况, 必须承认我们预计年中房地产销售企稳 (以同比增速脱离负读数为标准) 的基本判断面临较大的下行风险。

图表 19: 除新开工外, 其余房地产相关数据继续恶化



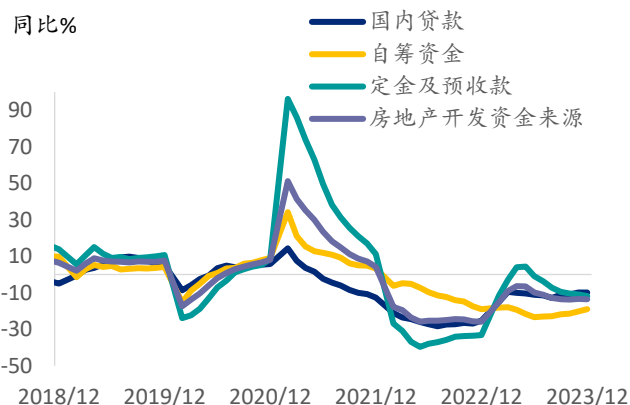
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 20: 70 大中城市房价环比跌幅继续维持在-0.4%



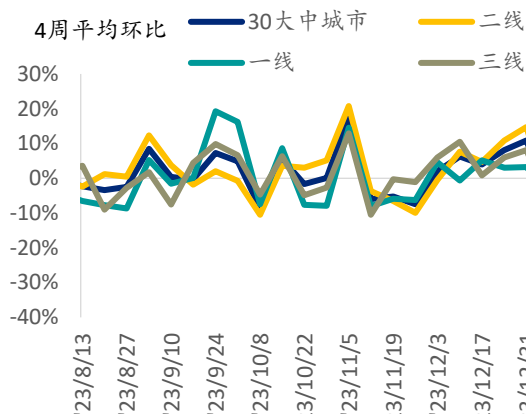
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 房地产开发资金来源累计统计跌幅也再跌 0.2 个百分点到-13.6%



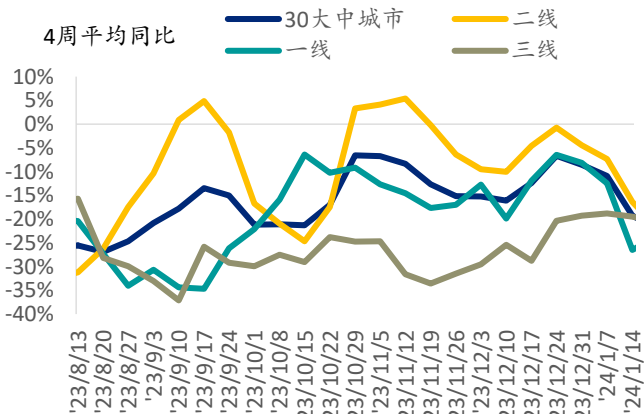
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 22: 30 大中城市房产销售环比增速



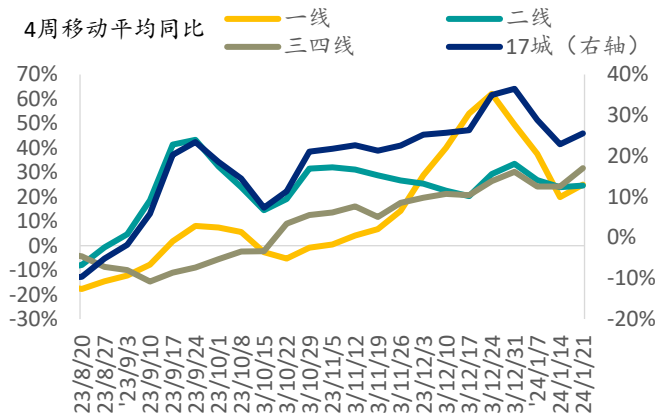
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 23: 30 大中城市房产销售同比增速



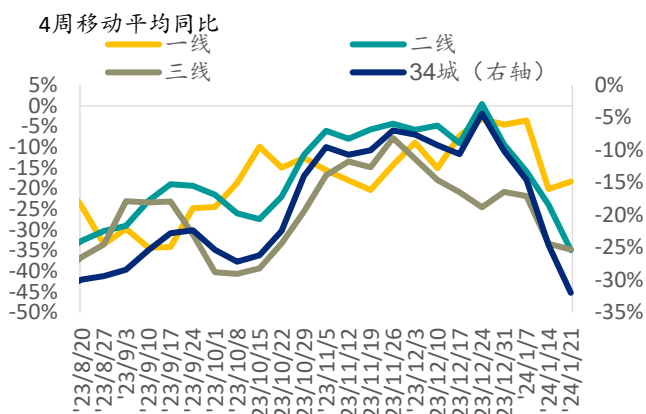
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 24: 17 城二手房销售(套数)同比增速



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 25：34 城一手房销售同比增速



资料来源：中指研究院，浦银国际

图表 26：受访计划半年内购房比例仍低位徘徊



资料来源：中指居民置业意愿调查，浦银国际

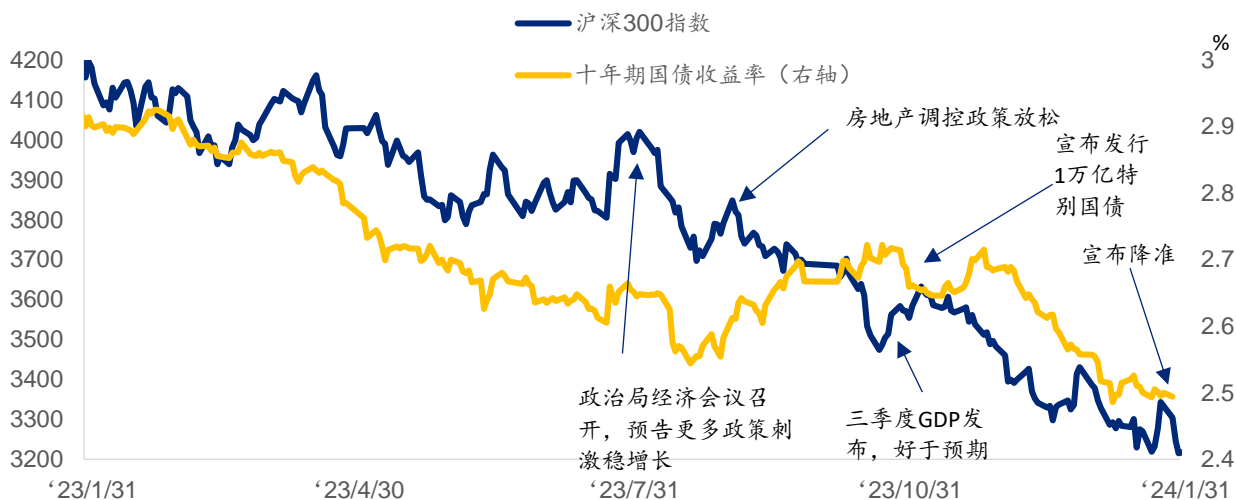
对经济动能以及刺激政策的担忧严重影响市场情绪，触发 1 月底政策救市

市场情绪 1 月显著走弱。经济动能自 11 月起开始减弱，CPI 和 PPI 连续三个月录得双负读数，再加上此前美联储态度转鸽，市场上一度期待央行在 1 月会降低 MLF 利率。然而央行在 1 月份没有如市场预期般降息，再加上去年 11 月底“适度平滑信贷波动”的表示，令市场担心央行是否已提早退出政策刺激。不及预期的四季度经济增速、人口老龄化加剧叠加对经济刺激政策退出的担忧导致了今年新年伊始沪深 300 指数一路下滑，从 1 月 2 日到 22 日（短短的 21 天）内跌了 6.2%（图表 27）。

政府发布一系列新政稳定市场情绪。自 1 月 22 日国务院常务会议提出“要采取更加有力有效措施，着力稳市场稳信心”之后，事情开始发生转变。23 日 [彭博社](#) 报道说中国政府正考虑拿出 2 万亿元的稳定基金（主要来自国企的离岸资金）来购买在港内地企业股票，以稳定恒指。24 日下午央行行长潘功胜在国务院新闻发布会上宣布降准 50 个基点，下调支农支小再贷款、再贴现利率 25 个基点。相比此前一般在晚间发布公告降准降息，此次发布选在下午，由央行行长在国务院新闻发布会上宣布，体现了政府想要改善预期管理的意愿（参见：[央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松](#)）。与此同时，房地产调整政策密集出台，不管是需求端进一步取消限购、优化首付比例、贷款利率，供给端增加金融机构对房企的融资支持，还是公共政策端推进“三大工程”，均有涉及（图表 28）。

市场情绪在短暂改善后又有所下探。虽然出台了一系列救市政策，但股市仅短暂上涨 3 日，26 日沪深 300 指数再次开始下跌。究其原因，正如我们之前 [预测](#) 的，在春节前夕推出稳增长政策的可能性很低，此轮政策更多针对的是市场情绪的修复。在基本面没有显著稳定改善的情况下，市场对中国经济信心依然不足。更为持久的信心恢复还有待房地产行业的恢复和更为全面的经济复苏。

图表 27：市场情绪 1 月显著走弱，23 日起的救市政策刺激成效似乎也是昙花一现



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28：近期房地产调整政策密集出台

日期	发布部门	政策详情
2023 年 12 月	央行	重启抵押补充贷款, 预告将发 5000 亿元, 其中 3500 亿元已经在去年 12 月发行。
2024 年 1 月 11 日	央行	批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款, 支持 8 个试点城市购买商品住房用作长租房。
2024 年 1 月	广州	广州宣布在城中村改造中将 全市推广“房票安置” 。通过房票可以在“房源超市”购买新建商品房。此外, 广州也取消了 120 平以上房屋的限购要求。
2024 年 1 月 23 日	新闻报告	据 21 世纪经济报道 , 纳入城中村改造、保障房建设的城市扩围, 由城区常住人口超过 300 万的城市分别扩围至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市, 省会城市或城区常住人口超过 100 万的城市。按照相关指标推算, 纳入城中村改造、保障房建设的城市将由 35 个分别扩大至 52 个、106 个。中央预算内投资、专项债以及 PSL 均将作为项目资金来源。
2024 年 1 月 24 日	央行等	《 关于做好经营性物业贷款管理的通知 》发布。明确 2024 年底前, 对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业, 银行发放的经营性物业贷款除了可以用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外, 还可用于偿还房企存量房地产相关贷款和公开市场债券。
2024 年 1 月 25 日	国新会	会议要求指导金融机构落实好经营性物业贷款管理要求, 继续做好个人住房贷款金融服务, 因城施策进一步优化首付比例、贷款利率等个人住房贷款政策, 要求银行大力支持“三大工程”, 尽快形成实物工作量。
2024 年 1 月 26 日	住建部	各地要以项目为对象, 抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单, 协调本行政区域内金融机构发放贷款, 精准有效支持合理融资需求。
2024 年 1 月 26 日	金融监管总局	召开会议部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作, 要求按照公平公正原则, 筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单, 向本行政区域内金融机构推送。

资料来源: 政府部门网站, 21 经济网, 浦银国际

即便大水漫灌刺激可能性仍低，我们相信政策支持将持续发力稳增长

经济增速目标指定在 5% 的可能性在加大，那就需要更多政策支持以助经济复苏完全进入正轨以及实现增速目标。近期地方两会密集召开，31 个省区市已全部公布其经济目标。虽然有 18 个地区的经济增速目标有所下调，但是除天津外，其余 30 个地区的经济增速目标均设定在 5% 或以上，增加了全国性经济目标仍然制定在 5% 的概率。然而因为高基数以及房地产和地方政府去杠杆，在 2024 年要实现 5% 以上的经济增长目标仍有相当难度，需要更多政策支持以助经济复苏完全进入正轨，尤其帮助房地产行业企稳和通胀恢复温和增长。

图表 29：31 个省区市中，18 个地区的经济增速目标较 2023 年有所下调，5 个有所上调

	2024	2023		2024	2023		2024	2023
海南	8	9.5	内蒙古	6	6	江苏	5+	5
西藏	8	8	河北	5.5	6	江西	5	7
新疆	6.5	7	福建	5.5	6	山西	5	6
湖北	6	6.5	河南	5.5	6	云南	5	6
宁夏	6	6.5	黑龙江	5.5	6	上海	5	5.5+
安徽	6	6.5	贵州	5.5	6	广东	5	5+
湖南	6	6.5	陕西	5.5	5.5	青海	5	5
重庆	6	6+	辽宁	5.5	5+	北京	5	4.5+
吉林	6	6	浙江	5.5	5	天津	4.5	4
四川	6	6	广西	5+	5.5			
甘肃	6	6	山东	5+	5+			

注：蓝灰色阴影代表增长目标下调，黄色阴影代表增长目标上调
资料来源：Wind，浦银国际

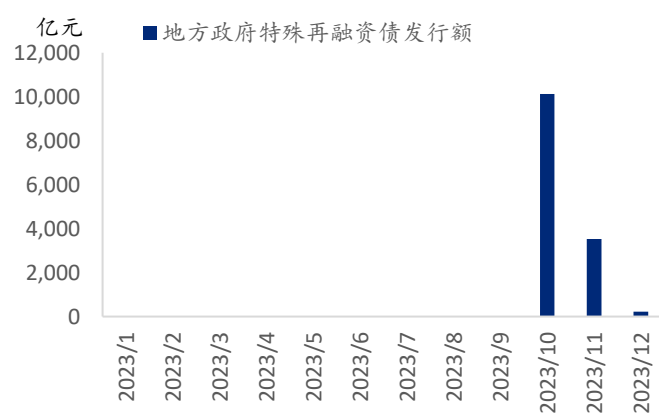
财政政策

财政政策领衔政策刺激，以稳投资为重要抓手。正如我们所[预计](#)的，财政政策近期正在狠抓落实以帮助促进“有效益的投资”：1) 期待已久的抵押补充贷款重启，尽管其对公司新增贷款的促进作用仍不明显；2) 新增社融中政府债券继续维持 9279 亿元高位，相信其中相当大部分属于用于灾后恢复重建、高标准农田建设和气象基础设施项目建设等的一万亿元特别国债；3) 虽然提前发行的地方政府专项债额度未官宣，但是地方债发行工作随 1 月 17 日河北省政府开启发行而启动。原则上在 3 月两会之前地方政府专项债可发行高达 2.28 万亿元，帮助稳基建投资。

短期内，因为春节长假，我们相信财政上再推出显著的增量措施的可能性较低，或仍在抓紧落实此前布置的政策措施。更为显著的财政刺激或要等到两会之后，重点将仍放在稳投资和化解地方政府债务风险上。正如我们在 [2024 年展望](#) 中所述，我们预计政府工作报告会将财政赤字率定在 3.5%-3.8% 的区间内，地方政府专项债额度上升 2000 亿元到 4 万亿元。然而，[彭博社](#) 报道中国政府正考虑发行 1 万亿元特别主权债以支持粮食、能源、供应链和城镇化相关项目。我们认为诸如此类通过中央政府加杠杆来提振经济的措施可行性颇高。如果该报道为真，2024 年全年的地方政府专项债额度可能维持在 3.8 万亿元不变。如果该特别债不计入一般财政赤字，财政赤字率或制定在 3% 的隐性红线水平上。

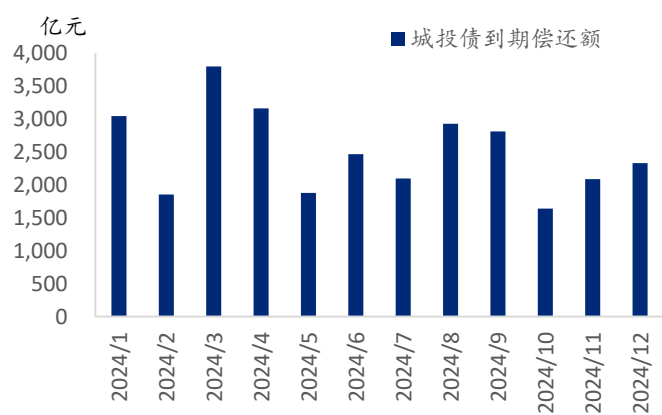
此外，2023 年 10-12 月发行 1.4 万亿元特殊再融资债以帮助偿付地方政府债务（图表 30），2024 年特殊再融资额或再发行 2 万亿元以上（图表 31）。另外，今年的政府工作报告或制定显著高于 2023 年的结构性减税降费目标，以帮助企业节省经营成本，帮助居民提高收入。虽然推出大规模促消费政策的可能性或较低，但是仍有可能出台一些促消费政策，尤其在促进大宗和服务消费上。此外，社保医保方面能否有些动作帮助居民部分降低预防型储蓄也值得期待。

图表 30：2023 年 10-12 月发行 1.4 万亿元特殊再融资债以帮助偿付地方政府债务



资料来源：Wind，浦银国际

图表 31：2024 年共有 3 万亿元左右城投债到期需偿还



资料来源：Wind，浦银国际

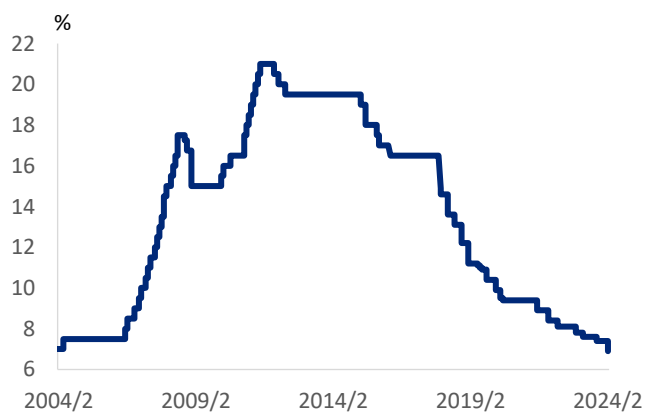
货币政策

我们维持货币政策至少在上半年维持宽松的基本观点，预计上半年或还有一次 25-50 个基点的降准。央行在 1 月选择维持 MLF 和 LPR 利率不变，并降准 50 个基点的做法符合我们区别于市场的政策预期。尽管 50 个基点的降准（释放 1 万亿元流动性）高于我们和市场 25 个基点的预期（图表 32），然而 2 月 15 日（春节假期期间）将有 4990 亿元 MLF 贷款的到期。释放的净流动性还要看到时候 MLF 的续作情况。此外，不选择直接降息而是下调支农支小再贷款、再贴现利率 25 个基点，体现了被市场所忽视的息差压力（图表 33）在降息决定中的重要性。基于支农、支小和再贴现贷款余额占银行贷款余额比例仅有 1.1%，此次定向降息对降低银行资金成本作用或有限。

1 月 24 日的降准和“定向降息”基本消除了市场上货币政策刺激提前退出的担忧。基于较为脆弱和不平衡的复苏局面，我们相信宽松的货币政策至少在今年上半年得以维持。预计上半年或还有一次降准，在 25-50 个基点之间。具体降准幅度或与 MLF 续作程度相关。

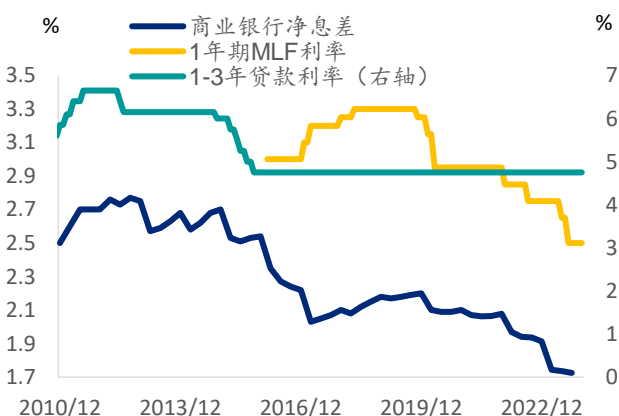
在降息方面，尽管我们认为息差压力（尤其在存量贷款年初重新定价的背景下）和金融稳定性仍是制约央行降息决定的重要因素，但是潘行长在 24 日发布会的一些表态表明央行对降息的口风有略微松动：1. 潘行长表示中美货币政策周期的差趋于收敛，有利于增强中国货币政策操作的自主性；2. 提出维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量。也就是说，如果经济动能和通胀迟迟不能反弹，以及息差压力在政策呵护下有所修复，那么央行或降息（以 MLF 利率为基准）10 个基点。此外，央行也将使用结构性工具帮助改善信贷需求。

图表 32：央行 1 月 24 日宣布降准 50 个基点



资料来源：Wind，浦银国际

图表 33：商业银行净息差已降至历史最低，制约降息空间



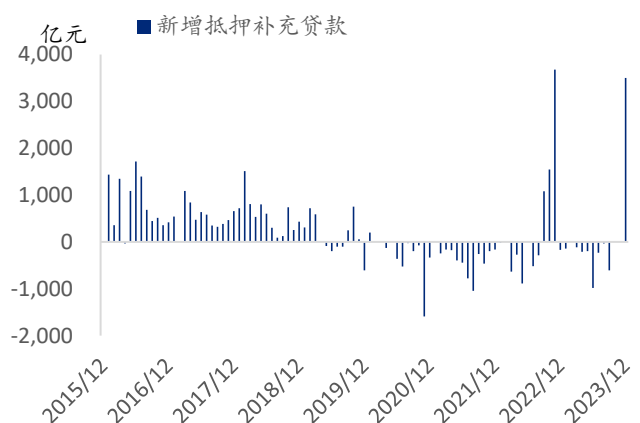
资料来源：Wind，浦银国际

房地产政策

房地产政策或三管齐下，继续升级直到行业企稳。

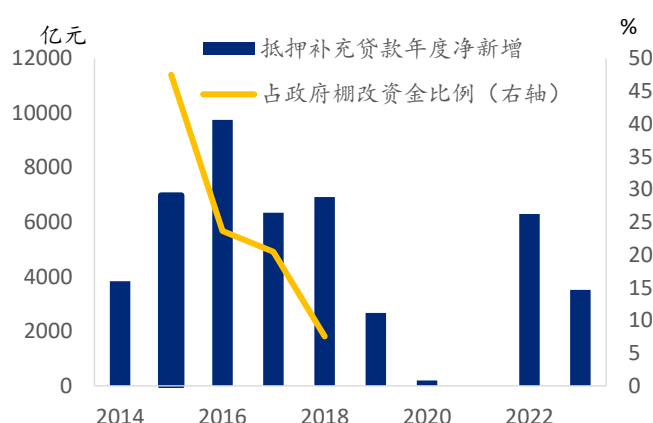
- **公共投资端**——资金、项目库以及援助房地产行业的方式均有扩充，进度也有所加快。从资金上来说，期待已久的抵押补充贷款（PSL）终于在2023年12月重启。单月3500亿元的投放额创造了该工具使用以来的次高记录（最高纪录是2022年11月的3675亿元，图表34）。虽然未公布用途，但重启的PSL相信有相当大比重会被用于推进“三大工程”（即城中村改造、保障性住房和平急两用公共基础设施）建设。此前在2015-2019年的棚户区改造中，抵押补充贷款曾经是政府棚改重要资金来源，在2015年资金比例更是高达47.5%（图表35）。虽然央行1月8月公告预告此轮总共仅有5000亿元新增PSL额度（还剩1500亿元），但是我们不排除央行会再次扩充额度，全年PSL新增额度或可达1万亿元（包含央行已预告的1500亿元）。

图表 34：单月 3500 亿元的投放额创造了抵押补充贷款工具使用以来的次高



资料来源：Wind, 浦银国际

图表 35：抵押补充贷款曾经是政府棚改重要资金来源



资料来源：Wind, 浦银国际

从救助方式上看，除了通过城中村改造重建以及新建保障性住房来促进房地产投资之外，在城中村改造过程中启用“房票安置”以及支持政府购买商品住房作为长租房用途等操作意味着政府或为房企去库存和解决流动性压力做出更多努力。1月初广州宣布在城中村改造中将全市推广“房票安置”。通过房票可以在“房源超市”购买新建商品住房。相比货币化安置，房票安置对房价作用或不大明显，但可以帮助推动开发商去库存，缓解房企的流动性压力。类似的，1月11日央行批复1000亿元的住房租赁团体购房贷款，支持8个试点城市购买商品住房用作长租房。

从“三大工程”的适用范围上看，据 [21 世纪经济报道](#)，纳入城中村改造、保障房建设的城市有所扩围，分别由城区常住人口超过 300 万的城市分别扩围至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市，省会城市或城区常住人口超过 100 万的城市。中央预算内投资、专项债以及 PSL 均将作为项目资金来源。

从进度上看，地方层面上“三大工程”建设在过去几个月均加快落实（图表 36），尤其在保障型住房领域（图表 37）。1 月 25 日的国务院新闻发布会（简称“国新会”）亦要求银行等金融机构大力支持“三大工程”建设，尽快形成实物工作量（图表 28）。

我们相信政府会继续通过积极推进“三大工程”帮助房企去库存和改善房地产投资。在房地产销售尚无起色的情况下，“三大工程”或是扭转房地产行业下行周期的关键环节。

- **供给端**——继 11 月以来提出房企融资白名单和银行房地产贷款的“三个不低于”要求之后，近期（1 月 24 日）央行又发布《[关于做好经营性物业贷款管理的通知](#)》，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，银行发放的经营性物业贷款可用于偿还房企存量房地产相关贷款和公开市场债券。1 月 26 日住建部要求各地抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单，精准有效支持合理融资需求。金融监管当局亦在同日召开会议部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作。这些举动均符合我们之前的预期，即为了防止房企违约后信心再度滑落，政府或继续给房企“输血”。我们相信接下来如有需要供给端政策也会持续发力。
- **需求端**——继 12 月中北京、上海优化限购政策之后，1 月 25 号的国新会再度强调因城施策进一步优化首付比例、贷款利率等个人住房贷款政策，住建部更提出赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策。而在 1 月初，一线城市中的广州已取消 120 平以上房屋的全部限购政策。1 月 30 日，上海亦宣布在本市连续缴纳社保或个税满 5 年的非本市户籍居民可以在外环外限购 1 套住房。这些表态意味着需求端政策或迎来继去年 9 月以来的新一轮放松，体现在首付比例、房贷利率和限购政策等多个方面。特别是仍保留限购政策的一线城市和几个二线城市的核心地区、首付比例仍高于首付最低标准的城市仍有优化空间。然而从目前房产销售情况来看，纯靠需求端政策放松或不足以促进居民部门买房。房地产市场的改善还需要供给端、公共投资端的政策配合，以及就业市场和居民收入的改善。

图表 36：地方层面上城中村改造进展

日期	城市	城中村改造计划
2023年1月28日	广州	推进中心城区城中村改造，坚持“拆、治、兴”并举，2023年推进127个城中村改造项目，力争完成 2000亿元城市更新固定资产投资目标 。
2023年2月7日	昆明	2023年拟启动44个城中村改造
2023年3月2日	深圳	计划于2023-2025年将167个城中村（约2000万平）改造。2023年计划推进4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
2023年3月4日	青岛	2023年计划推进城中村改造项目85个， 计划完成投资175亿元 。新启动项目19个，计划年度完成投资31亿元，惠及居民1.46万户；续建项目66个，计划年度完成投资144亿元。
2023年5月17日	厦门	发布厦门市城中村治理三年行动方案（2023-25），利用三年时间实现108个行政村治理全覆盖。
2023年5月20日	郑州	在2023年中国城市更新论坛上透露今年郑州计划入库60个城市更新项目，新开工20个， 年度力争完成1000亿元投资额 。
2023年5月26日	杭州	2023年，组建推进城市更新行动领导小组，出台指导性文件和行动方案，基本形成具有杭州特色的城市更新工作体系。试点先行，有序推进，打造一批可复制、可推广的城市更新试点项目。到2025年，形成一系列城市更新成果与实施模式，形成一批标志性城市更新示范项目。
2023年6月	武汉	2023年武汉市坚持“留改拆建控”并举的原则，武汉市按照重点更新单元整体更新一批、重点项目区域成片改造一批、其他更新项目加快实施一批的原则，全面推进41处基础设施落后、城市治理重点的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新1421.02万平方米。
2023年6月27日	东莞	主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中12条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他28个镇也要各自确定2条城中村同步铺开。
2023年7月11日	上海	已批准改造项目共62个，计划在2023-2025年启动30个项目，10个在2023年。计划在2032年底全面完成改造700个城中村改造项目，涉及11万户。
2023年7月24日	合肥	确保全市104个城中村改造三年内基本完成，涉及2.8万户，9万人
2023年10月24日	广州	《广州市城中村专项规划（2021-2034年）》审议通过，规划到2025年，累计推进城市更新约130平方公里（城中心改造70平方公里）。到2030年累计推进城市更新约300平方公里（城中村155平方公里）
2024年1月15日	浙江	2024年拟实施城中村改造2.7万户

资料来源：政府部门网站，浦银国际

图表 37：地方层面上保障型住房筹备建设进展

日期	城市	保障房建设计划
2023年12月5日	南宁	梳理出配售型保障性住房先导项目7个，住房7200套，总投资39亿元。其中 2024年计划建设住房4000套 。
2023年12月19日	福州	国家开发银行向福州市双龙新居保障性住房项目授信2.02亿元，已实现首笔1000万元的贷款发放。福州市保障房初步选址8块地539亩，规划总建筑面积109万平方米， 总套数约1.24万套 。
2023年12月28日	深圳	首批配售型保障房建设集中开工，共13个项目，建设面积75.7万平方米， 房源合计1万套。总投资约125亿元 。
2024年1月11日	大连	规划建设配售型保障性住房 2170套 。
2024年1月12日	沈阳	今年将筹集 保障性租赁住房5000套，筹集配售型保障性住房2200套
2024年1月12日	昆明	昆明市公布《2024年配售型保障性住房地控规修改方案》，涉及四区约216亩土地调整为保障性住房， 总建筑面积41万平方米 。
2024年1月14日	广州	2024年筹建 配售型保障房住房不少于1万套，筹集保障性租赁住房不少于10万套
2024年1月15日	浙江	2024年全年开工筹集公租房5000套以上，建设筹集保障性租赁住房20万套，规划建设 配售型保障性住房1万套

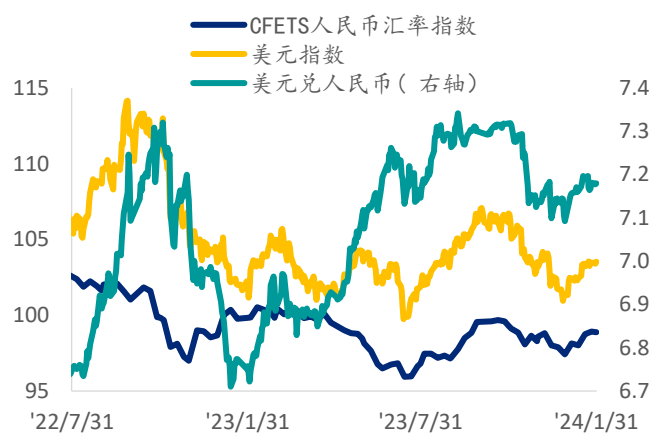
资料来源：政府部门网站，浦银国际

经济接下来将何去何从？

尽管 2024 年经济增速目标有望被定在 5%，我们依然维持 4.7% 的全年经济增速预测，并认为该预测目前面临较大的下行风险。虽然 12 月数据初显 11 月以来政策的成效，政策刺激也在 1 月底再度发力且预计会持续发力，但是在适度政策刺激的预期下，要实现 5% 的经济增速依然非常困难。考虑到房地产销售数据 1 月份再次恶化且短时间内改善空间有限、通胀率持续为负，我们 4.7% 的经济增速目标依然面临较大的下行风险。让我们拭目以待接下来的 3 月 5 日的全国两会以及三中全会将引领中国走向怎样的发展和改革方向。

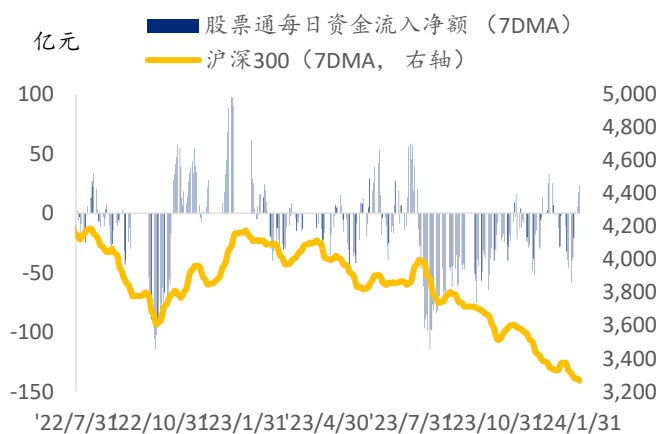
人民币短期或双向波动，中期温和升值。正如我们所预测的，随着第一波美联储降息交易接近尾声，美元指数在 1 月重新开始升值。在美元变强以及信心疲软的影响下，人民币兑美元汇率一度在 1 月 22 日跌到接近 7.2 的关口。不过随着 23 日起政府一系列稳定市场信心的操作，近日汇率又有小幅回升。短期内，我们认为人民币或呈现双向波动。一方面，美国经济相对其他经济体的比较优势或仍将帮助维持美元强势。春节出境游或加剧服务贸易逆差。另一方面，我们预计提振市场信心的政策努力或继续，帮助部分资金回流。中期来看，我们仍相信经济复苏的最终确认以及降息周期开启后美元预计走弱可以有助于人民币小幅升值，年底升至 6.9。

图表 38：人民币兑美元汇率在 1 月 22 日一度跌到 7.2 附近



资料来源：Wind，浦银国际

图表 39：市场信心将左右股票资金流动



资料来源：Wind，浦银国际

(三) 美国——处于经济和政策的十字路口

近期数据显示美国经济无限接近软着陆。一方面，实体经济数据再次体现经济的强韧性……

美国四季度经济环比增速虽然相较三季度有所减慢，但仍远超市场预期。四季度经济环比增速放缓至 3.3%（三季度：4.9%，市场预期：2%）。从细节来看（图表 40），消费仍然是经济最大贡献项，贡献率高达 58%（三季度为 43%），商品消费增速略微放缓，而服务消费增速再次加快。高利率环境继续抑制投资，但是房地产投资触底后反弹。政府消费支出和投资继续维持对经济的高贡献，对 GDP 的拉动作用高于投资。进出口的贡献也有所改善。

图表 40：美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重 (%)	环比增速%				对 GDP 拉动作用			
		23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
整体	100.0	3.3	4.9	2.1	2.2	3.3	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.7	2.8	3.1	0.8	3.8	1.9	2.1	0.6	2.5
商品	24.1	3.8	4.9	0.5	5.1	0.9	1.1	0.1	1.1
耐用品	9.2	4.6	6.7	-0.3	14.0	0.4	0.5	0.0	1.1
非耐用品	15.0	3.4	3.9	0.9	0.5	0.5	0.6	0.1	0.1
服务	44.7	2.4	2.2	1.0	3.1	1.1	1.0	0.4	1.4
私人投资总额	18.2	2.1	10.0	5.2	-9.0	0.4	1.7	0.9	-1.7
固定资产投资	17.6	1.7	2.6	5.2	3.1	0.3	0.5	0.9	0.5
建筑	2.8	3.2	16.1	16.1	30.3	0.1	0.3	0.5	0.8
设备	5.5	1.0	7.7	7.7	-4.1	0.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	6.2	2.1	2.7	2.7	3.8	0.1	0.1	0.2	0.2
住宅	3.3	1.1	-2.2	-2.2	-5.3	0.0	0.3	-0.1	-0.2
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	NA	0.1	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-4.0	6.3	5.4	-9.3	6.8	0.4	0.0	0.0	0.6
政府消费支出&投资	2.9	3.3	5.8	3.3	4.8	0.6	1.0	0.6	0.8

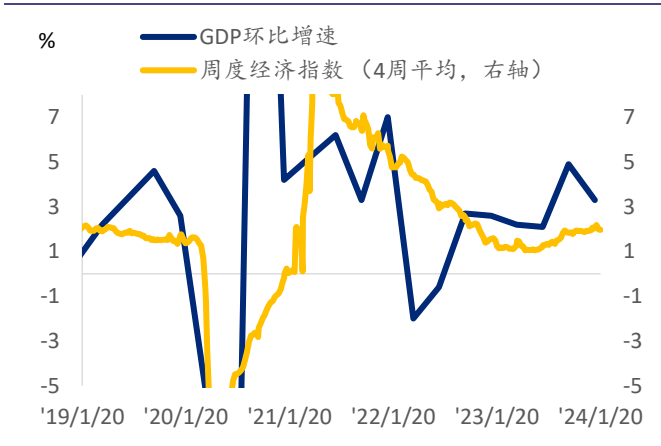
资料来源：CEIC，浦银国际

月度数据反映消费仍强，房地产行业有回暖趋势。周度经济指数显示 1 月经济韧性仍强（图表 41）。分领域来看，在消费方面，去年 12 月消费品零售数据继续超市场预期，环比增速从 11 月的（修正后的）0.1% 加快到 0.3%。不过餐饮业零售环比增速减慢到 0% 附近（图表 42），显示消费开始从服务端转移到商品端。个人消费支出环比增速再加快，尤其是商品消费支出改善明显（图表 43）。

在制造业方面，12 月工业增加值环比增速亦有所加快且超市场预期（12 月：0.1%，11 月修正后：0%，图表 44）。汽车行业、航空、计算机和电子行业的卓越表现仍然是主要推动力。不过耐用品订单 12 月大致持平，未见预期的继续上升。除飞机外的非防务资本品维持平稳（图表 45）。

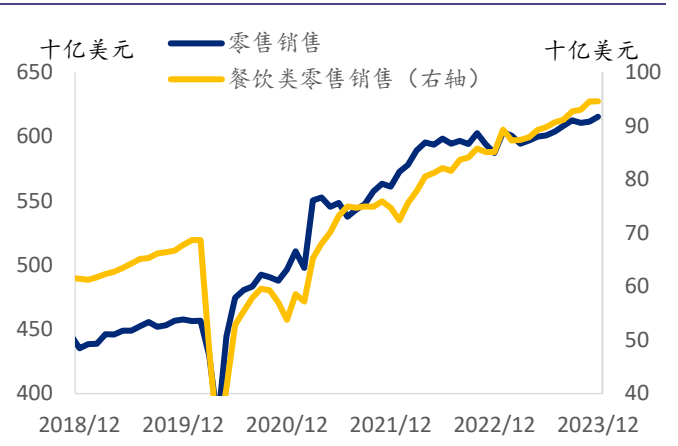
在房地产领域，此前的走弱趋势有所改善。按揭利率的下降开始反应到销售数据上：新屋销售 12 月强势反弹，但是成屋销售因为供给不足仍较为乏力（图表 47）。新屋开工 12 月虽然有略微走弱，但是整体还是延续 8 月以来的上升势态。营建许可 12 月也有所改善（图表 46）。

图表 41：周度经济指数显示经济韧性仍强



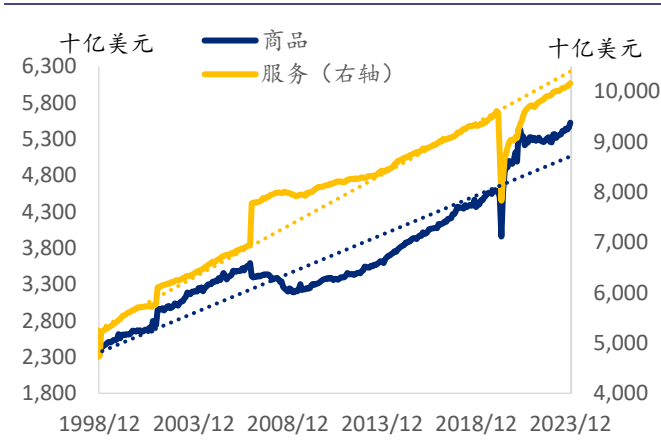
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 42：消费品零售数据继续超市场预期，餐饮零售表现趋软



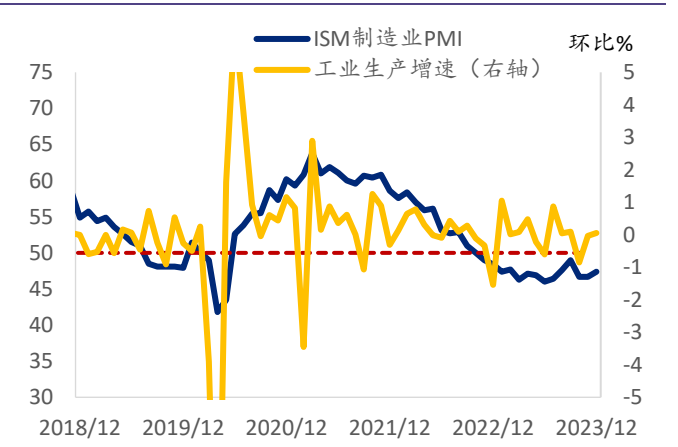
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 43：个人消费依然呈现上升趋势，尤其是商品消费



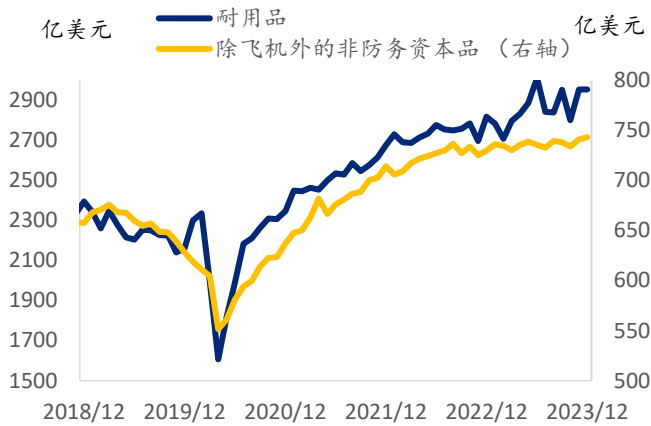
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 44：工业增加值环比增速加快且超市场预期



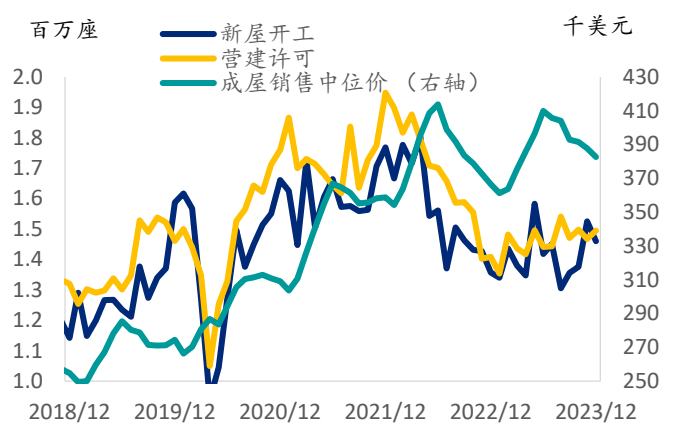
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 45: 耐用品订单 12 月大致持平, 未见预期的继续上升



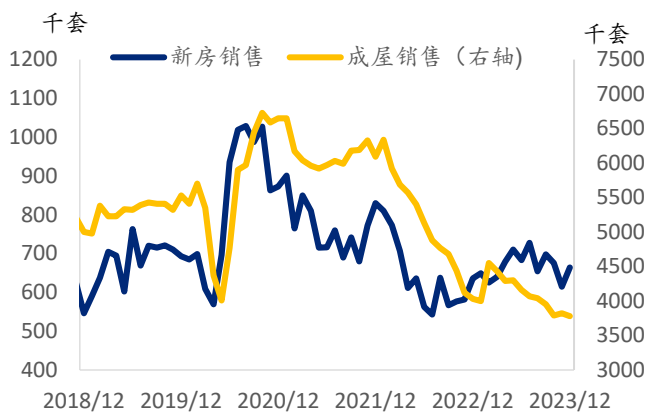
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 46: 新屋开工 12 月走弱, 但营建许可有所改善



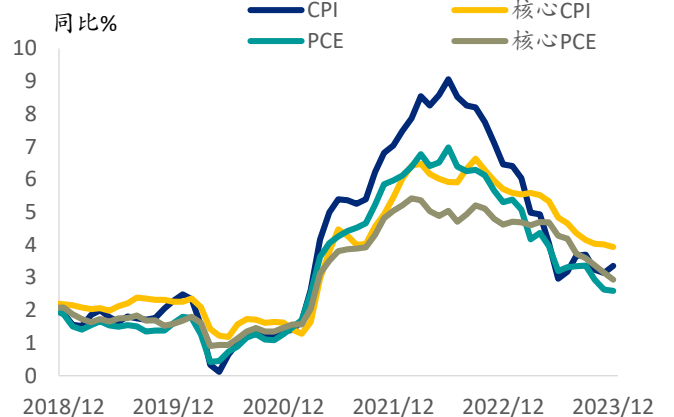
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 47: 在按揭利率有所下滑的情况下, 新房销售终于反弹, 但成屋销售环比下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 48: 美国核心 CPI 和 PCE 通胀率差异扩大

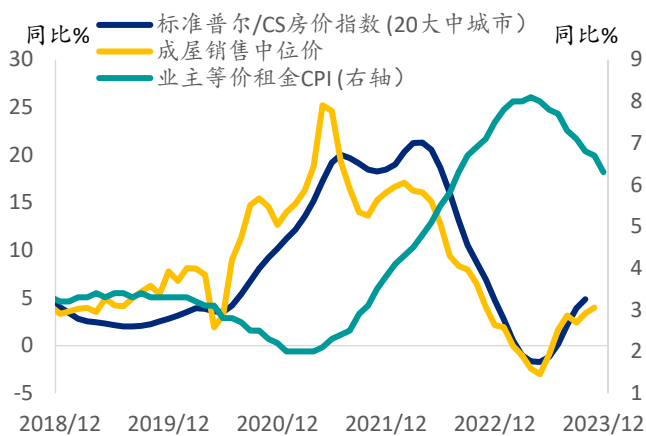


资料来源: CEIC, 浦银国际

另一方面, 以核心 PCE 为代表的通胀水平下滑明显

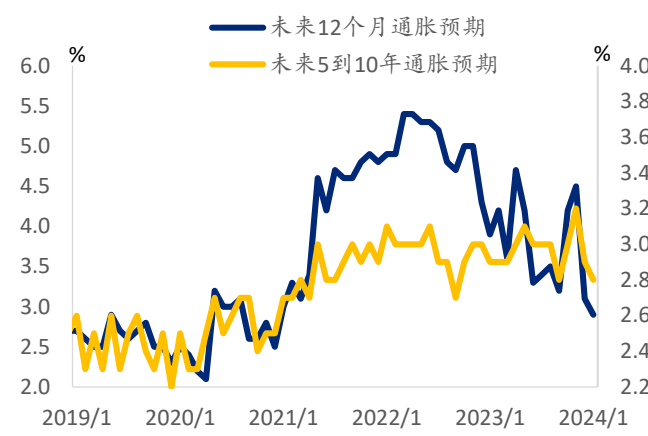
尽管核心 CPI 仍强, 核心 PCE 通胀率 12 月同比已跌至 3% 以内 (图表 48)。0.172% 的环比增速也低于市场预期的 0.2%。未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期在近两个月均大幅下行 (图表 50)。然而, 核心 CPI 通胀数据仍强, 3.9% 的同比增速远高于核心 PCE 的 2.9%, 尤其是核心服务 CPI 韧性仍强。两者的差异主要是因为对核心 CPI 影响颇大的住房价格在核心 PCE 中比重较低。由于房租 CPI 滞后房价变化约 1 年, 去年房价的显著上升意味着房租 CPI 今年大部分时候将处于上升期 (图表 49), 那么核心 CPI 和核心 PCE 的显著差异或会继续。我们相信核心 PCE 将成为影响美联储利率决定的更重要的通胀指标。然而, 如果核心 CPI 继续居高不下, 也可能对美联储降息形成一定制约。

图表 49：住房价格在两种价格指数中的比重差可能是导致两个价格指数背离的主要原因之一



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 50：未来 12 个月和 5-10 年的通胀预期在近两个月大幅下行



资料来源：CEIC, 浦银国际

美国经济在 2024 年是否可以软着陆？

我们的答案是并不容易。今年美国经济或仍暗潮汹涌。经济过热和过冷均有可能发生。具体地说：

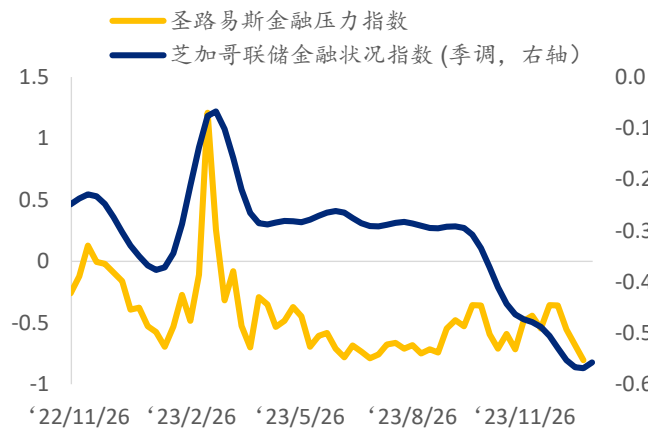
一方面，再通胀风险依然存在。虽然尚未开启降息，金融条件已经开始放松。10 年期美国国债收益率自 11 月起已下跌超过 100 个基点，尽管近期因为第一阶段降息交易结束有小幅反弹（图表 51）。圣路易斯金融压力指数和芝加哥联储的全国状态指数也开始放松（图表 52）。金融条件改善对投资的影响目前仅在房地产领域有略微体现，如果此后导致更为显著的经济活动反弹，那么通胀率可能二次走高，尤其在红海事件继续对全球供应链造成扰动的背景下。

图表 51：第一阶段降息交易告一段落，美国国债收益率一度由跌转涨，但依然远低于此前 5% 的高位



资料来源：CEIC, 浦银国际

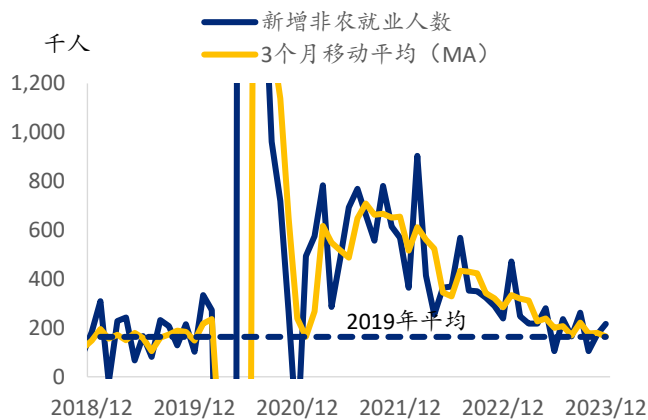
图表 52：圣路易斯金融压力指数 1 月继续放松，芝加哥联储的全国状态指数也开始放松



资料来源：Wind, 浦银国际

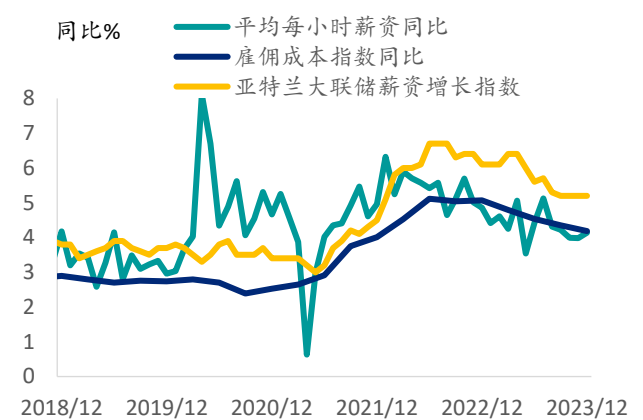
另一方面，我们亦不能排除经济活动迅速降温的可能性，经济甚至可能进入衰退。从四季度 GDP 的贡献率构成来看，投资贡献已经下降，进出口和政府支出的高贡献率或不可持续。也就是说，目前经济的最大推动力或仅剩消费。然而强消费的可持续性仍存疑：首先，劳动力市场已经开始收紧，尽管还不算显著收紧。虽然 11-12 月非农就业数据均超预期，但是三个月平均的新增就业人数仍然呈现下降的趋势，并已接近 2019 年疫情前水平(图表 53)。另外，雇佣成本指数四季度继续下降(图表 54)。此外，JOLT 职位空缺人数和失业人数比例已下降至 1.4 附近，离 1.2 的疫情前水平差距明显收窄(图表 55)。与此同时，经过一段时间的下降之后，周度领取失业金人数在 1 月下半个月开始回升(图表 56)。其次，利息支出的上升速度依然超过可支配收入，消耗疫后美国居民的超额储蓄。最后，虽然金融条件有所放松，但是在尚未降息以及减小缩表规模的情况下，消费信贷增速仍呈下降趋势(图表 57)。

图表 53: 新增非农就业人数 12 月上升，但 3 个月移动平均继续回落至 2019 年平均水平



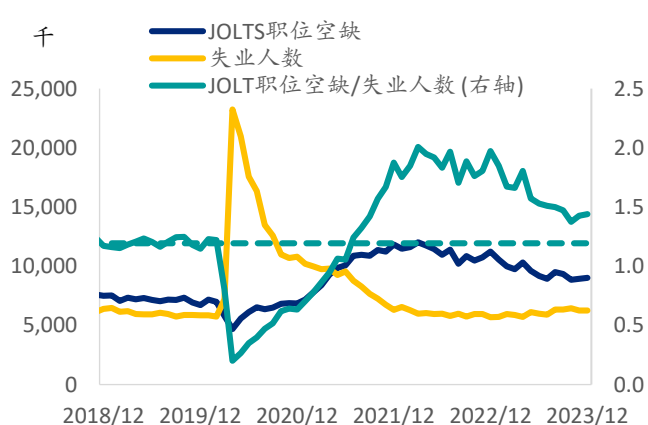
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 54: 虽然薪资同比增速 12 月略微加快，雇佣成本指数四季度继续下降



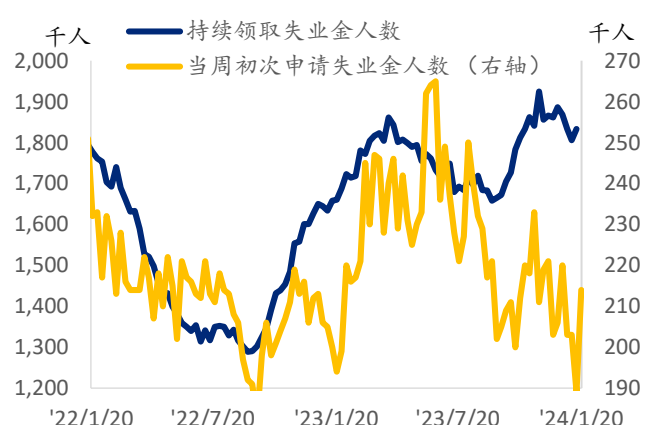
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 55: JOLT 职位空缺人数和失业人数比例已下降至 1.4 附近



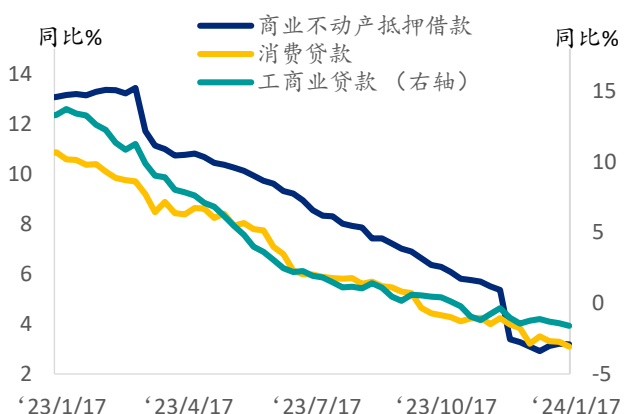
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 56: 周度领取失业金人数在 1 月中后开始回升



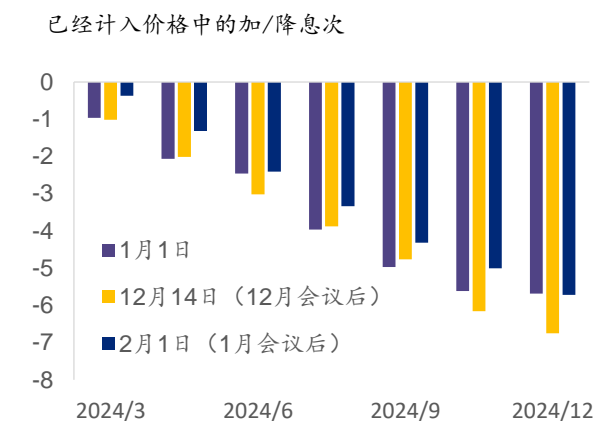
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 57：消费信贷增速仍呈下降趋势



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 58：1 月美联储会议后，市场预期 3 月降息概率大跌



资料来源：Bloomberg, 浦银国际

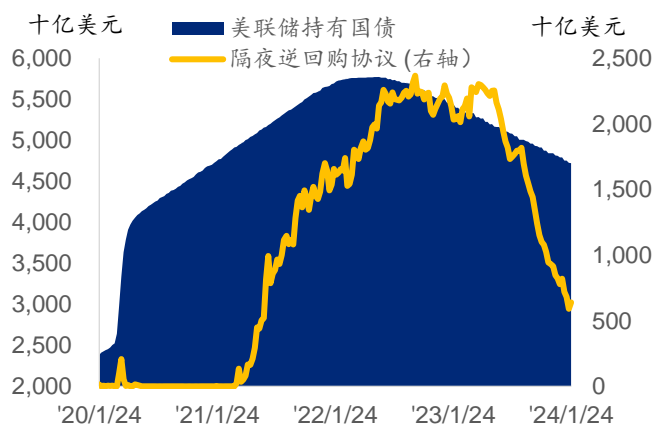
在美国经济的十字路口，美联储的抉择显得尤为重要

美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，整体论调符合我们的预期，但是较市场预期更为鹰派：1. 在利率指引上，会议声明删除了加息相关措辞，并开始为降息做铺垫。但同时声明表示“在对通胀持续向 2% 迈进更有信心以前，不适合降低利率目标范围”。鲍威尔更明确指出“至少从周三（1 月 31 日）的会议情况看，目前美联储尚未达到 3 月就启动降息的信心水平”。不过“最终是否降息将取决于经济形势的演变”的表述为 3 月降息留下了最后一息可能。2. 在实现就业和通胀目标上，美联储承认两者“正在趋向更好的平衡”，并删除了上次所有涉及金融系统的评价，却亦表明“经济前景不明朗”，并重申“仍将高度关注通胀风险”。此前我们曾预告要警惕美联储降息节奏或与市场预期相差甚远的风险，此次会议也在一定程度上兑现了我们的预测。此次美联储会议后，美股下跌、美元上涨，市场对 3 月降息预期大减（图表 58）。

当前美国经济走到十字路口，我们将预计首次降息的时间提前到 5 月（此前为 7 月）。虽然近期核心 PCE 迅速下滑，缓解了美联储对通胀问题的担忧，但是必须注意到核心 CPI 环比增速和新增非农就业人数连续两个月上升，实体经济数据韧性仍强。表面上来看经济似乎无限接近软着陆，然而实际上美国经济正处在一个十字路口——经济过热或过冷均有可能发生。在这样的背景下，美联储的货币政策抉择显得尤为重要。这也是为什么美联储认为经济前景不明朗，并可能更加谨慎行事。尽管美联储基本排除 3 月降息的做法符合我们“3 月降息或为时尚早”的论断，不过基于核心 PCE 下滑快于预期，1 月美联储会议开始为降息做铺垫，我们将首次降息的时间点预测将提前至 5 月（此前为 7 月），全年降息幅度或在 100-150 个基点之间（此前为 100 个基点）。3 月份美联储会议公布的季度经济预测或对全年降息幅度提供更多线索。在降息提前到二季度的情况下，我们认为此轮紧缩周期导致美国经济衰退的可能性也有所下降（目前概率：30%，此前：60%）。

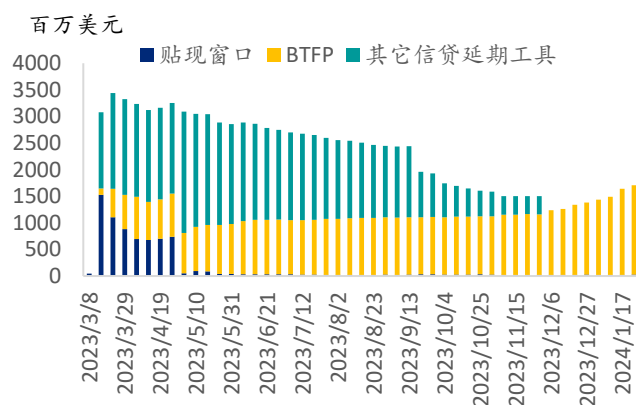
预计缩表规模可能于6月开始减半，三季度结束缩表。随着缩表自2022年6月开启，隔夜逆回购存量已经下跌到6396亿美元的低位（图表59）。此外，美联储在去年银行业危机后退出的最后一项救助资金计划——银行定期融资计划（BTFP）也已宣布会在三月底结束。目前规模还有16.8亿美元（图表60）。鲍威尔在1月美联储会议后的发布会上表示：“美联储计划3月份开始深入讨论资产负债表问题，认为本轮紧缩周期以来的缩表过程进展不错，没必要等到隔夜逆回购协议（RRP）彻底降至零了才放慢缩表进程”。按照此前放缓缩表的进程，我们预计美联储或5月公布减半缩表规模，6月开始执行。而后在三季度结束缩表。

图表 59：伴随着每月美联储以 600 亿美元为上限减持国债，隔夜逆回购存量锐减



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 60：美联储在去年银行业危机后退出的最后一项救助资金计划 BTFP 也已宣布会在三月底结束



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 61：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 1 月 24 日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024 年 1 月 17 日	四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 15 日	11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早
2023 年 12 月 13 日	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
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023 年 11 月 15 日	美国 10 月通胀超预期放缓，加息周期或已结束
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 11 月 2 日	美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？
2023 年 10 月 18 日	三季度经济增速数据好于预期。政策或进入“边走边看”模式
2023 年 10 月 13 日	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
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 15 日	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？
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023 年 9 月 1 日	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
2023 年 9 月 1 日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023 年 8 月 11 日	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
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	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
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 11 日	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？
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

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个人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

周文硕

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
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

