



## 月度宏观洞察：渐入佳境

- **中国：稳增长仍是第一要务。**第三季度/9月数据显示复苏继续，虽然复苏仍然脆弱和不平衡：投资仍不景气，尤其是房地产调控政策的成效有待观察；消费复苏的可持续性也存在一定疑问。好在政策支持再次升级。赤字率意外上调，彰显了政府稳增长的决心。

### 1. 政策方面——我们相信罕见的上调赤字率并不是政策刺激的终结。

**1) 财政政策**或成为稳增长防风险主力军。政府可能会在今年稍晚的时候宣布提前下达2024年地方债务发行额，在明年两会前可发行规模或达2.28万亿元专项债。明年政府可能还会继续抬高中央政府的杠杆率以帮助地方政府去杠杆和稳基建。**2) 货币政策**或维持宽松，以配合财政刺激。降息降准均有理可依，但考虑到大量债券发行以及年底的流动性压力，降准的可能性相对更大。此外，央行可能会创造新的工具，为化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。**3) 房地产政策**需求端短期仍重落实和观望成效。供给端支持或再升级。城中村改造和新一轮保障房建设或帮助改善房地产投资，具体成效还要看发布的政策细节。

**2. 经济展望——2023年全年实现5%以上经济增速目标基本无悬念。**对于2024年，我们预计经济目标或制定在4.5%或者4.5%-5%的区间内。然而意外的赤字率上调表明稳增长仍是明年经济工作重心，政府制定的经济增速目标有可能会超过我们的预测。中央金融工作会议再次凸显稳汇率决心，我们继续维持7.3或为明显政策底观点。

- **美国：加息预期显著降温，但对加息的讨论或并未结束。**一方面，我们看到在11月偏鸽派的美联储会议以及低于预期的就业数据发布后，加息预期大减。另一方面，9月实体经济数据表现仍强劲，不利于劳动力市场收紧。核心通胀环比亦连续两个月加快。我们认为有60%的可能性明年1月还有一次加息，另有40%的概率加息或已结束。即便不再加息，美联储在短期或不会松口。10年期国债收益率和美元指数或随预期变化仍有波动。在加息靴子落地之后，10年期国债收益率或开始下行。而美元指数可能仍会受益于相对强劲的美国经济表现而维持在较强水平。我们维持明年二季度美国经济将陷入衰退、三季度将开始降息的预测。
- **有哪些事件值得关注？**中国方面，12月召开的季度政治局经济会议和中央经济会议将对明年经济工作做出具体部署。三中全会目前看来可能会延迟召开。美国方面，接下来通胀数据的发布或影响我们以及市场对利率决定的判断。后续还需关注12月美联储会议以及季度经济预测更新。中美关系方面，即将在美国举行的APEC峰会上的中美元首会晤值得期待。
- **风险提示：中国方面，**房地产行业在政策刺激下迟迟不能企稳、房地产行业/地方政府债务风险；**美国方面，**美联储紧缩周期引发金融危机、美国核心通胀数据接下来迅速下行、美国经济迅速降温。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023年11月7日



扫码关注浦银国际研究

# 目录

(一) 引言.....	4
(二) 中国——稳增长仍为第一要务.....	4
9月数据印证我们“经济动能已在7月见底”的基本观点.....	4
然而复苏依然不平衡和脆弱，可持续性存疑.....	5
政策支持再升级，稳增长或为四季度乃至明年经济核心任务.....	8
接下来经济和市场将怎么演变？.....	11
(三) 美国——加息预期显著降温，但对加息的讨论或并未结束.....	14
在偏鸽派的美联储11月会议以及低于预期的就业数据发布后，加息预期大减.....	14
然而通胀和实体经济数据似乎并非如此乐观.....	15
利率和汇率展望.....	19

## 图表目录

图表 1: 三季度经济增速环比显著回升.....	4
图表 2: 消费仍是今年经济主要推动力.....	4
图表 3: 9月实体经济数据显示工业生产继续改善，然而投资下滑持续.....	5
图表 4: 失业率9月继续下降.....	5
图表 5: 暑期结束后，电影票房显著下降.....	5
图表 6: 乘用车销售10月依然较为强劲.....	5
图表 7: 暑期结束后，餐饮零售增速（两年平均）有所下降，商品零售表现也略有下滑但相对稳健.....	6
图表 8: 制造业PMI再次回落至50枯荣线以内.....	6
图表 9: 虽然制造业投资继续改善，但是房地产和基建投资增速持续下滑.....	6
图表 10: 制造业投资随着政策支持、PPI回升以及去库存周期的结束继续改善.....	7
图表 11: 三季度地方专项债加快发行的成效在基建投资增速上的体现或还需时日.....	7
图表 12: 房地产销售和投资继续恶化，新开工跌幅略有收窄.....	8
图表 13: 70大中城市房价环比跌幅维持在0.3%，主要受二三线城市房价下降影响.....	8
图表 14: 10月30大中城市房屋销售改善略见改善.....	8
图表 15: 来自定金及预收款，以及个人按揭贷款的资金跌幅继续扩大.....	8
图表 16: 赤字率在去年6月见顶之后一直在回落中.....	9
图表 17: 中央政府的财政情况好于地方.....	9
图表 18: 我们预计信贷投放或仍维持充裕.....	10
图表 19: 三季度GDP平减指数持续为负，CPI同比通胀率9月又回落至0%.....	10
图表 20: 8月份央行降息15个基点.....	10
图表 21: 接下来降准降息均有理可依，但降准可能性相对更大.....	10

图表 22: 股市似乎仅对超预期的显著政策刺激才做出正面反映 .....	12
图表 23: 人民币兑美元徘徊在 7.3 附近 .....	12
图表 24 : 资金流动自 8 月起转到净流出 .....	13
图表 25: 央行加强了对中间价的干预以稳定汇率 .....	13
图表 26: 美联储加息预期近期大减 .....	14
图表 27: 10 月非农新增就业人数跌幅超预期 .....	14
图表 28: 失业率微升 0.1 个百分点到 3.9% .....	15
图表 29: 即便时薪增速略降, 但是其他工资指标依然偏高 .....	15
图表 30: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率 .....	15
图表 31: 我们非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱, 反而之前下行的商品需求开始回升 .....	16
图表 32: 9 月消费品零售数据远超预期, 环比增速维持 0.7% 高增长 .....	16
图表 33: 耐用品订单 9 月环比增速高达 4.7%, 远超市场预期 .....	16
图表 34: 工业生产数据即便在受汽车工业罢工影响的 9 月, 也维持坚挺 .....	16
图表 35: 新屋开工 9 月反弹, 但营建许可和房价有所下滑 .....	17
图表 36: 成屋销售因供给不足持续放缓, 新屋销售仍强 .....	17
图表 37: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年 .....	18
图表 38: 二手车价格指数近期持续上升, 相关 CPI 下行或难持久 .....	18
图表 39: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献 .....	18
图表 40: 迄今为止, 通胀大多来自核心服务业 .....	19
图表 41: 年初起房价的一路上涨可能会影响明年租金价格 .....	19
图表 42: 美国国债收益率和美元指数走势中期可能分化 .....	20
图表 43: 近期相关报告列表 .....	21

# 月度宏观洞察：渐入佳境

## (一) 引言

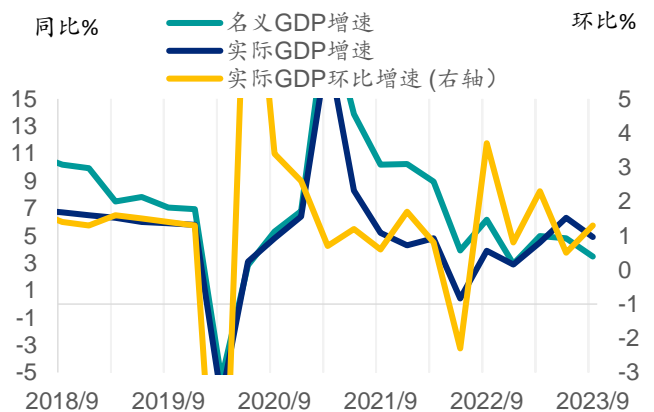
在过去的一个多月时间里，中美经济都在发生积极的变化。两国三季度经济增速均高于预期。中国经济在6月起的政策刺激下持续恢复，10月底意外上调赤字率和增发国债的举动更提高了市场对后续稳增长措施的预期。低于预期的美国非农就业数据以及美联储在利率会议的偏鸽派表态让“加息已结束”呼声大涨，股债两市均做出积极反应。这种良好的趋势接下来是否能维持？

## (二) 中国——稳增长仍为第一要务

### 9月数据印证我们“经济动能已在7月见底”的基本观点

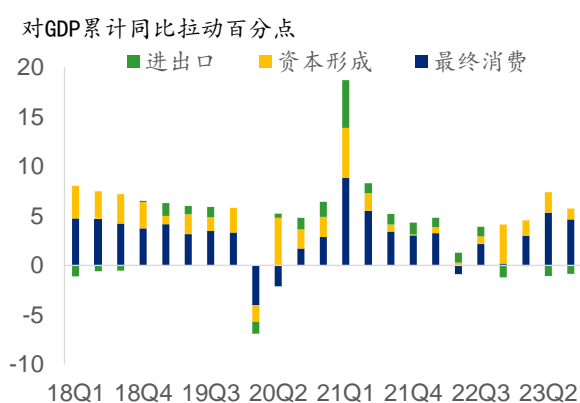
三季度经济增速远好于预期。在基数上升的情况下，中国三季度经济同比增速从二季度的6.3%下行到4.9%，但仍显著好于市场预期（4.5%）。一到三季度经济同比增速达5.2%，仍高于5%左右的年度经济目标。环比增速加快0.8个百分点到1.3%（图表1）。按支出法来看，消费仍是经济复苏的最重要推动力（图表2）。显著好于预期的三季度经济增速减少了实现今年经济目标的难度，国家统计局表示四季度经济只要增长4.4%以上即可实现全年经济目标。我们认为今年经济增速能实现全年增长目标的悬念已不大。

图表 1：三季度经济增速环比显著回升



资料来源：Wind，浦银国际

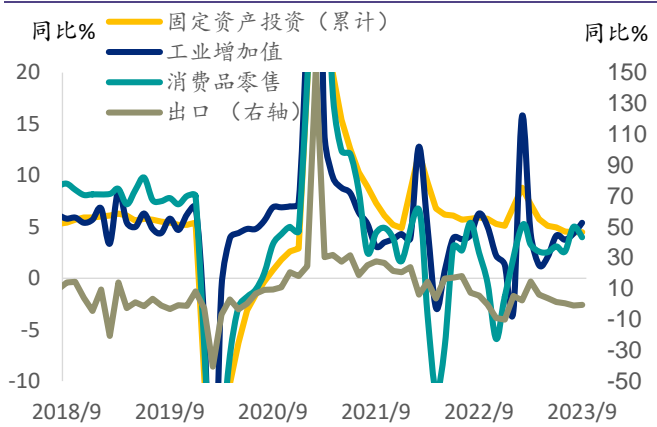
图表 2：消费仍是今年经济主要推动力



资料来源：Wind，浦银国际

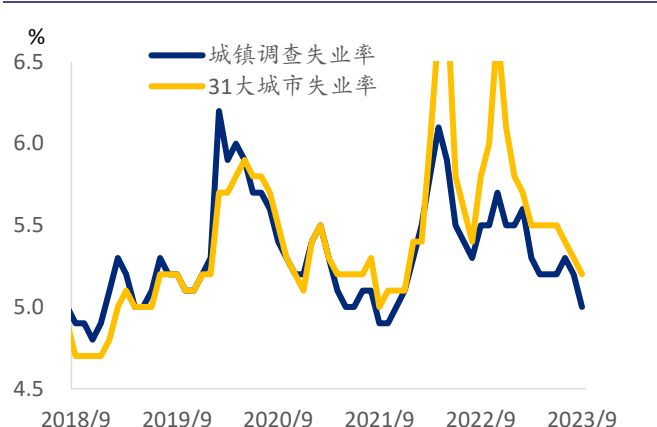
大多数经济数据显示9月延续恢复之势。外需方面，9月出口同比跌幅继续收窄至-6.2%（8月：-8.8%，图表3）。内需方面，工业生产总产值同比增速维持在4.5%，但两年平均增速在工业去库存周期结束后再加快1个百分点到5.4%。社会消费品零售总额同比增速9月再次超市场预期，加快至5.5%（8月：4.6%）。尽管两年平均增速略微放缓，但作为夹在暑期和黄金周两大旺季之间的月份，表现亦算不俗。全国失业率再回落0.2个百分点到5%，其中31大城市失业率下降0.1个百分点到5.2%（图表4）。

**图表 3: 9 月实体经济数据显示工业生产继续改善, 然而投资下滑持续**



注: 为了平滑基数效应, 2023 年使用两年平均增速  
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 4: 失业率 9 月继续下降**

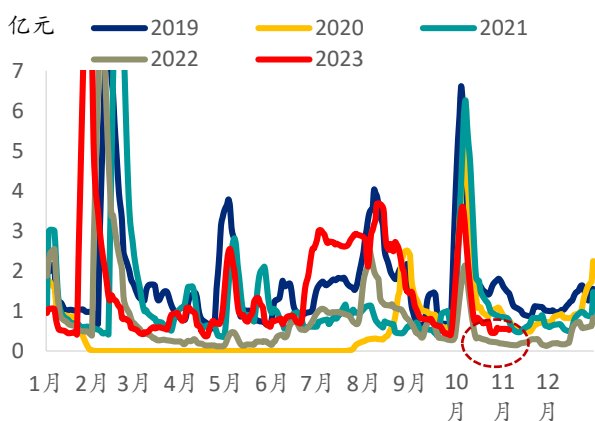


资料来源: Wind, 浦银国际

**然而复苏依然不平衡和脆弱, 可持续性存疑**

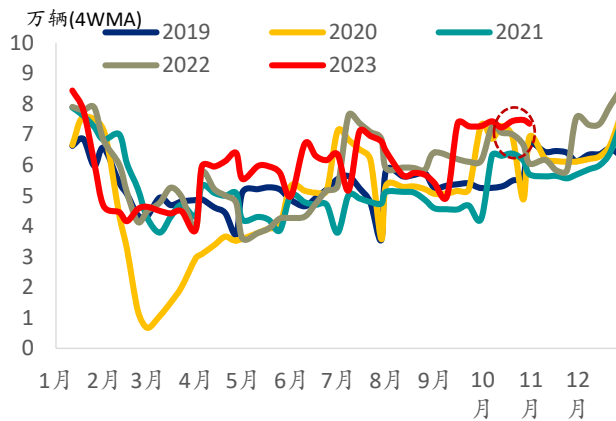
尽管如此, 我们对消费复苏持谨慎乐观态度。其一, 旅游旺季服务业的火爆是此轮消费复苏的一大推动力。然而在暑假和国庆黄金周两个旅游旺季结束之后, 服务业相关消费或减弱。确实, 电影票房在暑期结束之后就开始一蹶不振(图表 5)。其二, 汽车销售在 6 月起的一系列政策支持下持续改善, 10 月高频数据显示亦表现强劲(图表 6), 是支持稳健商品销售的一大动力(图表 7)。然而政策成效的可持续性仍有待观察。

**图表 5: 暑期结束后, 电影票房显著下降**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 6: 乘用车销售 10 月依然较为强劲**



资料来源: Wind, 浦银国际

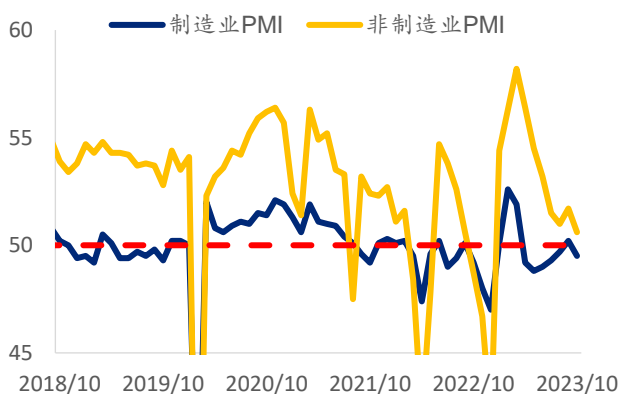
图表 7: 暑期结束后, 餐饮零售增速(两年平均)有所下降, 商品零售表现也略有下滑但相对稳健

	23年9月			23年8月		23年1至9月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	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	5.5	4.0	51.1	4.6	5.0	6.8	3.8	45.7
餐饮	13.8	5.8	61.3	12.4	10.4	18.7	7.1	75.0
商品零售	4.6	3.8	50.0	3.7	4.4	5.5	3.4	42.5
必需品								
日用品类	0.7	3.1	26.0	1.5	2.5	3.5	2.8	20.2
能源类	8.9	9.5	NA	6.0	11.4	6.5	10.3	602.9
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	9.9	4.6	127.0	4.5	4.8	10.6	3.3	100.0
化妆品类	1.6	-0.8	-5.8	9.7	1.3	6.8	2.1	16.0
金银珠宝类	7.7	4.8	-72.1	7.2	7.2	12.2	7.2	1200.0
通讯器材类	0.4	3.1	36.5	8.5	1.7	3.9	2.1	32.0
汽车类	2.8	8.4	-379.6	1.1	8.2	4.6	2.5	-357.1
住房相关								
家用电器和音像器材类	-2.3	-4.2	-78.1	-2.9	0.2	-0.6	0.1	0.8
家具类	0.5	-3.5	-55.2	4.8	-1.9	3.1	-2.65	-44.9
建筑及装潢材料类	-8.2	-8.2	NA	-11.4	-10.3	-7.9	-6.4	-177.8

资料来源: Wind, 浦银国际

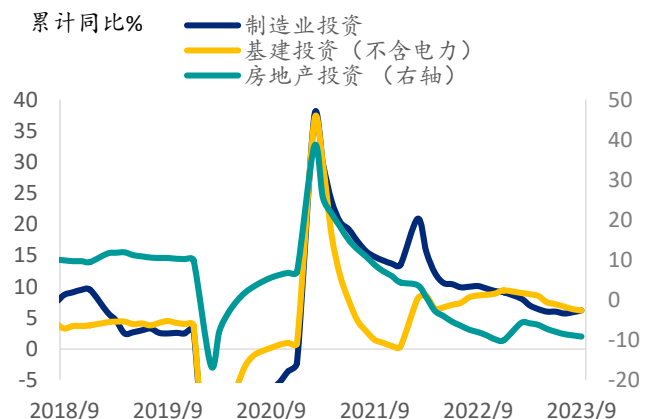
与此同时, 亦有一些数据反映了经济恢复的脆弱和不均衡。首先, 10月 PMI 制造业 PMI 在连续四个月上升之后, 10月再次跌回紧缩区间并低于市场预期(图表 8), 反映了经济复苏的脆弱性, 尽管从历史规律来看 10月 PMI 均会回落。其次, 投资依然不景气。固定资产投资完成额累计同比在 9月再次下滑 0.1 个百分点到 3.1%。虽然制造业投资随着政策支持、PPI 回升以及去库存周期的结束继续改善(图表 10), 但是房地产和基建投资增速持续下滑(图表 9)。三季度地方专项债加快发行的成效在基建投资增速上的体现或还需时日(图表 11)。

图表 8: 制造业 PMI 再次回落至 50 枯荣线以内



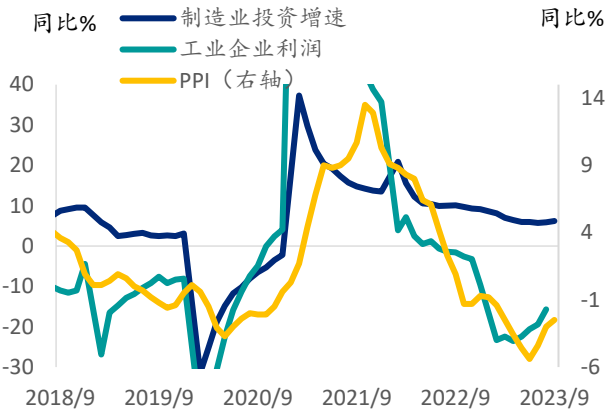
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 虽然制造业投资继续改善, 但是房地产和基建投资增速持续下滑



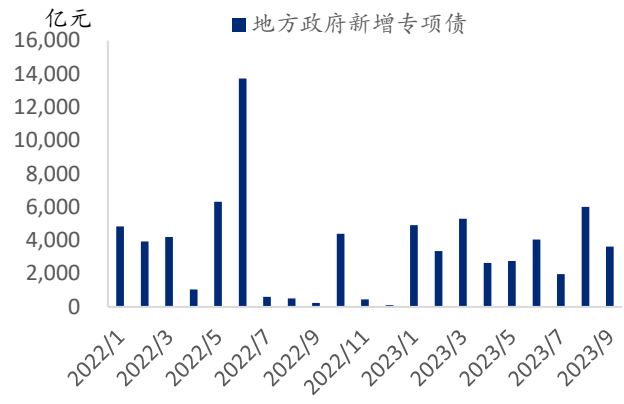
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 10：制造业投资随着政策支持、PPI 回升以及去库存周期的结束继续改善**



资料来源：Wind，浦银国际

**图表 11：三季度地方专项债加快发行的成效在基建投资增速上的体现或还需时日**

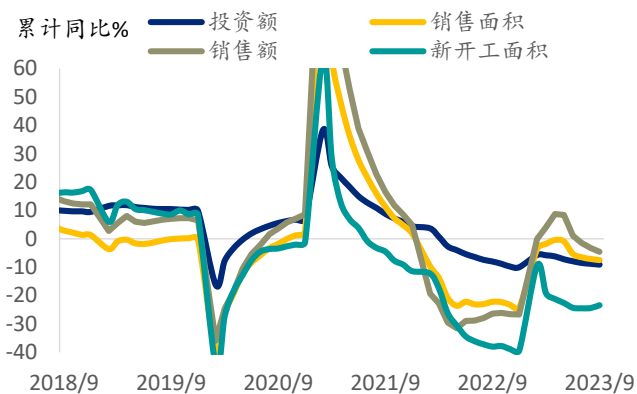


资料来源：Wind，浦银国际

最关键的是，**房地产放松政策成效整体仍不明显，即使 10 月高频销售数据略见改善**。8 月底央行一连推出“认房不认贷”、降低首付比和房贷利率等政策，并落实存量房贷利率下调。自 9 月中起，地方政府狠抓落实，并如我们所预期继续放松限购政策。时至今日，除北上深全市外，仅有 7 城依然保留了核心区域的限购政策。可能因为落实时间较短，政策对 9 月数据影响不大：房地产投资累计同比跌幅再次扩大 0.3 个百分点至-9.1%。新开工面积累计同比跌幅略微收窄 1 个百分点到-23.4%（图表 12）。70 大中城市房价环比跌幅维持在 0.3%，主要受二三线城市房价下降影响（图表 13）。房产销售面积累计跌幅扩大至-7.5%（8 月：-7.1%），折算成单月同比，跌幅仅从 8 月的-24%小幅回升至 9 月的-19.8%。

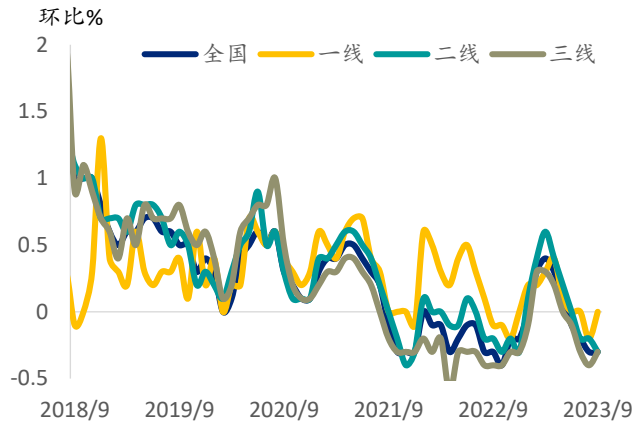
不过，高频数据方面显示 10 月房屋销售有所改善：30 大中城市商品房成交面积同比跌幅 10 月收窄至-2.6%（9 月为-22.3%）。二线城市表现尤其优异（图表 22），同比增速转正至 9.8%（9 月：-16.7%）。但低基数效应可能也是同比数据改善的主要原因之一，30 城环比增速反而下降了（10 月：2.7%，9 月：7.7%）。考虑到房地产调控政策放松的成效一般也需要近 3 个月的反应期，大多数政策 9 月中下旬才开始落实，我们可能还需要观察 11-12 月数据来评判政策成效。与此同时，房企潜在的违约风险仍牵动着市场情绪，并影响着居民购房信心。从房企资金来源来看，来自定金及预收款，以及个人按揭贷款的资金跌幅继续扩大，来自贷款和自筹的资金跌幅仍大（图表 15）。

**图表 12: 房地产销售和 investment 继续恶化, 新开工跌幅略有收窄**



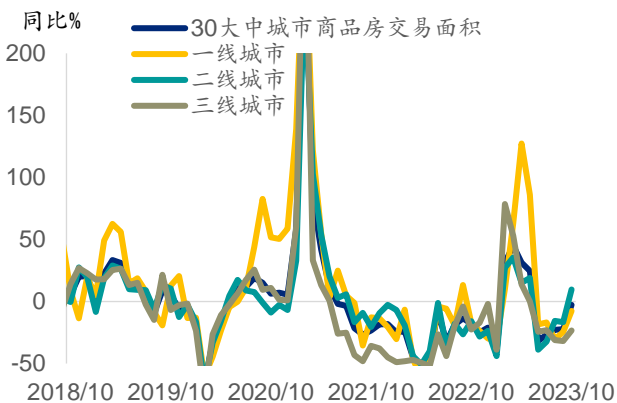
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 13: 70 大中城市房价环比跌幅维持在 0.3%, 主要受二三线城市房价下降影响**



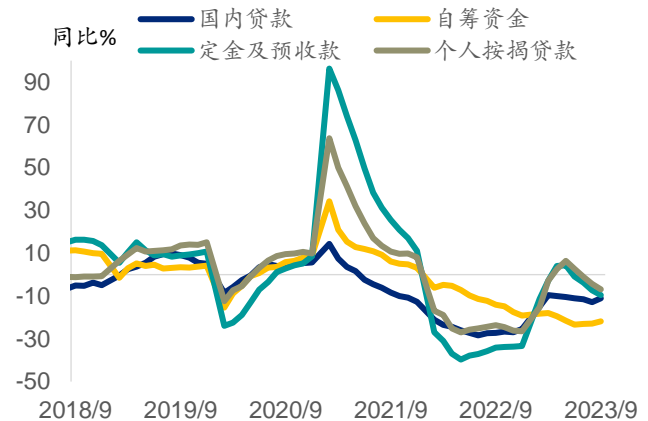
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 14: 10 月 30 大中城市房屋销售改善略见改善**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 15: 来自定金及预收款, 以及个人按揭贷款的资金跌幅继续扩大**



资料来源: Wind, 浦银国际

## 政策支持再升级, 稳增长或为四季度乃至明年经济核心任务

政府罕见地在年内上调赤字率, 彰显稳增长决心。在实现今年经济增长目标几乎无悬念的情况下, 政府宣布增发 1 万亿元国债支持防灾以及灾后重建以及相关基建投资 (4 季度发 5000 亿元, 明年上半年发 5000 亿元), 2023 年赤字率预计从 3% 上升到 3.8%。

此次上调赤字率有两点特别之处: 1. 中国历史上罕见在年内上调赤字率, 上次可追溯到 1998-2000 年金融危机时期。相对于金融危机带来的经济挑战, 目前正处在缓慢复苏中的经济形势似乎要好得多。此外, 1998-2000 年的增发均发生于 8 月, 而此次操作的时间窗口明显较短: 在 10 月底官宣后仅有两个月时间完成 5000 亿元发行额。2. 市场普遍认为 3% 为中国的赤字率上限, 历史上也仅有 2020 和 2021 年赤字率超过 3%。此次罕见的年内调整凸显了政府在房地产和地方政府债务两大板块去杠杆的背景下, 对明年经济增速的担忧以及稳增长的决心。我们相信上调赤字率并不是稳增长政策的终结。

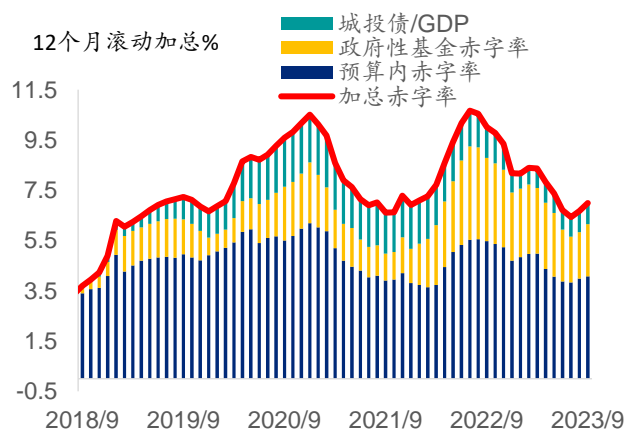


1. **财政政策或成为稳增长防风险主力军**——从我们计算的月度(12个月滚动加总)财政赤字来看,赤字率在去年6月见顶之后一直在回落中。直到今年8月,财政部要求加快发行地方专项债之后,赤字率开始回升(图表16)。而在10月底,财政刺激再度升级。除了宣布增发1万亿元特别国债之外,全国人大常委会还授权国务院在2023-2027年提前下达部分新增地方政府债务限额(不超过当年新增地方政府债务限额的60%以内)。与此同时,帮助偿还地方存量债务的特殊再融资债10月份已经发行超万亿元,意味着整体发行规模或远超之前报告的四季度加起来1万亿元。底线仍然是城投债,不管是境内的还是美元债,不发生大规模的违约。

我们相信接下来化解地方债风险和稳基建投资仍是财政政策的两条主线。除了发行特殊再融资债解燃眉之急之外,政府可能还会对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署。[中央金融工作会议](#)(简称“会议”)中提到的“防范化解地方债务风险长效机制和政府债务管理机制”值得期待。我们认为类似2015-2017年的债务置换是可能的,但可能不会一刀切全靠置换。因为这里也涉及到道德风险等问题。具体的方案可能是比较混合式的,中央政府、地方政府、银行和其他金融机构均有参与。

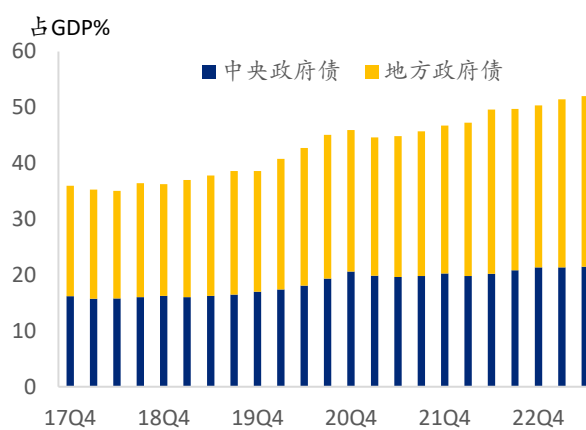
此外,为了促基建投资,政府可能会在今年稍晚的时候宣布提前下达2024年地方债务发行额,在明年两会前可发行规模或达2.28万亿元专项债(按照上限60%计算)。但因为当前还有特殊再融资债和特别国债的发行工作要完成,提前下达的专项债额度可能更多地会在明年一季度发行。在中央政府财政状况显著好于地方的背景下(图表17),明年政府可能还会再次抬高中央杠杆率以帮助地方政府去杠杆和化解债务危机。

图表 16: 赤字率在去年6月见顶之后一直在回落中



资料来源: Wind, 浦银国际

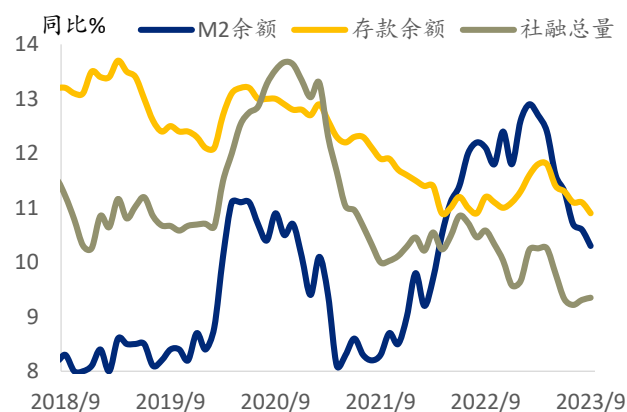
图表 17: 中央政府的财政情况好于地方



注: 地方政府债仅包含官方部分, 未计入城投等隐性地方债务  
资料来源: Wind, 浦银国际

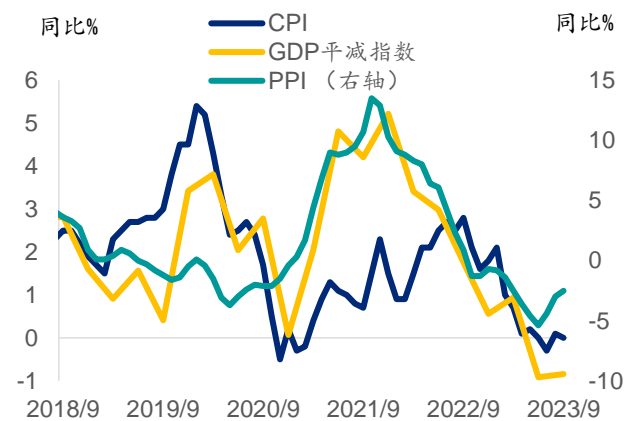
2. 货币政策维持宽松，以配合财政刺激，四季度或再降准——中央金融工作会议提出要始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。我们相信宽松的货币政策会继续：即使今年前三季度的新增人民币贷款已经达到去年全年水平的 93%，我们认为信贷投放继续维持充裕以巩固经济复苏（图表 18）。降息降准均有理可依：降息方面，三季度 GDP 平减指数持续为负，CPI 同比通胀率 9 月又回落至 0%（图表 19），降息可以帮助推动再通胀；降准方面，特殊再融资债和特别国债的发行会对流动性带来相当的压力，可通过降准来缓解。我们预计接下来还会有 5-15 个基点的降息或 25 个基点的降准。考虑到大量债券发行以及年底的流动性压力，降准的可能性相对更大。此外，会议中提到的充实货币政策工具箱可能会类似于之前创造的结构性的工具，对化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。

图表 18：我们预计信贷投放或仍维持充裕



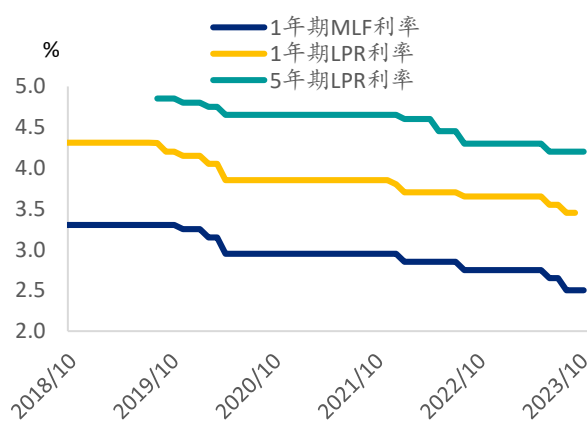
资料来源：Wind，浦银国际

图表 19：三季度 GDP 平减指数持续为负，CPI 同比通胀率 9 月又回落至 0%



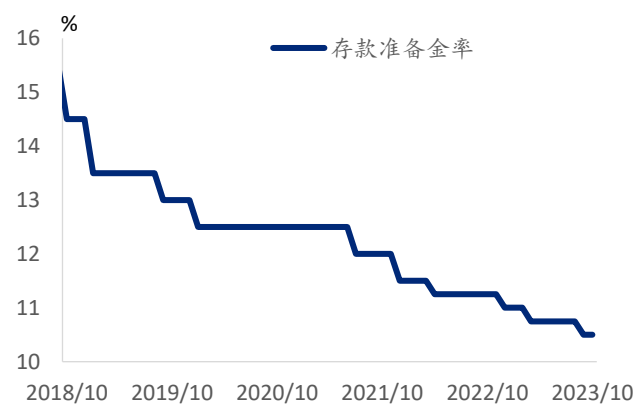
资料来源：Wind，浦银国际

图表 20：8 月份央行降息 15 个基点



资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：接下来降准降息均有理可依，但降准可能性相对更大



资料来源：Wind，浦银国际

3. **房地产方面，供给端支持或升级。城中村改造和新一轮保障房建设或帮助改善房地产投资**——从需求端看，我们认为短期政策仍重落实和观察成效。还有相当数量的一线和核心二线城市并未落实降低首付比例和下调首套房贷利率下限。与此同时，核心城市限购的放松或继续。然而如果政策成效到年底仍不理想，政策或在预计 12 月召开的四季度政治局会议和中央经济工作会议后进一步松绑，在房贷利率和重点城市限购政策上仍有放松空间。

从供给端看，即便我们观察到房产销售的边际改善，也主要集中在二手房领域。出于对烂尾楼的担心，居民对购买新房仍持谨慎态度。这表明目前的销售改善对房企的资金链帮助相当有限。此外，会议对房地产行业着墨明显增加，提出要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。我们相信政府或继续给房企“输血”，以防止房企暴雷后信心再度滑落。万科的股票和债券价格出现波动后深圳国资委在[业绩说明会](#)上对企业的坚定支持就是一个范例。

在商品房市场不景气的背景下，城中村改造和新一轮保障房建设或起到一定缓冲作用。在城中村改造方面，我们注意到项目推进在四季度有所加快，[住建部表示](#)将按三类推进实施，并已入库改造项目 162 个。根据我们[估算](#)，每年改造相关投资或相当于 2022 年房地产投资的 4.5%-12.8%，对改善房地产投资有明显作用。在保障房方面，[媒体报道](#)《关于规划建设保障性住房的指导意见》(14 号文)已在 8 月 25 日通过国务院常务会议审议，并传达到各地方政府。14 号文提出在大城市加大保障房住房建设和供给，提高保障房住房在住房总供给中的比例。试点将在 35 个城区人口 300 万以上城市率先展开，高库存城市允许改建和收购存量商品房作用保障性住房。会议通稿亦提到“加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式”。我们相信新一轮保障房建设的推进会像城中村改造一样对房地产投资起到促进作用，也有益于帮助部分房产库存较高城市去库存，意义重大。但具体成效还要看更多细节信息的披露。

### 接下来经济和市场将怎么演变？

在新一轮政策刺激之下，我们相信经济动能将继续回升。接下来的经济复苏结构或趋于平衡，不断下滑的投资有望在稳基建政策的鼓励下逐步企稳。然而，经济复苏要进入正轨还需时日，尤其在房地产领域。在经济增速方面，2023 年全年实现 5%以上经济增速目标基本无悬念。对于 2024 年，考虑到高基数效应以及房地产行业和地方政府去杠杆行动，我们认为经济目标或制定在 4.5%或者 4.5%-5%的区间内。然而意外的赤字率上调表明稳增长仍是明年经济工作重心，政府制定的经济增速目标现在看来有可能会超过我们的基本假设(例如维持在 5%左右)。具体还需继续观察四季度经济数据发布情况、以及 12 月相继召开的 4 季度政治局经济会议以及中央经济工作会议。三中全会目前来看有可能被推迟。

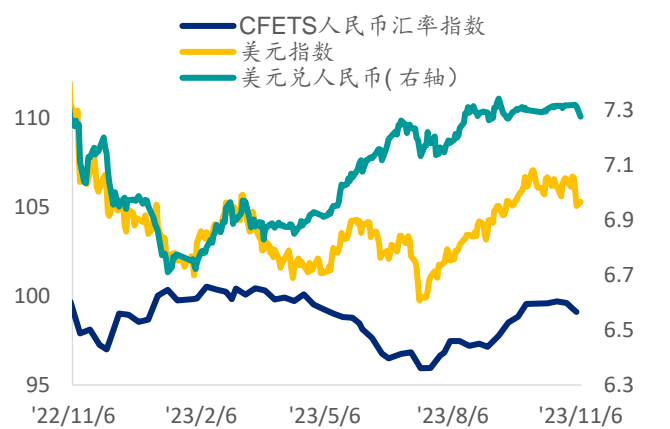
市场信心的持续改善或还取决于房地产和地方债务两大风险的处置、以及更为全面的经济复苏。目前市场似乎仅对超预期的显著政策刺激才做出正面反应，包括8月底一系列房地产调控政策放松以及10月24日意外宣布增发国债（图表 22）。而即便8、9月实体数据发布均好于预期，沪深300指数也未回升。归根究底就是在地方债务处置悬而未决，房地产行业未见企稳的情况下，市场似乎对本轮政策推动下的经济复苏仍秉持谨慎怀疑的态度，或需要更多数据实证以及持续的政策刺激以提振信心。

图表 22: 股市似乎仅对超预期的显著政策刺激才做出正面反映



资料来源: Wind, 浦银国际

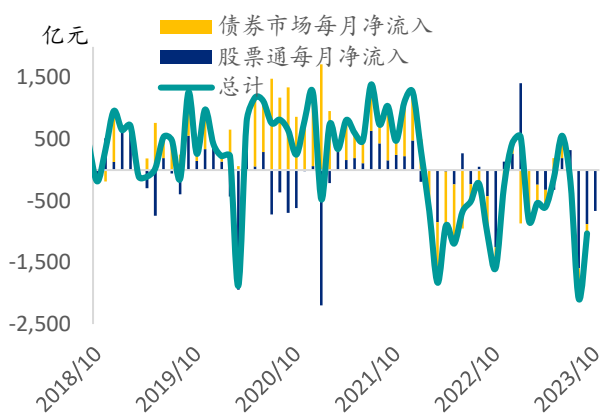
图表 23: 人民币兑美元徘徊在 7.3 附近



资料来源: Wind, 浦银国际

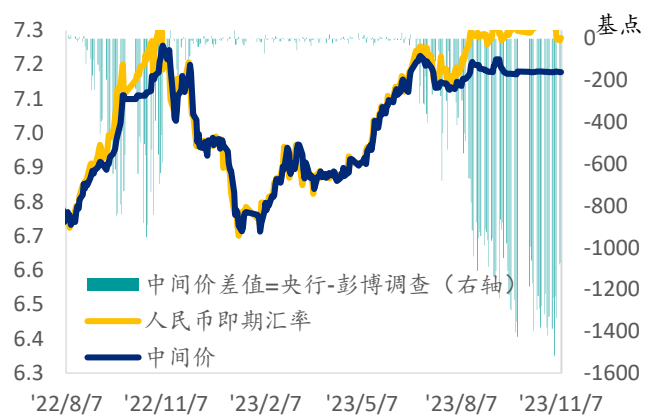
中央金融工作会议再次凸显稳汇率决心，我们继续维持 7.3 或为明显政策底观点。即使 10 月以来美元强势继续，资金继续流出中国市场（图表 24），人民币兑美元汇率继续维持在 7.3 附近（图表 23）。政策调控功不可没，我们注意到央行对中间价的干预持续增强（图表 25）。参考一篮子货币的 CFETS 人民币指数略微回升。短期内，因为市场信心还不足，人民币依然会面临一定的贬值压力。但会议“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的指示凸显了最高领导层对捍卫汇率稳定的坚定决心。我们相信政策会继续帮助人民币汇率维持在 7.3 关口附近。如有需要，央行还可以通过再次正式引入逆周期因子、国有大行干预外汇掉期交易、下调境内企业人民币境外放款业务的宏观审慎调节系数等政策干预汇率。在中期，我们仍然相信人民币兑美元会随经济复苏的确认小幅回升。

图表 24：资金流动自 8 月起转到净流出



资料来源：Wind，浦银国际

图表 25：央行加强了对中间价的干预以稳定汇率



资料来源：Bloomberg，浦银国际

### (三) 美国——加息预期显著降温，但对加息的讨论或并未结束

在偏鸽派的美联储 11 月会议以及低于预期的就业数据发布后，加息预期大减

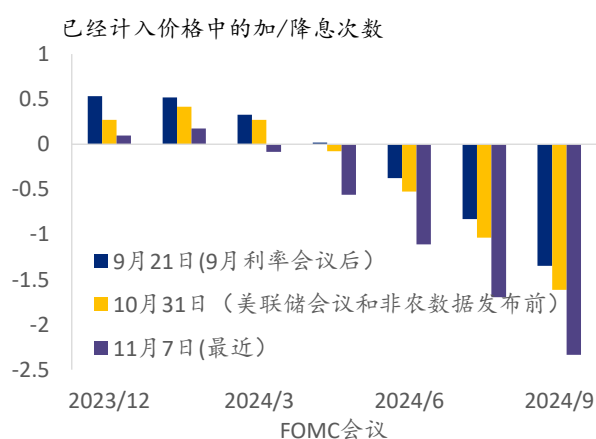
11 月美联储会议决定再次暂停加息，且整体论调偏鸽派。体现在以下方面：

1. 鲍威尔提到近期强劲的就业增速可能是因为劳动力供给的增加。如果他的判断是正确的，那么强劲的就业和经济增速就有可能和低通胀共存。2. 会议体现了美联储对最近美国国债收益率上升的担忧。3. 鲍威尔声称“美联储官员认为他们已接近结束本轮加息周期”（详情请见：[美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？](#)）。

与此同时，10 月就业报告弱于市场预期。10 月非农新增就业人数几乎砍半，下降到 15 万人（9 月：29.7 万人），失业率微升 0.1 个百分点到 3.9%，时薪收入增速也有所下降（同比 10 月：4%，9 月：4.3%）。在美联储会议和非农数据公布后，到明年 1 月份还有一次加息的市场预期下降到 17.5%，远低于一周前（10 月 31 日）的 41.5%（图表 26）。

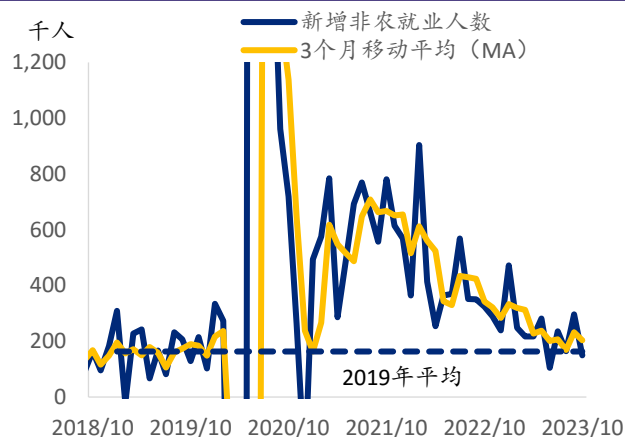
尽管如此，我们对劳动力市场的持续放松仍有两点疑虑。第一，新增就业下行是否可持续？10 月数据或受汽车行业罢工影响颇大，受影响部分可能在之后的月份被弥补。此外，三季度经济增速远超预期，经济韧性或也将影响劳动力市场放松速度。第二，其放松程度或仍不足以拉低服务业通胀率：1. 9 月 JOLT 职位空缺和失业人数比例连续四个月徘徊在 1.5 附近，距离 1.2 的疫情前水平差距明显。2. 即便时薪增速略降，但是其他工资指标——亚特兰大联储薪资增长指数和季度的雇佣成本指数依然偏高，远高于疫情前水平（图表 29）。

图表 26：美联储加息预期近期大减



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27：10 月非农新增就业人数跌幅超预期



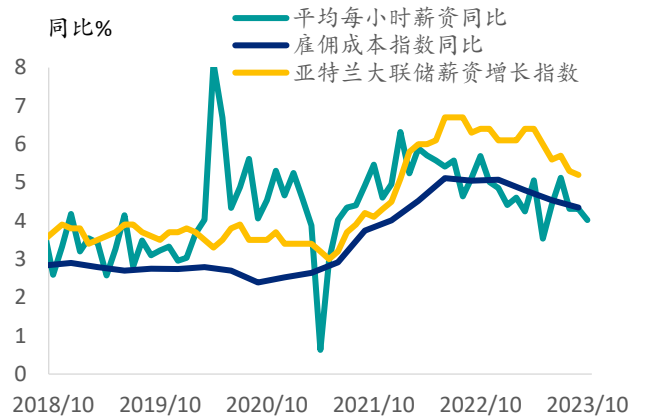
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 28: 失业率微升 0.1 个百分点到 3.9%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 29: 即便时薪增速略降, 但是其他工资指标依然偏高



资料来源: CEIC, 浦银国际

然而通胀和实体经济数据似乎并非如此乐观

美国经济环比增速三季度显著加快, 凸显经济强韧性。三季度环比增速加快到 4.9% (二季度: 2.1%), 超出市场预期。从细节来看 (图表 30), 强消费、无论是商品还是服务, 是最大贡献项。在高利率环境下, 投资有所走弱, 尤其是设备投资增速转负。波动项库存也有所增强, 是高经济增速的另一大支撑动力。

图表 30: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

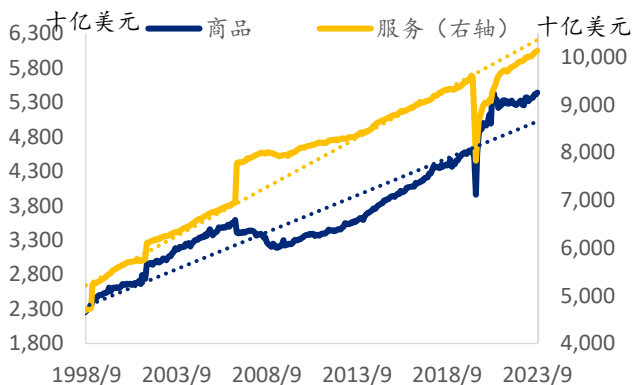
	比重 (%)	环比增速 (%)			对 GDP 拉动作用		
		23Q3	23Q2	23Q1	23Q3	23Q2	23Q1
整体	100	4.9	2.1	2.2	4.9	2.1	2.2
个人消费支出	68.9	4.0	0.8	3.8	2.7	0.6	2.5
商品	24.1	4.8	0.5	5.1	1.1	0.1	1.1
耐用品	9.2	7.6	-0.3	14.0	0.6	0.0	1.1
非耐用品	14.9	3.3	0.9	0.5	0.5	0.1	0.1
服务	45.0	3.6	1.0	3.1	1.6	0.4	1.4
私人投资总额	18.2	8.4	5.2	-9.0	1.5	0.9	-1.7
固定资产投资	17.6	0.8	5.2	3.1	0.2	0.9	0.5
建筑	2.8	1.6	16.1	30.3	0.1	0.5	0.8
设备	5.5	-3.8	7.7	-4.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	6.2	2.6	2.7	3.8	0.1	0.2	0.2
住宅	3.3	3.9	-2.2	-5.3	0.2	-0.1	-0.2
私人存货变化	0.4	NA	NA	NA	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-4.2	6.2	-9.3	6.8	-0.1	0.0	0.6
政府消费支出&投资	2.9	4.6	3.3	4.8	0.8	0.6	0.8

资料来源: CEIC, 浦银国际

月度数据反映商品和工业需求在 8-9 月持续改善，房地产数据略微走弱。我们非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱，反而之前下行的商品需求从三季度开始回升（图表 31），帮助商品消费和零售恢复。9 月消费品零售数据远超预期，环比增速维持 0.7% 高增长（图表 32）。同时触底反弹的还有工业需求，耐用品订单 9 月环比增速高达 4.7%（图表 33），远超市场预期（在 1.8%）。在需求改善的背景下，工业生产数据即便在受汽车工业罢工影响的 9 月，也维持坚挺（图表 34）。在房地产领域，虽然我们看到接近 8% 的按揭利率对建筑活动产生了一定影响（成屋销售一直放缓，营建许可和房价 9 月有所回落），但是因为成屋供给不足，新屋开工和新屋销售不减反增（图表 35、图表 36）。短期内，房地产行业的略微走弱还不至于显著拖累整体经济。

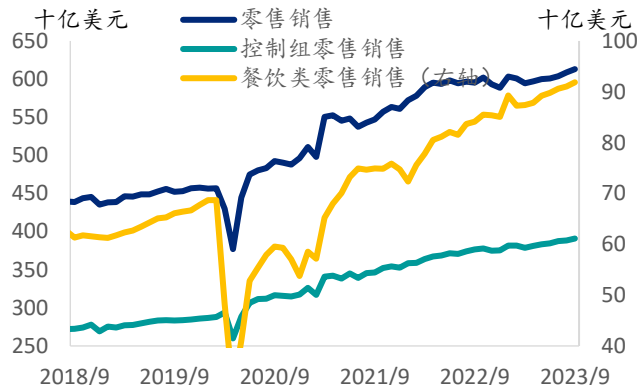
总而言之，虽然我们对加息周期对经济活动的滞后影响秉持较为谨慎态度，并维持美国经济明年二季度进入衰退的基本假设。但是短期来说经济数据并未发现明显衰退信号，反而月度数据继续维持强劲，不利于劳动力市场收紧和服务业价格的下行。

**图表 31: 我们非但没有等到服务消费因为高利息环境走弱，反而之前下行的商品需求开始回升**



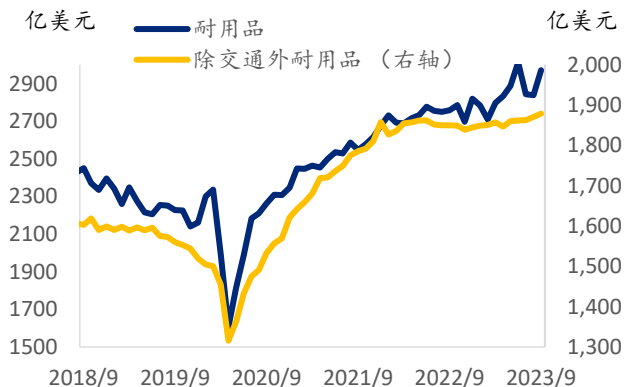
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 32: 9 月消费品零售数据远超预期，环比增速维持 0.7% 高增长**



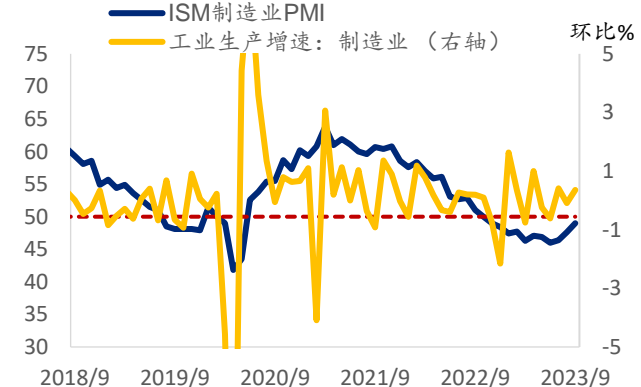
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 33: 耐用品订单 9 月环比增速高达 4.7%，远超市场预期**



资料来源: CEIC, 浦银国际

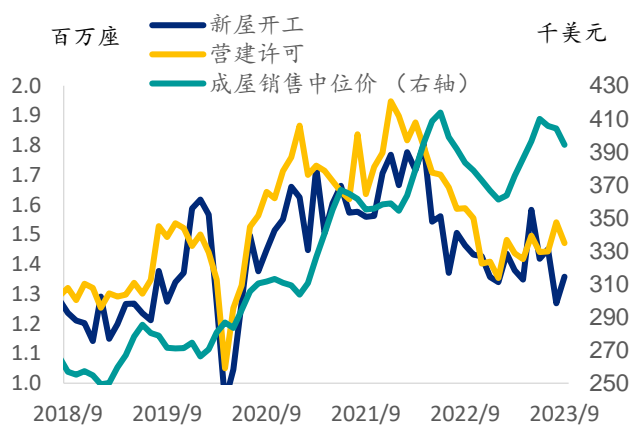
**图表 34: 工业生产数据即便在受汽车工业罢工影响的 9 月，也维持坚挺**



资料来源: CEIC, 浦银国际



**图表 35: 新屋开工 9 月反弹, 但营建许可和房价有所下滑**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 36: 成屋销售因供给不足持续放缓, 新屋销售仍强**

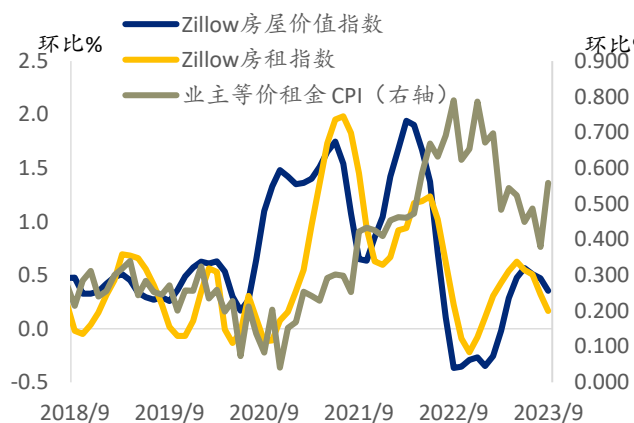


资料来源: CEIC, 浦银国际

**核心通胀环比增速 9 月再加快 0.04 个百分点到 0.32%。**从环比细分数据看, 住房价格意外上行是核心通胀上升的主要推动力 (图表 39)。除了外宿 (酒店) 价格的上升之外, 更关键的是业主等价租金的逆势反弹。住房类 CPI 通常滞后反映房价变化 9 个月至 1 年 (图表 37), 而今年以来的业主等价租金 CPI 却对去年的房价下跌反映有限, 是此后仍需关注的一个风险点。除住房外核心服务价格也继续坚挺 (9 月: 0.46%, 8 月: 0.53%)。除了劳动力市场仍偏紧之外, 数据也部分受到了近期的一系列罢工涨薪事件的影响 (详情请见: [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](#))。

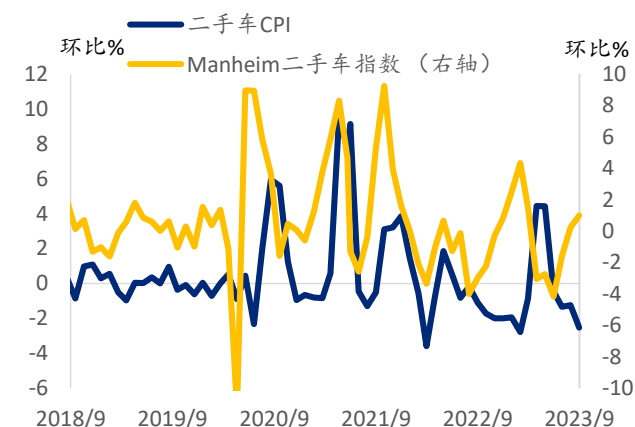
**连续两个月核心通胀环比的上涨印证了我们认为核心通胀的下行道路或并不平坦的观点。**在短期, 虽然 9 月核心商品通胀环比下降明显, 但可能并不能持久。其中主要的一个推动力——二手车价格, 从其他领先指数来看之后将会反弹 (图表 38)。此外, 劳动力成本依然是影响核心服务价格的一大问题。从中期来看, 近期商品需求的恢复可能也会推动核心商品价格上涨。迄今为止, 通胀大多来自核心服务业 (图表 40)。如果核心商品通胀也重新上升, 将不利于中期核心通胀的下行。另一个上行风险来自房价, 年初起房价的一路上涨可能会影响明年租金价格 (图表 41)。

图表 37: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 38: 二手车价格指数近期持续上升, 相关 CPI 下行或难持久



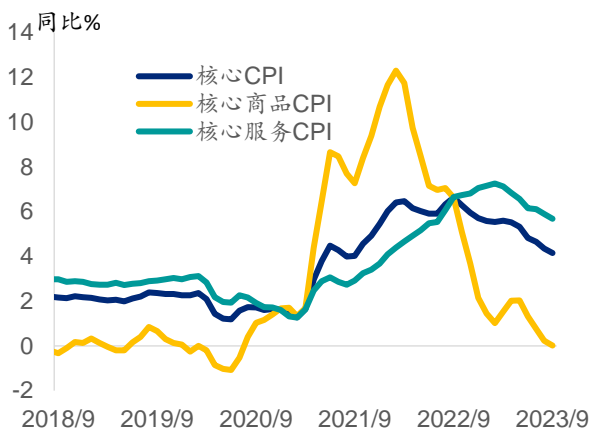
资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 39: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 9 月	23 年 8 月	23 年 7 月		
CPI	0.40	0.63	0.17	100.0	0.40
食品	0.23	0.24	0.24	13.4	0.03
能源	1.52	5.58	0.11	7.2	0.11
核心 CPI	<b>0.32</b>	<b>0.28</b>	<b>0.16</b>	79.4	0.26
- 商品	<b>-0.39</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.33</b>	21.0	-0.08
家用家具和供给	-0.28	0.32	-0.35	4.3	-0.01
服装	-0.76	0.20	-0.03	2.6	-0.02
运输	-0.88	-0.29	-0.54	7.5	-0.07
医疗护理	-0.29	0.56	0.51	1.5	0.00
娱乐商品	0.29	-0.44	-0.78	2.3	0.01
教育和通讯商品	0.33	-0.70	-1.25	0.9	0.00
酒精饮料	0.81	-0.01	0.12	0.8	0.01
其它	0.48	0.12	0.30	1.2	0.01
- 服务	<b>0.57</b>	<b>0.39</b>	<b>0.35</b>	58.5	0.33
住房	<b>0.65</b>	<b>0.29</b>	<b>0.44</b>	34.9	0.23
主要居所租金	0.49	0.48	0.42	7.6	0.04
外宿	3.65	-2.97	-0.34	1.2	0.04
业主等价租金	0.56	0.38	0.49	25.7	0.14
核心服务扣除住房	<b>0.46</b>	<b>0.53</b>	<b>0.22</b>	23.6	0.11
医疗护理	0.32	0.06	-0.40	6.3	0.02
运输	0.69	1.96	0.34	6.0	0.04
娱乐	0.50	-0.07	0.77	3.1	0.02
教育和通讯商品	0.07	0.08	0.29	4.8	0.00
其它个人服务	1.10	0.91	-0.53	0.9	0.01

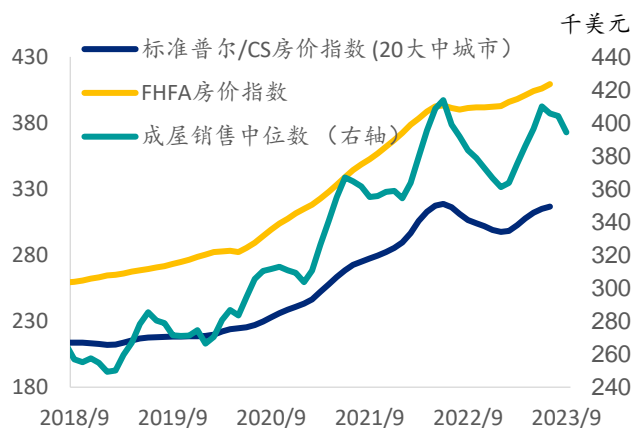
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 40： 迄今为止，通胀大多来自核心服务业



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 41： 年初起房价的一路上涨可能会影响明年租金价格



资料来源：CEIC, 浦银国际

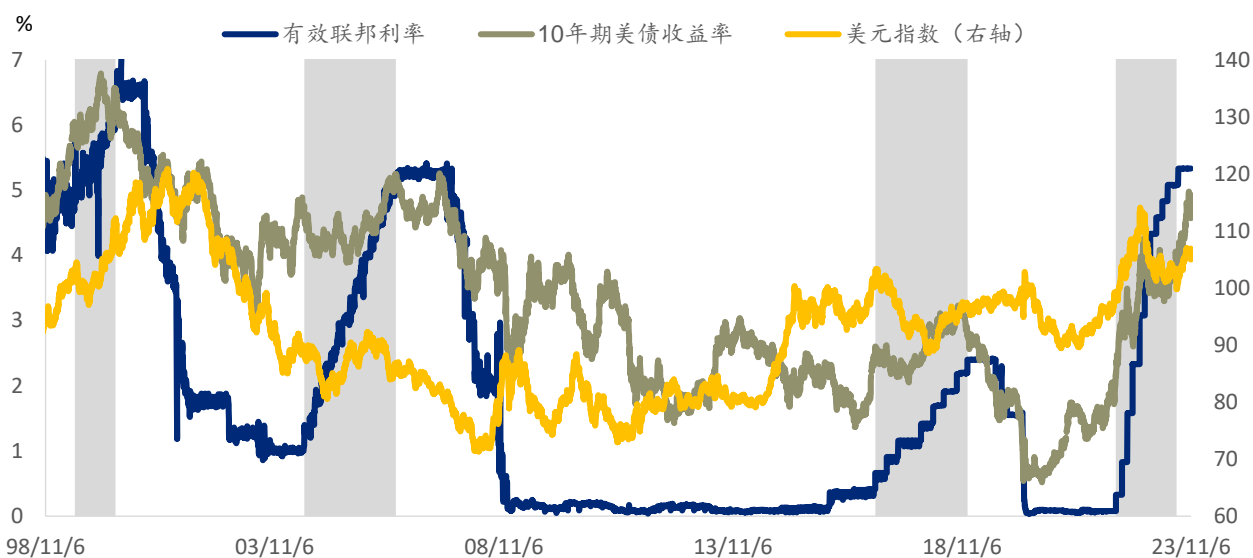
## 利率和汇率展望

我们认为有 60% 的可能性明年 1 月还有一次加息，另有 40% 的概率加息或已结束。从目前的数据基本面来说，我们认为加息仍有必要，并维持距离此轮加息周期结束还有一次加息的基本判断，时间点或在明年 1 月。然而利率会议体现了美联储对高企的国债收益率的担忧，再加上 10 月劳动力市场数据好于预期，我们也不排除加息周期已经结束的可能（概率在 40%）。加息是否结束或还取决于接下来一两个月劳动力和通胀数据的发布情况。即便实际操作上美联储不会再加息，考虑到其对降通胀问题的谨慎态度，美联储在未来的 2-3 个月内或不会松口承认加息结束。再加上美国财政部公布的四季度和明年一季度发债量依然较高，我们认为 10 年期国债收益率或尚未进入明确下行通道，短期内或仍有一定波动。

降息或需等到明年下半年。尽管衰退仍不在美联储的预测范围之内，我们认为不应该低估加息周期对经济活动的滞后影响，适当的衰退或是将通胀水平拉回 2% 目标水平的必要条件。我们估计美国经济将于明年二季度陷入温和衰退（40% 的概率衰退会再被推迟或避免）。鉴于货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，以及美联储在 9 月经济预测中暗示明年的降息幅度从 100 个基点减少到 50 个基点，我们认为降息或许至少要等到明年三季度。

债汇走势中期可能分化。在加息靴子落地之前，10 年期美国国债收益率和美元指数或随预期变化而有所波动。在加息靴子落地之后，国债收益率和美元指数走势或有所分化。10 年期国债收益率或开始下行。但因为国债发行量仍相对偏高，核心通胀下行速度仍缓慢，国债价格将不会出现暴涨。而美元指数可能仍会受益于相对强劲的美国经济表现而维持在较强水平。

图表 42：美国国债收益率和美元指数走势中期可能分化



注：阴影为美联储加息周期  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 43：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 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

