

2023 年 01 月 08 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

## 房地产再出利好，消费持续修复

2023 年 1 月 1 日-1 月 7 日周报

### ◆ 市场对美联储货币政策转向更加乐观

美东时间 1 月 4 日公布的美联储会议纪要显示虽然美联储决策者认为随着经济和通胀形势变化，美联储可能放慢加息的步伐，但并没有与会者预期 2023 年降息是合适的。美联储官员致力于抗击通胀，并预计在取得更大进展之前将维持加息。1 月 6 日，美国劳工统计局公布了重要的 2022 年 12 月非农就业数据。2022 年 12 月，美国新增非农就业 22.3 万人，预期增加 20.2 万人，前值 25.6 万人；季调失业率为 3.5%，预期 3.7%，前值 3.6%；平均每小时工资同比升 4.6%，预期升 5%，前值升 5.1%；环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值自升 0.6%修正至升 0.4%。

本周公布的美联储会议纪要偏鹰，同时美国 12 月非农就业人数再超预期，但总体上市场反应并不悲观。一方面，偏鹰的美联储会议纪要与此前的美联储会议声明以及鲍威尔会后讲话传递的信息基本一致，另一方面，虽然美国 12 月就业人数超预期，但美国 12 月平均每小时工资同比和环比皆低于预期，意味着市场担心的“薪资-通胀”螺旋式上升趋势得到一定缓解。截止 1 月 6 日，市场预期美联储 2 月会议加息 25BP 的概率为 75.7%，较去年 12 月 30 日的 67.7% 上升，同时，市场对今年美联储联邦基金目标利率峰值的主流预期已从上周周末的 5.0% 和 5.25% 的概率几乎相同变为本周的 5.0% 占优。本周，美国 10 年期国债收益率下行 33BP，10 年期和 5 年期盈亏平衡通胀率分别下行 9BP 和 15BP，道指、标普 500 指数和纳指三大指数均实现周内上涨。总体上看，市场在本周强化了通胀趋缓、经济走弱、货币政策转鸽的预期。

我们仍然认为，短期内，在更加明确的政策指引出现之前，市场仍将以震荡为主，各类最新的经济、通胀和就业数据，都可能引起市场短期内的反复波动，但中长期看，逐步计价美联储转鸽仍然是今年资本市场相对明确的重要主线。

### ◆ “三支箭”之后，房地产再出重要利好政策，2023 年房地产对 GDP 增速的拖累效应有望明显降低

1 月 5 日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，规定新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。继“三支箭”之后，支持居民购房的降低房贷的相关金融政策得以推出。

2022 年房地产投资增速的持续下行，对 GDP 增速起到了较大的拖累作用。2022 年前 11 个月，房地产开发投资完成额同比-9.8%。2022 年前三季度，房地产业对 GDP 累计同比贡献率达到了-10.29%，对 GDP 累计同比的拉动达到了-0.31%，与疫情前的 2019 年三季度对 GDP 正向拉动 0.2% 形成鲜明对比。2022 年，分房企和居民两个主体看，房企买地和居民购房均持续低迷。其中，居民购房意愿的走低（需求端）和房企融资环境（融资端）的恶化是房企扩张意愿下降的两个直接原因。此前，信贷、债券、股权融资等融资端利好房企的“三支箭”推出后，今年房企融资环境已

#### 作者

符畅 分析师  
SAC 执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC 执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理  
SAC 执业证书: S0640122090025  
联系电话: 010-59562515  
邮箱:

#### 相关研究报告

转折之年：且听风吟，静待花开——2023 年宏观经济展望 —2023-01-05  
金融市场分析周报 —2023-01-04  
疫情拖累 PMI 继续走低，资金面利好助力债市企稳 —2023-01-02

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

经具备较强改善预期，此次降房贷政策的推出，有助于提高居民购房意愿，从需求端助力今年房地产的修复。我们认为，在利好政策不断积累下，后续地产销售环比改善概率较高，结合 2022 年的低基数，2023 年地产销售和投资同比增速有望较 2022 年提升，只是提升幅度仍存在着较大不确定性。回归分析显示，房地产开发投资增速每增加 1PCTS，对应房地产业 GDP 增速抬升 0.28PCTS 左右。因此，若 2023 年 GDP 增速目标设为 4.5%，中性贡献下，房地产业 GDP 亦实现 4.5% 的增速，对应 2023 年房地产开发投资年增速要达到 8.0%，如果 GDP 增速要达到 5%，对应房地产投资增速要达到 9.8%。预测 2023 年房地产开发投资增速有望回升至 5% 左右，对 GDP 增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

#### ◆ 消费继续自疫情中环比修复

2022 年 12 月，疫情防控政策实质性调整后，集中感染之下，全国范围内居民出行受到了较大影响。17 个大中城市地铁客流量数据显示，各城市 12 月地铁客流量较 11 月普遍下行。从覆盖城市范围更多的高德交通大数据 100 个城市拥堵指数均值来看，去年 12 月百城拥堵指数明显低于 11 月，与 2019 年-2021 年历年 12 月拥堵指数较 11 月的上行形成明显背离。

虽然从整月数据看，去年 12 月消费或将录得低值。但从趋势上看，目前消费环比复苏趋势较明显，17 个城市地铁客流量均处在感染高峰后的恢复阶段。

#### ◆ 节后流动性重回宽松，10 年期美债收益率大幅下行

本周（1 月 3 日-1 月 6 日），跨年过后央行缩减逆回购操作规模，投放 7D 逆回购 570 亿元，利率维持 2.0%，另有 16580 亿元逆回购到期，净回收流动性 16010 亿元。元旦过后市场资金需求骤降，货币市场利率大幅下行，流动性重回宽松。截止 1 月 6 日，DR007 报收 1.47%，较上周五下行 89bp；SHIBOR1W 报收 1.58%，较上周五下行 64bp。资金利率波动中枢的核心影响因素仍然取决于实体经济活跃度，以及货币政策与财政政策的协调配合状况。2023 年一季度随着经济修复和财政政策的发力，在流动性稳健宽松的基调上，利率波动中枢或有所抬升。

截至 1 月 6 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.83%，较上周五下行 1bp。美国 10 年期国债收益率录得 3.55%，较上周五大幅下行 33bp。本周内十年期盈亏平衡通胀率持续下行，1 月 6 日晚美国劳工部发布 2022 年 12 月非农就业数据，平均时薪环比增长 0.3%，同比增长 4.6%，均低于预期，11 月数据也被下修。12 月 ISM 服务业指数意外疲软，从 11 月的 56.5 降至 49.6，为 2020 年 5 月以来最低，这夯实了美联储进一步放慢加息步伐的前景。中美利差收窄，美元兑人民币即期汇率拉升至 6.90 下方，与美元指数同向波动。人民币短期内的强势除了岁末年初季节性结售汇的需求造成的影响，与近期政策利好频出，国内经济修复节奏加快也有关系。

#### ◆ 债市稳步修复，地方债务风险成为市场关注焦点

我国 10 年期国债收益率周内维持极窄幅箱体震荡。3 年期 AAA 级信用利差周内大幅回落 19bp，目前已降至 44bp。以短融、中票、企业债、公司债、商业银行金融债和 PPN、ABS 汇总作为信用债的统计口径，赎回潮爆发后市场信用债净融资额出现塌陷，2022 年 11 月信用债净融资额-636.15 亿元，12 月净融资额-4,085.90 亿元，分别比去年同期下降了 7806.26 和 7703.49 亿元。节后信用债净融资额呈现修复态势，第一周净融资额恢复至千亿以上。

新年伊始，贵州遵义道桥集团的债务展期方案引起了舆论关注。根据重组协议，共计 155.94 亿元银行贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3.00%/年至 4.50%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本，短期偿债压力在一定程度上获得缓解。根据其相关债券 2022 年 H1 报告计算，银行贷款占有息债务总额的 34%。道桥集团还存在大量非标债务，涉及个人投资者，债权人、债务规模异质性较强，展期可能难度较大，需要持续关注后续风险外溢的可能性。此次遵义道桥公告“公司将严格按照募集说明书的约定，做好公开市场债券的偿付工作”，风险暂时不会蔓延到债券市场。但各地城投平台有息债务余额较大、盈利能力不强、偿债依赖地方财政是普遍存在的现象。1 月 4 日新华社发布财政部部长刘昆专访，对于如何加强地方融资平台管理，确保风险可控，刘昆部长指出，“持续规范融资管理，严禁新设融资平台公司；规范融资信息披露，严禁与地方政府信用挂钩...下一步，我们将进一步打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制，促进财政可持续发展。”化解地方债务，防止形成区域性、系统性的金融风险，除了遏制增量，严控弱资质城投债的发行，以时间换空间，以适当的展期、债务重组等方式维持资金周转的手段之外，打破城投刚兑预期似乎是下一步中央工作的重点。

图1 月度经济数据情况

	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零(当月同比)	-	-0.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-1.5
社零:商品零售(当月同比)	-	-0.6	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-5.0	-9.7	-2.1
社零:餐饮(当月同比)	-	-8.4	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-22.1	-22.7	-16.4
固投(累计同比)	-	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3
制造业投资(累计同比)	-	9.3	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资(累计同比)	-	11.7	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5
房地产开发投资(累计同比)	-	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投(当月同比)	-	0.7	5.0	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资(当月同比)	-	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资(当月同比)	-	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.8	11.8
房地产开发投资(当月同比)	-	-10.9	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额(美元,当月同比)	-	-8.7	-0.3	5.9	7.2	18.0	17.1	16.3	3.5	14.4
进口金额(美元,当月同比)	-	-10.6	-0.7	0.3	0.2	2.0	0.4	3.7	0.2	0.7
工业增加值(当月同比)	-	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数(当月同比)	-	-1.9	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-1.1	-6.1	-0.9
制造业PMI	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.9	49.5
非制造业PMI	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.4	48.4
建筑业PMI	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	39.4	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 17个大中城市11月以来每个工作日地铁客流量相当于10月日均值的百分比

	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
2023-01-05	87.42%	76.49%	86.06%	93.82%	80.33%	109.75%	121.71%	77.15%	85.98%	103.19%	84.24%	107.04%	107.03%	92.19%	88.24%	87.86%	148.45%
2023-01-04	86.40%	75.27%	84.60%	92.06%	80.27%	109.89%	119.55%	75.77%	84.22%	101.68%	82.41%	105.79%	105.94%	90.78%	88.70%	84.19%	148.37%
2023-01-03	88.34%	73.10%	85.53%	92.57%	78.11%	108.84%	118.57%	73.84%	80.79%	92.34%	80.75%	104.08%	106.08%	91.95%	87.35%	60.40%	146.00%
2023-01-02	39.76%	32.82%	60.95%	46.46%	49.30%	81.92%	92.62%	50.09%	50.48%	59.99%	46.75%	80.56%	87.23%	90.90%	49.34%	34.50%	112.11%
2022-12-30	76.16%	48.75%	75.46%	98.75%	44.58%	106.88%	103.73%	55.13%	80.43%	75.99%	73.70%	98.59%	109.44%	72.91%	80.84%	39.04%	126.85%
2022-12-29	71.63%	43.82%	68.52%	88.81%	56.11%	95.97%	92.48%	47.70%	67.14%	66.11%	61.89%	87.22%	90.04%	58.30%	49.65%	35.09%	111.80%
2022-12-28	70.35%	40.16%	64.96%	92.79%	56.29%	94.55%	88.01%	42.84%	69.90%	60.30%	53.59%	84.14%	85.43%	52.93%	70.16%	33.90%	103.30%
2022-12-27	88.56%	36.89%	61.68%	90.90%	51.14%	91.63%	82.54%	39.17%	61.56%	53.05%	54.83%	88.02%	80.47%	47.55%	67.87%	34.45%	96.20%
2022-12-26	87.22%	34.94%	59.11%	94.79%	47.36%	98.76%	79.64%	36.14%	67.32%	49.02%	52.55%	85.79%	87.34%	46.03%	65.48%	36.87%	88.01%
2022-12-23	46.60%	27.91%	45.30%	74.61%	30.75%	75.44%	47.66%	30.09%	56.15%	39.89%	37.76%	72.18%	58.09%	43.23%	52.66%	50.54%	53.08%
2022-12-22	44.24%	29.96%	41.43%	66.56%	28.31%	67.58%	40.88%	32.11%	51.47%	24.80%	34.74%	64.45%	50.81%	44.52%	45.80%	56.00%	46.86%
2022-12-21	41.46%	35.23%	39.82%	62.06%	31.44%	62.70%	37.87%	38.44%	49.42%	51.35%	35.37%	61.75%	51.00%	62.93%	46.23%	63.13%	47.85%
2022-12-20	36.71%	41.24%	38.50%	36.17%	36.09%	55.83%	37.85%	45.59%	44.26%	50.09%	37.20%	59.40%	52.46%	59.00%	42.59%	69.41%	52.31%
2022-12-19	33.05%	38.25%	38.36%	52.20%	44.60%	52.08%	40.58%	53.66%	41.65%	74.48%	42.53%	55.30%	58.63%	67.65%	39.14%	74.11%	62.94%
2022-12-16	19.16%	70.02%	41.31%	43.51%	75.17%	34.48%	61.98%	75.35%	32.30%	98.62%	63.77%	49.10%	108.09%	86.81%	27.06%	86.15%	100.89%
2022-12-15	18.70%	79.18%	47.50%	48.80%	87.54%	35.89%	75.41%	85.86%	32.84%	99.67%	70.68%	51.07%	117.30%	78.52%	24.35%	86.67%	115.02%
2022-12-14	15.92%	86.23%	54.52%	57.22%	95.97%	39.08%	91.00%	92.65%	35.13%	103.00%	77.77%	54.76%	128.57%	85.66%	24.62%	89.28%	129.95%
2022-12-13	20.84%	93.55%	61.39%	65.85%	102.59%	43.99%	104.01%	96.78%	38.60%	108.48%	85.71%	63.52%	128.36%	89.03%	24.39%	91.14%	140.06%
2022-12-12	25.73%	99.14%	89.04%	77.45%	109.88%	53.65%	118.16%	102.10%	44.49%	112.28%	89.01%	74.34%	112.68%	96.33%	25.94%	92.22%	151.18%
2022-12-09	35.86%	103.71%	75.13%	99.32%	107.43%	81.46%	132.45%	100.54%	49.17%	121.65%	93.10%	90.51%	130.37%	111.68%	28.19%	99.07%	163.25%
2022-12-08	39.08%	101.45%	72.40%	96.31%	98.50%	85.77%	123.84%	97.70%	47.98%	112.42%	88.15%	90.28%	109.80%	89.62%	29.70%	90.79%	146.10%
2022-12-07	39.22%	101.78%	72.15%	96.86%	97.76%	88.92%	123.13%	98.06%	45.55%	112.57%	80.55%	91.80%	105.65%	88.21%	32.29%	90.35%	121.66%
2022-12-06	34.10%	102.36%	69.39%	97.16%	96.94%	88.92%	125.41%	96.96%	43.15%	110.88%	77.73%	91.80%	106.35%	85.41%	33.57%	99.46%	114.73%
2022-12-05	33.92%	99.87%	71.56%	91.45%	91.43%	84.28%	126.42%	93.02%	36.67%	110.70%	75.25%	82.39%	105.76%	86.93%	31.79%	89.12%	114.86%
2022-12-02	24.74%	103.17%	64.92%	92.57%	99.19%	35.84%	119.07%	96.32%	1.04%	109.57%	73.46%	64.66%	114.24%	0.00%	6.54%	93.72%	139.29%
2022-12-01	26.22%	96.81%	59.59%	80.01%	90.81%	32.19%	108.48%	90.72%	0.43%	98.90%	71.44%	64.27%	96.35%	75.01%	3.21%	87.95%	130.91%
2022-11-30	23.40%	96.66%	57.84%	80.46%	87.59%	25.26%	103.53%	91.09%	0.36%	95.83%	73.26%	64.54%	94.48%	70.10%	1.12%	89.18%	130.67%
2022-11-29	22.21%	96.81%	25.83%	75.11%	82.53%	13.32%	94.45%	88.78%	0.36%	98.02%	75.23%	55.52%	91.02%	73.67%	1.09%	91.80%	126.85%
2022-11-28	20.69%	99.39%	23.36%	69.74%	80.64%	9.86%	81.60%	92.83%	0.36%	99.56%	77.44%	61.58%	91.92%	80.27%	1.12%	90.26%	127.74%
2022-11-25	16.48%	109.15%	37.84%	66.91%	83.36%	15.83%	20.30%	107.07%	0.43%	111.87%	90.33%	69.18%	125.83%	94.29%	1.59%	97.66%	141.69%
2022-11-24	21.06%	105.11%	37.43%	66.18%	81.79%	24.72%	73.74%	98.06%	0.43%	104.19%	92.16%	68.08%	104.26%	75.18%	1.94%	88.51%	135.45%
2022-11-23	28.66%	106.76%	38.64%	74.51%	82.48%	46.58%	93.01%	103.34%	0.54%	105.68%	99.68%	79.48%	107.46%	78.87%	2.40%	93.33%	140.98%
2022-11-22	36.93%	104.06%	38.92%	80.17%	91.92%	52.83%	93.68%	99.81%	0.64%	107.49%	99.68%	79.48%	107.46%	78.87%	2.40%	93.33%	140.98%
2022-11-21	48.56%	106.89%	41.88%	88.25%	105.26%	61.78%	63.78%	105.03%	0.86%	109.50%	103.42%	79.77%	111.93%	90.55%	3.79%	96.90%	143.77%
2022-11-18	81.95%	111.24%	66.44%	101.64%	118.76%	113.47%	121.08%	116.84%	1.61%	119.42%	108.79%	98.00%	138.62%	105.47%	42.51%	105.70%	162.26%
2022-11-17	82.81%	102.66%	53.33%	96.99%	104.53%	115.19%	117.22%	100.81%	1.61%	111.70%	99.55%	91.68%	110.68%	85.29%	41.16%	96.85%	144.10%
2022-11-16	85.47%	106.66%	47.65%	97.79%	110.42%	115.68%	122.65%	107.42%	1.97%	112.55%	98.57%	87.33%	107.08%	85.41%	42.09%	96.07%	143.42%
2022-11-15	85.86%	107.87%	46.18%	97.81%	110.44%	115.29%	126.39%	109.07%	2.18%	111.75%	102.95%	95.84%	106.82%	85.54%	38.21%	95.54%	141.58%
2022-11-14	87.48%	105.38%	43.24%	97.24%	107.11%	108.10%	0.00%	104.83%	2.51%	110.70%	98.06%	93.80%	106.20%	85.18%	29.89%	93.75%	135.06%
2022-11-11	84.45%	107.34%	36.14%	103.02%	120.86%	101.92%	134.28%	115.86%	16.83%	118.86%	110.75%	101.68%	134.76%	96.98%	4.26%	110.63%	139.27%
2022-11-10	88.77%	105.81%	39.03%	97.72%	107.29%	100.32%	118.44%	108.54%	30.29%	110.45%	99.91%	89.49%	105.51%	89.38%	4.41%	99.07%	129.80%
2022-11-09	88.42%	105.80%	48.41%	99.33%	106.83%	100.54%	118.44%	105.68%	52.39%	110.50%	100.68%	96.23%	103.75%	87.63%	4.14%	99.98%	133.56%
2022-11-08	90.52%	106.54%	52.04%	102.06%	103.94%	95.54%	111.40%	106.78%	69.33%	108.62%	101.01%	97.96%	105.92%	77.46%	2.52%	98.74%	130.77%
2022-11-07	93.72%	104.99%	53.34%	102.51%	101.49%	99.59%	111.67%	106.04%	88.15%	107.94%	101.93%	96.61%	103.99%	79.33%	3.64%	97.45%	126.85%
2022-11-04	102.13%	104.60%	74.87%	110.81%	95.09%	59.14%	101.12%	99.51%	113.55%	114.89%	112.68%	127.51%	111.00%	49.64%	106.33%	102.54%	
2022-11-03	97.99%	97.58%	70.94%	101.63%	86.16%	55.55%	99.23%	104.02%	99.66%	102.31%	100.14%	102.96%	99.87%	78.52%	63.97%	94.30%	95.83%
2022-11-02	98.48%	95.66%	72.87%	103.07%	85.70%	53.66%	103.09%	104.02%	106.57%	101.52%	101.70%	100.29%	99.12%	82.84%	68.22%	96.81%	91.15%
2022-11-01	98.90%	98.75%	75.41%	103.59%	85.72%	55.13%	105.84%	102.65%	111.76%	104.93%	103.53%	0.00%	99.56%	94.29%	93.80%	93.62%	76.83%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 防疫政策调整后2022年12日全国商用机场旅客吞吐量下降

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_50930](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50930)

