

疫情放开不足以改善内需，需要增量政策

摘要

IH 在触及 2700 点后如我们预期开启调整，现阶段由于对中央工作会议的期待，调整幅度十分有限。从换手率/振幅指标来看，我们看到当前的调整还需要更多时间。本周，IH 依然领跑其他股指，可见 IH、IF 领涨，IC 和 IM 跟随的市场格局并未出现变化，市场的交易关注点还是在稳增长上面。

11 月的经济数据比预期的更差一些，我们猜测实体不振可能不仅仅是疫情的影响，这意味着 2023 年内需的提振仅仅依靠疫情放开、经济活动的恢复恐怕是不够的，增量政策的必要性有所上升。来年有无增量政策的第一个观察期就是中央经济工作会议。在会议结果出炉前，刘鹤讲话中表现对明年经济的恢复极有信心，继续支撑市场情绪向好。

简单来说，本周 12 月 FOMC 会议落幕确认了美国加息节奏的放缓，对 A 股属于边际改善因素，而 A 股的焦点在内需提振上，中央经济工作会议的关注度极高，此次会议的政策基调会影响接下来一段时间的 A 股上行动力和潜在上行空间。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

一、行情回顾和分析

本周中外基本面都有重磅消息出台，我们先看一下基本面信息的最新状况：

12 月 FOMC 会议落幕，美联储加息 50bp，联邦基金基准利率上升至 4.25-4.5%，加息幅度符合市场预期。结合经济预测和会后鲍威尔在新闻发布会上的发言，我们认为有三个要点：

- 1、此次会议确认了美联储加息节奏的放缓，但点阵图暗示降息的时间可能会在 2024 年；
- 2、终端利率，以及终端利率的持续时间取代加息节奏成为接下来的关注重点，点阵图显示的终点利率为 5.1%，略高于市场预期；
- 3、当前的政策核心目标仍是平抑通胀，通胀的核心关注点在服务项，强劲的劳动力市场和薪资的增长让核心通胀的下降需要更长的观察时间。

图 1.1 12 月 FOMC 会议点阵图截选

Variable	Median ¹				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：FED

根据发布会上的信息美联储政策转向需要看到通胀正在以持续的方式下降。因此，后续美联储的举措仍会跟随数据的变动来调整，由于通胀的回落目前还存在不确定性，无论是终端利率，还是终端利率的持续时间都存在不确定性。

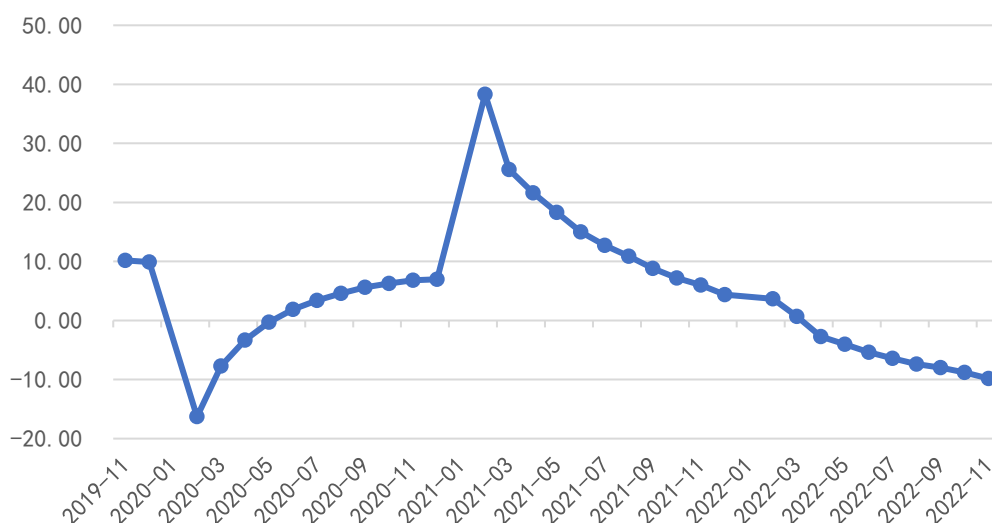
我们的目的是思考 12 月 FOMC 会议信息是否会改变我们对 2023 年股票市场的观点。在 2023 年度展望中，我们认为明年美联储货币政策给 A 股带来的流动性冲击边际减弱，但对外需的影响会持续较久，整体而言对 A 股的影响边际变得友好一些。12 月

FOMC 会议确认了加息节奏的放缓，让美联储加息带来的流动性冲击边际放缓得到了进一步的肯定；终端利率预测到 5.1%也并非大超预期，终端利率持续时间存在不确定性继续压抑外需。因此，我们认为 12 月 FOMC 会议后不会动摇我们年度展望中美国货币政策对 A 股影响的预判，并且内需对 A 股走强的重要性越来越凸显。

谈到内需，12 月 14 日国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》，提出要“按照生产、分配、流通、消费和投资再生产的全链条拓展内需体系，培育由提高供给质量、优化分配格局、健全流通体系、全面促进消费、拓展投资空间等共同组成的完整内需体系”。随后发改委就发布了扩大内需的实施方案，明确了扩大内需的详细举措，在消费方面传统消费、服务消费、新型消费和绿色消费都有提及，投资方面依然强调的是制造业和基建。除了其他相关配套制度和措施外，文中提到的城乡区域协调发展，释放内需潜能，将城镇化作为扩大内需的重要支撑。这一点可能是潜在能够替代房地产成为未来内需的重要抓手，但我们需要看到后续更多的落地措施才能确定，因为城镇化的提法在 09-10 年的时候已经有了，但这么多年过去，我们还未看到明显的替代房地产的方式，或者说和房地产更好结合的方式。简单来说，扩大内需文件提供了未来内需提振的路径，但具体的实施需要各个部门配合落地，即 2023 年消费和投资的具体发展仍需要等待更多政策指引，仅依靠该战略规划无法激活市场预期。

从最新公布的 11 月经济数据结果来看，内需的放缓比想象中的更严重。我们重点看两组数据，1、消费，11 月社会消费品零售总额同比增速进一步放缓至-5.9%，其中商品零售增速由正转负，跌至-5.6%，餐饮收入延续了此前的负增长，增速继续下滑至-8.4%；2、房地产，11 月房地产开发投资增速继续下滑，录得-9.8%，新屋开工面积同比下滑-38.90%，创下 2020 年疫情以来的新低。

图 1.2 房地产开发投资增速（%）



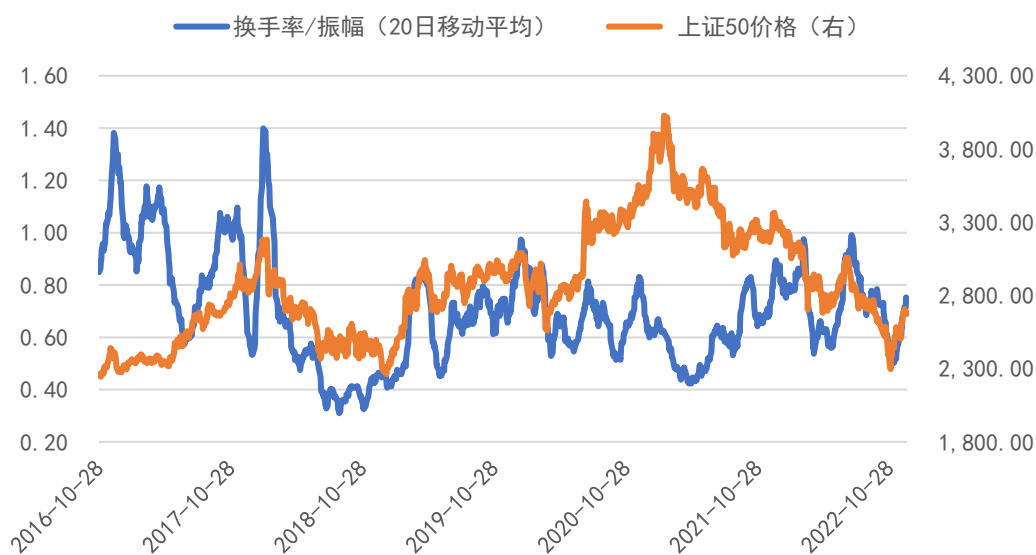
资料来源：Ifind 南华研究

这两组数据揭露了实体经济的疲软，且消费和地产的超预期下滑，让我们猜测实体

不振可能不仅仅是疫情的影响，这意味着 2023 年内需的提振仅仅依靠疫情放开、经济活动的恢复恐怕是不够的，增量政策的必要性有所上升。来年年有无增量政策的第一个观察期就是中央经济工作会议。周四晚间，刘鹤的讲话中肯定了房地产作为国民经济支柱产业的定位，并暗示考虑新的举措来改善行业的资产负债状况。受此影响，周五房地产板块表现亮眼。同时，刘鹤表示对于明年中国经济的好转极有信心，也对市场信心有一定的提振。但我们认为刘鹤的讲话只能算是一种“吹风”，内需提振的希望必须落在切实的政策之上。

盘面来看，IH 在触及 2700 点后如我们预期开启调整，现阶段由于对中央经济工作会议的期待，调整幅度十分有限。从换手率/振幅指标来看，我们看到当前的调整还需要更多时间。本周，IH 依然领跑其他股指，可见 IH、IF 领涨，IC 和 IM 跟随的市场格局并未出现变化，市场的交易关注点还是在稳增长上面。

图 1.3 上证 50 换手率/振幅 (MA20)



资料来源：Wind 南华研究

简单来说，本周 12 月 FOMC 会议落幕确认了美国加息节奏的放缓，对 A 股属于边际改善因素，而 A 股的焦点在内需提振上，中央经济工作会议的关注度极高，此次会议出台的政策基调会影响接下来一段时间的 A 股上行动力和潜在上行空间。

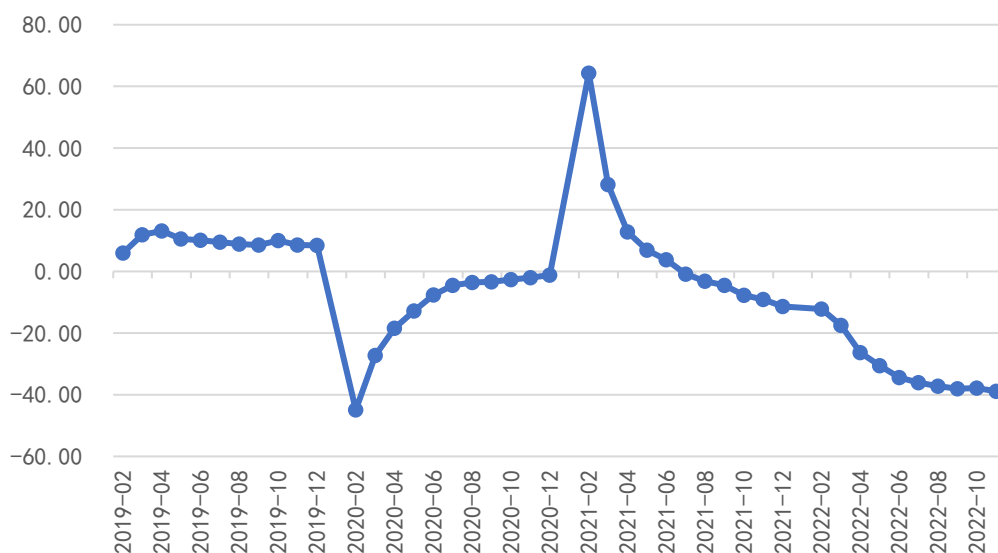
二、策略推荐及跟踪

当前基本面并不改变我们对趋势行情的判断，细节上来看，当前 IH 处在震荡整理之中，可能会出现具有吸引力的点位。但如上文所说，接下来一段时间的上行动力和潜在空间取决于是否有靠谱的增量政策出台。因此，稳健一些的办法可以等中央经济工作会议落幕后再进行仓位调整。

三、一周趣图

11 月新屋开工面积增速继续下滑。

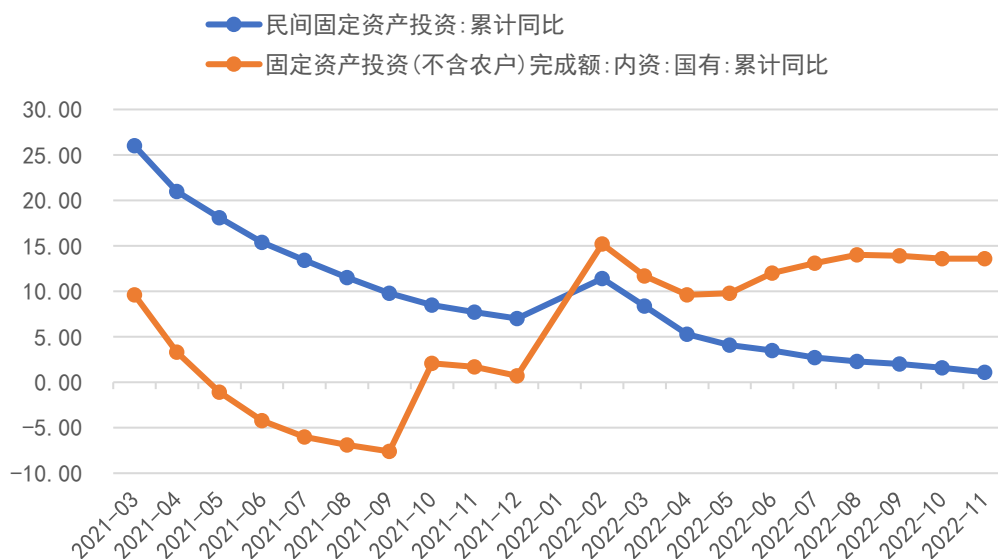
图 3.1 房地产新屋开工面积累计同比增速 (%)



资料来源: ifind 南华研究

11 月民间固定资产投资增速继续下滑。

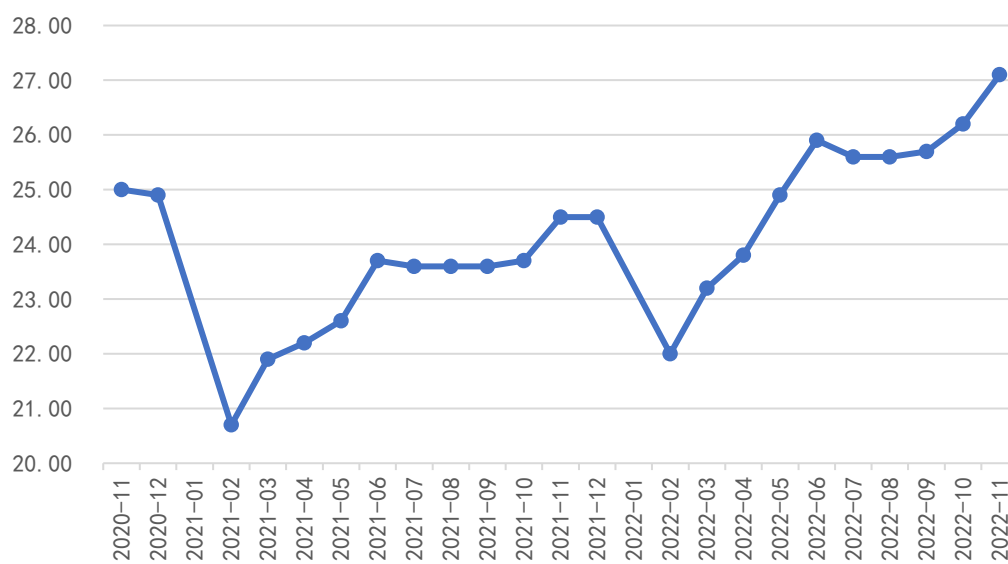
图 3.2 固定资产投资按资金类别分 (%)



资料来源: ifind 南华研究

网上零售商品销售额占社会消费零售额的比例持续上升。

图 3.3 实物商品网上零售额占社会消费零售总额的比重



资料来源：ifind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点