

美国经济软着陆且美联储开启降息背景下 沪铝价格重心或有所上移

报告摘要:

- **行情回顾:** 2023 年国内电解铝价格重心呈现缓慢上移。美联储放缓加息预期和云南减停产电解铝产能扩大支撑 1 月电解铝价格震荡上涨。欧美消费端通胀反复引导鹰派加息预期、云南减停产电解铝产能存在逐步复产预期、国内房地产领域需求持续低迷等, 使 2 至 5 月电解铝价格重心震荡下移; 欧美消费端通胀渐趋下降引导美联储停止加息甚至开启降息预期, 国内铝土矿供给偏紧支撑国内外铝土矿价格处于高位甚至上涨, 使 6 月至今电解铝价格重心震荡上移。
- **需求端:** 消费端通胀反复促美联储和欧洲央行保持高位利率更长时间, 或使欧美经济增长渐趋放缓甚至衰退, 引导海外需求预期逐步下降; 随着中国持续加码经济稳增长与消费刺激政策, 新能源汽车与光伏风电等领域引导乐观需求预期, 但房地产领域需求仍难言乐观。
- **供给端:** 国内铝土矿供给偏紧支撑海内外铝土矿价格, 下游需求增量受限或使国内氧化铝供给预期趋松, 进口窗口持续打开或使国内电解铝供需预期趋松, 关注海内外铝土矿供给扰动、氧化铝与电解铝生产企业检修或复产情况。
- **2024 年氧化铝行情展望:** 预计 2024 年中国氧化铝价格仍将具有较强的生产成本支撑, 关注 2850-2950 附近支撑位及 3700-4200 附近压力位, 警惕云南电解铝产能再次出现减停产。
- **2024 年电解铝行情展望:** 倘若消费端通胀回落促美联储开启降息、欧美经济未出现衰退且国内经济增长稳步好转、云南减停产电解铝产能逐步开启复产, 预计国内电解铝供需预期偏紧, 且 2024 年电解铝价格重心有所上移; 关注沪铝价格在 (16800-17500) 18200-18600 附近支撑位及 19800-20000 (21000-23000) 附近压力位, 伦敦铝价在 1900-2100 附近支撑位及 2500-2700 附近压力位。
- **风险提示:** 美联储和欧洲央行降息时间、欧美经济增长放缓程度、中国经济增长复苏程度

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

相关研究

《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报

《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报
《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报

《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报

《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报

《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经

《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界

《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界

《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报

《两大因素主导金价走势》, 期货日报

《有色 重心逐步下移》, 期货日报

《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报

《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

目录

一、2023 年氧化铝和电解铝行情回顾	3
二、欧美保持高位利率更长时间终将抑制经济活动	5
(1) 消费端通胀反复或延缓美联储和欧洲央行降息时点	5
(2) 欧洲经济或先于美国经济出现衰退	6
(3) 内需刺激对冲外需趋降促国内经济缓慢复苏	8
三、国内电解铝产能已触上限而对氧化铝需求增量有限	14
(1) 国内铝土矿供给偏紧支撑海内外铝土矿价格	14
(2) 铝土矿供给偏紧和各地区环保检查扰动国内氧化铝生产	16
(3) 进口窗口持续打开或使国内电解铝供需预期趋松	18
四、国内外氧化铝与电解铝价差结构	22
五、2024 年氧化铝和电解铝行情展望	23

一、2023 年氧化铝和电解铝行情回顾

2023 年国内氧化铝价格呈现先弱后强。云南电解铝减停产产能因枯水期而迟迟无法复产，使 6 月中上旬及之前氧化铝价格震荡偏弱；随着云南减停产电解铝产能丰水期逐步复产、三门峡铝土矿因复垦要求而暂停开采致国内铝土矿供给偏紧、几内亚雨季或非洲运力紧张等限制铝土矿生产量，叠加国内外铝土矿价格始终处于高位甚至上涨形成生产成本支撑，使 6 月下旬及之后氧化铝价格震荡偏强。截至 12 月 13 日，中国氧化铝期货收盘价为 2911 元/吨，较 6 月 19 日上市时收盘价 2712 元吨/上涨约 7.34%。具体而言，2023 年氧化铝价格走势主要包括四个阶段：

第一阶段为 6 月 19 日至 9 月 5 日，云南减停产电解铝产能复产引导氧化铝乐观需求预期，三门峡铝土矿因复垦要求而暂停开采致国内铝土矿供给偏紧，促使中国氧化铝生产企业转向进口推升几内亚和澳洲铝土矿价格，叠加下游需求复苏支撑国内电解铝价格重心上移，推动中国氧化铝价格震荡上涨。

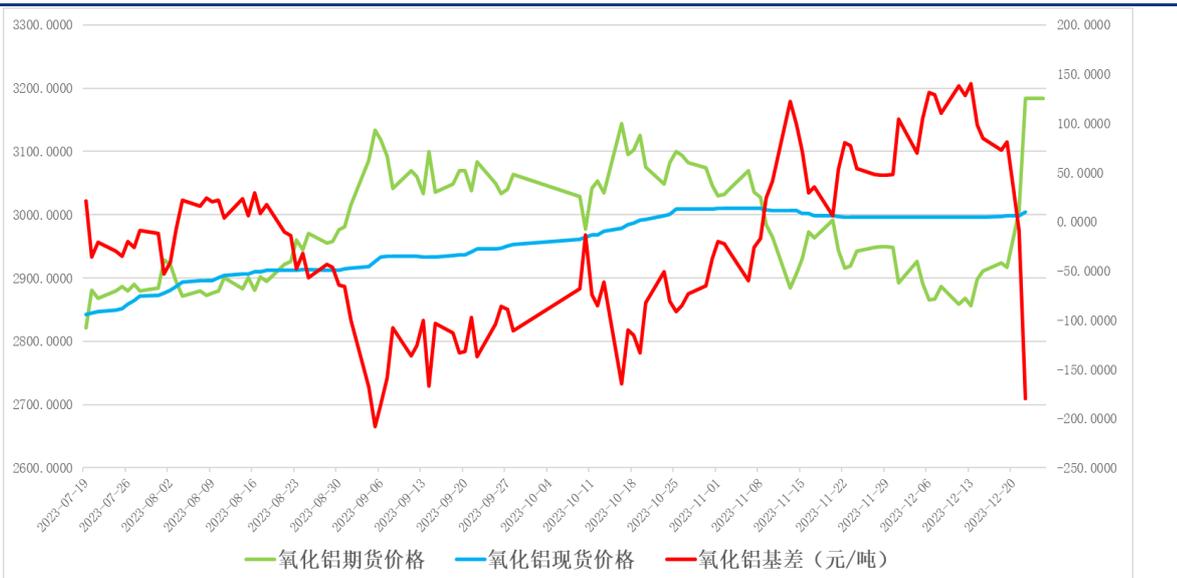
第二阶段为 9 月上旬至 11 月上旬，云南减停产电解铝产能复产渐近尾声，国内电解铝运行产能越发接近政策上限，使国内氧化铝边际需求增量有限，但是国内铝土矿开采受限而供给偏紧、国内外铝土矿价格处于高位甚至上涨，需求增量趋降和生产成本支撑使国内氧化铝价格保持宽幅震荡。

第三阶段为 11 月中旬至 12 月中旬，云南电解铝产能因枯水期来临而存在减产预期，氧化铝运行产能维持高位且持续扩张，供给偏强而需求趋弱使国内氧化铝价格震荡偏弱。

第四阶段为 12 月下旬至今，国内铝土矿供给偏紧而转向进口，但几内亚油气库爆炸限制铝土矿生产量，使国内外铝土矿价格处于高位甚至上涨，叠加河南、山西和广西及山东部分氧化铝产能因铝土矿供给或环保检查问题而减停产，使国内氧化铝价格震荡偏强。

鉴于国内铝土矿供给偏紧状态或难缓解，国内外铝土矿价格仍将处于高位，但因云南减停产电解铝产能仍可能扩大且直至丰水期才能逐步复产，或使 2024 年国内氧化铝价格呈现先弱后强。

图 1：中国氧化铝期货与现货价格



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

2023 年国内电解铝价格重心呈现缓慢上移。美联储放缓加息预期和云南减停产电解铝产能扩大支撑 1 月电解铝价格震荡上涨。欧美消费端通胀反复引导鹰派加息预期、云南减停产电解铝产能存在逐步复产预期、国内房地产领域需求持续低迷等，使 2 至 5 月电解铝价格重心震荡下移；欧美消费端通胀渐趋下降引导美联储停止加息甚至开启降息预期，国内铝土矿供给偏紧支撑国内外铝土矿价格处于高位甚至上涨，使 6 月至今电解铝价格重心震荡上移。截至 12 月 15 日，沪铝收盘价为 18740 元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 18700 元/吨上涨约 0.21%；LEM3 个月铝收盘价为 2241 美元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 2388.5 美元/吨下跌约 6.18%。具体而言，2023 年沪铝价格走势主要分为以下四个阶段：

第一阶段 1 月初至 1 月下旬，美联储放缓加息预期有所升温、云南电解铝产能因枯水期而扩大减停产，叠加春节前下游集中补库，支撑沪铝价格震荡上涨。

第二阶段 2 月初至 5 月下旬，欧美消费端通胀反复使美联储和欧洲央行均表态保持高位利率更长时间甚至再次加息，欧元区经济连续两个季度环比负增长而陷入技术性衰退，国内房地产等领域需求预期偏弱，叠加云南丰水期引导减停产电解铝产能复产预期，使沪铝价格重心震荡下移。

第三阶段 6 月初至 9 月底，消费端通胀渐趋下降使美联储和欧洲央行停止加息预期升温甚至开始交易降息预期，国内连续推出降息降准等经济稳增长政策及房地产行业刺激政策，三门峡因土地复垦限制铝土矿开采致国内铝土矿供给偏紧，叠加国内外铝土矿价格处于高位甚至上涨形成生产成本支撑，推动沪铝价格震荡上涨。

第四阶段，10 月至 12 月中上旬，虽然美联储和欧洲央行均停止加息甚至开始交易降息预期、云南电解铝产能减停产约 115 万吨，但因铝产业链下游需求偏弱致国内社会库存量逐步累积，欧美制造业 PMI 连续多个月低于 50 致伦敦金属交易所电解铝库存量处于相对高位，使沪铝价格震荡下降。

第五阶段，12 月中下旬至今，几内亚油气库爆炸致部分铝土矿开采受限，使国内铝土矿供给越发紧张而价格处于高位甚至上涨，山东滨州重污染天气限产约半个月，使河南、山西、广西与山东部分氧化铝产能因铝土矿供给或环保检查问题而出现减停产，叠加美联储和欧洲央行 24 年二季度降息预期升温、国内电解铝社会库存量快速下降，支撑沪铝价格震荡上涨。

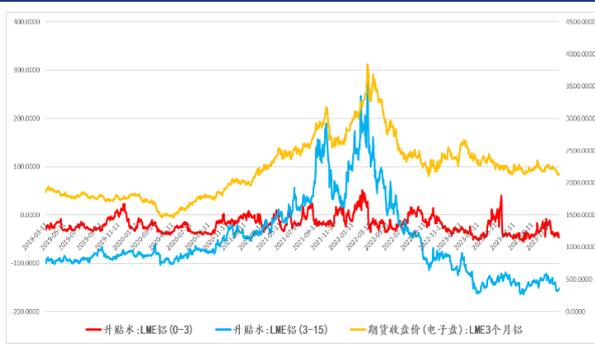
鉴于国内经济稳增长政策将持续发力、云南减停产电解铝产能于丰水期才能复产、国内电解铝建成产能已经触及上限，但欧美经济增长预期逐步放缓或使美联储和欧洲央行开启降息，预计 2024 年沪铝价格或先弱后强。

图 2：国内电解铝期货与现货价格



资料来源：WIND，SMM，宏源期货研究所

图 3：LME 3 个月电解铝价格及其月差



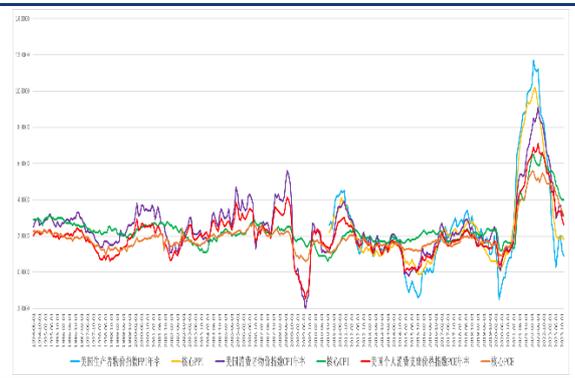
资料来源：WIND，宏源期货研究所

二、欧美保持高位利率更长时间终将抑制经济活动

(1) 消费端通胀反复或延缓美联储和欧洲央行降息时点

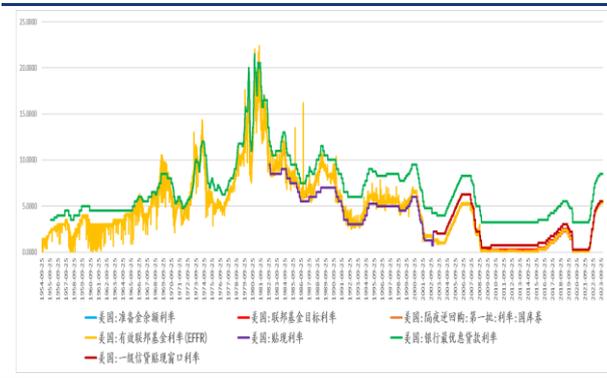
美国劳工部 12 月 12 日公布的 11 月消费者物价指数 CPI 同比上涨 3.1%持平预期但低于前值。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 4.0%持平预期和前值，但环比上涨 0.3%持平预期但高于前值。考虑到红海航运危机和厄尔尼诺现象推升大宗商品价格，叠加基数效应趋弱，或使美国消费端通胀出现反复。虽然当前市场预期美联储最早或于 24 年 3 月开启降息，但是消费端通胀反复和美国经济表现强劲或使美联储 24 年下半年才能开启降息。

图 4：美国生产与消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

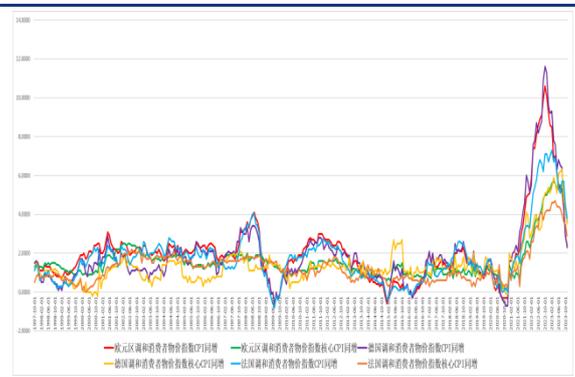
图 5：美国联邦基金目标利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

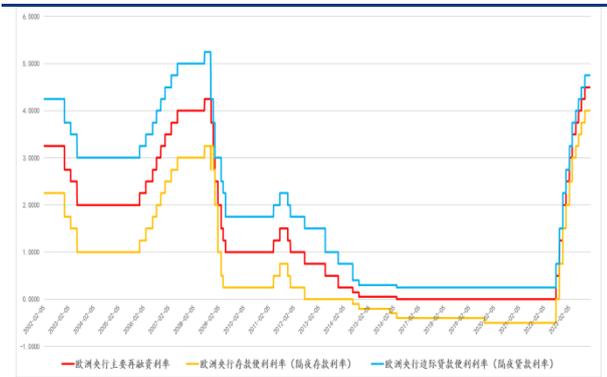
欧洲央行 12 月暂停加息使主要再融资利率保持 4.5%，且将在必要时间内维持足够限制性水平，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑明年下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划 (PEPP) 再投资。欧元区和德国 11 月消费者物价指数 CPI 年率分别为 2.4%和 3.2%均低于预期和前值，11 月 Markit 制造与服务业 PMI 连续低于 50，德国（欧元区）三季度国内生产总值 GDP 季率为-0.1%（-0.1%）高于预期但低于前值（低于预期和前值）四季度可能继续收缩，陷入技术性衰退，使市场预期欧洲央行最早或于 24 年二季度开启降息。欧元区 11 月综合 PMI 初值为 47.6，预期和初值均为 47.1，高于预期和初值，但是仍低于 50 的荣枯分界线；服务业 PMI 终值为 48.7，初值和预期均为 48.2。虽高于预期但服务业活动依然处于收缩趋势。除疫情封锁的几个月外，欧元区制造业、服务业及综合 PMI 已跌至 2013 年以来的最低水平。

图 6：欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

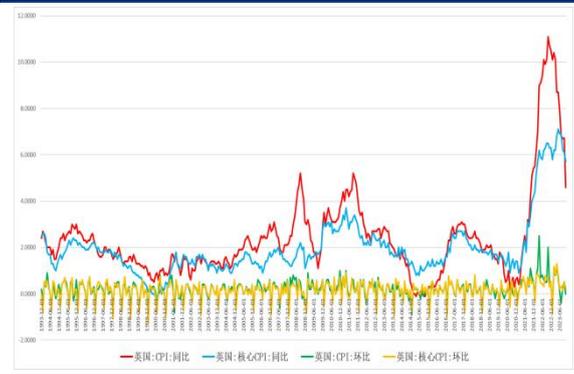
图 7：欧洲央行主要基准利率水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

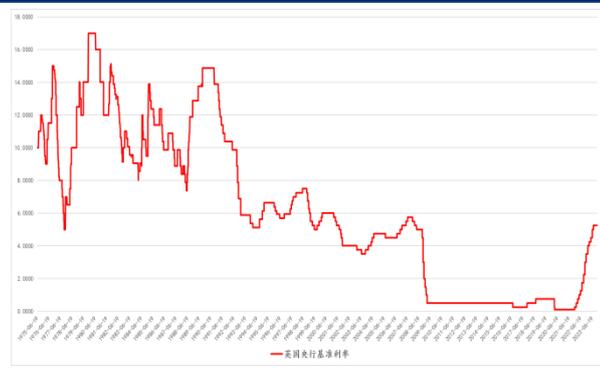
英国央行 12 月暂停加息而维持关键利率为 5.25%，将保持足够限制利率足够长时间并为未来留下加息空间。英国三季度国内生产总值 GDP 季率-0.1%低于预期和前值，10 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率分别为 4.6%和 5.7%低于预期和前值，11 月消费者物价指数 CPI 年率为 3.9%低于预期和前值，使市场预期英国央行加息周期或已结束且最早将于 24 年二季度开启降息。

图 8：英国消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：英国央行基准利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

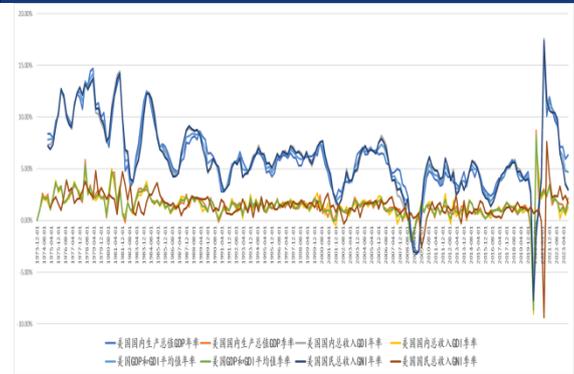
（2）欧洲经济或先于美国经济出现衰退

2023 年第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 4.9%，较此前公布的修正数据下调了 0.3 个百分点。第三季度占美国经济总量约 70%的个人消费支出增长 3.1%，较此前数据下调了 0.5 个百分点。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资上调 0.1 个百分点至增长 1.4%。私人库存投资提振经济增长 1.27 个百分点，商品和服务净出口提振经济增长 0.03 个百分点。美联储 12 月利率决议上调美国 2023 年 GDP 增长预期至 2.6%，9 月料增 2.1%；下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.4%，9 月料增 1.5%；维持美国 2025 年 GDP 增长预期在 1.8%，9 月料增 1.8%；上调美国 2026 年 GDP 增速预期至 1.9%，9 月料增 1.8%；维持长期美国 GDP 增速预期为 1.8%。根据亚特兰大联储 GDPNow 模型预测，美国第四季度 GDP 增速高达 2.3%。美国经济在 2023 年颇具韧性，但高息环境和收紧的货币政策影响正逐渐显现，各项经济指标有所走弱，预计 2024 年美国经济增长回落的趋势不变。经济增速的预期差可能来自于美国财政赤字的幅度以及其内部板块事件性风险暴露的情况（如银行体系、商业地产等）。

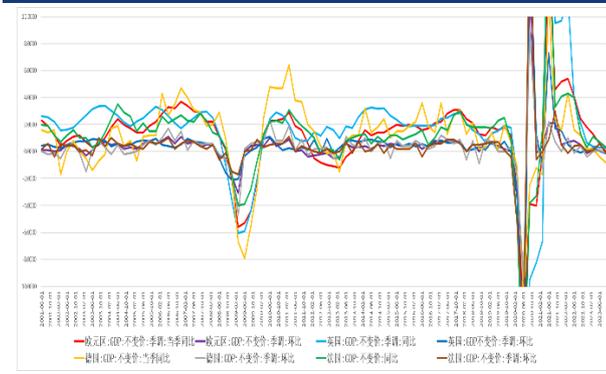
从已经公布的数据来看，2023 年欧元区经济放缓的程度大大超出了欧洲央行的预期。2022 年四季度以来的四个季度中有三个季度的库存投资对 GDP 增长的贡献为负，表明欧元区仍处于去库存的周期中。欧元区采购经理人指 PMI 数显示，制造业已经连续一年多在 50 荣枯线下运行，综合 PMI 低于这一水平也已经有 7 个月之多。2023 年下半年出现技术性衰退（连续两个季度 GDP 环比下降，欧元区三季度 GDP 环比-0.1%，同比零增长）的可能性很大。欧洲央行预测欧元区 2023 年 GDP 增速将从前一年的 3.4%回落至 0.6%。同时该央行还进一步下调了 2024 年的增长预期(0.8%)，而且明确指出 2024 年欧元区经济复苏预期是建立在私人消费和出口增加，同时没有新的不利冲击、信心可能会恢复的前提下。德、法两个欧元区最大的经济体前景均不乐观。欧元区 2024 年不仅面临通胀回落的不确定性，金融体系也可能存在危机风险。欧洲经济增速明年将保持低位，GDP 增速预计仅为 0.7%，在较高的利率环境中制造业和服务业将持续低迷。

以上说明目前美国经济增长仍具有较强韧性，但是欧洲经济增长预期偏弱甚至部分国家经济已经出现衰退，叠加红海航运危机推升原油等进口商品价格、德国债务刹车或推升碳排放价格，消

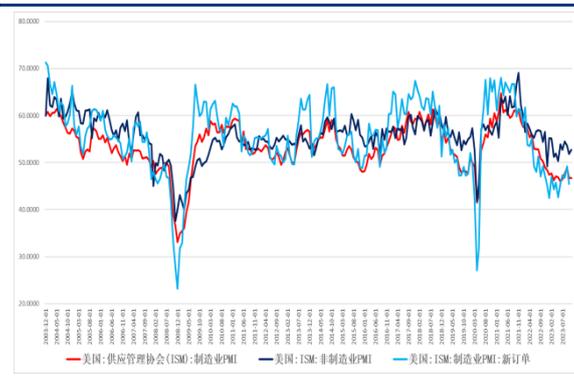
费端通胀反复担忧或使欧洲央行不得不保持高位利率更长时间，而这越可能使欧洲经济率先出现衰退。

图 10：美国国内生产总值 GDP 及总收入 GDI


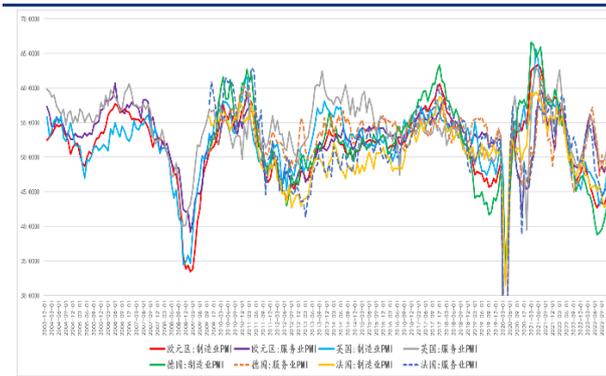
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 11：欧元区及英德法国内生产总值 GDP 增速


资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 12：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI


资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 13：欧元区与英法德制造业与服务 PMI


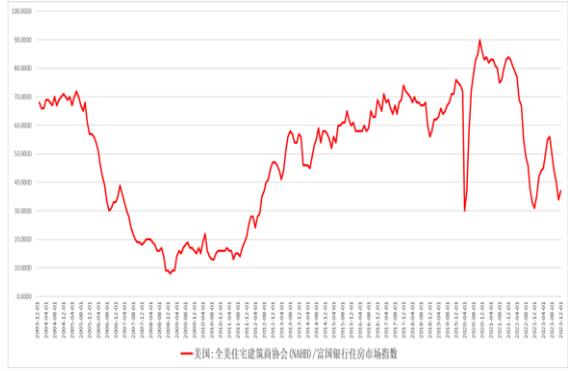
资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国包括千禧一代（主要是婴儿潮的下一代）步入购房年龄段，再工业化进程和远程办公习惯固化可能分别带动区域间、区域内高低成本地区之间的人口重新分布，带来的新增建设需求。住房保有率与房屋空置率均运行到历史较低位置，与房龄的加速老化（约半数房屋已超过 40 年房龄），也可能催生更多建设需求。此外，住房按揭存量、居民杠杆率、开发商杠杆率在 2010 年以来都得到了较为充分的下行，尤其是开发商的资产负债表处在蓄势待发的状态。2024 年开始美国住房市场的活动水平将继续提升，或将支撑美国金融周期继续向上运行。

美国 10 月标普/CS20 个大中城市房价指数同比增速为 4.9%，较 9 月回升 1.0 个百分点，已连续 5 个月呈回升态势，使美国房地产行业短期仍面临住房的可负担性处在 80 年代以来几乎最低的位置（受房价和利率快速上升的双重影响）。倘若美国经济 2024 年出现浅衰退且货币政策开启常态化进程，则利率下行可以对可负担性进行较快调节，帮助供需释放（尤其是二手房），但节奏未必太快的原因，是房价很可能存在韧性，因此一定的观望情绪还可能伴随美联储降息逐步推进而持续存在。倘若美联储实际降息节奏和幅度不及市场预期，那么在供需关系继续偏紧的状态下，可负担性的调节就可能需要依靠实际收入的上涨来实现，市场成交量修复的节奏或更慢一些。

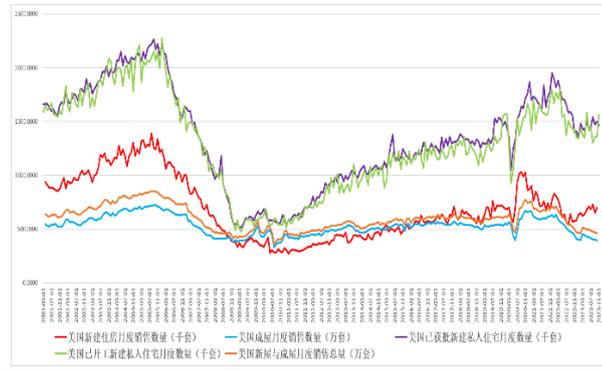
综上所述，伴随货币政策常态化调整的深入，各方面的摩擦成本会愈发明显的下降，以利供需两方的潜力释放更为充分。

图 14: 全美住房建筑商协会 NAHB 市场指数



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 15: 美国营建许可与新屋开工及新屋成屋销售



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

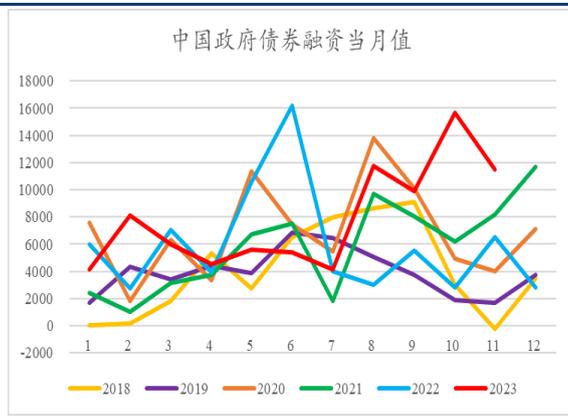
(3) 内需刺激对冲外需趋降促国内经济缓慢复苏

2023 年 1 至 11 月全国一般公共预算收入累计同比增长 7.9%，全国一般公共预算支出累计同比增长 4.9%。随着收入端约束边际缓解，叠加财政积极政策延续，财政支出对经济仍保持必要的支持强度。在广义财政方面，政府性基金收入当月同比增速回升，主因基数因素的影响。政府性基金预算支出当月同比增速边际回落，主因或在于新增地方专项债规模发行高峰已过，对政府性基金预算支出的支撑边际减弱。

12 月中央经济工作会议指出，“加大宏观调控力度”，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”。积极的财政政策要“适度加力、提质增效”，用好财政政策空间。因此，预计 2024 年中国财政政策方向上仍是“积极”，但发力的力度和规模是“适度”的，不搞大规模刺激的政策，赤字率和专项债额度或“略微”抬升。但是仍需考虑到地方增量隐性债务的压降，要观察广义财政整体规模的变化。长期来看，“谋划新一轮财税体制改革”值得关注。

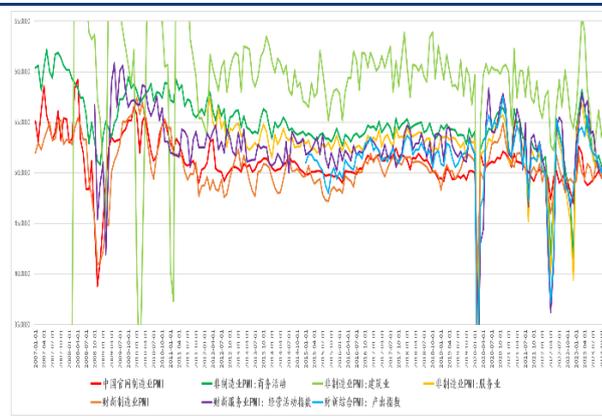
2023 年 12 月中国官方制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 0.4 个百分点。服务业、建筑业商务活动指数分别为 49.3%、56.9%，相比上个月，前者持平，后者上升 1.9 个百分点。12 月制造业 PMI 边际回落，降幅高于季节性，生产扩张放缓。海外订单减少和国内需求不足是企业面临的主要困难。或受此影响，制造业采购指数回落，去库仍在持续，主动补库可能要等到需求明显改善。但是 12 月高技术制造业和装备制造业保持扩张，在经济新旧动能转换阶段，结构性亮点值得关注。

图 16: 中国政府债券融资月度值



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 17: 中国制造业与非制造业 PMI

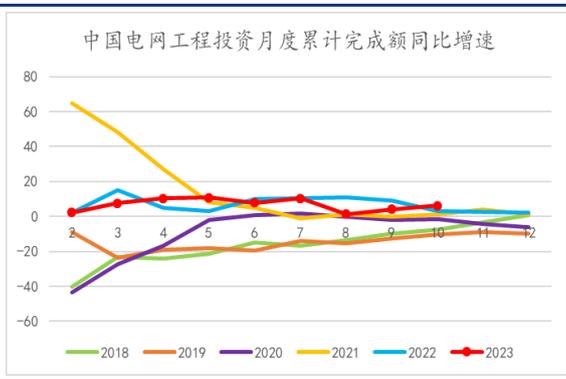


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

新旧电源发展齐头并进，新型电力系统初具规模。新能源方面，风光装机和电量发展已实现超预期快速增长。传统化石能源先前发展受到限制，但是缺电事件推动能源电力政策转向，火电投资额增长和项目核准开工同步超预期加快。因气温同比下降和上游来水恢复，2023 年“迎峰度夏”未发生严重缺电限电事件，但是火电投产潮受制于 2 年的建设周期，2024 年夏季缺电情况或将再次发生。火电核准开工潮全面提速，五大电力央企持续发力投建火电，煤炭企业与地方能源企业投建火电积极性超预期。

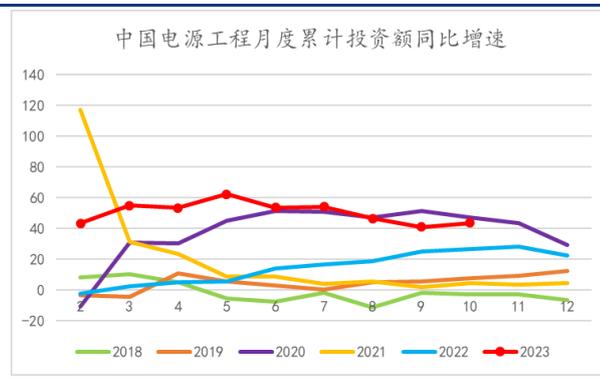
全国新能源消纳情况尚可，但部分西北中部风光大省省份弃电率持续走高。年内“负电价”事件频发，消纳问题逐步引发关注。解决消纳问题的本质是需要解决源荷的时间和空间错配，但电网投资额平缓增长，特高压建设进展慢于预期。近年来我国电网投资完成额增速显著放缓。虽 2023 年以来特高压迎来新一轮建设高峰期，但考虑其 1.5 年左右的建设周期，恐仍将滞后于风光大基地电源建设。同时，灵活性资源缺乏补偿激励，短时间内消纳问题难以得到显著改善。火电灵活性改造实际规模远低于目标；抽水蓄能建设进程不及预期，且建设周期受限；电化学储能受限于体积小、充放时间短和成本高企等问题，短期内难以实现大规模推广。

图 18：中国电网工程累计投资完成额年率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 19：中国电源工程累计投资完成额年率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

2023 年全国百城新建住宅价格累计上涨 0.27%，主要受政策管控及部分优质改善楼盘入市带动等因素影响，新房价格出现结构性上涨。百城二手住宅价格累计下跌 3.53%，跌幅较 2022 年扩大 2.76 个百分点，房价走势持续低迷，至 12 月，已连续 20 个月环比下跌，连续 7 个月环比下跌的城市数量超 90 个。重点 100 城新建商品住宅销售面积同比下降约 6%，1-11 月重点 15 城二手房销售规模同比增长 36%。50 个代表城市商品住宅批准上市面积同比下降超 10%，可售面积小幅回落但仍处高位，短期库存出清周期延长至 19.6 个月。

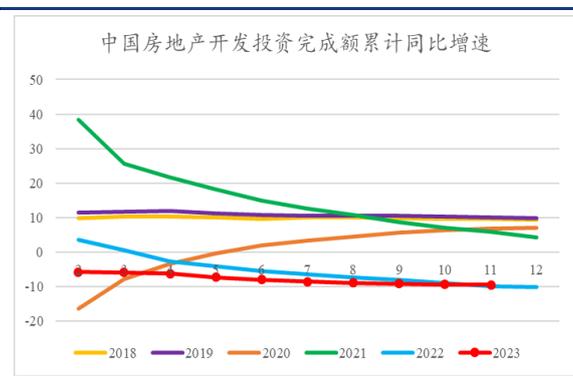
2023 年以来，改善性住房需求仍为新房市场关键支撑，30 个代表城市中多数城市套总价均值、中位数和各价位门槛值均高于上年同期。面积段来看，90-120 平方米产品仍占据市场主流地位，伴随着各城市逐渐取消或优化楼市调控政策，再改、高端改善需求得以释放，改善市场表现出一定韧性。

2023 年全国 300 城住宅用地推出、成交面积同比均下降超 20%，仅部分城市或个别地块热度较高，整体低迷态势未改。重点 22 城方面，优质地块成交量增加，央国企为拿地主力，拿地金额占比达 49%，民企投资力度仍不足。至 2023 年 12 月末，除北京、上海、深圳外，多数城市已取消土地最高限价，但仅少量核心城市优质地块拍出高溢价，整体热度仍较低。

自 2021 年中央经济工作会议上首次提及“房地产新模式”，已有两年时间，伴随着房地产市场供求关系发生变化，探索新模式的必要性和紧迫性进一步加大。2023 年 11 月，住建部部长倪虹

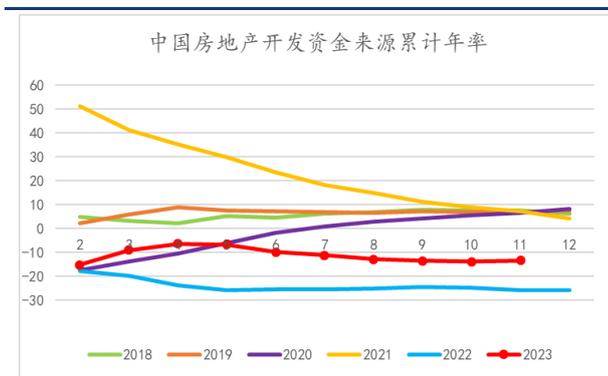
在接受新华社采访时首次详解“房地产发展新模式”，其中提到“构建房地产发展新模式，这是破解房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康发展的治本之策”“过去在解决“有没有”时期追求速度和数量的发展模式，已不适应现在解决“好不好”问题、高质量发展阶段的新要求，亟需构建新的发展模式”。在理念上，要始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，以满足刚性和改善性住房需求为重点，努力让人民群众住上好房子。在体制机制上，提及“建立‘人、房、地、钱’要素联动的新机制”，也提到“改革开发方式、融资方式、销售方式”等；在落实上，进一步明确要实施好规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。同时，落实中央金融工作会议精神，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进金融与房地产良性循环。12月中央经济工作会议召开，对于明年房地产市场的定调，会议再次提出，完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

图 20：中国房地产开发投资同比增速



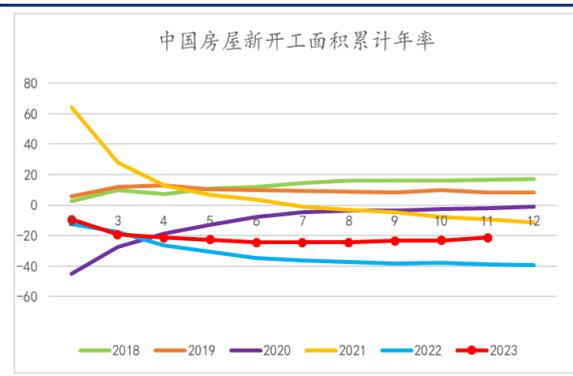
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 21：中国房地产开发资金来源累积年率



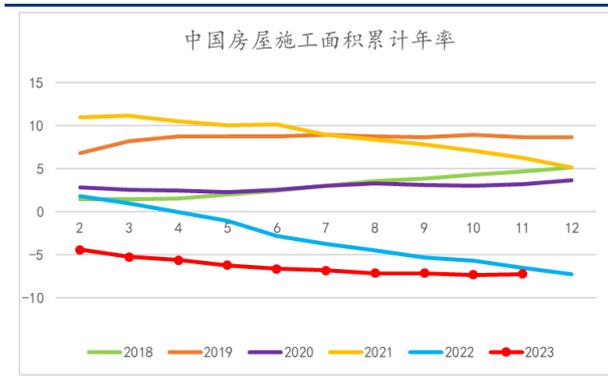
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 22：中国房地产新开工面积同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 23：中国房地产施工面积同比增速

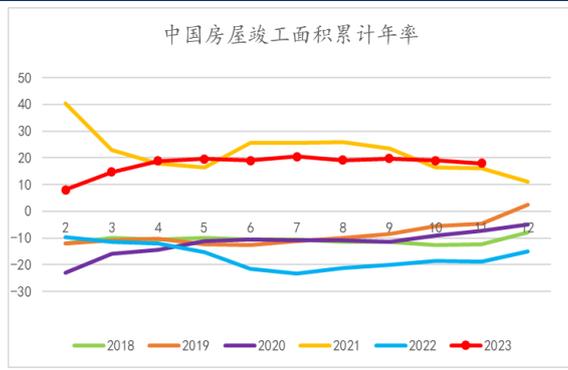


资料来源：WIND，宏源期货研究所

需求端，一线城市有望因需、因区施策优化限购；核心二线城市或全面取消限购；更多低能级城市或通过发放购房补贴等方式促进购房需求释放。供给端，企业端资金支持政策有望继续细化落实，“三个不低于”等政策若能实质性落地将有助于改善企业融资环境；“保交楼”资金和配套举措或进一步跟进，各地土拍规则预计将继续放宽；另外，“三大工程”建设相关政策有望加速落地。根据“中国房地产业中长期发展动态模型”测算，2024年全国房地产市场将呈现“销售规模仍有下行压力，新开工面积、开发投资或继续回落”的特点。中性情形下，预计2024年全国商品房销售面积同比下降4.9%；乐观情形下，2024年宏观经济持续恢复，居民置业意愿有所好转，叠加城中村改造如期推进，全国商品房销售面积或可实现小幅增长，但新开工、投资受多项不利因素影响，或将延续下行态势。悲观情形下，2024年新开工面积同比降幅在10%左右，新开工规模低

于 9 亿平方米；房地产开发投资额同比下降 6.1%。

图 24：中国房地产竣工面积同比增速



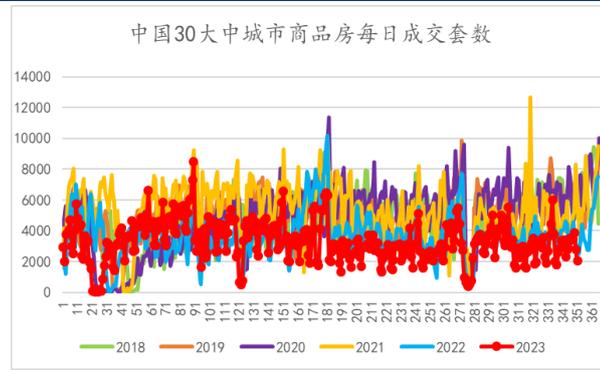
资料来源：WIND，宏源期货研究所

根据最新住户调查结果，2023 年前三季度居民人均消费支出累计同比增速为 9.2%，其中教育、文化娱乐、医疗保健、交通通信分项增速分别为 16.4%、15.0%、11.3%，均明显高于社零增速的 6.8%，说明服务类消费对 2023 年国内消费起到了明显的拉动作用。此外，从假期出行及消费数据看，旅游消费确实在修复，支撑服务类消费复苏。2023 年国庆节人均旅游收入及旅游人次均已高于 2017-2019 年的均值水平，出行显著修复带动 2023 年服务类消费持续复苏。针对 2023 年来服务消费表现更强的现象，为了更全面地反映消费市场的变化情况，国家统计局从 2023 年 8 月起增加发布服务零售额数据，2023 年前 10 月服务零售额累计同比增长 19.0%，明显高于同期社零增速 6.9%，显示 2023 年防控转段以后，经济运行恢复常态，服务消费恢复明显较快。

短期视角下，当下我国居民消费能力、意愿已有改善，或有望支撑我国消费总量在未来进一步修复。首先，今年三季度居民就业形势总体平稳，城镇调查失业率进一步下降，前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。9 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比 8 月下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降。前三季度全国居民人均可支配收入 29398 元，同比名义增长 6.3%；扣除价格因素实际增长 5.9%，比上半年加快 0.1 个百分点。前三季度，相较实际 GDP 累计同比 5.2%、两年平均增速 4.1%，居民人均可支配收入累计同比增长 5.9%、两年平均 4.5%，增长明显更快。除了消费能力存在边际修复，我国居民的边际消费倾向同样在改善当中，今年前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重已经达到 66%，为疫情后同期最高值。此外，今年市场在讨论消费影响因素时，居民资产负债表衰退是时常被提及的命题，例如，部分观点认为今年社消零售的弱修复主要源自于居民主动寻求负债最小化，出现提前还贷行为等行为。参考 RMBS 条件早偿率指数（由个人住房抵押贷款支持证券构成，旨在刻画其基础资产池整体条件早偿率变化情况），可以发现该指数在今年 2 月后持续走高，直至 6 月创下 2021 年以来新高，但此后在三季度该指数开始出现明显下降，一定程度上说明居民提前还贷的情况已在整体改善。长期来看，高质量发展道路将有助于同时推动我国国民收入及分配方式共同优化，进而提高我国居民的收入水平及消费意愿。从短期视角来看，近期我国居民的消费能力及意愿已经出现持续改善的迹象。

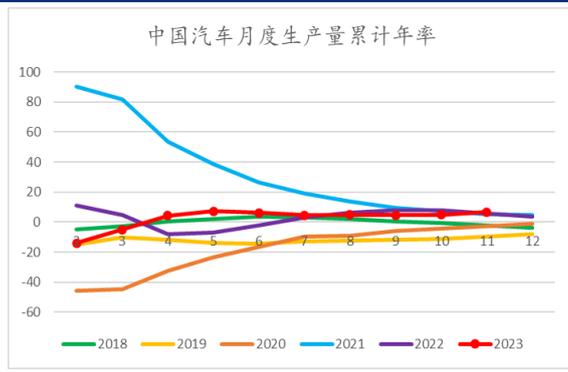
展望 2024 年，我国积极的财政政策仍有一定的发力空间，随着国内经济运行稳中向好，我国居民的收入预期和消费倾向有望迎来更持续性的修复，为国内消费市场注入更强的动能，我国消费修复的潜力有望进一步释放，预计 2024 年国内社消零售增速有望达到 5.5% 左右。

图 25：中国 30 座大中城市商品房销售量



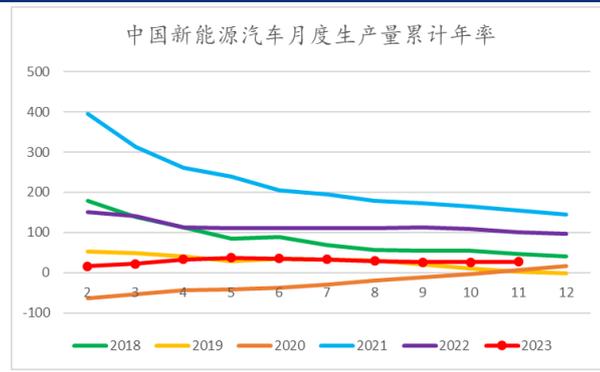
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 26: 中国汽车月度生产量同比增速



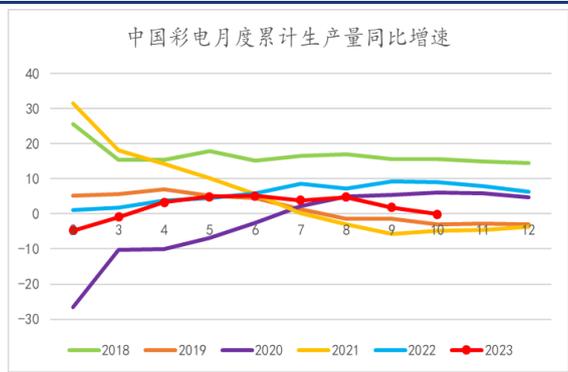
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 27: 中国新能源汽车月度生产量同比增速



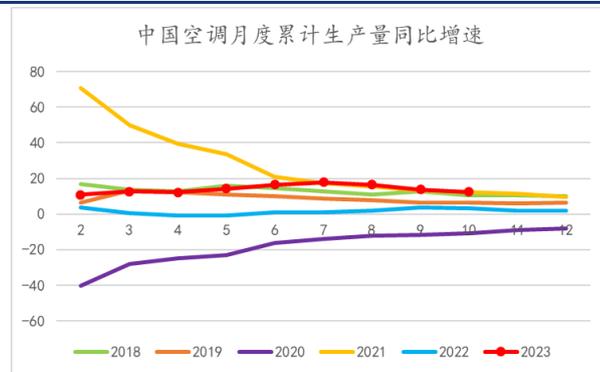
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 28: 中国彩电月度生产量同比增速



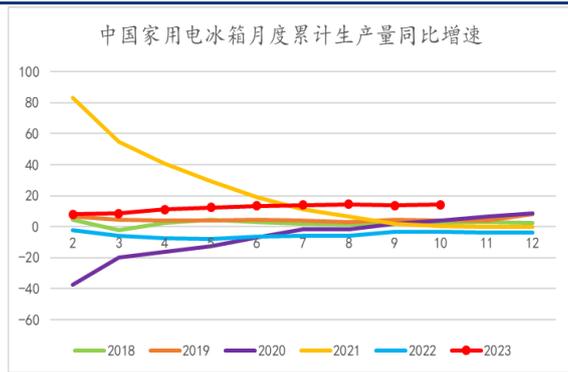
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 29: 中国空调月度生产量同比增速



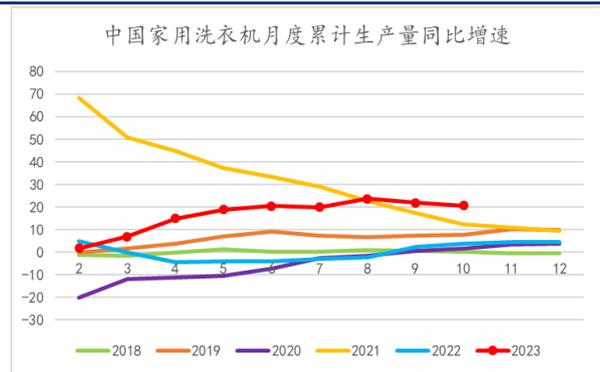
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 30: 中国电冰箱月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 31: 中国洗衣机月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

截止 2023 年 12 月 29 日, 国内铝棒下游需求不足致现货成交欠佳, 使中国主流消费地铝棒出库量较上周减少, 中国各地区铝棒库存量较上周减少; 传统消费淡季来临致下游需求预期趋弱, 使中国铝下游行业龙头企业产能开工率较上周下降。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/726104135044010031>