

# 地产转弱货币持续呵护，美PMI单边上扬

## 定期报告

### ——华金宏观·双循环周报（第7期）

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

3月/一季度经济数据解读-今年的三条主线  
跃然眼前 2023.4.18

华金宏观·双循环周报（第6期）-中美央行  
会再次反向操作么？ 2023.4.16

进出口数据速评（2023.3）-出口是清醒的乐  
观 2023.4.13

金融数据速评（2023.3）-沙盘推演：居民部  
门重新加杠杆的蝴蝶效应 2023.4.11

通胀数据简析（2023.3）-通胀映射消费复苏  
冷热不均 2023.4.11

◆ **中央深改委会议提出强化企业科技创新，改进国有经济管理。**政策层面，周五中央深改委会议提出三大深化改革的政策主线：一、**强化企业科技创新主体地位，加大企业创新支持力度，推动企业在关键核心技术创新中发挥作用。**当前美国等发达国家在科技、投资、贸易等领域实施多种行政限制措施背景下，各类所有制企业打通产业链的科技创新研发活动努力预计均可受到更大力度的政策支持和鼓励。二、**加强和改进国有经济管理，服务构建新发展格局、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发。**国有企业深化改革、提质增效、做大做强，对国家财政、要素市场一体化改革、经济战略安全等具有重要的战略意义，也是中国特色估值体系建设的重要抓手。三、**支持民营经济发展，推动各项优惠政策精准直达，引导促进民营经济人士健康成长。**

◆ **4月地产降温背景下，央行发布会透露保持货币呵护导向。**4月高频地产需求、3月房地产开发投资数据均有所降温，一季度地产改善更多呈现“积压需求集中释放”的短期特征。不含土地购置费的净房地产开发投资3月环比增速再度转冷，2022年持续偏冷的土地成交仍可能对今年房地产开发投资反弹力度形成约束。央行披露一季度居民贷款出现中长期经营贷“替换”中长期消费贷的结构性现象，侧面指向一季度居民购房需求改善程度或不可持续。央行发布会上同时披露一季度新增中长贷主要流向基建、制造业领域；指出房地产市场出现积极变化的同时，强调支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序。这些表态综合显示当前人民银行并不担心房地产市场回暖过快，基建投资稳增长仍需货币政策大力支持。货币操作方面，尽管LPR按兵不动，但结构性货币政策工具“有进有退”，高效率、低成本的降准等工具的活跃度或将提升，若二季度地产需求连续降温，下半年或可见向一年期倾斜的小幅降息。维持全年降准100BP，4月底是下次25BP降准重要观察时点的判断不变；维持下半年1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。

◆ **美国PMI单边上扬，美联储年内降息必要性进一步下降。**4月21日发达经济体4月Markit制造业PMI集中公布，其中美国制造业PMI自去年10月以来第一次重回荣枯线之上，较上月反弹1.1个百分点至50.4；欧元区和英国则延续制造业疲弱趋势，分别再度下行1.8、1.3个百分点至45.5和46.6，跌幅超出市场预期；日本虽小幅改善0.3个百分点至49.5，但仍处荣枯线以下水平。美国PMI单边上扬，在消费需求仍持续处于偏热区间的背景下，美国工业生产仍有改善空间，劳动力市场紧张可能持续更久，薪资通胀螺旋仍有较大概率令美联储年内降息的必要性进一步下降。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**全球股市：欧洲、日本涨幅领先。A股本周市场整体表现一般，仅家电、银行、通信板块上涨。美股整体下跌，金融、工业涨幅较大。美债收益率短端、长端均有回升。美联储资产规模连续第4周下降，油价中枢持续上行后小幅回落，黄金价格本周回落至2000美元以下。

◆ **风险提示：**美联储超预期加息。



## 内容目录

中央深改委会议提出强化企业科技创新，改进国有经济管理 .....	3
4 月地产降温背景下，央行发布会透露保持货币呵护导向 .....	4
美国 PMI 单边上扬，美联储年内降息必要性进一步下降 .....	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	8

## 图表目录

图 1: 30 大中城市商品房成交面积及一二三线结构（月均，标准化疫情前 5 年平均=100） .....	4
图 2: 房地产开发投资、土地购置费、新开工面积同比（3 个月平均，%） .....	5
图 3: 全球主要经济体制造业 PMI（%） .....	7
图 4: 全球股市：欧洲、日本股市领先，A 股延续下跌趋势 .....	8
图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周市场整体表现一般，仅家电、银行、通信板块上涨 .....	8
图 6: 标普 500 及行业涨幅对比（%）：整体处于下跌趋势，金融、工业涨幅较大 .....	8
图 7: 全球 1Y 国债收益率（%）：美债收益率小幅反弹 .....	9
图 8: 全球 10Y 国债收益率（%）：美 10Y 国债收益率大幅上升 .....	9
图 9: 10Y 国开债与国债利差维持低位（%） .....	9
图 10: 1Y 信用利差大幅缩小（BP） .....	9
图 11: 银行业风波结束美联储资产规模第 4 周下降（USD bn） .....	9
图 12: 主要央行政策利率（%） .....	9
图 13: 全球汇率：美元指数有所回落，欧元小幅贬值 .....	10
图 14: CNY 主动贬值拉动本周小幅贬值 .....	10
图 15: 黄金价格本周回落至 2000 美元以下 .....	10
图 16: 油价中枢持续上行后小幅回落 .....	10
图 17: 4 月初煤价延续下跌趋势（元/吨） .....	10
图 18: 本周铜价小幅下滑 .....	10

## 中央深改委会议提出强化企业科技创新，改进国有经济管理

政策层面，周五中央深改委会议提出强化企业科技创新、改进国有经济管理、支持民营经济发展三大深化改革的政策主线。据新华社4月21日报道，习近平总书记4月21日下午主持召开二十届中央全面深化改革委员会第一次会议并发表重要讲话。中央深改委是统筹党和国家重大工作的高级别机构，包括数据基础制度、新型举国体制、统一大市场、新发展格局等对宏观经济和金融市场影响深远的诸多政策顶层设计均出自中央深改委。本次会议提出三大深化改革的政策主线。

**一、强化企业科技创新主体地位，加大企业创新支持力度，推动企业在关键核心技术创新中发挥作用。**本次会议指出，强化企业科技创新主体地位，是深化科技体制改革、推动实现高水平科技自立自强的关键举措。要坚持系统观念，围绕“为谁创新、谁来创新、创新什么、如何创新”，从制度建设着眼，对技术创新决策、研发投入、科研组织、成果转化全链条整体部署，对政策、资金、项目、平台、人才等关键创新资源系统布局。要聚焦国家战略和产业发展重大需求，加大企业创新支持力度，积极鼓励、有效引导民营企业参与国家重大创新，推动企业在关键核心技术创新和重大原创技术突破中发挥作用。

当前美国等发达国家在科技、投资、贸易等领域实施多种行政限制措施背景下，强化企业科技创新主体地位的制度设计旨在增强我国关键核心技术自主创新能力，增强产业链战略安全，各类所有制企业打通产业链的科技创新研发活动努力预计均可受到更大力度的政策支持和鼓励。国与国之间的竞争从中长期可持续性的角度来看，最终都将聚焦在先进制造业生产技术和生产能力的竞争方面。当前以美国为首的部分发达国家试图通过在科技、投资、贸易领域施加多种多层次的行政限制措施，放缓我国制造业研发活动和产业链高级化建设的进程，以更大程度上保持其自身的全球制造业生产技术领先地位，不断攫取先进制造业利润，并以此稳定当前以美元为主导的全球货币体系。在这样的背景下，本次会议提出强化企业科技创新主体地位，坚持系统观念，打通技术创新从研发投入到成果转化的全链条部署，加大对聚焦国家战略和产业发展重大需求的企业创新支持力度，鼓励引导民营企业参与国家重大创新，有助于在一些当前“卡脖子”风险较大的领域尽快获得原创技术突破，夯实我国产业链战略安全，提升高质量增长的长期可持续性。强化企业科技创新能力的制度建设，在国家战略安全 and 中国特色估值体系建设视角下都将成为重要的基础性制度设计安排。

**二、加强和改进国有经济管理，服务构建新发展格局、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发。**会议强调，加强和改进国有经济管理，要立足新时代新征程国有经济肩负的使命任务和功能定位，从服务构建新发展格局、推动高质量发展、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发，完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理，深化国有企业改革，着力补短板、强弱项、固底板、扬优势，构建顶层统筹、权责明确、运行高效、监管有力的国有经济管理体系。

国有企业深化改革、提质增效、做大做强，对国家财政、要素市场一体化改革、经济战略安全等具有重要的战略意义，也是中国特色估值体系建设的重要抓手。从财政体系的角度来看，在土地出让收入大幅下滑的背景下，金融领域央企国企、实体经济国有企业利润向大股东进行分配，已经或即将成为国家财政收入新的稳定器和增长点。国企改革提质增效做大做强，要在规则

公平、竞争中性的环境下逐步推进，避免形成对民营经济的负向激励。同时在涉及国家经济安全、构建新发展格局相关的诸多重点行业领域，国有经济作为行业主力军，应当在科技创新、资产质量提升、经营运行效率提升等方面发挥更加积极的作用。

**三、支持民营经济发展，推动各项优惠政策精准直达，引导促进民营经济人士健康成长。**会议指出，支持民营经济发展是党中央的一贯方针。促进民营经济发展壮大，要着力优化民营经济发展环境，破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍，引导民营企业在高质量发展中找准定位，通过企业自身改革发展、合规经营、转型升级，不断提升发展质量。要充分考虑民营经济特点，完善政策执行方式，加强政策协调性，推动各项优惠政策精准直达，切实解决企业实际困难。要把构建亲清政商关系落到实处，引导促进民营经济人士健康成长。

## 4 月地产降温背景下，央行发布会透露保持货币呵护导向

**4 月高频地产需求、3 月房地产开发投资数据均有所降温，一季度地产改善更多呈现“积压需求集中释放”的短期特征。**我们标准化为疫情前趋势的比例后的数据显示，高频的 30 城大中城市商品房成交面积自年初开始的本轮连续改善过程在 4 月第一周达到峰值，约为疫情前数年均值的 105.5%，此后开始回落，至 4 月 22 日降至疫情前平均水平以下，为 99.4%。分结构来看，三线城市下降最快，从月初峰值 93.8% 降至 81.5% 仅用了三周时间；同期二线城市从 111.7% 降至 103.1%，下降约 8.6 个百分点，降幅小于三线城市；一线城市月均销售强度从 3 月底的 100.6 进一步上行至 113.0，上行速度放慢，以周为单位看 4 月初是一线城市改善峰值，超过疫情前的 130%，此后波动中同样趋于降温，4 月 22 日当周一线城市住宅销售面积约为疫情前均值的 115%。

图 1：30 大中城市商品房成交面积及一二三线结构（月均，标准化疫情前 5 年平均=100）

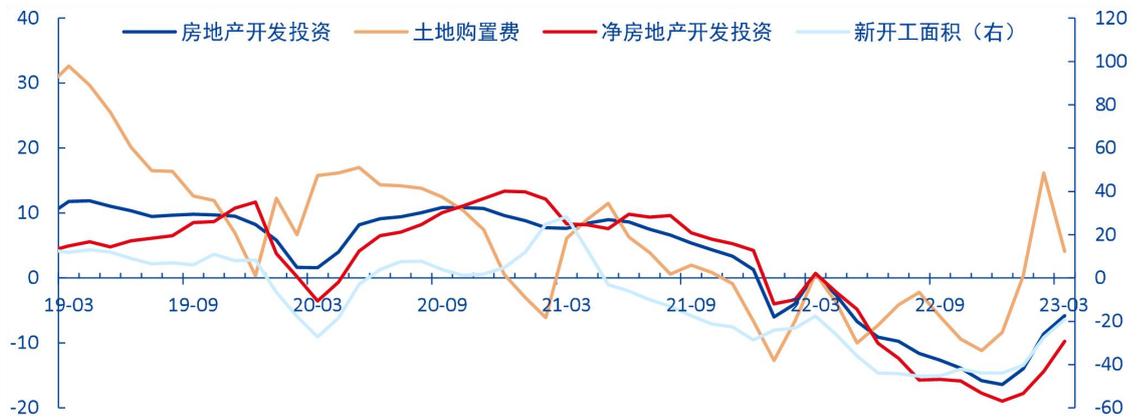


资料来源：Wind，华金证券研究所

**不含土地购置费的净房地产开发投资 3 月环比增速再度转冷，2022 年持续偏冷的土地成交仍可能对今年房地产开发投资反弹力度形成约束。**3 月房地产开发投资在下修去年同期基数之后，单期同比为 -5.9%，较 1-2 月小幅回落 0.2 个百分点，而基期增速在下修后则大幅下行 6.1 个百分点，显示 3 月房地产开发投资未延续 1-2 月达大幅强劲姿态，转而走弱。其中土地购置费未能延续 12 月-2 月连续三个月的强劲反弹，再转为同比收缩，-5.4% 的增速较 1-2 月下行达 21.8 个百分点。土地购置费是土地成交情况的滞后体现，一季度前高后低的月度表现显示 2022 年土地成交的持续大幅偏冷无法支撑今年的土地购置费连续反弹，年初可能是交易结算新的季节性集中

所导致的暂时性改善。3月不含土地购置费的净房地产开发投资环比较常年季节性涨幅偏低2.3个百分点，也未能延续年初的大幅改善势头，由于基数走低而同比跌幅单月明显收窄至-6.2%，预计8月之后可能同比再度转弱。新开工面积单月同比-29.0%的跌幅也较1-2月再度大幅下滑20个百分点，为后续地产投资的反弹力度展望蒙上一层阴影。

图2：房地产开发投资、土地购置费、新开工面积同比（3个月平均，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

央行披露一季度居民贷款出现中长期经营贷“替换”中长期消费贷的结构性现象，侧面指向一季度居民购房需求改善程度或不可持续。央行于4月20日举行的一季度金融统计数据新闻发布会上披露，一季度住户部门贷款合计新增1.71万亿，同比多增4490亿，但其中包含居民房贷的住户中长期消费贷新增仅2466亿，同比少增4261亿，而住户中长期经营贷新增达6976亿，同比多增达2952亿。这种结构侧面验证了部分经营贷“替换”房贷流向房地产市场的现象。随着近期央行、银保监会对这种不规范放贷行为的监管强化，一季度居民购房需求的大幅改善可能是不可持续的。

央行发布会上同时披露一季度新增中长贷主要流向基建、制造业领域；指出房地产市场出现积极变化的同时，强调支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序。这些表态综合显示当前人民银行并不担心房地产市场回暖过快，基建投资稳增长仍需货币政策大力支持。央行发布会同时披露了更广泛的企业中长贷行业流向，在一季度新增的6.68万亿企业中长贷中，流向基础设施业、制造业、房地产业的规模分别为2.16万亿、1.3万亿、6536亿，同比多增分别达7771亿、6237亿、3791亿。基础设施业作为重点领域吸纳了最多的企业中长期贷款，并且这种结构令央行感到相对满意，表示一季度金融体系对实体经济的信贷支持力度是比较强的，并预计后续信贷社融增长将“保持平稳”，或显示当前信贷结构符合制造业持续升级和基建投资稳增长的政策方向。针对人民银行后续在房地产金融政策上是否还会有进一步的支持的提问，货币政策司司长邹澜表示一季度个人住房贷款月均发放额较去年四季度多1900亿，与同期商品房销售额比值处于合理区间，去年底建立的首套房贷利率政策动态调整机制可以实现因城施策双向动态灵活调整，当前符合放宽首套房贷利率下限条件的城市有96个，其中83个城市下调了利率下限，与全国下限比大概低10-40BP，12个城市取消了利率下限，今年3月新发放放点利率4.14%，同比大幅下降1.35个百分点。下一步人民银行将坚持房住不炒，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序，加大保交楼金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

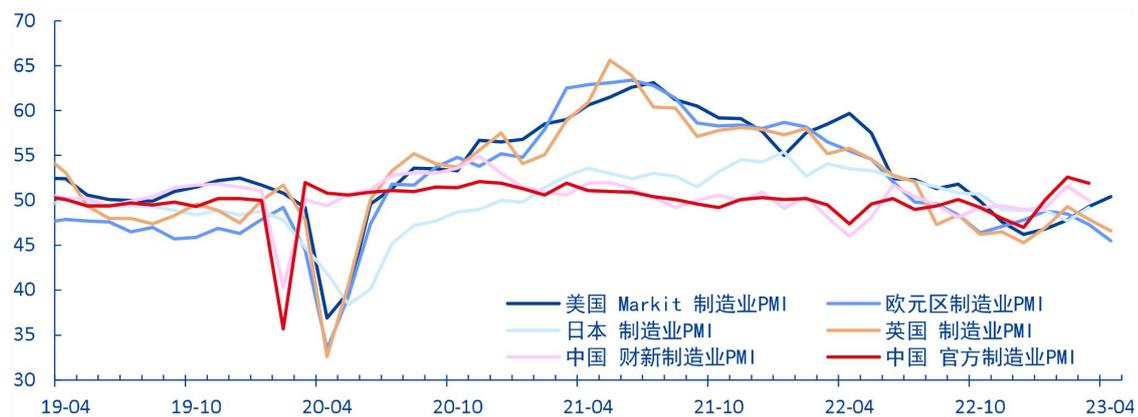
货币操作方面，尽管 LPR 按兵不动，但结构性货币政策工具“有进有退”，高效率、低成本的降准等工具的活跃度或将提升，若二季度地产需求连续降温，下半年或可见向一年期倾斜的小幅降息。本月 LPR 按兵不动，在年初经济呈现疫情缓和后的服务消费、地产需求、工业生产集中复苏特征的阶段，LPR 没有太多下调的必要性，但也考虑到地产需求的集中释放特征大于趋势改善特征，并且 4 月以来已经趋于降温，基建投资稳增长的必要性仍然较大，一季度企业中长贷高增的贷款结构是较为合意的，在此情况下上调 LPR 也缺乏对应的经济连续走强的支持。展望二季度及下半年，央行在发布会上表示结构性货币政策工具的设立主要考虑经济运行中突出的结构矛盾，在实施期结束时，如果“经济运行的主要矛盾已经发生变化，或商业银行服务意愿和能力已经有效提升”，结构性工具就会“按时及时退出”。我们梳理疫情以来新增的结构性工具，主要是针对小微企业融资难、融资贵，交通物流纾困，绿色低碳、科技创新等领域创设的再贷款再贴现工具，其中前两个方向当前确实已经不是经济复苏过程中突出的结构性矛盾。而再贷款再贴现工具本身存在投放效率低、速度慢、透明度低等缺陷，如果二季度我们看到地产需求降温的过程是连续的，那么降准降息等对基建投资稳增长、提升商业银行信用扩张效率的高效率、低成本货币政策工具，预计仍然会较为活跃地使用。维持全年降准 100BP，4 月底是下次 25BP 降准重要观察时点的判断不变；维持下半年 1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

## 美国 PMI 单边上扬，美联储年内降息必要性进一步下降

美国 PMI 单边上扬，在消费需求仍持续处于偏热区间的背景下，美国工业生产仍有改善空间，劳动力市场紧张可能持续更久，薪资通胀螺旋仍有较大概率令美联储年内降息的必要性进一步下降。4 月 21 日发达经济体 4 月 Markit 制造业 PMI 集中公布，其中美国制造业 PMI 自去年 10 月以来第一次重回荣枯线之上，较上月反弹 1.1 个百分点至 50.4；欧元区和英国则延续制造业疲弱趋势，分别再度下行 1.8、1.3 个百分点至 45.5 和 46.6，跌幅超出市场预期；日本虽小幅改善 0.3 个百分点至 49.5，但仍处荣枯线以下水平。此前全球市场因美国 3 月零售增速降温、总体 CPI 下降速度稍快于预期，而一度形成美联储年内降息的展望。但正如我们长期以来所提醒关注的一个重要现象，疫情三年以来美国居民受益于此前超大规模的直接财政补贴，当前持有 1.7 万亿美元超额储蓄，商品消费需求在连续三年 8%-10% 的高增之后当前仍有 3% 左右的正增长，美国制成品供需结构仍处在明显的需求过热区间。这意味着一方面美国工业生产仍有超过其他发达经济体的改善空间，从而可能令美国居民薪资增速维持在相对较高水平，对薪资通胀螺旋形成强化，美联储年内降息的必要性是不大的；另一方面，我国出口所面临的外需环境也并不会很快遭遇断崖式下滑，对年内出口可保持清醒的乐观。维持 5 月美联储加息 25BP 后，保持利率水平不变至年底的预测不变，当前美联储加息路径已经大幅低于 1-2 月市场展望，我国全年货币政策操作所面临的外部掣肘是比较小的，货币政策以我为主将成为全年的核心思路。

风险提示：美联储超预期加息。

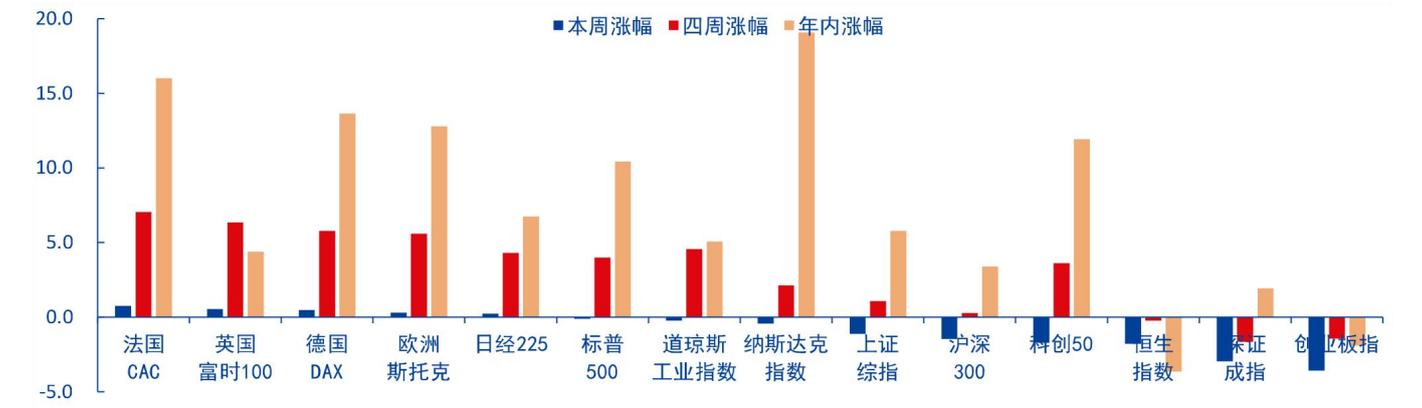
图 3: 全球主要经济体制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

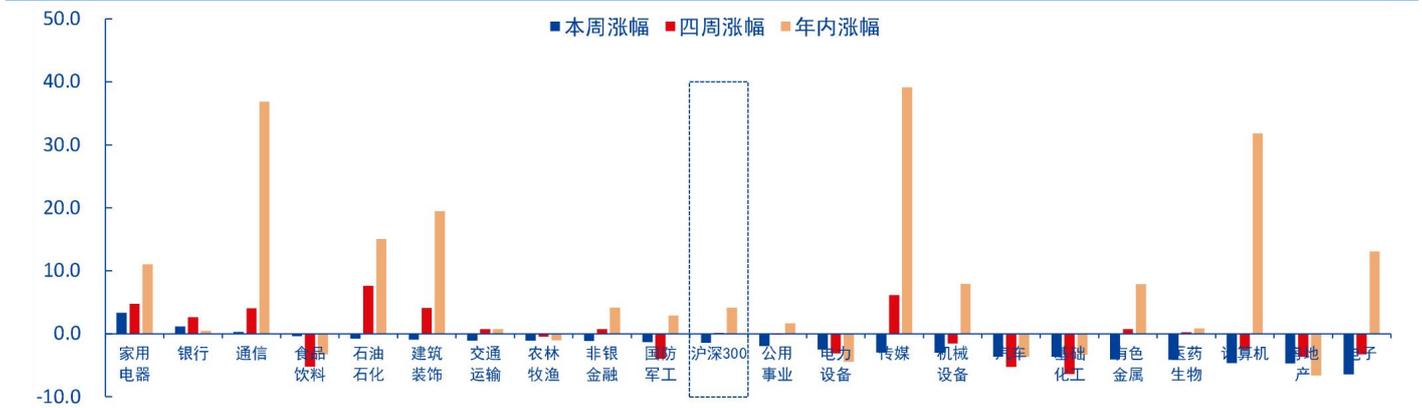
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 4: 全球股市: 欧洲、日本股市领先, A 股延续下跌趋势



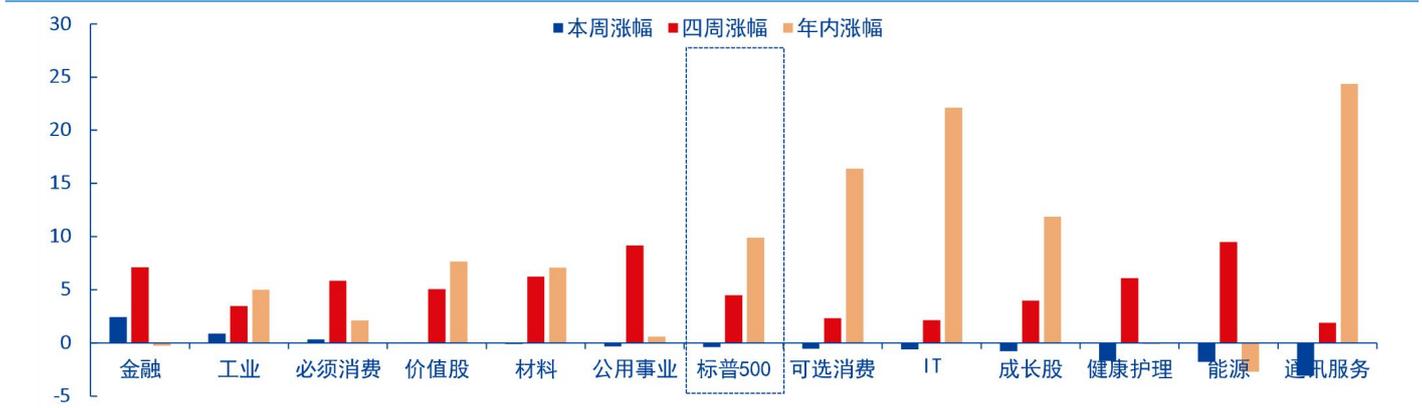
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周市场整体表现一般, 仅家电、银行、通信板块上涨



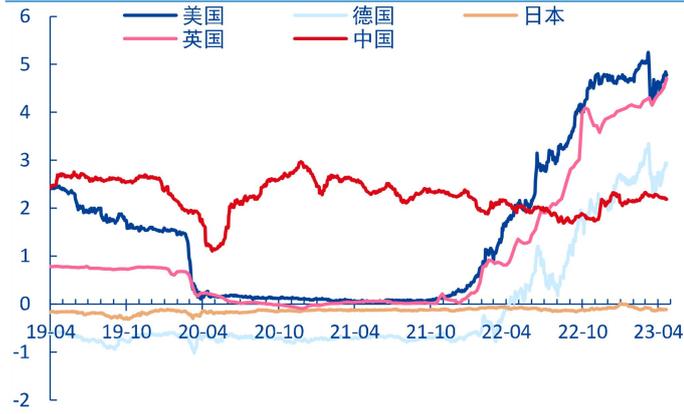
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 整体处于下跌趋势, 金融、工业涨幅较大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 美债收益率小幅反弹



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 美 10Y 国债收益率大幅上升



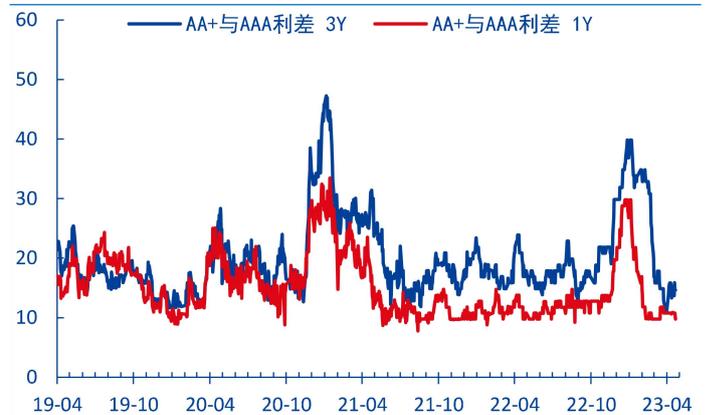
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)



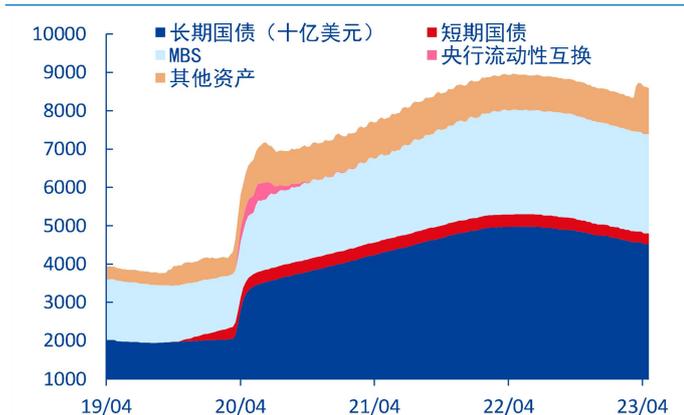
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 1Y 信用利差大幅缩小 (BP)



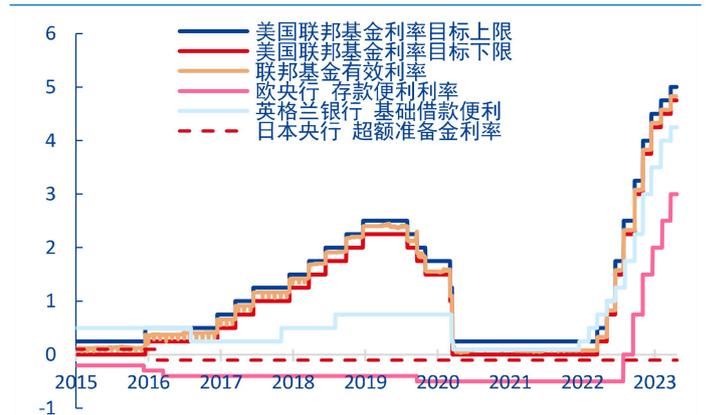
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 银行业风波结束美联储资产规模第 4 周下降 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 全球汇率: 美元指数有所回落, 欧元小幅贬值



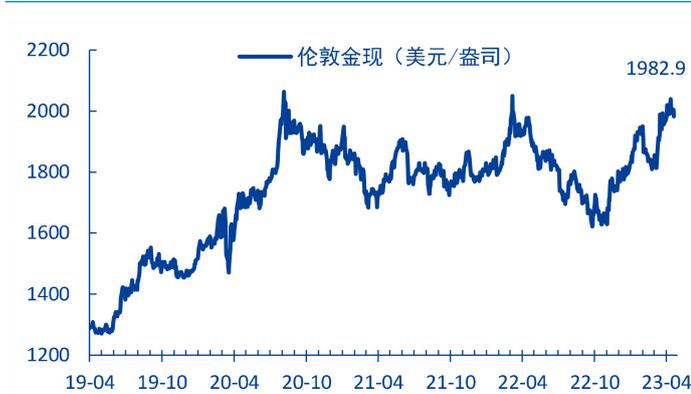
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: CNY 主动贬值拉动本周小幅贬值



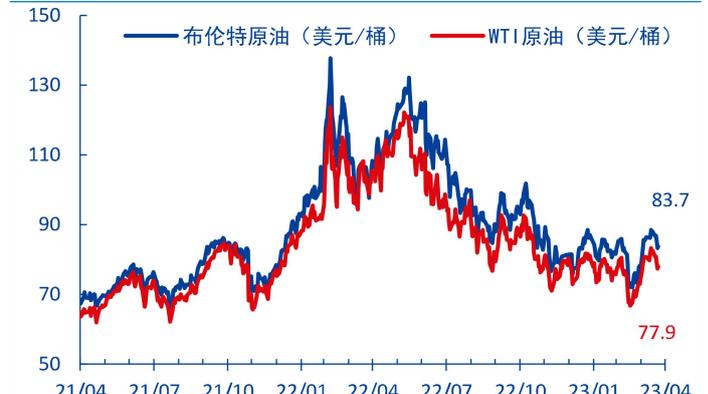
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 黄金价格本周回落至 2000 美元以下



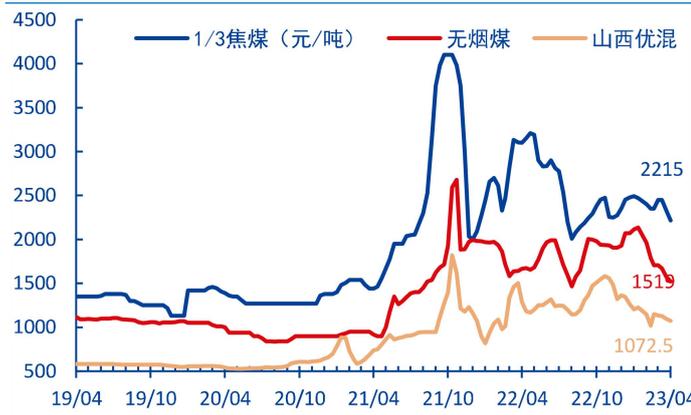
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 油价中枢持续上行后小幅回落



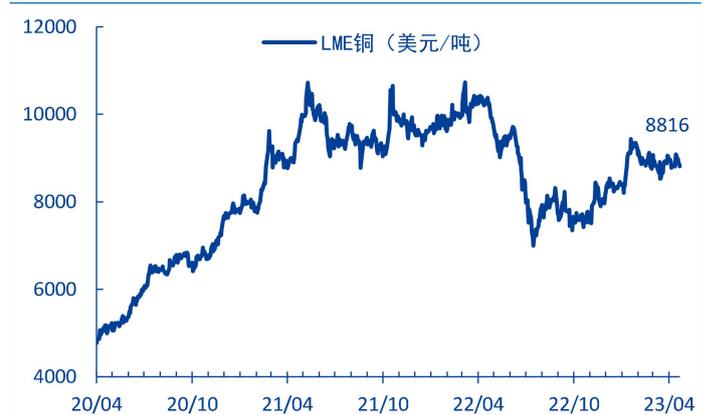
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 4 月初煤价延续下跌趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 本周铜价小幅下滑



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)