

美 GDP 上修欧日放鸽，地产边际放松仍看需求

定期报告

华金宏观·双循环周报（第 51 期）

投资要点

- ◆ **海外经济：美国 GDP 终值小幅上修，高增趋势有望延续。**美国 2023 年四季度实际 GDP 终值超预期小幅上修，居民服务消费、非住宅投资是两大推升因素，当前美国实施的着重于提升国内供给的逆全球化政策框架以及持续扩张性的财政政策格局，可能令 2024-2025 年美国延续相对偏高的增长路径趋势。美国 2 月核心 PCEPI 同比增 2.8%，较 1 月小幅回落 0.1 个百分点，回落幅度与核心 CPI 相同并符合预期。其中核心耐用品和非耐用品贡献并未下滑，与核心 CPI 表现一致，替代效应导致核心 PCEPI 中非居住服务价格涨幅放缓，与核心 CPI 变化方向相反，但替代效应不可持续，未来数月美国核心 CPI 不排除阶段性小幅反弹的可能。
- ◆ **海外货币：日欧竞相放鸽，美元维持强势。**日本 3 月核心通胀或将连续第 7 个月快速降温，反映出日本经济在 2023 年上半年的一轮小规模复苏在缺乏持续的国内消费需求支撑的情况下可持续性堪忧。稍早前日本央行政策转鹰程度弱于市场预期，日元汇率本周一度触及 34 年来低位，经济停滞重现、通胀快速降温的背景下，日央行年内是否会选择加息仍需打上问号。同为欧央行管委的法国和意大利央行行长近日均明确发表显著偏鸽的立场，称央行应重视长期维持高利率所导致的需求收缩风险，呼吁欧央行提前启动降息并独立于美联储操作。可能会看到美欧央行在首次降息时点选择上进一步呈现背离，而这一点直至目前尚未被市场充分预期，一旦接近成为现实，则外汇市场可能会出现美元指数的短线大幅飙升。**我们维持欧央行最晚 6 月、美联储最早 9 月启动首次降息的预测不变，建议对二季度美元指数潜在大幅上行、并由此导致我国货币宽松操作空间受限的可能性给予充分的关注。**
- ◆ **房地产市场：年初土地供给有所改善，一线城市加码边际放松。**年初住宅类土地成交面积跌幅有所收窄，一线城市土地供给改善最为显著，土地购置费也成为拉动 1-2 月房地产开发投资阶段性稍好于预期的主要原因。北京、深圳加码边际放松，意在逐步减少商品房市场供需限制性措施，为加快建设“商品+保障”两轨并行的房地产发展新模式构建清晰的政策路径。3 月中旬以来住宅销售情况低位小幅反弹，但需求趋势能否企稳仍主要由中长期结构性因素所决定，预计推动房地产市场迅速转暖并非今年财政货币政策稳增长的主要目标和着力点。**我们对房地产市场风险化解的展望始终需要同时结合居民真实的刚性住房需求长期趋势和开发商过去长期积累的金融风险程度和处置进度共同分析，不可操之过急。**
- ◆ **重磅会议加码督促“更新换新”，扩财政料对供需两侧形成促进。**在外部环境复杂严峻、中美经济周期背离程度进一步加大的现阶段，通过不断提升创新能力来培育新兴产业、改造传统产业，加快建设全国统一大市场、进一步夯实国内经济大循环将成为未来推动我国经济持续增长的主要动力。“更新换新”符合加快培育和建设新质生产力的根本要求，是 2024 年两会和财政预算草案重点支持的对象，尤其利好先进制造业行业固定资产投资和大宗可选商品消费，我们预计将通过财政增支或减收的方式进行实施。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**本周 A 股石油石化领涨，传媒板块跌幅较深；美债长端收益率有所下行，中美 10Y 利差收窄；美元指数持续上涨，CNY 基本持平于上周；黄金价格高位上涨，煤炭价格普遍下行。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场见底速度慢于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 闰年叠加低基数，利润增速仍放缓——工业企业利润点评（2024.1-2） 2024.3.27
- CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告 暨双循环周报（第 50 期） 2024.3.23
- 利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评（2024.3） 2024.3.21
- 剔除闰年商品消费偏弱，“奋力一跳”关键在于财政——经济数据点评（2024.1-2） 2024.3.18
- PPI 走强推升美元，一线二手房再度领跌——华金宏观·双循环周报（第 49 期） 2024.3.16



内容目录

海外经济：美国 GDP 终值小幅上修，高增趋势有望延续	3
海外货币：日欧竞相放鸽，美元维持强势	4
房地产市场：年初土地供给有所改善，一线城市加码边际放松	5
重磅会议加码督促“更新换新”，扩财政料对供需两侧形成促进	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

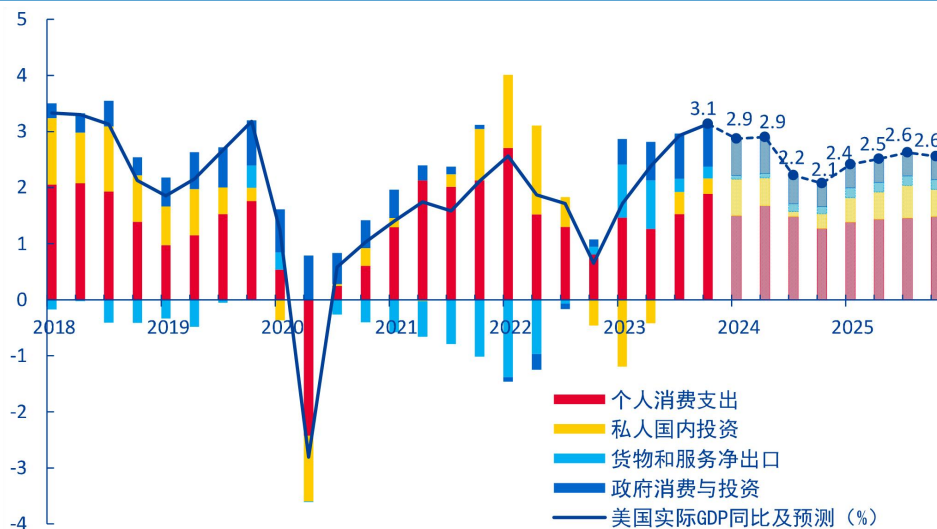
图表目录

图 1：美国实际 GDP 同比及贡献结构与预测（%）	3
图 2：美国 PCEPI 同比、核心 PCEPI 同比及贡献结构（%）	4
图 3：日本、东京核心 CPI 同比（%）	5
图 4：100 大中城市及各线城市住宅用地成交土地面积同比（6MMA，%）	6
图 5：30 城新建住宅销售面积 30 日均与疫情前数年同期均值之比（%）	7
图 6：全球股市：本周欧洲主要股指集体收涨，A 股科创 50 跌幅较深	8
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股石油石化领涨，传媒板块跌幅较深	8
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股公用事业板块领涨，IT 板块跌幅较深	8
图 9：美国国债收益率变动幅度：美债长短端收益率分化，短端上行较多	9
图 10：中国国债收益率变动幅度：本周国债收益率整体下行，10Y 国债收益率小幅上行	9
图 11：本周中国国债短端收益率下行 1BP（%）	9
图 12：中美 10Y 利差收窄（%）	9
图 13：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	10
图 14：1Y 信用利差基本持平，3Y 信用利差扩大（BP）	10
图 15：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	10
图 16：主要央行政策利率（%）	10
图 17：全球汇率：美元指数持续上涨	10
图 18：CNY 较上周基本持平	10
图 19：本周金价高位上涨	11
图 20：本周油价有所上涨	11
图 21：3 月中下旬煤炭价格普遍下跌	11
图 22：本周铜价有所上行	11

海外经济：美国 GDP 终值小幅上修，高增趋势有望延续

美国 2023 年四季度实际 GDP 终值超预期小幅上修，居民服务消费、非住宅投资是两大推升因素，当前美国实施的着重于提升国内供给的逆全球化政策框架以及持续扩张性的财政政策格局，可能令 2024-2025 年美国的经济延续相对偏高的增长路径趋势。据当地时间 3 月 28 日美国经济分析局公布的数据，2023Q4 美国实际 GDP 环比年率终值为 3.4%，小幅高于市场预期和修正值（3.2%）。其中，居民服务消费、非住宅投资同比增速贡献分别小幅上修 0.1 个百分点，政府消费和投资贡献亦有上调，服务净出口、居民商品消费贡献略有下修，23Q4 实际 GDP 同比仍维持于 3.1% 高位。服务消费是居民消费中增长稳定性较强的部分，服务消费的上修显示美国居民维持了较为强劲的消费意愿，并且可能在收入端也持续受到较高的薪资增速、以及汽车工人罢工得到解决后工人薪资增长预期向好的推升作用而展望较为稳定。政府消费和投资贡献的上修则代表着随着美国联邦政府债务率的不断攀升，可持续的财政赤字率空间打开，美国政府受到的财政紧缩压力事实上趋于减弱。非住宅投资的向好则是美国当前阶段实施逆全球化的国际贸易和投资政策措施的直接结果，可持续性同样较强。综合上述结构性分析，我们预计美国在 2024-2025 年仍将表现出相当强的供需循环偏热的可持续性，小幅上修 2024、2025 年美国实际 GDP 同比预测至均为 2.5%。

图 1：美国实际 GDP 同比及贡献结构与预测（%）

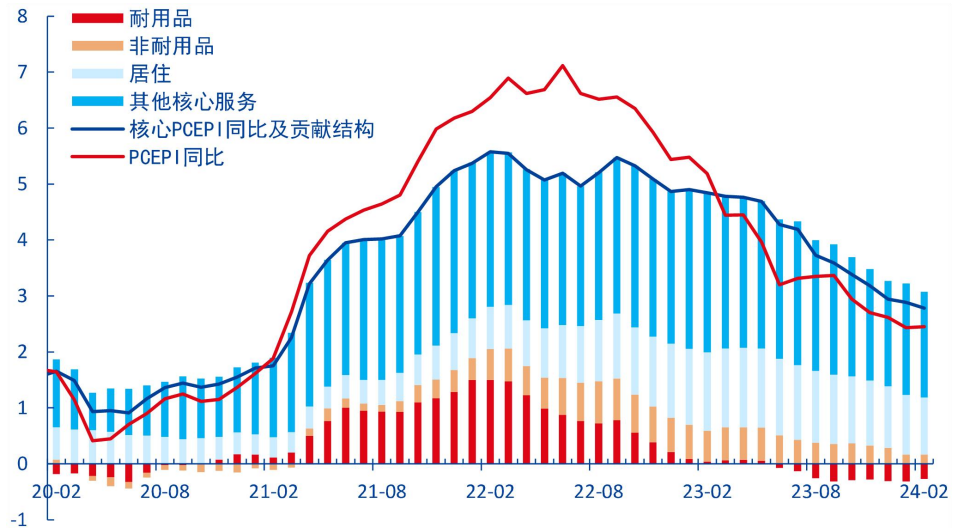


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：20Q2-22Q1 为两年平均增速

美国 2 月核心 PCEPI（居民消费支出价格指数）同比增 2.8%，较 1 月小幅回落 0.1 个百分点，回落幅度与核心 CPI 相同并符合市场预期。其中核心耐用品和非耐用品贡献并未下滑，与核心 CPI 表现一致，替代效应导致核心 PCEPI 中非居住服务价格涨幅放缓，与核心 CPI 变化方向相反，但替代效应不可持续，未来数月美国核心 CPI 不排除阶段性小幅反弹的可能。据当地时间 3 月 29 日美国经济分析局公布的最新数据，美联储高度关注的美国核心 PCEPI 同比 2 月报 2.8%，较 1 月小幅回落 0.1 个百分点，符合市场预期。前期油价上行对总体 PCEPI 形成推升作用，2 月 PCEPI 同比上行 0.1 个百分点至 2.5%。核心 PCEPI 同比分项贡献中，包括耐用品和核心非耐用品的核心商品贡献与 1 月一致，小幅回落主要源于除居住外的核心服务价格贡献的减弱。而后者在 2 月美国核心 CPI 中却表现相对强劲，两者之间的差异源于居民消费篮子中存在价格涨幅较小的成分对涨幅较大成分的替代效应。但考虑到此前数月薪资增速维持高位水平难

以下降，未来一段时间美国汽车等行业工人薪资上涨前景也较为明确，居民服务消费的替代效应预计将极为短暂，核心 PCEPI 和核心 CPI 中服务分项的价格涨幅背离也预计大概率重归收敛。由此，年内美国核心 PCEPI 的回落趋势仍非一蹴而就，不排除某些月份阶段性小幅反弹的可能，从而美联储的首次降息时点仍可能受到核心 PCEPI 超预期强劲的影响而推迟。

图 2：美国 PCEPI 同比、核心 PCEPI 同比及贡献结构（%）

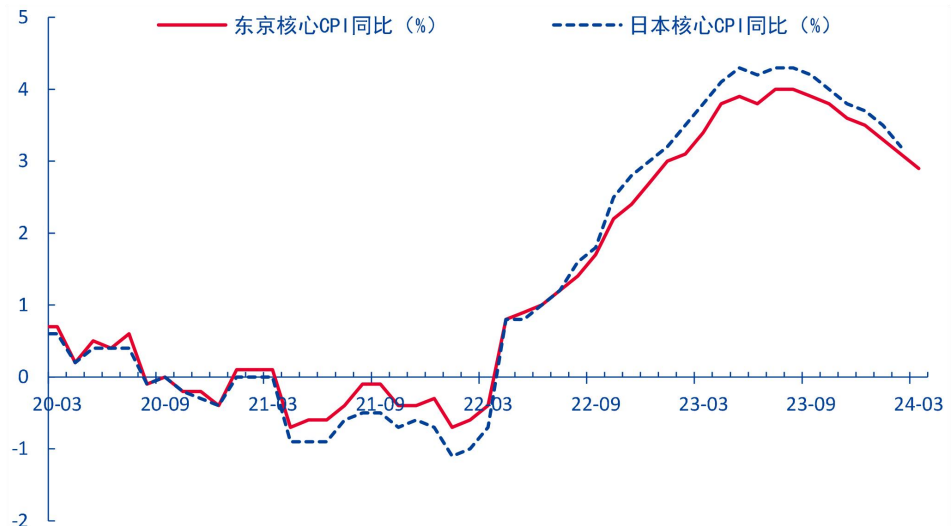


资料来源：CEIC，华金证券研究所

海外货币：日欧竞相放鸽，美元维持强势

最新数据显示日本 3 月核心通胀或将连续第 7 个月快速降温，反映出日本经济在 2023 年上半年的一轮小规模复苏在缺乏持续的国内消费需求支撑的情况下可持续性堪忧。稍早前日本央行政策转鹰程度弱于市场预期，日元汇率本周一度触及 34 年来低位，经济停滞重现、通胀快速降温的背景下，日央行年内是否会选择加息仍需打上问号。据 3 月 29 日最新公布的数据，3 月日本东京核心 CPI（扣除新鲜食品和能源）同比初值 2.9%，较 2 月回落 0.2 个百分点，为 2023 年初以来首次降至 3% 以下，较 2023 年 8 月峰值（4.0%）已连续下行达 1.1 个百分点。东京通胀数据往往被作为日本全国核心通胀的重要领先指标，连续大幅的核心通胀回落意味着日本经济在经历了 2023 年上半年全球疫情大幅缓和所带来的短暂且程度温和的复苏之后，很快再度陷入因国内消费需求动能匮乏而挣扎的停滞状态。经济复苏动能再度消退、通胀快速回落的背景下，稍早前日本央行的三月会议决定在取消负利率政策的同时，仍保持了某种意义上的国债收益率曲线控制承诺，并且对未来潜在的加息路径并未给出明确预期。由于日本央行在小幅转鹰的过程中存在明显的顾虑，日元汇率随后再度转跌，并一度在本周日内交易中突破 34 年以来低位。日本财务省副大臣神田真一 3 月 29 日表态称日元近期急剧贬值“情况异常”，如有需要，“不排除采取任何外汇行动的可能性”，但此种口头干预难以对经济基本面和通胀背离而导致的汇率贬值趋势形成实质性的影响。

图 3：日本、东京核心 CPI 同比 (%)



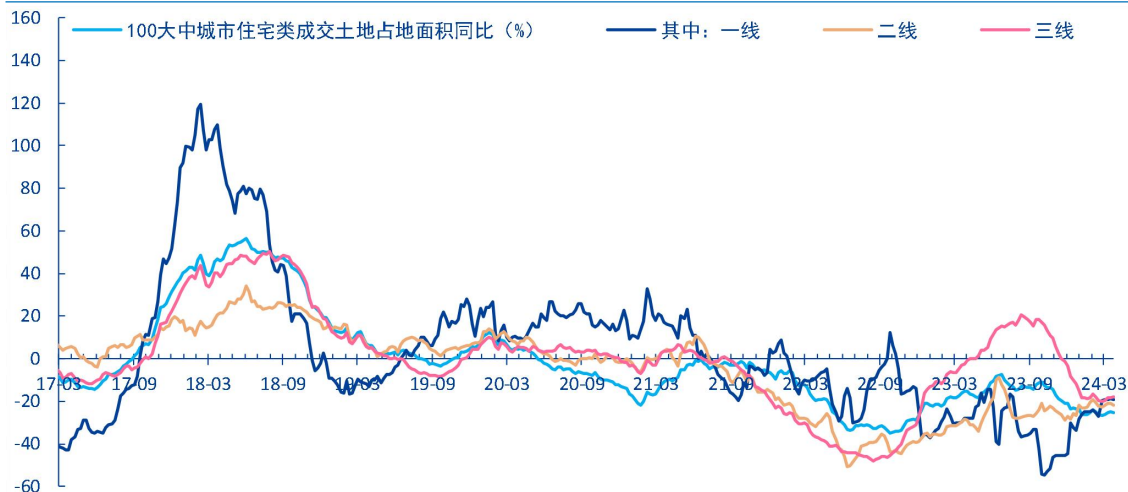
资料来源：CEIC，华金证券研究所

另一方面，同为欧央行管委的法国和意大利央行行长近日均明确发表显著偏鸽的立场，称央行应重视长期维持高利率所导致的需求收缩风险，呼吁欧央行提前启动降息并独立于美联储操作。欧央行管委、法国央行行长维勒鲁瓦当地时间周四表态称，欧央行应重视长期维持高利率的经济风险，考虑货币政策生效具有滞后性，如果通胀持续低于欧央行 2% 的目标，则欧央行可能不得不采取更加激进的降息路径，并可能遭遇降息无法再刺激经济的类似于“流动性陷阱”的风险。由此，法国央行行长提出欧央行很可能在今年春季即开始“适度降息”，降息时间将独立于美联储，并称降息开启后应保留每次会议都进一步降息的操作选项。意大利央行行长帕内塔同样对当前欧央行的高利率政策导致的需求压缩问题表示关注。从通胀的成因角度来看，由于美国供需循环偏热而非美经济体不同程度陷入“类滞胀”泥沼，而后者从通胀转为通缩往往速度极快，因此发达经济体内部美国和其他央行的“鹰鸽背离”大概率持续扩大，欧央行官员近日表态验证了我们此前对此的分析（详细分析可参考《CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告暨双循环周报·第 50 期》2024.3.23）。由此，我们可能会看到美欧央行在首次降息时点选择上进一步呈现美迟欧早的背离，而这一点直至目前尚未被市场充分预期，一旦接近成为现实，则外汇市场可能会出现美元指数短线大幅飙升。我们维持欧央行最晚 6 月、美联储最早 9 月启动首次降息的预测不变，建议对二季度美元指数潜在大幅上行、并由此导致我国货币宽松操作空间受限的可能性给予充分的关注。

房地产市场：年初土地供给有所改善，一线城市加码边际放松

年初住宅类土地成交面积跌幅有所收窄，一线城市土地供给改善最为显著，土地购置费也成为拉动 1-2 月房地产开发投资阶段性稍好于预期的主要原因。根据自然资源部 3 月 28 日披露的数据，今年 1-2 月全国 70 个大中城市住宅用地完成交易量 2023 公顷，同比增长 1.4%，其中一、二城市住宅用地同比分别显著增长 39.5%、42%，三线城市住宅用地同比为 -36.4%。不同口径的另一数据（100 大中城市住宅用地成交土地面积）也呈现相似的改善趋势和结构，但总体表现仍然偏弱。

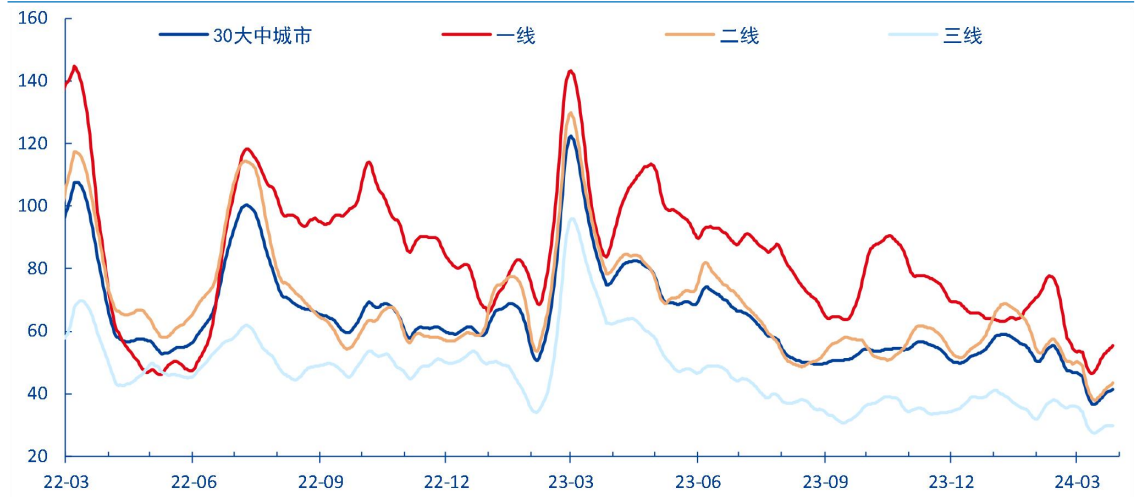
图 4: 100 大中城市及各线城市住宅用地成交土地面积同比 (6MMA, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

北京、深圳加码边际放松,意在逐步减少商品房市场供需限制性措施,为加快建设“商品+保障”两轨并行的房地产发展新模式构建清晰的政策路径。3月中旬以来住宅销售情况低位小幅反弹,但需求趋势能否企稳仍主要由中长期结构性因素所决定,预计推动房地产市场迅速转暖并非今年财政货币政策稳增长的主要目标和着力点。据中国房地产报,北京市住建委近日宣布废止发布于2021年8月的一份文件,后者要求“夫妻离异的,原家庭在离异前拥有住房套数不符合本市商品住房限购政策规定的,自离异之日起3年内,任何一方均不得在本市购买商品住房”。这一意图遏制离婚炒房的阶段性政策在当前房地产市场深度调整阶段已无存续必要,该项限制的取消预计不会显著影响北京的住房市场需求结构。近日,深圳市规划和自然资源局确认已废止此前90平米以下住宅面积和套数不低于项目整体70%的要求(即“7090政策”),此举有望令深圳商品房市场供给进一步向大面积户型集中,而市场普遍认为户型面积越大,购买者的自主购买力和风险承担能力都越强。深圳“7090政策”的放松我们认为可能在更大程度上代表着今年两会以来相当明确的房地产市场政策新方向,即对保障房建设的定位大幅提升,从原先的主要满足中低收入人群租房需求扩展至主要满足工薪阶层居民刚性住房需求,从而在“商品+保障”的“一轨拆两轨”房地产发展新模式中,商品房市场未来不再同时肩负更多的提供刚性住房供给的责任,后者或将更多由配售型保障房市场承担,从而商品房市场未来的增量供给或能更好地与购买力较强的人群的多样化改善性需求相匹配,以此逐步寻求商品房市场风险的下降。这样的政策设计无疑是清晰明确且将起到较好长期效果的,但也应当注意到,当前房地产市场最为薄弱的环节是由于人口老龄化加速、产业布局区域间不平衡导致的房价收入比矛盾和城镇化放缓等中长期问题共同导致的需求趋势偏弱,这也意味着房地产市场很难因为短期限限制性政策的放松而迅速出现大幅反弹。我们对房地产市场风险化解的展望始终需要同时结合居民真实的刚性住房需求长期趋势和开发商过去长期积累的金融风险程度和处置进度共同分析,不可操之过急。

图 5: 30 城新建住宅销售面积 30 日均与疫情前数年同期均值之比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

重磅会议加码督促“更新换新”，扩财政料对供需两侧形成促进

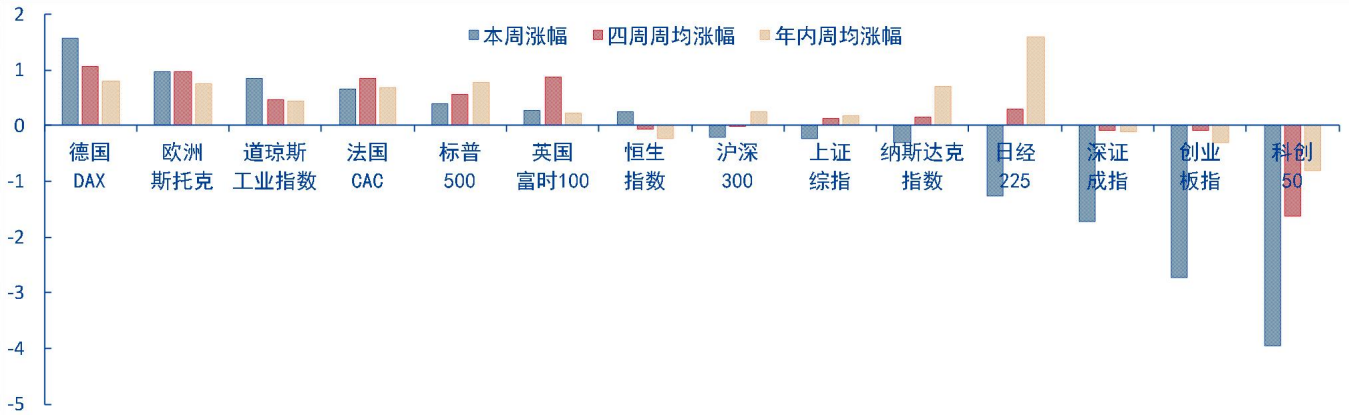
培育和发展新质生产力、推进经济高质量发展，夯实国内经济大循环。3月24日发改委主任郑栅洁出席中国发展高层论坛2024年年会，发表主题为“积极培育和发展新质生产力，推进经济高质量发展”的演讲，提出要“加快构建以先进制造业为支撑的现代化产业体系，推动新旧动能加快转换”，并强调“发改委将持续采取务实举措，加快发展新质生产力”，“进一步完善市场基础制度，制定全国统一大市场建设标准指引”。在外部环境复杂严峻、中美经济周期背离程度进一步加大的现阶段，通过不断提升创新能力来培育新兴产业、改造传统产业，加快建设全国统一大市场、进一步夯实国内经济大循环将成为未来推动我国经济持续增长的主要动力。

国务院召开会议推动加快大规模设备更新和消费品以旧换新工作，着力形成更新换代的内生动力和规模效应。3月28日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议，国务院总理李强强调“扎实推进设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动”，“加强政策支持和推动，着力形成更新换代的内生动力和规模效应”，“优先支持发展前景好、投入带动比高的行业设备更新”。本次大规模设备更新符合加快培育和建设新质生产力的根本要求，是2024年两会和财政预算草案重点支持的对象，尤其利好先进制造业行业固定资产投资和大宗可选商品消费，我们预计将通过财政增支或减收的方式进行实施。

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场见底速度慢于预期风险。

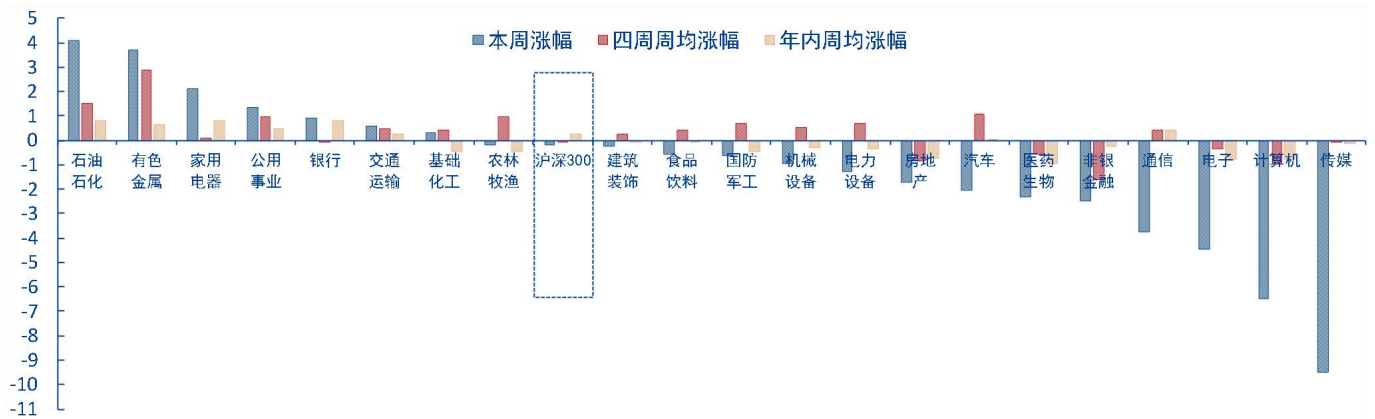
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 本周欧洲主要股指集体收涨, A 股科创 50 跌幅较深



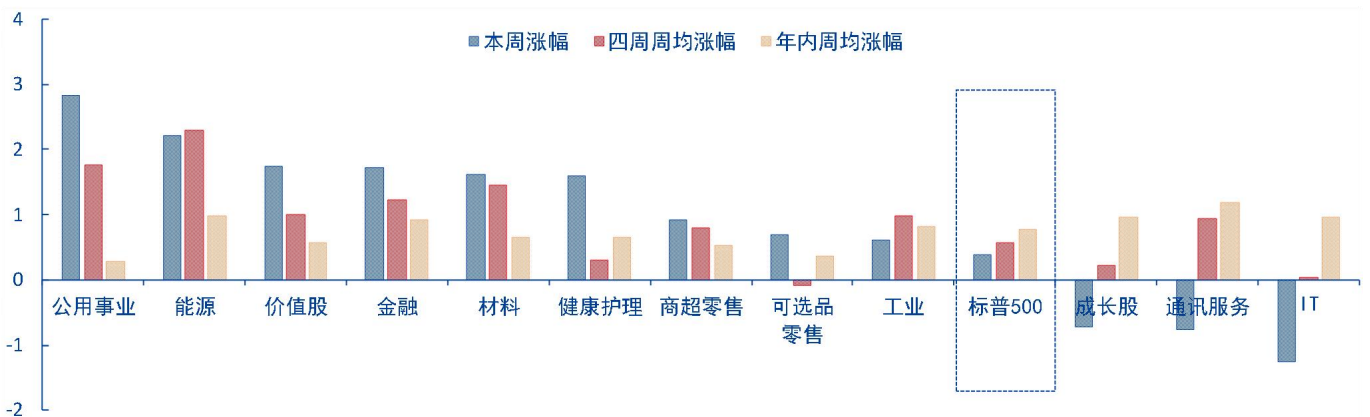
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股石油石化领涨, 传媒板块跌幅较深



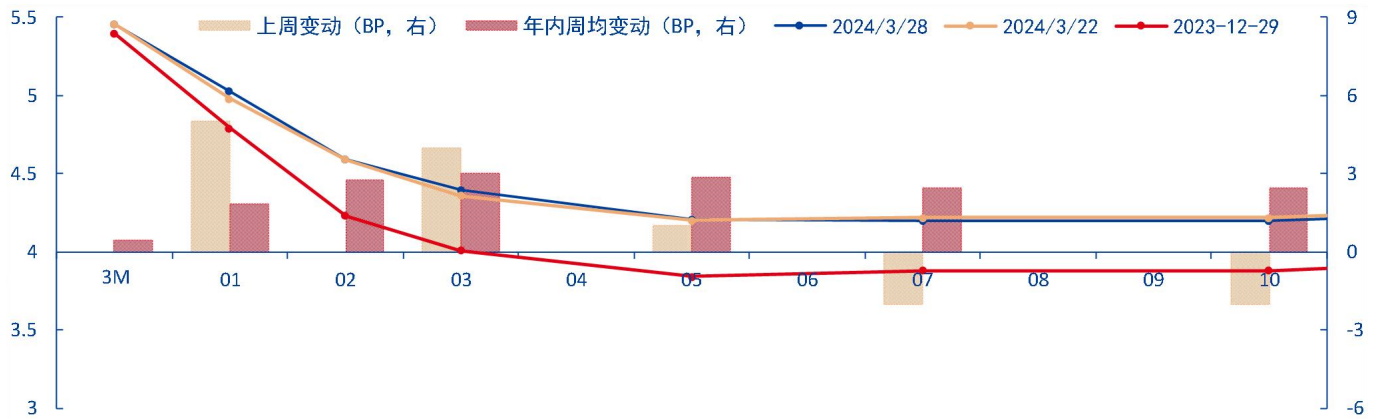
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股公用事业板块领涨, IT 板块跌幅较深



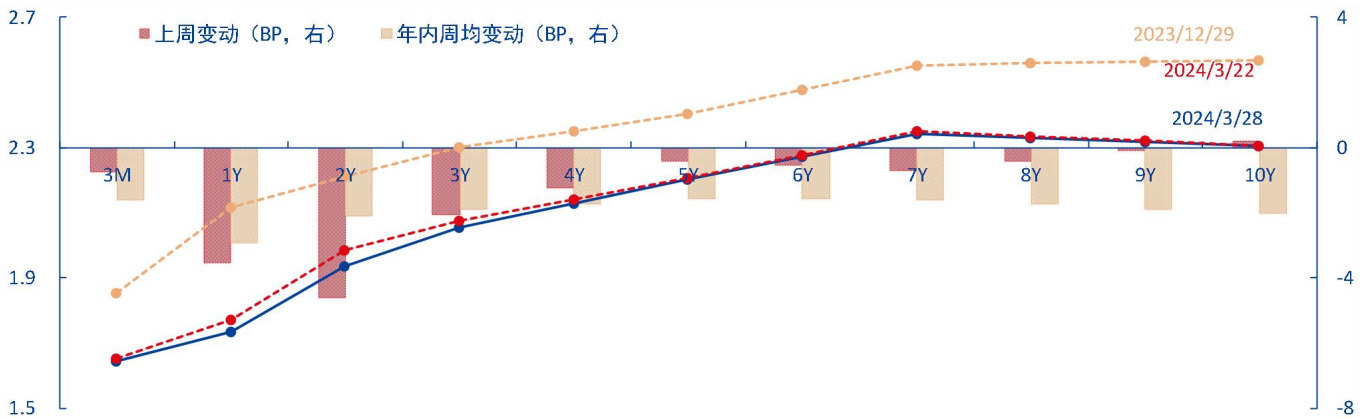
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9：美国国债收益率变动幅度：美债长短端收益率分化，短端上行较多



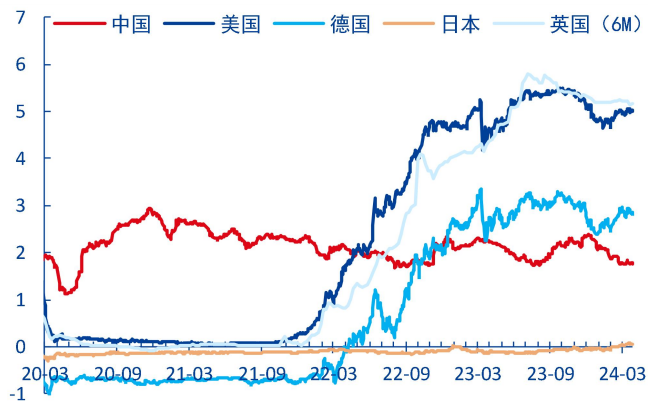
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中国国债收益率变动幅度：本周国债收益率整体下行，10Y 国债收益率小幅上行



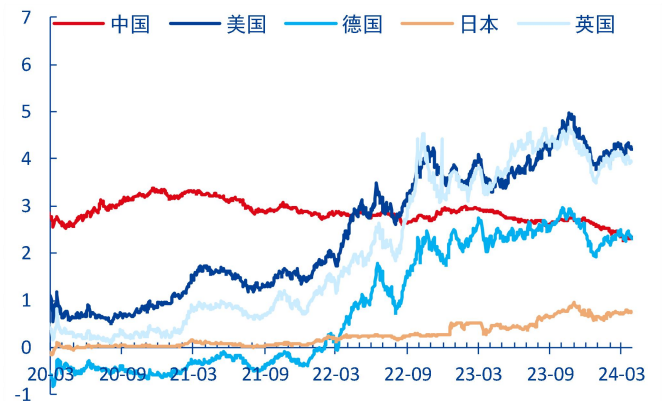
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：本周中国国债短端收益率下行 1BP（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 利差收窄（%）



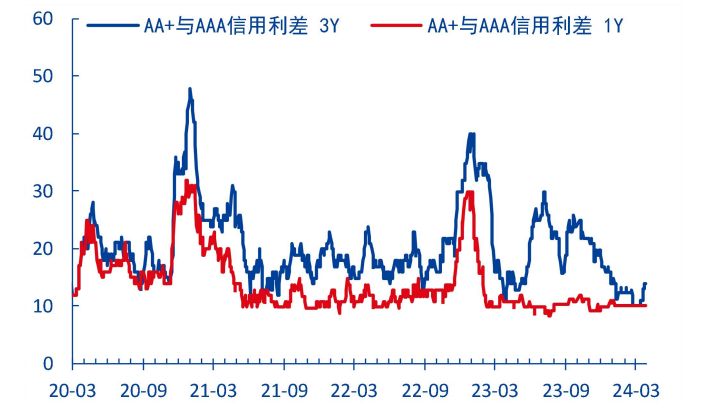
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



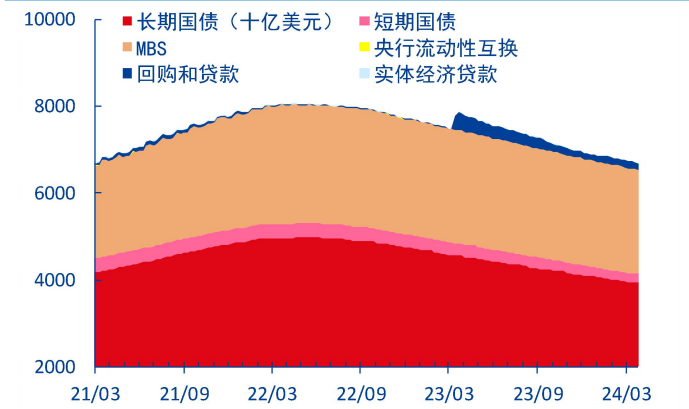
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 1Y 信用利差基本持平, 3Y 信用利差扩大 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



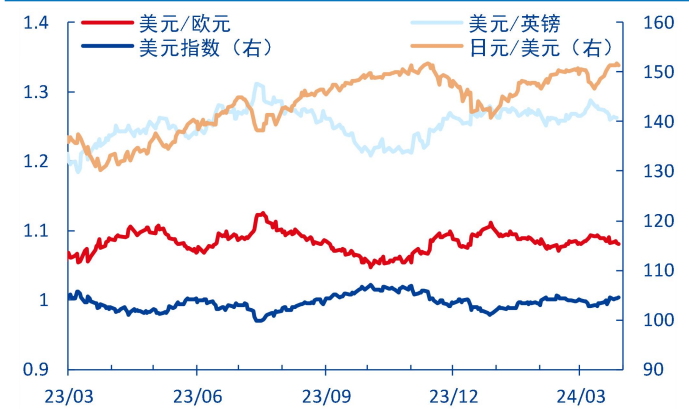
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



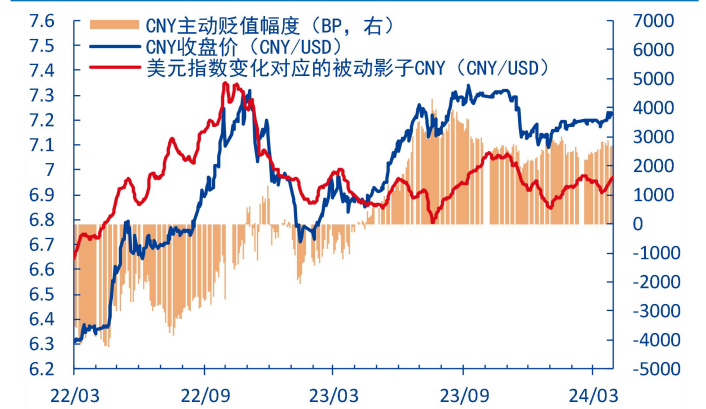
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数持续上涨



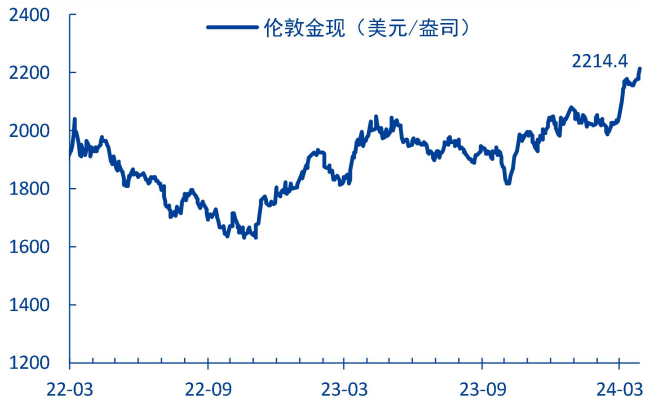
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: CNY 较上周基本持平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周金价高位上涨



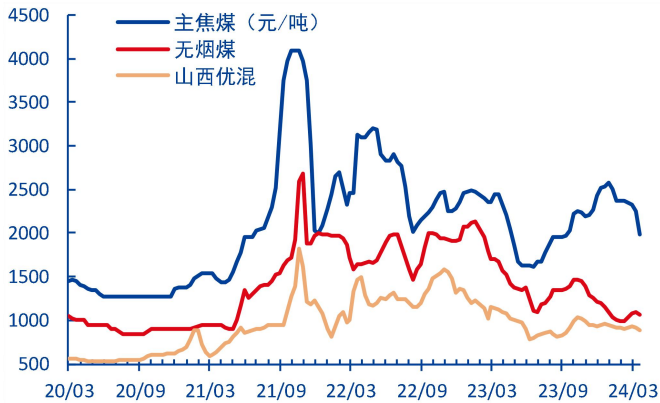
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周油价有所上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 3月中下旬煤炭价格普遍下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，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.cn