

# 外汇利率、消费地产、重要会议

# 主题报告

## 五一假期国内外宏观综述

### 投资要点

- ◆ **外汇利率：美元黄金反常齐跌，会持续吗？**在美元指数近期数月连续狂飙过程中形成的这个缓冲期，我们需从美联储、日元和欧元英镑三个角度出发分析外汇市场后续的变化方向和分化层次。美联储的关键问题是放缓缩表对经济增长和通胀的潜在影响的方向及传导机制，日元趋势的关键问题是临时性的干预能否阻挡日本经济基本面恶化带来的贬值压力，而欧元和英镑的关键问题是会否很快从通胀转为通缩而导致即将启动的宽松周期不得不有所加速。而在美元短线显著下滑的过程中，已经处于高位的黄金价格反而同步下跌，可能主要反映地缘政治冲突进入胶着状态，全球产业链脆弱性阶段性小幅缓和。从第一层定价机制对应的美债实际利率的角度来看，去年以来长期美债实际利率高位震荡，对黄金价格的向下压力已经较大；而从第二层定价机制的角度来看，黄金价格仍具有较高的不确定性，俄乌、巴以等地频发的地缘冲突后续演变的方向，会在全球能源供给结构、欧亚主要工业经济体产业链再平衡模式等方面形成深层次影响，并可能持续反映在黄金价格之中，相关广泛意义上的风险如有明显缓和，金价可能在两重压力共同作用下迎来深度调整。
- ◆ **美联储放缓缩表或旨在获得失业率—通胀“马鞍形”最优解。**1) “放缓缩表——稳定长期实际利率——促进投资和产出高增——缩窄需求缺口——降低通胀”。也应当看到这种路径很可能是在用“薪资通胀螺旋黏性”换取“通胀回落趋势确定性”，从而降息很难提前但加息已几无可能。2) 通过降低美联储持有 MBS 的资产比重，维持房贷利率的限制性水平，遏制未来降息周期房地产市场二次过热，从房价和房租的角度平抑未来通胀。考虑上述双层逻辑，我们仍提示关注 6 月美元指数上冲至 110 以上的可能性，主要原因有二，其一是美联储年内仍将降息但并不会因 4 月就业数据暂时偏弱即再次明显提前；其二是欧央行 6 月降息之后可能因自身经济已经真正陷入“滞胀”而不得不提出激进加速降息的中期路径。预计二季度人民币被动贬值压力仍然较大，宽松受限背景下财政发力是政策主导。
- ◆ **日央行易松难紧难以逆转，欧元区加速通缩近在眼前。**尽管日本央行为应对日元今年以来的深度贬值而选择在近日直接下场进行大规模外汇干预，但日本经济孱弱的内需可能注定了这种临时性的干预措施的效果很可能仅是暂时的，无法毕其功于一役。内需不足且难以扭转的经济结构注定了日本央行的临时汇率干预措施无法根本性扭转其货币政策立场易松难紧的现状，本轮日元贬值可能仍在路上，终点仍在远方。欧元区在需求侧面临与日本类似的内需降温较快的问题，零售增速的快速回落已经迫使欧央行在最近一两个月内立场迅速由鹰转鸽。我们预计欧央行较大概率在 6 月决定首次降息的同时，公开给出较市场预期更为鸽派的加速降息的前瞻性路径指引。相较于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因日渐显现的“类滞胀”结构而可能加速由通胀转为通缩的概率事实上尚未被市场充分定价。
- ◆ **新一轮放松短期推升热度，保障房仍是长期稳定关键。**本轮放松仍是局部性的，中长期效果预计有限，长期来看房地产市场再均衡的实现仍需等待存量商品房出清，今年以来得到格外重视的保障房在其中可能扮演至关重要的角色。
- ◆ **消费冷热不均加剧，五一出行持续活跃大宗可选亟待刺激。**商品消费受房地产市场持续调整长期偏弱，五一假期旅行出游等服务消费业态却延续了年初以来活跃增长的表现。我们对增长更具韧性的服务消费展望相对积极，商品消费方面，期待政策覆盖面的持续扩展和既定财政刺激措施的加速落地。
- ◆ **政治局会议解读：靠前发力有效落实，避免经济前紧后松。**详见正文。
- ◆ **风险提示：**欧央行降息快于预期风险；国内商品消费需求复苏弱于预期风险。

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

美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评 2024.5.3

以“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储 FOMC 会议点评（2024.5）  
2024.5.2

靠前发力有效落实，避免经济前紧后松——政治局会议解读（2024.4） 2024.4.30

PMI 温和回落之后能否维持于景气区间？——PMI 点评（2024.4） 2024.4.30

3 月下滑是暂时的，库存底部是偏高的——工业企业利润点评（2024.3） 2024.4.27



## 内容目录

1. 外汇利率：美元黄金反常齐跌，会持续吗？	4
2. 美联储放缓缩表或旨在获得失业率—通胀“马鞍形”最优解	5
3. 日央行易松难紧难以逆转，欧元区加速通缩近在眼前	9
4. 新一轮放松短期推升热度，保障房仍是长期稳定关键	10
5. 消费冷热不均加剧，五一出行持续活跃大宗可选亟待刺激	12
6. 政治局会议解读：靠前发力有效落实，避免经济前紧后松	13
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	15

## 图表目录

图 1：美元指数、美元兑日元汇率	4
图 2：欧元、英镑兑美元汇率	4
图 3：黄金价格与长期美债实际利率	5
图 4：美国实际居民消费同比及贡献结构（%）	6
图 5：美国新增非农就业人数及失业率	6
图 6：美国劳动参与率及失业率	6
图 7：美国劳动力缺口及平均时薪同比	7
图 8：美国平均时薪同比及与核心通胀部分分项的关系	7
图 9：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）	7
图 10：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）	8
图 11：美联储总资产规模及结构（USD bn）	8
图 12：主要货币汇率周度和今年以来累计变动幅度	9
图 13：日本零售指数、食品饮料和汽车零售同比	10
图 14：日本核心 CPI 和东京核心 CPI 同比（%）	10
图 15：欧元区零售及部分类别同比	10
图 16：美欧日英核心 CPI 同比（%）	10
图 17：30 大中城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	11
图 18：四大一线城市住宅成交面积同比（%）：北京市受政策拉动改善幅度最为明显	12
图 19：铁路及民航客运量较 2019 年同期日均增长（%）	13
图 20：乘联会乘用车零售及批发当月日均销量同比（%）	13
图 21：全球股市：本周恒生指数涨幅靠前，A 股科创 50 涨幅靠前	15
图 22：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周房地产板块领涨，有色金属板块跌幅较深	15
图 23：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周公用事业板块领涨，能源板块跌幅较深	15
图 24：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体下行，中长端下行较多	16
图 25：中国国债收益率变动幅度：本周 1Y 国债收益率上行较多	16
图 26：本周中国国债短端收益率上行约 3BP（%）	16
图 27：中美 10Y 利差有所缩小（%）	16
图 28：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	17
图 29：1Y 信用利差基本持平，3Y 信用利差大幅扩大（BP）	17
图 30：美联储本周资产规模有所减少（USD bn）	17
图 31：主要央行政策利率（%）	17

图 32: 全球汇率: 美元指数有所下行 .....	17
图 33: CNY 小幅升值 .....	17
图 34: 本周金价有所下行 .....	18
图 35: 本周油价有所下行 .....	18
图 36: 4 月中下旬煤炭价格有所上行 .....	18
图 37: 本周铜价有所下行 .....	18

## 1. 外汇利率：美元黄金反常齐跌，会持续吗？

本周全球外汇市场剧烈波动，受美联储放缓缩表幅度超市场预期、以及日本央行直接下场实施干预拉升日元汇率的共同影响，美元指数出现今年来罕见的较大幅度回落，日元涨幅居前。本周（交易日为4月29日至5月3日），美元合计贬值达1.0%至105.09，今年前四个月连续较为陡峭的上行趋势暂遇调整。在美元指数的主要构成货币中，日元升值幅度最大，当周升3.5%至153.0附近，日本央行大举下场进行直接干预暂时止住了此前愈演愈烈的日元贬值趋势；欧元、英镑相对美元分别小幅升值0.6%、0.4%，分别报收1.0763和1.2545，这两大货币相对美元的小幅升值主要反映了美联储5月FOMC会议决定放缓缩表且放缓减持国债的幅度超出市场预期所传递出的偏鸽姿态在外汇市场上的映射。

总体上，在美元指数近期数月连续狂飙过程中形成的这个缓冲期，我们需从美联储、日元和欧元英镑三个角度出发分析外汇市场后续的变化方向和分化层次。其中美联储方面的关键问题是放缓缩表对经济增长（就业）和通胀的潜在影响是什么方向的、传导机制如何，日元趋势的关键问题是临时性的干预能否阻挡日本经济基本面恶化带来的贬值压力，而欧元和英镑的关键问题是会否很快从通胀转为通缩而导致即将启动的宽松周期不得不有所加速。

图 1：美元指数、美元兑日元汇率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：欧元、英镑兑美元汇率



资料来源：Wind，华金证券研究所

而在美元短线显著下滑的过程中，已经处于高位的黄金价格并未常态化再创新高，反而同步下跌，可能主要反映地缘政治冲突进入胶着状态，全球产业链脆弱性阶段性小幅缓和。本周黄金价格较前周下跌达2.1%至2294.5美元/盎司，与10Y美债实际利率以及美元指数反常地同步下行。黄金遵循双重定价机制：一方面，黄金价格是美国实际利率的一面镜子，反向映射当前全球经济金融规则体系下的系统性风险程度；另一方面，黄金价格在更广泛的意义上直接映射美元体系无法完全体现的全球经济金融长期发展趋势中的包括规则和长期供需结构冲击等在内的深层次不确定性。黄金价格自2022年初开始与第一层定价逻辑形成明显背离，美联储实施的一轮迅速紧缩操作令长期美债实际利率水平显著抬升，但黄金价格未如2014-2018年美国货币政策正常化时期一般大幅下跌，反而维持高位甚至进一步上冲，显示2022年至今黄金的主要定价逻辑已经进入第二层次，前期金价飙升反映出三项超出既有全球经济贸易金融规则体系的深层次不确定性：1）始自2022年初的俄乌冲突延宕至今，欧亚经济体从上游能源到中下游先进制造业的全球化分工协作关系暴露出愈加明显的脆弱性，全球特别是欧亚发达经济体产业链再平衡的不确定性持续提升；2）持续超半年的本轮巴以军事冲突近日事态迅速升级，以军轰炸伊朗驻叙

利亚使馆并造成伊朗军事人员伤亡，以色列、哈马斯、伊朗以及中东其他国家不同的政治经济诉求冲突加剧，再度令全球经济和产业链前景蒙上阴影；3）美国对华“脱钩断链”政策导向愈演愈烈，令本轮全球疫后经济复苏过程呈现出罕见的美国与非美主要经济体之间的背离加大而不是协同恢复的特点，也令全球经济、贸易、国际货币金融体系呈现面临更大的规则不确定性。近期巴以冲突、俄乌冲突重新进入胶着阶段，令黄金价格阶段性遭遇向上阻力，出现一定调整。

展望未来，从第一层定价机制对应的美债实际利率的角度来看，去年以来长期美债实际利率高位震荡，对黄金价格的向下压力已经较大；而从第二层定价机制的角度来看，黄金价格仍具有较高的不确定性，俄乌、巴以等地频发的地缘冲突后续演变的方向，会在全球能源供给结构、欧亚主要工业经济体产业链再平衡模式等方面形成深层次影响，并可能持续反映在黄金价格之中，相关广泛意义上的风险如有明显缓和，金价可能在两重压力共同作用下迎来深度调整。

图 3：黄金价格与长期美债实际利率

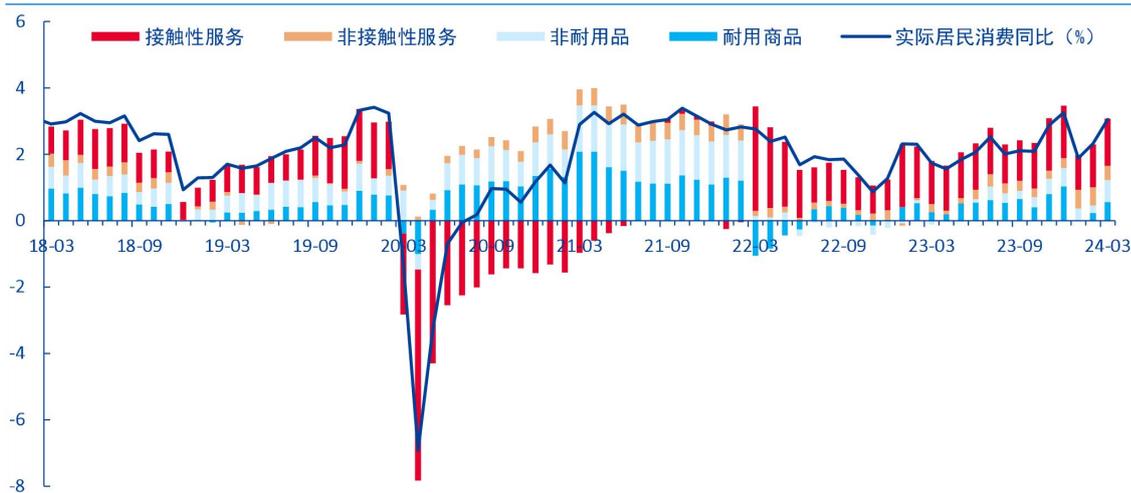


资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 2. 美联储放缓缩表或旨在获得失业率—通胀“马鞍形”最优解

首先，作为全球需大于供最为显著的国家，面临极大需求缺口的美国当前显然完全不是“滞胀”环境，这一点对于理解当前美联储的操作极为关键。鲍威尔在发布会上明确指出滞胀是“高个位数通胀和非常缓慢的经济增长”，美国 24Q1 实际 GDP 同比增长高达 3.0%，核心 PCEPI 同比低于 3%，确如鲍威尔所称“按任何标准都是相当坚实的增长”，“没有看到滞胀的迹象”。美国 3 月实际居民消费（PCE）同比回升 0.8 个百分点至 3.1% 的强劲增长区间，连续第二个月回升。从贡献结构来看，不仅服务消费的贡献稳定于高位，而且商品消费的贡献也快速改善，显示美国居民消费意愿不仅并无降温迹象，甚至进一步走强，佐证了美国需大于求的结构性特征。这也就意味着当前美国经济结构其实是供给即产出增长越快，需求缺口缩窄越快，通胀回落越快。而供给能否改善很大程度上取决于长端实际利率能否不再上行。更详细的分析可参考《[美国经济已强弩之末？——24Q1 美国 GDP 点评](#)》2024.4.25。

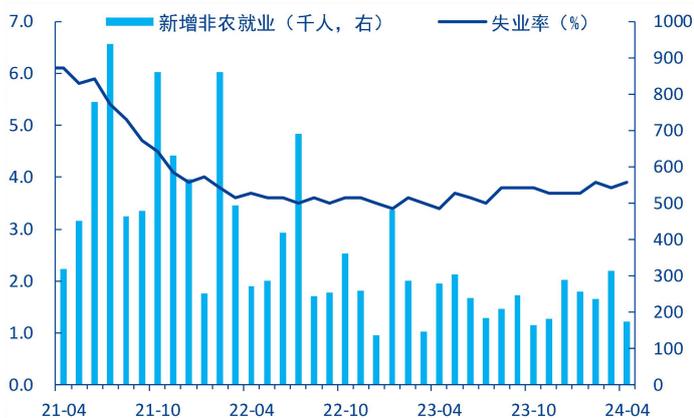
图 4：美国实际居民消费同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

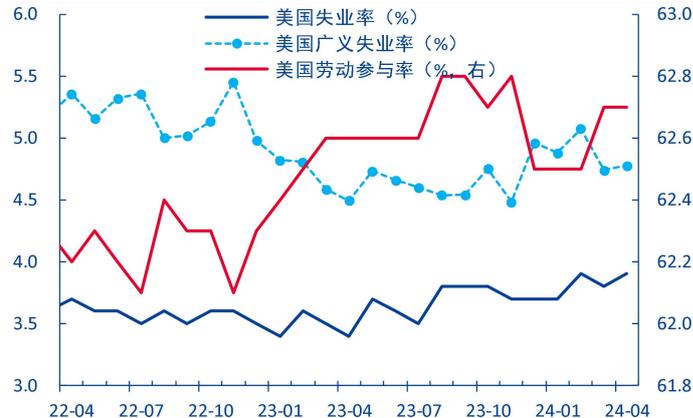
因此，当前环境下美联储所面临的是失业率（与经济增长正相关）与通胀之间一种较为特殊的“马鞍形”非线性关系，失业率过高或过低，美国通胀可能都会走高，只有很窄的区域对应通胀带有高位黏性的缓慢下行路径。经过几年前的疫情冲击，美国当前国内消费和房地产需求都比疫情前路径更为强劲，这意味着需求大于供给的更大缺口。另一方面，劳动参与率无法回升到疫情前水平则意味着劳动力供给遭受了永久性收缩效应，从而劳动力市场进入长期紧张趋势。商品和服务市场、劳动力市场的特殊性相互交织的复杂背景下，如果失业率连续大幅上升，则需求缺口可能短期急速扩大，出现核心商品价格驱动的“供给不足型二次通胀”；而如果失业率连续大幅下降，则可能因企业雇佣工人难度进一步提升而出现薪资高增推动的“成本推升型二次通胀”，两种情况都可能导致美联储年内推迟降息，而中长期来看前一种情况可能迅速转为通缩而后一种情况可能导致通胀中枢的长期抬升。最近几个月以来，美国实际情况仍处于美联储预期的相当窄的一个“平衡区间”内，失业率的窄幅双向波动对应核心通胀带有高位黏性但缓慢下行的趋势。更详细的分析可参考《美失业率上行，通胀必然回落？——美国就业数据点评》2024.5.3。

图 5：美国新增非农就业人数及失业率



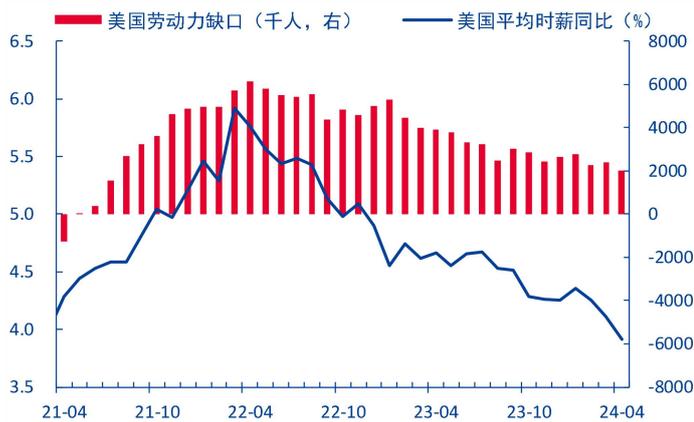
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6：美国劳动参与率及失业率



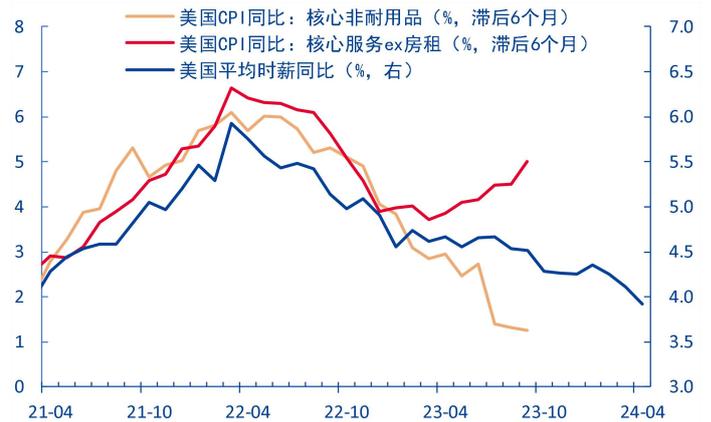
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 7：美国劳动力缺口及平均时薪同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：美国平均时薪同比及与核心通胀部分分项的关系



资料来源：CEIC，华金证券研究所

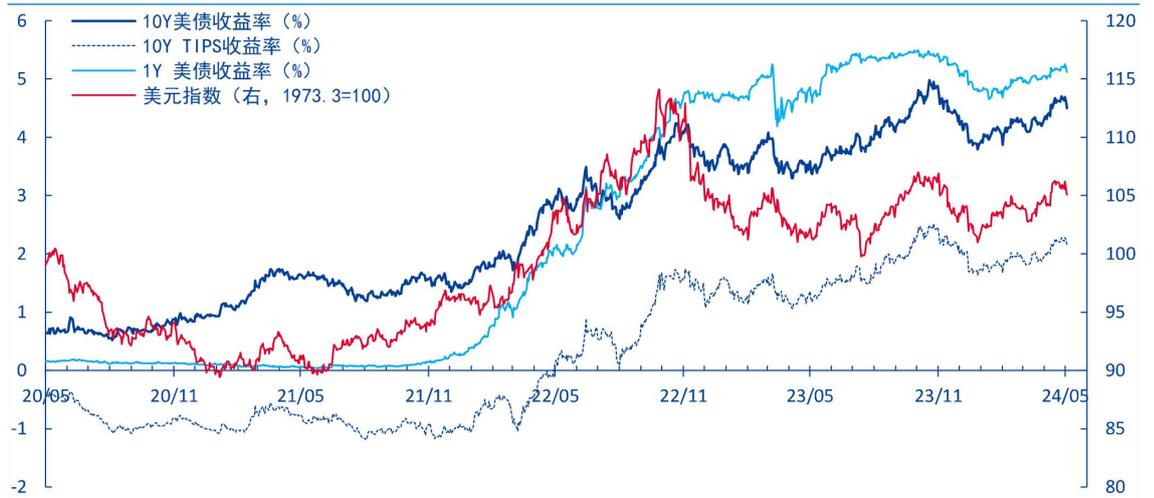
从而，当前美国经济形势下，放缓缩表和维持高利率在促进通胀向下收敛的中长期目标意义上是高度一致的。第一层逻辑是“放缓缩表——稳定长期实际利率——促进投资和产出高增——缩窄需求缺口——降低通胀”。自 2022 年 5 月开始缩表至今，美联储总资产规模仅仅减少了 1.56 万亿美元，较此前两年扩表飙升的 4.65 万亿美元增持规模相比实际上是较为缓慢的，但 10Y TIPS 实际利率水平今年至 5 月 1 日已经上行超 50BP 至 2.25%，美国一季度 GDP 中私人库存和净出口分项相对偏弱的表现也显示出工业生产亟需进一步推升的结构。本次放缓国债减持的幅度大于市场原先预期的幅度，并要求额外到期 MBS 本金再投资于国债，大幅放缓了国债减持的速度，预计将较为明显地对美国国债长期利率及预期形成向下的稳定作用（5 月 2-3 日 10 年期 TIPS 实际利率已经下行 10BP 至 2.15%），从而有助于中长期促进产出高增、缩窄需求缺口并降低通胀。也应当看到这种路径很可能是在用“薪资通胀螺旋黏性”换取“通胀回落趋势确定性”，从而降息很难提前但加息已几无可能。

图 9：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

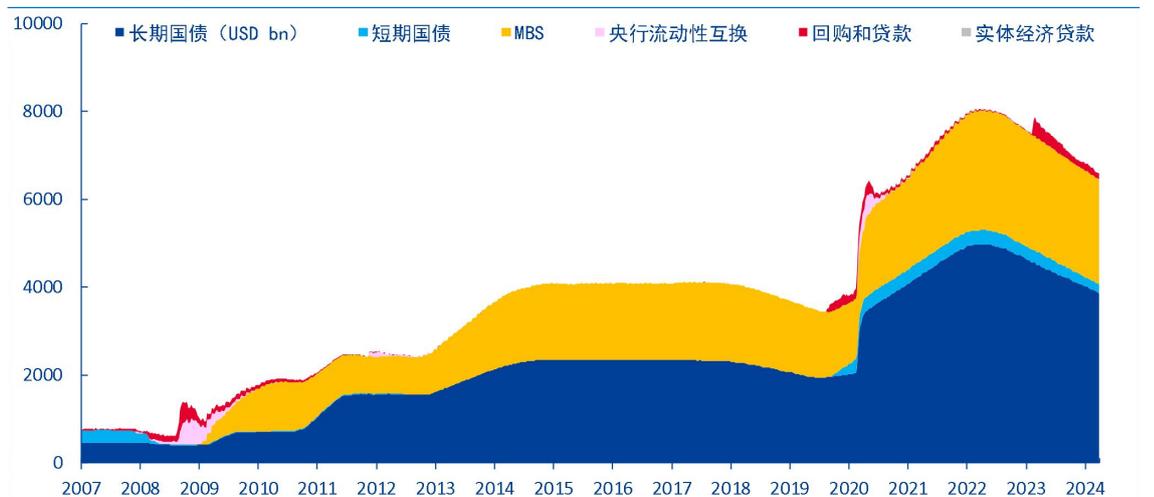
图 10: 美国实际 GDP 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

第二层逻辑是通过降低美联储持有 MBS 的资产比重, 维持房贷利率的限制性水平, 遏制未来降息周期房地产市场二次过热, 从房价和房租的角度平抑未来通胀。鲍威尔在解答住房领域通胀仍高的问题时指出, 租金传导“需要一些时间来体现”, “滞后时间将更长”。我们在此前报告中曾分析指出, 本轮美联储货币紧缩对房价和房租形成的小幅抑制作用在近期的通胀数据中已经开始消退, 这一点可能引发了美联储的警惕并在缩表调整过程中付诸行动。自 2022 年 5 月至今的本轮缩表, 每月超出 350 亿美元缩减上限的 MBS 到期本金都是重新购入 MBS, 这事实上对美国长期房贷利率与国债利率之间的利差形成了压制作用。本次缩表调整, 不但 MBS 缩减速度不变, 而且超出上限的到期本金还改为再投资于国债市场, 将令 MBS 缩减速度不降反升, 从而预计将在长期国债利率有所压降的同时提升抵押贷款利差, 从而令房地产市场需求、房价和房租在未来的降息周期中进入“二次过热”的概率下降, 由此也对核心通胀路径有望形成中长期的平抑效果。更详细的分析可参考《以“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储 FOMC 会议点评 (2024.5)》 2024.5.2。

图 11: 美联储总资产规模及结构 (USD bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

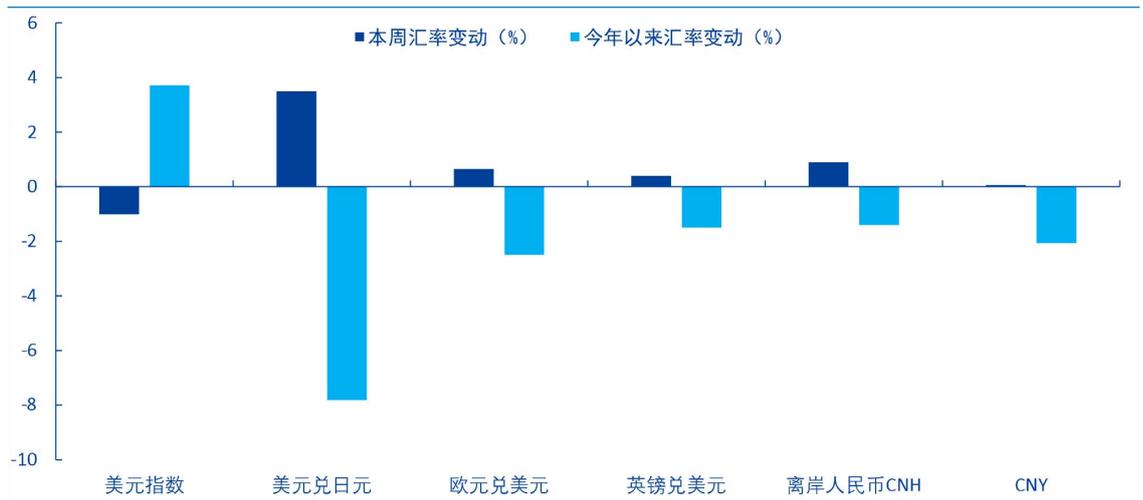
考虑上述双层逻辑, 我们仍提示关注 6 月美元指数上冲至 110 以上的可能性, 主要原因有二, 其一是美联储年内仍将降息但并不会因 4 月就业数据暂时偏弱即再次明显提前 (我们维持 9

月美联储首降的预测不变，预计全年降息 2 次)；其二是欧央行 6 月降息之后可能因自身经济已经真正陷入“滞胀”而不得不提出激进加速降息的中期路径。预计二季度人民币被动贬值压力仍然较大，宽松受限背景下财政发力是政策主导。

### 3. 日央行易松难紧难以逆转，欧元区加速通缩近在眼前

尽管日本央行为应对日元今年以来的深度贬值而选择在近日直接下场进行大规模外汇干预，但日本经济孱弱的内需可能注定了这种临时性的干预措施的效果很可能仅是暂时的，无法毕其功于一役。日本央行在五一假期前后实施了最新一轮旨在稳定日元汇率、避免加速贬值的汇率干预，其所消耗的外汇规模可能已经超过 2022 年的前一轮干预时的强度。正如我们在上文所提及，短短数日间的大规模干预取得了相当不错的短期效果，但在干预完成之后，日元仍是今年以来全球主要货币中相对美元贬值程度一骑绝尘的存在，再联系到日本央行作为全球主要央行中最晚开始实施本轮紧缩的一家，年初以来在加息和取消收益率曲线控制 (YCC) 两个问题上的立场都远较市场预期偏鸽，这背后反映出日本当前经济结构可能存在令日央行深层次担忧的孱弱因素。由于老龄化程度冠绝全球主要经济体，疫情爆发之后日本居民消费需求的下滑程度远较其他经济体更深，恢复的时间更晚、峰值强度更低，且很快就重新转为下滑，至 3 月日本零售同比已降至 1.2% 的最近 24 个月新低，并且呈现必需品相对较好而汽车等大宗可选消费大幅下滑的结构。孱弱的国内消费需求令日本核心通胀当前面临从本就不高的峰值水平加速回落的窘迫境地，具有领先性的东京核心 CPI 同比在 4 月已经骤降 1.1 个百分点至 1.8%，尽管有一次性的教育费用减免的影响，自去年四季度开始通胀加速回落的趋势也是日渐显著的。内需不足且难以扭转的经济结构注定了日本央行的临时汇率干预措施无法根本性扭转其货币政策立场易松难紧的现状，本轮日元贬值可能仍在路上，终点仍在远方。

图 12：主要货币汇率周度和今年以来累计变动幅度



资料来源：CEIC，华金证券研究所

事实上，欧元区在需求侧面临与日本类似的内需降温较快的问题，零售增速的快速回落已经迫使欧央行在最近一两个月内立场迅速由鹰转鸽。随着欧元区核心通胀在 4 月已经加速下降至 3% 以下，我们预计欧央行较大概率在 6 月决定首次降息的同时，公开给出较市场预期更为鸽派的加速降息的前瞻性路径指引。相较于美国经济和通胀双向窄幅波动但黏性趋势相当确定的现状，欧元区、日本、英国等其他发达经济体因日渐显现的“类滞胀”结构而可能加速由通

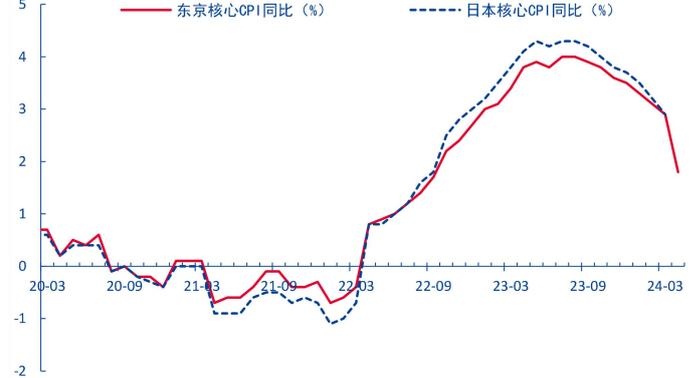
胀转为通缩的概率事实上尚未被市场充分定价。我们维持美联储 9 月首次降息、全年降息两次的预测不变；同时再度重申应重视 6 月欧央行首次降息时可能伴随有超市场预期鸽派的加速降息路径指引，美元指数近期的回落可能是暂时性的，6 月一旦再度上冲，仍可能通过人民币被动贬值压力对我国二季度货币宽松空间造成新一轮外溢性挤压。我国经济政策主动扩张的空间仍将主要来自财政。

图 13: 日本零售指数、食品饮料和汽车零售同比



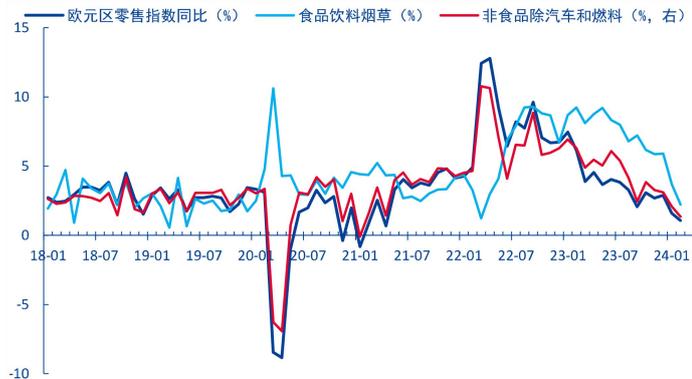
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 日本核心 CPI 和东京核心 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 欧元区零售及部分类别同比



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 美欧日英核心 CPI 同比 (%)



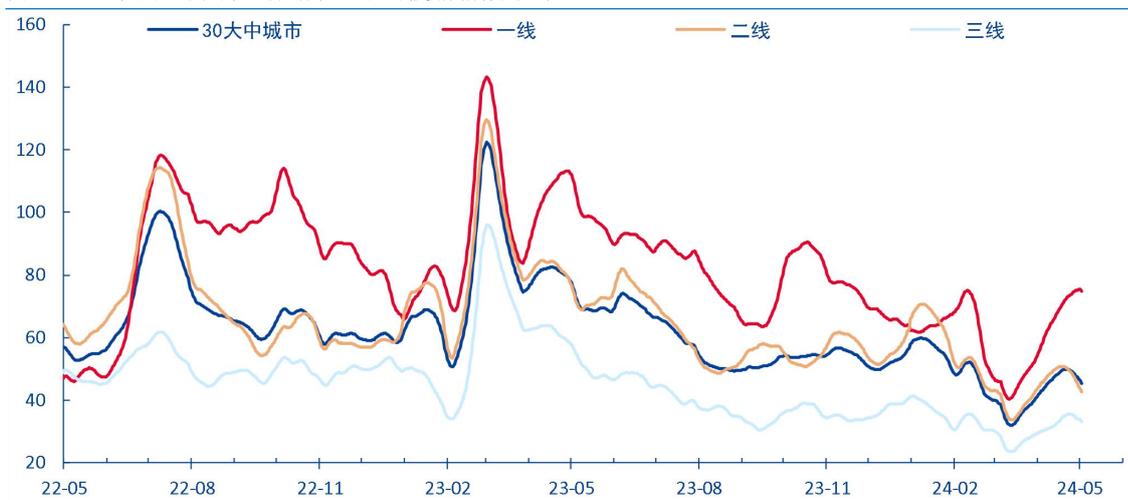
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

#### 4. 新一轮放松短期推升热度，保障房仍是长期稳定关键

继政治局会议强调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”后，五一假期期间，包括北京、上海在内的众多城市不约而同再度集中加码放松房地产限购政策。4 月 30 日北京市住建委发布通知，对满足条件的居民五环外住房限购政策进行放松；同日，天津市住建委等三部门也发文取消 120 平方米以上新房限购，还同时宣布“北京、河北户籍居民以及在北京、河北就业人员在天津购房的，享受天津户籍居民购房政策”；5 月 1 日，南京市住房公积金管理中心最新办法宣布，“在南京都市圈其他城市按规定缴存住房公积金的在职职工，在南京市行政区域范围内购买自住住房可向南京住房公积金管理中心申请住房公积金贷款”，新政还进一步明确对于夫妻双方都在南京都市圈缴存住房公积金的家庭合并计算贷款额度；5 月 1 日和 5 月 3 日，

无锡和上海先后宣布支持住房“以旧换新”，加大对住房卖旧买新的支持力度，其中，上海的首批项目主要分布在嘉定、松江、青浦、奉贤、临港等近郊区域，无锡则将范围框定在市区范围内。

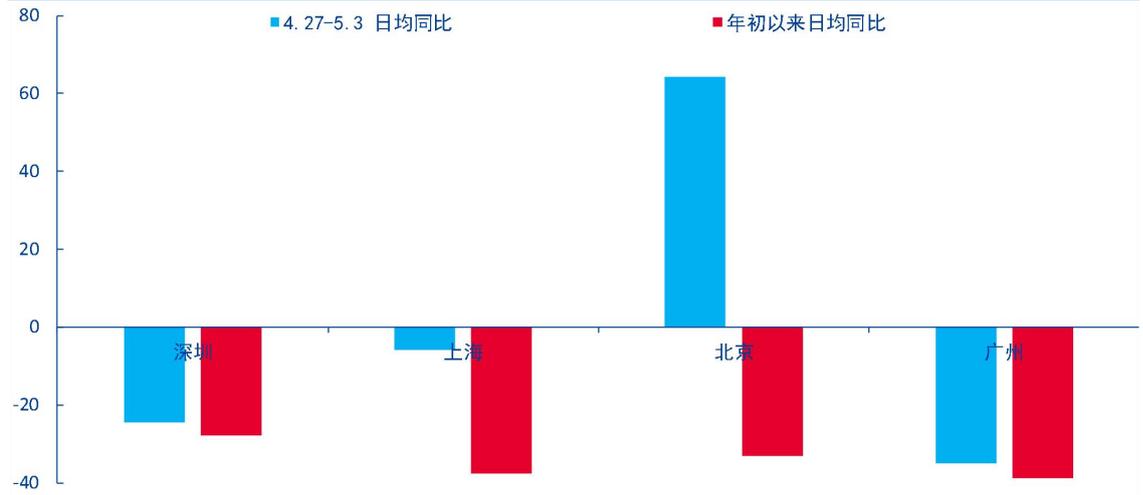
图 17：30 大中城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

一线城市的政策放松聚焦于释放近郊地区的存量改善型需求，面向全市范围放松的概率极小，整体来看，本轮放松仍是局部性的，中长期效果预计较为有限，长期来看房地产市场再均衡的实现仍需等待存量商品房出清，今年以来得到格外重视的保障房在其中可能扮演至关重要的角色。截至5月3日的房地产高频销售数据显示，全国30大中城市商品房成交面积与4月中旬相比进一步回落，其中，二、三线城市回落幅度更为明显，当前分别仅达到疫情前均值的41.3%和32.7%，一线城市在新政推出前后出现小幅回暖，一度回升至去年11月底以来较高位置，但近日有再度降温趋势。而一线城市的房地产市场整体回暖主要受政策力度有小幅放松的北京和上海房地产市场驱动，4月27日至5月3日期间，北京市住宅成交面积由年初以来的日均同比下跌-33.1%大幅改善至上行64.3%，上海市住宅成交面积日均同比跌幅也大幅收窄31.8个百分点至-5.9%；而五一期间没有进一步放松政策的深圳、广州两地日均住宅成交面积同比跌幅仅分别小幅收窄3.3和3.7个百分点至-24.5%和-35%，仍处较低水平。本轮房地产市场深度调整的根本原因来自于城镇化的停滞和长期存在的人地矛盾，短期内的小幅政策放松只能逐步释放一小部分改善型和刚性住房需求，而这部分需求相对于此前的投资和投机性购房需求来说无疑是沧海之一粟。当前我国广大二三线城市的房地产市场的加速下跌过程已经基本结束，进入了存量市场阶段，加之政策不欲再度刺激起新一轮泡沫，预计今年年底之前有望迎来“量缩价稳”格局并维持相当长的一段时间，直至城镇化进程再度加速启动。

图 18: 四大一线城市住宅成交面积同比 (%) : 北京市受政策拉动改善幅度最为明显



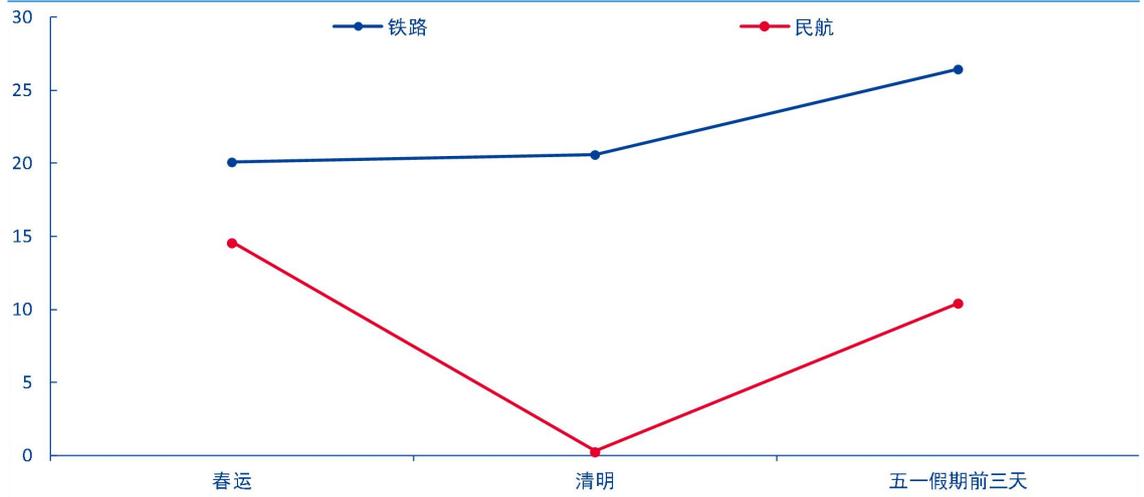
资料来源: Wind, 华金证券研究所

自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》(下称《通知》), 明确指出各地未来新增住宅用地供应量应与当下商品住宅去化周期、盘活存量数据密切关联, 并直指对保障性住房用地优先安排、应保尽保。《通知》强调“商品住宅去化周期超过 36 个月的, 应暂停新增商品住宅用地出让, 同时下大力气盘活存量, 直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下; 商品住宅去化周期在 18 个月(不含)-36 个月之间的城市, 要按照‘盘活多少、供应多少’的原则, 根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积(包括竣工和收回)动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限”, 再度强化我们对当前政策相当保守、不欲再度刺激起新一轮的地产泡沫的判断。此外,《通知》还指出,“以人定房, 以房定地, 统筹‘市场 + 保障’的住宅用地供应安排”, 并要求各地在供地计划中优先安排保障性住房用地, 或显示当前政策层面可能认为房价已经接近底部区间, 正逐步落地房地产市场“一轨拆两轨”的相关措施。

## 5. 消费冷热不均加剧, 五一出行持续活跃大宗可选亟待刺激

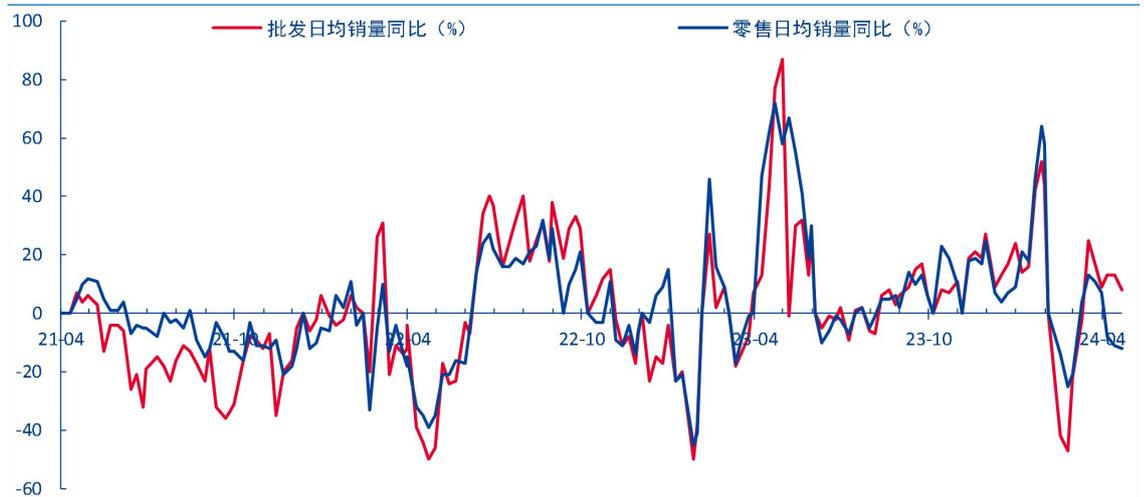
当前阶段, 国内商品和服务消费持续分化, 广大中等收入群体的商品消费受房地产市场持续调整长期偏弱, 五一假期旅行出游等服务消费业态却延续了年初以来活跃增长的表现。我们对增长更具韧性的服务消费展望相对积极, 而对持续受房地产市场调整财富缩水拖累的大宗可选商品消费, 期待政策覆盖面的持续扩展和既定财政刺激措施的加速落地。乘联会数据显示, 春节假期至今汽车销售表现持续偏弱, 以汽车为代表的大宗可选商品消费受到房地产市场持续深度调整的拖累, 截至 4 月 21 日, 乘用车厂家零售日均销量同比跌幅达-12%, 这也与社零口径中大宗可选商品消费偏弱的数据结构相匹配。日前商务部已经宣布对汽车以旧换新实施补贴的具体方案, 预计一定程度上能够对当前内需动能偏弱的现状起到改善作用。五一出行数据指向服务消费的持续改善, 商品服务消费分化格局进一步确认。交通运输部数据显示, 截至 5 月 3 日, 铁路和民航日均客运量较 2019 年同期分别增长 26.4%和 10.4%, 而春节和清明假期期间, 该两项数据分别为 20.1%、14.6%和 20.6%、0.3%, 整体上, 与旅游消费相关度更高的铁路和民航出行数据显示五一假期居民旅游出行相比于 2019 年同期的强度与今年春节假期、清明假期接近, 预计服务消费全年有望持续呈现较好的增长韧性。

图 19: 铁路及民航客运量较 2019 年同期日均增长 (%)



资料来源: 交通运输部, 华金证券研究所

图 20: 乘联会乘用车零售及批发当月日均销量同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 6. 政治局会议解读：靠前发力有效落实，避免经济前紧后松

旨在推动进一步全面深化改革、推进中国式现代化的二十届三中全会决定于 7 月召开，我们梳理出六大关键词，包括赢得战略主动、解放和增强社会活力、促进社会公平正义。首先，会议指出坚持深化改革是“应对重大风险挑战”的必然要求，是“在日趋激烈的国际竞争中赢得战略主动”的必然要求，凸显出当前复杂严峻的外部环境可能长期化。第二，“面对新一轮科技革命和产业变革”，会议强调“进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力”，凸显出从供给侧以激发社会各方面要素活力的方式推动我国产业链持续尖端化领先化的构想。第三，深化改革是“让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民的必然要求”，“以经济体制改革为牵引，以促进社会公平正义、增进人民福祉为出发点和落脚点”，显示统筹发展与安全、效率与公平是本轮深化改革周期的关键导向。

在有效需求仍然不足、外部环境复杂严峻的现阶段要“坚持乘势而上，避免前紧后松”，显示财政货币政策仍将保持积极进取姿态，不会因经济开门红而滞后性收缩。本次会议认为今年经济实现了良好的开局，但同时也充分阐述了当前经济持续回升所面临的诸多挑战，包括 2023 年初以来持续强调的“有效需求仍然不足”问题，“企业经营压力较大”和“重点领域风险隐患较多”也基本延续了 2023 年 7 月政治局会议的评估，在此基础上新增“国内大循环不够顺畅”的关注，并进一步认为“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。基于当前仍然较为复杂的国内外经济形势，本次会议前瞻性地提出要“坚持乘势而上，避免前紧后松”，明确传递了经济政策将保持积极进取，以避免下半年基数抬升导致增速明显回落的导向。

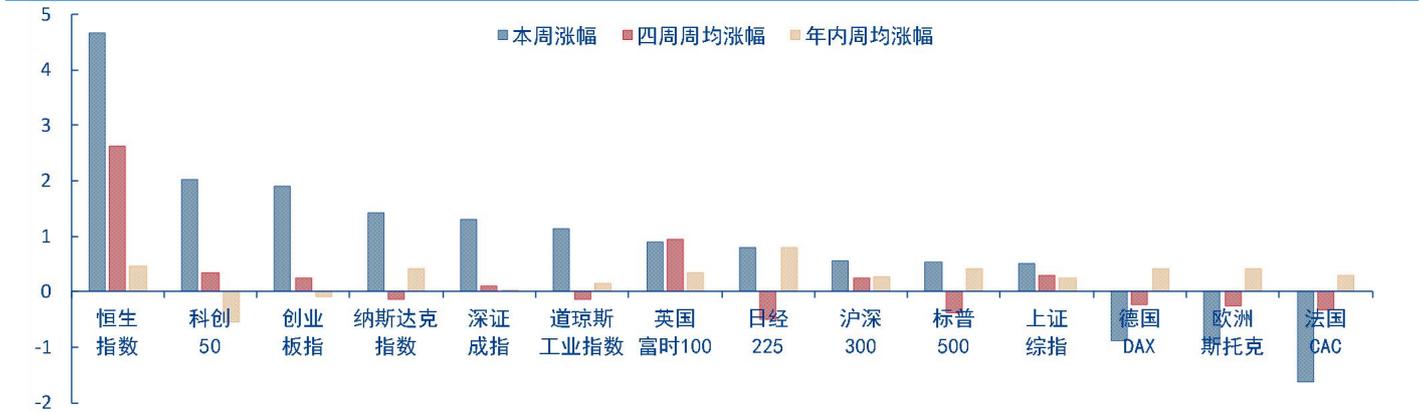
对于已经确定的宏观政策要“靠前发力有效落实”，在加快发债、保持必要财政支出强度的要求下，预计财政将加快融资节奏，并且下半年增发国债的概率提升。在一季度一般预算收入偏低、土地出让金收入受房地产市场深度调整拖累，加之专项债发行缓慢、政府性基金支出大幅下跌的背景下，会议指出，要“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，并特别要求“及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，我们预计财政融资的节奏将于二季度显著加快，并且为保证以旧换新、设备更新、基建投资的财政支出力度强度，在低通胀环境和房地产持续调整共同导致今年广义财政歉收缺口可能较大的背景下，预计下半年有较大概率将会再次增发国债。货币政策方面，强调“灵活运用利率和存款准备金率”等工具，未提及结构性工具，预计年内以配合性合理宽松为主。

房地产方面，强化保交房、消化存量等顺势而为的风险兜底，弱化城中村改造等短期刺激性方式。多措并举促进资本市场健康发展，充分认可风险投资对新质生产力的积极融资支持作用。强调“压实各方责任，切实做好保交房工作”，新增提出“人民群众对优质住房的新期待”，显示出对住房需求的判断是结构升级大于总量增长；在此基础上新增“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，与两会突出强调的“商品+保障”二元房地产市场新模式的架构相配合，而城中村改造和“平急两用”本次会议未再提及。资本市场再度得到高层重视，在新“国九条”提升发行上市盈利要求的背景下，会议强调“积极发展风险投资，壮大耐心资本”，持续肯定并鼓励长期资金支持“因地制宜发展新质生产力”。会议强调“加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级”，延续了两会对新质生产力和先进产业链的前瞻性战略蓝图。

**风险提示：**欧央行降息快于预期风险；国内商品消费需求复苏弱于预期风险。

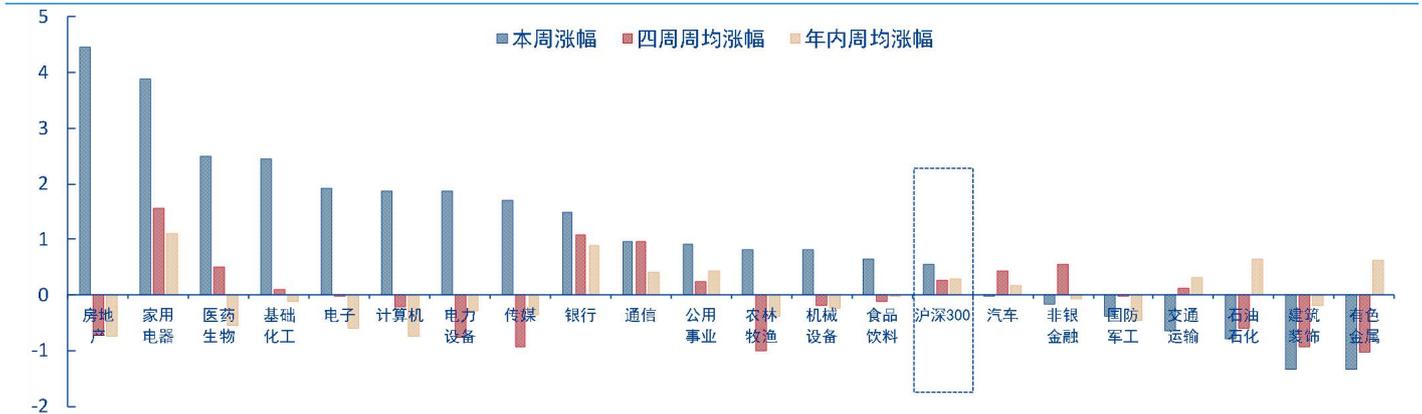
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 21: 全球股市: 本周恒生指数涨幅靠前, A 股科创 50 涨幅靠前



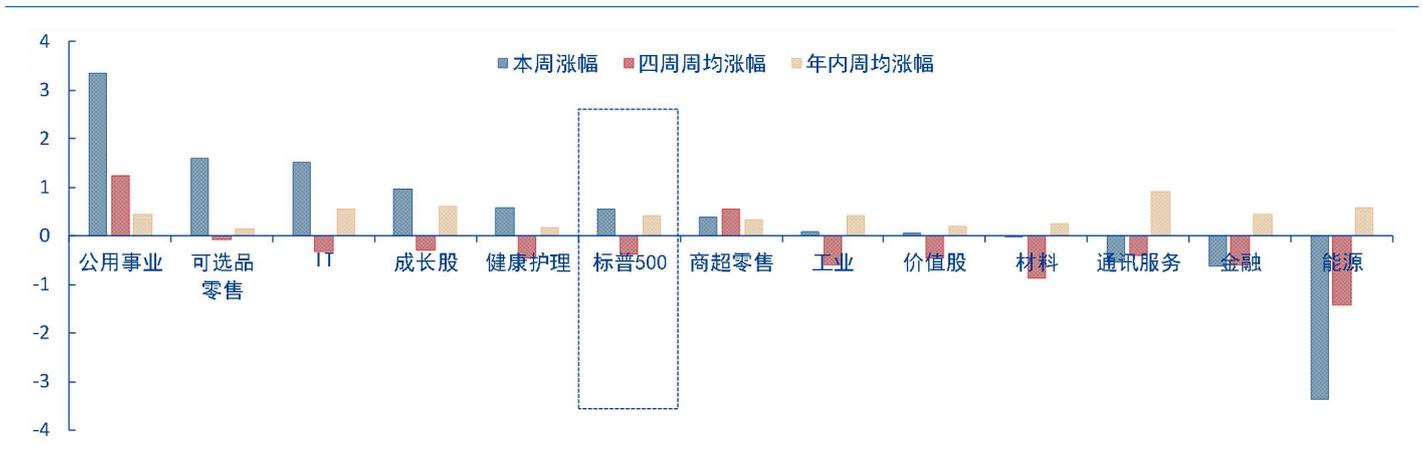
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周房地产板块领涨, 有色金属板块跌幅较深



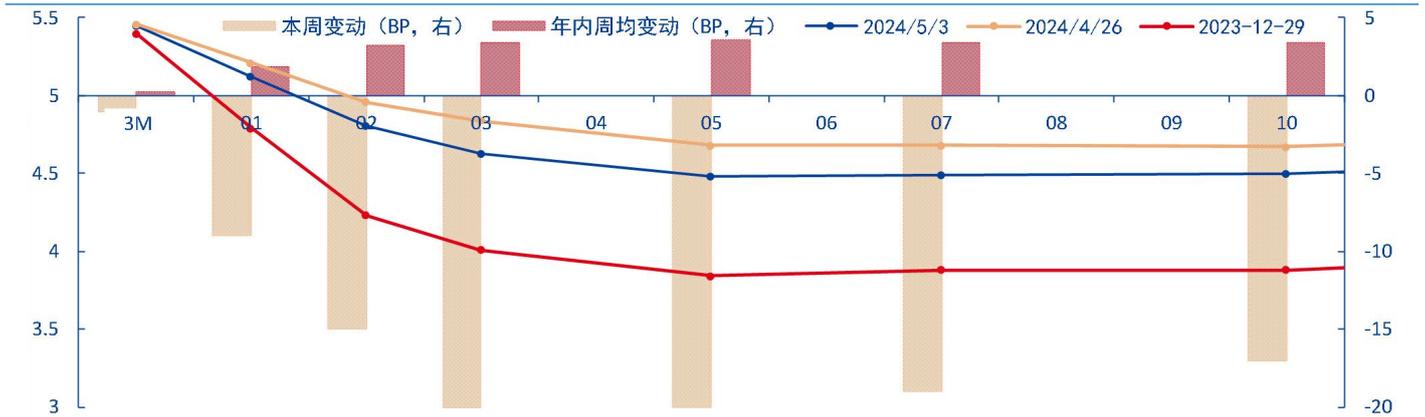
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周公用事业板块领涨, 能源板块跌幅较深



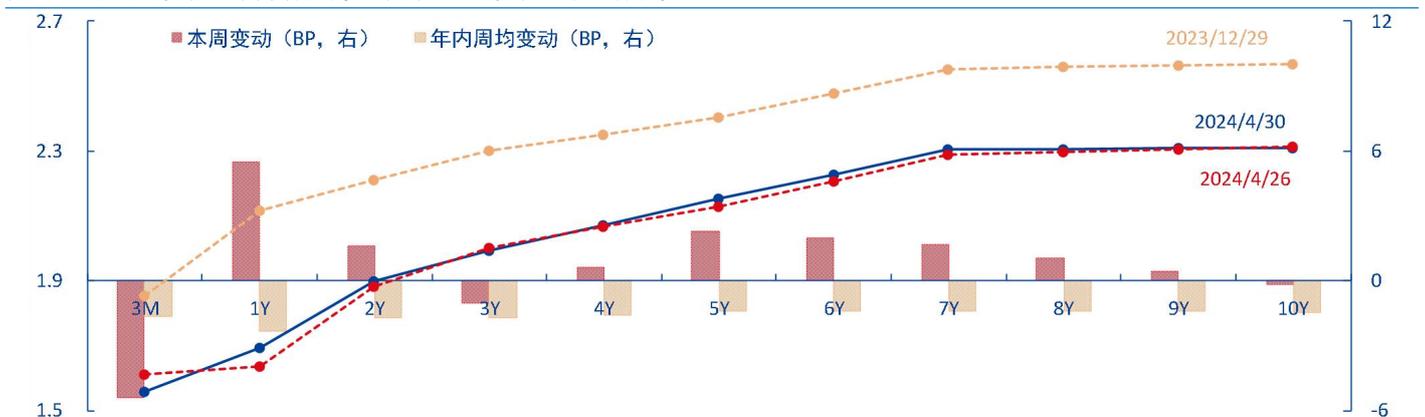
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 美国国债收益率变动幅度: 本周美债收益率整体下行, 中长端下行较多



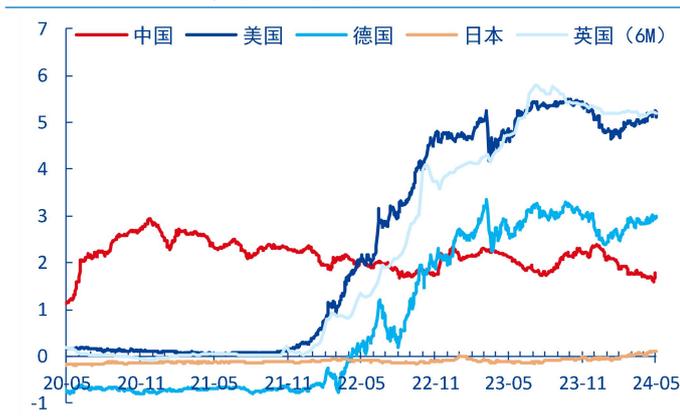
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 中国国债收益率变动幅度: 本周 1Y 国债收益率上行较多



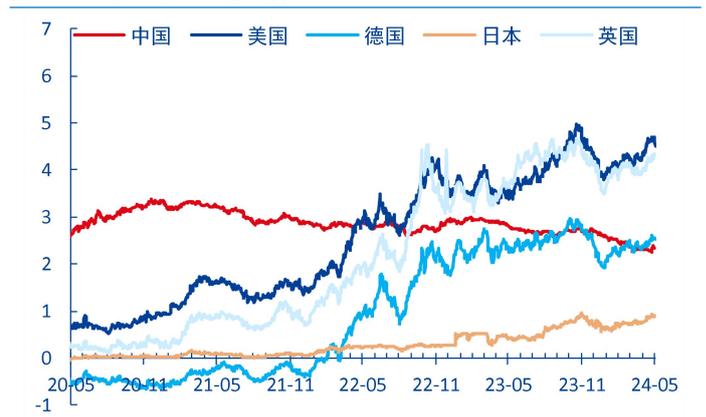
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 本周中国国债短端收益率上行约 3BP (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 中美 10Y 利差有所缩小 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



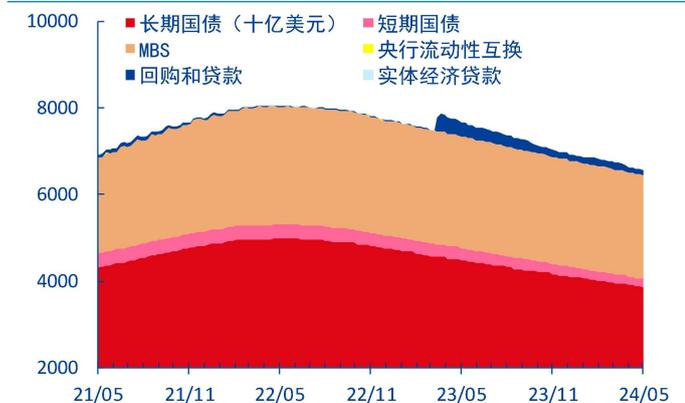
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 1Y 信用利差基本持平, 3Y 信用利差大幅扩大 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



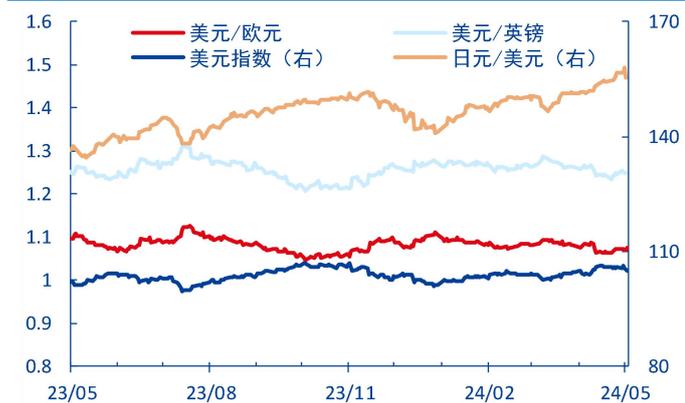
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 32: 全球汇率: 美元指数有所下行



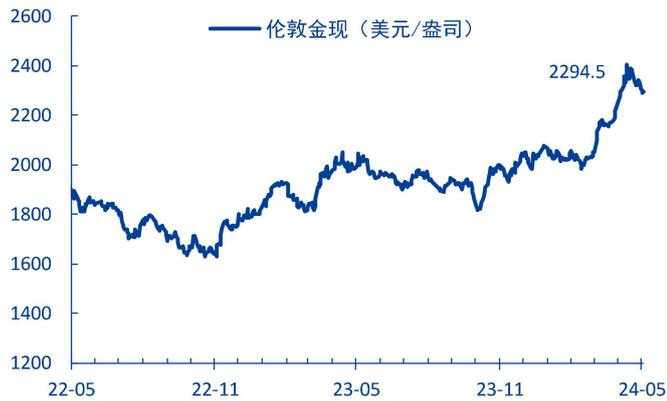
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 33: CNY 小幅升值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 34: 本周金价有所下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 35: 本周油价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 36: 4月中下旬煤炭价格有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 37: 本周铜价有所下行



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