

2024年05月24日

美元重返 105，“301 调查”再掀波澜

华金宏观·双循环周报（第 59 期）

投资要点

- ◆ **地产新政一周，二线城市获小幅提振，其他地区成效尚不显著。**央行购房杠杆放松“三支箭”、“收储”开闸和保障房再贷款措施推出后一周，二线城市房地产交易高频数据出现了小幅回升，一线和三线城市未见到明显改善仍处于下行阶段，全国范围内地产需求尚未明显扭转。近期的地产新政在供需两侧都非常强调结构性和适配性，需求侧放松至今，央行对于直接提供流动性创造增量需求的激进刺激模式都非常审慎的进行规避，而供给侧的政策放松和纾困措施，也非常强调针对高库存问题突出地区、还强调以需定购，实际上供需两侧都着力于挖掘现有存量潜力，而非激进创造增量。预计本轮房地产政策放松的效果或将主要显现于近年来产业结构升级较快、房价收入比又相对友好的一些二线城市，对于房价收入比显著偏高的一线城市及人口吸纳能力相对薄弱的三线城市，预计需求改善作用相对有限。
- ◆ **美联储纪要纠偏过度乐观降息预期，美元指数重返 105。**美联储 5 月货币政策会议纪要传递出比市场一度相当乐观的宽松预期更为鹰派的立场，指出比实际 GDP 增速更能代表潜在经济增长动能的私人国内最终消费维持了 2023 年下半年以来的强劲增长，并认为需要花费比预期更长的时间才能让通胀恢复到 2% 的水平。美联储对当前美国经济的表现实际上是比较满意的，实体经济供需缺口的缓慢收窄、劳动力市场的逐步平衡以及通胀带有高位黏性的缓慢下行实际上一致指向美国通胀将在中期回落至 2%，即美联储当前并不急于降息。二季度以来，海外市场对于美联储启动降息时点以及潜在降息路径斜率的预期开始出现新一轮大幅震荡。但事实上，当前美国政府正通过保护主义加剧的贸易和投资政策导向、以及持续扩张的财政政策，维持美国实体经济供需两侧显著好于其他发达经济体的中短期偏强表现，由此可能令失业率和通胀分别呈现低位和高位的中期黏性，并且这两大关键指标的短期波动性正在事实上趋于收窄。由此，我们仍维持美联储今年 9 月首次降息、年内降息两次各 25BP 的预测不变，后续月份美元走势的方向将很大程度上取决于以欧央行为主的非美发达经济体提前启动降息的迫切性和未来降息路径的斜率。
- ◆ **发达经济体制造业 PMI 普遍回升，但通胀路径背离却可能扩大。**发达经济体制造业 PMI 普遍不同程度回升，对于国内需求持续偏热的美国来说，大概率意味着通胀的中短期高位黏性，而对于受困于消费需求疲弱的欧元区，工业生产一定程度的回升却可能意味着通胀回落路径更趋陡峭；内需不足背景下，“滞胀”转为通缩将极为迅速，欧央行启动降息已经提上日程，降息速度可能快于市场预期。
- ◆ **美对华新能源车及电池加征关税，意图强化先进产业“围堵”态势。**出于在本次美国总统大选中获取更高支持率等目的，拜登再度发表针对我国部分行业“产能过剩”、“政府补贴”的错误言论，并宣布对部分自华进口产品再度加征关税，对华先进产业链“脱钩断链”的“围堵”政策愈演愈烈。2022 年以来，我国主要以新能源汽车驱动的汽车及零部件出口保持了持续高增，在半导体电子产业链遭遇外部环境变化影响的背景下成为支撑我国出口的中坚力量；但年初至今在美国部分官员有关“产能过剩”的不实指控和欧盟对美国贸易政策的亦步亦趋之下，汽车出口开始呈现降温趋势。本次美国政府还额外提及了对自华进口的“锂电池”提升关税税率，复杂严峻的外部环境之下，我们展望年内出口前景仍需枕戈待旦。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**本周 A 股房地产板块大幅回调；美债收益率整体上行，中国国债收益率下行，中美 10Y 利差扩大；美元指数重返 105，人民币被动小幅贬值；黄金、原油、铜价同步下行。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场恢复力度不及预期风险。

定期报告

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

土地出让金收支下滑或螺旋强化地产需求下行压力——财政数据点评（2024.4）

2024.5.20

地产放松新政，刺激效果几何？——华金宏观·双循环周报（第 58 期） 2024.5.17

消费投资同步转弱，政府债券加速发行迫在眉睫——经济数据点评（2024.4） 2024.5.17

美国“二次通胀”风险是否已经解除？——美国 CPI 点评（2024.4） 2024.5.16

社融创纪录负增长，会否常态化？ 2024.5.11



内容目录

地产新政一周，二线城市获小幅提振，其他地区成效尚不显著	3
美联储纪要纠偏过度乐观降息预期，美元指数重返 105	3
发达经济体制造业 PMI 普遍回升，但通胀路径背离却可能扩大	5
美对华新能源车及电池加征关税，意图强化先进产业“围堵”态势	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

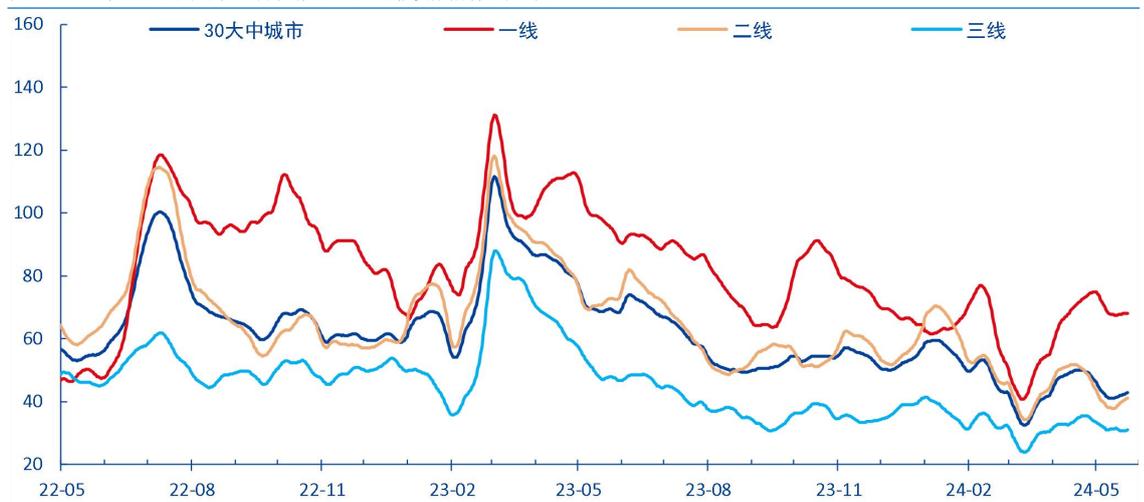
图表目录

图 1：30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	3
图 2：主要发达经济体政策利率（%）	4
图 3：主要发达经济体 S&P 制造业 PMI（%）	5
图 4：出口重点商品同比增速及贡献（%）	7
图 5：锂离子蓄电池主要出口目的地（由内至外：2024.1-4）	7
图 6：全球股市：本周全球股市中，日经 225 涨幅靠前，A 股科创 50 跌幅最深	8
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股房地产板块大幅回调	8
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨，能源板块跌幅较深	8
图 9：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行	9
图 10：中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率整体下行	9
图 11：本周中国国债短端收益率基本持平（%）	9
图 12：中美 10Y 利差有所扩大（%）	9
图 13：10Y 国开债与国债利差有所缩小（%）	10
图 14：1Y、3Y 信用利差基本持平（BP）	10
图 15：美联储本周资产规模有所减少（USD bn）	10
图 16：主要央行政策利率（%）	10
图 17：全球汇率：美元指数重回 105 以上	10
图 18：CNY 被动小幅贬值	10
图 19：本周黄金价格高位回落	11
图 20：本周油价有所下行	11
图 21：5 月中下旬煤炭价格有所上行	11
图 22：本周铜价大幅下行	11
表 1：美国本次对自华进口商品加征关税具体品类、税率及起征期限	6

地产新政一周，二线城市获小幅提振，其他地区成效尚不显著

央行购房杠杆放松“三支箭”、“收储”开闸和保障房再贷款措施推出后一周，如我们此前所预期的，二线城市房地产交易高频数据出现了小幅回升，一线和三线城市未见到明显改善仍处于下行阶段，全国范围内地产需求尚未明显扭转。自5月17日央行降低首付、取消全国商贷利率下限、下调公积金贷款利率行的购房杠杆放松“三支箭”措施，以及“收储”开闸和保障房再贷款措施推出后，二线城市的商品房成交面积较此前半月出现了小幅回暖，截至5月13日，二线城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比为41.1%，但一线和三线城市并未出现显著改善，数据表现完全符合我们此前的预期。推广至更长的时间维度，正如我们在报告《地产放松新政，刺激效果几何？——华金宏观·双循环周报（第58期）》（2024.5.17）中所进行的详细分析，当前对全国房地产市场需求侧起决定性作用的是人口、产业结构布局和房价收入比等中长期因素，近期的地产新政在供需两侧都非常强调结构性和适配性，需求侧放松至今，央行对于直接提供流动性创造增量需求的激进刺激模式都非常审慎的进行规避，而供给侧的政策放松和纾困措施，也非常强调针对高库存问题突出地区、还强调以需定购，实际上供需两侧都着力于挖掘现有存量潜力，而非激进创造增量。近期地产新政组合拳更大效果是放慢需求收缩的斜率而非抬升长期结构性因素所决定的需求底部。我们预计本轮房地产政策放松的效果或将主要显现于近年来产业结构升级较快、房价收入比又相对友好的一些二线城市，而对于房价收入比显著偏高的一线城市、以及人口吸纳能力相对偏弱的三线城市，预计需求改善作用相对有限。

图 1：30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）



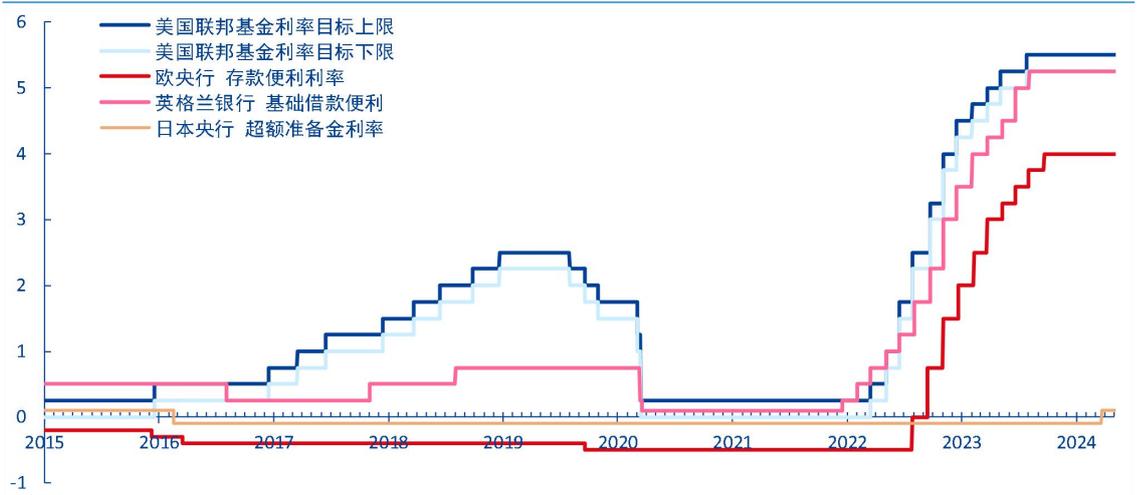
资料来源：Wind，华金证券研究所

美联储纪要纠偏过度乐观降息预期，美元指数重返 105

美联储5月货币政策会议纪要传递出比市场一度相当乐观的宽松预期更为鹰派的立场，指出比实际GDP增速更能代表潜在经济增长动能的私人国内最终消费维持了2023年下半年以来的强劲增长，并认为需要花费比预期更长的时间才能让通胀恢复到2%的水平。当地时间5月22日，美联储公布5月FOMC会议纪要，称“基于期货价格的模型显示到年底降息的概率不超过两次、每次25BP；基于期权价格的模型预测2024年只会有一次降息”。有关经济和通胀前景展望的部分表态明显偏鹰，令市场有关美联储的降息预期再起波澜。纪要指出，与会者认为，虽

然今年一季度美国实际 GDP 增速相比 2023 年下半年的强劲增长有所放缓，但包含了 PCE 和私人固定投资的私人国内最终购买（private domestic final purchases, PDFP）这一指标更能提供经济增长潜在动能的信号——这一指标保持了 2023 年下半年以来的强劲增长，即认为美国经济潜在增速仍旧十分强劲。纪要同时指出，一季度净出口之所以显著拖累实际 GDP 增长，主要是因为进口、尤其是资本品进口的大幅增加（large increase in imports of capital goods）和工业用品出口的下降（declines in exports of industrial supplies），也即当前美国国内生产端的资本品需求十分旺盛。此外，纪要指出美国劳动力市场的供需平衡速度近月来虽有小幅放缓，但整体仍是趋于好转（move into better balance），并预计失业率会在 2024 年小幅下降之后保持稳定，这一判断一定程度上与市场展望方向相反。正如我们在前期报告《美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评》（2024.5.3）中所详细论述，当前美国失业率过高或过低都可能会导致通胀走高，只有很窄的区域对应通胀带有高位黏性的缓慢下行路径，而显然，美联储也已经充分意识到了这一点，明确指出“到 2026 年，总体和核心 PCE 通胀预计将接近 2% 的水平”。换句话说，美联储对当前美国经济的表现实际上是比较满意的，实体经济供需缺口的缓慢收窄、劳动力市场的逐步平衡以及通胀带有高位黏性的缓慢下行实际上一致指向美国通胀将在中期回落至 2%（inflation would return to 2 percent over the medium term），也即美联储当前并不急于降息。

图 2：主要发达经济体政策利率（%）



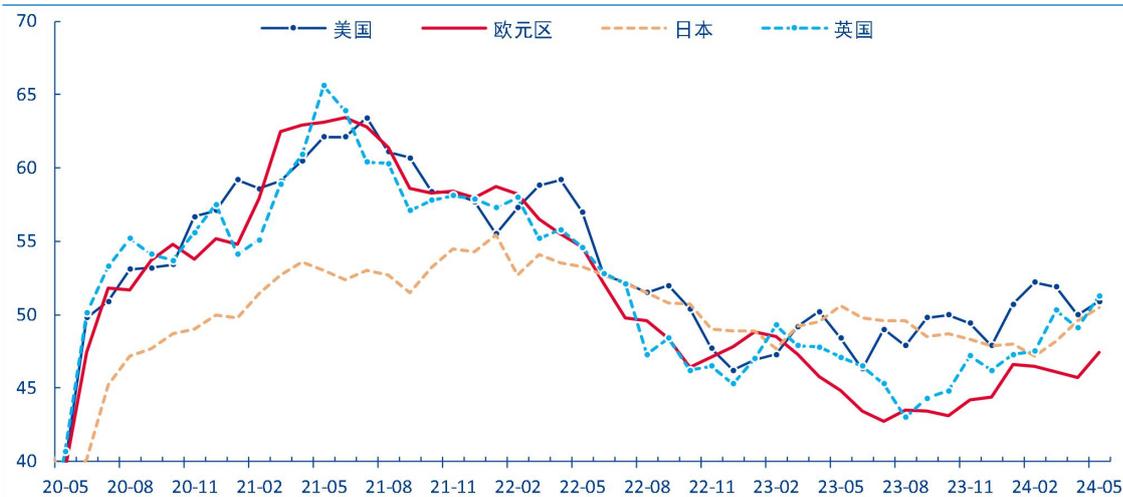
资料来源：CEIC，华金证券研究所

二季度以来，海外市场对于美联储启动降息时点以及潜在降息路径斜率的预期开始出现新一轮大幅震荡。但事实上，当前美国政府正视图通过保护主义加剧的贸易和投资政策导向、以及持续扩张的财政政策，维持美国实体经济供需两侧显著好于其他发达经济体的中短期偏强表现，由此可能令失业率和通胀分别呈现低位和高位的中期黏性，并且这两大关键指标的短期波动性正在事实上趋于收窄。由此，我们仍维持美联储今年 9 月首次降息、年内降息两次各 25BP 的预测不变，后续月份美元走势的方向将很大程度上取决于以欧央行为主的非美发达经济体提前启动降息的迫切性和未来降息路径的斜率。

发达经济体制造业 PMI 普遍回升，但通胀路径背离却可能扩大

发达经济体制造业 PMI 普遍不同程度回升，对于国内需求持续偏热的美国来说，大概率意味着通胀的中短期高位黏性，而对于受困于消费需求疲弱的欧元区，工业生产一定程度的回升却可能意味着通胀回落路径更趋陡峭；内需不足的背景下，“滞胀”转为通缩将极为迅速，欧央行启动降息已经提上日程，降息速度可能快于市场预期。5月23日集中公布的发达经济体 Markit 制造业 PMI 数据显示，今年以来美国制造业 PMI 持续高于日本、英国和欧元区，5月美国制造业 PMI 大幅上行 0.9 至 50.9，并连续 5 个月处于荣枯线之上；而欧元区 5 月制造业 PMI 虽然较 4 月大幅上行 1.7 至 47.4 的近 15 个月以来高位，但整体水平仍显著偏低，供给侧呈现低位改善的趋势，加之欧元区居民消费需求趋于降温，需求缺口是趋于收窄的，而不是与美国类似的保持在较阔的缺口状态，这更大概率意味着欧元区核心通胀未来下行的斜率或将较市场预期更为陡峭，欧央行降息迫在眉睫，并且在首降启动之后可能以比市场预期更陡峭的斜率多次连续降息。日本、英国等非美发达经济体制造业 PMI 虽然也分别有不同程度的改善，但供需结构、通胀路径与欧元区而非美国呈现更大的相似性。当前，除美国外的发达经济体普遍深陷内需不足的困境，一旦供给侧连续改善，通胀形势从此前的“滞胀”向“通缩”的转变可能非常快，并可能因此加速年内的降息进程。美联储在 5 月货币政策会议纪要中更是直指“美元大幅走强，因为预计其他国外央行将先于美联储放松政策”。我们维持美联储首次降息不早于 9 月、年内降息两次的预测不变；并且一旦欧央行在 6 月首降时提出超市场预期的鸽派指引，美元指数有更大幅度上冲的风险。

图 3：主要发达经济体 S&P 制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

美对华新能源车及电池加征关税，意图强化先进产业“围堵”态势

出于在本次美国总统大选中获取更高支持率等目的，拜登再度发表针对我国部分行业“产能过剩”、“政府补贴”的错误言论，并宣布对部分自华进口产品再度加征关税，对华先进产业链“脱钩断链”的“围堵”政策愈演愈烈。美国总统拜登在当地时间 5 月 14 日发表题为“保护美国工人和企业免受中国不公平贸易行为影响”的讲话，其中再度针对我国部分行业提出“产能过剩”、“政府补贴”等错误论调，并提出对自中国进口的钢铁和铝制品、新能源汽车、新能源汽车电池、太阳能电池板、半导体甚至是手套和口罩等医疗设备加征关税。本轮加征关税共涉及

14 项产品品类，其中对新能源汽车征收的关税税率更是高达 100%，美国对华先进产业链的遏制意图显露无疑。

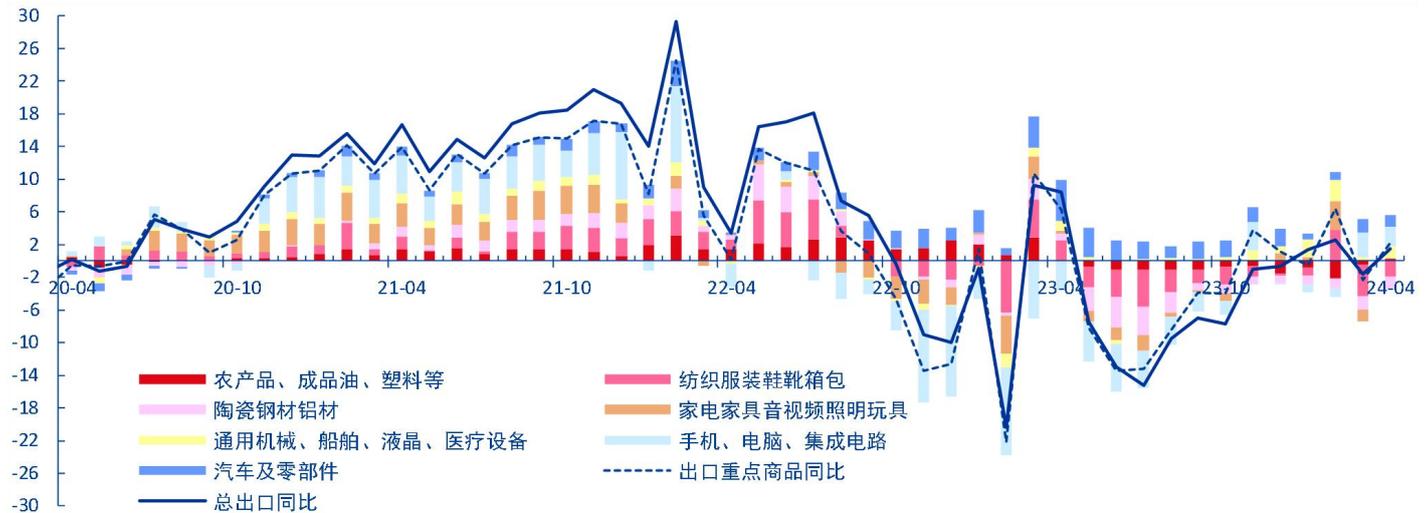
表 1：美国本次对自华进口商品加征关税具体品类、税率及起征期限

美国自华进口商品品类	关税税率及起征期限
Battery parts(non-lithium-ion batteries)	2024 年加征至 25%
Electric Vehicles	2024 年加征至 100%
Facemasks	2024 年加征至 25%
Lithium-ion electrical vehicle batteries	2024 年加征至 25%
Lithium-ion non-electrical vehicle batteries	2026 年加征至 25%
Medical gloves	2026 年加征至 25%
Natural graphite	2026 年加征至 25%
Other critical minerals	2024 年加征至 25%
Permanent magnets	2026 年加征至 25%
Semiconductors	2025 年加征至 50%
Ship to shore cranes	2024 年加征至 25%
Solar cells(whether or not assembled into modules)	2024 年加征至 50%
Steel and aluminum products	2024 年加征至 25%
Syringes and needles	2024 年加征至 50%

资料来源：USTR，华金证券研究所

2022 年以来，我国主要以新能源汽车驱动的汽车及零部件出口保持了持续高增，在半导体电子产业链遭遇外部环境变化影响的背景下成为支撑我国出口的中坚力量；但年初至今在美国部分官员有关“产能过剩”的不实指控和欧盟对美国贸易政策的亦步亦趋之下，汽车出口开始呈现降温趋势。美国政府的所谓“301 调查”被频繁作为对先进制造业快速崛起的经济体进行遏制的一种单边手段。在日韩经济蓬勃发展的上世纪八九十年代，美国也曾频繁针对日、韩的半导体和汽车产业发起所谓“301 调查”，并通过让日本自愿承诺限制性出口配额等方式压制日本和韩国相应产品快速增长的出口。自 2022 年以来，我国以新能源汽车、锂离子蓄电池、太阳能光伏面板为代表的清洁能源领域出口持续高增，尤其是汽车及零部件开始呈现“井喷式”出口局面，在 2023 年月均总出口同比增速为-5.4%的背景下，实现了月均高达 2.5 个百分点的同比贡献。但自今年年初开始，一方面，美国进入大选年，两党总统候选人均宣称计划针对中国采取更为激进的限制性贸易措施，不断有美国官员对中国新能源汽车和相关领域提出诸如“产能过剩”等错误论调；另一方面，欧盟也跟随美国的贸易政策取向宣布将对自华进口的新能源汽车进行海关登记，并在完成反补贴调查后征收“追溯性关税”，我国汽车及零部件相关领域产品出口也受此波及开始降温。

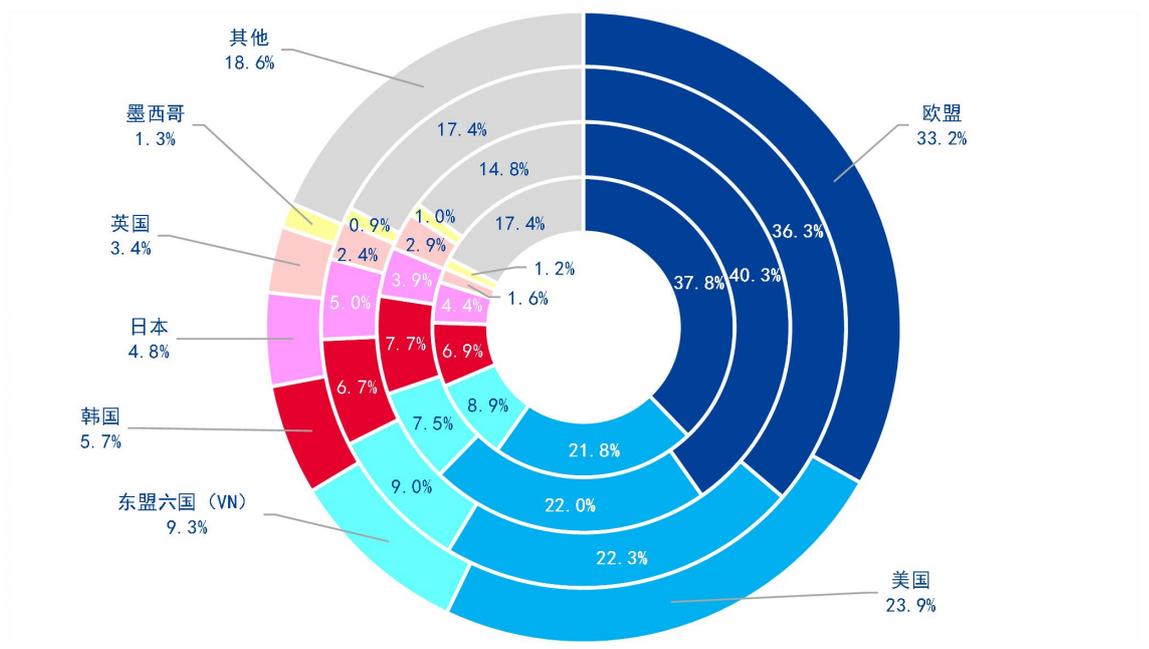
图 4：出口重点商品同比增速及贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

本次美国政府还额外提及了对自华进口的“锂电池”提升关税税率，复杂严峻的外部环境之下，我们展望年内出口前景仍需枕戈待旦。近年来我国以锂离子蓄电池为代表的新能源电池领域也迎来蓬勃发展，在出口中的占比自 2017 年以来持续提升；今年 1-4 月，我国锂离子蓄电池主要出口目的地中，美国的占比从 21.8% 快速提升至 23.9%，稳居第二大出口目的地，这也引发了拜登政府一定程度的警惕，在本次加征关税税率的产品清单中，电动车用锂离子电池（Lithium-ion electrical vehicle batteries）赫然在列，将从 2024 年起征收 25% 的关税。在年初的闰年春节效应消退后，我国出口已经呈现出一定的降温迹象，加之本次加征关税的负面影响，年内出口前景展望不应过度乐观，仍需枕戈待旦。

图 5：锂离子蓄电池主要出口目的地（由内至外：2024.1-4）

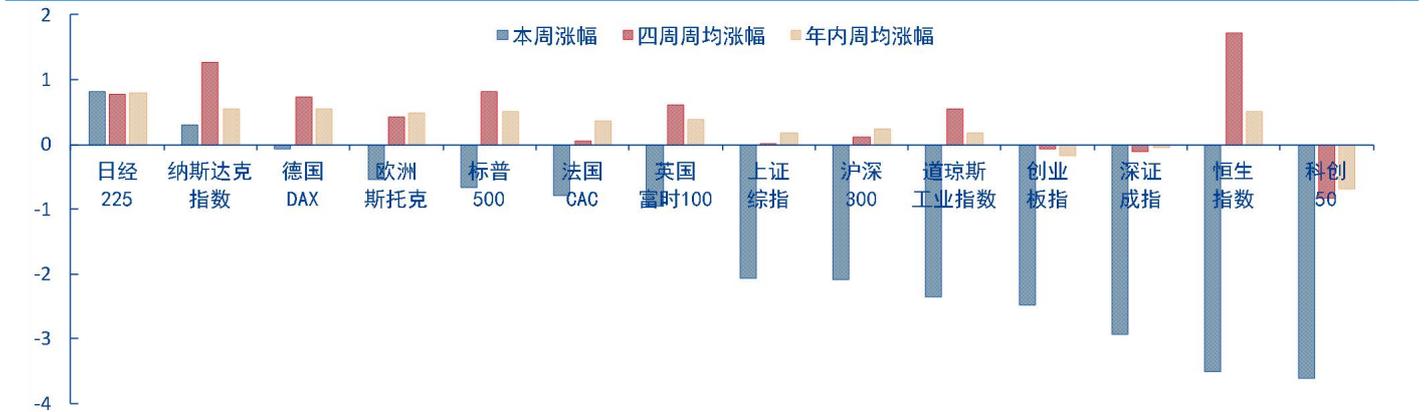


资料来源：海关总署，华金证券研究所

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场恢复力度不及预期风险。

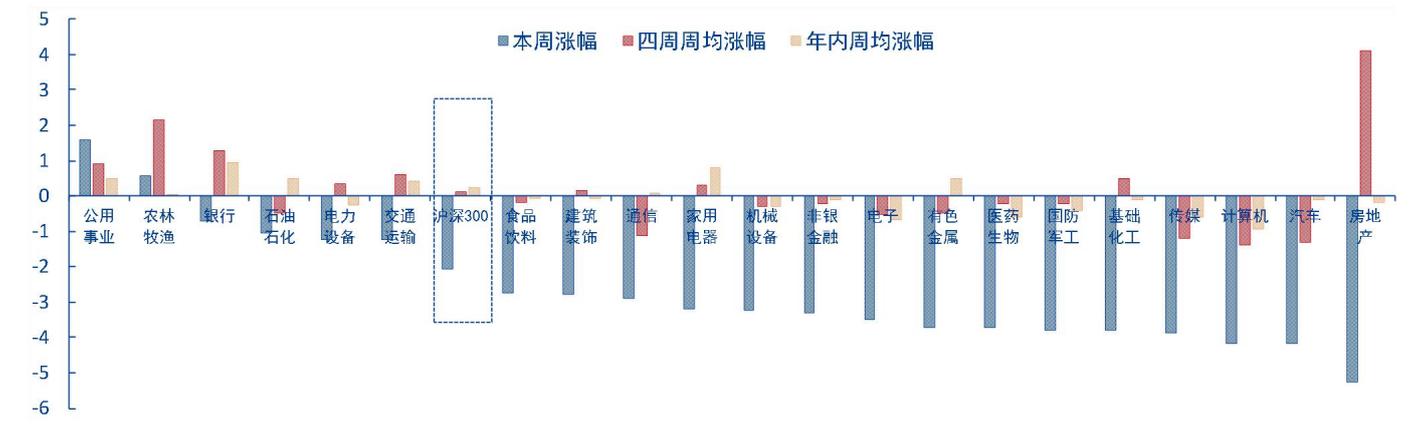
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 本周全球股市中, 日经 225 涨幅靠前, A 股科创 50 跌幅最深



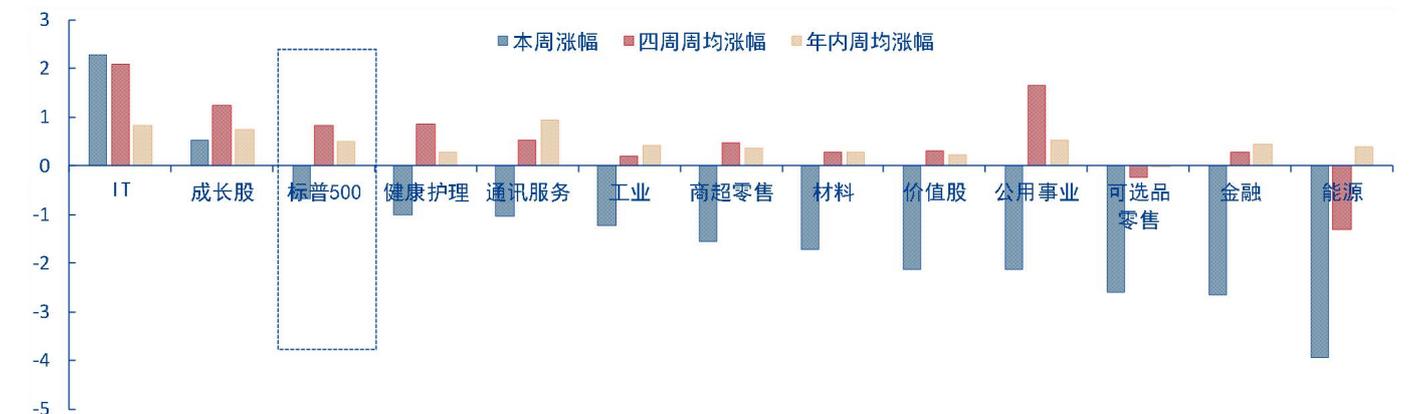
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股房地产板块大幅回调



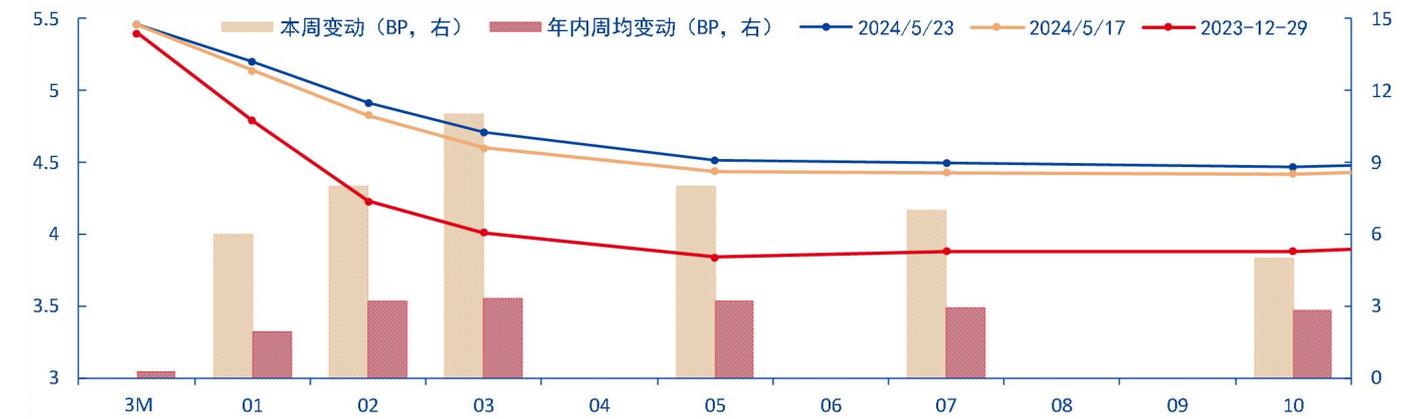
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块领涨, 能源板块跌幅较深



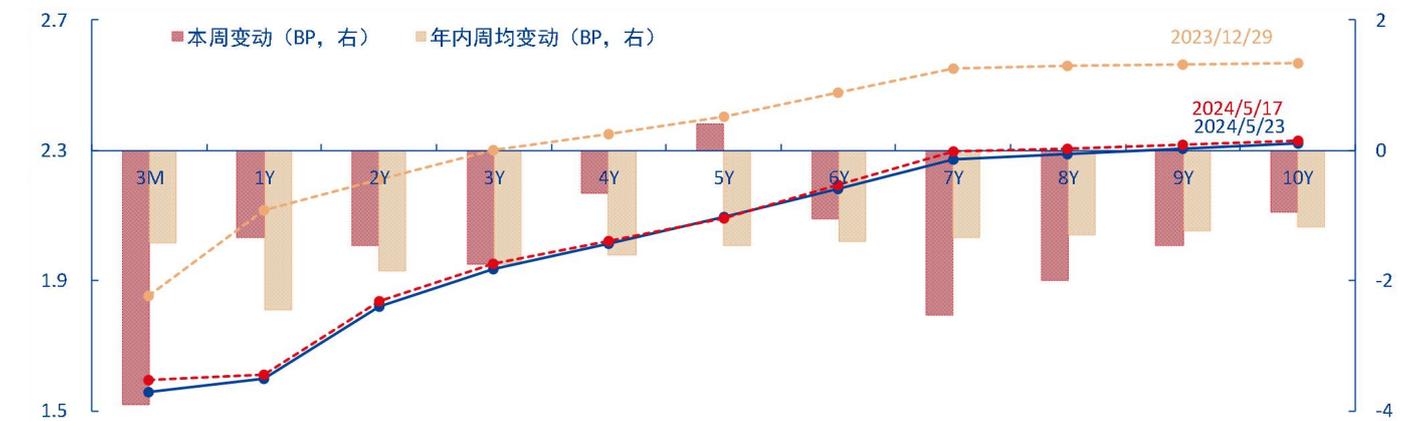
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行



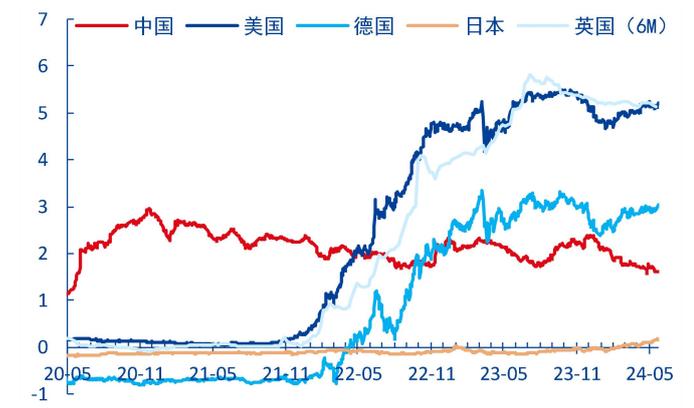
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率整体下行



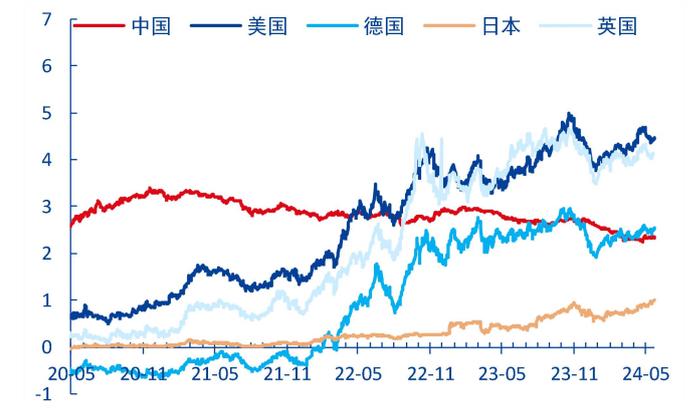
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：本周中国国债短端收益率基本持平（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 利差有所扩大（%）



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缩小 (%)



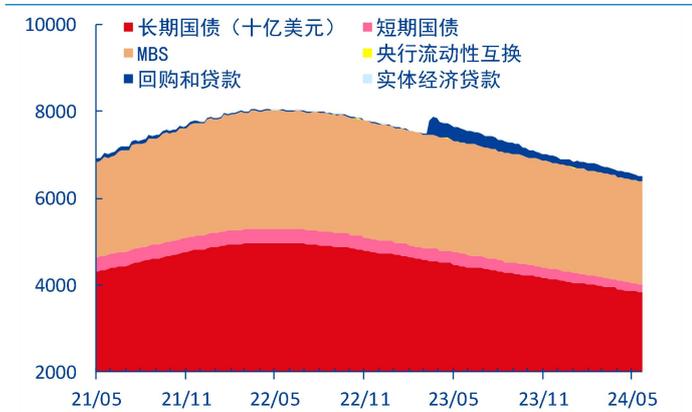
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 1Y、3Y 信用利差基本持平 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 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 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: 美元指数重回 105 以上



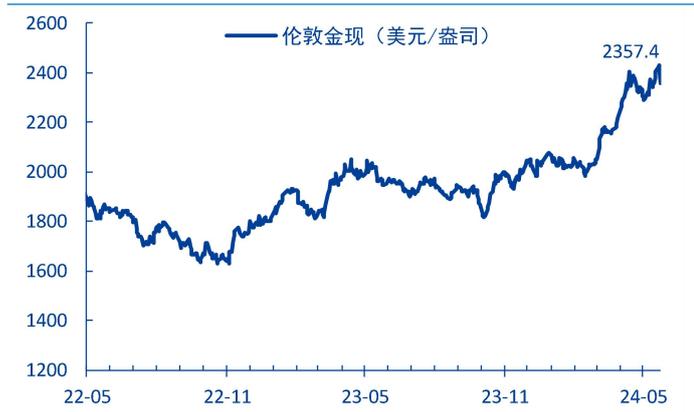
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: CNY 被动小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周黄金价格高位回落



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周油价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 5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 22: 本周铜价大幅下行



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