

棚改计划低于预期，商品房销售和基础货币受冲击

- **今年棚户区计划改造 285 万套，低于市场预期。**近期财政部发布了《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，今年城镇棚户区计划改造 285 万套，比 2018 年实际开工减少 341 万套。根据 2018-2020 年棚户区计划改造 1500 万套估算，市场普遍预期 2019 年棚户区计划改造 400 万套左右，最终确定的计划套数低于市场预期。从区域来看，东部、中部和西部计划套数均出现明显下降。棚户区计划改造套数降低将会对商品房销售及基础货币带来直接的负向影响。一方面，**商品房销售将会下行，不过一线及部分二、三线城市销售较好，下行幅度有限。**在棚户区改造中，货币化安置对商品房销售具有直接的拉动作用。假定去年和今年货币化安置比例均为 60%，每户购置商品房的面积为 75 平方米，并且棚户区计划和实际改造套数一致。由此估算，棚户区计划改造减少 341 万套将会直接拉低商品房销售面积 9% 左右，今年商品房销售将会下行。不过，今年以来，部分城市房地产政策边际松动。此外，融 360 数据显示，银行下调首套房贷款利率，全国首套房贷款利率连续下降 4 个月，降幅 15bp。房地产政策边际松动叠加房贷利率下行，对商品房销售带来积极影响，一线及部分二、三线城市反应更加明显。3 月 30 大中城市商品房销售面积当月同比达到 21.9%，4 月为 19.5%，虽有所下滑，但增速依然很高。由此判断，在一线及部分二、三线城市商品房销售支撑下，商品房销售下行幅度有限。另一方面，**基础货币投入减少，预计央行将运用 MLF、TMLF、降低法定存款准备金率等方式给予对冲。**棚户区改造的资金主要来自于公共财政支出、棚户区改造地方专项债、国开行和农开发贷款等，其中国开行和农开发贷款支持力度最大。以 2017 年为例，国开行和农开发对棚户区改造贷款 1.3 万亿，占棚户区改造完成投资额的 71%。由此可见，棚户区改造会直接创造信贷需求，推动信用扩张。国开行和农开发贷款的资金主要来自于央行的 PSL。2017 年新增 PSL6350 亿元，占两者棚户区改造贷款的 49%。PSL 会转化为基础货币，棚户区改造间接地拉动基础货币上升。棚户区计划改造套数降低意味着贷款需求和央行 PSL 支持力度均将降低，将会对信用创造和基础货币带来负向冲击。不过，由于今年以来信贷增长较快，负向作用主要集中在基础货币。1-3 月新增 PSL 为 1615 亿元，比去年同期低 1423 亿元，新增 PSL 已经开始下降。为了保障信贷合理增长，预计央行将运用 MLF、TMLF、降低法定存款准备金率等方式给予对冲。
- **中观层面，高频数据显示，4 月供给有所走弱。**从需求来看，4 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比小幅收窄，100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，截止 4 月第 4 周乘用车零售同比跌幅扩大。从供给来看，4 月以来六大发电集团日均煤耗同比由涨转跌。从价格来看，4 月以来原油、水泥、钢铁、有色价格均值上涨，煤炭价格均值下跌，预计 4 月 PPI 环比为正，PPI 同比小幅上升；4 月以来猪肉、鲜果价格均值上涨，蔬菜价格均值下跌，预计 CPI 环比为正，CPI 当月同比可能达到 2.5% 以上。
- **金融市场方面，资金价格整体下降，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市分化，国内工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行无公开市场操作。资金价格整体下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率分化，期限利差收窄，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数下降，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，原油价格上涨，国内工业品价格上涨。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

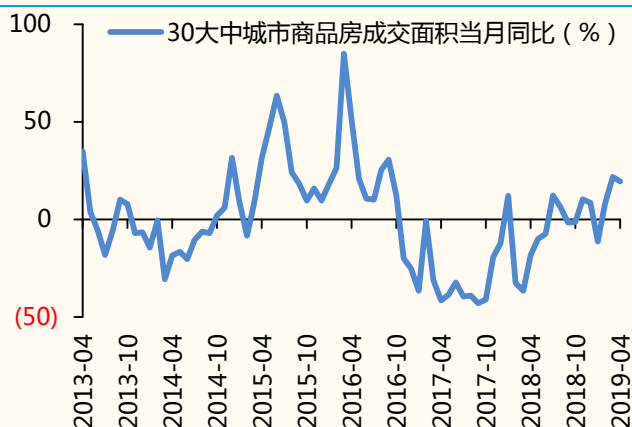
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，4月供给有所走弱

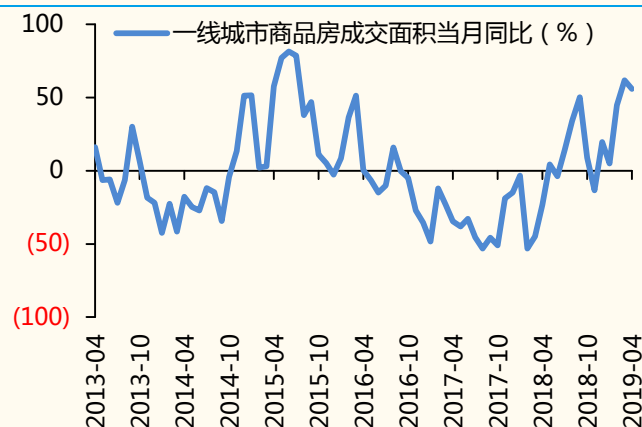
- 4月以来30大中城市商品房日均销售面积同比小幅收窄。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二、三线城市同比涨幅略微扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为19.5%（前值21.9%）。一线城市同比55.7%（前值61.8%）、二线城市同比8.4%（前值6.1%），三线城市同比27.5%（前值26.8%）。北京、广州、深圳房地产销售面积同比涨幅依然较大，上海房地产销售面积同比涨幅扩大。
- 4月以来土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅收窄。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-23.2%（前值-22.5%），土地成交总价同比为1.1%（前值为22.4%）。
- 截止4月第4周汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，截止4月第4周，乘用车零售同比为-27%（前值-12%），批发同比为-29%（前值-14%）。

图表1：4月以来商品房日均销售面积同比小幅收窄



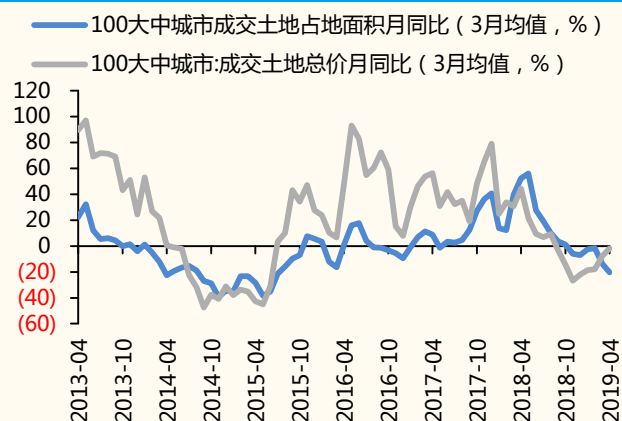
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：4月以来一线城市商品房日均销售面积同比下滑



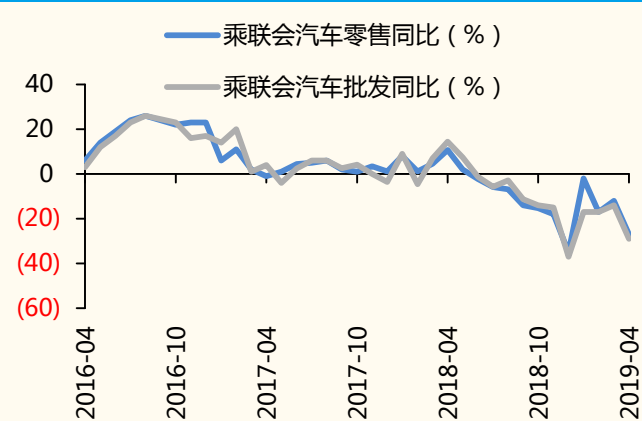
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：4月以来土地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表4：4月第4周汽车零售同比跌幅扩大

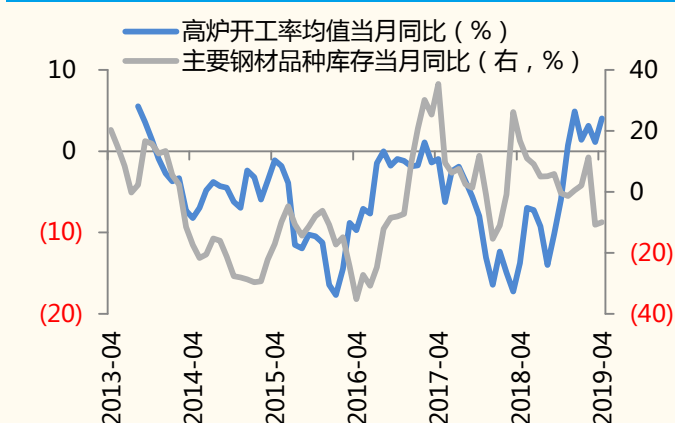


来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

- 4月以来高炉开工率均值同比上升，钢铁社会库存同比依然为负。具体来看，4月高炉开工率均值为69.4%，同比上升至4.0%（前值1.1%）。钢铁社会库存下行至1273.6万吨，同比为-10.0%（前值-10.8%）。

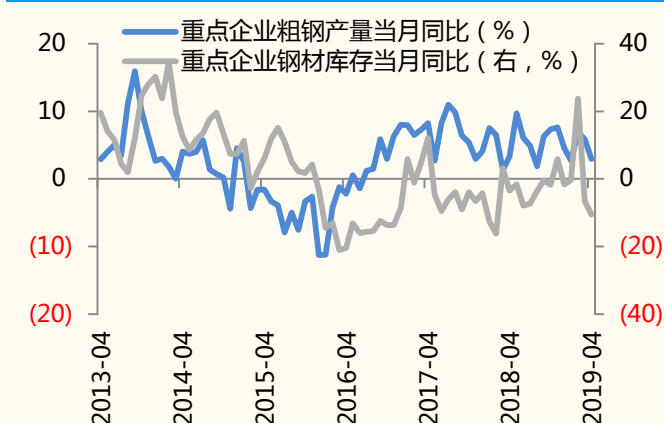
- 4月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由涨转跌。具体来看，4月以来六大发电集团日均煤耗同比为-5.3%（前值4.2%）。

图表 5：4月以来高炉开工率同比上升



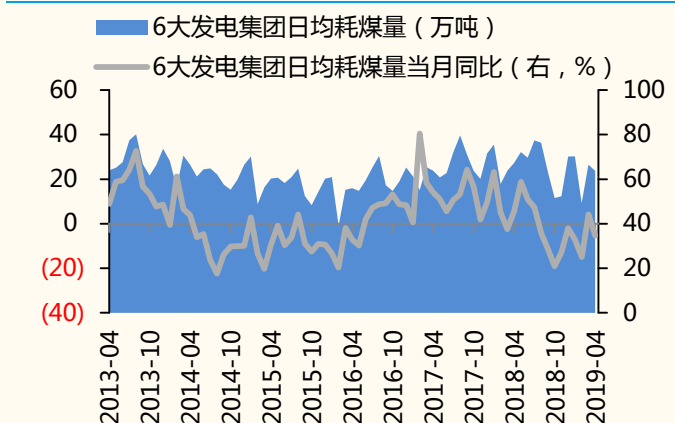
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：4月上旬重点钢铁企业粗钢产量同比下滑



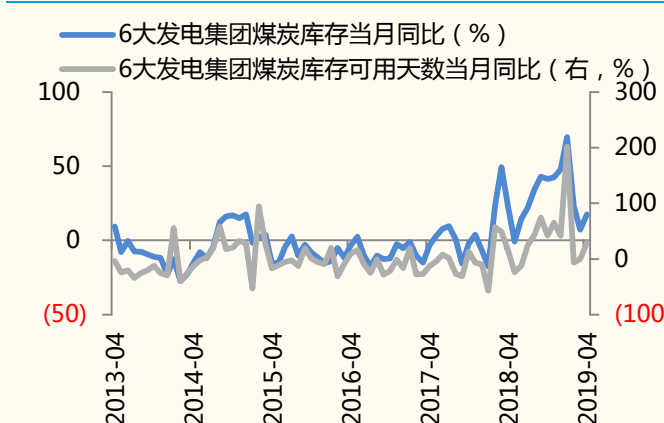
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：4月以来6大发电集团日均煤耗同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

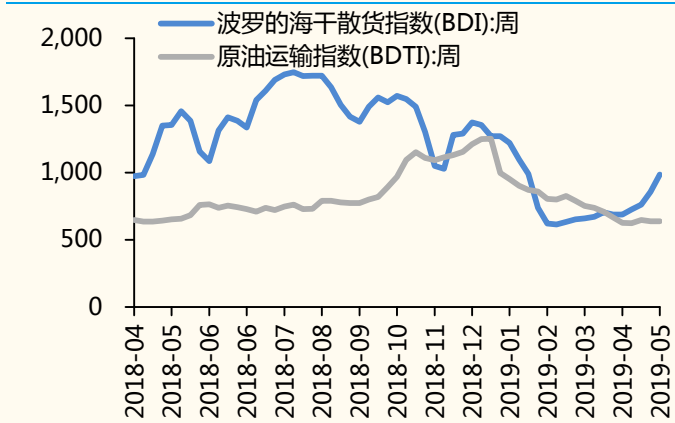
图表 8：4月以来6大发电集团煤炭库存同比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

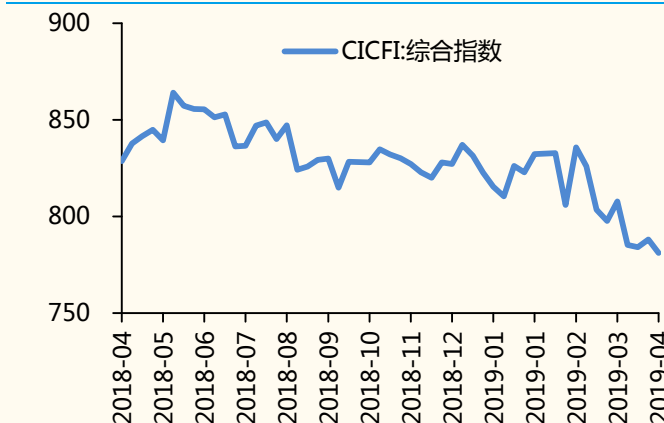
- 上周 BDI 上升，BDTI 下降；前一周 CICFI 下降，CCFI 上升。
- 前一周铁矿石日均疏港量上升 1.1%，至 283.2 万吨，港口库存下降。前一周焦炭港口库存上升 2.0%，焦炭企业库存下降 4.7%。

图表 9：上周BDI上升，BDTI下降



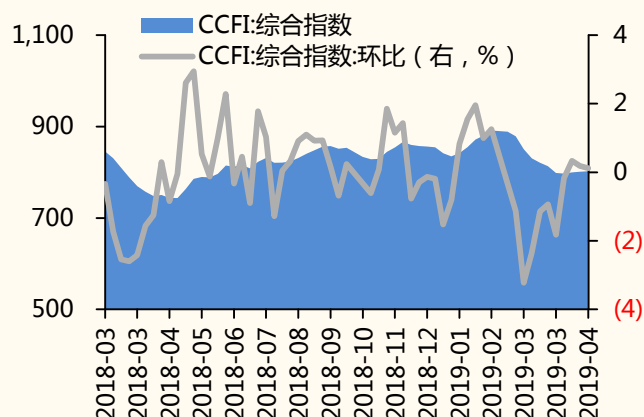
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：前一周CICFI下降



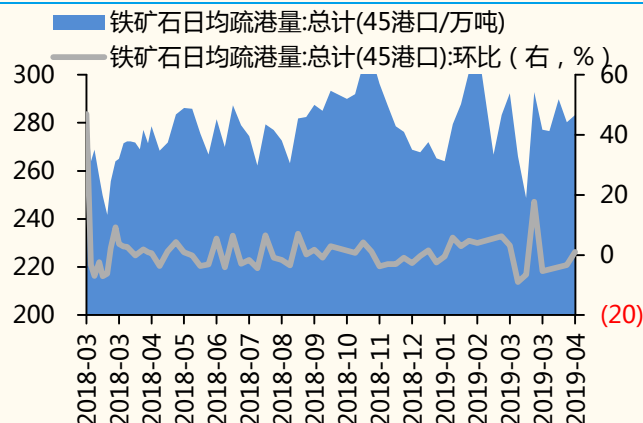
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：前一周 CCFI 上升



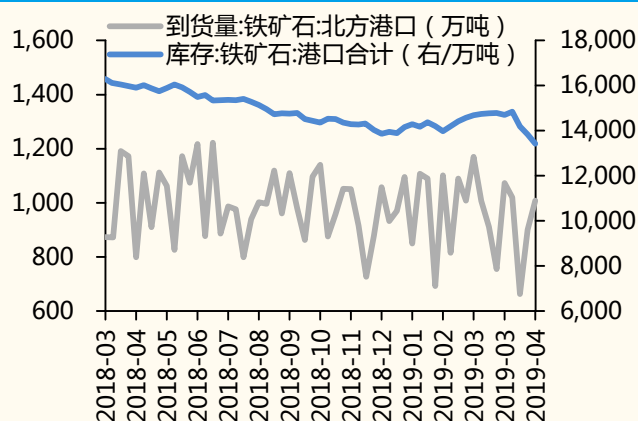
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：前一周铁矿石日均疏港量上升



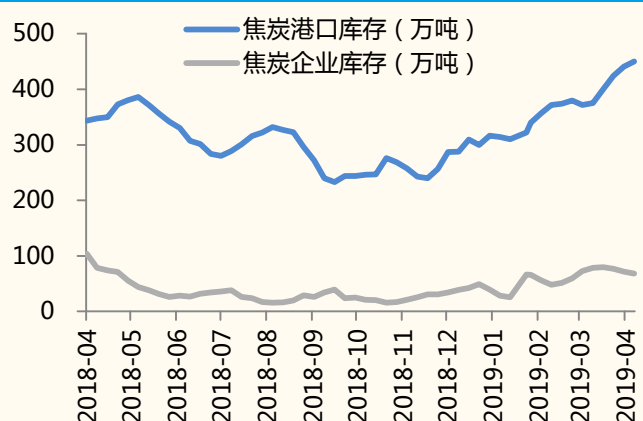
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：前一周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

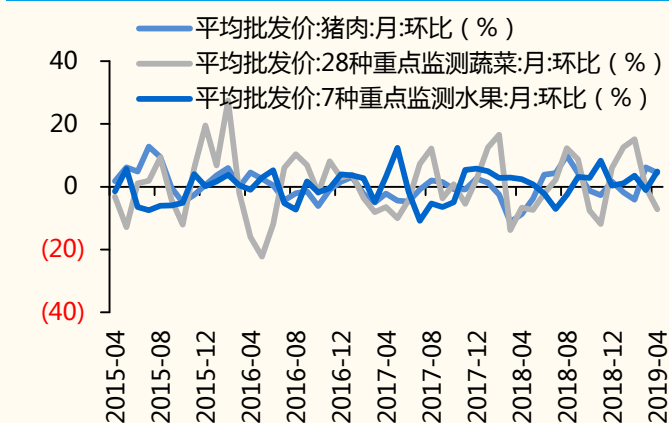
图表 14：前一周焦炭企业库存下降，港口库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

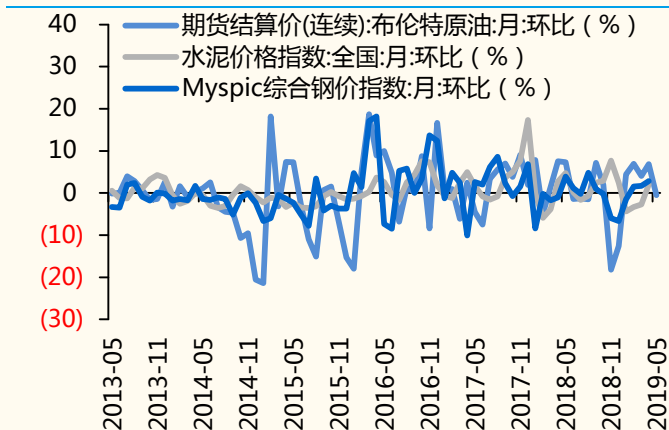
- 4 月以来农产品价格均值涨跌互现，大部分工业品价格均值上涨。农产品方面，4 月以来猪肉价格均值涨幅回落（4.5%，前值 6.2%），蔬菜价格均值下降（-7.1%，前值-0.2%），鲜果价格均值上升（4.9%，前值-1.0%）；工业品方面，煤炭价格均值下降（-1.6%，前值 1.0%），原油价格均值继续上升（6.9%，前值 4.0%），水泥价格均值上升（2.0%，前值-2.7%），钢铁价格均值上升（2.9%，前值 1.7%），有色价格均值涨幅回落（0.1%，前值 0.5%）。

图表 15：4 月以来猪肉、水果价格均值环比上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：4 月以来原油价格均值环比上涨较多

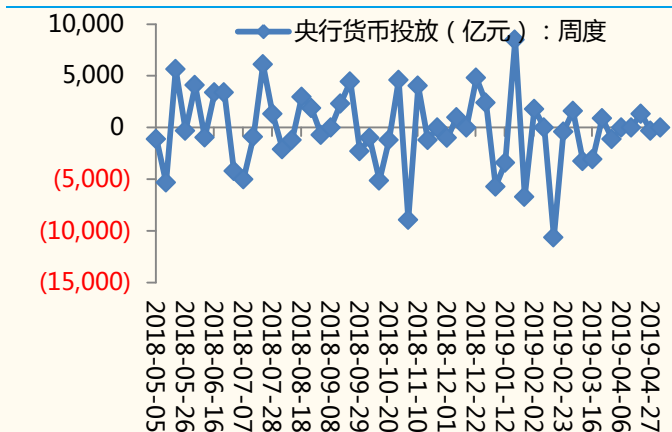


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格整体下降，债券收益率分化，人民币兑美元持平前值，全球股市分化，国内工业品价格上涨。

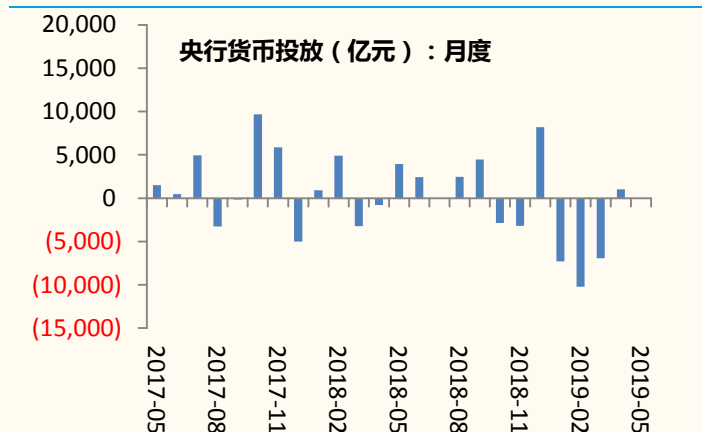
- 货币市场方面，上周央行无公开市场操作，资金价格整体下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行无公开市场操作。资金价格整体下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 38bp，R007 上行 1bp；DR001 下行 38bp，DR007 下行 5bp。R001-DR001 持平前置，R007-DR007 上行 6，说明银行融出资金意愿下降，非银行金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率分化，期限利差持续收窄，信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率上行 2bp，1Y 国开债到期收益率上行 2bp；10Y 国债到期收益率下行 2bp，10Y 国开债到期收益率下行 1bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、1YAA 企业债到期收益率上行 1bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 2bp、10YAA 到期收益率下行 2bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元持平前值，美元指数下跌，即期市场量下降。上周，在岸人民币兑美元汇率持平前值。美元指数下跌，美元兑日元、英镑、欧元贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，原油价格上涨，国内工业品价格上涨。国内股市方面，上证综指下跌 0.3%；创业板指下跌 2.1%。国外股市方面，道琼斯工业指数微跌 0.1%，纳斯达克指数上涨 0.2%，德国 DAX 上涨 0.8%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 2.4%，铁矿石价格上涨 3.3%，焦炭价格上涨 1.6%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 0.8%；ICE 布油价格上涨 1.3%，LME 铜下跌 2.6%。

图表 17：上周央行无公开市场操作



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：5 月以来央行无公开市场操作



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：04/29-05/03 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.12	(38)	0	(41)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.74	1	0	(40)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.09	(38)	0	(38)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.65	(5)	0	(39)
R001-DR001(bp)	3	0	0	(2)
R007-DR007 (bp)	9	6	0	(1)
SHIBOR:隔夜	2.09	(41)	0	(47)
SHIBOR:1周	2.68	(5)	0	(22)
7日年化收益率:余额宝	2.36	1	0	(26)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.24	424	0	(15)
票据直贴利率:6个月:长三角	3.66	0	0	(6)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.10	(89)	0	(5)

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：04/29-05/03 周内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.72	2.69	2.69	2	0	9
中债国债到期收益率:10年	3.43	3.39	3.39	(2)	0	16
中债国债到期收益率:1年	2.92	2.90	2.92	2	0	17
中债国债到期收益率:10年	3.85	3.81	3.81	(1)	0	17
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.41	3.39	3.41	3	0	(17)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.62	4.60	4.60	(2)	0	27
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.70	3.69	3.69	1	0	(43)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.73	5.71	5.71	(2)	0	29
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	71	70	70	(3)	0	7
中债国债期限利差	93	90	90	(3)	0	1
中债企业债期限利差(AAA)	123	119	119	(5)	0	45
中债企业债期限利差率(AA)	204	202	202	(3)	0	73
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	72	68	72	2	0	(27)
中债企业债信用利差(AAA):10年	121	119	121	(0)	0	11
中债企业债信用利差(AA):1年	100	98	100	(1)	0	(53)
中债企业债信用利差(AA):10年	232	230	232	(0)	0	13
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99	99	99	0.2%	0.0%	-0.5%
CFETS 10年期国债期货	97	96	97	0.3%	0.0%	-1.1%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：04/29-05/03 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.74	6.73	6.74	0.0%	0.0%	-1.9%
美元兑离岸人民币	6.75	6.72	6.73	-0.1%	-0.1%	-2.0%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	38	12	12	9	0	-32
即期询价成交量：美元兑人民币			269.8	-83.0	-90.9	-10.7
USDCNY: NDF 1年			6.78	0.0%	0.1%	-1.7%
CFETS人民币汇率指数			95.70	0.0%	0.0%	2.6%
巨潮人民币实际有效汇率指数	123.57	123.29	123.30	-0.2%	0.0%	3.8%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12790

