



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



利差走阔美元走强 中国经济迎开门红

摘要

近期海外经济数据好坏不一，美国通胀水平受薪资增速高企以及居民消费支出不减的影响下行受阻，而非美国国家方面欧元区与英国通胀水平虽稳步回落但经济增速放缓隐忧增强，瑞士央行的意外降息也使得市场提高了对G10非美国国家央行未来提前降息的预期。往后看，在美国经济维持强劲的状况下，年内美联储降息空间或仍有一定概率缩小，未来美国与非美国国家利差逐渐走阔或使美元指数持续走强，国际市场上如金属（金、银、铜）、能源（原油、天然气）以及农产品（大豆、小麦、玉米）等以美元标价的商品价格随美元强弱波动。

2024年一季度，我国经济延续了回升向好的态势，显示出强大的韧性和潜力。2024年《政府工作报告》将GDP增速目标设定在5%左右，整体基调较为积极。在国内外环境复杂多变的背景下，我国经济稳步复苏，多数经济指标呈现出积极变化，为达成5%增速目标带来信心。作为经济复苏的重要内生动力，2月制造业PMI回落幅度小于季节性。春节假日因素影响，企业员工假期返乡增多，生产回落快于需求。从投资端来看，开年数据整体超预期，制造业、基建韧性依旧偏强，房地产继续下探。外贸方面，一季度我国进出口总额保持增长，结构上持续优化。在美联储维持高利率不变的情况下，外需整体或仍然呈温和恢复特征。消费端，服务业表现显著好于整体社消，节假日对文旅行业消费的强势支撑也侧面衬托出总体需求仍有较大空间。在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持。接下来按照“灵活适度、精准有效”的要求，货币政策仍有较大的降息、降准空间。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：经济保持强劲，联储鹰声不减.....	4
(二) 欧元区：衰退隐患犹存，降息决意不定.....	7
(三) 日本：政策转折到来，前路仍旧漫漫.....	9
(四) 外汇技术分析.....	10
二、国内宏观经济回顾展望	12
(一) 目标预期：GDP 增长 5%左右	12
(二) 生产端：表现优于季节性规律	13
(三) 投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏	15
(四) 消费端：预期走弱，服务业为主导	20
(五) 贸易端：出口迎“开门红”，外需温和修复	21
(六) 价格端：季节性回升，生猪小幅修复.....	24
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力	28
(一) 财政政策：适度加力、提质增效	28
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效	29
免责声明.....	32

图表目录

图 1 美国经济活跃度下降.....	5
图 2 美国整体通胀水平下行放缓.....	5
图 3 美国薪资增速放缓.....	5
图 4 经济数据维持强劲，美股再创新高.....	6
图 5 美国国债收益率小幅回升.....	6
图 6 利率预期上调，美元指数得到支撑.....	7
图 7 欧元区商业活跃度小幅回升.....	8
图 8 欧元区通胀水平稳步回落.....	8
图 9 日本整体 PMI 回升.....	9
图 10 日本 CPI 加速走高.....	9
图 11 日本贸易边际走强.....	10
图 12 美元指数走势图.....	11
图 13 2024 年与 2023 年《政府工作报告对比》.....	13
图 14 规模以上工业增加值（%）.....	14
图 15 三大门类工业增加值同比增速（%）.....	14
图 16 制造业 PMI.....	15
图 17 制造业 PMI 具体分项.....	15
图 18 投资端企稳恢复.....	16
图 19 基建投资细分项.....	16
图 20 水泥发运率.....	17
图 21 挖掘机销量当月同比.....	17
图 22 制造业投资细分项.....	18
图 23 地产景气度持续下探.....	18
图 24 商品房销售面积大幅回落.....	19
图 25 地产新开工、竣工和施工累计同比.....	19
图 26 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）.....	19
图 27 社会消费品零售总额增速.....	20
图 28 餐饮消费支撑明显.....	20
图 29 各品类社零当月同比增速.....	21
图 30 全国城镇失业率.....	21
图 31 我国出口同比增速.....	22
图 32 我国对主要经济体出口累计同比增速.....	22
图 33 我国进口同比增速（%）.....	23
图 34 主要进口商品金额同比（%）.....	24
图 35 核心通胀大幅好转.....	24
图 36 低基数提振猪价降幅收缩.....	25
图 37 蔬菜季节性表现（中国寿光指数）.....	25
图 38 红海危机升级使油价升温.....	26
图 39 PPI 低位运行.....	27
图 40 PPI 具体分项.....	27

图 41 生产、生活资料剪刀差.....	27
图 42 公共财政收支同比增速 (%)	28
图 43 社会融资规模及其增速.....	29
图 44 近五年 1-2 月累计新增社融规模.....	29
图 45 近五年 1-2 月累计新增信贷.....	30
图 46 企业部门新增贷款及其构成.....	30
图 47 居民部门新增贷款及其构成.....	30
图 48 M1、M2 增速及其剪刀差大幅走扩.....	31

一、国外宏观经济回顾展望

（一）美国：经济保持强劲，联储鹰声不减

经济数据回顾：

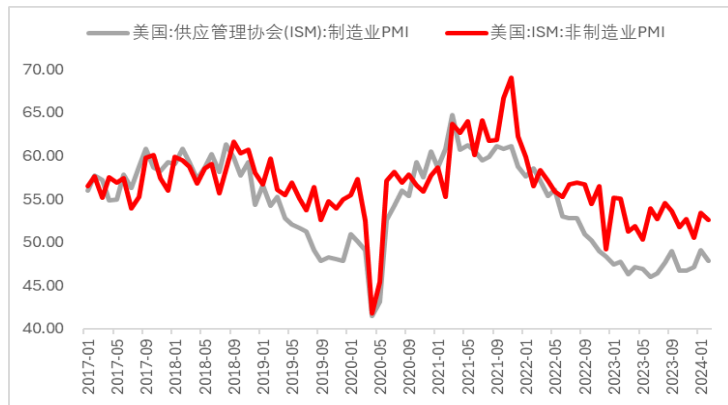
作为美联储两大目标的就业以及通胀数据于 3 月皆迎来了更新，首当其冲的非农就业数据显示 2 月新增就业人口增加 27.5 万人，高于预期的 20 万人，然而 1 月前值由 35.3 万人大幅下修至 22.9 万人也有助于进一步拉低一季度平均数。细分行业来看，服务业仍为新增就业人数的主力推手，私人服务部门新增 20.4 万人，较前值 15.3 万人再次上升。即便如此，失业率在 2 月上升至 3.9%，同时被动失业人数的上升及主动失业人数的下降更是提振了市场对美国经济走弱的预期。2 月薪资增速录得 0.1% 也同样超预期回落，叠加职位空缺数与失业人数比例由 1.45 收窄至 1.37，多项数据均反映劳动力缺口正逐步得到填充。

然而后继公布的通胀数据却再次给市场泼了一盆冷水，2 月 CPI 同比增长 3.2%，高于预期及前值的 3.1%，而核心 CPI 同比增幅虽小幅低于前值但仍录得高于预期的 3.7% 水平。商品价格在前期回落后企稳，本月有所小幅回升，而非商品价格指数增速则有所放缓，其中住房价格增速便持续回落，而服务业相关价格指数增速则显著放缓，侧面反映薪资增速回落或已逐步带动相关劳动力成本下降。

在前期经济数据表现未达预期的状况下，3 月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储将联邦基金利率目标区间依旧保持在 5.25% 至 5.50%。此外，美联储表示将继续执行其缩表计划，并将延续当前减持美债和抵押贷款支持证券（MBS）的节奏直至超额准备金水平达到满意的位置。

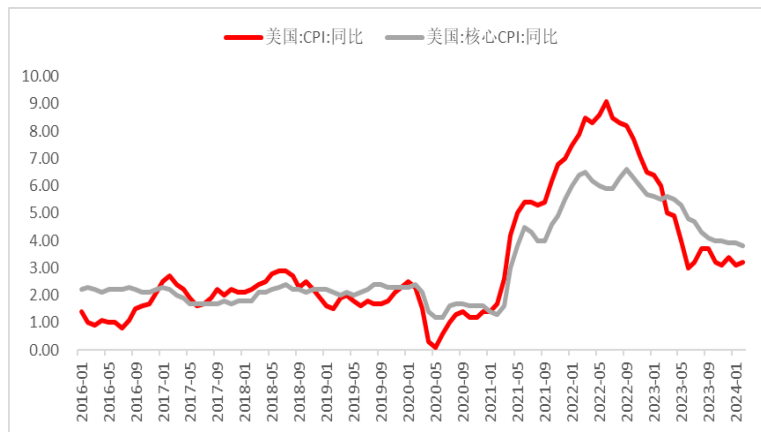
本次会议释放的点阵图方面，美联储官员们维持了年内降息三次的预测，这一指引与市场对美联储未来货币政策的预期相符，但对 2025 年降息空间的预期有所缩小。与此同时，美联储官员们也同时上调了年内经济增速以及核心通胀的预期，并下调了对失业率的预期。

图 1 美国经济活跃度下降



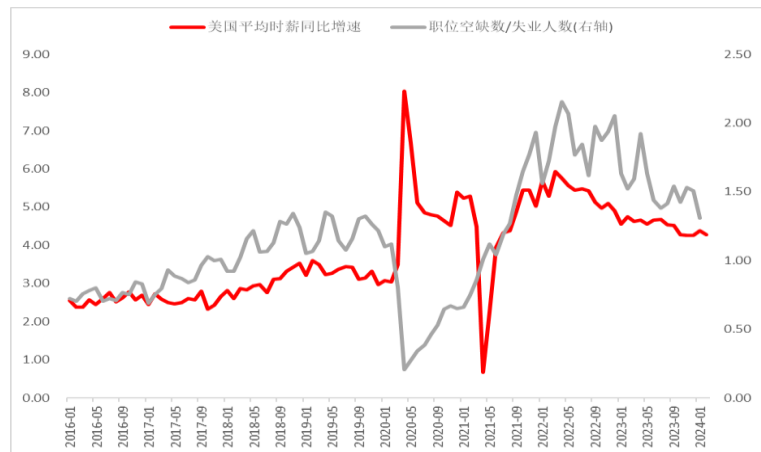
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下行放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

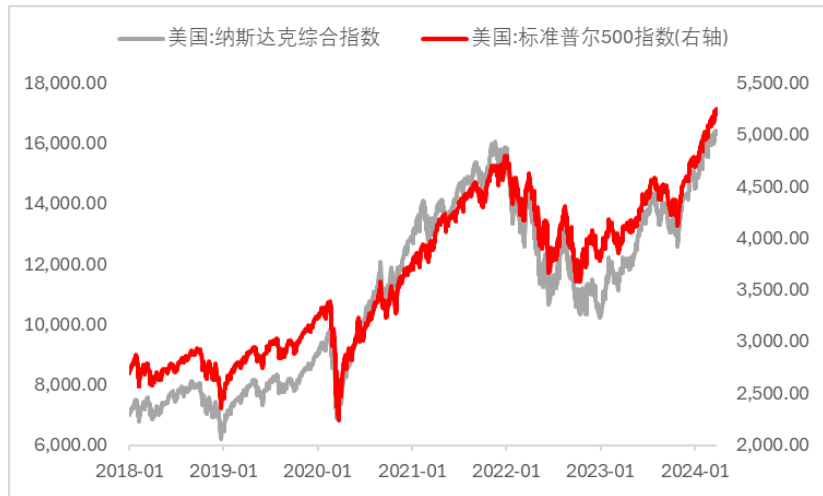
图 3 美国薪资增速放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

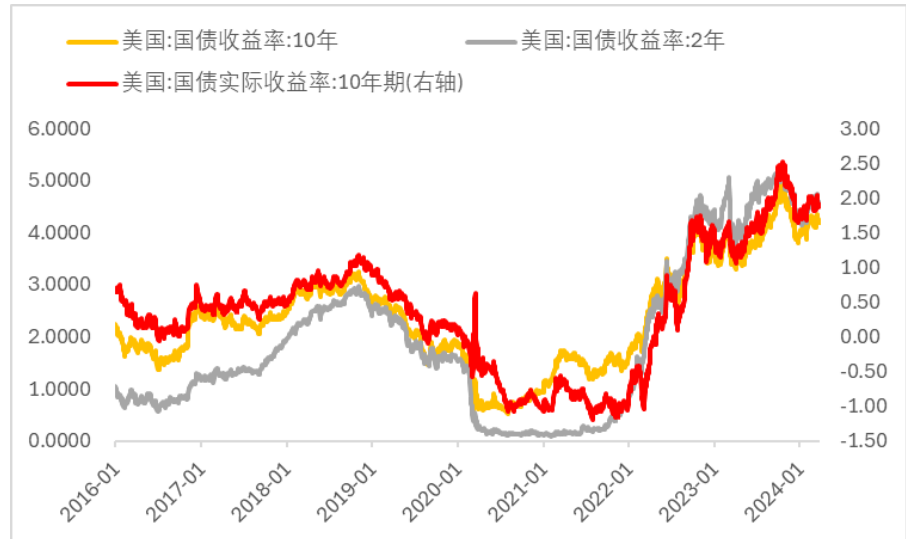
资产走势回顾:

图 4 经济数据维持强劲，美股再创新高



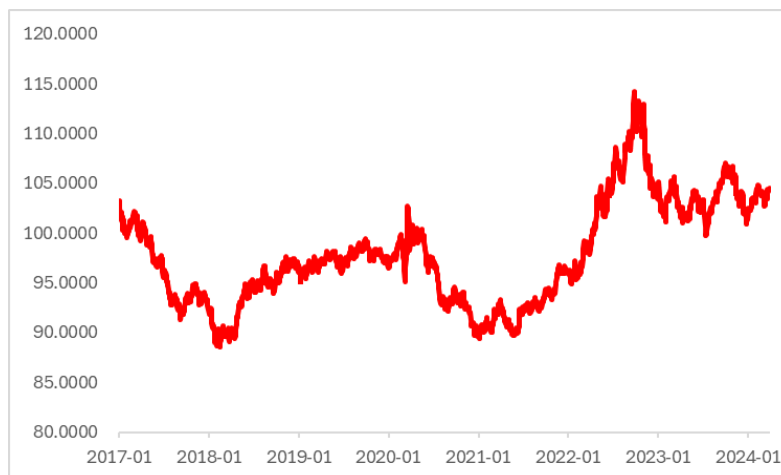
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率小幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 利率预期上调，美元指数得到支撑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

4 月展望及重点关注事件：

往后看，短期内在 3 月经济数据公布前，市场或延续当前对本次会议的鸽派解读，利率预期停止上修或使美债收益率以及美元指数小幅回调，美股及贵金属价格或得到一定支撑。然而从会议细节来看，在美联储官员对经济数据走势判断更为谨慎的情况下，年内降息空间或仍存在一定变数。在当前劳动力市场仍有接纳失业人员的状况下，薪资增速下行前景或相对坎坷。若非农劳动力以及核心通胀数据表现不及市场预期，利率预期反复或促使相关交易趋势反转，投资者仍需保持警惕市场波动。

(二) 欧元区：衰退隐患犹存，降息决意不定

经济数据回顾：

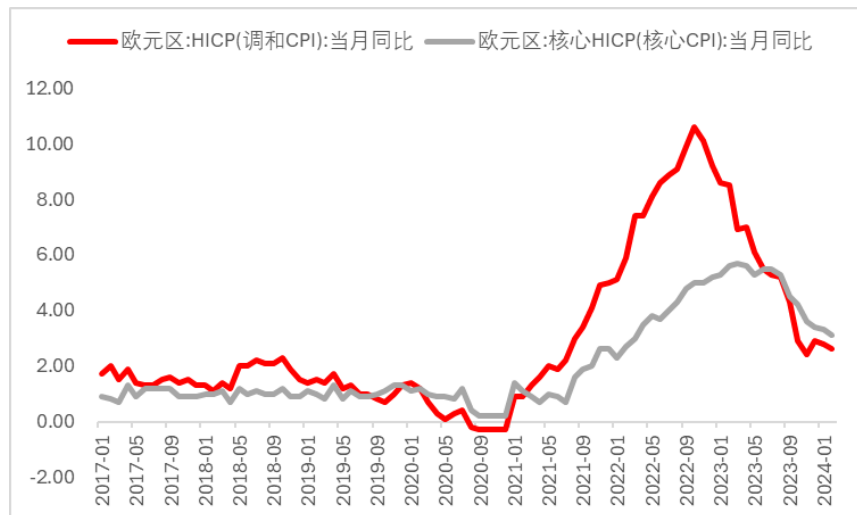
PMI 数据方面，3 月欧元区制造业 PMI 录得 45.7，较前值 46.5 小幅回落；服务业 PMI 录得 51.1，较前值 50.2 显著回升，综合 PMI 则在服务业经济活跃的走强的影响下录得 49.9。本月 PMI 数据涨跌不一，但整体经济活跃度在服务业回暖的状态下维持回升趋势，并逐步接近重返增长区间，整体经济前景或有所改善。通胀方面，欧元区 2 月调和 CPI 同比上涨 2.6%，较前值 2.8% 稳步回落。2 月核心调和 CPI 录得 3.1%，较前值 3.3% 小幅回落。本月通胀虽有所回落但却略微高于市场预期，通胀下滑主要推动因素仍为能源价格在上月有所下降，然而与美国相同，核心通胀价格在服务业需求维持强劲的情况下得到了一定的支撑，后继能源价格若有所反升或持续给予欧洲央行通胀回落一定阻力。

图 7 欧元区商业活跃度小幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平稳步回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

4 月展望及重点关注事件:

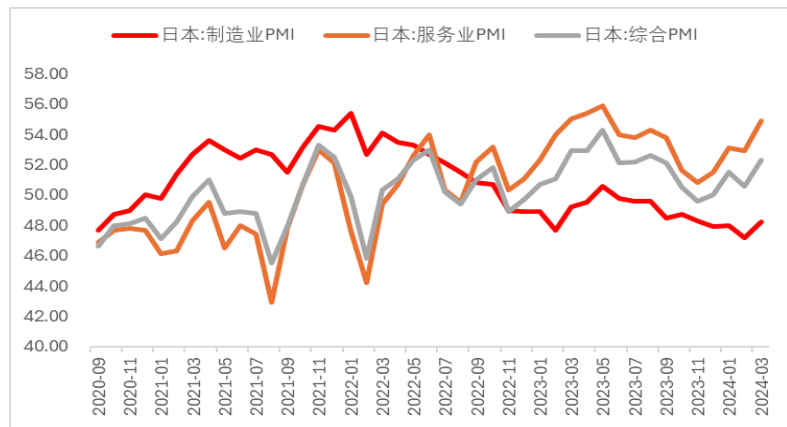
即便当前欧元区通胀放缓进程相对稳定,但近期上涨的能源价格或于未来给予欧洲通胀一定的下行阻力,届时通胀反复或影响市场对欧元区降息节点预期的判断。然而从当前欧洲央行官员发言态度来看,受制于部分欧元区国家经济基础较为薄弱,高利率环境已使其国家整体经济增速显著承压,未来欧洲央行或不得不顾及部分国家经济衰退风险而提前降息。

（三）日本：政策转折到来，前路仍旧漫漫

经济数据回顾：

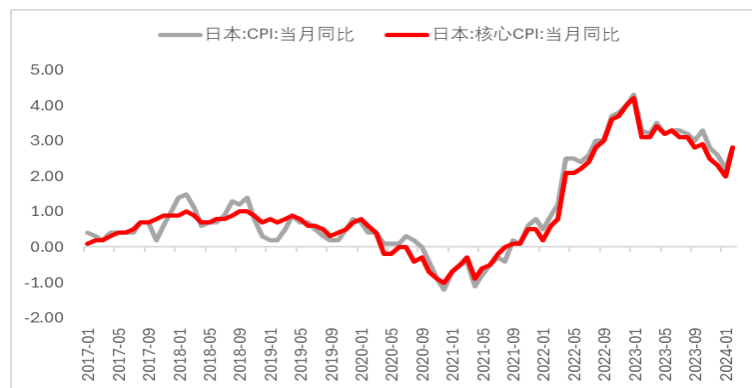
日本 3 月制造业 PMI 录得 48.2，较前值 47.2 小幅回升；服务业 PMI 指数录得 54.9，显著高于前值 52.9，而综合 PMI 则在服务业经济活跃度上升的影响下录得 52.3，保持在扩张区间的同时高于前值的 50.6。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 2 月均录得 2.8%，较前值 2.2% 及 2.0% 皆有所上升，整体通胀水平在基数效应下加速上行，同时薪资增速得到确保的情况下通胀稳定高于 2% 水平的预期有所提升。日本 2 月出口金额录得 82492 亿日元，较前值 73327 亿日元有所上升，进口口金额则录得 86269 亿日元，较前值 90992 亿日元有所回落。商品贸易差额则录得 -3777 亿日元，较前值的逆差 17665 亿日元显著下降，贸易边际维持于负值或使日元相对承压。

图 9 日本整体 PMI 回升



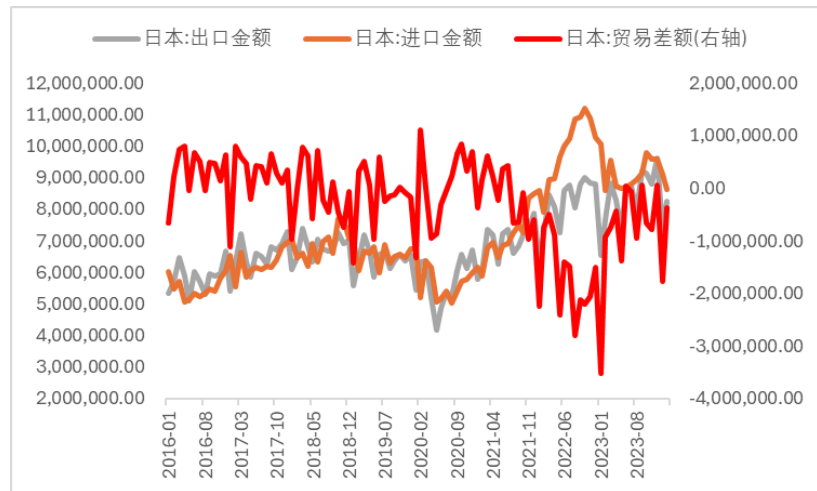
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 加速走高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走强



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

4 月展望及重点关注事件:

鉴于本次“春斗”的成功使市场对未来日本薪资水平上升的预期增加之后, 3月日本央行如期于会议上逐步退出宽松政策。然而短期内来看, 日本央行仍将执行量化宽松政策以避免国债收益率大幅走高引发的相关风险, 同时确保日本通胀水平稳定于2%之上, 日元于短期内或难以显著走强, 短期内或仍受与其他国家利差影响相对承压。

(四) 外汇技术分析

美元指数: 当前美国经济数据仍旧表现优异, 市场不断上调全年经济增速预期, 而非美国国家经济在高利率环境下接连承压。瑞士央行担忧经济增速放缓而意外降息也进一步加强了市场对非美 G10 国家央行早于美联储降息的预期, 美国与非美国国家利差再次走阔或持续给予美元指数一定支撑。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

（一）目标预期：GDP 增长 5%左右

3月5日，全国第十四届全国人大二次会议举行，李强总理作《政府工作报告》，并针对2024年作出重要工作部署。《报告》对2024年的GDP增速目标设定在5%左右，整体基调较积极，提振信心的同时也符合我国经济发展的中长期要求。一方面，我国经济预期持续向好。从2023年一至四季度GDP增速来看，我国经济运行呈现稳步回升的态势。另一方面，体现了中国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展，在追求一定的经济增长速度的同时为高质量发展留出一定空间，更好保障和改善民生。此外，近年来海外地缘冲突不断，所带来的外溢影响仍未褪去，叠加国内有效需求待恢复、部分产业产能过剩、风险隐患仍较多，经济增速目标设为5%也较为合理。2024年经济工作重心是稳增长，基建投资持续发力，房地产对经济的拖累逐渐减小，而扩大内需提振信心是重中之重。

在财政政策方面，2024年的发展目标赤字率拟按3%安排，与去年持平，赤字规模由3.88万亿元提升至4.06万亿元，新增专项债规模达3.9万亿元，多增了1000亿元。此外，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元”。根据国家发展改革委主任郑栅洁回答，“超长期特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源、人口高质量发展”。通过发行使用超长期特别国债这一“**重大政策举措**”，既可以拉动当前的投资和消费，又能打下长期高质量发展的基础。

《报告》中对货币政策的叙述延续了中央经济工作会议的表述，稳健的货币政策要灵活适度、精准有力，将“精准”放在“有效”之前，反映出接下来货币政策对经济结构更为注重，或加大对小微企业、科技创新等领域的支持。

而随着房地产景气水平依旧偏弱，且美联储将在下半年开启降息通道，不排除我国年内利率再度调降，仍有一定空间。

图 13 2024 年与 2023 年《政府工作报告对比》

分类	指标名称	2024 年	2023 年
经济增速	国内生产总值	5%	5%
通胀水平	CPI	3%	3%
财政政策	赤字率	3%	3%
	一般公共预算支出	比上年增加 1.1 万亿元	-
	地方政府专项债	3.9 万亿元	3.8 万亿元
	特别国债	先发行 1 万亿元	-
稳就业	城镇新增就业	1200 万人以上	1200 万人
	城镇调查失业率	5.5%	5.5%
保民生	医保人均补助	提高 30 元	标准从 450 元提高到 610 元
	城乡居民基础养老金	月最低标准提高 20 元	-
农业	粮食产量	1.3 万亿斤以上	1.3 万亿斤以上
绿色环保	国内生产总值能耗	降低 2.5%	降低 2%

资料来源：《政府工作报告》，瑞达期货研究院

（二）生产端：表现优于季节性规律

作为经济复苏的重要内生动力，制造业 2024 年持续复苏。2 月制造业 PMI 回落幅度小于季节性，环比下降 0.1 至 49.1，从往年情况来看，2015-2019 年同期制造业 PMI 环比平均下滑 0.26，2021-2022 年环比下滑 0.3（2020 年 2 月因疫情原因大幅下降 14.7，不计入考量），可以看出每年 1 月为传统生产淡季，制造业 PMI 环比下滑是季节性规律，但今年下滑幅度好于往年平值。

春节假日因素影响，加之疫情防控平稳转段后企业员工假期返乡增多，生产回落快于需求。供给端，2 月制造业生产指数环比下降 1.5 至 49.8，重回收缩区间，略高于 2015-2019 年同期环比平均 1.02，但与 2021-2023 年平均环比上涨 1.6 差距较大，或与春节错位以及疫后返乡潮相关。需求端，新订单与上月持平，略高于 2015-2019 年同期环比平均下滑 0.22，但可以看到，新订单指数已连续五月位于收缩区间，需求不足问题仍然突出。

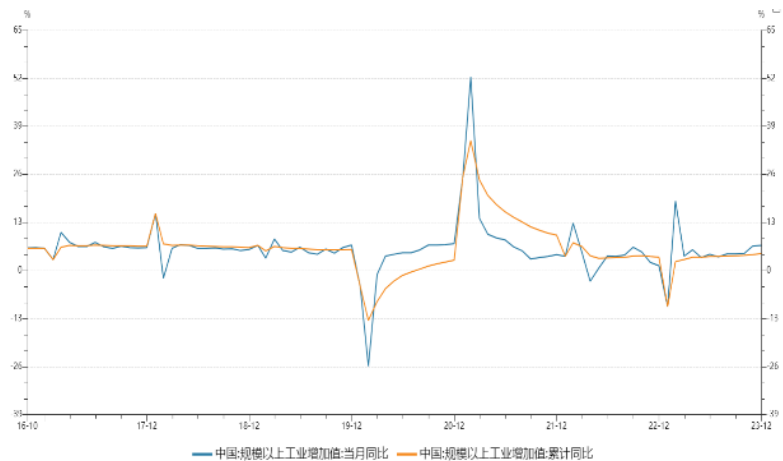
2023 年共有七个月官方制造业 PMI 落于荣枯线以下，于二月份录得年内最高值 52.6，主因春节结束返工提振。除此之外总体表现不及预期且弱于历史平均水平。最新 1 月份 PMI 录得 49.2，景气度小幅好转但依旧偏弱，需求端承压明显，稳就业压力尚存，持续恢复基础仍需进一步巩固。

产业转型升级将持续推进。2 月高技术制造业 PMI 为 50.8，连续 4 个月保持在扩张区间，行业延续增长态势。装备制造业、消费品行业 PMI 分别下降 0.6 和 0.1，景气水平有所回落。在全球产业链重构的背景下，我国积极完善国内制造业产业链，高技术制造

业、新能源等行业有望进一步得到支撑。

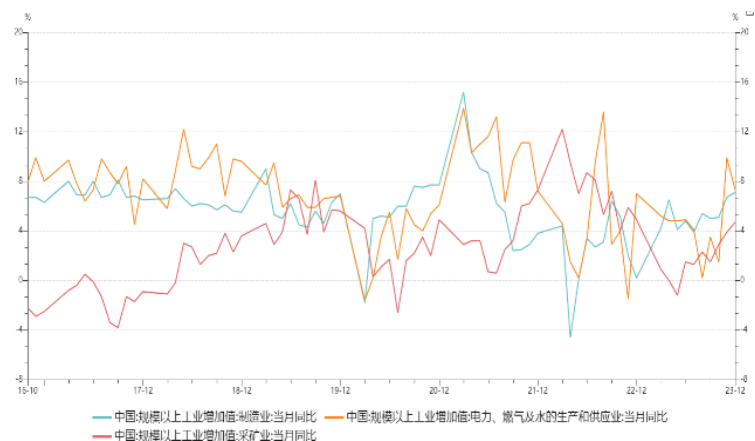
工业生产超预期，政策及出口支撑强。1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，高于市场预期，分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.9%。消费品制造业增加值增长 4.7%，比上年 12 月份加快 4.4 个百分点；高技术制造业增加值增长 7.5%，加快 1.1 个百分点。工业增加值增长超过预期或主要源于开年两个月份里工业稳增长政策持续发力和出口性价比红利带来的出口增速强劲的推动。展望后续，预计今年工业稳增长政策或呈现力度前置发力的节奏，对经济有力支持有望延续，在经济内生动力恢复后逐渐退坡，三四月份工业增加值在政策支持下超预期的可能性将加大。

图 14 规模以上工业增加值 (%)



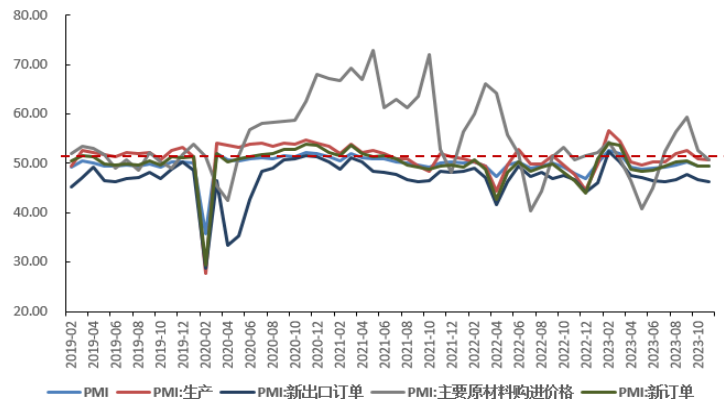
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 15 三大门类工业增加值同比增速 (%)



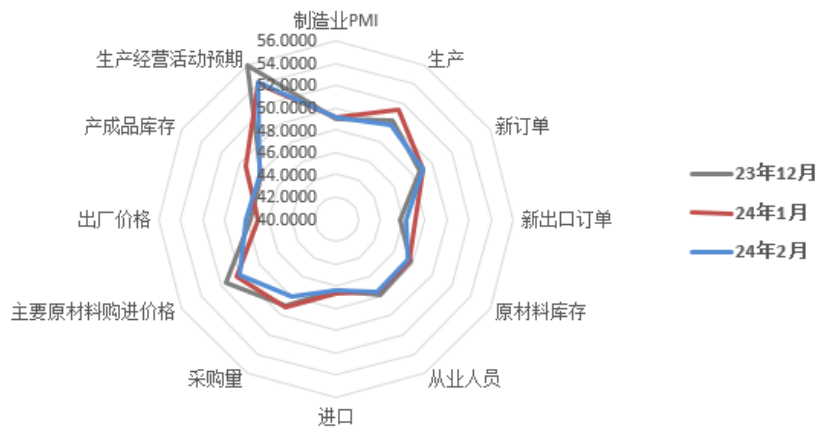
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 制造业 PMI 具体分项

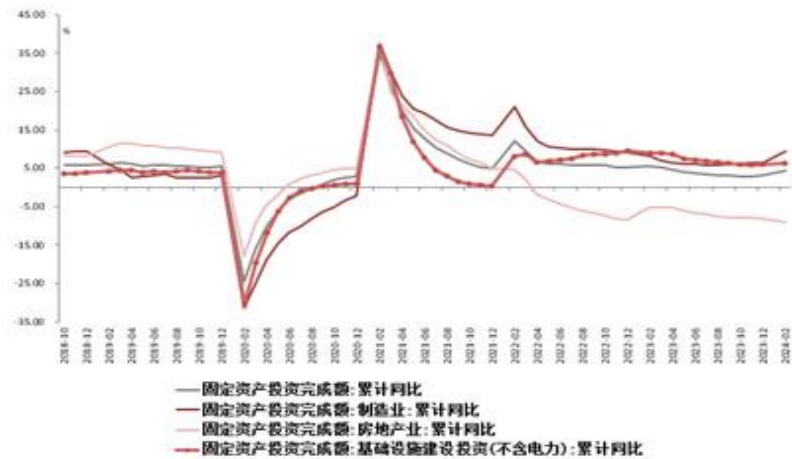


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏

固定资产投资整体超预期，主要受制造业和基建投资提振。1-2 月固定资产投资增速为 4.2%，高于近四年平均增速 4.0%。不过根据历史规律来看，近十年投资增速总体呈前高后低态势，后续态势需进一步观察。

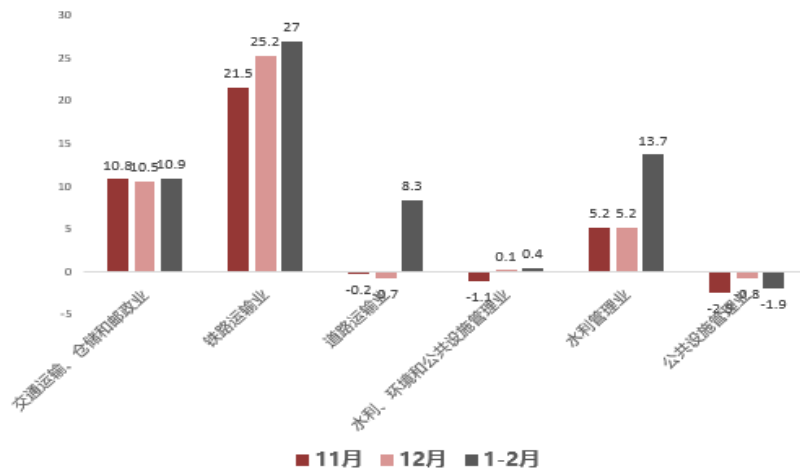
图 18 投资端企稳恢复



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

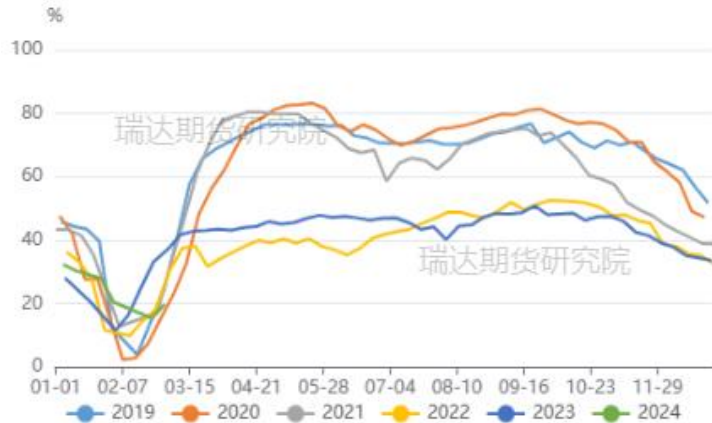
基建投资增速加快。1-2 月基建投资增速 6.3%，快于 2023 年全年 0.4 个百分点。其中，电力热力生产和供应业、水利管理业投资分别增长 32.7%和 13.7%，民生项目持续好转。从高频数据看，水泥发运率增速回落，国内挖掘机销量跌幅有所收窄但仍较大，整体基建实物工作量仍待提升。但随着财政力度加大、万亿国债的落实，并且叠加提前批专项债共同配合，基建投资有望保持较高增长，有助于完成全年 5%的 GDP 目标。

图 19 基建投资细分项



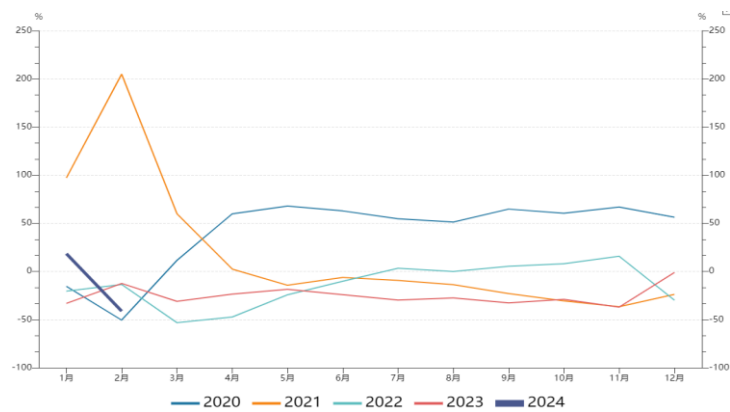
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 20 水泥发运率



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

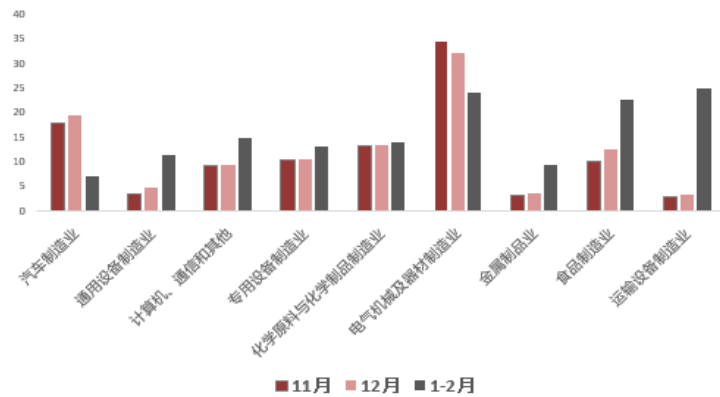
图 21 挖掘机销量当月同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

制造业投资保持稳健。1-2 月制造业投资增速 9.4%，较余年上升 2.9 个百分点，且远高于四年平均增速 6.6%，呈现了加快增长的态势。结构上，设备相关行业投资同比增长 17%（前值 6.6%），反映出大规模设备更新政策正不断落实；而电气机械及器材和汽车制造业增速从去年 32.2%下降至 24.1%，反映新能源行业的产能过剩问题可能有所体现；装备制造业投资同比增长 14.3%，高技术制造业投资增长 10%，始终高于整体制造业的投资增速。随着 2023 年下半年以来 PPI 筑底，企业利润好转，降幅逐步趋缓，生产端也持续改善，接下来制造业投资有望稳步回升。

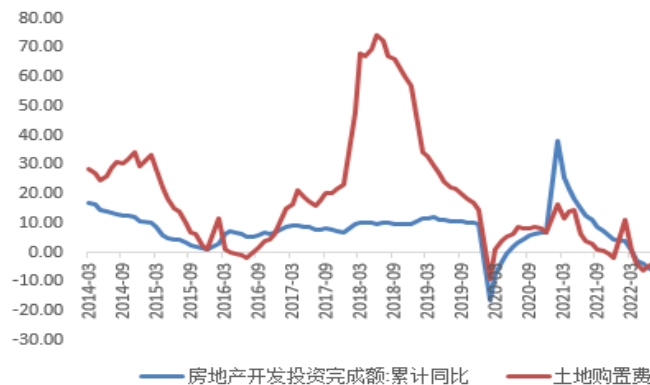
图 22 制造业投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

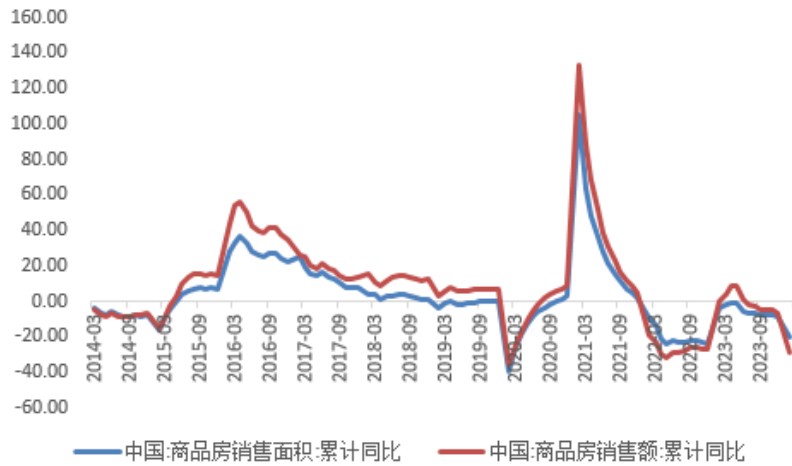
房地产仍在持续调整。1-2月全国房地产开发投资同比下降9.0%，降幅比2023年全年收窄0.6个百分点。尽管一线降首付、降利率和调整普宅标准等新政出台，商品房销售面积仍大幅下降20.5%。新开工面积大幅下降29.7%（前值-20.4%），施工面积下降11.0%（前值-7.2%）。开年以来，钢材同比往年累库明显，补库需求低迷，现货弱势，市场悲观情绪蔓延，带动新开工面积进一步下滑。多数地产指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产景气度继续下探。从资金来源看，本月跌幅较大的是个人按揭贷款，大幅下降36.6%（前值-9.1%），销售回款能力恶化。2月份居民中长贷增加5234亿元，为2019年以来六年中的次低，仅高于去年同期，说明房地产市场仍处于底部阶段，市场购房需求疲软。尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，但效果仍不达预期，后续有较大复苏空间。同时，黑色系价格能否在六轮降价后止跌仍需观察，若疲态延续，则地产投资资料进一步走低。

图 23 地产景气度持续下探



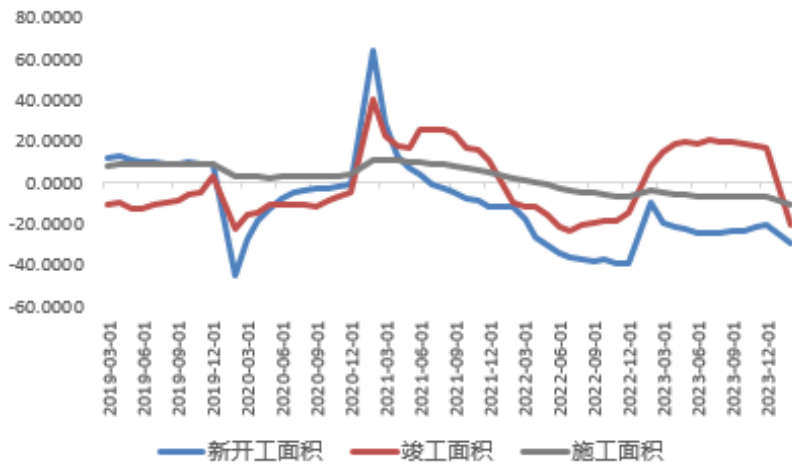
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 24 商品房销售面积大幅回落



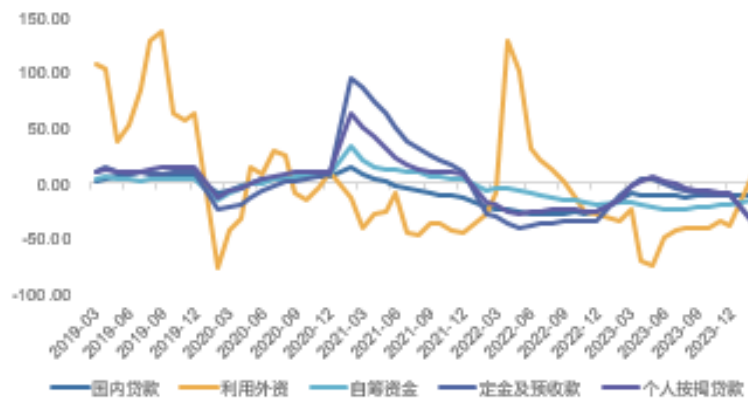
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 25 地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 26 房地产投资结构弱 (资金来源累计同比)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

（四）消费端：预期走弱，服务业为主导

1-2 月社会消费品零售总额 8.13 万亿元，同比增长 5.5%，环比降低 1.9%。考虑去年同期低基数、春节效应等，社零整体低于预期。从消费类型看，商品零售同比增长 4.6%，环比回落；餐饮收入同比增长 12.5%。从分类看，升级类消费增速回落，基础商品零售额增速回升。

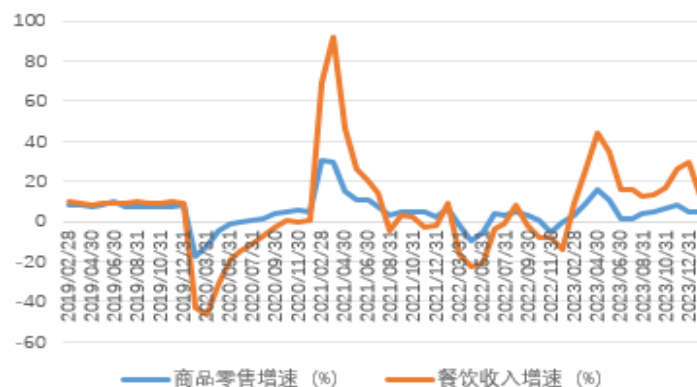
图 27 社会消费品零售总额增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

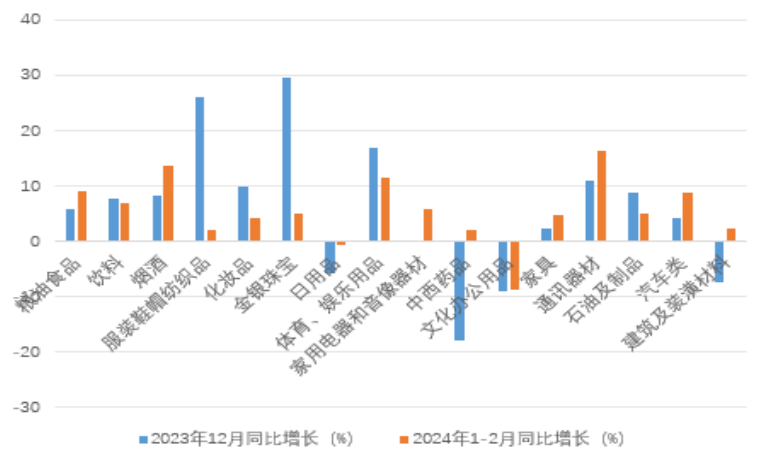
2024 年 1-2 月服务零售额同比增长 12.3%，显著高于社零增速，其中，交通出行服务同比增长 31.4%，文体休闲服务同比增长 13%。2023 年以来出游出行的服务性消费并未在社零数据中体现，从这个角度来看，实际消费表现应优于预期。2024 年 3 月 14 日起，中方进一步对 6 个国家试行免签政策，随着免签范围扩大，出入境商旅消费需求持续释放，二季度消费有望稳步运行。

图 28 餐饮消费支撑明显



资料来源：wind，瑞达期货研究院

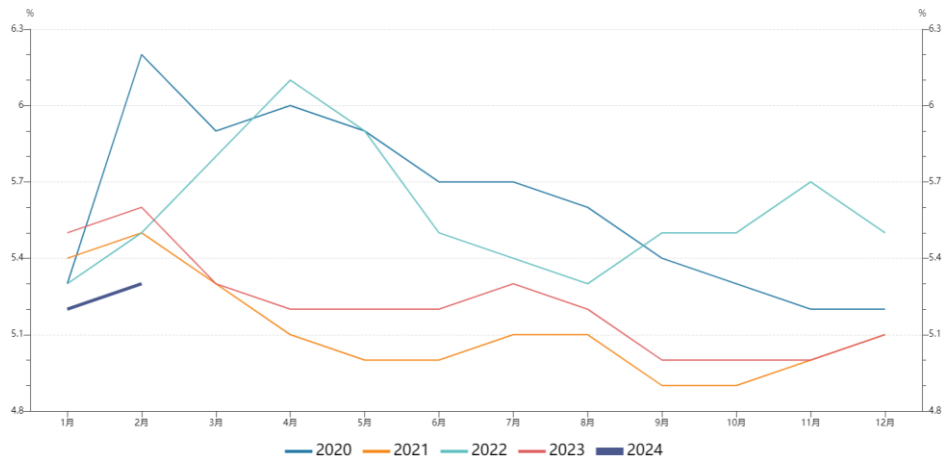
图 29 各品类社零当月同比增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

就业方面, 1-2 月全国城镇调查失业率平均值为 5.3%; 2 月失业率为 5.3%, 比上个月上升 0.1 个百分点, 比上年同期下降 0.3 个百分点; 31 个大城市失业率为 5.1%。青年人失业率数据暂未恢复发布, 年轻人失业率居高不下, 更加谨慎选择化妆品等可选消费品。后续稳增长促消费相关政策的出台需密切关注, 同时居民收入增速和就业水平整体保持平稳, 有望支撑居民消费稳定复苏。

图 30 全国城镇失业率



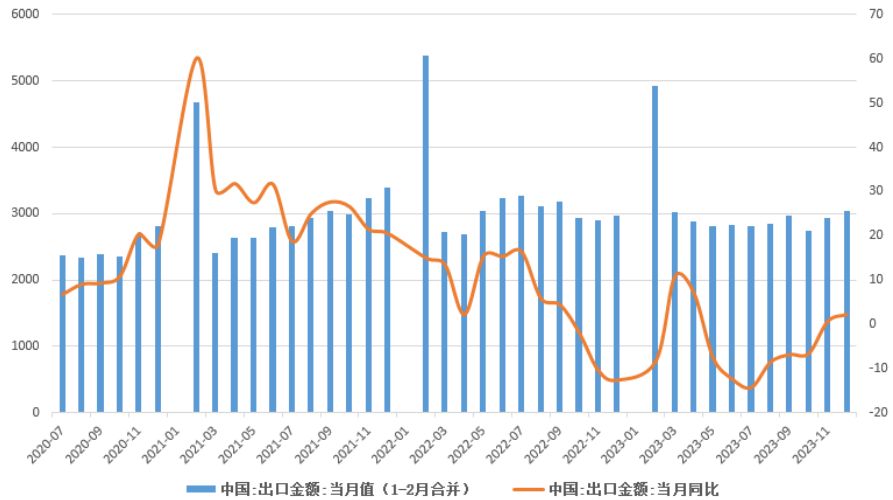
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(五) 贸易端: 出口迎“开门红”, 外需温和修复

按美元计价, 2024 年 1-2 月我国出口同比增速录得 7.1%, 在基数效应下仍较去年 12 月增速大幅回升。从量价角度来看, 主要出口商品中价格增速回升的品种数更少, 且从回升幅度来看也是量更胜一筹, 因此我们预计数量因素是前两月出口同比边际回升的主要贡

献，或与“抢出口效应”相关。当前我国出口整体回升动能依然偏弱。

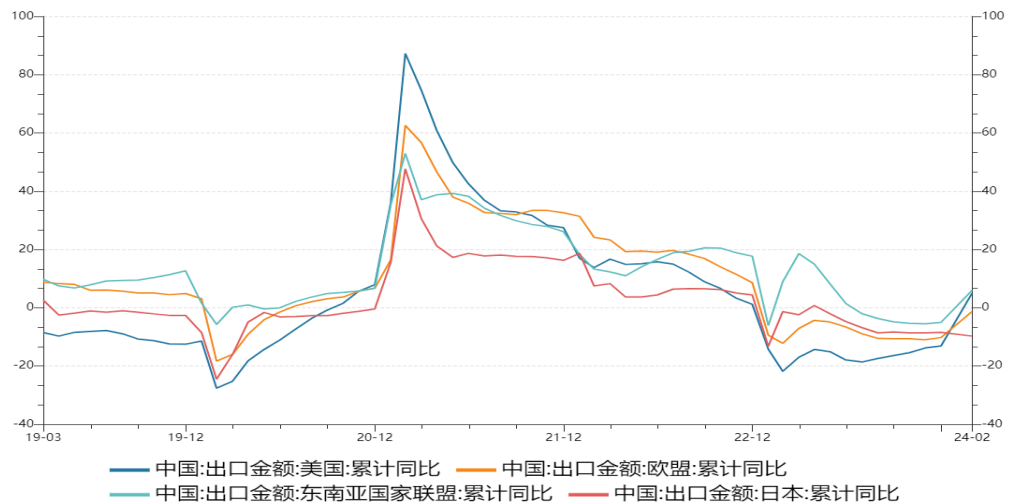
图 31 我国出口同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分国家看，我国对美以及发展中经济体出口增速全面回升。1-2月对欧盟、美国、日本出口同比分别增长-1.3%、5.0%、-9.7%，较去年12月分别回升0.6、11.9个百分点和回落2.4个百分点，对美出口增速明显回升，但对欧日出口增速继续录得负增长。除俄罗斯外，我国对发展中经济体出口增速全面回升，且对拉美国家和非洲出口增速维持正增长，我国出口贸易伙伴多元化对出口增速形成一定支撑。

图 32 我国对主要经济体出口累计同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分产品看，劳动密集型商品是出口增速回升的主要贡献，机电产品为其次。1-2月份劳动密集型产品出口同比较2023年12月大幅上涨18.4个百分点。去年年初疫情仍对生产有

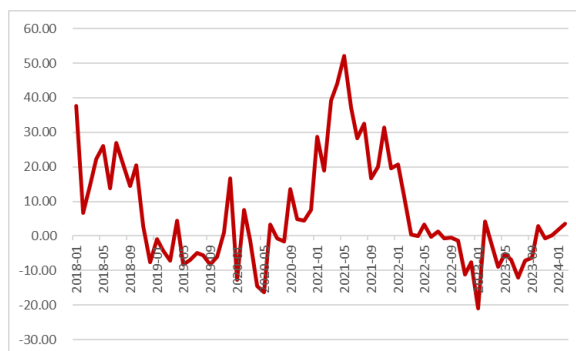
干扰，尤其对于劳动密集型产品干扰较大，更低的基数促进今年回升。机电产品出口同比增长去年 12 月份回升 8.2 个百分点，仍是我国出口的主要贡献项。

总的来看，去年同期疫情干扰、基数较低、“抢出口效应”等综合因素影响下，我国 1-2 月份出口大幅回升，多数商品有所改善。在美联储维持高利率不变的情况下，外需整体或仍然呈温和恢复特征。而去年 3 月由于疫情后赶工使得基数快速上行，达到年内最高点，或使下月出口数据回落。

而进口方面，1-2 月我国继续保持正增长且进口同比增速上升至 3.5%，一方面，在与去年春节错位的低基数效应影响下，较去年 12 月增速（0.2%）明显回升。另一方面，今年 1-2 月份进口额高于近六年来同期平均水平，且今年春节期间消费动能强劲带动进口增长，表明在稳增长政策支持和逐步落实下，国内生产和需求正在稳步修复。此外，1、2 月我国制造业 PMI 均高于去年 12 月或也可以得到一定侧面印证。后续随着政府报告中扩内需政策继续落实显效，我国进口将得到一定支撑。

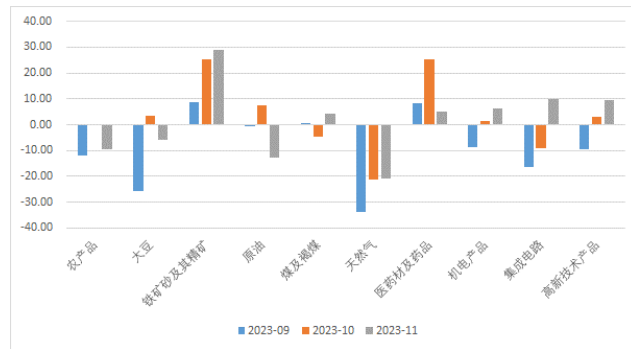
从产品上来看，集成电路和二极管及类似半导体器件量价齐升，其中，集成电路进口金额和进口数量增速较上月分别上涨 16.7、10.1 个百分点至 15.3%、16.8%。粮食和大豆量价齐跌，其中，粮食进口增速下降明显，进口金额和数量分别大幅下降 20.0、30.1 个百分点至-14.9%、7.7%，而大豆进口金额和数量分别持续下降至-22.2%、-8.8%。原油由于进口数量增长显著，进口金额增速由负转正。铁矿砂及其精矿和成品油量价均维持较高水平正增长，但增速较去年 12 月有所下降。从内需上看，当前房地产市场仍在筑底，接下来的“金三银四”或将对楼市回暖和基建相关的进口产品需求有一定提振。

图 33 我国进口同比增速（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 主要进口商品金额同比 (%)

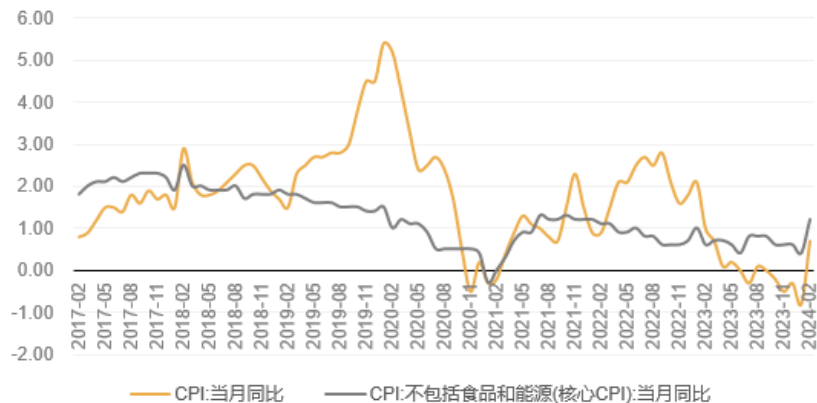


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(六) 价格端：季节性回升，生猪小幅修复

2月CPI同比转正，由上月下降0.8%转为上涨0.7%，主要是受春节错月影响；环比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.7个百分点；核心CPI同比上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅，说明居民需求有所好转。

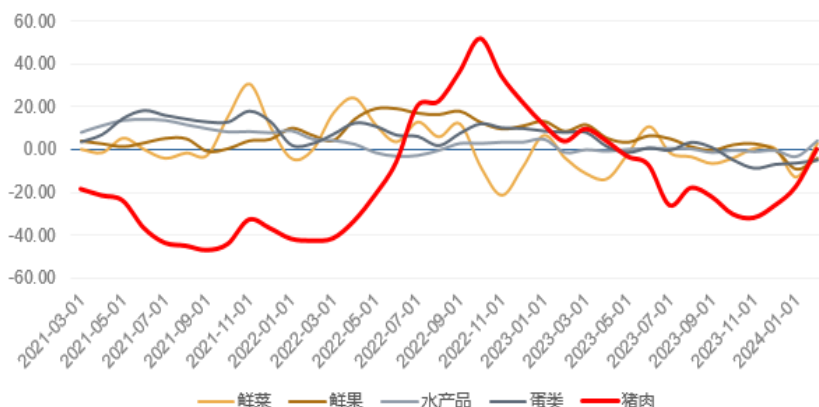
图 35 核心通胀大幅好转



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

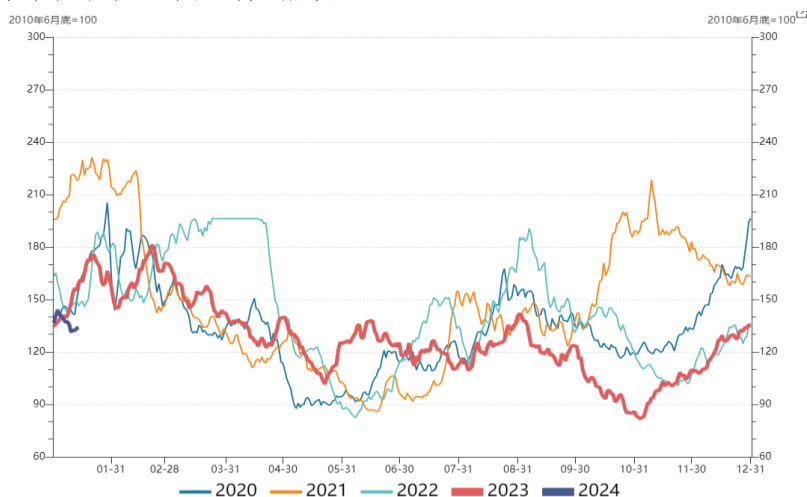
猪肉基数小腿、食品需求季节性回升，共同带动CPI回暖。 食品价格由上月下降0.8%转为上涨0.7%，其中猪肉价格在连续下降9个月后首次转涨，上涨0.2%。在能繁母猪持续去化背景下，叠加高基数影响逐渐消退，猪肉价格可能持续修复。其余食品项中，春节期间消费需求增加，加之部分地区雨雪天气影响供给，鲜菜、鲜果环比分别上涨12.7%和4.3%。接下来果蔬类食品价格或受春节带动需求回升，从而表现好转，但变动幅度料不会很大。

图 36 低基数提振猪价降幅收缩



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 37 蔬菜季节性表现（中国寿光指数）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

春节释放需求，非食品价格同比上涨 1.1%。其中，春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格均有不同涨幅，共同带动物价回暖；受国际油价上行影响，国内汽油价格环比由上月下降 1.0% 转为上涨 2.0%。总地缘冲突持续发酵，对全球经济带来的负面影响何时褪去仍是未知数，油价前景受到挑战。但最为关键的中长期因素仍是未来全球石油供需基本面的变化。

总体来看，2024 年年初 CPI 大幅好转，以餐饮、旅游等为代表的接触型、文旅型消费凸显韧性，而部分耐用消费品如汽车等出现降价促销。疫后紧急恢复对居民的消费习惯与消费倾向带来转变，从而导致商品价格分项涨跌不一。在短期内，市场供过于求的态势

仍在持续，叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，CPI 同比涨幅或无法延续高涨态势，或在二季度小幅回落。

图 38 红海危机升级使油价升温

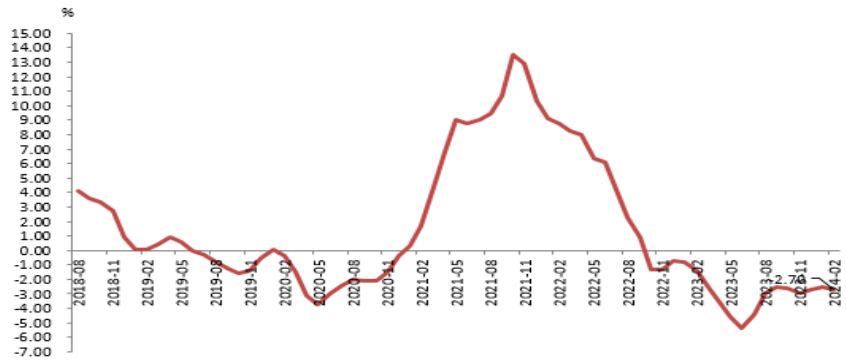


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

气温升高导致供暖需求减少，PPI 环比延续走低。2月PPI同比降幅扩大0.2个百分点，但环比下降0.2%，连续三个月负增长。受全球供应的不确定性和地缘风险影响，国际原油价格上行。带动国内石油和天然气开采业和石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨2.5%和0.2%。而北方气温升高，采暖用煤需求减少，加之非电用煤需求季节性偏弱，煤炭开采和洗选业价格下降0.7%。受春节假日房地产、基建项目停工等因素影响。黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均有不同幅度下降。

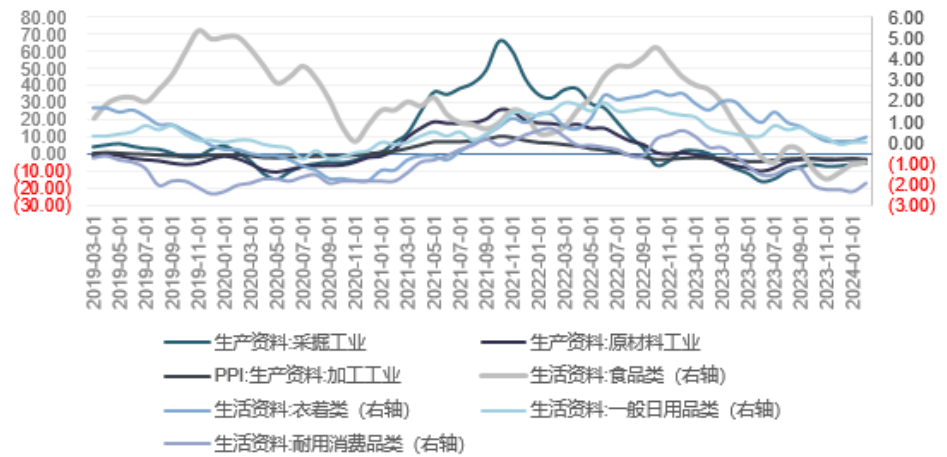
往后看，随着我国万亿国债的发行，扩基建、稳内需政策发力，与基建相关的原材料大宗商品需求侧的增长或将会带动工业品价格上行。同时，国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且基数效应趋弱，预计后续PPI同比或将趋稳并且有望筑底回升，但需要注意的是海外扰动因素较多且需求下滑，年底内增速回正的难度或较大。

图 39 PPI 低位运行



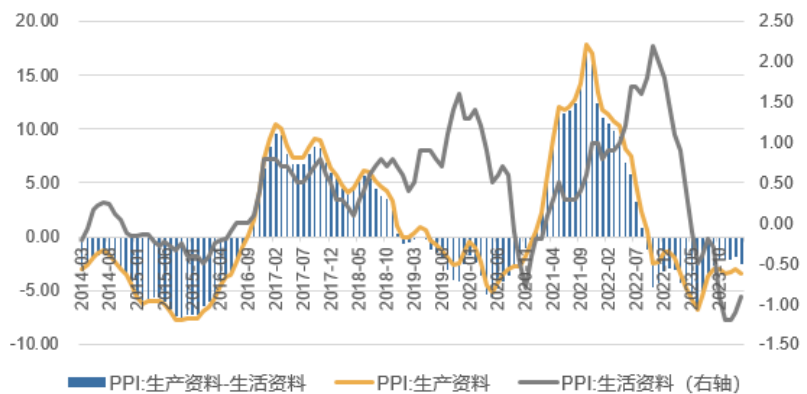
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 40 PPI 具体分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 41 生产、生活资料剪刀差



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

三、宏观政策要确保同向发力、形成合力

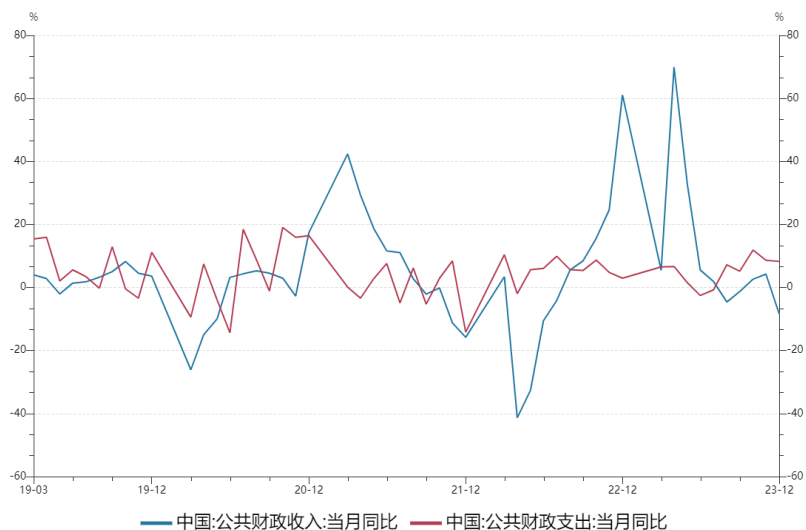
(一) 财政政策：适度加力、提质增效

1-2月全国一般公共预算收入44585亿元，同比下降2.3%，按照可比口径实际增长2.5%左右。根据国新办发布会披露，主要受两项特殊因素的扰动。其一，2023年财政收入基数高，2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月得以入库，抬高了2023年一般公共预算的收入基数。其二是2023年中出台的减税降费政策对2024年的减收影响。扣除上述特殊因素的影响后，1-2月全国一般公共预算收入在可比的口径下增长2.5%左右，保持恢复性增长。

全国一般公共预算支出同比增长6.7%，完成了全年预算的15.3%，财政靠前发力，支出进度为近五年同期最快。支出端仍有提升空间，预计财政支出将特定领域重点发力。其中社会保障和就业、教育、城乡社区、农林水、交通运输等领域支出增长较快。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出有较强必要性。

在2024年政府工作报告和财政预算报告的积极定调之下，接下来财政支出有望保持较高水平，“三大工程”是重点发力方向。可以看到，财政将在稳增长中发挥主导作用。随着一系列大规模设备更新购置、超长期特别国债、专项债等扩大内需政策逐步落地，财政收入或稳步回升。

图 42 公共财政收支同比增速 (%)

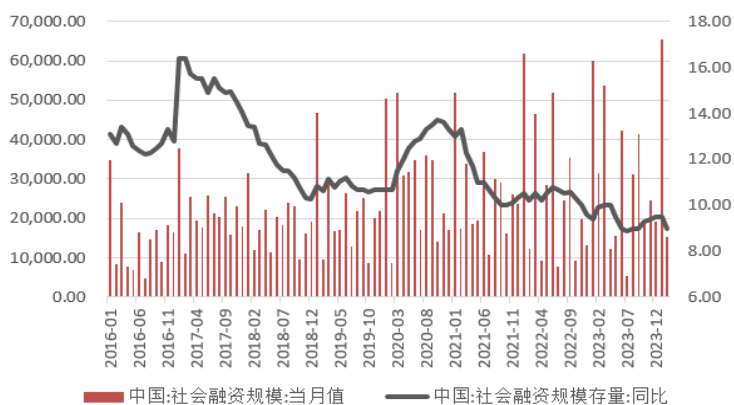


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）货币政策：灵活适度、精准有效

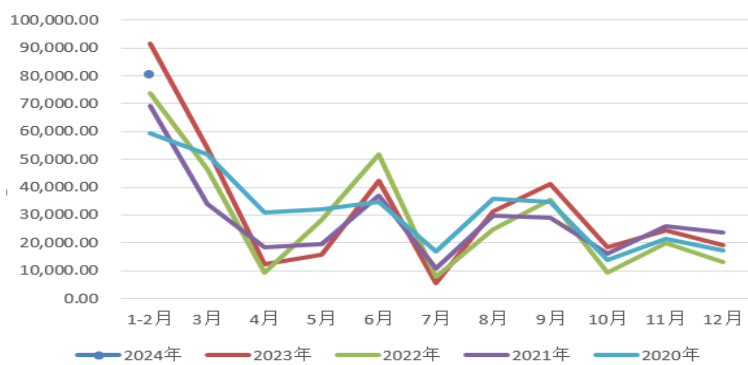
社融方面，企业债、政府债、未贴现银行承兑汇票或是主要拖累项。2 月份社融口径信贷新增 9799 亿元，同比少增 8385 亿元，主因或是春节错位效应。同时，今年年初政府债发行进度相对偏慢，1-2 月政府债净融资规模仅为 8958 亿元，同比少增 3320 亿元。往后看，两会明确财政目标后，后续政府债发行速度或将加速，二季度超长期特别国债可能落地，政府债对社融的拖累大概率会减弱。

图 43 社会融资规模及其增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 近五年 1-2 月累计新增社融规模

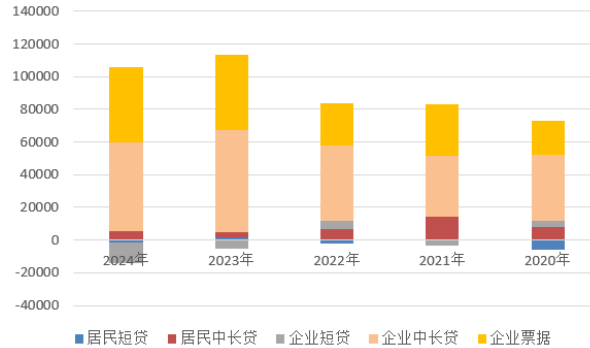


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

信贷方面，居民贷款整体偏弱，企业中长贷维持韧性。居民短贷累计同比少增 2899 亿元；居民中长贷累计增加 5234 亿元，为 2019 年以来六年中的次低，仅高于去年同期。2 月份企业中长期贷款新增 1.29 万亿元，同比多增 1800 亿元，结束了去年下半年以来连续少增的趋势，且达到历史同期最高水平。企业部门中长贷表现亮眼的主要或是 2 月份以来的对房地产和先进制造、重大战略领域等行业的加大信贷支持效果持续释放，同时降准

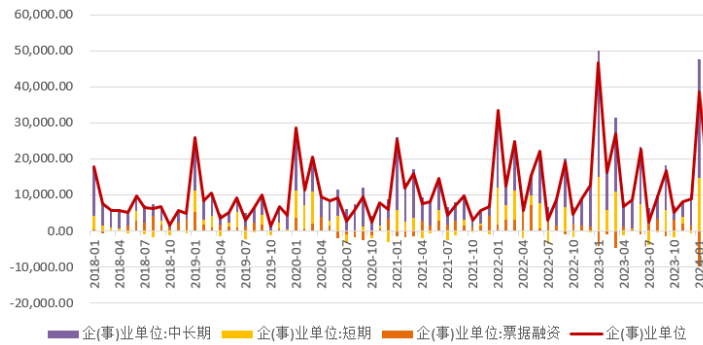
资金落地以及 5YLPR 下调 25bp，增强银行可贷资金的同时降低企业融资成本，企业投资意愿得到提振且商业银行快速跟进落实。

图 45 近五年 1-2 月累计新增信贷



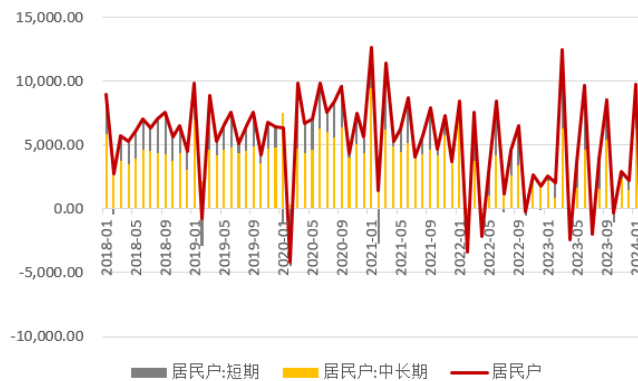
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 46 企业部门新增贷款及其构成



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 47 居民部门新增贷款及其构成

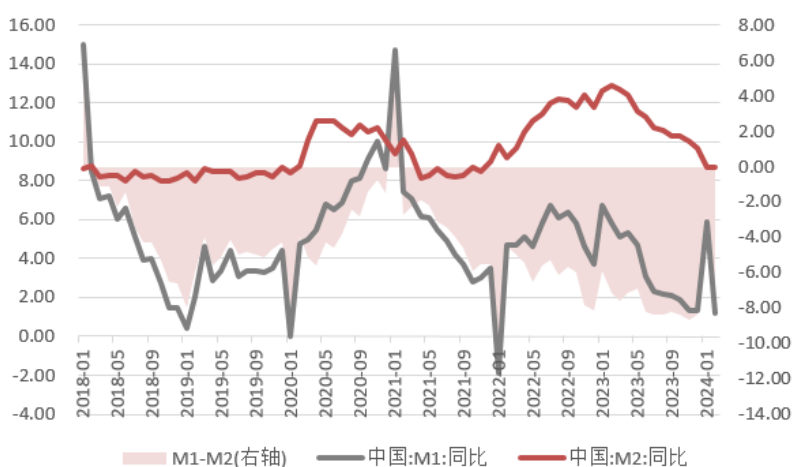


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

春节错位效应影响持续，M1 同比大幅回落带动 M1-M2 剪刀差大幅走扩，资金传导至实体经济存在一定淤滞。今年春节错位，2 月 M1 同比增速在 1 月走高后，再度回落至 1.2% 的低位

水平，较上月大幅下降 4.7 个百分点。M2 同比与上月持平而 M1 显著走低，带动 M1-M2 剪刀差快速走扩 4.7 个百分点至-7.5% 的低位。实体经济资金活跃程度仍待提高，资金传导至实体存在一定淤滞。往后看，今年财政政策将继续积极加力，央行在去年四季度通过 PSL 对城中村改造等发放低息贷款，以及新增 1 万亿元国债项目逐步落地，或将对 M1 增速形成一定支撑。但资金转化效率仍待提高，一方面需继续推进在房地产和地方化债等方面的结构性工具；另一方面，在经济动能恢复缓慢和实际利率偏高的背景下，仍需政策端进一步推动融资的实际利率下降，以缓解企业和居民实际融资成本上升压力。

图 48 M1、M2 增速及其剪刀差大幅走扩



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2 月份 LPR 非对称性下调，

在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持。另一方面，从近年来的 LPR 走势来看，1 年期 LPR 自 2022 年以来调整了 3 次，5 年期及以上 LPR 则是下调了 4 次，基本上保持每年调整 2 次的节奏。因此年内政策利率或仍有进一步调整的空间。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。