



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

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务  
ADS



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

## 海外央行转向在即 中国经济持续回升

### 摘要

近期海外经济数据普遍显示全球通胀水平有所回落，美国通胀及非农就业数据均低于市场预期，但后继公布的如耐用品销售以及制造业指数等经济数据均反映美国经济仍保有一定韧性。除此之外，5月美债拍卖结果均不尽人意，市场逐渐担忧美债需求走弱进而导致长端美债收益率走高。多数非美国国家通胀同样稳步回落，同时制造业持续复苏，经济前景有所改善。往后看，以欧元区为首的非美国国家于6月或逐步开启降息周期，而美联储受制于通胀水平下行脚步停滞或不得不维持高利率水平更长时间，未来美国与非美国国家利差逐步走阔或持续给予美元指数一定支撑。

4月我国经济延续了回升向好的态势。作为经济复苏的重要内生动力，4月PMI较季节性高0.6个百分点，持续位于扩张区间，生产恢复快于需求。从投资端来看，制造业、基建韧性依旧偏强，房地产继续下探，但五月提及的新“一揽子”去库存方案形成了政策组合拳，有望进一步优化市场预期。外贸方面，基数走低叠加外需改善，我国出口大幅回升，多数商品有所改善。在美联储9月前维持高利率的情况下，经济韧性仍强，商品需求改善，出口料温和恢复。消费端，居民消费模式有所转变，商品消费增速持续低于餐饮收入，消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。本月金融数据大幅低于市场预期，经济结构分化延续楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低，防范资金沉淀空转大幅影响企业中长期贷款。但超长期特别国债发放，地方政府债节奏加快因素的推动下，新增社融料回归正值。但需注意的是，物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显，后续政策端对通胀回暖或加码发力。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	4
(一) 美国：利率水平上升，美元再次走强.....	4
(二) 欧元区：经济逐步复苏，降息即将到来.....	7
(三) 日本：通胀再次回落，转向预期不变.....	8
(四) 外汇技术分析.....	10
二、国内宏观经济回顾展望 .....	11
(一) 生产端：供给提升、内外需回落.....	11
(二) 投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏.....	13
(三) 消费端：预期走弱，服务业为主导.....	17
(四) 贸易端：海外补库需求增长，提振出口回升.....	19
(五) 价格端：输入性通胀带动，通胀小幅上行.....	21
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力 .....	26
(一) 财政政策：适度加力、提质增效.....	26
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效.....	27
免责声明.....	30

## 图表目录

图 1 美国经济活跃度回落.....	5
图 2 美国整体通胀水平下降.....	5
图 3 美国薪资增速放缓.....	5
图 4 加息预期走弱，美股上涨.....	6
图 5 美国国债收益率持续走高.....	6
图 6 利率预期处于高位，美元指数得到支撑.....	6
图 7 欧元区商业活跃度小幅回升.....	7
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 走弱.....	9
图 11 日本贸易边际走弱.....	9
图 12 美元指数走势图.....	10
图 15 规模以上工业增加值（%）.....	12
图 16 三大门类工业增加值同比增速（%）.....	12
图 18 制造业 PMI.....	12
图 19 制造业 PMI 具体分项.....	13
图 20 投资端相对平稳.....	13
图 21 基建投资细分项.....	14
图 22 水泥发运率.....	14
图 24 制造业投资细分项.....	15
图 25 地产景气度持续下探.....	16
图 26 商品房销售面积降幅小幅收窄.....	16
图 27 地产新开工、竣工和施工累计同比.....	16
图 28 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）.....	17
图 29 社会消费品零售总额同比增速.....	18
图 30 商品消费强于零售消费.....	18
图 33 全国城镇失业率季节性回落.....	19
图 34 我国出口同比增速.....	19
图 35 我国对主要经济体出口累计同比增速.....	20
图 36 我国进口同比增速（%）.....	21
图 37 核心通胀温和回升.....	21
图 38 CPI 环比好转.....	21
图 39 食品供应良好，价格下降.....	22
图 40 生猪存栏量.....	22
图 40 蔬菜季节性回落（中国寿光指数）.....	23
图 41 地缘冲突加剧带动油价高位运行.....	23
图 42 PPI 环比延续负增.....	24
图 43 PPI 分行业环比.....	25
图 44 生产、生活资料负剪刀差.....	25
图 45 公共财政收支同比增速（%）.....	26

---

图 46 社会融资规模及其增速.....	27
图 48 居民、企业中长期贷款.....	28
图 49 企业部门新增贷款及其构成.....	28
图 50 M1、M2 增速及其剪刀差小幅走扩.....	29

## 一、国外宏观经济回顾展望

### （一）美国：利率水平上升，美元再次走强

#### 经济数据回顾：

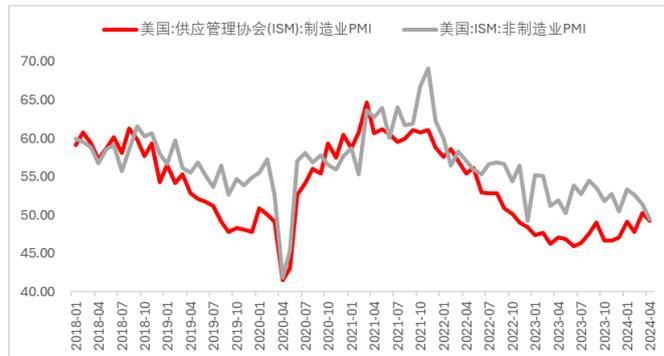
5月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储将联邦基金利率目标区间依旧保持在5.25%至5.50%，符合市场预期。此外，美联储宣布将从6月1日起将美国国债减持规模上限由每月600亿美元下调至每月250亿美元，而MBS减持规模上限则维持每月350亿美元。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的发言整体呈现出中性偏鸽的立场。他明确表示不认为美联储会加息，这一表态与市场预期一致。与3月会议相比，鲍威尔的发言更加强调了通胀的不确定性，并对就业市场的关注有所增加。其在FOMC声明中特别指出了对通胀回落进程的担忧，使用了“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展”的表述，与先前声明中所表达的通胀保持下降的说法有所改变。鲍威尔强调，今年以来通胀数据的超预期回升导致联储需要更长时间来证明通胀回落的可持续性。此外，鲍威尔否认了经济存在滞胀风险，并表达了对经济韧性的信心。

美国4月非农新增就业人数录得17.5万人，低于预期的24万人及前值31.5万人，失业率同样由3.8%上升至3.9%，高于预期的3.8%。整体非农就业数据虽意外全面走弱，但新增就业人数仍处于疫情前10年17.7万人的平均水平附近。细分行业来看，休闲和酒店业（4月新增5千人，3月新增5.3万人），建筑业（4月新增9千人，3月新增4万人）以及专业和商业服务（4月减少4千人，3月新增1万人）等行业于本月为非农就业人数较大拖累项，但教育和保健服务以及运输仓储业新增人数仍保持强劲。结合逐步走弱的服务业PMI来看，前期作为新增就业人数主要推手的服务业劳需求或进一步走弱，而这也进一步反映在持续放缓的薪资增速上（4月平均时薪同比增速3.9%，预期4%，前值4.1%）。在劳动力需求下降的情况下，劳动力市场接纳度回落或导致未来工人薪资议价权或有所转弱，整体居民收入减少或有利削弱经济消费能力，相关核心价格或失去相应支撑。

4月CPI同比上涨3.4%，低于前值的3.5%；未季调核心CPI同比上涨3.6%，低于前值的3.8%并与预期持平。细分项来看，新车及二手车价格稳步回落，但能源及

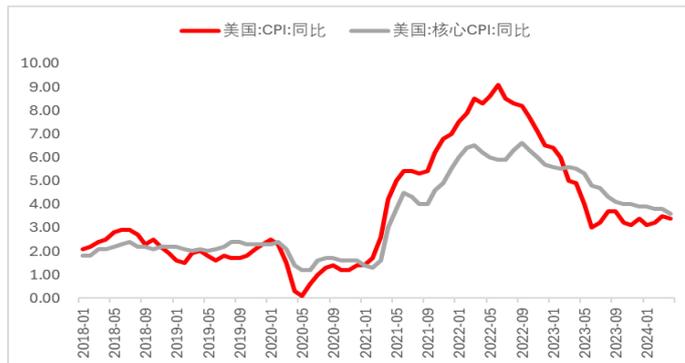
住房成本等价格指数于本月仍保持较高较高增速，除此之外，如医疗保健、交通费用等服务类价格指数虽有所放缓但增速仍处于高位，整体通胀水平距美联储目标仍有一定距离。

图 1 美国经济活跃度回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

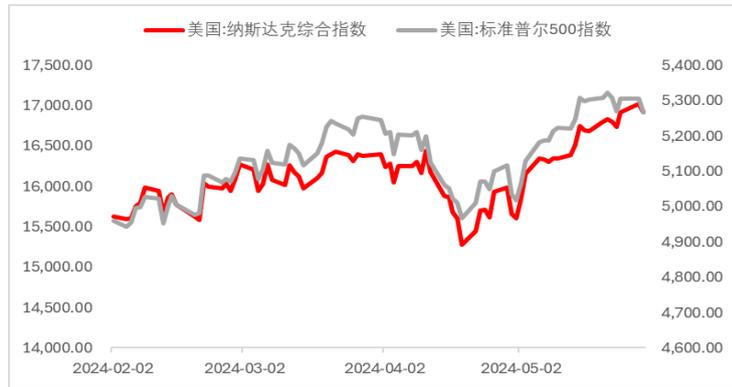
图 3 美国薪资增速放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

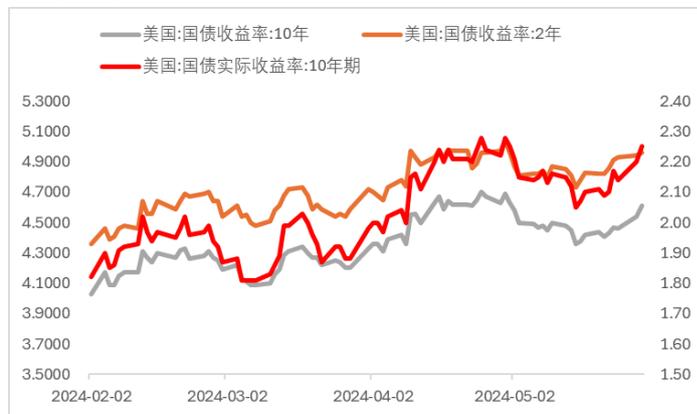
资产走势回顾:

图 4 加息预期走弱，美股上涨



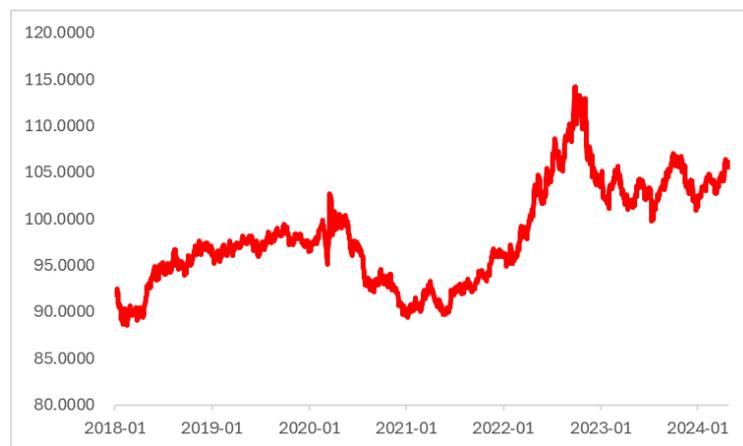
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率持续走高



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 利率预期处于高位，美元指数得到支撑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**6月展望及重点关注事件：**

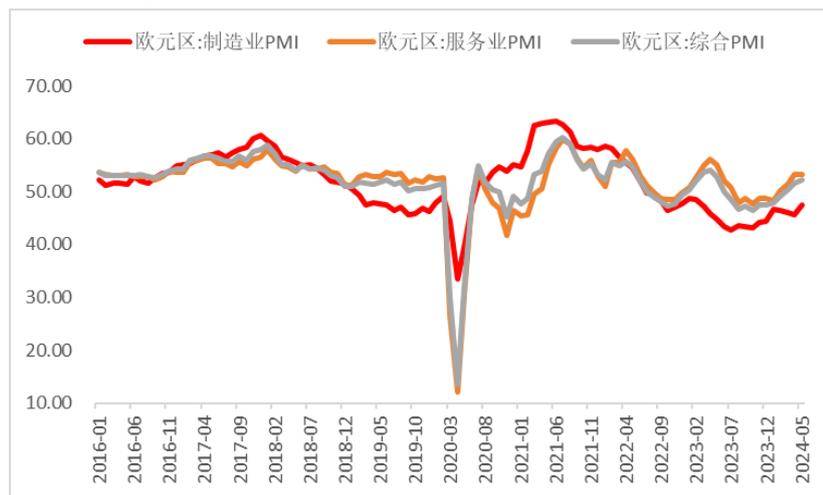
即便5月最新公布的通胀及非农就业数据均低于市场预期，但后继公布的如耐用品销售以及制造业指数等经济数据均反映美国经济仍保有一定韧性。除此之外，5月美债拍卖结果均不尽人意，市场逐渐担忧美债需求走弱进而导致长端美债收益率走高。往后看，在美国经济保有一定韧性的情况下，未来经济数据表现不确定性较高，下行趋势中或仍有一定波动。同时当前通胀数据仍处于高位，年内美联储降息空间相对有限，叠加美债收益率持续走高，美国与非美国家利差走阔或给予美元指数一定支撑。

**(二) 欧元区：经济逐步复苏，降息即将到来**

**经济数据回顾：**

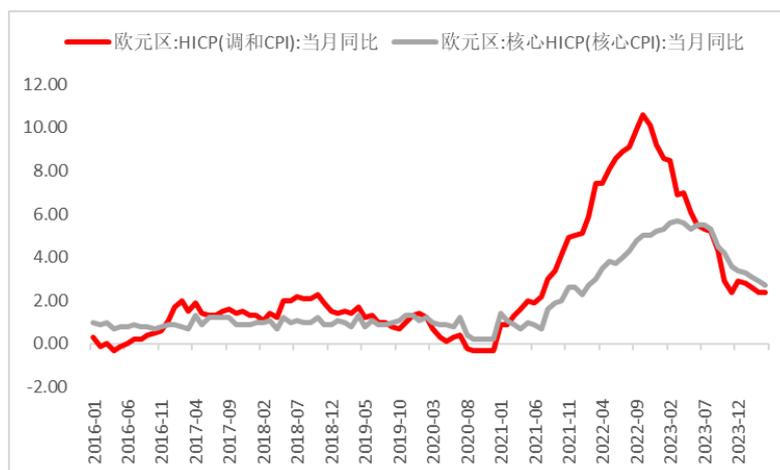
PMI数据方面，5月欧元区制造业PMI录得47.4，较前值45.7有所上涨；服务业PMI录得53.3，与前值持平，综合PMI则在制造业复苏带领经济活跃的走强的影响下录得52.3，高于前值的51.7并维持于扩张区间。本月PMI数据普遍上涨，制造业复苏趋势逐步确定，同时服务业需求保持稳定，整体经济前景或持续改善。通胀方面，欧元区4月调和CPI同比上涨2.4%，与前值持平。2月核心调和CPI录得2.7%，较前值2.9%小幅回落。本月通胀下降趋势有所放缓，其中服务业需求不减导致价格水平得到一定支撑，但多数生活相关的商品价格回落或进一步确保整体通胀水平朝欧洲央行目标靠拢。

**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

### 6 月展望及重点关注事件：

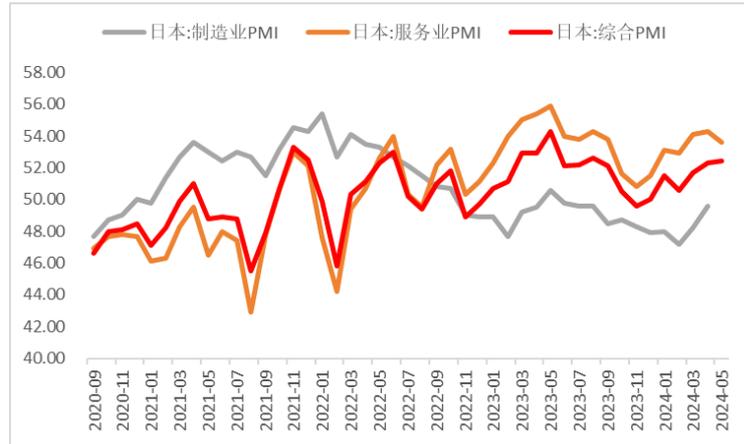
当前欧元区通胀回落趋势仍旧稳定，同时制造业经济活跃度见底回升，整体复苏趋势愈发强劲，经济前景持续改善。往后看，在通胀水平逐步朝欧洲央行目标靠近的情况下，市场对欧洲央行 6 月降息预期逐渐确定。在开启降息周期后，整体经济复苏趋势或再次得到新一轮利好因素，但欧元受美欧利差走阔影响或将于短期内相对承压。

### （三）日本：通胀再次回落，转向预期不变

#### 经济数据回顾：

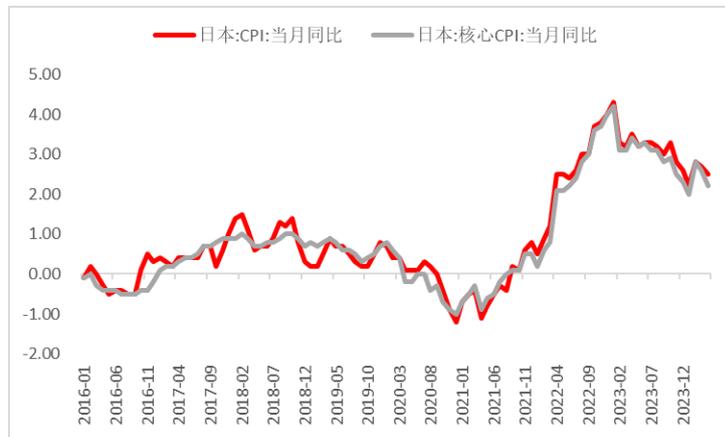
日本 5 月制造业 PMI 录得 50.5，较前值 49.6 小幅回升；服务业 PMI 指数录得 53.6，低于前值 54.3，而综合 PMI 则在制造业经济活跃度有所上升的影响下录得 52.4，保持在扩张区间的同时略高于前值的 52.3。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 4 月分别录得 2.5%及 2.2%，较前值 2.7%及 2.6%皆有所回落，在当前日元持续贬值导致商品成本增加的情况下，日本企业尚未显著调整价格来应对成本端的变化，整体通胀水平上升趋势因此受到打断。日本 4 月出口金额录得 89800 亿日元，较前值 94693 亿日元有所下降，进口口金额则录得 94456 亿日元，较前值 90869 亿日元再次上涨。商品贸易差额则录得-4656 亿日元，较前值的顺差 3823 亿日元显著恶化，整体贸易边际走弱或使日元相对承压。

图 9 日本整体 PMI 回升



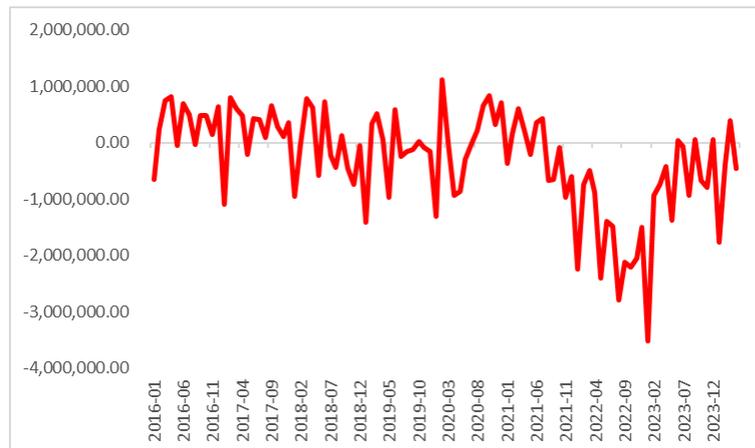
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 走弱



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走弱



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

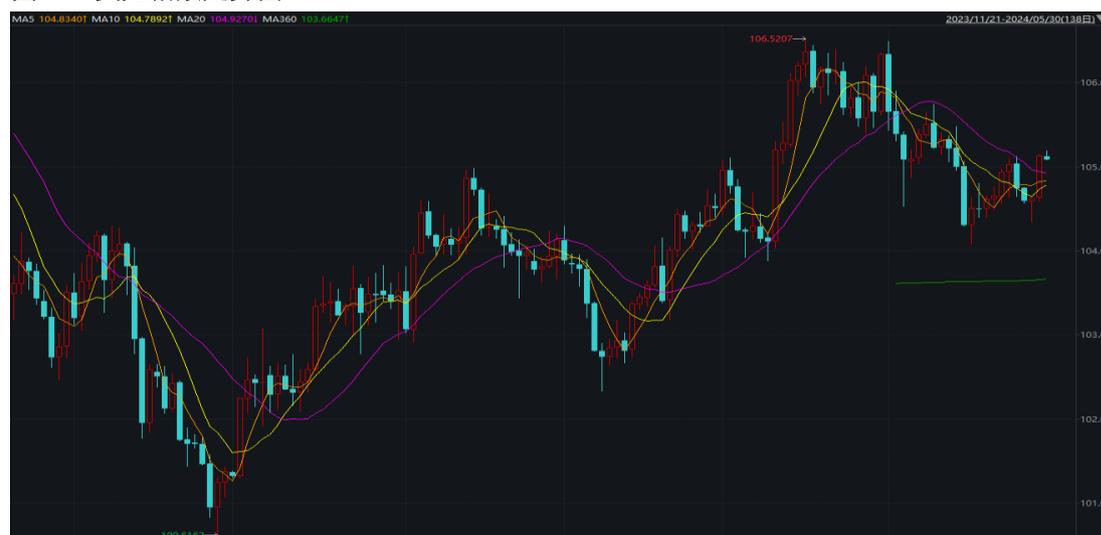
#### 6月展望及重点关注事件：

即便前期春斗的成功相对提振了市场对日本年内通胀水平上升的信心，但当前企业尚未就成本上升做出较大涨价应对，整体通胀水平上升趋势有所回落。然而往后看，当前日本央行转向预期相对确定，同时日本央行公开演讲基调仍旧偏鹰，后继货币紧缩政策逐步落实或给予日元一定支撑。

#### （四）外汇技术分析

**美元指数：**前期公布的美国经济数据接连走弱导致市场一度下调年内利率预期，美元指数随之走弱，然而从后期部分经济数据走强以及美债拍卖结果不及预期的状况来看，未来长端美债收益率仍有一定上升空间。叠加以欧元区为主的非美国国家在6月或开启降息周期，美国与非美国国家利差走阔或使美元指数再次走强。

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

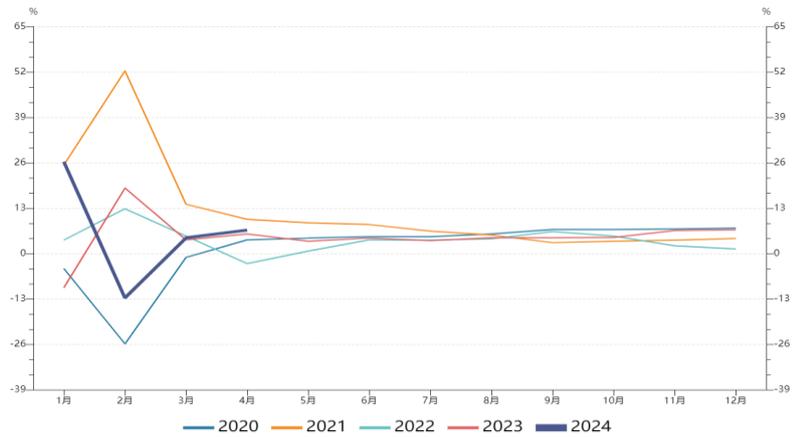
### （一）生产端：供给提升、内外需回落

作为经济复苏的重要内生动力，制造业持续复苏。4月制造业 PMI 较上月回落 0.4 个百分点至 50.4%，较季节性高 0.6 个百分点，持续位于扩张区间。非制造业也较上月回落 1.8 个百分点至 51.2%。

从结构上来看，供给端景气度较好，但内外需同时回落。需求端，新订单指数大幅回落 1.9 个百分点至 51.1%，或受 3 月需求集中释放以及地产拖累居民消费需求所导致。出口订单也回落 0.6 个百分点，4 月份美国、欧盟制造业 PMI 分别为 49.2%、45.7%，再度转降，暗示海外高利率还将持续相当长一段时间。供给端，4 月生产指数升至 52.2%，呈现较好修复趋势。需要注意的是，目前“供强需弱”局面显著，或制约后期物价。若供需缺口的改善能持续，将有助于缓解当前经济有效需求不足且局部产能过剩问题。

工业修复斜率向上，装备制造领先增长。4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；环比增长 0.97%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.0%，制造业增长 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%。从具体行业和产品来看，4 月份，在工业 41 个大类行业中，36 个行业增加值同比实现增长，增长面达 87.8%，其中装备制造业领头增长，增加值同比增长 9.9%。从产品看，出口相关产业链及装备制造领域产品均维持高增，新能源汽车、集成电路、工业机器人等产品均保持高速增长。目前，新能源汽车产销和出口同比继续保持快速增长，汽车行业以旧换新等有关政策仍在深入实施，市场消费潜能有望进一步扩大，带动装备制造增速维持高增。

图 13 规模以上工业增加值 (%)



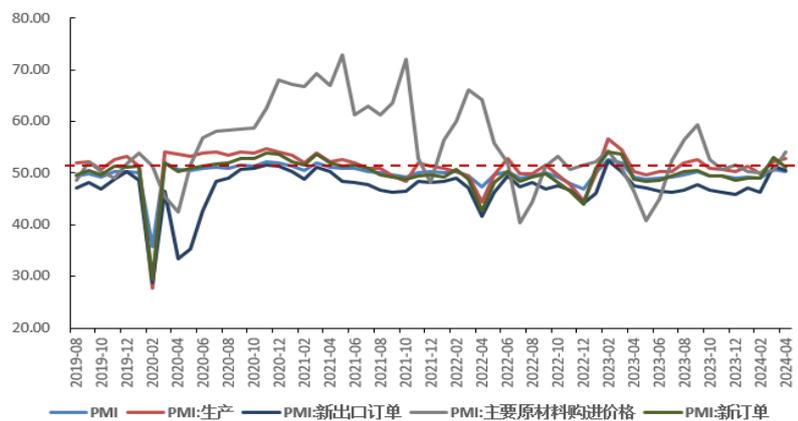
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 14 三大门类工业增加值同比增速 (%)



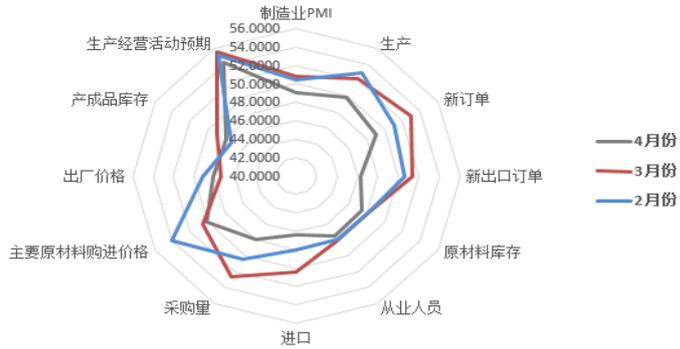
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 15 制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI 具体分项

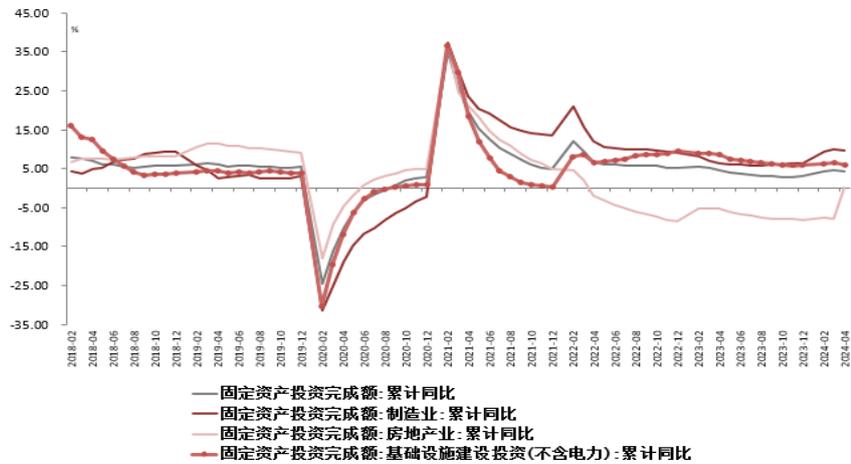


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏

**制造业支撑投资端，地产延续下探趋势。**1-4 月，全国固定资产投资同比增长 4.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长 6.0%，制造业投资增长 9.7%，房地产开发投资下降 9.8%。

图 17 投资端相对平稳

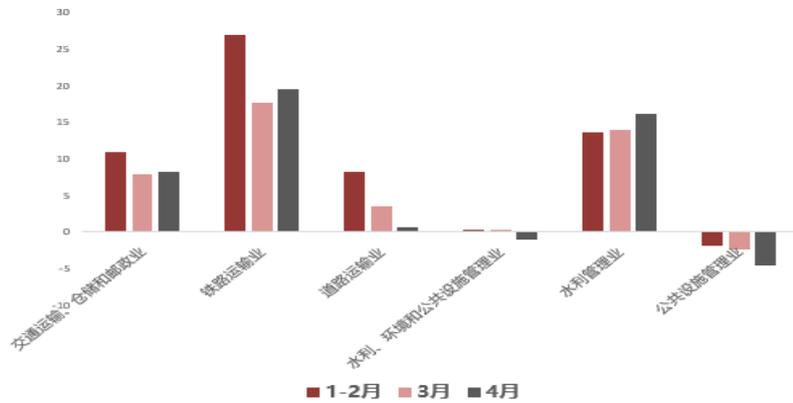


资料来源：wind，瑞达期货研究院

铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，整体道路投资边际走缓。出口相关产业投资处于高位，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备同比增速走高。基建投资中，受万亿国债托底的水利管理、环保投资增长扩张，而与专项债关联较高的公共设施投资增速回落。专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现，从 1-4 月份数据来看，专项债发行进度仅为 18.5%，不及过往平均量 40%，这一情况未来或

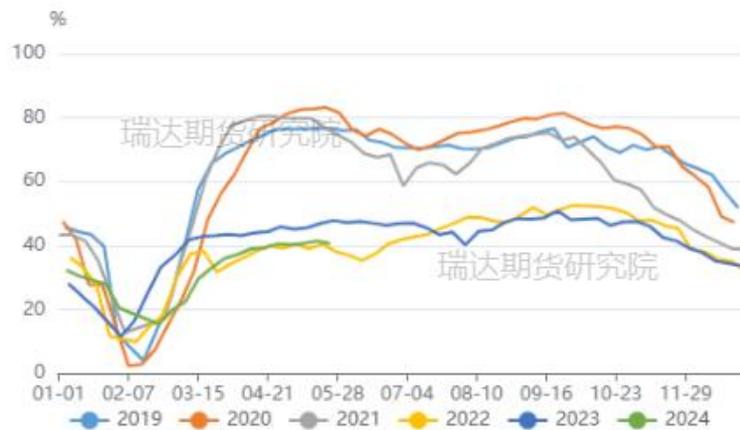
伴随发行节奏加快而改善。

图 18 基建投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

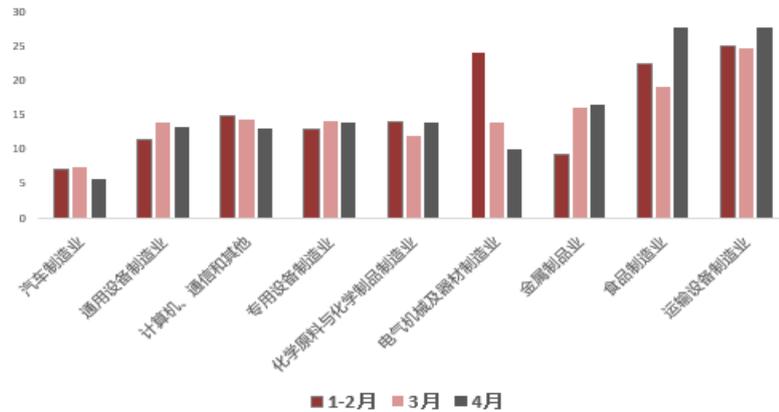
图 19 水泥发运率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

**制造业投资持续亮眼。**制造业投资增速 9.7%，小幅回落 0.5 个百分点，呈加快增长趋势。制造业投资增速仍然处于高位，新质生产力相关的高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增长 11.1%。设备更新需求叠加“产业升级”有望推动制造业投资增速稳中有升。

图 20 制造业投资细分项

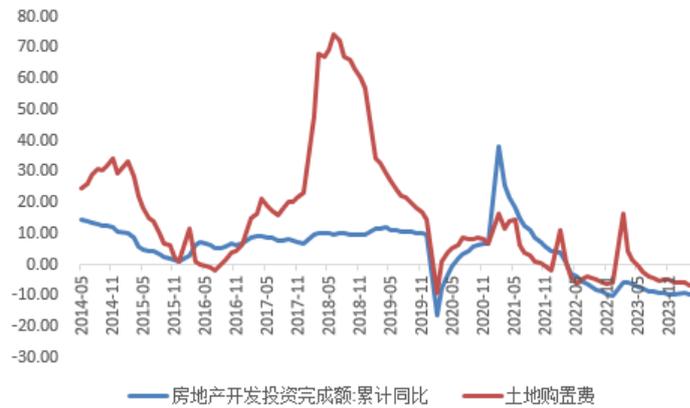


资料来源：wind，瑞达期货研究院

**房地产降速减缓，政策组合拳或改善预期。**房地产开发投资同比下降 9.8%，开工施工延续大幅下滑，竣工保持-20%增速。整体来看，供给端持续下降，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。然而，地产行业政策近期迎来重要基调变化的推进，从四月底的政治局会议的表态意味着，政策由点及面，全国范围内住房去库存的大幕拉开，新的政策定调给予地产修复乐观的信心。五月提及的新“一揽子”去库存方案形成了政策组合拳，持续优化市场预期。从需求侧来看，限制性条件进一步放松，全国范围内调整首套房和二套房首付比例下限，下调住房公积金贷款利率；供给端则由地方政府主导收储，提出“商品房库存较多的城市，地方政府可以以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”。行业扶持层面上，政策助力缓释行业相关主体风险，在广泛调研的基础上，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。

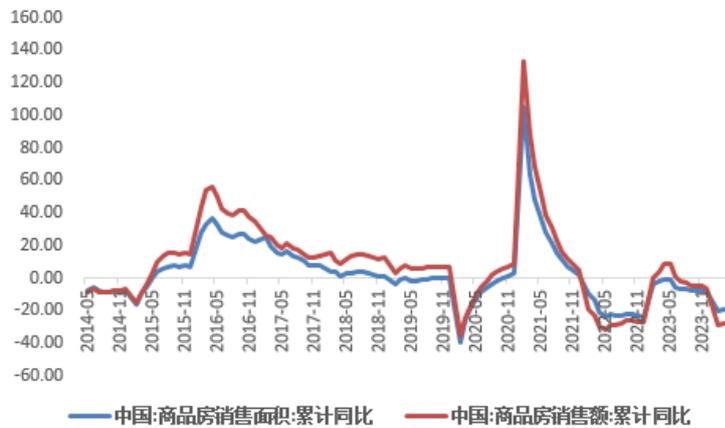
本次房地产政策需关注到落地后对楼市的拉升效果，考虑到本轮地产去库压力较上一轮较大（截至 4 月份，去库化周期超过 22 个月），政策端需要更大的力度托底，后续不排除政策空间继续加码。另外，关于保障性住房再贷款如何有效使用，以及针对政策实施主体地方政府而言，投放的资金量能否博回回报率与资金成本之差仍需持续关注。

图 21 地产景气度持续下探



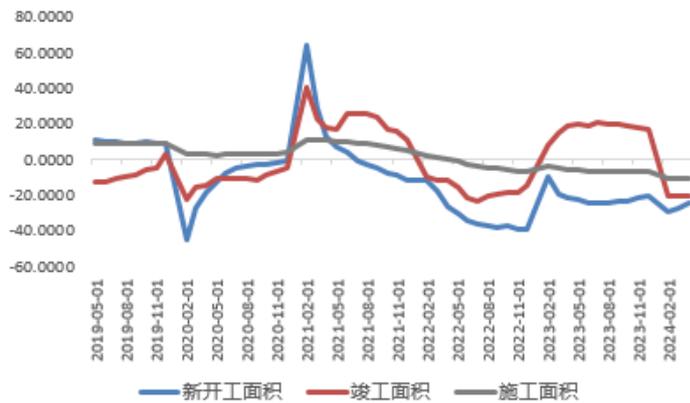
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 22 商品房销售面积降幅小幅收窄



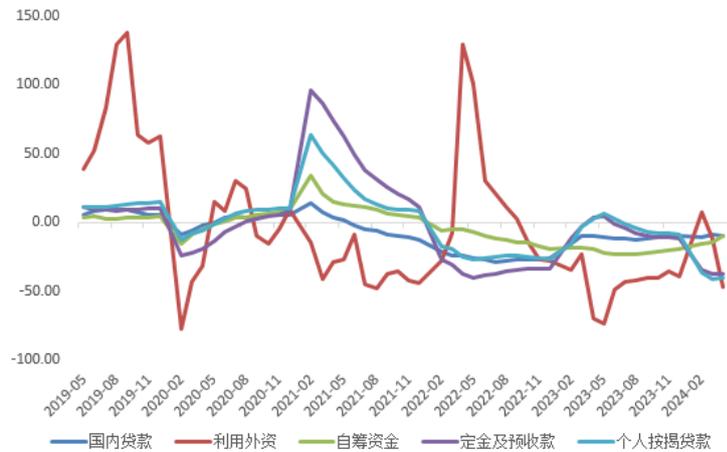
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 23 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 24 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

### （三）消费端：预期走弱，服务业为主导

4 月份社会零售总额增长速度为 2.3%，显著低于市场预期。结构上，商品消费下滑速度较快。居民收入增速偏低的情况下，居民消费模式有所转变，商品消费增速持续低于餐饮收入。4 月份商品零售增速 2.0%，下滑 0.7 个百分点，餐饮消费 4.4%，下滑 2.5 个百分点。今年以来，居民消费特征呈现必需品消费上行，居民减少非必要支出，规模以上单位餐饮收入增长为零，更多的是小规模餐饮的增长。此外，消费娱乐模式有所改变，娱乐活动具有更多自主性，体育娱乐装备和通讯产品消费上行。汽车消费高基数对整体消费增长的影响仍在延续，汽车消费增长-5.6%，增速继续下滑，扣除汽车消费增速后，整体社会零售总额增长为 3.2%，提升 0.9 个百分点。后续来看，消费需求的回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政在税收方面优惠或主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。此外，居民自身消费模式继续变化，旅游消费已经成为引领消费增长的主要变量。

图 25 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

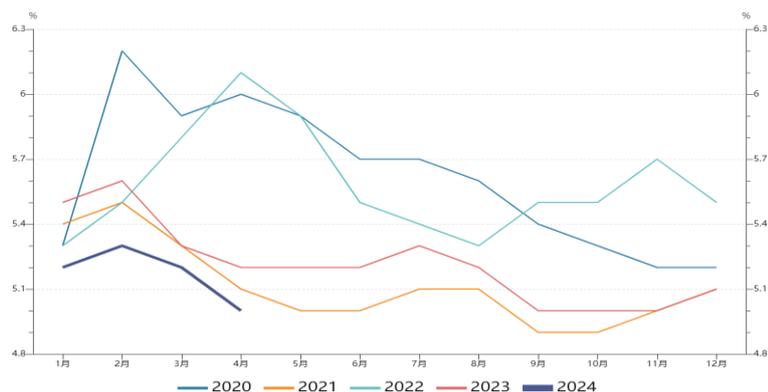
图 26 商品消费强于零售消费



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

1-4 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，比上年同期下降 0.2 个百分点。4 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月和上年同月均下降 0.2 个百分点。本地户籍人口失业率在 2023 年下半年以来持续上升，但在 2024 年以来持续下降，印证了经济结构演变对固定就业的影响有所缓释，截至 4 月份，今年就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步

图 27 全国城镇失业率季节性回落

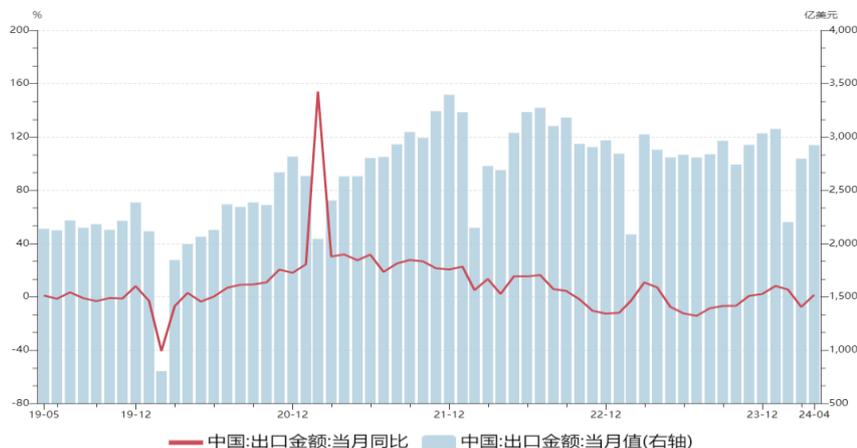


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

#### (四) 贸易端: 海外补库需求增长, 提振出口回升

按美元计价, 4 月我国外贸进出口 5125.6 亿美元, 增长 4.4%。其中, 出口 2924.5 亿美元, 同比 1.5%, 前值-7.5%; 进口 2201.0 亿美元, 同比 8.4%, 前值-1.9%; 贸易顺差 723.5 亿美元。

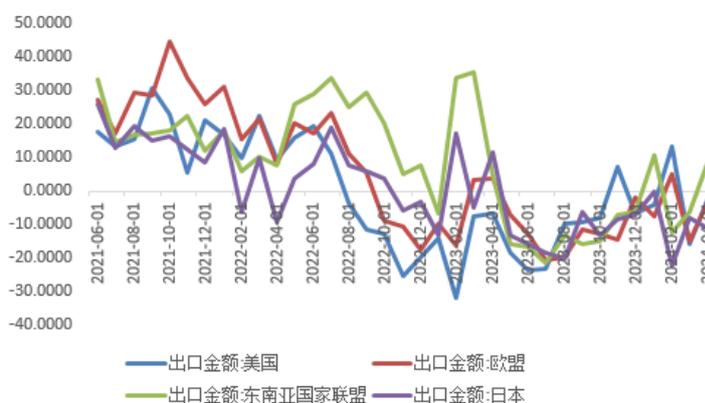
图 28 我国出口同比增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

我国对主要经济体出口增速全面回升。4 月对东盟、欧美出口三年复合增速分别为 6.7%、2.6%、-0.2%，较上月分别回落 5.2 个百分点和回升 0.4、1.5 个百分点，其中东盟和欧盟对我国出口拉动最大，是我国出口回升的主要动力，而美国改善幅度最大，也为接下来我国外贸复苏打下基础。

图 29 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

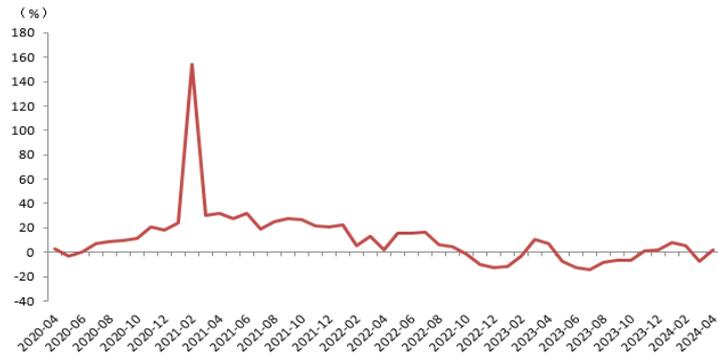
分产品看，劳动密集型商品是出口增速回升的主要贡献，机电产品为其次。4 月份劳动密集型产品同比涨幅走阔逾 10 个百分点，或因疫情对劳密产品干扰褪去，低基数促进今年回升。机电产品出口同比较去年上月份回升 6.7 个百分点，仍是我国出口的主要贡献项。

总的来看，基数走低叠加外需改善，我国出口大幅回升，多数商品有所改善。在美联储 9 月前维持高利率的情况下，经济韧性仍强，商品需求改善，中国出口料呈温和恢复特征。

而进口方面，4 月我国进口同比增长 8.4%，较上月上升 10.3 个百分点。一方面，在与低基数走低影响下，进口表现明显改善。另一方面，今年 4 月份进口额高于近六年来同期平均水平，并且在稳增长政策支持和逐步落实下，国内生产和需求稳步修复也有所带动。3、4 月我国制造业 PMI 均重新升至扩张区间或也可以侧面印证。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，大宗商品价格上涨和内需回暖共同推动上游原材料进口高增。原油、钢材进口增速由负转正，分别录得 14.12%、8.59%，前值为-3.45%、-11.37%；大豆进口增速跌幅大幅收窄，录得-5.94%，前值为-33.71%；未锻造的铜及铜材、铁矿砂进口增速涨幅小幅收窄，仍保持正增长态势。从内需上看，当前房地产市场仍在筑底，接下来楼市和基建相关的进口产品需求有一定提振。

图 30 我国进口同比增速 (%)

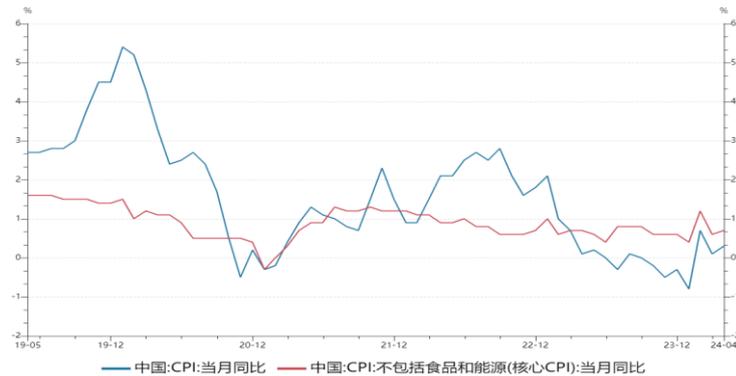


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### (五) 价格端：输入性通胀带动，通胀小幅上行

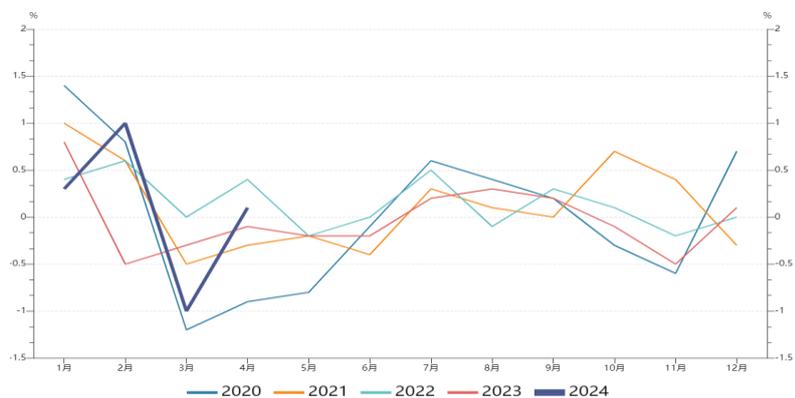
3月CPI同比0.1%，较上月下降0.6个百分点，主要是春节错月影响边际减弱导致；核心CPI同比上涨0.6%，涨幅保持稳定，说明居民需求恢复趋势不改。

图 31 核心通胀温和回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

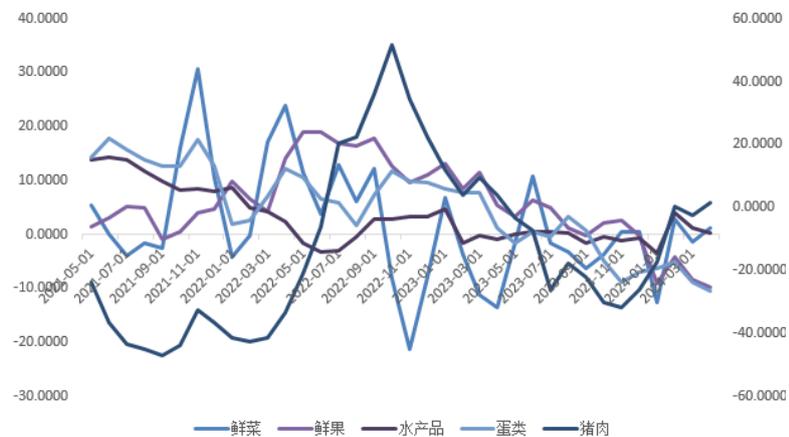
图 32 CPI 环比好转



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

供应充足、气温偏高，共同导致食品项价格回落。4月份，食品价格同比下降2.7%，降幅与上月相同，其中鸡蛋、牛肉、鲜果、羊肉和禽肉类均有所下降且降幅扩大；南方强降雨天气导致蔬菜供给回落，价格由上月下降2.4%转为上涨1.4%；生猪从去年1月开始就处在长期去产能的状态中。从需求端来看，五一假期到来提振需求，但随着节日效应褪去，需求也迅速回落，节日导向强。从供应来看，农业农村部公布的3月能繁母猪数量继续下调，基本接近正常保有量，使得市场信心有所增加，猪价由上月下降1.3%转为上涨1.3%。接下来果蔬类食品价格或同样受五一假期影响需求回升，从而表现好转，但变动幅度料不会很大。

图 33 食品供应良好，价格下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 34 生猪存栏量

(2022年-2024年)规模样本企业商品猪存栏月度走势图(万头)



资料来源：Mysteel，瑞达期货研究所

图 35 蔬菜季节性回落（中国寿光指数）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

**黄金、原油价格主要受国际因素传导。**非食品价格由上月下降 0.5% 转为上涨 0.3%。今年二季度以来，全球制造业转暖、需求好转，同时叠加中东地缘局势进一步加剧，市场避险需求迅速上涨，国际金价、油价随之上行，进而带动国内金饰品和汽油价格分别上涨 8.7% 和 3.0%；受小长假期间出行增多影响，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格再度转涨，涨幅分别为 15.3%、9.0%、4.0% 和 2.7%，也对非食品价格形成有效支撑。从核心 CPI 来看，内需不足的问题依旧存在，后续或在五一带动下小幅回升。5 月 12 日，以军仍继续在加沙地带南部城市拉法对巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）进行“精准打击”，这或是地缘局势进一步加剧的前兆，短期油价、金价或继续受到支撑。

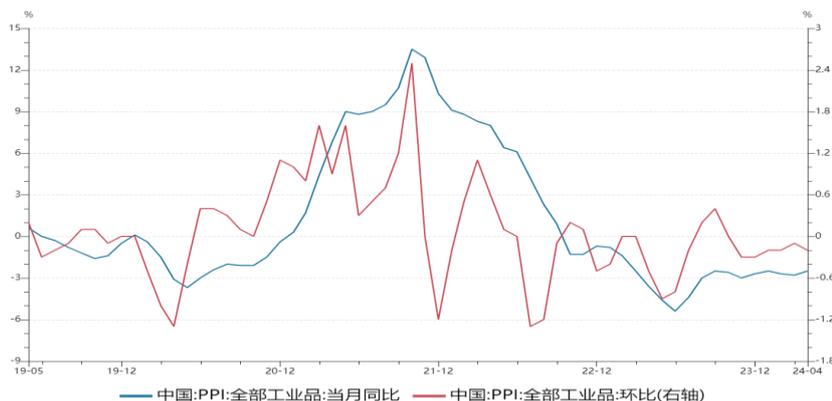
图 36 地缘冲突加剧带动油价高位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

国际与国内大宗商品表现分化，输入性通胀显现，但国内基建和地产相关大宗品表现仍偏弱。工业生产继续恢复，部分行业需求阶段性回落，环比来看，4月PPI环比降幅扩大0.1个百分点至-0.2%；同比延续负增，但较上月收窄0.3个百分点至-2.5%，其中，生产资料价格和生活资料降幅均较有所收窄，两者剪刀差收窄于-2.2%。国际与国内大宗商品表现分化，或是当前PPI仍在筑底的主要原因。地缘冲突、供给偏紧等因素带动国内石油、有色金属价格快速上涨，而与国内传统投资相关的大宗商品价格表现仍偏弱。具体来看，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨3.4%、1.0%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.2%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨8.0%、5.8%，但钢材、水泥等与地产关联度较强的行业需求恢复缓慢，拖累煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业等价格表现，反应国内基建和地产等相关需求仍偏弱。往后看，考虑去年低基数效应，二季度PPI同比降幅有望收窄，但短期来看PPI或将继续磨底。后续经济逐渐企稳回升，PPI同比增速也有望从底部回升。而PPI回到正增长状态的时点还将主要取决于国内地产市场走向及各项稳增长措施的落实情况。此前政治局会议强调宏观政策靠前发力有效落实，避免前紧后松，预计特别国债和专项债发行将加速，基建实物工作量或加快，4月17日发改委在国新办新闻发布会表示专项债项目完成初筛，推动万亿增发国债项目6月底前开工，黑色系价格料持续改善。但同时我们也可以发现随着上游价格攀升，终端需求不足的现象依然存在，下游企业利润或将受到侵蚀。

图 37 PPI 环比延续负增



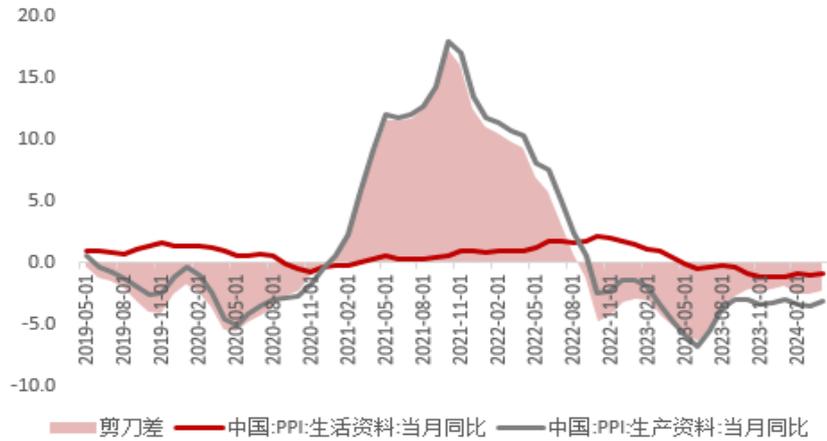
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 38 PPI 分行业环比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 39 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

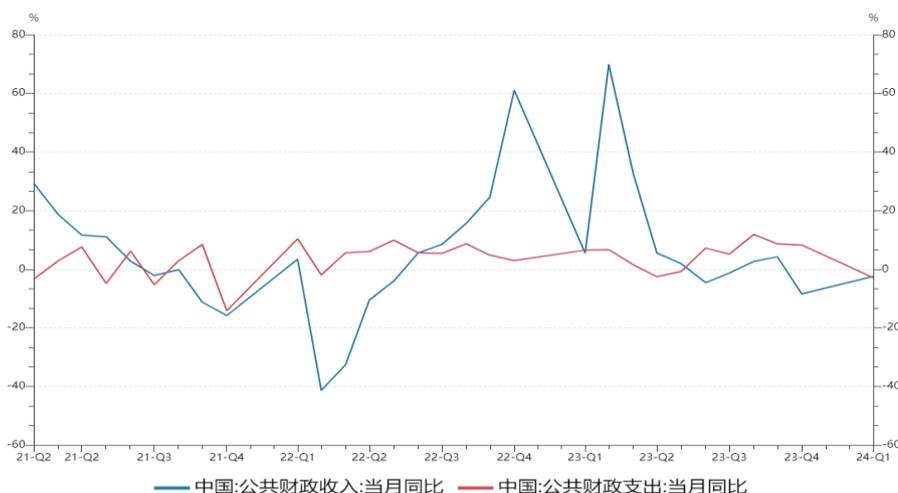
#### (一) 财政政策：适度加力、提质增效

1-4月，全国一般公共预算收入8.09万亿元，同比下降2.7%，按照可比口径实际增长2%左右，较此前小幅回落，但比2023年同期下降14.6个百分点。其中，税收收入6.69万亿元，同比-4.9%；非税收入1.4万亿元，同比9.4%，在基数影响下回落至个位数增长。据此前国新办发布会披露，主要受两项特殊因素的扰动。其一，去年财政收入基数高，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，抬高基数。其二是2023大量出台的增值税和个人所得税减免政策对2024年减收影响。扣除上述特殊因素的影响后，一季度全国一般公共预算收入在可比的口径下增长2%左右，保持恢复性增长，但增速下降。

全国一般公共预算支出同比增长3.5%，较上月小幅回升，占全年比重为31.3%，与去年同期基本持平。具体来看，本月财政资金支出的重点仍是基建领域，农林水支出同比增长13.1%，城乡社区支出同比增长11.5%；民生领域支出增速明显提升，教育支出、社会保障支出增速保持平稳，卫生健康支出小幅回落。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仍有较强必要性。

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。而近期国债和地方专项债发行均有所加速，万亿国债落地进度也进一步推进，财政支出料增速上行。

图 40 公共财政收支同比增速 (%)

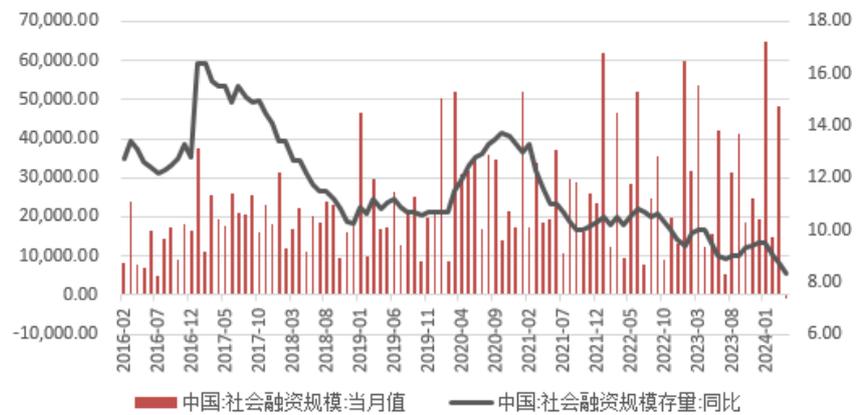


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）货币政策：灵活适度、精准有效

2023 年四季度央行释放适度平滑信贷波动的信号叠加 2023 年同期基数高，4 月社融负债增 1987 亿，环比季节性多减 5.07 万亿，同比亦大幅多减 1.42 万亿。这是自 2002 年 1 月以来，第三次录得为负，而上一次是在 2005 年 10 月。信贷方面，经济尚处于修复趋势，地产低位运行，私人部门加杠杆意愿较弱，叠加政府再转发行节奏偏慢，成为主要拖累项，4 月政治局会议后政府债发行或将加速。

图 41 社会融资规模及其增速

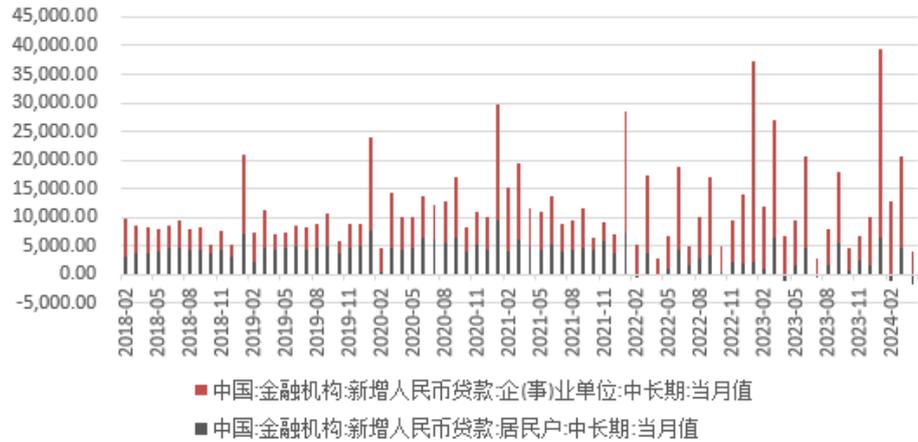


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**信贷方面，居民贷款拖累明显。**4 月居民贷款减少 5166 亿元，同比多减 2755 亿元。其中短期贷款减少 3518 亿元，中长期贷款减少 1666 亿元，分别同比多减约 2263、510 亿元，或与地产景气水平弱相关，消费者购房热情不高。四月政治局会议以来，地产政策迎来进一步推荐，全球范围内住房去库存序幕拉开，叠加全国范围内调整首套房和二套房首付比例下限，下调住房公积金贷款利率，后续居民信贷或受拉动。

企业贷款新增 8600 亿元，同比多增约 1761 亿元，其中，短期贷款减少 4100 亿元，同比多减约 3001 亿元，中长期贷款增加 4100 亿元，同比少增约 2569 亿元。今年以来政府债券发行节奏偏慢，基建及三大工程落地速度不快，企业中长贷缺乏支撑。

图 42 居民、企业中长期贷款



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 43 企业部门新增贷款及其构成



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

**M1、M2 增速持续回落。**其中，M1 同比减少 1.4%，回落 2.5 个百分点。新房销售偏弱、存款定期化问题依然存在，企业开工意愿不足，共同拖累 M1 同比增速，资金活化意愿有待提升。M2 同比增长 7.2%，回落 1.1 个百分点，低于市场预期且录得历史新低，信贷空转情况有所改善导致企业存款同比少增或是 M2 下行的主要原因。M1-M2 剪刀差走阔，当前仍需进一步刺激内需、提振实体经济活跃度，提振经济内生增长动能。

图 44 M1、M2 增速及其剪刀差小幅走扩



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

总的来看, 4 月金融数据大幅低于市场预期, 经济结构分化延续, “制造业强、地产弱”格局不变。楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低, 防范资金沉淀空转大幅影响企业中长期贷款。但超长期特别国债发放, 地方政府债节奏加快因素的推动下, 新增社融料回归正值。

## 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。