



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。

全球经济走势分化 中国经济持续回升

摘要

近期海外经济数据显示经济走势有所分化，美国 GDP 数据显示整体经济增速有所回落，但整体消费仍旧保持一定韧性，叠加劳动力市场供需失衡问题犹存导致薪资增速放缓受阻，整体通胀水平并未能如期回落。然而多数非美国国家整体经济表现相对疲软，通胀水平稳步下行，这也使得多数非美央行于近期公开演讲中鸽派基调逐渐增强，于美联储基调形成鲜明对比。在当前美国与非美国国家利差预期逐步走阔的情况下，美元指数及美债收益率得到显著支撑，未来非美货币在美国通胀问题得到改善前或不可避免的持续承压。

2024 年一季度，我国经济延续了回升向好的态势。实际 GDP 录得 5.3% 的较高增速，超过市场预期 4.6%，为全年实现 5% 左右的增速提供有力支撑，出口以及制造业对整体经济的拉动作用较为明显。作为经济复苏的重要内生动力，3 月 PMI 受季节性、政策预期以及外需修复三重因素推动，结束了连续五个月的收缩，重回扩张区间，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。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，旅游淡季使得此前强势负数趋势有所中断，在内需不足、居民收入仍待提振、失业压力尚存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。但需要注意的是，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：经济增速放缓，消费仍有韧性	4
(二) 欧元区：通胀稳步下滑，降息预期增强	7
(三) 日本：通胀意外回落，维持宽松基调	9
(四) 外汇技术分析	10
二、国内宏观经济回顾展望	12
(一) GDP：政策发力促使超预期	12
(二) 生产端：产能利用率或减弱	13
(三) 投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏	16
(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	22
(六) 价格端：错位影响褪去，后续或温和回升	24
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力	29
(一) 财政政策：适度加力、提质增效	29
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效	30
免责声明	34

图表目录

图 1 美国经济活跃度回升	5
图 2 美国整体通胀水平不降反升	5
图 3 美国薪资增速保持韧性	5
图 4 加息预期走强，美股冲高回落	6
图 5 美国国债收益率持续走高	6
图 6 利率预期上调，美元指数走强	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 走弱	9
图 11 日本贸易边际走强	10
图 12 美元指数走势图	11
图 13 一季度 GDP 增长超预期	12
图 14 GDP 贡献率	13
图 15 规模以上工业增加值 (%)	14
图 16 三大门类工业增加值同比增速 (%)	14
图 17 产能利用率	15
图 18 制造业 PMI	15
图 19 制造业 PMI 具体分项	15
图 20 投资端持续回升	16
图 21 基建投资细分项	16
图 22 水泥发运率	17
图 23 挖掘机销量当月值 (台)	17
图 24 制造业投资细分项	18
图 25 地产景气度持续下探	18
图 26 商品房销售面积降幅小幅收窄	19
图 27 地产新开工、竣工和施工累计同比	19
图 28 房地产投资结构弱 (资金来源累计同比)	19
图 29 社会消费品零售总额增速	20
图 30 商品消费强于零售消费	20
图 31 全国居民支出与收入增速	21
图 32 居民消费倾向逐渐恢复	21
图 33 全国城镇失业率季节性回落	22
图 34 我国出口同比增速	22
图 35 我国对主要经济体出口累计同比增速	23
图 36 我国进口同比增速 (%)	24
图 37 核心通胀回归去年 Q4 水平	24
图 38 CPI 环比再度转降	25
图 39 节假日提振生猪需求	25
图 40 蔬菜季节性回落 (中国寿光指数)	26

图 41 红海危机升级使油价升温	26
图 42 PPI 环比延续负增	27
图 43 PPI 分行业环比	28
图 44 生产、生活资料剪刀差	28
图 45 公共财政收支同比增速 (%)	30
图 46 社会融资规模及其增速	30
图 47 社融细分项对比	31
图 48 居民、企业中长期贷款	31
图 49 企业部门新增贷款及其构成	32
图 50 M1、M2 增速及其剪刀差大幅走扩	32

一、国外宏观经济回顾展望

（一）美国：经济增速放缓，消费仍有韧性

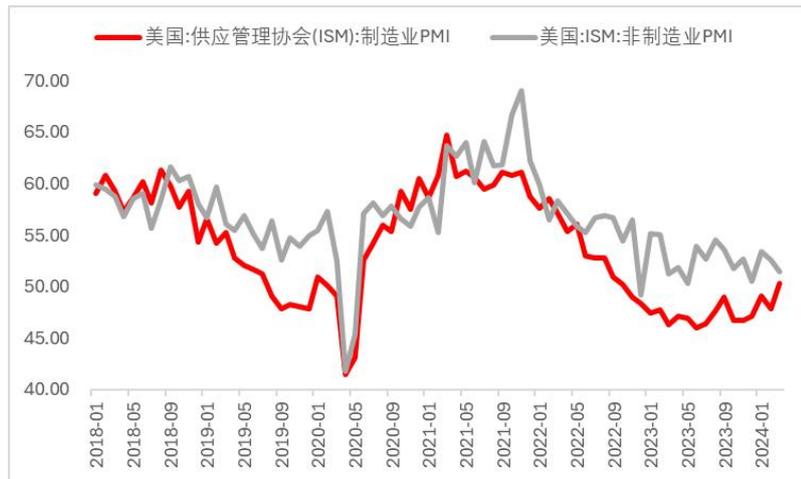
经济数据回顾：

美国 2024 年一季度实际 GDP 的年化季环比增长率为 1.6%，这一数字不仅低于市场预期预期的 2.5%，也低于过去六个季度的平均水平。细分项中消费支出环比上涨 0.6%，虽低于前值 0.8%但仍是本次 GDP 数据最大拉动因素，其中商品相关消费项持续走弱，但服务消费支出保持增长韧性，整体走势与就业市场服务业相关职业需求走势吻合。固定投资一季度环比增长率则录得 1.3%，高于前值 0.9%，但细分投资领域则呈现出一定分化，其中住宅投资的修复和计算机电子行业的投资增长，可能预示着制造业回流的积极迹象。然而，非住宅建筑投资的放缓和设备投资的不确定性，也给未来的经济增长带来了一丝忧虑。库存变化及进出口贸易为一季度 GDP 主要拖累项，整体累库速度放缓以及进口需求增加对整体 GDP 增长形成一定压力，但从整体数据来看，整体消费及投资均保持一定韧性，未来通胀下降或仍有一定阻力存在。

3 月非农就业数据显示新增就业人口增加 30.3 万人，远高于预期的 24.1 万人以及前值 27 万人。细分行业来看，服务业仍为新增就业人数的主力推手，其中医疗保健业以及休闲酒店业均录得较多新增就业人数。失业率在 3 月下滑至 3.8%，反映整体劳动力市场仍保有较大接纳空间。3 月薪资环比增速录得 0.3%也高于前值 0.2%，同比增速则维持于 4.3%不变，整体薪资水平在劳动力再平衡过程或持续缓慢回落。

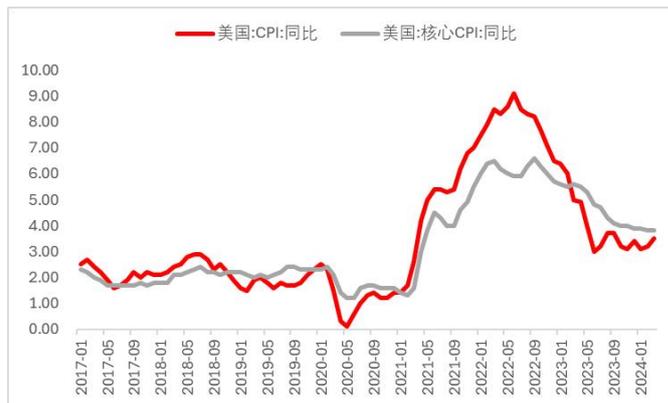
3 月 CPI 同比上涨 3.5%，高于预期及前值的 3.4%及 3.2%；未季调核心 CPI 同比上涨 3.8%，与前值持平并高于预期的 3.7%。细分项来看，本月能源价格指数受近期巴以冲突加剧导致原油价格飙升的影响于 3 月环比上涨 1.1%，为整体通胀上涨的主要推手之一，而核心通胀中占比最高的住房价格指数仍未如市场预期回落并于本月环比上涨 0.4%，叠加医疗保健以及交通运输等服务类价格在薪资增速维持于高位的状况下得到支撑，整体核心通胀下行阻力愈发明显。

图 1 美国经济活跃度回升



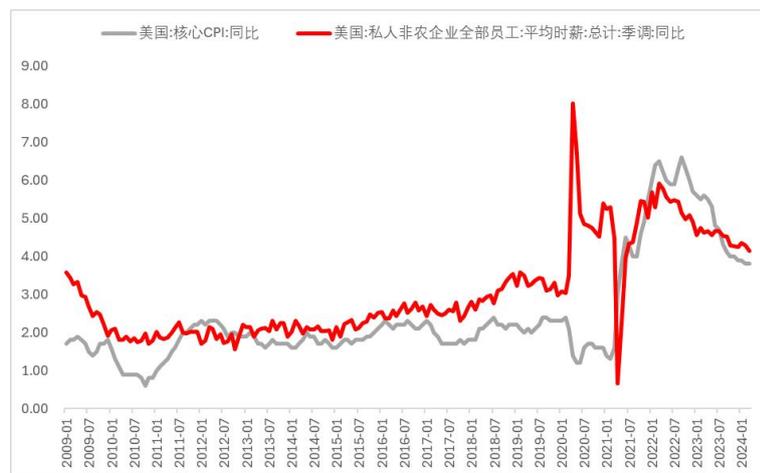
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平不降反升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

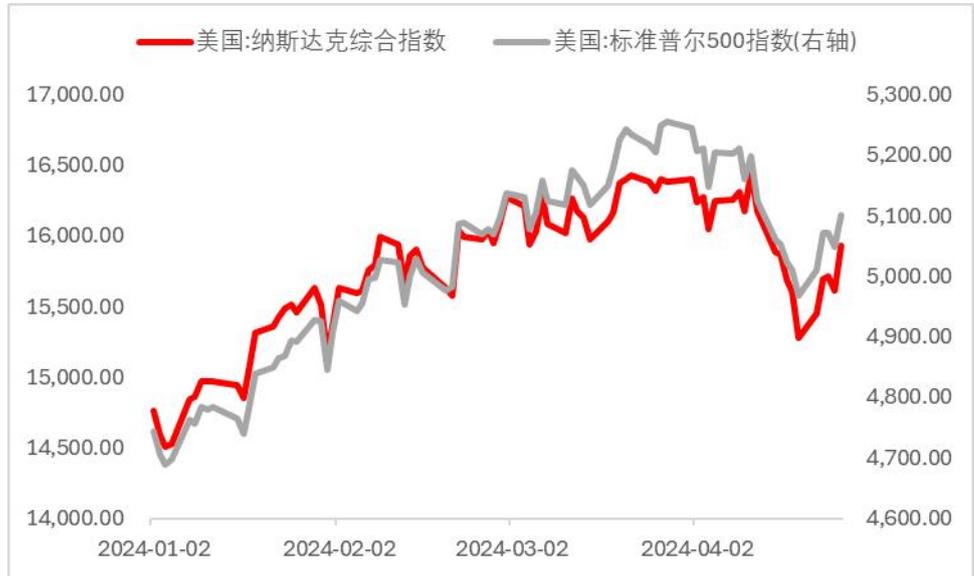
图 3 美国薪资增速保持韧性



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

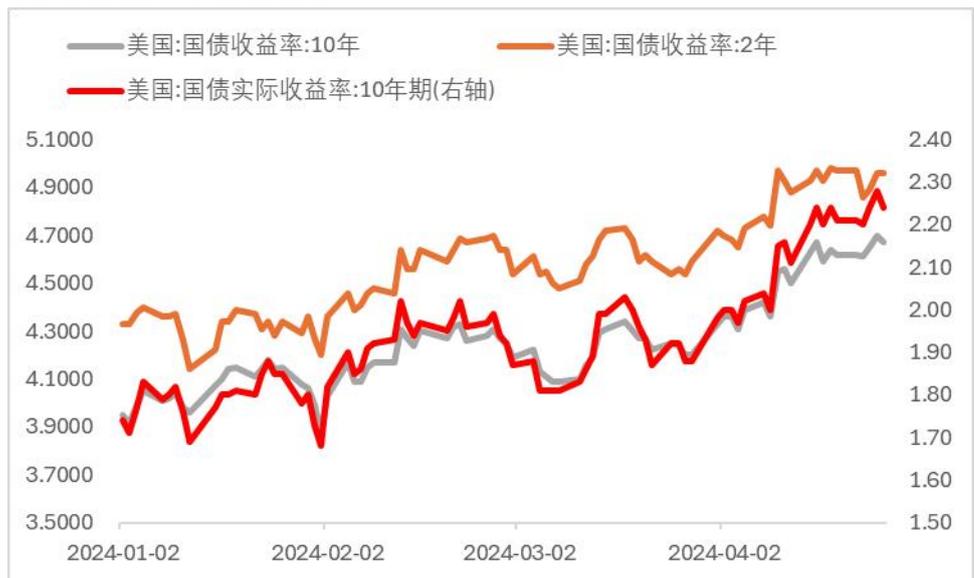
资产走势回顾:

图 4 加息预期走强，美股冲高回落



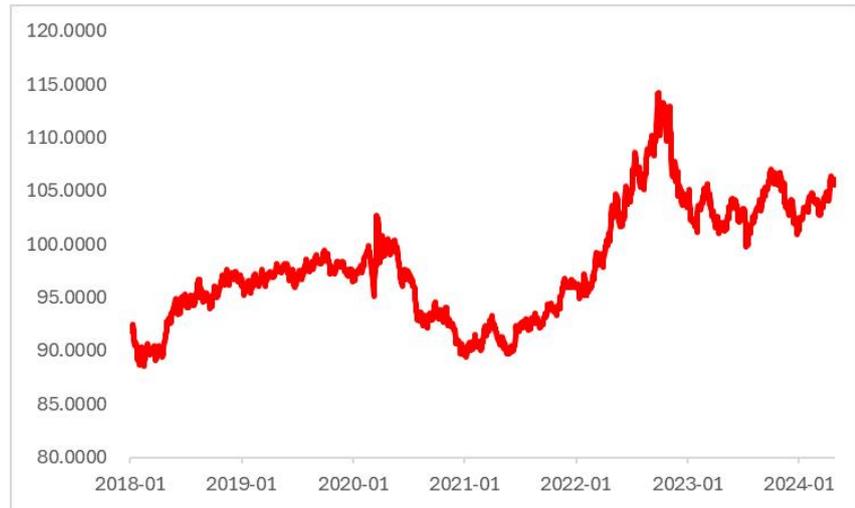
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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 利率预期上调，美元指数走强



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

5 月展望及重点关注事件：

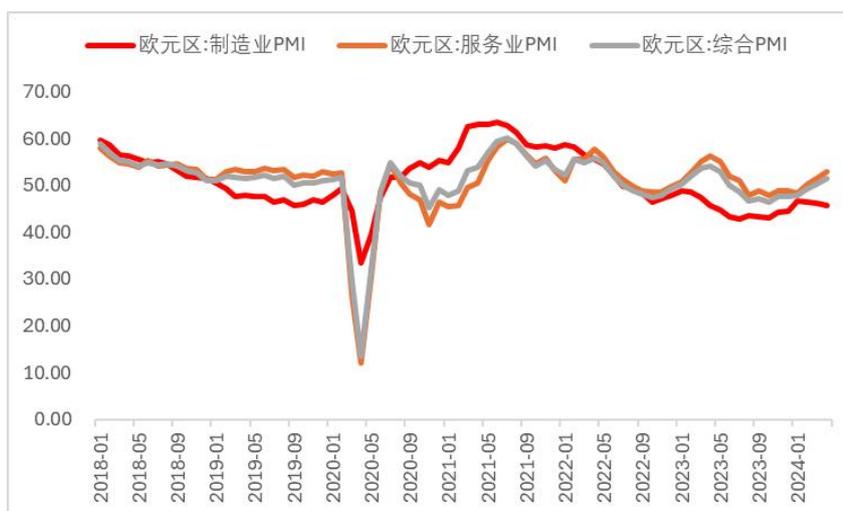
在多项经济数据公布后，市场再次下调了对年内美联储降息空间的预期，同时首次降息时间随之推后。当前市场预计美联储将于 9 月进行首次降息，同时年内大概率将只降息 25 基点，与先前 6 月执行首次降息并于全年降息 75 基点的预期相差甚远。往后看，短期内美国劳动力市场供需仍处于再平衡状态，薪资增速下行趋势或持续减弱，经济中消费项保持扩张的情况下通胀水平或将得到一定支撑，美元及美债收益率在利率预期支撑下或将持续走强。

(二) 欧元区：通胀稳步下滑，降息预期增强

经济数据回顾：

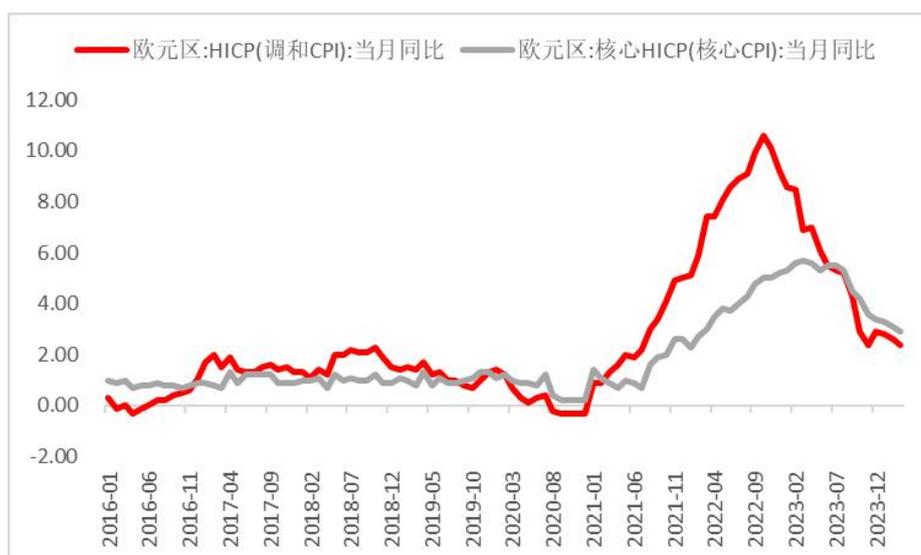
PMI 数据方面，4 月欧元区制造业 PMI 录得 45.6，较前值 46.1 有所回落；服务业 PMI 录得 52.9，较前值 51.5 再次上涨，综合 PMI 则在服务业经济活跃的走强的影响下录得 51.4，维持于扩张区间。本月 PMI 数据涨跌不一，但整体经济活跃度在服务业回暖的状态下维持回升趋势，并逐步接近重返增长区间，整体经济前景或有所改善。通胀方面，欧元区 3 月调和 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.6% 稳步回落。2 月核心调和 CPI 录得 2.9%，较前值 3.1% 小幅回落。本月通胀下降幅度符合市场预期，通胀下滑主要推动因素仍为食品价格在上月有所下降，然而与美国相同，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，整体服务业持续复苏或给予服务类相关价格一定支撑。

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

5 月展望及重点关注事件:

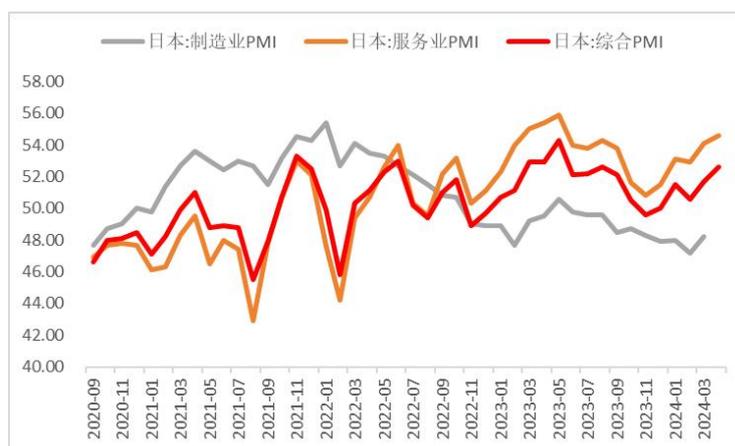
在能源价格波动并未进一步加剧的情况下,当前欧元区通胀放缓趋势较为明显,欧洲央行官员于公开演讲中发表言论的基调逐渐转鸽,市场对欧洲央行降息预期逐步确定。往后看,当前欧元区制造业仍旧低迷,服务业仍为主要经济增速支撑因素,后继通胀正常化的情况下市场或加重对欧元区降息预期的相关交易,欧美利差持续走阔或给予欧元一定压力。

(三) 日本：通胀意外回落，维持宽松基调

经济数据回顾：

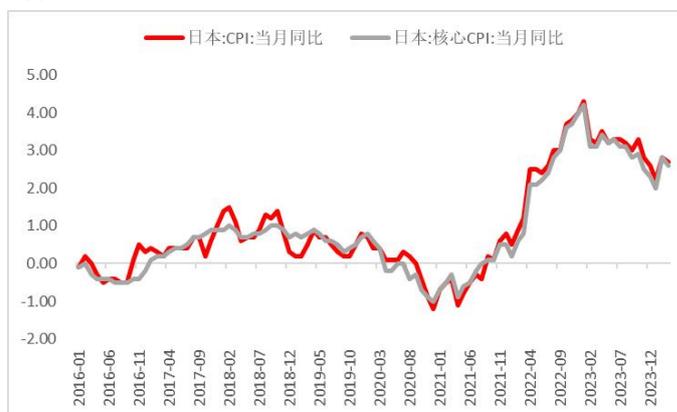
日本4月制造业PMI录得49.9，较前值58.2小幅回升；服务业PMI指数录得54.6，高于前值54.1，而综合PMI则在制造业及服务业经济活跃度均有所上升的影响下录得52.6，保持在扩张区间的同时高于前值的51.7。通胀数据方面，日本CPI及核心CPI同比增幅在3月分别录得2.7%及2.6%，较前值2.8%皆有所回落，在进口价格上升的影响下部分家庭实际消费能力或受到一定抑制，整体通胀水平再次下降。日本3月出口金额录得94693亿日元，较前值82492亿日元有所上升，进口口金额则录得90823亿日元，较前值86321亿日元显著上升。商品贸易差额则录得3870亿日元，较前值的逆差3829亿日元显著好转，贸易边际走强整体或相对给予日元一定支撑。

图 9 日本整体 PMI 回升



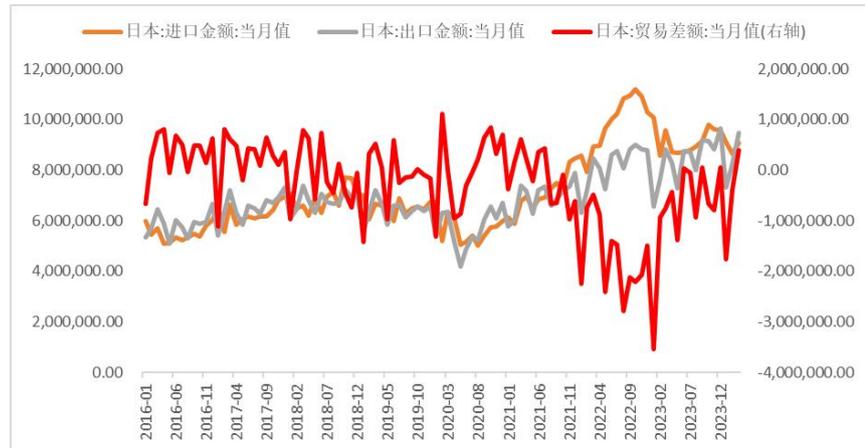
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走强



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

5 月展望及重点关注事件:

近期日本通胀水平虽仍保持于 2% 的目标之上但整体增速有所放缓, 然而当前日本央行于公开演讲中维持鸽派并释放对日元贬值并无明显担忧的情况下日元或持续走弱。在日元保持于历史低位叠加薪资上涨概率较高的情况下, 未来日本通胀或得到更多上行动力, 但日本央行未如期对外汇做出干预或使日元进一步走弱。

(四) 外汇技术分析

美元指数: 即便美国 GDP 数据超预期放缓, 但从数据细分项中仍可以看出当前美国消费需求仍保有一定韧性。结合后继公布的 PCE 数据来看, 整体通胀下行阻力尚存, 市场或持续对年内降息预期进行修正, 整体利率预期上行。当前多数非美国国家通胀水平稳步下行, 未来美国与非美国国家利差持续走阔或给予美元指数一定支撑。

图 12 美元指数走势图



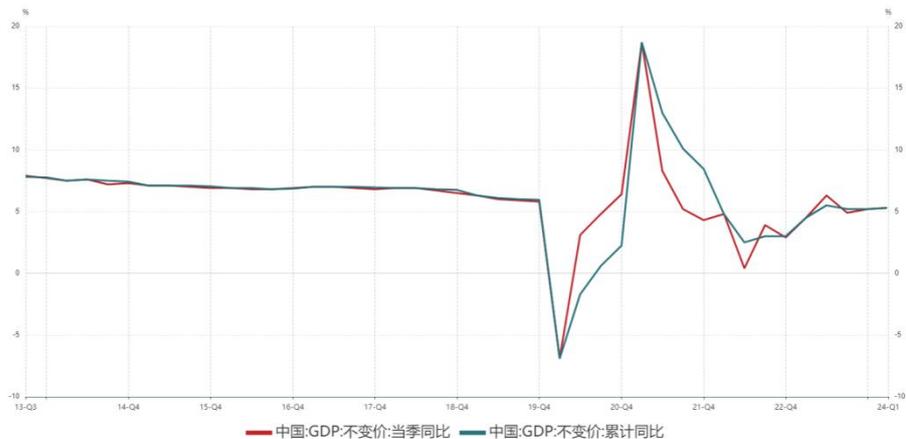
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

(一) GDP：政策发力促使超预期

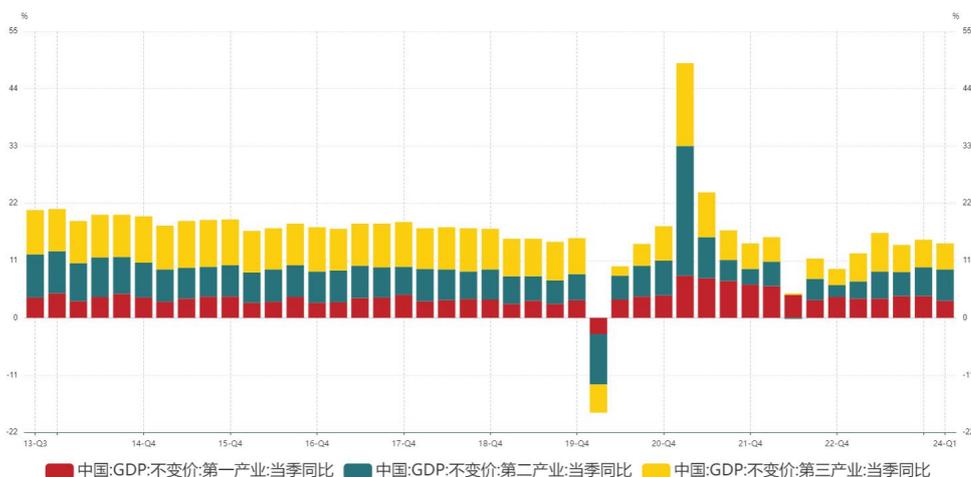
2024 年一季度中国实际 GDP 录得 5.3% 的较高增速，为全年实现 5% 左右的增速提供有力支撑。分产业看，第一产业增长 3.3%，第二产业增长 6.0%，第三产业增长 5.0%。整体来看，一季度国民经济开局良好，超过市场预期的 4.6% 水平，出口以及制造业对整体经济的拉动作用较为明显。本季度经济总量数据上实际 GDP 与名义 GDP 增速的差距较大，实体企业实际获利能力有所弱化。GDP 平减指数增长 -1.3%，平减指数已经连续四个季度负增长。具体来看，一二三产平减指数分别为 -3.5%、-4.0%、0.7%，即价格负增长主要集中于上中游，一二产是主要拖累。物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显，后续政策端对通胀回暖或加码发力。据政府工作报告安排，2024 年广义赤字较去年多 1.28 万亿，财政增量规模可观。预计 2024 年二三季度特别国债和地方政府专项债将集中发行和落地使用，现有政策能够对经济增长形成持续支撑。而海外美联储降息时点的不确定性增强，人民币汇率仍是货币政策宽松节奏的重要考量。

图 13 一季度 GDP 增长超预期



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 14 GDP 贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

(二) 生产端：产能利用率或减弱

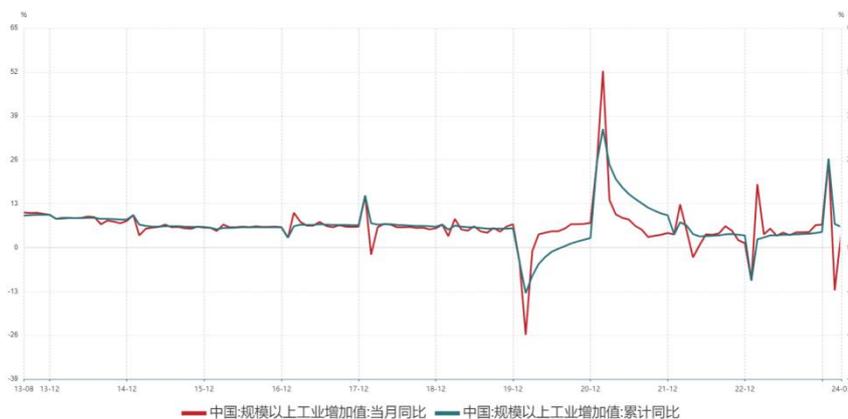
作为经济复苏的重要内生动力，一季度制造业持续复苏。3月PMI受季节性、政策预期以及外需修复三重因素推动，结束了连续五个月的收缩，重回扩张区间。中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数分别为50.8%、53.0%，分比2024年2月回升1.7、1.6个百分点。春节过后企业加快复工复产，市场景气度明显提升。今年3月制造业PMI环比2月上升1.7个百分点，超出季节性变化范围，且去年10月以来首次超出荣枯线，显示制造业景气度明显提升。

从结构上来看，供给端景气度较好，需求修复较为明显。需求端，新订单指数升至53.0%，首次跃升至扩张区间并超过生产指数。节能减排、提升效率等技术改造升级对制造业需求有所拉动。出口订单表现较强，3月份美国、日本制造业PMI初值分别为52.5%、48.2%，较前值有所回升，显示出海外制造业补库需求逐步增强。两项指数相对分化，意味着价格环境仍有待改善。供给端，3月生产指数升至52.2%，亦呈现较好修复趋势。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。

生产强于需求，产能利用率或减弱。2024年一季度，工业增加值的累计同比增长6.1%，分门类来看，3月规模以上制造业增加值同比增速为5.1%，居三大门类之首，受到高技术制造业增加值同比增速较高的拉动。当前工业运行存在两点特征，首先是生产快于需求，工业产销率回落至94.9%，达到2000年以来的最低点。其次是，投资快于生产。2024

年一季度，制造业投资累计同比增长高于制造业生产增长，或源于新一轮设备更新政策支持。然而，2021年起制造业投资的快速扩张已过3年，新增产能不断投放，逐步拉低企业产能利用水平，73.6%的产能利用率是2020年二季度以来最低。产能利用水平不足，体现产能过剩的潜在风险，现有闲置产能会抑制新增投资，特别存在于装备和高技术制造业领域上。两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。

图 15 规模以上工业增加值 (%)



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 16 三大门类工业增加值同比增速 (%)



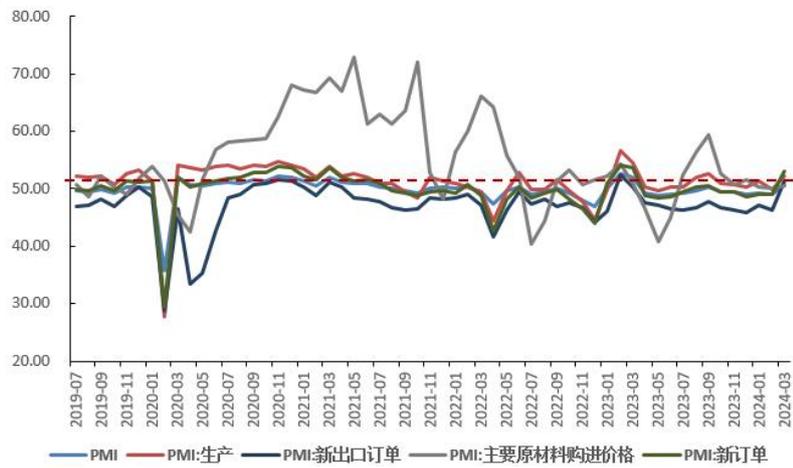
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 17 产能利用率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 18 制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 制造业 PMI 具体分项

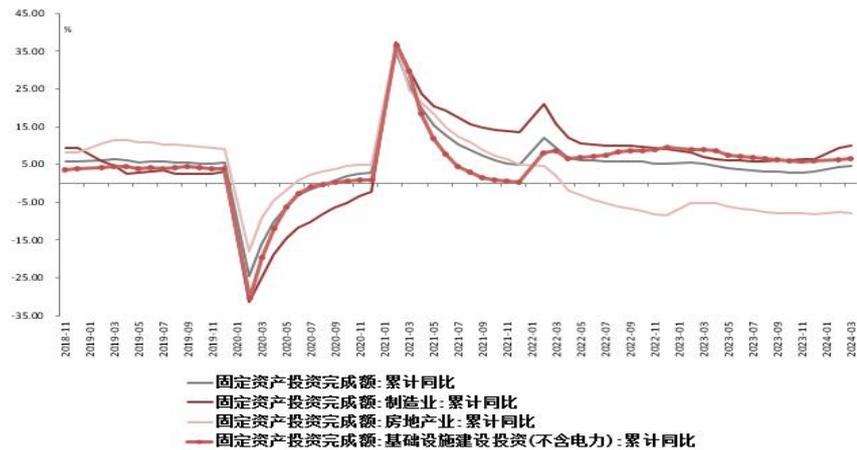


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(三) 投资端：基建、制造双企稳，主力投资稳复苏

制造业支撑投资端，地产延续下探趋势。一季度固定资产投资增速为 4.5%，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。

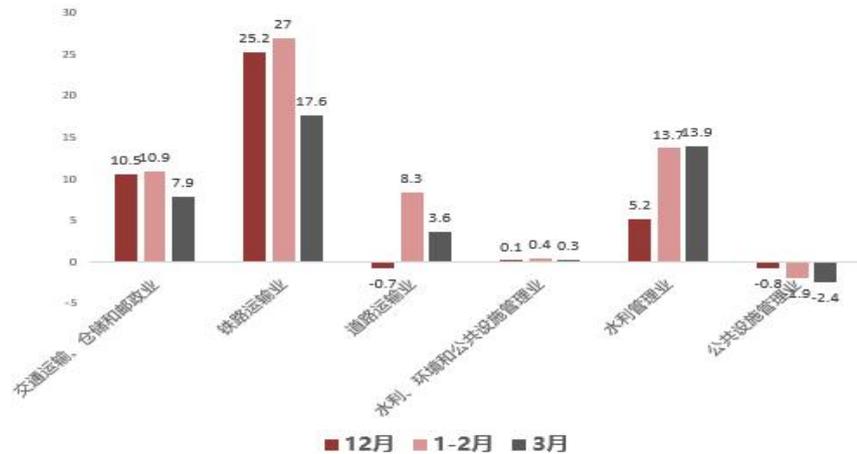
图 20 投资端持续回升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

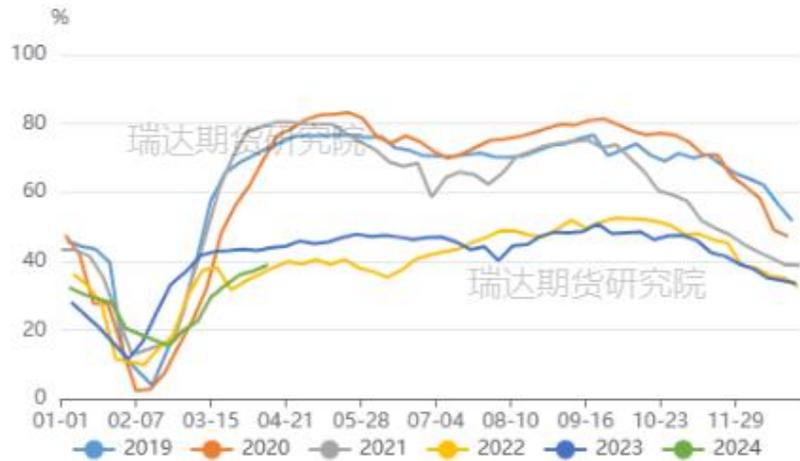
基建投资增速仍有支撑。一季度基建投资增速 6.5%，其中电力热力生产和供应业、水利管理业投资分别增长 29.1%和 13.9%，民生项目持续好转。从高频数据看，水泥发运率、挖掘机销量季节性回升，但仍位于五年内低位，整体基建实物工作量仍待提升。去年增发国债与年初 PSL 资金投放对基建有所支撑，但今年地方专项债发行速度偏慢，后续基建投资增速或小幅回落。

图 21 基建投资细分项



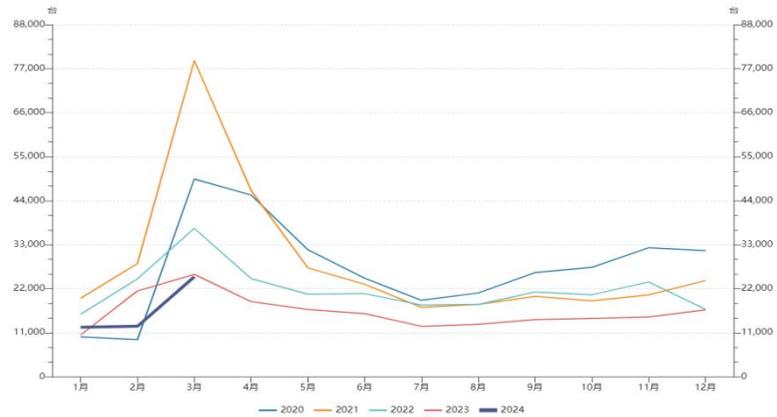
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 22 水泥发运率



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

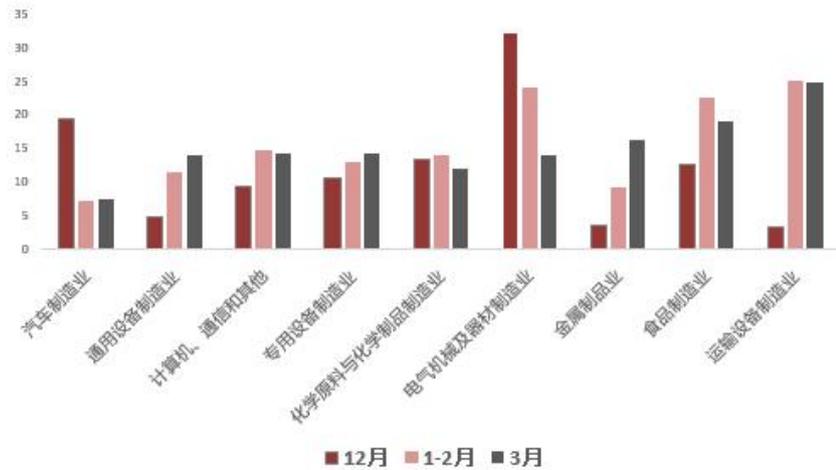
图 23 挖掘机销量当月值（台）



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 9.9%，继续上升 0.5 个百分点，呈加快增长趋势。结构上，大规模设备更新政策正不断落实，提振设备相关行业；而电气机械及器材和汽车制造业快速回落，反映新能源行业的产能过剩问题可能有所体现；高技术制造业投资增长 10.8%，高于总体增速。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。

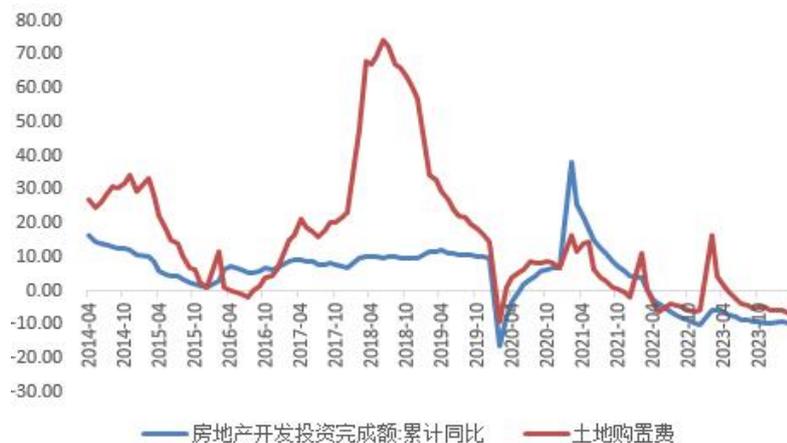
图 24 制造业投资细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

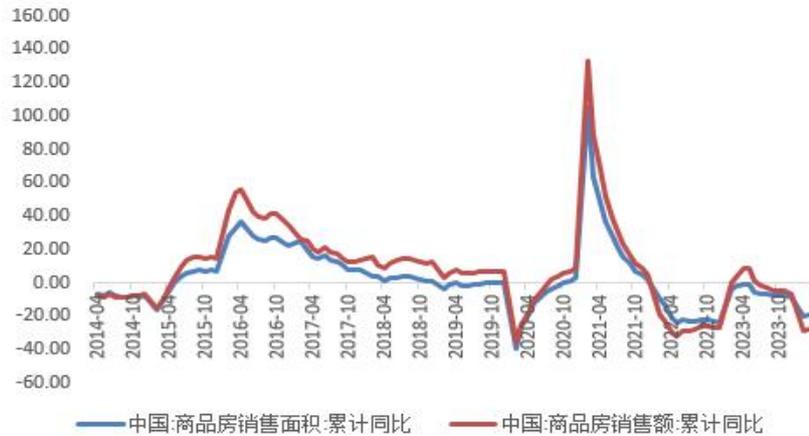
房地产仍在持续调整。房地产开发投资同比下降 9.0%，降幅比 2023 年全年收窄 0.6 个百分点。商品房销售面积和金额小幅收窄但相较于 2021 的复合增速进一步放缓。影响钢材走势的新开工面积大幅下降 25.4%（前值-29.7%），施工面积下降 11.1%（前值-11.0%）。多数地产指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产景气度继续下探。房地产开发商现金流状况仍承压，房地产开发企业到位资金同比降幅较 1-2 月的 24.1%扩大至 29%，资金来源中按揭贷款同比降幅进一步走阔至 46.7%，销售回款能力恶化。整体来看，地产状况没有进一步大幅恶化，但也尚未出现显性好转，仍需政策来推动需求释放。

图 25 地产景气度持续下探



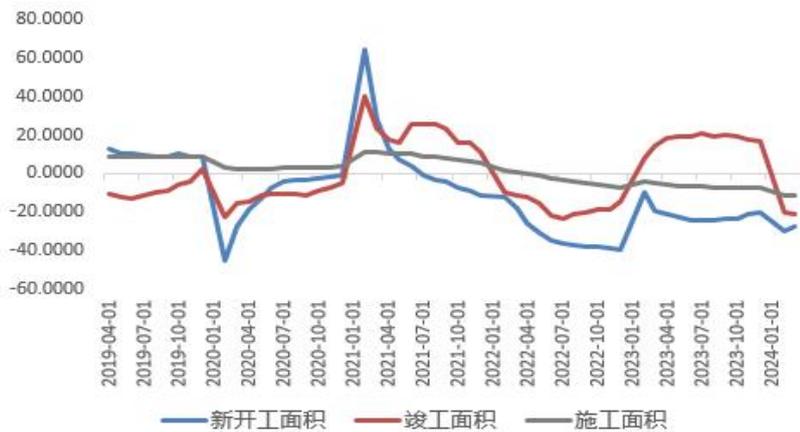
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 26 商品房销售面积降幅小幅收窄



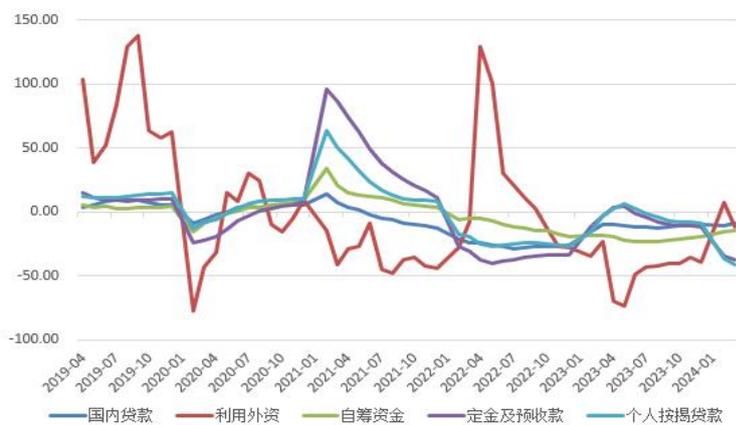
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 27 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 28 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

中国3月社会消费品零售总额同比增3.1%，较上月下滑2.4个百分点，低于预期4.8%。结构上，餐饮收入同比增速较上月大幅下滑5.6个百分点至6.9%，或主要由于服务消费在假期后回落较多。商品消费增速较上月下降1.9个百分点至2.7%，虽有回落但较餐饮消费更显韧性。其中，商品消费中，日用品类、药品类、粮油、食品类和服装鞋帽针纺织品类等基本生活需求必需品仍维持较高增速，但可选消费品下滑较明显，其中，汽车零售额同比增速转负，较上月大幅下降12.4个百分点至-3.7%，拖累社零下滑0.4个百分点。3月份汽车产量和中汽协销量同比增速均高于5%，但零售额转为负增长，或表明价格下行拖累较大，当前汽车的以价换量特征仍较明显。

图 29 社会消费品零售总额增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 30 商品消费强于零售消费



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

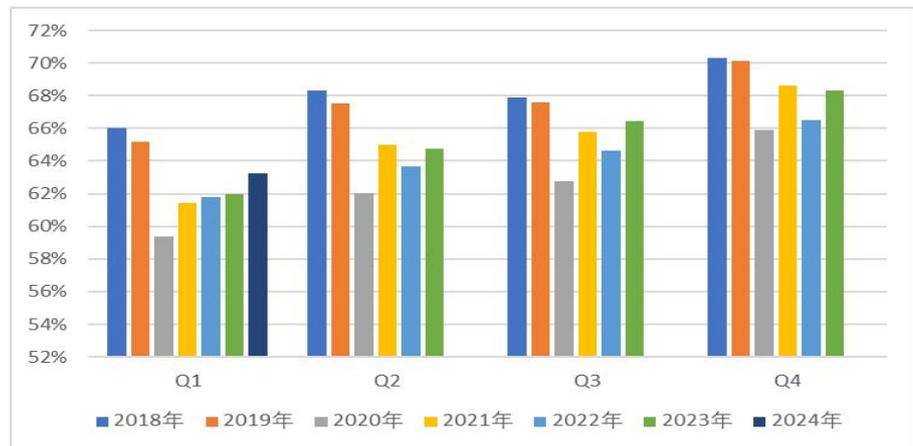
居民消费倾向持续改善，但收入增速较支出偏弱，下一阶段的消费增速回升情况仍取决于经济增长预期、居民收入增速改善程度以及就业情况等。2024年一季度居民人均消费支出较去年同期增长8.3%，一季度全国居民人均可支配收入11539元，同比增长6.2%，强于一季度GDP增长水平，一季度居民收入增速继续低于支出增速且改善程度较弱。此外，近三年以来，假期期间居民国内旅游恢复率逐步恢复，今年一季度居民城乡居民消费倾向为63.3%，达到2020年以来同期最高水平，但仍低于疫情前水平。

图 31 全国居民支出与收入增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 32 居民消费倾向逐渐恢复

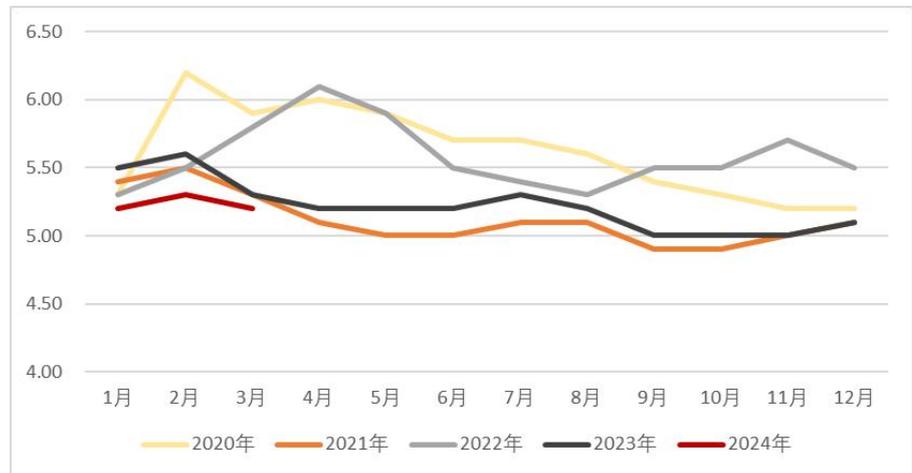


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

就业方面，失业率季节性回落，建筑业就业表现较弱。3月全国城镇调查失业率较上月下降0.1个百分点至5.2%，但外来户籍人口失业率和外来农业户籍人口失业率较上月分别回升1.2、0.3个百分点至5.1%、5.0%。结合PMI数据的从业人员结构来看，服务业、

制造业从业人员分别较上月下降 0.1 个百分点、回升 0.6 个百分点至 46.8%、48.1%。但值得注意的是，建筑业从业人员较上月继续回落 1.9 个百分点至 45.7%，较去年同期也明显下降 5.6 个百分点，或主要受地产和基建施工需求偏弱影响较大。

图 33 全国城镇失业率季节性回落

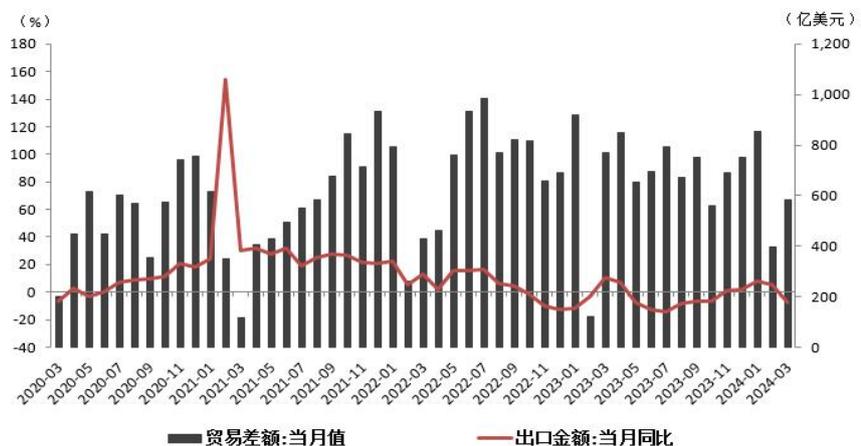


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

(五) 贸易端：出口迎“开门红”，外需温和修复

按美元计价，2024 年 3 月我国出口同比-7.5%，在去年基数迅速回升的背景下大幅回落。但从季度来看，一季度出口同比上涨 1.5%，总体延续了温和回升的势头。从量价角度来看，主要出口商品中价格回落的品种数更多，并且幅度更大，因此我们预计价格因素是前主要拖累，当前我国出口动能依然偏弱。

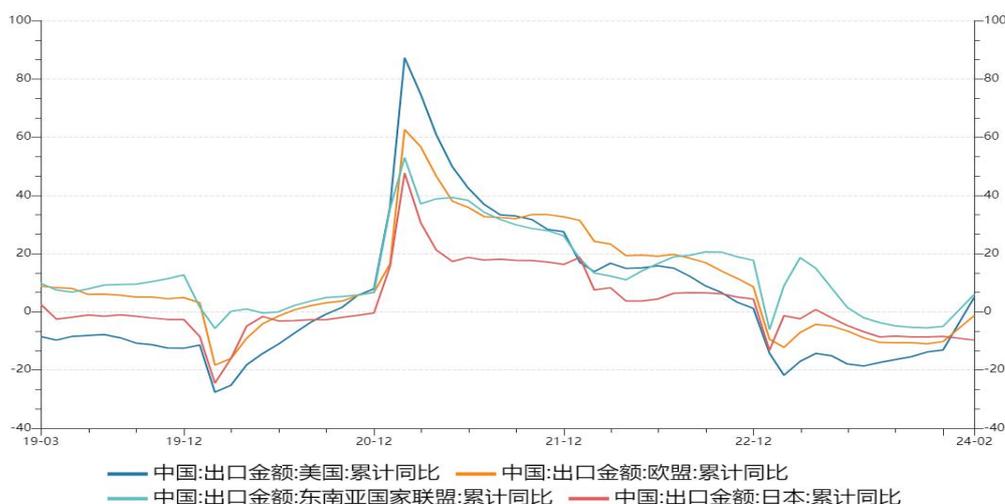
图 34 我国出口同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

我国3月对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为-14.9%、-15.9%、-6.3%和-7.8%，均存在不同程度下滑，其中对欧盟、美国的出口降幅最大。受高基数效应影响，3月份中国对俄罗斯的出口额增速也由正转负，出现明显的下滑，为-15.7%。今年一季度海外发达国家（尤其以美国为代表）制造业PMI显著回升，新兴和发展中国家制造业PMI也有所好转，并且美国全球进口增速自去年以来持续回升，外需复苏有一定基础，有望对我国出口增速形成一定支撑。

图 35 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，机电产品、劳动密集型商品仍是出口增速回升的主要贡献，但本月在基数回升原因下均迅速下滑。其中，汽车出口增速从去年高位有所回落；而出口手机、钢材、成品油和肥料的增速比去年进一步放缓，对一季度出口增速拖累最大。

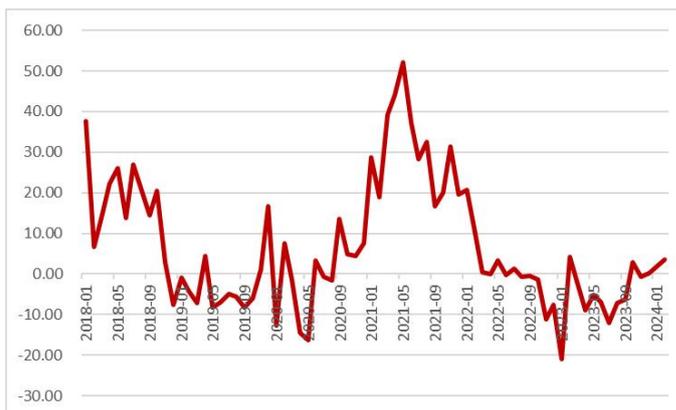
总的来看，去年3月由于疫情后赶工使得基数快速上行，达到年内最高点，使得本月出口数据回落，多数商品表现转弱。但从外需端来看，以美国为代表的发达经济体韧性尚存，2024年海外制造业复苏有望带动中国出口延续温和回升。

而进口方面，我国进口同比增速转负至-1.9%，主要是因为基数效应，去年3月份中国进口总额同比增长-1.8%，较2023年1-2月份升高8.2个百分点，形成高基数效应。扣除此项因素后，在稳增长政策支持和逐步落实下，国内生产和需求仍稳步修复。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，大宗商品方面，铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材的

进口量累计同比增速分别为 5.5%、0.7%、13.9%、22.8%和-8.6%，与前期相比，进口量增速均呈不同程度下降。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 5.1%，较前期下降 2.6 个百分点，肉类进口累计同比增速为-17.9%，降幅较前期收窄 1.2 个百分点。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 36 我国进口同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(六) 价格端：错位影响褪去，后续或温和回升

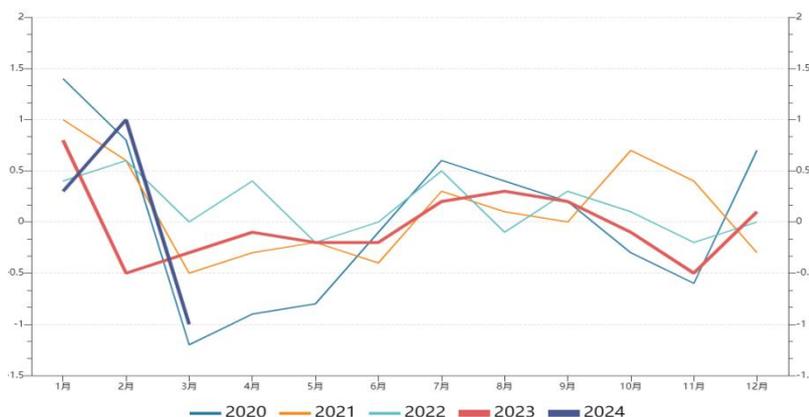
3 月 CPI 同比 0.1%，较上月下降 0.6 个百分点，主要是春节错月影响边际减弱导致；核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅保持稳定，说明居民需求恢复趋势不改。

图 37 核心通胀回归去年 Q4 水平



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

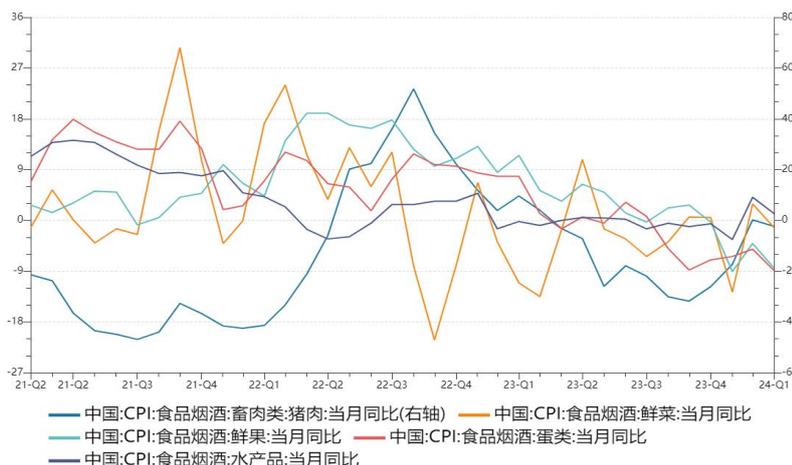
图 38 CPI 环比再度转降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

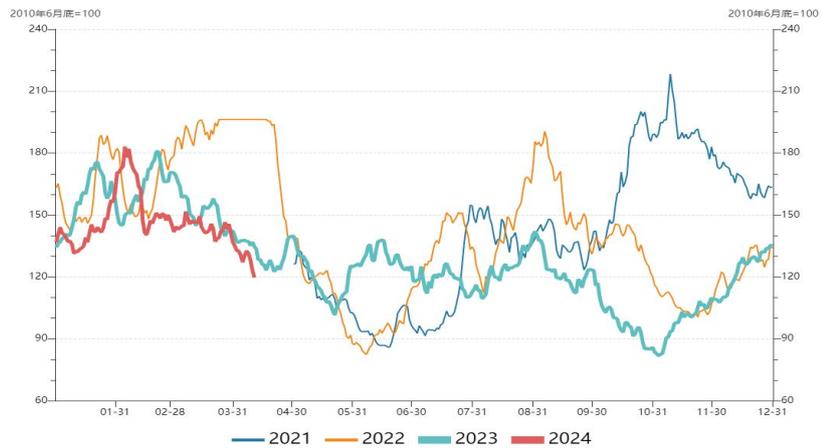
猪肉去产能、气温偏高，共同导致 CPI 回落。 食品价格同比下降 2.7%，降幅比上月扩大 1.8 个百分点，其中生猪由上涨 0.2 转为下降 2.4%。生猪从去年 1 月开始就处在长期去产能的状态中，目前理论存栏量应有所下降，因此长期驱动力向上。需求端来看，4 月依然不是需求的旺季，不过有清明和五一的节日需求的提振，预计好于 3 月，接下来猪价或有所好转，但上行高度或将受限。其余食品项中，节后消费需求回落，加之大部分地区气温较常年同期偏高，市场供应总体充足，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降 11.0%、4.5%、4.2%和 3.5%。接下来果蔬类食品价格或同样受节日影响需求回升，从而表现好转，但变动幅度料不会很大。

图 39 节假日提振生猪需求



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

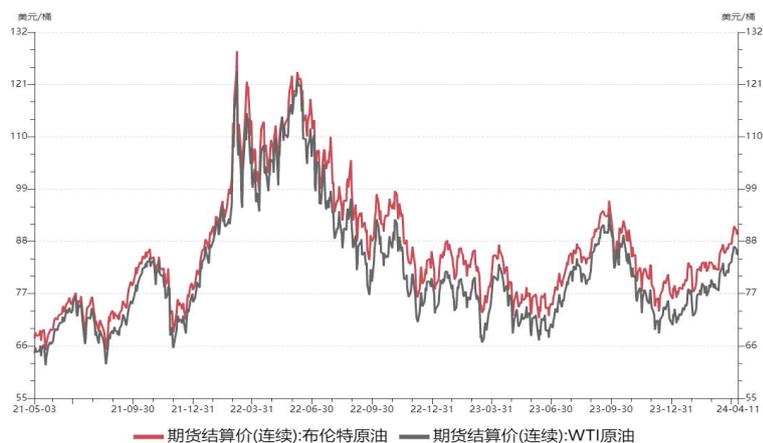
图 40 蔬菜季节性回落（中国寿光指数）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

旅游淡季落差大，非食品价格同比回落至 0.7%。其中，受国际油价震荡上行影响，国内汽油价格环比上涨 1.2%；节后旅游淡季使得交通、文旅类价格大幅回落，形成落差。其中，飞机票、交通工具租赁费和旅游价格环比分别下降 27.4%、15.9%和 14.2%，降幅达两位数，带动整体非食品价格涨幅收缩。从核心 CPI 来看，3 月份再度回归 2023 年四季度水平，说明春节错位所带来的影响已褪去，内需不足的问题依旧存在，后续或在五一带动下小幅回升。3 月 14 日，也门胡塞武装领导人表示，将继续对与以色列有关的商业船只进行报复性行动，甚至将阻止船只通过印度洋和好望角航行。地缘冲突再度升温，对全球经济带来的负面影响何时褪去仍是未知数，短期油价或继续受到支撑，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。

图 41 红海危机升级使油价升温



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

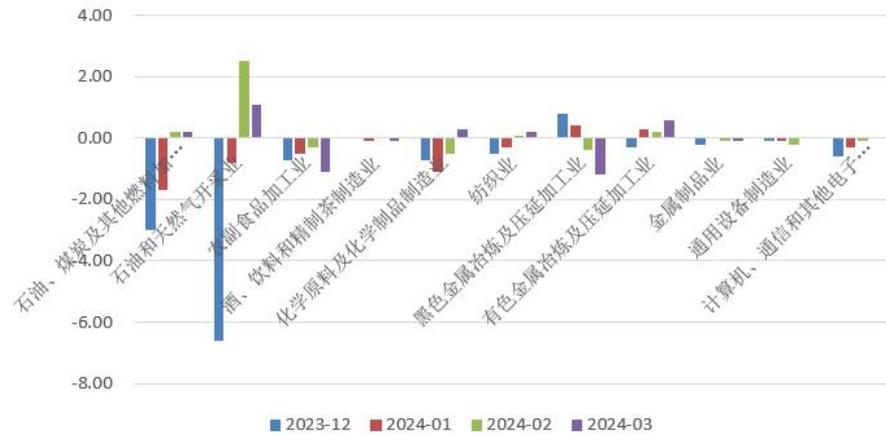
国际与国内大宗品表现分化，输入性通胀显现，但国内基建和地产相关大宗品表现仍偏弱。随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，环比来看，工业品价格继续下降，但3月PPI环比降幅较上月收窄0.1个百分点至-0.1%；同比延续负增，且较上月下降0.1个百分点至-2.8%，其中，生产资料价格和生活资料降幅均较上月扩大0.1个百分点，两者剪刀差与上月持平在-2.5个百分点的水平。国际与国内大宗商品表现分化，或是当前PPI仍在筑底的主要原因。地缘冲突、供给偏紧等因素带动国内石油、有色金属价格快速上涨，而与国内传统投资相关的大宗商品价格表现仍偏弱。具体来看，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨1.1%、0.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.6%，其中金冶炼、铜冶炼价格分别上涨2.2%、1.6%，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。值得注意的是，今年以来铜的供给持续偏紧格局下，价格上涨较快，引发市场的通胀预期。但目前铜的去库存化速度偏缓，或仍需观察铜等大宗商品价格上涨的斜率和持续性。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。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，下游企业利润或将继续受到侵蚀。

图 42 PPI 环比延续负增



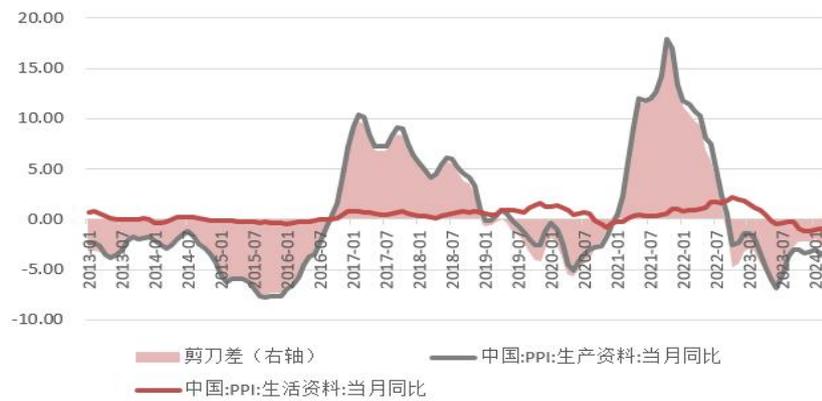
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 43 PPI 分行业环比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 44 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

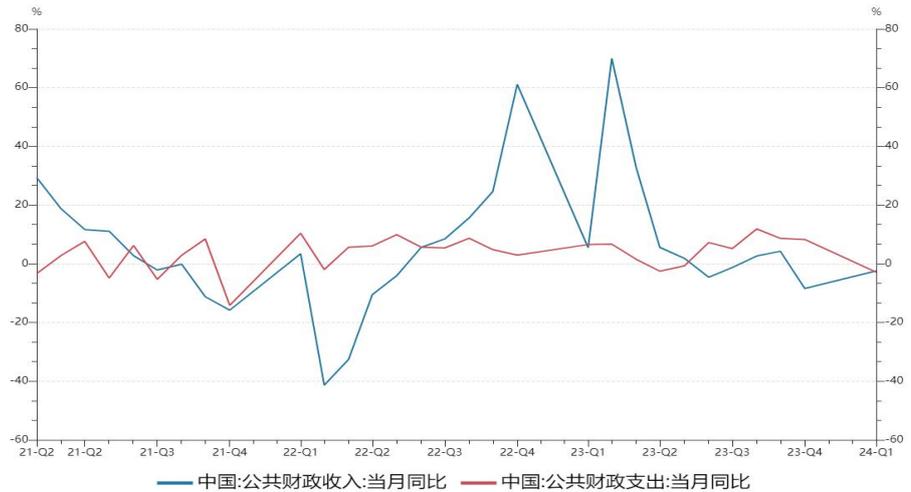
(一) 财政政策：适度加力、提质增效

一季度全国一般公共预算收入 6.09 万亿元,同比下降 2.3%,按照可比口径实际增长 2.2% 左右,较此前小幅回落。其中,税收收入 1.14 万亿,同比-7.7%、较 1-2 月回落 3.7 个百分点,是财政收入回落的主要拖累;非税收入 4940 亿,同比 12.2%、较 1-2 月增长 3.6 个百分点,在高基数的基础上延续高增。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,一季度全国一般公共预算收入在可比的口径下增长 2.2%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 2.9%,较上月的 6.7%大幅下行,占全年比重为 24.5%,小幅快于近五年均值 24%。但从单月来看,3 月一般财政支出支出进度仅录得 9.2%,弱于近五年同期均值 9.8%,支出端仍有提升空间,预计财政支出将特定领域重点发力。具体来看,本月基建相关支出增速明显放缓,整体支出增速-4.6%、较 1-2 月大幅回落 22.5 个百分点;民生方面,教育支出增速有所回落,社会保障、卫生健康支出增速保持平稳。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。

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 45 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，2024 年一季度社融同比少增。3 月社融同比增速较前两个月下行，但是仍然高于名义 GDP 增速。企业债融资持续改善，信贷方面，中长期贷款偏弱，地产和企业投资信心还需要呵护。3 月 M2、M1 同比持续下行，居民、企业存款均少增，居民存款高增缓解。4 月以来经济层面有所好转，居民出行消费及电影市场恢复已经超过 2019 年同期水平，或是债市对 3 月金融数据表现平淡的原因。

图 46 社会融资规模及其增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 47 社融细分项对比



信贷方面，居民、企业各期限贷款均同比少增，企业中长期贷款拖累明显。3月居民贷款新增9406亿，同比少增3041亿。其中，短期贷款新增4908亿，同比少增1186亿；中长期贷款新增4516亿元，同比少增1832亿元，增速为18.3%，或与3月二手房成交增加、居民提前还贷减少有关。鉴于一季度TOP100房企销售总额同比下降49%，居民中长期贷款能否持续改善有待考察。清明假期消费数据显示人均出行支出已经恢复至2019年同期水平，消费需求改善，未来随着消费以旧换新行动方案的落地，居民在汽车和家电等方面的消费可能会增加。企业贷款新增2.34万亿，其中，中长期贷款1.6万亿元，同比少增4700亿元，增速回落至14.2%，2月增速为15%。中长期贷款处于历史次高水平，不算低。3月地产低迷，建筑业开工偏慢，制造业贷款水平维持高位。央行新增5000亿PSL额度已经全部发放，新设5000亿再贷款支持企业科技创新和技术改造，利率1.75%，企业贷款在政策支持下或能保持强劲。

图 48 居民、企业中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 49 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。3月人民币存款增速降至9.6%，其中，M1同比增长1.1%，环比下降0.1pct。2月M1增速是历史低位，3月M1持续低位，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8.3%，环比下降0.4pct，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边际收窄，较上月回升0.3pct至7.2%。财政政策支撑下，M1、M2继续下行空间或有限。

图 50 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

总的来看，3月金融数据整体不算差，经济结构分化延续，“制造业强、基建稳、地产弱”，居民借贷意愿弱、企业强，4月政治局会议对于宏观政策的基调预计不会有大的改变。对于金融数据总量不应过于执着，关注信贷平稳、存量资产运用效率和新增贷款投向或许

更有意义，以下几点变化值得关注：1、央行引导金融机构加强信贷盘活存量、均衡投放，一季度信贷增量占全年比重回落至过去 5 年 40% 的水平，熨平季节性波动，平稳是首先要考虑的。2、在央行结构性货币政策的指导下，商业银行信贷结构得到优化。3 月末制造业中长期贷款、普惠小微贷款、绿色贷款等增速均在 20%-30%，直接融资不断为科技创新发展助力。3、资金成本进一步下降。企业贷款利率和个人住房贷款利率下降至 3.7%，薄弱缓解和重点领域贷款利率下行更多，不同行业的融资利率差异化显现，与经济转型要求适配。4、央行首次提出关注长期收益率的变化，预计未来降息的空间不大。

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。