



金融投资专业理财

海外政策依旧偏鹰 国内复苏步伐减缓

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



摘要

美国经济数据走强大超预期并与美联储目标背离，即便当前市场对美国6月再次加息有所回落，未来7月会议美联储或不得不再次加息25基点来抑制通胀及劳动力市场需求，隐含利率随之上升，美国国债收益率及美元指数得到支撑。非美国国家方面，欧元区通胀显著回落，但欧洲央行公开发言基点依旧偏鹰，未来或仍将加息两次来确保通胀稳步下行。日本央行按兵不动保持宽松货币政策，未来日本经济增速或持续得到提升，同时通胀水平在大宗商品价格回落的影响下上涨速度或相对放缓。

国内疫情影响减弱，供需两端持续好转。4月份，我国主要生产需求指标同比增速均有回升，但均不及市场预期，经济复苏步伐有所减慢。在节假日的带动下，前期受到压抑的服务需求继续释放，接触型、聚集型服务业有所改善，服务业整体保持增长。同时，随着经济复苏，就业市场的岗位需求逐步增加，城镇调查失业率继续下降，但青年失业率创18年以来新高，结构性失业问题显著。在基建和制造业的推动下，投资总体维持稳定，但地产景气度再度回落，静待政策效果。在海外经济始终承压的背景下，我国经济依旧维持韧性。金融数据方面，在季节性影响、疫情冲击造成去年基数明显偏低的背景下，信贷季节性回落，居民端再度转向“降杠杆”。接下来，地产改善、五一假期效应等多因素作用，叠加一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，经济复苏形势有望延续。但需要注意的是，本月消费和投资增速均未达到市场预期，市场信心尚未恢复到疫前水平。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国：加息基调转弱，通胀风险回升	4
(二) 欧元区：经济回暖，鹰声嘹亮	7
(三) 日本：新帅上任，维持鸽派	9
(四) 外汇技术分析	11
二、国内宏观经济回顾展望	12
(一) 经济边际继续放缓，内需疲弱急需解决	12
(二) 固投增速放缓，地产景气度再度回落	14
1. 基建小幅回落，政策进入平稳期	14
2. 制造业尤其是高新技术制造业，在近两年表现均十分优异。	15
3. 购房需求改善，带动地产投资降幅收窄	16
(三) 消费继续反弹，修复斜率放缓	18
(四) “新三样”支撑推动出口，需求端较弱始终承压	21
1. 出口增速高于预期，新产业持续发力	21
2. 量价齐跌共致进口走弱，国内需求不足仍需改善	23
(五) 需求端偏弱，带动物价小幅下行	24
1. 食品消费淡季到来，需求端恢复缓慢	24
2. 大宗商品价格波动明显，PPI 同比降幅持续走阔	27
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	30
(一) 财政政策：保持高强度支出，持续提效	30
(二) 货币政策：重点关注物价和房地产两大风险	31
免责声明	37

图表目录

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下	4
图 2 美国通胀水平持续稳步下行	5
图 3 美国就业市场有所降温	5
图 4 加息预期回落，经济数据大超预期，投资者风险偏好回升	6
图 5 加息预期回升，国债收益率上行	6
图 6 美元指数得到利率支撑，黄金承压小幅回落	7
图 7 欧元区商业活跃度下降	8
图 8 欧元区通胀水平仍处于高位	8
图 9 服务业 PMI 在旅游业支持下大幅回升	9
图 10 日本 cpi 重回增长区间	10
图 11 日本贸易逆差缩小	10
图 12 美元指数走势图	11
图 13 欧元兑美元合约走势	11
图 14 制造业 PMI	13
图 15 服务业 PMI 回落显著	13
图 16 制造业 PMI 细分项对比	13
图 17 固投表现稳定	14
图 18 基建投资细分项	15
图 19 财政收支同比增速	15
图 20 制造业投资细分项	16
图 21 新增企业中长期贷款	16
图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比	17
图 23 成交土地溢价率：当周值	17
图 24 房地产投资逐步改善（资金来源累计同比）	18
图 25 新增居民短中长期贷款	18
图 26 社会消费品零售总额增速	19
图 27 社零总额分项：当月同比	20
图 28 城镇调查失业率	20
图 29 城镇居民人均收入支出	21
图 30 我国出口同比增速（%）	21
图 31 CRB 现货指数	22
图 32 我国对主要经济体出口增速（%）	22
图 33 进出口数量指数（HS2）	23
图 34 主要进口商品金额同比增速（%）	24
图 35 核心物价低位运行	24
图 36 食品价格表现多数回落	25
图 37 猪肉存栏量（万头）	25
图 38 蔬菜价格位于下行区间	26
图 39 原油价格下行趋势不改	26
图 40 PPI 同比降幅扩大	28

图 41 成本压力下降.....	28
图 42 生产、生活资料剪刀差持续扩大.....	29
图 43 CPI、PPI 剪刀差延续回升.....	29
图 44 公共财政收入同比增速 (%).....	31
图 45 地方财政收入同比增速 (%).....	31
图 46 社会融资规模存量增速.....	32
图 47 社会融资规模分项.....	32
图 48 新增人民币贷款当月值 (亿元).....	33
图 49 新增人民币贷款中长期贷款.....	33
图 50 企业端短中长贷款当月值 (亿元).....	33
图 51 居民端短中长贷款当月值 (亿元).....	34
图 52 居民消费动能有待释放.....	35
图 53 新增人民币存款分项 (亿元).....	35

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

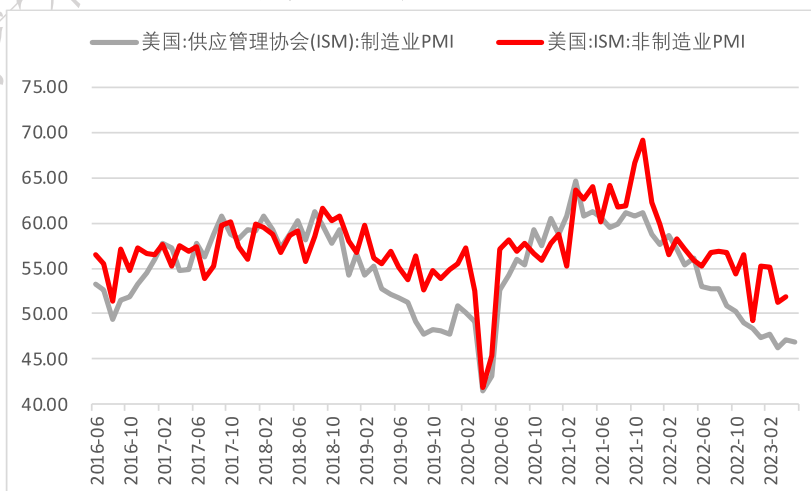
一、国外宏观经济回顾展望

(一) 美国：加息基调转弱，通胀风险回升

经济数据回顾：

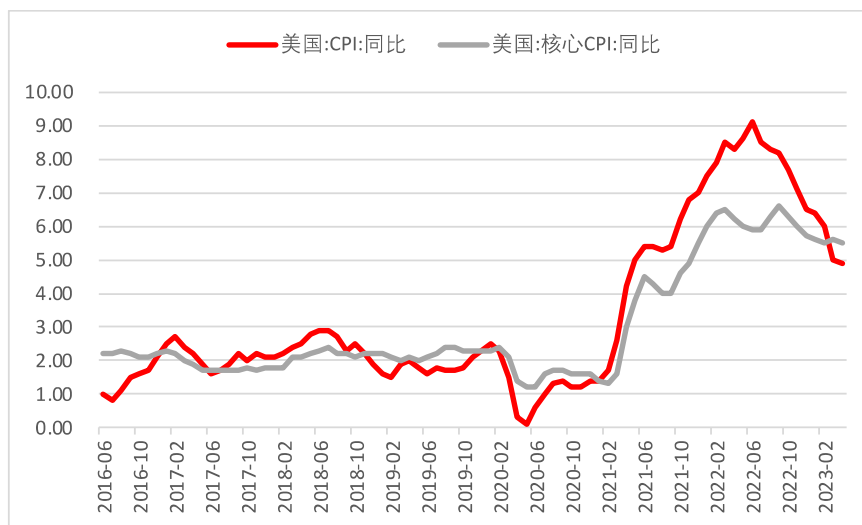
经济数据方面，美国 4 月制造业录得 47.1，较前值 46.3 小幅回升，服务业 PMI 录得 51.9，较前值 51.2 小幅回升，整体商业活跃度在 4 月相对回暖，制造业指数虽有所好转但仍处于萎缩区间，而服务业指数则仍将保持火热状态。通胀数据方面，美国 4 月 CPI 同比上涨 4.9%，低于前值的 5.0% 并与预期持平。核心 CPI 同比上涨 5.5%，较前值 5.6% 小幅回落并与预期持平。4 月季调 CPI 环比上涨 0.4%，较前值 0.1% 有所回升，而核心 CPI 环比上涨 0.4%，较前值 0.3% 再次上涨且与预期持平。整体 CPI 数据虽符合预期但下行速度在本月大幅放缓，核心通胀数据更已于 5.5% 水平附近徘徊了 4 个月，通胀水平展现一定韧性。美国 4 月新增非农就业人数录得 25.3 万人，远高于预期的 18.5 万人及前值的 16.5 万人，同时也为连续第 12 个月超出市场预期。本次新增非农就业人数中服务业就业人员仍为主力贡献，其中教育和保健服务服务业新增 7.7 万人（前值 6 万人），专业和商业服务新增 4.3 万人（前值 2.3 万人），休闲和酒店业新增 3.1 万人（前值 4 万人）。除新增就业人数超预期外，失业率在本月也回落至 3.4% 的历史低位，低于预期及前值的 3.6% 及 3.5%；劳动力参与率在本月则录得 62.6%，与前值持平。整体非农就业数据显示以服务业为主的劳动力市场仍旧火热，同时疫情对劳动力供给端造成的冲击影响仍旧显著，劳动力供给在本月尚未出现明显好转。

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下



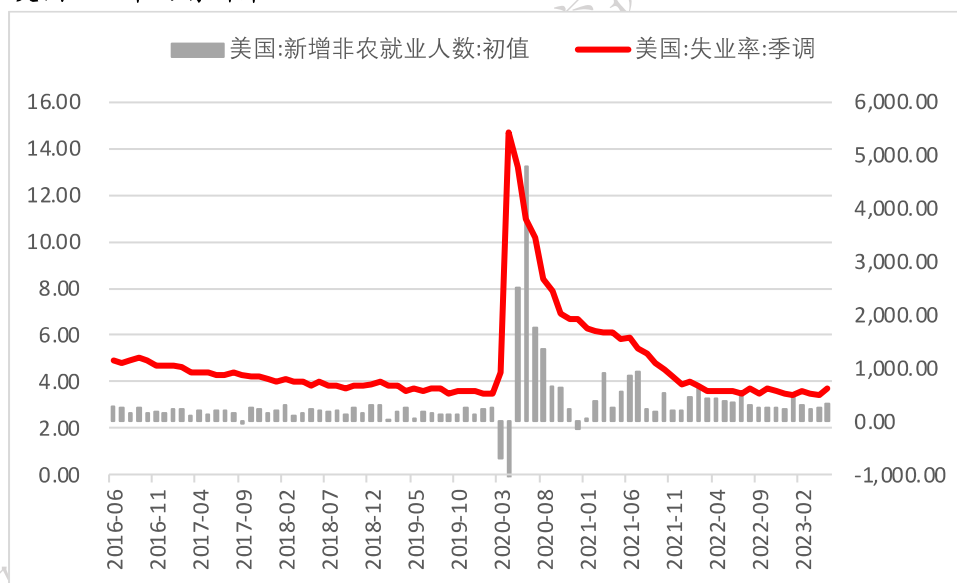
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国通胀水平持续稳步下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

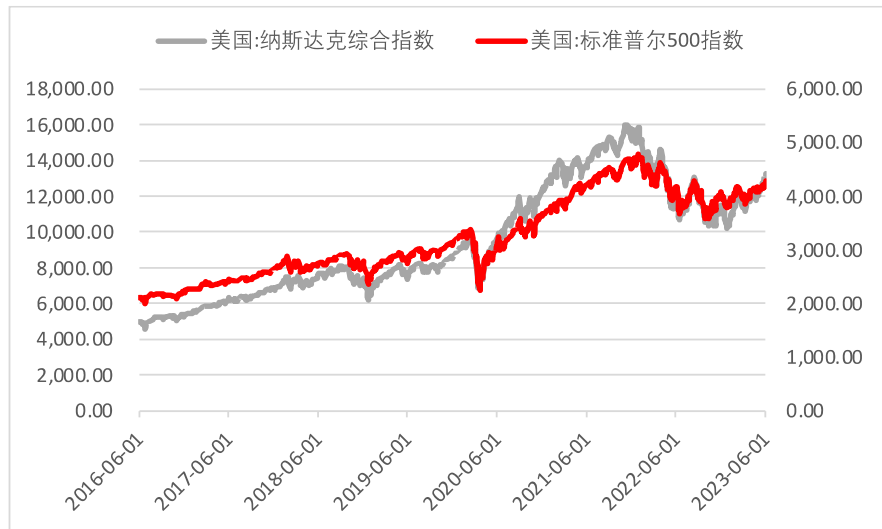
图 3 美国就业市场有所降温



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

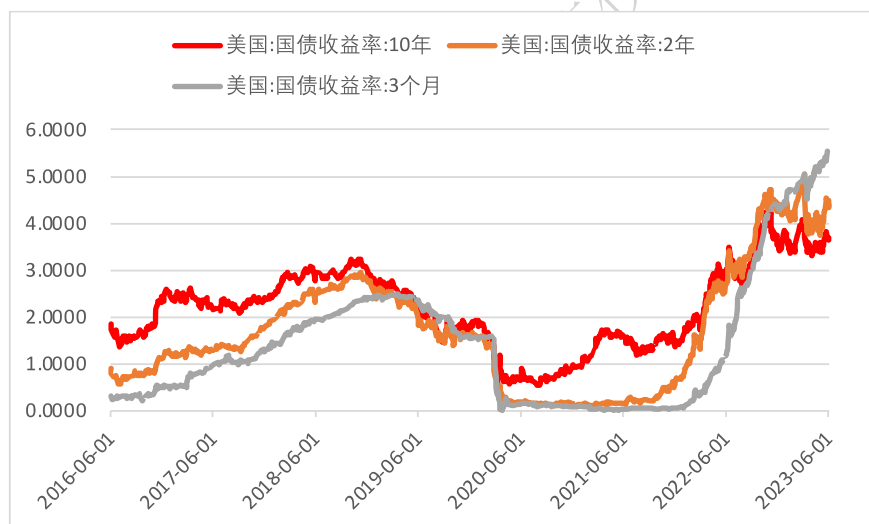
资产走势回顾：

图 4 加息预期回落，经济数据大超预期，投资者风险偏好回升



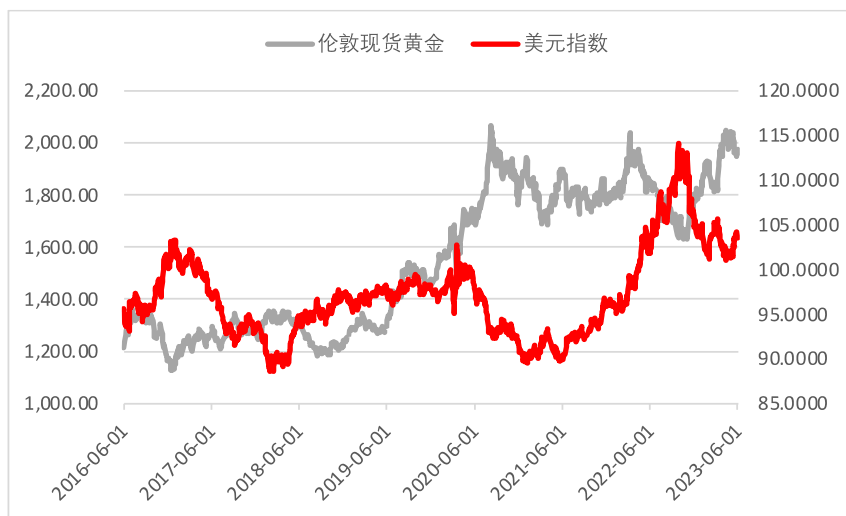
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 加息预期回升，国债收益率上行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 美元指数得到利率支撑，黄金承压小幅回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

6 月展望及重点关注事件：

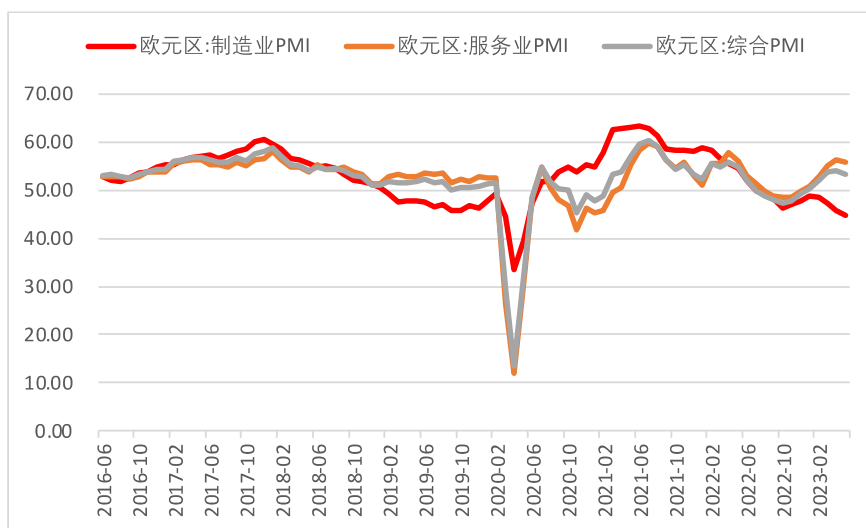
往后看，近期数位美联储官员接连发声，整体发言体现美联储内部对未来再次加息 25 基点尚未达成一致共识且意见出入较大。因此即便经济数据与美联储目标相差甚远，当前市场对美联储 6 月再次加息预期大幅下降。然而近期公布的劳动力市场数据大超预期，未来 7 月会议美联储或不得不再次加息 25 基点来抑制劳动力市场，未来隐含利率的抬升或使美元指数及美债收益率持续维持于高位。投资者仍需关注美国通胀数据及美联储会议声明，若经济数据持续与美联储目标背离，fomc 会议上的鹰派基调或使市场对高利率周期预期拉长，届时利率预期的上调或使权益资产再次承压。

(二) 欧元区：经济回暖，鹰声嘹亮

经济数据回顾：

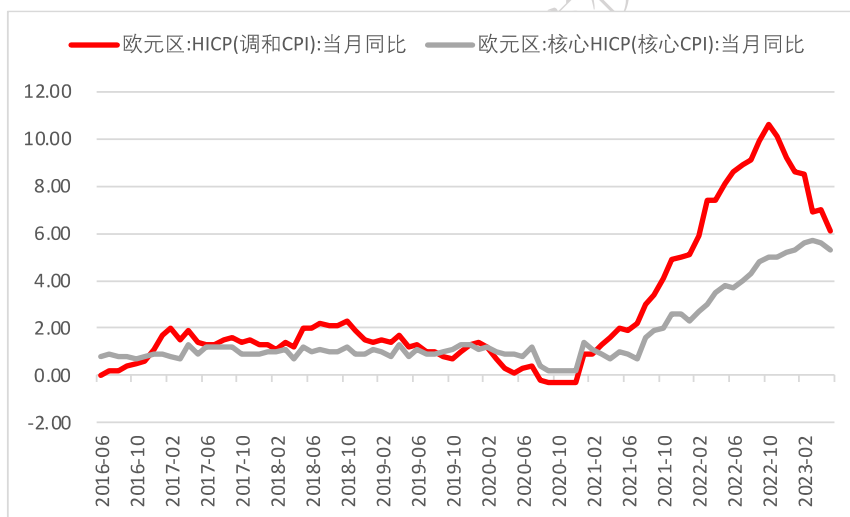
PMI 数据方面，5 月欧元区制造业 PMI 录得 44.8，较前值 45.8 再次回落；服务业 PMI 录得 55.9，较前值 56.2 有所回落，综合 PMI 则录得 53.3，同样较值的 53.3 有所降温，整体 PMI 指数的回落反映欧洲整体经济活跃度有所下降。通胀方面，欧元区 4 月调和 CPI 同比上涨 7%，高于前值 6.9%。4 月核心调和 CPI 录得 5.6%，较前值 5.7% 小幅回落。通胀水平在商品需求及能源价格下降的引导下持续回落，同时当前全球经济放缓，服务业需求随之回落，未来欧元区通胀水平在失去服务业支撑后或快速回落。

图 7 欧元区商业活跃度下降



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平仍处于高位



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

6 月展望及重点关注事件:

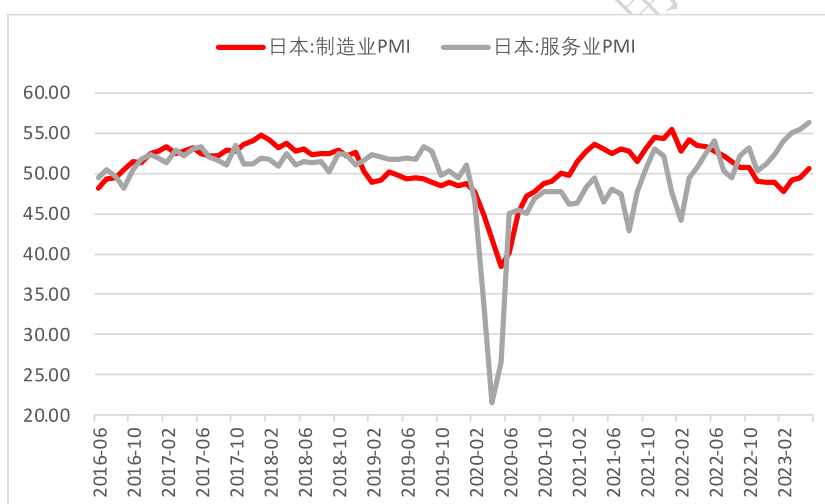
欧洲央行于 5 月再次如市场预期加息 25 基点, 然而后继公布的会议纪要显示多数欧洲央行管委会成员认为未来通胀趋势仍令人担忧, 因此未来欧洲央行仍将持续加息的可能性较大。然而近期公布最新的通胀数据显示欧元区通胀大幅回落, 但顽固的核心通胀仍值得市场担心。当前投资者普遍预计欧洲央行将于 6 月及 7 月分别再次加息 25 基点, 未来欧元在欧美利差缩小的影响下或得到一定提振。

(三) 日本：新帅上任，维持鸽派

经济数据回顾：

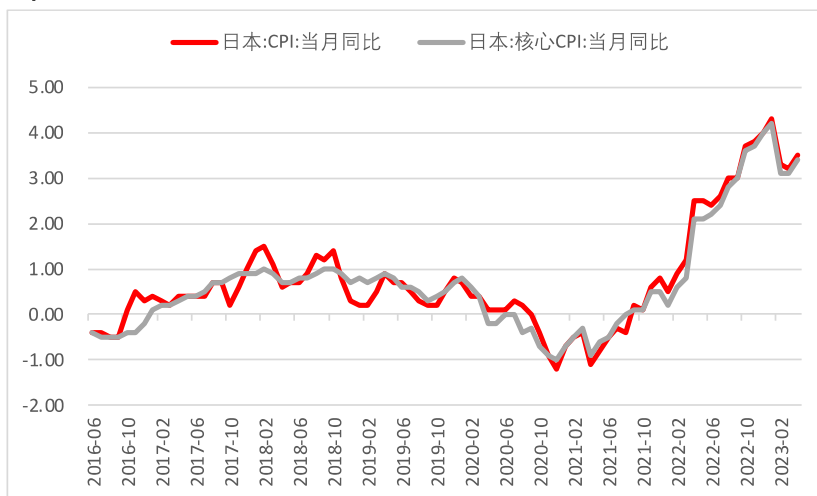
日本 5 月制造业 PMI 录得 50.6，较前值 49.5 有所回升并重回增长区间；服务业 PMI 指数录得 56.3，较前值 55.4 大幅上调，而综合 PMI 则录得 54.9，较前值 52.9 同样有所上升，日本整体经济活跃度在本月延续先前的恢复趋势，同时制造业 PMI 重回增长区间或暗示未来经济增速将再次上调。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 4 月分别录得 3.5%及 3.4%，较前值 3.2%及 3.1%有所上涨，整体通胀水平重拾上涨趋势。日本 4 月商品贸易逆差录得 0.43 万亿日元，较前值的 0.75 万亿日元大幅回落，贸易逆差缩小整体有利日元需求回升。

图 9 服务业 PMI 在旅游业支持下大幅回升



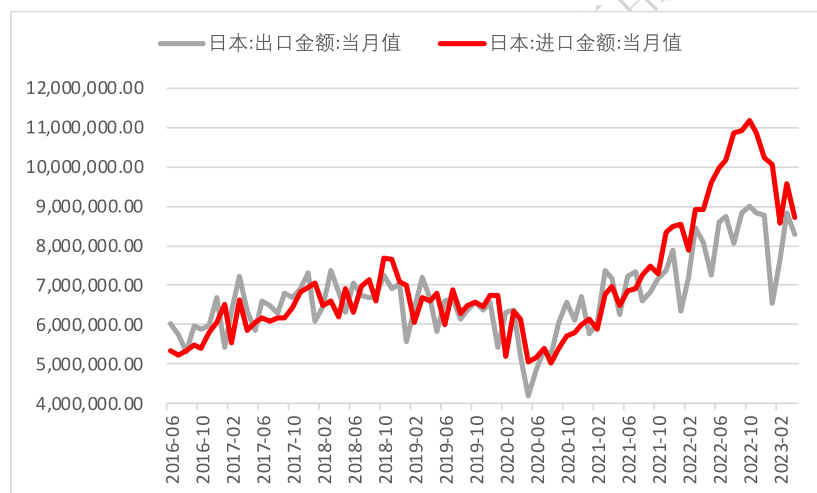
数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 cpi 重回增长区间



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易逆差缩小



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

6 月展望及重点关注事件:

日本经济增速在一季度表现优异, 搭配着日本央行新帅上任后并未如市场担忧放鹰, 同时重申将维持宽松货币政策来确保长期通胀水平回升至正常区间, 日本股票指数在年内也创下了 30 年来新高。往后看, 日本经济增速或持续受益于宽松的货币政策, 而当前大宗商品价格受全球经济放缓需求下降的影响相对承压, 未来日本通胀水平上升速度或相对放缓, 总的来看或有利日本央行延后货币政策转向时间节点, 日元在美联储停止加息前或保持于低位震荡。

(四) 外汇技术分析

美元指数：近期美国经济数据走强，市场对美联储再次加息 25 基点预期升高，隐含利率随之上升。美元指数在 5 月末回落至 120 日 EMA 后反弹，6 月美元指数或朝 105 压力位上升，若通胀数据再超预期，美元指数或突破压力位并加速上行。

图 12 美元指数走势图



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

欧元兑美元：欧元区通胀数据显著回落，市场对欧洲央行加息预期下降，同时市场对美联储加息预期上升，利差预期走阔使欧元承压。当前欧元兑美元已跌落至 120 日 EMA 均线下，未来一个月欧元或持续承压走弱。

图 13 欧元兑美元合约走势



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

（一）经济边际继续放缓，内需疲弱急需解决

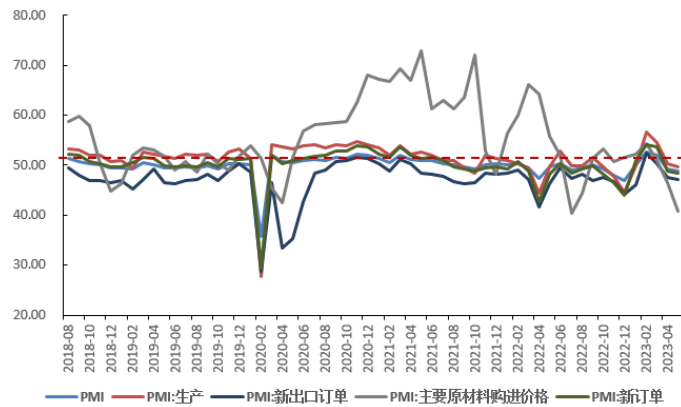
内外需表现不佳，制造业景气度回落。5月份，制造业 PMI 指数为 48.8%，较上月下降 0.4 个百分点，低于临界点，制造业景气水平呈现小幅度回落。从需求端看，5 月制造业 PMI 新订单较上月下降 0.5 个百分点至 48.3%，继 2 月以来持续小幅回落，需求收缩的问题仍然突出。而内需回落的主要影响聚焦在了高耗能行业，高技术和中下游行业景气度则有所回升。4 月政治局会议明确指出当前国内内需不足，恢复发展基础仍需巩固，后续扩内需仍是关键。5 月，反映市场需求不足的企业占比也进一步提高到 58% 以上，企业信心偏弱，生产经营活动偏谨慎。预计未来几个月制造业 PMI 将继续在低位运行。进出口端受内外需回落影响双双下跌，全球经济下行压力加大。

生产方面，5 月 PMI 生产指数掉落至 49.6%，较上月下降 0.6%。出口需求收缩，结合内需薄弱的背景下，生产端重回收缩区间。价格方面，5 月原材料采购价格指数较上月下滑 5.6 个百分点至 40.8%。在内外需求均下滑的情况下，结合高库存状态，企业被动降价去库存化延续。同时，受国际大宗商品价格走低、国内投资需求回落影响，原材料采购价格持续下滑。预期全球经济下行压力加大将继续拉动大宗商品价格下行，届时原材料采购价格将维持降幅，中下游企业成本压力放缓。

服务业高位小幅回落，景气水平偏高。5 月份，非制造业 PMI 较上月回落 1.3 个百分点至 55.1%。今年服务业受疫情消退的影响下，消费需求逐步回升，服务业 PMI 持续高位运行。5 月指数虽有小型降幅，但仍高于上年同期 6.7%，表明服务业处于经济恢复态势。结合“五一”假期，旅游消费的助力下，服务业中运输，餐饮等行业商务活动指数均处于高景气区间。同时，服务业新动能行业发展向好。

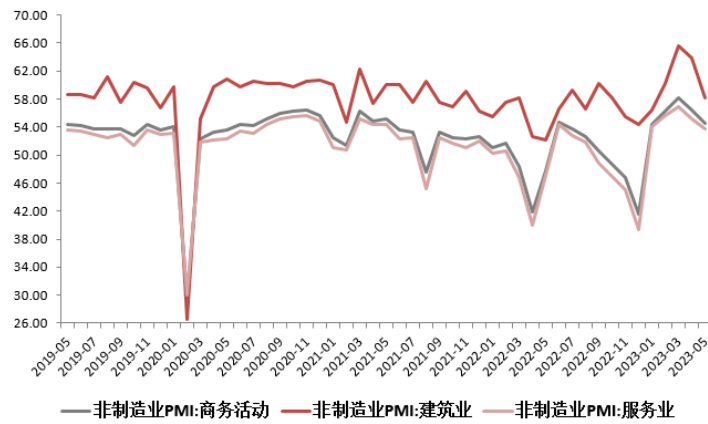
目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将低位震荡。从历史数据分析，PMI 持续位于荣枯线以下的时间段分别有 2015 年 8 月-2016 年 2 月（最低 49.0%）和 2019 年 5 月-10 月（最低 49.3%）；其中 2015 年 11 月原材料购进价格最低下探至 41.1%，与当前时期比较类似。2015 年下半年，在 PMI 和原材料购进价格同时处于低位时，出台了《财政支持稳增长的政策措施》以及地产限购限贷的松绑。预计未来政策或向需求侧倾斜。

图 14 制造业 PMI



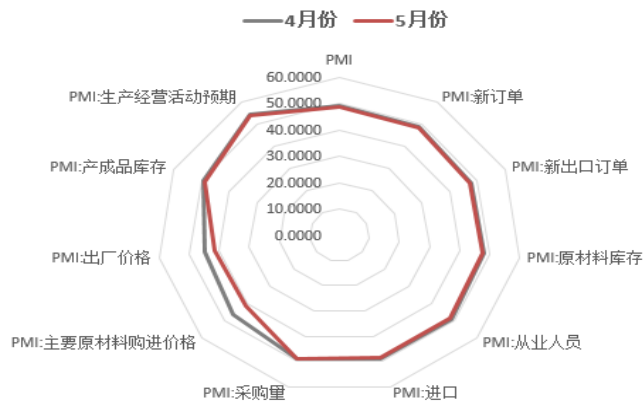
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 服务业 PMI 回落显著



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI 细分项对比

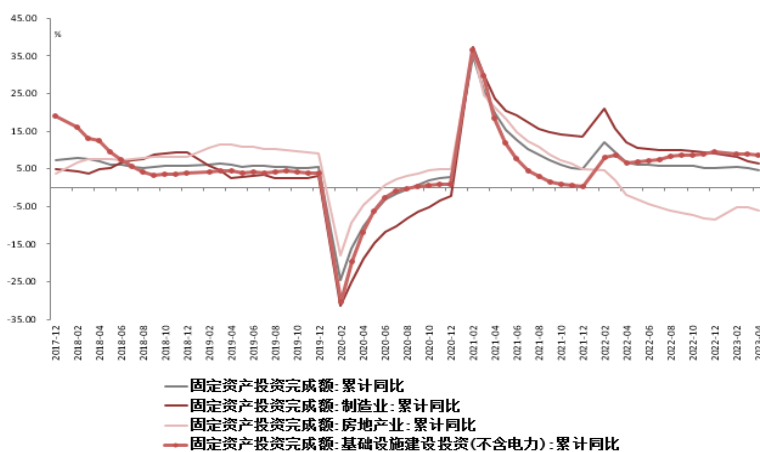


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）固投增速放缓，地产景气度再度回落

固投表现总体平稳。1-4 月我国固定资产投资同比增长 4.7%，较上月回落 0.4 个百分点。基建与制造业表现依旧稳定，但地产景气度有所下滑，这一点从本月居民新增中长期贷款上也有所印证。随着政策效应的逐步体现，地产行业后续静待改善。

图 17 固投表现稳定



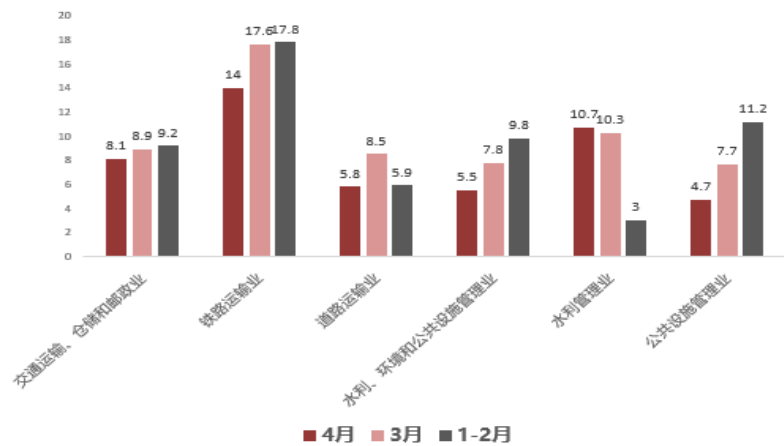
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

1. 基建小幅回落，政策进入平稳期

4 月基建投资增长 8.5%，较上月小幅回落 0.3%，但依旧偏高，资金、项目双重松绑推动落实下，基建投资延续良好态势。水利管理业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长。

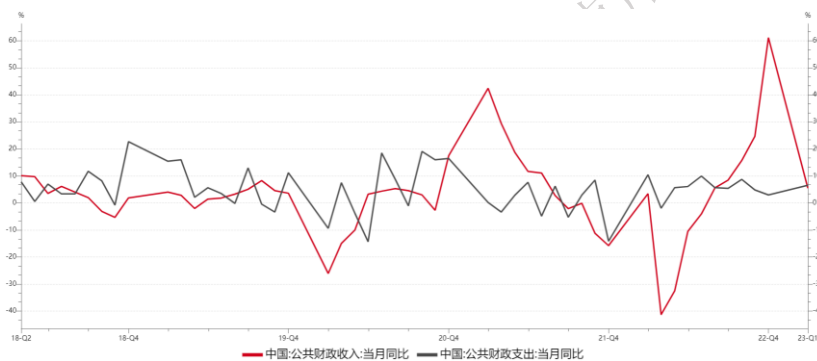
2023 年财政靠前发力，各地披露的专项债提前下达额度规模较 2022 年同比增幅明显，同时，经济复苏道路上依旧有较多不确定性，同时政策节奏已缓缓放慢，后续基建增幅或继续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏的意义不言而喻，应起到拖动经济的作用，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 18 基建投资细分项



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 财政收支同比增速

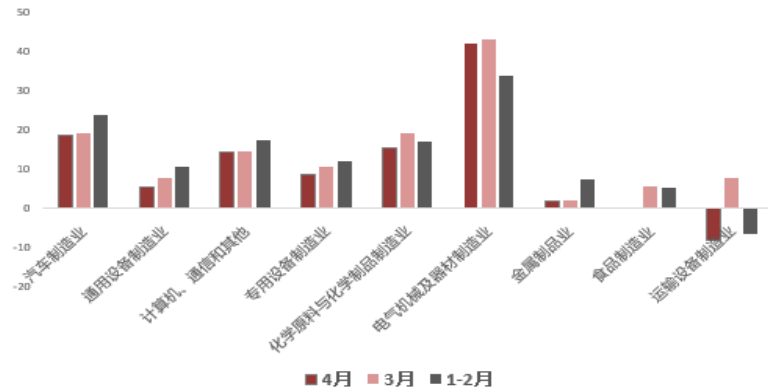


资料来源：wind，瑞达期货研究院

2. 制造业尤其是高新技术制造业，在近两年表现均十分优异。

本月制造业投资增长 6.4%，较上月回落 0.6%，内生动力及外需的不足导致制造业投资小幅回落，但在去年基数回落的影响下总体依旧较强。但需要注意的是，4 月份汽车销量同比、环比均出现下行，一改前几个月上涨趋势，制造业或持续承压。

图 20 制造业投资细分项

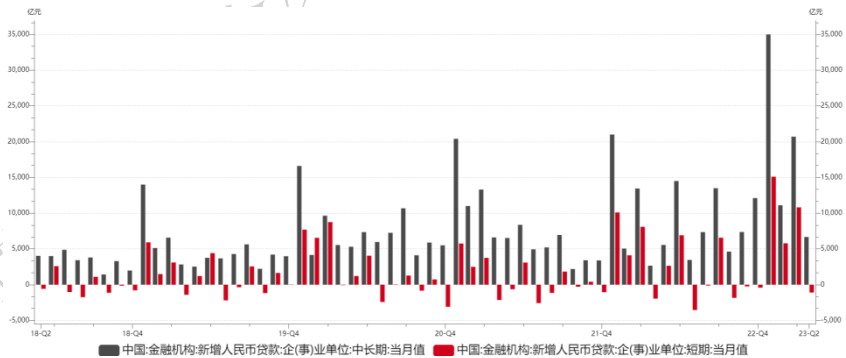


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心维持稳定,新增贷款在总量端与结构端延续较好表现,仍为当前新增信贷的主要拉动力量。前期政策性开发性金融工具带动的基建项目配套融资不断跟进,中长期贷款持续发力。

总体来说,制造业投资数据回落,主要是受内外需共同疲弱影响。长期来看,在经济复苏基础尚不牢固的背景下,制造业投资仍是固投主要动力。随着海外经济体逐渐步入衰退,叠加内需不足,制造业投资依旧面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。我国仍处于疫后修复期,需要针对性政策以及一定时间传导,从而促进经济复苏。

图 21 新增企业中长期贷款



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

3. 购房需求改善,带动地产投资降幅收窄

1-4月,我国房地产投资同比-6.5%,降幅较上月走阔。当月来看,4月房地产开发投资当月同比下滑7.2%,较上月扩大1.3个百分点,而新开工、施工、竣工面积当月同比增速分别为-28.3%、5.8%、37.3%,较上月变动0.7%、-0.6%、5.2个百分点,地产链后端恢复

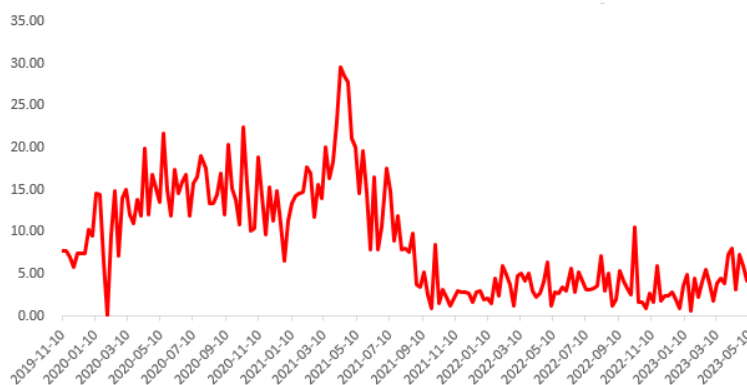
优于前端。

图 22 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 成交土地溢价率：当周值

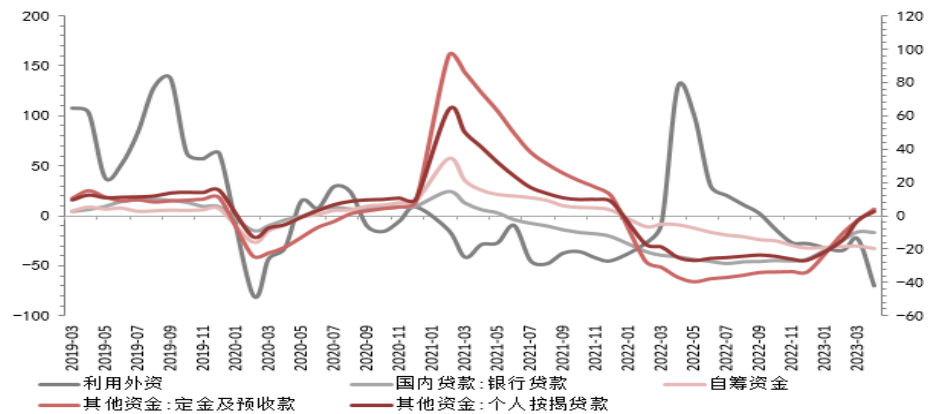


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。4 月份个人按揭贷款同比上涨 2.5%，表明在销售好转的背景下，销售回款降幅已转降为升；国内贷款较前期也有所收窄；但自筹资金同比仍在-19.4%的低位徘徊。

从信贷来看，除了季节性因素外，居民端消费意愿不足，仍有待恢复。而中长期端，在去年低基数背景下，同比多减 842 亿元，录得有数据统计以来单月最大跌幅，房地产市场再度转冷。

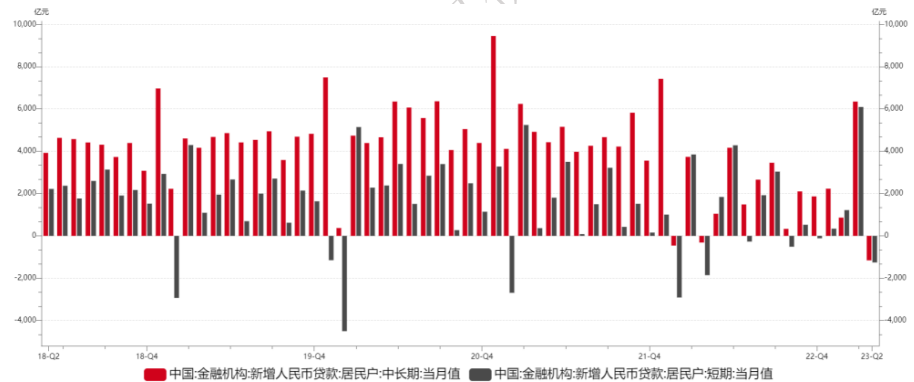
图 24 房地产投资逐步改善（资金来源累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

总体来看，4 月份房地产投资市场景气度再度回落。从金融数据来看，本月居民端贷款再度转向“降杠杆”，说明居民消费端以及收入端依旧承压。目前我国地产政策进入平稳期，缺少一些增量刺激政策时。接下来，随着融资条件改善，叠加政府多次强调地产重要性，以及地产“三支箭”政策效应持续显现，房产行业或改善。

图 25 新增居民短中长期贷款



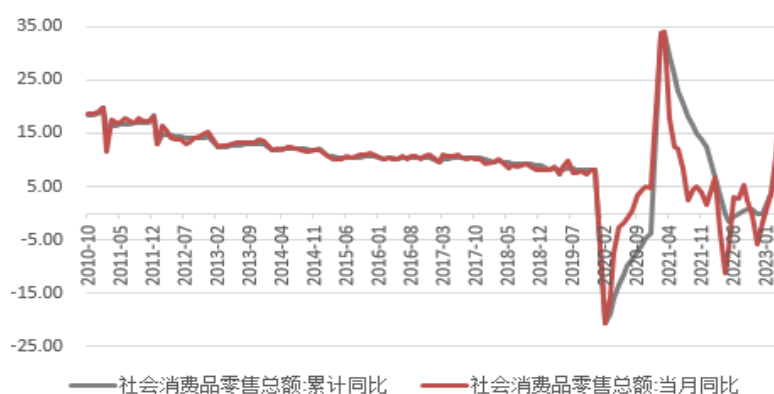
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）消费继续反弹，修复斜率放缓

2023 年 4 月，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，较 3 月大幅上行 7.8 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 31290 亿元，增长 16.5%。2023 年 1-4 月，1-4 月，社会消费品零售总额 149833 亿元，同比增长 8.5%。随着消费场景有序恢复，居民消费倾向逐步提升，尤其服务性消费明显改善。整体来看，随着扩内需政策的有力推动以及假日消费场景增多，市场销售明显回升，服务消费明显改善，商品消费持续恢复，消费

对经济增长的拉动仍在继续。需要注意的是，以 2019 年为基期计算的四年社零平均增速在 4.2% 上下，相当于疫情前 8-9% 常态增长水平的一半左右，也就是说剔出去年同期的低基数影响，市场期待的报复性消费并未出现，表明当前消费仍是较为温和的弱复苏，居民消费能力提升和消费意愿增强还有空间。展望未来，消费进一步恢复的前景较为积极，将发挥对经济回升重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度支持。

图 26 社会消费品零售总额增速

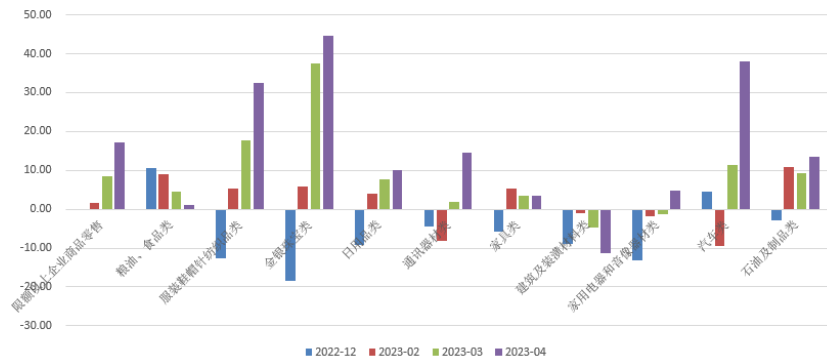


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

具体来看，前期受到压抑的服务需求继续释放，接触型、聚集型服务业回升明显，服务业整体保持较快增长。值得注意的是，分消费类型看，4 月餐饮复苏表现优于商品零售。餐饮收入仍在保持增长势头，建材、家电、家具等地产链条相关的消费依然偏低迷，而食品、饮料、烟酒、金银珠宝、美妆等前期表现较好的后续增长的可持续性仍有待巩固。

4 月餐饮服务同比持续反弹，上行 0.8 个百分点至 43.8%，服装同比增速较 3 月同比上升 15.3 个百分点至 32.40%，表明消费者的消费信心正在增强，餐饮行业正在逐渐走出疫情影响。此外，石油及制品类同比增速为 13.5%，较 3 月回升 4.3 个百分点，结合能源价格因素，石油制品高位震荡，反映出汽车出行的回暖态势延续。当前大宗商品、耐用品消费的改善性需求正在释放，汽车领域去年高基数的基础上也实现了高位增长，4 月份汽车零售额同比增速同比上升 38.0%，较上月上涨 26.5 个百分点。但是房地产相关商品销售表现仍然不佳，这体现在家具类增速放缓，建筑装潢材料类降幅扩大。目前消费场景的修复已基本确定，低基数效应将在一定时间内继续带来同比高增速，下一阶段消费复苏的核心驱动因素将转为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

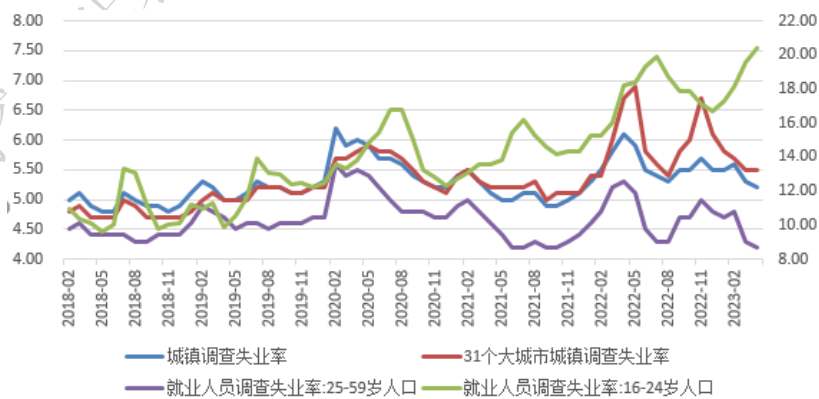
图 27 社零总额分项：当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

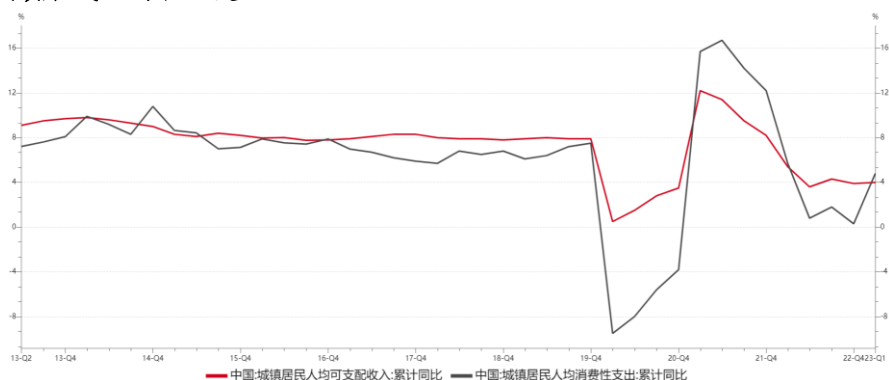
从就业角度看，就业形势整体继续改善，但结构性问题仍然比较突出。全国城镇调查失业率连续两个月下降，4月份全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点，31个大城市城镇调查失业率与上月持平在5.5%水平，接近2019年疫情前的水平。就业主体人群的失业率稳中有降，4月份，25—59岁的劳动力城镇调查失业率4.2%，比上月下降0.1个百分点，目前已经低于疫情前2019年同期水平。但需要注意的是，青年人失业率仍持续攀升，16-24岁调查失业率较上月上行0.8个百分点至20.4%，2023年毕业生陆续进入就业市场，同时，欧美经济体经济增长放缓导致外需下降给年轻人带来一定就业压力。2023年中国经济复苏确定性较高，就业需求会增加，居民的就业和收入有望进一步改善，今年消费有望好于去年，特别是服务业持续好转，叠加稳就业政策显效。对于居民收入的分配以及青年人群的就业，扩大居民消费仍需政策还需进一步呵护。

图 28 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 29 城镇居民人均收入支出



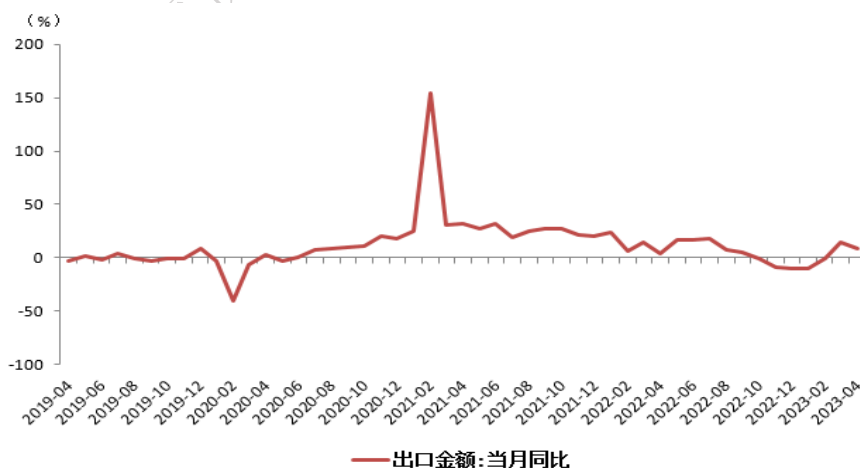
资料来源：wind，瑞达期货研究院

（四）“新三样”支撑推动出口，需求端较弱始终承压

1. 出口增速高于预期，新产业持续发力

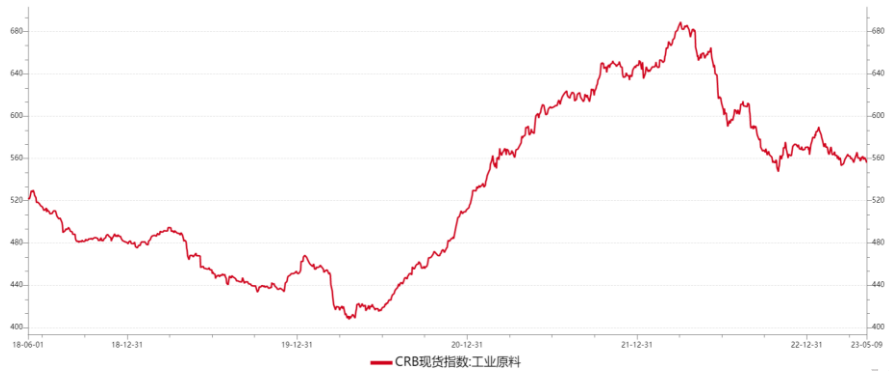
我国 4 月出口同比 8.5%，预期 8.0%，迅速回落但仍好于预期。在我们看来，主要有两点：一是去年基数影响。2022 年我国出口同比增速波动较大，在分析二季度出口数据时需要适当考虑其带来的影响。二是机电产品的大力推动支撑我国出口。4 月份机电产品贡献整体增速中的 5.8 个百分点，其中，汽车产业链表现最为亮眼。但需要注意的是，机电产品对出口的贡献较上月有所回落，需求端总体压力不减。除此之外，2023 年以来 CRB 商品指数总体呈震荡走弱的形式，对出口增速的支撑较弱，量价齐跌特征始终存在。

图 30 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

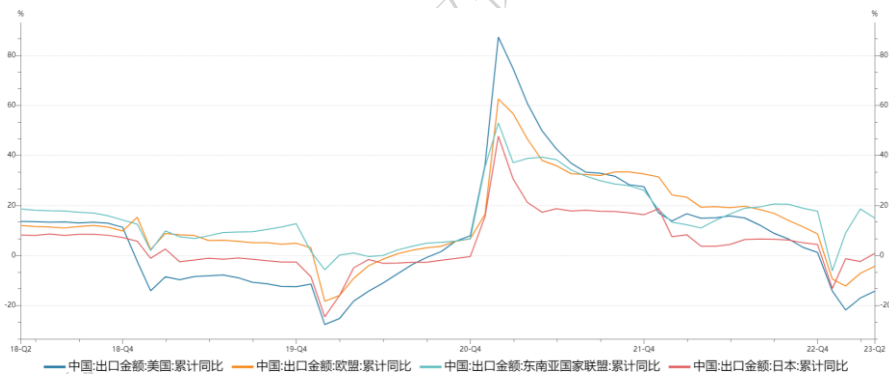
图 31 CRB 现货指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，4 月我国东盟本月对我国出口回落最为明显。具体来看，我对东盟出口同比增长大幅回落至 4.5%；对欧盟出口同比增长 3.9%；对美国出口同比下降-6.5%。接下来随着各经济体“被动收紧”货币政策，全球衰退持续升温，出口数据承压。2023 年是“一带一路”提出十周年，后续东盟在“一带一路”相关政策推动下，有望重回同比 20% 以上水平。

图 32 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看，本月重点是依赖于机电产品支撑。具体来看，4 月份机电产品贡献了 5.8 个百分点，占比最大，但较上月小幅下行。此外，中国新优势产品出口表现十分亮眼，电动车、锂电池、太阳能电池“新三样”新能源产业链相关产品自去年以来拉动作用就在逐渐增大，4 月份拉动出口达 2.1 个百分点。但需要看到，劳动密集型产品出口金额同比进一步下滑，主要是受全球经济衰退、外需减弱所导致，后续或继续承压。

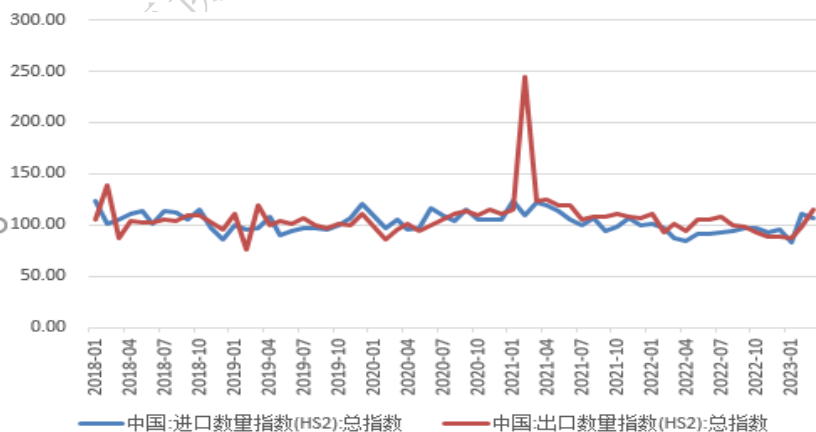
总的来看，在机电产品及“新三样”商品的大量出口下，我国 4 月份出口优于预期，不过受海外需求端回落叠加基数效应的共同影响下，较上月下滑明显，并且多数产品量价

齐跌的现象依然存在。接下来，外需不足令出口持续承压，“稳外贸 18 条”等政策落实后，或缓解一定压力。今年是我国提出“一带一路”十周年，政策有望在外贸方面加大支持力度。

2. 量价齐跌共致进口走弱，国内需求不足仍需改善

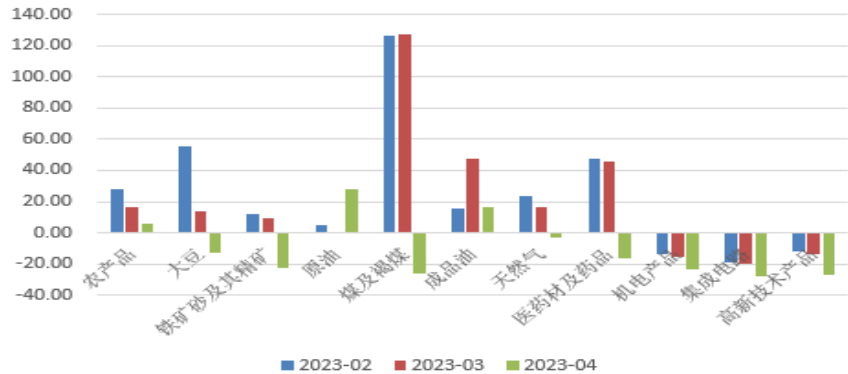
4 月份我国进口 2052.1 亿美元，同比下降 7.9%，比 3 月降幅扩大 6.5 个百分点。从主要进口产品来看，上游原材料保持一定进口增速正增长，下游制成品增速延续较低水平。4 月大宗商品价格进一步回落，降低了国内原材料等商品进口整体成本，铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤等部分原材料产品的进口数量持续改善，但由于价格的拖累，煤及褐煤和铁矿砂及其精矿进口增速继续为正，但边际回落，说明国内基建需求释放对以上商品的带动作用有所减弱；而机电产品、高新技术产品、集成电路等下游制成品进口增速持续下滑对整体进口金额同比造成较大拖累，或表明国产替代仍持续。从量价结构来看，主要商品进口数量和进口价格均环比回落，共同导致进口金额同比降幅扩大。多数商品进口数量增速延续负增长，或表明国内需求不足问题仍需解决。当前由于部分行业处在去库存阶段，补库存意愿仍显不足，扩内需政策仍需加力，预计未来国内稳增长政策仍将拉动内需回升，将进一步带动进口的恢复，进口增速有望于三四季度回暖。

图 33 进出口数量指数 (HS2)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 34 主要进口商品金额同比增速 (%)



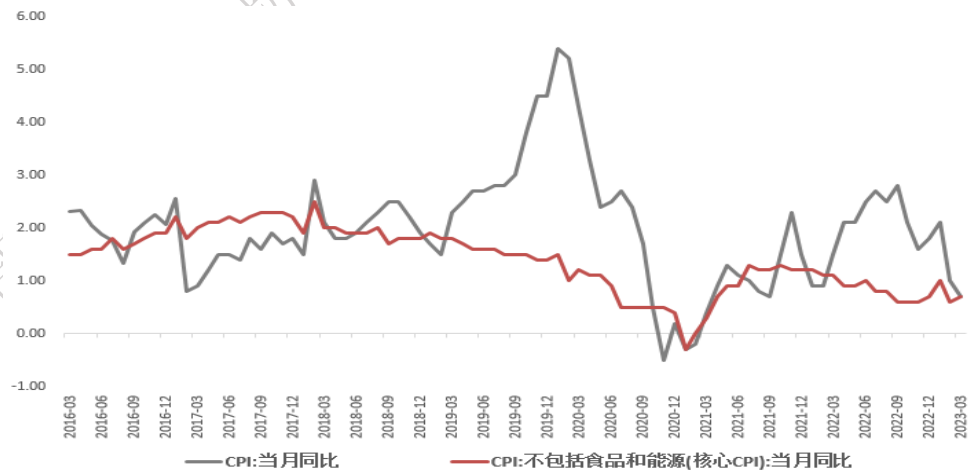
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(五) 需求端偏弱，带动物价小幅下行

1. 食品消费淡季到来，需求端恢复缓慢

4月CPI环比下降0.1%，主要受天气转暖以及消费市场供给充足因素影响，通胀水平继续降温。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比增速上涨为0.7%，始终位于较低水平，说明目前终端消费端通胀压力不大，但同时也显示终端需求修复较慢，扩内需依旧是接下来政策核心。随着后续政策落地生效和持续发力，经济保持企稳复苏态势，国内需求对生产端的带动效应逐步增强，预计核心CPI将维持低位运行态势。

图 35 核心物价低位运行

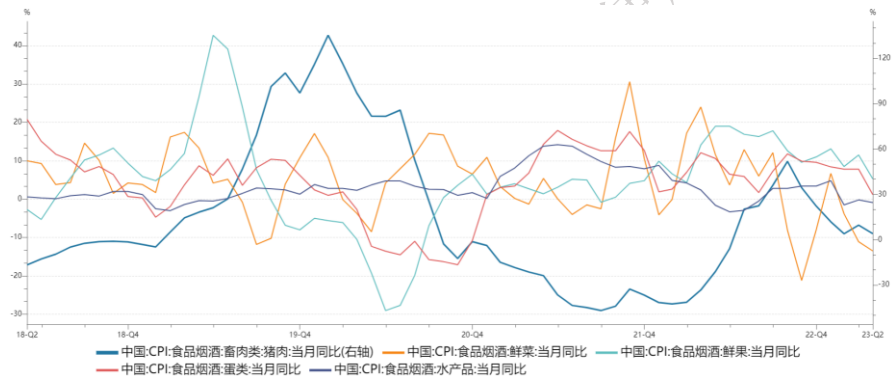


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

具体来看，4月食品价格同比上涨0.4%，涨幅比上月回落2.0个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点；环比下降1.0%，降幅比上月收窄0.4个百分点，影响CPI下降约0.19个百分点。

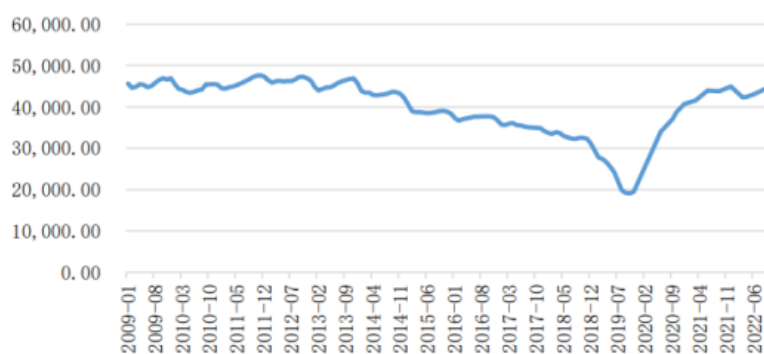
产能充足，猪肉价格环比回落。4月份猪肉价格同比上涨4.0%，涨幅回落5.6个百分点；环比也下跌3.8%。从供应面来看，当前生猪生产形势总体是稳定的，产能充裕，最近一年多能繁母猪存栏量一直在4100万头的目标存栏量之上，产能基础稳固，仔猪供应和出栏肥猪都保持在较高水平。随着时间的推移，出栏预计逐渐增加，增加市场的供应。从近期出栏体重来说，大体重猪出栏较多，导致出栏均重抬升，均对猪价有所压制。需求方面，消费淡季到来，猪肉需求不高，后续回暖幅度或有限，不支持生猪价格的大幅反弹。总体来看，猪价大概率将继续维持偏弱态势，不过下跌的空间有限。

图 36 食品价格表现多数回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 37 猪肉存栏量（万头）

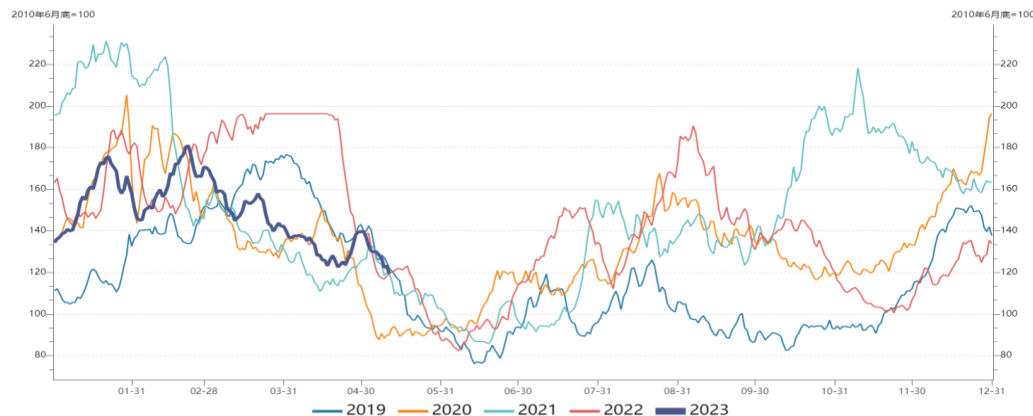


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，多数商品均受消费淡季影响，需求回落，带动整体CPI下行。天气回暖，市场鲜活食品供应量增加，供过于求的现象仍未改善，鲜果鲜菜等价格持续下降，

整体食品价格受供需两端共同影响连续多月下行。从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格持续回落。接下来，食品需求或已落入下行区间，季节性的需求不足仍是主要因素。

图 38 蔬菜价格位于下行区间



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

非食品项看，4月环比增速由上月持平转为上涨0.1%。五一小长假期间出行需求增加，带动文化旅游相关行业消费，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均有上涨，涨幅在4.6%-8.1%之间；而受国际原油价格波动影响，国内汽油和柴油价格均下降1.7%。与去年相比，油价下跌拖累总体非食品价格，但假期效应又提振文旅行业消费，此消彼长下才较上月小幅上涨；从政策角度来看，目前扩大国内需求、恢复和扩大消费是稳经济中的优先目标，后续随着内需的持续改善，核心CPI或缓缓上行。

图 39 原油价格下行趋势不改



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月CPI同比价格的下行主要来自此前季节性因素影响需求下滑，使得商品价

格小幅下行。除基数影响外，当前食品分项价格多数下跌，我国通胀水平压力较小，我国 CPI 突破 3% 的可能性不大，对货币政策基本不形成约束。**核心 CPI 低位运行，但同时这也显示出终端需求保持偏弱，消费复苏过程依旧较为漫长。随着扩内需政策持续显效，CPI 料将缓慢上涨自低位缓慢上涨。**

2. 大宗商品价格波动明显，PPI 同比降幅持续走阔

中国 4 月 PPI 同比下降 3.6%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点，下行幅度略超市场预期，主要是受国际大宗商品价格波动较为明显以及去年高基数效应影响。从环比看，4 月 PPI 由持平转为负增长 0.5%，环比走弱表明国内外市场需求总体偏弱。

全球经济边际回落带动大宗商品价格震荡回落，国内基建项目开工继续放缓而地产持续偏弱的情况下，工业品价格继续低位运行。海外经济体需求下行的负面影响导致国内石油、化学原料相关行业价格整体趋于下行，其中石油和天然气开采业价格环比小幅上涨 0.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比降幅扩大至下降 2.3%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.1%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.2%。国内基建等相关行业如钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，价格有所下行，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.0%，此外，煤炭产能继续释放同时储煤需求明显下降，煤炭价格继续回落，煤炭开采和洗选业价格环比降幅扩大 2.8 个百分点至 4.0%。或表明当前库存偏高和供应过剩，房地产行业企稳回升尚需时日。目前来看始终维持较低景气度，下游需求疲弱导致终端价格仍处于低位。

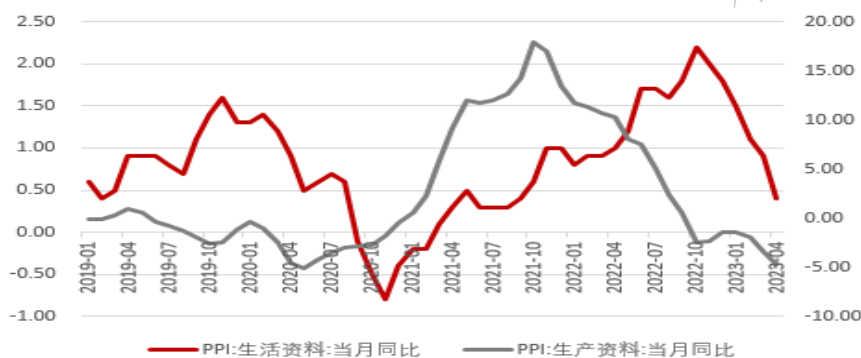
考虑到当前国内经济处于复苏初期阶段以及世界主要经济体增速放缓带来的挑战，叠加国内房地产市场或仍低位运行，生产端仍有一定调整压力，预计 PPI 在未来一个季度内将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

图 40 PPI 同比降幅扩大



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

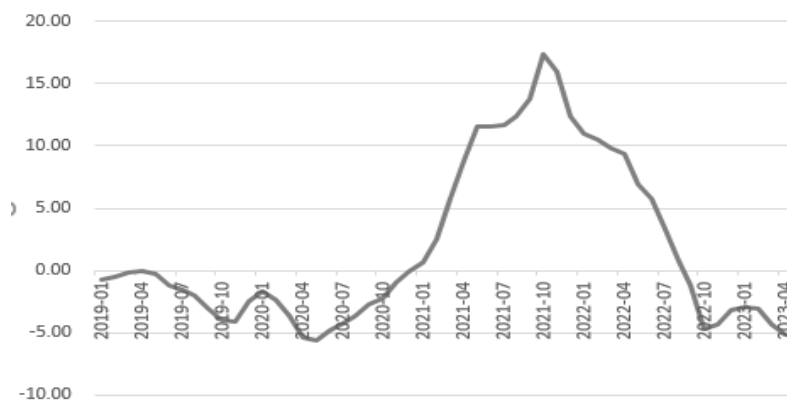
图 41 成本压力下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

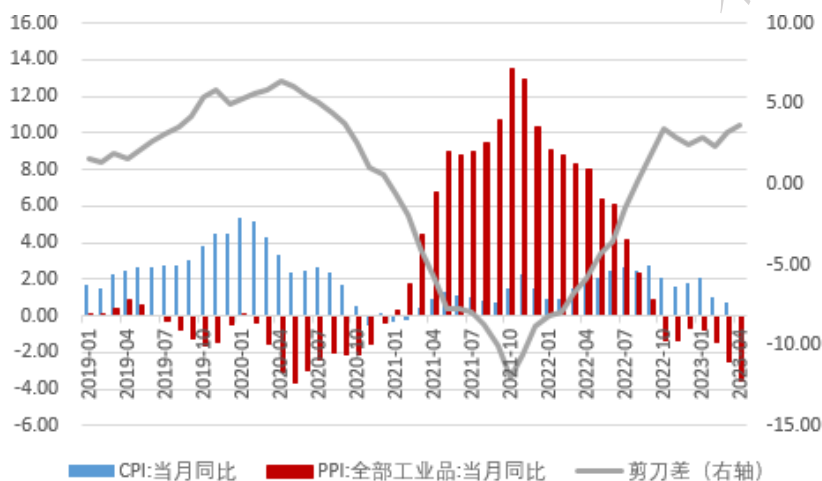
生产资料价格同比下降 4.7%，降幅扩大 1.3 个百分点；环比由上月持平转为下降 0.6%。生活资料价格同比上涨 0.4%，涨幅回落 0.5 个百分点；环比同比下降 0.3%。今年以来，生产资料 PPI 与生活资料 PPI 之差、原材料工业 PPI 及加工工业 PPI 之差持续走低，生活资料 and 加工业的表现好于采掘工业和原材料工业。值得注意的是，在上游涨价动力减弱情况下，下游生活资料价格环比降幅扩大，消费复苏动能不足，这也与当月核心 CPI 涨幅延续低位运行得到互相印证。

图 42 生产、生活资料负剪刀差持续扩大



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 43 CPI、PPI 剪刀差延续回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

从政策端来看, 短期相对有限的通胀大概率不会对货币政策形成掣肘, 内需仍处于企稳恢复阶段、修复动能有待进一步增强, 政策仍需继续加力呵护与扩大内需, 稳增长、扩内需相较于稳通胀来说更为迫切。展望二季度, 结合一季度货币政策例会表态以及最新金融数据低于预期, 经济或将延续温和修复态势, 货币政策宽松周期或将延长。

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

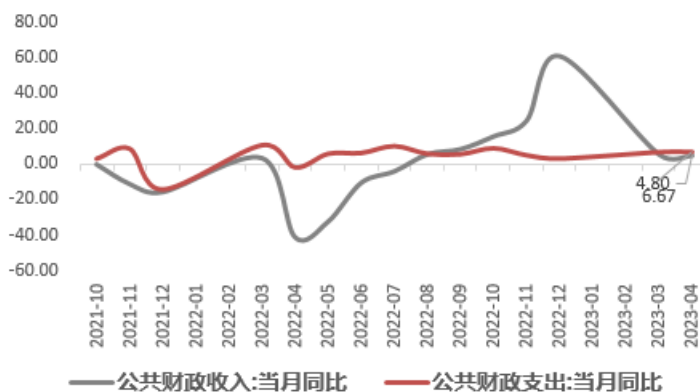
（一）财政政策：保持高强度支出，持续提效

4月，全国一般公共预算收入，剔除去年留抵退税影响后，同比增速为4.8%，较上月回落0.7个百分点。与此同时税收收入也同比大幅增长，其中增值税增长明显。然而，消费税、个人所得税同比仍有所下降，表明目前经济修复力度偏弱，扩内需仍是重点。而非税收入同比增长6.8%，增速较前值回落4.1个百分点。从税收收入结构看，各主要税种表现分化。具体来看，国内消费税增速由负转正，大幅提升35.5个百分点至3.0%，未来有望随消费复苏持续稳健增长；企业所得税同比增速降幅走阔，与PPI降幅扩大、工业企业利润延续下降有关；由于4月出口放缓，进口收缩加剧，进出口相关税收增速均出现不同程度下降。总的来说，财政收入增长主要受去年大规模退减缓税费、收入错峰入库等特殊因素影响，同时也与经济的恢复性增长有关。去年中国开始实施大规模增值税留抵退税新政，今年恢复常态，退税额同比大幅减小，这也导致今年4月份增值税收入大增，带动财政收入高增长。其次，为了缓解制造业等资金压力，去年中国对制造业中小微企业等实施了大规模税费缓缴政策，而今年上半年陆续到期，企业需要补缴去年的税费，叠加部分税收错峰入库，拉高今年收入增幅。

从支出端来看，4月一般公共预算支出同比增速较3月上升0.2个百分点至6.7%。其中，基建类支出整体增速放缓，但教育支出增速大幅上升9.1个百分点至18.1%。在“稳就业”导向下，社保就业支出持续改善。财政支出主要倾向于社保就业、教育和科技等重点领域。尽管广义财政支出有所增加，但一季度政府基金支出较慢，导致四月基建项目资本金存在问题。由于经济内需不足和出口压力，财政在保障民生的同时，可能会加大对基础设施和产业发展的支持力度，以阶段性抵消有效需求不足。

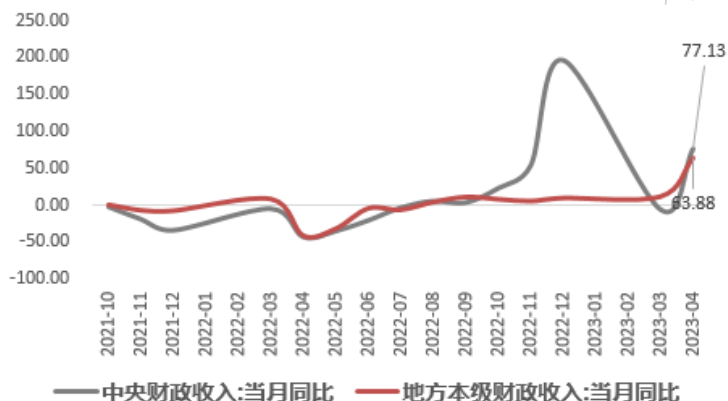
总体来看，本月财政收支体现出以下三个特征：一是公共财政收入受非税收入拖累，增速小幅放缓；二是税收收入好转，非税收入支撑减弱，收入结构进一步改善；三是土地出让收入难言好转，政府性基金收支仍较疲弱。接下来，财政收入增速与经济修复之间将呈现出较强相关性，财政收支将注重提升效能，更加凸显结构化特征。这需要加快现有政策的落地，尽快形成实物工作量。稳定基建投资仍是重心，促销费力度仍有较大提升空间。

图 44 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 45 地方财政收入同比增速 (%)

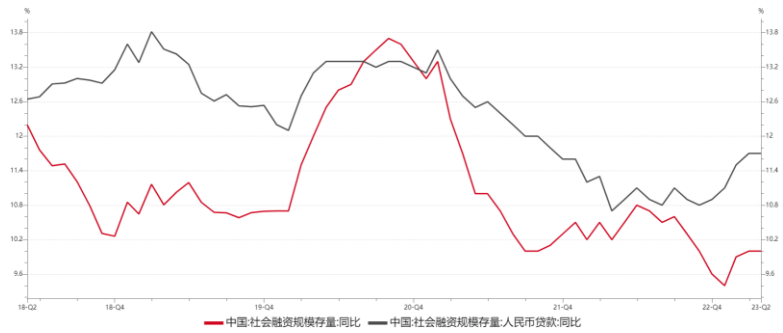


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策：重点关注物价和房地产两大风险

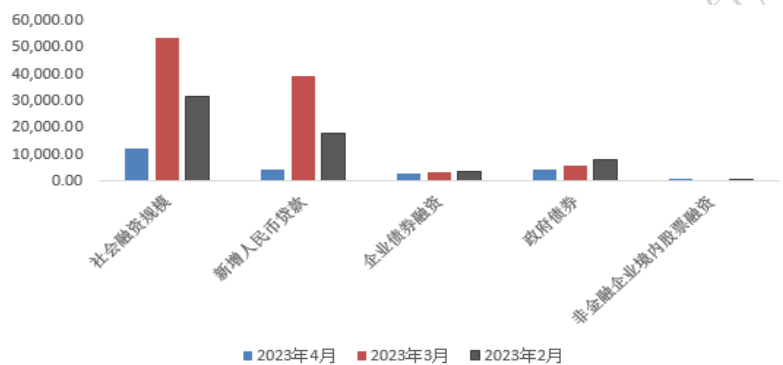
4月末社会融资规模存量为359.95万亿元，同比增长10.0%，与上月持平。其中，贷款项4月份同比上涨11.7%；政府债券同比增速下跌0.4%至13.5%；企业债券同比增速为0.6%，较上月下滑0.6%，企业债券增速有明显下滑。而从新增社融来看，4月社融增速明显降温，同比去年4月低点仅多增2873亿元，“稳信用”压力显现。总体上，信贷增势放缓，是主要原因。从结构上看，人民币贷款同比多增729亿元，外币贷款同比少减441亿元，企业债券同比少809亿元，政府债券同比多6362亿元。年初以来，实体经济融资需求逐渐回暖，企业信用环境改善，但由于内生动力不足，市场信心仍不坚固，新增社融缺乏有效支撑，后续随着财政加力、扩内需政策有效落实、房产“三支箭”持续显效等，推动经济稳步回升。

图 46 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 47 社会融资规模分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

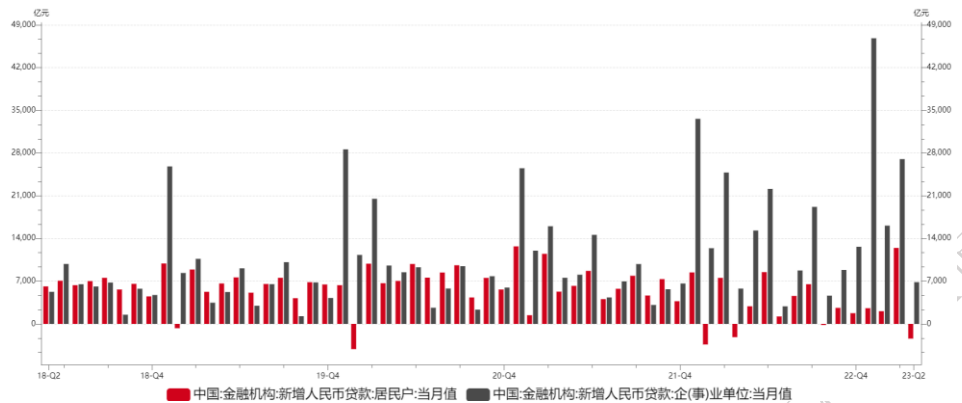
信贷季节性回落，居民端再度转向“降杠杆”。在季节性影响、疫情冲击造成去年基数明显偏低的背景下，4月份人民币贷款增加7188亿元，仅多增了649亿元，显著低于此前五年同期均值水平，反映出当前实体经济融资需求依旧偏弱。

从结构来看，4月信贷转弱，延续了此前“企业强、居民弱”的特征，居民贷款承压显著，不论短期贷款还是长期贷款均出现环比回落，新增人民币贷款的最大拖累依旧是在居民中长期贷款。具体来看，企业贷款方面，4月份企业贷款同比多增1055亿元，其中短期贷款同比多增849亿元，中长期贷款同比多增4017亿元。企业贷款在总量端与结构端延续较好表现，仍为当前新增信贷的主要拉动力量。前期政策性开发性金融工具带动的建设项目配套融资不断跟进，中长期贷款持续发力。

受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，本月制造业表现不佳。今年回落幅度大于此前四年，反映出目前经济恢复的内生动力仍然不足。生产和新订单指数分别为50.2、48.8，环比分别下降4.4个、4.8个百分点，供需两端的恢复势头进一步放缓，企业信心回落。目前来看，我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一

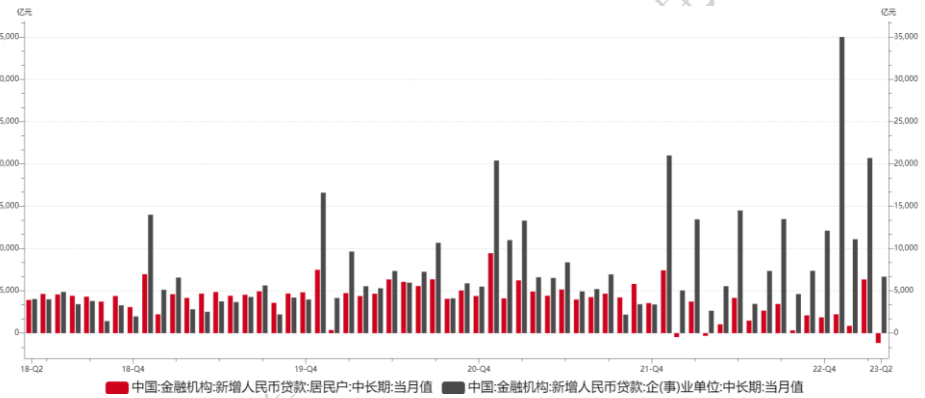
定时间传导，从而促进经济复苏。

图 48 新增人民币贷款当月值（亿元）



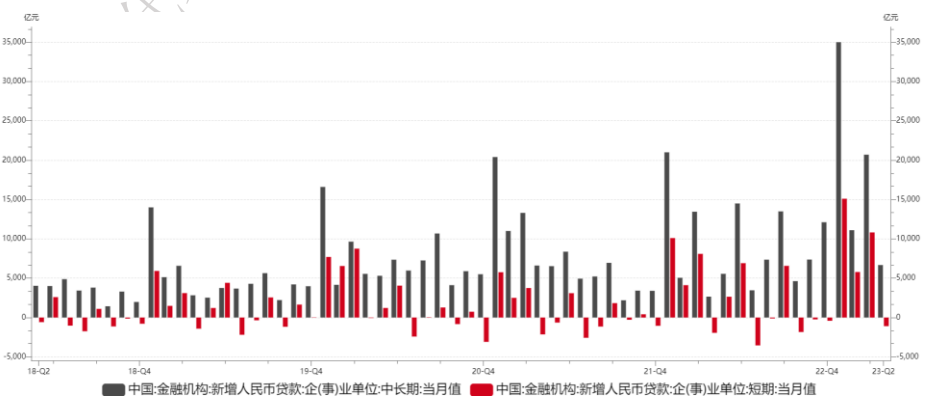
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 49 新增人民币贷款中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 企业端短中长贷款当月值（亿元）

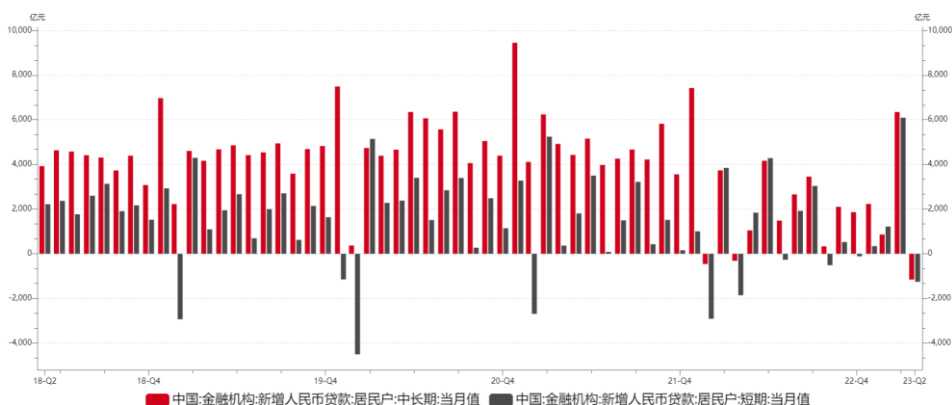


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，4 月份住户贷款减少 2411 亿元，再度回落。其中，居民短端及中长端贷款分别减少 1255 及 1156 亿元。除了季节性因素外，4 月份汽车销量同比、环比均出现下

行，反映出当前居民端消费意愿仍有待恢复。但为了刺激消费，各银行除了直接下调消费贷的利率之外，还推出了多类优惠措施，正逐步见效，后续料改善。而中长期端，在去年低基数背景下，同比多减 842 亿元，录得有数据统计以来单月最大跌幅，房地产市场再度转冷。本月居民端贷款再度转向“降杠杆”，说明居民消费端以及收入端依旧承压。

图 51 居民端短中长贷款当月值（亿元）



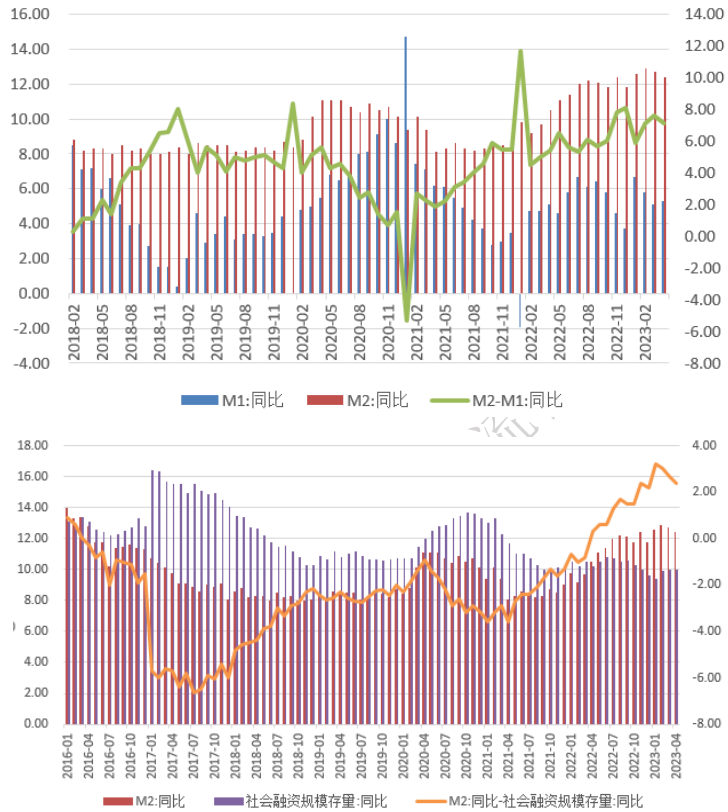
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M2 同比增速维持高位，剪刀差有所收敛。4 月份 M2 同比增长 12.4%，增速较上月减少 0.3 个百分点，M2 同比增速维持高位，与名义 GDP 增速基本匹配，意味着目前国内货币环境保持适度宽松，继续为经济复苏提供有力支持。但同时居民贷款 13 个月以来首次转负增长或推动 M2 较上月有所回落。此外，M2 增速与社融增速剪刀差小幅缩窄但总体偏高，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱实向虚。4 月份 M1 同比增长 5.3%，增速较上月回升 0.2 个百分点，企业经营活跃度有所提升。本月 M2-M1 剪刀差较 3 月剪刀差收敛 0.5 个百分点至 7.1%，主要原因或是个人存款的流出而非企业活期存款大幅改善，但同时地产销售边际走弱。居民端中长期信贷出现收缩以及居民定期存款的转化规模仍然偏低，或表明居民端在前期购房需求脉冲式释放后信心仍然不足。如果没有进一步的政策支撑，不排除居民端新增信贷量会持续维持在低位。

值得注意的是，通知存款和协定存款利率于 5 月 15 日进行调整，其中，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度约为 30BP，其它金融机构降幅约为 50BP。对于普通储户来说，存款利率下降意味着利息收入减少，居民储蓄意愿或将下滑。伴随着二季度经济修复进程加快，居民消费支出有望进一步增加，银行理财市场也在逐步修复。短期内存

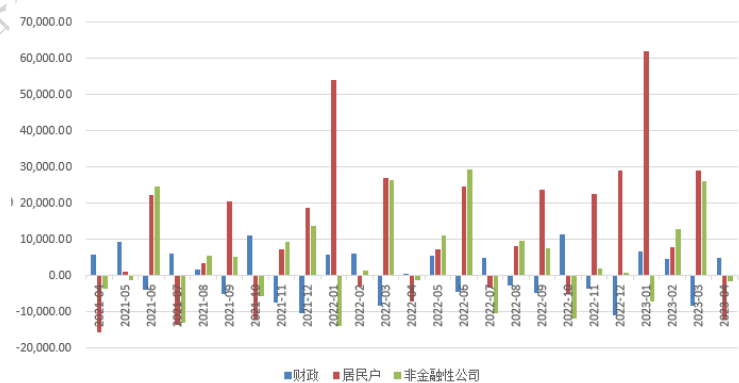
款规模还将保持一定增速，但同比多增幅度有望逐步回落，存款余额同比增速将见顶回落。此外，本月 MLF 小幅加量平价续作，释放了政策面延续稳增长取向的信号。今年经济运行仍面临下行压力，年内仍有降息操作的可能。后续在政策支持下信贷逐渐回暖，剪刀差有望进一步收敛。

图 52 居民消费动能有待释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 53 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，4月新增信贷和社融数据季节性回落，但同比继续多增，信贷需求依旧呈现“企业强、居民弱”的特征，季节因素、居民楼市销售偏弱以及银行金融机构调整信贷节奏等因素推动信贷增长趋缓。当前国内经济复苏速率再度放缓叠加海外金融体系的潜在风险不可忽视，短期内政策需持续扩需求，货币政策大概率仍将维持平稳宽松。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议