



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《企业利润改善仍需扩需求》 -
2024.03.29

宏观研究

鲍威尔最新表态带动美欧日央行的异步走位

● 核心观点

(1) 美国通胀短期存在反复风险，但通胀粘性有所减弱，未来美联储降通胀之路或更为平坦。基于通胀的数据依赖模式，美联储降息或将有所延后。

美国核心 PCE 结构变化，通胀粘性有所减弱。2 月美国核心 PCE 同比增速持平前值，但粘性较强的核心服务（不包括能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际减弱，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际回升，核心通胀粘性有所减弱。

向后看，考虑核心服务（不包括能源）与核心商品（不包括食品和能源）粘性差异，短期能源价格仍存在上涨空间，或推升核心商品（不包括食品和能源）价格再次回升，而粘性较强的核心服务（不包括能源）价格回落或将较为缓慢，进而或将带来通胀反复的风险。鉴于通胀粘性有所减弱，未来美联储降通胀的道路或更为平坦。但基于通胀的数据依赖模式，短期美联储降息或将有所延后，鲍威尔 3 月 29 日亦重申“不急于降息”。

值得注意的是，近期大宗商品涨价幅度较为显著，不排除已经 price in 欧美降息的预期，欧美降息预期兑现，或在一定程度上会缓解大宗商品价格上涨。若短期美国通胀主要由商品价格驱动，美联储降息可能反而不会推升通胀。此外，目前美国商业地产潜在风险仍在，在美国居民储蓄率处于历史阶段性低位的阶段，美国过早降息，或导致资本流出美国，一定程度上加剧美国金融条件收紧，冲击美国金融市场，可能引起潜在风险暴露的风险。基于此视角，美联储降息或将晚于欧洲央行降息。结合最近欧洲央行官员表态，欧洲央行 6 月降息概率走高，如欧洲央行执委帕内塔表示“欧洲央行官员似乎已经达成一致，以 6 月为起点，逆转之前的加息行动”。

基于以上分析，美联储降息路径预期：

预期一：美联储6月降息，与欧洲央行保持同步。欧美央行同步开启降息周期，支撑大宗商品价格的降息预期兑现，或一定程度上缓解大宗商品价格上涨趋势，同时美国资本流动或相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期二：美联储降息晚于欧洲央行，欧洲央行6月降息。欧美央行错位降息，支撑大宗商品价格的降息预期部分存在，或仍会支撑大宗商品价格上涨，进而对通胀产生一定支撑。待美元降息预期兑现，大宗商品 price in 的降息预期全部兑现，价格或有回落。此情况，美元指数或会先升后降，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动，而美国资本流动或会相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期三：美欧央行降息，日本央行再次加息。欧美等同步开启降息周期，全球流动性环境将进入宽松格局，同时日央行加息，虽然日本与欧元区、美国利差较大，但考虑日元资产在全球资本市场的相对吸引力，或导致国际资本从其他发达国家回流至日本，日元升值可能平抑欧美降息的效应，从而间接抑制全球通胀水平。

(2) 本周宏观环境：全球经济景气度有所放缓，国内稳健向好。

在政策环境方面，外部政策环境正面，美联储降息预期仍存分歧，欧元区央行降息预期更为明晰，6月降息概率走高；国内政策环境积极正面，稳步推进大规模设备更新改造、以旧换新等稳增长政策执行落地；

在非政策环境方面，美国经济不确定性较高，房屋销售放缓、批发库存回升，但消费者信心指数超预期回升；德国、法国等欧元区经济景气进一步边际放缓；日本经济持续修复预期有所减弱，整体全球经济环境有所减弱；国内经济稳健修复，1-2月规模以上工业企业利润增速超预期回升，房地产市场亦出现积极向好信号，整体较为积极。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现	5
2 核心服务与核心商品价格分化，通胀粘性有所减弱	6
2.1 整体符合预期，粘性较强的核心服务价格边际回落	6
2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性减弱，商品和能源价格回升	7
2.3 美国个人支出增速高于收入增速，储蓄率创阶段性新低	10
2.4 向后看：美国核心 PCE 结构变化，通胀粘性有所减弱	12
3 国内外宏观热点	14
3.1 海外宏观热点	14
3.2 国内宏观热点	27
4 本周宏观环境分析：全球经济景气度有所放缓，国内稳健向好	34
风险提示	36

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 美国 2 月 PCE 物价指数.....	7
图表 3: 美国 2 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献.....	9
图表 4: 美国 2 月 PCE 物价指数环比增速及分项贡献.....	10
图表 5: 美国个人收入及收入分项环比增速 (%).....	12
图表 6: 美国个人支出及支出分项环比增速 (%).....	12
图表 7: 美国个人支出和收入环比增速 (%).....	12
图表 8: 美国个人储蓄占个人可支配收入的百分比 (%).....	12
图表 9: 本周宏观环境变化.....	35

1 大类资产表现

3月第4周(3.25-3.29)，全球大类资产涨跌分化。货币市场收益率上行，债券市场收益率下行；国内股票市场小幅下跌，海外主要市场呈现分化，越南、英国、法国股市呈现上涨，日本、韩国、印度股市小幅回落；大宗商品价格基本呈现上涨，铜和锌价格小幅回落；外汇市场方面，美元指数继续回升，人民币小幅贬值。

3月，大宗商品价格呈现普涨，黄金和白银涨幅居前，原油、大豆、玉米等涨幅亦较为明显；股票市场基本呈现上涨行情，国内科创50和恒生指数有所回落，海外印度雅加达综指小幅回落；债券收益率回落，而货币市场收益率有所上升。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅				
			202401	202402	202403	年初至今	本周(3.25-3.29)
货币市场 (bp)	DR007	%	-3.73	-10.39	24.57	10.45	14.85
	同业存单(股份制银行) 到期收益率:6M	%	-4.26	-15.25	0.18	-19.33	0.79
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.96	-31.64	-8.8
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-27.6	-27.6	-2.29
	美国:国债收益率:2年	%	4	37	-5	36	0
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	-5	32	-2
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	0.86%	2.23%	-0.23%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	0.75%	-1.30%	-1.72%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	0.62%	-3.87%	-2.73%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-5.57%	-10.48%	-3.96%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-0.80%	-3.92%	-0.73%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	1.79%	9.11%	-0.30%
	标普500	点	1.59%	5.17%	3.10%	10.16%	0.39%
	日经225	点	8.43%	7.94%	3.07%	20.63%	-1.27%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	2.50%	13.64%	0.18%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	-0.37%	0.22%	-0.83%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	3.95%	3.44%	-0.07%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	3.51%	8.78%	0.66%
伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	4.23%	2.84%	0.27%	
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	9.35%	7.83%	3.23%
	COMEX白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	9.44%	4.32%	0.96%
	LME铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	4.05%	2.98%	-0.14%
	LME铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	4.95%	-2.80%	1.05%
	LME锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	0.38%	-9.45%	-2.37%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	4.62%	13.55%	2.40%
	WTI原油	美元/桶	5.86%	3.18%	6.27%	16.08%	3.15%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	5.79%	-7.76%	0.00%
CBOT玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	6.12%	-6.05%	0.63%	
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	0.36%	3.09%	0.07%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	0.42%	1.85%	-0.07%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 核心服务与核心商品价格分化，通胀粘性有所减弱

2.1 整体符合预期，粘性较强的核心服务价格边际回落

美国 2 月 PCE 和核心 PCE 物价指数同比增速符合市场预期，PCE 物价指数同比增速回升，核心 PCE 物价指数同比增速持平前值，粘性仍强，前者主要是因能源价格同比增速跌幅收窄；后者是由于粘性较强的核心服务（不包括能源）同比增速回落，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）同比增速有所回升，两者影响相对抵消。美国 2 月 PCE 物价指数同比升 2.5%，预期升 2.5%，前值升 2.4%；核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源）同比升 2.8%，预期升 2.8%，前值升 2.8%。从结构上看，能源价格同比增速跌幅较前值收窄 2.6pct，支撑 PCE 物价指数同比增速较前值回升 0.1pct；粘性较强的核心服务（不包括能源）同比增速 3.9%，延续回落，较前值回落 0.1pct，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）同比增速-0.4%，较前值回升 0.2pct，核心 PCE 物价指数同比增速持平前值。

美国 2 月 PCE 和核心 PCE 物价指数环比增速略低于市场预期，PCE 物价指数环比增速持平前值，核心 PCE 物价指数环比增速小幅回落，前者主要是因能源价格环比明显走高，后者因核心服务（不包括能源）价格回落。PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.3%；核心 PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.5%。从结构来看，2 月食品、能源、核心商品（不包括食品和能源）、核心服务（不包括能源）环比增速分别为 0.5%、2.3%、0.3%和 0.2%，较前值变动分别为 0pct、3.7pct、0.4pct、-0.4pct，能源价格和半粘性的核心商品（不包括食品和能源）价格环比回升，而粘性较强核心服务（不包括能源）价格环比延续回落。

图表 2：美国 2 月 PCE 物价指数

	权重 (%)	环比 (%)				同比 (%)			
		202402	202401	202312	202311	202402	202401	202312	202311
PCE	100.00	0.3	0.3	0.1	0.0	2.5	2.4	2.6	2.7
食品	7.70	0.1	0.5	0.1	-0.1	-0.2	1.4	1.4	1.7
能源	4.16	2.3	-1.4	-0.3	-1.8	-2.3	-4.9	-1.7	-5.0
核心 PCE (不包括食品和能源)	88.14	0.3	0.5	0.2	0.1	2.8	2.8	2.9	3.2
核心商品 (不包括食品和能源)	22.85	0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.1	0.2
耐用品	13.29	0.2	0.2	-0.5	-0.5	-2.0	-2.4	-2.3	-2.1
新车	2.08	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.4	0.7	1.0	1.1
二手车	1.27	0.5	-3.4	0.6	1.4	0.9	-2.4	-1.0	-3.6
家具	1.45	-0.3	0.9	-0.6	-1.4	-2.4	-2.2	-2.0	-1.8
家电	0.45	-1.2	1.3	0.5	-1.1	-6.9	-6.6	-8.9	-8.8
娱乐商品	3.67	1.2	1.8	-2.2	-1.7	-3.4	-6.2	-7.4	-6.4
其他耐用品	1.45	-1.4	-0.7	0.7	-0.6	-3.2	-1.7	-0.5	-0.2
非耐用品	9.56	0.7	-0.4	-0.1	-0.6	0.8	0.5	1.6	1.0
服装	2.75	1.0	-0.7	-0.1	-0.7	0.4	0.2	1.6	1.8
其他非耐用品	6.81	0.3	-0.2	-0.1	0.0	1.7	1.8	2.6	2.9
核心服务 (不包括能源)	65.29	0.2	0.6	0.3	0.2	3.9	4.1	4.0	4.3
住房	15.42	0.4	0.5	0.4	0.5	5.2	6.1	6.3	6.7
房租	3.48	0.5	0.4	0.4	0.4	5.7	6.0	6.4	6.8
等价租金	11.78	0.4	0.6	0.4	0.5	5.9	6.2	6.3	6.7
核心服务 (不包括能源和住房)	49.87	0.2	0.7	0.3	0.2	3.3	3.5	3.3	3.6
医疗服务	16.32	0.2	0.3	0.2	0.2	3.1	2.8	2.5	2.4
交通服务	3.27	0.1	0.0	-0.3	1.0	2.1	2.5	3.5	5.7
娱乐服务	3.86	0.5	0.4	0.9	0.2	4.2	4.6	4.9	4.5
餐饮服务	7.46	0.0	0.7	0.3	0.3	3.7	4.4	4.5	4.7
金融服务	7.07	0.4	1.3	0.7	-0.1	3.9	3.9	3.3	3.1
其他服务	11.89	-0.2	0.8	0.1	0.0	2.5	3.0	2.7	2.9

资料来源：BEA，中邮证券研究所

2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性减弱，商品和能源价格回升

2 月美国 PCE 物价指数同比增速边际回升的主要贡献项是能源分项，食品分项有所回落，核心 PCE 物价指数持平前值。能源分项和食品分项对 PCE 物价指数同比增速的拉动作用分别为-0.1pct 和 0.1pct，较前值变动分别为 0.1pct 和 -0.01pct。

2 月核心 PCE 物价指数同比增速持平前值，半粘性核心商品（不包括食品和能源）有所回升，粘性较强的核心服务（不包括能源）有所回落。核心商品（不

包括食品和能源)、核心服务(不包括能源)对核心 PCE 物价指数同比增速的拉动作用分别为-0.09%和 2.56%，较前值变动分别为 0.05pct 和-0.11pct。

核心商品(不包括食品和能源)同比增速边际回升主要是二手车和娱乐商品贡献拉动，对 PCE 物价指数同比增速拉动作用分别是 0.01%和-0.12%，较前值变动分别为 0.04pct 和 0.11pct；新车、家电贡献持平前值；家具和其他耐用品对 PCE 物价指数同比增速拉动作用减弱，分别为-0.04%和-0.05%，较前值变动分别为-0.01pct 和-0.02pct。

核心服务(不包括能源)分项中，只有医疗服务对 PCE 物价指数同比增速拉动作用边际上升，其他分项对 PCE 物价指数同比增速拉动作用基本边际回落。医疗服务对 PCE 物价指数同比增速拉动作用为 0.51%，较前值回升 0.06pct；住房、交通服务、娱乐服务、餐饮服务、其他服务对 PCE 物价指数同比增速拉动作用分别为 0.9%、0.07%、0.16%、0.28%和 0.3%，较前值分别回落 0.04pct、0.01pct、0.02、0.05pct 和 0.06pct；金融服务对 PCE 物价指数同比增速拉动作用为 0.27%，持平前值。

图表 3：美国 2 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献

	PCE 同比增速及分项贡献 (%)			
	202402	202401	202312	202311
PCE	2.50	2.40	2.60	2.70
食品	0.10	0.11	0.11	0.13
能源	-0.10	-0.20	-0.07	-0.21
核心 PCE (不包括食品和能源)	2.47	2.47	2.56	2.82
核心商品 (不包括食品和能源)	-0.09	-0.14	-0.02	0.05
耐用品	-0.27	-0.32	-0.31	-0.28
新车	0.01	0.01	0.02	0.02
二手车	0.01	-0.03	-0.01	-0.04
家具	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03
家电	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04
娱乐商品	-0.12	-0.23	-0.28	-0.24
其他耐用品	-0.05	-0.03	-0.01	0.00
非耐用品	0.07	0.10	0.35	0.22
服装	0.01	0.00	0.05	0.06
其他非耐用品	0.12	0.16	0.24	0.27
核心服务 (不包括能源)	2.56	2.67	2.64	2.80
住房	0.90	0.94	0.97	1.03
房租	0.20	0.21	0.22	0.24
等价租金	0.70	0.73	0.74	0.79
核心服务 (不包括能源和住房)	1.67	1.75	1.65	1.80
医疗服务	0.51	0.45	0.40	0.39
交通服务	0.07	0.08	0.11	0.19
娱乐服务	0.16	0.18	0.19	0.17
餐饮服务	0.28	0.33	0.34	0.35
金融服务	0.27	0.27	0.23	0.22
其他服务	0.30	0.36	0.32	0.35

资料来源：BEA，中邮证券研究所

2 月美股 PCE 物价指数环比增速持平前期，主要贡献项是能源分项和核心商品（不包括食品和能源）分项，食品分项和核心服务分项（不包括能源）贡献边际回落。能源分项和核心商品（不包括食品和能源）分项对 PCE 物价指数环比增速的拉动作用分别为 0.1%和 0.07%，较前值分别回升 0.16pct 和 0.08pct；食品分项和核心服务分项（不包括能源）对 PCE 物价指数环比增速的拉动作用分别为 0.01%和 0.16%，较前值变动分别为-0.03pct 和-0.22pct。

核心商品(不包括食品和能源)对 PCE 物价指数环比增速拉动作用边际回升，主要是二手车分项、服装分项贡献，家具、家电、娱乐商品等分项有所拖累。二手车分项和服装分项对 PCE 物价指数环比增速拉动作用分别为 0.01%和 0.03%，

较前值变动分别为 0.05pct 和 0.05pct;家具分项、家电分项和娱乐商品分项对 PCE 物价指数环比增速拉动作用分别为 0、-0.01%和 0.05%，较前值变动分别为 -0.01pct、0.02pct 和 0.02pct。

图表 4：美国 2 月 PCE 物价指数环比增速及分项贡献

	PCE 环比增速及分项贡献 (%)			
	202402	202401	202312	202311
PCE	0.30	0.30	0.10	-0.01
食品	0.01	0.04	0.00	-0.01
能源	0.10	-0.06	-0.01	-0.07
核心 PCE (不包括食品和能源)	0.23	0.40	0.18	0.09
核心商品 (不包括食品和能源)	0.07	-0.01	-0.06	-0.08
耐用品	0.03	0.03	-0.06	-0.06
新车	0.00	0.00	0.00	0.00
二手车	0.01	-0.04	0.01	0.02
家具	0.00	0.01	-0.01	-0.02
家电	-0.01	0.01	0.00	0.00
娱乐商品	0.05	0.07	-0.08	-0.06
其他耐用品	-0.02	-0.01	0.01	-0.01
非耐用品	0.06	-0.04	-0.01	-0.06
服装	0.03	-0.02	0.00	-0.02
其他非耐用品	0.02	-0.01	-0.01	0.00
核心服务 (不包括能源)	0.16	0.38	0.19	0.16
住房	0.07	0.08	0.06	0.08
房租	0.02	0.01	0.01	0.02
等价租金	0.05	0.07	0.05	0.06
核心服务 (不包括能源和住房)	0.10	0.35	0.15	0.10
医疗服务	0.03	0.05	0.03	0.03
交通服务	0.00	0.00	-0.01	0.03
娱乐服务	0.02	0.02	0.03	0.01
餐饮服务	0.00	0.05	0.02	0.02
金融服务	0.03	0.09	0.05	-0.01
其他服务	-0.02	0.10	0.01	0.00

资料来源：BEA，中邮证券研究所

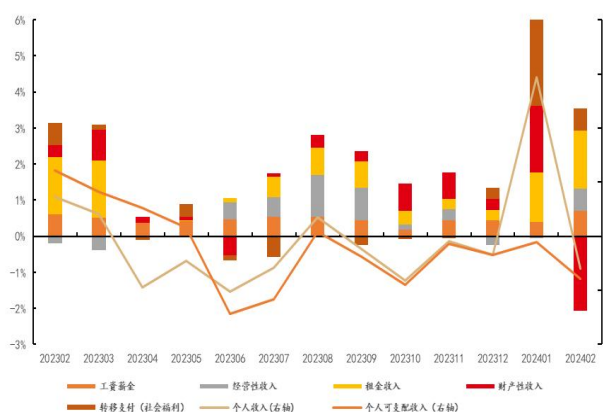
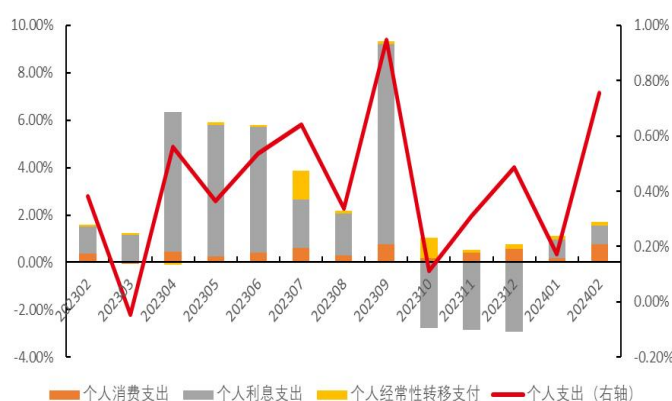
2.3 美国个人支出增速高于收入增速，储蓄率创阶段性新低

2 月，美国个人总收入约为 23.69 万亿美元，环比上涨 0.28%，增速较前值回落 0.71pct；美国个人可支配收入约为 20.71 万亿美元，环比上涨 0.24%，较前值回落 0.14pct；美国个人消费支出 19.96 万亿美元，环比上涨 0.76%；美国个人储蓄率占个人可支配收入为 3.6%，创 2023 年以来新低。

从收入结构来看，2月美国个人收入环比增速边际回落主要是转移支付和财产性收入拖累，工资薪金收入成为重要支撑。目前工资薪金和转移支付是美国个人收入的重要组成部分，其次是财产性收入，三者变动对美国个人收入变动产生重要影响。1月美国个人收入环比增速明显回升，主要是来自转移支付和财产性收入，环比增速分别为2.81%和1.85%，环比涨幅在收入环比涨幅中占比分别为49.89%和29.45%，而工资薪金占比仅为24.25%。2月美国个人通过转移支付获得的收入明显减少，环比增速仅为0.63%；财产性收入亦出现明显的边际下滑，环比增速为-2.07%；工资薪金收入成为收入增长的主要支撑，环比增速为0.7%。

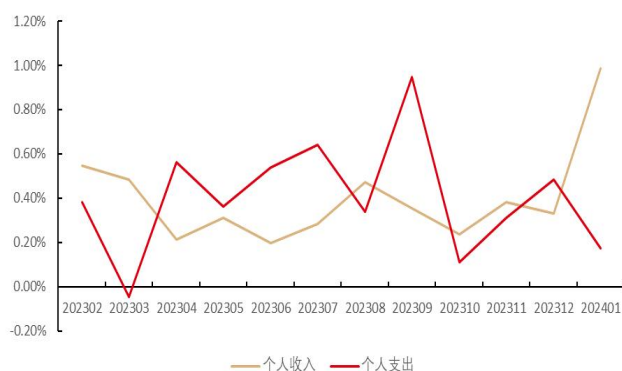
从支出结构来看，2月美国个人消费支出环比增速边际走高，叠加利息支出环比增速相对稳定，美国个人支出环比增速再次扩大。2月美国个人消费支出环比增速为0.76%，较前值回升0.6pct，边际变动较为明显，应有两方面原因：一是源自于1月美国个人转移支付收入环比较为明显增长，提高居民消费能力；二是12月圣诞节一定程度透支1月消费能力，产生一定低基数效应。2023年11月-2024年2月月度复合环比增速为0.5%，2023年11月-2024年1月月度复合环比增速为0.37%，两者增速差距仅为0.13pct，有所收窄。美国个人利息支出环比增速为0.77%，较前值近回落0.02pct，在高利率背景下，美国居民债务负担压力仍较重。

美国个人储蓄率再次下行。2月美国个人收入环比增速为0.28%，美国个人可支配收入环比增速为0.24%，而美国个人支出环比增速为0.76%，导致美国个人储蓄率再次下行，2月美国个人储蓄占个人可支配收入的比例为3.6%，创2023年以来新低。

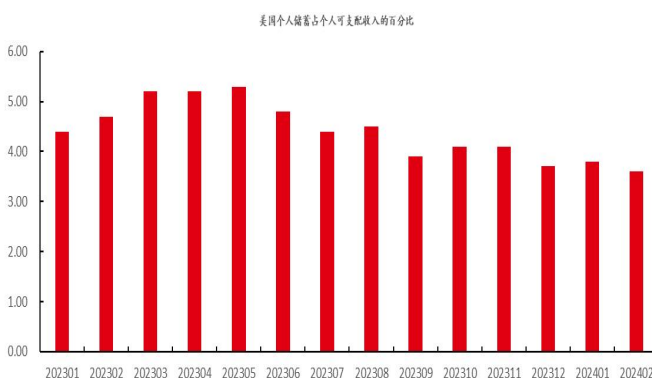
图表 5：美国个人收入及收入分项环比增速 (%)

图表 6：美国个人支出及支出分项环比增速 (%)


资料来源：BEA，中邮证券研究所

资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表 7：美国个人支出和收入环比增速 (%)


资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表 8：美国个人储蓄占个人可支配收入的百分比 (%)


资料来源：BEA，中邮证券研究所

2.4 向后看：美国核心 PCE 结构变化，通胀粘性有所减弱

尽管 2 月美国核心 PCE 同比增速持平前值，但从结构上来看，粘性较强的核心服务（不包括能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际减弱，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际回升，因此，核心 PCE 物价指数同比增速粘性有所减弱。之前美联储主席鲍威尔在 3 月议息会议之后的发布会中曾表示“过去 6 个月商品价格下降更为明显，随着时间的推移，商品通胀将趋于平缓——可能接近于零，这将意味着服务业必须做出更大贡献”（详见报告《通胀与风险，美联储的两难决策》），因此，尽管商品价格存在一定反复，但核心服务价格延续回落，通胀粘性有所减弱，在一定程度上或将增加美联储降息的信心。

从分项来看，核心服务（不包括能源）粘性减弱，或延续边际回落。从主要分项来看，医疗服务就业市场仍相对紧张，会对短期价格粘性产生支撑；房价环比增速阶段性高点已过，房租阶段性高点或将显现，不会成为推升核心服务（不包括能源）价格明显走高的因素，短期会存在价格粘性，但边际贡献减弱；居民消费支出增速或因转移支付有所波动，但整体呈现为边际放缓态势，会对交通服务、娱乐服务、餐饮服务价格支撑有所减弱（详见报告《从美国 CPI 结构变化观察 PCE 的边际回落》）。

从能源与商品来看，能源供应紧张或带来商品价格回升的风险。从能源价格来看，在供给端，短期 OPEC+ 限制减产计划延期至二季度，俄罗斯决定在第二季度进一步削减石油产量，叠加地缘政治风险增加，供给存在一定约束；在需求端，美国上修四季度 GDP 数据，经济数据强劲，同时美国不断买入原油增加战略石油储备，2022 年拜登政府下令从紧急石油供应中释放创纪录的 1.8 亿桶原油，尽管目前油价重新上涨，美国能源部承诺回补战略石油储备，但缺口仍大，需要补充近 1/2 的储油库。不过全球经济景气度较弱对需求产生一定影响。在库存端，目前库存较去年同期有所增加，但仍处于历史相对较低水平。从供需两端看，目前原油市场仍处于供应短缺的态势。国家能源署 (IEA) 上调了 2024 年全球原油需求至 130 万桶/日，较上个月的预测增加 11 万桶/日，同时下调了全年原油供应预测至 1.029 亿桶/日，预测今年全球原油供应呈现短缺状态，而且地缘政治风险仍对原油供给有着重大影响。综上，供应约束仍在，需求有所回升，原油市场处于供应短缺态势，同时美联储年内降息预期或提振油价，预计短期油价高位或将震荡。国家能源署 (IEA) 预测 2024 年市场将趋紧张，油价上涨空间依旧。鉴于原油价格与商品价格存在较为显著的正向关系，若原有价格持续走高，存在商品价格再次回升的风险。

向后看，考虑核心服务（不包括能源）与核心商品（不包括食品和能源）粘性差异，短期能源价格仍存在上涨空间，或推升核心商品（不包括食品和能源）价格再次回升，而粘性较强的核心服务（不包括能源）价格回落或将较为缓慢，进而或将带来通胀反复的风险。鉴于通胀粘性有所减弱，未来美联储降通胀的道路或更为平坦。但基于通胀的数据依赖模式，短期美联储降息或将有所延后，鲍威尔 3 月 29 日亦重申“不急于降息”。

值得注意的是，近期大宗商品涨价幅度较为显著，不排除已经 price in 欧美降息的预期，欧美降息预期兑现，或在一定程度上会缓解大宗商品价格上涨。若短期美国通胀主要由商品价格驱动，美联储降息可能反而不会推升通胀。此外，目前美国商业地产潜在风险仍在，在美国居民储蓄率处于历史阶段性新低的阶段，美国过早降息，或导致资本流出美国，一定程度上加剧美国金融条件收紧，冲击美国金融市场，可能引起潜在风险暴露的风险，基于此视角，美联储降息或将晚于欧洲央行降息。结合最近欧洲央行官员表态，欧洲央行6月降息概率走高，如欧洲央行执委帕内塔表示“欧洲央行官员似乎已经达成一致，以6月为起点，逆转之前的加息行动”。

基于以上分析，美联储降息路径预期：

预期一：美联储6月降息，与欧洲央行保持同步。欧美央行同步开启降息周期，支撑大宗商品价格的降息预期兑现，或一定程度上缓解大宗商品价格上涨趋势，同时美国资本流动或相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。但据CME“美联储观察”，该预期兑现概率有待进一步观察。美联储5月维持利率不变的概率为87.3%，累计降息25个基点的概率为12.7%；美联储到6月维持利率不变的概率为31.0%，累计降息25个基点的概率为60.8%，累计降息50个基点的概率为8.2%。

预期二：美联储降息晚于欧洲央行，欧洲央行6月降息。欧美央行错位降息，支撑大宗商品价格的降息预期部分存在，或仍会支撑大宗商品价格上涨，进而对通胀产生一定支撑。待美元降息预期兑现，大宗商品 price in 的降息预期全部兑现，价格或有回落。此情况，美元指数或会先升后降，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动，而美国资本流动或会相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期三：美欧央行降息，日本央行再次加息。欧美等同步开启降息周期，全球流动性环境将进入宽松格局，同时日本央行加息，虽然日本与欧元区、美国利差较大，但考虑日元资产在全球资本市场的相对吸引力，或导致国际资本从其他发达国家回流至日本，日元升值可能平抑欧美降息的效应，从而间接抑制全球通胀水平。

3 国内外宏观热点

3.1 海外宏观热点

美国 2 月新屋销售放缓，表明复苏不均衡

3 月 25 日，美国 2 月季调后新屋销售年化总数 66.2 万户，预期 68.0 万户，前值 66.1 万户；环比降 0.3%，预期升 2.1%，前值升 1.5%。美国 2 月份新屋销售三个月来首次意外下降，这表明房地产市场的复苏并不均衡。公布的数据显示，上个月新建独栋住宅购买量环比下降 0.3%，至 66.2 万套，此前经济学家的预测中值为 67.7 万。

<https://finance.sina.com.cn/money/bond/2024-03-26/doc-inaprtw5700960.shtml>

美国总统拜登政府将于周一宣布新规定，每年租金上涨幅度将被限制在 10% 以内

<https://www.fx678.com/C/20240330/202403300017401050.html>

美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 79.4，超出预期

美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值 79.4，预期 76.5，初值 76.5，2 月终值 76.9；经济现况终值 82.5，初值 79.4，2 月终值 79.4；消费预期终值 77.4，初值 74.6，2 月终值 75.2。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794779089933392960&wfr=spider&for=pc>

美国 2 月批发库存初值环比升 0.5%，超出预期

美国 2 月批发库存初值环比升 0.5%，预期升 0.2%，1 月终值降 0.3%，初值降 0.1%；零售库存（不含汽车）初值环比升 0.40%，1 月终值升 0.3%，初值升 0.3%。

<http://world.people.com.cn/n/2014/0410/c157278-24865060.html>

美国最富 1% 总财富达 44.6 万亿美元，近 20 万亿是股票资产

美联储的最新数据显示，截至去年第四季度末，美国最富 1% 人群的财富达到创纪录的 44.6 万亿美元，原因是年底股市的上涨提升了他们的投资组合。他们的总净资产在去年第四季度增加了 2 万亿美元。所有这些增长都来自他们持有的股票。最富 1% 人群持有的公司股票和共同基金股票的价值从上一季度的 17.65 万亿美元飙升至 19.7 万亿美元。截至去年年底，最富 1% 家庭拥有美国 30% 的财富，收入最高的 10% 家庭拥有美国 67% 的财富。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794826019199505699&wfr=spider&or=pc>

美联储主席鲍威尔：美国银行体系处于良好状态

美联储主席鲍威尔表示，美国银行体系处于良好状态；已与银行合作解决商业地产问题；一些银行，主要是小银行，存在商业房地产集中风险；正在与他们合作确保他们有足够的资本，我认为那会没问题；硅谷银行事件的一个教训是，监管者在适当时候需要果断行动；商业房地产将成为未来几年的问题。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403303029933468.html>

标普下调 5 家银行评级

因商业地产风险敞口，国际知名评级机构标普将美国五家地区性银行的评级展望，从“稳定”下调至“负面”。据了解，2024 年，美国有近万亿美元商业地产债务到期。标普表示，商业地产市场的压力，如房地产价格下跌和空置率上升，尤其是投资者拥有的写字楼，给那些对商业地产有大量贷款敞口的银行带来了越来越大的挑战。据圣路易斯联邦储备银行数据，美国的社区和地区性银行持有三分之二的 CRE 贷款，这意味着任何市场恶化，都可能给该行业带来巨大冲击。此次被下调评级的银行分别为第一联邦金融 (FCF.N)、制造商和贸易商银行 (M&T 银行)、西诺乌斯金融 (SNV.N)、Trustmark 银行 (TRMK.O)、硅谷国家银行 (Valley National Bancorp)，上述银行在资本市场的最新市值分别为 14 亿美元、235 亿美元、56 亿美元、17 亿美元、39 亿美元。截至目前，标普共对美国 9 家银行的评级展望为负面，占受其评级的银行总数的 18%。标普称，这些评级中的大多数“至少在一定程度上与规模可观的商业地产敞口有关”。标普表示，如果美联储开始降息，这可能“缓解商业房地产行业的一些累积压力”，标普补充称，其对银行业的展望修订解决了“如果利率保持更高的时间更长，可能出现的潜在风险。”

https://news.cnr.cn/sq/20240328/t20240328_526642557.shtml

商业地产敞口，是当前美国地区性银行面临的压力之一。高利率、低迷的写字楼价格以及流动性压力，导致投资者重新审视商业房地产行业，而具有商业地产敞口的商业银行，特别是地区性银行的股票，正被投资者抛售。新冠疫情后，借贷成本上升和办公空间入住率持续低迷，可能会导致更多贷款人因借款人违约

而蒙受损失。标普周二对五家地区性银行的评级下调，这提高了投资者对美国地区银行健康状况的敏感性。近日，国际货币基金组织（IMF）警告称，银行业界对美国商业地产的敞口过大，可能会导致去年硅谷银行倒闭引发的混乱重演。IMF警告称，硅谷银行危机表明，即使是规模较小的银行也可能对金融稳定构成严重风险，在经济不确定性和利率上升、房地产价值可能下跌以及资产质量恶化的背景下，商业地产敞口的高度集中对小银行构成了严重风险。

美联储博斯蒂克：预计经济和通胀将逐渐放缓

3月25日，美联储博斯蒂克称，预计经济和通胀将逐渐放缓；如果经济表现符合预期，美联储可以保持耐心；重申预计今年只会有一次降息；希望可以避免由资产负债表缩减引起的波动。

<https://finance.ifeng.com/c/8YFLMaplgTo>

美联储古尔斯比：在通胀方面正处于一段模糊不清的时期

3月25日，美联储古尔斯比称，在通胀方面正处于一段模糊不清的时期；基本情况似乎没有发生根本性变化；美联储必须在其双重使命中取得平衡；需要看到通胀回落的进展；通胀的主要难题在住房方面；2024年进行三次降息符合我的想法。

<https://www.fx678.com/C/20240325/202403252109071055.html>

美联储博斯蒂克：过早降息可能更具破坏性

3月25日，美联储博斯蒂克称，过早降息可能更具破坏性；美联储意识到商业地产的风险，但并未视其为是广泛的。

<https://finance.sina.com.cn/money/nmetal/hjfx/2024-03-26/doc-inaprfmw9018491.shtml>

美联储理事库克：过早降息可能会造成通胀变得根深蒂固的风险

3月25日，美联储理事库克表示，谨慎的逐步放松政策可以确保通胀可持续回归2%，同时努力维持强劲劳动力市场。过早降息可能会造成通胀变得根深蒂固的风险。而过晚降息则将不必要地伤害到美国经济。通胀已大幅下降；劳动力市场仍然强劲。强劲的生产率增长可能意味着工资增长加快，而不是通胀。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794532647516187065&wfr=spider&or=pc>

美国总统拜登：最新核心通胀数据显示出“真正的进展”

<https://www.fx678.com/C/20240329/202403292336281057.html>

美联储理事沃勒：目前没有迫切需要降息的迹象

作为美联储政策近期风向标的理事沃勒表示，目前没有迫切需要降息的迹象。最近令人失望的通胀数据表明，今年的降息可能会推迟或减少。沃勒称希望看到“至少几个月的通胀数据好转”，然后再降息。强劲的经济和就业是美联储有空间等待的进一步原因。根据最近的数据，减少降息的总次数或将其推迟到未来是合适的。经济产出和劳动力市场显示出持续的强劲，而降低通胀的进展已经放缓。鉴于这些迹象，我认为不急于采取开始放松货币政策的步骤。

<https://www.99qh.com/express/fastnews/540803>

鲍威尔重申：不急于降息

美联储主席鲍威尔在旧金山联储的耶伦会议中心出席活动，其间对货币政策、决策思路等一系列问题进行了深入探讨。鲍威尔强调，美联储并不急于降息，希望看到更多“向好”的通胀数据增强信心，将继续谨慎把握降息时机。最新核心PCE通胀数据“基本符合我们的预期”。但鲍威尔重申，直到官员们对通胀正朝着他们2%的目标前进有信心之前，降低利率是不合适的。美国发生经济衰退的概率并不高，没有理由认为美国经济已经濒临衰退。我们正处于一个经济强劲、劳动力市场良好的状态。美联储的使命尚未完成，目标仍是实现2%的通胀率，美联储有机会在不伤害经济的前提下平息通胀，当前的利率水平并未对美国经济造成伤害。在当前时机下，不可能进行周期外的降息。其个人预期是利率不会降至疫情前非常非常低的水平。对于持续进行的美联储资产负债表缩减，鲍威尔也表示，缩表这件事情的核心在于提供高度透明和可预测的信息。利率才是货币政策的主要故事，缩表不是。美联储可能会在某个时间点开始放慢速度，但缩表这件事情与美联储对经济的担忧没有任何关系，只是美联储的计划而已。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-03-30/3305954.html>

高盛：预计退休基金很快会在美股市场卖出约320亿美元股票

高盛集团表示，随着本季度即将结束，退休基金可能会出售约 320 亿美元美股以重新平衡仓位。高盛 FICC 及股票部门分析师写道，这将是 2023 年 6 月以来的最大调整。虽然华尔街对养老金流动情况的预测存在很大差异，但在复活节前交易清淡的情况下，退休基金的撤出会给大盘带来额外压力。在标普 500 指数自 10 月下旬以来飙升约 26% 后，交易员们担心多头仓位可能已经过度，短线内股市容易受到获利回吐盘的冲击。机构投资者和养老金通常有严格的资产配置限制，并在月末和季末评估市场风险敞口。标普 500 指数自 2024 年伊始以来已上涨 8.8，全球债券累计下跌约 2%，意味着基金可能需要比平常卖出更多股票。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794701006483619868&wfr=spider&for=pc>

目前美国经济总量表现出较强韧性，但经济不确定性亦有所上升，市场对美联储降息预期出现了明显分歧，如近期鲍威尔表示，现在美联储面临两面夹击，一边是急切希望首次降息的经济学家和投资者，另一边则是那些更为谨慎的理解。降息预期持续延后，或将导致市场对降息预期过于“发酵”，带来资产价格过度上涨，而降息兑现后，资产价格或将出现较大幅度下跌。

英国央行：今年将对主要贷款机构进行“基于桌面”的压力测试

3 月 27 日，英国央行表示，整体风险环境仍“充满挑战”；企业对经济增长和利率风险的重视程度降低；央行金融政策委员会将反周期资本缓冲保持在 2% 的水平上；今年将对主要贷款机构进行“基于桌面”的压力测试，以检查其韧性。

<https://www.fx678.com/C/20240327/202403271834531058.html>

英国央行开始降息的可能性高于美联储和欧洲央行

3 月 25 日，交易员们押注，英国央行开始降息的可能性高于美联储和欧洲央行。货币市场对英国央行下次货币政策会议决定降息可能性的预估为 20%，相比之下，认为美联储和欧洲央行立即开始降息的可能性都不足 10%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1782725598374800180&wfr=spider&for=pc>

银行在英国央行短期回购操作中借入创纪录的 51.5 亿欧元

<https://www.fx678.com/G/20240328/202403281847461056.html>

英国央行委员哈斯克尔警告不要急于降息

英国央行委员哈斯克尔警告称,不要急于降息,就业市场出现一些放缓迹象,工资增长仍然过高,工资增速可能只会缓慢放缓。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794780279548662094&wfr=spider&or=pc>

瑞典央行：如果通胀前景保持有利，可能在5月或6月降息

3月27日,瑞典央行在政策会议后的声明中称,如果通胀前景保持有利,可能在5月或6月降息;货币政策需要谨慎调整;风险包括地缘政治动荡带来的新供应冲击、瑞典克朗继续走弱,或者企业定价行为没有像预期的那样正常化;新的信息以及这些信息对经济和通货膨胀前景的预期影响是决定货币政策的决定性因素。

http://news.sohu.com/a/767255724_114984

瑞士央行副行长：密切关注汇率并在必要时干预外汇市场

3月27日,瑞士央行副行长表示,密切关注汇率并在必要时干预外汇市场。瑞士央行对瑞郎汇率没有设定目标。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794703334663860495&wfr=spider&or=pc>

德国经济研究机构：预计2024年德国GDP增长率为0.1%

3月27日,德国经济研究机构表示,预计2024年德国GDP增长率为0.1%,较秋季预测的1.3%有所下降;预测2024年德国通胀率为2.3%,2025年为1.8%;预计2025年德国GDP增长率为1.4%,较之前的1.5%有所下降。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794674331043417705&wfr=spider&or=pc>

德国3月季调后失业率5.9%，符合预期

德国3月季调后失业率5.9%,预期5.9%,前值5.9%。德国3月季调后失业人数增加0.4万人,预期增加1万人,前值增加1.1万人。德国3月末季调失业总人数为276.9万人,前值281.4万人。德国3月季调后失业总人数为271.9万人,前值271.3万人。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403283027941415.html>

德国 2 月实际零售销售同比降 2.7%，降幅超预期

德国 2 月实际零售销售同比降 2.7%，预期降 0.8%，前值从降 1.6%修正为降 1.5%；环比降 1.9%，预期升 0.3%，前值降 0.4%。

<https://xueqiu.com/5124430882/283923306>

意大利 3 月 CPI 初值同比升 1.3%，低于预期

意大利 3 月 CPI 初值同比升 1.3%，预期升 1.4%，2 月终值升 0.8%，初值升 0.8%；环比升 0.1%，预期升 0.2%，2 月终值升 0.1%，初值升 0.1%。意大利 3 月调和 CPI 初值同比升 1.3%，预期升 1.5%，2 月终值升 0.8%，初值升 0.9%；环比升 1.2%，预期升 1.4%，2 月终值持平，初值升 0.1%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-29/doc-inapytuu0468877.shtml>

西班牙 2 月季调后零售贸易指数同比升 1.9%

西班牙 2 月季调后零售贸易指数同比升 1.9%，前值升 0.3%；环比降 0.6%，前值降 0.5%。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-03-05/detail-inamheuk9832104.d.html>

西班牙 3 月 CPI 初值同比升 3.2%，符合预期

西班牙 3 月 CPI 初值同比升 3.2%，预期升 3.2%，2 月终值升 2.8%，初值升 2.8%；环比升 0.8%，预期升 0.6%，2 月终值升 0.4%，初值升 0.3%。西班牙 3 月调和 CPI 初值同比升 3.2%，预期升 3.3%，2 月终值升 2.9%，初值升 2.9%；环比升 1.3%，预期升 1.2%，2 月终值升 0.4%，初值升 0.4%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/03/27160340016888.shtml>

西班牙 2 月 PPI 同比降 8.2%

西班牙 2 月 PPI 同比降 8.2%，前值降 3.8%；环比降 2.3%，前值升 0.2%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-25/doc-inappaq1598739.shtml>

法国 3 月消费者综合信心指数 91，超出预期

法国 3 月消费者综合信心指数 91，预期 90，前值从 89 修正为 90。

<https://news.zgw.com/hgj/20240327/857077.html>

法国 2 月消费者支出同比降 0.8%，降幅超预期

法国 2 月消费者支出同比降 0.8%，预期降 0.6%，前值降 0.7%；环比持平，预期升 0.2%，前值降 0.3%。

<https://www.fx678.com/C/20240329/202403291545064031.html>

法国 2 月 PPI 同比降 5.5%

法国 2 月 PPI 同比降 5.5%，前值降 5.1%；环比降 1.7%，前值降 1.3%。

<https://www.163.com/dy/article/IUF7FU0D05566WVY.html>

法国 3 月 CPI 同比初值升 2.3%，低于预期

法国 3 月 CPI 同比初值升 2.3%，预期升 2.6%，2 月终值升 3.0%，初值升 2.9%；环比初值升 0.2%，预期升 0.5%，2 月终值升 0.9%，初值升 0.8%。法国 3 月调和 CPI 同比初值升 2.4%，预期升 2.8%，2 月终值升 3.2%，初值升 3.1%；环比初值升 0.3%，预期升 0.7%，2 月终值升 0.9%，初值升 0.9%。

<https://www.163.com/dy/article/IUF7FURG05566WVY.html>

欧元区 3 月消费者信心指数终值-14.9，符合预期

欧元区 3 月消费者信心指数终值-14.9，预期-14.9，初值-14.9，2 月终值-15.5。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-27/doc-inapufqq4443829.shtml>

欧元区 3 月工业景气指数-8.8，降幅低于预期

欧元区 3 月工业景气指数-8.8，预期-9.0，前值-9.5；经济景气指数 96.3，预期 96.3，前值 95.4；服务业景气指数 6.3，预期 7.8，前值 6.0。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-03-27/detail-inapufqq4443746.d.html>

欧洲央行执委 Cipollone：欧洲央行的利率仍远未达到中性水平

3 月 27 日，欧洲央行执委 Cipollone 称，即使进行调整，欧洲央行的利率仍远未达到中性水平。

<https://www.fx678.com/C/20240327/202403271749351055.html>

欧洲央行管委卡扎克斯：不反对市场对于 6 月开始降息的观点

欧洲央行管委卡扎克斯称，通胀放缓，首次降息时间临近，不反对市场对于6月开始降息的观点。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794657155180963506&wfr=spider&or=pc>

欧洲央行执委帕内塔：放松政策时机即将到来

欧洲央行执委帕内塔表示，通胀正在迅速放缓，降息时机正在到来。欧洲央行的限制性货币政策正在压制需求，并与能源价格下跌一道，导致通胀迅速下降。价格稳定面临的风险已经下降，货币宽松的条件正在形成。欧洲央行官员似乎已经达成一致，以6月为起点，逆转之前的加息行动。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-28/doc-inapwkpq3442303.shtml>

德国、法国等欧元区国家经济边际放缓迹象进一步显现，叠加通胀逐步回落，欧元区央行降息预期更加明晰，根据欧洲央行主要官员表态，6月降息概率大幅提升。

高盛：欧美央行降息将推动大宗商品价格上涨

高盛预计大宗商品价格今年将上行，欧美央行料将降息，将有助于支撑工业金属价格以及消费者需求。Samantha Dart 和 Daan Struyven 等分析师在3月24日的报告中表示，随着借贷成本下降、制造业复苏和地缘政治风险持续，2024年大宗商品的回报率可能达到15%。该行表示，铜、铝、黄金和石油产品可能上涨，并强调投资者需要有选择性，因为涨势不会是普遍的。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794468380826897763&wfr=spider&or=pc>

贝莱德：对欧元区通胀相关债券的投资从减持转为中性

3月25日，贝莱德表示，对欧元区通胀相关债券的投资从减持转为中性。将日本股票提升至超配，将日本国债调整为低配。

<https://www.gold678.com/G/202403260023451057>

世界钢铁协会：2月全球71个纳入统计国家的粗钢产量为1.488亿吨，同比提高3.7%

3月25日，世界钢铁协会公布报告显示，2024年2月全球71个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为1.488亿吨，同比增长3.7%。2024年2月，非洲粗钢产量为180万吨，同比提高8.1%；亚洲和大洋洲粗钢产量为1.097亿吨，同比提高3.9%；欧盟（27国）粗钢产量为1060万吨，同比下降3.3%；其他欧洲国家粗钢产量为370万吨，同比提高32.5%；中东粗钢产量为420万吨，同比提高10.8%；北美粗钢产量为870万吨，同比下降1.3%；俄罗斯和其他独联体国家+乌克兰粗钢产量为670万吨，同比下降2.5%；南美粗钢产量为350万吨，同比提高10.5%。2024年2月，中国粗钢预估产量为8118万吨，同比提高3.5%；印度粗钢产量为1180万吨，同比提高11.4%；日本粗钢产量为700万吨，同比提高1.1%；美国粗钢产量为650万吨，同比下降1.2%；俄罗斯粗钢预估产量为570万吨，同比下降4.4%；韩国粗钢产量为510万吨，同比下降1.5%；土耳其粗钢产量为310万吨，同比提高46.6%；德国粗钢产量为310万吨，同比提高4.4%；巴西粗钢产量为280万吨，同比提高13.1%；伊朗粗钢产量为220万吨，同比提高14.3%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794465266877321426&wfr=spider&for=pc>

波罗的海干散货指数下跌3.32%至2123点，连跌五日

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794503397832550694&wfr=spider&for=pc>

日本首席外汇事务官神田真人：近期日元走势背后存在投机性行动

3月27日，日本首席外汇事务官神田真人称，与日本央行、金融厅就金融市场交换意见；确认了日本经济的良性循环；最近的日元走势并未反映基本面，近期日元走势背后存在投机性行动；高度紧急地密切关注外汇波动情况；不排除采取任何措施应对无序外汇波动；将采取适当措施应对过度行动；不能容忍外汇市场的投机行为；不认为在两周内出现4%的波动是一种温和的波动；一如既往，随时准备采取行动。

<https://stock.hexun.com/2024-03-27/212335896.html>

日本2月工业产出环比初值降0.1%，预期增1.4%

日本 2 月工业产出环比初值降 0.1%，预期增 1.4%，前值降 6.70%；同比降 3.4%，预期降 2.7%，前值降 1.5%。日本 2 月零售销售同比增 4.6%，预期增 3%，前值增 2.3%；环比增 1.5%，预期增 0.6%，前值增 0.8%。

<https://caifuhao.eastmoney.com/news/20220331110807515826310>

日本 2 月失业率 2.6%，预期 2.4%

日本 2 月失业率 2.6%，预期 2.4%，前值 2.4%；求才求职比 1.26，预期 1.27，前值 1.27。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-03-29/detail-inapxshx3819714.d.html>

日本八大车商 2 月全球产量同比减少 7%

日本 8 大汽车厂商公布的 2 月全球产量为 1909747 辆，较上年同期减少 7.6%。8 家车企的合计日本国内产量减少 16.3%，为 588354 辆。全球销量减少 1.1%，为 1865667 辆，丰田、大发及马自达销量同比减少。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403293029512986.html>

日本百名企业家调查：乐观预期有所减弱

日本企业家的乐观经济预期出现了停滞不前的迹象。在“100 名日本企业家问卷调查”中，认为当前国内经济正在扩张的受访者占 5 成，较上次调查下降了 20 个百分点以上。日本主要企业将在 2024 年度实施较高的加薪，但很多企业高层希望关注个人消费的趋势。

<https://36kr.com/p/2710100120189059>

俄罗斯政府要求石油公司在 6 月底前将产量削减至每日 900 万桶

新浪报道，3 月 25 日，消息人士称，俄罗斯政府要求石油公司在 6 月底前将产量削减至每日 900 万桶。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794511004704986981&wfr=spider&for=pc>

俄罗斯决定在第二季度进一步削减石油产量

3 月 29 日，俄罗斯副总理诺瓦克表示，俄罗斯已决定在第二季度进一步削减石油产量，以赶上其他欧佩克+国家；与欧佩克+国家达成协议，如有必要将增加市场上的石油供应；无需禁止俄罗斯柴油出口，产量超过消费量。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-29/doc-inapyyan4378485.shtml>

BMI：维持 2024 年布油价格预期不变，下调 2025 年价格预期

惠誉旗下研究机构 BMI 维持目前对 2024 年布伦特原油均价 85 美元/桶的预测，但将 2025 年的预测从之前的 84 美元/桶下调至 82 美元/桶。BMI 强调，宏观经济背景仍然充满挑战，近几个季度全球石油需求面临下行压力，但有迹象表明，经济势头已开始增强，再加上今年晚些时候降息的预期，布油价格受到支撑。不过，由于美洲的新供应浪潮和欧佩克+减产的部分解除，从 2025 年开始，BMI 对布油的前景将从中性看涨变为中性看跌。BMI 预计，2024 年下半年原油供应将逐步增加，并加速到 2025 年。

http://k.sina.com.cn/article_5115326071_130e5ae7702002347t.html

韩国政府注资 1900 亿美元的贸易保险

3 月 25 日，韩国产业通商资源部表示，韩国政府今年将向贸易保险注入创纪录的 255 万亿韩元（约合 1900 亿美元）。该部部长安德根在与企业官员会面时表示，尽管货币政策长期紧缩，地缘政治风险和主要国家选举导致供应链重新洗牌，但今年出口仍呈现强劲开局。在主要市场主要产品表现强劲的背景下，3 月份出口将保持增长，连续六个月增长。由于芯片出口量保持上升趋势，韩国 2 月份出口连续第五个月增长，同比增长 4.8% 至 524 亿美元。安德根指出，分配给贸易保险的预算将帮助韩国在 2024 年实现 7000 亿美元的年度出口目标。预算中的 136 万亿韩元将分配给芯片、电池和船舶等关键领域。

<http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyjl/j/202008/20200802992500.shtml>

韩国 2 月工业产出同比增 4.8%，预期增 5.8%

3 月 29 日，韩国统计厅最新公布数据显示，韩国 2 月工业产出同比增 4.8%，预期增 5.8%，前值增 12.9%；环比增 3.1%，预期增 0.5%，前值降 1.3% 修正为降 1.5%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794812999637288337&wfr=spider&for=pc>

韩国央行：如果房地产行业持续低迷，经济将受到打击

韩国央行 3 月 28 日警告称，房地产行业的进一步下滑将破坏更广泛的经济活动，开发商的拖欠款情况正在恶化，这是信贷市场持续困境的最新信号。韩国央行在一份关于金融业的定期报告中表示，拖欠率的上升凸显了与项目融资项目相关的更多风险，使人们继续担心这种风险可能会蔓延到其他开发商。韩国央行称，整体金融体系总体看来是稳定的。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794737247055702466&wfr=spider&or=pc>

3.2 国内宏观热点

李强总理：扎实推进设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动

3 月 28 日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议。李强总理指出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，既利当前又利长远，既稳增长又促转型，既利企业又惠民生，具有全局性战略性意义。各地区各部门要切实把思想和行动统一到党中央决策部署上来，坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，尊重企业和消费者意愿，加强政策支持，注重分类实施，把握轻重缓急，扎实推进设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，着力形成更新换代的内生动力和规模效应。要精心组织实施，强化统筹协调，加强政策宣传解读，因地制宜抓好落实，确保大规模设备更新和消费品以旧换新工作取得扎实成效。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794823252902353876&wfr=spider&or=pc>

李强总理出席中国发展高层论坛 2024 年年会开幕式并发表主旨演讲

国务院总理李强 3 月 24 日在北京出席中国发展高层论坛 2024 年年会开幕式，并发表主旨演讲。李强指出，当前，国际环境发生深刻变化，世界经济发展面临许多严峻挑战。中国将以务实有效的行动推动高质量发展，为世界经济复苏和稳定发展注入更多确定性和正能量。我们将加大宏观政策调节力度，加强政策协同配合，确保同向发力、形成合力。着力扩大国内需求，进一步推进全国统一大市场建设，大力推进以人为本新型城镇化，推动大规模设备更新和大宗耐用消费品

以旧换新。加快构建现代化产业体系，坚持以科技创新推动产业创新，统筹推进传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育，加快发展新质生产力。持续推动绿色转型，坚定不移走生态优先、绿色发展的道路。标本兼治稳妥做好各类风险隐患防范化解工作，推动中国经济长期持续健康发展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794442112327767356&wfr=spider&for=pc>

1-2 月经济数据显示我国经济稳步复苏，内生动能不断增强，但外需拉动效应更为明显。而外需短期韧性仍在，中长期或将承压，我国经济内生动能稳健修复的关键是内需的持续修复，短期离不开增量稳增长政策支持。近期重要领导人、重要会议均提及加大宏观政策调节力度，不仅有利于提振市场信心，同时强化政策落实执行。年内大规模设备更新改造、以旧换新促消费政策或将成为重要抓手，对于提振市场预期、实现全年经济增长预期目标具有重要意义。

工信部：将落实全面取消制造业领域外资准入限制措施

3 月 25 日，工业和信息化部党组书记、部长金壮龙出席中国发展高层论坛 2024 年年会，围绕在国际合作中推动产业链供应链优化升级发表主旨演讲。金壮龙强调，我们将不断扩大高水平开放，落实全面取消制造业领域外资准入限制措施，深化与世界各国企业互利合作，共同推动产业链供应链优化升级，构筑安全稳定、畅通高效、开放包容、互利共赢的全球产业链供应链体系。深化产业链供应链协同创新合作，大力推进科技创新和产业创新深度融合，实施制造业重点产业链高质量发展行动，持续优化创新平台网络，推进国家高新区提质增效。深化制造业数字化转型合作，实施制造业数字化转型行动，深入实施智能制造工程，推进建设智能工厂和智慧供应链。支持中外企业加强合作，加快先进适用数字技术、产品和解决方案转化落地。深化制造业绿色低碳合作，稳妥推进重点行业碳达峰，实施绿色制造工程，完善绿色制造服务体系，加快建设绿色工厂、绿色园区和绿色供应链，大力发展绿色低碳产业。推动建立绿色制造国际伙伴关系，建设一批中外合作绿色工业园区，拓展绿色贸易增长点。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794479832238998901&wfr=spider&for=pc>

国家数据局局长刘烈宏：将配合财政部积极推进“数据资产入表”

3月25日，国家数据局局长刘烈宏在中国发展高层论坛2024年年会上表示，加快完善数据要素基础制度体系，还将配合财政部积极推进“数据资产入表”，及时解决入表实践中面临的问题，加快完善数据资源相关会计制度。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794478635915524647&wfr=spider&or=pc>

国资委：加快打造原创技术策源地，推动一批重大标志性成果在中部地区加速转化应用落地

3月25日，国务院国资委党委召开扩大会议，紧密结合工作实际研究贯彻落实举措，进一步推动国资央企主动服务国家战略，积极助力地方经济发展，强化战略支撑作用，在新时代推动中部地区崛起中展现更大担当作为。会议指出，要进一步强化产业支撑作用，聚焦先进制造业、新能源汽车、人工智能等重点产业领域，结合中部地区禀赋特点，优先试点打造战略性新兴产业集群，围绕未来材料、未来信息、未来制造，加快培育和发展新质生产力，融通带动中部地区企业加大锻长板、补短板、铸新板力度，共同维护我国产业链供应链韧性和安全稳定；进一步加强科技创新引领，深化原创性引领性技术攻关，加快打造原创技术策源地，推动一批重大标志性成果在中部地区加速转化应用落地，更好促进中部地区产学研用深度融合；进一步坚持协同联动，强化资源调配整合，围绕中部地区开展跨行业、跨区域合作，探索合作新模式，推动央企产业优势更好转化为地方发展动能；进一步落实生态环保责任，积极探索生态产品价值实现机制，助力中部地区绿色一体化发展，加快推进中部地区中央企业绿色低碳增效转型，全面提高资源能源利用效率，更好统筹生态环保和经济发展。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403263024104475.html>

国务院国资委确定首批启航企业 培育发展新质生产力

国务院国资委近日按照“四新”（新赛道、新技术、新平台、新机制）标准，遴选确定了首批启航企业，加快新领域新赛道布局、培育发展新质生产力。此次遴选出的首批启航企业多数成立于3年以内，重点布局人工智能、量子信息、生物医药等新兴领域，企业核心技术骨干平均年龄35岁左右。首批启航企业中，中电信量子信息科技集团有限公司加快建设抗量子计算的新型安全基础设施，推

动量子通信产业化和量子计算实用化；西安煤科透明地质科技有限公司正全力研发地质垂直领域大模型产品；航天新长征医疗器械(北京)有限公司与北京协和医院开展医工结合，积极推进面向重症急救领域的“人工肺”等高端生命支持设备研制攻关。

http://news.cnr.cn/native/gd/20240330/t20240330_526645162.shtml

央行：3月26日将开展3个月期50亿元央行票据互换（CBS）操作

央行公告称，为提高银行永续债的市场流动性，支持银行发行永续债补充资本，2024年3月26日中国人民银行将开展2024年第三期央行票据互换（CBS）操作。本期操作量为50亿元，期限3个月，面向公开市场业务一级交易商进行固定费率数量招标，费率为0.10%，首期结算日为2024年3月26日，到期日为2024年6月26日（遇节假日顺延）。

<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-03-26/doc-inapqzcy9134902.shtml>

中铁集装箱联合民营电商首开集装箱班列，费用一口价总包

为推动实现降低全社会物流成本，日前中铁集装箱运输有限责任公司联合中国铁路西安局集团有限公司将首次规模化开行电商快递集装箱班列，实现区域间物流通道的稳定运营。列车采用全集装箱化运输，采取门到门和门到站两种运输模式，物流快递企业可以自行选择；运价采用铁路发运一口价总包模式。电商快递铁路物流以前主要采用旅客列车的行李车或货车棚车方式运输，在“双十一”期间也采用过高铁车厢运输，此次是铁路部门首次尝试使用集装箱，以班列的模式运输电商快递。铁路集装箱会在全国路网内进行统一组织的调度流动，“空返”在一定程度上弱化于公路情况，且回箱成本不再附加至物流企业身上，大大降低了电商企业的压力。同时，铁路对于天气和物流通道的贯通性适应能力远高于公路，且能源成本低于公路。电商快递采用铁路运输的价格优势不言自明

<https://finance.eastmoney.com/a/202403263023550122.html>

博鳌论坛：2024年亚洲贸易与投资有望扭转下行趋势

3月26日，博鳌论坛2024年年会上，《亚洲经济前景及一体化进程2024年度报告》正式发布。报告指出，在贸易与投资方面，亚洲有望扭转2023年的下行趋势。受全球经济增速下降、地缘政治冲突、国际金融环境依然偏紧等因素

影响，2024年亚洲乃至全球贸易与投资增长可能面临较大压力，同时面临供应链分化的冲击。但是，亚洲数字贸易加速发展和旅游业复苏加快以及区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)等经贸安排持续推进，亚洲价值链和产业链重构对区域经济一体化的积极效应有望逐步显现，亚洲贸易与投资也将因此增添新的动力。在金融市场方面，亚洲主要国家资本市场、外汇市场、债券市场以及银行业将趋于稳定。2023年，较多亚洲经济体股票指数上涨、货币贬值，十年期国债收益率回落以及银行部门不良贷款率出现下降。2024年，得益于经济稳步复苏以及外部货币政策紧缩步伐放缓等因素，多数亚洲经济体股票指数或将延续反弹态势、汇率上行、十年期国债收益率持续回落以及银行部门不良贷款率进一步下降。

<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-03-26/doc-inaprfrm6800832.shtml>

央行行长潘功胜：房地产市场已出现一些积极信号

央行行长潘功胜出席中国发展高层论坛并发表讲话。潘功胜指出，中国经济保持回升向好态势，有能力实现全年5%左右的预期增长目标。今年以来，货币政策加大逆周期调节力度，政策效果持续显现，未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备；中国金融体系运行稳健，金融机构总体健康，风险抵御能力较强。房地产市场已出现一些积极信号，长期健康稳定发展具有坚实的基础，房地产市场波动对金融体系影响有限。中国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，化解地方政府债务风险的相关政策正在逐步奏效。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794556271407742388&wfr=spider&for=pc>

高盛等外资维持超配中国资产策略，利好因素叠加凸现A股投资价值

近日，高盛、瑞银等多家外资巨头频频唱多A股，中东机构则密集调研A股并展现出浓厚兴趣，外资机构也加快在华展业步伐，同时北向资金持续净流入，多重积极因素汇集，A股市场投资价值持续显现。今年以来，外资资管机构密集调研A股，寻找投资机会。Wind数据显示，截至3月25日记者发稿，年内外资机构密集调研349家A股公司，累计调研次数超500次，其中包括高盛、瑞银、花旗、摩根大通、野村证券、巴克莱银行等知名外资机构。值得注意的是，中东机构调研热情高涨。Wind数据显示，今年以来，沙特阿拉伯国家石油公司、阿

布扎比投资局、阿曼国家总储备基金等中东机构现身欣旺达、中控技术、晶科能源等上市公司的机构调研名单。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794543721558071782&wfr=spider&for=pc>

银行接入融资平台经营性债务查询权限，名单制管理再迈一步

一揽子化债举措陆续有序落地。第一财经记者了解到，近期，央行征信系统上线了融资平台经营性债务查询权限。有银行业人士表示，这一方面为商业银行“圈定”了受限新增债务的平台范围，也明确了鼓励参与经营性债务化解支持的主体，即名单内平台鼓励延期、降息等债务置换或重组支持，且风险自担，重点省份平台严控新增债务。这也意味着，在银行参与本轮地方债化解过程中，名单制管理从隐性债务拓展到经营性债务，据悉，此前名单内企业发债已多限于借新还旧。此次新上名单系统和对银行要求主要针对平台经营性债务，隐债查询仍在财政部系统，相关监管政策依然延续此前要求。此外，最近多地开始关停金交所，加上去年三季度理财直融工具新增业务被叫停，市场对地方债务化解的关注度不断上升。与此同时，符合条件的“统借统还”、贷款置换债券或非标债务的案例陆续增多，多家国有大行参与。有业内人士表示，地方化债控制增量、化解存量的原则一直很明确。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403273026479875.html>

四部门印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》

四部门印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》。《方案》提出，到2027年，我国通用航空装备供给能力、产业创新能力显著提升，现代化通用航空基础支撑体系基本建立，高效融合产业生态初步形成，通用航空公共服务装备体系基本完善，以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用。加速城市空中交通示范应用。适应未来城市空中交通需要，支持依托长三角、粤港澳等重点区域，以eVTOL为重点开展应用示范，支持举办相关赛事活动。支持一批SAM装备加快市场应用，鼓励探索构建立体交通低空航线网络，着力培育商务出行、空中摆渡、私人包机等载人空中交通新业态。

http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202403/28/t20240328_38951258.shtml

规模以上工业企业利润同比增速创新高

3月27日，国家统计局公布数据显示，1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%。1—2月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额3434.9亿元，同比增长0.5%；股份制企业实现利润总额6898.5亿元，增长5.3%；外商及港澳台投资企业实现利润总额2169.2亿元，增长31.2%；私营企业实现利润总额2465.4亿元，增长12.7%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794677099319366964&wfr=spider&for=pc>

外汇管理局：预计我国外债规模将继续保持稳定

我国外债风险总体可控。2023年末，我国外债负债率（外债余额与国内生产总值之比）为13.7%，债务率（外债余额与贸易出口收入之比）为69.7%，偿债率（外债还本付息额与贸易出口收入之比）为7.6%，短期外债与外汇储备的比例为42.1%。上述指标均在国际公认的安全线（分别为20%、100%、20%和100%）以内，我国外债风险总体可控。预计我国外债规模将继续保持稳定。展望2024年，中美货币政策周期错位有望得到改善，预计我国跨境资金流动将更趋平衡。我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变，随着我国经济回升向好的态势持续巩固增强，外债规模稳定的基础依然牢固。下一步，国家外汇局将继续推进跨境投融资便利化，助力做好“五篇大文章”，服务实体经济高质量发展。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403293029763550.html>

两协会倡议：压实煤炭保供责任，促进煤炭市场平稳运行

3月29日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书。其中提出，压实煤炭保供责任。煤炭企业要坚持把保障国家能源安全放在首位，发挥好煤炭兜底保障作用，严格落实煤炭保供工作要求，压实主体责任，强化履责担当，有序释放煤炭先进产能，推动煤炭稳产增产，提升煤炭供给弹性，全力保障我国煤炭安全可靠供应。

<https://www.163.com/dy/article/IUFHSP3Q0534A4SC.html>

青岛阶段性取消首套房商贷利率下限，4月1日起执行

3月29日，青岛市住房和城乡建设局、中国人民银行青岛市分行、国家金融监督管理总局青岛监管局联合发布《关于调整青岛市新发放首套住房个人住房贷款利率下限的通知》，自2024年4月1日起，青岛市阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。各金融机构应按照市场化、法治化原则，结合本机构经营情况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。本次调整适用于青岛市新发放首套住房商业性个人住房贷款，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限仍按现行规定执行。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794857915696328626&wfr=spider&or=pc>

中指研究院：1-3月TOP100房地产企业拿地总额2217亿元 同比增长14.9%

2024年1-3月，TOP100企业拿地总额2217亿元，同比增长14.9%，较1-2月同比增速有所下降。2月，北京、深圳等一线城市拍地，土地出让金额较高，抬高了拿地总额。3月，虽然部分一二线城市依旧有土地推出，但推地数量和质量均不如2月，加之当前房企拿地更加谨慎，导致1-3月房企拿地同比增速有所下降。从新增货值来看，华润置地、中建壹品和中国铁建位列前三。

恒大地产：截至2月末涉及未能清偿的到期债务累计约3203.05亿元

恒大地产集团有限公司3月29日发布关于涉及重大诉讼及未能清偿到期债务等重大事项的公告称，截至2024年2月末，发行人标的金额3000万元以上未决诉讼案件数量共计2,147件，标的金额总额累计约人民币5237.91亿元。截至2024年2月末，发行人涉及未能清偿的到期债务累计约人民币3203.05亿元；此外，截至2024年2月末，发行人逾期商票累计约人民币2041.25亿元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794861155881856315&wfr=spider&or=pc>

4 本周宏观环境分析：全球经济景气度有所放缓，国内稳健向好

在政策环境方面，外部政策环境正面，美联储降息预期仍存分歧，欧元区央行降息预期更为明晰，6月降息概率走高；国内政策环境积极正面，稳步推进大规模设备更新改造、以旧换新等稳增长政策执行落地；

在非政策环境方面，美国经济不确定性仍高，房屋销售放缓、批发库存回升，但消费者信心指数超预期回升；德国、法国等欧元区经济景气进一步边际放缓；日本经济持续修复预期有所减弱，整体全球经济环境有所弱化；国内经济稳健修复，1-2月规模以上工业企业利润增速超预期回升，房地产市场亦出现积极向好信号，整体较为积极。

图表 9：本周宏观环境变化

		环境分项	环比上月	分析
非政策环境	外部	贸易摩擦	利好	1. 美媒：对华贸易带给美国诸多好处，强行“脱钩”将是灾难；
		全球经济环境	负面	1. 美国房屋销售放缓、批发库存回升，而消费者信心指数超预期回升，经济不确定性仍高； 2. 德国、法国等欧洲经济景气边际放缓迹象更为明显； 3. 日本失业率小幅回升，产出增速不及预期，企业家乐观预期减弱。
	内部	宏观数据韧性	正面	1. 1-2月规模以上工业企业利润增速超预期，中下游行业利润占比提升； 2. 房地产融资协调机制持续推进、市场预期逐步趋稳，近期房地产市场边际回暖；
		人民币汇率	持平	1. 美元指数小幅回升，人民币小幅贬值；
政策环境	外部	全球货币环境	正面	1. 市场对美联储降息节奏仍存分化，美联储降息节奏尚不明朗，鲍威尔最近讲话表示“不急于降息”； 2. 欧元区央行6月降息预期概率走高；
	内部	中国政策方向	正面	1. 稳步推进大规模设备更新改造、以旧换新等稳增长政策执行落地；
		流动性	持平	1. 货币市场收益率小幅上升，债券市场收益率下行；

资料来源：中邮证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048