



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《鲍威尔最新表态带动美欧日央行的
异步走位》 - 2024.04.01

宏观研究

国内假期消费恢复正常，海外不确定性升高

● 核心观点

(1) 清明假期消费仍偏弱，内需有待持续修复。

清明假期居民出行需求旺盛，自驾游成为主要出行方式之一，这与春节假期出行方式特点较为一致。

从旅游消费情况来看，今年清明假期消费热度攀升，旅游人次显著增加，但日均消费水平相对仍弱，2024年清明假期人均花费为453.36元，较2019年同期增长仅为1.08%；2019年-2024年，清明假期人均花费年均复合增长率为0.21%。考虑通胀水平，2024年清明假期国内旅游实际收入较2019年仍差。从统计的五个省市来看，地区间消费恢复情况存在较为明显分化。从票房收入来看，今年清明节观影刷新影史新纪录。

从房地产市场来看，今年清明假期30大中城市商品房成交面积合计为20.90万平方米，较2023年同期（2023.4.4-2023.4.6）下降80.21%，较2019年清明假期（2019.4.5-2019.4.7）下降74.15%。考虑房地产投资对于稳增长的重要性，前期政策效果不及预期，或有望进一步出台优化政策。

(2) 3月非农数据超预期大增，失业率小幅回落，劳动力市场活跃度走高，以及工资（平均时薪）环比上升，显示美国劳动力市场对紧张问题仍较为突出，工资通胀螺旋压力仍在。向后看，服务业景气度边际放缓，或不会成为新增非农就业人数高速增长的持续动力，但房地产市场保持高韧性，建筑业新增非农就业人数有望延续增长，或将成为新增非农就业增长的重要支撑，美国劳动力市场仍相对紧张。从美联储两大任务目标就业和通胀来看，通胀仍将成为当前货币政策操作的关键制约因素。

2月核心PCE持平前值，美国降通胀之路再增崎岖，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。基于通胀的数据依赖模式，短期美联储降息或将有所延后，本周美联储官员表态亦“偏鹰”，如美联储主席鲍威尔、美联储梅斯特、美联储巴尔金、美联储洛根、美联储戴利等均表示当前通胀水平高于预期，需要谨慎对待降息，年内晚些时候降息是合适的，美联储卡什卡利甚至表示今年或许不需要降息。在对通胀持续降到2%的信心增强之前，不会降低政策利率。但商业地产领域潜在风险走高，债务“灰犀牛”或正在发酵，仍值得关注，降息必要性仍在，如美联储主席鲍威尔表示大部分美联储官员都认为“在今年某个时间开始降息可能是合适的”。

预期一：美联储降息晚于欧洲央行，欧洲央行6月降息。美国经济总量韧性较强，通胀仍存在反复风险，短期降息预期下降，但年内降息预期仍在。欧美错位降息，年内美联储降息仍在，或仍会支撑大宗商品价格。此情况，短期美元指数或将持续走高，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动，国际资本流入美国，进一步推升美国资产价格走高。美联储降息后，美元指数或将小幅回落，但考虑美元与其他主要经济体息差仍大，美国资本流动或会相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期二：美欧央行降息，日本央行再次加息。欧美等错位降息，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) 资产价格与经济基本面相背离的矛盾走势，或指向美国经济总量韧性与结构风险并存。

以大宗商品价格、美元、美股、美债走势反观经济，当前原油、黄金价格上涨，美股走高，债券收益率上升，美元指数走强，与美林时钟基本逻辑不相符，资产价格走势与经济基本面有所背离。美联储降息预期亦不足以完全解释以上现象。以史为鉴，资产价格与经济基本面相背离的矛盾走势，或指向经济总量韧性与结构风险并存。2005年11月-2006年6月资产价格亦呈现相似走势，彼时美国经济总量韧性仍在，但房地产领域的结构性风险已经滋生，虽提升了经济的脆弱性，因其风险被平均值掩盖，并未引起市场一致关注，进而导致市场对资产风险-收益的预期出现较大分歧，出现了资产价格与经济基本面背离的矛盾走势。

反观当前美国经济，目前美国不存在居民住宅债务通缩风险，住宅市场风险基本可控，但值得关注的是美国商业地产贷款风险低位回升，商业地产领域债务通缩风险有显露迹象，若商业地产基本面仍不能明显好转，叠加高利率环境持续，金融机构潜在风险较高，需密切关注。

短期来看，美股、黄金等资产价格不确定走高，需谨慎对待。一方面，1月美国国际资本净流出，由正转负，资本亦从美股流出，或对美股持续上涨产生制约。与此同时，黄金价格仍呈现上涨态势，背后逻辑或从做多美股，同时做多黄金以对冲风险向配置黄金规避美股市场风险转变。鉴于当前美国月度资本流入放缓，短期需谨慎对待美股和黄金价格持续上涨。另一方面，由于美国国际资本流动数据滞后2个月，时效性相对较弱，仅凭此数据分析，可能忽视当前结构性变化。美联储延后降息预期走高，美联储官员态度亦明显“偏鹰”，或对市场产生一定结构性影响。若欧元区领先美联储降息的预期兑现，短期美元资产相对非美元收益率仍具有吸引力，或仍将吸引国际资本流入美国，对美股上涨形成支撑，同时基于对冲风险考虑，黄金价格亦或会受到支撑。总体来看，我们短期更倾向于后者。但仅以4月的

短期情形考察，近期美股与黄金的同向走高难有重大经济性事件支撑，可重点关注地缘政治恶化的风险。

(4) 本周宏观环境：美国经济韧性超预期，国内稳健向好。

在政策环境方面，外部政策环境负面，美联储降息预期有所走弱，欧洲央行6月降息预期更为明确；国内政策环境积极正面，汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定，贯彻落实促消费政策，10余个城市或地区已率先启动房产“以旧换新”相关政策。

在非政策环境方面，美国经济总量表现韧性仍强，3月ISM制造业PMI超预期回升、非农就业超预期大增，就业市场相对紧张问题仍较为突出，日本经济稳健修复，欧元区经济边际放缓；国内经济稳健修复，3月PMI超预期回升。

● 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.....	8
2 清明假期消费仍偏弱，内需有待持续修复	8
2.1 清明假期居民出行需求旺盛，自驾游成为主要出行方式之一.....	8
2.2 消费有待持续修复，地区间存在较为明显分化	9
2.3 2024 年清明节观影人次刷新影史纪录.....	10
2.4 清明节 30 大中城市楼市成交较为低迷	11
3 美国劳动力市场相对紧张，工资通胀螺旋压力仍在.....	12
3.1 美国劳动力市场需求仍强劲	12
3.2 就业市场相对紧张问题较为突出，工资通胀螺旋压力仍在.....	13
3.3 展望：美国经济总量韧性与结构风险并存，美联储面临通胀和风险的权衡	16
4 国内外宏观热点.....	23
4.1 海外宏观热点.....	23
4.2 国内宏观热点.....	35
5 本周宏观环境分析：美国经济韧性超预期，国内稳健向好.....	40
风险提示	41

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	8
图表 2: 清明假期开始前后人员出行情况.....	9
图表 3: 清明假期出行方式.....	9
图表 4: 部分省市清明假期旅游数据.....	10
图表 5: 当日电影票房（七天移动平均）.....	11
图表 6: 当日观影人次（七天移动平均）.....	11
图表 7: 30 大中城市商品房成交面积.....	11
图表 8: 30 大中城市商品房成交面积：一线城市.....	11
图表 9: 30 大中城市商品房成交面积：二线城市.....	12
图表 10: 30 大中城市商品房成交面积：三线城市.....	12
图表 11: 美国非农就业情况（千人）.....	13
图表 12: 美国非农就业情况（千人）.....	13
图表 13: 美国服务业细分行业新增就业情况（千人）.....	13
图表 14: 美国商品生产细分行业新增就业情况（千人）.....	13
图表 15: 美国失业率（%）.....	14
图表 16: 美国分行业失业率（%）.....	14
图表 17: 美国服务业景气度边际走弱（%）.....	16
图表 18: 美国制造业景气度边际回升（%）.....	16
图表 19: 美国个人支出同比增速情况（%）.....	16
图表 20: 美国房价同比增速（%）.....	16
图表 21: 黄金、原油和美元指数走势.....	19
图表 22: 国债收益率与美元指数走势（%）.....	19
图表 23: 2010-2023 年美国房价快速上涨.....	20
图表 24: 再融资市场明显降温.....	20
图表 25: 美国房屋空置率波动不大（%）.....	20
图表 26: 美国次级和次优级贷款占比维持低位（%）.....	20
图表 27: 美国居民抵押贷款拓展和拖欠率处于历史较低水平（%）.....	20
图表 28: 美国居民丧失住房赎回权案例数量处于历史较低水平（件、%）.....	20
图表 29: 美债收益率期限利差走平（%）.....	21
图表 30: 市场预期风险触底回升.....	21
图表 31: 商业房地产贷款在银行信贷中占比.....	22
图表 32: 商业地产贷款拖欠和违约率低位走高（%）.....	22
图表 33: 美国商业地产信贷需求的净百分比（%）.....	22
图表 34: 商业地产撇账率走高（%）.....	22
图表 35: 美国月度国际资本流动情况：按项目划分.....	23

图表 36: 本周宏观环境变化..... 41

1 大类资产表现

4月第1周(4.1-4.5)，货币市场较为明显下行；债券市场收益率出现分化，美国债券市场收益率较为明显上升，国内短端收益率回落，长端收益率小幅回升；国内外权益市场分化，国内股票市场收益率小幅回升，国外股票市场呈现普跌态势；大宗商品价格基本呈现上涨，大豆和玉米价格小幅回落；外汇市场方面，美元指数小幅回落，人民币小幅贬值。

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(4.1-4.5)
货币市场 (bp)	DR007	%	-3.73	-10.39	4.77	-9.35	-19.8
	同业存单(股份制银行) 到期收益率:6M	%	-4.26	-15.25	-8.85	-28.36	-9.03
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.96	-32.9	-1.26
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-27.35	-27.35	0.25
	美国:国债收益率:2年	%	4	37	-5	42	6
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	-5	43	11
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	1.80%	3.17%	0.92%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	2.30%	0.21%	1.53%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	0.62%	-2.69%	1.22%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-5.57%	-11.18%	-0.78%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-0.80%	-1.90%	1.10%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	1.79%	8.24%	-0.80%
	标普500	点	1.59%	5.17%	3.10%	9.11%	-0.95%
	日经225	点	8.43%	7.94%	3.07%	16.52%	-3.41%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	2.50%	11.08%	-2.26%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	-0.37%	0.19%	-0.03%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	3.95%	2.22%	-1.18%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	3.51%	6.87%	-1.76%
伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	4.23%	2.30%	-0.52%	
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	9.35%	12.37%	4.20%
	COMEX白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	9.44%	14.83%	10.07%
	LME铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	4.05%	8.52%	5.37%
	LME铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	4.95%	2.38%	5.33%
	LME锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	0.38%	-2.01%	8.22%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	4.62%	18.34%	4.22%
	WTI原油	美元/桶	5.86%	3.18%	6.27%	21.30%	4.50%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	5.79%	-8.13%	-0.40%
CBOT玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	6.12%	-7.86%	-1.92%	
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	0.36%	2.88%	-0.20%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	0.42%	2.02%	0.17%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 清明假期消费仍偏弱，内需有待持续修复

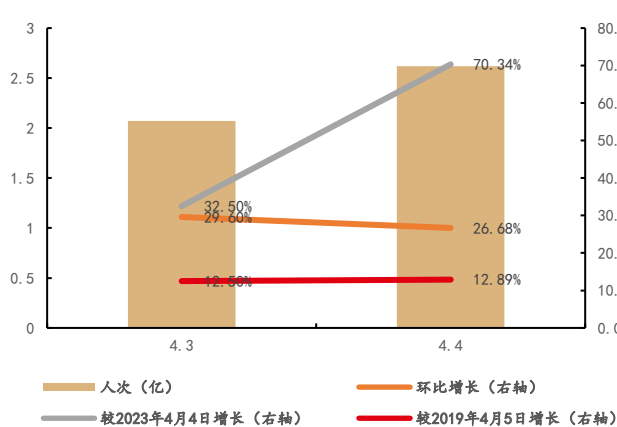
2.1 清明假期居民出行需求旺盛，自驾游成为主要出行方式之一

清明假期居民出行需求旺盛。交通运输部消息，今年清明假期（4月4日至6日），预计全社会跨区域人员流动量7.53亿人次，日均2.51亿人次，比2023年同期日均增长56.1%，比2019年同期日均增长20.9%。与春节相比，清明假期日均出行人次是春节假期的91.94%。

分结构看，自驾游热度上升。4月4日（清明假期首日），高速公路及普通国道非营业性小客车人员出行量2.05万人次，环比增长30.5%，比2023年增长72.5%，比2019年增长22.6%。这与春节出行特点保持一致。

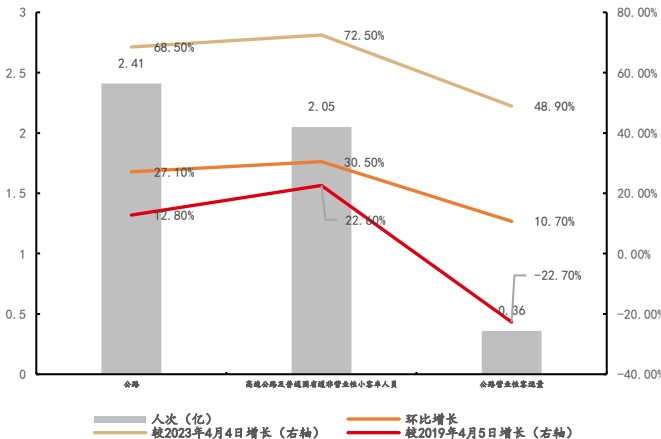
营业性客运中，铁路、民航较2019年实现正增长，水路较2019年大幅缩减。清明假期，民航、铁路分别较2019年同期日均增长1.7%、20.7%，水路较2019年同期日均增长-50.2%。

图表2：清明假期开始前人员出行情况



资料来源：新华每日电讯，中邮证券研究所

图表3：清明假期出行方式



资料来源：新华每日电讯，中邮证券研究所

2.2 消费有待持续修复，地区间存在较为明显分化

清明假期消费热度攀升，旅游人次较为明显增加，但日均消费水平相对仍弱，消费有待持续修复。清明假期3天，全国国内旅游出游1.19亿人次，按可比口径较2019年同期增长11.5%；国内游客出游花费539.5亿元，较2019年同期增长12.7%。从人均花费来看，2024年清明假期人均花费为453.36元，较2019年同期增长仅为1.08%；2019年-2024年，清明假期人均花费年均复合增长率为0.21%。考虑通胀因素，2024年清明假期国内旅游实际收入较2019年仍差。

地方层面，我们统计了北京、秦皇岛、河南、广东、福建5个省市清明假期旅游收入、旅游人次及人均旅游收入情况，各地区消费修复存在较为明显分化。北京、秦皇岛、河南、广东4省市旅游收入、旅游人次较去年及2019年同期均

有明显增长，福建旅游尚未恢复至 2019 年水平。从人均旅游收入来看，秦皇岛和河南虽然旅游人次和旅游收入较 2019 年有所增长，但人均旅游收入仍未恢复至 2019 年水平，分别较 2019 年同期增长-2.11%和-4.9%，指向两省市消费水平有所下降；北京地区人均旅游收入较 2019 年同期微涨 0.09%，考虑通胀水平，实际人均旅游收入仍弱；广东和福建则表现相对较好，人均旅游收入较 2019 年同期分别增长 18.6%和 14.76%，两省市消费恢复相对较好。

图表4：部分省市清明假期旅游数据

	北京	秦皇岛	河南	广东	福建
人次（万）	903	70.01	1906.9	1982.8	441.88
较 2019 年同期增长	8.50%	30.56%	32.70%	10.20%	-15.30%
旅游收入（亿元）	105	6.01	112.5	99.2	40.28
较 2019 年同期增长	8.60%	27.80%	26.20%	30.70%	-2.80%
人均旅游收入（元）	1162.79	858.45	589.96	500.30	911.56
较 2019 年同期增长	0.09%	-2.11%	-4.90%	18.60%	14.76%

资料来源：深圳新闻网、澎湃新闻、新浪财经、中邮证券研究所

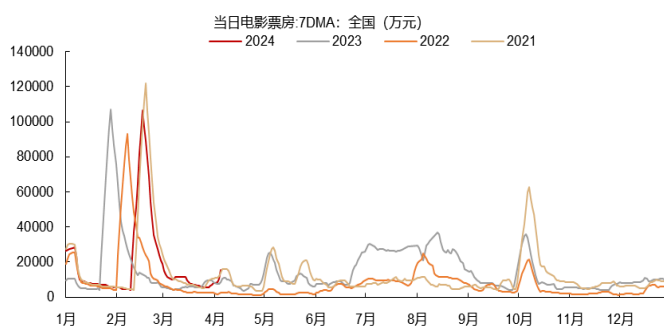
特色小众旅游地“出圈”，清明假期三四线城市旅游迎爆发性增长。

通信大数据平台通过对网络热点话题和出游人群分析发现，“新兴旅游目的地”成为这个清明假期的新热点。大数据通过对各地游客增幅的分析发现，清明假期游客量涨幅超过 50% 的目的地城市分别为泰安、淄博、天水、开封、景德镇。其中，因麻辣烫爆火的甘肃天水 and 因烧烤走红的山东淄博都是被美食带火的旅游城市，甘肃天水旅游市场的爆火也带动了甘肃全省的旅游经济。从机票、住宿等预订数据来看，在这个清明假期，三四线城市旅游迎来爆发性增长，每个地方都各显其能、各具特色。

2.3 2024 年清明节观影人次刷新影史纪录

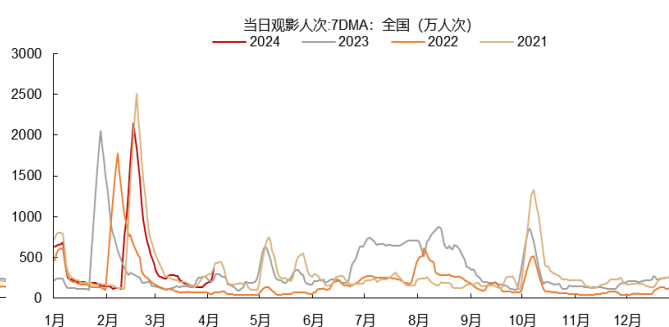
今年清明档刷新中国影史清明档票房最高纪录。据灯塔专业版，截至 4 月 6 日 21 时，2024 年清明档（4 月 4 日—4 月 6 日）总票房 8.34 亿，已成功超越 2021 年 8.22 亿元，较 2019 年增长了 19.48%。从人均票房来看，以 4 月 4 日和 4 月 5 日两天数据计算，2024 年人均电影票价为 39.87 元，较 2019 年清明假期人均电影票价高 13.53%。

图表5：当日电影票房（七天移动平均）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：当日观影人次（七天移动平均）

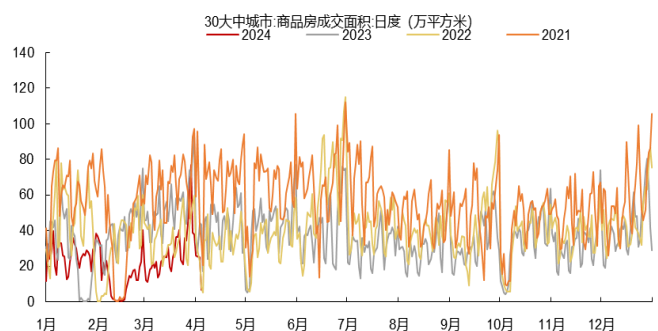


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.4 清明节 30 大中城市楼市成交较为低迷

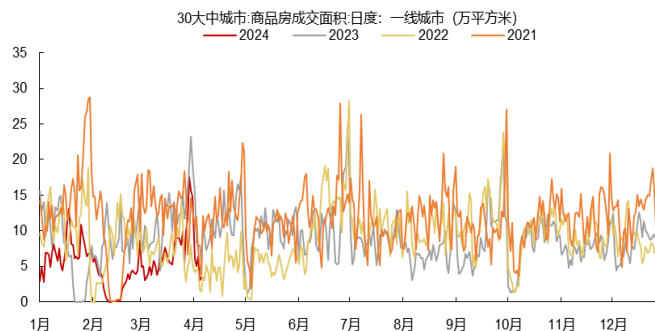
今年清明假期 30 大中城市商品房成交面积合计为 20.90 万平方米，较 2023 年同期（2023.4.4-2023.4.6）下降 80.21%，较 2019 年清明假期（2019.4.5-2019.4.7）下降 74.15%。其中，一线城市商品房成交面积合计为 9.16 万平方米，较 2023 年同期（2023.4.4-2023.4.6）下降 62.04%，较 2019 年清明假期（2019.4.5-2019.4.7）下降 25.04%；二线城市商品房成交面积合计为 7.3 万平方米，较 2023 年同期（2023.4.4-2023.4.6）下降 88.42%，较 2019 年清明假期（2019.4.5-2019.4.7）下降 79.07%；三线城市商品房成交面积合计为 4.43 万平方米，较 2023 年同期（2023.4.4-2023.4.6）下降 75.94%，较 2019 年清明假期（2019.4.5-2019.4.7）下降 86.88%。

图表7：30 大中城市商品房成交面积

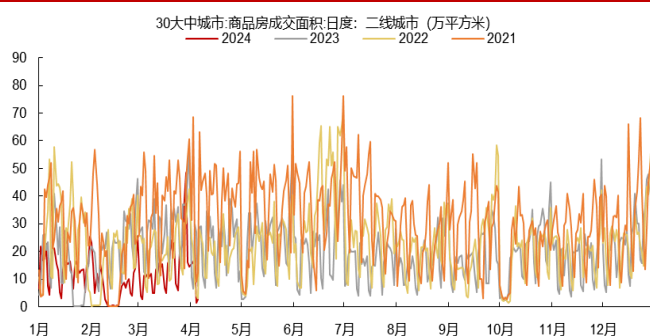


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

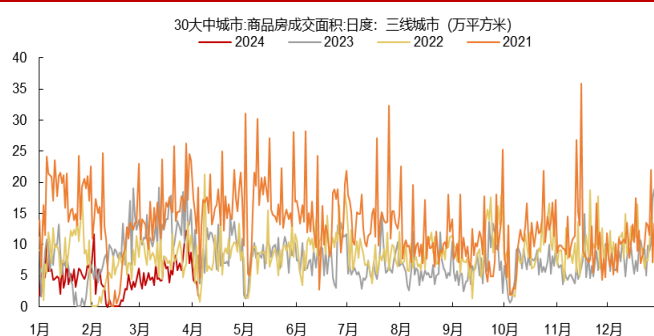
图表8：30 大中城市商品房成交面积：一线城市



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：30大中城市商品房成交面积：二线城市


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：30大中城市商品房成交面积：三线城市


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 美国劳动力市场相对紧张，工资通胀螺旋压力仍在

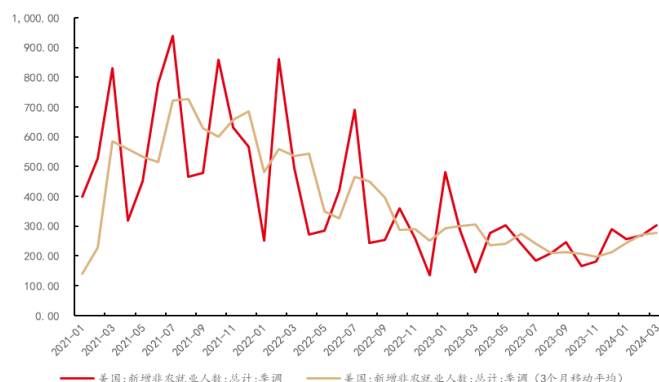
3.1 美国劳动力市场需求仍强劲

美国3月季调后非农就业人口新增30.3万，较市场预期高10.3万，连续两个月大幅超预期，较前值（下修）高3.3万，反映了劳动力市场需求相对强劲。

从非农就业结构来看，服务业仍是主要贡献项，但占比有所下降，其中，新增就业主要集中于医疗保健和社会救助与休闲和酒店业行业；商品生产占比有所提升，建筑业是主要贡献项；政府部门就业相对稳定。服务业新增非农就业19万人，持平前值，在新增非农就业人数中占比62.71%，较前值回落7.66pct。从细分行业来看，医疗保健和社会救助（8.13万人）和休闲和酒店业（4.9万人）是主要贡献，集中度有所上升，占服务业新增非农就业人数的68.58%，较前值上升1pct。此外，零售业（1.76万人）亦是重要贡献，占比9.26%，较前值回落2.84pct。医疗保健和社会救助领域就业仍相对紧张，这与PEC的医疗服务价格走高相吻合。从商品生产来看，建筑业是主要贡献，新增非农就业人数3.9万人，环比增加1.3万人；制造业新增非农就业人数0人；环比增加1万人。

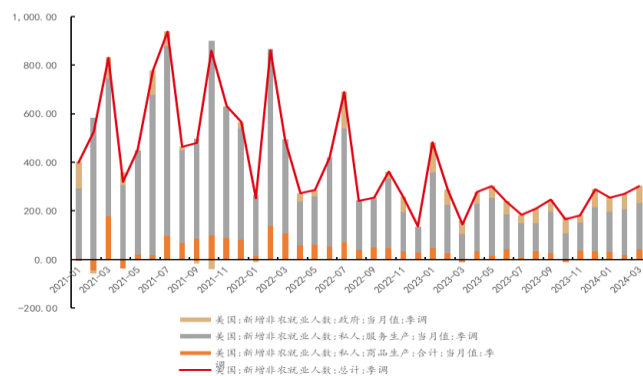
从环比增加值来看，商品生产是主要贡献项，并且新增就业集中于建筑业细分领域，服务业持平前值。3月新增非农就业人数30.3万人，较前值增加3.3万人。其中，商品生产新增非农就业人数4.2万人，较前值增加2.5人，在环比变动中占比75.76%，其中，建筑业较前值增加就业1.3万人，是主要贡献项。服务业新增非农就业人数持平前值；政府部门新增就业人数较前值增加0.8万人。

图表11：美国非农就业情况（千人）



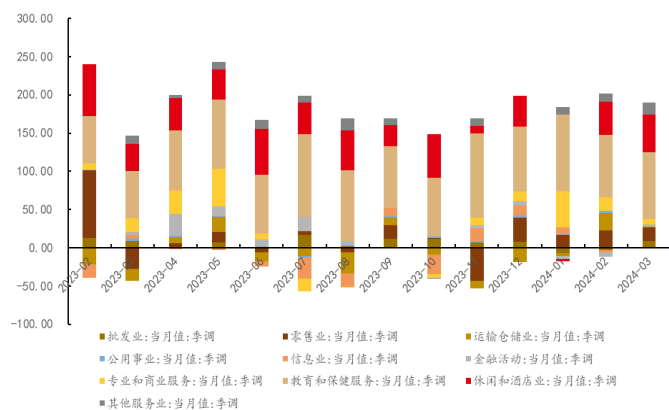
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：美国非农就业情况（千人）



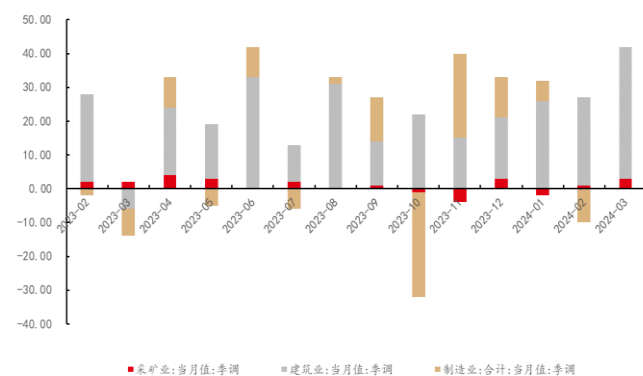
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表13：美国服务业细分行业新增就业情况（千人）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表14：美国商品生产细分行业新增就业情况（千人）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3.2 就业市场相对紧张问题较为突出，工资通胀螺旋压力仍在

3月非农就业人数再次超预期增长，劳动参与率和每周工作时长环比小幅提升，失业率小幅回落，指向就业市场相对紧张问题仍较为突出，工资（时薪）环比有所回升。

(1) 失业率小幅回落

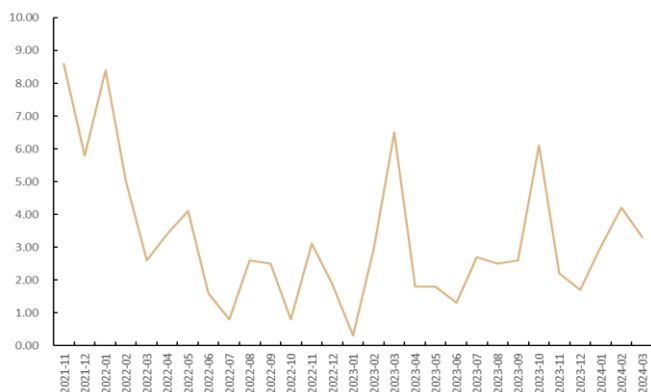
美国失业率小幅回落，好于季节性表现。3月美国失业率环比小幅回落，较预期低0.1pct，较前值回落0.1pct。从季节性来看，3月失业率较2015-2019年5年历史均值4.52%低0.72pct。

分行业看美国失业率，在商品生产方面，随着季节性因素减弱，采矿业和建筑业失业率明显回落，3月失业率分别为3.3%和5.4%，较前值分别回落0.9pct

和 1.6pct;制造业失业率 3%，持平前值。在服务业方面，批发零售贸易业、教育和医疗服务业失业率环比有所上升，其他细分行业失业率环比均环比回落。批发零售贸易业、教育和医疗服务业失业率分别为 4.8%和 2.3%，较前值均回升 0.1pct。

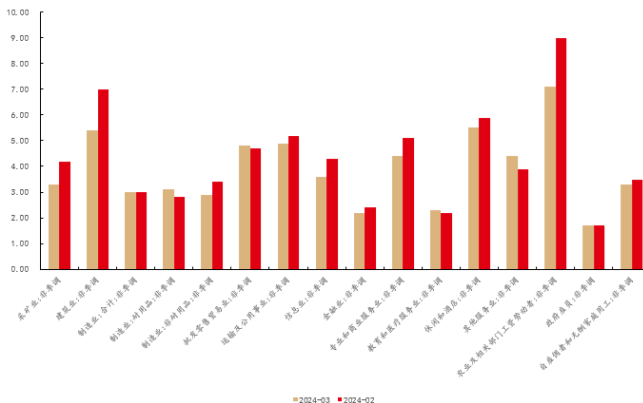
此外，劳动力市场活跃度提高，劳动参与率和每周工作时长均有所增加。3 月美国劳动参与率为 62.7%，较预期高 0.2pct，较前值高 0.2pct，劳动力市场活跃程度有所提高，同时 3 月平均每周工时 34.4 小时，较预期高 0.1 小时，较前值高 0.1 小时。

图表15：美国失业率 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表16：美国分行业失业率 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 就业市场相对紧张，推升时薪环比小幅回升

美国工资增速仍具有韧性，边际小幅回升，好于季节性表现。美国 3 月平均每小时工资环比增速 0.3%，较前值小幅上涨 0.1pct，持平预期值，环比增速持平 2015-2019 年五年均值水平 0.3%。平均每小时工资同比升 4.1%，较前值回落 0.2pct，持平预期。在劳动力市场相对紧张问题再次凸显后，工资有所抬升。

新增非农就业人数主要集中在采矿业、医疗保健和社会救助与休闲、酒店业以及零售业等，这四个细分行业的平均每小时工资环比增速分别为-0.61%、-0.03%、0.5%和 0.08%，较前值环比变动分别为-1.22pct、-0.21pct、-0.05pct、-0.29pct，平均时薪环比边际放缓，呈现为就业增加而平均时薪边际放缓特征，结合近期挑战者企业裁员数据创 2023 年新高来看，一种较为合理解释是就业市场逐渐饱和，工资边际放缓。如零售行业 3 月挑战者企业裁员人数 0.54 万人，环比增长 0.4 万人，同期零售业新增非农就业人数 1.76 万人；娱乐和休闲 3 月挑战者企业裁员人数 0.3 万人，同期新增非农就业人数 4.9 万人。

值得注意的是，3月新增非农就业人数创阶段性新高，同时3月挑战者企业裁员亦创2023年以来新高。从结构来看，采矿业、医疗保健和社会救助与休闲、酒店业行业以及零售业等是新增非农就业的主要贡献项，其特点是对人力资本要求相对较低。3月挑战者企业裁员主要是政府部门裁员，3月当月挑战者企业共裁员9.03万人，其中政府部门裁员3.6万人，占比达到39.87%，创近年来新高。考虑2021-2023年美国自然人口生长增速从疫情前约0.3%回落至0.1%，因此，应是移民潮为美国补充了更多中低收入就业供给。根据Census Bureau数据，2019-2023年，没有大学学历的移民就业人数从1664万人上升至1835万人，且非本国出身且非美国公民的人口中，从事建筑、健康保健和社会救助、休闲酒店和食品服务、零售的占比达到49%。这与当前美国新增非农就业结构较为吻合。

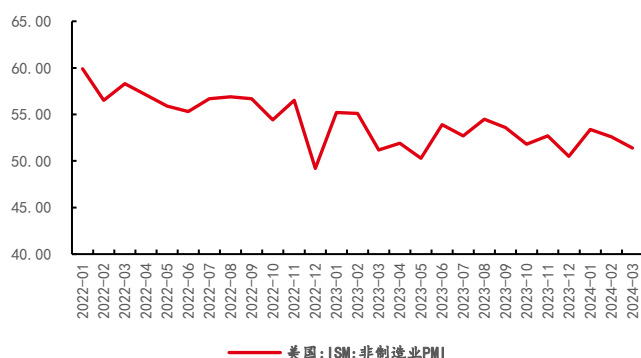
美国移民对于缓解美国就业市场相对紧张问题仍十分重要。美国需要精准调节移民政策，以达到维持经济增长，并压低通胀的目标。因为若短期美国收紧移民政策，或导致就业市场进一步收紧，劳动生产力不足，可能导致经济增长受阻，并推高服务业工资水平，进而推高通胀的风险，即导致经济出现滞胀风险；若短期美国移民政策宽松，移民快速增长，则可能导致服务业工资意外超预期下降，进而直接影响居民消费支出。从目前数据来看，因疫情原因，2020年美国移民大幅回落至67.56万人，较2019年下降41.68%，但目前逐步回升，2023年恢复至99.97万人，仍低于2019年水平。仅从目前数据来看，美国移民政策保持平稳，未呈现收紧迹象。随着美国总统大选临近，民主党的主张是否会妥协，进而冲击美国就业市场，仍是需要重点关注的政策动向，因此当前就给出美国经济软着陆的预期，还为时尚早。

(3) 往后看：服务业增长有所放缓，建筑业或将成为重要支撑

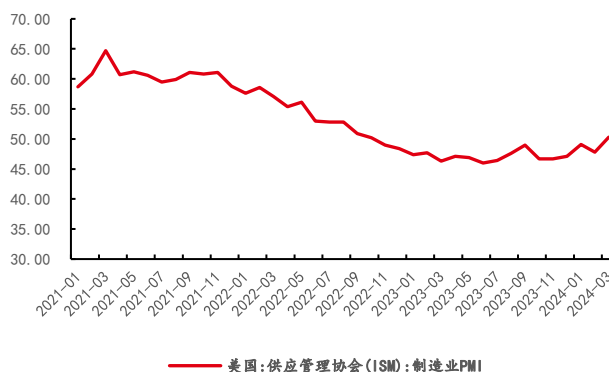
美国服务业景气度边际回落，或制约新增非农就业人数增长。3月美国非制造业PMI 51.4%，仍处于荣枯线之上，但是连续两个月边际放缓，较前值回落0.8pct。服务业新增非农就业是美国新增非农的主要贡献项，服务业景气度边际回落，或将拖累美国非农就业持续高增。2月非制造业景气度回落，3月服务业新增非农就业人数占比有所回落。3月景气度再次边际回落，或制约4月服务业新增非农就业人数增长。

制造业景气度边际回升，特别是房地产市场保持高韧性，或拉动商品生产非农就业人数回升。3月制造业PMI 50.3%，边际回升2.5pct，重回荣枯线以上，制造业景气度回升，或拉动商品生产非农就业人数回升。但结合美国个人收支来看，当前美国个人储蓄率较低，美国个人支出整体有所放缓，或对经济产生一定影响，但房地产市场保持较强韧性，或仍是商品生产领域非农就业走高的重要支撑。1月美国标准普尔/CS房价指数（未季调）同比增长6.03%，较前值回升0.45pct，且根据房地产网站Zillow一份报告，目前有550个城市的典型房屋价值超过七位数，这是有记录以来所谓“百万美元城市”数量最多的一次。

图表17：美国服务业景气度边际走弱（%）



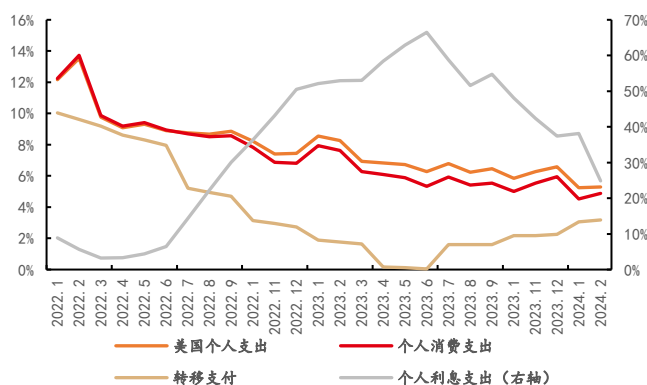
图表18：美国制造业景气度边际回升（%）



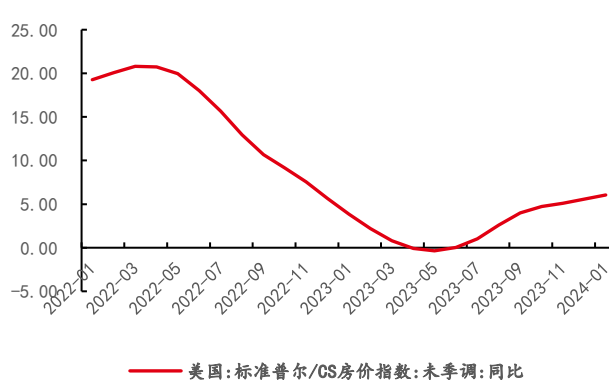
资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表19：美国个人支出同比增速情况（%）



图表20：美国房价同比增速（%）



资料来源：BEA，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.3 展望：美国经济总量韧性与结构风险并存，美联储面临通胀和风险的权衡

(1) 美联储政策：降息或延后，年内降息必要性仍在

3月非农数据超预期大增，失业率小幅回落，劳动力市场活跃度走高，以及工资（平均时薪）环比上升，显示美国劳动力市场相对紧张问题仍为突出。从美联储两大任务目标就业和通胀来看，通胀仍将成为当前货币政策操作的关键制约因素。2月核心PCE持平前值，美国降通胀之路再增崎岖，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。基于通胀的数据依赖模式，短期美联储降息或将有所延后，本周美联储官员表态亦“偏鹰”，如美联储主席鲍威尔、美联储梅斯特、美联储巴尔金、美联储洛根、美联储戴利等均表示当前通胀水平高于预期，需要谨慎对待降息，年内晚些时候降息是合适的，美联储卡什卡利甚至表示今年或许不需要降息。但商业地产领域潜在风险走高，债务“灰犀牛”或正在发酵，仍值得关注，降息必要性仍在（详见报告《通胀与风险，美联储的两难决策》），如美联储主席鲍威尔表示大部分美联储官员都认为“在今年某个时间开始降息可能是合适的”。

预期一：美联储降息晚于欧洲央行，欧洲央行6月降息。美国经济总量韧性较强，通胀仍存在反复风险，短期降息预期下降，但年内降息预期仍在。欧元区经济边际放缓，6月降息预期走高，欧洲央行官员亦表态核心情景预计将在6月首次降息。欧美错位降息，年内美联储降息仍在，或仍会支撑大宗商品价格。此情况，短期美元指数或将继续走高，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动，国际资本流入美国，进一步推升美国资产价格走高。美联储降息后，美元指数或将小幅回落，但考虑美元与其他主要经济体息差仍大，美国资本流动或会相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

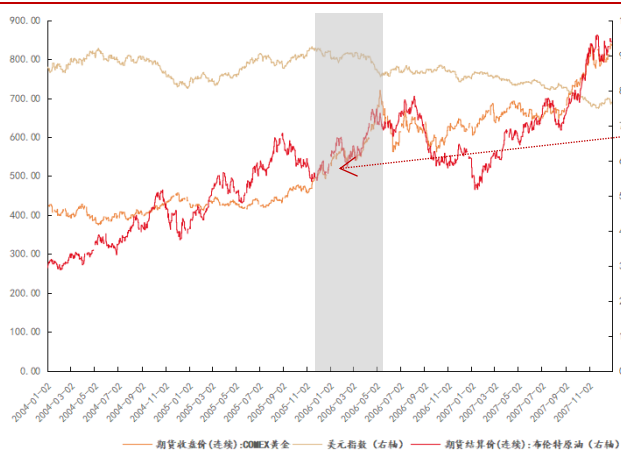
预期二：美欧央行降息，日本央行再次加息。欧美等错位降息，全球流动性环境将进入宽松格局，同时日本央行加息，虽然日本与欧元区、美国利差较大，但考虑日元资产在全球资本市场的相对吸引力，或导致国际资本从其他发达国家回流至日本，日元升值可能平抑欧美降息的效应，从而间接抑制全球通胀水平。

(2) 资产价格与经济基本面相背离的矛盾走势，或指向经济总量韧性与结构风险并存

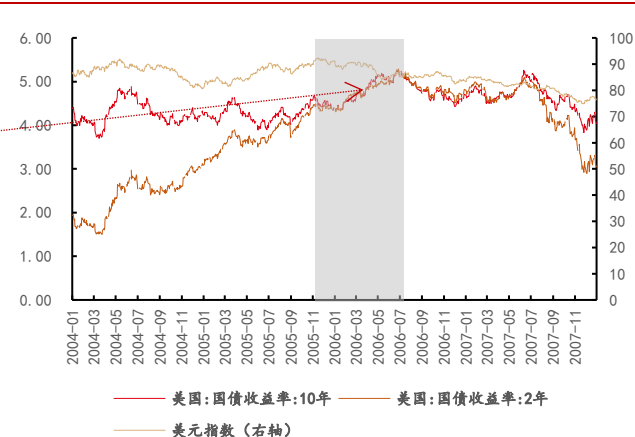
以大宗商品价格、美元、美债走势反观经济，当前原油、黄金价格上涨，债券收益率上升，美元指数走强，与美林时钟基本逻辑不相符，资产价格走势与经

济基本面有所背离。按照美林时钟理论，经济复苏阶段对应股市趋势向好，同时央行货币政策保持不动，美债收益率上行，原油价格上涨、黄金价格略偏下行；过热阶段则是股市延续走牛的同时，美联储快速加息，美债收益率、原油价格持续上行，美元走强，黄金下跌；进入衰退阶段后，则对应股市、原油价格、美债收益率下行，而黄金价格上涨。目前美国经济总量韧性仍在，就业市场强劲，通胀高于政策目标水平，指向经济过热，加息抑制通胀，原油价格走高、股市走牛、美债收益率上行、美元指数走强，这与经济基本面相符，但黄金价格走高，则与之不符。一种典型的解释是市场 price in 美元降息，推升原油、黄金价格走高，与之相对应，则应是美债收益率下行、美元指数走低，但现实是资产价格走势出现割裂，美债收益率上行、美元指数走强，这一解释无法准确解释当前现象。

以史为鉴，资产价格与经济基本面背离的矛盾走势，或指向经济总量韧性与结构性风险并存，需谨防潜在风险，如 2005 年 11 月-2006 年 6 月走出相似情形。两者背景相似，均是始于宽松货币政策，债务推升经济增长，市场流动性充裕、市场风险预期持续回落，长短端利率倒挂，信贷支撑了房价快速上涨，金融机构加杠杆在利差极低的环境中博取收益。同时，为应对居高不下的通胀水平，美联储开启快速大幅加息。2005 年 11 月-2006 年 6 月，美国经济总量韧性仍在，但房地产领域的结构性风险已经滋生，虽提升了经济的脆弱性，因其风险被平均值掩盖，并未引起市场一致关注，进而导致市场对资产风险-收益的预期出现较大分歧，出现了资产价格与经济基本面背离的矛盾走势，如部分对经济乐观的投资者仍继续追求原油、股市超额收益，而部分意识到结构风险的投资者开始增加避险资产配置，或推升黄金价格走高。2007 年初，美国次贷危机开始暴露。以史为鉴，或指向当前美国经济存在总量韧性与结构性风险并存的情况。

图表21：黄金、原油和美元指数走势


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

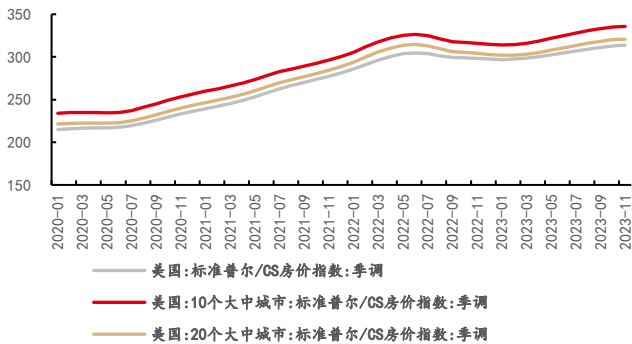
图表22：国债收益率与美元指数走势（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

反观当前美国经济，目前美国不存在居民住宅债务通缩风险，住宅市场风险基本可控。受益于2020年无限量化宽松，当前美国房地产市场保持高景气度，房价持续走高，从2020年初至2023年末上涨了46.26%，基本持平2004-2006年涨幅。2022年美联储开启加息周期，美国再融资明显降温，增加美国居民债务压力，在一定程度上抑制住房需求，2022年6月-2023年3月，房地产价格亦出现回落。恰逢此时，商业银行危机爆发，这一表现与2004-2007年时期较为一致。

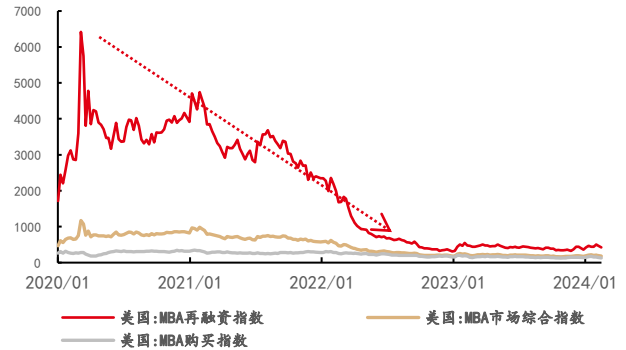
但与2008年次贷危机对比，当前美国住房市场并未失衡，住房自有率适中（65.7%），空置率处在低位（10.11%），房屋供给未过剩；金融机构贷款标准并未下降，按揭贷款人信用水平相对较优，次级贷款和次优级贷款占比不高，占比在2%左右，处于历史较低水平，以上均优于2008年次贷危机时期指标数据；居民端债务压力并不大，美国居民家庭债务占家庭收入比例虽有小幅回升至85%左右水平，但是整体可控，居民丧失住房赎回权案例、抵押贷款违约和拖欠率并未显著上升，处于历史较低水平。综上，短期内居民住房债务通缩风险基本可控，市场风险仅当前看小于2008年次贷危机。

图表23：2010-2023年美国房价快速上涨



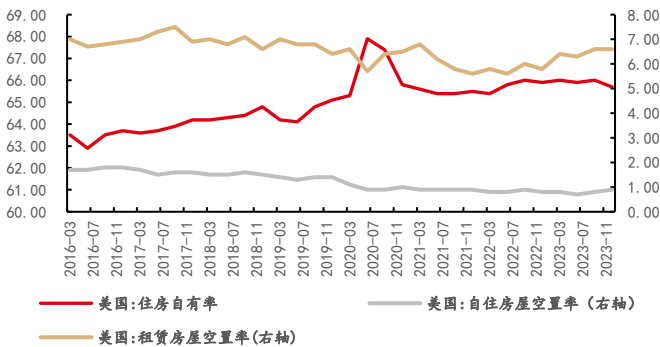
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表24：再融资市场明显降温



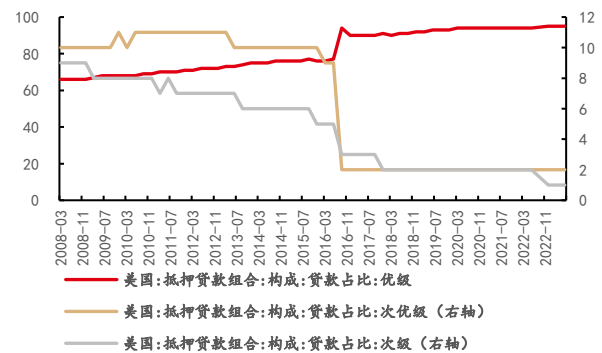
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表25：美国房屋空置率波动不大 (%)



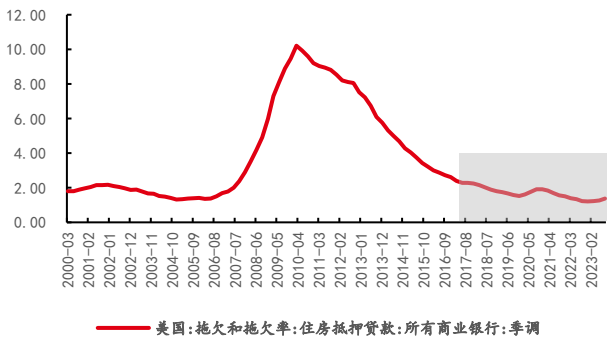
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表26：美国次级和次优级贷款占比维持低位 (%)



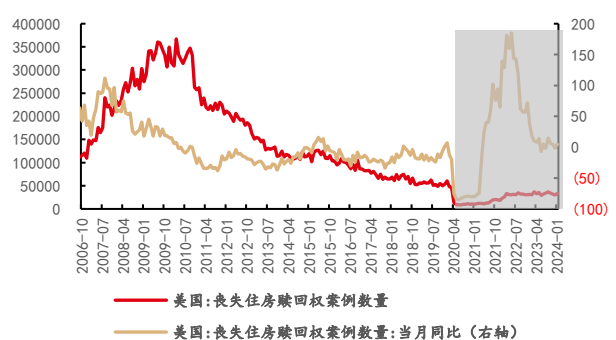
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表27：美国居民抵押贷款拓展和拖欠率处于历史较低水平 (%)

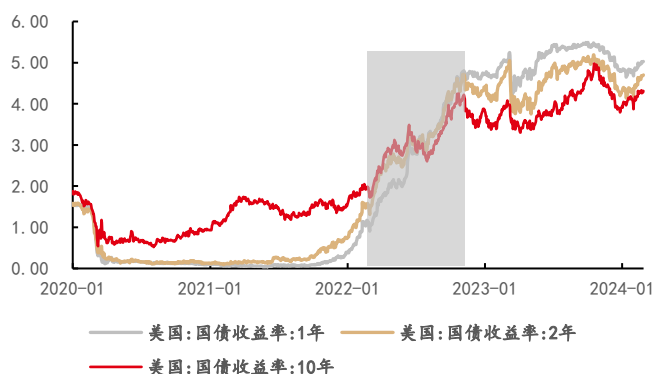


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

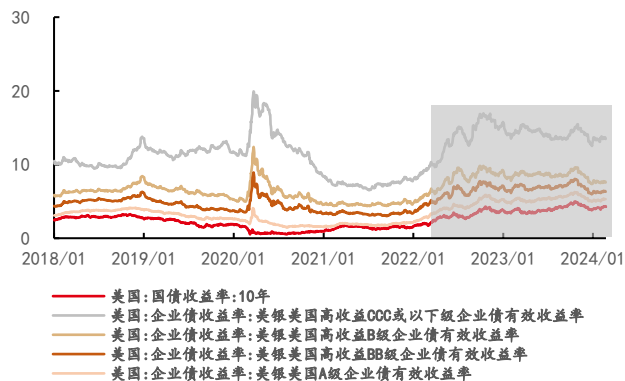
图表28：美国居民丧失住房赎回权案例数量处于历史较低水平 (件、%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表29：美债收益率期限利差走平 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表30：市场预期风险触底回升


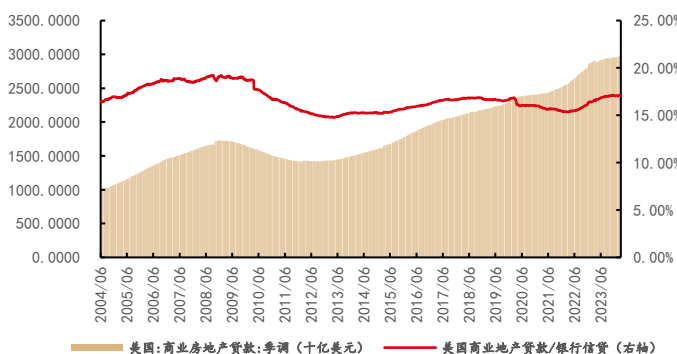
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

值得关注的是美国商业地产贷款风险低位回升，商业地产领域债务通缩风险有显露迹象，若商业地产基本面仍不能明显好转，叠加高利率环境持续，金融机构潜在风险较高，需密切关注。

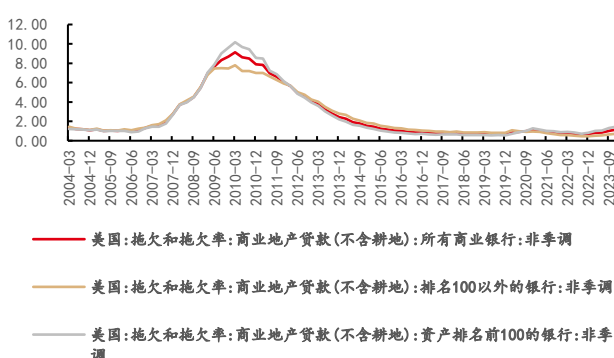
低利率环境带动商业地产投资快速走高。在过去 10 年的低利率环境下，全球投资者纷纷涌入写字楼和其他商业建筑，将其视为债券的安全替代品。与此相对应，美国商业地产贷款绝对值持续走高，从 2020 年年初的 2323.42 十亿美元增长至 2024 年 3 月 6 日的 2980.24 十亿美元，年度复合增长率为 6.17%。

因疫情催化了居家办公，同时商业模式转变，线下经营转线上经营，写字楼空置率上升，租金增长停滞，现金流恶化，叠加利率上升，商业地产价格较大幅度下跌，债务到期压力上升，债务违约风险低位上行，对金融机构产生一定冲击，如美国纽约社区银行风险暴露、黑石基金房地产投资信托基金（BREIT）遭受挤兑等。国际货币基金组织（IMF）在一篇博文中表示，美国商业地产价格正在经历半个世纪以来最严重的暴跌，自 2022 年 3 月美联储加息以来已经下跌 11%；Real Capital Analytics 的数据显示，美国写字楼物业价格已从高峰期下跌了约 20%。布鲁克菲尔德资产管理公司表示办公室空置率在城市中约为 20%。与此同时，美国所有商业银行的商业地产贷款拖欠和拖欠率从 2022 年 6 月阶段性低点的 0.71% 回升至 2023 年 12 月的 1.15%，持平 2006 年 9 月水平，其中，资产排名前 100 的美国银行商业地产贷款拖欠和拖欠率从 2022 年 9 月的阶段性低点 0.72% 回升至 1.45%，持平 2007 年 6 月水平。凯投宏观（Capital Economics）表示，约有 5410 亿美元的商业地产债务在 2023 年正式到期，但由于许多贷款获得了延期，因此信贷风险尚未显现，但到 2024 年年底到期的贷款体量将超过 1 万亿美元。

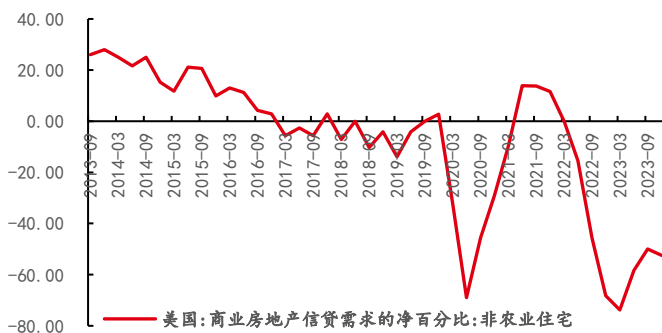
金融机构的商业地产贷款潜在风险仍大。目前美国商业地产基本面尚未明显好转，美国商业房地产信贷需求的净百分比大幅回落，截至2023年底为-52.5%，若高利率环境持续维持，叠加年底高额到期债务压力，商业地产风险或将继续演化，金融机构风险隐患仍存。考虑美国所有商业地产贷款在商业银行信贷中占比虽低位回升，但是占比相对稳定，处于历史相对较低水平，持平于2005年5月25日水平，商业地产按揭违约影响预计小于次贷危机，但仍不容小觑。

图表31：商业房地产贷款在银行信贷中占比


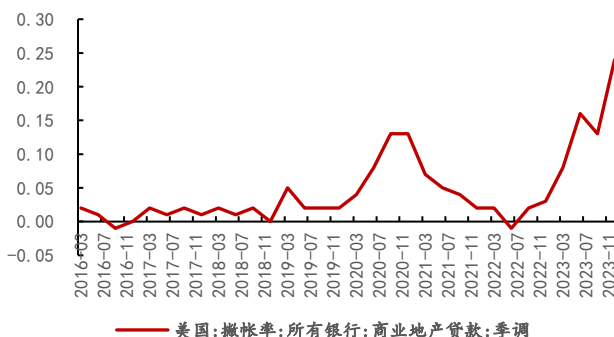
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表32：商业地产贷款拖欠和违约率低位走高（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表33：美国商业房地产信贷需求的净百分比（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表34：商业地产撇账率走高（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

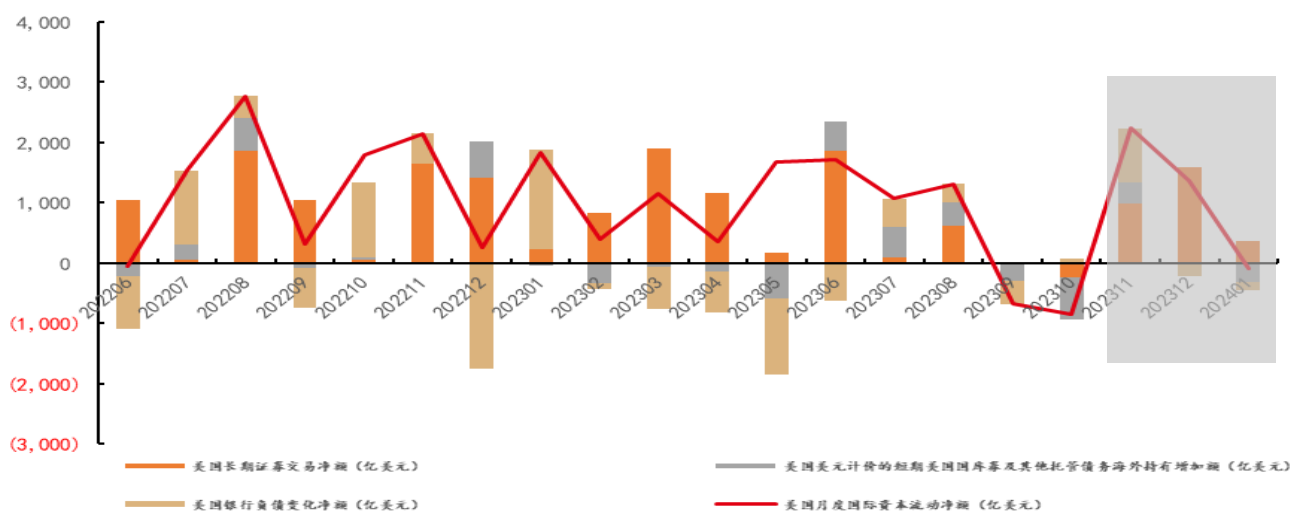
(3) 短期资产价格不确定性走高

美国国际资本流入放缓，1月由正转负，呈现净流出。从美国月度国际资本流动情况来看，1月美国国际资本净流出88亿美元，时隔两个月再次由正转负，连续两个月资金流入放缓，较前值大幅下降1462亿美元。分项目来看，长期证券交易净额为361亿元，保持净买入，但是净买入额较前值1586亿美元大幅下降77.24%，较2023年同期仍保持正增长61.88%；美国美元计价的短期美国国库券及其他托管债务海外持有增加额-320亿元，其中减持美国国债278亿美元；

银行对外负债净流出 128 亿美元。从细分市场来看，1 月美国股市资金已呈现为净流出 158 亿美元，或对美国股票市场持续上涨产生利空。与此同时，黄金价格仍呈现上涨态势，背后逻辑或从做多美股，同时做多黄金以对冲风险，向配置黄金规避美股市场风险转变。鉴于当前美国月度资本流入放缓，短期需谨慎对待美股和黄金价格持续上涨。

需要注意的是，由于美国国际资本流动数据滞后 2 个月，时效性相对较弱，仅凭此数据分析，可能忽视当前结构性变化。3 月美国非农数据超预期走高，叠加 2 月核心通胀持平前值，美国经济总量韧性较高，美联储延后降息预期走高，美联储官员态度亦明显“偏鹰”，或对市场产生一定结构性影响。若欧元区领先美联储降息的预期兑现，短期美元资产相对非美元收益率仍具有吸引力，或仍将吸引国际资本流入美国，对美股上涨形成支撑，同时基于对冲风险考虑，黄金价格亦或会受到支撑。但仅以 4 月的短期情形考察，近期美股与黄金的同向走高难有重大经济性事件支撑，可关注地缘政治恶化的风险。

图表35：美国月度国际资本流动情况：按项目划分



美国 3 月挑战者企业裁员人数 9.03 万，为 2023 年 1 月以来新高，前值 8.46 万。同比升 0.7%，前值升 8.8%；环比升 6.7%，前值升 2.83%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795471993478786156&wfr=spider&for=pc>

美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 为 51.4，低于预期

美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 为 51.4，为 2023 年 12 月以来新低，预期 52.7，前值 52.6。供应商交付指数 45.4，前值 48.9；就业指数 48.5，前值 48.0；库存指数 45.6，前值 47.1；新订单指数 54.4，前值 56.1；投入物价指数 53.4，前值 58.6。

<https://stock.hexun.com/2024-04-03/212432626.html>

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，超出预期

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，预期 48.5，前值 47.8。制造业物价支付指数 55.8，预期 52.6，前值 52.5；制造业就业指数 47.4，前值 45.9；制造业新订单指数 51.4，预期 49.8，前值 49.2；制造业库存指数 48.2，前值 45.3。

<https://xueqiu.com/9189670048/284580404>

美国 2 月耐用品订单环比终值升 1.3%，低于预期

美国 2 月耐用品订单环比终值升 1.3%，预期升 1.4%，初值升 1.4%，1 月终值降 6.2%。

<https://www.ebrun.com/ebrungo/zb/545077.shtml>

美国 550 城房价超百万美元，创历史纪录新高

根据房地产网站 Zillow 一份报告，目前有 550 个城市的典型房屋价值超过七位数，这是有记录以来所谓“百万美元城市”数量最多的一次。加州是“百万美元城市”最集中的地区，有 210 个城市的平均房价超过 100 万美元。根据 Zillow 的数据，今年 2 月美国中位数房价为 34 万 9216 美元，已经比年初上涨了 4%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795284729645560963&wfr=spider&for=pc>

美国修订对华半导体出口管制令，拟于 4 月 4 日生效

据美国联邦政府《联邦公报》，美国商务部下属工业和安全局（BIS）当地时间 3 月 29 日发布实施额外出口管制的规定，拟于 4 月 4 日生效。这份 166 页的

规定针对半导体项目出口，旨在使中国更难获取美国人工智能芯片和芯片制造工具，例如新规规定，对向中国出口芯片的限制也适用于包含这些芯片的笔记本电脑。去年 10 月，美国商务部公布对华半导体出口管制最终规则，在以往的临时规则基础上，进一步加严对人工智能相关芯片、半导体制造设备的对华出口限制。中国商务部发言人对此表示，美方不断泛化国家安全概念，滥用出口管制措施，实施单边霸凌行径。中方对此强烈不满，坚决反对，将采取一切必要措施，坚决维护自身正当权益。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794942537711509591&wfr=spider&or=pc>

美国总统拜登：非农就业报告是美国复苏的一个里程碑

4 月 5 日，美国总统拜登在白宫发表的声明中表示，3 月非农就业报告是美国复苏的一个里程碑。三年前，接手的是一个濒临崩溃的经济体。今天的报告显示，3 月份新增 30.3 万个就业岗位，这标志着已经超过了上任以来新增 1500 万个就业岗位的里程碑。这意味着额外的 1500 万人获得了工作带来的尊严和尊重。

<https://www.163.com/dy/article/1V204FT30519JFL1.html>

美联储主席鲍威尔重申年内降息

当地时间周三(3 日)，美联储主席鲍威尔出席斯坦福大学商学院论坛活动并发表讲话。鲍威尔在预先准备好的发言稿中表示，最近关于就业增长和通货膨胀的数据都高于预期。然而，这些并没有实质性改变总体情况：稳定的经济增长，强劲但正在重新平衡的劳动力市场，通货膨胀率在有时崎岖不平的道路上向 2% 下降。现在判断最近强于预期的通货膨胀是否仅仅是一次冲击还“为时过早”。在对通胀持续降到 2% 的信心增强之前，不会降低政策利率。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794177495383661858&wfr=spider&or=pc>

美联储理事库格勒：在今年“一定程度上降息”可能是适宜的

当地时间 4 月 3 日，美联储理事库格勒表示，在今年“一定程度上降息”可能是适宜的。预计通胀放缓趋势将继续。重要的是工资增长与 2% 通胀保持一致，美国正在朝着这种工资增长方向发展。预计今年的 GDP 增长将稳健，但较 2023

年的 3.1% 增速放缓。基本预期是，在失业率不显著上升的情况下，可以实现进一步的反通胀。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795348784779061659&wfr=spider&or=pc>

美联储巴尔金：对于降息，美联储“慎重行事”是明智之举

预期此前公布数据显示出的通胀放缓趋势将持续并扩大；对保持利率处于“某种限制水平”并将通胀恢复到目标感到乐观；没有理由认为 2% 通胀目标无法实现；坚持通胀目标带来了好处；对通胀目标区间持开放态度，但不会放弃通胀目标。

<https://xueqiu.com/9396125131/284855693>

美联储古尔斯比：通胀形势出现横盘走势

如果通胀继续保持横向波动，本人会开始怀疑美联储是否应该在今年降息。

<https://www.gold678.com/C/202404050205491054>

美联储梅斯特：预计美联储将有能力在今年晚些时候降低联邦基金利率

预计今年增长将略高于趋势水平；不认为今年的通胀回落速度会与去年相匹配；预计美联储将有能力在今年晚些时候降低联邦基金利率；限制性政策已导致需求的适度下降。

<https://xueqiu.com/9396125131/284855693>

美联储卡什卡利：今年或许不需要降息

如果通胀进展停滞不前，尤其是在经济保持强劲的情况下，今年或许不需要降息。一月和二月的通胀数据“有点令人担忧”，并表示他需要看到价格方面的更多进展，以确信通胀朝着美联储的 2% 目标发展，然后再考虑降息。他强调了以通胀数据为指导进行利率决策的重要性。

<https://xueqiu.com/9396125131/284855693>

美联储哈克：通胀仍然过高

4 月 4 日，美联储票委、费城联储主席哈克称，通胀仍然过高；人工智能是否会提高生产力尚无定论。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/04/04223740127200.shtml>

美联储博斯蒂克：仍预测今年将降息一次

4月3日，美联储博斯蒂克表示，经济保持了强劲的势头，如果美国经济增长有所减弱，也只是在非常渐进的水平上，从长远来看，经济确实需要放缓以实现长期潜力，仍然可以实现经济增长并使通胀继续下降，仍预测今年将降息一次，如果经济发展如预期的那样，今年第四季度降息是合适的。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795336979962455441&wfr=spider&for=pc>

美联储戴利：过早降息存在“真实风险”

4月2日，美联储戴利表示，过早降息存在“真实风险”；经济和货币政策处于良好状态；如果通胀比预期的更持久，可能会考虑减少降息幅度；经济仍然非常稳健，通胀回落是一个曲折的过程。

https://news.futunn.com/post/40326171?level=1&data_ticket=1712324442200394

美联储洛根表示，考虑到通胀上行风险，认为现在谈论降息为时过早

美联储洛根表示，考虑到通胀上行风险，认为现在谈论降息为时过早；缩减购债规模与政策限制性的适当程度考虑无关。

http://news.10jqka.com.cn/m656618020_futures/

摩根士丹利首席分析师：美联储将在6月前准备好开始降息，年内至少降息三次

4月5日，摩根士丹利首席美国经济学家艾伦·曾特纳表示，美联储有望在6月份降息。他表示，如果美联储早在5月就降息，那将更多地与通胀有关，不过，我认为他们很快就会面临很高的门槛。总而言之，我希望他们能在6月前准备好降息所需的条件。他还称市场对今年约三次降息的预期“与美联储的观点一致”。但他表示，实际上我们预计今年会有四次降息，因为我认为他们会在今年第四季度加快降息速度，原因是那时的通胀下降速度要比美联储预期的要快。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2024-04-05/doc-inaquezv9810014.shtml>

瑞银：料美联储今年降息三次，明年进一步降息五次

当地时间4月2日，瑞银首席策略师Bhanu Baweja预计，美联储今年将降息三次，明年降息五次。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795260696169121349&wfr=spider&for=pc>

美联储不着急降息，美国货币市场基金资产亦触及历史高位

4月4日，美国货币市场基金持有的资产升至历史高点，因为最新的美联储讲话显示官员们不急于开始降息，投资者预计短期利率将保持高位。投资公司协会的数据显示，截至4月3日当周约有705亿美元资金流入美国货币市场基金，为三个月来最大单周增幅。总资产规模从前周的6.04万亿美元升至6.11万亿美元。

<http://www.myzaker.com/article/660f520fb15ec072f048b4a8>

美国经济总量再度超预期，特别是非农就业人数大幅超预期，美联储官员释放“偏鹰”发言，美联储降息预期不确定性进一步上升。预计欧美或将开启错位降息，欧洲央行或领先美联储降息，短期美元指数或将持续走高，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动。

英国3月建筑业PMI为50.2，超出预期

英国3月建筑业PMI为50.2，预期50，前值49.7；季调后所有部门PMI为52.60，前值52.7。

<https://finance.ifeng.com/c/8YXJwQBx7YG>

英国3月Nationwide房价指数同比升1.6%，低于预期

英国3月Nationwide房价指数同比升1.6%，预期升2.4%，前值升1.2%；环比降0.2%，预期升0.3%，前值升0.7%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404023032522530.html>

英国3月制造业PMI终值50.3，超出预期

英国3月制造业PMI终值50.3，预期49.9，初值49.9，2月终值47.5。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795211220777650490&wfr=spider&for=pc>

英国3月Halifax季调后房价指数同比升0.3%，低于预期

英国3月Halifax季调后房价指数同比升0.3%，预期升1.45%，前值升1.7%；环比降1.0%，预期升0.1%，前值升0.4%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795473853079201752&wfr=spider&or=pc>

英国房价六个月来首次下滑，市场回温遭遇阻碍

4月5日，英国最大的按揭贷款提供商 Halifax 发布数据，指出3月份英国房价经历了六个月以来的首次下跌，这一趋势显示房产市场的复苏可能遭遇阻碍。这一下滑趋势与本周早些时候公布的全国房屋贷款协会的意外跌幅报道相符，触发了市场对年内房价增长趋势弱化的担忧。然而，某些指标暗示房价长期仍将上涨，买卖双方的参与度逐步增强，房屋供应量也相应上升。随着抵押贷款成本的下降和市场对后年度降息预期的形成，预计房地产市场将继续调整反应。分析人士预料英国央行可能于8月份开始实施宽松政策，并预计至年底前至少还有三轮降息，市场对此已大致消化这一消息。

<https://www.tmtpost.com/nictation/7023763.html>

英国央行调查:英国企业3月份工资增长预期的三个月移动平均值降至4.9%

4月4日，英国央行调查显示，英国企业3月份工资增长预期的三个月移动平均值降至4.9%，为2022年6月以来的最低水平；英国企业3月份的销售价格预期的三个月移动平均值下降至4.1%，为自2021年10月以来最低水平。

https://t.10jqka.com.cn/pid_347910258.shtml

英国3月服务业PMI终值53.1，低于预期

英国3月服务业PMI终值53.1，预期53.4，初值53.4，2月终值53.8；综合PMI终值52.8，预期52.9，初值52.9，2月终值53.0。

<https://new.qq.com/rain/a/20240404A05HBU00>

欧元区2月零售销售环比降0.5%，降幅超预期

欧元区2月零售销售环比降0.5%，预期降0.4%，前值升0.1%；同比降0.7%，预期降1.3%，前值降1.0%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795484858727297997&wfr=spider&or=pc>

潘森宏观：低通胀未能刺激欧元区消费支出

4月5日，潘森宏观分析师梅勒妮·德波诺表示，较低的通胀仍未能吸引欧元区消费者在零售商品上增加支出。尽管物价上涨持续放缓，但2月份零售支出

在年初持平后仍较上月有所下降。尽管通胀呈稳步下降趋势，但去年下半年的支出几乎没有增加。第一季度的情况似乎也是如此。不过，服务业支出应该会提振本季度的整体消费。后疫情时代的特点是支出转向服务，而非商品。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795489957068849021&wfr=spider&for=pc>

德国 3 月建筑业 PMI 为 38.3

欧元区 3 月建筑业 PMI 为 42.40，前值 42.9。德国 3 月建筑业 PMI 为 38.3，前值 39.1。法国 3 月建筑业 PMI 为 41，前值 41.9。意大利 3 月建筑业 PMI 为 50.30，前值 50.3。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/04/05153140130724.shtml>

德国 2 月季调后制造业订单环比升 0.2%，低于预期

德国 2 月季调后制造业订单环比升 0.2%，预期升 0.8%，前值降 11.3%；工作日调整后制造业订单同比降 10.6%，预期降 10.1%，前值降 6%。

<https://finance.sina.cn/7x24/2022-04-06/detail-imcwiwst0192829.d.html?from=wap>

德国 2 月进口物价指数同比降 4.9%，降幅超预期

德国 2 月进口物价指数同比降 4.9%，预期降 4.6%，前值降 5.9%；环比降 0.2%，预期持平，前值持平。德国 2 月出口物价指数同比降 1.1%，前值降 1.3%；环比升 0.2%，前值升 0.1%。

<https://www.163.com/news/article/AM4GA20500014SEH.html>

德国 3 月服务业 PMI 终值 50.1，超出预期

德国 3 月服务业 PMI 终值 50.1，预期 49.8，初值 49.8，2 月终值 48.3；综合 PMI 终值 47.7，预期 47.4，初值 47.4，2 月终值 46.3。

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

瑞士 3 月季调后消费者信心指数-38，超出预期

瑞士 3 月季调后消费者信心指数-38，预期-41.5，前值-42。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-04-05/detail-inaqumi8680481.d.html>

西班牙 2 月季调后工业产出同比升 1.5%，超出预期

西班牙 2 月季调后工业产出同比升 1.5%，预期降 0.5%，前值降 0.6%。未季
调工业产出同比升 4.1%，预期升 3.6%。

[http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-04-05/doc-
inaqumi8680160.shtml](http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-04-05/doc-inaqumi8680160.shtml)

西班牙 3 月 SPGI 服务业 PMI 为 56.1，超出预期

西班牙 3 月服务业 PMI 为 56.1，预期 55.5，前值 54.7；综合 PMI 为 55.3，
预期 54.4，前值 53.9。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-04-04/3314068.html>

法国 2 月工业产出同比降 0.8%，降幅超预期

法国 2 月工业产出同比降 0.8%，预期降 0.10%，前值升 0.8%；环比升 0.2%，
预期升 0.5%，前值降 1.1%。法国 2 月制造业产出同比降 0.3%，前值升 0.1%；环
比升 0.9%，预期升 1.2%，前值降 1.6%。

<https://news.fx678.com/202404051447132067.shtml>

法国 3 月服务业 PMI 终值 48.3，超出预期

法国 3 月服务业 PMI 终值 48.3，预期 47.8，初值 47.8，2 月终值 48.4；综
合 PMI 终值 48.3，预期 47.7，初值 47.7，2 月终值 48.1。

<https://stock.hexun.com/2024-04-04/212436232.html>

意大利 3 月服务业 PMI 为 54.6，超出预期

意大利 3 月服务业 PMI 为 54.6，预期 53.2，前值 52.2；综合 PMI 为 53.5，
预期 51.9，前值 51.1。

<https://news.zgw.com/hgjj/20240404/858394.html>

意大利 2 月单月失业率 7.5%，超出预期

意大利 2 月单月失业率 7.5%，预期 7.2%，前值 7.2%。

[https://finance.sina.com.cn/7x24/2024-04-03/detail-
inaqpxcq3948556.d.html](https://finance.sina.com.cn/7x24/2024-04-03/detail-inaqpxcq3948556.d.html)

意大利将 2025 年 GDP 增长目标下调至 1.2%

<https://www.gelonghui.com/live/1472886>

欧元区 2 月 PPI 同比降 8.3%，降幅低于预期

欧元区 2 月 PPI 同比降 8.3%，预期降 8.6%，前值降 8.6%；环比降 1.0%，为 2023 年 5 月以来最大降幅，预期降 0.7%，前值降 0.9%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795400412789707322&wfr=spider&or=pc>

欧元区 3 月 CPI 初值同比升 2.4%，意外低于预期

欧元区 3 月 CPI 初值同比升 2.4%，预期升 2.6%，2 月终值升 2.6%，初值升 2.6%；环比升 0.8%，预期升 0.9%，2 月终值升 0.6%，初值升 0.6%。欧元区 3 月核心调和 CPI 初值同比升 3.1%，预期升 3.2%，2 月终值升 3.3%，初值升 3.3%；环比升 1.0%，2 月终值升 0.6%，初值升 0.6%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404033034208258.html>

欧元区 3 月服务业 PMI 终值 51.5，超出预期

欧元区 3 月服务业 PMI 终值 51.5，预期 51.1，初值 51.1，2 月终值 50.2；综合 PMI 终值 50.3，预期 49.9，初值 49.9，2 月终值 49.2。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-04-04/detail-inaqsaau1808163.d.html>

欧元区 3 月制造业 PMI 终值 46.1，超出预期

欧元区 3 月制造业 PMI 终值 46.1，预期 45.7，初值 45.7，2 月终值 46.5。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795212398710220149&wfr=spider&or=pc>

欧元区 2 月失业率 6.5%，高于预期

欧元区 2 月失业率 6.5%，预期 6.4%，前值 6.4%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795303671275550177&wfr=spider&or=pc>

欧洲央行会议纪要：预计通胀在未来几个月将继续下降

欧洲央行会议纪要称，预计通胀在未来几个月将继续下降，官员对通胀回落越来越有信心，但不能掉以轻心，通胀下行进程仍然脆弱。委员们表示对通胀能够按时持续下降至 2% 的目标表达了增强的信心。考虑降息的理由正在加强，仍需保持耐心和谨慎，首次降息日期变得更加清晰可见。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795404895665597041&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委：核心情景预计将在 6 月首次降息

4 月 3 日，欧洲央行管委埃尔南德斯德科斯表示，欧元区通胀数据是积极的消息，最近一段时间的总体通胀率和核心通胀率下降表明货币政策正在得到有力传导，核心情景预计将在 6 月首次降息。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404033034390917.html>

欧洲央行管委霍尔茨曼：对 6 月降息没有原则性反对

欧洲央行管委霍尔茨曼表示，对 6 月降息没有原则性反对，但希望看到更多支持性数据，削减利率与美联储不同步将减弱政策宽松的影响；鉴于欧元区生产率疲软，3%的存款利率在较长期内可能仍然过紧；通胀状况可能比欧洲央行预测的还要好。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404033033996291.html>

欧洲通胀持续回落，消费者物价指数涨幅低于预期，服务业景气度保持一定韧性，但制造业景气度边际放缓趋势更为明显，失业率上升，欧洲央行降息路径进一步明确，欧洲央行管委表态核心情景预计将在 6 月首次降息。

船运调查机构 ITS：马来西亚 4 月 1-5 日棕榈油出口量为 244120 吨

4 月 5 日，据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 4 月 1-5 日棕榈油出口量为 244120 吨，较上月同期（3 月 1-5 日）出口的 236185 吨增加 3.40%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/04/05181540131262.shtml>

日本 2 月领先指标 111.8，超出预期

日本 2 月领先指标 111.8，预期 111.6，前值 109.5；同步指标 110.9，预期 110.9，前值 112.1。领先指标环比升 2.3%，前值降 0.4%；同步指标环比降 1.2%，前值降 3.8%。

<https://news.fx678.com/202404051320232069.shtml>

日本 3 月服务业 PMI 终值为 54.1

日本 3 月服务业 PMI 终值为 54.1，初值 54.9；综合 PMI 终值为 51.7，初值 52.3。

https://news.futunn.com/post/40344630?level=1&data_ticket=1712324442200394

日本央行行长植田和男：鉴于迄今为止的年度工资谈判结果，通胀上升趋势可能会逐渐加速

4月5日，日本央行行长植田和男表示，过去进口成本上涨对日本通胀的影响可能会消散；计划结束政府能源补贴也可能影响未来的通胀；鉴于迄今为止的年度工资谈判结果，通胀上升趋势可能会逐渐加速。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404053034974440.html>

日本首相岸田文雄：不排除任何干预外汇市场的行动选项

4月5日，日本首相岸田文雄称，不排除任何干预外汇市场的行动选项；如果外汇波动过度，将采取适当行动。希望外汇走势稳定，反映基本面，过度波动是不利的；过度的外汇波动和无序的外汇动态可能对经济和金融稳定产生不利影响；希望日本央行在考虑政府政策的情况下灵活操作；控制汇率不是日本央行货币政策的目标。

<https://finance.eastmoney.com/a/202403293029425388.html>

新加坡2月零售销售同比升8.4%，超出预期

新加坡2月零售销售同比升8.4%，预期升1.9%，前值从升1.3%修正为升1.6%；季调后零售销售环比升3%，前值从降0.7%修正为降0.5%。

<https://news.fx678.com/202404051300012551.shtml>

印度央行行长：2025财年实质GDP增长预期维持在7%

印度央行行长表示，2025财年实质GDP增长预期维持在7%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404053034986833.html>

印度央行行长：由于债务占GDP比重高，潜在风险可能会突然爆发。

<https://www.fx678.com/C/20240405/202404051239151059.html>

印度3月服务业PMI终值61.2，预期60.6

印度3月服务业PMI终值61.2，预期60.6，初值60.3；综合PMI终值61.8，初值61.3。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-04-04/3314038.html>

波罗的海干散货指数下跌2.45%至1669点，连跌十一日

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795410684085153720&wfr=spider&for=pc>

韩国3月进口同比降12.3%，出口增3.1%

韩国3月进口同比降12.3%，预期降8.1%，前值降13.1%；出口同比增3.1%，预期增5.2%，前值增4.8%。贸易帐初值顺差42.8亿美元，预期顺差57.5亿美元，前值顺差42.9亿美元。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/04/01080240069883.shtml>

4.2 国内宏观热点

国家主席习近平同美国总统拜登通电话

4月2日晚，国家主席习近平应约同美国总统拜登通电话。两国元首就中美关系以及双方共同关心的问题坦诚深入交换了意见。习近平强调，战略认知问题始终是中美关系必须扣好的“第一粒纽扣”。中美这样两个大国，不能不来往、不打交道，更不能冲突对抗，应该相互尊重、和平共处、合作共赢，继续沿着稳定、健康、可持续的道路向前走，而不应该走回头路。习近平强调，台湾问题是中美关系第一条不可逾越的红线。希望美方把总统先生不支持“台独”的积极表态落实到行动上。美国针对中国的经贸科技打压措施层出不穷，制裁中国企业的单子越拉越长。这不是“去风险”，而是制造风险。如果美方愿意开展互利合作，共享中国发展的红利，中方的大门始终是敞开的；如果美方执意打压中国的高科技发展，剥夺中国的正当发展权利，我们也不会坐视不管。拜登表示，美中关系是世界上影响最深远的双边关系。旧金山会晤以来美中关系取得的进展表明，双方可以积极推进合作，同时负责地管理分歧。我重申，美方不寻求进行“新冷战”，不寻求改变中国体制，不寻求通过强化同盟关系反对中国，不支持“台独”，无意同中国发生冲突。美方奉行一个中国政策。中国发展有利于世界，美国不寻求遏制中国发展，不寻求同中国“脱钩”。愿安排耶伦财长、布林肯国务卿近期访华，同中方加强对话沟通，避免误判，推进合作，推动两国关系稳定发展，共同应对全球性挑战。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795237572674616202&wfr=spider&for=pc>

近期中美贸易摩擦有所加剧，如修订对华半导体出口管制令。本次国家主席习近平同美国总统拜登通话首先传递中美关系向好的信号，有助于“旧金山愿景”落实，在一定程度上缓解近期贸易摩擦。

央行货币政策委员会重磅会议：呼吁关注长期收益率变化

中国人民银行货币政策委员会 2024 年第一季度（总第 104 次）例会于 3 月 29 日在北京召开。会议指出，当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，通胀出现高位回落趋势但仍具粘性，发达经济体利率保持高位。我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。要稳中求进、以进促稳、先立后破，不断巩固稳中向好的基础。会议认为，要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。会议指出，要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202404/content_6943434.htm

央行、金融监管总局联合发文，汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定

4 月 3 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》（简称《通知》），明确金融机构在依法合规、风险可控前提下，根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例。鼓励金融机构结合汽车以旧换新等细分场景，加强金融产品和服务创新，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。

通知提出，自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定；商用传统动力汽车贷款最高发放比例为 70%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为 75%；二手车贷款最高发放比例为 70%。按照此前文件规定，自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例分别为 80%、85%，此次通知将这一比例调整为由金融机构自主确定，贷款最高发放比例可达到 100%，即按所购汽车价格全额发放。商用传统动力汽车、商用新能源汽车、二手车贷款最高发放比例较此前保持不变。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795477657444225597&wfr=spider&or=pc>

相比当前竞争相对激烈的消费贷和房贷而言，车贷无疑是当前市场难得的高息差产品。据搜狐网报道，车贷利率基本在 5-12% 之间，加大车贷发放，将一定程度上增厚银行利润。同时，降低车贷首付比例，一定程度上可以促进汽车销售，是促消费政策的贯彻落实。

国家发改委等部门就 2024 年粗钢产量调控工作进行研究部署

为贯彻落实党中央、国务院决策部署，持续巩固提升供给侧结构性改革成果，2024 年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、国家统计局会同有关方面将继续开展全国粗钢产量调控工作，坚持以节能降碳为重点，区分情况、有保有压、分类指导、扶优汰劣，推动钢铁产业结构调整优化，促进钢铁行业高质量发展。为配合做好产能产量调控工作，相关部门将联合开展全国钢铁冶炼企业装备基础信息摸底工作。

<https://www.163.com/dy/article/IUSCMHMA05198CJN.html>

四川省泸州市发布《关于优化住房公积金部分政策的通知》

自 2024 年 5 月 1 日起执行。泸州市将上调多孩家庭住房公积金最高贷款额度，有效期至 2027 年 4 月 30 日。对于符合国家生育政策已生育二孩、三孩的家庭申请住房公积金贷款最高额度上调 10 万元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795379383859539777&wfr=spider&or=pc>

10 余个城市或地区已率先启动房产“以旧换新”相关政策

目前已经有郑州、无锡市梁溪区、淄博、南通、南京、青岛、济南、宁波、连云港、亳州、阜阳等 10 余个城市或地区推行房产“以旧换新”相关政策。业内人士表示，房产“以旧换新”是指房地产开发商或政府机构通过收购、置换、补贴等方式，鼓励和帮助已有住房的居民卖旧换新，从而促进新房销售和去化。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795366364179415289&wfr=spider&for=pc>

中指研究院：3 月百城二手房价格延续跌势

中指研究院消息，根据中国房地产指数系统百城价格指数对全国 100 个城市新建、二手住宅销售市场及 50 个城市租赁市场的调查数据，2024 年 3 月，百城新建住宅平均价格为 16311 元/平方米，环比上涨 0.27%，涨幅较 2 月扩大 0.13 个百分点；同比上涨 0.82%。3 月楼市进入传统营销旺季，房企推盘节奏显著加快，受部分城市优质改善项目入市带动，百城新建住宅价格环比结构性上涨。百城二手住宅平均价格为 15088 元/平方米，环比下跌 0.56%，跌幅较 2 月扩大 0.19 个百分点，已连续 23 个月环比下跌；同比跌幅扩大至 4.80%。部分城市二手房成交回暖，但业主多采取“以价换量”策略，带动百城二手住宅价格环比跌幅扩大。

<https://www.163.com/dy/article/IUM134HG0534A4SC.html>

中国台湾地震，引发业界对芯片供应的担忧

4 月 3 日台湾花莲县海域发生 7.3 级地震，全台多地生产生活受到不同程度影响。据台气象部门统计，主震过后，截至 3 日晚 10 时 37 分，已有 216 起震中在花莲县及花莲近海的地震。中国台湾地区是世界最大的晶圆生产基地。据集邦咨询统计，2023 年，全球晶圆代工产能中，中国台湾地区占约 46%。据报道，熟悉台积电运营的业内人士透露，台南 N3 晶圆厂遭受结构性破坏，梁柱断裂导致停产。导致生产工作完全停滞，用于 7nm 以下制程的 EUV 光刻机也已经停止运转，研发实验室也遭到严重破坏，例如墙壁出现裂缝。新竹的另一座晶圆厂也出现了管道破裂、大面积损坏，被迫停产。消息人士指出，台积电的一些高端芯片，例如苹果 iPhone 15 Pro 系列搭载 A17 仿生芯片需要在稳定真空环境中持续数周才能完成生产，因此地震哪怕没有导致直接损坏也会导致一些已经投产的芯片间接报废。4 月 3 日晚间，台积电对地震所造成影响做出最新评估。该公司表示，虽然部分厂区的少数设备受损并影响部分产线生产，主要机台包含所有极紫外

(EUV) 光刻设备皆无受损。公司还表示，在地震发生后 10 小时内，晶圆厂设备的复原率已超过 70%，新建的晶圆厂（如晶圆十八厂）的复原率更已超过 80%。台积电目前正与客户保持密切沟通，将继续密切监控并适时与客户直接沟通相关影响。

针对地震的影响，其他半导体厂商也有回应。晶圆代工厂联电表示，地震对该公司营运无重大影响，所有厂区人员均安，竹科各厂及南科 12A 厂自动安全机制启动，生产中的分晶圆受到影响，生产与出货现正恢复正常运作中，对公司财务业务无重大影响。联华电子回应称，公司已暂停了一些工厂的机械设备运行，并撤离了新竹和台南中心的一些设施。力积电表示，厂区人员进行疏散，人员均安，部分机台预防性停机，确切影响尚在统计中。封测厂方面，包括日月光、力成及京元电均响应，地震之后公司即进行紧急疏散，人员平安且产线并无中断，生产设备也无受损，营运维持正常。面板厂群创表示，第一时间已照标准程序，确认厂区人员安全，部分厂区进行人员疏散，目前人员安全；厂区部分机台启动保护性自动停机，进行系统检查中，对厂区运作影响不大。存储方面，存储器厂商华邦电表示，目前人员均安，厂务设施正常运作中，实际影响正在评估中。存储厂商南亚科技表示，人员确认安全，部分机台预防性停机，目前进行安全检查。美光表示，公司正在评估业务营运和供应链，所有员工均安全。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2024-04-04/doc-inaqsaau1807579.shtml>

乘联会：预计 3 月新能源车市场零售 69.8 万辆，同比增长 28%

乘联会 4 月 3 日发布分析称，初步统计，3 月 1-31 日，乘用车市场零售 169.9 万辆，同比增长 7%，环比增长 54%；今年以来累计零售 484.1 万辆，同比增长 13%；全国乘用车厂商批 216.5 万辆，同比增长 9%，环比增长 66%，今年以来累计批发 556.5 万辆，同比增长 10%。初步统计：3 月 1-31 日，新能源车市场零售 69.8 万辆，同比增长 28%，环比增长 80%，今年以来累计零售 175.8 万辆，同比增长 34%；全国乘用车厂商新能源批发 81.9 万辆，同比增长 33%，环比增长 83%，今年以来累计批发 195.6 万辆，同比增长 31%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795302188816151466&wfr=spider&for=pc>

5 本周宏观环境分析：美国经济韧性超预期，国内稳健向好

在政策环境方面，外部政策环境负面，美联储降息预期有所走弱，欧洲央行6月降息预期更为明确；国内政策环境积极正面，汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定，贯彻落实促消费政策，10余个城市或地区已率先启动房产“以旧换新”相关政策。

在非政策环境方面，美国经济总量表现韧性仍强，3月ISM制造业PMI超预期回升、非农就业超预期大增，就业市场相对紧张问题仍较为突出，日本经济稳健修复，欧元区经济边际放缓；国内经济稳健修复，3月PMI超预期回升。

图表36：本周宏观环境变化

		环境分项	环比上周	分析
非政策环境	外部	贸易摩擦	利好	1. 美国修订对华半导体出口管制令，中美贸易摩擦有所加剧； 2. 国家主席习近平与美国总统拜登通电话； 3. 美国财政部部长耶伦访华；
		全球经济环境	正面	1. 美国3月ISM制造业PMI超预期回升、非农就业超预期大增，美国经济总量表现较强韧性； 2. 欧洲3月通胀持续回落，消费者物价指数涨幅低于预期，服务业景气度保持一定韧性，但生产景气度仍边际回落，经济边际回落； 3. 日本经济稳健修复。
	内部	宏观数据韧性	中性	1. 3月PMI超预期回升；
		人民币汇率	持平	1. 美元指数小幅回落，人民币小幅贬值；
政策环境	外部	全球货币环境	负面	1. 美联储官员表态“偏鹰”，美联储降息节奏仍不明朗； 2. 欧元区央行6月降息预期概率进一步走高；
	内部	中国政策方向	正面	1. 汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定，贯彻落实促消费政策； 2. 10余个城市或地区已率先启动房产“以旧换新”相关政策；
		流动性	持平	1. 货币市场收益率小幅回落，债券市场短端收益率下行，长端利率小幅上升；

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