

宏观周报：中美库存周期共振的可能性

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

投资要点：

2000年以来，中美两国库存周期经历过五次较为明显的共振上行。从历史经验来看，驱动中美库存周期共振的因素主要包括三类。一是贸易因素，2000年后中国加入WTO后，旺盛的内外需带动中国经济高速增长，进而为全球经济注入了新的增长动能，中美库存共振上行；二是超常规政策的外溢效应，主要体现在2008年金融危机后中国的“四万亿”以及2020年新冠疫情后西方国家的超常规货币政策；三是中美两国政策的同步，2013至2014年库存共振的背后是中国的“二次刺激”与美国的第三第四轮量化宽松，2016至2018年库存共振的背后是中国的供给侧改革与美国的减税政策。

从当前的情况来看，国内库存方面，工业企业产成品库存同比增速仍在底部徘徊。从领先指标来看，工业企业营收增速以及PPI同比增速的向上拐点均已明确；不过不论是企业营收还是PPI同比增速，当前回升的幅度都不大。时间上来看，本轮库存周期从2020年年初开始，至今已经持续了超过50个月。因此，我们认为当前中国库存周期的去库阶段已经基本结束，但由于需求仍然较弱，库存周期上行斜率较为平缓，暂时处于周期底部的磨底阶段。结构上来看，制造业企业中，消费品制造业与原材料制造业库存周期领先于装备制造业率先出现了回升。

美国库存方面，当前美国库存周期已接近库存去化尾声。时间上来看，截至2024年1月份，从2020年8月至今，本轮库存周期已经持续了42个月，超过了过去9轮库存周期的平均时长；位置上看，2024年1月，美国商业库存同比增速为0.41%，位于13.4%的历史分位点，已处于历史低位，后续继续下降的空间并不大；从领先指标来看，除零售商外，制造业及批发商销售额当月同比增速的低点均出现在2023年，零售商销售额同比增速在2024年1月下探至-0.42%的低点，不过从趋势上来看，三大商销售额同比增速目前均处于底部震荡。结构上，从美国制造商细分行业来看，除家具、食品、皮革、纸制品、化工产品以及塑料橡胶外，其他细分行业库存增速均出现了小幅回升；此外，当前美国非耐用品库存增速所处分位点普遍低于耐用品库存增速所处分位点。

综上所述，当前中美库存周期均已接近底部时刻或去库尾声，后续能否出现共振上行取决于需求能否出现明显上行。考虑到3月CPI数据公布后美联储降息预期的大幅回调，中美共振补库预计将出现在下半年。

风险提示：宏观变化超预期；海外市场大幅波动；金融风险事件爆发等。

相关报告

- 1、《夯实资本市场高质量发展制度基础——新“国九条”学习解读》—2024.04.12
- 2、《二季度经济与市场展望：分母的逻辑》——2024.04.07
- 3、《PMI数据点评：制造业景气大幅回升》——2024.03.31

正文目录

1 专题聚焦：中美库存周期共振的可能性.....	3
2 资本市场一周表现回顾.....	8
3 重要宏观经济事件回顾.....	11
4 本周重点关注事件一览.....	14
5 风险提示	14

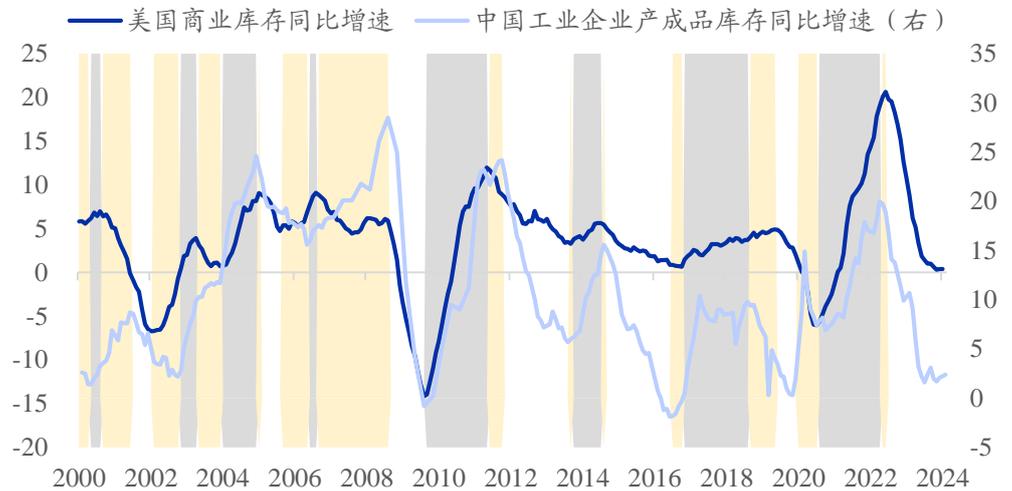
图表目录

图表 1：2000 年以来中美库存增速走势对比 (%)	3
图表 2：2020 至 2021 年美国 M2 同比增速创下有数据以来新高 (%)	4
图表 3：我国工业企业产成品库存与营收增速及 PPI 增速走势对比 (%)	5
图表 4：2024 年 2 月中国制造业细分行业产成品库存所处位置	6
图表 5：1993 年以来美国商业库存同比变化情况	7
图表 6：2024 年 2 月美国制造商细分行业库存所处位置	7
图表 7：主要大类资产市场表现.....	8
图表 8：A 股市场主要宽基指数表现.....	8
图表 9：全球主要股市涨跌幅情况	9
图表 10：中信一级行业指数市场表现	9
图表 11：行情表现领先的十个细分行业	10
图表 12：行情表现落后的十个细分行业.....	10
图表 13：风格指数市场表现情况 (%)	11
图表 14：2020 年以来 CPI 及 PPI 走势 (%)	12
图表 15：2016 年以来社融存量同比增速走势.....	13

1 专题聚焦：中美库存周期共振的可能性

2000 年以来，中美两国库存周期经历过五次较为明显的共振上行，分别是在 2002 年至 2004 年、2009 年至 2011 年、2014 年、2016 至 2017 年以及 2020 年至 2022 年。

图表 1：2000 年以来中美库存增速走势对比（%）



来源：iFind、华福证券研究所

注：灰色底纹代表中美两国库存周期共振补库阶段，浅黄色底纹为中美两国库存周期错位阶段，白色底纹部分代表中美两国库存周期共振去库阶段

21 世纪初美两国库存周期共振上行出现在中国加入 WTO 后。2001 年中国加入 WTO 后出口快速增长，中国经济进入高速增长期，旺盛的国内外需求带动企业强烈的补库意愿，中国工业企业库存增速快速上行一直持续到 2004 年底。中国经济的高速增长为全球经济注入了新的增长动能，宽松的金融环境推动美国房地产持续上行，2002 年开始美国企业进入新一轮补库周期。（需要说明的是，2002 年至 2004 年期间中美库存增速并不是一直同步上行的，2003 年美国库存增速出现过短暂的调整，但由于库存增速在 2004 年再次进入上升通道，并很快超过了 2003 年的高点，因此本文将 2002 年底到 2004 年底视为第一次中美库存周期共振上升阶段）

中美第二次库存周期共振上行出现在 2008 年金融危机之后。为了抵御金融危机对经济造成的冲击，2008 年下半年我国经济政策全面放松，11 月国务院常务会议推出了一系列经济刺激计划；会议通稿中提到“初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元”，被誉为史上最大经济刺激计划的“四万亿计划”正式出台。大力度的经济刺激政策推动我国经济在 2009 年率先出现了强势复苏，得益于国际经济形势的好转以及美国货币及财政政策的刺激，美国经济从 2009 年下半年开始也出现了改善，从 2009 年下半年开始一直到 2011 年，中美两国库存周期出现了明显的共振上行。

中美第三次库存周期共振上行的背后是美国第三第四轮量化宽松与中国的“二次刺激”。2012 年 9 月与 12 月，美国分别启动第三轮和第四轮量化宽松政策。与此同时，2012 年年随着经济增速的快速下行，中国政府采取了“新一轮”的经济刺激政策，包括两次降准、两次降息，批复大量的投资项目；同时，房地产调控政策陆续放

松，房地产进入新一轮上行周期。中美两国的库存周期从 2013 年四季度开始共振上行，不过不论是从幅度上还是从持续时间上来看，本轮中美库存周期的复苏势头并不强劲，大概在 2014 年年中左右，中美库存周期就开始同步进入去库阶段了。

中美第四轮库存同步上行从 2016 年底持续至 2018 年年中。当时的背景是中国正经历供给侧结构性改革，过剩产能的清理带动价格抬升，名义经济增速也开始回升，企业利润改善，2016 年下半年开始企业进入新一轮补库周期；美国特朗普上台后推出减税和财政刺激政策，并推动“制造业回流”。2018 年，中美贸易摩擦不断反复，中国库存周期进入持续去库阶段，直至新冠疫情爆发。

2020 年新冠疫情后，在美国超常规货币政策的刺激下，中美库存周期再次共振上行。2020 年新冠疫情对经济的冲击也是巨大的，但与 2008 年不同的是，这一轮史无前例的货币大放水出现在西方国家而不是中国。新冠疫情爆发后，以美国为代表的西方国家普遍采取了包括零利率、无限量化宽松在内的极度宽松的货币政策，到 2021 年初，美国 M2 同比增速最高接近 27%，创 1960 年有历史数据以来的最高水平。从 2020 年第三季度开始，全球经济都快速复苏，中美两国库存增速都出现了显著上行。

图表 2：2020 至 2021 年美国 M2 同比增速创下有数据以来新高（%）



来源：iFind、华福证券研究所

从历史经验来看，驱动中美库存周期共振的因素主要包括三类。一是贸易因素，2000 年后中国加入 WTO 后，旺盛的内外需带动中国经济高速增长，进而为全球经济注入了新的增长动能，中美库存共振上行；二是超常规政策的外溢效应，主要体现在 2008 年金融危机后中国的“四万亿”以及 2020 年新冠疫情后西方国家的超常规货币政策；三是中美两国政策的同步，2013 至 2014 年库存共振的背后是中国的“二次刺激”与美国的第三第四轮量化宽松，2016 至 2018 年库存共振的背后是中国的供给侧改革与美国的减税政策。

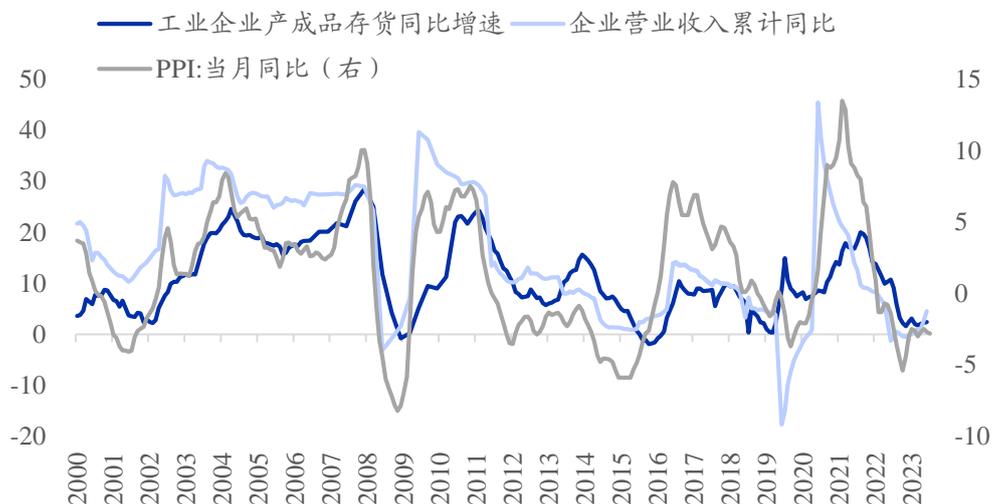
从当前的情况来看，国内库存方面，工业企业产成品库存同比增速仍在底部徘徊。2023 年 7 月，工业企业产成品库存增速见底，随后小幅回升，但由于需求偏弱，此后一直存在反复。根据统计局公布的最新数据，2024 年 2 月，规模以上工业企业产成品存货同比增速为 2.4%，尚未出现明显提升，库存增速磨底态势明显。

从领先指标来看，工业企业营收增速以及 PPI 同比增速的向上拐点均已明确。以往的库存经验显示，企业营收增速与 PPI 的向上拐点都要领先于库存周期。我国本轮 PPI 同比增速的底部出现在 2023 年 6 月，营收增速的低点出现在 2023 年年初，2023 年年中有所反复。不过不论是企业营收还是 PPI 同比增速，当前回升的幅度都不大，2024 年 3 月 PPI 同比增速仍然为-2.8%，在去年低基数情况下 2024 年 2 月企业营收累计增速也仅为 4.5%。

时间上来看，我国过去 6 轮库存周期，每轮周期的持续时长最短 30 个月，最长 48 个月，平均长度为 39.3 个月。本轮库存周期从 2020 年年初开始，至今已经持续了超过 50 个月。

因此，我们认为，当前中国库存周期的去库阶段已经基本结束，但由于需求仍然较弱，库存周期上行斜率较为平缓，暂时处于周期底部的磨底阶段。

图表 3：我国工业企业产成品库存与营收增速及 PPI 增速走势对比（%）



来源：iFind、华福证券研究所

结构上来看，制造业企业中，消费品制造业与原材料制造业库存周期领先于装备制造业率先出现了回升。2024 年 2 月，原材料制造业产成品存货同比增速为 1.6%，相较于 2023 年 7 月-3.6%的低点回升了 5.2 个百分点；消费品制造业存货同比增速为 4.1%，较 2023 年 7 月 2.5%的低点小幅回升了 1.6 个百分点；装备制造业存货同比增速为 3.0%，仍然处于下降通道。

从细分行业来看，原材料制造业中除去有色金属冶炼及加工业存货增速的低点尚不明确外，其他细分行业库存增速近期均有回升，特别是石油、煤炭及其他燃料加工业与黑色金属冶炼和压延加工业存货增速较去年低点出现了明显提升。

消费品制造业中多数细分行业进入了补库周期，特别是酒饮料和精制茶制造业、纺织业、以及化学纤维制造业补库明显，库存增速所处历史分位点均超过了 40%；不过农副食品加工业、医药制造业等行业去库周期尚未走完。

装备制造业多数细分行业仍然处于库存去化阶段，汽车制造业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业以及仪器仪表制造业库存增速仍在下行。

金属制品业库存增速出现了小幅上行。

图表 4: 2024 年 2 月中国制造业细分行业产成品库存所处位置

类别	行业名称	产成品库存同比增速	所处历史分位点	库存同比增速走势
原材料制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.2%	27.2%	
	化学原料和化学制品制造业	-0.1%	14.2%	
	橡胶和塑料制品业	2.4%	24.2%	
	非金属矿物制品业	0.1%	2.6%	
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.1%	40.8%	
	有色金属冶炼和压延加工业	2.8%	23.5%	
装备制造业	金属制品业	3.1%	18.2%	
	通用设备制造业	4.3%	15.7%	
	专用设备制造业	11.6%	46.2%	
	汽车制造业	0.2%	15.1%	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.5%	62.1%	
	电气机械和器材制造业	2.9%	10.6%	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.9%	4.5%	
	仪器仪表制造业	9.1%	28.0%	
消费品制造业	农副食品加工业	0.5%	10.8%	
	食品制造业	4.6%	23.5%	
	酒、饮料和精制茶制造业	14.0%	77.2%	
	烟草制品业	2.8%	45.8%	
	纺织业	6.7%	44.4%	
	纺织服装、服饰业	-0.9%	9.0%	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.8%	1.5%	
	家具制造业	0.1%	7.1%	
	造纸和纸制品业	-5.7%	7.1%	
	印刷和记录媒介复制业	-0.3%	7.5%	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	4.0%	10.6%	
	医药制造业	4.4%	4.4%	
	化学纤维制造业	18.8%	68.4%	

来源: iFind、华福证券研究所

美国库存方面，当前美国库存周期已接近库存去化尾声。时间上来看，截至 2024 年 1 月份，从 2020 年 8 月至今，本轮库存周期已经持续了 42 个月，超过了过去 9 轮库存周期的平均时长；位置上看，2024 年 1 月，美国商业库存同比增速为 0.41%，位于 13.4% 的历史分位点，已处于历史低位，后续继续下降的空间并不大；从领先指标来看，除零售商外，制造业及批发商销售额当月同比增速的低点均出现在 2023 年，零售商销售额同比增速在 2024 年 1 月下滑至 -0.42% 的低点，不过从趋势上来看，三大商销售额同比增速目前均处于底部震荡。

从美国制造商细分行业来看，除家具、食品、皮革、纸制品、化学产品以及塑料橡胶外，其他细分行业库存增速均出现了小幅回升；此外，当前美国非耐用品库存增速所处分位点普遍低于耐用品库存增速所处分位点。

图表 5: 1993 年以来美国商业库存同比变化情况



来源: iFind、华福证券研究所

图表 6: 2024 年 2 月美国制造商细分行业库存所处位置

行业类别	库存同比增速	所处历史分位点	行业库存占所属品类总库存比重	库存同比增速走势
制造业库存	-0.2%	20.3%	100.0%	
耐用品	1.3%	32.9%	61.6%	
合金冶炼	-1.9%	29.7%	5.4%	
机械	1.8%	39.9%	11.1%	
电脑及电子产品	0.2%	43.1%	6.5%	
电气设备、电器及零件	0.6%	37.5%	3.0%	
运输设备	3.8%	50.1%	19.8%	
家具及相关产品	-5.0%	11.2%	1.2%	
非耐用品	-2.7%	12.6%	38.4%	
食品	-3.4%	3.2%	8.2%	
饮料和烟草制品	-1.0%	12.3%	3.6%	
纺织厂	-2.6%	46.6%	0.4%	
纺织产品	-4.9%	25.2%	0.4%	
服饰	-4.4%	36.4%	0.3%	
皮革及相关产品	-6.0%	23.0%	0.1%	
纸制品	-2.8%	21.1%	2.1%	
印刷	-8.4%	12.0%	0.8%	
石油和煤炭产品	-4.7%	26.2%	5.6%	
化学产品	-0.6%	16.3%	13.1%	
塑料和橡胶制品	-5.1%	8.5%	3.8%	

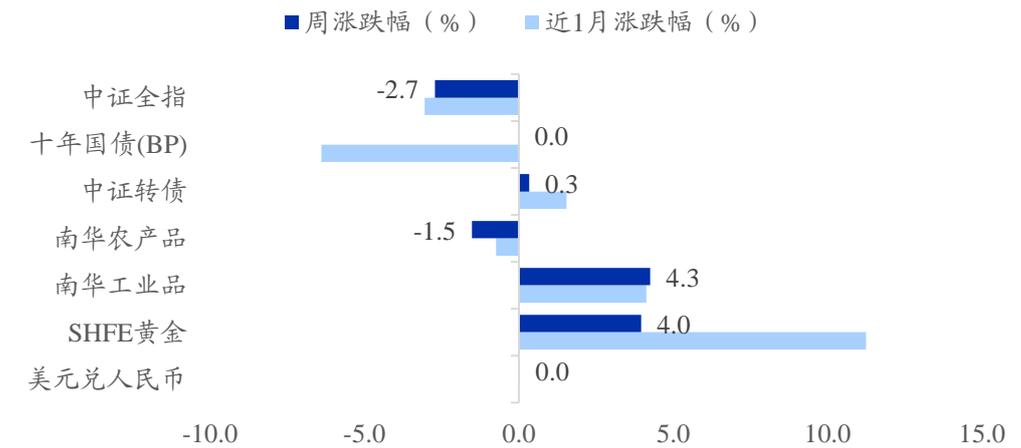
来源: iFind、华福证券研究所

综上所述,当前中美库存周期均已接近底部时刻或去库尾声,后续能否出现共振上行取决于需求能否出现明显上行,考虑到 3 月 CPI 数据公布后美联储降息预期的大幅回调,中美共振补库预计将出现在下半年。

2 资本市场一周表现回顾

上周股票市场下跌，工业品及黄金价格双双走强，农产品价格有所调整，人民币兑美元汇率环比基本持平。具体来看，股票市场中，中证全指收跌，单周跌幅为 2.7%。债券市场中，十年期国债收益率较前一周持平，中证可转债小幅上涨 0.3%。商品市场中南华农产品指数单周跌 1.5%，南华工业品指数单周涨 4.3%。黄金价格继续上涨 4.0%，人民币兑美元汇率环比基本持平。

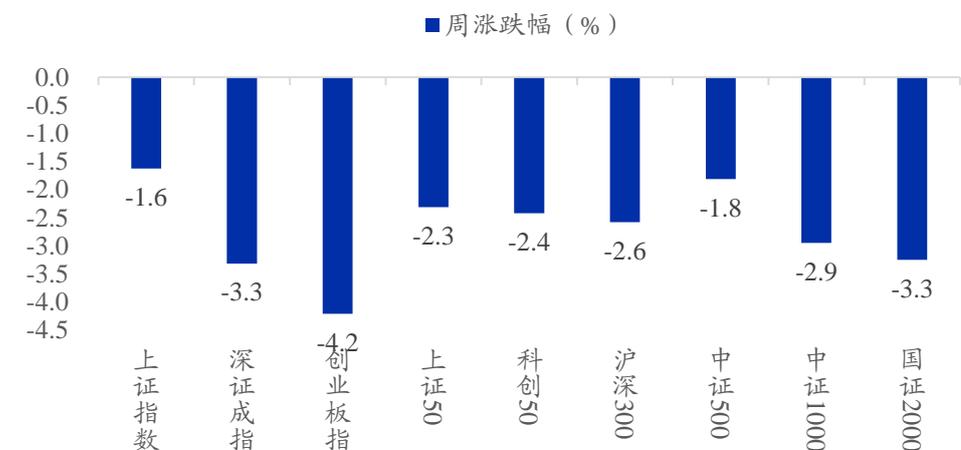
图表 7：主要大类资产市场表现



来源：iFind、华福证券研究所

从主要宽基指数来看，上周 A 股市场主要宽基指数全线收跌。具体来看，上周上证综指、深证成指、创业板指等指数单周跌幅分别为 1.6%、3.3%和 4.2%。上证 50、科创 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 等规模指数单周分别下跌 2.3%、2.4%、2.6%、1.8%、2.9%和 3.3%，同样集体收跌。

图表 8：A 股市场主要宽基指数表现

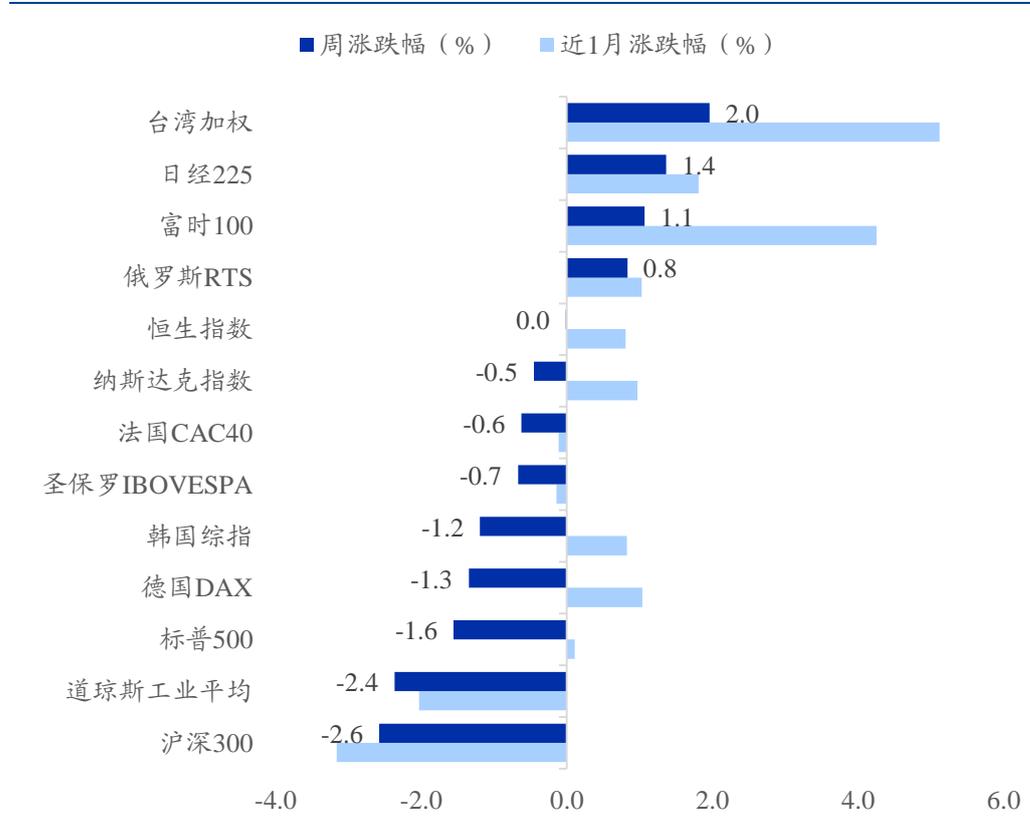


来源：iFind、华福证券研究所

从全球权益市场来看，上周全球主要股票市场多数收跌。具体来看，发达市场中美股标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数全线收跌，单周跌幅分别为 1.6%、2.4%和 0.5%。欧洲市场中法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数双双下行，单周跌幅分

别为 0.6%和 1.3%，英国富时 100 指数单周涨 1.1%。日经 225 指数单周上涨 1.4%，韩国综合指数单周下跌 1.2%，恒生指数环比上周持平。新兴市场中圣保罗 IBOVESPA 指数单周跌 0.7%，台湾加权指数单周上涨 2.0%。

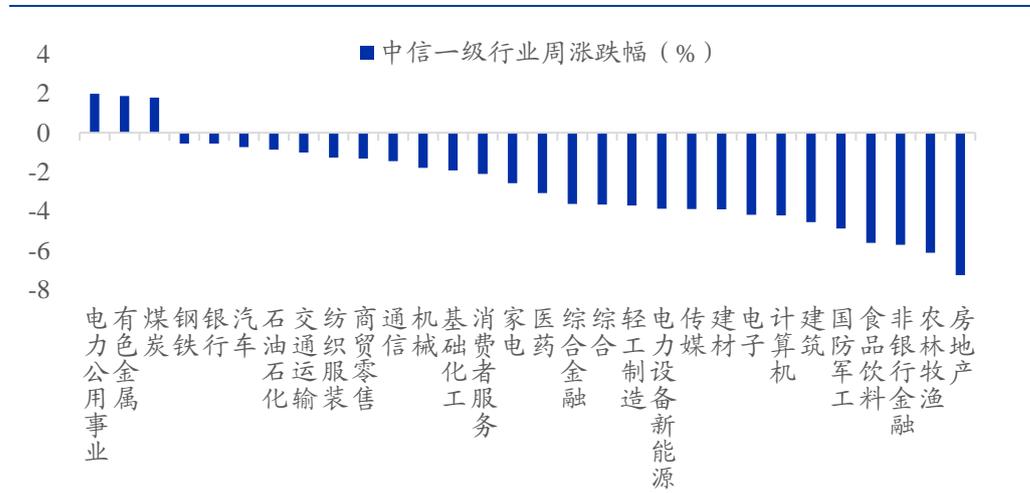
图表 9：全球主要股市涨跌幅情况



来源：iFind、华福证券研究所

上周中信各一级行业多数收跌。具体来看，上周仅电力公用事业、有色金属和煤炭行业收涨，涨幅分别为 2.0%、1.9%和 1.8%。房地产、农林牧渔与非银金融跌幅靠前，单周分别下跌 7.3%、6.1%和 5.7%。

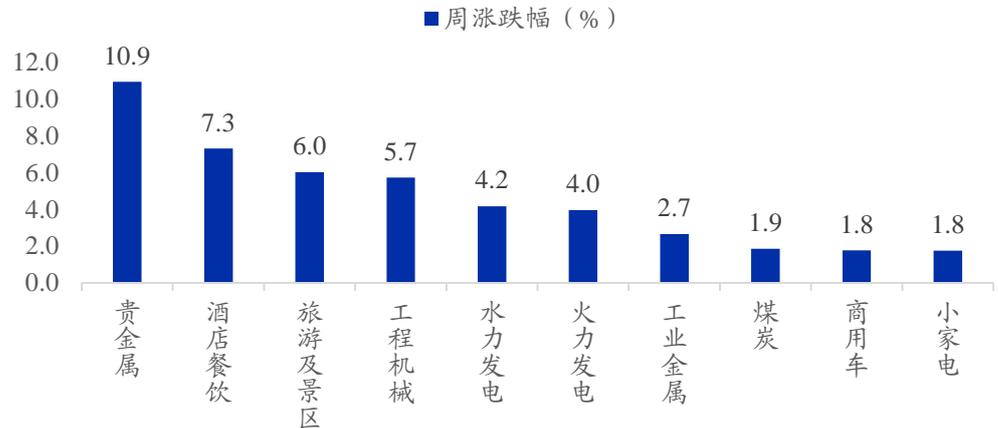
图表 10：中信一级行业指数市场表现



来源：iFind、华福证券研究所

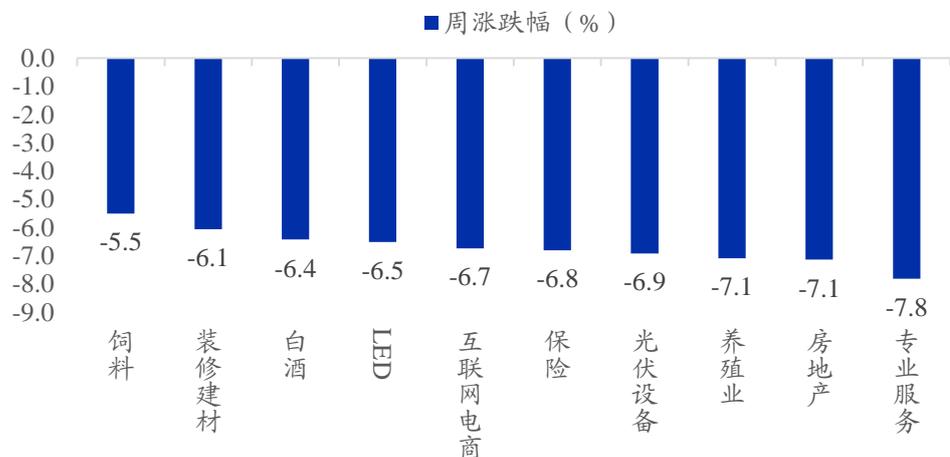
从我们筛选的细分行业来看,上周行情表现领先的前5名细分行业及周涨跌幅分别是贵金属(+10.9%)、酒店餐饮(+7.3%)、旅游及景区(+6.0%)、工程机械(+5.7%)、水力发电(+4.2%)。上周行情表现落后的后5名细分行业及周涨跌幅分别是专业服务(-7.8%)、房地产(-7.1%)、养殖业(-7.1%)、光伏设备(-6.9%)、保险(-6.8%)。

图表 11: 行情表现领先的十个细分行业



来源: iFind、华福证券研究所

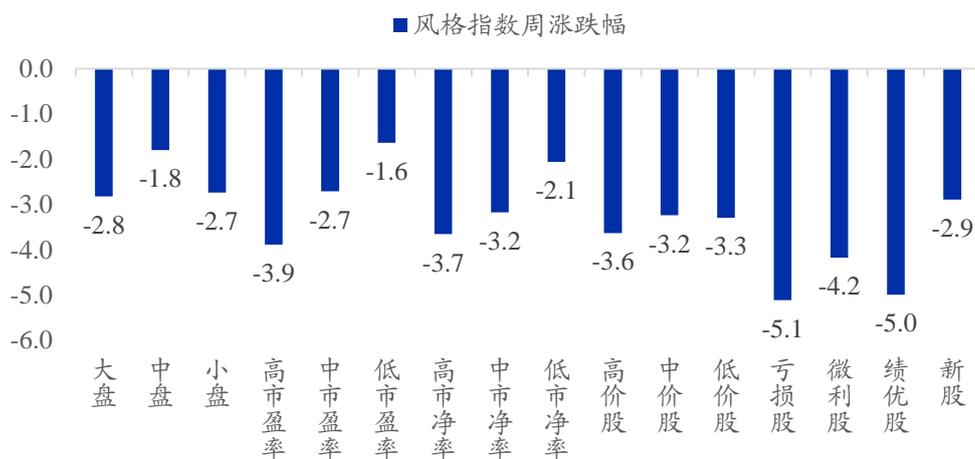
图表 12: 行情表现落后的十个细分行业



来源: iFind、华福证券研究所

上周各风格指数同样全线收跌。规模来看,上周中盘指数下跌 1.8%,跌幅小幅大盘与小盘股;估值来看,上周低市盈率及低市净率风格指数分别下跌 1.6%和 2.1%,跌幅相对较小;价格方面,上周高价股、中价股与低价股跌幅均在 3%以上,没有明显的风格偏好;基本面方面,微利股风格指数周跌幅为 4.2%,略好于亏损股及绩优股。上周新股风格指数跌 2.9%。

图表 13：风格指数市场表现情况 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

3 重要宏观经济事件回顾

国内方面，4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出了资本市场建设的主要目标，锚定了三个时间节点渐进性达成资本市场高质量发展的阶段性目标：1）未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。2）到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。3）到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。《意见》还从八个方面对今后一段时间内我国资本市场的改革发展提出了明确要求。

我们认为，这一资本市场纲领性文件有五大亮点值得特别关注：一是这是资本市场长期建设的纲领性文件，设置了资本市场未来5年、到2035年、到本世纪中叶将要达到的发展目标；二是后续政策重心将大力气提高上市公司质量，管理层将从进口和出口两个方面入手；三是严格上市公司持续监管，推动上市公司提升投资价值，主要从规范上市公司的减持和鼓励上市公司分红两个方面着手；四是进一步推动中长线资金入市，持续壮大长期投资力量；五是跨部门协调、多措并举推动资本市场高质量发展形成合力。

本次《意见》明确了资本市场高质量发展的主要目标和重要任务，为推动资本市场高质量发展描绘了清晰的路线图，对后续资本市场相关建设工作的开展与推进具有重大意义。从2004年“国九条”与2014年“新国九条”的历史经验来看，每一轮制度性改革都对未来一段时间内资本市场的发展具有重要的引领性作用。

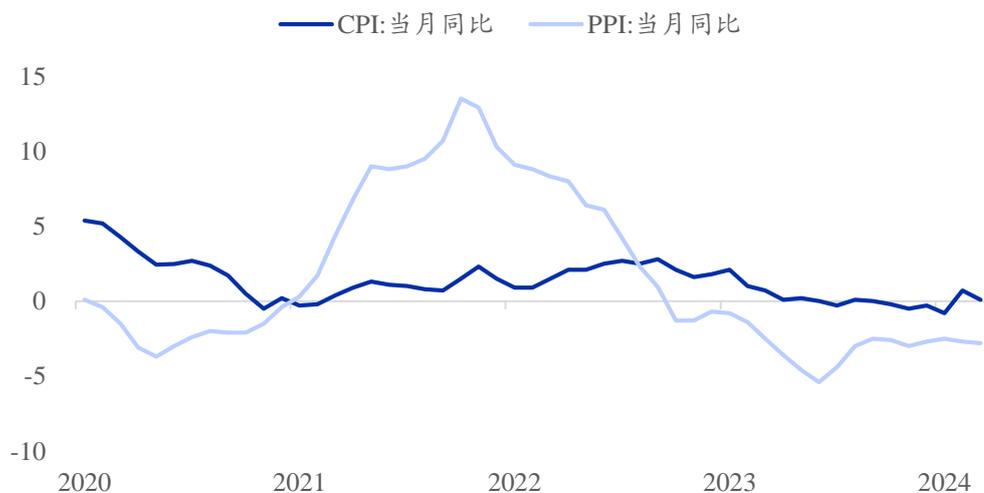
此外，上周统计局、中国人民银行以及海关总署还公布了3月份通胀、金融以及进出口数据。

通胀数据方面，3月份，受到节后需求回落的季节性因素影响，全国CPI环比下降1.0%，环比增速较上月下降2个百分点；同比由前一月的上涨0.7%转为上涨0.1%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，保持温和上涨。随着国内生产恢复，工业品供应相对充足，全国PPI环比下降0.1%，较上个月0.2%的跌幅收窄0.1个百分点；同比下降2.8%，降幅略有扩大。

3月CPI受食品和出行服务拖累下行。从分项上来看，食品烟酒、交通通信、教育文化娱乐三项环比回落较为明显。食品烟酒细分项下，主要细分食品类别价格均较上月环比有所回落。具体来看，鲜菜类跌幅靠前，由上月环比上涨12.7%转为本月环比下降11%；畜肉类环比下降3.9%，其中猪肉环比下降6.7%。鲜果环比回落4.2%，蛋类及水产品价格分别环比下降3.8%和3.5%。

生产资料价格环比跌幅收窄带动PPI环比增速小幅回升。分类别来看，3月份生产资料价格环比下降0.1%，降幅较上月收窄0.2个百分点；生活资料价格环比下降0.1%，降幅与上月持平。具体来看，下游非食品类消费品价格多数环比止跌，中上游相关分项中，原材料分项价格环比上涨，环比增速由上月的-0.4%转为0.3%，上升了0.7个百分点。

图表 14：2020 年以来 CPI 及 PPI 走势 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

金融数据方面，中国人民银行公布3月金融数据。数据显示，3月末，M2同比增长8.3%。M1同比增长1.1%。2024年3月新增社融4.87万亿，同比少增5142亿元，高于过去三年同期4.02万亿的平均水平。社融存量同比增速为8.7%，较上个月下降0.3个百分点。

具体来看，社融口径下3月人民币贷款同比少增6561亿元至3.29万亿元，外币贷款新增543亿元，同比多增116亿元。表外融资方面，3月委托贷款减少464亿元，同比少增639亿元；信托贷款新增680亿元，同比多增725亿元；未贴现票据新增3552亿元，同比多增1760亿元。从直接融资来看，3月政府债券新增4642亿元，同比少增1373亿元；企业债券新增4608亿元，同比多增1251亿元；股票融资新增227亿元，同比少增387亿元。

人民币信贷方面，2024年3月新增人民币信贷3.09万亿，同比少增8000亿元。从长短期结构来看，3月新增信贷中，短期贷款及票据融资增加1.22万亿，同比少增14亿元。中长期贷款增加2.05万亿，同比少增6532亿元。

分部门来看，2024年3月企业部门人民币贷款新增2.34万亿，同比少增3600亿元。其中，企业中长期贷款新增1.6万亿，同比少增4700亿元；企业短期贷款新增0.98万亿，同比少增1015亿元；票据融资减少2500亿，同比多增2187亿元。从居民部门看，3月居民部门贷款新增0.94万亿，同比少增3041亿元。其中，居民中长期信贷新增4516亿，同比少增1832亿元；居民短贷新增4908亿，同比少增1186亿元。

图表 15：2016 年以来社融存量同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

进出口方面，据海关统计，一季度，我国货物贸易进出口总值10.17万亿元人民币，同比（下同）增长5%。其中，出口5.74万亿元，增长4.9%；进口4.43万亿元，增长5%；出口和进口分别较去年四季度加快4.1个、2.3个百分点。

分国别来看，一季度，我国对共建“一带一路”国家进出口4.82万亿元，增长5.5%，占进出口总值的47.4%，同比提升0.2个百分点。其中，对东盟进出口1.6万亿元，增长6.4%。此外，对欧盟、美国、韩国和日本分别进出口1.27万亿、1.07万亿、5354.8亿、5182亿元，合计占33.4%。

分产品来看，一季度，我国机电产品出口3.39万亿元，增长6.8%，占出口总值的59.2%；其中，电脑及其零部件、汽车、船舶分别增长8.6%、21.7%、113.1%。同期，劳动密集型产品出口9757.2亿元，增长9.1%；其中，纺织服装、塑料制品、家具及其零件分别增长5.4%、14%、23.5%。

海外宏观方面，3月美国通胀超预期反弹。CPI同比增速3.5%，环比增速0.4%；核心CPI同比增速3.8%，环比增速0.4%。3月份PPI较上年同期增长2.1%，环比升幅0.2%。按环比0.2%的偏弱假设看，美国CPI同比到8-9月有望达到全年最低的2.8%，随后在基数效应作用下再度回至3%以上。去年12月议息会议后的答记者问

中，美联储主席鲍威尔曾提到“不(会)等到通胀率降至 2%才降息，理由是这样做会为时太晚，可能会超跌”。但无论怎么看，2.8%离 2%目标仍有较大距离，对于美联储而言控通胀的“最后一英里”仍任重道远，不排除降息预期继续后延的可能性。

4 本周重点关注事件一览

国内方面，4月16日预计将公布一季度 GDP 数据以及3月份工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等经济数据。

国外方面，4月15日预计将公布美国3月零售销售情况；4月16日预计公布欧元区2月进出口数据；4月17日公布欧元区3月通胀数据。

5 风险提示

宏观变化超预期；海外市场大幅波动；金融风险事件爆发等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn