



## 宏观周报

# 4 月政治局会议前瞻

——宏观周报（20240415-20240421）

### 证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

陈梦洁

资格编号：S0120524030002

邮箱：chenmj3@tebon.com.cn

### 相关研究

- **核心观点：按照惯例，每年 4 月的政治局会议会对开年以来的经济形势、此前确定的经济工作方向进行重新研判。预计在一季度 GDP 超市场预期下，4 月政治局会议大概率将保持定力，延续近期的政策基调。我们梳理了过去几年政治局会议前后股债市场表现来看，都有相对正面反馈，股市有维稳需求。**
- **4 月政治局会议前瞻。**按照惯例，每年 4 月的政治局会议会对开年以来的经济形势、此前确定的经济工作方向进行重新研判，7 月的政治局会议是对下半年的经济形势进行分析研究并部署经济工作，都是决定政策方向的关键性会议。近 3 年 4 月的政治局会议都在当月最后一周的周五召开，按照惯例预计今年或将在 4 月底召开。此外，4 月政治局会议或将继续围绕“分析研究当前经济形势和经济工作”的主题，政策基调大概率继续延续中央经济工作会议和两会的定调，但当前地缘形势仍存扰动，尤其是今年美国大选年，候选人或将再次打“中国牌”。
- **在形势判断和政策基调上，**我们预计大概率会延续“两会”和经济工作会议的判断，坚持“经济回升向好”、“稳中求进”的基调。考虑到中央经济工作会议提到“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，预计对外部环境的关注度或将提升。
- **在财政政策和货币政策上，**一季度 GDP 增长 5.3% 超市场预期，预计政策或将继续保持定力，在 4 月政治局会议窗口期出台更多增量政策的概率不大，或将继续观察二季度经济运行情况，在 7 月再研究下半年经济工作并做出部署。因此，4 月财政政策和货币政策表述或延续最近的基调：“积极的财政政策要适度加力、提质增效”、“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。
- **在消费方面，**去年 12 月的中央经济工作会议开始提到着力扩大国内需求，今年两会再次提及促进消费稳定增长。从一季度数据来看，商品消费和服务消费结构分化。服务消费方面不乏亮点，电影票房、娱乐演出、旅游出行等方面体现出疫后“疤痕效应”持续修复。商品消费方面，消费左移（追求高性价比的商品）拖累社零整体增速，同时，社零重要项的汽车采取价格战“以价换量”，也是低于预期的重要因素。预计未来将围绕扩内需、促消费方面持续推进，料后续将加快推进消费品以旧换新具体细则落地实施，商品消费的品类或主要集中在耐用消费品领域。
- **在投资方面，**预计延续近期的基调：积极扩大有效投资、发挥好政府投资的带动放大效应。重心将继续放在制造业各类生产设备、服务设备更新和技术改造、新型基础设施建设、防洪排涝抗灾基础设施建设等方面。今年两会安排了今年开始连续几年发行 1 万亿超长期特别国债，周四发改委表示将推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，因此预计特别国债有望在二季度集中发行。
- **从近 3 年的 4 月政治局会议前后股债市场表现来看，都有相对正面反馈。**以万得全 A 平均股价来看，2021、2022 年都有不错的波段上涨，股市有维稳需求。债市方面，1 年期国债到期收益率和 10 年期国债到期收益率来看，无论长端还是短端收益率相较于会前均有所下行。
- **德国总理率团访华，对华贸易都有哪些变化？**4 月 14 日，德国总理朔尔茨抵达重庆，展开为期 3 天、历经 3 个城市的访华之旅。这是朔尔茨自就任总理以来第二次访华，在德国对华“去风险化”战略下，德国经济陷入了停滞，2023 年全年 GDP 增速为 -0.3%。根据德国央行数据，2023 年 8 月以来，德国 WAI 指数自 2022 年以来长时间保持零下，进入 2024 年 WAI 指数更是急剧下降，高通胀、高利率和外部需求不足等多重影响持续影响德国经济增长。
- 根据《德国贸易指南（2023 年）》报告，2022 年中国与德国外贸进出口金额共计 2276.3 亿美元，占比超过德国总进出口金额的 7%。中国是德国出口汽车零部件、载人机动车辆、药品、机器及机械器具等机械化工用品的重要目标国，2022 年

中国从德国进口这些商品的金额分别达到 83 亿美元、172 亿美元、53 亿美元、26 亿美元、21 亿美元。

- 在投资方面，2023 年德国对华投资创历史新高，总额将近 120 亿欧元，根据《2022 年外国企业在德国投资报告》，中国公司主要投资于以下行业：制药和生物技术（15%）；机械和设备（13%）；信息通信技术和软件（11%）；能源、矿产和金属（11%）；消费品和食品（10%）；商业和金融服务（9%）；运输、仓储和物流（8%）；汽车（8%）；以及电子和半导体（8%）。中国企业将德国设为其欧洲总部中国在新兴产业领域的大力投资，有效促进德国重点领域经济增长与发展，同时也为德国创造了巨大的就业岗位。
- **宏观数据跟踪。** 1) 受 2023 年预供地延迟入市、低基数的影响，成交规模同比上涨 7%，但相比往年仍在历史低位。3 月，70 个大中城市房屋销售价格继续走低，尤其是新房价格指数再破新低。从城市维度来看，一季度深圳二手房成交表现最为亮眼，土拍价格北京高居榜首。从拿地企业来看，央企和城投是今年一季度土地市场的主力军。2) 从产能利用率情况来看，一季度上中下游产能利用率继续分化，受到地产周期下行的影响，中游制造业投资和基建投资成为逆周期调节的重要抓手，但终端需求不足之下，出现了一定程度的产能过剩和价格压力，尤其是靠前发力的高技术制造业的产能利用率出现比较明显的下行。3) 今年以来，恶劣天气导致供应短缺，可可豆的价格持续走高，纽约可可豆期货价格已经达到了惊人的 12250 美元/吨，今年以来的涨幅超过 190%。继可可豆价格持续创新高后，本周 IPE 罗布斯塔咖啡豆期货价格也再次刷新历史新高，IPE 罗布斯塔咖啡豆期货年初至今累涨 43.3%。
- **投资建议：股市：**随着博弈情绪渐冷，权益市场可能需要重新面对经济的现实，基本面因子仍是打开向上空间的关键因素、而中长线资金是支撑长期底部的基石。方向上，1) 优质红利资产作为底仓的配置价值逐渐显现；2) 与新质生产力、AI 题材等相关的成长方向仍有活跃基础，但近期调整压力较大，其中有业绩支撑的标的或更具韧性；3) 业绩披露期，适当加大对蓝筹白马的配置可以稀释一定的业绩风险影响；4) 出口订单好转指向的出口链机会以及全球制造业复苏下的顺周期机会。
- **债市：**国开流动性提高可能是中期限国债行情结束的信号。前期央行与政策行座谈会提到的政策行可能趁当前利率水平较低集中发行政金债降低负债成本，若政金债流动性提高能够持续，则有望接替下行空间有限的国债迎来一波行情，目前来看短期限政金债与国债之间利差高于中期限，且口行和农发债交投热度仍偏低，中短期限的口行和农发债收益率下行空间可能更大。
- **商品：**伊朗以色列地缘冲突再起，避险情绪升温，金价高位上行再破新高。原油方面，油价周跌 3.5% 原油价格高位整理，短期在地缘政治的扰动之下，预计将对供应产生一定扰动，供给收紧之下，油价总体仍以高位偏强震荡为主。预计后续全球降息周期或将为大宗商品市场带来一定的流动性支撑。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期；政策落地不及预期；经济复苏进程不及预期

## 内容目录

1. 热点聚焦 .....	5
1.1. 4月政治局会议前瞻 .....	5
1.2. 德国总理率团访华，对华贸易都有哪些变化？ .....	10
2. 宏观数据观察 .....	14
2.1. 地产：房屋销售价格继续走低，一季度深圳二手房成交表现亮眼 .....	14
2.2. 一季度受季节效应影响，上中下游产能利用率继续分化 .....	15
2.3. 继可可之后，咖啡豆期货价格大幅上涨 .....	16
3. 大类资产表现 .....	18
3.1. 股市 .....	18
3.2. 债市 .....	19
3.3. 大宗商品 .....	20
4. 投资建议及下周关注 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 4 月政治局会议召开前后全 A 平均股价走势情况 (元) .....	9
图 2: 4 月政治局会议前后中信金融/中信成长指数相对走势情况 .....	9
图 3: 4 月政治局会议召开前后 1 年期国债到期收益率走势 (%) .....	9
图 4: 4 月政治局会议召开前后 10 年期国债到期收益率走势 (%) .....	9
图 5: 德国 WAI 指数和 GDP 变化情况 .....	10
图 6: 德国进口、出口 TOP10 国家 .....	11
图 7: 2022 年德国对中国出口前十大商品金额 .....	11
图 8: 2022 年德国对中国进口前十大商品金额 .....	11
图 9: 70 个大中城市房屋销售价格继续走低, 新房价格指数再破新低 .....	14
图 10: 上游行业产能利用率平稳, 石油开采、化学纤维制造业产能利用率维持高位 ...	15
图 11: 中游行业产能利用率下行, 电气机械、计算机下行较为明显 .....	16
图 12: 下游行业产能利用率分化, 汽车大幅下行, 纺织代表的出口链出现上行 .....	16
图 13: 近 1 个月可可期货、咖啡期货、英伟达股票走势情况 .....	17
图 14: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅) .....	18
图 15: 日均成交金额情况 .....	18
图 16: 陆股通资金流入流出情况 .....	18
图 17: 风格行业近期涨跌幅表现 (%) .....	19
图 18: 换手率 TOP5 行业变化 .....	19
图 19: 本周行业板块资金流入流出情况 .....	19
图 20: 利率走势情况 .....	20
图 21: 资金价格走势情况 .....	20
表 1: 2018-2023 年 4 月、7 月、10 月、12 月政治局会议召开情况梳理 .....	5
表 2: 近 3 年 4 月政治局会议、最新中央经济工作会议和政府工作报告要点梳理 .....	6
表 3: 2022 年德国进出口情况 (与中国) .....	12
表 4: 2024 年一季度土地成交总成交金额 TOP20 城市 .....	15
表 5: 大宗商品价格情况 .....	20
表 6: 下周重点关注的宏观数据和财经事件 .....	21

## 1. 热点聚焦

### 1.1. 4月政治局会议前瞻

按照惯例，每年4月的政治局会议会对开年以来的经济形势、此前确定的经济工作方向进行重新研判，7月的政治局会议是对下半年的经济形势进行分析研究并部署经济工作，都是决定政策方向的关键性会议。我们对2018年-2023年召开的季度政治局会议做了梳理：

1) 召开时间。4月的政治局会议大部分在月底召开，遇到特殊情况则会靠前，如2020年突发疫情的年份，就提前至月中17日召开。近3年4月的政治局会议都在当月最后一周的周五召开，按照惯例预计今年或将在4月底召开。

2) 会议主题。从近几年的议题来看，4月的主题通常为“分析研究当前经济形势和经济工作”。通常，4月政治局会议的政策基调会延续上一年的经济工作会议和“两会”，但在发生较大外部扰动的情况下，会发生政策转向，如2018年3月5日召开的“两会”原本对经济形势的判断是“我国发展面临的机遇和挑战并存。世界经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素很多，主要经济体政策调整及其外溢效应带来变数，保护主义加剧，地缘政治风险上升。我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”。但2018年3月8日，美国时任总统特朗普签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，决定于3月23日起，对进口钢铁和铝产品加征关税（“232”条款下，对中国钢铁及铝产品分别加征25%、10%关税）。因此，4月会议的判断转为“我国经济周期性态势好转，但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂。要增强忧患意识、坚持问题导向，着力解决突出矛盾和问题”。工作部署方面提到“注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”。

整体来看，我们预计4月政治局会议将继续围绕“分析研究当前经济形势和经济工作”的主题，政策基调大概率继续延续中央经济工作会议和两会的定调，但当前地缘形势仍存扰动，尤其是今年美国大选年，候选人或将再次打“中国牌”，下半年扰动将持续。据俄罗斯卫星通讯社4月17日报道，白宫发表声明表示，鉴于“不公平竞争”，美国总统拜登呼吁美国贸易代表办公室考虑将对来自中国的钢铁和铝产品的现有进口关税提高两倍。声明指出，目前部分钢铁和铝产品的平均关税为7.5%。这意味着若加征关税施行，则钢铁和铝产品的平均关税将提高至15%，接近2018年“232”条款下的关税水平。

表1：2018-2023年4月、7月、10月、12月政治局会议召开情况梳理

年份	4月	7月	10月	12月
2018	分析研究当前经济形势和经济工作，审议《关于新时代加强党政军警民合力强边固防的意见》。（2018-04-23）	分析研究当前经济形势和经济工作；审议《中国共产党纪律处分条例》。（2018-07-31）	分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。（2018-10-31）	分析研究2019年经济工作；听取中央纪律检查委员会工作汇报，研究部署2019年党风廉政建设和反腐败工作。（2018-12-13）
2019	分析研究当前经济形势，部署当前经济工作；听取2018年脱贫攻坚成效考核等情况汇报，对打好脱贫攻坚战提出要求；审议	分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作；审议《中国共产党问责条例》和《关于十九届中央第三轮巡视情况的综合报告》。	研究坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题；会议决定，中国共产党第十九届	分析研究2020年经济工作；研究部署党风廉政建设和反腐败工作。（2019-12-06）

	《中国共产党宣传工作条例》。 (2019-4-19)	(2019-7-30)	中央委员会第四次全体会议于10月28日至31日在北京召开。 (2019-10-24)	
2020	分析国内外新冠肺炎疫情防控形势,研究部署抓紧抓实抓细常态化疫情防控工作;分析研究当前经济形势,部署当前经济工作。 (2020-04-17)	决定召开十九届五中全会;分析研究当前经济形势和经济工作。 (2020-7-30)	审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》。 (2020-10-16)	分析研究2021年经济工作;听取中央纪委国家监委工作汇报,研究部署2021年党风廉政建设和反腐败工作;审议《中国共产党地方组织选举工作条例》。 (2020-12-11)
2021	分析研究当前经济形势和经济工作;听取第三次全国国土调查主要情况汇报;审议《中国共产党组织工作条例》。 (2021-04-30)	分析研究当前经济形势和经济工作。 (2021-07-30)	讨论拟提请十九届六中全会审议的文件。 (2021-10-18)	分析研究2022年经济工作;研究部署党风廉政建设和反腐败工作;审议《中国共产党纪律检查委员会工作条例》。 (2021-12-06)
2022	分析研究当前经济形势和经济工作;审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。 (2022-04-29)	分析研究当前经济形势和经济工作;审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。 (2022-07-28)	研究部署学习宣传贯彻党的二十大精神;审议《中共中央政治局关于加强和维护党中央集中统一领导的若干规定》;《中共中央政治局贯彻落实中央八项规定实施细则》。 (2022-10-25)	分析研究2023年经济工作;研究部署党风廉政建设和反腐败工作。 (2022-12-07)
2023	分析研究当前经济形势和经济工作。 (2023-04-28)	分析研究当前经济形势和经济工作。 (2023-07-24)	审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》。 (2023-10-27)	分析研究2024年经济工作;研究部署党风廉政建设和反腐败工作;审议《中国共产党纪律处分条例》。 (2023-12-08)

资料来源:中国政府网,人民网等,德邦研究所

我们对近3年的4月政治局会议、最新的中央经济工作会议和政府工作报告做进一步梳理:

表2:近3年4月政治局会议、最新中央经济工作会议和政府工作报告要点梳理

	2024年3月全国两会	2023年12月中央经济工作会议	2023年4月政治局会议	2022年4月政治局会议	2021年4月政治局会议
总体形势判断	今年我国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存,有利条件强于不利因素……发展内生动力在不断积聚,经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变也不会改变。	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战,主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多,国内大循环存在堵点,外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	经济社会全面恢复常态化运行,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解,经济增长好于预期。当前我国经济运行好转主要是恢复性的,内生动力还不强,需求仍然不足。	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多,我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升,稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	我国经济恢复取得明显成效,经济运行开局良好,高质量发展取得新成效。当前经济恢复不均衡、基础不稳固。
政策基调	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破	坚持稳中求进工作总基调。	要加大宏观政策调节力度,扎实稳住经济。	要坚持稳中求进工作总基调。保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯。
财政	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	积极的财政政策要加力提效	实施好退税减税降费等政策	积极的财政政策要落实落细。
货币	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策要精准有力	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。

地产	因城施策优化房地产调控，推动降低房贷成本，积极推进保交楼工作。	一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求……在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
投资	积极扩大有效投资。发挥好政府投资的带动放大效应。	发挥好政府投资的带动放大效应。	要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	发挥有效投资的关键作用。全面加强基础设施建设。	促进制造业投资和民间投资尽快恢复
消费	促进消费稳定增长。从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。	着力扩大国内需求。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费。	改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	要促进国内需求加快恢复
就业	要突出就业优先导向，加强财税、金融等政策对稳就业的支持，加大促就业专项政策力度。	更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。	强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。	稳定和扩大就业。	强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。
产业	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道，创建一批未来产业先导区。	要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。	要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。		要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。要有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。
防风险	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。	要有效管控重点领域风险，守住不发生系统性风险底线。	要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。
政府债务	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。	统筹好地方债务风险化解和稳定发展。	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。		
对外开放	主动对接高标准国际经贸规则，稳步扩大制度型开放，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，巩固外贸外资基本盘，培育国际经济合作和竞争新优势。	扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。	要全面深化改革、扩大高水平对外开放。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。	要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。	推动共建“一带一路”高质量发展。
平台企业	支持平台企业在促进创新、增加就业、国际竞争中中大显身手。		要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。

资料来源：中国政府网，新华社等，德邦研究所

**在形势判断和政策基调上**，我们预计大概率会延续“两会”和经济工作会议的判断，坚持“经济回升向好”、“稳中求进”的基调。考虑到中央经济工作会议提到“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”，叠加今年美国大选年，预计对外部环境的关注度或将提升。

**在财政政策和货币政策上**，一季度 GDP 增长 5.3% 超市场预期，预计政策或将继续保持定力，在 4 月政治局会议窗口期出台更多增量政策的概率不大，或将继续观察二季度经济运行情况，在 7 月再研究下半年经济工作并做出部署。因此，4 月财政政策和货币政策表述或延续最近的基调：“积极的财政政策要适度加力、提质增效”、“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。

**在消费方面**，去年 12 月的中央经济工作会议开始提到着力扩大国内需求，今年两会再次提及促进消费稳定增长，预计 4 月政治局会议将继续沿用这一定调。从一季度数据来看，商品消费和服务消费结构分化。服务消费方面不乏亮点，电影票房、娱乐演出、旅游出行等方面体现出疫后“疤痕效应”持续修复。商品消费方面，消费左移（追求高性价比的商品）拖累社零整体增速，同时，社零重要项的汽车采取价格战“以价换量”，也是社零低于预期的重要因素。整体来看，一季度社零同比增长 4.7% 低于预期的情况下，预计未来将围绕扩内需、促消费方面持续推进，料后续将加快推进消费品以旧换新具体细则落地实施，商品消费品类或主要集中在耐用消费品领域。

**在投资方面**，预计延续近期的基调：积极扩大有效投资、发挥好政府投资的带动放大效应。重心将继续放在制造业各类生产设备、服务设备更新和技术改造、新型基础设施建设、防洪排涝抗灾基础设施建设等方面。今年两会安排了今年开始连续几年发行 1 万亿超长期特别国债，周四发改委表示将推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，因此预计特别国债有望在二季度集中发行。

**在产业政策上**，预计“新质生产力”仍将是重点布局方向。发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，大力推进现代化产业体系建设。预计将继续围绕优势产业（如新能源汽车）和未来产业（如低空经济、人工智能等）推进。

**在地产政策上**，因城施策优化房地产调控，满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。预计或将继续加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。

**在对外开放上**，近期表述更加积极：主动对接高标准国际经贸规则，稳步扩大制度型开放，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。近期总理赴广州同第 135 届中国进出口商品交易会境外采购商代表座谈。

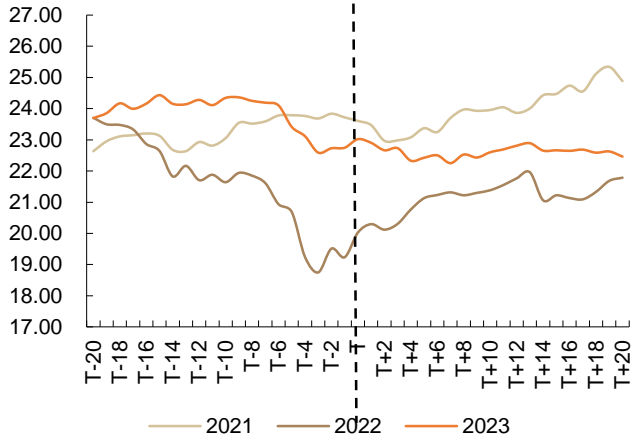
**在防范风险上**，化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。

由于 4 月的政治局会议通常会围绕经济工作研究讨论，关系到接下来一段时间宏观经济的运行走势，因此会对股市、债市、汇市以及大宗市场产生一定影响。



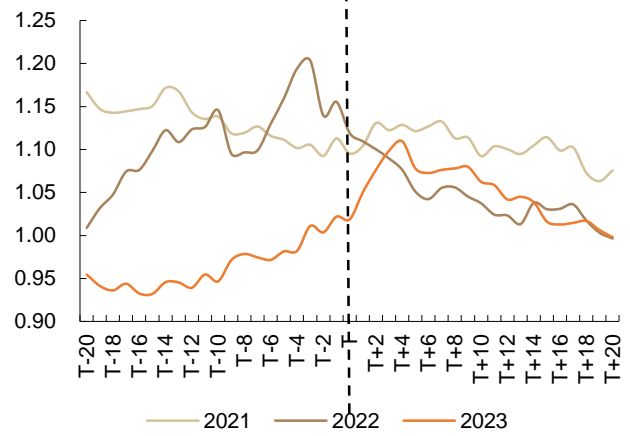
近3年4月政治局会议前后，**A股市场表现**：以万得全A平均股价来看（能够较好的代表A股全市场股票价格走势情况），以延续运行趋势为主，不过在2021、2022年都有不错的波段上涨，**股市有维稳需求**。在盘面风格表现上，会前金融风格普遍表现稳健，会后成长风格有所表现。

图 1：4月政治局会议召开前后全A平均股价走势情况（元）



资料来源：Wind，德邦研究所

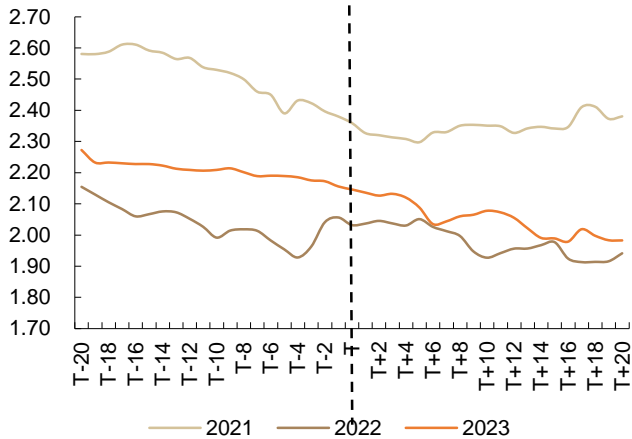
图 2：4月政治局会议召开前后中信金融/中信成长指数相对走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

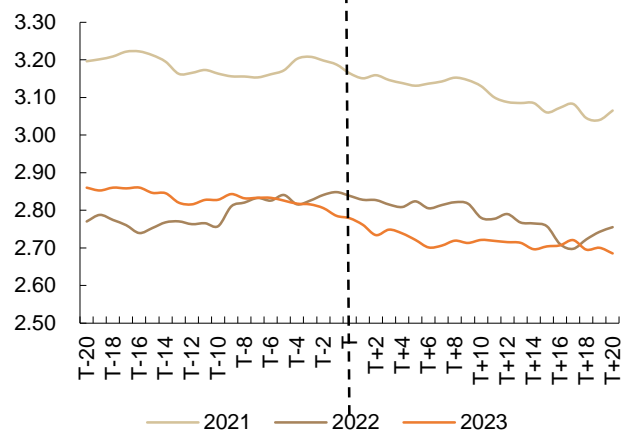
近3年4月政治局会议前后，**债市表现**：1年期国债到期收益率和10年期国债到期收益率来看，无论长端还是短端，收益率相较于会前一个月均有所下行。

图 3：4月政治局会议召开前后1年期国债到期收益率走势（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：4月政治局会议召开前后10年期国债到期收益率走势（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 德国总理率团访华，对华贸易都有哪些变化？

4月14日，德国总理朔尔茨抵达重庆，展开为期3天、历经3个城市的访华之旅。这是朔尔茨自就任总理以来第二次访华，他也是今年首位访华的西方大国领导人。在德国对华“去风险化”战略下，德国经济陷入“技术性衰退”。此次访华释放了积极信号，加强中德之间的经贸合作。德国作为世界第3大经济体、世界工业强国，拥有雄厚的工业基础与完善的基础设施，主要产业分布在汽车及零部件销售、机械设备出口、电子电气工业以及化工产品，在国际贸易的过程当中发挥着积极的作用。

**德国经济增长陷入停滞，内外矛盾压力齐现。**自俄乌冲突以来，德国经历了严重的能源危机并承担了较大的难民压力与政治压力，多重危机之下，德国经济陷入了停滞，2023年全年GDP增速为-0.3%。

根据德国央行数据，2023年8月以来，德国WAI指数（德国央行基于电力消耗、空中交通、谷歌搜索和提现等数据编制的每周经济活动指数）自2022年以来长时间保持零下，进入2024年WAI指数更是急剧下降，高通胀、高利率和外部需求不足等多重影响持续影响德国经济增长。

图5：德国WAI指数（点）和GDP变化率（%）情况



资料来源：Deutsche Bundesbank, Wind 等，德邦研究所

根据《2022年外国企业在德国投资报告》，中国公司主要投资于以下行业：制药和生物技术（15%）；机械和设备（13%）；信息通信技术和软件（11%）；能源、矿产和金属（11%）；消费品和食品（10%）；商业和金融服务（9%）；运输、仓储和物流（8%）；汽车（8%）；以及电子和半导体（8%）。中国公司从事业务最多的领域是销售和营销支持，占45%；制造和研发占19%；商业服务占9%；并且有10%的中国企业将德国设为其欧洲总部，中国在新兴产业领域的大力投资，有效促进德国重点领域经济增长与发展。

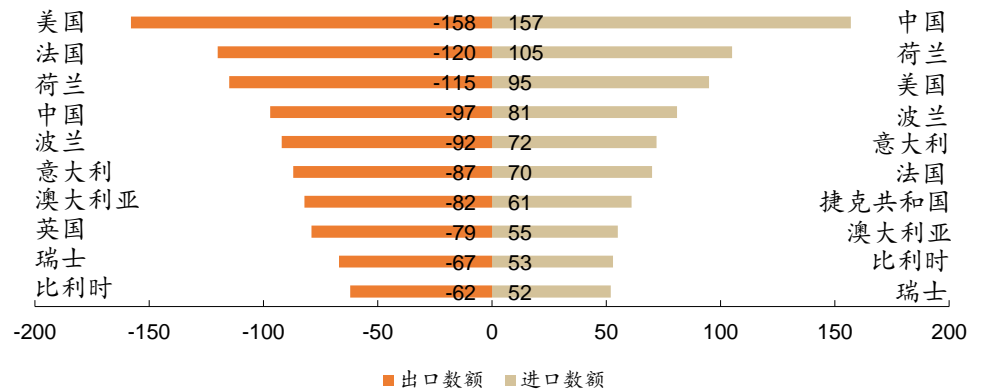
**中国企业在德国新兴战略产业领域大力投资，在关键基础设施与中心产业供应链当中占据重要位置。**全球动力电池龙头宁德时代在德国图林根州阿恩施塔特的工厂投资约18亿欧元，初始规划产能14GWh，预计满产后的年产量将达到3000万枚电池电芯，足以装配18.5万至35万辆电动汽车，将为宝马、戴姆勒、博世等欧洲汽车制造商提供电池电芯。

**中国对德国的投资为德国创造了巨大的就业岗位。**中资企业在德国雇佣本地

员工的比例高达 93%，仅德国中国商会受访的 350 家在德中国企业就为当地创造了 5 万个就业岗位，有超 7 成的中国企业计划在未来 3-5 年内在德国追加投资，超 9 成中国企业已经将社会责任纳入了企业纲领，为德国的社会稳定发挥了积极作用。

在国际贸易方面，中国与德国更有着紧密的联系。2023 年，高通胀抑制德国国内消费需求之下，德国增长目光转向出口，但高利率与地缘政治冲突风险带来的海外需求疲软严重打击了德国的出口，德国陷入了衰退和停滞之间的暮色地带。中国已经连续 8 年成为德国最大的贸易伙伴，与德国经济发展之间存在千丝万缕的联系，对德国经济的增长起到举足轻重的作用。

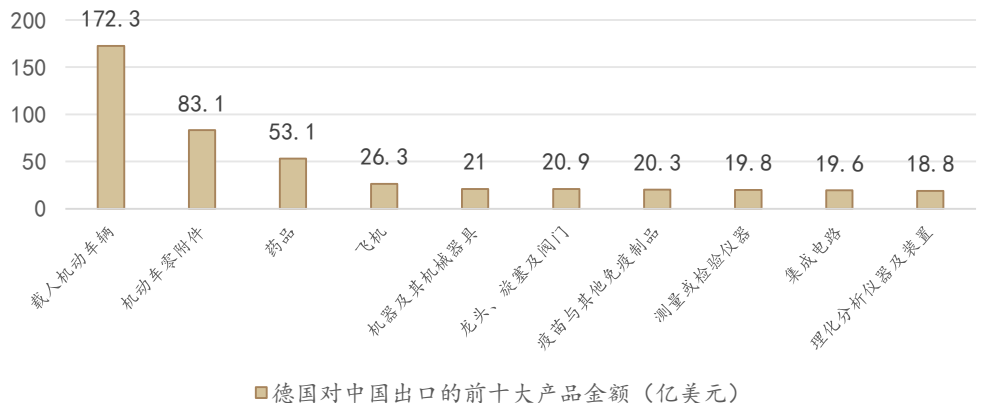
图 6：德国进口、出口 TOP10 国家（单位：十亿欧元）



资料来源：Bundesamt, 德邦研究所

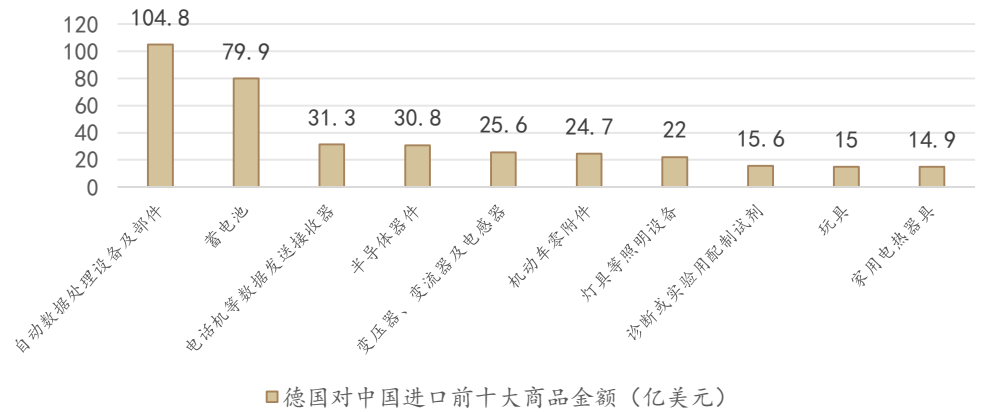
根据《德国贸易指南（2023 年）》报告，2022 年中国与德国外贸进出口金额共计 2276.3 亿美元，占比超过德国总进出口金额的 7%。中国是德国出口机动车零部件、载人机动车辆、药品、机器及机械器具等机械化工用品的重要目标国，2022 年中国从德国进口这些商品的金额分别达到 83 亿美元、172 亿美元、53 亿美元、26 亿美元、21 亿美元。

图 7：2022 年德国对中国出口前十大商品金额



资料来源：Global Trade Flow, 德国贸易指南(2023 年)等, 德邦研究所

图 8：2022 年德国对中国进口前十大商品金额



资料来源：Global Trade Flow，德国贸易指南(2023年)等，德邦研究所

而在一些终端消费品领域，中国制造产品更是在德国获得了良好的追捧，根据 OEC.WORLD 贸易数据显示，德国在一些轻工业产品方面对中国有着较强的进口依赖，例如鞋类和头饰、家具床上用品等对中国的进口依赖程度都超过了 20%，机械与机械配件、电机及电子设备这些与德主要产业密切相关的工业品对中国进口依赖度分别为 19.76%与 24.01%。在数字和新能源领域，2022 年中国对德出口了 104.8 亿美元的自动数据处理设备及其部件，与 79.9 亿美元的蓄电池，为德国制造业发展提供了相当的助力。

表 3：2022 年德国进出口情况（与中国）

主要产品	行业	进口值-中国 (十亿美元)	进口占比	出口值-中国 (十亿美元)	出口占比
矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品	矿产	0.04	0.02%	0.25	0.44%
动物源性食用产品	动物制品	0.01	0.09%	0.04	0.29%
饮料、烈酒和醋	食品业	0.02	0.20%	0.02	0.26%
医药产品	化工行业	0.48	0.68%	5.24	4.19%
谷物、面粉、淀粉或牛奶制品	食品业	0.04	0.73%	0.20	2.41%
宝石、金属和珍珠	贵金属	0.42	1.39%	0.29	1.44%
钢铁	金属	0.52	1.43%	0.68	1.85%
飞机、航天器	交通运输业	0.16	1.49%	3.15	10.61%
铜制品	金属	0.34	2.20%	0.76	4.75%
香水、化妆品	化工行业	0.19	2.23%	0.33	2.88%
汽车、拖拉机、卡车及其零件	交通运输业	3.76	2.76%	30.60	12.14%
纸制品	纸制品	0.59	3.47%	0.24	0.92%
肥皂、清洁剂、蜡烛、牙科膏、造型膏	化工行业	0.19	3.76%	0.65	6.74%
铝制品	金属	1.07	3.95%	0.31	1.50%
化学产品	化工行业	0.73	4.10%	1.11	4.19%
橡胶及其制品	塑料橡胶行业	1.09	6.61%	0.93	5.46%
无机化学品	化工行业	0.71	6.93%	1.88	12.29%
木材、木制品和木炭	木制品	0.82	7.08%	0.80	6.17%
油漆、染料和清漆	化工行业	0.41	7.63%	0.54	4.16%
塑料及其制品	塑料橡胶行业	5.46	9.24%	3.95	4.57%
有机化学品	化工行业	4.91	10.40%	1.26	3.54%
光学、摄影及电影设备； 医疗器械	仪器类	4.82	10.41%	10.10	13.24%
钢铁制品	金属	3.81	11.69%	1.60	4.78%
船舶、船只和浮动结构	交通运输业	0.42	14.76%	0.24	3.77%
针织服装辅料	纺织业	4.55	16.02%	0.03	0.20%

非针织服装辅料	纺织业	4.26	17.46%	0.07	0.60%
机械、机械器具	机械行业	33.40	19.76%	21.30	8.49%
鞋类	鞋类和头饰	3.35	22.33%	0.02	0.23%
电机及电子产品	机械行业	47.30	24.01%	17.10	10.06%
家具、床上用品、灯具、预制建筑	杂项	6.01	24.04%	0.34	1.97%

资料来源：OEC.WORLD，德邦研究所

注：选取产品的进出口份额均占当年德国进出口份额的 1%以上

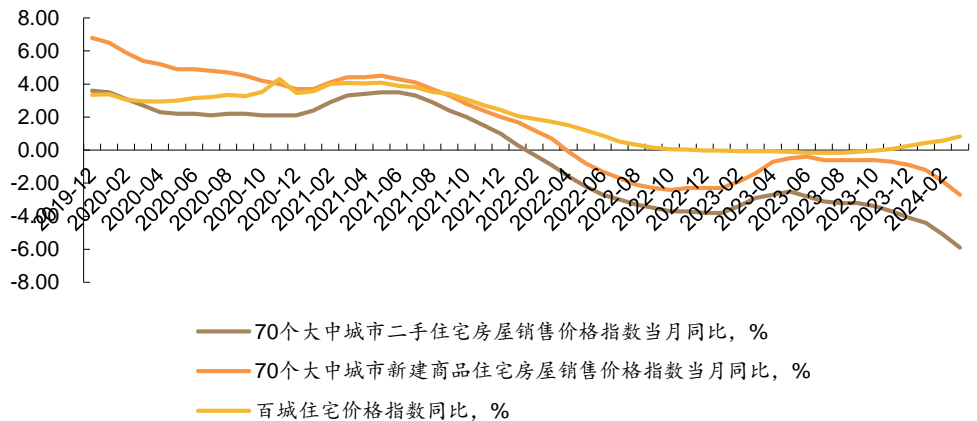
## 2. 宏观数据观察

### 2.1. 地产：房屋销售价格继续走低，一季度深圳二手房成交表现亮眼

2024 第一季度，受 2023 年预供地延迟入市、低基数的影响，成交规模同比上涨 7%，但相比往年仍在历史低位。市场热度方面，得益于京沪苏杭等热点城市核心板块地块的出让热度，平均溢价率增至 4.5%，环比 2023 年四季度有所回升。就土拍热度表现来看，2024 一季度与 2023 年基本持平。

3 月，70 个大中城市房屋销售价格继续走低，尤其是新房价格指数再破新低。根据统计局披露，70 个大中城市二手住宅房屋销售价格、70 个大中城市新建商品住宅房屋销售价格指数同比分别下跌 5.9% 和 2.7%。根据克尔瑞数据，2024 年一季度，17 个重点监测城市二手房累计成交面积预计为 1721 万平方米，累计同比下降 22%，较去年四季度下降 16%。

图 9：70 个大中城市房屋销售价格继续走低，新房价格指数再破新低



资料来源：Wind，统计局等，德邦研究所

从城市维度来看，一季度深圳二手房成交表现最为亮眼，受益于限购政策松绑，加上业主以价换量主动调降挂牌价，深圳二手房市场维持较高热度，前 3 月累计成交 87 万平方米，较去年一季度增长 19%，是核心城市中少有的累计同比保持正增长的城市。对比一二手房市场，一季度二手房成交仍然强于新房，重点城市二手房成交份额继续扩大。诸如北京、厦门等城市二手房成交占比跃升至 7 成左右，较 2023 年明显提升。

土拍价格北京高居榜首，上海、苏州、杭州、长沙、合肥等城市竞拍热度较高。从成交金额 TOP20 城市来看，一线四城均入榜，北京以 424 亿元金额高居榜首，西安、杭州、上海分别位列二、三、四位成交金额均超 200 亿元。热度方面，市场持续分化。就溢价率来看，长三角城市溢价率相对突出，上海、杭州、合肥、苏州溢价率分别达到了 8%、14%、27% 和 9%。除长三角城市外，北京、长沙、绍兴、成都、济南表现也较为突出，溢价率均超 5%。值得注意的是，西安、济南、石家庄、南京、广州城市土拍热度降至冰点，所拍地块以底价成交为主。

表 4：2024 年一季度土地成交总成交金额 TOP20 城市

排名	城市	土地价格, 亿元	总建筑面积, 万平方米	平均楼板价, 元/平方米	溢价率
1	北京	424	160	26404	5%
2	西安	250	410	6099	1%
3	杭州	231	205	11265	14%
4	上海	210	82	25716	8%
5	石家庄	106	350	3033	0%
6	济南	73	312	2350	0%
7	南京	72	181	3988	0%
8	保定	66	360	1843	0%
9	郑州	64	270	2377	3%
10	长沙	55	100	5548	21%
11	深圳	52	22	23914	0%
12	成都	50	239	2111	5%
13	绍兴	40	83	4822	5%
14	苏州	39	147	2631	9%
15	重庆	37	141	2641	4%
16	广州	37	21	17541	0%
17	金华	35	60	5852	1%
18	合肥	34	28	12152	27%
19	济宁	33	221	1476	20%
20	天津	32	44	7261	2%

资料来源：CRIC，德邦研究所

从拿地企业来看，央企和城投是今年一季度土地市场的主力军。前两月，央企成为拿地金额 TOP100 中的拿地主力，拿地金额占比达到 37%，与城投拿地金额占比持平。而民企投资力度则依然在三类房企中垫底。

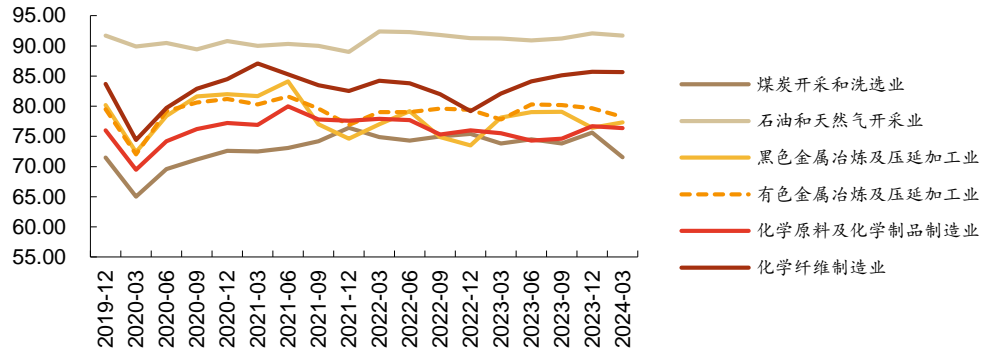
## 2.2. 一季度受季节效应影响，上中下游产能利用率继续分化

一季度产能利用率下行，主要是受到季节效应的影响。上中下游产能利用率继续分化，上游行业产能利用率平稳，石油开采、化学纤维制造业产能利用率维持高位；中游行业产能利用率下行，电气机械、计算机下行较为明显；下游行业产能利用率分化，汽车受出现大幅下行，以纺织为代表的出口链出现上行。

受到地产周期下行的影响，中游制造业投资和基建投资成为逆周期调节的重要抓手，但另一方面，终端需求不足之下，出现了一定程度的产能过剩和价格压力，尤其是靠前发力的高技术制造业，如电气机械、计算机、汽车制造业等行业的产能利用率出现比较明显的下行，分别下行 4.38、2.91 和 12.03 个百分点至 72.74%、74.72%、64.87%。预计在大规模设备更新和消费品以旧换新的牵引下，有望拉动终端需求回升，带动行业产能利用率和价格的回升向好。

图 10：上游行业产能利用率平稳，石油开采、化学纤维制造业产能利用率维持高位

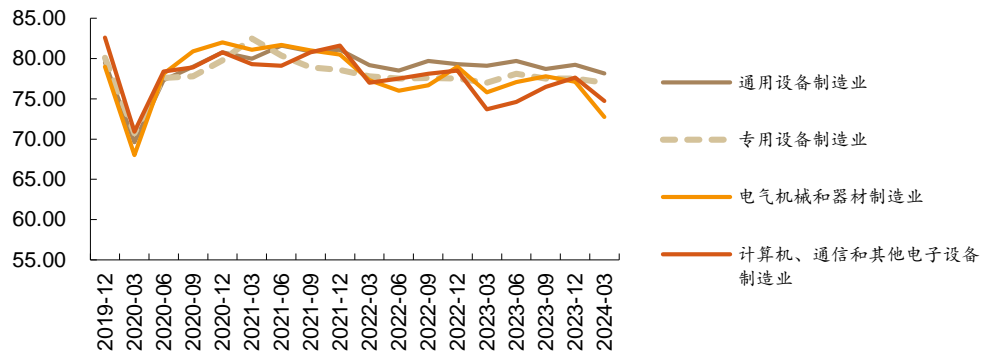
上游行业产能利用率情况，%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：中游行业产能利用率下行，电气机械、计算机下行较为明显

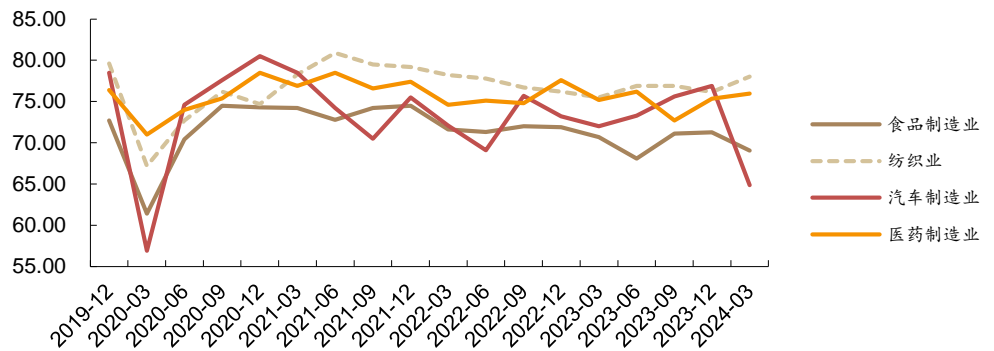
中游行业产能利用率情况，%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：下游行业产能利用率分化，汽车大幅下行，纺织代表的出口链出现上行

下游行业产能利用率情况，%



资料来源：Wind，德邦研究所

### 2.3. 继可可之后，咖啡豆期货价格大幅上涨

今年以来，受到厄尔尼诺等气候异常现象影响，恶劣天气导致供应短缺，可可豆的价格持续走高，4月19日，纽约可可豆期货价格已经达到了惊人的12250美元/吨，今年以来的涨幅超过190%。

同样受到供给扰动的还有咖啡，越南农业部上月发布预测，由于干旱，2023/24

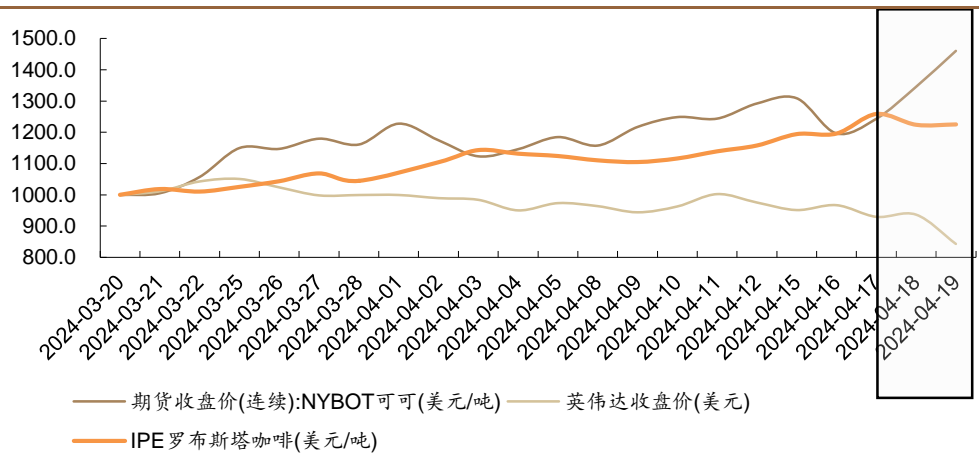


生产季的咖啡产量可能下降 20%，至 147.2 万吨，创近 4 年新低。英国的大宗商品经纪服务以及多元交易服务提供商 Marenx Group Plc 预测，由于越南产量减少，2024/25 年全球罗布斯塔咖啡供应赤字将达到 270 万袋。

继可可豆价格持续创新高后，本周 IPE 罗布斯塔咖啡豆期货价格也再次刷新历史新高，同时走强的还有美国 C 型咖啡期货，而这项农产品也位于其历史高位附近，IPE 罗布斯塔咖啡豆期货年初至今累涨 43.3%。

荷兰合作银行分析指出，《欧盟零毁林法案》会给咖啡豆的市场带来不可预测的风险，而这一点同样适用于可可。法案规定，出口给欧盟的棕榈油、咖啡、可可等 7 种大宗商品，必须确保与森林砍伐无关，否则将被禁止销售。

图 13：近 1 个月可可期货、咖啡期货、英伟达股票走势情况



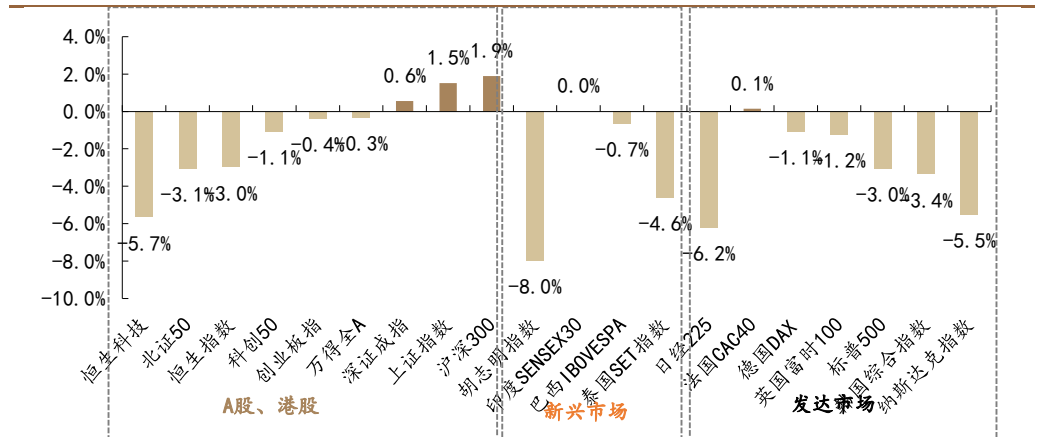
资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 大类资产表现

#### 3.1. 股市

4月15日-4月19日当周,全球市场普遍下跌,A股涨跌分化体现一定韧性,金融、稳定风格表现较好。具体来看,上证指数、沪深300、创业板指、恒生指数的周涨跌幅分别为1.5%、1.9%、-0.4%、-3.0%。亚洲市场普遍跌幅明显,日经225、胡志明指数、韩国综合指数的周跌幅分别为6.2%、8.0%、3.4%。欧洲市场涨跌分化,英国富时100、德国DAX、法国CAC40指数周涨跌幅分别为-1.2%、-1.1%、0.1%。美股遇到调整,纳斯达克大跌5.5%,标普500周跌3.0%。

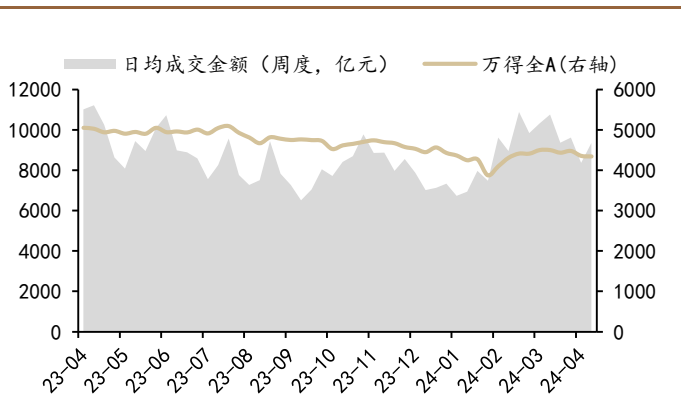
图 14: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅)



资料来源: Wind, 德邦研究所

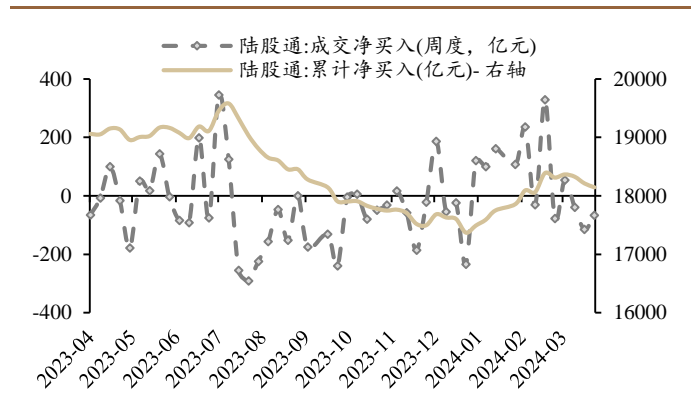
本周市场成交小幅回暖,两市日均成交额回升至9345亿元,但仍不足万亿。资金层面,主力资金周净流出724亿元,上一周为净流出924亿元,流出金额收窄,北上继续净流出67亿元,已连续3周净流出。

图 15: 日均成交金额情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 陆股通资金流入流出情况

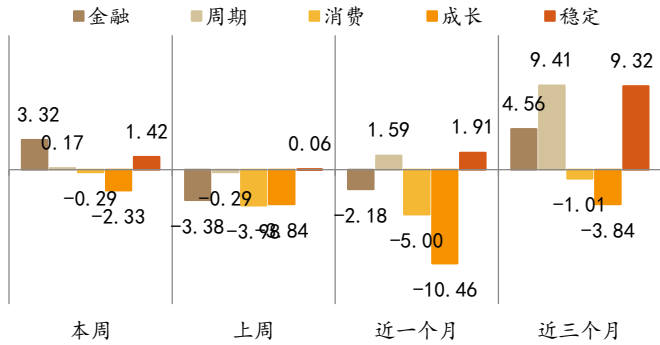


资料来源: Wind, 德邦研究所

市场风格上金融、稳定风格表现较好,换手活跃的板块依旧主要集中在TMT和有色等领域,但受益于低空经济持续落地发酵,机械设备板块的换手成交明显回暖。先行指标指向宏观面在边际上有所改善,但经平滑后的趋势仍较弱,地产仍是当前经济的掣肘点,消费对经济的支撑力度也有待提升。然而,1-2月经济数

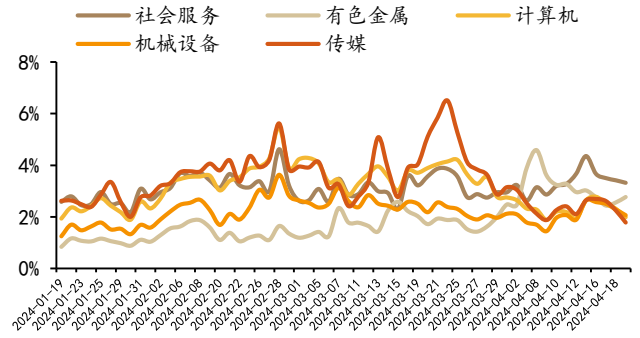
据也呈现出许多边际亮点，有助于风险偏好的修复。

图 17：风格行业近期涨跌幅表现 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：换手率 TOP5 行业变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：本周行业板块资金流入流出情况

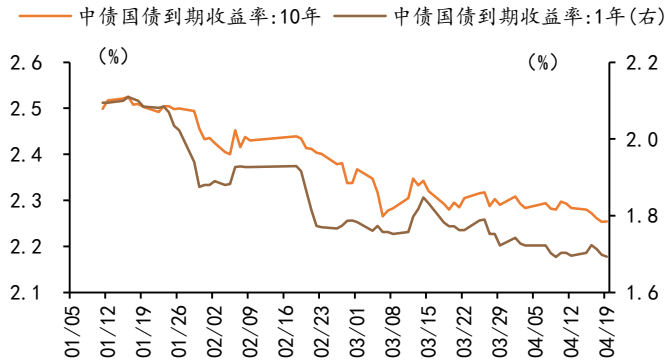
申万一级行业	主力资金净流入(亿)	北向资金净流入(亿)	南向资金净流入(亿)
电力设备	-7.4	-18.3	-6.1
电子	-8.3	-22.0	12.0
传媒	-5.3	-3.7	3.9
国防军工	-3.9	-0.4	0.2
医药生物	-5.7	11.6	7.9
美容护理	-1.2	2.9	1.6
石油石化	0.7	-4.5	34.9
有色金属	-8.7	-3.2	9.3
机械设备	-4.2	6.2	4.4
基础化工	-2.9	1.1	0.9
轻工制造	0.8	2.7	3.3
公用事业	-2.0	-7.2	17.1
综合	-1.7	0.1	1.7
环保	-1.2	1.5	3.5
农林牧渔	1.4	-4.2	0.0
计算机	-7.7	-4.8	1.6
商贸零售	-1.2	-10.4	4.8
建筑材料	-1.6	-6.8	1.2
纺织服饰	1.8	1.2	-0.4
社会服务	-2.8	0.7	10.5
通信	-3.2	-4.6	38.1
煤炭	3.6	-1.7	18.6
银行	10.1	7.8	59.4
交通运输	3.3	-5.0	12.5
家用电器	-1.1	-3.8	1.5
建筑装饰	-1.8	4.7	1.6
汽车	-2.6	-7.9	5.6
钢铁	1.6	-1.5	0.0
房地产	-1.8	1.2	14.3
食品饮料	-1.2	2.5	7.9
非银金融	1.8	7.3	30.7

资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2. 债市

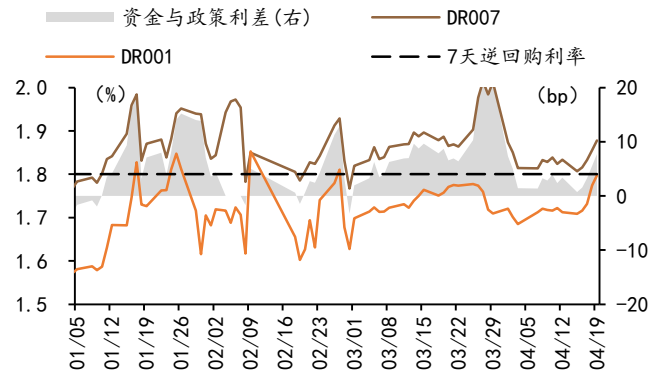
上周长债收益率窄幅波动，短债收益率持续下降，本周长债期限尤其是 30Y 超长债收益率明显补降，新老活跃券收益率在周二以来下行幅度较大，周尾波动幅度收窄，超长债收益率补降过后多空力量可能更趋均衡。从借贷集中度来看，新老活跃券都从 40% 以上降至 37.7% 左右，再次呈现整理特征。

图 20: 利率走势情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 资金价格走势情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.3. 大宗商品

CRB 大宗商品综合指数周涨 0.9%，全球经济复苏深入、需求超预期回暖，铜、铝明显走强，LME 铝期货周涨 7.3%、LME 铜期货周涨 5.0%。

COMEX 期金本周周涨 2%报挺进 2400 大关，报收 2406.7 美金/盎司，伊朗以色列地缘冲突再起，避险情绪再次升温，金价高位上行再破新高。原油方面，油价周跌 3.5%报 87.3 美元/桶，原油价格高位整理，短期在地缘政治的扰动之下，预计将对供应产生一定扰动，供给收紧之下，油价总体高位偏强震荡为主。

预计后续全球降息周期或将为大宗商品市场带来一定的流动性支撑。

表 5: 大宗商品价格情况

商品	最新日期	最新值	近 1 周	近 1 月	近 1 季	年初以来	近 1 年
CRB 大宗商品综合指数	4 月 19 日	552.93	0.9%	3.6%	8.7%	8.3%	0.1%
上游 布伦特原油期货 (美元/桶)	4 月 19 日	87.29	-3.5%	-0.1%	11.1%	11.6%	5.0%
天然气期货 (美元/百万英热单位)	4 月 19 日	1.76	-0.7%	0.7%	-30.1%	-34.5%	-19.2%
源 COMEX 黄金期货 (美元/盎司)	4 月 19 日	2406.7	2.0%	11.4%	18.5%	17.4%	19.9%
品 秦皇岛港动力末煤 (元/吨)	4 月 18 日	826	3.1%	-3.4%	-9.2%	-10.8%	-19.2%
焦煤期货价格 (元/吨)	4 月 19 日	1802.5	5.5%	10.5%	-1.1%	-8.6%	13.8%
螺纹钢现货 (元/吨)	4 月 19 日	3812	2.8%	3.4%	-5.3%	-7.0%	-6.7%
螺纹钢期货 (元/吨)	4 月 19 日	3678	1.7%	3.8%	-5.9%	-9.3%	-6.6%
上游 铁矿石期货 (元/吨)	4 月 19 日	867	4.8%	6.6%	-8.4%	-14.4%	10.9%
水泥价格指数 (全国)	4 月 19 日	107.8	1.7%	1.6%	-1.8%	-4.8%	-22.2%
原材料 LME 铜期货	4 月 19 日	9874.5	5.0%	10.1%	17.8%	16.0%	10.1%
LME 铝期货	4 月 19 日	2660.5	7.3%	17.3%	22.5%	15.4%	8.6%
碳酸锂 99.5%电 (元/吨)	4 月 19 日	111340	-1.3%	-1.2%	15.3%	14.9%	-38.1%
钴 (元/吨)	4 月 19 日	220600	-1.1%	-2.8%	1.0%	-0.2%	-20.2%
镨钕氧化物 (元/吨)	4 月 19 日	387500	0.6%	11.5%	-3.1%	-9.9%	-18.8%
重要 乙烯价格 (美元/吨)	4 月 19 日	890	-1.1%	-1.1%	3.5%	5.3%	-2.2%
PVC (元/吨)	4 月 19 日	5496	0.1%	-1.7%	-1.0%	-2.8%	-10.3%
化工 PTA (元/吨)	4 月 18 日	5940	0.0%	0.8%	2.2%	1.4%	-7.5%
甲醇 (元/吨)	4 月 18 日	2720	2.6%	-1.1%	8.8%	9.9%	6.5%
品 尿素 (元/吨)	4 月 19 日	2180	4.8%	-2.2%	-4.8%	-6.4%	-13.7%

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 投资建议及下周关注

**股市：**随着博弈情绪渐冷，权益市场可能需要重新面对经济的现实，躁动行情在中期或逐步回归基本面，基本面因子仍是打开向上空间的关键因素、而中长线资金是支撑长期底部的基石。方向上，①优质红利资产作为底仓的配置价值逐渐显现；②与新质生产力、AI 题材等相关的成长方向仍有活跃基础，但近期调整压力较大，其中有业绩支撑的标的或更具韧性；③业绩披露期，适当加大对蓝筹白马的配置可以稀释一定的业绩风险影响；④关注出口订单好转指向的出口链机会以及全球制造业复苏下的顺周期机会。

**债市：**国开流动性提高可能是中期限国债行情结束的信号。本周后半段随着国开债交投热度上升，资金转向国开债，目前为止可以观测到，本周国开债收益率沿着长期限——中期限——短期限的路线依次下降，结合前期央行与政策行座谈会提到的政策行可能趁当前利率水平较低集中发行政金债降低负债成本来看，若政金债流动性提高能够持续，则有望接替下行空间有限的国债迎来一波行情，目前来看短期限政金债与国债之间利差高于中期限，且口行和农发债交投热度仍偏低，中短期限的口行和农发债收益率下行空间可能更大。

**商品：**COMEX 黄金周涨 2%报挺进 2400 美金/盎司大关，伊朗以色列地缘冲突再起，避险情绪升温，金价高位上行再破新高。原油方面，油价周跌 3.5%原油价格高位整理，短期在地缘政治的扰动之下，预计将对供应产生一定扰动，供给收紧之下，油价总体仍以高位偏强震荡为主。预计后续全球降息周期或将为大宗商品市场带来一定的流动性支撑。

表 6：下周重点关注的宏观数据和财经事件

	周一	周二	周三	周四	周五	周六
中国	★国新办介绍 2024 年一季度财政收支情况				3 月服务贸易差额	3 月工业企业利润
美国		3 月新屋销售		第一季度 GDP 价格指数 第一季度 PCE 价格指数 第一季度个人消费支出 4 月 20 日初请失业金人数	3 月 PCE 物价指数、核心 PCE 物价指数 3 月个人消费支出 3 月人均可支配收入	

资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 风险提示

- (1) 政策支持力度不及预期；
- (2) 政策落地执行不及预期；
- (3) 经济复苏进程不及预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

陈梦洁，硕士，德邦证券研究所资深宏观研究员。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。