

国内经济延续复苏，美国二次通胀风险升温

观点

展望后市：有利因素增多，商品或继续反弹。国内方面，一是，国内经济复苏势头向好，一季度经济有望好于预期，而二季度地方债、特别国债或逐步发力，央行也有望保持宽松的基调，这些都将推动国内需求稳步回升。海外方面，海外主要经济体的制造业 PMI 均有所回升，特别是美国处于全球价值链的需求终端，为“全球贸易发动机”，若本轮美国制造业主动补库延续，将继续改善大宗商品需求。不过，美联储降息预期面临不断的修正，或阶段性压制风险偏好。地缘政治方面，伊朗发动了对以色列的袭击，中东局势存在恶化的风险，需保持高度警惕。

核心逻辑

(1) 本周国内商品普遍上涨，主因一是随着国内需求的逐步释放，黑色系商品延续反弹的走势；二是，美国二次通胀风险升温，黄金和有色金属集体走高；三是，中东危机存在恶化的风险，这加剧了石油供应偏紧的预期，油价继续回升。

(2) **出口增速回落，社融增速创新低。** 1) 中国 3 月出口同比降 7.5%，进口降 1.9%，均弱于预期。近期美国经济数据多数超预期，通胀放缓的速度减慢，劳动力市场仍然强劲，消费者支出稳健，房地产与制造业回暖。这些商品相关的外需改善支撑了中国的出口。**展望未来一是，若本轮美国制造业主动补库延续，将继续改善外需，出口有望实现全品类回暖；二是，未来几个月高基数将明显减退，预计出口同比增速将持续得到改善。** 2) 3 月的社融总量其实并不低，但高基数下同比少增，信贷、政府债依然是主要拖累。信贷已经连续 5 月同比少增，主因一是居民信贷偏弱，二是企业中长贷遇到高基数的扰动，拉长周期来看，企业信贷其实并不弱。M2、M1 增速均处历史低位，当前实体经济活力仍待改善。**展望未来，当前宏观与微观仍存在较大的温差，稳经济、稳信心、稳物价亟待政策再加码，货币宽松还是大方向，二季度地方债、特别国债或逐步发力，央行或通过降准、公开市场操作等方式提供流动性支持，而 MLF 调降或仍受美联储制约。**

(3) **美国通胀再超预期，欧央行按兵不动。** 1) 美国 3 月 CPI 同比上涨 3.5%，创 2023 年 9 月以来新高，美国通胀依然“顽固”。即使剔除食品和能源价格的干扰，核心通胀下行阻力一直没有得到缓解。展望未来，在美联储提前转向、工资粘性以及供给端潜在风险等诸多因素扰动下，2024 年二次通胀的潜在风险值得关注，预计年内核心通胀或仍处于较高位置。2) 欧洲央行公布 4 月利率决议，如预期一致维持欧央行三大主要利率不变。不过，与美国不同的是，欧元区通胀水平下降较快，但经济活动也持续低迷，或将支持欧洲央行先于美联储开启降息。

宏观·周度报告

2024 年 04 月 14 日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 出口增速回落，社融增速创新低

1、扣除基数效应，实际出口并不弱

4月12日，中国海关总署公布2024年3月进出口数据。按美元计价，中国3月出口同比降7.5%，预期降2.1%，前值增5.6%；进口降1.9%，预期增0.6%，前值降8.2%；贸易帐为585.5亿美元，前值为397.06亿美元。

(1) **高基数致出口增速转负**。3月我国出口同比下降7.5%，前值为增长5.6%，低于预期的下降2.1%。3月出口增速大幅下滑并转负，可能更多与去年同期的高基数有关：一方面，从环比来看，3月份环比2月份增长27%，高于2023年3月的18%；剔除基数效应，3月出口的3年复合增速为5.2%，也要高于1-2月的4.1%，表明外需进一步实质性改善。另一方面，海外主要经济体的制造业PMI均有所回升，3月摩根大通全球制造业PMI指数为50.6%，连续3个月上升且均处于50%荣枯线以上，表明当前的外需存在较强的支撑。这与3月PMI新出口订单大幅回升至荣枯线上方基本一致。

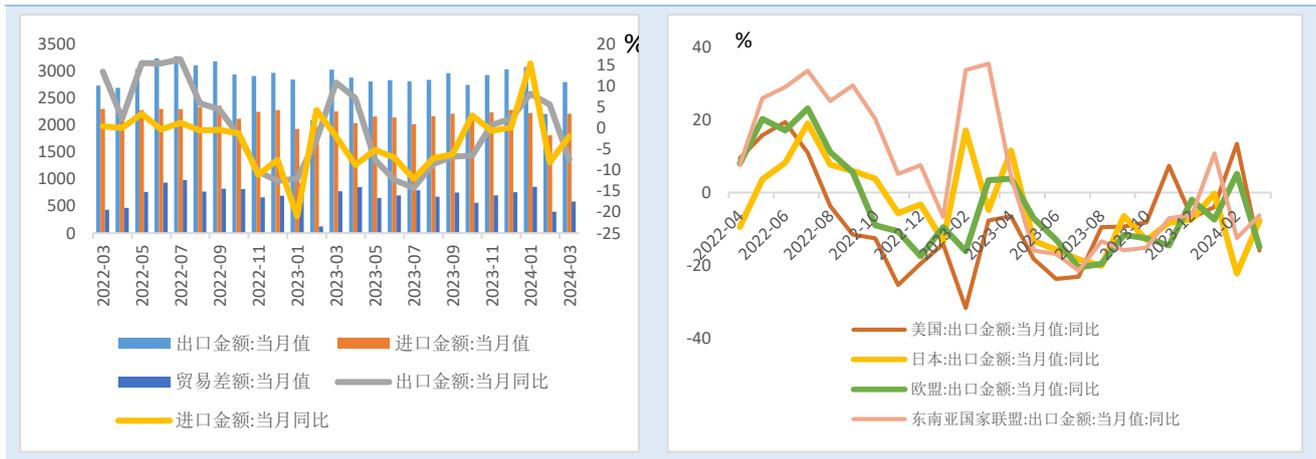
近期美国经济数据多数超预期，通胀放缓的速度减慢，劳动力市场仍然强劲，消费者支出稳健，房地产与制造业回暖。这些商品相关的外需改善支撑了中国的出口。展望未来，一是，美国处于全球价值链位置需求终端，为“全球贸易发动机”，若本轮美国制造业主动补库延续，将带动对我国商品的直接进口以及东盟等其他新兴制造业经济体对我国商品的进口，出口有望实现全品类回暖。二是，未来几个月高基数将明显减退，预计出口同比增速将持续得到改善。不过，在高利率环境下，出口向上的弹性与空间可能存在限制。综合来看，预计后续我国出口同比增速将温和回升，全年或为个位数正增长。

(2) **进口面临高基数扰动，但环比弱于季节性**。3月进口同比下降1.9%，前值为下降8.2%，低于预期的增0.6%。一方面，与出口大幅回落类似，进口同样面临基数的扰动。进口面临的高基数程度弱于出口，但同比增速也同样转负。另一方面，3月进口环比2月上升22.5%，弱于季节性相似的2021年3月的35.2%，而且排除基数效应，三年复合增速同比-1.2%，2月份为2.1%，反映当前我国内需或有改善，但幅度仍然有限，稳增长政策仍待进一步落地以推动内需恢复。

展望未来，随着国内需求的温和修复以及海外大宗商品价格的进一步提升，进口价格同比有望继续上升，进口或将延续改善趋势。

图表 1：3月进出口增速双双回落

图表 2：对主要国家和地区的出口



数据来源：Wind

数据来源：Wind

2、社融增速创新低，货币宽松仍是大方向

4月12日，央行公布3月货币金融数据：2024年3月新增人民币贷款3.09万亿，预期3.03万亿，去年同期3.89万亿；新增社融4.87万亿，预期4.11万亿，去年同期5.39万亿；存量社融增速8.7%，前值9.0%；M2同比8.3%，预期8.4%，前值8.7%；M1同比1.1%，预期1.50%，前值1.20%。

（1）居民信贷偏弱，企业中长贷面临高基数扰动

3月人民币贷款增加3.09万亿元，同比少增约8000亿元，存量同比增速9.6%，前值10.1%，这是信贷增速首次降至个位数增长。增量结构中，仅票据融资实现同比多增，其他项目包括企业短期、中长期及居民短期、中长期贷款均为同比少增。

居民部门：3月居民贷款同比继续少增。住户贷款增加9406亿元，同比少增约3041亿元，其中，短期贷款增加4908亿元，中长期贷款增加4516亿元，分别同比少增约1186、1832亿元；

企业部门：3月企业中长期贷款面临高基数的扰动。企（事）业单位贷款增加2.34万亿元，同比少增约3600亿元，其中，短期贷款增加9800亿元，中长期贷款增加1.6万亿元，分别同比少增约1015、4700亿元，票据融资减少2500亿元，但由于去年同期基数较低，今年同比少减2187亿元；非银行业金融机构贷款减少1958亿元，同比少增约1579亿元。

从数据上来看，不论是居民还是企业，3月新增信贷同比均少增，但若拉长视角来看，企业新增贷款并不弱。过去五年同期，企业与居民部门新增贷款分别为1万亿与2万亿，今年企业新增贷款超出历史平均0.34万亿，且主要是中长期贷款的贡献（去年企业中长贷新增超过2万亿，高基数效应明显）。

（2）贷款、政府债券拖累社融增速创历史新低

3月社会融资规模增量为4.87万亿元，同比少增约5142亿元。3月社融存量增速回落至8.7%，创下历史新低水平，剔除政府债之后则续降至7.5%。增量结构中，同比负贡献主要来自贷款、政府债券、委托贷款和股票融资；未贴现银行承兑汇票、企业债券、信托贷款、外币贷款实现同比多增。具体来看：

新增人民币贷款方面：3月社融口径人民币贷款新增3.29万亿、环比上月回升较多，或与银行季末冲量行为有关，但受去年同期高基数以及当前实体融资需求仍较疲弱影响，同比仍少增6587亿。

政府债券方面：由于2023年发行的万亿增发国债有5000亿元结转2024年使用，2024年政府债发行速度不及2023年，3月政府债发行节奏延续“地方债发行较慢、国债发行较快”的特点，继续同比少增1373亿。政府债发行或待去年万亿国债使用完毕、今年项目储备充足后有所加速。

非标方面：3月末贴现票据同比+1760亿，票据体量与经济形势直接相关，经济较好则贸易往来和开票量会随之增多，3月是春节后开工月份，数据有季节性回升；信托、委托贷款同比分别+725亿、-640亿，信托贷款延续同比多增，或与基建相关配套融资改善有关。

直接融资方面：企业债方面，3月企业债新增4608亿、同比多增1251亿，一方面去年基数较低，另一方面在当前低利率环境下，企业债券融资需求或有改善。3月股票融资增加227亿元，同比少增约387亿元，受市场风险情绪影响，仍处低位。

（3）M2、M1 增速同时回落

存款方面，3月，人民币存款增加4.8万亿元，同比少增约9100亿元。其中，住户存款增加2.83万亿元，非金融企业存款增加2.07万亿元，财政性存款减少7661亿元，非银存款减少1500亿元，分别同比变动-774、-5330、+751和-4550亿元。今年一季度合计，企业存款同比少增2.96万亿，企业贷款同比少增1.22万亿元，我们认为体现出防止资金空转套利的政策效果显著。

3月M1同比1.1%，较上月回落0.1个百分点、并续创新低，反应企业资金活化偏弱、实体需求仍然不足；M2同比进一步回落至8.3%，较上月回落0.4个百分点，同期信贷扩张放缓、财政投放偏慢可能仍是主因。

整体而言，M2、M1增速同时回落，M1与M2剪刀差略收窄至-8.2%，指向当前实体经营活力仍待改善。

（4）综合来看，3月的社融总量其实并不低，但高基数下同比少增，信贷、政府债依然是主要拖累。信贷已经连续5月同比少增，主因一是居民信贷偏弱，二是企业中长贷遇到高基数的扰动，拉长时间周期来看，企业信贷其实并不弱。M2、M1增速均处历史低位，当前实体经营活力仍待改善。

展望未来，高层多次提及“盘活存量资金 提高资金使用效率”，我们的理解是今年的信贷增量结构大概率有增有减，信贷增速可能较过往增长水平有所回落，而信贷增量主要来源于两个方面，一是“五篇

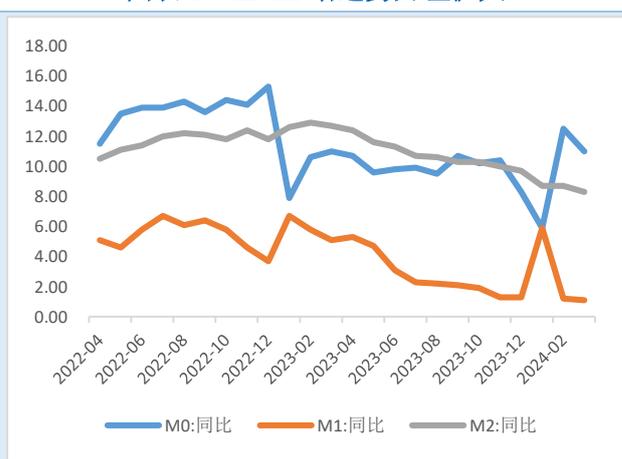
大文章”的融资需求是否得到满足，二是居民加杠杆意愿能否恢复；与此同时，政府债发行则可能需要等待去年万亿国债使用完毕、今年项目储备充足后有所加速。

货币政策方面，当前宏观与微观仍存在较大的温差，稳经济、稳信心、稳物价亟待政策再加码。货币宽松还是大方向，二季度地方债、特别国债或逐步发力，央行或通过降准、买断式购入、公开市场操作等方式提供流动性支持，而 MLF 调降或仍受美联储制约，LPR 调降则可能需要等待存款利率调降。

图表 3：社融增速小幅回落



图表 4：M2-M1 增速剪刀差扩大



数据来源：Wind

3、国内政策跟踪

(1) 经济形势座谈会要求继续固本培元，激发经营主体活力

4月8日，中共中央政治局常委、国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会，听取对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议。李强强调，要继续固本培元，激发经营主体活力，增强发展内生动力。要强化组合效应，增强宏观政策取向一致性。要注重精准施策，提升宏观政策向微观传导落地实效。要坚决守牢底线，化解重点领域风险。

(2) 建筑和市政基础设施领域设备更新方案出炉

4月8日，住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，方案要求，以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、建筑节能改造等为重点，分类推进建筑和市政基础设施设备更新，着力扩内需、惠民生、保安全，保障城市基础设施安全、绿色、智慧运行，推进城市高质量发展。目标方面，《方案》提出到2027年，对技术落后、不满足有关标准规范、节能环保不达标的设备，按计划完成更新改造的目标；重点任务方面，方案提出十项重点任务，具体包括：住宅老旧电梯更新、既有住宅加装电梯、供水设施设备更新、污水处理设施设备更新、供热设施设备更新、液化石油气充装站标准化更新建设、城市生命线工程建设、环卫设施设备更新、建筑施工设备、建筑节能改造；配套政策方面，《方案》提出了5条配套支持措施，财税政策包括中央预算内投资、中央财政资金、

税收优惠等，金融政策包括再贷款工具、银行贷款贴息支持、住宅专项维修资金等，还将健全费价机制、提升实施标准，以及加强用地、用能等要素保障。此外，4月9日，工业和信息化部等七部门近日联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，提出到2027年，工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%。随着建筑和市政基础设施以及工业领域加快设备更新，行业领域设施设备有望加快转型升级，从而提升设施设备整体水平，并推动制造业和城市生活的高质量发展。

(3) 金融加大对绿色低碳支持，相关绿色产业有望进入快速发展期

4月10日，中国人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局、中国证监会七部门发布了关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见。《指导意见》的主要目标是，未来5年，国际领先的金融支持绿色低碳发展体系基本构建；到2035年，各类经济金融绿色低碳政策协同高效推进，金融支持绿色低碳发展的标准体系和政策支持体系更加成熟，资源配置、风险管理和市场定价功能得到更好发挥。《指导意见》提出，一是优化绿色金融标准体系，比如推动金融系统逐步开展碳核算，持续完善绿色金融标准体系等；二是强化以信息披露为基础的约束机制；三是促进绿色金融产品和市场发展，主要包括推进碳排放权交易市场建设、加大绿色信贷支持力度、加大资本市场支持绿色低碳发展力度（比如，支持清洁能源等符合条件的基础设施项目发行REITs产品）、大力发展绿色保险和服务、壮大绿色金融市场参与主体；四是加强政策协调和制度保障；五是强化气候变化相关审慎管理和风险防范；六是加强国际合作；七是强化组织保障。当前国内经济正处于绿色发展转型的关键时期，需要金融部门充分发挥资源优化配置的作用。

(4) 设备更新和消费品以旧换新发布会召开，政策落地有望释放巨大市场空间

4月11日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，国家发展改革委副主任赵辰昕和工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、商务部、市场监管总局有关负责人介绍《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有关情况，并答记者问。

从市场规模来看，据有关机构测算，目前全社会设备存量资产净值大约是39.3万亿元，其中工业设备存量资产大概是28万亿元，每年工农业等重点领域设备投资更新需求在5万亿元以上，汽车、家电换代需求也在万亿元以上级别；从重点领域来看，设备更新行动是以节能降碳、数字化转型等为重要方向，推动工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗这七个领域设备更新改造，消费品以旧换新行动聚焦汽车、家电、家居等耐用消费品；从资金支持来看，推动设备更新方面，中央财政将从四个方面来加力引导，一是加强资金政策统筹，二是完善税收支持政策，三是完善政府绿色采购政策，四是强化财政金融政策联动，消费品以旧换新方面，一是中央财政重点支持推动汽车以旧换新，二是鼓励有条件的地方统筹推进家电等耐用消费品以旧换新。《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》是“1+N”政策体系中的“1”，“N”还包括此前推出的标准提升行动方案、工业领域设备更新文件、建筑和市政领域设备更新实施方案等，商务部牵头的消费品以旧换新文件可能未来几天就会正式出台，除此之外还有重点行业节能降

碳行动计划，以及交通运输、教育、文旅、医疗等领域的实施方案。随着一系列政策逐步落地，有望促进国内消费并拉动投资，而且还能够促进节能降碳，推动经济高质量发展。

1.2 海外：美国通胀再超预期，欧央行按兵不动

1、美国通胀再超预期

美东时间4月10日，美国劳工统计局发布3月CPI通胀数据：美国3月末季调CPI同比上涨3.5%，创2023年9月以来新高，预期3.4%，前值3.2%；季调后CPI环比上涨0.4%，预期0.3%，前值0.4%。美国3月末季调核心CPI同比上涨3.8%，预期3.7%，前值3.8%；环比上涨0.4%，预期0.3%，前值0.4%。

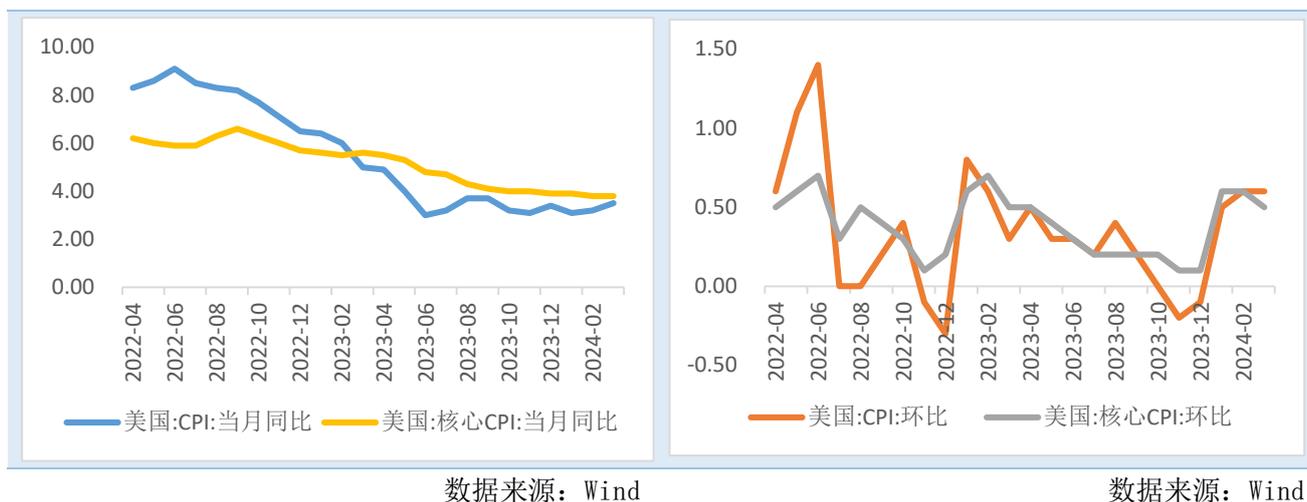
从主要分项来看，食品分项环比从0%小幅升至0.1%，低于12个月均值0.2%；能源分项环比从2.3%降至1.1%，仍明显高于12个月均值0.2%；核心商品分项环比从0.1%降至-0.2%，低于12个月均值-0.1%，主因二手车价格环比大幅回落，但服装价格已连续2个月环比大幅反弹；核心服务分项环比持平为0.5%，依然高于12个月均值0.4%，其中住宅环比持平，医疗保健服务环比抬升，交通运输环比小幅抬升并依然高企。剔除食品、能源、住宅后的“超级核心通胀”环比为0.14%，高于2月的0.13%和1月的0.09%，指向美国通胀正变得更加顽固。

1) 总的来说，美国通胀依然“顽固”。即使剔除食品和能源价格的干扰，核心通胀下行阻力一直没有得到缓解。展望未来，在美联储提前转向、工资粘性以及供给端潜在风险等诸多因素扰动下，2024年二次通胀的潜在风险值得关注，预计年内核心通胀或仍处于较高位置。

2) 市场对美联储降息的预期明显降温。目前利率期货隐含的5月降息概率维持0%，6月降息概率从60%降至20%左右，7月降息概率从接近100%降至50%左右，9月降息概率为90%，全年降息次数预期从2.7次降至1.7次。换言之，首次降息时点预期从6月推迟到9月，全年降息幅度预期也从大概率75bp下调至大概率50bp。从目前的情况来看，美联储3月FOMC会议纪要显示，美联储官员已对二次通胀产生担忧。3月PMI、非农、CPI等数据均超预期，预计将会使美联储对二次通胀的担忧进一步加剧，对于降息仍将保持谨慎并观察更多数据，不宜对降息过于乐观。

图表 5：美国通胀同比增速

图表 6：美国通胀环比增速



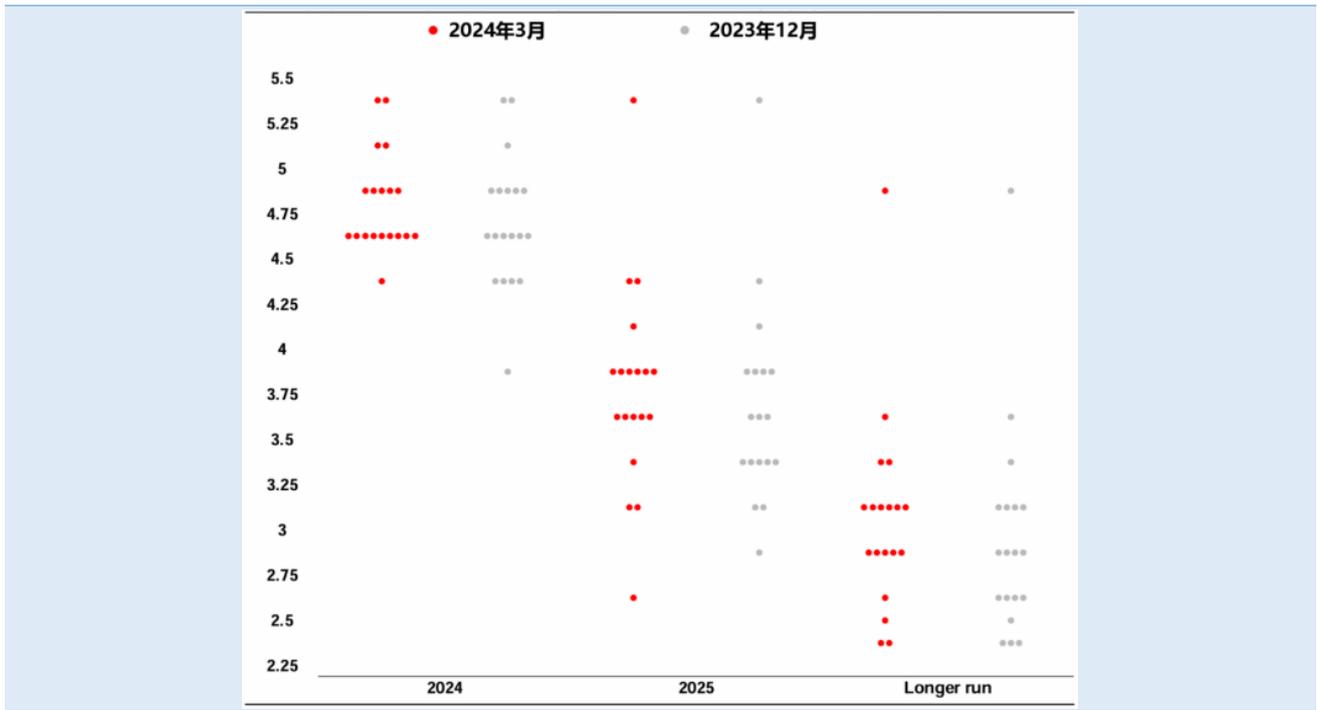
2、美联储公布会议纪要

美东时间 4 月 10 日，美联储公布会议纪要显示，3 月的货币政策会议上，美联储决策者担心通胀未很快向联储的目标 2% 回落，但仍预计今年适合降息，同时预告可能很快放慢量化紧缩（QT）的步伐。

缩表方面，上月会后美联储的决议声明并未提到缩表、即 QT 的行动有任何改变。不过，本次会议纪要设置了一个名为“考虑放慢缩表速度”的小标题，专门披露联储官员考虑调整缩表的内容。虽然并未拿出任何决定，但大多数联储官员倾向于很快开始放慢缩表速度，且普遍倾向调整所持的美国国债、而不是机构抵押贷款支持证券（MBS）。大多数与会者指出，虽然美联储的资产负债表大幅缩减，但准备金余额仍保持较高水平，因为隔夜逆回购协议（ON RRP）工具的使用量下降已将美联储的负债转向准备金。而随着未来 ON RRP 的采用率下降幅度变得更有限，进一步缩表可能会更直接地转化为准备金余额下降，而且可能会迅速下降。鉴于并不确定何种准备金属于和充裕准备金机制下运作一致的水平，宜早不宜迟地减缓缩表将有助于促进准备金余额从丰富平稳过渡到充足。

降息方面，联储官员的今年利率预期中值持平上次，依然预计今年合计有三次 25 个基点的降息。上周美联储主席鲍威尔承认今年前两月通胀升高，但认为通胀下行的总体趋势没有明显变化，重申联储要对通胀降到 2% 更有信心才会决定降息。

图表 7：美联储点阵图



数据来源: Fed

3、欧央行维持利率不变

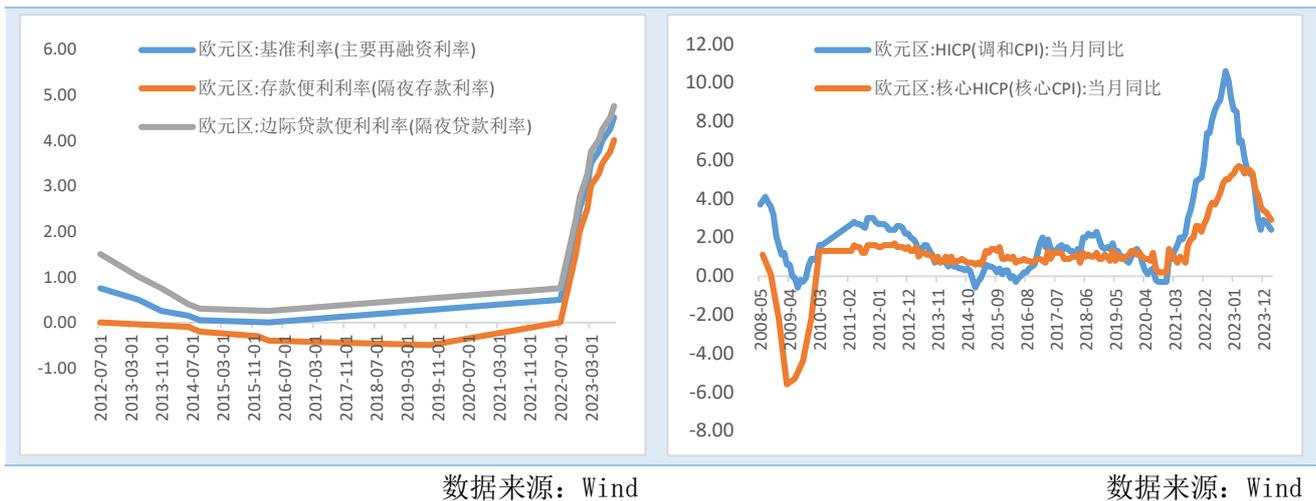
4月11日，欧洲央行公布4月利率决议，如预期一致维持欧央行三大主要利率不变，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在4.5%，4.0%以及4.75%的历史高位。

自2022年年中以来，欧洲央行连续十次加息将存款利率升至4.0%，目前已连续第五次维持利率不变。欧洲央行表示，如果委员会对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态以及货币政策传导的力度，能够进一步增强其对通胀正以持续的方式向目标靠拢的信心，那么降低当前货币政策限制水平将是合适的。欧洲央行行长拉加德表示，最近的指标表明工资上涨更加温和，通胀将在波动后降向目标水平，将在6月确定希望是否已实现。

总的来看，与美国不同的是，欧元区通胀水平下降较快，但经济活动也持续低迷，支持欧洲央行先于美联储开启降息，目前预计欧洲央行在年中降息的概率较大。

图表 8：欧央行三大主要利率

图表 9：欧元区通胀回落速度较快



4、地缘政治局势骤然升级

当地时间 4 月 14 日凌晨，伊朗对以色列本土发动大规模袭击，以回应伊朗驻叙利亚大使馆领事部门建筑 4 月 1 日遭袭一事，中东局势骤然升级。

伊朗伊斯兰革命卫队当地时间 14 日凌晨发表声明，宣布向以色列目标发射了数十枚导弹和无人机。声明说，此次袭击是针对以色列此前对伊朗驻叙利亚大使馆领事部门建筑进行的导弹袭击等行为。

也门政府军一名官员 14 日说，胡塞武装 13 日晚参与了伊朗针对以色列的空袭行动，向以色列境内目标发射了多架无人机。

伊朗常驻联合国代表团说，伊朗的军事行动是为了回应以色列对伊朗在叙利亚大马士革的外交场所的侵略。这件事可以被认为结束了。如果以色列再犯错误，伊朗的反应将会严重得多。这是伊朗和以色列政权之间的冲突，美国必须置身事外。

据以色列媒体和医疗部门 14 日消息，当天凌晨耶路撒冷、特拉维夫、贝尔谢巴以及迪莫纳等城市遭到伊朗袭击，目前造成 1 人受伤。以色列国防军发言人哈加里同一天说，以军一处军事基地被“轻微破坏”。媒体援引一名以高官的话报道，这是伊朗首次从其领土向以色列发动袭击，“（以色列）需要做出果断反应。这一反应很快就会到来”。

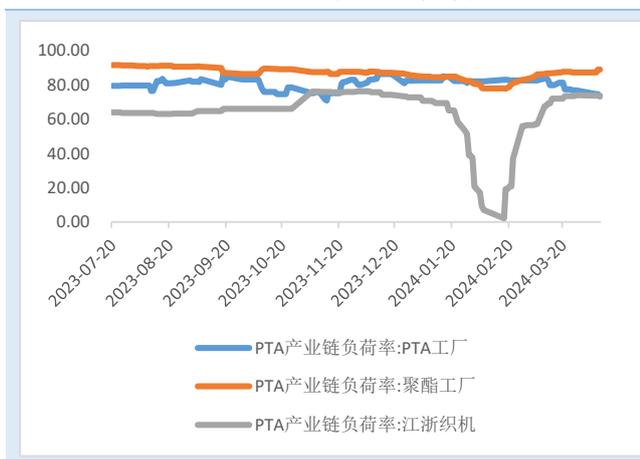
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产平稳运行

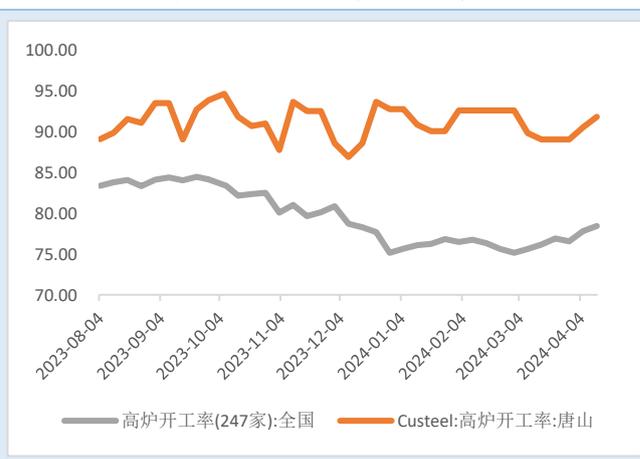
化工：生产负荷平稳运行，产品价格多数回升。需求方面，聚酯产业链产品价格多数上涨，截至4月12日，涤纶POY价格、聚酯切片价格均较前值小幅回升，PTA价格小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率小幅下降至74%，聚酯工厂负荷率稳中小升至88%，江浙织机负荷率持稳于73%。

钢铁：生产小幅回升，需求依旧偏弱。截至4月12日，全国高炉开工率小幅回升0.60个百分点至78.43%；下游需求有所改善，钢厂盈利略有改善，开工率小幅回升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需加速释放，各个环节库存继续去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

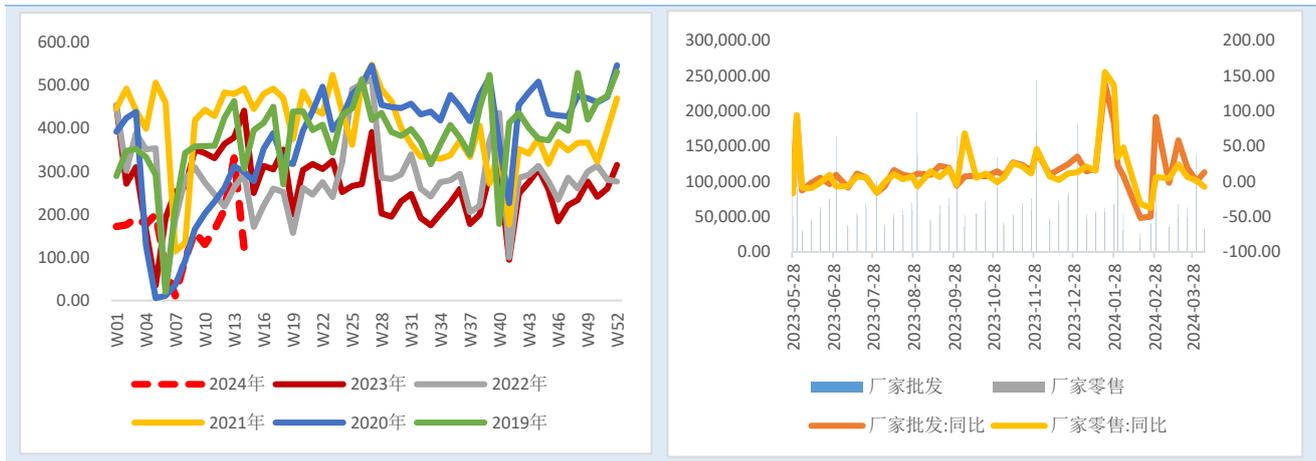
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比回升。截至4月11日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比回升33.28%，截至4月11日，4月同比下降50.51%，其中，一、二、三线城市4月同比分别增长-51.48%、-45.55%、-61.28%；4月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降69.6%。

乘用车零售同比增长。乘联会数据显示，4月第一周全国乘用车市场日均零售3.4万辆，同比去年4月同期下降8%，环比上月同期下降3%。4月1-6日，乘用车市场零售20.6万辆，同比去年同期下降8%，较上月同期下降3%。今年以来累计零售503.8万辆，同比增长12%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至 4 月 12 日）蔬菜均价环比下跌 0.76%，猪肉均价环比上涨 0.60%。

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.1%，预期上涨 0.3%，前值上涨 0.7%；中国 3 月 PPI 同比下降 2.8%，预期降 2.7%，前值降 2.7%。

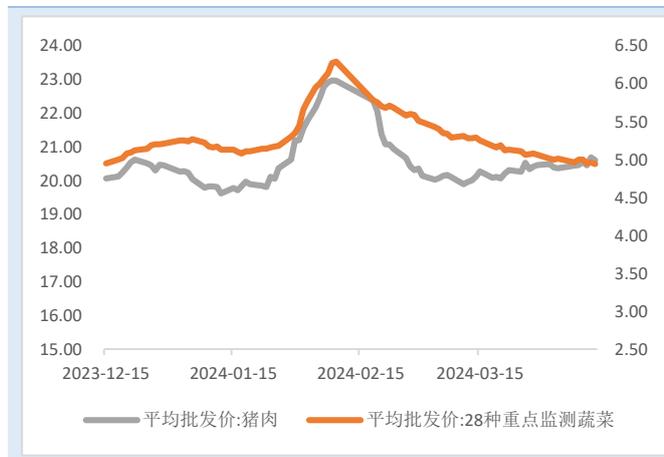
(2) CPI 再度回落，预计未来将温和回升。3 月 CPI 同比尽管保持正增长，但增速较前值回落，其中消费品 CPI 是主要的向上拉动力量，而服务品 CPI 构成一定的拖累。一般而言，由于春节因素的影响，3 月 CPI 环比均会出现季节性回落，但从幅度来看，今年 3 月回落幅度也相对偏大，这表明居民端的消费需求仍偏弱。

往后看，预计 4 月份 CPI 有望维持正增长并且可能会比 3 月份的同比增速有所回升。一方面，去年上半年猪肉价格连续环比回落，形成了较低的基数效应，而今年 4 月猪肉价格环比 3 月有所回升，预计对 CPI 形成一定支撑；另一方面，去年 4 月份油价回落，基数有所下降，而今年四月份由于地缘政治因素的作用，油价较三月份环比明显抬升，预计原油分项也将对 CPI 起到拉动作用。此外，今年 4 月份清明小长假的旅游出行需求再度回升，旅游分项对 CPI 的贡献预计回归正常甚至超预期水平。不过，扣除食物和油价因素外的核心 CPI 仍然较弱，表明居民端的消费需求尚未有效恢复，政策端仍需发力。

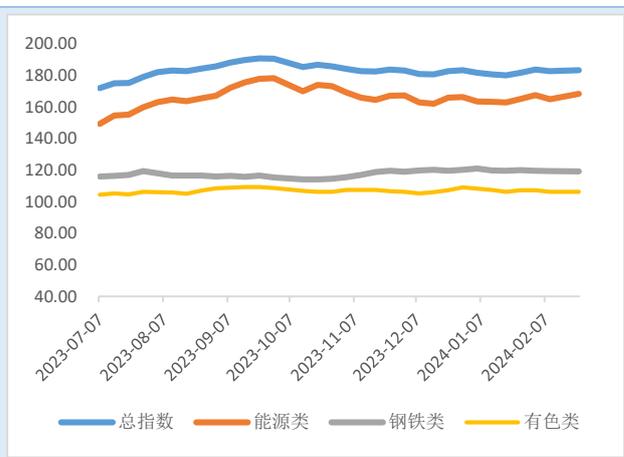
(3) PPI 或仍将在负增长区间维持一段时间。3 月 PPI 同比下降 2.8%，低于前值和预期的-2.7%。3 月 PPI 走势出现了两个方面的分化，一是不同原材料品种价格分化，国际原油、有色金属价格回升，而国内建筑业产业链关联度高的黑色商品价格继续回落；二是上中下游产业链分化，涨价集中在上游，中下游价格相对较弱。这背后面临的主要原因是传统工业制造业面临下游需求，如房地产持续下滑的压力，价格回升乏力；而装备制造主要行业短期则存在部分行业产能过剩的问题尚未得到有效解决。

展望后市，预计PPI仍将在负增长区间维持一段时间。二季度超长期国债有望落地、专项债发行也通常在二季度加速，建设速度加快将有望带动相关PPI分项回升，但超长期国债和专项债的落地以及具体形成实物工作量可能还需等待。

图表 12：食品价格多数下跌



图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎