

经济好于预期，商品走势偏强

观点

展望后市：尽管短期内美联储降息预期存在较大的变化，美元指数反弹压制风险偏好，对商品市场存在较强的扰动。但是，国内外经济表现均好于预期，有力支撑需求改善，商品或继续反弹。国内方面，一是，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进一步回升。海外方面，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，这些因素带动了商品需求回暖。地缘政治因素方面，俄乌冲突、中东局势仍存在恶化的风险，需保持高度警惕。

核心逻辑

(1) 本周国内商品欲扬先抑，整体震荡上行，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，供需基本面改善，有色金属集体走高；三是，中东局势戏剧性缓和，国际油价高位回落。四是，农产品板块供需格局分化，品种间涨跌不一。

(2) 一季度 GDP 好于预期，结构依然分化。一季度国内经济表现好于市场预期，GDP 实现了 5.3% 的增长，这当中既有政策发力的影响，如基建、制造业等在政策支持下，均取得了高增速，也有外需回暖带动出口超预期回升的影响。同时，我们也应该看到目前经济运行当中存在的一些问题，一是，房地产仍是经济修复的最大拖累，销售和投资降幅比较大；二是，居民消费信心有待进一步提振，商品消费仍是经济修复过程中的薄弱环节；三是，价格因素的拖累比较明显，尽管实际 GDP 回升到了 5.3%，但名义 GDP 增速仅为 3.97%，较去年全年的 4.16% 进一步下滑。展望未来，作为稳增长的两大抓手——基建和制造业投资分别肩负着对冲房地产下行、构建现代产业体系的重任，预计仍将是政策重点发力的领域，有望继续保持高速增长。与此同时，如何尽快实现房地产市场企稳回暖、推动物价回升将成为下一阶段宏观调控的重中之重。这也意味着政策仍将继续发力，核心在于解决有效需求不足的问题，预计后续将进一步加大财政、货币、房地产等政策的协同与落实。

(3) 美国零售消费韧性较强，日本通胀不及预期。1) 美国 3 月零售消费环比录得 0.7%，高于彭博一致预期的 0.4%，前值由 0.6% 上修至 0.9%；核心零售环比增长 1.0%，高于预期的 0.3% 及前值的 0.5%。2) 日本 3 月 CPI 同比升幅 2.7%，不及预期的和前值 2.8%。预计日本央行短期内将按兵不动，并不会急于推动新一轮的加息。

宏观·周度报告

2024 年 04 月 21 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 国内一季度经济好于预期

1、一季度 GDP 好于预期，结构依然分化

(1) GDP：一季度国内生产总值 296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，预期为 4.6%，2023 年全年为 5.2%。比上年四季度环比增长 1.6%，预期 1.4%，前值 1%。

(2) 生产端：中国 3 月规模以上工业增加值年率 4.5%，预期为 6%。1-3 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，1-2 月份为 7.0%。

(3) 需求端：

1) 固定资产投资增速继续回升。1-3 月城镇固定资产投资同比增长 4.5%，预期为 4.1%，前值为 4.2%。其中，1-3 月制造业投资增长 9.9%，增速加快 0.5 个百分点；房地产开发投资同比下降 9.5%，降幅扩大 0.5 个百分点；基础设施投资增长 6.5%，增速加快 0.2 个百分点。

2) 社会消费增速小幅回落。中国 3 月社会消费品零售总额同比 3.1%，预期 4.6%。1-3 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.7%，1-2 月为 5.5%。

一季度国内经济表现好于市场预期，GDP 实现了 5.3% 的增长，这当中既有政策发力的影响，如基建、制造业等在政策支持下，均取得了高增速，也有外需回暖带动出口超预期回升的影响，如全球制造业 PMI 指数连续三个月处于扩张区间，外需回暖带动出口明显改善。同时，我们也应该看到目前经济运行当中存在的一些问题，一是，房地产仍是经济修复的最大拖累，销售和投资降幅比较大；二是，居民消费信心有待进一步提振，商品消费仍是经济修复过程中的薄弱环节；三是，价格因素的拖累比较明显，尽管实际 GDP 回升到了 5.3%，但名义 GDP 增速仅为 3.97%，较去年全年的 4.16% 进一步下滑。

展望未来，作为稳增长的两大抓手——基建和制造业投资分别肩负着对冲房地产下行、构建现代产业体系的重任，预计仍将是政策重点发力的领域，有望继续保持高速增长。与此同时，如何尽快实现房地产市场企稳回暖、推动物价回升将成为下一阶段宏观调控的重中之重。这也意味着政策仍将继续发力，核心在于解决有效需求不足的问题，预计后续将进一步加大财政、货币、房地产等政策的协同与落实。

图表 1：国内一季度 GDP 超预期回升

图表 2：对 GDP 当季同比的拉动



数据来源: Wind

数据来源: Wind

2、国内政策跟踪

(1) 公募基金行业费率改革第二阶段举措全部落地

公募基金行业费率改革第二阶段举措全部落地。证监会制定发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，自7月1日起正式实施。《规定》发布实施后，以静态数据测算，公募基金年度股票交易佣金总额降幅将达38%；前两阶段费率改革举措每年累计可为投资者节约成本约200亿元。据悉，首次股票交易佣金费率调降准备工作将于7月1日前完成。第三阶段相关改革措施预计将于2024年底推出，规范基金销售环节收费及其他配套改革措施正在稳步推进中。

(2) 中国证监会发布5项资本市场对港合作措施

中国证监会发布5项资本市场对港合作措施，助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。一是放宽沪深港通下股票ETF合格产品范围。二是将REITs纳入沪深港通，拟总体参照两地股票和ETF互联互通制度安排，将内地和香港合格的REITs纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。三是支持人民币股票交易柜台纳入港股通。四是优化基金互认安排，拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。五是支持内地行业龙头企业赴香港上市。

(3) 国新办就2024年一季度金融运行和外汇收支情况举行发布会

国新办就2024年一季度金融运行和外汇收支情况举行发布会。央行副行长朱鹤新表示，未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具。发布会要点还包括：①相关部门将加强对资金空转监测，完善管理考核机制②央行根据物价变化与走势将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好态势③央行坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定④境外机构投资境内债券有望延续稳定增长态势。

(4) 发改委：将加大宏观政策实施力度，全力巩固和增强经济回升向好态势

国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会。国家发改委副主任刘苏社在发布会上表示，将加大宏观政策实施力度，全力巩固和增强经济回升向好态势，推动高质量完成全年经济社会发展目标任务。发布会要点包括：①加大宏观政策实施力度，发挥好积极财政政策和稳健货币政策作用②已经研究起草支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案③进一步加快计划下达、加强计划执行，持续提高中央预算内资金使用效益④尽快形成最终的准备项目清单，督促地方加快债券发行使用⑤加快推进民营经济促进法立法进程⑥消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。

(5) 央行召开 2024 年金融稳定工作会议

会议指出，我国金融体系总体稳健，金融风险总体收敛。2023 年银行、保险、证券业金融机构主要经营和监管指标均处于合理区间。随着中国宏观经济持续回升向好，中国金融体系的稳健运行有更加坚实的基础和支撑。要持续有效防控化解重点领域风险。要加强从宏观视角对金融稳定总体形势的分析，健全风险监测评估体系，完善系统性风险认定机制，强化风险提示和早期预警。要有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险。要持续完善风险处置机制，强化金融稳定保障体系，构建防范化解金融风险长效机制，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

1.2 海外：美国零售消费韧性较强，日本通胀不及预期

1、美国零售消费韧性较强，地产数据超预期回落

3 月美国零售高于预期：零售消费环比录得 0.7%，高于彭博一致预期的 0.4%，前值由 0.6% 上修至 0.9%；核心零售环比增长 1.0%，高于预期的 0.3% 及前值的 0.5%。从分项上看，非耐用品和能源消费较强，环比涨幅分别录得 1.4% 和 2.1%；耐用品则回落 1.5 个百分点至 0.2%。

3 月新屋开工和成屋销售环比超预期回落。新屋开工由 2 月的 12.7% 下降至 -14.7%，大幅低于预期的 -2.4%，创四年以来最大跌幅；成屋销售环比从 2 月的 9.5% 回落至 -4.3%，小幅低于预期的 -4.1%。

图表 3：美国零售消费韧性较强

图表 4：美国成屋销售环比增速回落



数据来源：Wind

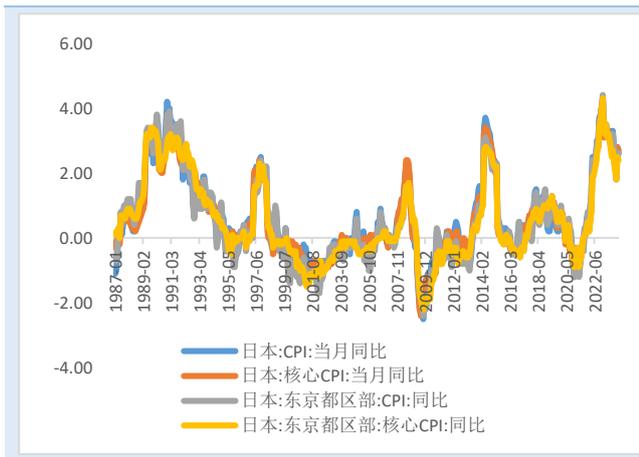
数据来源：Wind

2、日本通胀不及预期

日本内务部统计数据显示，日本 3 月 CPI 同比升幅 2.7%，不及预期的和前值 2.8%。剔除生鲜食品的 CPI 同比为 2.6%，不及预期的 2.7%和前值 2.8%，但仍高于日本央行设定的 2%的目标。剔除波动较大的生鲜食品、能源的核心 CPI 指数同比上涨 2.9%，不及预期的 3%，低于 2 月份的 3.2%，核心 CPI 已连续 7 个月下滑，2022 年 11 月以来首次跌破 3%。

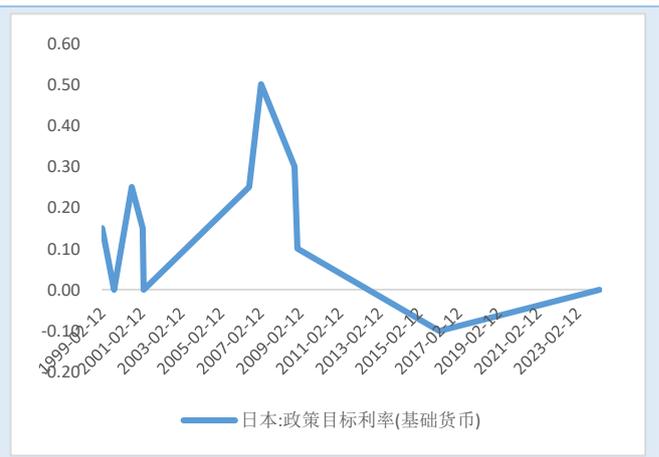
近期日元持续疲软，在推高进口价格的同时，也有可能进一步降低家庭购买力，拖累消费。预计日本国内需求不振将使得年内的通胀率低于 2%的通胀目标。同时，日本央行将重点放在是服务价格是否会伴随着工资增长而回升，今年日本企业工资涨幅为 33 年来最大，不过经过通胀调整后的实际工资却在近两年持续下降。因此，预计日本央行短期内将按兵不动，并不会急于推动新一轮的加息。

图表 5：日本通胀不及预期



数据来源：Wind

图表 6：日本央行结束负利率



数据来源：Wind

3、海外央行政策动态

1) **联储官员表态整体偏鹰**。鲍威尔表示，最近的通胀数据表明可能需要更长时间才能对降息有足够信心。鲍威尔称，自去年年底通胀率快速下降后，美联储在抗通胀方面缺乏更多进展，如果物价压力持续，美联储可以在“必要长的时间里”维持利率不变。旧金山联储主席戴利也表示，目前联储没有调整利率的紧迫性。

2) **法国央行行长维勒鲁瓦表示，如无意外欧央行将于 6 月降息**。维勒鲁瓦称，没有工资通胀螺旋的迹象，工资增速持续放缓，6 月应该降息，且今明两年可能根据数据渐进降息。“除非出现重大意外，否则我们应该（在下一次会议上）降息，因为我们现在有足够的信心，而且对欧元区的反通胀路径越来越有信心。”他还表示，他对在随后的会议上进一步降息持开放态度。

3) **植田和男释放鹰派信号**。植田和男表示，若基础通胀持续走高，日本央行“极有可能”加息，并在未来某个时候开始缩减其庞大的购债规模。植田和男称，日本央行必须暂时维持宽松的货币政策，因为潜在通胀仍然“略低于”2%的目标，而长期通胀预期仍接近 1.5%。

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，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至4月19日，涤纶POY价格、聚酯切片价格均较前值小幅下跌，PTA价格小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率小幅回升至74.5%，聚酯工厂负荷率稳中小升至90.0%，江浙织机负荷率持稳于73.0%。

钢铁：生产小幅回升，需求季节性改善。截至4月19日，全国高炉开工率小幅回升0.45个百分点至78.88%；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 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

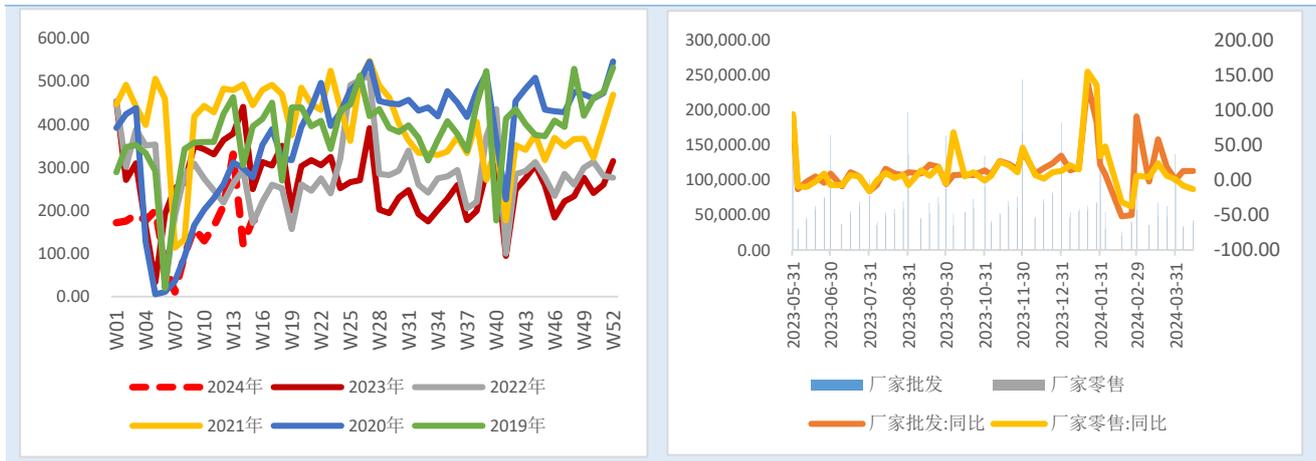
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比回升。截至4月21日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比回升20.9%，截至4月21日，4月同比下降38.1%，其中，一、二、三线城市4月同比分别增长-42.4%、-46.4%、-9.7%；3月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降3.73%。

乘用车零售同比增长。乘联会数据显示，4月1日到14日，全国乘用车厂商批发53.4万辆，同比增长13%，其中新能源批发26.8万辆，同比增长43%。乘用车市场零售51.6万辆，同比下降11%，新能源车市场零售26万辆，同比增长32%。乘联会的数据显示，今年以来乘用车累计批发612.8万辆，同比增长11%；零售534.8万辆，同比增长10%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周

图表 10：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 19 日）蔬菜均价环比下跌 2.70%，猪肉均价环比上涨 0.70%。

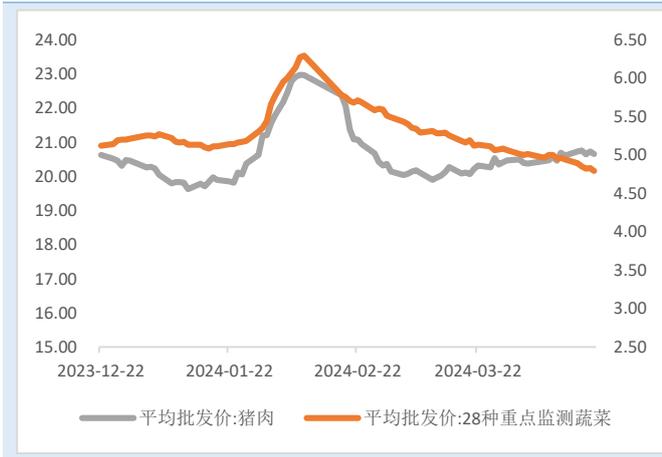
(2) CPI 再度回落，预计未来将温和回升。3 月 CPI 同比尽管保持正增长，但增速较前值回落，其中消费品 CPI 是主要的向上拉动力量，而服务品 CPI 构成一定的拖累。一般而言，由于春节因素的影响，3 月 CPI 环比均会出现季节性回落，但从幅度来看，今年 3 月回落幅度也相对偏大，这表明居民端的消费需求仍偏弱。

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。

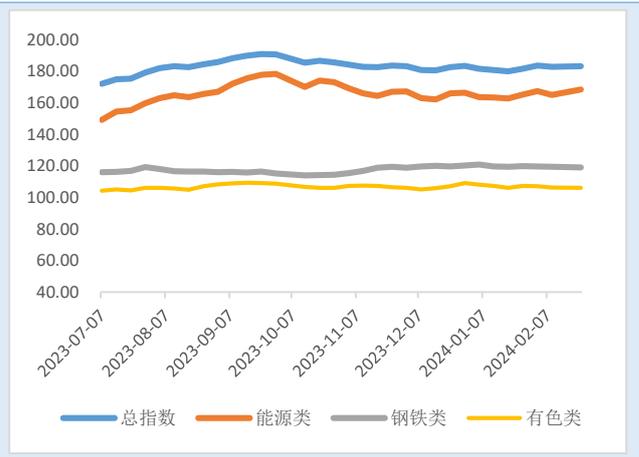
(3) PPI 或仍将在负增长区间维持一段时间。3 月 PPI 同比下降 2.8%，低于前值和预期的-2.7%。3 月 PPI 走势出现了两个方面的分化，一是不同原材料品种价格分化，国际原油、有色金属价格回升，而国内建筑业产业链关联度高的黑色商品价格继续回落；二是上中下游产业链分化，涨价集中在上游，中下游价格相对较弱。这背后面临的主要原因是传统工业制造业面临下游需求，如房地产持续下滑的压力，价格回升乏力；而装备制造主要行业短期则存在部分行业产能过剩的问题尚未得到有效解决。

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 11: 食品价格多数下跌



图表 12: 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