



国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116号

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-305163
邮箱：15721 @guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 主要结论

总体来说，一季度国民经济开局良好；GDP实际增长5.3%，符合预期，高于全年目标0.3个百分点。当前，国民经济总体仍处于恢复期，虽然一季度GDP增速相对较好，但是，二季度或略有压力。具体来看，一季度工业增加值相对恢复同比增长6.1%，制造业和私营表现较好。一季度，社零总额同比增长4.7%，相对不佳；由于2023年3月至5月社零基数较高，因此，社零短期内仍有压力。一季度，固投同比增长4.5%增速相对适中，增速较去年同期收窄0.6个百分点，较去年末加快1.5个百分点；其中，民间投资同比增长0.5%，扭转了去年年中开始的同比萎缩的不利局面；房地产总体不及预期，目前，房地产政策仍以边际优化、持续微调为主。一季度，出口恢复性改善，增长1.5%，后期有望趋势性回升。物价总体相对稳定，但是货币交易需求仍待增强；居民财产净收入增幅不佳，食品烟酒支出占比仍较高。

财政政策方面。4月17日，国新办举行新闻发布会，解读宏观经济形势和政策；会上，国家发展改革委副主任刘苏社表示，推动2023年增发国债项目加快建设实施；推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。二季度广义财政具有较大发力空间和可能，叠加去年增发国债项目今年6月底前开工建设，二季度基建投资有望加速回升，对固投形成支撑。

货币政策方面。近日，有关中国版量化宽松（QE）的热度再起。第一，从政策工具来说，央行在公开市场逐步增加国债买卖并非等同于QE，关键是购买数量和国债类型；QE作为非常规性货币政策工具，目标是应对非常规性经济波动。第二，从政策效果来说，QE政策短期可向市场投放流动性，带动物价回升，但是，中长期不利于经济稳定发展。第三，从政策时点来说，当前或不是执行QE政策的最佳时机。第四，从预期管理来说，非常规性货币政策工具的讨论，有助于提高市场活跃度。第五，随着超长期特别国债发行的启动，仍需关注可能的具体细则，即央行在二级市场购买国债的规模和类型。

汇率政策方面。人行方面，近期货币政策总体维持相对稳定。美联储方面，美国一季度实际GDP年化季环比初值录得1.6%，低于预期的2.5%，反映出美国经济有回落风险。近期关于美联储降息预期波动较大。北京时间5月2日凌晨，美联储将发布利率决议，综合考虑各项因素，本次美联储或将维持利率不变。日本央行方面，基准利率维持在0-0.1%，但是，删除了“购买与之前相同数量债券”的措辞。日本央行虽然删除了购债的相关表述，但是，基准利率仍热较低。近日，日元持续走贬，4月26日盘中美元兑日元更是走贬至158.4370，连破数个关键点位，处于近34年来的最大贬值水平。



一、重要会议和政策

表：2024年4月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
4月2日	根据新华社报道，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。另据商务部新闻办公室消息，应美方邀请，商务部国际贸易谈判代表兼副部长王受文于4月2日至5日访美，与美国商务部副部长拉戈共同主持召开中美商贸工作组第一次副部长级会议。4月3日，据财政部新闻办公室消息，经中美双方商定，美财政部部长珍妮特·耶伦于4月4日至9日访华。
4月3日	根据中国人民银行官网消息，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。
4月5日	根据美国劳工部数据，美国3月失业率3.8%，预期3.8%，前值3.9%；美国3月非农就业人口增加30.3万人，预期21.4万人，前值由27.5万人修正为27.0万人。
4月6日	根据文化和旅游部网站数据，2024年清明节假期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%。另据央视新闻报道，交通运输部消息，2024年清明假期3天，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%。
4月7日	根据中国人民银行官网消息，中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技创新、技术改造和设备更新。科技创新和技术改造再贷款是对原有科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款的政策接续。科技创新和技术改造再贷款额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构。金融机构向中国人民银行申请再贷款，中国人民银行对贷款台账进行审核，对于在备选企业名单或项目清单内符合要求的贷款，按贷款本金的60%向金融机构发放再贷款。
4月10日	惠誉国际信用评级公司发布报告，维持中国主权信用评级不变，但将评级展望由“稳定”调整为“负面”。根据财政部网站消息，财政部有关负责同志就惠誉下调我主权信用评级展望有关问题答记者问表示，适当的财政赤字有利于发挥政府举债融资积极作用，保持对经济社会高质量发展的必要支撑。
4月10日	根据美国劳工部数据，美国3月CPI同比3.5%，预期3.4%，前值3.2%；美国3月核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.8%。4月11日，美国3月PPI同比2.1%，前值1.6%。
4月12日	根据中国政府网消息，《国务院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》（俗称“国九条”）发布，共部署包括，总体要求、严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度、加强证券基金机构监管、加强交易监管、大力推动中长期资金入市、进一步全面深化改革开放、推动形成促进资本市场高质量发展的合力等九个方面的内容和工作。
4月14日	根据新华社报道，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。同日，伊朗常驻联合国代表团在社交媒体上发文表示，伊朗对以色列的袭击可以被视为已“结束”。但是，以色列国防部长警告说，对抗仍未结束。
4月15日	根据美国商务部数据，美国3月零售销售环比0.7%，预期0.4%，前值由0.6%修正为0.9%。近日，包括美联储主席在内的美联储委员关于货币政策相关言论再度“放鹰”，其中，拥有FOMC永久投票权的美国纽约联储主席威廉姆斯更是提到加息的可能。至4月19日，根据新华社的消息，据美国广播公司19日报道，以色列袭击了伊朗一地点。
4月16日	根据中国人民银行消息，中美金融工作组在美国华盛顿举行第四次会议。同日，根据财政部



	消息，中美经济工作组举行第四次会议。至4月17日，据商务部消息，美国贸易代表办公室宣布发起针对中国海事、物流和造船业的301调查。中方对此强烈不满，坚决反对。至4月18日，外交部发言人林剑主持例行记者会，在回答记者的提问时表示，中方欢迎布林肯国务卿近日访华。
4月17日	国新办举行新闻发布会，解读宏观经济形势和政策；会上，国家发展改革委副主任刘苏社表示，推动2023年增发国债项目加快建设实施；推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。
4月18日	根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的数据，从3月国际支付币种市场份额来看，占比排名前五的货币分别是，美元占比47.37%，欧元占比21.93%，英镑占比6.57%，人民币占比4.69%，日元占比4.13%。
4月19日	近日，美元兑日元相对走贬，连续突破152和154的高位，达到1990年8月以来近34年的高点。
4月22日	根据财政部数据，一季度，全国一般公共预算收入6.09万亿元，同比下降2.3%；全国一般公共预算支出7.00万亿元，同比增长2.9%；全国政府性基金预算收入1.04万亿元，同比下降4.0%；全国政府性基金预算支出1.78万亿元，同比下降15.5%。其中，一季度，国有土地使用权出让收入8147亿元，同比下降6.7%。
4月23日	根据《金融时报》报道，中国人民银行有关部门负责人接受采访时表示，央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。中央金融工作会议提出，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。同日，根据《人民日报》报道，财政部党组理论学习中心组刊文称，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。
4月25日	美国一季度实际GDP年化季环比初值1.6%，预期2.5%，前值3.4%。美国一季度PCE年化季环比初值。至4月26日，美国3月PCE物价指数同比2.7%，预期2.6%，前值2.5%。
4月26日	日本央行公布利率决议，基准利率维持在0-0.1%，但是，删除了“购买与之前相同数量债券”的措辞。

数据来源：新华社等、国信期货

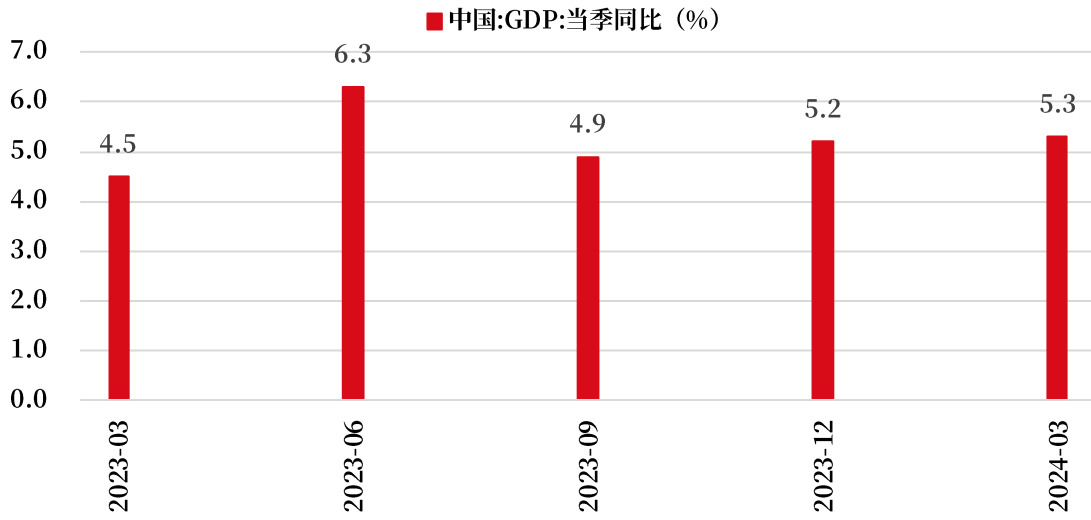
二、经济基本面

一季度GDP相对较好，增速超全年目标。2024年一季度国内生产总值（GDP）为29.63万亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%。分产业看，第一产业增加值同比增长3.3%；第二产业增加值增长6.0%；第三产业增加值增长5.0%。

从全年预期目标来看，今年GDP实际增速目标为5.0%左右，一季度GDP增速总体符合预期，较全年目标高0.3个百分点。从2023年分季度GDP增速来看，一季度至四季度分别为4.5%、6.3%、4.9%和5.2%，因此，一季度基数较低，二季度基数较高，当前国民经济总体仍处于恢复期，虽然一季度GDP增速相对较好，但是，二季度或略有压力。



图 1: GDP



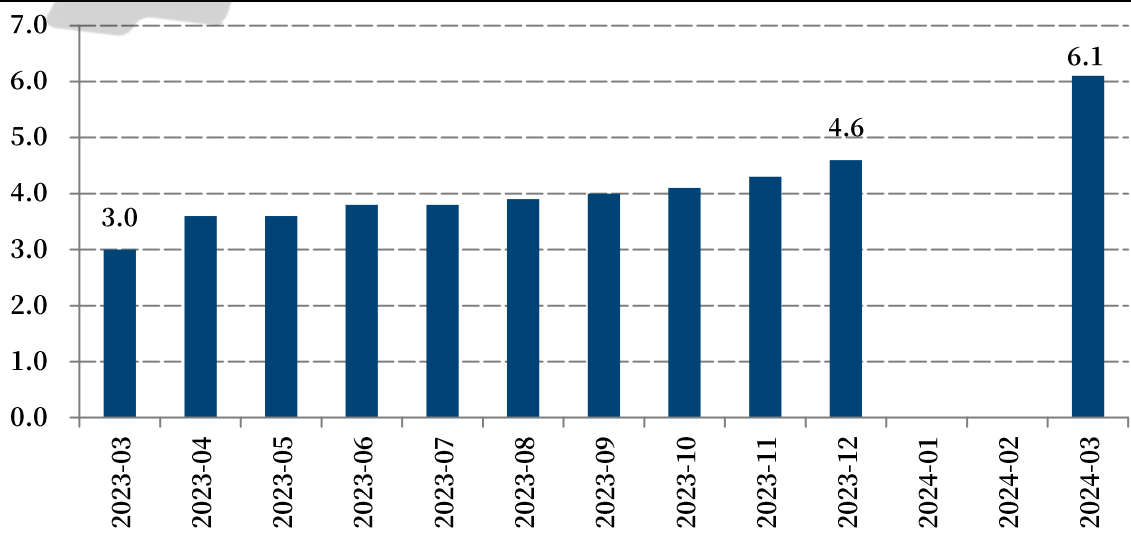
数据来源: choice 国信期货

工业增加值相对恢复,制造业和私营较好。一季度,规模以上工业(简称“规上工业”)同比增长6.1%。从单月来看,3月份,规上工业增加值同比实际增长4.5%。

分三大门类看,一季度,采矿业增加值同比增长1.6%,相对不佳;制造业同比增长6.7%,增速较去年同期加快3.8个百分点,较去年末加快1.7个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长6.9%,较去年同期加快3.6个百分点,较去年末加快2.6个百分点。

分经济类型看,一季度,国有控股企业增加值同比增长5.2%,增幅相对适中;股份制企业增长6.5%,其中,外商及港澳台商投资企业增长4.8%,属于低基数下的恢复性增长;私营企业增长5.4%,表现较好,增幅较去年同期加快3.4个百分点,较去年末加快2.3个百分点。

图 2: 工业增加值



数据来源: choice 国信期货

分主要行业看,一季度,增幅居前的有,计算机、通信和其他电子设备制造业增长13.0%,有色金属



冶炼和压延加工业增长 12.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 10.0%，橡胶和塑料制品业增长 9.9%，汽车制造业增长 9.7%，化学原料和化学制品制造业增长 9.6%。

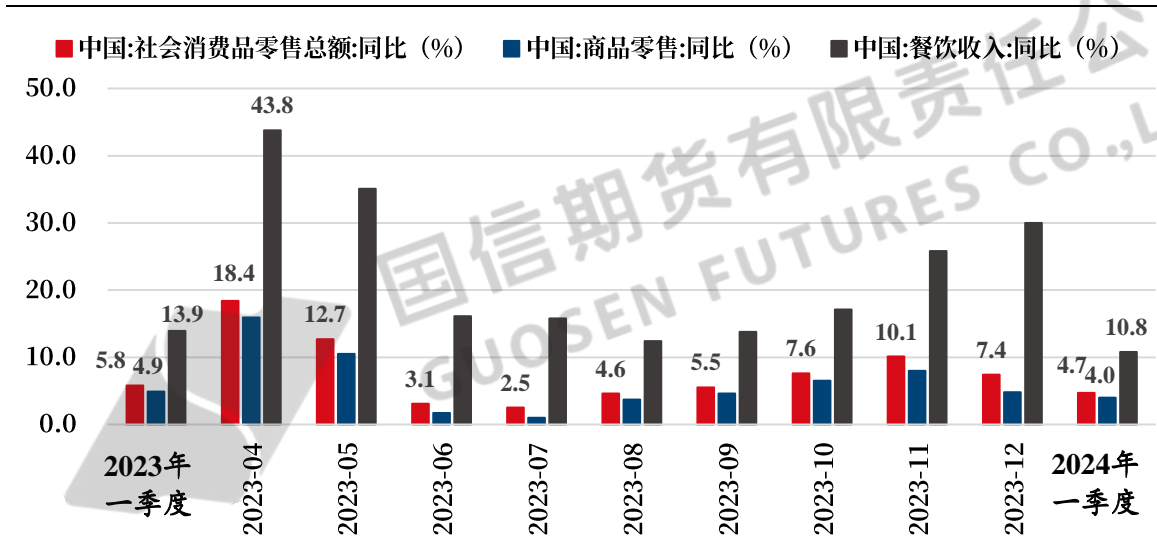
消费增幅相对不佳，短期仍有压力。一季度，社会消费品零售（简称“社零”）总额 12.03 万亿元，同比增长 4.7%，增速较去年同期收窄 1.1 个百分点，增幅相对不佳；按消费类型分，餐饮收入同比增长 10.8%，增速较去年同期收窄 3.1 个百分点；商品零售同比增长 4.0%，增速较去年同期收窄 0.9 个百分点。

从月度来看，3 月，社零总额同比增长 3.1%，其中，餐饮收入同比增长 6.9%；商品零售同比增长 2.7%。由于 2023 年 3 月至 5 月社零基数较高，因此，社零短期内仍有压力。

从商品零售的具体商品类型来看，3 月同比涨幅居前的有，体育、娱乐用品类上涨 19.3%，粮油、食品类上涨 11%，烟酒类上涨 9.4%；3 月，同比跌幅较大的有，汽车类下跌 3.7%，文化办公用品类下跌 6.6%。

由于，今年一季度财政政策暂未发力，考虑到今年广义财政支出规模较去年有所增加，后期，随着广义财政支出的发力，有望形成政府购买拉动部分商品消费的恢复。

图 3：社会消费品零售



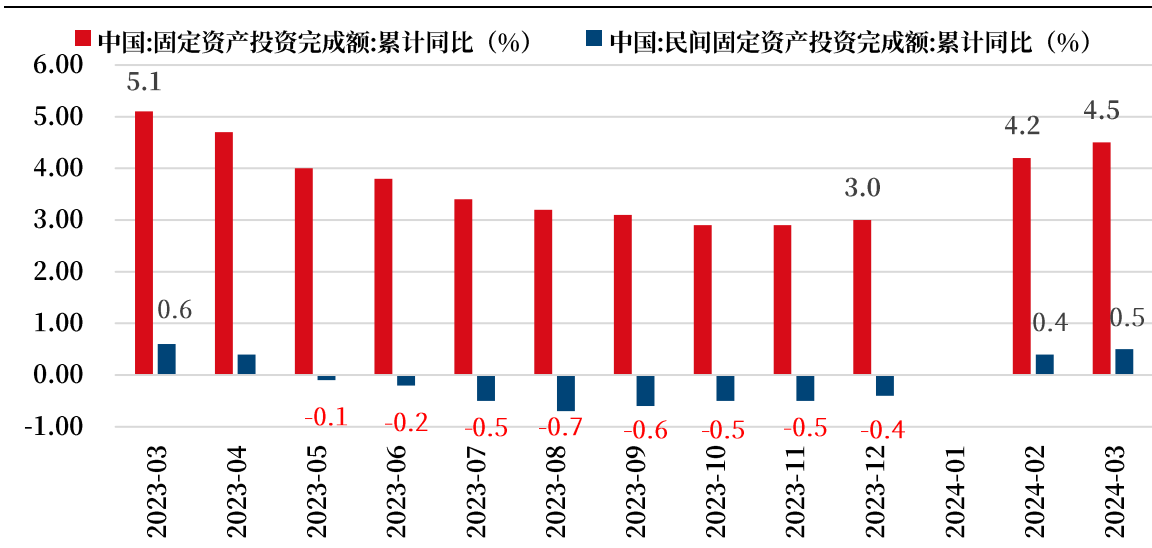
数据来源: choice 国信期货

民间投资相对恢复，房地产总体不及预期。一季度，全国固定资产投资（简称“固投”）10.0 万亿元，同比增长 4.5% 增速相对适中，增速较去年同期收窄 0.6 个百分点，较去年末加快 1.5 个百分点。其中，制造业投资增长 9.9%，增速较去年同期加快 2.9 个百分点，较去年末加快 3.4 个百分点；基础设施投资增长 8.75%，增速较去年同期收窄 2.1 个百分点，较去年末加快 0.5 个百分点。一季度，民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比增长 0.5%，增速较去年同期收窄 0.1 个百分点，较去年末加快 0.9 个百分点，扭转了去年年中开始的同比萎缩的不利局面。

房地产总体不及预期。房地产供给侧方面：一季度，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 11.1%；房屋新开工面积同比下降 27.8%；房屋竣工面积同比下降 20.7%；房地产开发企业到位资金同比下降 26.0%。房地产需求侧方面：一季度，新建商品房销售面积同比下降 19.4%；新建商品房销售额同比下降 27.6%；一季度末，商品房待售面积同比增长 15.6%。



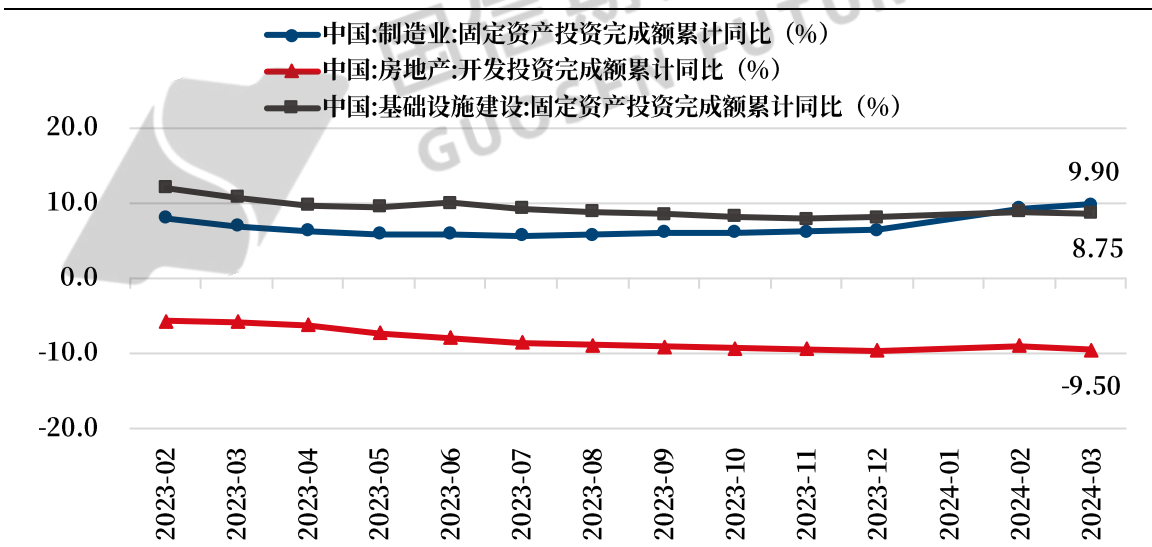
图 4：固定资产投资



数据来源: choice 国信期货

目前，房地产政策仍以边际优化、持续微调为主。根据上证报 4 月 16 日的报道，截至 3 月底，各地推送的“白名单”项目中，有 1979 个项目共获得银行授信 4690.3 亿元，1247 个项目已获得贷款发放 1554.1 亿元。从房地产开发到位资金来看，3 月末为 2.57 万亿元，同比下跌 26.0%，因此各地房地产企业“白名单”贷款发放资金可满足房企日常经营需求，但是，总体来说贷款规模仍需进一步增大。

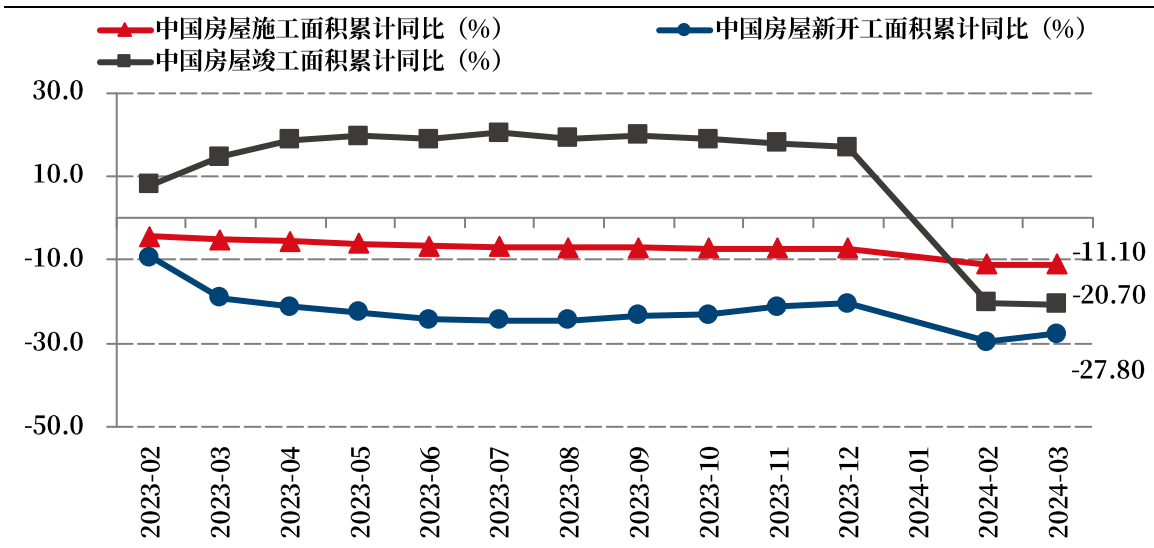
图 5：分行业固定资产投资



数据来源: choice 国信期货



图 6: 房地产施工、新开工和竣工



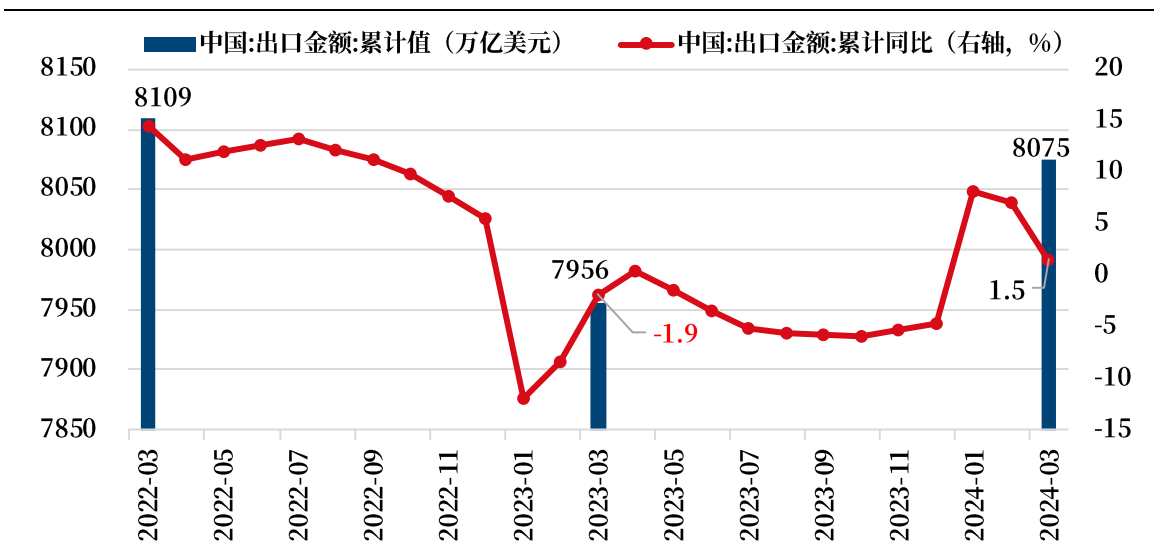
数据来源: choice 国信期货

出口恢复性好转,后期有望趋势性回升。以美元计,一季度出口累计 8075 亿美元;与去年同期相比增长 1.5%;从单月来看,以美元计,3月出口 2796.8 亿美元,同比下跌 7.5%。

由于春节假期效应以及去年 3 月基数较高,今年 3 月单月的出口同比增速波动较大。如果以季度来看,2024 年一季度出口 8075 亿美元、2023 年一季度出口 7956 亿美元、2022 年一季度出口 8109 亿美元,从而 2024 年一季度出口规模好于 2023 年一季度,但是,略差于 2022 年一季度。4 月后,尤其是 5 月后,去年出口的基数将较低,结合今年 3 月制造业 PMI 新订单指数表现强劲,预计二季度和三季度出口将呈现趋势性恢复。

从汇率来看,近日中东地缘冲突有所升级,带来国际原油价格可能走高的担忧,进而打压了美联储短期内降息可能和预期,致使美元兑人民币走贬,短期内有助于出口的进一步改善。后期,随着美联储年内降息的兑现、出口低基数的利好显现以及恢复外商投资的需要,人民币或逐渐升值。

图 7: 出口



数据来源: choice 国信期货



三、宏观核心指标

(一) 物价水平

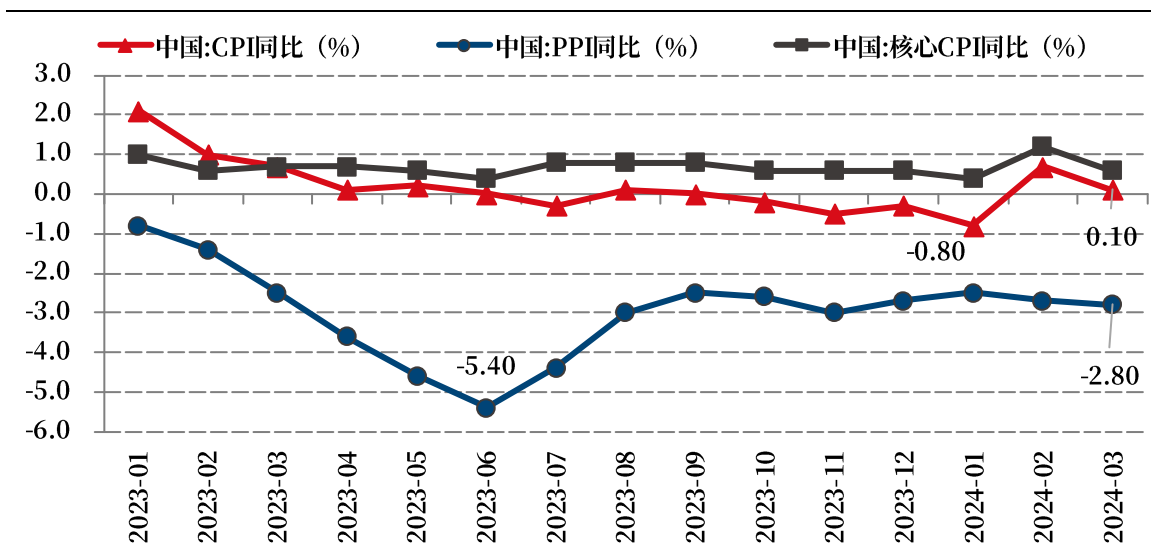
物价水平相对稳定，主要影响因素逐渐改善。2024年3月CPI同比上涨0.1%；1-2月平均CPI与上年同期持平，因此，3月CPI同比涨幅较1-2月平均回升0.1个百分点。3月PPI同比下降2.8%；1-2月平均PPI比上年同期下降2.6%，因此，3月PPI同比跌幅较1-2月平均扩大0.2个百分点。从季度来看，一季度，CPI与上年同期持平，PPI比上年同期下降2.7%。

综合来看，3月物价水平总体相对稳定，CPI较1-2月平均水平略有回升，主要是猪肉价格对CPI的不利影响正逐渐消退；PPI较1-2月平均水平略有下行，主要是采掘业跌幅未收窄，加工业跌幅有所扩大。后期随着国际原油价格震荡走高、生猪去产能加速、货币供应进一步好转等各类积极因素的累积，有望助推物价水平加速回升。

物价同比方面。3月CPI同比上涨0.1%，从CPI分大类来看，其他用品及服务上涨2.7%、教育文化娱乐上涨1.8%、衣着上涨1.6%、医疗保健上涨1.5%、生活用品及服务上涨1.0%、居住上涨0.2%；交通通信下降1.3%、食品烟酒下降1.4%。食品中，鲜果价格下降8.5%，影响CPI下降约0.20个百分点；畜肉类价格下降4.3%，影响CPI下降约0.14个百分点，其中猪肉价格下降2.4%，影响CPI下降约0.03个百分点；猪肉价格对CPI的不利影响正逐渐消退。

3月PPI同比下降2.8%，其中，生产资料价格下降3.5%，较1-2月平均的跌幅扩大0.3个百分点，影响PPI下降约2.58个百分点，其中，采掘业跌幅未收窄下跌5.8%，加工业跌幅有所扩大下跌3.6%，原材料相对稳定下跌2.9%。PPI的生活资料价格下降1.0%，与1-2月平均跌幅持平，影响PPI下降约0.26个百分点。从PPI分行业来看，3月，同比跌幅较大的行业有，煤炭开采和洗选业下降15%，非金属矿物制品业下降8.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降7.2%，化学原料和化学制品制造业下降6.3%。3月PPI同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨3.4%，石油和天然气开采业上涨6.3%，黑色金属矿采选业上涨6.7%。

图8：物价水平



数据来源：choice 国信期货

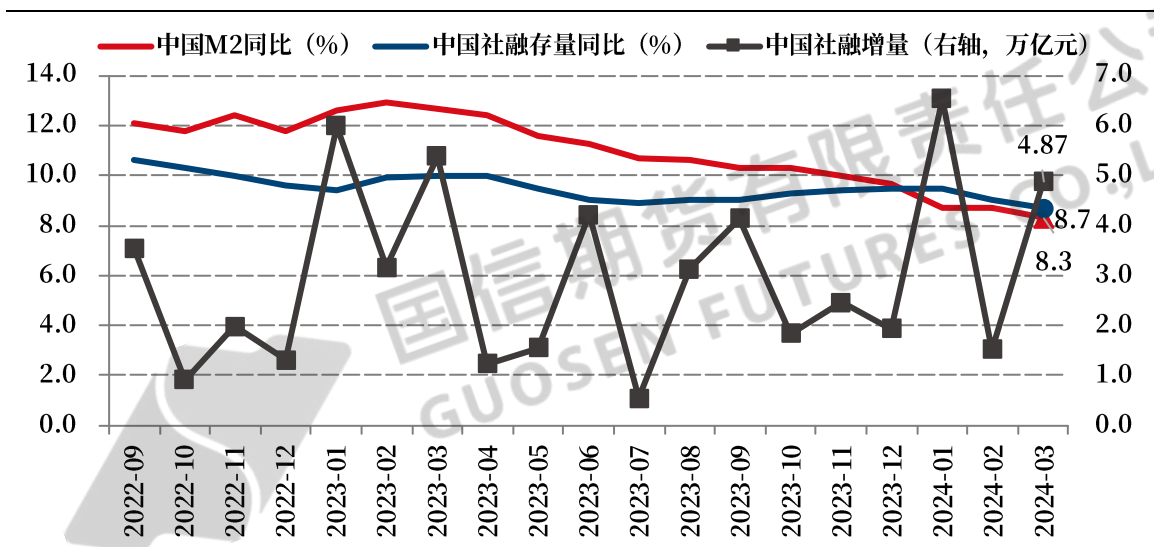


物价环比方面。1月CPI环比上涨0.3%，其中，食品烟酒类价格环比上涨0.3%，影响CPI上涨约0.09个百分点。食品中，由于寒潮天气加之春节临近消费需求增加，鲜菜价格上涨3.8%，影响CPI上涨约0.08个百分点；水产品价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.05个百分点。PPI方面，1月环比下降0.2%；其中，生产资料价格下降0.2%，影响PPI下降约0.17个百分点；生活资料价格下降0.2%，影响PPI下降约0.05个百分点。分主要行业来看，其中，跌幅较大的有，石油、煤炭及其他燃料加工业下降1.7%，化学原料和化学制品制造业下降1.1%，石油和天然气开采业下降0.8%；涨幅较大的有，燃气生产和供应业上涨1.4%，黑色金属矿采选业上涨2.3%。

（二）货币供需

货币交易需求仍待增强。3月末，广义货币（M2）同比增长8.3%，狭义货币（M1）同比增长1.1%，流通中货币（M0）同比增长11.0%。3月末社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长8.7%；3月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为4.87万亿元，比上年同期少0.52万亿元；一季度社融增量累计为12.93万亿元，比上年同期少1.61万亿元。

图9：M2和社融



数据来源：choice 国信期货

一季度末社融存量保持相对稳定，但是，社融增量总体差于去年同期水平，主要是由于人民币短期贷款少增1.13万亿元以及政府债券少增0.47万亿元。值得注意的是，3月M1同比仅增长1.1%，是2022年2月以来的新低，反映出市场主体货币交易需求仍然较低。后期，仍需进一步激活市场主体交易需求，除了继续维持相对宽松的货币环境，需以财政支出形成货币投放，从而可叠加出口的进一步恢复以及市场预期的相对好转，有望带动货币投放的进一步增大以及交易需求的恢复。

（三）景气指数

根据国家统计局3月31日数据，3月官方制造业PMI为50.8%，较2月的49.1%回升1.7个百分点，重回扩张区间，结束连续5个月的收缩状态，且为近12个月以来的最高水平。同时，3月财新（非官方）制造业PMI录得51.1%，延续较好扩张势头，且为近13个月的新高。

从官方制造业PMI分类指数来看，3月，生产指数为52.2%，新订单指数为53.0%，原材料库存指数为48.1%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为50.6%。从非制造业商务活动指数来看，3月为53.0%，



较 2 月的 51.4% 回升 1.6 个百分点，非制造业扩张势头强劲，达到近 9 个月以来的最高水平。

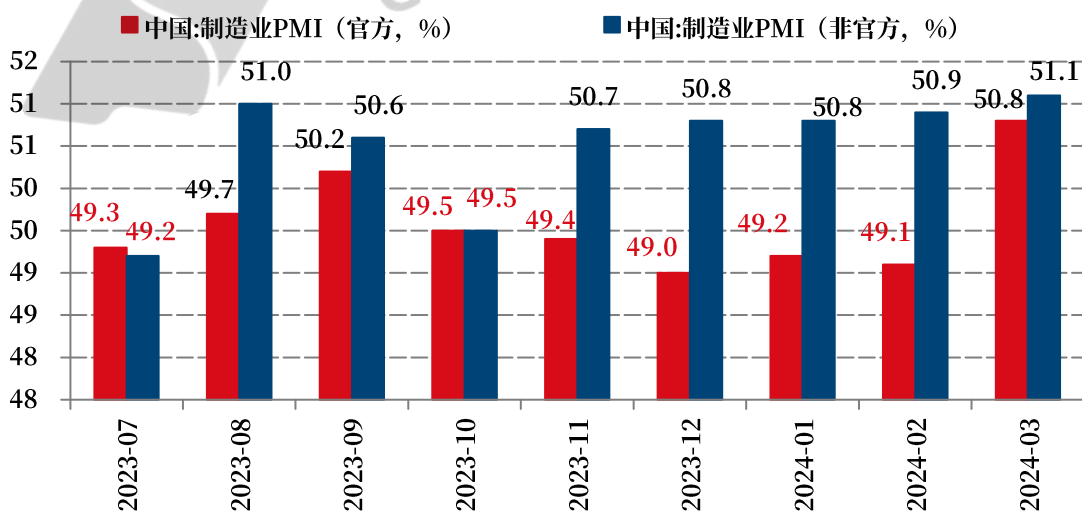
综合来看，3 月非官方制造业 PMI 继续维持较好扩张势头，官方制造业 PMI 在 3 月重回扩张区间，其中生产和新订单指数强势扩张，尤其是新出口订单结束近 11 个月的收缩状态，有助于未来 1-3 个月出口的修复性改善。但是，3 月制造业出厂价格指数表现不佳录得 47.4%，较 2 月的 48.1% 回落 0.7 个百分点，或预示 3 月 PPI 水平仍不理想。非制造业商务活动指数扩张势头继续增强，延续春节假期的回升势头。

第一，小型制造企业景气度回升显著。分企业类型来看 3 月官方制造业 PMI，大型企业为 51.1%，较 2 月回升 0.7 个百分点；中型企业 50.6%，较 2 月回升 1.5 个百分点；小型企业 50.3%，较 2 月回升 3.9 个百分点。从 2023 年 9 月至 2024 年 2 月，官方制造业 PMI（处于收缩状态）与非官方制造业 PMI（处于扩张状态）存在显著分歧，其中该差异或来自两者样本数据的不同，尤其是非官方制造业 PMI 或更关注小型企业。因此，至 2024 年 3 月，当官方制造业 PMI 中小型企业景气度显著改善后，官方制造业 PMI 与非官方制造业 PMI 实现收敛，两者均显示经济处于扩张区间，且录得近 1 年的高点。

第二，新出口订单指引出口，3 月或低，二季度或改善。分指标类型来看 3 月官方制造业 PMI，新订单指数表现较好，尤其是新出口订单录得 51.3%，结束近 11 个月的收缩状态。新订单指数是观察出口趋势的重要先行指标，对未来 1-3 个月的出口形势具有较好的指引，当然，对当月出口来说，参考性较低。也就是说，考虑到今年 1 月和 2 月制造业 PMI 中新订单指数仍然较低，叠加去年 3 月出口基数较高，因此今年 3 月出口同比增速或有所下滑。展望 4 月至 6 月的出口形势，由于今年 3 月制造业 PMI 中新订单指数强势扩张，且去年 4 月至 6 月出口基数逐渐降低，因此今年二季度出口有望修复性改善。

第三，购进价格稳定出厂价格收缩，不利于 PPI 改善。3 月主要原材料购进价格为 50.5%，较 2 月的 50.1% 回升 0.4 个百分点，维持微量扩张；3 月出厂价格为 47.4%，较 2 月的 48.1% 回落 0.7 个百分点。3 月购进价格相对稳定，但是出厂价格的收缩状态扩大，总体或不利于 3 月 PPI 的恢复。

图 10：制造业 PMI



数据来源: choice 国信期货

四、总结

总体来说，一季度国民经济开局良好；GDP 实际增长 5.3%，符合预期，高于全年目标 0.3 个百分点。



当前，国民经济总体仍处于恢复期，虽然一季度 GDP 增速相对较好，但是，二季度或略有压力。具体来看，一季度工业增加值相对恢复同比增长 6.1%，制造业和私营表现较好。一季度，社零总额同比增长 4.7%，相对不佳；由于 2023 年 3 月至 5 月社零基数较高，因此，社零短期内仍有压力。一季度，固投同比增长 4.5% 增速相对适中，增速较去年同期收窄 0.6 个百分点，较去年末加快 1.5 个百分点；其中，民间投资同比增长 0.5%，扭转了去年年中开始的同比萎缩的不利局面；房地产总体不及预期，目前，房地产政策仍以边际优化、持续微调为主。一季度，出口恢复性改善，增长 1.5%，后期有望趋势性回升。物价总体相对稳定，但是货币交易需求仍待增强；居民财产净收入增幅不佳，食品烟酒支出占比仍较高。

财政政策方面。4 月 17 日，国新办举行新闻发布会，解读宏观经济形势和政策；会上，国家发展改革委副主任刘苏社表示，推动 2023 年增发国债项目加快建设实施；推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设。考虑到一季度广义财政尚未发力，因此，二季度广义财政具有较大发力空间和可能，叠加去年增发国债项目今年 6 月底前开工建设，二季度基建投资有望加速回升，对固投形成支撑。

货币政策方面。近日，有关中国版量化宽松（QE）的热度再起。第一，从政策工具来说，央行在公开市场逐步增加国债买卖并非等同于 QE，关键是购买数量和国债类型；QE 作为非常规性货币政策工具，目标是应对非常规性经济波动。第二，从政策效果来说，QE 政策短期可向市场投放流动性，带动物价回升，但是，中长期不利于经济稳定发展。第三，从政策时点来说，当前或不是执行 QE 政策的最佳时机。尤其是，随着三季度国内物价回升的可能以及美联储降息的兑现，执行非常规性货币政策的紧迫性降低。第四，从预期管理来说，当前货币政策基调仍然较为宽松，核心在于市场由宽货币向宽信用转变的积极性；非常规性货币政策工具的讨论，有助于提高市场活跃度。第五，随着超长期特别国债发行的启动，仍需关注可能的具体细则，即央行在二级市场购买国债的规模和类型。

汇率政策方面。人行方面，近期货币政策总体维持相对稳定。海外美联储方面，近期，中东地缘冲突可能引发国际原油价格上行的担忧较为突出，潜在影响将抬升美国物价水平；叠加美联储委员关于降息后置甚至讨论加息的论调，一度大幅压制美联储降息预期。但是，美国一季度实际 GDP 年化季环比初值录得 1.6%，低于预期的 2.5%，反映出美国经济有回落风险，又增强了美联储降息预期。因此，近期关于美联储降息预期波动较大。北京时间 5 月 2 日凌晨，美联储将发布利率决议，综合考虑 GDP、物价水平、劳动力市场、美联储缩表、美股走势、地缘冲突等各项因素，本次美联储或将维持利率不变。值得注意的是，5 月 3 日将发布美国 4 月失业率和非农人口数据，并对 3 月非农人口数据进行修订；考虑到非农人口数据存在大幅下修的历史，因此，需关注美国劳动力市场最新情况，或将对美联储降息时点产生重要影响。日本央行方面，4 月 26 日，日本央行公布利率决议，基准利率维持在 0-0.1%，但是，删除了“购买与之前相同数量债券”的措辞。日本央行此次利率决议总体符合预期，虽然删除了购债的相关表述，但是，基准利率仍然较低。近日，日元持续走贬，4 月 26 日盘中美元兑日元更是走贬至 158.4370，连破数个关键点位，处于近 34 年来的最大贬值水平。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.