

国内财政发力可期，美国通胀粘性较强

观点

展望后市：短期内由于美国通胀粘性较强，美联储降息预期存在较大的不确定性，这加剧了资本市场的波动，预计将会对商品走势带来扰动。不过，中长期来看，随着内需外的同步改善，大宗商品市场整体的价格中枢或继续抬升。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，一季度主要经济体 PMI 均出现改善，且消费需求从服务扩大到商品，这带动了商品需求回暖。特别的，美国处于全球价值链的需求终端，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。地缘政治方面的风险也需要保持关注。

核心逻辑

(1) 本周国内商品整体震荡上行，一是，黑色系商品延续涨势，主因是下游需求延续改善，供需结构趋于改善，正反馈得以延续；二是，受美元指数回落、海外补库带动需求回升的预期等因素驱动，基本金属多数反弹；三是，俄乌冲突、中东局势再度紧张，原油和集运指数再度反弹。四是，农产品板块多数下跌。

(2) 4月 LPR 利率维持不变，二季度财政政策加力可期。1) 4月 LPR 利率维持不变符合市场预期，货币政策短期或保持灵活适度。一方面，4月 MLF 缩量平价操作，1年期 MLF 利率已经连续8个月保持不变；另一方面，与银行净息差承压等短期因素有关，截至2023年Q4，商业银行净息差为1.69%，较上一季度继续收窄。展望未来，今年以来货币政策持续发力，2月份全面降准、5年期 LPR 大幅下调，目前效果逐步得到显现，一季度经济延续复苏态势，不过，目前仍存在有效需求不足的问题，短期来看货币政策基调或保持灵活适度，二季度或仍有降准的可能性。2) 一季度全国一般公共预算收入同比下降2.3%，持平于1-2月份；全国一般公共预算支出同比增长2.9%，增速较1-2月份下滑3.8个百分点。随着二季度超长期特别国债发行逐步落地，专项债发行加快，增发国债资金加快形成实物工作量，财政继续加力有望进一步巩固经济回升向好态势。

(3) 美国核心通胀仍强，美欧日 PMI 走势分化。1) 美国一季度实际 GDP 增长1.6%，不及市场预期的2.5%；PCE 增长2.5%，不及预期3.0%；核心 PCE 增长3.7%，超出预期3.4%。不过，3月 PCE 通胀整体符合预期，缓解了市场的担忧。展望未来，预计4-5月的通胀走势对今年联储降息路径的影响尤为重要。2) 美欧日 PMI 走势分化，其中，美国4月 PMI 数据不及预期、欧元区4月综合 PMI 超出市场预期、日本4月 PMI 数据显示经济仍在修复。

宏观·周度报告

2024年04月28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 4月LPR利率维持不变，二季度财政政策加力可期

1、4月LPR利率维持不变

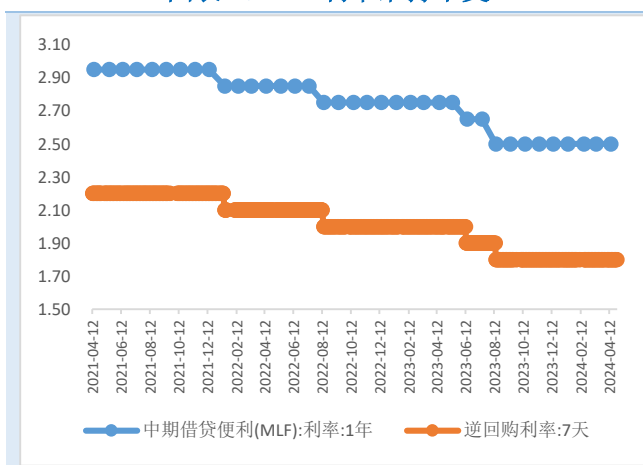
4月22日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%，较此前均保持不变。

4月LPR利率维持不变符合市场预期，货币政策短期或保持灵活适度。一方面，4月15日，央行开展了1000亿元中期借贷便利（MLF）缩量平价操作，实现净回笼700亿元，操作利率维持2.50%不变，1年期MLF利率已经连续8个月保持不变。另一方面，4月LPR利率未变也与银行净息差承压等短期因素有关。截至2023年Q4，商业银行净息差为1.69%，较上一季度继续收窄。

展望未来，货币政策保持宽松仍是主基调。一是，存款利率存在下调的空间，或缓解银行的净息差。4月17日，市场利率定价自律机制向商业银行下发了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，监管层要求2024年4月底前全部存款实现自律定价。《倡议》发布后，多数商业银行或对大额存单设置限额，或紧跟下调存款利率，银行的负债成本得到一定管控，息差压力有所缓解。二是，货币政策仍有发力的空间。4月18日，中国央行副行长朱鹤新一季度金融运行和外汇收支情况介绍新闻发布会上表示，总的看，前期出台的一系列货币政策措施正在逐步发挥作用，国民经济持续回升、开局良好，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。

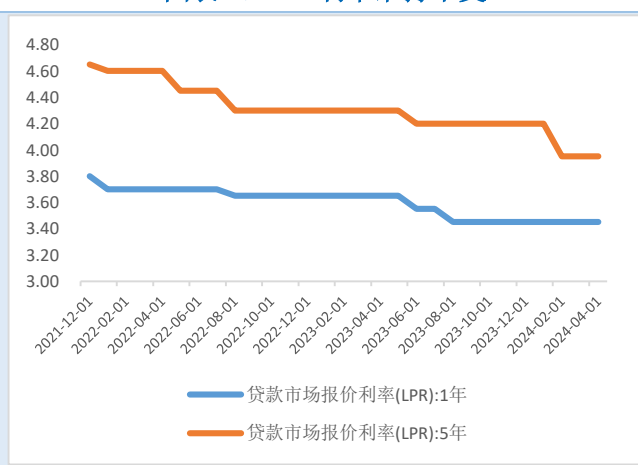
总的来看，今年以来货币政策持续发力，2月份全面降准、5年期LPR大幅下调，目前效果逐步得到显现，一季度经济延续复苏态势，不过，目前仍存在有效需求不足的问题，短期来看货币政策基调或保持灵活适度，二季度或仍有降准的可能性。

图表 1: MLF 利率维持不变



数据来源: Wind

图表 2: LPR 利率维持不变



数据来源: Wind

2、财政政策加力可期

4月22日，财政部公布2024年一季度财政收支情况：

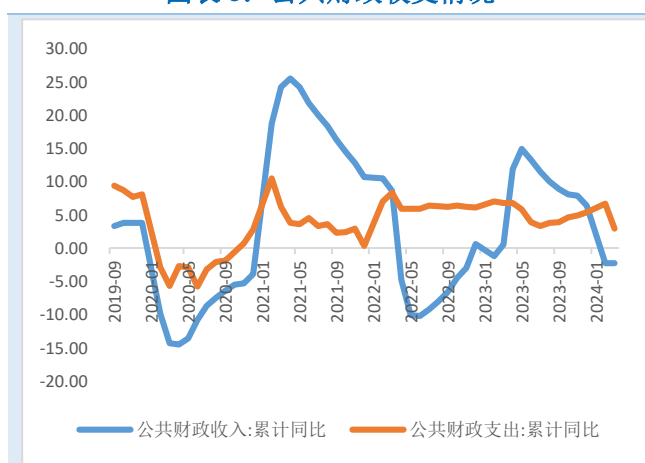
(1) 财政收入方面，2024年一季度，全国一般公共预算收入60877亿元，收入进度为27.18%，进度慢于去年同期28.69%，同比下降2.3%，持平于1-2月份，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2.2%左右，低于1-2月份的2.5%。其中，一季度全国税收收入同比下降4.9%，降幅较1-2月扩大0.9个百分点，非税收入同比增长10.1%，增速较1-2月升高1.5个百分点，增值税、消费税、企业和个人所得税同比增速分别为-7.1%、10%、1%和-4.5%，而1-2月份的增速分别为-5.3%、14%、0%和-15.9%，企业和个人所得税收入增速均有回升；

(2) 财政支出方面，一季度，全国一般公共预算支出69856亿元，支出进度为24.47%，略慢于去年同期进度24.68%，同比增长2.9%，增速较1-2月份下滑3.8个百分点。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出同比增长10.5%，地方一般公共预算支出同比增长1.9%。从主要支出科目情况来看，支出增速最高的为农林水、城乡社区支出，分别同比增长13.1%和12.1%，主要受增发国债资金的带动，而卫生健康、科学技术、交通运输、节能环保支出分别同比下降10.7%、4.1%、3.7%和2.4%；

(3) 政府性基金预算方面，一季度，全国政府性基金预算收入同比下降4%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降6.7%，1-2月则持平于去年同期，与地产市场表现依然低迷有关；全国政府性基金预算支出同比下降15.5%，降幅较1-2月扩大5.3个百分点。

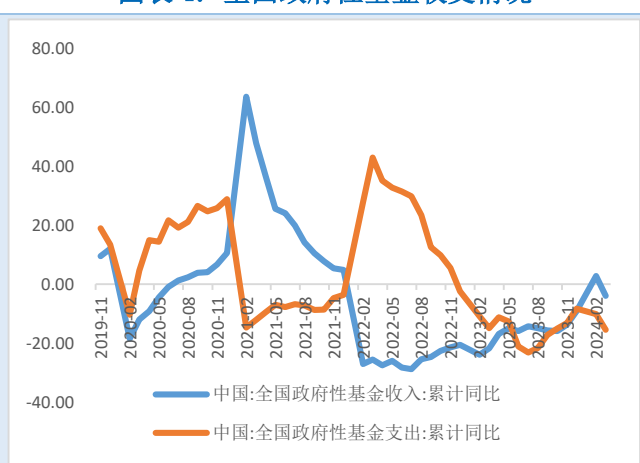
财政部预算司司长王建凡在国新办发布会上表示，财政部已经将2024年超长期特别国债支出纳入到2024年预算，同时扎实推进前期准备工作，下一步，财政部将根据超长期特别国债的项目分配情况，及时启动超长期特别国债发行工作。随着二季度超长期特别国债发行逐步落地，专项债发行加快，增发国债资金加快形成实物工作量，财政继续加力有望进一步巩固经济回升向好态势。

图表3：公共财政收支情况



数据来源：Wind

图表4：全国政府性基金收支情况



数据来源：Wind

3、国内政策跟踪

（1）国务院举行深化资本市场改革的专题学习

4月22日，国务院以“进一步深化资本市场改革，促进资本市场平稳健康发展”为主题，进行第七次专题学习，国务院总理李强主持学习。国务院总理李强强调，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局，并指出，要以落实《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》为契机，扎实做好资本市场改革发展工作；加快完善资本市场基础制度体系，健全发行、交易、退市等关键制度，促进投融资良性循环和上市退市动态平衡；着力提升上市公司质量，严把发行上市准入关，促进上市公司增强回报投资者意识，提升投资价值；完善和加强资本市场监管，加大对违法违规行为的惩治力度；切实强化中小投资者权益保护，营造公开公平公正的市场环境。

（2）央行和财政部相继发声

4月23日，中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，该负责人表示，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动；同日，财政部党组理论学习中心组在《人民日报》发表文章称，深化金融供给侧结构性改革，必须强化财政与金融政策的协调配合。

中国人民银行有关部门负责人表示，长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，由于今年以来债券供需暂时失衡，机构投资者开始集中购买长久期资产以期获得更高回报，加大了长期债券利率下行的幅度。总的来看，未来债券市场供求有望趋于均衡，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。此外，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，人民银行买卖国债与一些发达经济体央行的量化宽松（QE）操作是截然不同的。同日，财政部表示，中观机制上，要加强财政与货币政策、金融改革的协调配合，完善基础货币投放和货币供应调控机制，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱。研究扩大政府债券柜台销售品种和规模等。

1.2 海外：美国核心通胀仍强，美欧日 PMI 走势分化

1、美国一季度 GDP 数据不及预期、核心 PCE 价格指数超预期

当地时间4月25日，美国商务部发布的数据显示，美国第一季度实际GDP季调环比折年率初值增长1.6%，不及市场预期的2.5%，较去年四季度增速3.4%大幅放缓；个人消费支出（PCE）季调环比折年率初值增长2.5%，较前值3.3%放缓，同样不及预期3.0%；不含食品和能源的核心PCE价格指数季调环比折年增长3.7%，超出预期3.4%和前值2.0%。

从 GDP 的构成来看，与去年四季度相比，一季度实际 GDP 减速主要是受净出口的拖累，同时消费者和政府支出的增速也有所放缓，不过，私人投资增速却呈上升态势。具体来看，个人消费支出从去年四季度 3.4% 的增速放缓至今年一季度的 2.5%，其中商品消费由上涨 3.0% 转为下降 0.4%，而服务消费支出增速则从 3.4% 扩大至 4.0%，这也对服务业通胀形成支撑；州和地方政府消费和投资增速从 6.0% 放缓至 2.0%，联邦政府支出增速从环比上涨 2.4% 转为下降 0.2%，出口增速由 5.1% 的增速回落至 0.9%，进口增速则由 2.2% 升高至 7.2%；然而，国内私人投资的增速上升，尤其是住宅固定资产投资，增速从去年四季度的 2.8% 大幅上行至 13.9%，设备投资也从环比下降 1.1% 转为上升 2.1%；私人库存依然在下行通道中。

此外，第一季度个人储蓄率从第四季度的 4.0% 降至 3.6%，说明通胀上升正在侵蚀工资增长，经税收和通货膨胀调整后的收入同期增长 1.1%，低于 2.0%。美国一季度 GDP 数据公布后，市场对今年美联储降息的预期再度降温。

图表 5：美国一季度 GDP 低于预期

GDP 分项变化率（季调、环比折年）	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国内生产总值	1.60	3.3	4.9	2.4	1.1
个人消费支出	2.50	2.8	3.1	0.8	3.8
商品	-0.40	3.8	4.9	0.5	5.1
耐用品	-1.20	4.6	6.7	-0.3	14.0
非耐用品	0.00	3.4	3.9	0.9	0.5
服务	4.00	2.4	2.2	1.0	3.1
国内私人投资总额	3.20	2.1	10.0	5.2	-9.0
国定固定资产投资	5.30	1.7	2.6	5.2	3.1
非住宅	2.90	1.9	1.4	7.4	5.7
建筑	-0.10	3.2	11.2	16.1	30.3
设备	2.10	1.0	-4.4	7.7	-4.1
知识产权产品	5.40	2.1	1.8	2.7	3.8
住宅	13.90	1.1	6.7	-2.2	-5.3
出口	0.90	6.3	5.4	-9.3	6.8
商品出口	0.90	4.7	7.7	-16.0	12.0
服务出口	1.00	9.5	1.0	6.2	-3.5
进口	7.20	1.9	4.2	-7.6	1.3
商品进口	6.80	0.8	5.9	-6.5	1.9
服务进口	9.00	6.8	-2.8	-12.2	-1.2
政府消费支出和投资总额	1.20	3.3	5.8	3.3	4.8
联邦政府	-0.20	2.5	7.1	1.1	5.2
国防	2.00	3.7	5.0	4.7	4.6
非国防	-0.60	0.9	8.4	2.3	1.9
州和地方政府	0.30	4.6	5.5	-0.4	9.5

数据来源：Wind

2、美国 3 月 PCE 同比增速高于市场预期

美国商务部公布的3月PCE数据显示，美国3月核心PCE物价指数同比升2.8%，预期升2.7%，前值升2.8%；环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。PCE物价指数同比升2.7%，预期升2.6%，前值升2.5%；环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。

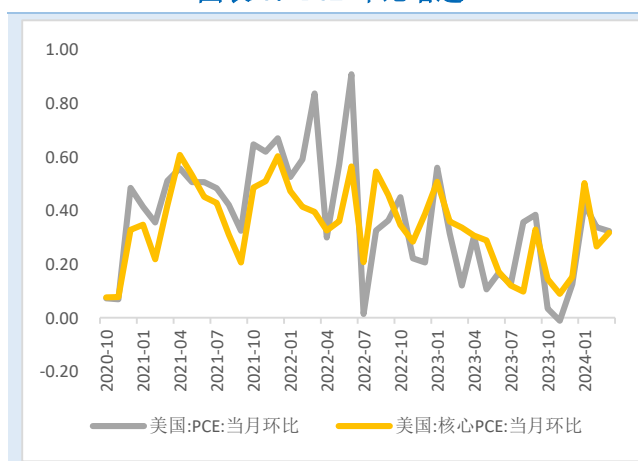
从具体分项来看：

1) 能源分项涨幅收窄，食品分项环比小幅回落。3月能源分项环比下行1.1个百分点至1.2%，其中能源商品环比边际回落2.0个百分点至1.4%，而能源服务环比持平于0.7%，显示地缘风险对油价的扰动仍然存在但有所消退。食品分项环比下行0.2个百分点至-0.04%。

2) 粘性较强的核心服务韧性较强，住房外其他核心服务回升。3月核心服务价格环比上行0.1个百分点至0.4%。其中，住房分项环比维持在0.4%的高位。美联储关注的剔除住房后的核心服务环比上行约0.2个百分点至0.4%，交通服务、其他服务、金融服务、餐饮住宿分项分别回升至1.6%、1.0%、0.5%、0.2%，而医疗服务和娱乐服务分项分别小幅回落至0.1%、-0.1%。值得注意的是，推高3月CPI的医疗和汽车保险分项在PCE通胀中整体偏弱。

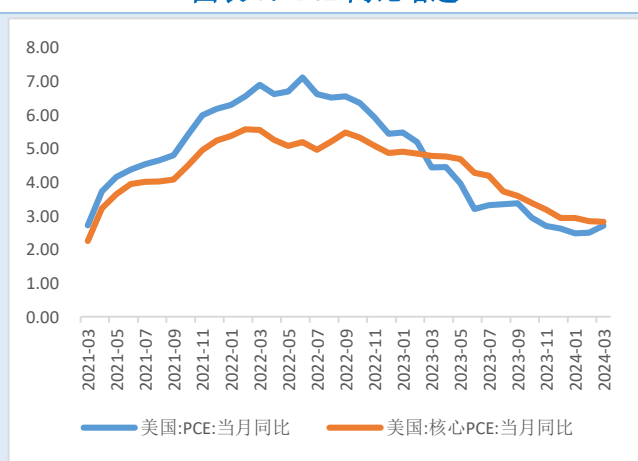
整体而言，一季度PCE通胀数据显著超预期一度导致市场担忧3月PCE通胀会大幅回升，而从实际公布的数据来看，由于1-2月PCE通胀基数的上调，3月PCE通胀整体符合预期，缓解了市场的担忧。展望未来，我们认为4-5月的通胀走势对今年联储降息路径的影响尤为重要。若4-5月通同比增速能够持续回落，6月或者7月降息仍然存在一定概率，但如果通胀同比增速再度高于预期，6月或7月降息可能性较小。后续我们密切观察4-5月通胀的走势。

图表6：PCE 环比增速



数据来源：Wind

图表7：PCE 同比增速



数据来源：Wind

3、美欧日 PMI 走势分化

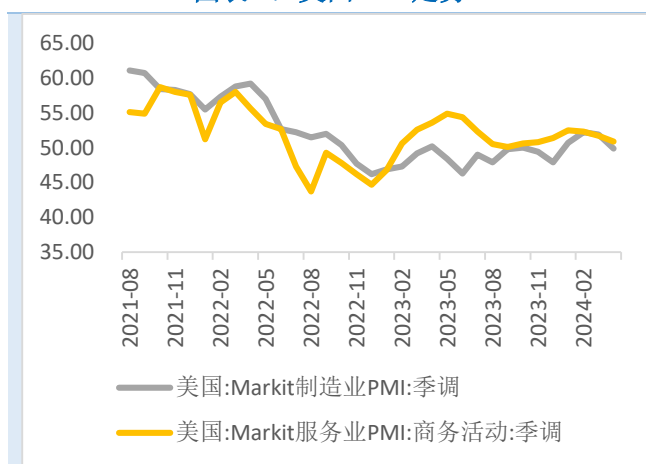
1) 美国4月PMI数据不及预期。当地时间4月23日，S&P Global及研究公司Markit联合公布的数据显示，4月美国制造业PMI初值为49.9%，重回萎缩区间，为2023年12月以来最低水平；服务业PMI

初值为 50.9%，低于市场预期 52.0%及 3 月的 51.7%，虽然仍处于扩张通道，但扩张速度亦放缓至 5 个月以来的最低水平；综合 PMI 初值从 3 月的 52.1%降至 50.9%，是 4 个月来的最低水平，低于预期值 52%。

2) **欧元区 4 月综合 PMI 超出市场预期。**当地时间 4 月 23 日，S&P Global 与汉堡商业银行(HCOB)公布的报告显示，4 月欧元区整体 PMI 初值从 3 月份的 50.3%反弹至 51.4%，高出市场预期的 50.7%，为 11 个月最高值，连续第二个月扩张。

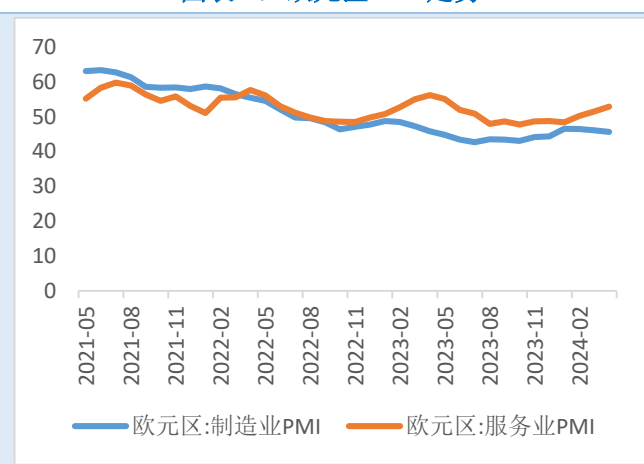
3) **日本 4 月 PMI 数据显示经济仍在修复。**当地时间 4 月 23 日，S&P Global 发布报告称，日本 4 月 Jibun 综合 PMI 初值升至 52.6%，为去年 8 月以来的最高水平，其中，制造业和服务业 PMI 分别升至 49.9% 和 54.6%，为去年 5 月以来的最高水平。

图表 8：美国 PMI 走势



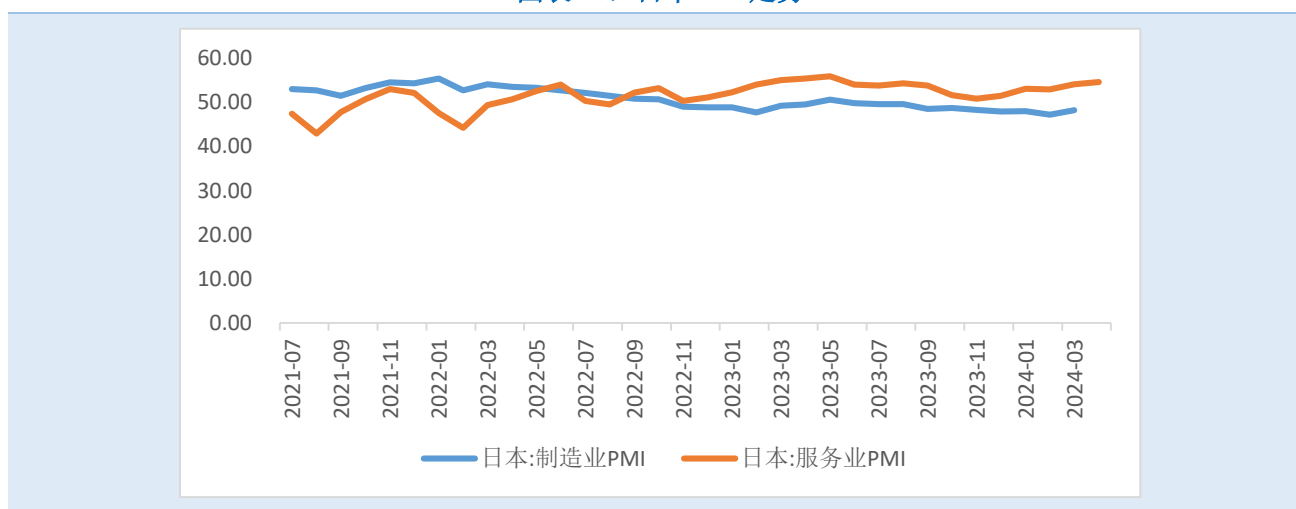
数据来源：Wind

图表 9：欧元区 PMI 走势



数据来源：Wind

图表 10：日本 PMI 走势



数据来源：Wind

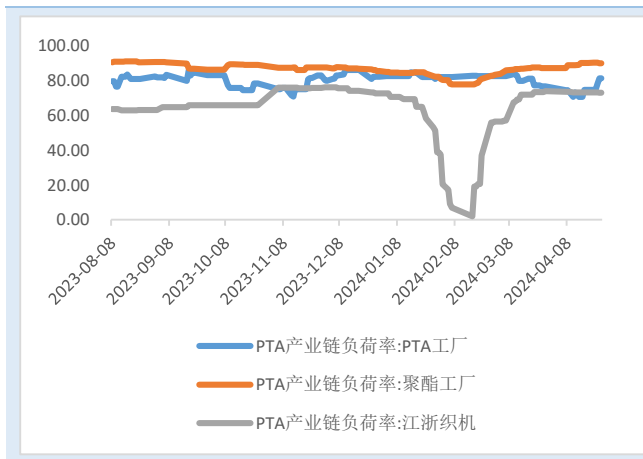
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产平稳运行

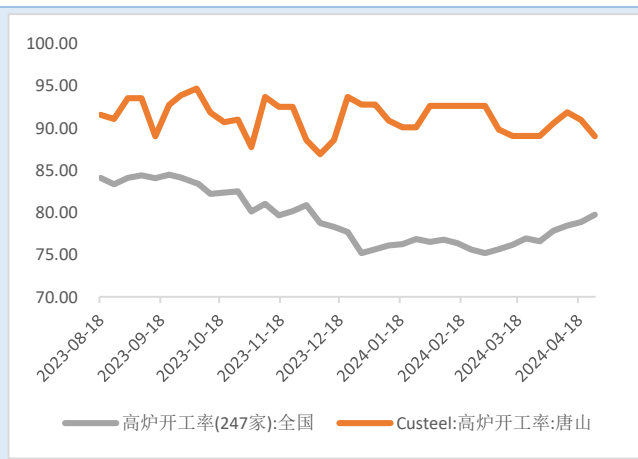
化工：生产负荷平稳运行，产品价格多数下跌。需求方面，聚酯产业链产品价格多数下跌，截至4月25日，涤纶POY价格、聚酯切片价格、PTA价格等均出现小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率小幅回升至81.19%，聚酯工厂负荷率持稳于90.0%，江浙织机负荷率持稳于73.0%。

钢铁：生产小幅回升，需求季节性改善。截至4月26日，全国高炉开工率小幅回升0.87个百分点至79.75%；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，表需持续释放，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

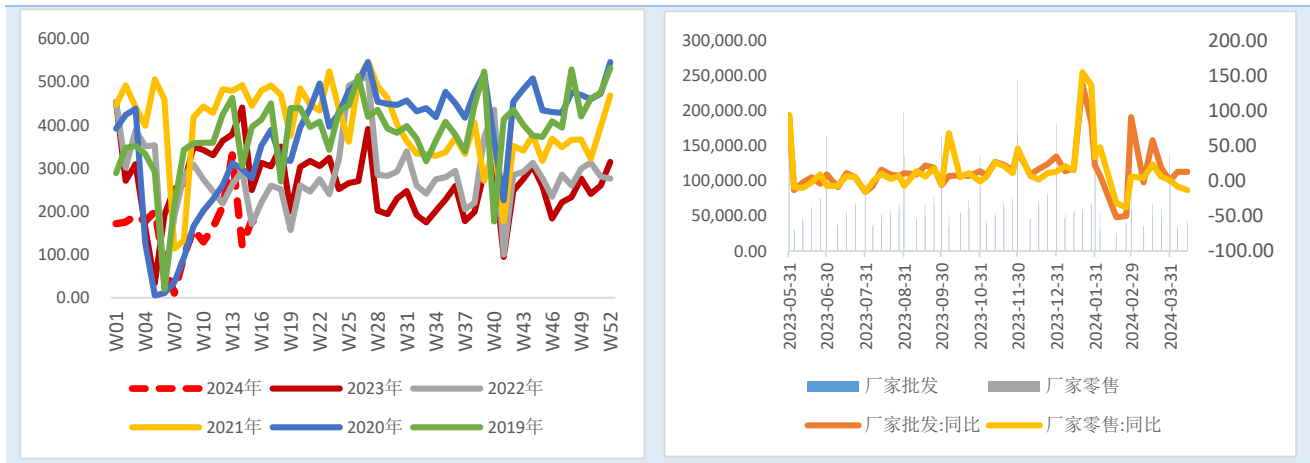
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售同比下降

房地产销售周环比回升。截至4月25日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比回升1.07%，截至4月25日，4月同比下降43.35%，其中，一、二、三线城市4月同比分别增长-39.41%、-44.56%、-45.07%；4月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降47.89%。

乘用车零售同比下降。乘联会数据显示，4月第三周全国乘用车市场日均零售4.8万辆，同比去年4月同期下降13%，环比上月同期下降1%。4月1-21日，乘用车市场零售85.2万辆，同比去年同期下降12%，较上月同期下降2%；今年以来累计零售568.4万辆，同比增长9%。

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) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 4 月 28 日）蔬菜均价环比下跌 0.91%，猪肉均价环比下跌 0.43%。

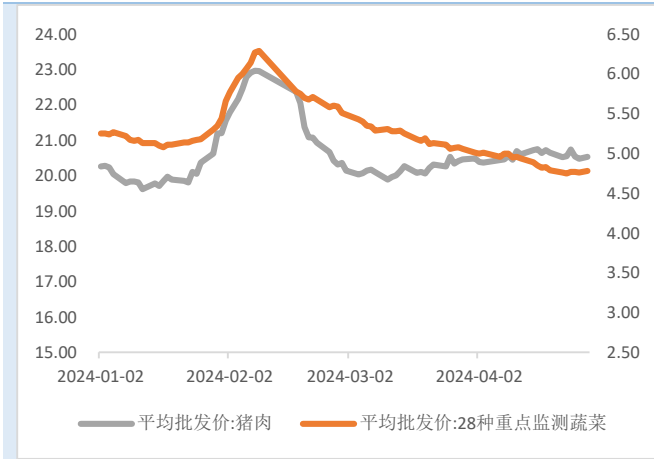
(2) CPI 再度回落，预计未来将温和回升。3 月 CPI 同比尽管保持正增长，但增速较前值回落，其中消费品 CPI 是主要的向上拉动力量，而服务品 CPI 构成一定的拖累。一般而言，由于春节因素的影响，3 月 CPI 环比均会出现季节性回落，但从幅度来看，今年 3 月回落幅度也相对偏大，这表明居民端的消费需求仍偏弱。

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。

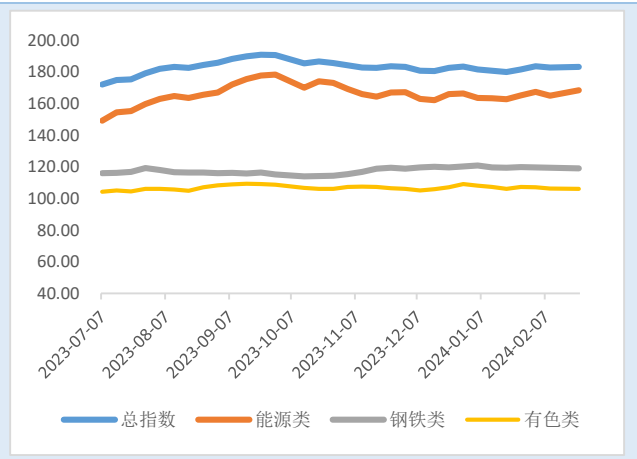
(3) PPI 或仍将在负增长区间维持一段时间。3 月 PPI 同比下降 2.8%，低于前值和预期的-2.7%。3 月 PPI 走势出现了两个方面的分化，一是不同原材料品种价格分化，国际原油、有色金属价格回升，而国内建筑业产业链关联度高的黑色商品价格继续回落；二是上中下游产业链分化，涨价集中在上游，中下游价格相对较弱。这背后面临的主要原因是传统工业制造业面临下游需求，如房地产持续下滑的压力，价格回升乏力；而装备制造主要行业短期则存在部分行业产能过剩的问题尚未得到有效解决。

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