

期货研究报告

金融研究

宏观月报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

以政府行为为锚

报告日期：

2024年4月30日

报告内容摘要：

◆**国外**：尽管美国一季度 GDP 环比折年率回落明显，但并不意味着“滞”的形成。当前美国经济依然处于缓慢下行阶段。“胀”的风险更令人担忧。去年 1-4 月份环比增速也很高，只是 5 月份开始下降，接下来就看剩下月份环比增速能否下来，假如继续保持 3 月份的节奏，那么核心 PCE 同比增速就要抬升了。在这种环境下，美联储将继续维持高压政策。

◆**国内**：3 月部分经济数据已经出现回踩现象，社零、房地产、工业增加值以及工业企业利润回落都比较明显。但由于今年一季度 GDP 已经高达 5.3%，而全年目标仅为 5%，加之当前两会新增政策——1 万亿特别国债和 3.9 万亿新增专项债尚未有明显发力迹象。因此，年内余力充足，意味着没有必要实行新的刺激政策。

◆**大类资产走势展望**

股	上有顶，寻找来自经济的支撑
债	短期回调，关注供给节奏
汇	稳步缓慢贬值中
黄金	脱离传统框架，仍具上升力量
大宗商品	制造业为线索

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦 19-20 楼

邮编：311200

目录

一、	国内：复苏成色不足	3
1、	3 月经济数据整体回落	3
2、	刺激政策仍以存量为主	3
二、	美经济胀风险上升	5
三、	大类资产走势展望	9

表目录

表 1: 3 月经济数据整体呈现回落态势	3
表 2: 美国净出口环比拉动率分项	6

图目录

图 1: PSL 余额出现下降 (亿元)	4
图 2: 净出口导致 GDP 环比折年率偏低	5
图 3: 美国 GDP 同比增速依然较高 (%)	6
图 4: 3 个月非农新增人数持续走高 (千人)	7
图 5: 非农数据经常会被修正(千人)	7
图 6: 失业率其实不高 (%)	7
图 7: 初请失业金人数也依然很低(人)	7
图 8: 主动离职率回到疫情前水平 (%)	7
图 9: 求人倍数保持高位震荡(%)	7
图 10: CPI 陷入瓶颈(%)	8
图 11: PCE 亦是(%)	8
图 12: 3 个月年化通胀反弹至高位(%)	8
图 13: 6 个月年化通胀继续反弹(%)	8
图 14: 疫情后, 国内股市曾迎来一波牛市	9
图 15: USDCNY 趋势有变	10

一、国内：复苏成色不足

1、 3 月经济数据整体回落

尽管月初的制造业 PMI 继续回升，但从主要经济数据来看，3 月其实是回踩的月份。尽管前期制造业和非制造业 PMI 均继续往上冲，但出口、工业增加值、社零以及房地产均呈现回落状态，工业利润单月下滑也比较明显。继续往上冲的多是受政策影响比较大的部分，譬如基建，部分制造业，因此带动固定资产投资增速继续向上运行。真正看内需的话，可能整体依然还是处于疲弱状态。

表 1：3 月经济数据整体呈现回落态势

	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
制造业 PMI	50.80	49.10	49.20	49.00	49.40	49.50
非制造业 PMI: 服务业	52.40	51.00	50.10	49.30	49.30	50.10
出口金额: 当月同比 (%)	-7.50	5.50	8.20	2.20	0.70	-6.61
CPI: 当月同比 (%)	0.10	0.70	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20
PPI: 当月同比 (%)	-2.80	-2.70	-2.50	-2.70	-3.00	-2.60
社融当月值 (亿元)	48,675.00	15,248.00	65,364.00	19,326.00	24,554.00	18,441.00
新增人民币贷款: 当月值 (亿元)	30,900.00	14,500.00	49,200.00	11,700.00	10,900.00	7,384.00
工业增加值: 当月同比 (%)	4.50	7.00		6.80	6.60	4.60
社零当月同比 (%)	3.10	5.50		7.40	10.10	7.60
固定资产投资累计同比 (%)	4.50	4.20		3.00	2.90	2.90
房地产投资累计同比 (%)	-9.50	-9.00		-9.60	-9.40	-9.30
制造业累计同比 (%)	9.90	9.40		6.50	6.30	6.20
广义基建累计同比 (%)	8.75	8.96		8.24	7.96	8.27
狭义基建累计同比 (%)	6.50	6.30		5.90	5.80	5.90
工业企业利润总额: 当月同比 (%)	-3.50	10.20		16.80	29.50	2.70

资料来源: Wind, 信达期货研究所

2、 刺激政策仍以存量为主

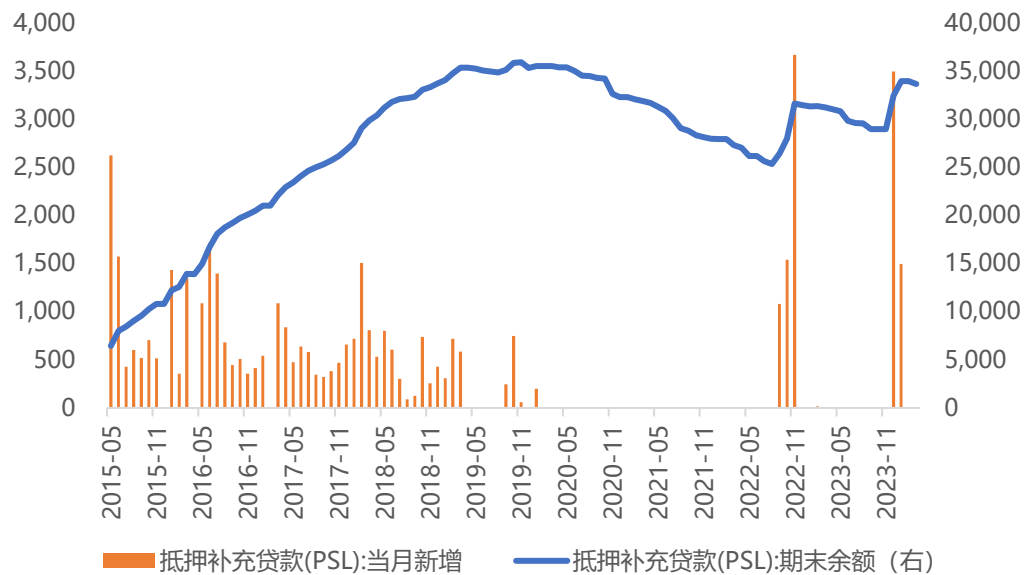
从当前情况看，年内增量政策，特别是财政端的增量政策基本宣告结束。原因如下：

其一，目标完成角度。一季度 GDP 指标增速为 5.3%，较全年目标 5% 还高 0.3 个百分点。从增速要求看，一季度已超目标完成，未来经济只要不下滑太多，年内目标完成均不存在太多问题。没有必要再在财政赤字上做文章。

其二，现有政策落实情况。当前的政策推动力量来自于去年余留下来的增发国债，根据发改委的说法，今年 2 月，完成了全部第三批共 1 万亿元增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金落实到约 1.5 万个具体项目。所有增发国债项目将于今年 6 月底前开工建设。也就是说去年增发的 1 万亿国债还在陆续发挥作用，且未来还将发挥作用。从当前政府发债情况来看，超长期特别国债发行尚未开闸。年内余力充足，意味着后期对经济的托底力量足够支撑我们完成全年目标。

其三，现有政策开始有不及预期现象。在此次解读宏观经济形势和政策的新闻发布会上，发改委称 5000 亿元抵押补充贷款（PSL）额度发放完毕，支持“三大工程”——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。之前大家对于 PSL 的期待较高，预期在 1 万亿左右，但如今现实只有其中一半，可能一定程度上也意味着中央认为不需要那么多。

图 1：PSL 余额出现下降（亿元）



资料来源：Wind，信达期货研究所

二、美经济胀风险上升

1、“滞”无需过多担忧

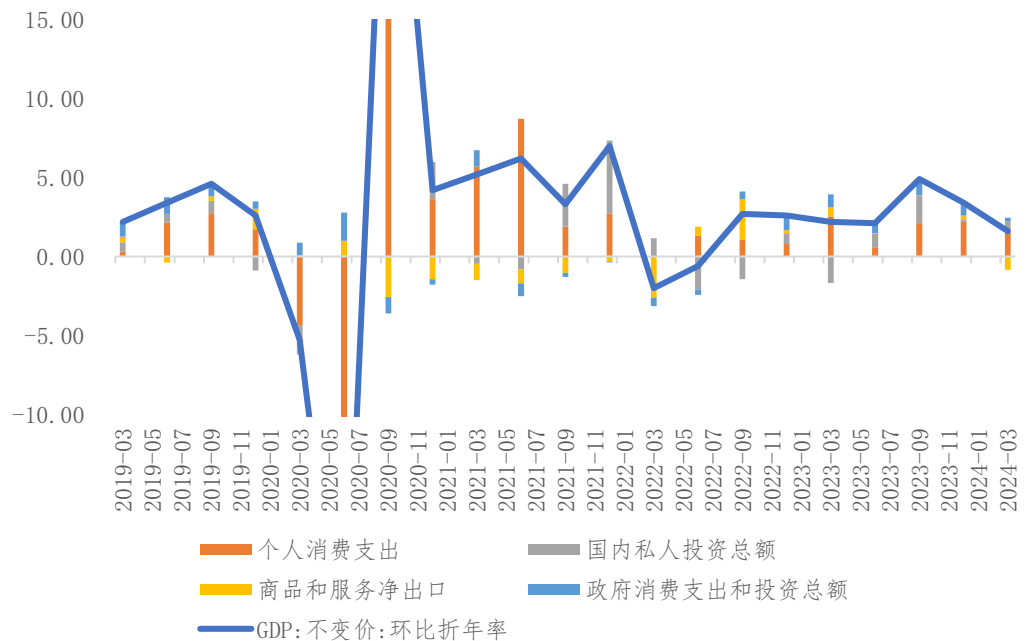
一季度美国经济数据发布后，市场一度开始交易美国“滞胀”，但我们不这么认为美国即将进入“滞”的状态。

其一，1.6%的环比折年率并不弱

从趋势上看，美国 GDP 环比折年率从去年第三季度的 4.9% 下探至四季度的 3.4%，如今一季度又降至 1.6%，已低于美联储的长期增长水平 1.8%（尽管这是同比增速）。但是我们可以关注其结构。

个人消费支出其实拉动率依然很高，为 1.68%，投资端的拉动较去年四季度也有所上升，政府消费和投资也是正贡献，最大的负向拖累来自于商品和服务净出口。之前 7 个季度都是正贡献，今年一季度转为负贡献，且负值较大。

图 2：净出口导致 GDP 环比折年率偏低



资料来源：Wind，信达期货研究所

那么净出口为什么负向拖累这么大呢？我们再对其进行拆分。与去年四季度相比，我们可以发现出口环比拉动率从 0.55% 降至 0.1%，而进口环比拉动率从 -0.3% 降至 -0.6%，说明出口变得更差，而进口其实是变强了。出口的决定权在外需，是外国对于美国商品和服务的需求，变差不代表美国差。进口则是美国对外国商品和服务的需求，变强代表美国内需强。因此，此次净出口的负向拖累恰恰说明了内需强。

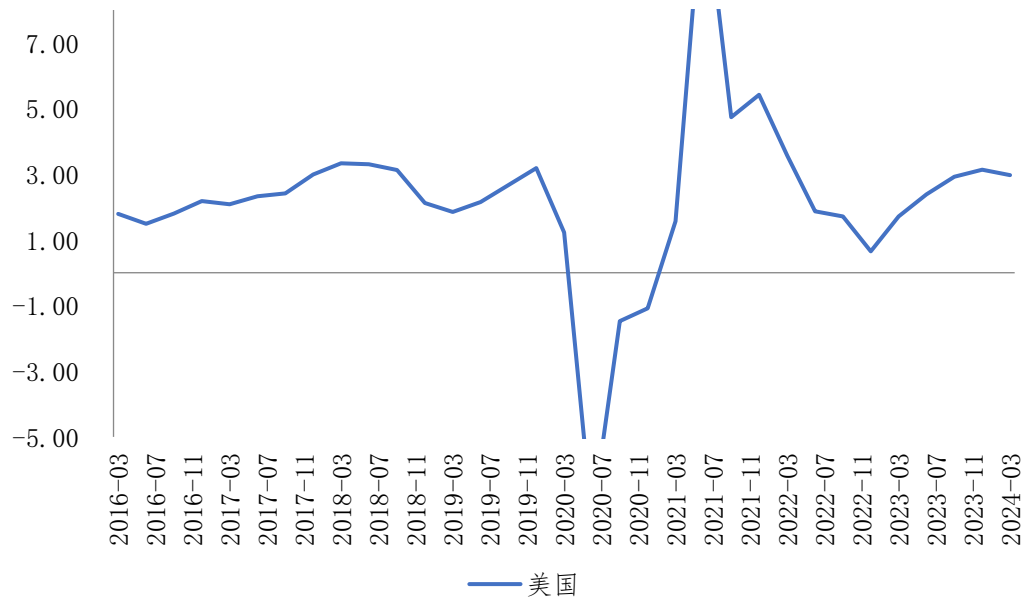
表 2：美国净出口环比拉动率分项

Line		2021	2022	2023	Seasonally adjusted at annual rates																Line
					2020			2021			2022				2023				2024		
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
43	Net exports of goods and services	-1.25	-0.48	0.57	1.00	-2.58	-1.44	-1.04	-0.87	-1.03	-0.34	-2.59	0.56	2.58	0.26	0.58	0.04	0.03	0.25	-0.86	43
44	Exports	0.66	0.76	0.31	-8.78	5.06	2.31	0.06	0.20	0.16	2.42	-0.50	1.19	1.80	-0.41	0.76	-1.09	0.59	0.55	0.10	44
45	Goods	0.53	0.44	0.22	-6.58	4.90	1.65	-0.02	-0.03	-0.13	1.83	-0.69	0.73	1.63	-0.52	0.89	-1.31	0.55	0.45	0.06	45
46	Services	0.13	0.33	0.09	-2.20	0.16	0.65	0.08	0.24	0.29	0.59	0.18	0.46	0.17	0.11	-0.13	0.22	0.04	0.10	0.04	46
47	Imports	-1.91	-1.24	0.25	9.78	-7.65	-3.74	-1.10	-1.07	-1.19	-2.76	-2.08	-0.63	0.77	0.66	-0.18	1.13	-0.56	-0.30	-0.96	47
48	Goods	-1.60	-0.82	0.21	7.07	-7.21	-3.06	-1.02	-0.51	-0.20	-2.38	-1.72	-0.28	0.98	0.55	-0.22	0.78	-0.64	-0.14	-0.74	48
49	Services	-0.31	-0.42	0.05	2.71	-0.44	-0.68	-0.06	-0.56	-0.99	-0.38	-0.36	-0.35	-0.21	0.11	0.04	0.35	0.08	-0.15	-0.22	49

资料来源：美国经济分析局，信达期货研究所

其二，同比增速依然高达 3%

从同比增速看，一季度 GDP 为 3%，这个值尽管略低于去年四季度的 3.1%，但也是远高于美联储预期的长期经济增速 1.8%，同时这个值相对于疫情前那也是高增长。

图 3：美国 GDP 同比增速依然较高 (%)


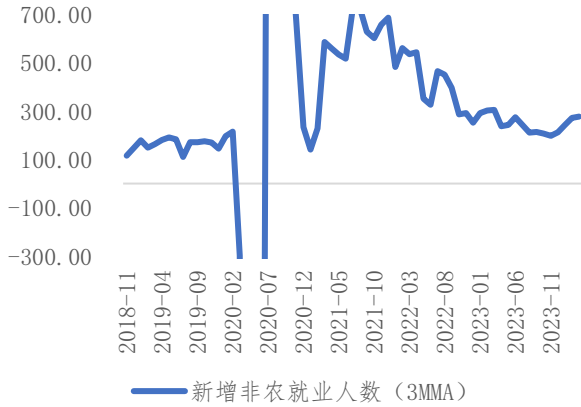
资料来源：Wind，信达期货研究所

其三，来自其他经济数据的佐证

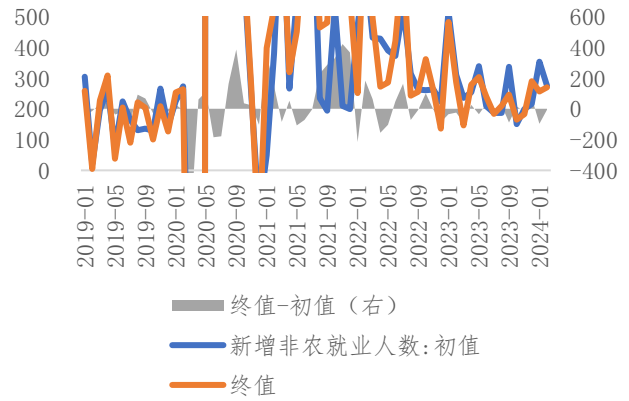
我们重点观察就业数据。由于非农数据经常会做修正，而且修正幅度有时还挺大，因此，从 3 个月平均角度去看会更加准确。而现在，我们看到 3 个月移动均值已经摆脱了前期的下行平台期，连续 4 个月运行向上。

失业率虽然有所上升，但是依然处于偏低位置。况且移民的扰动仍在持续，失业率与非农仍有可能劈叉。

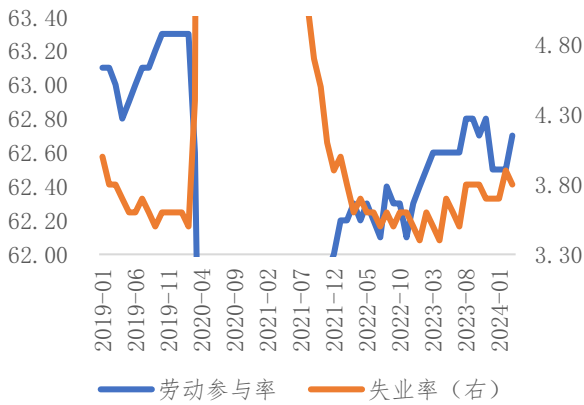
主动离职率保持在疫情前水平，说明外面工作没那么好找，也就是个正常水平。从求人倍数来看，就业市场依然偏紧张，至少比疫情前紧张。

图 4：3 个月非农新增人数持续走高 (千人)


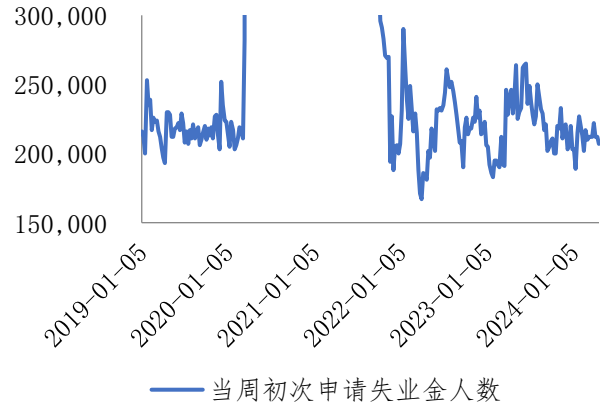
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 5：非农数据经常被修正(千人)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6：失业率其实不高 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 7：初请失业金人数也依然很低(人)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 8：主动离职率回到疫情前水平 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

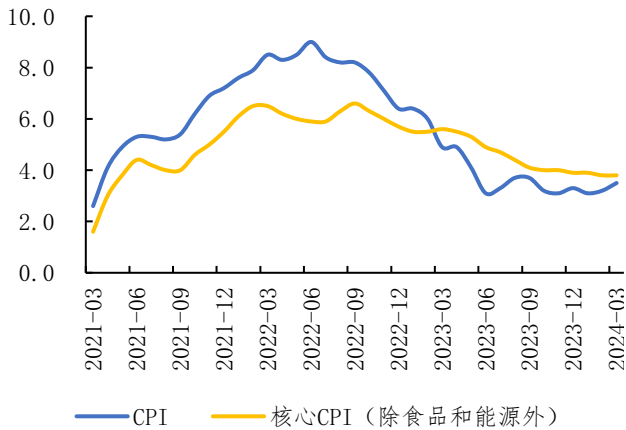
图 9：求人倍数保持高位震荡(%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

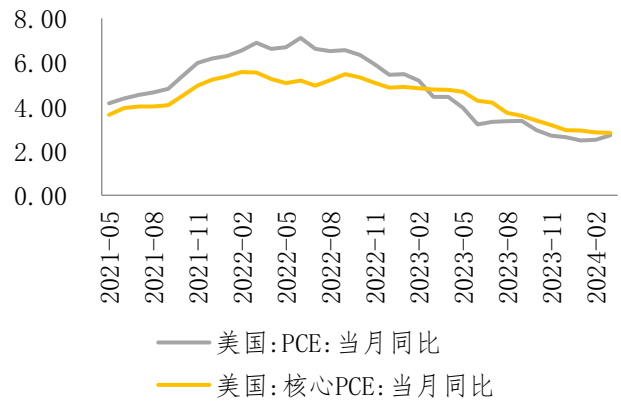
2、“胀”仍在发酵

目前，美国3月份的通胀类数据基本发布完毕。由于能源价格大涨，CPI同比值已连续两个月回升。核心CPI的去通胀故事依然在持续，但其实下行动力也非常有限。扣除住房租金的服务业通胀，即鲍威尔口中的超级核心CPI同比增速继续上升，与火热的非农数据相对应。PCE端和CPI面临的情景类似，只是二者的具体数据维持稳定的大差距。

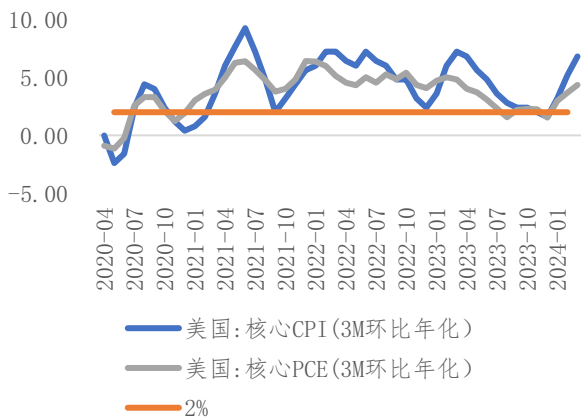
环比来看，情况会更加严峻点。3个月年化和6个月年化数据都在上升，目前3个月年化核心CPI基本已达前期高点，而6个月年化核心数据仍在上升。从核心PCE来看，去年1-4月，其实环比增速也很高，今天整体环比增速还是略低于去年的，接下来就看剩下月份环比增速能否下来，假如继续保持3月份的节奏，那么核心PCE同比增速就要抬升了。

图 10: CPI 陷入瓶颈(%)


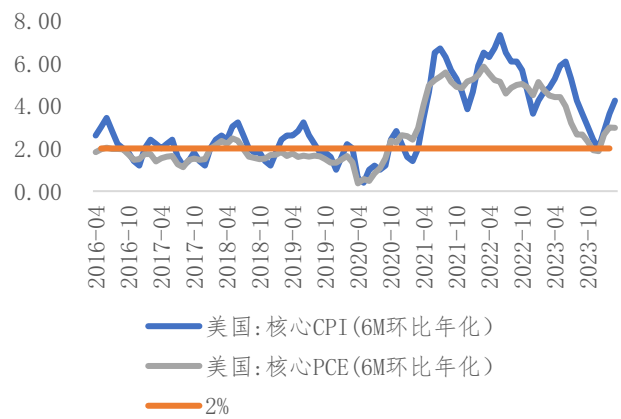
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 11: PCE 亦是(%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 12: 3 个月年化通胀反弹至高位(%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 13: 6 个月年化通胀继续反弹(%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

综合来看，国内方面，3月部分经济数据已经出现回踩现象，社零、房地产、工业增加值以及工业企业利润回落都比较明显。但由于今年一季度GDP已经高达5.3%，而全年目标仅为5%，加之当前两会新增政策——1万亿特别国债和3.9万亿新增专项债尚未有明显发力迹象。因此，年内余力充足，意味着没有必要实行新的刺激政策。

国外方面，尽管美国一季度GDP环比折年率回落明显，但并不意味着“滞”的形成。当前美国经济依然处于缓慢下行阶段。“胀”的风险更令人担忧。去年1-4月份环比增速也很高，只是5月份开始下降，接下来就看剩下月份环比增速能否下来，假如继续保持3月份的节奏，那么核心PCE同比增速就要抬升了。在这种环境下，美联储将继续维持高压政策。

1) 股：上有顶，寻找来自经济的支撑

我们单从经济基本面去判断，疫情后，国内股市有一波较为明显的牛市，顶点出现在2021年。那一年出口和地产齐发力，消费也有较为明显的起色，而当时上证指数最高点达到了3731.69。目前的情况是地产依然较差，年内可能都不会有多大起色，但是出口有望迎来一波回升，结合政策端的发力，从而给予制造业支撑力量。假如以2021年为参照对象的话，可以发现股市即使还有上升动力，那么其不太可能回升至2021年的高点。要说年内高点的话，很可能出现在3300一线，也就是说大概还有不到10%的空间。

图 14：疫情后，国内股市曾迎来一波牛市



资料来源：Wind，信达期货研究所

对于5月股市，能否继续上冲其实依赖于超预期的经济表现，但从目前来看可能难度还是较大，预计震荡为主。

2) 债：来自央妈的关心

央行在2024年第一季度例会提出，“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。当时解读较多，但市场不以为意，长债继续往上冲。之后4月23日，央行相关部门负责人

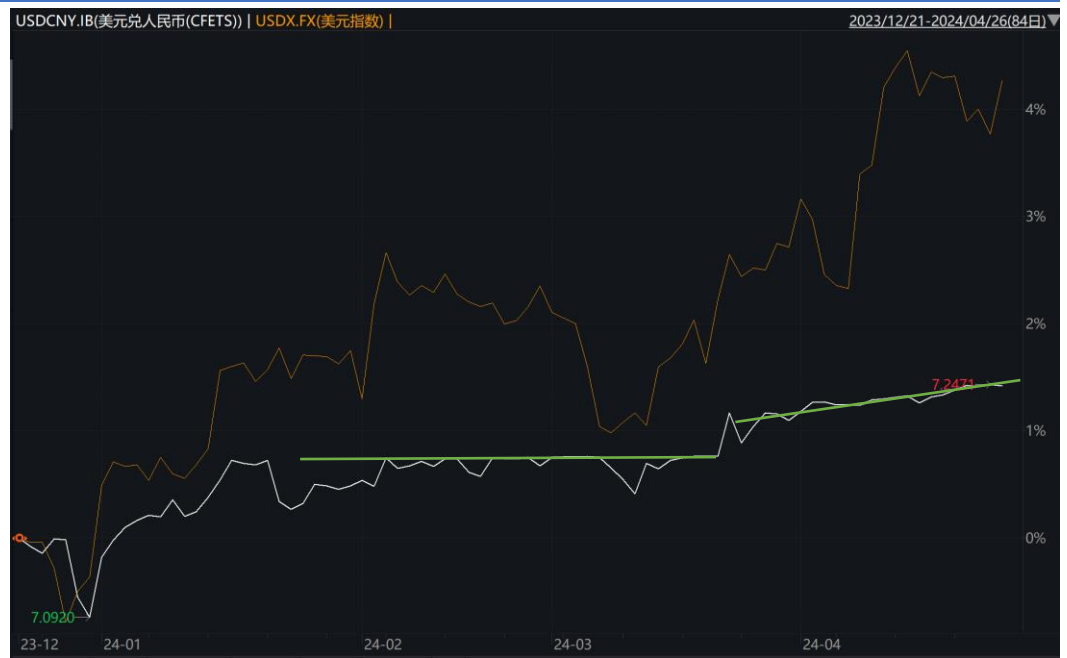
向媒体表示，长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。4月24日，《金融时报》刊发央行有关部门负责人回应长期国债走势和开展国债买卖问题的报道。央行明确指出，“固定利率的长期债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险。”再加上央行又对债市投资主力之一——城商行进行了债券投资情况调查。我们看到TL于4月24日开始大幅回调，并连续4个交易日回落，一度跌破105。

我们认为债市的回调都是短期的，整体依然看涨，节奏主要取决于资产荒的严重程度。假如5月利率债供给增加，那么债市应该整体呈现震荡态势。

3) 汇：稳步缓慢贬值中

自3月底的类似乌龙事件后，美元兑人民币从刚开始的横着走转变成了缓慢贬值，逐步趋近合理价格的方式。这是央行调控思维的一种转变。不出意外的话，人民币汇率依然会延此路径持续贬值。

图 15: USDCNY 趋势有变



资料来源：Wind，信达期货研究所

4) 黄金：相信货币属性的长期影响

根据美国经济的表现，可以推断的是美债和美元表现短期内均不弱，但我们对黄金依然抱有信心，原因在于我们预期各大央行的购金行为仍将持续，长期而言，货币属性仍将发挥支撑作用。

5) 大宗商品：制造业为线索

尽管我们认为无论是制造业周期还是库存周期的故事都走不了多远，但就短期而言，这些故事还是能继续讲，因此，制造业仍为商品叙事的线索。

从宏观需求面看，出口和政策驱动下，制造业表现预计较为出色，因此与制造业更为紧密的大宗商品预计表现会相对较好，譬如有色。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 大连营业部、石家庄营业部
 乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App