



2024年5月10日

## 美国降息预期延后，国内经济“量升价跌”

### 核心观点

- **美国经济：**Q1美国经济弱于预期，主要是贸易逆差、商品消费、建筑投资的拖累，而服务消费、地产投资、高科技产业投资的增长势头仍在加剧，经济内生动能尚未实质性走弱。4月呈现“再通胀”迹象，浇灭市场9月前降息的预期。5月初美国就业市场降温，实体景气也有所下修，FOMC会议偏鸽，市场降息预期随着数据而摇摆，基准情景为年内降息1-2次。
- **中国经济：**“量升价跌”成为2024年上半年国内宏观的主旋律，尽管一季度GDP超预期，但平减指数为-1.3%，通缩压力尚未显著缓解。企业端，产能过剩迫使企业通过价格战争夺市场份额，利润受到挤压；居民端，五一出行数据显示，人均消费恢复不到疫情前9成，消费降级、追求性价比成为主流。近期政策偏暖，旨在发展新动能、托举旧动能，两者缺口或将缓慢弥合。
- **大类资产：**4月国内外大类资产走势分化，人民币资产表现更优。国内市场方面，商品（5.8%）>权益（1%）>人民币（0.7%）>债券（0.4%）；海外市场方面，美元（1.8%）>商品（0.4%）>债券（-2.5%）>权益（-2.9%）。4月备受关注的资产为有色金属和港股。铜价无视利空因素单边上涨，伦铜站上万元关口，沪铜创2006年来新高；港股在南向新政出台、外资看多提振情绪、估值过低等因素影响下，开启反攻涨势。
- **风险因素：**地产修复不及预期，海外降息时点晚于预期。

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

## 目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现 .....	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	17
4、外汇市场.....	19
三、经济数据预测 .....	20

## 图表目录

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速 .....	6
图表 2 美国 GDP 环比贡献项 .....	6
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI .....	6
图表 4 美国 CPI 同比贡献分项 .....	6
图表 5 美国非农就业人数及失业率 .....	6
图表 6 美国 ISM 制造业分项指标 .....	6
图表 7 美国联邦基金目标利率 .....	7
图表 8 芝商所 FedWatch 工具 .....	7
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 3 月） .....	8
图表 10 当季 GDP 同比、环比 .....	8
图表 11 GDP 平减指数 .....	8
图表 12 固定资产投资各分项累计同比增速 .....	8
图表 13 商品房销售面积 .....	8
图表 14 制造业 PMI 价格分项 .....	9
图表 15 产能利用率 .....	9
图表 16 2024 年 4 月国内外大类资产收益率概览 .....	10
图表 17 权益市场表现 .....	10
图表 18 A 股成交额 .....	12
图表 19 A 股换手率 .....	12
图表 20 沪深 300 风险溢价 .....	12
图表 21 中证 1000 风险溢价 .....	12
图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM） .....	12
图表 23 融资融券余额 .....	13
图表 24 北向资金 .....	13
图表 25 一致预期净利润同比增速 .....	13
图表 26 工业企业利润 .....	13
图表 27 AH 股溢价率 .....	14
图表 29 南向资金 .....	14

图表 30 恒生指数换手率 .....	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率 .....	14
图表 32 恒生指数与美元指数 .....	14
图表 34 主要资金利率 .....	16
图表 35 政府债发行与到期情况 .....	16
图表 36 票据贴现利率 .....	16
图表 37 国债收益率曲线 .....	16
图表 38 国债期限利差 .....	16
图表 39 伦敦金现与美元指数 .....	17
图表 40 中国官方黄金储备 .....	17
图表 41 国内外铜价走势 .....	18
图表 42 LME 铜库存 .....	18
图表 43 美国商业原油库存 .....	18
图表 44 美国炼油厂产能利用率 .....	18
图表 45 中美利差 .....	19
图表 46 在岸、离岸人民币汇率 .....	19
图表 47 美元指数 .....	20
图表 48 花旗经济意外指数 .....	20
图表 49 国内主要经济指标预测 .....	20

## 一、宏观经济

### 1、美国

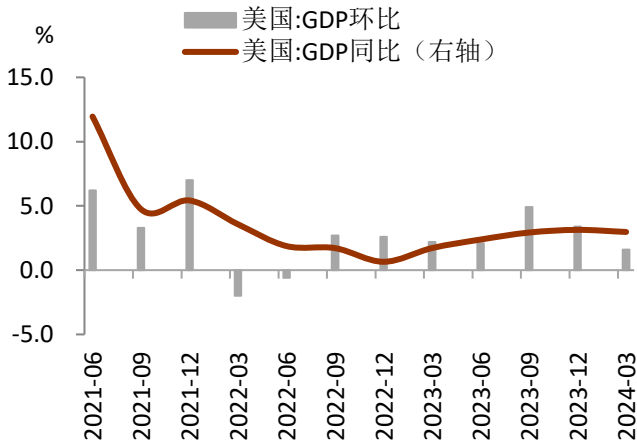
**美国 Q1 经济下、通胀上，结构成色较好。**一季度 GDP 环比折年率录得 1.6%，低于预期的 2.4%和四季度的 3.4%；美联储关心的核心 PCE 环比折年率录得 3.7%，高于预期的 3.4%和四季度的 2.0%。3 月 PCE 受到核心服务推动略超预期，录得 2.7%。“经济走弱、通胀走强”的组合令市场担忧滞胀风险，但拆分其结构发现：一季度美国经济的弱于预期，主要是贸易逆差、商品消费、建筑投资的拖累，而服务消费、地产投资、高科技产业投资的增长势头仍在加剧，美国经济内生动能尚未实质性走弱。最新 GDPNow 预计二季度 GDP 环比折年增速为 4.2%，其中个人消费支出和私人库存为主要驱动项。

**3 月 CPI 超预期，超级核心通胀大幅上行，浇灭 9 月前降息预期。**3 月美国 CPI 同比录得 3.5%，预期 3.4%，前值 3.2%；环比录得 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。核心 CPI 同比录得 3.8%，预期 3.7%，前值 3.8%。细看分项，商品通胀降温，服务通胀回升，自去年下半年来，两者几乎呈现交替上行。粘性较强的住房服务通胀仍然在回落的趋势上，4 月大宗商品情绪有所回落，但价格中枢仍在高位震荡。数据发布后，市场交易“再通胀”，美元指数和美债利率上行，CME 定价的首次降息预期从 6 月延后到 9 月。

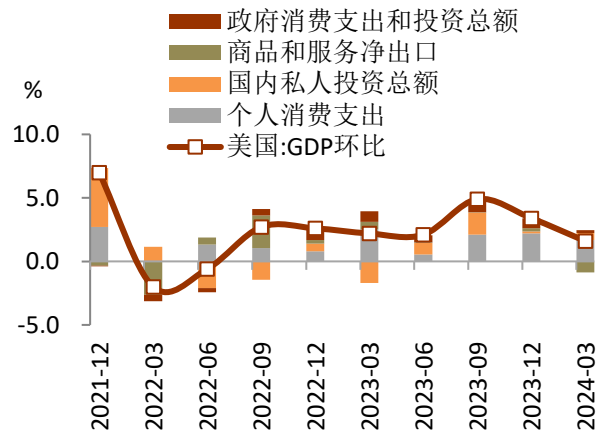
**非农就业降温，景气同步下修。**4 月美国新增非农就业 17.5 万人，预期 24.0 万人，为 6 个月来首次不及预期，2-3 月累计下修 2.2 万人；失业率录得 3.9%，前值 3.8%；工资增速回升至 0.2%，预期 0.3%；劳动参与率录得 62.7%，持平前值和预期。分行业看，商品和服务部门就业均降温，其中休闲酒店、建筑业放缓显著。景气方面，无论是 ISM 口径还是 Markit 口径的制造业、服务业 PMI 在 4 月均不及预期，回落至荣枯线下方。

**5 月 FOMC 会议整体偏鸽，放缓缩表速度超预期。**利率如期按兵不动，4 月超预期的通胀，令市场担忧美联储是否将重新讨论加息，鲍威尔在记者会上打消了再次加息的忧虑，并表示美联储的重点在于高利率将维持多久，加息并非基准情景。5 月会议最超预期的是，6 月开始美联储将缩表上限从 950 亿美元（600 亿国债、350 亿 MBS）放缓至 600 亿美元（250 亿国债、350 亿 MBS），搭配财政部定期回购，未来 2 月预计美债市场流动性并不紧张。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

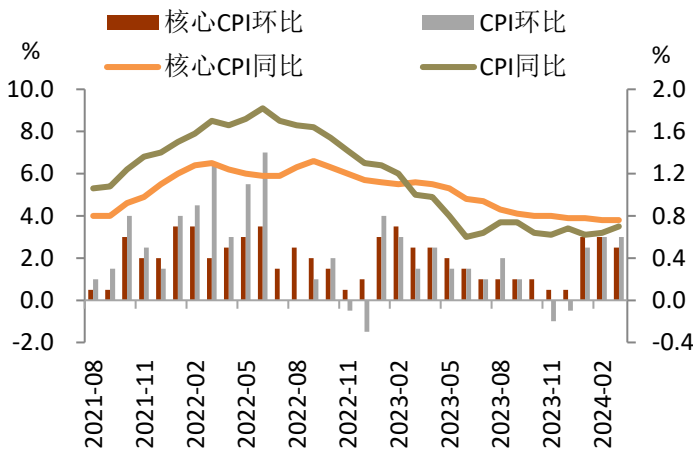


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

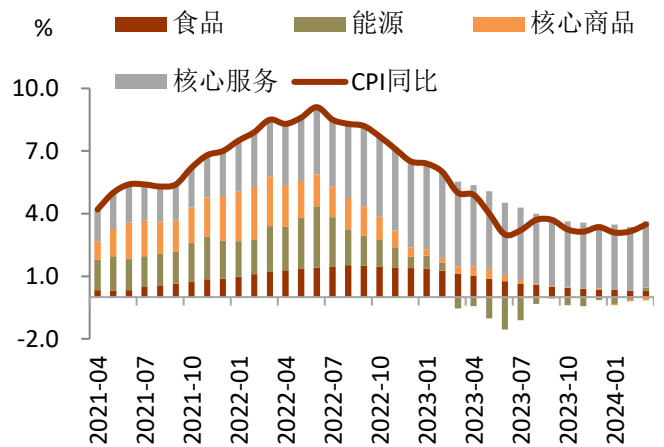


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国 CPI 及核心 CPI

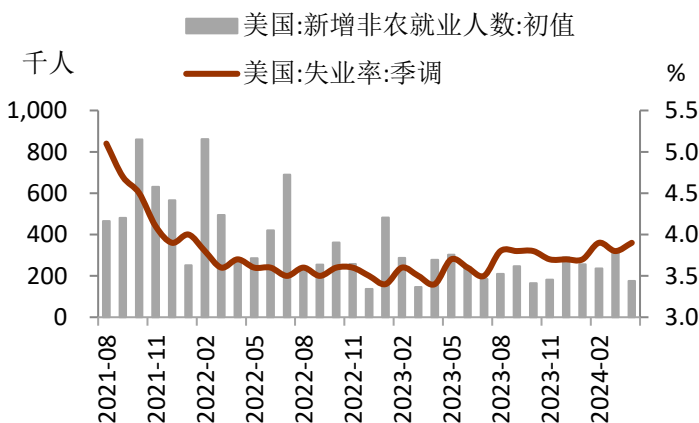


图表 4 美国 CPI 同比贡献分项

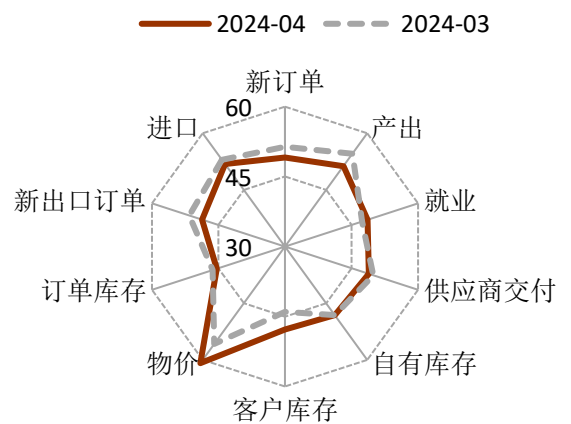


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国非农就业人数及失业率

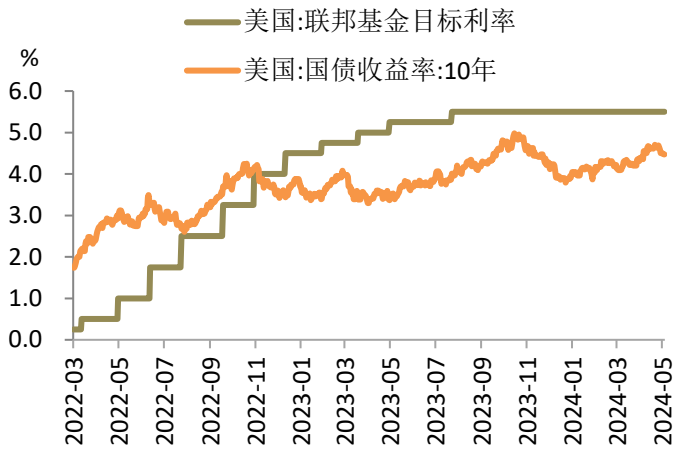


图表 6 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 芝商所 FedWatch 工具

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	91.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	30.8%	66.9%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.1%	49.6%	32.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	28.4%	43.5%	21.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	18.9%	36.9%	30.9%	9.2%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.9%	10.6%	26.8%	34.2%	21.3%	5.1%
2025/3/19	0.1%	1.0%	6.5%	19.1%	30.7%	27.4%	12.8%	2.4%
2025/4/30	0.4%	3.1%	11.2%	23.5%	29.5%	21.9%	8.9%	1.5%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

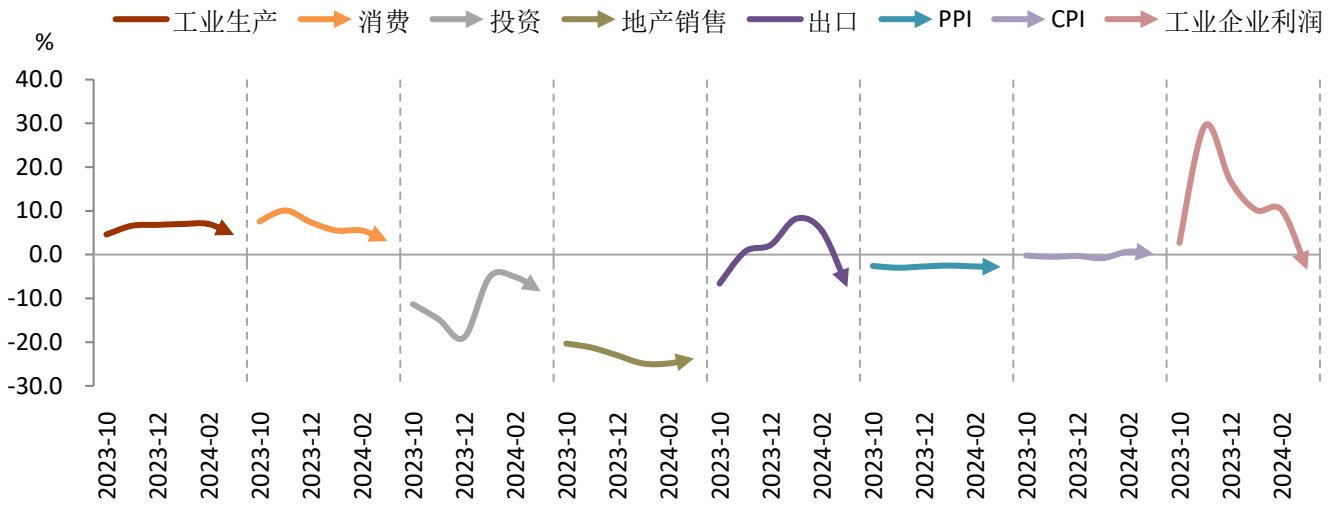
## 2、中国

“量升价跌”为 2024 年上半年国内宏观的主旋律，底层逻辑在于企业、居民的“求生欲”。一季度 GDP 同比增速录得 5.3%，超出市场预期 4.6%，而 GDP 平减指数录得-1.3%，导致名义 GDP 同比增速只有 4.0%，通缩压力仍未明显缓解。**从企业端来看**，4 月制造业 PMI 显示，产需缺口扩大，大宗商品上涨推高企业成本，而市场竞争激烈，出厂价格升幅较低，企业利润受到挤压。年初以来的车企价格战为这一现象的典型代表。一季度产能利用率创 4 年新低、3 月工业企业利润出现回踩，产能过剩所引发的企业内卷现象的缓解，不仅依赖于时间的自然出清，更关键在于需求的有效消化。**从居民端来看**，尽管五一假期出行热潮不减，但人均消费仅恢复到 2019 年同期的 88.5%。与此同时，旅游消费结构不断下沉，低能级城市的旅游订单增速显著提高，表明去年以来的“消费降级”趋势仍在延续。**究其原因**，企业要在过剩的产能中存活下来，不得不采取“以价换量”的策略，而居民对于未来收入的预期尚未好转，地产下行导致其资产负债表收缩，在新一轮上行周期来临前，追求性价比的消费或在当下成为主流观念。

**发展新动能，托举旧动能，两者缺口缓慢弥合。**地产销售未显企稳迹象，今年前 4 个月销售面积跌幅大于 40%，在此背景下，限购松绑政策不断从低能级城市扩散到高能级城市，松绑区域从远郊扩散到核心城区，目前全国限购仅剩 6 个区域（北上广深、天津、海南）。政治局会议提到“消化存量，优化增量”，表明地产政策的重点逐渐从供给侧（三大工程、房企融资三只箭、白名单等）转向需求侧，也体现政策对房价企稳的诉求。在中美战略竞争、经济增速放缓的背景下，新旧增长动力面临切换，发展“新质生产力”的同时，托举地产避免硬着陆，有望带动经济上行。

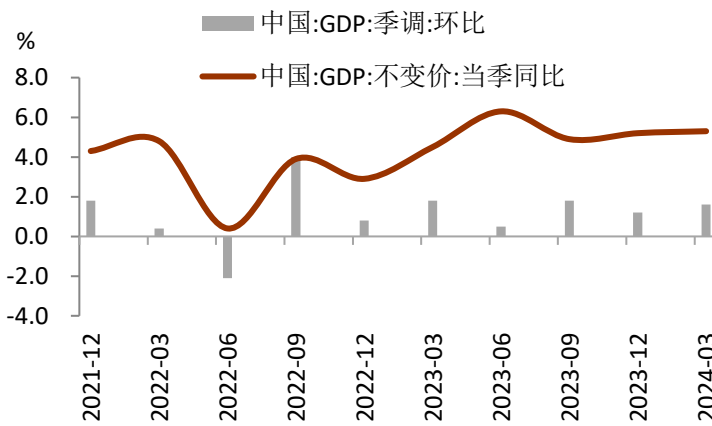


图表9 中国经济指标单月同比增速概览（截至3月）

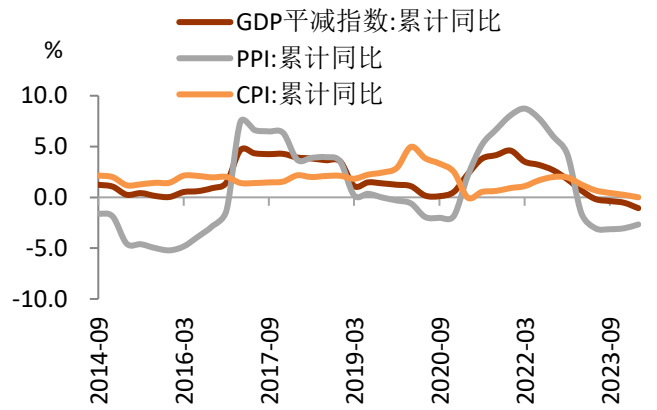


资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表10 当季GDP同比、环比

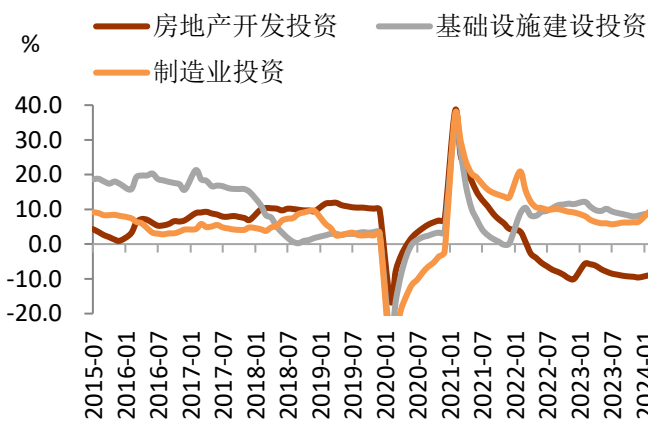


图表11 GDP平减指数

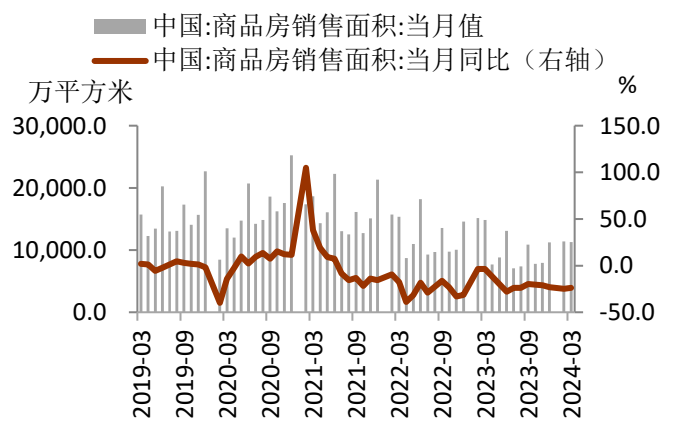


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表12 固定资产投资各分项累计同比增速

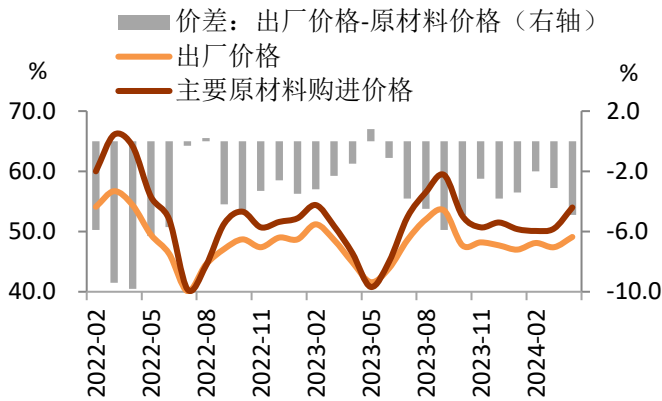
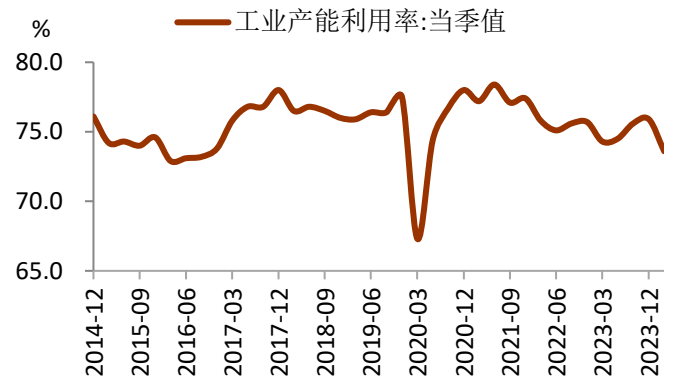


图表13 商品房销售面积



资料来源：iFinD, 铜冠金源期货



**图表 14 制造业 PMI 价格分项**

**图表 15 产能利用率**


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

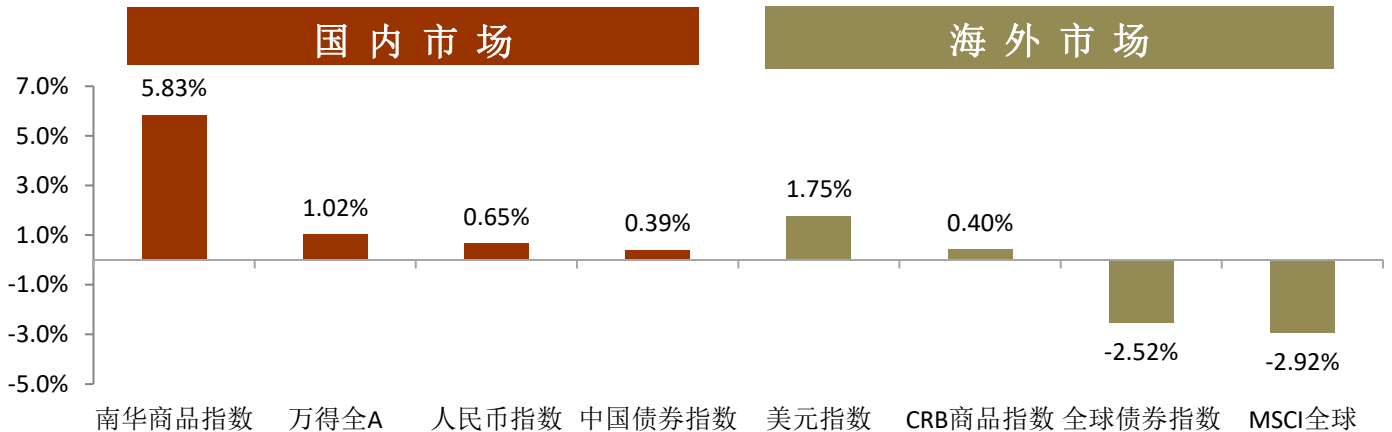
## 二、大类资产表现

2024 年 4 月，国内外大类资产走势分化，国内市场>海外市场，国内商品及美元指数相对占优。

国内市场方面，商品(+5.83%)>权益(+1.02%)>人民币(+0.65%)>债券(+0.39%)。**南华商品指数**4 月收益率录得 5.83%，各板块表现分化，黑色(+11.83%)>有色(+9.94%)>工业品(+6.88%)>贵金属(5.39%)>能化(+3.42%)>农产品(-2.20%)；**A 股**4 月收益率录得 1.02%，较 3 月略有回落，全月呈“V 形”走势；**人民币指数**(CFETS)4 月收益率录得 0.65%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币正变得更强劲，在岸美元兑人民币贬值 0.28%，离岸美元兑人民币升值 0.03%；**中国债券综合指数**(Bloomberg)4 月收益率录得 0.39%，涨幅较 3 月有所上升，呈“倒 V 形”走势，股债跷跷板效应显著。

海外市场方面，美元(+1.75%)>商品(+0.4%)>债券(-2.52%)>权益(-2.92%)。**美元指数**4 月收益率录得 1.75%，超预期的 3 月通胀继续打击市场降息预期，叠加较欧日经济的相对强劲，美元冲破 106 后高位振荡。**CRB 商品指数**4 月收益率录得 0.4%，金属、工业品、食品等板块收涨，纺织品、油脂收跌；**全球债券综合指数**(Bloomberg)4 月收益率录得-2.52%，新兴市场债跌幅较小，美债受降息预期减弱影响跌幅较大；**MSCI 全球指数**4 月收益率录得 3.14%，美股、日经跌幅较大近 5%，法国 CAC40、德国 DAX、韩国综指收跌，英国富时 100、印度 SENSEX30 收涨。

图表 16 2024 年 4 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

### 1、权益市场

2024 年 4 月，国内外权益市场涨跌背离，其中港股 > A 股 > 海外股指。**国内方面**，A 股 4 月收涨 1.02%，其中沪深 300 收涨 1.89%、中证 2000 收涨 1.03%，中证 2000 收跌 2.93%，科创 50 收涨 0.62%，整体延续 3 月振荡上行的局面，风格发生转变，大票优于小票。**港股方面**，恒生指数 4 月收涨 7.39%，恒生科技 4 月收涨 6.42%，自 4 月中下旬起，港股一路强势上涨。**海外方面**，美股受到降息预期延后、经济增速放缓影响，承压下跌，日经跌幅较大，法国 CAC40、德国 DAX、韩国综指收跌，英国富时 100、印度 SENSEX30 收涨。

图表 17 权益市场表现

板块	指标	4月30日	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4480.36		1.02	-0.19
	上证指数	3104.82		2.09	5.57
	深圳成指	9587.12		1.98	2.67
	创业板指	1858.39		2.21	0.20
	上证50	2464.24		2.04	7.29
	沪深300	3604.39		1.89	6.61
	中证500	5441.14		2.93	1.83
	中证1000	5497.43		1.03	-4.76
	中证2000	2071.94		-2.93	-11.88
	科创50	767.46		0.62	-8.73
北证50	814.22		-3.73	-23.72	
港股	恒生指数	18475.92		7.39	8.38
	恒生科技	3971.29		6.42	5.50
	恒生中国企业指数	6547.29		7.97	13.50
海外	道琼斯工业指数	38675.68		-5.00	2.62
	纳斯达克指数	16156.33		-4.41	7.63
	标普500	5127.79		-4.16	7.50
	英国富时100	8213.49		2.41	6.21
	法国CAC40	7957.57		-2.69	5.49
	德国DAX	18001.60		-3.03	7.46
	日经225	38236.07		-4.86	14.26
	韩国综指	2676.63		-1.99	0.80
印度SENSEX30	73878.15		1.13	2.27	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 1.1 A股

4月A股主要宽基指数整体上涨，在3月涨势放缓后，4月呈窄幅振荡，上半月市场情绪不佳，月中“国九条”出台提振市场信心，月末在港股带动、政策预期下上涨。风格方面，上证50、沪深300代表的大票优于中证1000、中证2000代表的小票，此外中证500表现最优、北证50跌幅较深。

**分子端变化不大、分母端边际回暖。**从分子端看，一季度国内GDP超预期录得5.3%，但3月经济数据边际转弱，社零、工增、地产弱于预期，制造业投资延续亮眼表现，工业企业利润在开年高增后出现回踩；4月制造业PMI整体符合预期，呈现出产需缺口扩大、产成品原材料价差收窄、库存依旧偏弱的局面，同时服务业PMI弱于往年同期，结合五一“消费降级”延续的趋势，表明目前消费复苏的根基尚不牢固。4月末政治局会议、近期一线城市地产松绑政策，或对分子端带来提振，但预期不宜过高。从分母端看，美国CPI超预期导致市场对年内降息预期进一步消退，美债利率最高冲上4.7%，美元指数站上106关口，而5月FOMC会议偏鸽派、放缓缩表速度超预期、弱于预期的非农就业驱动两者回落，利于海外资本回流A股。国内3月未降准降息，二季度货币宽松预期逐渐增强。

**月均成交回落-10%，市场情绪回升。**从成交额看，4月份沪深两市日均成交额约为9163亿元，较上个月份减少993亿元，环比-9.8%，在连续2个月大幅放量后转弱。从换手率看，4月两市换手率较3月有所回升，且远高于2023年全年平均水平，市场已走出年初情绪冰点。

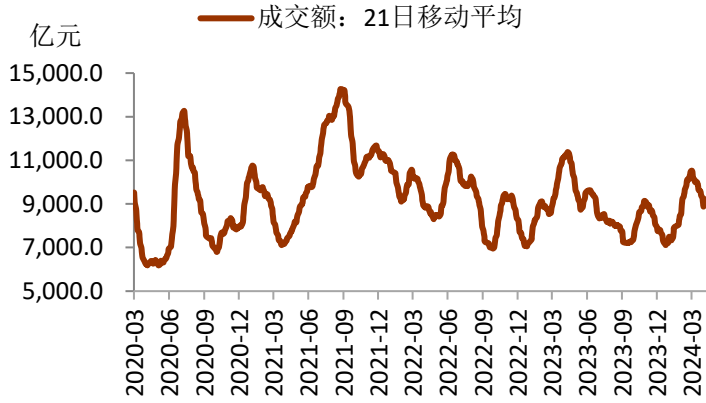
**市场风险偏好显著改善，大票浅触“过热线”。**4月沪深300的风险溢价从6.30%回落至5.98%，上证50的风险溢价从7.65%回落至7.25%，中证500的风险溢价从2.33%回落至1.92%，中证1000的风险溢价从0.80%回落至0.3%。小票已从“+1倍标准差”上方修复至均值水平，大票已触发“-1倍标准差”警戒线。

**宽基指数估值均修复，小票弹性更大。**从估值端看，万得全A市盈率从16.7倍回升至17.1倍，上证50市盈率从10.1倍回升至10.5倍，沪深300市盈率从11.8倍回升至12.1倍，中证500市盈率从21.7倍回升至23.6倍，中证1000市盈率从32.5倍回升至38.4倍。

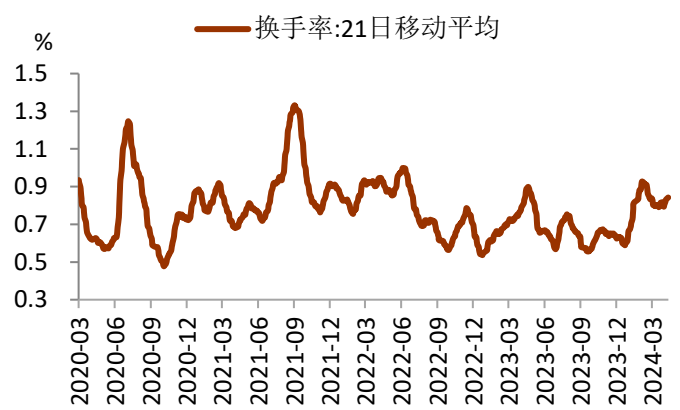
**两融净流出，北向流入放缓。**从杠杆资金端看，4月末两融余额为15120亿元，较3月末减少259亿元，震荡行情，市场情绪偏向谨慎。从外资端看，4月北向资金呈现净流入60亿元，流入速度较3月放缓，或受到美国通胀超预期、降息预期减弱影响。

**一季报落地，净利润同比均下修。**从盈利端看，4月万得全A净利润同比增速预期从3月末7.4%下修至5.3%，上证50持平2.6%，沪深300从7.2%上修至6.2%，中证500从1.8%下修至-4.6%，中证1000从3.0%下修至-19.7%，中证2000从12.6%下修至-5.4%。从宏观数据来看，3月工业企业利润累计同比增速为4.3%，相比2月的10.2%呈现回踩态势，Q2在PPI的修复下，企业盈利或出现好转，但实质性的反转，仍需看到产能过剩缓解、内生需求反弹带来的价格改善。

图表 18 A 股成交额

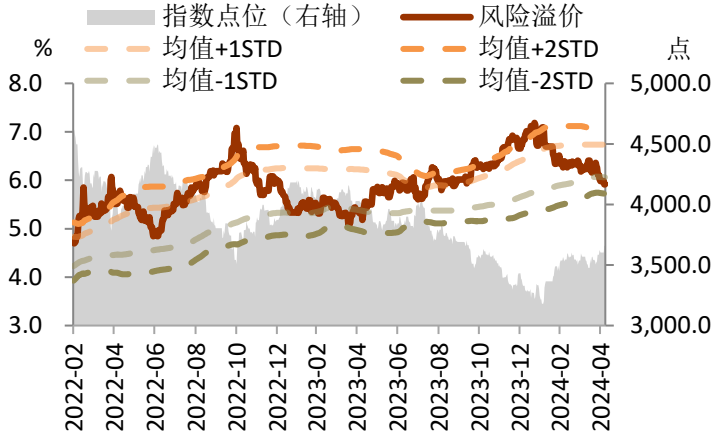


图表 19 A 股换手率

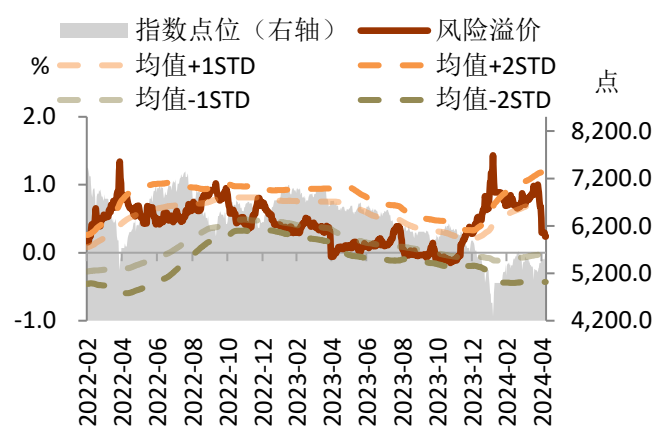


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

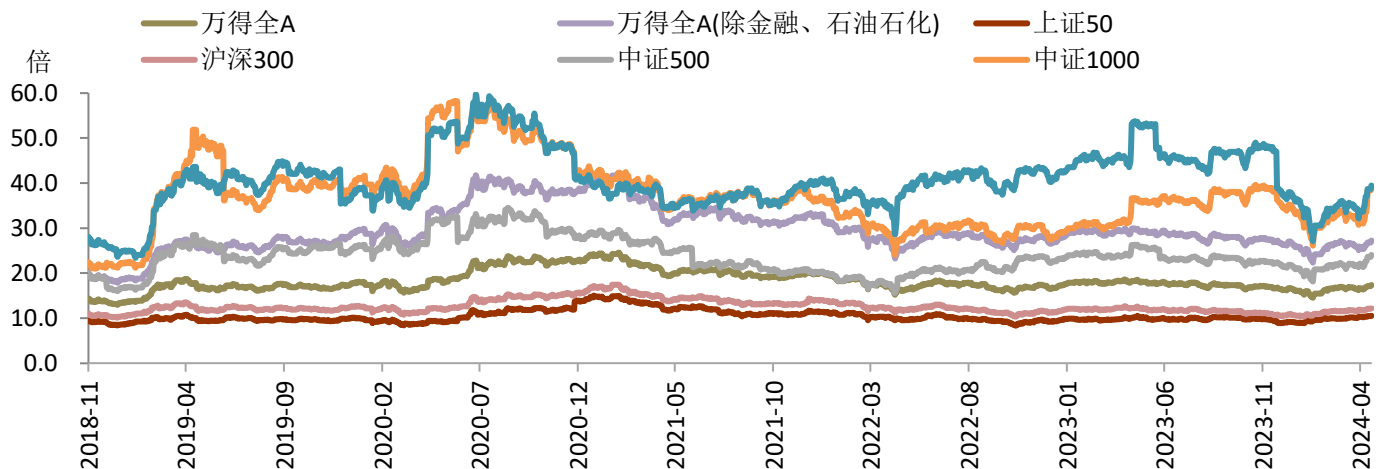


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)

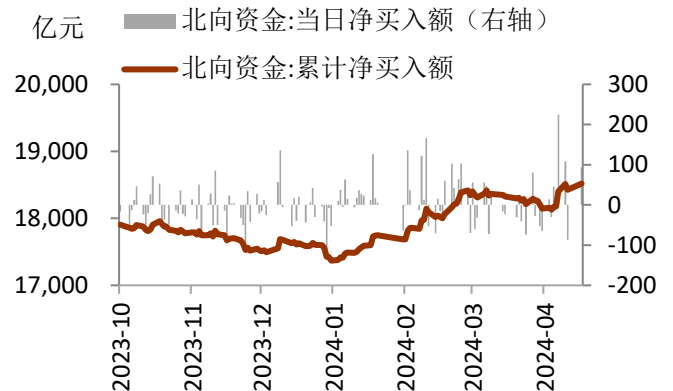


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

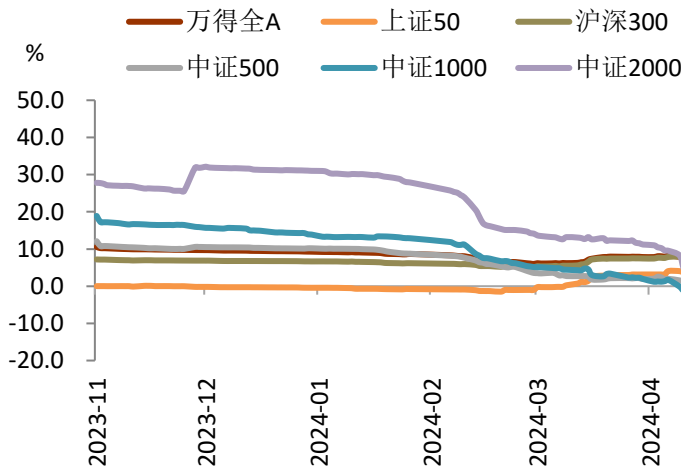


图表 24 北向资金

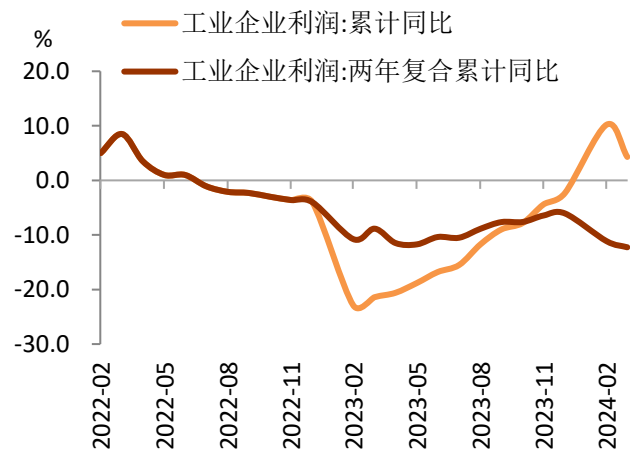


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



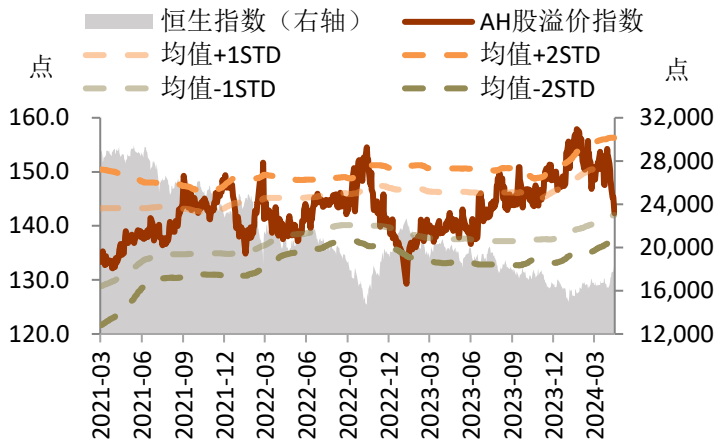
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 1.2 港股

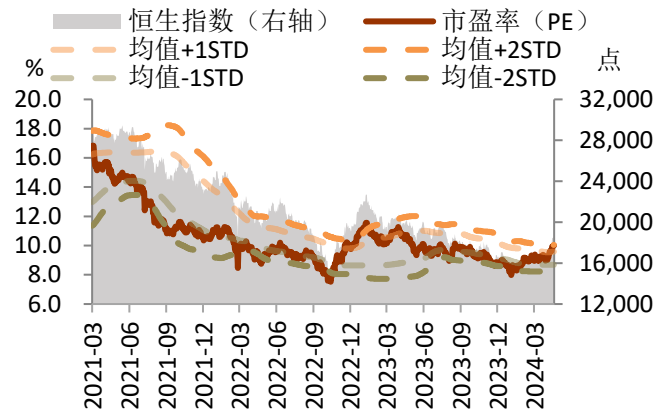
**4月港股开启反攻。**港股强势主要受到两方面因素的影响：**一是政策端**，4月证监会发布5项资本市场对港合作措施，包括放宽ETF产品范围、REITs纳入沪深港通、人民币股票交易柜台纳入港股通、优化基金互认安排、支持内地行业龙头企业赴香港上市。此举有助于互联互通机制，提升市场流动性，短期带来风险偏好的提振。**二是分母端**，4月下旬美国经济数据呈现边际降温迹象，降息预期摇摆至高位。AH股溢价率从152.24大幅回落至145.33，已接近均值-1倍标准差的低位。此外，分子端经济基本面的变化并不大。

**估值迎来修复，南向持续流入，市场情绪回暖。**恒生指数的市盈率(P/E)在4月末为9.6倍，3月末为9.0倍，修复至2023年10月水平。4月南向新规有利于长期改善港股流动性，同时提升市场风险偏好。南向资金延续3月份以来的流入趋势，在4月实现净流入734.90亿元，略低于前值，但为近3年内次高值，表明内地资金对港股较为青睐。同时，恒生指数的换手率在4月份震荡上行，市场交易活跃度仍在增加，投资者情绪回暖。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率

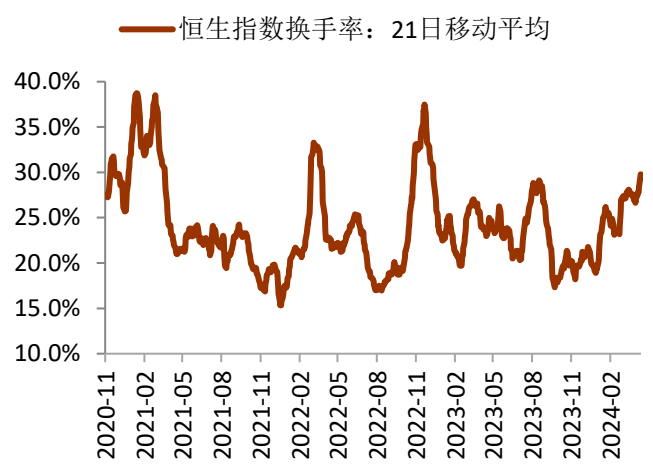


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 南向资金

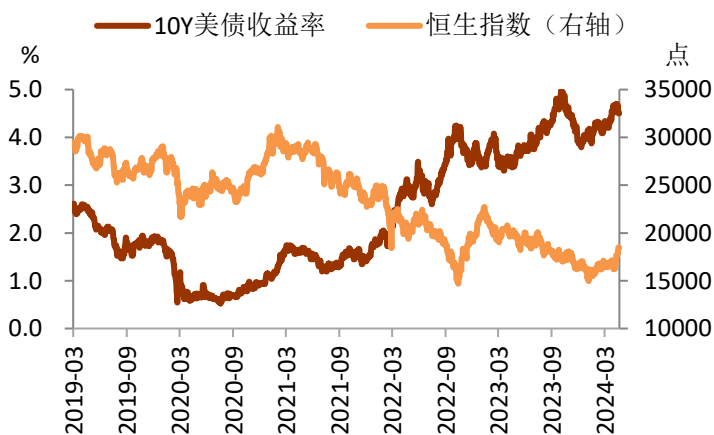


图表 30 恒生指数换手率

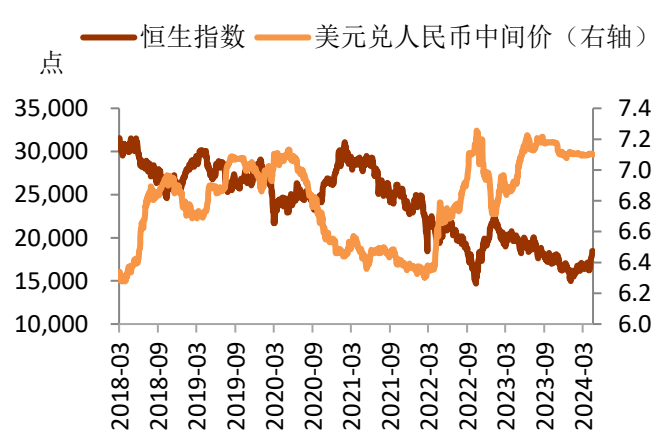


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货



## 2、债券市场

央行连续 5 月净回笼，资金面整体宽松，银行间资金分层压力缓解。资金供给方面，4 月央行公开市场净回笼 5500 亿元，其中逆回购投放 4820 亿元、到期 8820 亿元，MLF 投放 1000 亿元、到期 1700 亿元，国库现金定存投放 700 亿元、到期 1500 亿元。资金价格方面，4 月末波动加剧，R001 较 3 月末下行 17.32BP 至 1.99%，DR001 较 3 月末上行 22.81BP 至 1.94%；R007 较 3 月末下行 71.89BP 至 2.09%，高出政策利率 28.99BP，DR007 较 3 月末上行 9.74BP 至 2.11%，高出政策利率 30.98BP。资金需求方面，4 月政府净融资-823.48 亿元，较 3 月减少-4,817.72 亿元，较去年同期减少 5,339.63 亿元，政府债发行节奏偏慢；票据贴现利率较 3 月下行 27BP 至 1.34%，表明 4 月信贷需求继续走弱。

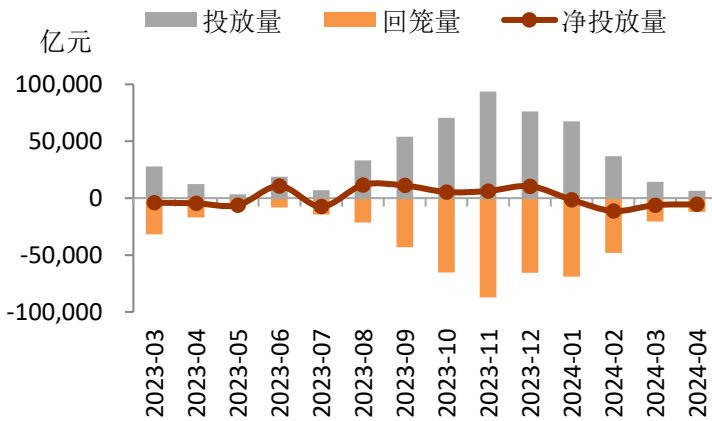
国债利率中短端下行、长端上行，曲线走陡。4 月末，10 年期国债收益率为 2.30%，较 3 月末上行 1.27BP；30 年期国债收益率为 2.54%，较 3 月末上行 7.88BP。2 年期国债收益率为 1.88%，较 3 月末下降 2BP。10Y-2Y 期限利差为 0.43%，较 3 月末走阔 4.62BP；30Y-10Y 期限利差为 0.17%，较 3 月末走阔 7.58BP。

财政部和央行轮番表态，债市波动加剧。4 月上旬债市窄幅震荡，3 月 PMI 转好、稳增长政策陆续出台，股市较为疲软，多空力量较为均衡。中旬披露的 CPI、外贸、金融数据均偏冷，尽管一季度 GDP 录得 5.3%超预期，但 3 月边际转弱的迹象再显，叠加财政部发文支持央行在公开市场中逐步增加国债买卖，债牛情绪被点燃到极致。此后央行强调“买卖国债并非 QE”，警告长久期债券利率过低风险；市场传言央行指导金融机构降低长债敞口，带动市场抛售情绪。月末地产松绑政策预期、政治局会议在即、股市反弹，带动长债利率快速上行。

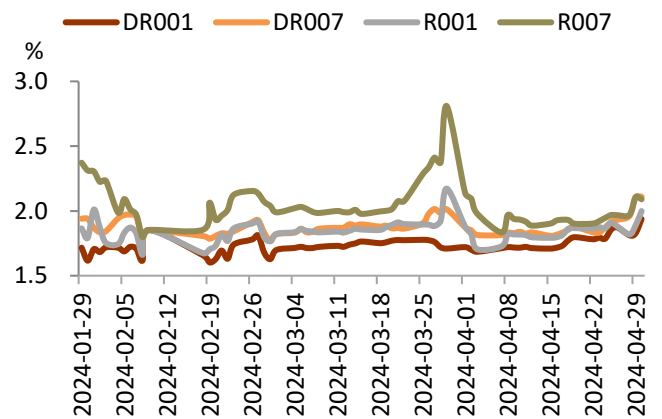
政策吹暖风，供应扰动加剧。基本面看，政策温度偏暖，政治局会议提出的“消化存量、优化增量”已在部分城市落地，高能级城市“地产限购”接连松绑，后续重点关注房价能否止跌，经济复苏预期边际转好、但具体成色有待观察。供给端看，4 月政府债发行进度偏慢，5 月发行压力增加，若特别国债在 5 月发行，扰动将加剧。因此，短期债市调整风险未减，但中长期看调整或是阶段性的、尚未支持反转。



图表 33 货币市场公开操作

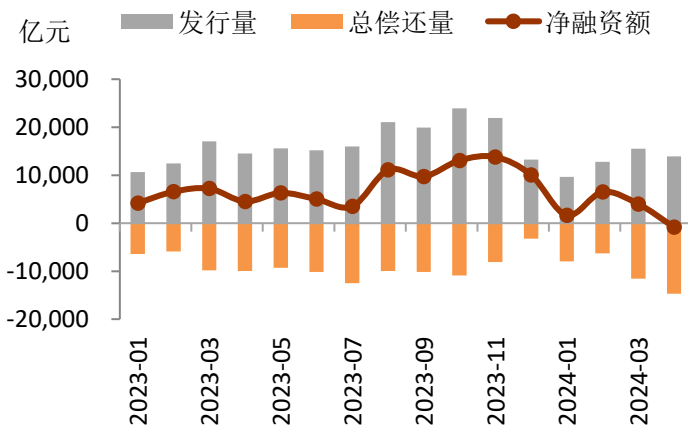


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

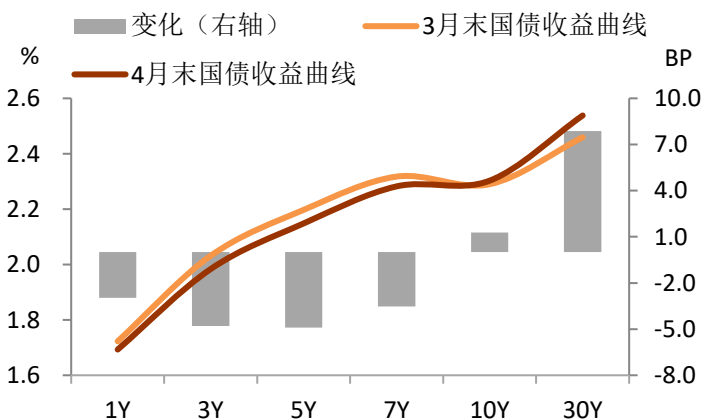


图表 36 票据贴现利率

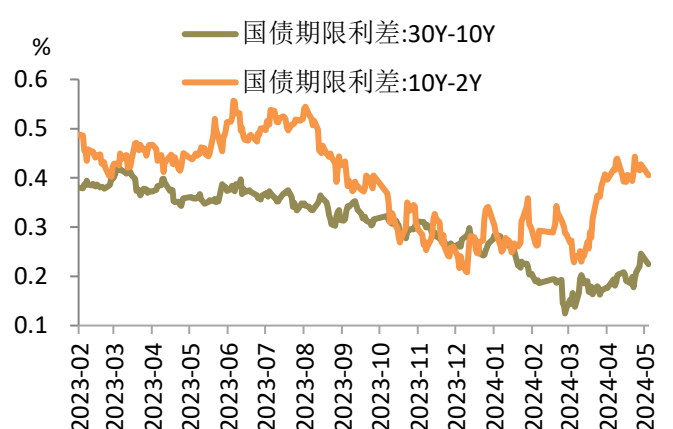


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



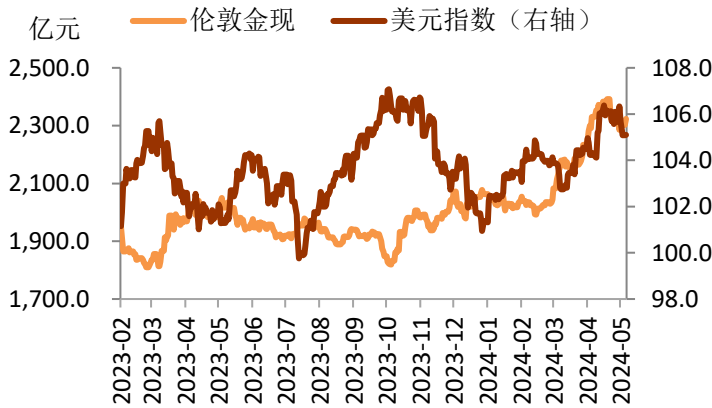
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、商品市场

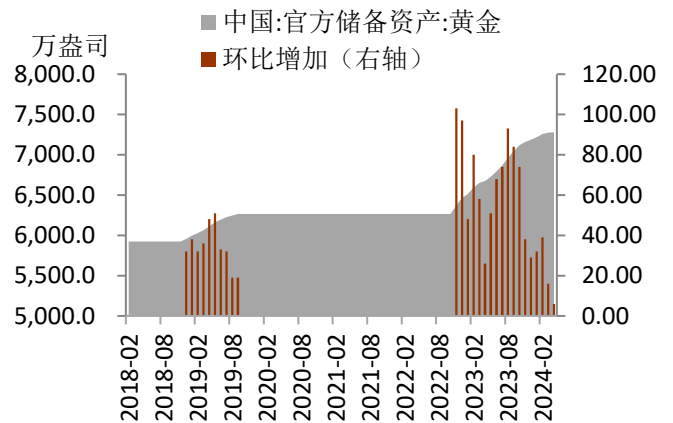
#### 3.1 黄金

**金价创新高后回调整整。**4月末，伦敦金现收于2285.78美元/盎司，月涨幅2.32%，最高破2400大关；沪金收于551.72元/克，月涨幅4.65%，最高站上590关口，内外盘继续创历史新高。(1) 金价与传统指标脱钩。4月降息预期的延后、美元指数的走高并未给金价带来较大压力，背后是受到避险情绪、主权货币信用减弱的影响，导致黄金价格与实际利率、美元指数脱钩。(2) 短期来看，金价对战争带来的避险需求较为敏感，随着近期中东局势未进一步恶化，金价或将继续震荡调整。(3) 中长期来看，近年美国对各国进行金融制裁，新兴市场积极寻找“去美元化”替代品，黄金储备受到央行们的青睐，中国央行在4月已连续18个月增持黄金，黄金需求有稳定支撑。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备

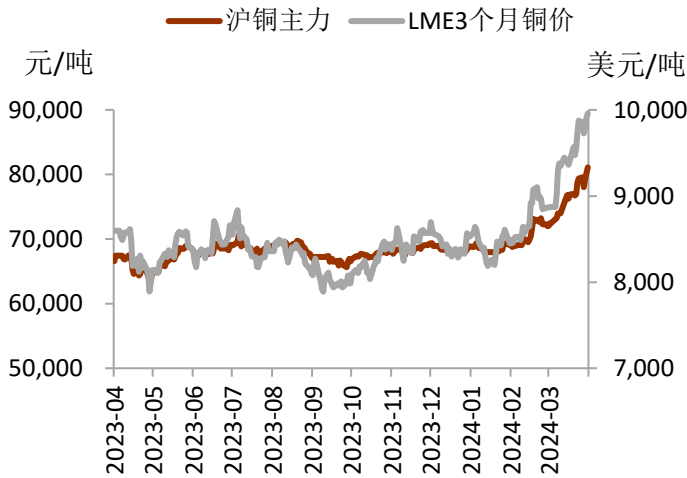


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

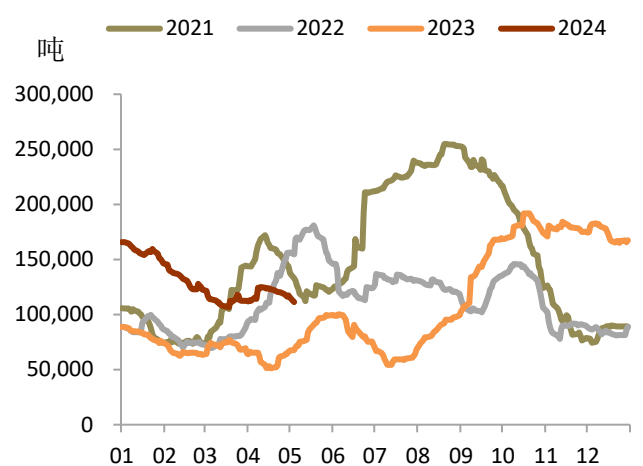
#### 3.2 铜

**铜价无视利空因素，再创新高。**4月末，伦铜收于10162美元/吨，月涨幅12.5%，创2022年美联储首次加息来的新高；沪铜收于82180元/吨，月涨幅13.5%，创2006年来新高，内外盘均呈现单边上涨趋势。(1) 从宏观面看，美国通胀超预期、较强的经济数据导致降息预期延后、美元走强，但市场并未交易该利空因素，优先交易“二次通胀”。(2) 从基本面来看，高铜价导致下游消费减弱，国内紧平衡预期并未充分兑现。矿端扰动仍在持续，国内产量高位回落，进口维持常态，但终端消费尤其是电网投资端十分疲软，4月整体去库进程不畅。(3) 从消息面看，英美对俄罗斯金属实施制裁、必和必拓向英美资源集团发出收购要约，助推买盘情绪。(4) 展望后市，美联储开启实质性降息的紧迫性下降，基本面矿端供应中断持续，二季度紧平衡预期尚未充分兑现，国内终端消费疲弱将抑制铜价进一步上行空间，5月去库幅度或有限，整体预计铜价将在震荡后转向逐步回落。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存



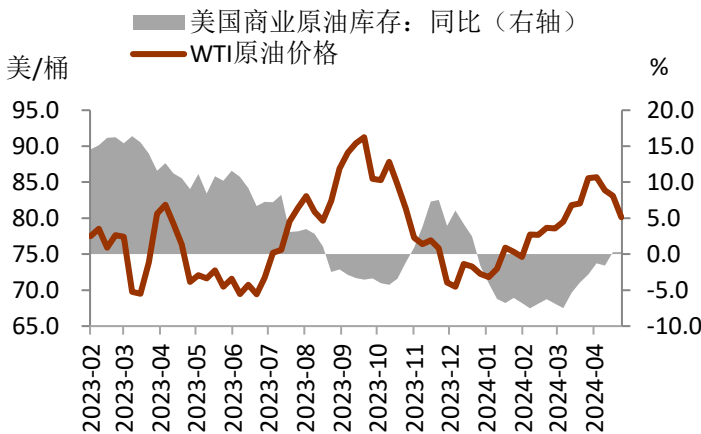
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3.3 原油

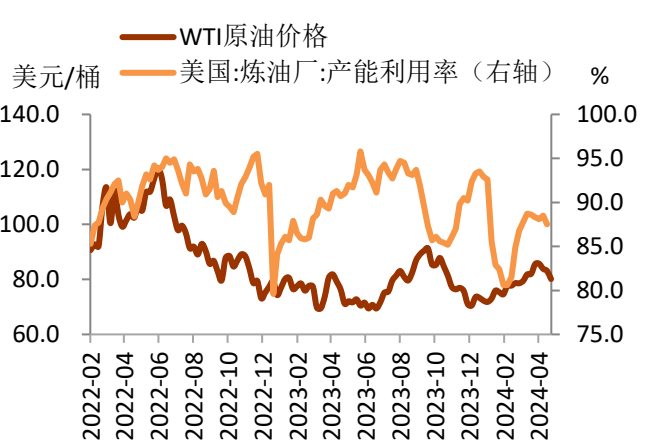
**地缘主导涨势，油价创年内新高。**4月末，WTI原油收于81.55美元/桶，月涨跌幅-1.95%；布伦特原油收于85.92美元/桶，月涨跌幅-1.24%。油价在4月先涨后跌，创下年内高点。

(1) 地缘冲突为4月油价起伏的主线，月初以色列攻击伊朗驻叙利亚大使馆，半个月后伊朗对以色列发动大规模空袭，此举改变了双方在长期通过“代理人战争”的间接冲突模式。5月需要关注巴以和谈进展。(2) 从基本面来看，OPEC+延长减产至Q2，部分未履行减产协议的OPEC+成员国提出补偿性减产措施，后续执行力度仍需观察；北半球将迎来出行旺季，美国汽油库存低于季节性，随着炼油厂产能利用率逐渐回升，上游原油库存或将下行。(3) 从宏观面看，美国Q1经济数据不及预期、通胀超预期，美元指数高位振荡对油价施压。美联储降息预期延后、非农就业转冷、制造业PMI回落，或给因地缘冲突溢价主导上涨的油价带来回调空间。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 4、外汇市场

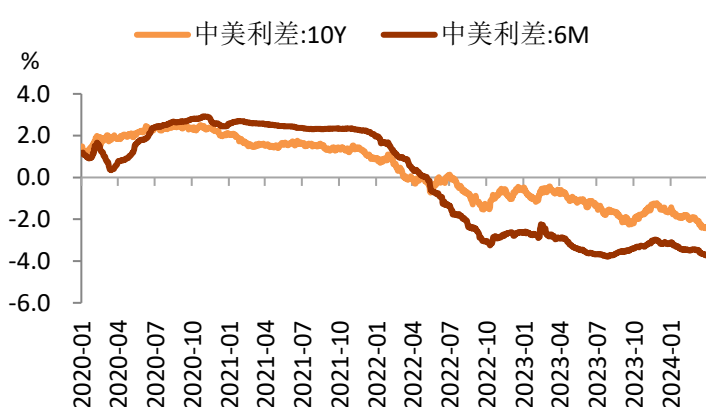
### 4.1 美元

**去通胀不畅、降息预期延后支撑美元指数再上探。**4月美元指数从104.50上行至106.33，最高曾冲破106.5，主要原因有以下3点。(1) 美国通胀再超预期。3月CPI录得3.5%，高于预期3.4%和前值3.2%，表明1-2月的超预期并非年初调整权重导致的上行，且超级核心通胀创下2023年5月以来新高。(2) 美国Q1经济放缓，但结构较优。GDP不及预期主要是贸易逆差、商品消费、建筑投资的拖累，而服务消费、地产投资、高科技产业投资的增长势头仍在加剧，美国经济内生动能尚未实质性走弱。(3) 降息预期的不断延后。根据Fed watch工具，在超预期的通胀数据发布后，市场迅速消化6月前不降息的预期，年内降息次数被减少至1-2次，极端情况下曾出现年内不降息的定价。

### 4.2 人民币

**人民币震荡贬值。**4月在岸人民币汇率从7.2232下跌至7.2416，离岸人民币汇率从7.2578涨至7.2555，人民币中间价从7.0950调至7.1063。(1) 从内部环境来看，一季度GDP超预期，但3月数据部分呈现边际转弱迹象，地产未企稳、内需较弱导致经济复苏呈现波折，Q2货币政策仍有宽松空间。(2) 从外部环境来看，美国通胀超预期，降息预期不断延后，最新就业数据、PMI数据降温，但美债利率仍在处于年内高位，中美利差倒挂程度在4月有所加剧。(3) 总体而言，中国经济企稳但弹性较弱，美国经济4月呈现边际降温，两者温差在不断收窄，后期或有反复。在美联储开启降息前，国内货币政策仍然受到掣肘，中美利差倒挂在短时间内可能无法显著缓解，人民币汇率将保持震荡偏弱运行。

图表 45 中美利差

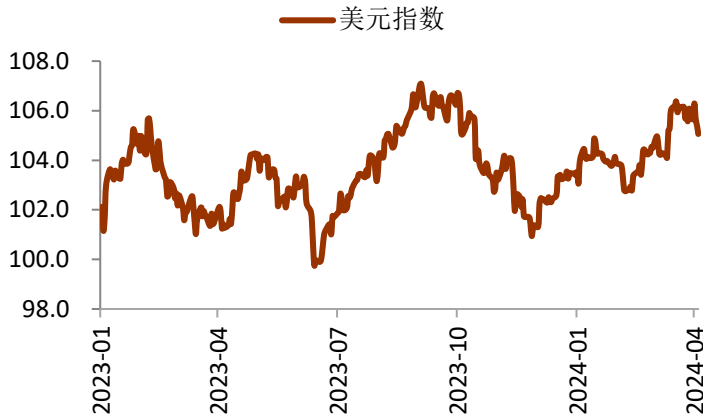


图表 46 在岸、离岸人民币汇率

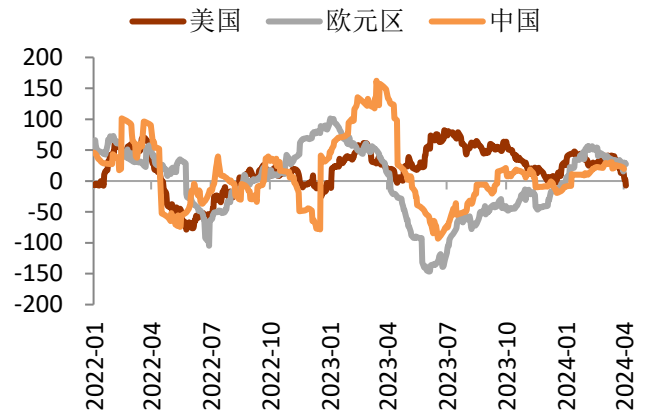


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、经济数据预测

图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	4月预测	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	
内需	社会消费品零售总额	当月同比 (%)	4.2	3.1	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
	规模以上工业增加值	当月同比 (%)	4.8	4.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9	
	固定资产投资	累计同比 (%)	4.8	4.5	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1
	——制造业投资	累计同比 (%)	10.2	9.9	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0
	——房地产开发投资	累计同比 (%)	-9.6	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
——基建投资	累计同比 (%)	8.5	8.8	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.1	9.5	9.8	10.8	
外需	出口	当月同比 (%)	1.8	-7.5	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9
	进口	当月同比 (%)	4.5	-1.9	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0
	贸易差额	当月值 (亿美元)	810.0	585.5	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6	794.2	694.9	649.3	850.3	770.6
物价	CPI	当月同比 (%)	0.2	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.7
	PPI	当月同比 (%)	-2.3	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5
货币金融	新增人民币贷款	当月值 (亿美元)	7500	30900	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600	3459	30500	13600	7188	38900
	社会融资规模增量	当月值 (亿美元)	9000	48675	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279	5366	42265	15560	12249	53867
	M1货币供应量	当月同比 (%)	1.2	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2	2.3	3.1	4.7	5.3	5.1
	M2货币供应量	当月同比 (%)	8.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.6	10.7	11.3	11.6	12.4	12.7
利率	1年期MLF利率	当月报价 (%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.65	2.65	2.75	2.75	
	1年期LPR利率	当月报价 (%)	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.55	3.55	3.65	3.65	
	5年期LPR利率	当月报价 (%)	3.95	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.30	4.30	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货预测

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

## 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

## 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

## 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

## 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

## 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

## 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

## 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

## 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
电话：0411-84803386

## 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。