

## 进出口增速回升，社融、M1 负增长

### 观点

展望后市：三个层面的因素将继续左右商品市场的走势。一是，国内方面，4月进出口增速出现回升表明外需仍有韧性，内需有所改善；但 PMI 和社融的回落，表明经济回升的基础尚不牢靠，预期偏弱、物价低迷、需求不足是主要的矛盾，预计后续存量将加快发力，增量政策也在酝酿之中。二是，海外方面，制造业补库是这一轮外需回升、商品价格改善的核心驱动，但受高利率环境的制约，补库的高度有限；后续重点关注制造业补库的持续时间以及降息预期的变化。地缘政治因素方面，俄乌冲突、中东局势悬而未决，美国可能将对中国部分产品加征关税，能源、航运、供应链等持续面临干扰。

### 核心逻辑

(1) 本周多头情绪有所降温，国内商品市场多数出现调整，一是，本周初美联储官员释放鹰派信息，打击基本金属的走势；二是，政策强预期带来的乐观情绪被盘面集中消化，国内弱现实压力重新被市场定价，黑色系商品延续高位回落。三是，多头情绪降温，农产品未能延续强势走势，多数品种出现下跌；四是，巴以局势变幻莫测，原油和航运走势存在反复。

(2) 进出口增速双双大幅回升。4月出口同比增长 1.5%，进口同比增长 8.4%，均高于预期和前值。随着海外需求的回暖，我国出口增长动能回升的势头有望得到延续，同时，上年同期基数大幅走低，5月出口同比增速有望延续回升的势头，二季度出口增速将会明显高于一季度。不过，尽管今年发达经济体将普遍开启新一轮的降息，制造业补库意愿增强，全球贸易趋于回暖，但在全球经济增长乏力、外贸环境不确定性增加的前景下，全年我国出口恐难出现大幅正增长，外需对宏观经济的拉动作用不宜过度高估。

(3) 社融、M1 双双负增长。4月社会融资规模增量-1987 亿元，M1 同比-1.4%。4月金融数据出现了比较大幅度的回落，背后反映出三个层面的现象，一是，体现出了“淡化新增、盘活存量、防止资金空转”的政策意图；二是，目前价格低迷，实体经济部门的预期依然偏弱，投资和消费需求不强，内生融资动能弱；三是，政府债券发行进度偏慢，城投融资偏冷，对社融形成一定的拖累。展望未来，4月政治局会议强调“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，一季度央行货币政策执行报告表示，将通胀回升列入货币政策目标的主要考量，进一步推升政策预期，预计降准可能很快到来，降息可能在 2 季度。未来随着政府债券加快发行、存量房产处理措施落地，以及实体融资成本的进一步降低，将有望撬动更多的投资和消费需求，助力经济的进一步修复，同时也将为社融增量提供助力。

宏观·周度报告

2024 年 05 月 12 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 经济恢复势头有所放缓

### 1、进出口增速双双大幅回升

5月9日，中国海关总署公布2024年4月进出口数据。按美元计价，中国4月出口同比增长1.5%，预期增长1.30%，前值下降7.50%；4月进口同比增长8.4%，预期增长4.70%，前值下降1.90%；贸易帐为723.5亿美元，预期810亿美元，前值为585.5亿美元。

(1) 低基数叠加外需改善，出口大幅好于预期。以美元计，4月出口同比增速为1.5%，较3月大幅改善，好于市场普遍预期，1-4月出口累计同比增长1.5%（前值为1.5%）。4月出口明显回升，主要原因有两个：一是2023年3月外贸订单集中出运后，4月出口增长动能下滑，导致今年4月出口的同比基数下沉；二是受外需回暖以及稳外贸政策持续显效拉动，当前出口增长动能偏强。3月以来我国官方制造业PMI指数中的新出口订单指数持续处于扩张区间，背后可能是海外企业开始补库，带动全球贸易处于回暖阶段，外需改善带动我国出口增长动能转强。

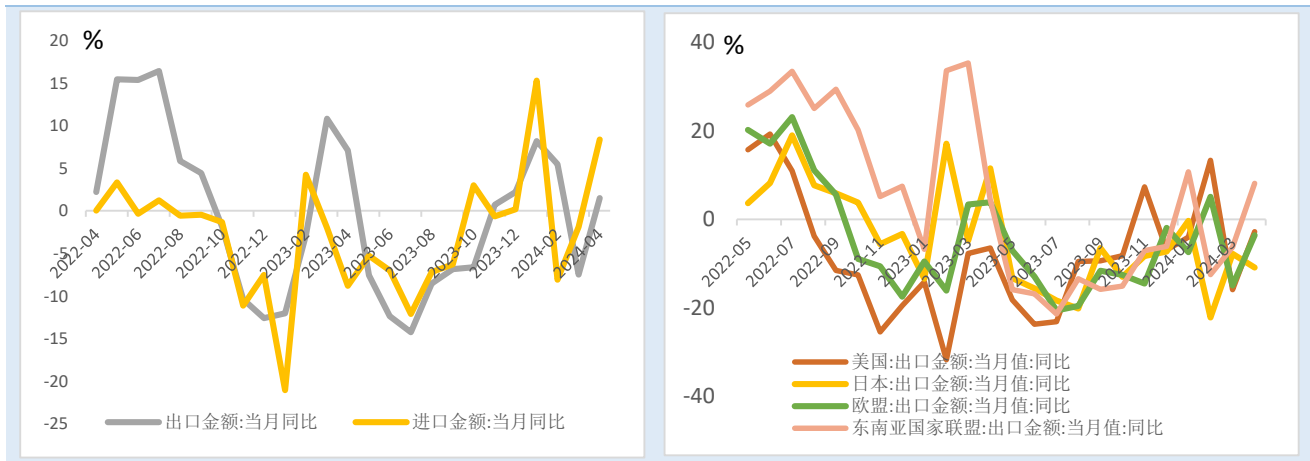
展望未来，我们认为随着海外需求的回暖，我国出口增长动能回升的势头有望得到延续，同时，上年同期基数大幅走低，5月出口同比增速有望延续回升的势头，二季度出口增速将会明显高于一季度。不过，尽管今年发达经济体将普遍开启新一轮的降息，制造业补库意愿增强，全球贸易趋于回暖，但在全球经济增长乏力、外贸环境不确定性增加的前景下，全年我国出口恐难出现大幅正增长，外需对宏观经济的拉动作用不宜过度高估。综合来看，预计我国出口同比增速将温和回升，全年或为个位数正增长。

(2) 低基数和加工贸易回暖推动进口大幅改善。以美元计，4月进口同比增速由上月的-1.9%大幅改善至8.4%，1-4月的累计同比增速则为3.2%。主要原因，一是，与出口大幅改善类似，进口同样面临基数的扰动，去年4月进口增速大幅回落形成较低的基数。二是，尽管国内房地产和消费需求偏弱，但加工贸易随着出口的改善而出现明显的回升，与此同时，进口价格的拖累明显减弱。

展望未来，随着国内需求的温和修复以及海外大宗商品价格的进一步提升，进口价格同比有望继续上升，因此，尽管受国内经济波动的影响（4月PMI再度回落，房地产和消费需求偏弱），单月同比增速可能出现阶段性回落，但整体趋势或延续改善。

图表 1：4月进出口增速双双大幅回升

图表 2：对主要国家和地区的出口



数据来源：Wind

数据来源：Wind

## 2、社融、M1 双双负增长

中国人民银行 5 月 11 日发布的数据显示，中国 4 月新增人民币贷款 7300 亿元，预期 7433 亿元，前值 30900 亿元。中国 4 月社会融资规模增量-1987 亿元，预期 1.01 亿元，前值 48675 亿元。中国 4 月 M2 货币供应年率 7.2%，预期 8.30%，前值 8.30%。中国 4 月 M1 货币供应年率-1.4%，预期 1.20%，前值 1.10%。中国 4 月 M0 货币供应年率 10.8%，前值 11.00%。

(1) 实体融资需求整体偏弱，企业贷款是新增信贷的主力。4 月新增人民币贷款 7300 亿元，同比多增 112 亿元。其中，居民部门贷款继续下滑，企业部门是贷款增长的主力，具体来看：

1) 居民部门短贷和长贷均为负增长。4 月居民新增信贷-5166 亿元，同比少增 2755 亿元。其中，短贷同比少增 2263 亿元，中长贷同比少增 510 亿元。居民短期贷款减少，反映出当前居民消费意愿仍然不够强，这与假期居民消费支出不强，汽车销售数据同比走弱等相互印证。居民中长贷减少，反映的是当前房地产的疲软势头仍未得到有效改善，4 月高频数据显示 30 大中城市商品房销售同比下滑 41%。

2) 企业中长期信贷保持稳健增长。4 月企业新增信贷 8600 亿元，同比多增 1761 亿元，其中，票据融资同比多增 7101 亿元，短期贷款同比少增 3001 亿元，中长贷同比少增 2659 亿元。虽然企业中长期贷款同比少增，但表现依然较为稳健，与 2019-2022 年 4 年的均值水平基本相当。一方面，今年一季度财政支出偏强，且结构上偏向于基建，带动企业中长贷的稳健表现；另一方面，随着房地产融资协调机制逐步发挥作用，房地产商贷款出现了改善的积极信号。不过，当前物价低迷、企业利润空间不大，同时部分行业存在产能过剩的预期，企业生产扩张的积极性不强，且政府债券发行偏慢，撬动的配套融资偏少，企业的信贷扩张仍然存在一些制约。

(2) 社融负增长，表外票据和政府债券是主要拖累。4 月社融减少 1987 亿元，同比少增 1.4 万亿，社融减少主要受未贴现银行承兑汇票和政府债券融资拖累。

1) 政府债券方面，发行节奏偏慢，对社融形成明显拖累。政府债券融资为-984 亿元，主要由于地方专项债发行节奏偏慢，叠加国债本月到期量较大（近两年高峰）。据万得统计，新增专项债净融资-166.8 亿元，同比少增了 2697.7 亿元。政府债券发行节奏偏慢是今年以来的一个特征，主要是还在落实去年的特别国债的发行及使用上。

2) 表外融资同样反映出内生融资需求弱的特征。未贴现承兑汇票为-4486 亿元，显示表内票据冲量，部分表外需求可能转回表内。表内外的票据融资加总规模与 2020 年、2022 年同期相当，显著高于其他年份，一定程度上说明本月内生融资需求较弱。此外，信托贷款新增 142 亿元，同比多增 23 亿元；委托贷款新增 90 亿元，同比多增 7 亿元。

3) 企业直接融资方面，较一季度明显减少。非金融企业股票融资新增 186 亿元，同比少增 807 亿元，与此前的趋势一致。企业债券融资新增 493 亿元，是今年以来的最低规模，同比少增 2447 亿元，主要受城投净融资进一步下滑所致。

### **(3) M1、M2 增速双双回落。**

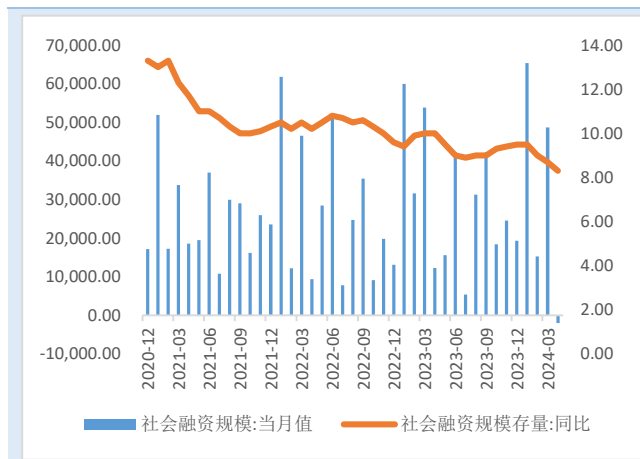
4 月 M1 增速下行 2.5 个百分点至-1.4%，M1 增速跌入负值，主要是受到单位活期存款减少 2.6 万亿的拖累，背后反映出，一是由于总需求不足，存款主要淤积在居民部门，没有进一步通过居民部门支出转化为企业存款；二是，企业和居民的存款定期化趋势加剧，实体部门对未来预期未完全改善，风险偏好低，消费和投资需求少，资金活化需求少。

4 月 M2 增速快速回落至 7.2%，可能的原因一是信贷增速下滑派生货币减弱，以及财政净支出偏慢。本月居民存款减少 1.85 万亿，企业存款减少 1.87 万亿，非银存款在 3 月负增长之后在 4 月再次减少 3300 亿元；二是，居民存款搬家，近期多家银行相继下调存款利息，居民可能将银行存款取出转而购买理财产品，或者进行提前还贷。在防空转的背景下，M2 持续上行的动力需要居民和企业存款上行拉动。

总的来看，4 月金融数据出现了比较大幅度的回落，背后反映出三个层面的现象，一是，体现出了“淡化新增、盘活存量、防止资金空转”的政策意图，这在多个会议场合和货币政策执行报告均有体现；二是，尽管今年一季度的经济有所恢复，但目前价格低迷，实体经济部门的预期依然偏弱，投资和消费需求不强，内生融资动能弱；三是，政府债券发行进度偏慢，城投融资偏冷，对社融形成一定的拖累。

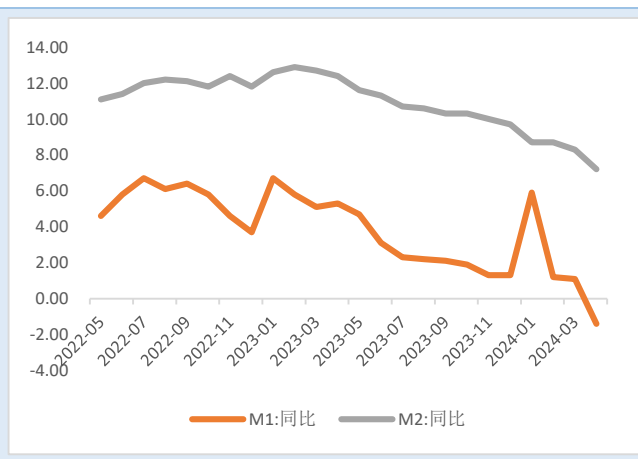
展望未来，当前经济恢复的基础尚不牢靠，有效需求不足、物价低迷、预期偏弱的问题依然存在，需要货币政策保持宽松的取向。4 月政治局会议强调“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，一季度央行货币政策执行报告表示，将通胀回升列入货币政策目标的主要考量，进一步推升政策预期，预计降准可能很快到来，降息可能在 2 季度。此外，未来随着政府债券加快发行、存量房产处理措施落地，以及实体融资成本的进一步降低，将有望撬动更多的投资和消费需求，助力经济的进一步修复，同时也将为社融增量提供助力。

图表 3：社融增速大幅回落



数据来源：Wind

图表 4：M1、M2 增速双双回落



数据来源：Wind

## 1.2 海外：海外央行动态观察

### 1、美国劳动力市场有所降温，但降息时点不确定

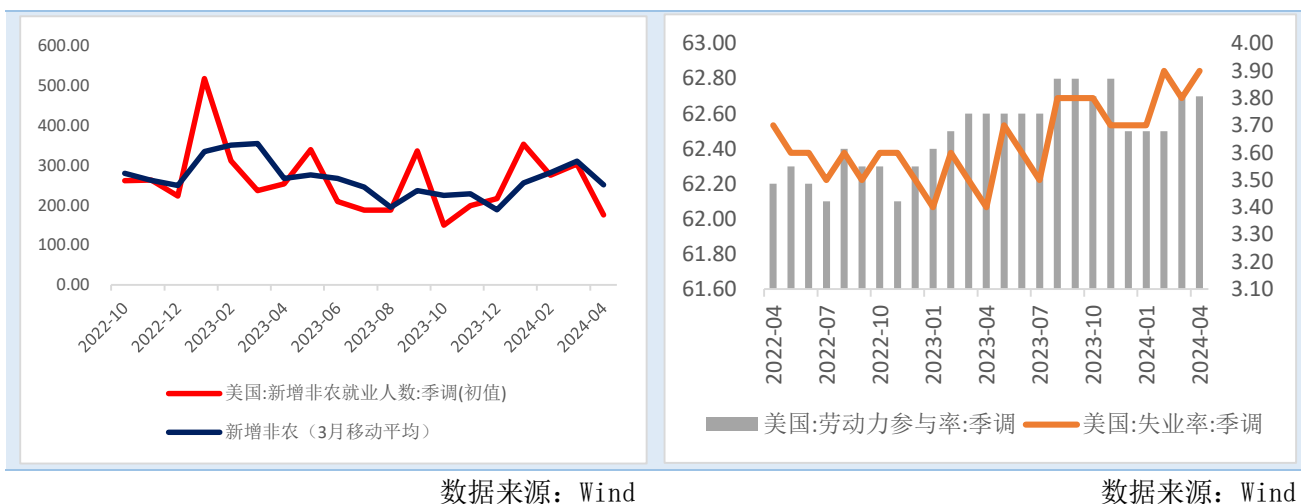
美国 4 月就业表现不佳：美国 4 月新增非农就业 17.5 万人，为近六个月的最低水平，结构来看，采矿和伐木业、建筑业、信息业、专业和商业服务业、休闲和酒店业新增就业人数均低于近 12 个月的平均水平。美国 4 月失业率为 3.9%，较上月回升 0.1 个百分点，但整体仍处于历史偏低位置。4 月美国时薪同比增长 3.9%，较上月回落 0.2 个百分点，时薪增速已回落至 2021 年 7 月以来的最低水平。

美国初请失业金人数意外反弹：上周美国初请失业金人数录得 23.1 万，大超预期 21.5 万，创下 2023 年 8 月以来最高水平；前值由 20.8 万上修至 20.9 万。但同时，超预期的反弹可能来自纽约州的季节性扰动。

美联储降息时点存在不确定性。5 月 7 日，美联储票委卡什卡利表示，收益率曲线倒挂确实表明政策收紧，对中性利率估计值从 2.0% 适度上调至 2.5%。美联储必须根据短期中性利率制定政策。不同意美联储应该提高通胀目标；今年仍有可能降息。5 月 8 日，美联储柯林斯表示，达到 2.0% 通胀目标可能需要比预期更长的时间；美联储政策对当前前景处于良好位置；过早降息存在风险；需要更慢的经济增长以使通胀保持在通往 2.0% 的道路上；在信心增强之前应该维持利率不变；2024 年未见进一步通胀回落进展；预计需求最终将放缓，但时间不确定。

图表 5：美国非农就业大幅不及预期

图表 6：美国失业率上升



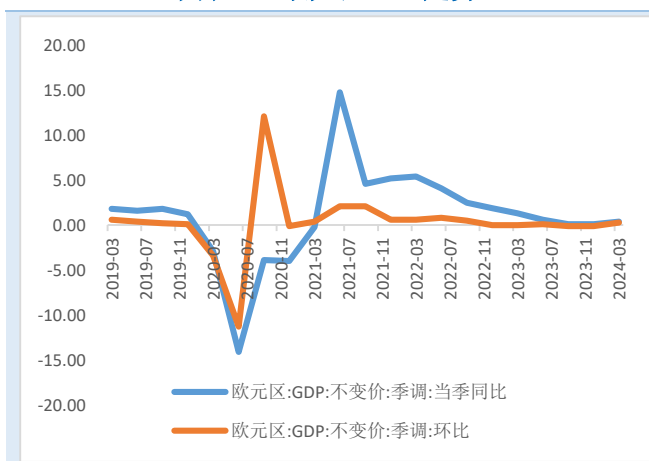
## 2、欧元区经济好于预期，通胀符合预期

欧元区一季度 GDP 复苏好于预期。第一季度欧元区环比增长 0.3%，高于市场预期值 0.1%，前值从 0% 下修至-0.1%；同比 0.4%，高于预期值 0.2%和前值 0.1%。其中德国经济显著好转，一季度 GDP 环比 0.2%（前值-0.5%）。

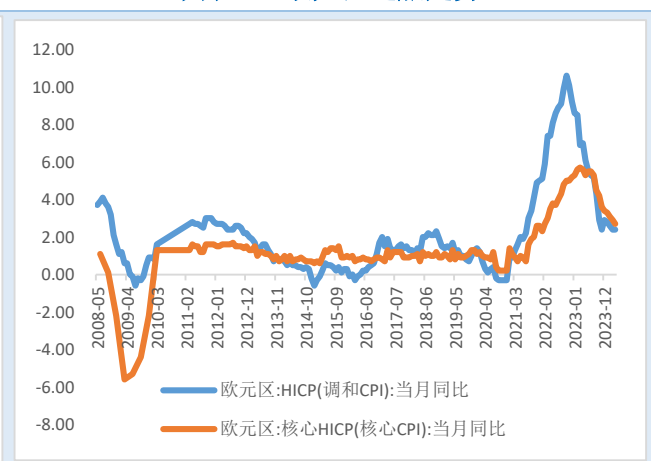
欧元区通胀符合预期。欧元区 4 月调和 CPI 同比 2.4%持平预期和前值，核心调和 CPI 同比 2.7%（预期 2.6%，前值 2.9%），服务项降温较明显，同比 3.7%（前值 4.0%）。

欧央行或将于 6 月步入降息周期。5 月 6 日，欧洲央行管委 Simkus 表示，除非看到意外的数据，否则不应仅限于在 6 月份降息。欧洲央行管委 Vujcic 预计，今年欧洲央行将降息 3 次。欧洲央行首席经济学家连恩表示，对通胀回落的信心正在提高，4 月服务业通胀放缓是重要一步；不应夸大欧洲央行和美联储政策分歧的影响，美联储决策对欧元区影响在可控范围内。5 月 7 日，欧洲央行管委埃尔南德斯德科斯表示，如果通胀路径保持稳定，可以在 6 月开始降息。5 月 8 日，欧洲央行管委温施表示，看到今年有启动降息的路径，有降息 50 个基点空间，但具体时间将取决于数据。

图表 7：欧元区 GDP 走势



图表 8：欧元区通胀走势



### 3、日本央行释放稳汇率意愿。

日本央行 4 月货币政策会议摘要显示，一位委员称如果物价趋势抬升将调整宽松程度；一位委员称预期目前金融条件将保持宽松；一位委员称利率路径可能高于市场预期；一位委员称需要在正确的时间适当提高利率；一位委员称消费者支出可能是一个关键点；一位委员称日元对趋势的影响可能会加速正常化；可以开始就 ETF 持仓问题进行具体讨论，还需关注日元弱势、原油价格高企、物价上行等风险。

日本央行行长植田和男指出，低水平的实际利率能支持经济增长，促进通胀，需要关注外汇和石油对实际工资的影响；很难说自然利率是多少；需要密切关注与实际收入相关的油价和汇率走势；没有明确证据表明日本的自然利率从五年前开始持续下降，五年前对自然利率的估计为 0 左右；如果基础价格如预期上涨，可以通过宽松调整来提高利率；预计正向的工资通胀循环将得到加强，外汇波动对经济实体的影响各有不同，汇率突然性波动对日本经济不利，如果外汇波动影响或有风险影响通胀趋势，日本央行必须用货币政策来应对，日本央行将审视近期疲软的日元，以指导货币政策。

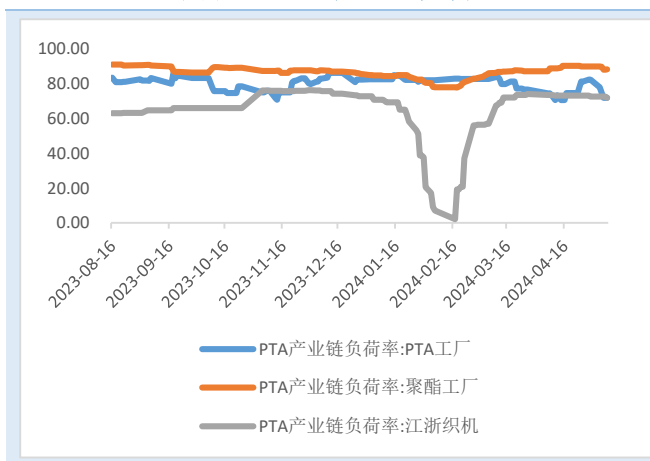
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产平稳运行

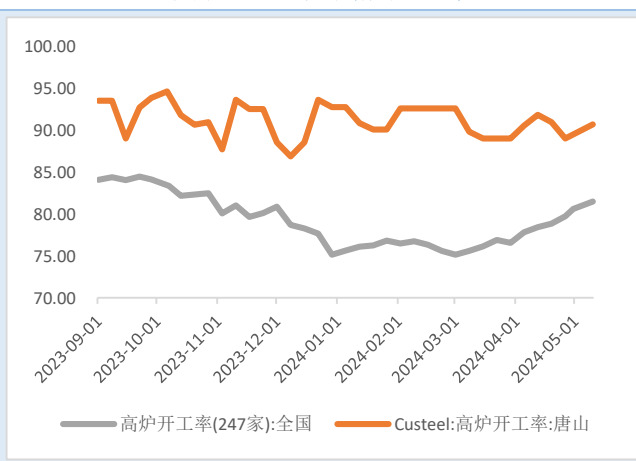
**化工：生产负荷小幅回落，产品价格多数下跌。**需求方面，聚酯产业链产品价格多数下跌，截至5月10日，涤纶POY价格、聚酯切片价格、PTA价格等均出现小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率大幅回落至71.65%，聚酯工厂负荷率小幅回落至88.10%，江浙织机负荷率小幅回落至71.73%。

**钢铁：生产小幅回升，需求季节性改善。**截至5月10日，全国高炉开工率小幅回升0.9个百分点至81.52%；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，表需有所回落，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 房地产销售月同比降幅收窄，乘用车零售同比下降

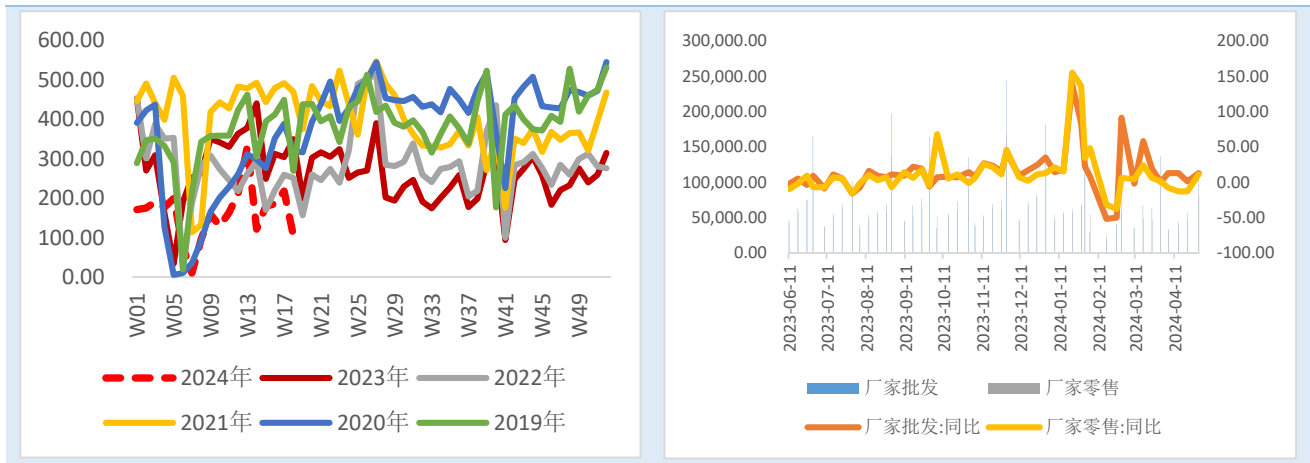
**房地产销售月同比降幅收窄。**截至4月30日，30个大中城市商品房成交面积月同比下降38.93%，3月同比下降47.01%，其中，一、二、三线城市4月同比分别增长-32.47%、-40.64%、-42.34%；4月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降27.92%。

**乘用车零售同比下降。**据乘联会数据显示，今年4月份全国乘用车市场零售量达到153.2万辆，相比去年同期下降了5.7%，环比上月则下降了9.4%。尽管如此，今年累计的零售量已经达到636.4万辆，同比实现了8.0%的增长。在新能源车领域，4月份国内零售渗透率攀升至43.7%，较去年同期的32%提升了11.7个百分点。整体来看，因价格不稳等因素导致消费者观望气氛浓重，4月乘用车零售出现周期性环比下行走势。新能源车的新车价格战带来一定增量，但持续性也不强，内部分化严重。

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

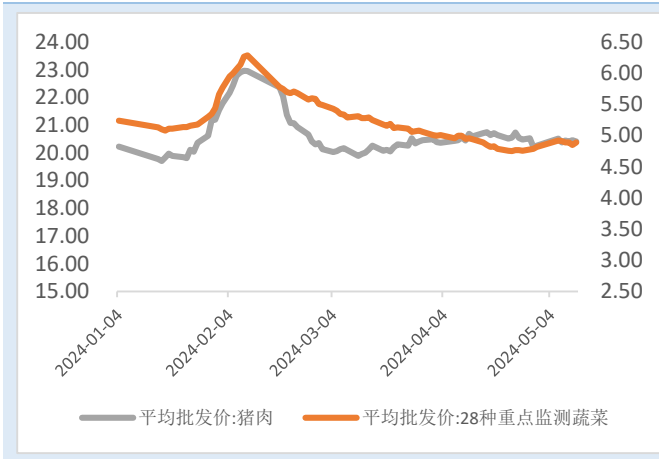
(1) 本周食品价格多数上涨。本周（截至 5 月 11 日）蔬菜均价环比上涨 1.50%，猪肉均价环比上涨 0.1%。

中国 4 月 CPI 同比上涨 0.3%，预期 0.20%，前值 0.10%。中国 4 月 PPI 同比-2.5%，预期-2.30%，前值-2.80%。

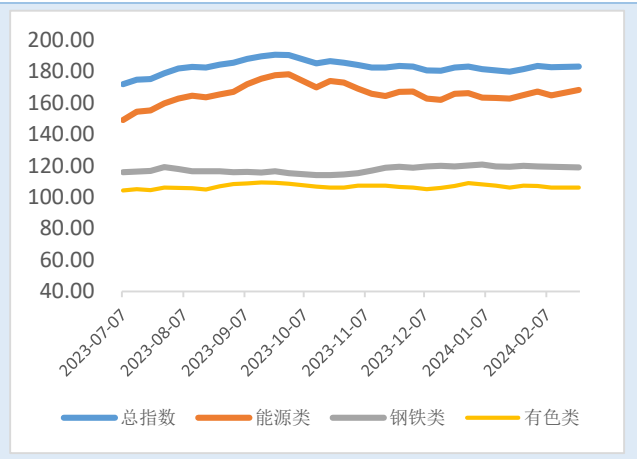
(2) CPI 温和回升，中枢有望继续抬升。4 月 CPI 同比温和回升 0.2 个百分点至 0.3%，为近 13 个月来除春节错位扰动的 2 月之外次高的单月，略高于市场预期，主演原因，一是出行增多，提振服务消费价格；二是猪价环比由跌转持平，助力 CPI 回升。扣除食品和能源的核心 CPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 0.7%。往后看，猪、油价格有望形成共振或将推升 CPI 的中枢，一方面，年内随着过剩产能持续出清，猪肉价格有望温和回升；另一方面，OPEC+ 维持减产、中东局势悬而未决、欧美夏季出行高峰来临，能源价格将偏强运行；此外，一季度的央行货币政策报告指出，把推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，预计未来有望迎来新一轮货币宽松。近期各地陆续出台具体的财政补贴汽车家电等大宗商品以旧换新政策措施，预计后续将能见到核心消费品需求和价格的持续温和回升。因此，二、三季度 CPI 的通胀中枢有望继续抬升。

(3) PPI 环比继续下跌，同比降幅有所收窄。从去年 11 月开始，PPI 环比就开始降幅收窄态势，4 月 PPI 环比再次出现回落，但在翘尾因素的影响下，PPI 同比仍能实现降幅收窄。PPI 环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节价格。总的来看，PPI 环比仍在下跌反映工业需求仍然偏弱。今年以来，房地产需求持续下滑，拖累黑色、建材等工业品价格；政府债券发行进度偏慢，影响财政政策稳需求效果。4 月底政治局会议提出，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，因此，二季度随着政府债券发行节奏加快工业品需求和价格可能得到进一步提振。

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