

期货研究报告

金融研究

宏观周报

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

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

解释纷纷扰扰，难改弱的本质

报告日期：

2024年5月12日

报告内容摘要：

◆**国外：**近期美国经济数据确实有所走弱，市场也有一定反应。但在我们看来，美国经济会走弱，只是速度绝对比大家想象中的慢。近期情绪反应有过度嫌疑。从目前的通胀韧性和经济数据预期变化来看，美元以及美债利率预期均不会弱。

◆**国内：**目前可能有部分唱多经济的声音。但从我们的观察来看，所有的政策只是形成一股抵御经济下行的力量，但并不至于让经济上升的空间太高。因为所有的支持性政策多有利于短期出现效果，无助于解决长期问题。在此情况下，债市依然中长期看牛市。无论是降准降息，还是新一轮银行存款端的利率下行，都是有必要的。现阶段债市最大的扰动在于央行态度，其次是政府债供给扰动。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	底部逐渐夯实，向上弹性不足.....	3
二、	美国经济数据阶段性走弱引发美元回调.....	5
三、	总结.....	7

表目录

表 1: 4 月 CPI 及分项	3
表 2: 4 月社融及分项.....	4

图目录

图 1: 中长期社融走弱 (%)	4
图 2: 剔除政府债券后的中长期社融也在走弱 (%)	4
图 3: M1、M2 同比均走弱 (%)	5
图 4: 消费者通胀预期上升 (%)	6
图 5: 美、欧经济均走弱 (%)	6
图 6: 欧美 10 年期国债利率均下降 (%)	6
图 7: 美元指数阶段性回调 (%)	7

一、底部逐渐夯实，向上弹性不足

1) 物价温和回升

从数据来看，CPI 确实在缓慢回升，如同央行在一季度货币政策执行报告中所言，“物价将保持温和回升态势”。但这些回升都来自于商品端，因为服务同比增速依然为 0.8%，维持 3 月的低增速。

商品端来看，食品烟酒同比增速与 3 月持平。家用器具及交通工具同比增速均有回升，可能是家电、汽车以旧换新等政策带来的结果。交通工具燃料同比大幅增长则是能源价格上涨的结果，能源价格的上升是国际传导所致。此外，其他用品和服务增幅较大，其中金银首饰价格上涨可能是重要一环，但这部分也是国际传导所致。

其实关于国际传导这部分也可以从 PPI 分项中观察到。4 月涨幅最为明显的行业依然是石油、天然气以及有色，这些品种都是国际定价为主，追随国际宏观基本面。

综合来看，CPI 的回升原因主要可以归结为 2 个，第一国际传导，第二，国内政策。但反映国内真实需求的部分依然疲弱。

如同央行所说，当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够。在当前产能过剩下，我们预期物价回升的力度是有限的。即使电价、水价等上升，只能是略微助力，无法决定总体走势。而且成本端的上升，可能导致终端需求受损，尽管这方面需求偏刚性。

表 1: 4 月 CPI 及分项

单位: %	环比增速				同比增速			
	2024年4月	2024年3月	2024年2月	环比变化	2024年4月	2024年3月	2024年2月	同比变化
CPI	0.1	-1.0	1.0	1.1	0.3	0.1	0.7	0.2
食品	-1.0	-3.2	3.3	2.2	-2.7	-2.7	-0.9	0.0
非食品	0.3	-0.5	0.5	0.8	0.9	0.7	1.1	0.2
消费品	-0.1	-0.9	1.1	0.8	0.0	-0.4	-0.1	0.4
服务项目	0.3	-1.1	1.0	1.4	0.8	0.8	1.9	0.0
核心CPI (不含食品和能源)	0.2	-0.6	0.5	0.8	0.7	0.6	1.2	0.1
食品烟酒	-0.7	-2.2	2.2	1.5	-1.4	-1.4	-0.1	0.0
食用油	-0.4	0.0	-0.6	-0.4	-5.3	-5.3	-5.4	0.0
畜肉类	-0.8	-3.9	3.4	3.1	-3.2	-4.3	-2.9	1.1
牛肉	-2.7	-2.3	-0.3	-0.4	-10.4	-8.4	-6.9	-2.0
羊肉	-1.3	-1.7	1.3	0.4	-6.8	-6.0	-4.2	-0.8
猪肉	0.0	-6.7	7.2	6.7	1.4	-2.4	0.2	3.8
奶类	-0.5	0.3	-0.4	-0.8	-1.8	-1.0	-1.5	-0.8
粮食	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	0.5	0.5	0.3	0.0
蛋	-2.0	-3.8	-2.2	1.8	-10.6	-8.9	-5.1	-1.7
水产品	-0.5	-3.5	6.2	3.0	0.2	1.2	4.1	-1.0
鲜菜	-3.7	-11.0	12.7	13.3	1.3	-1.3	2.9	2.6
鲜果	-2.0	-4.2	4.3	2.2	-9.7	-8.5	-4.1	-1.2
卷烟	0.1	0.1	0.1	0.0	1.2	1.2	1.3	0.0
酒	0.1	0.5	-0.9	-0.4	-1.0	-1.2	-1.3	0.2
生活用品及服务	0.4	0.0	-0.5	0.4	1.4	1.0	0.5	0.4
家用器具	-0.1	-0.3	0.0	0.2	-0.3	-0.8	-0.1	0.5
家庭服务	0.0	-0.2	-1.7	0.2	1.7	1.8	2.0	-0.1
衣着	-0.1	0.6	-0.2	-0.7	1.6	1.6	1.6	0.0
服装	-0.1	0.6	-0.2	-0.7	1.8	1.8	1.6	0.0
鞋	-0.1	0.5	0.0	-0.6	0.8	1.0	1.2	-0.2
交通和通信	1.0	-1.4	1.6	2.4	0.1	-1.3	-0.4	1.4
交通工具	-0.6	-0.7	0.1	0.1	-4.3	-4.6	-5.4	0.3
交通工具用燃料	2.9	1.1	1.9	1.8	6.9	2.2	0.8	4.7
交通工具使用和维修	-0.1	-2.4	2.6	2.3	0.3	0.4	2.9	-0.1
快递服务	0.0	-0.2	-0.1	0.2	-0.3	-0.4	-0.1	0.1
通信工具	-0.9	-0.3	-1.1	-0.6	-2.9	-2.4	-2.1	-0.5
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	0.0
教育文化和娱乐	0.5	-2.1	1.7	2.6	1.8	1.8	3.9	0.0
教育服务	0.0	0.1	0.0	-0.1	1.7	1.7	1.7	0.0
旅游	2.7	-14.2	13.1	16.9	4.1	6.0	23.1	-1.9
居住	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.0
房租	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1
水、电、燃料	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5	0.3	0.1
医疗保健	0.2	0.1	0.4	0.1	1.6	1.5	1.5	0.1
中药	0.3	0.1	0.1	0.2	5.4	5.5	5.9	-0.1
西药	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2
医疗服务	0.3	0.2	0.6	0.1	1.9	1.7	1.3	0.2
其他用品和服务	2.0	0.6	-0.2	1.4	3.8	2.7	2.9	1.1

资料来源: Wind, 信达期货研究所

2) 社融：大水褪去

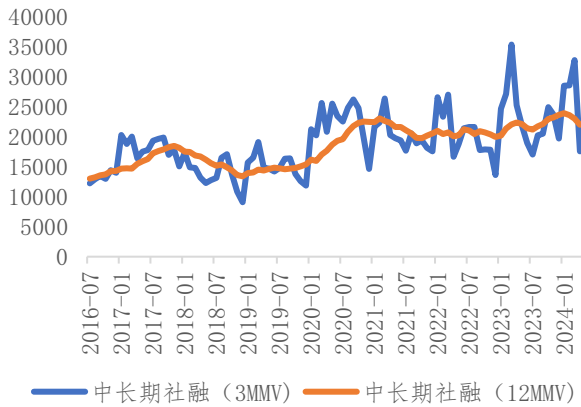
这是一份基本看不到亮点的金融数据。先看总量，新增社融为负。不考虑口径问题的话，上一次社融为负，是2005年10月。政府发债少是一个原因，但其实把政府发债量算上去，社融数据也很难看。未贴现银行承兑汇票大幅减少，与此同时票据融资大幅上升，表明银行可投资项目太少，只能以票充贷。居民贷款很差，企业贷款也很差。M1同比增速甚至为负。

表 2：4 月社融及分项

指标 (亿元)	2024-04	占比 (%)	2024-03	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	-1,987.00		48,675.00		50662.00	12,249.00		(14236.00)	17,576.51		(19563.51)
人民币贷款	3,306.00	66.38	32,920.00	67.63	(29614.00)	4,431.00	36.17	(1125.00)	9,171.77	52.18	(5865.77)
外币贷款	-310.00	(15.60)	543.00	1.12	(853.00)	-319.00	(2.60)	9.00	-154.29	(0.88)	(155.71)
委托贷款	8.00	(0.40)	-465.00	(0.96)	473.00	83.00	(0.68)	(75.00)	-381.56	(2.17)	389.56
信托贷款	142.00	(7.15)	681.00	1.40	(539.00)	119.00	(0.97)	23.00	-334.42	(1.90)	476.42
未贴现银行承兑汇票	-4,486.00	(225.77)	3,550.00	(7.29)	(8036.00)	-1,345.00	(10.98)	(3141.00)	-1,166.81	(6.64)	(3319.19)
企业债券融资	493.00	(24.81)	4,545.00	9.34	(4052.00)	2,940.00	24.00	(2447.00)	4,680.37	26.63	(4187.37)
非金融企业境内股票融资	186.00	(9.36)	227.00	0.47	(41.00)	993.00	8.11	(807.00)	709.94	4.04	(523.94)
政府债券	-984.00	(49.52)	4,626.00	9.50	(5610.00)	4,548.00	37.13	(5532.00)	3,997.74	22.74	(4981.74)
新增人民币贷款	7,300.00		30,900.00		(23600.00)	7,188.00		112.00	11108.4		(3808.40)
短期贷款及票据融资	763.00	10.45	12,208.00	25.51	(11445.00)	-1,074.00	(14.94)	1837.00	1,775.43	18.98	(1012.43)
中长期贷款	2,434.00	33.34	20,516.00	42.39	(18082.00)	5,513.00	78.70	(3079.00)	7,259.66	65.35	(4825.66)
居民贷款	-5,166.00	(70.77)	9,406.00	19.44	(14572.00)	-2,411.00	(31.54)	(2755.00)	2,525.80	22.74	(7691.80)
短期	-3,518.00	(48.19)	4,908.00	10.22	(8426.00)	-1,255.00	(17.46)	(2263.00)	125.43	1.13	(3643.43)
中长期	-1,648.00	(22.82)	4,516.00	9.41	(6182.00)	-1,156.00	(16.08)	(510.00)	2,400.46	21.61	(4066.46)
非金融性公司及其他部门	8,600.00	117.81	23,400.00	48.17	(14800.00)	6,839.00	95.14	1761.00	6,641.80	59.79	1958.20
短期	-4,100.00	(56.16)	9,800.00	20.33	(13900.00)	-1,099.00	(15.29)	(3001.00)	-1,334.60	(12.01)	(2765.60)
中长期	4,100.00	56.16	16,000.00	33.17	(11900.00)	6,669.00	92.78	(2569.00)	4,859.20	43.74	(759.20)
票据融资	8,381.00	114.81	-2,500.00	(5.19)	10881.00	1,280.00	17.81	7101.00	2,984.60	26.87	5396.40
非银行业金融机构	2,607.00	35.71	-1,958.00	(4.04)	4565.00	2,134.00	29.69	473.00	1,373.20	12.36	1233.80

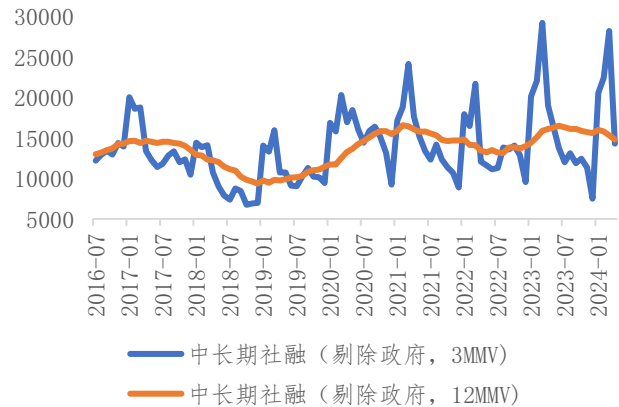
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 1：中长期社融走弱 (%)

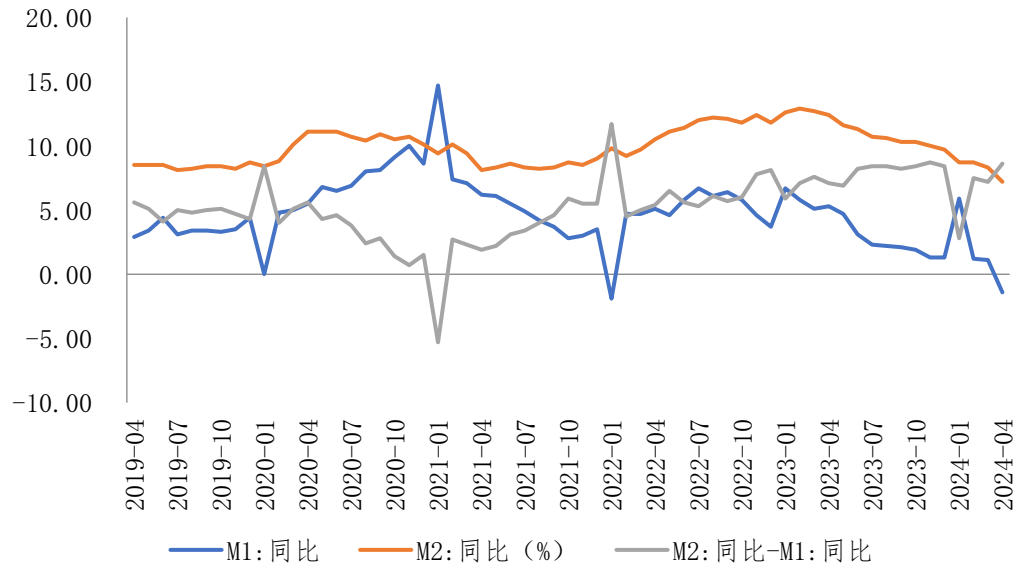


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：剔除政府债券后的中长期社融也在走弱 (%)



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3: M1、M2 同比均走弱 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

这方面的解释很多，主要有二。

第一，防空转论。4月初，市场利率定价自律机制发布的《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》，要求银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息。通过手工补息等导致一部分虚增的、不规范的存款减少，这可能也是4月新增人民币存款减少3.92万亿的主要原因。

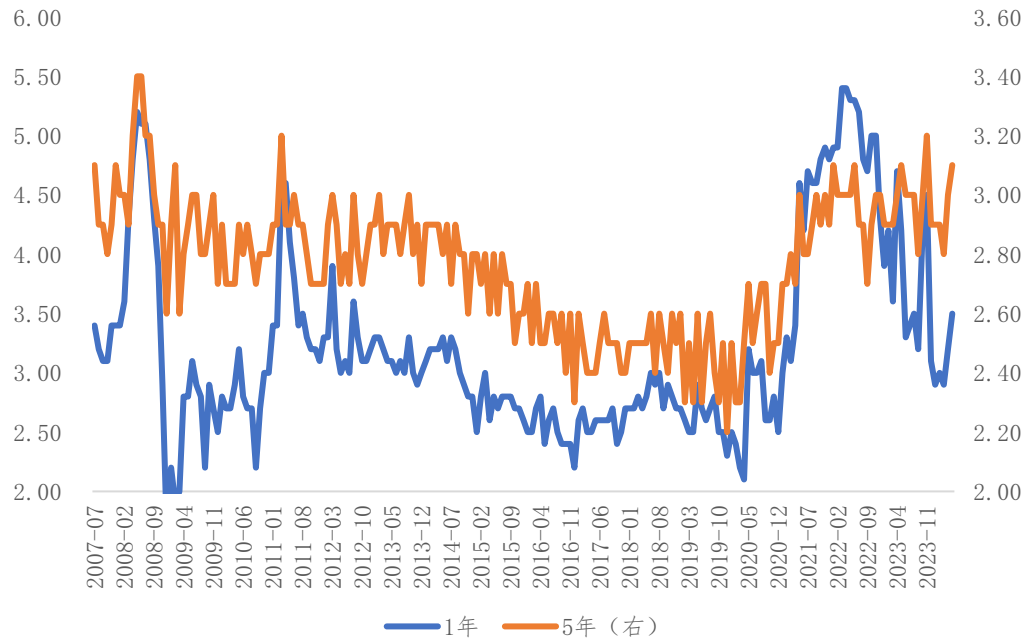
第二，统计方法调整。2024年一季度国家统计局对金融业增加值的季度核算方式进行了优化，优化后的核算方式主要参考银行利润指标，包括营业收入中的利息净收入增速、手续费及佣金净收入增速等进行推算。而在2023年及以前，金融业增加值在做季度核算时，其主要构成部分——货币金融服务业增加值，主要参考存贷款余额的同比增速进行推算。这导致4月以来地方政府通过督促提高存贷款来增加金融业增加值的动力大幅减弱。

但其实无论怎样，数据惨淡到这个程度，最核心的原因必然还是在于内生需求弱。

二、美国经济数据阶段性走弱引发美元回调

1) 通胀预期在上升。

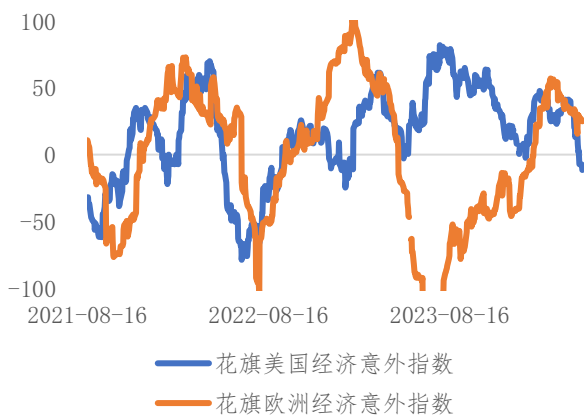
美联储对于通胀的担忧其实来自于两部分，一个是通胀数据本身，下不去，甚至于反弹，第二个则是通胀预期。尽管现在并没有形成广泛的高通胀预期，但我们看到最新的密歇根大学消费者通胀预期再次上升。1年期已上升至3.5%，连续2个月回升，5年期已上升至3.1%，处于历史高位。

图 4: 消费者通胀预期上升 (%)


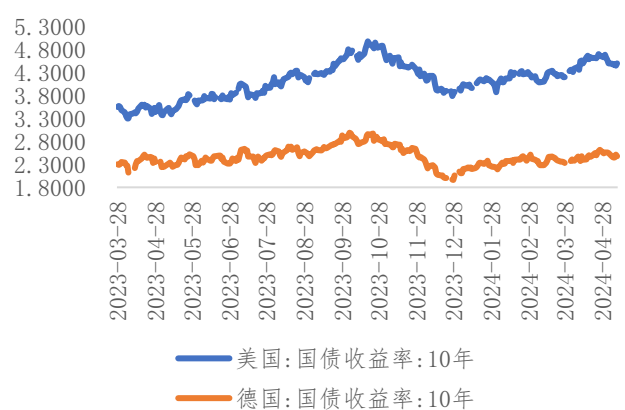
资料来源: Wind, 信达期货研究所

2) 经济数据阶段性走弱推动美元阶段性回调

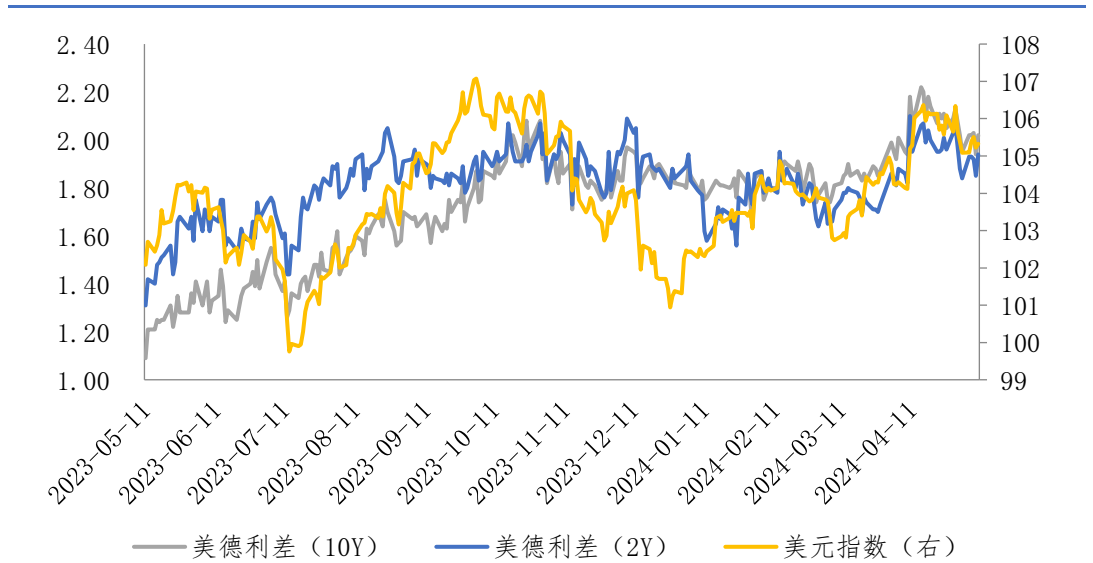
其实，近期美欧的经济数据大多都是不及预期的，导致的结果就是美、欧 10 年期国债利率均在走低。但由于美国经济不及预期幅度大于欧元区，因此，美元指数近期有所回调。但如我们之前所说，美国经济尽管走弱，但没有大幅走弱的基础，且整体底子依然远远强于欧洲，美元仍有保持强势的基础。

图 5: 美、欧经济均走弱 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6: 欧美 10 年期国债利率均下降 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 7: 美元指数阶段性回调 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、总结

综合来看,目前国内可能有部分唱多经济的声音。但从我们的观察来看,所有的政策只是形成一股抵御经济下行的力量,但并不至于让经济上升的空间太高。因为所有的支持性政策多有利于短期出现效果,无助于解决长期问题。在此情况下,债市依然中长期看牛市。无论是降准降息,还是新一轮银行存款端的利率下行,都是有必要的。现阶段债市最大的扰动在于央行态度,其次是政府债供给扰动。

国外,近期美国经济数据确实有所走弱,市场也有一定反应。但在我们看来,美国经济会走弱,只是速度绝对比大家想象中的慢。近期情绪反应有过度嫌疑。从目前的通胀韧性和经济数据预期变化来看,美元以及美债利率预期均不会弱。

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