

2024年5月6日

美联储降息预期整体降温，国内风险偏好持续升温

——宏观月度策略报告

东海策略

宏观

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

顾森
从业资格证号：F3082395
投资咨询证号：Z0018858
电话：021-68757223
邮箱：gus@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，海外宏观方面，由于美国经济好于预期、通胀高于预期、美联储降息预期整体降温。短期美元和美债利率持续偏强，全球风险偏好短期降温。虽然短期美联储偏鸽维持利率不变，有助于提振全球风险偏好，但是市场对于全球经济的乐观预期，导致能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，非美货币贬值。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏有所加快，投资逐步企稳回升、出口改善，且消费短期有加快的迹象。此外，国内资本市场监管趋严利好市场、房地产限购放松政策支持加强，短期对国内股市和人民币汇率有一定的支撑，国内股市短期大幅反弹。中期关注国内政治局会议具体政策出台情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

供需：需求方面，当前国外需求整体较弱，但海外商品需求端整体回暖对大宗商品有一定的支撑，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求逐步回暖，短期对黑色等内需型商品价格支撑加强，而且国内货币和地产端政策支持逐步增强，短期提振市场需求预期和市场情绪，中期继续关注政治局会议政策和实际需求情况。**供给方面，**能源方面，欧洲能源危机缓解、需求不强，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+减产不及预期、需求好于预期以及地缘风险扰动，原油价格偏强震荡。有色，美元走强压制，但海外需求边际回升，以及低库存支撑，有色整体震荡上涨。建筑材料，短期需求逐步回暖，且钢铁、水泥等开工率有所回升，供需短期双双回暖，价格短期震荡反弹。化工，开工率有所上升，生产有所加快，且需求逐步回暖，供需双双改善，整体维持震荡反弹。

大类资产配置：股市方面，国内经济延续复苏、货币宽松以及政策支持增强，股市短期偏强运行；**债市方面，**国内经济延续复苏、国债供给增加、股市走强，国内债券价格震荡走弱；**汇率方面，**美元持续反弹，国内货币宽松，人民币汇率短期走弱。**大宗商品板块策略方面，**国内外商品需求回升，供应端扰动，商品价格震荡偏强。其中，**能源板块，**OPEC+减产不及预期、但国外需求好于预期以及地缘风险扰动支撑油价；**有色板块，**国内外需求回升，供应偏紧，以及低库存支撑，有色震荡走强；**贵金属板块，**美元美债持续反弹，以及地缘风险短期有所消退，贵金属短期高位震荡。**黑色板块，**地产需求现实较弱，但基建、制造业需求回升，短期供需逐步回升，黑色短期震荡反弹。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美联储降息预期整体降温，国内风险偏好持续升温	4
1.1. 美国通胀整体回落，但核心通胀仍旧较高	4
1.2. 美国4月经济数据不及预期，经济仍具韧性	4
1.3. 美联储偏鸽维持利率不变，降息预期整体降温	5
1.4. 国内政策支持力度加大，风险偏好持续升温	5
2. 需求：欧美商品需求有所放缓，国内需求回暖	6
2.1. 海外商品需求有所放缓，整体较弱	6
2.2. 国内商品需求逐步回暖	7
2.2.1. 房地产销售和投资仍旧偏弱	8
2.2.2. 基建投资继续回升	9
2.2.3. 制造业投资继续回升	10
2.3. 国内消费增速继续回落且不及市场预期	10
2.4. 3月国内出口不及预期	11
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给加快	12
3.1. 国外商品供应增速有所回升	12
3.2. 国内工业生产有所加快	13
3.3. 各行业开工整体上升	13
4. 2024年5月大类资产及商品策略	14
4.1. 2024年5月大类资产及商品板块策略	14
4.2. 2024年5月具体品种策略	15

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国通胀超预期回升	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 5 月继续维持利率不变	5
图 6 欧央行 4 月继续维持利率不变	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率短期走弱	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度上升	7
图 13 美国就业数据	7
图 14 美国个人商品消费支出	7
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资继续回升	10
图 24 目前制造业仍处于去库末期阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	11
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	11
图 29 美国工业生产小幅回升	12
图 30 欧洲工业生产持续低迷	12
图 31 欧美制造业产出有所改善	13
图 32 美国处于主动去库阶段	13
图 33 国内工业生产	13
图 34 制造业生产 PMI	13
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：美联储降息预期整体降温，国内风险偏好持续升温

1.1. 美国通胀整体回落，但核心通胀仍旧较高

目前美国通胀超预期回升，美国3月CPI 3.5%，预期3.4%，前值3.2%，较上月上升0.3%，超出市场预期；环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%，高于市场预期。核心CPI 3.8%，预期3.7%，前值3.8%，较上月持平；环比0.4%，预期0.3%，前值0.4%，高于市场预期。美国通胀整体回升且超出市场预期。一方面，欧洲各国天然气供应增加、需求回升乏力，欧洲天然气价格持续偏弱运行。另一方面，虽然OPEC+减产不及预期以及美元反弹；但是全球经济边际回暖，需求好于预期，以及地缘风险扰动，对原油价格有一定的支撑。由于能源价格反弹，欧美能源通胀整体高于预期。此外，美国核心CPI由于房屋租金、服务业消费等核心CPI支撑维持较高水平。但在整体通胀上升0.3%中，能源贡献0.3%，美国通胀总体上升。核心通胀方面，房屋租金贡献维持1.7%不变，服务消费贡献维持1.4%不变。

图1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图2 美国通胀超预期回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国4月经济数据不及预期，经济仍具韧性

美国方面，美国4月Markit制造业PMI终值50，预期52.0，前值51.9；服务业PMI初值51.3，预期52.0，前值51.7；综合PMI初值51.3，预期52.0，前值56.7。制造业上升和服务业景气度下降，美国经济景气整体下降。就业方面，美国4月非农就业人口增加17.5万人，远低于预期的24.3万人。4月失业率升至3.9%，预期为3.8%，前值3.8%。平均时薪同比升3.9%，预期4%，前值4.1%；环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.3%。薪资增速放缓。目前美国劳动力市场整体放缓且不及预期，但依旧较为强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国4月密歇根大学消费者信心指数初值为77.2，前值为79.4，3月实际消费支出环比增长0.5%，预期0.3%，消费增速继续回升保持强劲，且超出市场预期。

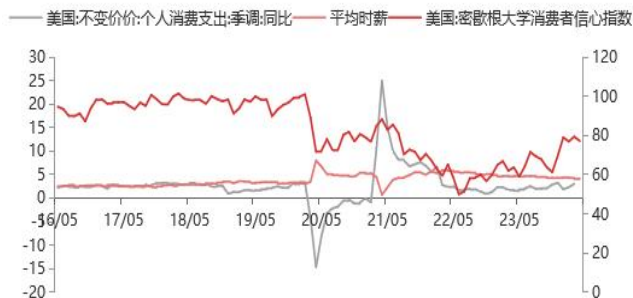
欧洲方面，欧元区4月制造业PMI初值45.6，预期46.6，前值46.1；服务业PMI初值52.9，预期51.8，前值51.5；综合PMI初值51.4，预期50.7，前值50.3；欧元区4月份PMI数据显示欧洲经济增速有所放缓，整体仍旧低迷。叠加通胀回落，市场预期欧央行于6月开始降息。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况



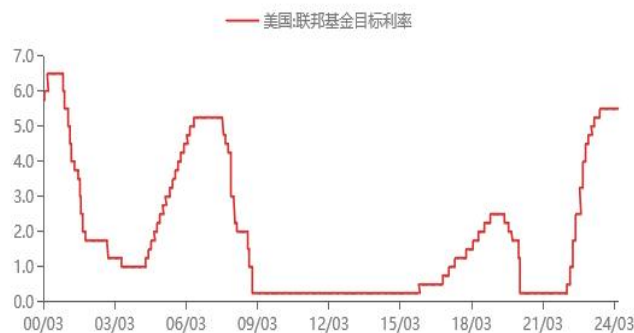
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储偏鸽维持利率不变，降息预期整体降温

美联储方面，美联储5月继续维持利率不变，利率维持在5.25%-5.50%。对于利率水平，一致同意维持利率不变，委员会寻求实现充分就业和2%的较长期通胀目标。委员会认为，实现就业和通胀目标的风险在过去一年趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。对于缩表，从6月开始，委员会将通过将每月公债赎回上限从600亿美元降低至250亿美元，减缓其证券持有量下降的速度。将MBS每月赎回上限维持在350亿美元。对于通胀前景，过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。近几个月来，在实现委员会2%的通胀目标方面缺乏进一步进展。对于经济前景，近最近的经济指标表明，经济活动继续稳步扩张。就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。

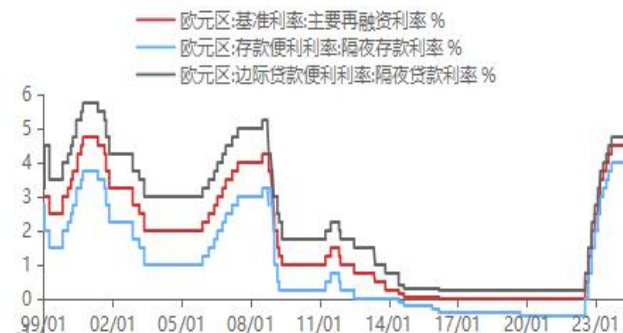
由于美国就业市场强劲、经济韧性较强、通胀回升；美联储议息会议及鲍威尔表态略微偏鸽，市场对于美联储降息的预期整体降温；受此影响美元指数和美债收益率回落，全球风险偏好小幅升温。

图5 美联储5月继续维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 欧央行4月继续维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.4. 国内政策支持力度加大，风险偏好持续升温

经济和政策方面，国内4月经济复苏动能有所放缓，但经济增长预期较好，短期对国内风险资产有一定的支撑。而且资本市场监管趋严利好市场、以及部分城市地产限购取消和经济支持政策持续力度加大，短期对国内股市和人民币汇率有较强的支撑。

通胀方面，短期国内通胀持续较低，国内财政和货币政策继续宽松，上游大宗商品短期震荡上涨，上游通胀预期修复较快。

宽信用方面，国内货币政策持续宽松，且国内经济逐步复苏，而且政府财政发力，宽信用过程整体有望加快。

汇率方面，近期人民币汇率有一定的贬值压力。外部因素是由于美元短期大幅反弹；内部因素是国内货币政策进一步宽松，人民币汇率短期走弱；但是资本市场走强以及外资流入支撑人民币汇率。

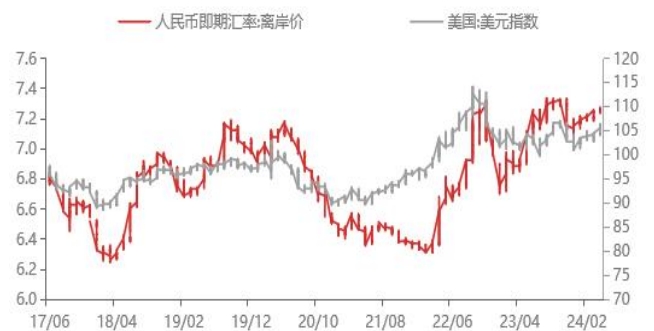
展望 2024 年 5 月，关注国内政治局具体政策出台情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率短期走弱



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，由于美国经济好于预期、通胀高于预期、美联储降息预期整体降温。短期美元和美债利率持续偏强，全球风险偏好短期降温。虽然短期美联储偏鸽维持利率不变，有助于提振全球风险偏好，但是市场对于全球经济的乐观预期，导致能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，非美货币贬值。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏有所加快，投资逐步企稳回升、出口改善，且消费短期有加快的迹象。此外，国内资本市场监管趋严利好市场、房地产限购放松政策支持加强，短期对国内股市和人民币汇率有一定的支撑，国内股市短期大幅反弹。中期关注国内政治局会议具体政策出台情况、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

2. 需求：欧美商品需求有所放缓，国内需求回暖

2.1. 海外商品需求有所放缓，整体较弱

欧美商品需求短期有所放缓，且整体较弱。制造业方面，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 49.9%，下降 2.6%；欧元区制造业 PMI 45.6%，较上月下降 0.1%；欧美制造业景气整体有所下降，商品需求有所下降，整体较弱；欧美 4 月制造业新订单需求也小幅下降；而且，美国有进入补库存阶段的迹象。房地产方面，4 月美国房贷利率上升整体较高，而且 4 月美国住房市场指数为 51，前值 51，房地产景气度仍旧较低，但有所回升；新屋和成屋销售有所

加快，对经济的拖累作用逐步仍旧较弱。汽车方面，由于汽车贷款利率持续较高，汽车销售持续较弱。

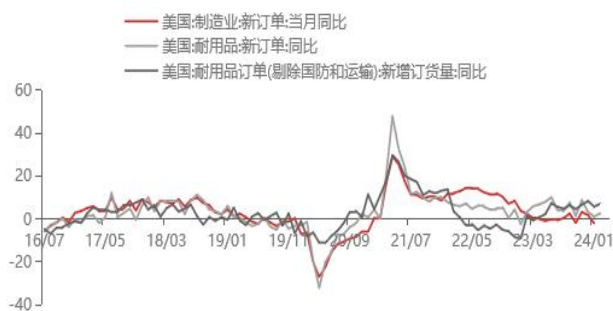
消费方面，美国3月个人消费支出同比3.1%，环比0.5%。其中，耐用品环比0.9%，同比4.3%；非耐用品环比1.3%，同比3%；服务消费环比0.2%，同比2.8%。3月零售环比0.7%，增速有所上升。美国消费支出短期有所加快，其中服务消费依旧较为强劲，商品消费短期有所加快。

图9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图11 美国房屋销售情况



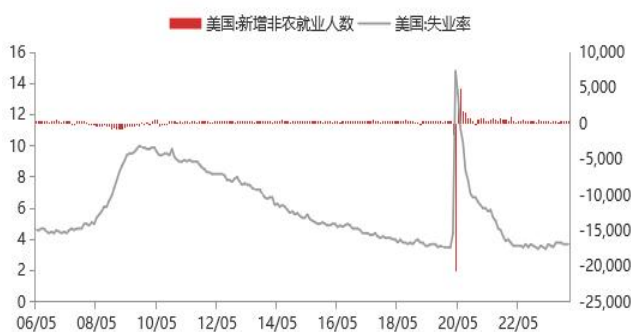
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图12 美国房地产市场景气度上升



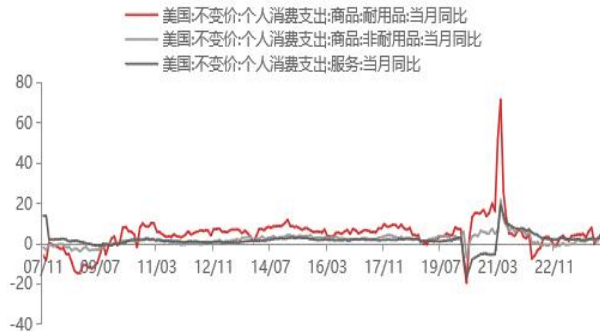
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图14 美国个人商品消费支出

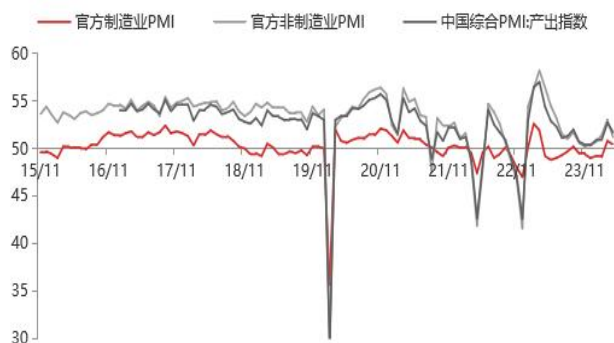


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求逐步回暖

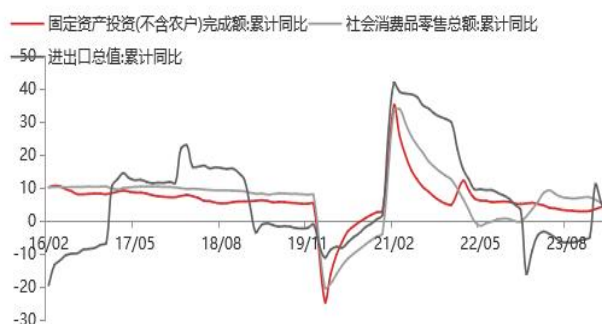
中国4月官方制造业PMI为50.4%，非制造业PMI为51.2%，综合PMI为51.7%。制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别比上月下降0.4、1.8和1.0个百分点，三大指数继续保持在扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张，经济整体延续复苏。制造业PMI维持扩张，商品需求逐步回暖。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中1-3月固定资产投资累计同比4.5%，较1-2月上升0.3%；消费同比增长4.7%，较1-2月下降0.8个百分点；1-3月进出口同比1.5%，降幅较1-2月下降3个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，但房地产投资修复偏慢；外贸出口短期压力有所缓解；消费延续复苏，是拉动经济增长的主要动力。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.1. 房地产销售和投资仍旧偏弱

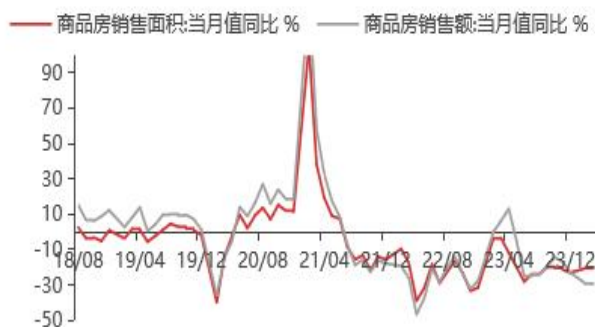
3月商品房销售面积同比增长-19.5%，降幅较前值收窄1%，商品房销售额同比增长-28.3%，降幅较前值收窄1%，房地产销售降幅略有收窄，整体仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，12月当月同比增长-17.8%，降幅扩大7.3%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发资金来源方面，3月当月同比增长-29%，降幅扩大4.9%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资同比增长-8.0%，降幅较前值收窄1个百分点，房地产投资仍旧较弱。3月房地产新开工面积同比增长-28.7%，降幅较前值收窄1个百分点，施工面积同比增长-10%，降幅较前值收窄1个百分点，竣工面积同比增长-19.2%，较前值收窄1个百分点；施工端持续回落。3月国房景气指数下降0.05至92.07，房地产景气度继续回落。目前房地产销售仍旧偏弱，房地产资金来源压力仍旧相对较大，房地产投资修复继续较慢；房地产施工和竣工随着房地产链条的整体放缓而继续维持低位。4月下旬，国内部分地区逐步取消限购，国内房地产政策支持力度进一步加大，房地产市场有望得到一定程度的支撑。

图 17 房地产投资及资金来源



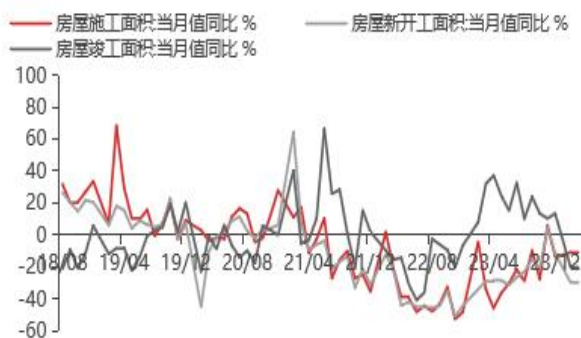
资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



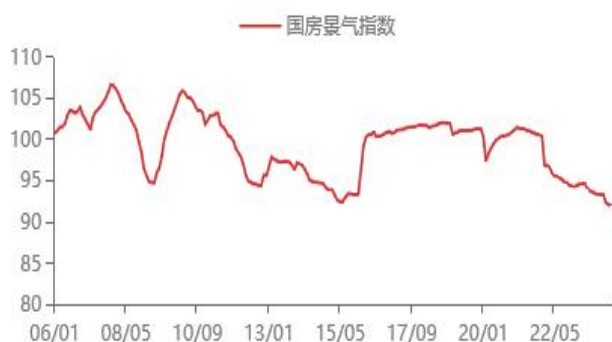
资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 20 国房景气指数



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

2.2.2. 基建投资继续回升

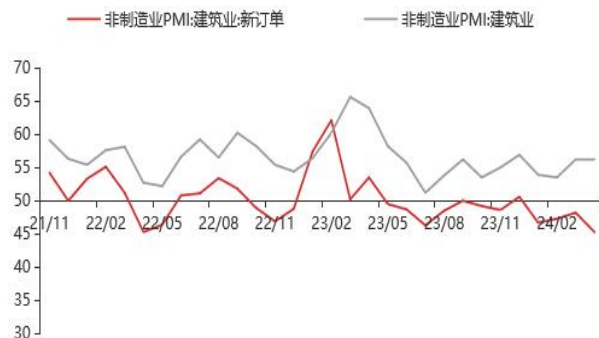
3月基建投资7.3%，前值6.3%，较前值上升1%，基建投资增速有所回升。一方面由于开工旺季来临；另一方面由于专项债发行加快以及资金到位情况有所改善，在一定程度上支撑基建投资回升。4月建筑业PMI 56.3%，前值56.2%，上升0.1%，继续维持高景气且景气度有所上升；建筑业新订单45.3%，前值48.2%，下降2.9%，短期订单有所回落；但需求端短期整体加快。政策方面，2024年两会设定目标财政赤字规模和新增地方政府专项债规模分别为4.06万亿和3.9万亿。此外加上1万亿的超长期特别国债以及上年未使用的1万亿特别国债，财政支出规模明显增大，目前财政支出逐步落地显效，对于基建投资有较强的支撑。后期关注房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



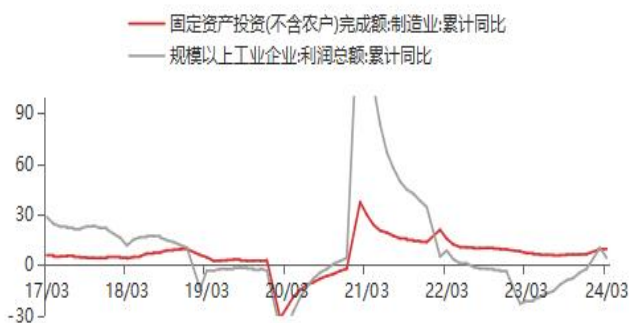
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资继续回升

制造业投资同比 10.4%，前值 9.4%，较前值上升 1%，整体继续回升。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高科技产业投资依旧保持较高增速；短期由于国内经济刺激政策陆续落地显效，经济回升明显，企业信心有所回升，制造业投资有所加快。其中，存货投资方面，3 月工业企业产成品存货同比 2.5%，较上月上升 0.1%，制造业仍处于去库末期补库初期阶段。资本开支投资方面，1-3 月工业企业利润增速同比增长 4.3%，由上年全年下降 2.3% 转为正增长，企业业绩逐步修复，对未来资本开支意愿的影响逐步增强。

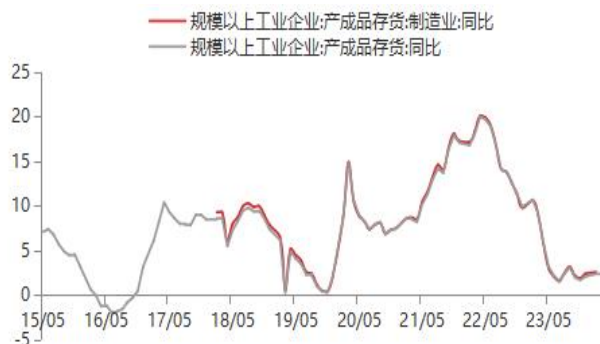
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖和信心回暖，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前国外需求增速整体有所回升，国内外有望进入补库阶段，短期制造业投资动力有所加强，支撑整体投资。

图 23 制造业投资继续回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业仍处于去库末期阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

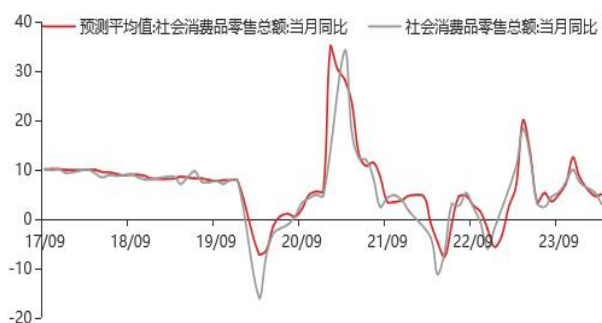
2.3. 国内消费增速继续回落且不及市场预期

3 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，预期 4.6%，前值 5.5%，较前值下降 2.4 个百分点。一方面是由于节后消费放缓。另一方面由于去年基数效应较高；其中烟酒类消费同比增长 9.4%，餐饮收入同比增长 6.9%，服装、鞋帽等消费同比增长 3.8%，体育娱乐类消费同比增长 19.3%，石油及制品类消费同比增长 3.5%；消费增速均有所回落。但是家电、

家具和建筑及装潢类材料等与地产相关消费仍旧是拖累，其中，建筑及装潢材料类消费同比增长 2.8%，家具类消费同比增长 0.2%。

目前来看，消费复苏方向不变，随着国内疫情的疤痕效应逐步消退、国内消费刺激政策逐步落地显效，国内消费将继续恢复。但是，需关注中长期收入增速放缓和消费倾向降低两个因素对消费的压制作用。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据

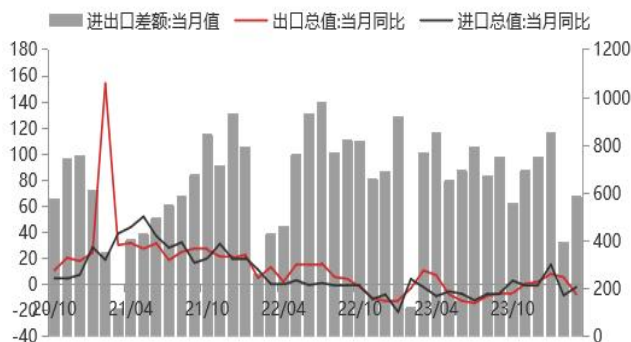


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4.3 月国内出口不及预期

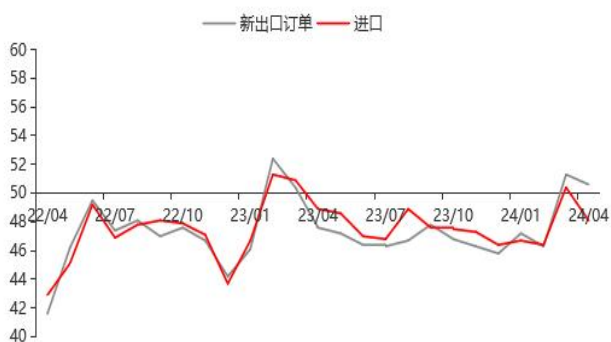
中国 2024 年 3 月进出口总额（以美元计）5008.12 亿美元，同比-5.1%，前值为 5.5%，下降 10.6%。其中，出口 2796.82 亿美元，同比下降 7.5%，预期下降 2.3%，前值上升 7.1%，下降 14.6%，大幅不及市场预期及前值；进口 2211.31 亿美元，同比下降 1.9%，预期上升 1.4%，前值上升 3.5%，下降 5.4%；贸易顺差 585.5 亿美元，预期 702 亿美元，前值 1251.6 亿美元。进出口订单方面，4 月新出口订单 50.6%，较上月下降 0.7%；进口订单 48.1%，较上月下降 2.3%，进出口订单增速整体有送放缓。目前商品外需有所回升、内需恢复有所加快的局势导致国内顺差结构逐步改善。未来随着欧美经济继续回暖，出口有望继续改善，而且对一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于基建和制造业投资持续加快，商品需求有望逐步恢复；且随着去年进口价格高基数效应逐步下降以及国内政策刺激进一步加码且落地显效，需求预期提升，预计进口增速有望继续回升，短期净出口对经济的拖累仍将存在。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济整体仍具韧性，欧美制造业景气及需求整体有所放缓，商品消费整体有所放缓；外需整体回升，外需对大宗商品需求有一定的支撑作用。内需方面，当前制造业投资需求继续回升，且基建需求有所加快；房地产市场仍旧疲弱，实际投资需求企稳回升；商品需求整体逐步回暖；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格有一定的支撑。对商品价格影响方面，当前国外需求整体较弱，但海外商品需求端整体回暖对大宗商品有一定的支撑作用，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求逐步回暖，短期对黑色等内需型商品价格支撑加强，而且国内货币和地产端政策支持逐步增强，短期提振市场需求预期和市场情绪，中期继续关注政治局会议政策和实际需求情况。

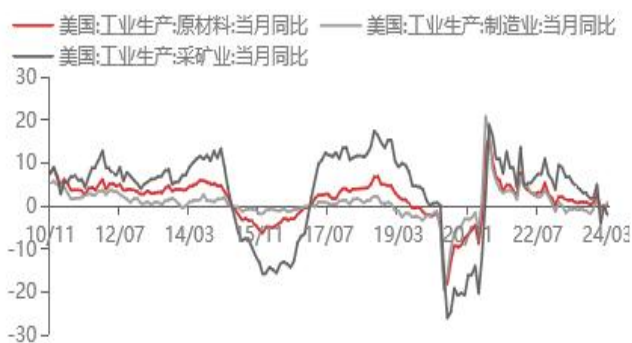
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给加快

3.1. 国外商品供应增速有所回升

工业生产方面，3月美国原材料、采矿业生产有所下降，但制造业生产有所回升，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求边际回暖而有所回升。3月由于欧美需求有所回升，工业生产整体有所上升。美国商品需求有所回升，美国原材料和制造业有补库的迹象，整体利多商品价格。

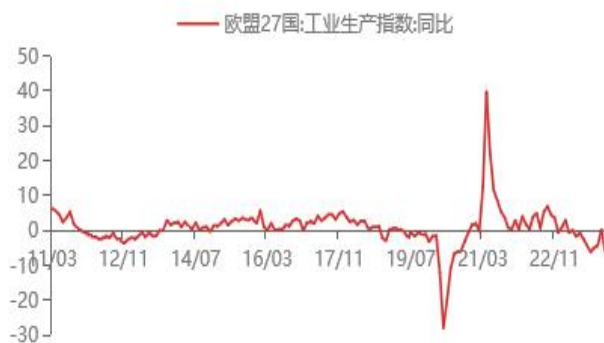
行业方面，能源方面，随着欧洲天然气供应渠道的增加，以及需求相对较弱，导致天然气价格偏弱运行。原油方面，虽然OPEC+减产不及预期以及美元反弹；但是全球经济边际回暖，需求好于预期，以及地缘风险对供应端的扰动，对原油价格有较强的支撑。

图 29 美国工业生产小幅回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产持续低迷



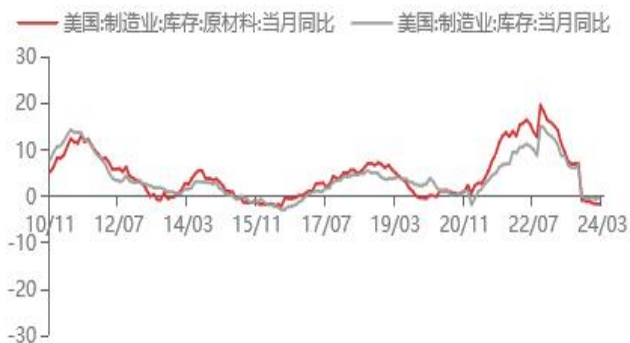
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出有所改善



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 美国处于主动去库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产有所加快

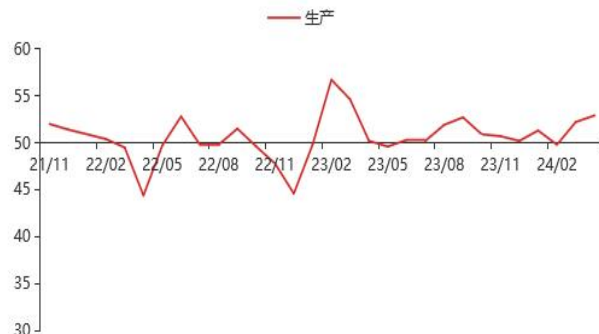
工业生产方面，3 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，预期 6%，前值 7%，较前值下降 2.5 个百分点，主要由于节后终端需求恢复偏慢以及部分行业实行减产。分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 0.2%，制造业增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%。由于采暖季结束，煤炭等采矿业生产有所下降；制造业由于国内外需求回升，制造业等工业生产继续加快，汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业同比录得 9.4%和 10.6%的大幅增长。随着国内经济复苏步伐加快，工业生产增速整体有望整体保持高位。4 月份，制造业生产 PMI 52.9%，较前值 52.2%上升 0.7%，制造业生产继续加快；4 月随着国内外需求的回升，国内工厂开工率整体继续上升，目前国内生产整体继续加快。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI



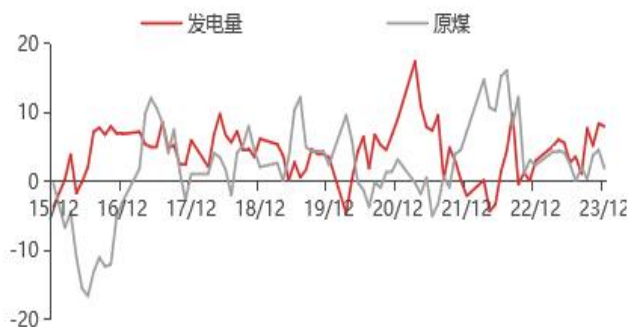
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体上升

能源方面，3 月原煤产量同比-4.2%，与上月持平；发电量同比 2.8%，下降 5.5%。建材方面，3 月钢材产量同比 0.1%，下降 7.8%；水泥-22%，下降 20.4%；沥青-12.7%，下降 11.2%。4 月全国高炉开工率有所上升、沥青开工率大幅下降，供应整体有所上升。化工方面，3 月液化石油气 7.46%，下降 5%；塑料制品-1.9%，下降 9.7%；4 月 PTA、聚酯聚合开工率上升，MEG、PE、甲醇以及纯碱等开工率有所下降。有色方面，3 月十种有色金属同比 7.1%，上升 1.4%；铜材-6.5%，下降 9.3%。有色产量增速有所上升。国内供给方

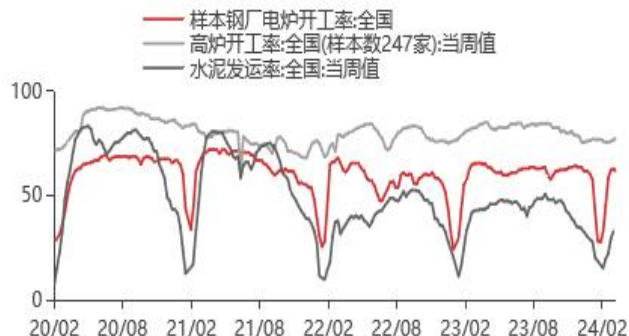
面，4月中旬后化工、有色、钢材等开工率均有所上升，但建材等开工率仍旧较低，供给整体有所上升。

图 35 能源产量



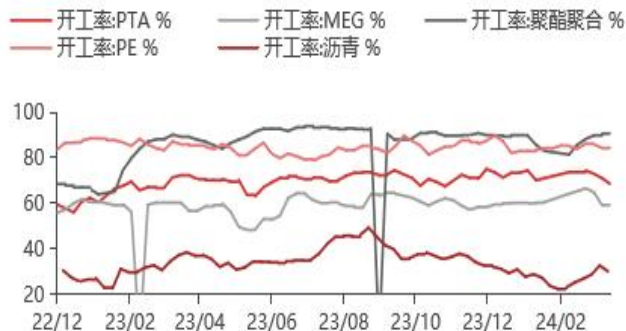
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



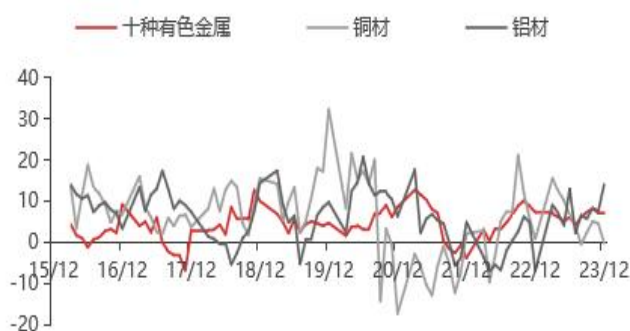
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，欧洲天然气供应增加以及需求增长较慢，能源危机缓解；但是工业生产由于能源成本依旧较高、需求不强，工业生产持续低迷。美国由于需求有所回升，工业生产整体有所加快。国内供给方面，有色、钢材、化工在4月开工率整体有所上升，建材开工率有所下降；4月以来国内商品需求有所回升，国内开工整体有所上升，供给整体有所上升，但由于需求不及供给，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，欧洲能源危机缓解、需求不强，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+减产不及预期、需求好于预期以及地缘风险扰动，原油价格偏强震荡。有色，美元走强压制，但海外需求边际回升，以及低库存支撑，有色整体震荡上涨。建筑材料，短期需求逐步回暖，且钢铁、水泥等开工率有所回升，供需短期双双回暖，价格短期震荡反弹。化工，开工率有所上升，生产有所加快，且需求逐步回暖，供需双双改善，整体维持震荡反弹。

4. 2024年5月大类资产及商品策略

4.1. 2024年5月大类资产及商品板块策略

由于美国经济持续回暖，核心通胀仍旧较高，美联储降息预期减弱，美元持续反弹。国内经济延续复苏，三大需求持续改善，实际需求逐步回升。而且国内政策刺激增强且落地显效，提振风险偏好，后期关注政治局会议和政策跟进情况。

因此，股市方面，国内经济延续复苏、货币宽松以及政策支持增强，股市短期偏强运行；债市方面，国内经济延续复苏、国债供给增加、股市走强，国内债券价格震荡走弱；汇率方面，美元持续反弹，国内货币宽松，人民币汇率短期走弱。大宗商品板块策略方面，国内外商品需求回升，供应端扰动，商品价格震荡偏强。其中，能源板块，OPEC+减产不及预期、但国外需求好于预期以及地缘风险扰动支撑油价；有色板块，国内外需求回升，供应偏紧，以及低库存支撑，有色震荡走强；贵金属板块，美元美债持续反弹，以及地缘风险短期有所消退，贵金属短期高位震荡。黑色板块，地产需求现实较弱，但基建、制造业需求回升，短期供需逐步回升，黑色短期震荡反弹。

4.2. 2024年5月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	淡季将至，钢价有阶段性调整风险	1. 5-6月为传统的钢材需求淡季，且华东地区又面临梅雨季影响，需求有阶段性见顶可能。 2. 需求走弱后，前期投机性需求锁定的部分现货资源也会加剧市场的抛压 3. 钢厂利润收窄，供应或阶段性见顶，一旦这一预期兑现，产业链可能重回负反馈	需求超预期恢复，能耗双控政策出台	单边策略：螺纹钢 3750 附近，热卷 3850-3900 之间存在较大调整压力 套利：卷螺价差有阶段性收缩可能，建议 80 以下考虑做扩。
铁矿石	注意铁水产量见顶后的调整风险	1. 钢厂利润收窄，5月铁水产量或阶段性见顶。 2. 铁水产量见顶预期下，钢厂补库也不会很积极。 3. 铁矿石供应仍有进一步回升空间	铁水产量继续增长；钢材需求超预期恢复	单边：铁矿 09 在 920-930 之间存在调整压力
焦煤/焦炭	供应稳产保供，安全生产为主旋律；需求端铁水存在向上的空间，但增速较缓，五月或高位区间震荡	1. 供应端以稳产保供为主旋律，山西主焦煤增量有限，但进口蒙煤存在增量，甘其毛都通关车辆高位，库存水平较高。 2. 需求端，由于钢厂利润修复，开工积极性提高，钢厂复产，铁水日均产量缓慢恢复，整体需求有好转，但增速缓慢。	上行风险：供应超预期缩减，安监力度加严加严，需求超预期 下行风险：需求超预期下降，供应缩减不及预期	区间操作
原油	地缘溢价回吐，供需平稳，等待宏观驱动，回调风险或在累积	1. OPEC+减产延续，6月大概率维持，但短期计价已充分，供需基本维持平衡。 2. 全地区库存小幅增加，汽油消费短期维持低位。 3. 海外通胀再起背景下宏观变数较大，降息推迟后个人商品消费或小幅走弱，但通胀-工资增速平衡抵消了	地缘政治事件再度影响供应安全，宏观	布油主力 87-88 美元适度空仓

	忠	部分降息延后影响。		
PTA	装置检修回归, 叠加下游需求短期低位, PTA 价格短期偏弱低波运行	<ol style="list-style-type: none"> 后期检修装置回归后, 供应仍有增量预期, 叠加 PX 同样有装置回归计划, 现货压力继续增加 成品库存去化停滞, 淡季下游订单减少, 备货节奏大幅放缓。 	需求大幅走弱, 原油/PX 价格出现大幅波动	TA09 5750- 6050 区间累购
乙二醇	显性库存去化停滞, 价格短期维持低位运行, 等待下游需求好转	<ol style="list-style-type: none"> 国内装置检修取消, 整体供应仍有小幅增量, 显性库存去化停滞。 短期仓单影响, 近月主力中枢持续下行。 	产能存量装置短期大面积回归, 下游需求长期走弱	EG09 4440-4600 区间累购
甲醇	震荡偏强	<ol style="list-style-type: none"> 国内 3 月工业企业利润增速放缓, 4 月 PMI 整体回落, 国内经济复苏动能有所放缓, 但整体延续复苏。国际美联储降息预期推迟, 外需整体较好。 4 月进口到港依然偏少, 内地检修放量, 货源整体偏紧, 下游需求支撑尚可, 导致库存上涨不及预期, 以及伊朗货源计价问题炒作等, 价格偏强。 5 月国内检修量下降, 进口或延续推迟上涨, 需求端有 MTO/MTP 检修等问题, 基本面相对 4 月偏弱, 有累库预期 期货 09 合约预计节奏上偏弱, 但绝对库存偏低对价格仍存一定支撑。价格区间震荡为主, 关注 MTO/MTP 装置运行情况, 及进口到港变化。 	进口, MTO 装置。宏观、原油、地缘政治, 政策风险等。	05 震荡偏强, 波段短多。09 逢高沽空, 卖看涨期权
聚烯烃	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> OPEC 减产维持, 无新增利好, 消费无起色, 库存小幅增加。 地缘局势缓和, 供应担忧解除, 5 月或价格回落。 产能过剩, 5 月 PP 投产集中, PE 投产空窗期。 5 月检修增加, 需求走弱, 原油虽有回落但生产利润仍然亏损, 基本面和估值博弈, 下方空间有限。 	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治, 政策等	09 合约单边震荡偏弱, 波段做空, LP 价差中长期有走强驱动, 但短期或受估值摆动回调整理。
铝	铝锭库存仍在去库, 受外围消息刺激高位震荡	<ol style="list-style-type: none"> 基本面进口窗口关闭, 国内电解铝供应维持增长态势, 下游开工整体持稳, 铝锭库存仍在去库。 目前全球铝贸易摩擦扰动信息较多的情况下, 国内盘面短期或受外围消息刺激高位震荡。 	库存低位, 供给压力	多单持有
氧化铝	供应端复产受限, 价格驱动较强	<ol style="list-style-type: none"> 矿端受限问题持续, 供应端复产受限, 而下游电解铝企业近期复产及新投进度不断加快, 叠加部分铝厂刚需采购补库, 支撑氧化铝继续上涨。 后续矿山复产仍值得关注, 若矿山能够顺利复产, 那么对于氧化铝价格仍有一定压力 	矿端受限问, 供应端复产	多单止盈
锌	供应端频发减量扰动, 加工费再度下调	<ol style="list-style-type: none"> 锌精矿市场偏紧格局未改。矿端仍然紧张, 冶炼厂加工费再降, 为锌价提供支撑。 5 月国产月度加工费再次下调至 3200 元/吨, 进口加工费下调至 35 美元/吨。 国内炼厂检修增多, 全球供给减少确定性增强。 	国产加工费持续下降, 复产节奏	观望

		4. 库存表现偏弱，但矿端依旧偏紧，预计沪锌维持偏强震荡。		
锡	震荡偏强	<p>1. 宏观方面，关注5月1日（周三）美国4月ADP就业人数、2日（周四）凌晨美联储利率决议、5日（周五）美国4月非农与失业率情况，警惕数据通过影响伦锡、进而造成节后沪锡价格大幅跳开。</p> <p>2. 供应端，关注缅甸矿山复产时间，以及印尼锡锭出口恢复后对伦锡库存和持仓量的影响。</p> <p>3. 需求端，下游企业存在一定的补库需求，但订单情况暂未出现明显好转。</p> <p>4. 总体来看，当前利多因素仍然多于利空因素，在无事件冲击的影响下，沪锡价格或震荡偏强运行。</p>	缅甸矿山宣布复产	短线做多为宜
股指	偏强震荡	<p>1. 经济延续复苏，地产、消费刺激政策加码。</p> <p>2. 资本市场政策支持，提振风险偏好。</p> <p>3. 国内外资金持续流入股市。</p>	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	谨慎做多
豆粕	震荡	<p>1. 国内油厂大豆和豆粕库存见底回升，进入5月进口大豆集中到港压力不变，国内季节性增库行情逐步兑现。</p> <p>2. 目前豆粕季节性预期行情定价充分，后期市场锚定的交易标的也从核心的成本计价逻辑，逐步转移到了对产区天气市场风险的计价。</p> <p>3. 5月美豆产区降雨增多，播种进度滞后风险存在。</p>	美豆产区天气	<p>关注</p> <p>M09@3250-3300区间的买入机会</p>
油脂	震荡	<p>1. 近期油料端天气市场风险溢价增加了低估值油品的市场偏好。</p> <p>2. 5月，国内豆菜油供应季节性维持宽松，棕榈油去库放缓但仍有探底空间，且棕油进口利润倒挂，成本支撑逻辑偏强。</p>	关注东南亚棕榈油增产进度	P09@7000左右买入
生猪	震荡	<p>1. 从基本面逻辑推测，今年6-7月生猪供应要减少，同比供需环境改善。</p> <p>2. 无论是从二育心态还是市场反应的下半年肥猪向好的预期，出栏体重增加仍有空间，后期集团厂或也继续压栏惜售心态。</p>	天气和疫病风险压力	LH09@17000-17300区间择机买入
玉米	震荡偏弱	<p>1. 东北售粮压力不大，华北售粮进度处于同期偏低水平，短期售粮预计加速，国内市场整体供应充裕。</p> <p>2. 巴西玉米出口高峰期已过，美国玉米出口量保持低位，进口玉米到港压力有所放缓。然而，5月新麦即将上市且替代谷物进口量增加，小麦价格的弱势也对玉米价格有一定的压制。</p> <p>3. 需求端整体支持较弱，饲料消费仍偏弱，深加工利润亏损，开工率高位回落。</p> <p>4. 总体来说，供需宽松格局不变，价格维持震荡偏弱趋势。</p>	增储消息，新麦上市情况	观望

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn