

国内经济供强需弱，美国通胀低于预期

观点

展望后市：大宗商品短期或继续偏强运行。首先，国内经济恢复呈现供强需弱的格局，这带来的直接影响是政策组合拳加快推出。随着超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏加快、降息降准打开空间、房地产支持政策显著加码等一系列政策组合拳持续发力，内需有望加快恢复。其次，美国4月通胀数据略低于预期，美联储降息预期重新升温，刺激风险偏好回升。值得注意的是，本轮海外制造业补库周期对商品需求有直接的拉动，预计短期仍有较强的支撑。最后，世界地缘政治局势仍然复杂，俄乌冲突、中东局势悬而未决，美国对中国部分产品加征新的关税，能源、航运、供应链等持续面临干扰。

核心逻辑

(1) 本周国内商品震荡上行，一是，美国通胀低于预期，降息预期重新升温，叠加海外补库需求，黄金、铜等涨幅较大；二是，受国内房地产政策松绑的影响，黑色系商品触底回升，反弹幅度较大；三是，需求改善预期增强，能化板块集体回升；四是，天气炒作，农产品震荡偏强运行。

(2) 经济呈现供强需弱格局，政策组合拳加快推出。4月份国内经济延续修复势头，但结构上的分化还在加剧，表现为“供强需弱”的特征。外需回暖带动4月出口保持强势，这是当月工业生产增速大幅回升的主要原因，而4月内需走弱现象较为明显。展望未来，在外需继续改善的同时，内需恢复也有望加快。4月政治局会议确定了下一阶段的政策导向是“坚持乘势而上，避免前紧后松”，明确了财政靠前发力、货币政策保持宽松、房地产政策消化存量和优化增量等政策取向。下一阶段，随着超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏加快、降息降准打开空间、房地产支持政策显著加码等一系列政策组合拳持续发力，国内经济有望延续复苏势头，结构上也有望更趋于均衡。

(3) 美国CPI和零售数据低于预期，日本央行减少购债。1) 美国4月CPI同比增长3.4%，核心CPI同比增长3.6%，均与预期持平，环比增速则略低于预期。在连续三个月高于预期之后，美国4月份通胀数据按照预期降温，缓解了市场对二次通胀的担忧，降息预期再度升温。不过，当前消费者对通胀预期显著走高，或意味着美国经济中长期的通胀风险犹存，特别需要关注住房租金的反弹、制造业补库周期对商品的边际影响、以及能源价格的不确定性等因素对下半年通胀走势的扰动。2) 日本央行宣布其定期购买日本国债操作，购买金额比4月24日减少了500亿日元。这是日本央行自去年12月底以来首次减少购买规模，此举可能会给日本债券收益率带来上行压力。

宏观·周度报告

2024年05月19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 经济呈现供强需弱格局，政策组合拳加快推出

1、政府工作报告明确发展目标

(1) 生产端：

4月规模以上工业增加值同比6.7%，预期5.50%，前值4.50%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长6.3%，前值为6.1%。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资增速有所放缓。1-4月城镇固定资产投资同比增长4.2%，预期4.60%，前值4.50%。其中，制造业投资增长9.7%，增速回落0.2个百分点；房地产开发投资同比下降9.8%，降幅扩大0.3个百分点；基础设施投资增长6.0%，增速回落0.5个百分点。

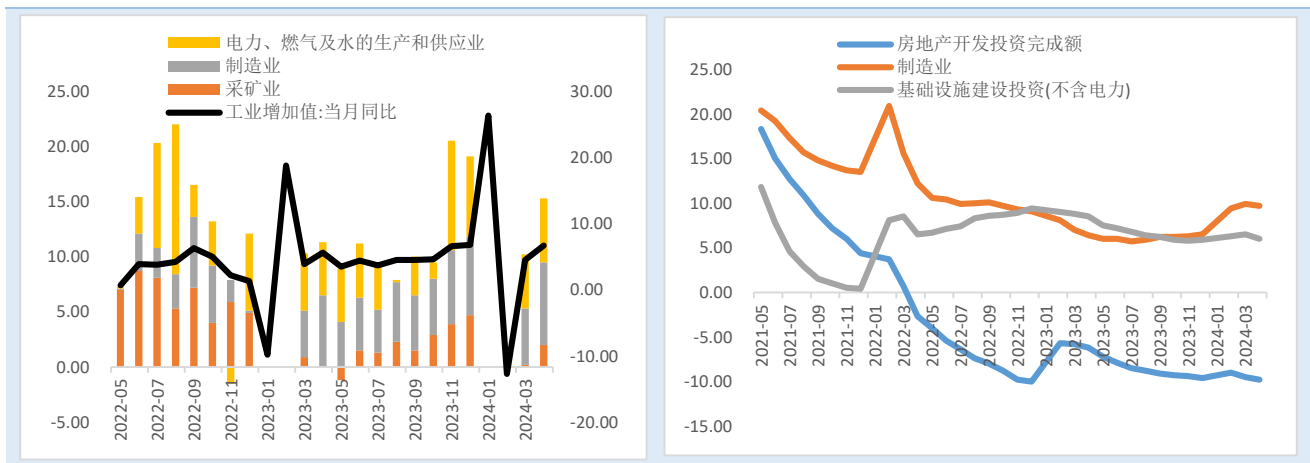
2) 社会消费表现不及预期。中国4月社会消费品零售总额同比2.3%，预期3.8%，前值3.10%。1-4月份，社会消费品零售总额同比增长4.1%，前值为增长4.7%。

4月份国内经济延续修复势头，但结构上的分化还在加剧，表现为“供强需弱”的特征。外需回暖带动4月出口保持强势，这是当月工业生产增速大幅回升的主要原因，而4月内需走弱现象较为明显，一是，固定资产投资增速小幅回落，三大门类投资均出现减速，首先，受南方部分省市降雨和政府债券发行速度偏慢等因素的影响，基建投资增速有所下滑；其次，制造业投资增速有所放缓，这可能与天气因素有关；最后，房地产投资仍是当前经济最大的拖累，同比降幅继续扩大。二是，当前居民消费信心仍有待改善，消费倾向还没有完全恢复，社会消费复苏不及预期，结构上呈现出了“必需强、可选弱”的特点。

展望未来，在外需继续改善的同时，内需恢复也有望加快。4月政治局会议确定了下一阶段的政策导向是“坚持乘势而上，避免前紧后松”，明确了财政靠前发力、货币政策保持宽松、房地产政策消化存量和优化增量等政策取向。下一阶段，随着超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏加快、降息降准打开空间、房地产支持政策显著加码等一系列政策组合拳持续发力，国内经济有望延续复苏势头，结构上也有望更趋于均衡。

图表 1：工业生产增速明显加快

图表 2：投资增速小幅回落



数据来源: Wind

数据来源: Wind

2、财政政策发力在即

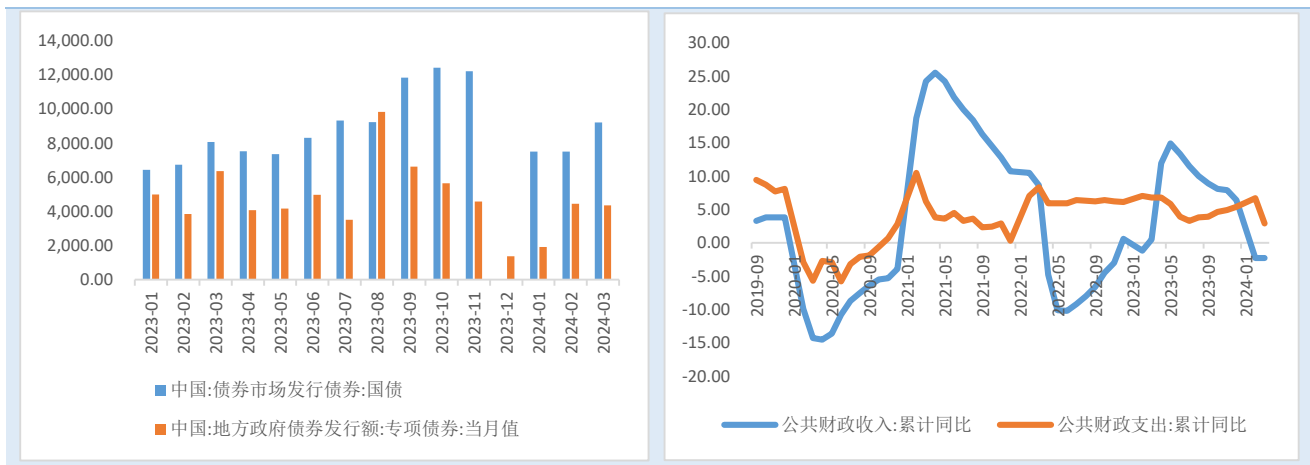
5月13日,财政部发布《2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》,其中超长期特别国债涉及期限为20年、30年、50年,自5月17日起分批发行,目前发行进度安排至11月中旬。当日,国务院召开支持“两重”建设部署动员视频会议,本次发行的超长期特别国债专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设,今年先发行1万亿元。

1)从用途来看,本次超长期国债重点聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务。2)从管理方式来看,本次超长期国债发行不计入赤字但纳入政府性基金预算,由中央自发自还并由中央和地方共同使用。3)从政策预期来看,本次超长期特别国债兼顾了当前经济拉动和长期发展战略,万亿特别国债落地之后,有助于提振二、第三季度的投资与信贷。同时,本次项目筛选也与“十五五”发展需求相衔接。

综合来看,本次超长期特别国债的发行,意味着积极财政政策将加快发力,在地方政府面临较大的化债压力的背景下,通过中央加杠杆稳住经济发展大局十分有必要。与此同时,由于中央发行特别国债的成本较低,有利于优化债务结构,增加低成本的中央债务、减少高成本的地方债务,从而降低地方财政压力和债务风险。值得注意的是,财政政策的发力离不开宽松货币政策的配合,预计在发行期间,央行将加大货币政策配合力度,不排除通过降准或央行购买国债操作进行协同。

图表 3: 政府债券加速发行

图表 4: 公共财政收支情况



数据来源: Wind

数据来源: Wind

3、央行平价等量续作 MLF，后续降准、降息仍有可能

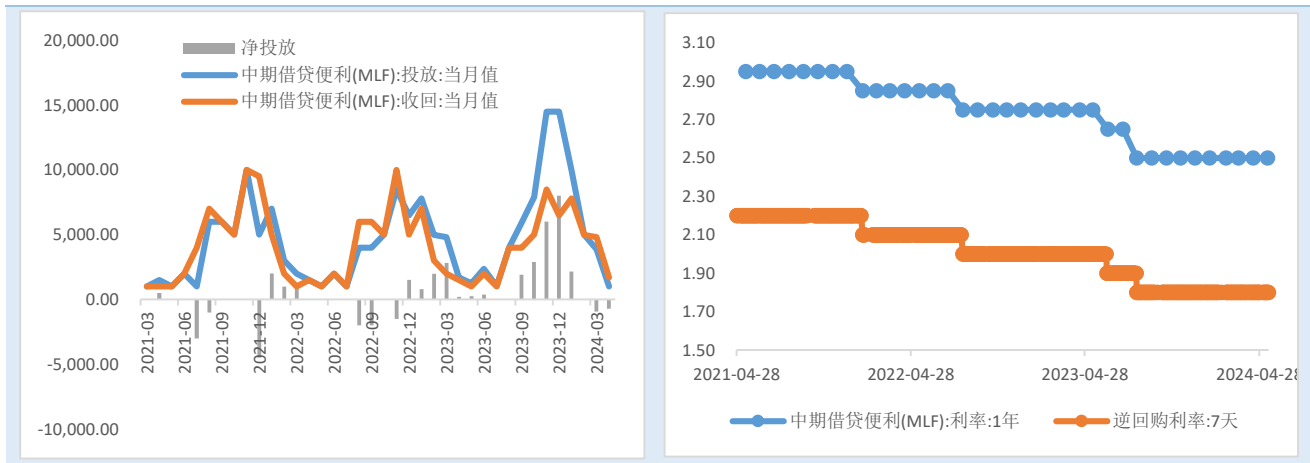
5月15日，中国人民银行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，当日人民银行开展20亿元7天期逆回购操作和1250亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为1.80%、2.50%，与此前持平。同日分别有20亿元逆回购及1250亿元MLF到期。

从量上来看，此次等量续作MLF，结束了连续两个月缩量续作的净回笼态势，可能的原因一方面是当前市场利率维持低位，银行对资金的需求不高，MLF加量的必要性不大；另一方面，由于近期超长期特别国债的发行在即，同时5月为缴税大月，或对流动性造成一定冲击，有必要保持适当的流动性。从价上来看，现阶段经济有所恢复，物价温和回升，且美联储降息预期推迟，人民币汇率压力上行，短期进行全面降息的必要性不大。

往后看，一方面，央行在《第一季度中国货币政策执行报告》中指出，持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降；另一方面，4月份市场利率定价自律机制发布《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》，同时，不少中小银行开启了新一轮存款利率下调，在净息差压力不断增大的背景下，禁止“手工补息”和存款利率下或有助于减轻银行负债端成本压力。综合来看，后续货币政策有望继续加大对实体经济的支持力度，降准、降息仍有可能。

图表 5: MLF 投放量

图表 6: 7 天逆回购和 MLF 利率走势



数据来源: Wind

数据来源: Wind

4、房地产政策持续加码

5月17日国新办举行政策例行吹风会，地产新政再出重磅组合拳。

(1) 居民端：下调首付比例的同时取消全国层面的贷款利率下限约束。

一是首套、二套房的贷款首付比各下调5%。首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。此前首套和二套最低首付比要求为20%，30%。本次下调后全国首付比也降至历史新低（此前最低即为20%）。

二是取消贷款利率下限。取消全国首套住房和二套住房商贷利率下限，各地可因地制宜设定。此前首套5年期以上利率下限为LPR-20BP、二套为LPR+20BP，新房价格环比连续3个月下跌的城市可阶段性取消首套房贷利率下限。根据央行公布数据和中指统计，截至3月末全国343个地级及以上城市中，约有64个取消下限。

三是下调公积金贷款利率。首套和二套的5年以上贷款利率由3.1%、3.575%下调至2.85%、3.325%。

(2) 供给端：通过“一手房库存收储”和“土地库存回收”有效盘活房企存量资产的流动性。

一是央行设立再贷款工具用于“一手房库存收储”，效果相较前期“以旧换新”政策更为直接。设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年且可展期4次；由地方国有企业用于收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。不同于前期各地已推进的“以旧换新”政策直接面向居民端，本工具可直接面向企业端，定向解决企业流动性问题，传导更为直接；且前期“以旧换新”政策未有全国性的配套资金支持，对于地方政府而言（尤其是“郑州模式”），本次央行直接给予再贷款支持力度更为直接。

二是支持地方政府回收企业的“库存土地”用于建设保障房及相关配套设施，资金来源可由专项债提供。自然资源部副部长刘国洪在国新办吹风会中明确“将出台政策，明确支持地方政府以合理价格收回企业无力继续开发的闲置土地，或者收购司法以及破产拍卖中流拍的土地。”对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过专项债予以资金支持。

1.2 海外：美国 CPI 和零售数据低于预期，日本央行减少购债

1、美国 CPI 和零售数据低于预期

当地时间 5 月 15 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，与市场预期持平，较前值 3.5% 小幅下降，CPI 环比增长 0.3%，低于预期和前值 0.4%；剔除食品和能源成本后，美国 4 月核心 CPI 同比增长 3.6%，持平预期 3.6%，低于前值 3.8%；4 月核心 CPI 环比增速从 3 月份的 0.4% 下降至 0.3%，为 6 个月来首次下降，持平预期 0.3%。

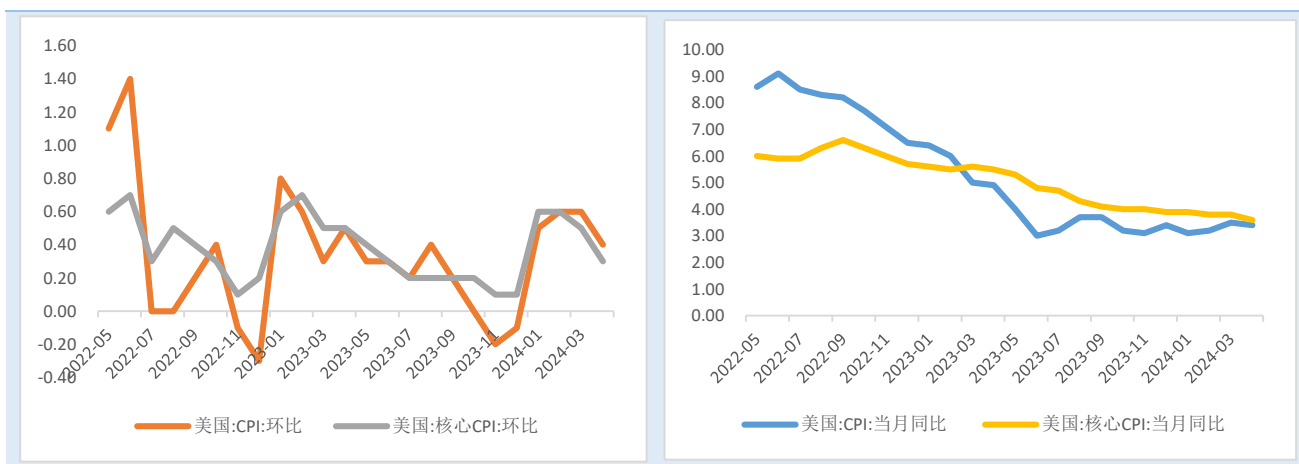
同日，美国商务部公布 4 月零售销售数据，美国 4 月份零售销售额环比增长 0%，低于市场预期的 0.4%，前值则由 0.7% 修正为 0.6%，其中 13 个类别中有 7 个类别的销售额下降。

从具体分项来看：1) **食品价格同比增速维持韧性**。4 月食品价格增速为 2.2%（前值 2.2%），其中家庭食品价格增速为 1.1%（前值 1.2%），非家庭食品价格增速由前值的 4.2% 放缓至 4.1%。能源价格增速为 2.5%（前值 2.1%），其中能源商品增速从前值的 0.9% 上升至 1.1%，能源服务增速从前值的 3.1% 上升至 3.5%。2) **核心商品价格跌幅走阔，核心服务价格仅小幅放缓**。4 月核心商品价格增速为 -1.2%（前值 -0.7%），二手车价格为 -6.3%（前值 -1.9%），新车价格增速 -0.4%（前值 -0.1%）。核心服务价格增长 5.3%（前值 5.4%），主要住所租金增速为 5.4%（前值为 5.7%），业主等价租金增速为 5.8%（前值为 5.9%），医疗护理价格增长 2.7%（前值 2.1%）。

4 月份的通胀数据公布后，FedWatch 公布的数据显示，9 月降息的概率上行至 52.1%，而 12 月为 38.4%。整体而言，在连续三个月高于预期之后，美国 4 月份通胀数据按照预期降温，缓解了市场对二次通胀的担忧，核心商品价格回落是最主要的贡献。尽管随着劳动力市场持续放缓，美国消费市场承压（同日公布的 4 月零售额环比增速低于预期，5 月消费者信心指数意外降温），表明高利率的负面影响仍在持续，但是消费者对通胀预期显著走高（通胀预期变化则从 3.2% 上行至 3.5%），或意味着美国经济中长期的通胀风险犹存，特别需要关注的是，3 季度之后住房租金的反弹、制造业补库周期对商品的边际影响、以及能源价格的不确定性等将对下半年的通胀形成扰动。

图表 7：美国通胀环比增速

图表 8：美国通胀同比增速



数据来源：Wind

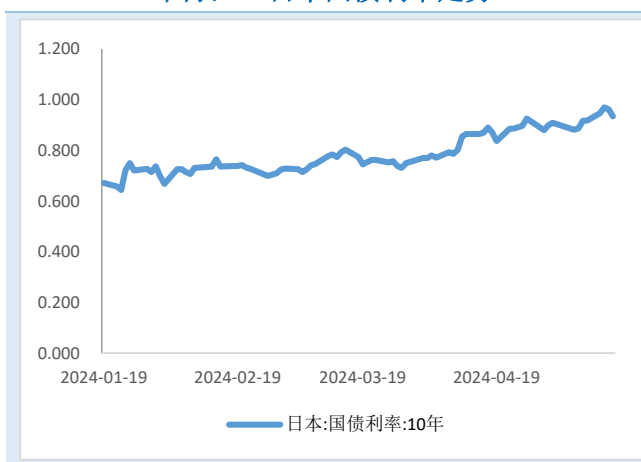
数据来源：Wind

2、日本央行削减债券购买量

当地时间 5 月 13 日，日本央行宣布其定期购买日本国债操作，剩余期限为 5 至 10 年的计划购买金额为 4250 亿日元，比 4 月 24 日的 4750 亿日元减少了 500 亿日元。5 月 16 日，日本内阁府公布初步 GDP 数据，日本第一季度 GDP 折合同比为 -2.0%，预估 -1.2%；第一季度实际 GDP 环比下降 0.5%，预估下降 0.3%，下降幅度大于市场预期。

这是日本央行自去年 12 月底以来首次减少购买规模，此举可能会给日本债券收益率带来上行压力，从而有可能缩小日本与美国之间的巨大收益率差距。受此消息影响，美元/日元短线跳水逾 40 点至 155.49，增加了市场对日本央行进一步采取货币行动的预期。日本 30 年期国债收益率升至 2011 年以来的最高水平，当日 30 年期日债收益率上涨 3.5 个基点至 2.03%。上周，日本央行行长植田和男警告称，如果日元走势对通胀产生重大影响，央行可能会采取货币政策行动，进一步警告日元近期大幅下跌对经济造成的影响。

图表 9：日本国债利率走势



数据来源：Wind

图表 10：日本政策目标利率



数据来源：Wind

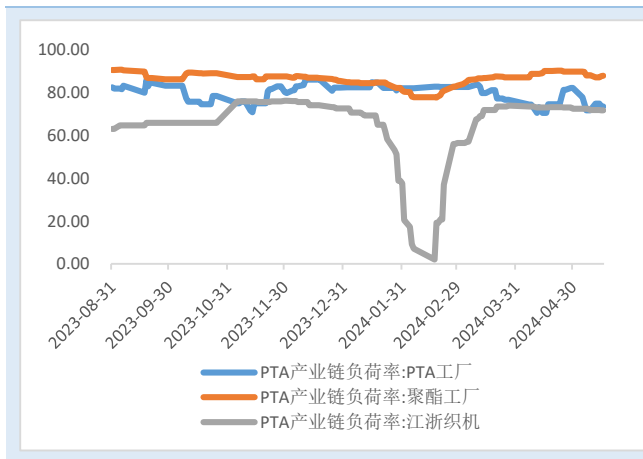
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产保持平稳

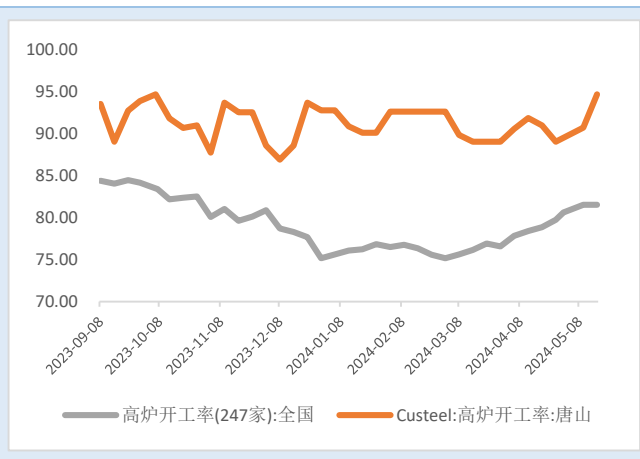
化工：生产负荷持稳，产品价格多数下跌。需求方面，聚酯产业链产品价格多数下跌，截至 5 月 17 日，涤纶 POY 价格、PTA 价格、聚酯切片价格均小幅回落。生产端，本周 PTA 产业链负荷率持稳运行，其中，PTA 开工率持稳于 74%，聚酯工厂负荷率持稳于 87%，江浙织机负荷率持稳于 71%。

钢铁：生产持稳，需求略有改善。全国高炉开工率持稳于前值的 81.52%，现阶段进入淡季，下游需求整体偏稳健，回升幅度有限。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回升，各个环节库存持续去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

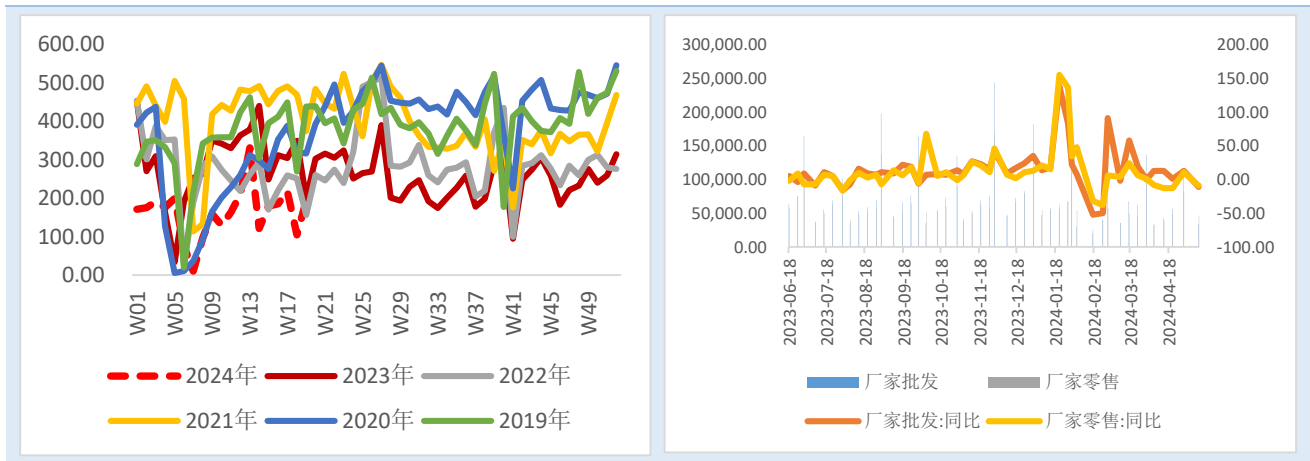
2.2 房地产销售周环比上升，乘用车零售同比下降

房地产销售周环比上升。截至 5 月 16 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 16%，按均值计，月同比下降 48.85%，其中，一、二、三线城市 2 月同比分别增长-42.49%、-55.07%、-37.08%；5 月，100 个大中城市成交土地占地面积同比下降 49.90%。

乘用车零售月同比下降。乘联会数据显示，5 月第一周全国乘用车市场日均零售 4.7 万辆，同比去年 5 月同期下降 9%，环比上月同期上涨 28%。5 月 1-12 日，乘用车市场零售 55.9 万辆，同比下降 9%，环比增长 28%；今年以来累计零售 692.6 万辆，同比增长 6%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量:乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至 5 月 17 日）蔬菜均价环比下跌 2.58%，猪肉均价环比上涨 0.39%。

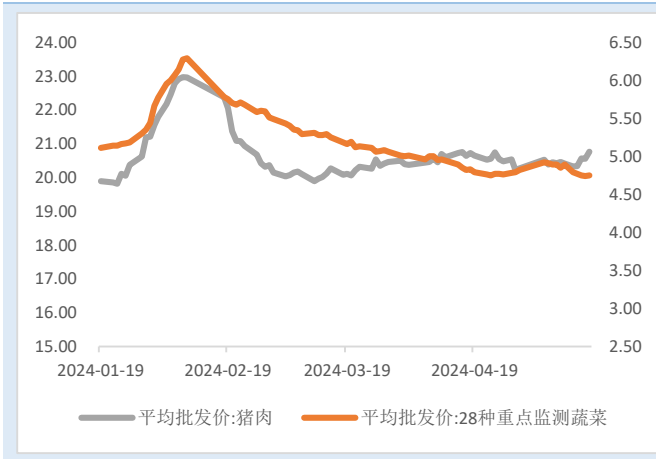
(2) CPI 温和回升，中枢有望继续抬升。4 月 CPI 同比温和回升 0.2 个百分点至 0.3%，为近 13 个月来除春节错位扰动的 2 月之外次高的单月，略高于市场预期，主演原因，一是出行增多，提振服务消费价格；二是猪价环比由跌转持平，助力 CPI 回升。扣除食品和能源的核心 CPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 0.7%。

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。

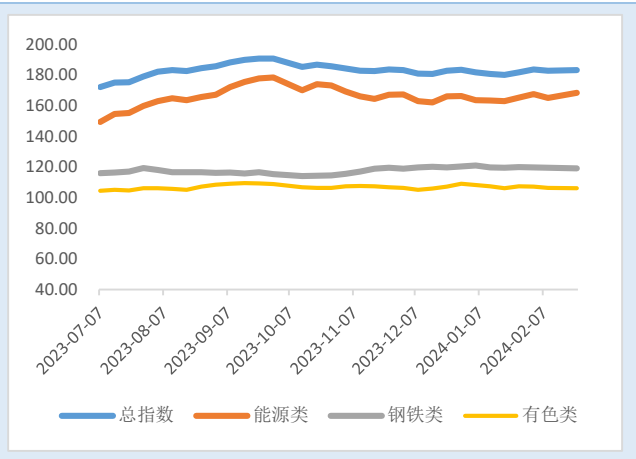
(3) PPI 环比继续下跌，同比降幅有所收窄。从去年 11 月开始，PPI 环比就开始降幅收窄态势，4 月 PPI 环比再次出现回落，但在翘尾因素的影响下，PPI 同比仍能实现降幅收窄。PPI 环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节价格。

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 12: 食品价格多数下跌



图表 13: 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