

国内 LPR 维持不变，美联储会议纪要偏鹰

观点

展望后市：大宗商品短期仍有望保持偏强走势。一是，4月底政治局会议集中做出部署后，财政、房地产等稳增长政策组合拳加快落地，后续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。二是，海外多个经济体的制造业 PMI 继续改善，表明全球经济保持回暖的势头，新一轮补库周期仍在延续，将对商品需求带来直接的拉动。不过，美联储降息预期存在较大的反复，或对风险偏好带来阶段性扰动。三是，地缘政治因素迟迟未见改善，全球供应链面临的风险或阶段性冲击资本市场。

核心逻辑

(1) 本周国内商品陷入震荡。前半周在国内外乐观情绪的推动下，商品延续涨势，所有板块的商品均延续上涨；后半周美联储会议纪要基调偏鹰，市场情绪趋于谨慎，国内商品均明显回落。

(2) LPR 利率维持不变，财政收入同比保持小幅下降。1) 5月 LPR 利率维持不变，符合市场预期。一方面，此前公布的5月 MLF 操作利率不变，基本意味着本月 LPR 利率的基础保持稳定；另一方面，银行的净息差处于低位，报价加点下调的动力较小。展望后市，现阶段银行资金成本下降，但贷款利率也同步下降，银行报价加点下调的主动性偏弱，仍需政策利率向下调整才能进一步打开 LPR 下行的空间。2) 1-4月，全国一般公共预算收入同比下降 2.7%，全国一般公共预算支出同比增长 3.5%。今年财政收入下降的主因一是，2023 年财政收入基数高，二是 2023 年中出台的减税政策对 2024 年的减收影响。如果扣除掉以上几个因素的影响，税收收入或保持平稳增长，预计后续财政收入将稳步增长。另外，4月政治局会议提出加快落实已部署的各项政策，预计在积极的财政政策支持下，一般公共预算支出仍将保持较高水平。

(3) 美联储会议纪要偏鹰，多国 PMI 好于预期。1) 5月美联储的会议纪要偏鹰，今年以来的经济数据显示，通胀比此前预期更为持久，经济总体具有弹性，这削弱了美联储官员们对通胀持续回落的信心，官员们更倾向于在更长时间内保持高利率，甚至在必要情况下也愿意加息。会议纪要公布后，从期货价格得出的政策利率路径意味着到年底降息 25 个基点的次数少于两次。考虑到现阶段就业和通胀均距离美联储的目标甚远，9月前降息的可能性变得越来越小，基准情形，预计美联储在 9 月和 12 月各降息 1 次。2) 美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 50.9，创两个月新高；欧元区 5 月制造业 PMI 升至 47.4，日本制造业 PMI 升至 50.5。

宏观·周度报告

2024 年 05 月 26 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 LPR 利率维持不变，财政收入同比保持小幅下降

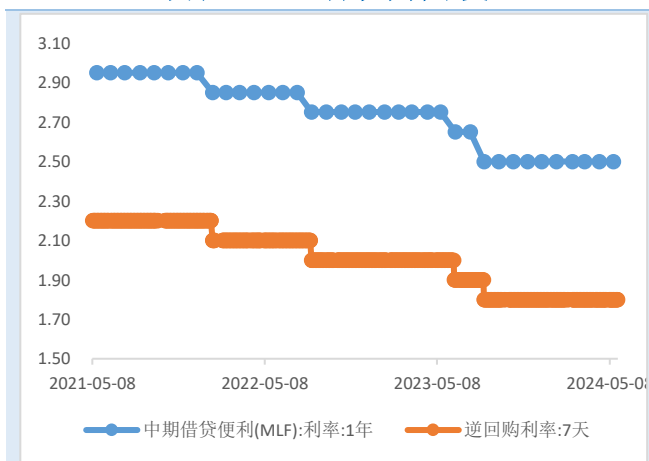
1、LPR 利率维持不变，符合市场预期

5月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期为3.45%，5年期以上为3.95%，均与上月持平。

（1）LPR 利率维持不变，符合市场预期。按照 LPR 的形成机制，LPR 报价由 MLF 操作利率和报价加点共同决定。一方面，此前公布的 5 月 MLF 操作利率不变，基本意味着本月 LPR 利率的基础保持稳定，很大程度上预示着本月 LPR 利率将会保持不变。另一方面，银行的净息差处于低位，报价加点下调的动力较小，最新数据显示，受贷款利率较快下行影响，2023 年末商业银行净息差已降至 1.69%，首次跌破 1.7% 关口，且突破了《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》中自律机制合意净息差 1.8% 的临界值。

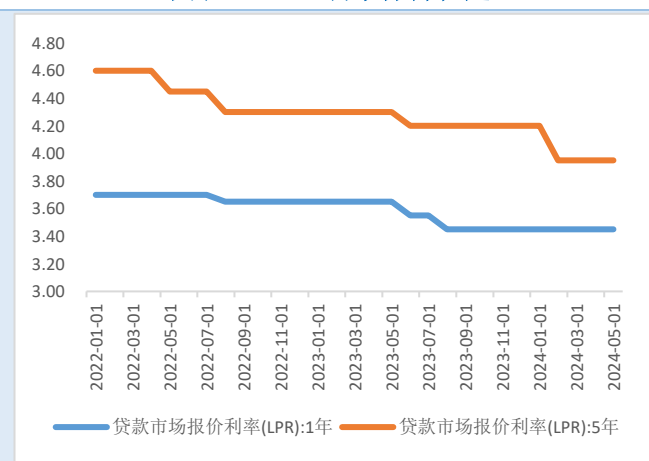
（2）银行资金成本下降，但贷款利率同步下降，报价加点下调的主动性偏弱，仍需政策利率向下调整才能进一步打开 LPR 下行的空间。一方面，受年初以来信贷投放力度较为温和，政府债券发行节奏偏缓等因素影响，当前银行间流动性偏于充裕，4 月 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率均值降至 2.11%，已明显低于 2.50% 的 MLF 操作利率；进入 5 月，截至 17 日该指标均值为 2.09%。这意味着近期银行在货币市场的批发融资成本明显下降。同时，4 月以来，又有一批中小银行在下调存款利率，监管部门也在叫停“手工补息”等高息揽储现象，这意味着近期银行各类资金成本都在不同程度下降。另一方面，根据央行发布的数据，2024 年一季度一般贷款利率、企业贷款利率和个人住房贷款利率分别较去年末下调 0.08、0.02 和 0.28 个百分点，仅票据利率出现上调。加之年初存量房贷利率也会跟进 2023 年 5 年期以上 LPR 报价下调 0.1 个百分点。因此，预计一季度银行净息差还在低位下行。这意味着尽管近期银行各类资金成本下降，但报价行缺乏下调报价加点的动力，需要政策利率（MLF）下调才能进一步打开 LPR 利率下行的空间。

图表 1：MLF 利率维持不变



数据来源：Wind

图表 2：LPR 利率保持稳定



数据来源：Wind

2、财政收入同比保持小幅下降

5月20日，财政部发布1-4月财政收支数据。一般公共预算收支方面：1-4月，全国一般公共预算收入80926亿元，同比下降2.7%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2%左右。分税收和非税收入看，1-4月，全国税收收入66938亿元，同比下降4.9%，扣除特殊因素影响后可比增长0.5%左右；非税收入13988亿元，同比增长9.4%。1-4月，全国一般公共预算支出89483亿元，同比增长3.5%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出11268亿元，同比增长10.5%；地方一般公共预算支出78215亿元，同比增长2.6%。

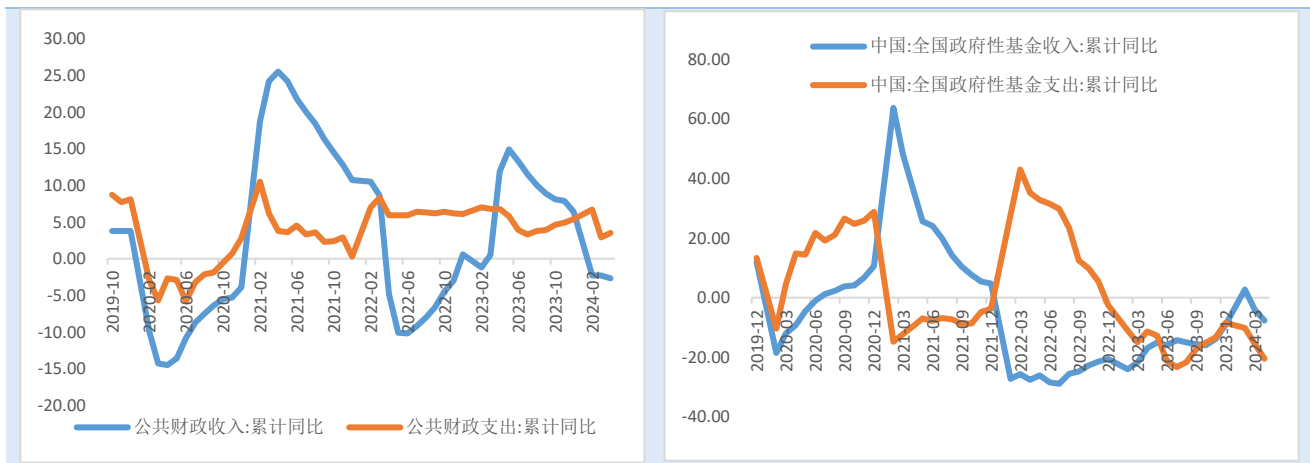
全国政府性基金预算收支方面：1-4月，全国政府性基金预算收入13484亿元，同比下降7.7%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入1326亿元，同比增长11.1%；地方政府性基金预算本级收入12158亿元，同比下降9.3%，其中，国有土地使用权出让收入10536亿元，同比下降10.4%。1-4月，全国政府性基金预算支出22198亿元，同比下降20.5%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出440亿元，同比增长33.8%；地方政府性基金预算支出21758亿元，同比下降21.2%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出14894亿元，同比下降7.5%。

从财政收入角度来看，2024年1-4月开年财政收入延续负增长，根据国新办发布会披露，主要源于两项特殊因素的扰动，一是，2023年财政收入基数高，2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月得以入库，抬高了2023年一般公共预算的收入基数；二是2023年中出台的减税政策对2024年的减收影响。比如，2023年8月开始实施了减半征收证券交易印花税，这就会使2024年前8个月执行的低税率对应2023年同期相对较高的税率。又如，2023年年中出台了先进制造业企业增值税加计抵减，提高部分行业企业研发费用税前加计扣除比例的政策也属于这种情况。因此，**如果扣除掉以上几个因素的影响，税收收入或保持平稳增长。预计后续财政收入将稳步增长，其一，随着一系列大规模设备更新购置、超长期特别国债、专项债等扩大内需政策逐步落地，政策效果的兑现将推动经济平稳回升，有助于推动财政收入的稳步回升。其二，在严肃财政纪律的背景下，税收征管力度的加强也有助于补充财政收入，预计后续财政收入稳步回升。**

从财政支出角度来看，4月一般公共预算支出同比增长6.1%，财政支出保持较高增速，1-4月同比增长3.5%，完成了全年预算进度的31.3%。结构来看，1-4月社会保障、城乡社区、卫生健康和教育支出进度较快，分别达到了37.9%、32.2%、31.5%和31.4%，均高于同期财政支出进度。社保就业支出较快符合预期，延续此前三年的支出特征，经济渐进修复，兜牢“三保”仍是财政支出的重要方向；城乡社区和教育的支出较高与基建投资较高、呵护青年人就业等方向关联度较高。**今年的政府工作报告明确要求“积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合”，4月政治局会议则提出加快落实已部署的各项政策，预计在积极的财政政策支持下，一般公共预算支出仍将保持较高水平。**

图表 3：公共财政收支情况

图表 4：公共财政收支情况



数据来源：Wind

数据来源：Wind

3、多地积极响应房地产新政

房地产“一揽子”政策发布后，多地积极响应落实房产新政。

(1) 房贷利率方面，北京、上海、广州、苏州、成都等地先后宣布下调住房公积金贷款利率；武汉将首套、二套房贷款利率分别调降 30BP、80BP 至 3.25%、3.35%，长沙将首套、二套房贷款利率分别调降 10BP、20BP 至 3.65%、3.95%。

(2) 房地产政策调整后，部分城市市场活跃度已有所回温，北京、上海、南京部分楼盘到访量明显增加，杭州、南京成交量大涨，但一些城市尚未转化成为实际成交。5 月 18 日至 23 日，一线城市中，北、上、广、深新建住宅成交套数环比均下滑，同比降幅为 1.5 至 5 成，但北京二手房成交套数同比增 6.7%。核心二线城市中，杭州、南京新房成交套数环比分别大增 75.9%、23%，成都、武汉、苏州、青岛等地环比仍降。地方收储用作保障房推进节奏或存不确定性。

(3) 2023 年 1 月，央行设立 1000 亿元租赁住房贷款支持计划，用于盘活存量房屋、扩大租赁住房供给。一季度央行货币政策执行报告显示，截至 3 月末，租赁住房贷款支持计划余额为 20 亿元，推进速度相对偏慢。参考租赁住房贷款支持计划先例，同时考虑到地方收储现房用于保障房“自愿参与”的原则，地方政府、房企、银行等多个参与方需共同合力推进，因此后续推进节奏或存不确定性。

1.2 海外：美联储会议纪要偏鹰，多国 PMI 好于预期

1、美联储会议纪要偏鹰

当地时间 5 月 22 日，美联储公布联邦公开市场委员会（FOMC）4 月 30 日至 5 月 1 日的会议纪要。会议纪要显示，美联储决定 5 月仍放缓加息步伐，将联邦基金利率目标区间继续维持在 5.25%-5.50% 之间。

“许多”官员不确定货币政策的限制性程度；“多方”与会者愿意在必要时进一步收紧政策。决策官员认

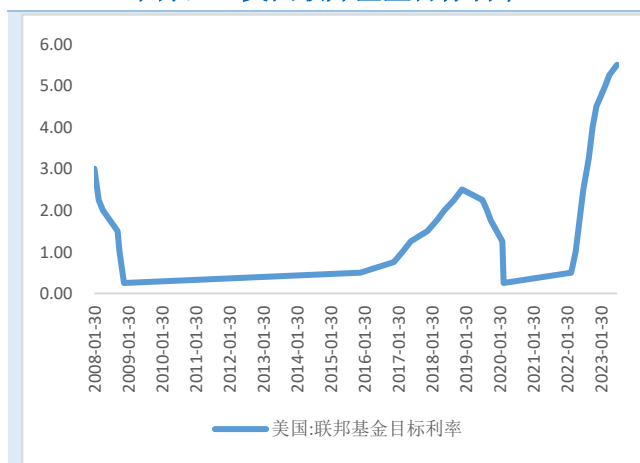
同，最近令人失望的第一季度通胀数据，以及经济势头强劲的迹象，表明“他们需要比以前预期的更长的时间，才能获得更大的信心”相信通胀正稳步回归 2% 的目标。

(1) 会议纪要称，通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍然居高不下，近几个月来，委员会 2% 的通胀目标仍未取得进一步进展。委员会力求在长期内实现最大就业和 2% 的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险在过去一年已趋向更好的平衡，但是经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。

(2) 美联储会议纪要提到，与会者还讨论了减少美联储证券持有量的过程。与会者判断，资产负债表缩减进展顺利。几乎所有与会者都表示支持美联储在 6 月份开始放慢缩减证券持有量速度的决定。一些与会者暗示，他们本可以支持延续当前的缩表速度，或者略微提高美国国债的赎回上限。多位与会者强调，放慢缩表步伐的决定不会对货币政策立场产生影响。几位与会者还强调，减缓缩表的步伐并不意味着资产负债表最终的缩表幅度会小于其他缩表方式。一些与会者评论说，减缓缩表步伐将有助于从充裕的储备余额平稳过渡到充足的储备余额。与会者普遍认为，随着缩表的持续，继续监测储备状况指标将是重要的。

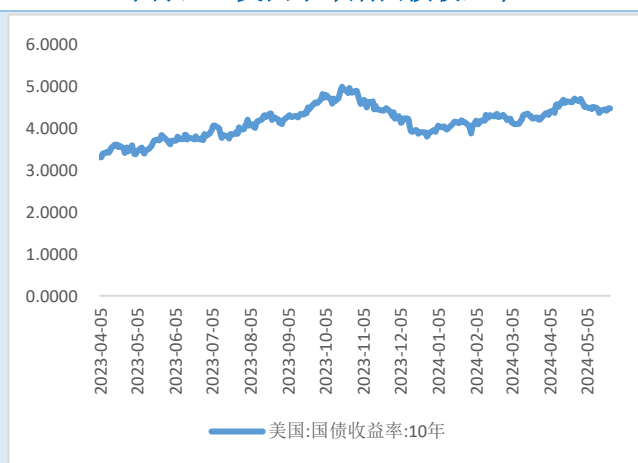
综合来看，5 月美联储的会议纪要偏鹰，今年以来的经济数据显示，通胀比此前预期更为持久，经济总体具有弹性，这削弱了美联储官员们对通胀持续回落的信心，官员们更倾向于在更长时间内保持高利率，甚至在必要情况下也愿意加息。会议纪要公布后，从期货价格得出的政策利率路径意味着到年底降息 25 个基点的次数少于两次。考虑到现阶段就业和通胀均距离美联储的目标甚远，9 月前降息的可能性变得越来越小，基准情形，预计美联储在 9 月和 12 月各降息 1 次。

图表 5：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind

图表 6：美国十年期国债收益率



数据来源：Wind

2、多国 PMI 均出现改善

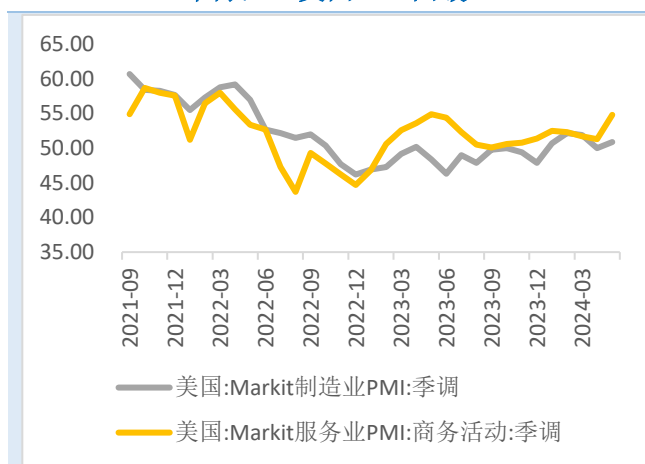
(1) 美国 PMI 指数出现回升。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 50.9，创两个月新高；服务业 PMI 初值 54.8，创 12 个月新高；综合 PMI 录得 54.4，为 2022 年 4 月以来最高。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值从 4 月份的 50.0 上升至 50.9，表明商品生产部门的商业状况整体温和改善。尽管低于 2 月和 3 月的数据，但最新 PMI 是过去 20 个月来的第三高水平。与 4 月份相比，产出和就业对 PMI 的贡献都越来越积

极，而新订单和采购库存对 PMI 的拖累有所减弱。供应商的平均交货时间在本月略有加快，表明供应商不那么忙碌，因此对 PMI 的影响也较小。

(2)欧元区 5 月制造业 PMI 好于预期。5 月 23 日公布的数据显示，欧元区 5 月制造业 PMI 初值 47.4，预期 46.2；5 月服务业 PMI 初值 53.3，预期 53.5。综合 PMI 指数初值从 4 月的 51.7 攀升至 52.3，高于经济学家们普遍预期的温和升至 52.0。一方面，欧元区制造业新业务指数则出现了两年来最乐观数据，供应商交货时间则连续四个月积极改善；另一方面，虽然近期欧元区服务业繁荣形势持续，但是服务业价格通胀方面却没有明显升温趋势，这也给了欧洲央行降息的底气，使得欧洲央行政策制定者们有足够的把握在 6 月开启降息周期以提振低迷的欧元区制造业，同时助力服务业继续繁荣。

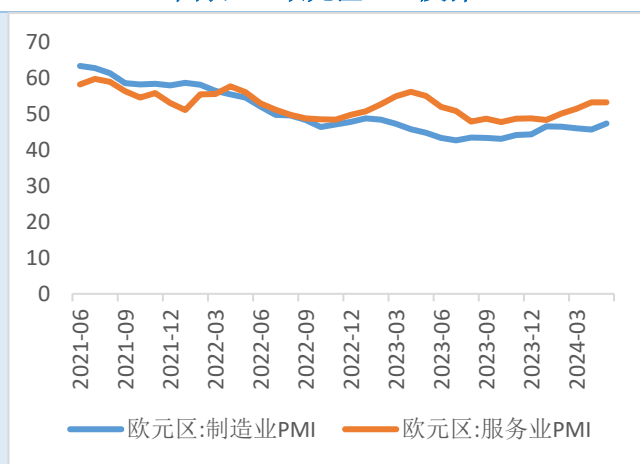
(3)日本 5 月制造业 PMI 回升至荣枯线上方。日本自银行和标普全球每月发布的日本制造业采购经理人指数（PMI）从 4 月份的 49.6 升至 5 月份的 50.5，超过市场预期的 49.7。这是自 2023 年 5 月以来的首次增长。与此同时，服务业 PMI 从之前的 54.3 降至 53.6，仍显示八个月来最快的扩张。此外，综合 PMI 初值 52.4，4 月终值 52.3。

图表 7：美国 PMI 回暖



数据来源：Wind

图表 8：欧元区 PMI 反弹



数据来源：Wind

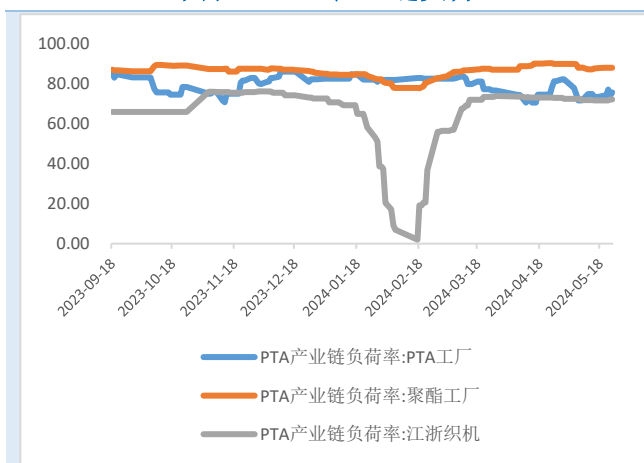
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产保持平稳

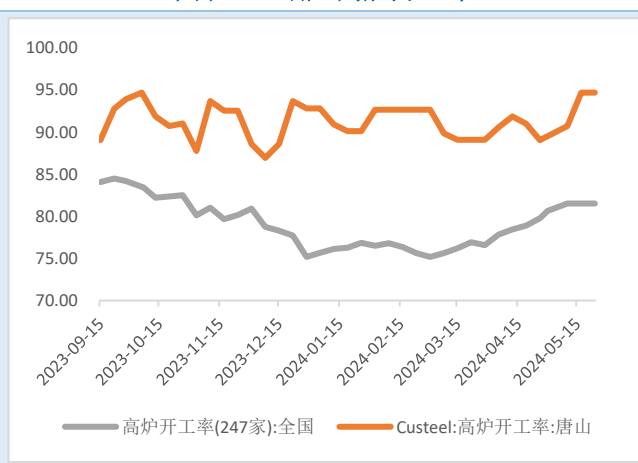
化工：生产负荷稳中微升，产品价格涨跌互现。需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至5月24日，涤纶POY价格小幅下跌、PTA价格、聚酯切片价格则小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率平稳运行，其中，PTA开工率微升至75%，聚酯工厂负荷率微升至88%，江浙织机负荷率微升至72%。

钢铁：生产持稳，需求略有改善。全国高炉开工率继续持平于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

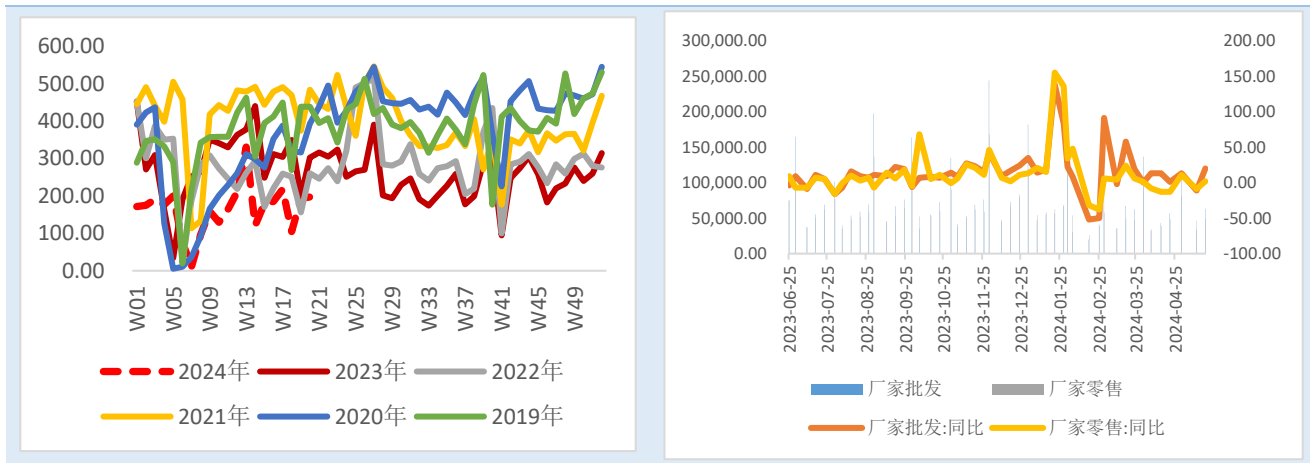
2.2 房地产销售周环比下降，乘用车零售同比下降

房地产销售周环比下降。截至5月16日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比下降8.7%，按均值计，月同比下降39.83%，其中，一、二、三线城市5月同比分别增长-32.84%、-44.72%、-33.84%；本周100大中城市成交土地溢价率升至2.96%。

乘用车零售月同比下降。乘联会数据显示，5月1-19日，乘用车市场零售90.0万辆，同比去年同期下降5%，较上月同期增长19%，今年以来累计零售726.7万辆，同比增长6%；5月1-19日，全国乘用车厂商批发84.5万辆，同比去年同期增长3%，较上月同期增长3%，今年以来累计批发839.5万辆，同比增长10%。

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 24 日）蔬菜均价环比下跌 2.86%，猪肉均价环比上涨 1.67%。

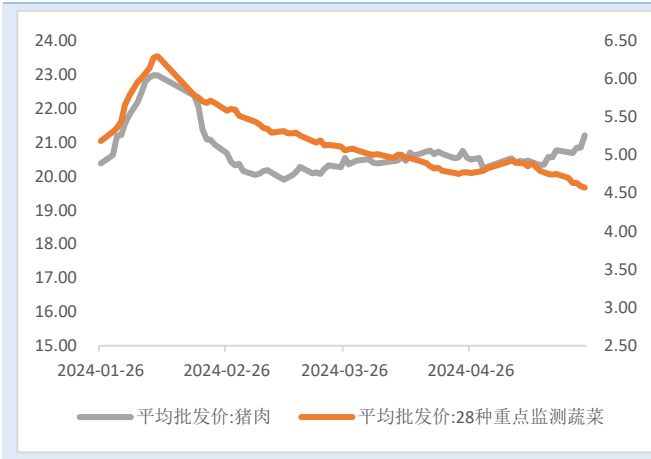
(2) CPI 温和回升，中枢有望继续抬升。4 月 CPI 同比温和回升 0.2 个百分点至 0.3%，为近 13 个月来除春节错位扰动的 2 月之外次高的单月，略高于市场预期，主演原因，一是出行增多，提振服务消费价格；二是猪价环比由跌转持平，助力 CPI 回升。扣除食品和能源的核心 CPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 0.7%。

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。

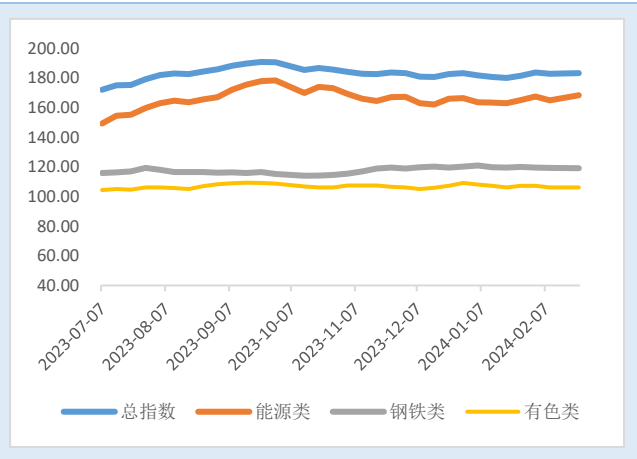
(3) PPI 环比继续下跌，同比降幅有所收窄。从去年 11 月开始，PPI 环比就开始降幅收窄态势，4 月 PPI 环比再次出现回落，但在翘尾因素的影响下，PPI 同比仍能实现降幅收窄。PPI 环比降幅扩大，主要是受偏上游生产资料价格的影响，尤其是采掘和加工环节价格。

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