

# 当前宏观经济形势 分析及展望

肖利娜

期货从业资格号：F3019331

投资交易证书号：Z0013350

一德期货-宏观战略部

2024年5月7日



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

# 目录

CONTENTS

- 01 大类资产走势回顾
- 02 国内经济跟踪
- 03 海外经济跟踪

01

# 大类资产走势回顾

---

---

# 股债偏强商品弱 美元走弱黄金回调

□ 29日当周，恰逢国内五一假期，国内仅两个交易日，国内制造业PMI连续两个月处于扩张区间。4月政治局会议召开，下阶段经济工作总基调为稳中求进、乘势而上，避免前紧后松。A股走势偏强，上证指数突破3100，中证500涨幅居前超1%；恒指继续强势上涨4.67%创八个月新高。10Y国债利率在2.3%附近震荡，小幅回落。

□ 假期前一周，市场情绪趋向谨慎，国内大宗商品价格总体转跌，工业品、农产品指数双双回落。假期前，在美元指数总体上涨的压制下，主要工业品指数多数回落，在美联储议息会议及非农等重要数据公布前夕，贵金属市场延续弱势，领跌商品，能化指数在油价走低的拖累下，跌幅靠前，而在国际铜价创下新高的支撑下，有色金属指数小幅收涨。

□ 当周，美联储FOMC会议维持利率不变，而美国非农意外爆冷、ISM指数双双转跌，经济全面降温风险加大。美股周五跳涨，标普500和道指周内分别上涨0.55%和1.14%。美债利率走低至4.5%，美元下挫回调0.95%，非美货币全线走强，欧元、日元、英镑分别升值0.65%、3.38%、0.4%；美元兑人民币中间价基本持稳，日元汇率短暂回升或是日本政府出手干预的结果。经济降温风险下，CRB商品指数下跌3.48%，Comex金主力周内下降1.68%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

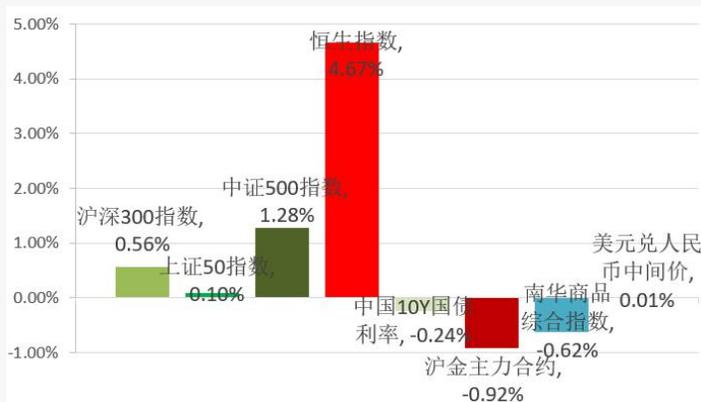


图1.2 南华指数周度涨跌

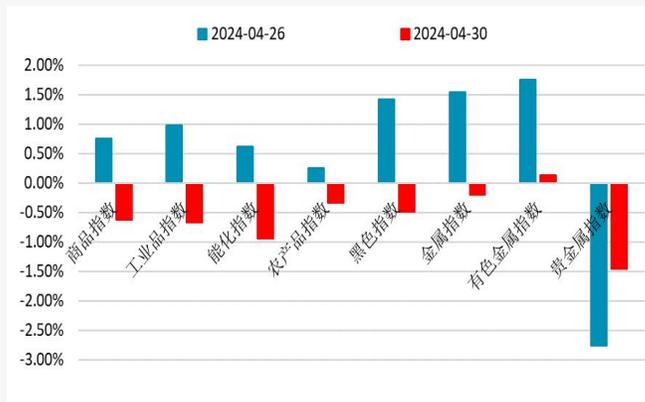


图1.3 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

# 国内经济跟踪

---

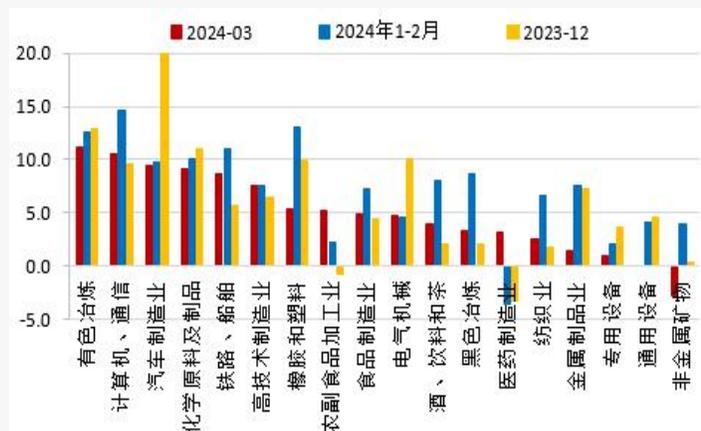
# 一季度5.3%超预期 经济结构有分化

□ 一季度国内GDP同比增长5.3%，环比增长1.6%，好于预期。3月国内供需呈现出投资改善而生产端放缓的局面，传统制造业生产因实体需求修复不强而对生产形成制约。需求端，3月投资向好回升而消费增速回落，制造业投资拉动效用增强，基建保持支撑作用来对冲地产投资的增长压力，一季度资本形成总额对GDP增长的拉动会有提升；而在外需韧性下，净出口的拉动有望由负转正；消费端，可选消费品的增长空间依然较大，消费支出对GDP增长的拉动有小幅放缓。

□ 在大规模设备更新改造和消费品以旧换新等政策的促进下，制造业投资和消费增长有望协同促进，会是二季度内需增长的关键，来支撑上半年国内经济增长保持在5%之上。

□ 政策端，在经济结构内部分化，需求仍有待加强改善下，结构性货币政策工具的投放和财政政策的推进节奏有加快预期。

图2.1 主要制造业工业增加值当月同比增长率 (%)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.2 主要行业固定资产投资累计同比增长率 (%)

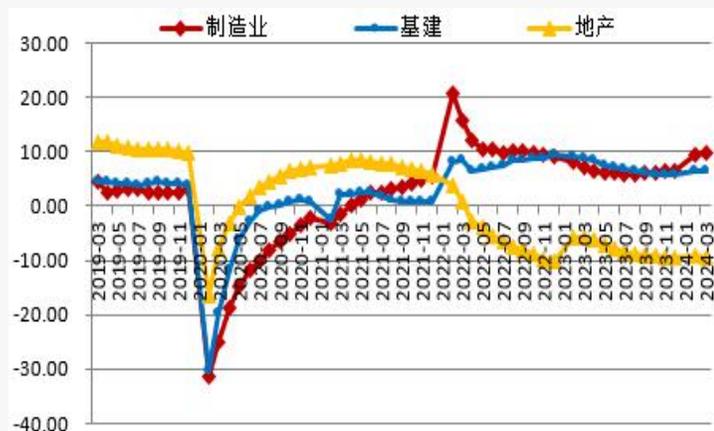


图2.3 社会消费品零售总额当月同比增长率 (%)



# 平滑波动信贷低 拖累社融同比少

	2024-03	2024-02	2024-01	2023-03	2023-02	2023-01
社融当月新增 (亿元, 下同)	48,725	15,211	65,364	53,867	31,610	59,956
社融当月同比多增	-5,142	-16,399	5,408	7,302	19,440	-1,803
其中: 人民币贷款	-6,561	-8,411	-913	7,196	9,100	7,326
外币贷款	116	-319	1,120	188	-170	-1,162
委托贷款	-639	-95	-943	68	-3	156
信托贷款	725	505	794	214	817	618
未贴现银行承兑汇票	1,760	-3,619	2,673	1,505	4,159	-1,770
企业债券	1,251	-2,020	3,312	-393	52	-4,200
非金融企业境内股票融资	-387	-457	-542	-344	-14	-475
政府债券	-1,373	-2,127	-1,193	-1,059	5,416	-1,886
社融存量同比增速 (%)	8.7	9.0	9.5	10.0	9.9	9.4
M1同比增速 (%)	1.1	1.2	5.9	5.1	5.8	6.7
M2同比增速 (%)	8.3	8.7	8.7	12.7	12.9	12.6
信贷当月新增	30,900	14,500	49,200	38,900	18,100	49,000
信贷当月同比多增	-8,000	-3,600	200	7,600	5,800	9,200
居民部门贷款同比多增	-3,041	-7,988	7,229	4,908	5,450	-5,858
其中: 短期贷款	-1,186	-6,086	3,187	2,246	4,129	-665
中长期贷款	-1,832	-1,901	4,041	2,613	1,322	-5,193
企业部门贷款同比多增	-3,600	-400	-8,200	2,200	3,700	13,200
其中: 短期贷款	-1,015	-485	-500	2,726	1,674	5,000
中长期贷款	-4,700	1,800	-1,900	7,252	6,048	14,000
票据融资	2,187	-1,778	-5,606	-7,874	-4,041	-5,915

资料来源: Wind、一德宏观战略部

3月, 人民币贷款当月新增3.09万亿元, 同比少增8000亿元, 有去年高基数的影响; 此外, 一季度信贷的平滑放缓也与年初信贷政策的“均衡投放、平滑波动”指引有关。从结构上来看, 企业端, 企业中长期贷款在去年高基数下新增1.6万亿元, 同比少增4700亿元, 与高债务省市在化债约束下基建投融资需求减弱, 以及采取避免资金沉淀空转的措施有关。

3月社融存量增速回落0.3个百分点至8.7%, 社融规模当月新增4.87万亿元, 同比少增5142亿元, 其中信贷和政府债券同比明显少增, 是社融增速偏弱的主要原因。

整体而言, 3月社融和信贷表现均不强。考虑增量财政的影响在二季度有待释放, 尤其是专项债+特别国债发行节奏有加快预期, 可对社融增速形成支撑。“三大工程”对地产和基建投资领域的需求拉动在, 房地产融资协调机制也有加快落地预期; 另外, 大规模设备更新、消费品以旧换新等政策对实体经济部门的影响有望持续, 可带动信贷投放增加。

图2.4 3月新增人民币贷款同比增减 (亿元)

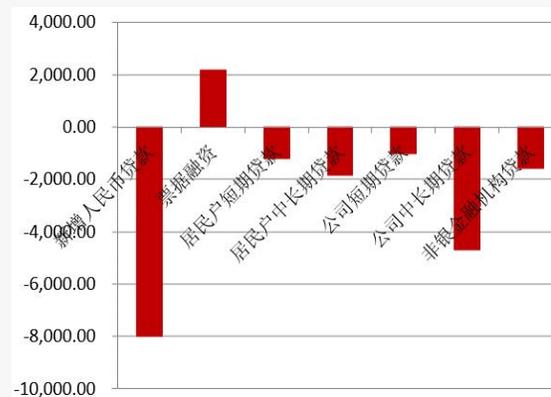
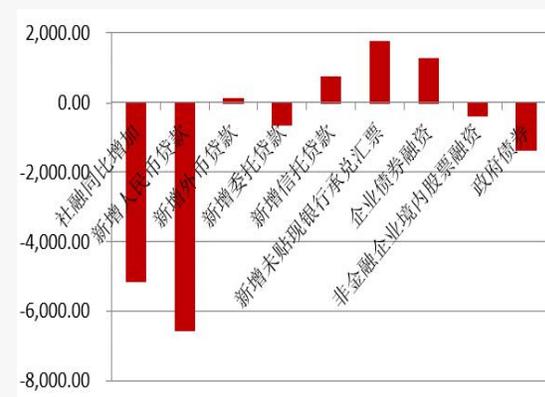


图2.5 3月社会融资规模结构同比增减 (亿元)



# PMI景气保持向好 动能积聚空间较大

□ 4月，制造业PMI为50.4%，环比回落0.4个百分点，好于历史同期的50.2%，表明制造业景气水平的恢复保持良好态势。新订单指数的放缓是4月制造业景气水平小幅收窄的主因，后期要关注订单需求在保持扩张下的边际变化。但与历史同期对比，生产和新订单指数均高于历史同期水平，表明制造业市场需求继续恢复以及企业生产扩张进一步加快。4月新订单-产成品库存差值略有收窄在3.8%，新订单相对于库存的水平依然较高，经济动能还在修复区间，突破还需动能进一步积聚。

□ 4月，非制造业PMI环比回落1.8个百分点至51.2%，显示非制造业景气水平保持扩张但有放缓。结构上，建筑业PMI环比小幅回升0.1个百分点至56.3%，而服务业扩张有所放缓。5月有长假出行带动及政策加速发力带动预期，加上天气好转及财政政策的前置发力可能，基建项目施工和投资加快对建筑业PMI也有支撑，预计非制造业PMI将在扩张态势上进一步回升。

□ 总体来看，当前经济恢复动能在慢慢积聚，制造业投资的拉动效能强化带动景气改善，但经济回升动力的空间还较大；财政政策的发力在二季度有望加快，短期货币政策仍会以稳为主，而地产需求政策在进一步宽松。

图2.6 制造业PMI分项指标概览

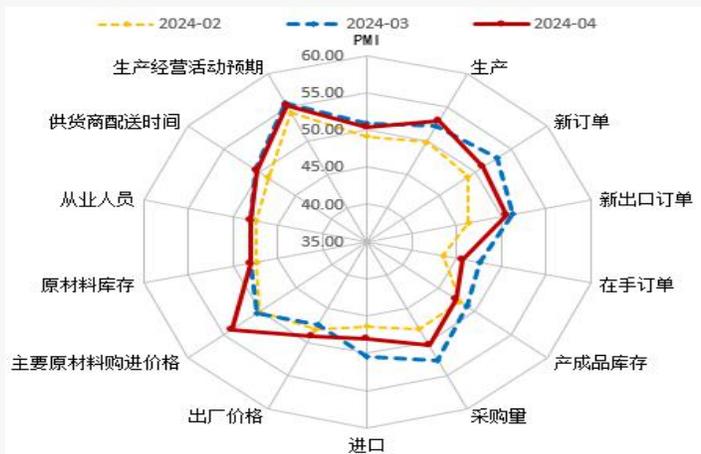


图2.7 制造业PMI扩散指数历史同期水平比较

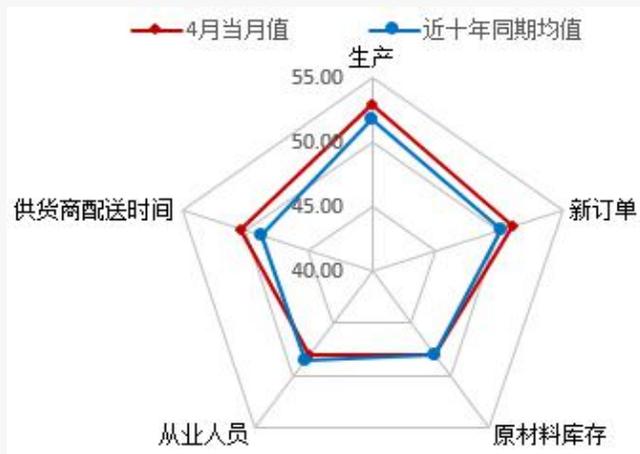
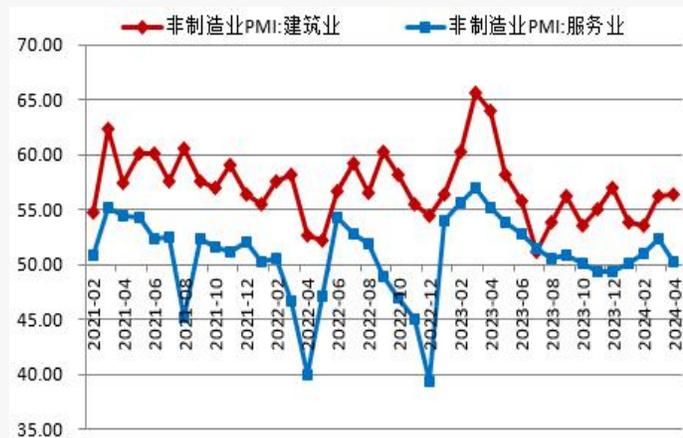


图2.8 非制造业中建筑、服务业PMI



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 地产销售环比回暖 汽车消费动能减弱

- 29日当周，受五一假期的影响，30大中城市商品房成交环比走低，当周日均成交面积环比下降21.9%，但同比降幅显著收窄至1.2%，4月，国内商品房成交环比高位回落，当月日均成交环比下降11.4%，但同比降幅收窄至36.7%，地产成交出现回暖迹象。
- 4月，国内乘用车销售增长回落，当月同比转跌，其中，乘用车日均零售同比下降27.3%，批发量同比下降26.8%。据乘联会分析，3月底以来，车市延续观望氛围，由于以旧换新政策的即将出台，消费者的观望情绪浓重，进入4月，尽管企业采取降价策略来应对，但价格下降所带来的成交转化效果甚微，车市恢复动力不足。
- 五一假期，国内旅游出行热情持续高涨，假期国内旅游市场在去年同期高位基础上稳中有增。作为恢复出境游后的第一个五一假期，出境游市场也迎来快速增长，多数旅游平台出境游业务、出游人次增长超100%。票房方面，据猫眼专业版数据，截至5月5日晚上9点，2024年五一档总票房为15.19亿。档期内总观影人次3757.9万，总场次240.5万场，刷新了中国影史五一档总场次数纪录。

图2.9 30大中城市商品房日均成交面积7MA（万平方米）

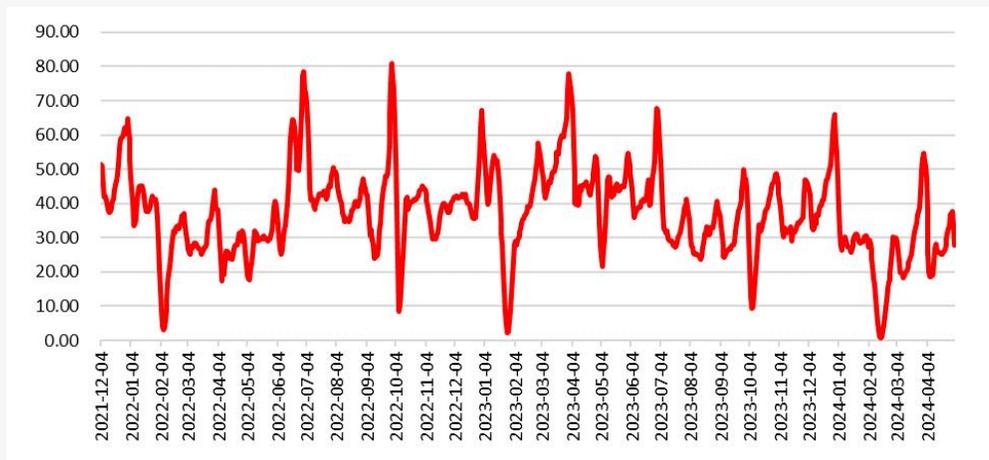
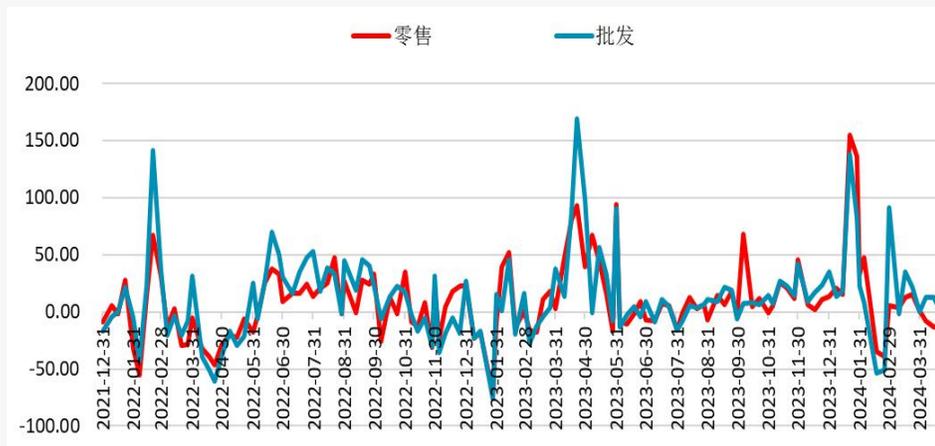


图2.10 乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 猪肉价格假期走低 蔬菜价格止跌反弹

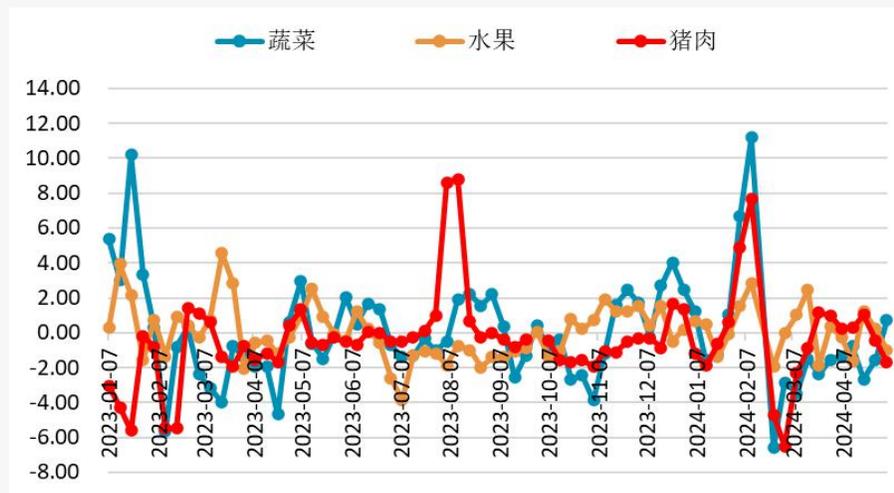
□ 29日当周，国内主要食用农产品价格涨跌不一，节前养殖端出栏增加压制肉价，猪肉价格假期走低，当周日均价格环比下降1.7%，跌幅环比加大。南方降雨导致蔬菜供应减少，蔬菜价格出现反弹，当周日均价格环比上涨0.73%，假期水果供给增长加快，水果价格环比转跌，当周日均价格环比下降0.98%。

□ 四月，国内猪肉价格双双止跌，当月日均价格环比、同比分别上涨1.79%、5.07%，蔬菜价格小幅回升，当月日均价格环比降幅收窄至6.86%，同比上涨0.36%，四个月来首次转涨，水果价格走弱，环比、同比分别下降0.93%、6.52%。

图2.11 国内猪肉、果蔬日均价 (元/公斤)



图2.12 国内猪肉、果蔬日均价周环比 (%)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 节前资金投放增加 短端利率持稳

□ 29日当周，央行进行了4420亿元逆回购投放，当周有40亿元逆回购到期，当周净投放4380亿元，假期前夕，市场资金面趋紧，央行加大流动性投放的背景下，银行市场利率短端利率持稳，DR001周均值环比上涨4BP至1.86%，但跨月资金偏紧，DR007周均值环比上涨18BP至2.1%。

□ 5月地方政府债供给大概率较1-4月有所放量叠加超长期特别国债可能落地发行，资金面将受到政府债供给扰动，在央行提供流动性呵护的情况下，预计5月资金面整体保持宽松但波动加大。

图2.13 央行公开市场净投放（亿元）

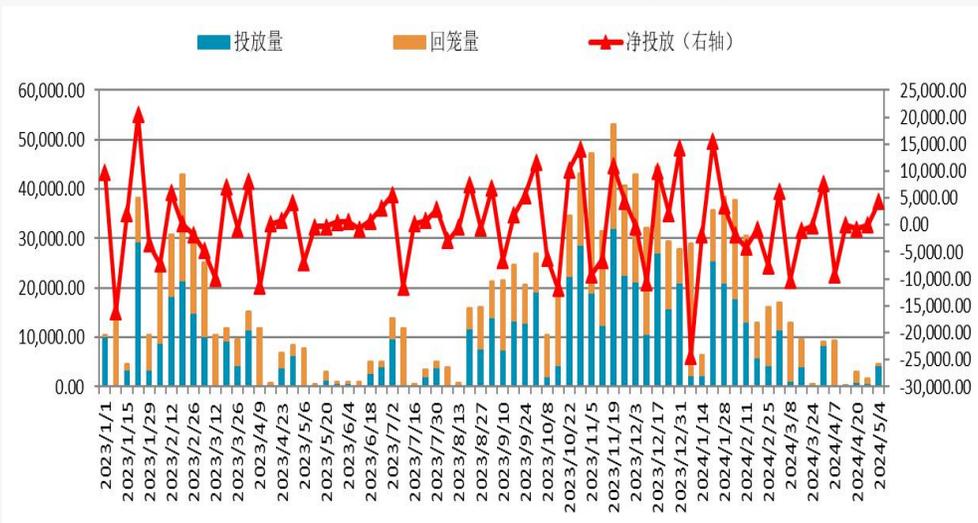
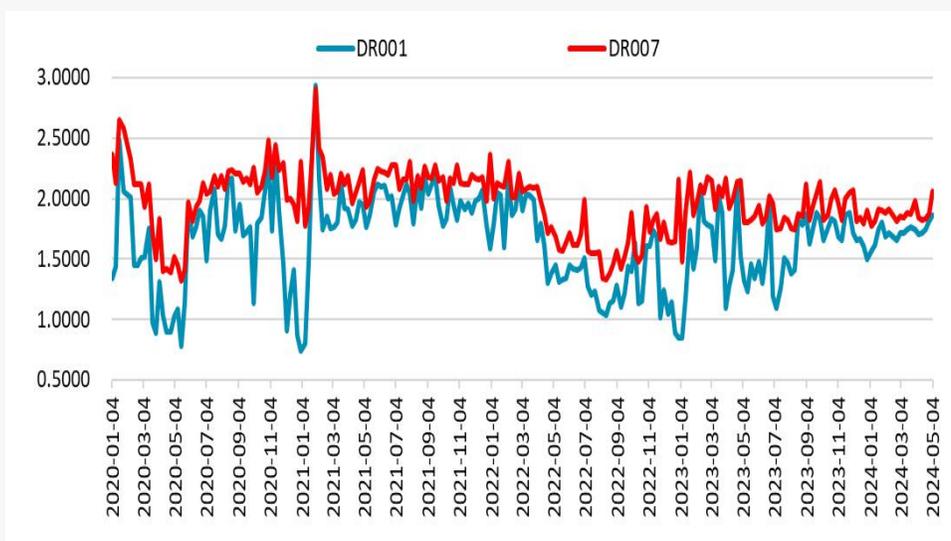


图2.14 银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 存量政策加快推进 地产政策转向去库

□ 4月30日，中共中央政治局召开会议。会议指出，经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。

会议强调，要认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持乘势而上，**避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。**

会议指出，**要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。**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，确保基层“三保”按时足额支出。**要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。**要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。要积极扩大国内需求，**落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。**要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。

会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。**要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，**抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。**要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。**

会议决定今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

□ 4月政治局会议总体延续了2023年中央经济工作会议的政策基调，**重点强调靠前发力已确定的宏观政策，今年以来专项债发行进度偏慢，预计进入二季度发债进度将有所加快。**此次会议主要政策变化来自对房地产市场政策，**淡化了中央经济工作会议中“三大工程”的政策，提出“消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，**关注去年以来住房以旧换新模式的推广及其对新房销售的带动效果。

03

# 海外经济跟踪

---

# 美国非农意外爆冷 薪资增长回落

美国4月非农就业人口增加17.5万人，创六个月以来的最小增幅，显著低于市场预期的24万人，行业结构上，建筑业、政府部门、以及休闲和酒店业就业增长明显放缓，是新增就业的主要拖累，制造业、零售、教育保健就业增长加快。美国4月非农失业率升至3.9%，高于3.8%的预期和前值，失业率升至2022年以来最高水平，在劳动力参与率总体维持稳定的情况下，失业率的上涨主要受到企业雇佣减少的影响，3月美国职位空缺数降至849万人的三年来最低水平，由于用工需求下降下，美国4月平均小时工资同比增长由4.1%降至3.9%，低于4%的预期，平均小时工资环比增长0.2%，不及0.3%的预期和前值，受名义薪资增长放缓的影响，实际薪资增长降至疫情前的增长以下。

继3月美国非农就业大幅增长后，美国劳动力市场显著降温，服务生产雇佣总体显著放缓与美国服务业景气下滑相印证，反映了美国高利率及通胀回升对服务业需求的压力，随着就业市场走软及薪资增长放缓，服务业预期走弱将二季度以来走弱的美国经济造成进一步下行的压力，同时，薪资增长放缓有利于缓解美国通胀的粘性，平衡美联储就业和通胀目标，而尽管5月议息会议鲍威尔将就业市场超预期走弱作为美联储降息的路径之一，但失业率缓慢回落下，单月非农数据爆冷令市场降息预期重新升温，但尚难以扭转美联储政策方向。

图3.1：新增非农就业与失业率



图3.2：美国主要行业新增就业（千人）

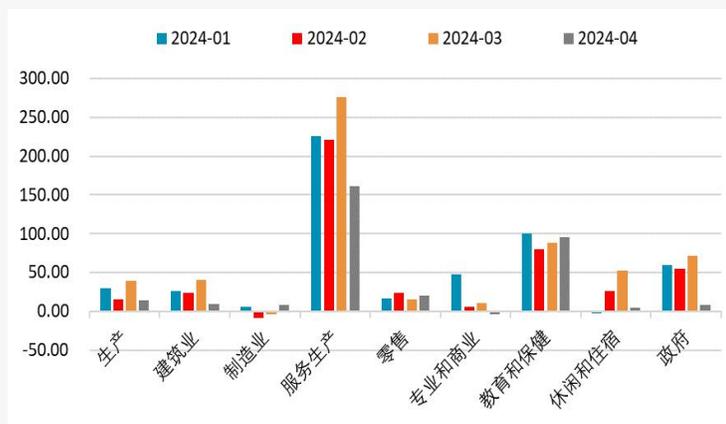
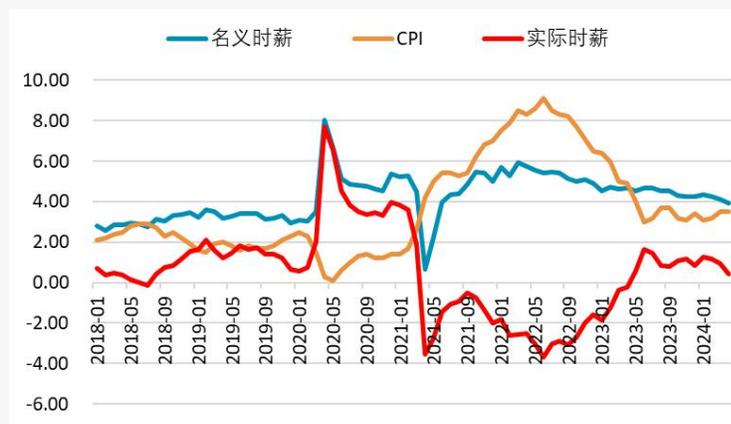


图3.3：美国平均时薪增长 (%)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 美国ISM指数双双转跌 经济全面降温风险加大

美国4月ISM制造业指数由3月的50.3降至49.2，不及预期的50，继3月ISM制造业指数重返扩张后再度转跌。分项指数中，新订单指数环比下降2.3个点至49.1，再度萎缩，新出口订单同步下降2.9个点至48.7，为三个月来首次出现下滑。生产指数由3月创下的2022年6月以来的高点回落3.3个点至51.3，扩张力度放缓，但受终端消费品需求走强的支撑，生产商对未来商业前景维持信心，制造业雇佣维持力度，就业指数由3月的47.4上升至4月的48.6，收缩幅度放缓。此外，ISM制造业物价指数大涨5.1个点至60.9，创2022年6月以来的新高。总体看，当前美国制造业需求的支撑主要来自高技术产业及上中游行业的修复，而在利率高企、成本上涨及海外需求下滑的压力下，美国制造业修复仍面临压力。

美国4月ISM服务业指数降至49.4，创四年新低，大幅不及52的市场预期，2020年5月以来首次出现收缩。商业活动指数大幅回落6.5点至50.9的2020年5月以来最低是主要拖累，新订单分项指数由54.4降至52.2亦对服务业形成压力，显示需求降温下服务业业务增长显著放缓，受此影响，就业分项指数4月由前值48.5降至45.9，服务业雇佣加速萎缩。美国服务业转跌加重美国经济全面降温的风险。

图3.4：美国ISM制造业指数

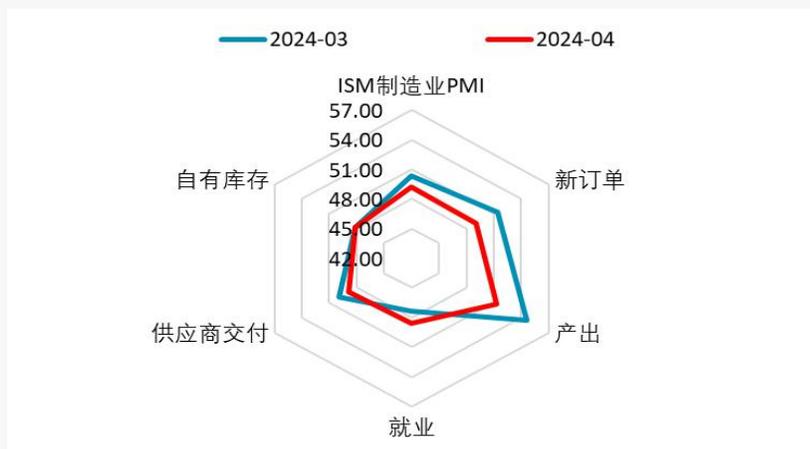
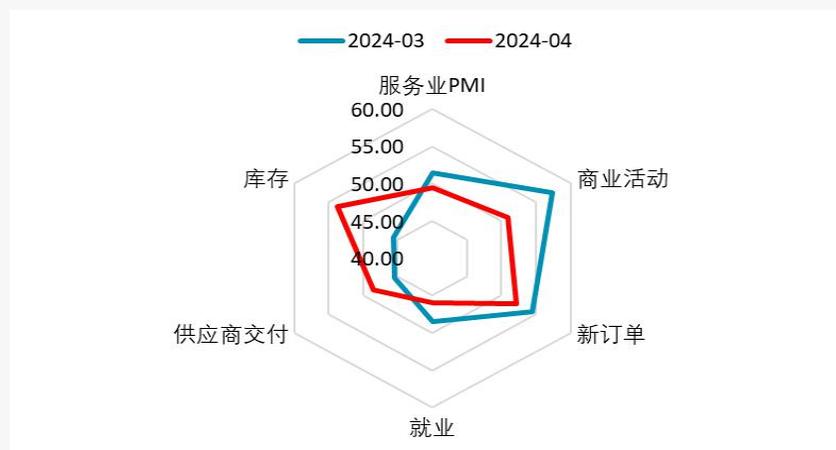


图3.5：美国ISM服务业指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 欧元区经济摆脱衰退 但上涨动能依旧缺乏

■ 得益于核心成员国德国和西班牙经济的快速增长，欧元区一季度GDP同比初值0.4%，增长创下2022年第三季度以来最高，高于增长0.2%的预期值和0.1%前值，一季度GDP环比初值0.3%，超出0.1%的预期和0%的前值，鉴于欧元区2023年第四季度GDP环比增速由0%下修至-0.1%，这表明欧元区经济扭转了去年下半年以来陷入技术性衰退的局面。通胀方面，4月，欧元区调和CPI同比增长2.4%，持平于前值，符合预期，剔除食品和能源的核心CPI同比增长2.7%，较前值2.9%回落，低于预期的2.6%，其中，服务业通胀增长回落是主要贡献，并抵消了食品、能源价格反弹对通胀的压力。欧元区通胀平稳放缓，为欧央行启动降息奠定了基础。

■ 欧元区4月经济景气指数降至95.6，较3月回落0.6，不及96.7的市场预期。其中，工业信心指数由-8.9大幅回落至-10.5，创2020年8月以来最低，营建信心指数亦跌至-6的2020年9月以来最低，服务业景气指数下降0.4至6，零售信心指数降至-6.8，为五个月最低。受工业疲软的影响，欧元区经济景气企稳，但仍上涨动力依旧缺乏。

图3.6：欧元区GDP

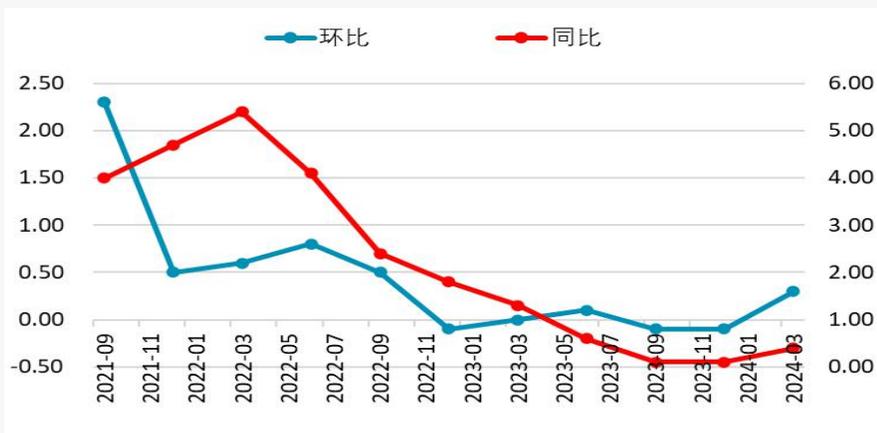
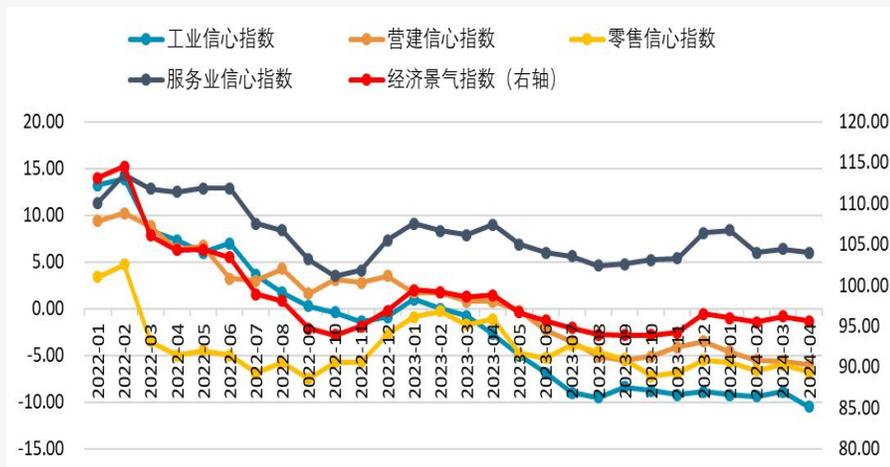


图3.7：欧元区经济景气指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 联储年内降息信心下滑，经济数据推动降息预期回升

□ 29日当周，美联储FOMC会议维持降息的乐观预期，排除加息可能，对降息预期带动有限，周五公布的非农和服务业PMI双双低于预期提升降息预期：美联储观察工具显示的年内降息预期增至2次，低于3月点阵图委员们预计的3次水平。此外，市场对于降息起始时点预测维持在9月，6、7月两次会议按兵不动概率至少接近七成，另一次降息出现在12月。

图3.8：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.1%	11.4%	27.6%	33.8%	20.3%	4.8%
2025/3/19	0.1%	1.2%	7.0%	19.9%	30.8%	26.7%	12.1%	2.2%
2025/4/30	0.5%	3.3%	11.8%	24.0%	29.3%	21.2%	8.4%	1.4%

资料来源：CME、公开信息、一德宏观战略部

图3.9：周内联储官员讲话要点

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储主席鲍威尔*	尽管通胀方面缺乏进展，对年内降息信心不足，后续无论是通胀回归还是 <b>就业市场走软均可触发降息</b> ，但重启加息可能性不大。
2	美联储理事鲍曼*	预计高通胀将持续一段时间，维持限制性利率水平最终将令通胀降温。 <b>如果通胀下降的进展停滞、或是下降的势头逆转，对加息持开放态度。</b>
3	芝加哥联储古尔斯比	4月非农报告能缓和对经济过热的担忧，仍在等待更多数据以判断最近升温的通胀势头能否延续。

# 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)