

【每周经济观察】

4月经济数据延续分化，
特别国债及地产政策登台

广州期货研究中心

2024年5月17日



要点：4月经济数据延续分化，特别国债及地产政策登台（1/2）

- **一周行情回顾：**上周末通胀及社融信贷数据压制市场风险情绪，权益市场偏弱运行，在周五下午地产优化政策加码后有所反弹。期债市场受特别国债发行及货币政策预期修正影响震荡偏弱，30年期回调明显。商品市场受美联储降息预期边际升温、美元指数下行、供应端问题等有所支撑。
- **货币、财政、地产政策新信号**
 - 央行公布2024Q1货币政策执行报告，整体延续4月中央政治局会议及一季度央行例会的基调，对经济形势表述偏乐观，对货币政策进一步发力的必要性表示偏中性，对可行性强调汇率制约及空转风险，并回应了长期国债收益率的问题。我们认为货币政策积极取向未出现方向性变化，但全年政策空间或收窄，货币政策单独、前瞻发力的必要性有所下降，节奏以配合财政发力为主。基于地方债、特别国债在二、三季度发行提速，央行在二季度开展年内第二次降准操作概率较大，全面降息具有不确定性，更多货币政策空间的打开需要看到基本面新的变化或新的政策信号。5月15日，MLF平价等量续作，一方面为特别国债发行提供流动性支持，另方面也印证了央行货币政策操作相对谨慎。
 - 5月13日，财政部宣布在5月-11月发行20-50年期超长期特别国债，其中5月发行计划为5月24日首发20年期特别国债、5月17日首发400亿元30年期特别国债。5月17日“24特别国债01”加权中标利率2.57%，全场倍数3.9，边际倍数382.6，中标收益率低于中债估值。
 - 5月17日下午，央行发布系列关于地产优化政策，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%；取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；对于贷款购买商品住房的居民家庭，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%。
- **4月经济延续波浪式修复，供强需弱格局维持**
 - 工业生产维持韧性，投资拉动模式持续发挥作用但基建及制造业投资增速小幅放缓，而社零增速弱于预期，出口增速回暖强于进口，一定程度说明内需修复仍相对缓慢。
 - **工业生产：4月生产维持韧性，结构分化。**4月规模以上工业增加值同比增速强于前值及预期，两年复合增速亦较前值进一步回升，显示工业生产的韧性。分产业链看，上游同比增速较低，中游化学制品、有色加工、运输设备制造维持高景气度，黑色加工业持续表现不佳，印证显示内需偏弱问题，下游汽车、电子通信制造业维持高增速，与出口亮点保持一致，受外需支撑。
 - **固定资产投资：基建增速回落，民间投资回暖。**4月受天气、节假日等影响，项目进度偏缓，基建投资无论是当月同比还是两年复合增速均较前值有所回落，但仍维持较高水平，随着特别国债及专项债发行提速，预计后续增速有望回升。4月制造业投资亦环比回落但幅度较小，其中有色加工、化工、运输设备、通信电子均实现较高增速，与工业数据保持一致。民间投资占全国固定资产投资的比重较前值基本持平，民间投资当月同比增速自2023年3月转负以来首次进入正增长区间，说明市场信心的修复正在路上，观察后续民间投资活力改善情况。

要点：4月经济数据延续分化，特别国债及地产政策登台（2/2）

➤ 4月经济延续波浪式修复，供强需弱格局维持（接上）

- **房地产：开发投资持续拖累，房价预期弱势未改。** 投资端，房地产投资持续形成拖累，4月开发投资累计同比降幅继续走阔。销售端，4月销售仍疲弱，销售面积及金额累计同比分别下降20.2%、28.3%，降幅均较前值走阔。30大中城市商品房销售活跃度4月及5月中上旬仍处过去四年同期低位水平。4月70个大中城市中新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有64个和69个。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.6%和1.1%，二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.5%和0.9%，三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.6%和0.9%，降幅均较前值走阔。资金端，房地产开发企业到位资金累计同比下降24.9%，其中销售回款有关资金流同比降幅近40%。
- **消费：消费复苏仍在进行时，汽车消费后劲不足。** 4月社零同比增速较前值回落，两年复合增速高于前值，但幅度弱于市场预期。分结构看，餐饮消费在高基数作用下同比增速回落，商品中必选消费表现优于可选消费，其中，通讯器材消费同比增速走高，汽车消费同比增速转负，地产链相关建筑材料消费同比降幅走阔，家电、家电消费维持低速增长。
- **物价：4月CPI同环比回升，略超预期，亦强于季节性。** 从环比看，食品市场供应总体充足、价格继续环比下跌但降幅收窄，受小长假期间出行增多影响，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格均由降转涨，受国际金价和油价提振，国内食品和汽油价格环比继续上涨，而家电、汽车价格持续走低。4月PPI环比降幅扩大，同比降幅有所收窄，国际商品及国内商品价格在月中下旬分化走势有所收敛。
- **社融信贷：4月金融数据不及预期且出现“异常”负值，除政策导向外反映实体真实融资需求偏弱。** 4月新增社融首次出现负值，以政府债融资、表外融资为拖累项，同时信贷亦出现明显同比少增，这一方面受季节性基数作用影响，表外净融资收缩的主要为表外票据，该项季节性特征明显，3月净融资增多下4月净融资自然回落，而去年同期财政扩张处于加速阶段，使得政府债融资继续同比减少。另一方面，信贷节奏放缓是“防空转”导向下“挤水分”的结果，包括叫停“手工加息”、核算优化调整等影响，体现监管对信贷总量合理增长、均衡投放、盘活存量、提高效率的导向。居民端新增贷款同比多减，与房地产市场偏弱一致，企业短期贷款同比多减，中长期贷款持续同比少增，除“挤水分”外暗示实体真实融资需求仍有不足。结合货币政策执行报告中对信贷的导向，预计二季度信贷增速继续放缓。

➤ 美国4月通胀降温，再通胀担忧边际缓和

- 美国4月通胀数据降温，CPI同比增速在连续两个月回升后回落，符合预期，CPI环比及核心CPI环比回落，幅度略超预期。从环比分项看，食品价格增速回落，能源价格增速持平，核心商品价格环比继续为负，主要受二手车、家具价格回落拖累，核心服务价格仍具粘性但增速环比回落，住房及ex住房价格增速均环比有所回落。该数据使得市场对再通胀的担忧边际缓和，但单月数据波动仍处正常范围，未能说明通胀受控节奏发生变化。目前市场对6月降息预期概率为9%，对8月降息预期概率30%，对9月降息预期概率为68%，9月继续作为市场博弈的关键时点。

➤ 风险提示 地缘政治形势超预期演变；美国经济及美联储货币政策节奏超预期；国内稳增长政策不及预期

第一部分

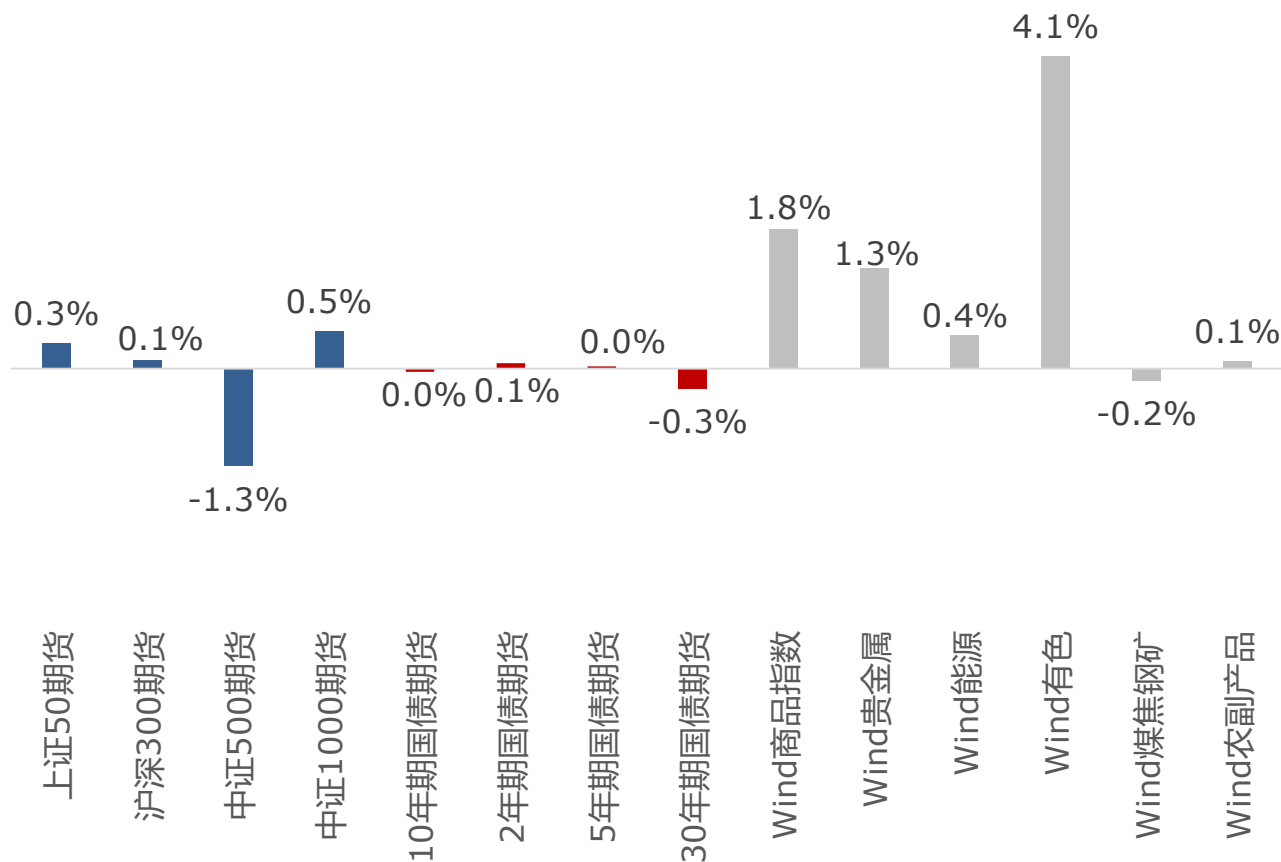
一周行情回顾



行情回顾：5月13日-5月17日，权益及期债偏弱运行，商品普涨

- 上周末通胀及社融信贷数据压制市场风险情绪，权益市场偏弱运行，在周五下午地产优化政策加码后有所反弹。期债市场受特别国债发行及货币政策预期修正影响震荡偏弱，30年期回调明显。商品市场受美联储降息预期边际升温、美元指数下行、供应端问题等有所支撑。

周涨跌幅（收盘价）



■ 我国公布4月经济数据、金融数据

■ 5月15日MLF平价平量续作，5月17日首发400亿元30年期特别国债

- 财政部公布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，发行次数分别为7次、12次和3次，分别将于5月24日、5月17日、6月14日首发

- 5月17日，中国人民银行发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》、《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》

- 美国4月CPI同比增长3.4%，低于前值符合市场预期，环比增长0.3%，低于预期和前值。4月核心CPI同比降至3.6%，为2021年4月以来最低；核心CPI环比增速为6个月来首次下降，符合市场预期

- 欧元区第一季度GDP终值同比升0.4%，环比升0.3%，均符合预期

2024Q1货币政策执行报告释放新的政策信号

- **Q1货币政策执行报告整体延续4月中央政治局会议及一季度央行例会的基调，对经济形势表述偏乐观，对货币政策进一步发力的必要性表示偏中性，对可行性强调汇率制约及空转风险，并回应了长期国债收益率的问题。整体来看，我们认为货币政策积极取向未出现方向性变化，但全年政策空间或收窄，货币政策单独、前瞻发力的必要性有所下降，节奏以配合财政发力为主。基于地方债、特别国债在二、三季度发行提速，央行在二季度开展年内第二次降准操作概率较大，全面降息具有不确定性，更多货币政策空间的打开需要看到基本面新的变化或新的政策信号。**
- **5月15日，MLF平价等量续作，一方面为特别国债发行提供流动性支持，另一方面也印证了央行货币政策操作相对谨慎。**

一是对经济形势的判断偏乐观，基调和主要描述与4月中央政治局会议保持一致。货币政策执行报告对经济运行态势定性为“经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征”、“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势”，明显较去年四季度的内部形势分析更为积极乐观，对外部环境“全球经济复苏动能分化，发达经济体货币政策调整、地缘政治冲突等不确定性”亦由去年四季度的“上升”调整为今年一季度的“依然存在”。

二是对货币政策进一步宽松的必要性表述偏中性。一方面，报告在货币政策趋势章节未直接提及“运用好利率和存款准备金率等政策工具”或“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”的表述，而强调“加强政策协调配合”。另一方面，报告新增将通胀目标作为货币政策目标之一的直接提法，首次提出“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”，同时强调“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”。

三是对货币政策进一步宽松的可行性表述偏关注风险。一方面，对汇率的篇幅有所增加，且重提“坚决防范汇率超调风险”，说明在今年初以来人民币汇率再度承压的背景下，汇率压力对货币政策的掣肘再度显现。另一方面，报告将“促进社会综合融资成本稳中有降”更进一步细化为“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，多次强调“引导信贷合理增长、均衡投放”，强调“避免资金沉淀空转”，在《专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系》中论述了实体企业潜在的“空转”风险，表示当贷款投放超过实体经济真实有效的融资需求时，也容易造成部分企业借助自身优势地位，将低成本贷款资金用于购买理财、存定期，或转贷给其他企业，带来企业资金空转套利问题。

四是重点回应长期国债收益率问题，体现政策一致性。报告新增《专栏 4 如何看待当前长期国债收益率》，明确表示“长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，同时也受到安全资产缺乏等因素的扰动”、“今年计划发行的政府债券规模不小，发行节奏还会加快，债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配”，做出“防范投资行为过于短期化可能带来的损失”风险提示。该专栏与此前央行有关部门负责人媒体采访稿内容不谋而合，体现了政策预期的稳定性。

财政部公布超长期特别国债发行计划

■ 5月13日，财政部发布《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》，宣布在5月-11月发行20-50年期超长期特别国债，其中5月发行计划为5月17日首发400亿元30年期特别国债、5月24日首发20年期特别国债。

2024年超长期特别国债发行安排

期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	
	11月8日	续发	
30	5月17日	首发	按半年付息
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
	10月25日	续发	
	11月15日	续发	
50	6月14日	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

4月国新会特别国债相关问答

Q：中央决定从今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元，请问准备什么时候发，如何发，目前有没有更加明确的计划？谢谢。

A 刘苏社：中央决定从今年开始，今后几年连续发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，这是党中央、国务院着眼强国建设、民族复兴战略全局，作出的一项重大战略决策。按照党中央、国务院部署，目前发改委会同有关方面已经研究起草了支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案，经过批准同意后即开始组织实施。

在支持领域方面，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；在组织实施方面，坚持“项目跟着规划走、资金跟着项目走、监管跟着资金走”的原则，发改委牵头会同有关部门，切实加强统筹协调，做好资金保障，优化投入方式，加大监管力度，特别要尽快建设一批前期工作比较成熟、具备条件的项目。同时，我们还将抓紧推动出台实施相关的配套政策，通过体制机制改革来破解深层次的障碍，与重大项目建设形成合力，确保行动方案明确的各项任务高质量地落地见效。谢谢。

下周大事关注日历

5月20日 星期一	5月21日 星期二	5月22日 星期三	5月23日 星期四	5月24日 星期五	5月25日 星期六	5月26日 星期日
➤ 我国LPR报价						
		➤ 美国4月成屋销售数据	➤ 欧元区5月PMI初值 ➤ 美国5月PMI初值 ➤ 美国4月新屋销售数据 ➤ 欧元区5月消费者信心指数	➤ 美国4月耐用品新增订单数据 ➤ 美国5月消费者信心指数		

第三部分

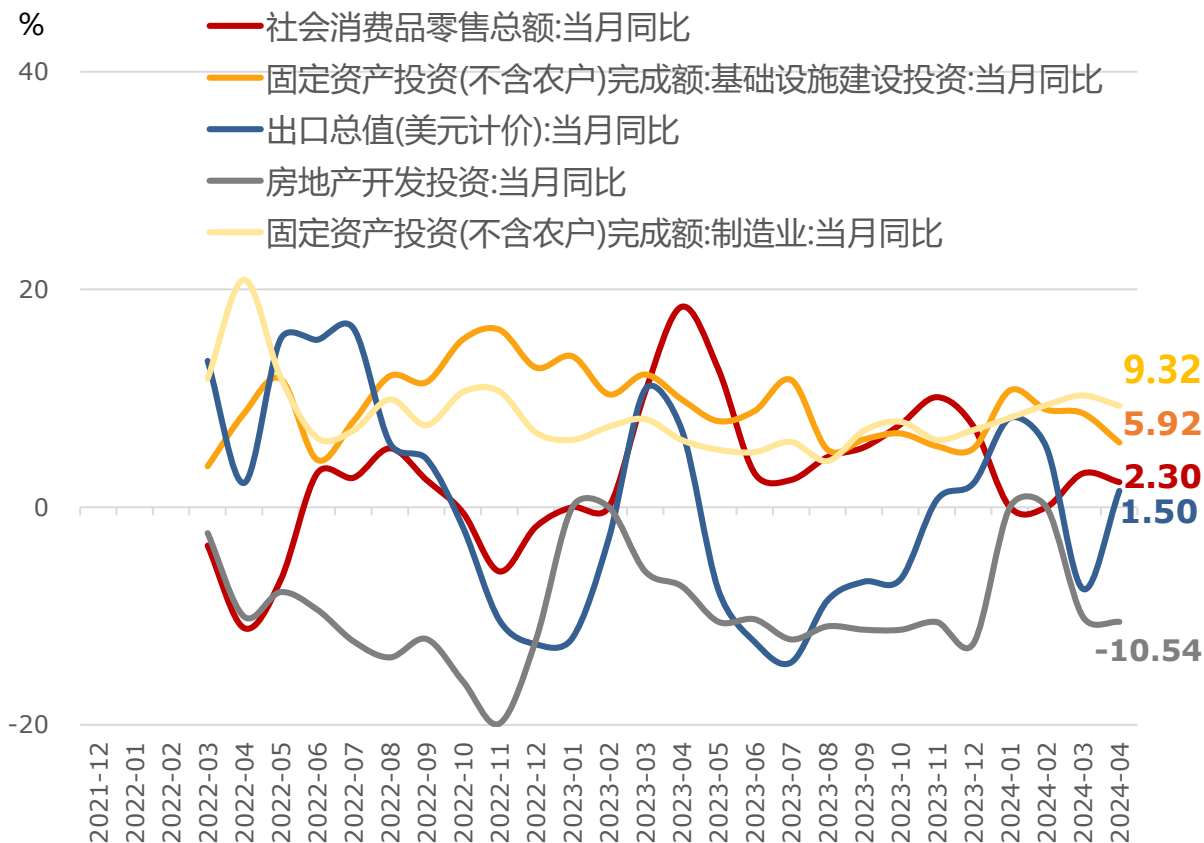
4月经济数据、金融数据解读



4月经济延续波浪式修复及结构分化特征

- 供强需弱格局整体维持，工业生产维持韧性，投资拉动模式持续发挥作用但基建及制造业投资增速小幅放缓，而社零增速弱于预期，出口增速回暖强于进口，一定程度说明内需修复仍相对缓慢。

4月基建投资、制造业投资及社零同比增速出现不同程度回落，出口同比增速转正，房地产投资持续成为拖累



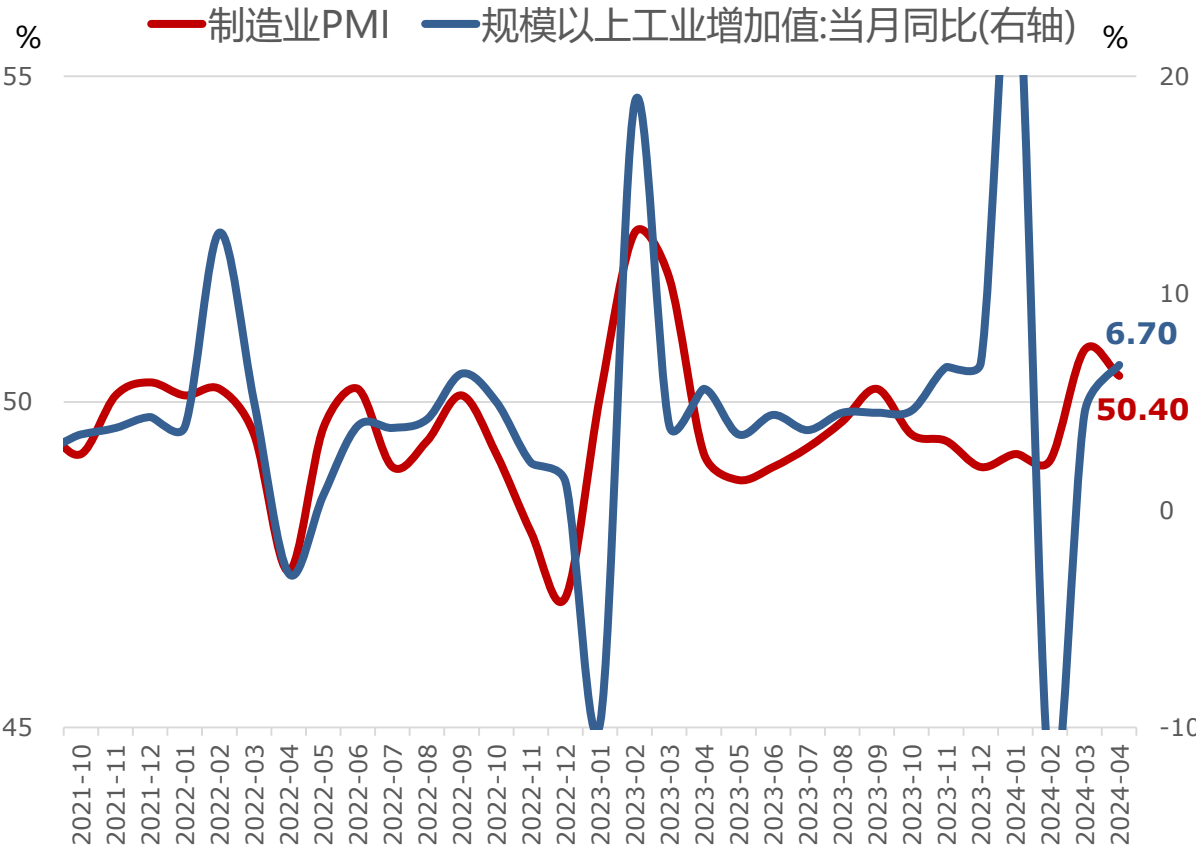
4月投资增速回落，进出口增速回升

指标	2024年4月 当月同比	前值	当月环比	前值	两年复合 增速	前值
工业增加值	6.70 ↑	4.50	0.97	-0.08		
社零	2.30 ↓	3.10	0.03	0.15	10.04 ↑	6.76
固投: 房地产	-10.54 ↓	-10.07	-13.62	-13.52	-11.87 ↑	-12.14
基建	5.92 ↓	8.62	-13.61	43.06	6.90 ↓	9.25
制造业	9.32 ↓	10.28	-7.56	32.68	7.29 ↓	8.21
出口	1.50 ↑	-7.50	4.57	27.00	4.28 ↑	1.24
进口	8.40 ↑	-1.90	-0.47	22.44	-0.58 ↑	-1.95
PPI	-2.50 ↑	-2.80	-0.20	-0.10		
CPI	0.30 ↑	0.10	0.10	-1.00		
社融存量	8.30 ↓	8.70	-0.10	1.20		
M2	7.20 ↓	8.30	-1.18	1.75		

工业生产：4月工业生产维持韧性，结构分化

■ 4月规模以上工业增加值同比增速强于前值及预期，两年复合增速亦较前值进一步回升，显示工业生产的韧性。分产业链看，上游同比增速较低，中游化学制品、有色加工、运输设备制造维持高景气度，黑色加工业持续表现不佳，印证显示内需偏弱问题，下游汽车、电子通信制造业维持高增速，与出口亮点保持一致，受外需支撑。

工业增加值同比增速与制造业PMI走势收敛



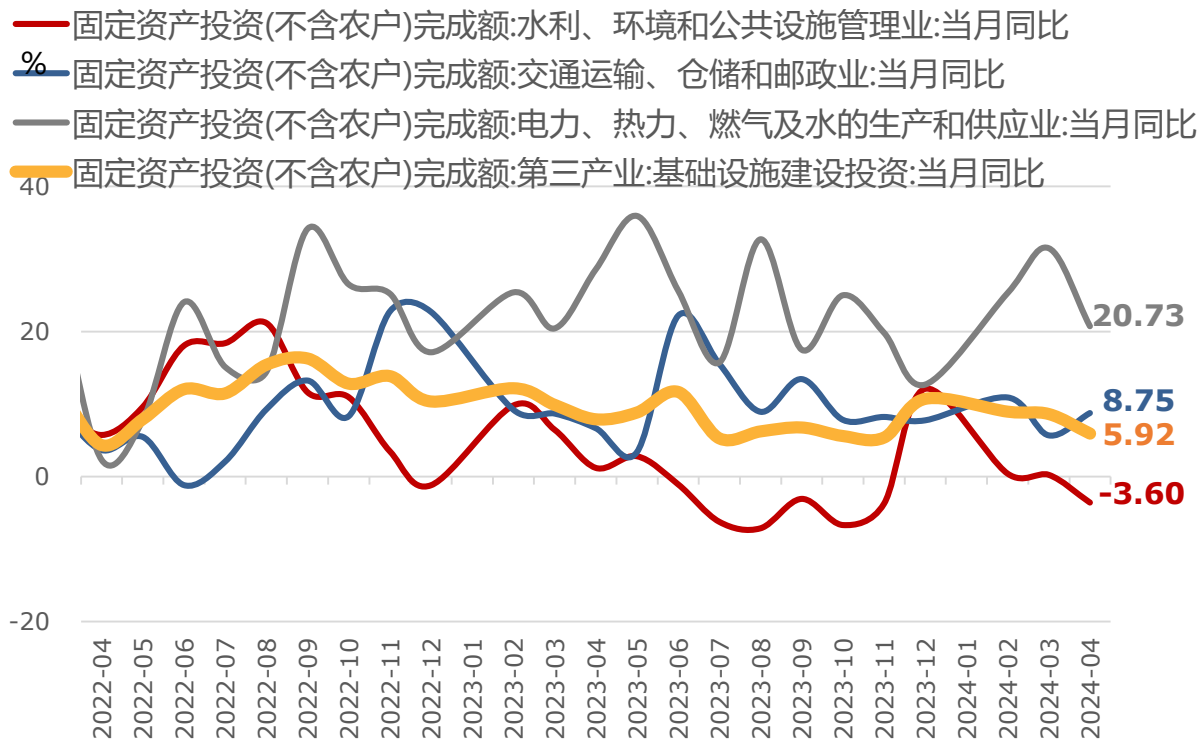
中游化学制品、有色加工、运输设备以及下游汽车、电子通信维持高增速

分行业工业增加值增速%		4月同比增速	较前值变化	两年复合增速	较前值变化
上游	煤炭开采和洗选业	1.5	3.1	0.4	0.9
	石油和天然气开采	0.7	-0.8	3.1	1.2
中游	农副食品加工	1.2	-4.0	-0.2	-0.2
	纺织业	6.6	4.1	1.7	2.0
	化学原料和制品	12.3	3.2	9.9	1.8
	橡胶和塑料制品	10.5	5.2	6.6	3.1
	黑色加工业	2.0	-1.3	3.1	-1.5
	有色加工业	11.4	0.2	9.4	0.3
	金属制品业	5.9	4.4	4.3	1.2
	通用设备制造	3.7	3.7	8.5	6.2
	专用设备制造	2.0	1.1	5.5	1.4
	运输设备制造业	13.2	4.6	11.3	2.7
	电气机械制造业	5.8	1.0	11.4	0.7
	电力热力生产供应	5.7	0.8	5.6	0.5
下游	食品制造业	4.8	-0.1	3.8	0.2
	医药制造业	4.9	1.8	-1.3	1.4
	汽车制造业	16.3	6.9	29.7	18.2
	计算机和电子通信	15.6	5.0	8.5	2.7
整体工业增加值		6.7	2.2	6.1	1.9

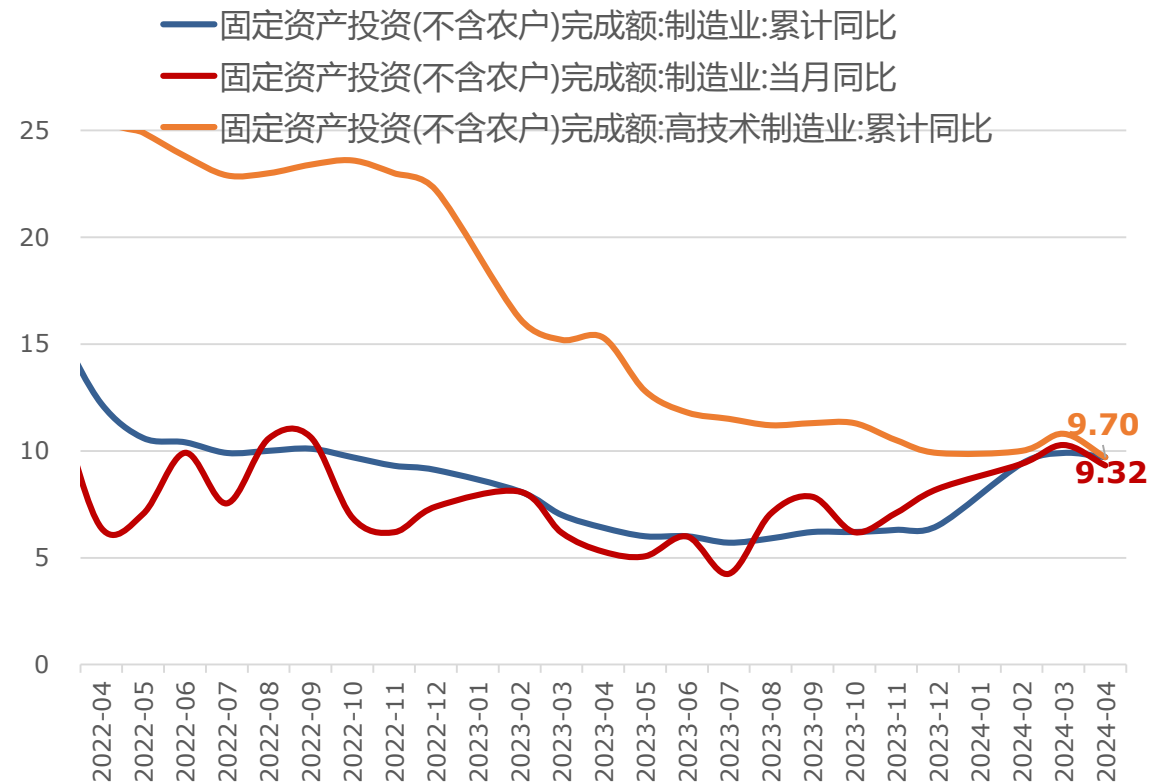
固定资产投资：4月投资增速边际回落，弱于市场预期

- 4月受天气、节假日等影响，项目进度偏缓，基建投资无论是当月同比还是两年复合增速均较前值有所回落，但仍提仍维持较高水平。随着特别国债及专项债发行提速，预计后续增速有望回升。
- 4月制造业投资亦环比回落但幅度较小，其中有色加工、化工、运输设备、通信电子均实现较高增速，与工业数据保持一致。

4月基建投资同比增速回落，其中水利、环境和公共设施管理业同比增速为负



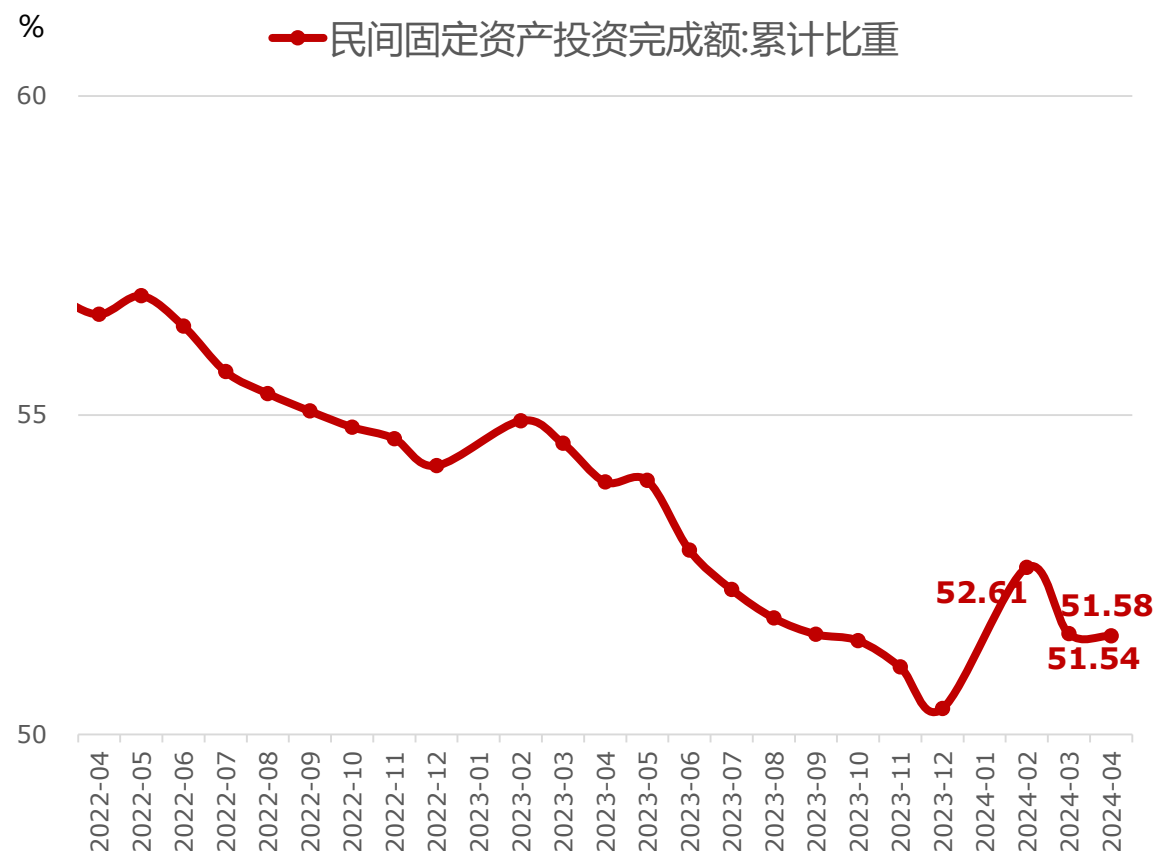
制造业投资当月同比增速由前值10.28%小幅回落至9.32%



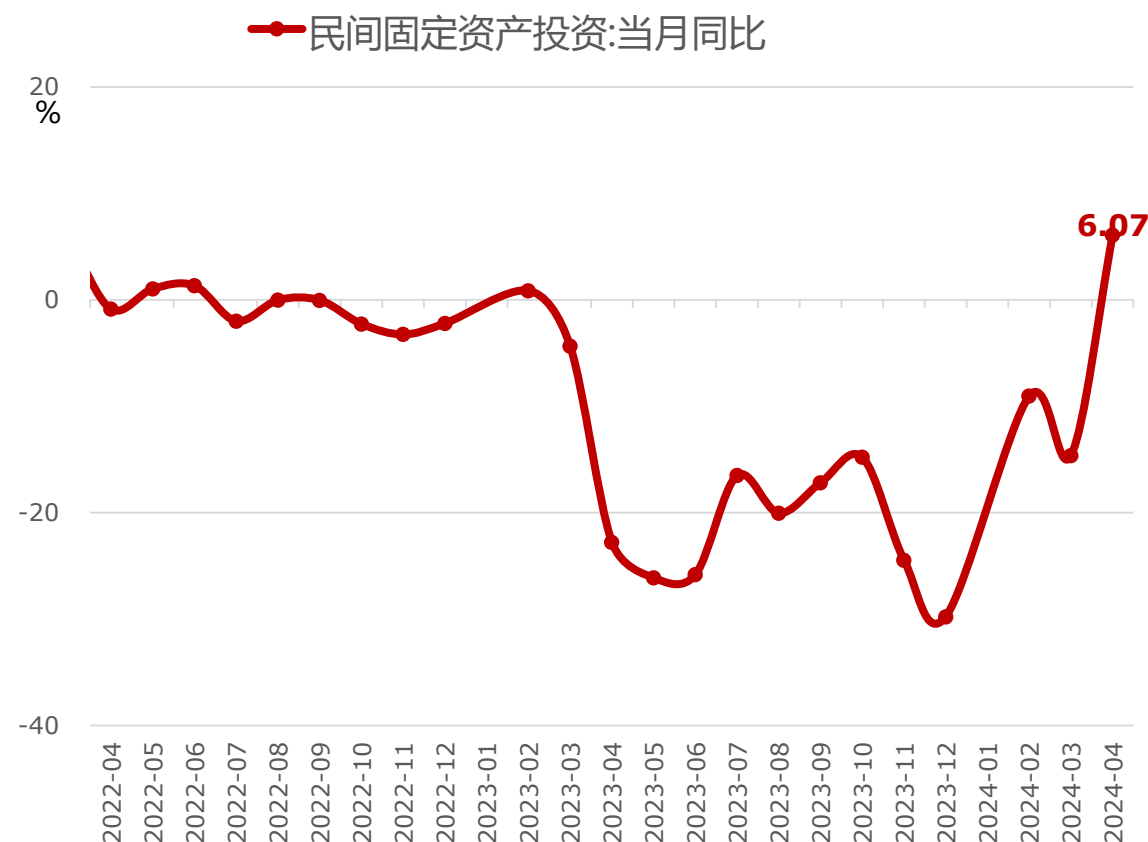
固定资产投资：民间投资同比增速止跌，累计比重磨底

- 民间投资占全国固定资产投资的比重较前值基本持平，民间投资当月同比增速自2023年3月转负以来首次进入正增长区间，说明市场信心的修复正在路上，观察后续民间投资活力改善情况。

民间投资占全国固定资产投资的比重较前值基本持平



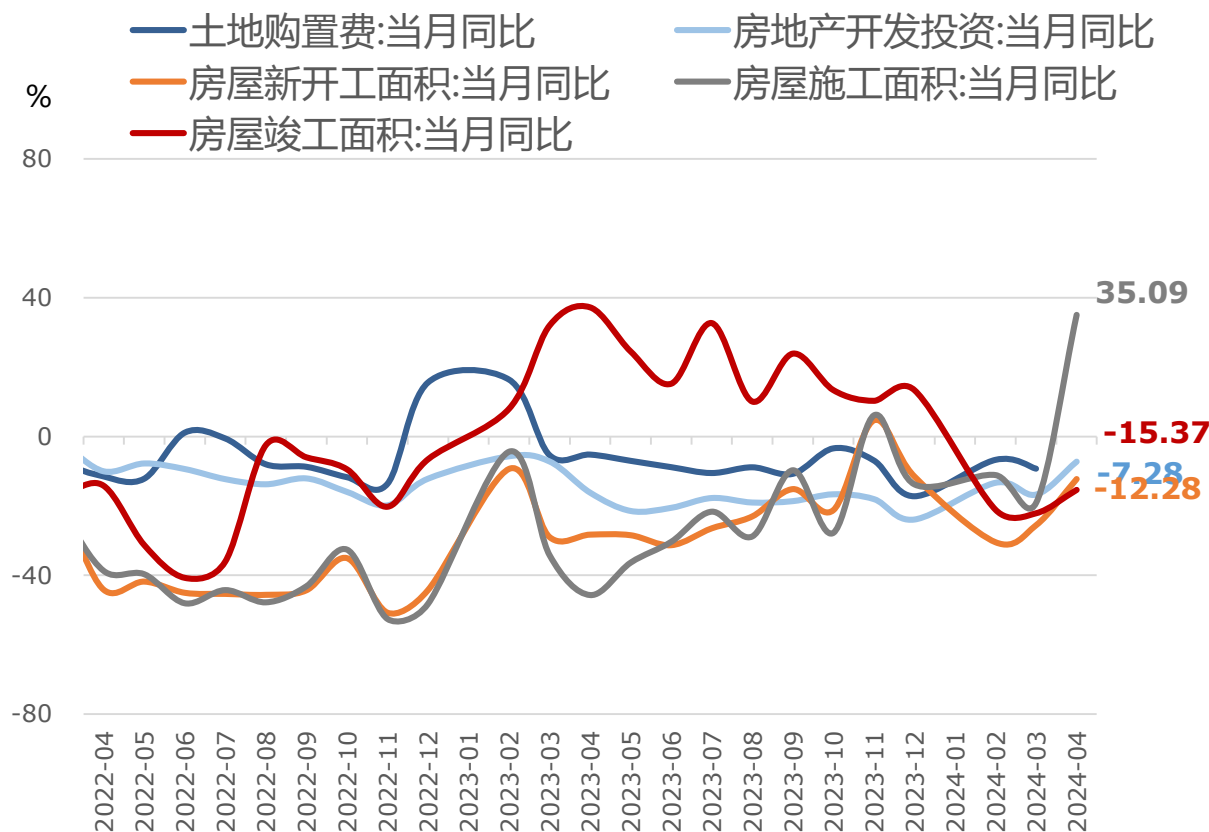
民间投资同比增速自2023年3月以来首次进入正增长



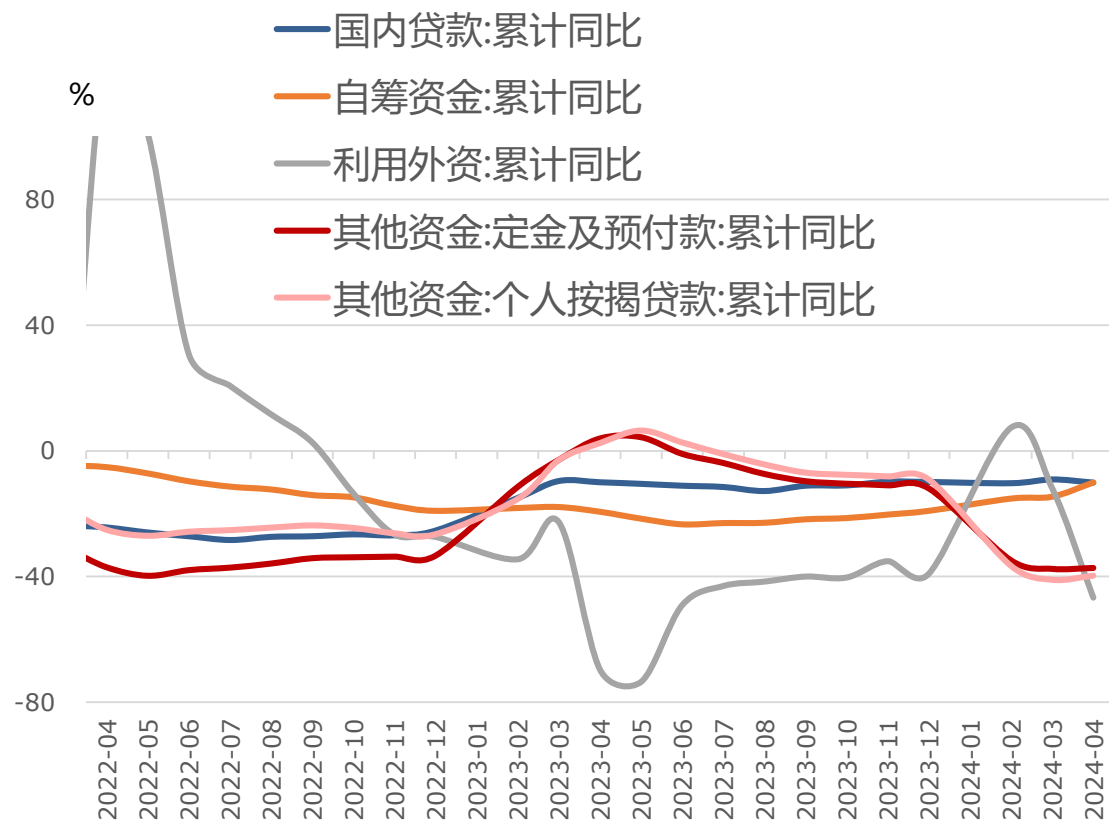
房地产：地产投资拖累明显，房企现金流仍旧承压

- 投资端，房地产投资持续形成拖累，4月开发投资累计同比降幅继续走阔。销售端，4月销售仍疲弱，销售面积及金额累计同比分别下降20.2%、28.3%，降幅均较前值走阔。资金端，房地产开发企业到位资金累计同比下降24.9%，其中销售回款有关资金流同比降幅近40%。

施工面积当月同比转正



房企资金来源累计降幅较前值小幅收窄但仍达-25%，现金流依然承压

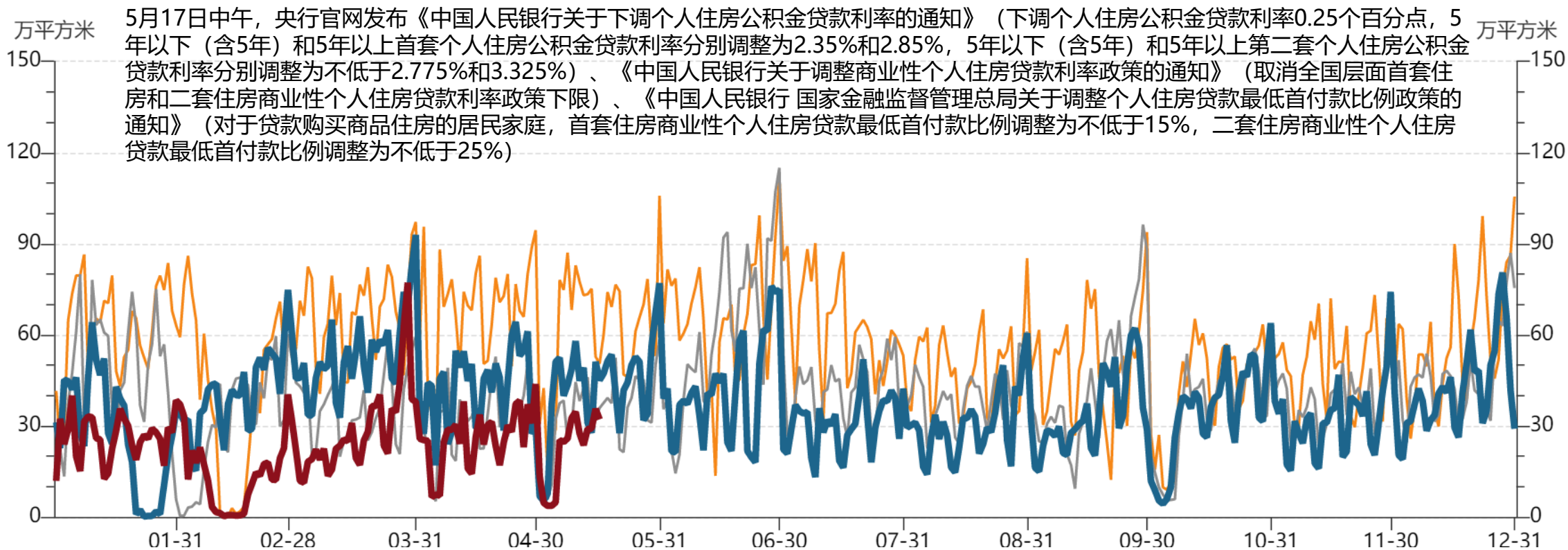


房地产：商品房销售成交活跃度历史低位

- 30大中城市商品房销售活跃度未见明显起色，4月及5月中上旬仍处过去四年同期低位水平。5月17日地产优化政策再度加码，密切关注后续销售市场变化。

30大中城市商品房销售活跃度仍处过去四年同期低位水平

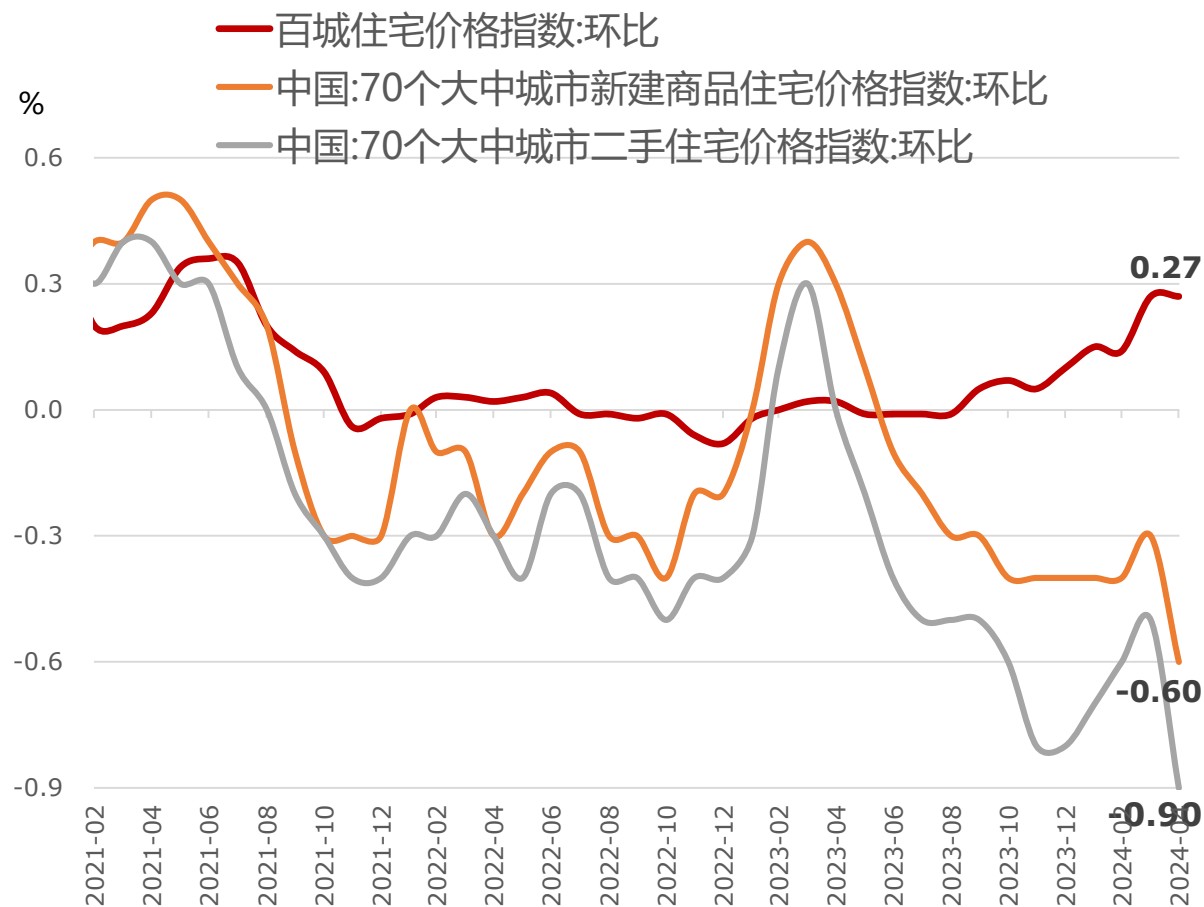
— 2021 — 2022 — 2023 — 2024



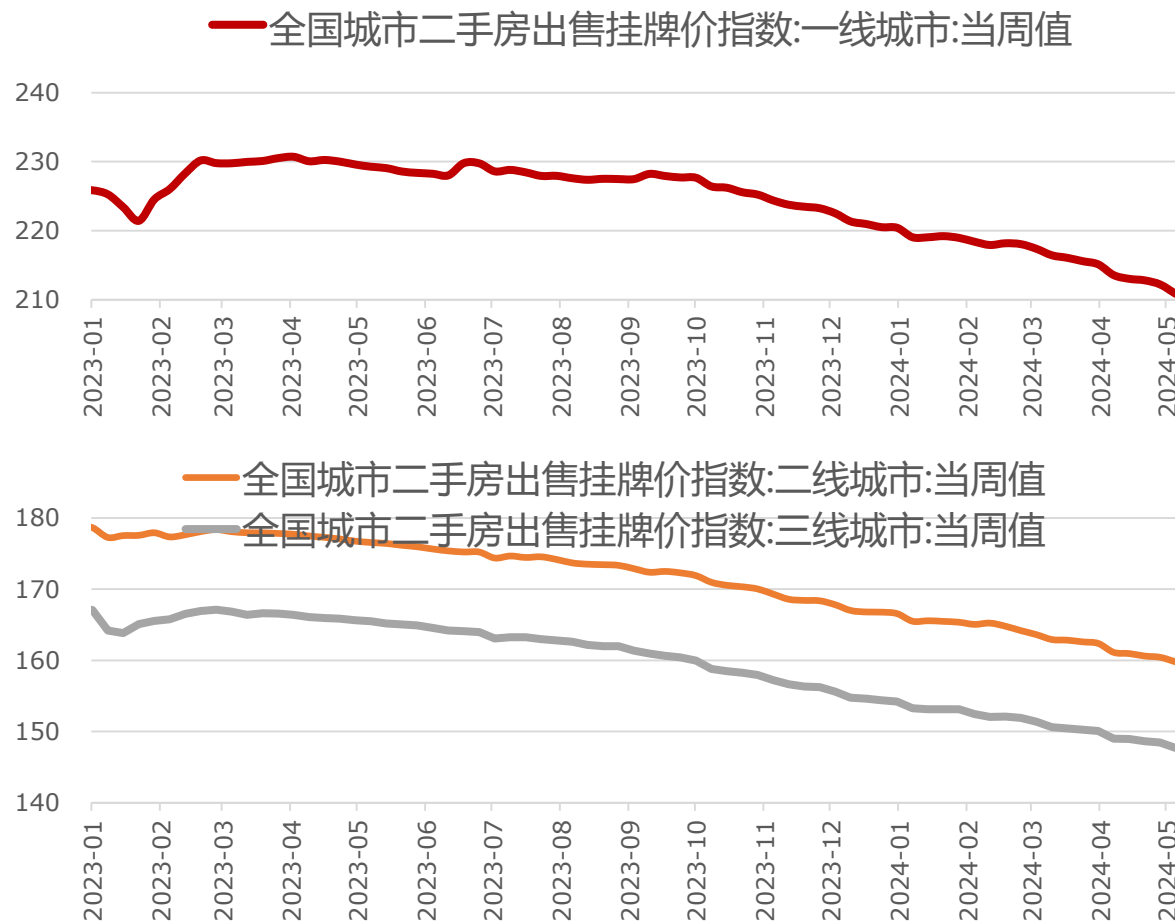
房地产：房价未能扭转颓势，70城住宅价格指数连续11个月环比下跌

- 4月70个大中城市中新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有64个和69个。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.6%和1.1%，二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.5%和0.9%，三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降0.6和0.9%，降幅均较前值走阔。

一手房及二手房价格指数分别连续11、12个月环比下跌



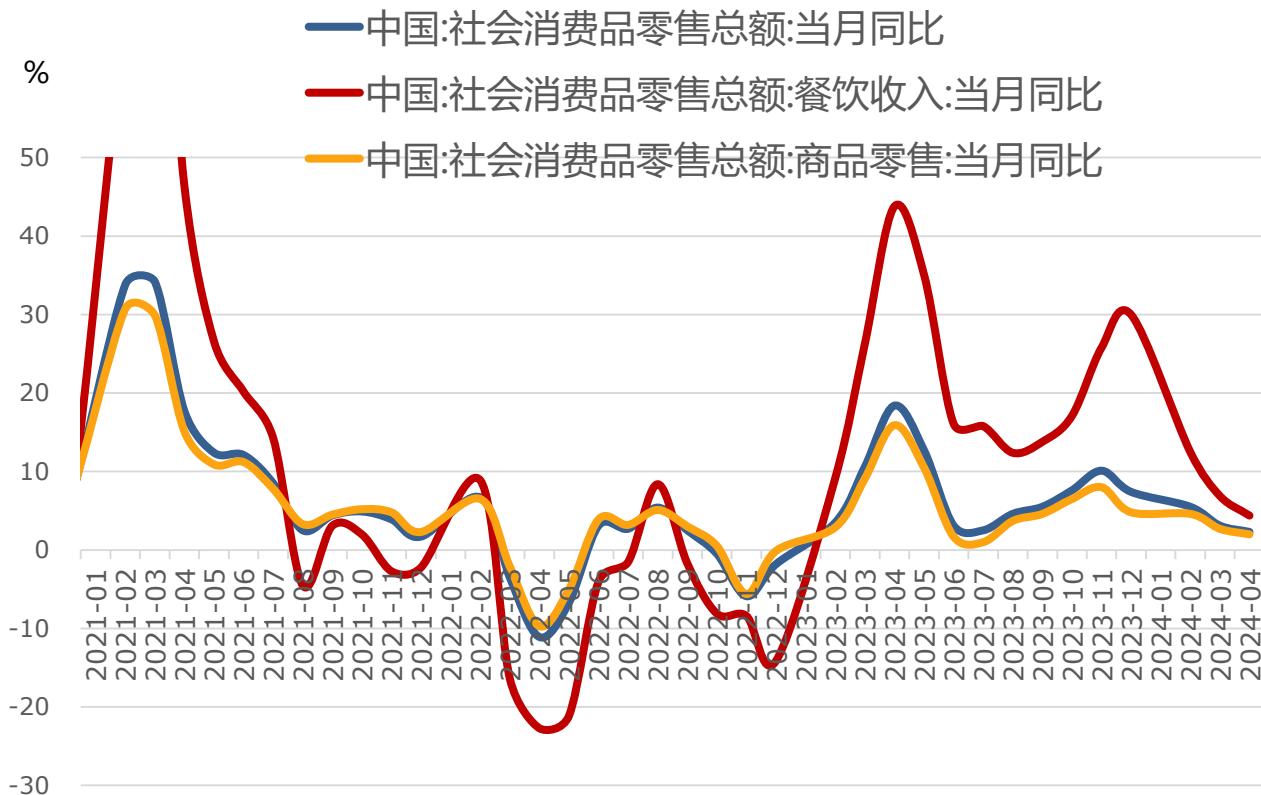
二手房挂牌量价指数自去年10月以来延续跌势



消费：消费复苏仍在进行时

- 4月社零同比增速较前值回落，两年复合增速高于前值，但幅度弱于市场预期。分结构看，餐饮消费在高基数作用下同比增速回落，商品中必选消费表现优于可选消费，其中，通讯器材消费同比增速走高，汽车消费同比增速转负，地产链相关建筑材料消费同比降幅走阔，家电、家电消费维持低速增长。

4月社零同比增速回落，商品零售与餐饮收入的差距趋收敛



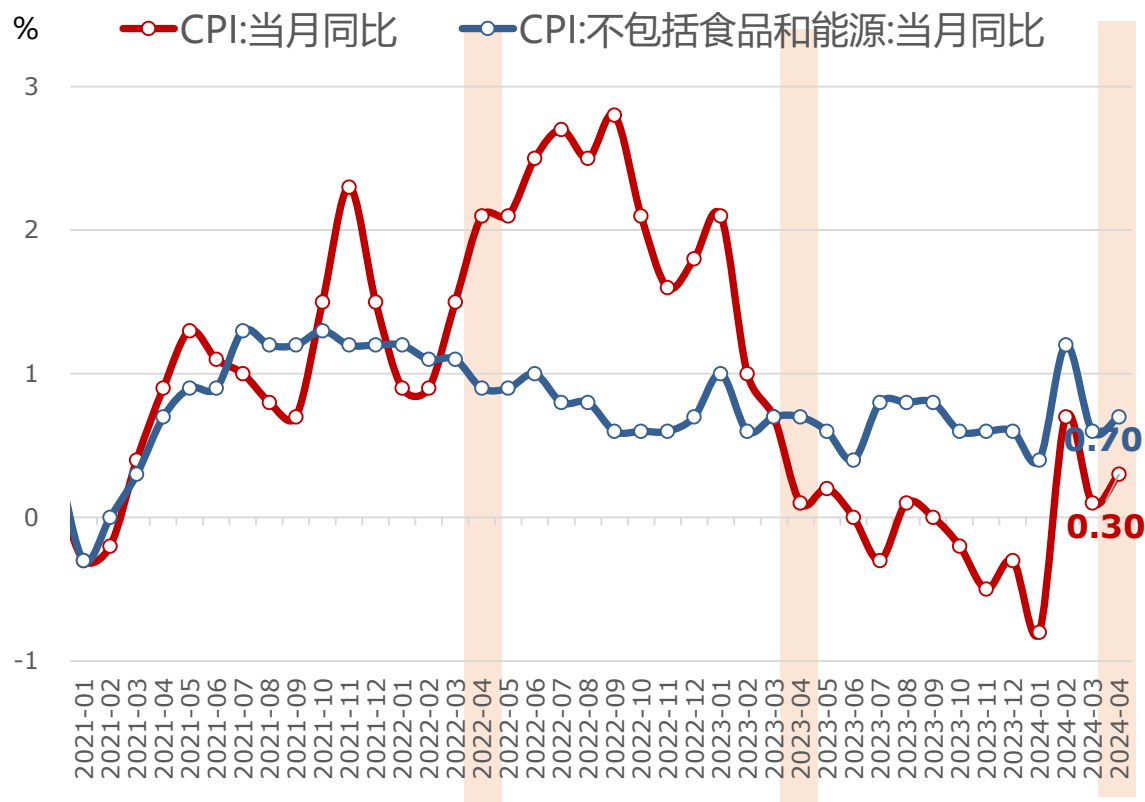
从当月同比看，餐饮消费同比增速回落，通讯器材同比增速回升，汽车消费出现同比转负，建筑材料消费同比降幅走阔

消费零售增速%		4月同比增速	较前值变化	两年复合增速	较前值变化
必选消费	食品粮油	8.5	-2.5	5.9	-1.1
	饮料	6.4	0.6	2.1	1.8
	烟酒	8.4	-1.0	14.3	4.4
	服装纺织	-2.0	-5.8	15.1	4.2
	日用品	4.4	0.9	8.3	3.4
可选消费	餐饮	4.4	-2.5	22.5	6.3
	化妆品	-2.7	-4.9	14.0	4.8
	金银珠宝	-0.1	-3.3	20.8	1.5
	通讯器材	13.3	6.1	17.5	10.2
	汽车	-5.6	-1.9	16.8	11.8
	家电	4.5	-1.3	3.9	4.9
	家具	1.2	1.0	-0.4	1.4
	建筑材料	-4.5	-7.3	-7.6	-2.9
整体社零		2.3	-0.8	10.0	3.3

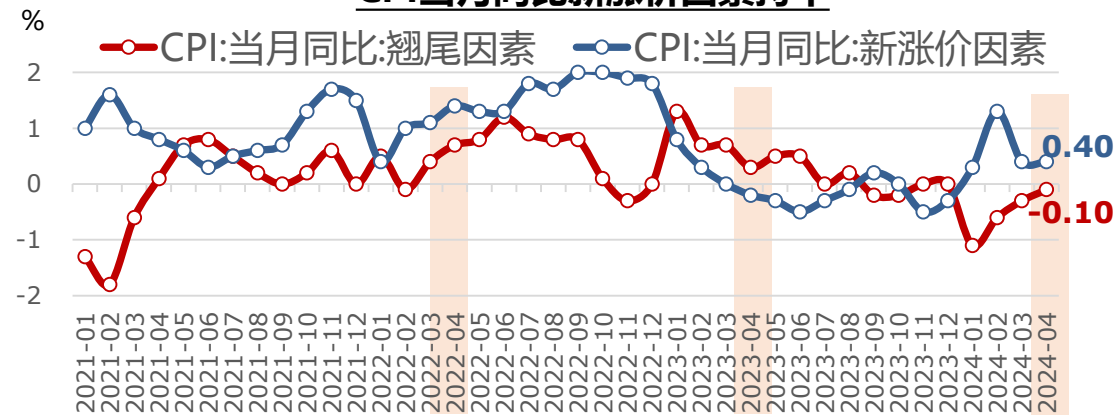
物价：4月CPI同比略超预期但整体仍偏弱运行

- 4月CPI同比增速有所回升，略超市场预期且强于季节性，其中新涨价因素持平，翘尾因素拖累有所收窄。

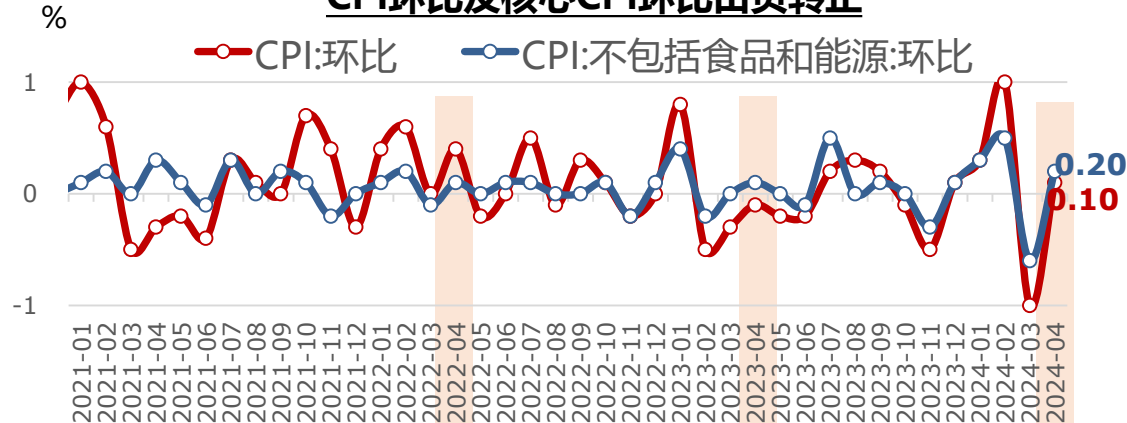
4月CPI同比增速由前值+0.1%回升至+0.3%，核心CPI同比由前值+0.6%回升至+0.7%



CPI当月同比新涨价因素持平



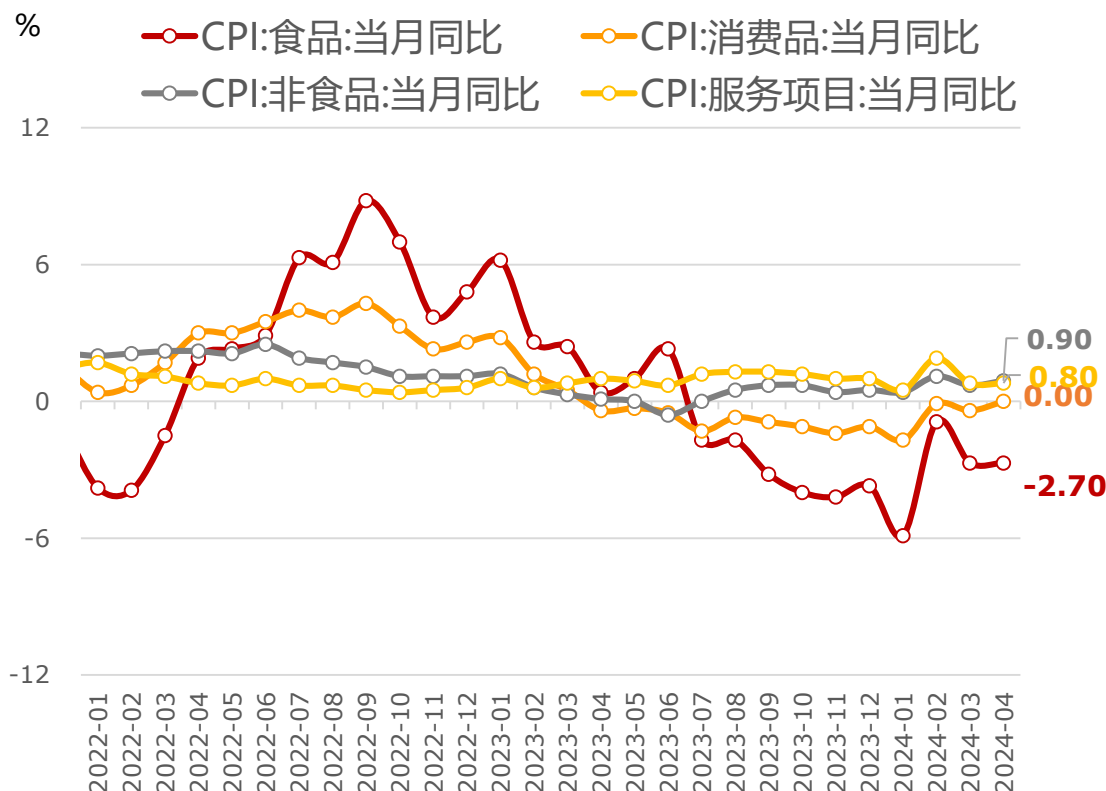
CPI环比及核心CPI环比由负转正



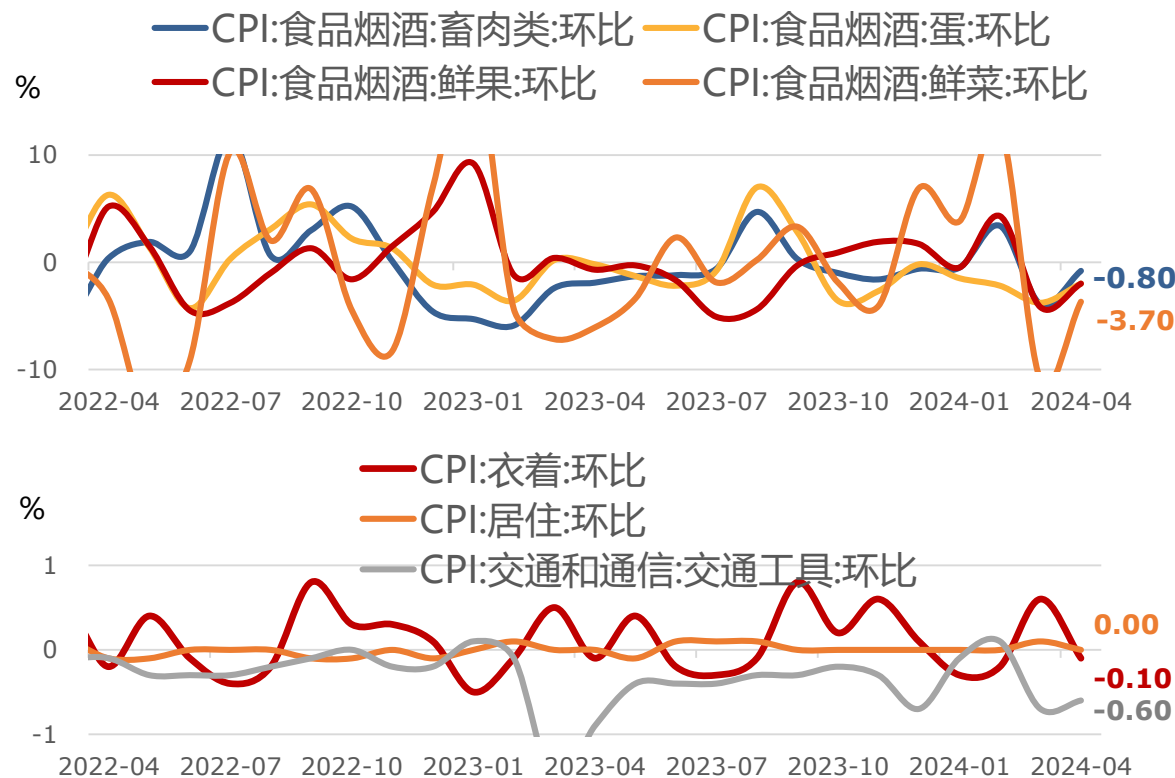
物价：CPI环比回升主要受食品价格降幅收窄、出行服务价格及国际金价油价上涨带动

- 从环比看，食品市场供应总体充足，鲜菜、猪肉、鸡蛋、鲜果和水产品价格继续环比下跌但降幅收窄，受小长假期间出行增多影响，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格均由降转涨，受国际金价和油价提振，国内金食品和汽油价格环比继续上涨，家电、汽车价格持续走低

食品价格同比跌幅持平，其中猪肉价格同比由负转正；衣着、居住、教育文化娱乐、医疗保健分别同比上涨1.6%、0.2%、1.8%、1.6%，交通通信价格同比上涨0.1%



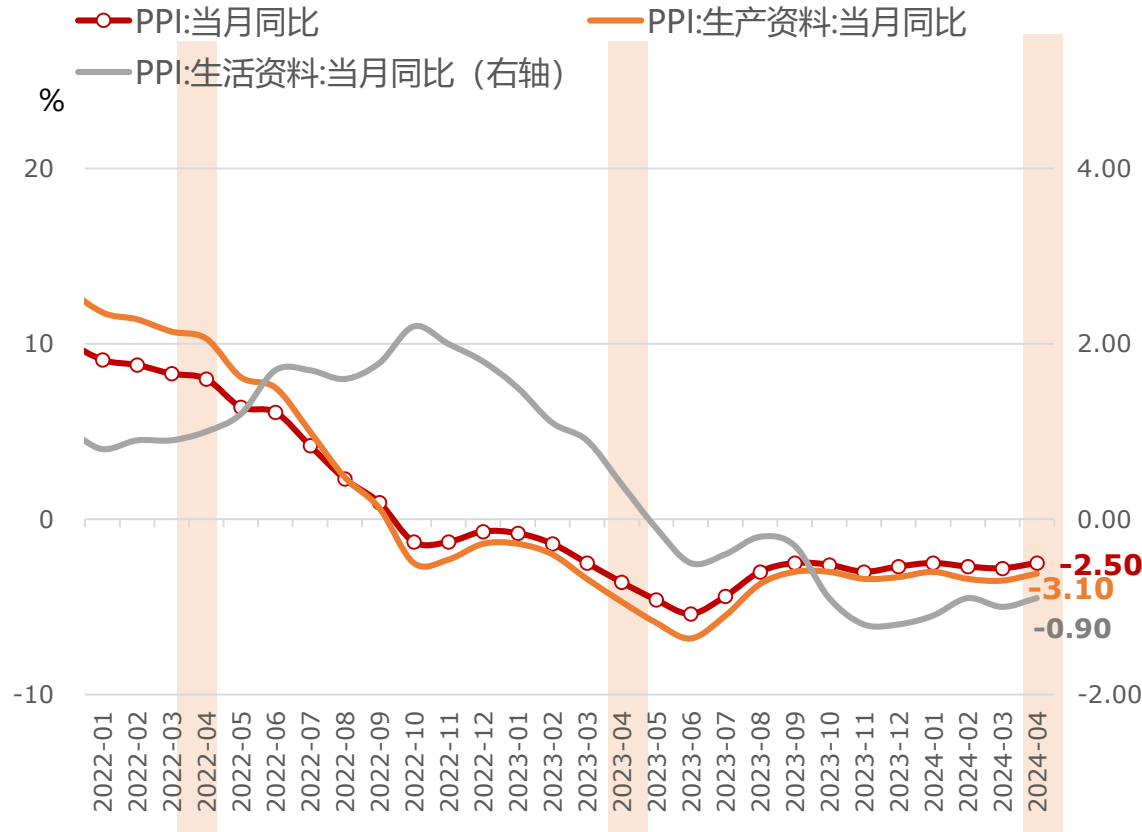
从环比看，食品供应较为充分，食品价格环比降幅收窄，旅游价格由负转正，租赁房租价格持平，交通工具价格持续为负



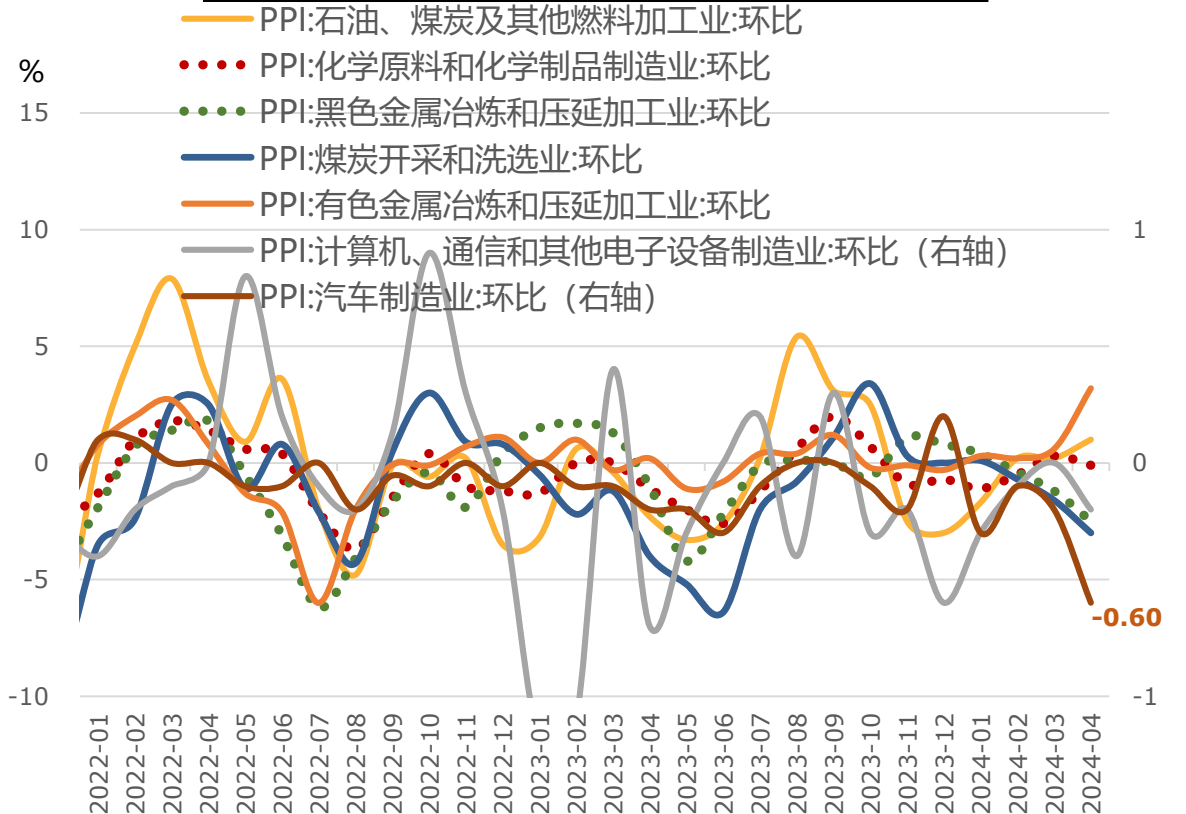
物价：4月PPI环比降幅扩大，同比降幅有所收窄

■ 4月份，工业生产继续恢复，部分行业需求阶段性回落，全国PPI环比有所下降，同比降幅收窄。环比来看，国际输入性因素带动国内石油、有色金属相关行业价格继续上涨；煤炭供应充足，电煤需求季节性回落，煤炭开采和洗选业价格下降；钢材市场供需略有改善，价格有所上涨，全月平均仍为下降；汽柴油车整车制造、新能源车整车制造价格继续环比下降。

PPI当月同比由前值-2.8% 收窄至-2.5%，生产资料同比降幅收窄0.4个百分点至-3.1%，生活资料同比降幅收窄0.1个百分点至-0.9%



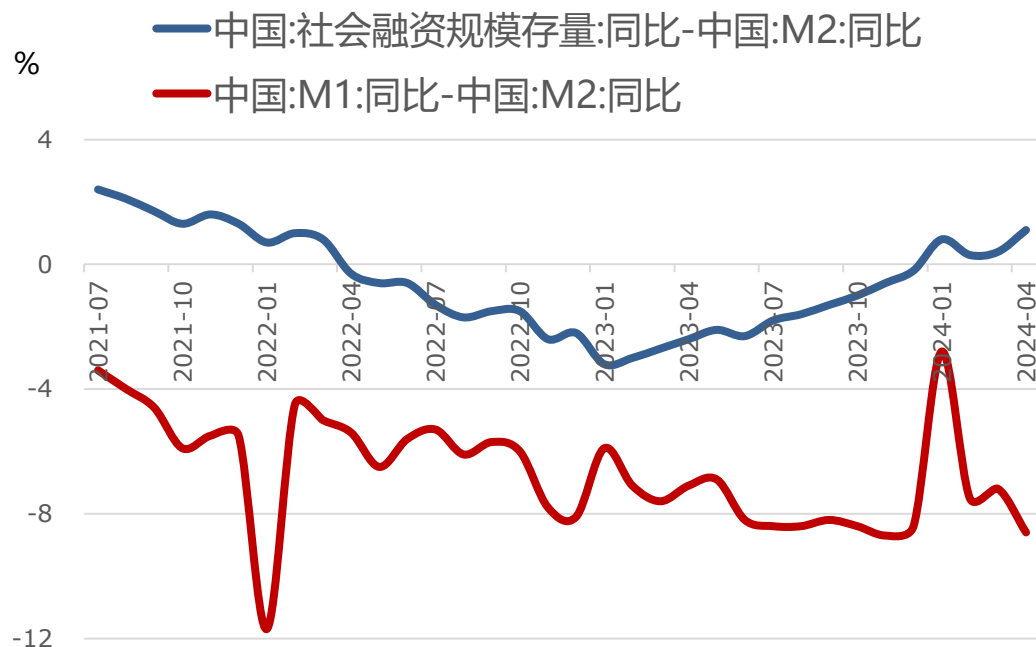
上游采选业价格环比分化，中游有色加工业价格环比上涨，黑色加工价格环比下跌，下游汽车制造业价格环比继续为负



金融：社融增量首次为负，受信贷导向及受季节性影响

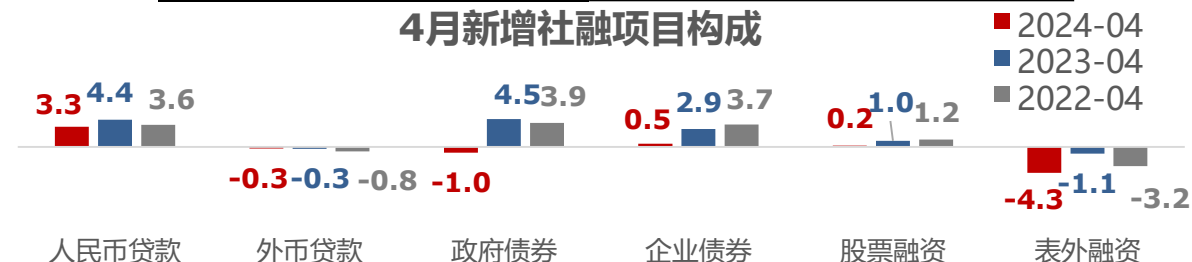
- 4月存量社融同比增速8.3%，较前值回落0.4个百分点，M2同比增速7.2%，较前值回落1.1个百分点，M1同比增长-1.4%，较前值回落2.5个百分点，M1与M2回落部分与打击高息揽储有关。
- 4月新增社融首次出现负值，以政府债融资、表外融资为拖累项，同时信贷亦出现明显同比少增，这一方面受季节性及其基数作用影响，表外净融资收缩的主要为表外票据，该项季节性特征明显，3月净融资增多下4月净融资自然回落，而去年同期财政扩张处于加速阶段，使得政府债融资继续同比减少。另一方面，信贷节奏放缓是“防空转”导向下“挤水分”的结果，包括叫停“手工加息”、核算优化调整等影响，体现监管对信贷总量合理增长、均衡投放、盘活存量、提高效率的导向。居民端新增贷款同比多减，与房地产市场偏弱一致，企业短期贷款同比多减，中长期贷款持续同比少增，除“挤水分”外暗示实体真实融资需求仍有不足。结合货币政策执行报告对信贷的导向，预计二季度信贷增速继续放缓。

M1和M2剪刀差继续拉大



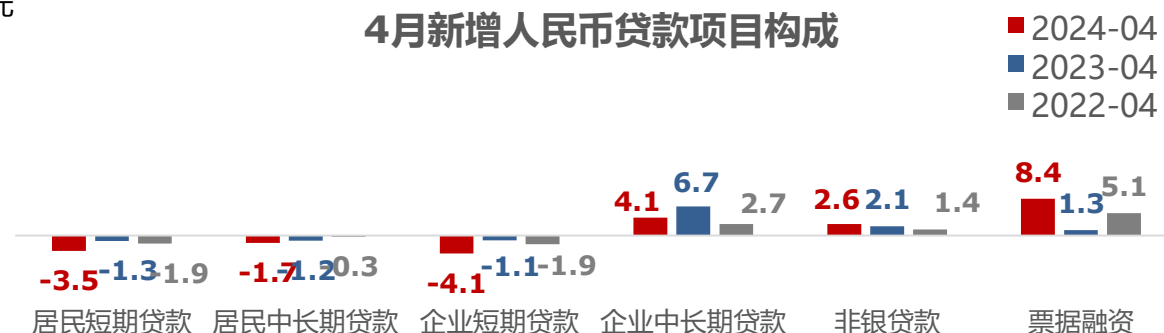
千亿元

4月新增社融-1987亿元，非标融资和政府债融资净减少



信贷口径新增人民币贷款7300亿元，票据融资冲量再度出现

千亿元



第三部分

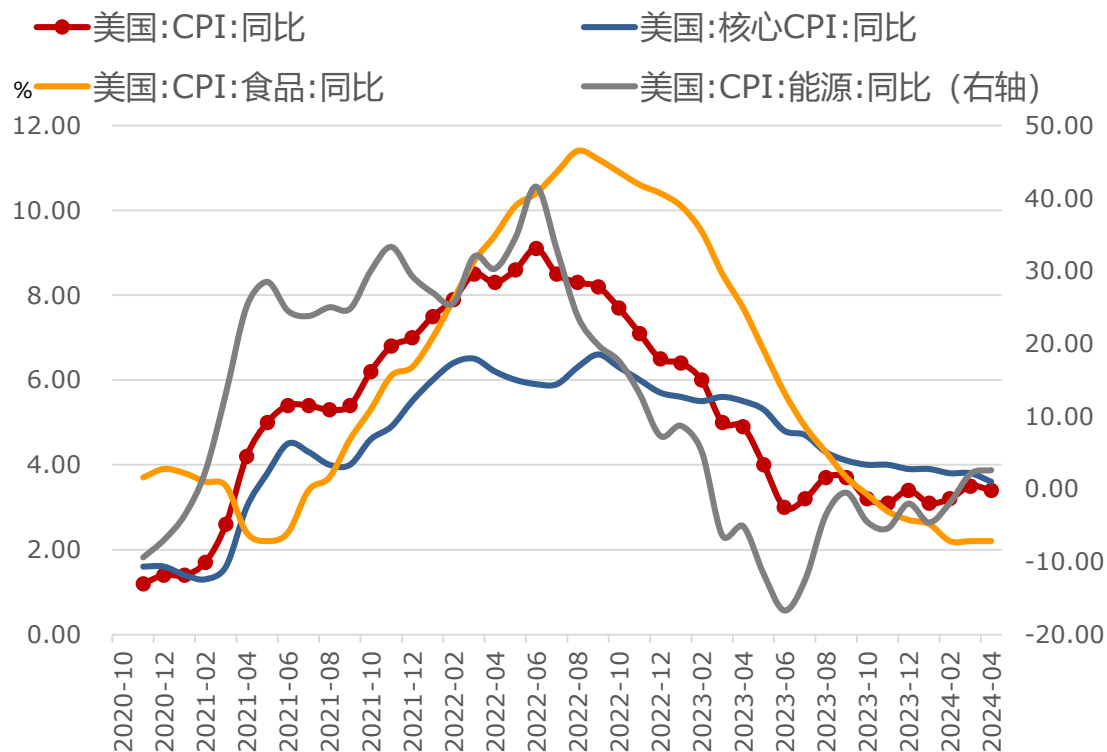
美国通胀数据及降息预期



美国4月通胀降温，再通胀担忧边际缓和

- 美国4月通胀数据降温，CPI同比增速在连续两个月回升后回落，符合预期，CPI环比及核心CPI环比回落，幅度略超预期。从环比分项看，食品价格增速回落，能源价格增速持平，核心商品价格环比继续为负，主要受二手车、家具价格回落拖累，核心服务价格仍具粘性但增速环比回落，住房及ex住房价格增速均环比有所回落。该数据使得市场对再通胀的担忧边际缓和，但单月数据波动仍处正常范围，未能说明通胀受控节奏发生变化。

美国4月末季调CPI同比上涨3.4%，低于前值符合预期；未季调核心CPI同比上涨3.6%，低于前值略低于预期



美国4月核心CPI环比分项

	权重	2024年4月	2024年3月
核心CPI	79.6%	0.29	0.36
服装	2.6%	1.20	0.65
新车	3.6%	(0.45)	(0.17)
二手车	1.9%	(1.38)	(1.11)
家具	3.5%	(0.39)	(0.12)
药品	1.3%	0.45	0.16
住房	36.1%	0.38	0.42
房租	7.6%	0.35	0.41
等价房租	26.6%	0.42	0.44
学校住宿及酒店	1.5%	(0.16)	0.08
医疗	6.5%	0.45	0.56
娱乐	3.2%	0.34	0.06
教育通讯	5.0%	0.23	0.20
运输服务	6.5%	0.86	1.52

降息预期边际小幅提高，市场双向波动仍大

- 随着通胀数据回落，市场对美联储降息的预期概率边际提高、预期时点亦小幅提前。目前市场对6月降息预期概率为9%，对8月降息预期概率30%，对9月降息预期概率为68%，9月继续作为市场博弈的关键时点。

数据反复说明美国通胀受控节奏不确定性仍大

	通胀	零售消费	非农就业	ADP就业
23年5月	同比略低于预期	环比高于预期	新增非农大幅超预期，小时工资符合预期	高于预期
6月	全面低于预期	环比低于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	显著高于预期
7月	环比持平符合预期	环比高于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	高于预期
8月	核心CPI同环比小幅超预期	环比高于预期	新增非农略超预期，小时工资增速放缓	低于预期
9月	CPI环比小幅超预期	大幅超预期	新增非农超预期，小时工资持平低于预期	低于预期
10月	超预期回落	环比转负但降幅低于预期	新增非农低于预期，小时工资持平低于预期	低于预期
11月	符合预期	环比转正，高于预期	新增非农及小时工资高于预期	低于预期
12月	超预期反弹	环比同比回升，高于预期	新增非农超预期，时薪增长快于预期	高于预期
24年1月	环比回升超预期	环比收缩	新增非农及时薪增长超预期	低于预期
2月	超预期回升	环比回升但弱于预期	新增非农超预期，时薪环比下降	低于预期
3月	CPI及核心CPI环比均超预期	超预期	新增非农大幅超预期，时薪增长符合预期	高于预期
4月	环比增速低于预期	环比增速弱于预期	新增非农不及预期	

截至5月17日利率期货隐含对降息的预期概率

截至5月17日	6月	8月	9月	11月	12月
400-425					0.2%
425-450				0.4%	4.0%
450-475			1.1%	6.7%	19.6%
475-500		2.0%	15.8%	29%	37.6%
500-525	8.9%	27.6%	50.7%	43.8%	30.1%
525-550 (目前)	91.1%	70.4%	32.4%	20.1%	8.5%

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司 联系电话：021- 68905325 办公地址：上海市自由贸易试验区福山路388号，向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	杭州城星路营业部 联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	上海陆家嘴营业部 联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室	广东金融高新区分公司 联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房
深圳营业部 联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	佛山分公司 联系电话：0757-83607028 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B	清远营业部 联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号
肇庆营业部 联系电话：0758-2270761 办公地址：肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	北京分公司 联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	郑州营业部 联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话：0532-88910060 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	四川分公司 联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	机构业务部 联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部 联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业三部 联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业四部 联系电话：020-22836187 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理（上海）有限公司 联系电话：021-50390172 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦22层2201室

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn