

经济延续修复 财政支持将增加

摘要:

作者: 宏观与大类资产研究中心 李彦森

执业编号: F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式: 010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2024年5月23日星期四

4月经济数据分化,工业增加值加速增长,城镇固定资产投资、社会零售消费增速下滑。当月实际产出推动名义产出大幅加速,有助于企业总体营收和利润改善,且未来价格支持将会加强。产销率和出口交货值明显超季节性,内需短期放缓下,外需带动力进一步增强。原材料行业去库速度放慢,主要制造业持续加库存。投资增速放缓主要是基建投资影响,与短期财政放慢步伐有关。制造业投资受经济转型、升级和低融资成本带动,整体维持向上趋势。地产市场仍面临短期压力,但降首付、降公积金利率等和存量房收储相继明确,或成为支持市场触底的关键。消费增量偏低受到商品拖累,与汽车等价格调降和地产后周期消费品持续走弱相关。消费倾向回归常态,就业、收入增速仍较慢,需继续等待就业和收入进一步改善并对消费形成实质支撑,消费-收入-消费的内生逻辑待加强。消费品以旧换新政策落地情况也将影响消费斜率。CPI和PPI均有改善,再通胀态势不变。货币与财政均维持宽松,且特别国债即将开始发行。综合来看,基建放缓是短期风险,消费或维持稳定而非持续走弱,外需带动仍在增强,地产反弹的概率上升。总需求回升仍有利于供给改善,全球库存周期转向加库存方向不变。长周期看经济仍处于缓慢上行中,基准预期下2024年GDP实际同比增速完成5.0%既定目标概率较高,未来地产反弹高度将决定经济超预期程度。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分	加库存周期延续 宏观供需改善	3
一、	外需继续带动产出加速	3
一、	投资短期回落但不必过于悲观	4
二、	地产以外消费偏弱 收入仍有制约	7
三、	进出口回归正增长 外需带动不变	8
第二部分	低基数作用开始助力通胀反弹	9
一、	服务价格带动增加 CPI 反弹符合预期	10
二、	低基数收窄 PPI 跌幅 新涨价因素待显现	11
第三部分	财政宽松开始发力 货币宽松仍在路上	11
一、	社融短期回落 未来将受政府融资带动	12
二、	预算内财政持稳 赤字将带动支出	13

第一部分 加库存周期延续 宏观供需改善

4 月经济数据分化，工业增加值加速增长，城镇固定资产投资、社会零售消费增速下滑。当月实际产出推动名义产出大幅加速，有助于企业总体营收和利润改善，且未来价格支持将会加强。产销率和出口交货值明显超季节性，内需短期放缓下，外需带动力进一步增强。原材料行业去库速度放慢，主要制造业持续加库存。投资增速放缓主要是基建投资影响，与短期财政放慢步伐有关。制造业投资受经济转型、升级和低融资成本带动，整体维持向上趋势。地产市场仍面临短期压力，但降首付、降公积金利率等和存量房收储相继明确，或成为支持市场触底的关键。消费增量偏低受到商品拖累，与汽车等价格调降和地产后周期消费品持续走弱相关。消费倾向回归常态，就业、收入增速仍较慢，需继续等待就业和收入进一步改善并对消费形成实质支撑，消费-收入-消费的内生逻辑待加强。消费品以旧换新政策落地情况也将影响消费斜率。

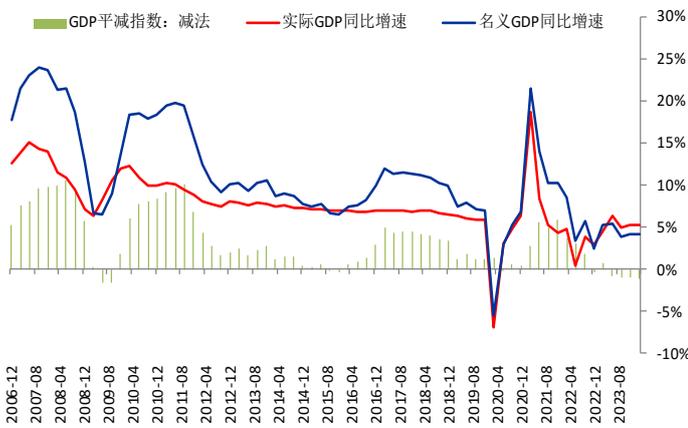


图1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

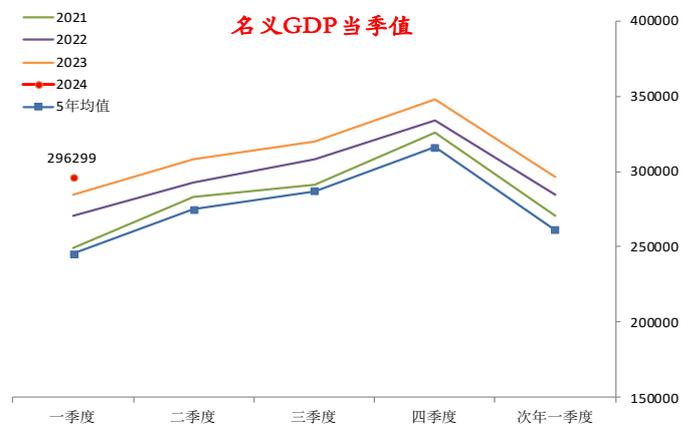


图2 名义 GDP 季度增量
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2024	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.30%	6.50%	6.00%	6.00%	5.96%
		6.00%	5.50%	5.50%	5.58%
		5.50%	5.00%	5.00%	5.19%
		5.00%	4.50%	4.50%	4.80%
		4.50%	4.00%	4.00%	4.41%

表1 不同情境下的全年 GDP 增速预期
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

一、外需继续带动产出加速

4 月名义产出增速大幅加快，主要受实际产出带动，价格因素影响仍有限。这有助于企业部门总体营收和利润改善，且未来价格支持将会加强。产销率和出口交货值明显超季节性，内需短期放缓下，外需带动力进一步增强。部分原材料行业库存周期短期仍在去化，但速度有所放缓。主要制造业位于主动加库存阶段，其中工业装备相关产品强势，侧面印证全球制造业周期上行的逻辑。终端消费品则基本持稳。预计

工业装备、半导体等先进制造业仍是未来主要增长空间。我们预计主要行业尤其是面向出口的制造业加库速度将加快。原材料行业仍需关注地产情况。总体产出增速稳中有升。大规模设备更新的影响或已经在显现。此外伴随政府增量资金到位，地产以外投资拉动将回归，外需带动力则维持不变。

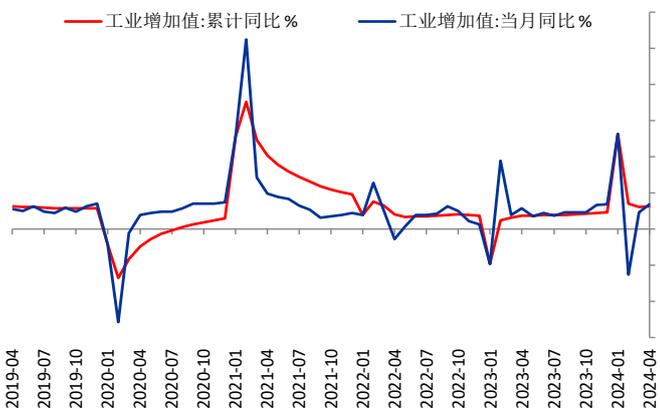


图3 中国工业增加值同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

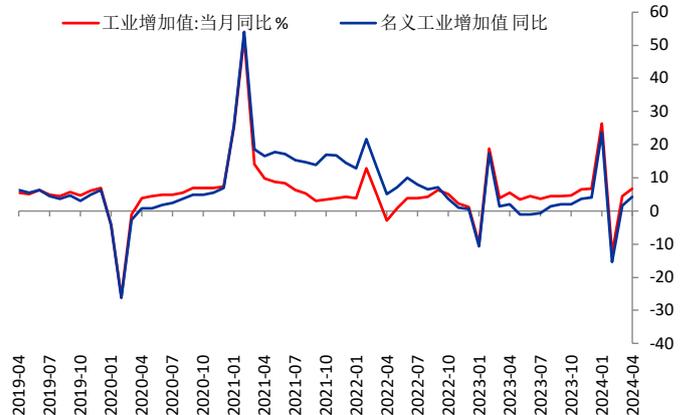


图4 实际和名义工业增加值

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方同比	下游行业					中游行业										上游行业						
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动
2024/04	4.8	1.2	6.6	4.9	16.3	3.7	2.0	5.8	15.6	13.2	5.7	2.0	11.4	-1.5	10.5	12.3	1.5	0.7	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
2024/03	4.9	5.2	2.5	3.1	9.4	0.0	0.9	4.8	10.6	8.6	4.9	3.3	11.2	-2.8	5.3	9.1	-1.6	1.5	6.7	9.9	-2.0	7.3
2024/02	7.3	2.3	6.6	-3.5	9.8	4.1	2.0	4.6	14.6	11.0	7.8	8.7	12.5	3.9	13.1	21.0	1.4	3.0	7.7	5.8	2.4	1.4
2023/12	4.4	-0.8	1.7	-3.3	20.0	4.6	3.6	10.1	9.6	5.6	5.8	2.1	12.9	0.3	9.9	11.0	5.8	3.5	16.6	3.8	-3.2	-12.8
2023/11	3.8	-0.5	2.1	-8.1	20.7	0.8	1.9	10.2	10.6	12.7	9.2	5.1	10.2	-0.6	7.4	9.6	5.2	1.8	11.6	2.7	-2.7	-12.7
2023/10	4.7	0.7	2.0	-10.4	10.8	-0.1	2.7	9.8	4.8	9.6	0.9	7.3	12.5	-1.1	6.0	12.1	3.3	0.4	12.8	9.5	-2.4	-8.0
2023/09	6.4	1.2	0.8	-7.7	9.0	0.0	1.6	11.5	4.5	2.6	4.6	9.9	8.4	-1.7	6.0	13.4	1.4	3.4	1.3	-0.9	-5.9	6.6
2023/08	2.5	3.1	1.4	-6.2	9.9	-0.8	-0.5	10.2	5.8	3.1	0.2	14.5	8.8	-1.6	5.4	14.8	1.6	7.2	-2.1	-0.9	-5.6	-1.4
2023/07	0.0	3.0	-0.3	-3.5	6.2	-1.4	1.5	10.6	0.7	1.0	4.6	15.6	8.9	-3.4	3.6	9.8	0.4	4.2	6.1	-1.2	-10.5	6.7
2023/06	3.1	2.2	-0.4	-2.1	8.8	-0.2	3.4	15.4	1.2	4.7	5.4	7.8	9.1	-0.4	3.0	9.9	2.0	4.1	0.0	-7.8	-8.5	5.9
2023/05	0.1	-1.3	-1.8	-4.4	23.8	6.1	3.9	15.4	0.0	7.6	5.2	3.1	7.1	-2.6	2.5	3.9	-1.6	3.7	-2.4	-10.3	-10.7	1.7
2023/04	2.9	-1.6	-3.0	-7.2	44.6	13.5	9.1	17.3	1.8	9.5	5.5	4.3	7.4	-0.6	2.9	7.5	-0.6	5.5	-0.2	-10.9	-8.5	1.8
2023/03	2.5	-4.9	-3.1	-8.3	13.5	4.6	7.3	16.9	1.2	8.6	5.3	6.0	7.0	3.8	1.7	7.1	0.7	2.2	5.1	-2.8	-6.6	5.5
2023/02	3.7	0.3	-3.5	-3.1	-1.0	-1.3	3.9	13.9	-2.6	9.7	2.3	5.9	6.7	0.7	-3.5	-0.7	5.0	4.2	7.3	-0.5	-2.2	24.0
2022/12	-0.1	-2.0	-3.0	-1.4	-5.9	-3.4	-0.5	10.8	1.1	2.0	8.6	2.8	6.3	-1.8	-7.3	11.0	3.7	6.7	21.0	1.0	-4.1	22.1
2022/11	-2.0	-2.9	-4.7	-3.2	4.9	-0.9	2.3	12.4	-1.1	-2.9	-1.0	9.4	9.4	1.6	-3.4	10.8	5.5	7.2	25.8	-3.0	-5.0	8.1
2022/10	0.3	-2.0	-4.2	1.6	18.7	2.0	3.0	16.3	9.4	0.5	4.1	10.2	6.8	3.1	-0.8	9.8	3.0	6.7	16.7	-2.1	-3.6	16.7
2022/09	2.7	1.5	-1.6	-7.5	23.7	2.3	4.9	15.8	10.6	7.6	2.2	10.6	7.8	0.8	1.4	12.1	7.7	4.5	22.3	-2.2	2.1	2.4
2022/08	2.5	-2.3	-5.1	-13.1	30.5	0.8	4.5	14.8	5.5	5.8	15.3	-1.3	3.6	-5.0	-1.2	3.8	5.8	2.3	9.6	8.3	-3.6	14.4
2022/07	2.8	-0.8	-4.8	-10.3	22.5	-0.4	4.0	12.5	7.3	7.6	10.4	-4.3	2.3	-3.8	-1.5	4.7	11.0	4.5	4.0	6.8	-1.1	10.9
2022/06	3.0	-0.3	-3.9	-8.5	16.2	1.1	6.0	12.9	11.0	6.7	3.2	0.6	4.9	-3.7	1.0	5.4	11.2	3.6	16.2	8.0	-1.7	2.0

表2 工业增加值分项数据

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

一、投资短期回落但不必过于悲观

4月投资增速放缓，增量弱于季节性。基建投资增速放缓较多，制造业投资增速也减慢，房地产投资负增长显著收窄。短期财政或为后期资金蓄力而放慢步伐，4月政府融资负增长也暗示该情况，但预计即将到位的财政资金支持下，基建增速不会持续下降。制造业投资受经济转型、升级和低融资成本带动，整体维持向上趋势，但短期仍需关注“挤出效应”带来的波动。地产投资弱势不改，仍为总投资的拖累项。地产投资跌幅虽有收缩，但主要分项并无明显改善，短期地产市场仍面临压力。但政策宽松力度加大，降首付、降公积金利率等相继出台，且存量房收储开始进入视野，该政策或成为支持市场触底的关键。此外基数回落后期主要指标同比增速开始修复，该变动预计将延续。但长期看，受到人口回落、城市化转向平稳

等影响，地产下行周期不变。

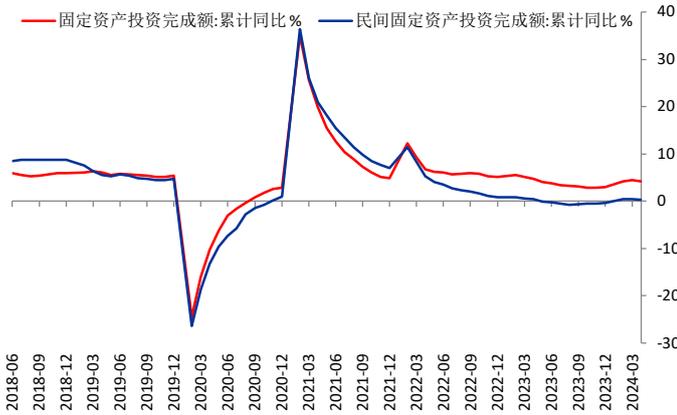


图5 固定资产和民间固定资产投资增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

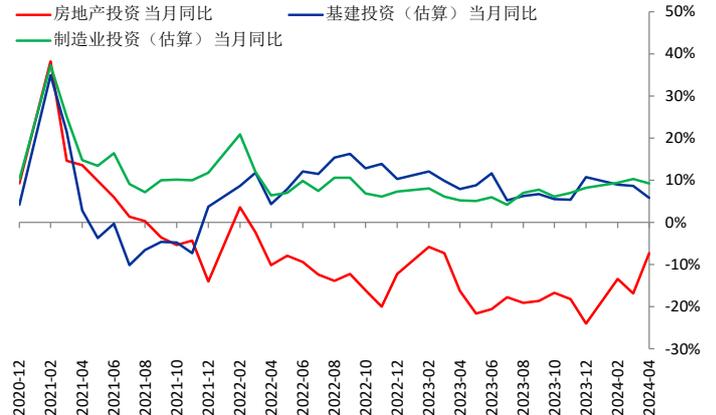


图6 主要的三个投资分项（当月同比）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

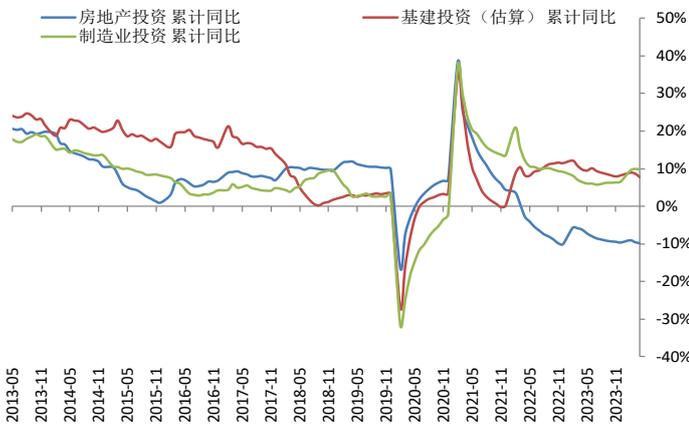


图7 主要的三个投资分项（累计同比）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

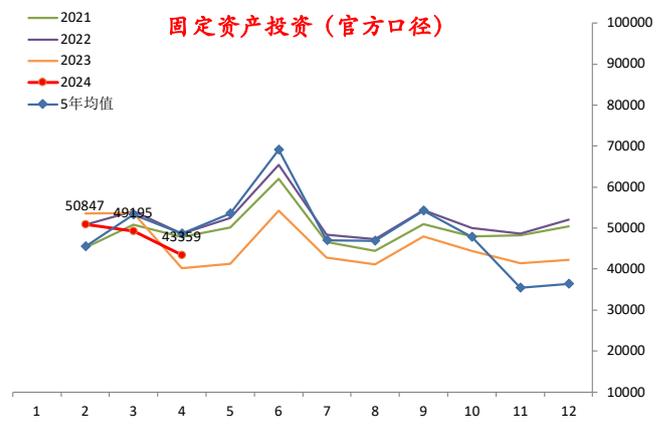


图8 固定资产投资季节性（官方口径）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

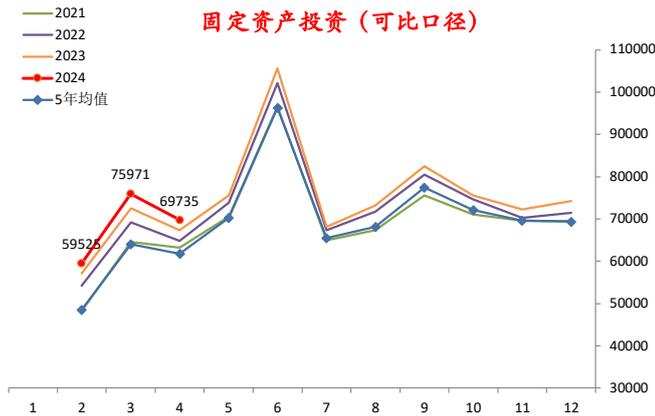


图9 固定资产投资季节性（可比口径）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

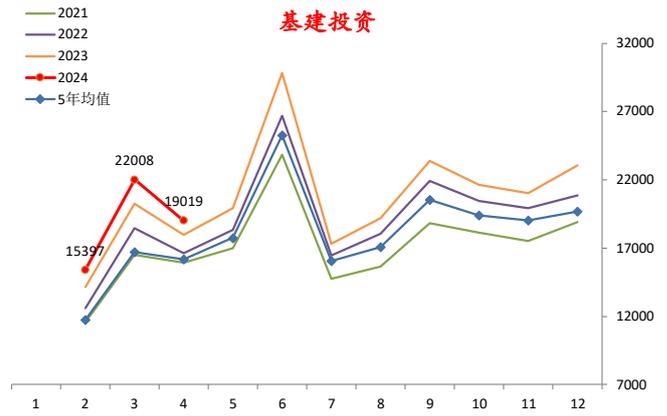


图10 基建投资季节性
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

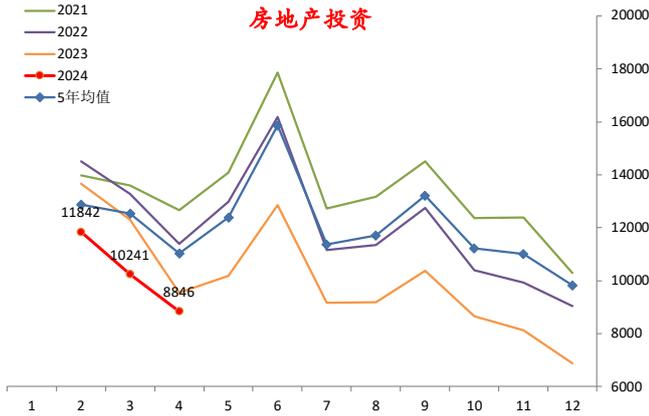


图 11 房地产投资季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

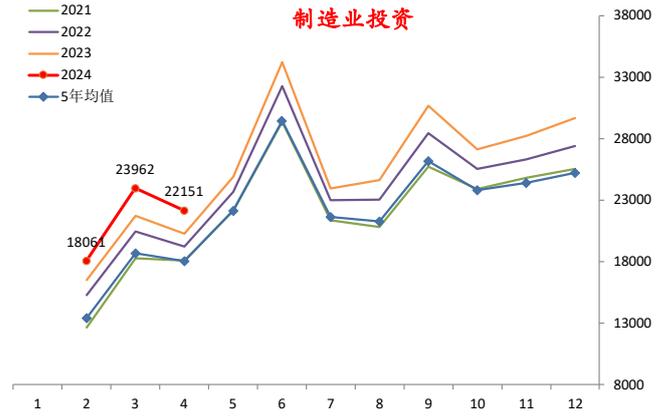


图 12 制造业投资季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

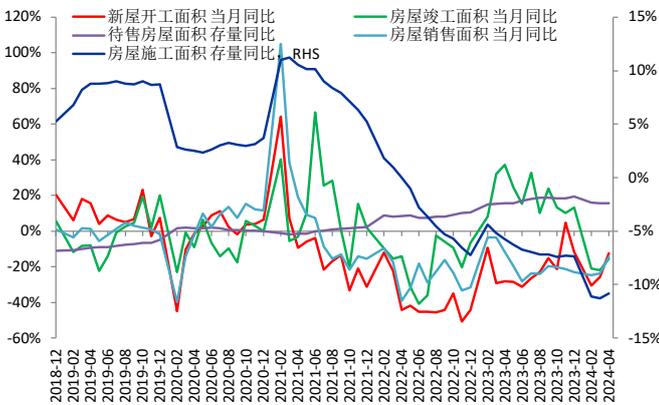


图 13 房地产行业五大指标

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

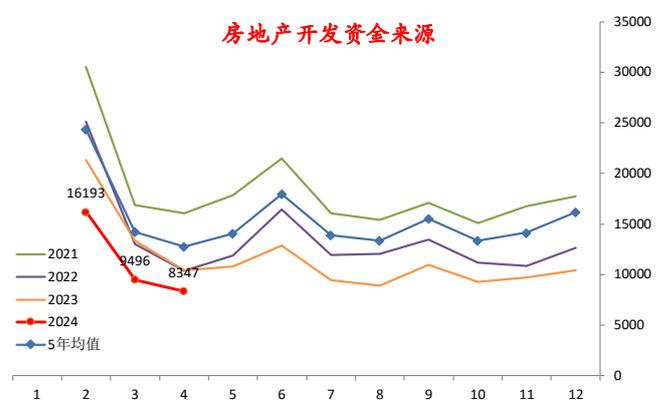


图 14 房地产开发资金来源季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

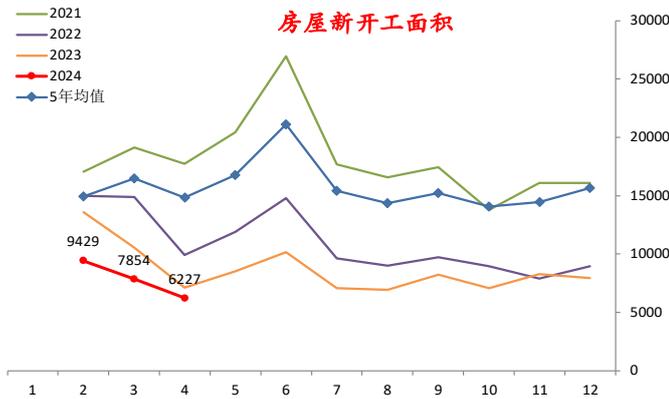


图 15 新屋开工季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

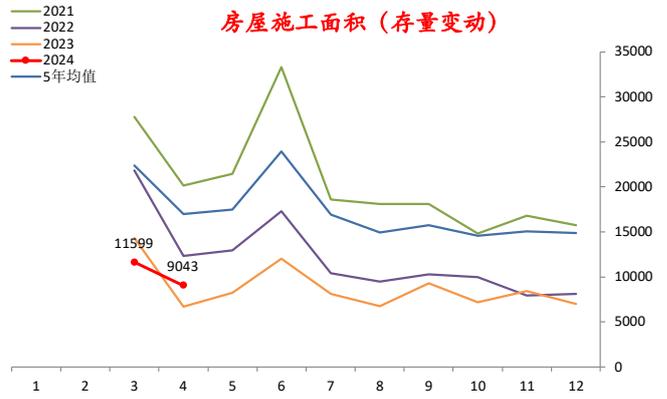


图 16 房屋施工季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

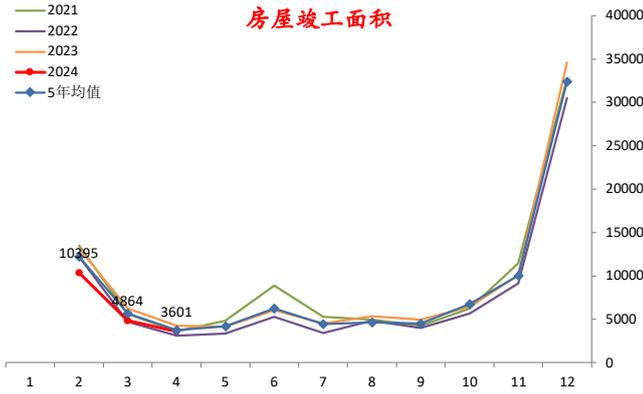


图 17 房屋竣工季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

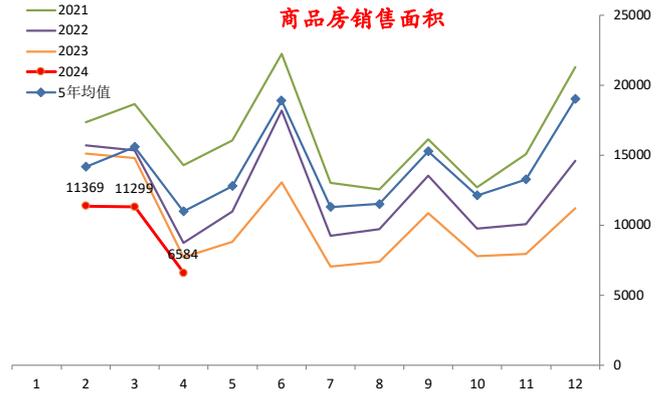


图 18 房屋销售季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、地产以外消费偏弱 收入仍有制约

4 月社消增量偏低，盖过基数影响令同比增速回落。分项情况显示，消费增量偏低受到商品消费拖累更多，其中包括两方面因素。一是汽车等价格调降的因素仍在。二是建材、家电、家具等地产后周期分项继续走弱。此外，部分改善性消费偏弱显示假期前服务消费可能挤占商品消费空间。往后看，5 月受假期影响消费或将出现回升，尤其是服务消费存在较大反弹空间。但商品消费仍弱于预期且有待改善，特别是耐用品消费。内生逻辑上看，消费倾向回归常态，就业、收入增速仍较慢，需继续等待就业和收入进一步改善并对消费形成实质支撑，消费-收入-消费的内生逻辑待加强。此外，消费品以旧换新政策落地情况也将影响消费斜率。预计全年消费对经济增长贡献不变。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量的不利因素，消费习惯改变、消费升级进程则决定消费结构变动。

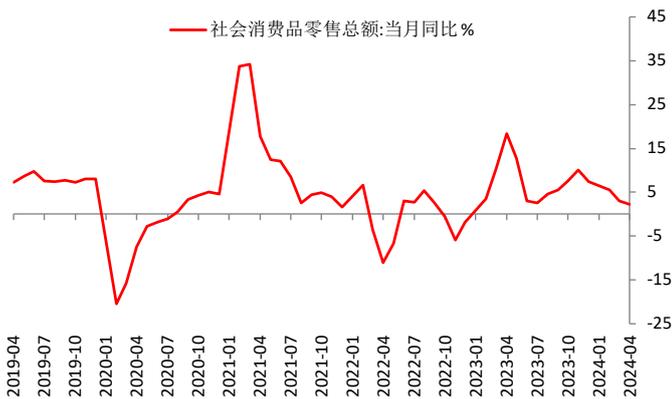


图 19 社消总额同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院



图 20 社消总额累计同比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2024-03	9.60	6.50	0.70	3.40	14.20		3.00	5.80	2.40	3.80	4.50	6.90	2.70
2024-02	9.00	6.90	-0.70	4.00	11.30	3.70	4.60	5.70	2.10	8.70	5.00	12.50	4.60
2023-12	5.20	3.20	2.70	5.10	11.20	4.80	2.80	0.50	-7.80	5.90	6.60	30.00	4.80
2023-11	5.10	2.80	3.60	4.70	10.70	6.10	2.80	0.60	-7.80	6.20	6.50	25.80	8.00
2023-10	5.20	2.40	3.60	6.20	9.90	6.30	2.90	0.30	-7.50	5.30	6.40	17.10	6.50
2023-09	5.30	2.00	3.50	6.80	8.30	7.20	3.10	-0.60	-7.90	4.60	6.50	13.80	4.60
2023-08	4.90	1.20	3.90	7.50	8.00	6.80	3.40	-0.40	-7.80	4.90	6.20	12.40	3.70
2023-07	4.90	1.30	4.20	7.20	9.40	7.40	3.20	0.00	-7.30	5.50	6.20	15.80	1.00
2023-06	4.80	1.00	5.00	8.60	10.50	8.60	3.80	1.00	-6.70	6.80	7.50	16.10	1.70
2023-05	4.70	0.40	6.80	9.70	11.00	10.50	4.50	-0.20	-6.60	8.90	9.60	35.10	10.50
2023-04	6.00	0.60	6.20	9.30	10.10	10.40	4.30	-0.30	-4.50	5.40	11.00	43.80	15.90
2023-03	7.50	1.80	5.10	5.90	5.80	13.40	4.60	-1.70	-2.40	-2.30	10.30	26.30	9.10
2023-02	9.00	5.20	3.90	3.80	1.00	12.80	5.20	-1.90	-0.90	-9.40	10.90	9.20	2.90

表3 社会零售消费分项（限额以上企业）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

三、 进出口回归正增长 外需带动不变

4月进出口同比增速均回归正增长，边际增量均超过季节性。贸易顺差则维持季节性反弹走势。结构上看，汽车出口继续刷新单月历史最高记录，上升势头保持不变。家电出口明显超季节性增长。半导体相关出口维持高位。地产后周期和工业中间品表现亮眼受全球经济修复和美国地产市场反弹支持。新兴优势产业出口带动力不变。进口金额回升受价格和原材料进口量双向带动长。国内经济加库存仍有利于大宗原材料和工业中间品进口。总体上看，4月出口增速的反弹，基数回落推升同比，新增量带动仍在。该表现与PMI中海外订单、海运费、韩越出口等影子指标依然一致。出口继续受全球经济和贸易修复带动。全球库存周期共振性向上将带给外需更多改善空间。外需仍将是总需求的重要支持。国内加库存以及大宗商品价格中枢抬升，推动名义进口增长。我们对出口乐观态度没有改变，认为外贸维持强势是年内经济的重要特征，全年出口增速将会回正。

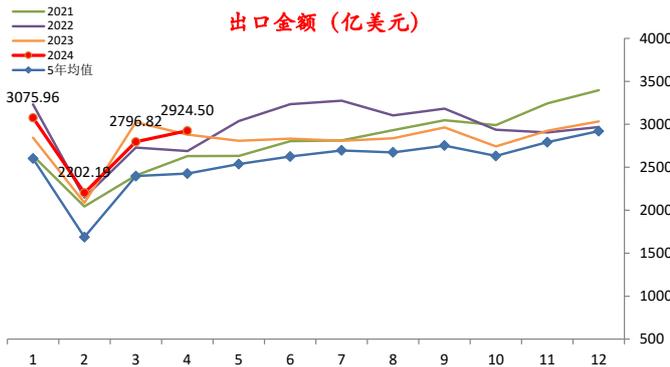


图 21 出口金额的季节性表现

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

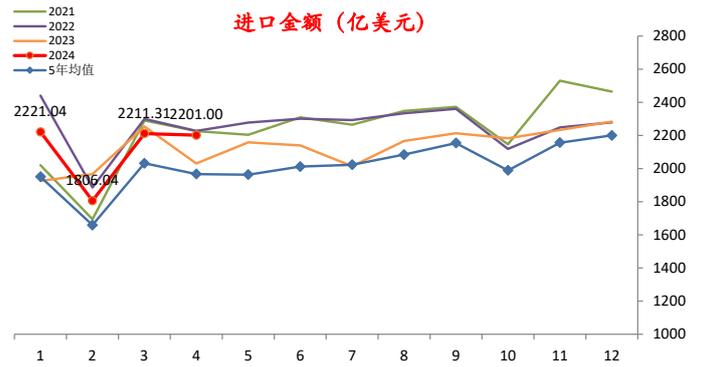


图 22 进口金额的季节性表现

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

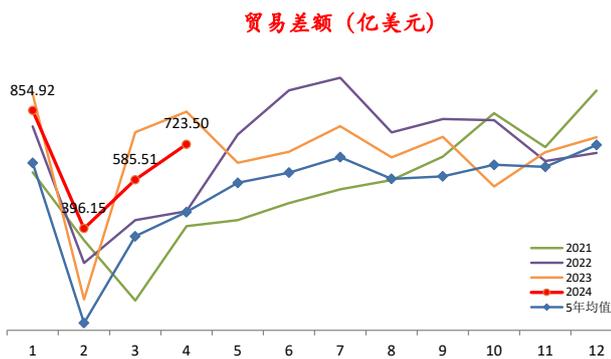


图 23 贸易差额的季节性表现

数据来源：Wind、方正中期期货研究院



图 24 进出口增速变动趋势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第二部分 低基数作用开始助力通胀反弹

综合来看，4月CPI和PPI均有改善，基本符合预期。CPI-PPI差值小幅下降至2.8%，二者均值跌幅收窄至-1.10%。再通胀态势重现，预计二季度GDP平减指数将有所收窄。CPI中食品价格反弹符合预期，受到市场供给充足影响。非食品中燃料价格跟随国际油价涨幅扩大，清明、五一假期带动旅行、交通等服务价格上涨。但房租需求集中释放期结束后增速回落，核心商品价格继续走弱。PPI环比跌幅扩大，下游相对上游利润改善放慢。行业变动趋势延续，大宗商品涨价推升上游PPI。能化继续得益于油价上涨，有色金属价格带动该产业链PPI转升，但黑色产业链受地产拖累跌幅继续扩大。狭义制造业则仍受产能释放压力。5月食品新涨价因素不减，特别是猪周期仍处于产能、库存去化周期中，未来价格趋势仍偏向上。但国际油价带动作用下降。5月总体CPI与核心CPI环比均维持小幅上涨，同比增速略有加快。长期来看，经济修复、消费复苏趋势不变，年内消费通胀温和回升，核心CPI仍为正向影响。5月油价冲高回落但有动力不减。大宗商品价格上涨的输入性因素仍支持PPI，且低基数影响将扩大，总体PPI同比仍有转正可能，通缩将继续缓和。长期来看，全球货币政策和经济基本面、商品供给端波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。我们预计，外需、基建（政府债增量）、消费均有助于维持再通胀趋势，通缩对名义增长的拖累将下降，尤其二季度低基数影响下同比增速改善对市场信心稳定有重要作用。名义增长加速有助于改善市场主体围观感受。但仍需要关注的是，供给迅速跟进之下，制造业价格仍较弱，不利于名义增长和企业利润改善。

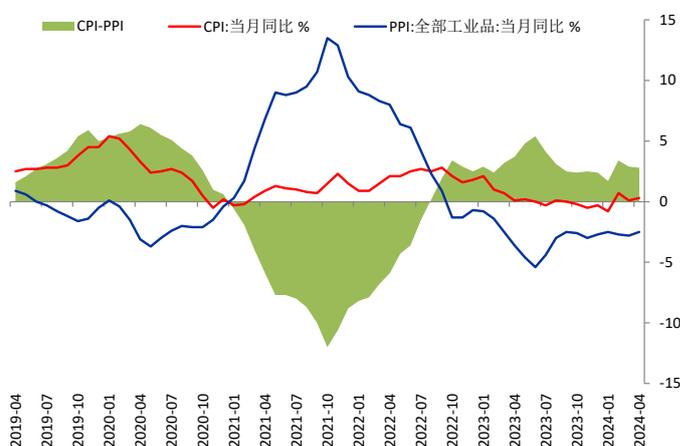
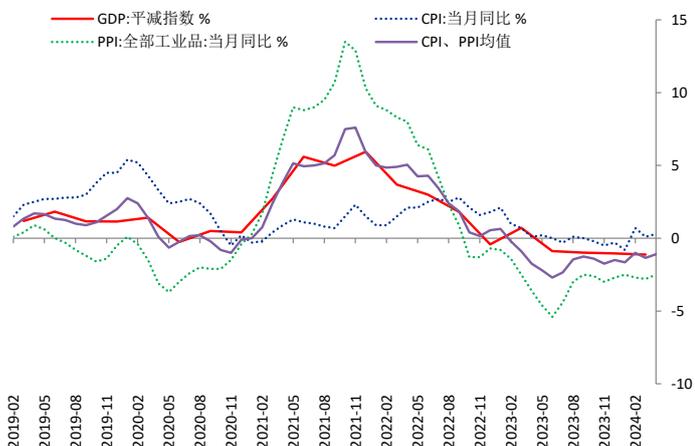


图 25 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 26 CPI、PPI 以及二者差异的变动
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

一、服务价格带动增加 CPI 反弹符合预期

总体上看，4 月 CPI 环比转为上涨，抵消基数上升影响推升 CPI 同比。主要分项表现类似，服务价格上涨对总体 CPI 带动增加，同时近期 CPI 和主要分项波动明显加大。食品价格反弹符合预期，4 月粮油价格跌幅加大，鲜果、鲜菜价格跌幅缩小，但仍低于 5 年均值水平。市场供给充足仍压制果蔬等食品价格。蛋白质食品价格变动出现分歧，多数出现跌幅收窄态势，尤其是猪肉价格跌幅收窄。非食品中，燃料价格跟随国际油价涨幅扩大，清明、五一假期带动旅行、交通等服务价格上涨。但房租需求集中释放期结束后增速回落，核心商品价格继续走弱。往后看，5 月主要农产品价格继续持稳反弹，食品新涨价因素不减。特别是猪周期仍处于产能、库存去化周期中，未来价格趋势仍偏向上。但国际油价带动作用下降。预计 5 月总体 CPI 与核心 CPI 环比均维持小幅上涨，同比增速略有加快。长期来看，经济修复、消费复苏方向不变，年内消费通胀将温和回升，核心 CPI 维持上行趋势。

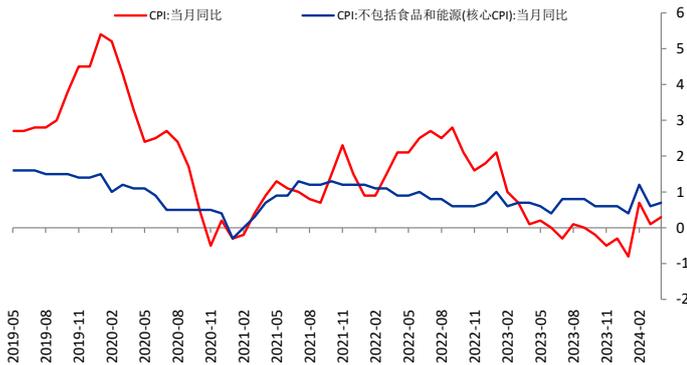


图 27 CPI 与核心 CPI 变动趋势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

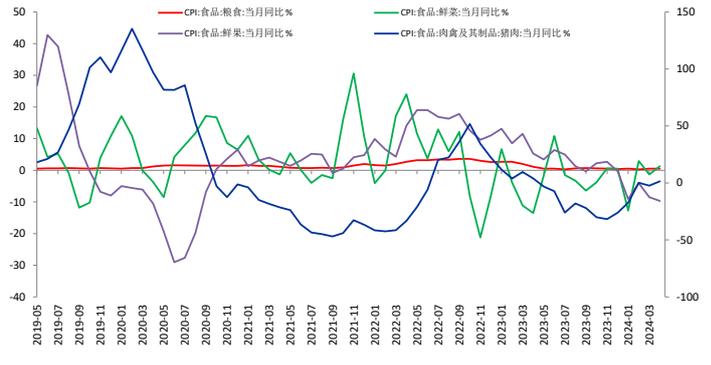


图 28 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

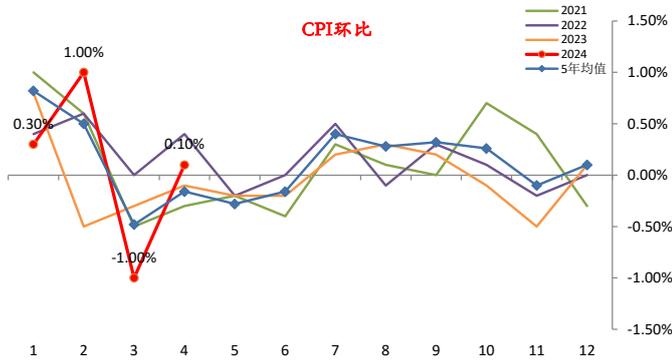


图 29 CPI 环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

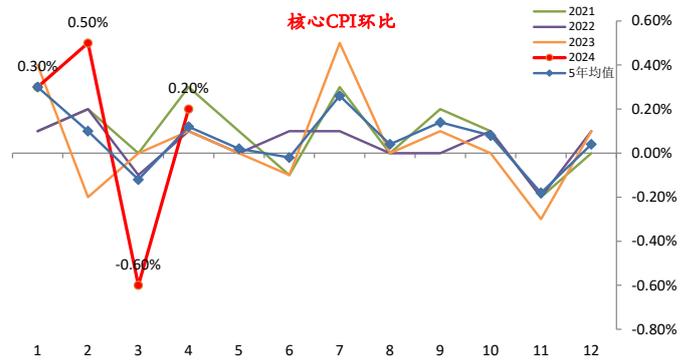


图 30 核心 CPI 环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、低基数收窄 PPI 跌幅 新涨价因素待显现

3月PPI环比跌幅稍有收窄，基数维持不变下同比跌幅略有回落。价格对企业名义产出、营收和利润的负向影响继续增加。PPI与PPIRM差值显示下游相对上游利润改善速度不变。行业情况显示，3月中上游行业受大宗商品价格上涨和输入性因素影响相对强势。中游行业原材料行业多数走弱，能化产业链受到原油影响，也是商品价格的主要带动力。黑色产业链和有色产业链PPI增速持续放缓，且上游强于中游。狭义制造业PPI仍变动不大，主要行业产能迅速释放一定程度上压低价格表现。4月以来大宗商品价格呈现加速上涨趋势，尤其是有色、能源等继续带动全市场价格，短期内新涨价因素仍是PPI的关键支持，叠加低基数影响，二季度同比转正概率仍在，通缩仍将继续缓和。长期来看，全球货币政策和经济基本面、商品供给端波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

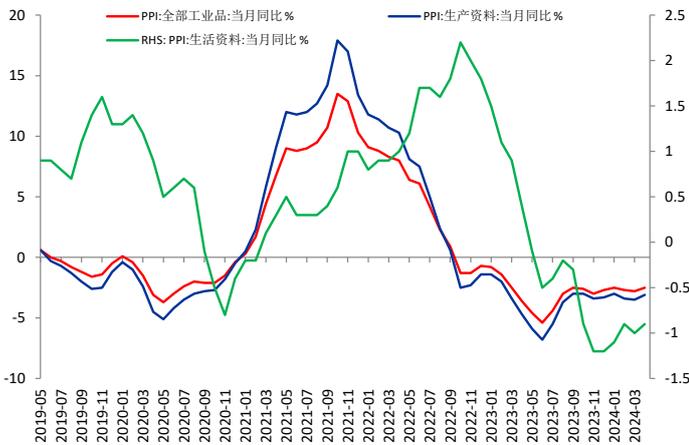


图 31 PPI 变动趋势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

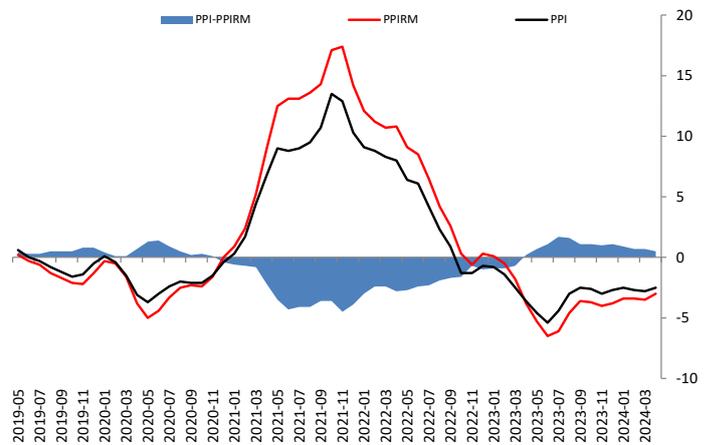


图 32 PPI 与 PPIRM 变动趋势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

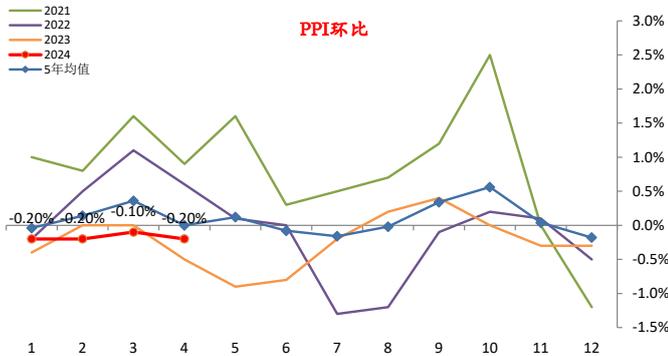


图 33 PPI 环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

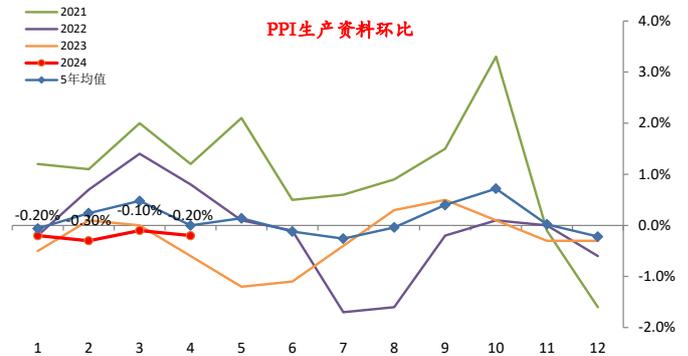


图 34 PPI 生产资料环比增速

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第三部分 财政宽松开始发力 货币宽松仍在路上

企业融资总体维持高位，居民贷款仍是流动性进入实体经济短板。政府融资短期回落后，随着特别国债5月发行有望反弹，将支持信用扩张。经济维持弱修复，尤其是内需短期走弱，以及通缩改善步伐减慢，

均导致无风险利率下行。我们认为，国内经济弱复苏、通缩持续改善的方向不变，名义增长仍将缓慢加速。基本面缓慢好转与流动性进入实体经济相互带动。长端利率供给将增加，但央行必然采取宽松措施应对，长期看能够对冲大部分影响。继续关注特别国债发行节奏，以及降息和降准空间。去年同期缓税入库等造成基数波动，对同比冲击较大。全年下半年至今的部分减税政策也有影响。我们预计今年狭义财政收入将跟随税收增长。地产收储和去库进程或影响土地出让收入情况，短期回暖幅度或仍有限，限制广义财政回暖程度。但长期看或正在形成底部。特别国债发行虽不计入赤字，但可以补充政府财力，有助于财政支出加快和维持基建投资等资金稳定，且已成为阶段性关键影响因素，其发行节奏仍需要持续关注。

一、社融短期回落 未来将受政府融资带动

从货币金融情况看。4月央行资产负债表继续收缩，货币工具回笼流动性超过政府存款减少影响，储备货币下降。银行系统层面看，防止资金空转令其他金明显收缩，政府融资增量下降也导致扩表放慢。社融角度看情况基本一致。广义社融罕见负增长，ABS明显下降，政府融资拖累较大。贷款中居民中长贷刷新历史低点继续反映房屋销售弱。企业中长贷下降相对有限。短贷加票据显示企业融资获得经营流动性稳定。贷款和社融一定程度受到减少资金空转的“挤水分”政策影响。存款偏弱除表内贷款派生拖累外，受到打击“手工补息”等监管因素影响。实体经济资金从企业部门流向居民部门明显加速。M1和M2增量均明显下降，尤其是M1增速转负。但企业资金面并未跟随M1下降转紧。情况表明，企业融资总体维持高位，居民贷款仍是流动性进入实体经济短板。政府融资短期回落后，随着特别国债5月发行有望反弹，将支持信用扩张。经济维持弱修复，尤其是内需短期走弱，以及通缩改善步伐减慢，均导致无风险利率下行。我们认为，国内经济弱复苏、通缩持续改善的方向不变，名义增长仍将缓慢加速。基本面缓慢好转与流动性进入实体经济相互带动。长端利率供给将增加，但央行必然采取宽松措施应对，长期看能够对冲大部分影响。继续关注特别国债发行节奏，以及降息和降准空间。

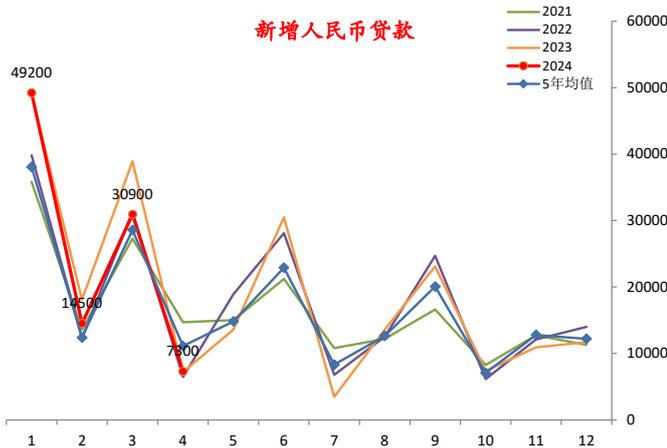


图 35 表内贷款季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

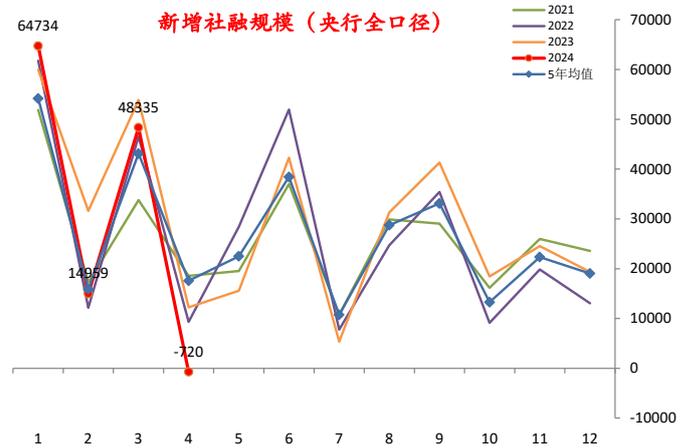


图 36 社会融资季节性

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

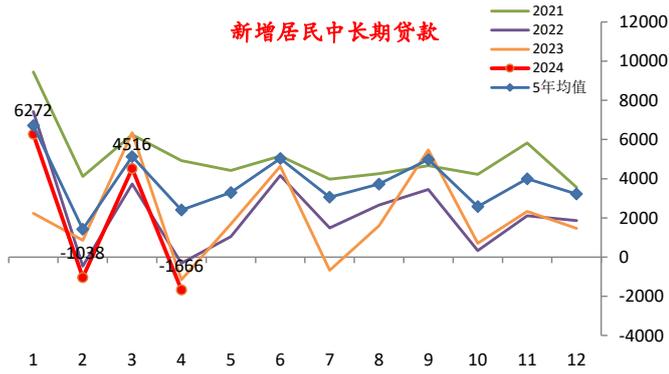


图 37 居民中长期贷款季节性
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

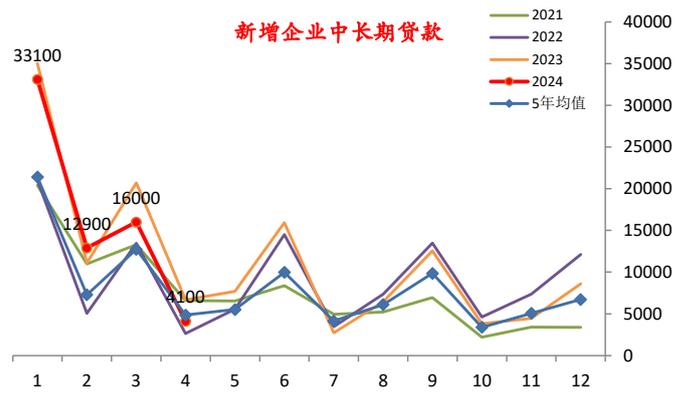


图 38 企业中长期贷款季节性
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

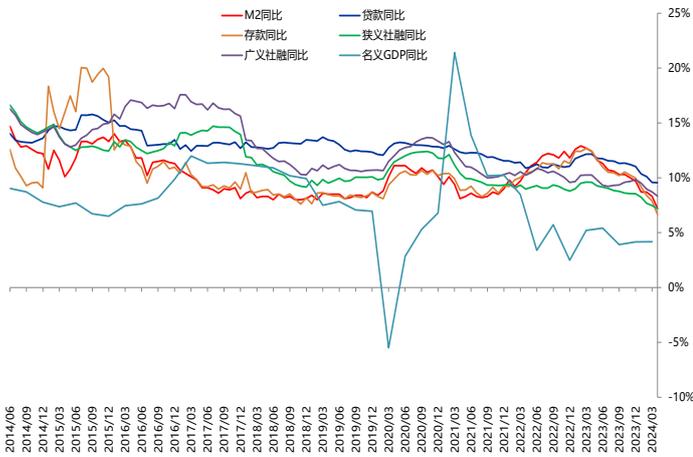


图 39 M2、贷款和社融增速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

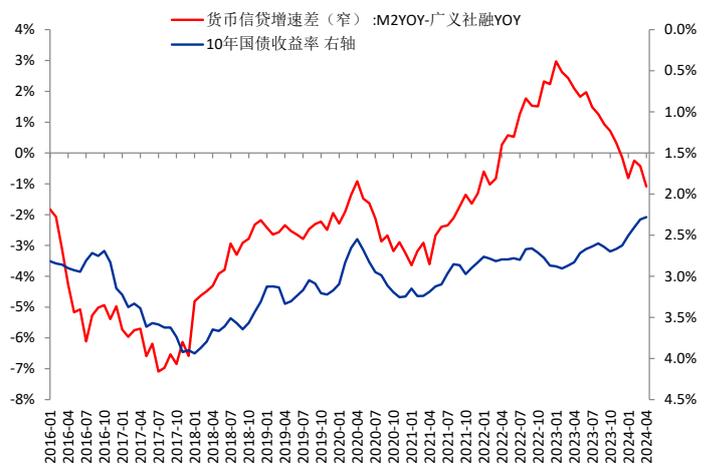


图 40 广义社融情况
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 预算内财政持稳 赤字将带动支出

4月全国公共财政收入同比增速放缓至-3.75%，财政支出增速回升至6.07%。财政收支差额上升幅度符合季节性。收入中税收强于非税收入。主要税种中增值税、企业所得税偏强或持稳。个人所得税强于消费税。进口环节税收明显强于出口。地产相关税种多数偏弱。总体上看，产出和营收对税收支持不变，居民收入增长较慢限制相关税种增长。地产市场走弱的负面影响依然不减。支出中多数符合季节性增长。其中教育、卫生健康、城乡社区事务、科学技术、节能环保部分弥补3月支出偏低。交通运输、文化旅游体育传媒仍在低位。广义财政角度看，收入和支出均符合季节性，收支差额赤字程度也季节性修复。经济持续改善帮助预算内收入尤其是税收维持稳定。但土地出让收入尚无明确回升势头。情况表明，去年同期缓税入库等造成基数波动，对同比冲击较大。全年下半年至今的部分减税政策也有影响。我们预计今年狭义财政收入将跟随税收增长。地产收储和去库进程或影响土地出让收入情况，短期回暖幅度或仍有限，限制广义财政回暖程度。但长期看或正在形成底部。特别国债发行虽不计入赤字，但可以补充政府财力，有助于财政支出加快和维持基建投资等资金稳定，且已成为阶段性关键影响因素，其发行节奏仍需要持续关注。

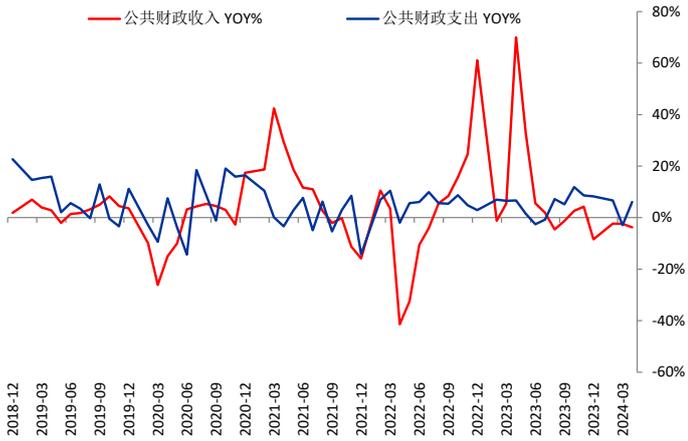


图 41 全国财政收支增速
数据来源：Wind、方正中期研究院

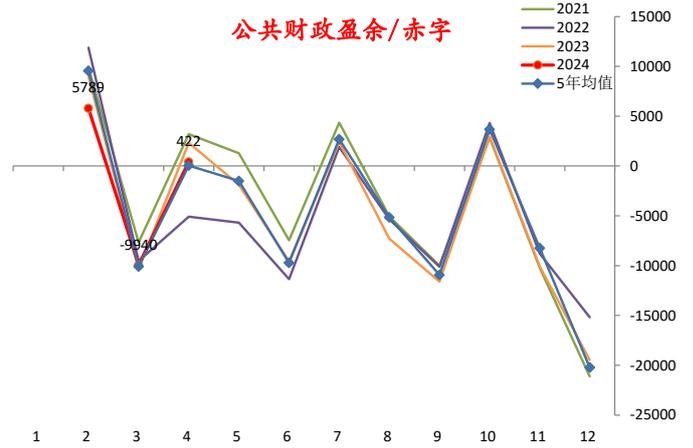


图 42 公共财政赤字
数据来源：Wind、方正中期研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号2801室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。