

二季度海内外宏观经济及 交易展望

广州期货 研究中心

2024年3月25日

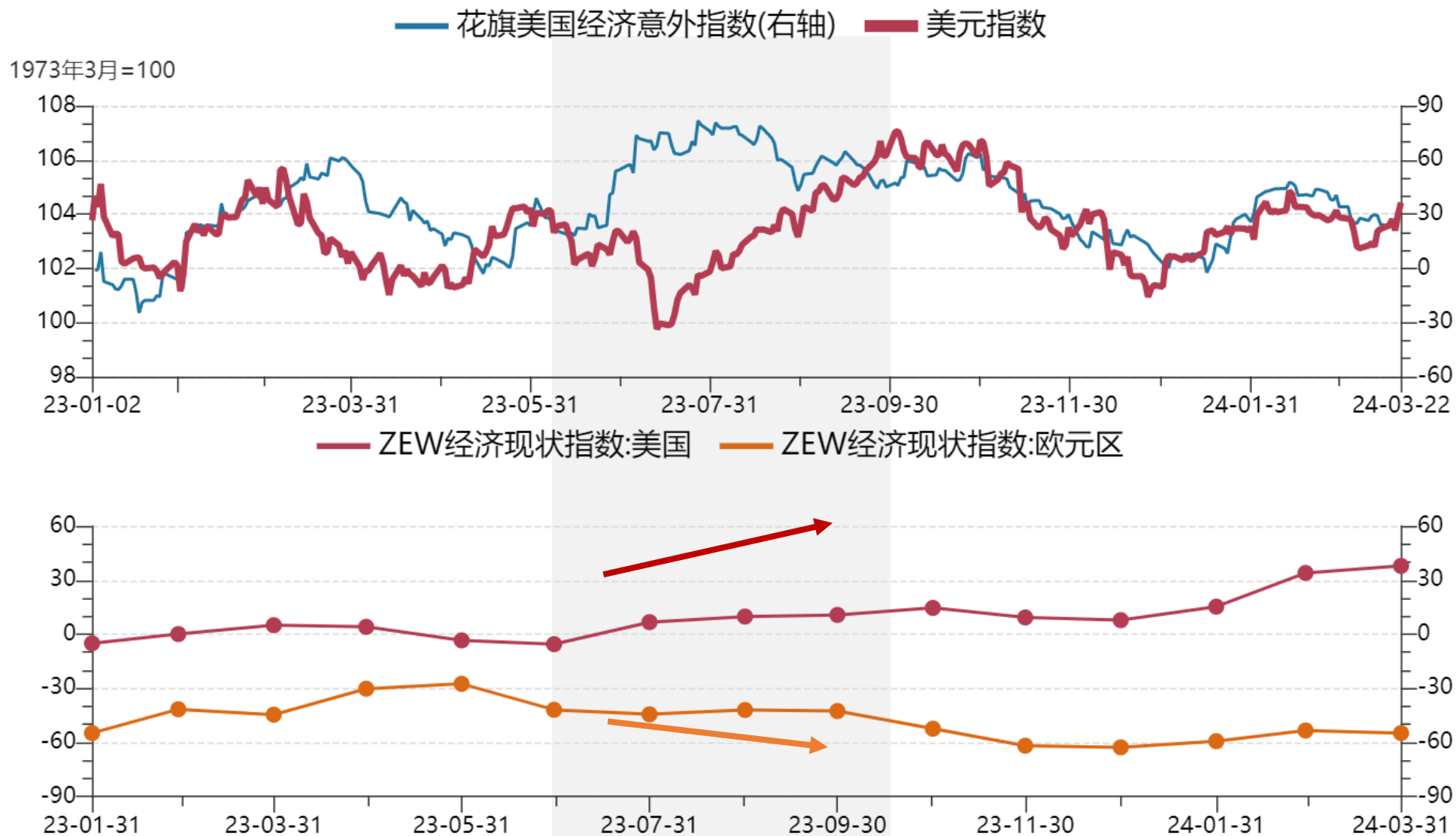


目录

- 一、海外经济与美元指数走势**
- 二、当前我国经济运行态势**

美元指数：欧元权重最大，主要体现两者的经济相对优势和货币政策预期

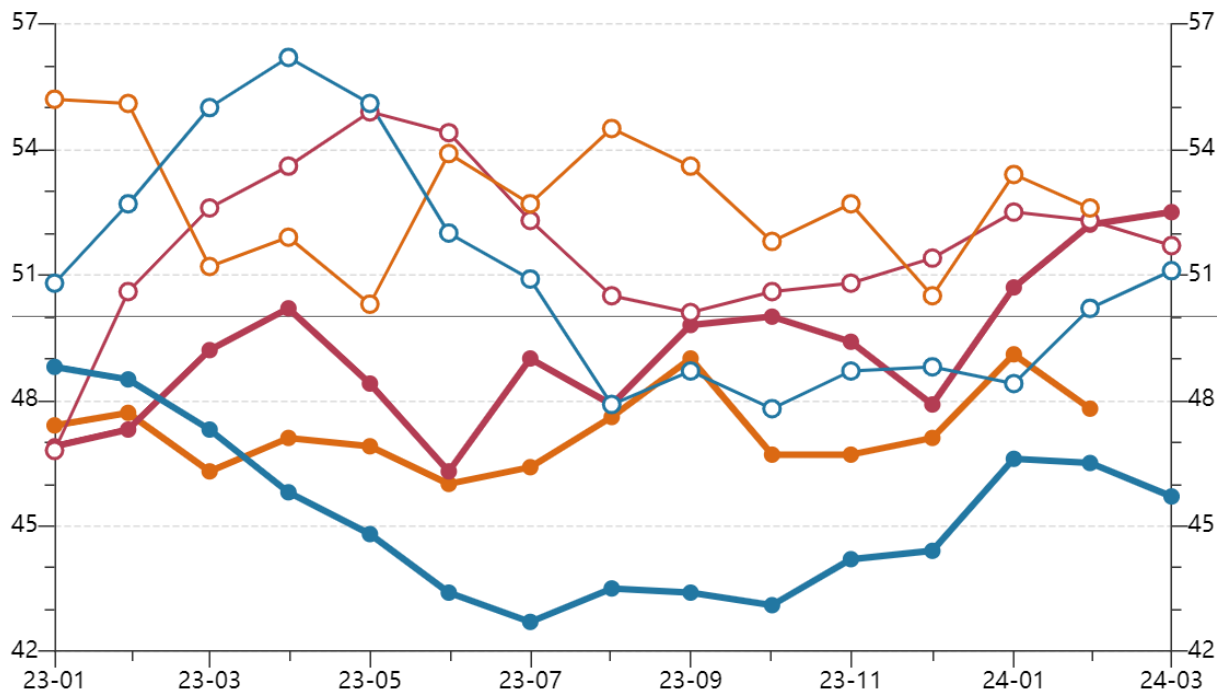
当欧美经济走势方向趋同时，美元指数受美国经济超预期情况主导，当走势背离时体现凉茶经济相对优势



欧美经济走势：欧洲制造业疲软，经济好于预期程度回落

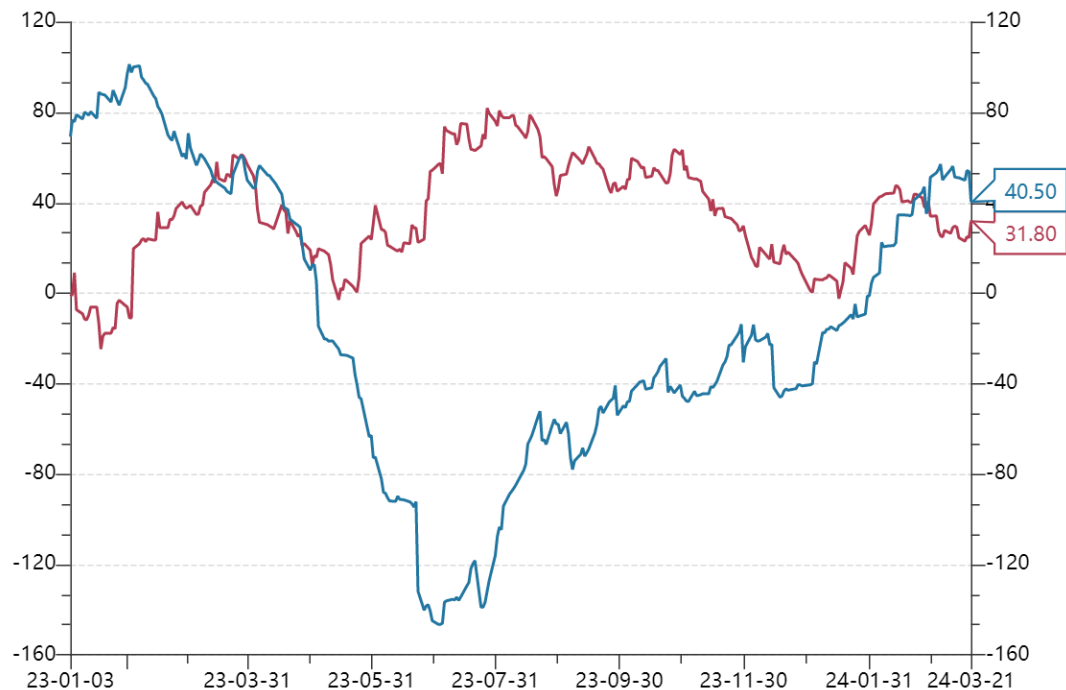
从PMI看，美国制造业筑底，服务业扩张有所降温，欧元区制造业仍在收缩，服务业转扩张

— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI — 美国:制造业PMI:季调
— 美国:服务业PMI:商务活动:季调 — 美国:ISM:非制造业PMI
— 欧元区:制造业PMI — 欧元区:服务业PMI



从经济预期差看，欧洲边际走弱，美国回升

— 花旗美国经济意外指数 — 花旗欧洲经济意外指数



超级央行周对美元指数的影响：日元、欧元走弱带动美元指数走强

日本退出负利率时代，但紧缩节奏不及市场预期，日元贬值；瑞士央行开启降息第一枪，欧元区降息预期升温，欧元贬值



日本货币政策展望：市场对转向已有预期，预计快速加息概率不大

- 去年底来日本央行调整YCC区间，已逐步向市场释放政策转向的指引。从基本面看，经济增长出现温和复苏，企业利润持续改善，通胀方面工资和物价之间的良性循环向好，3月初日本“春斗”谈薪涨幅5.3%可观，更是加大了市场对加息的押注。
- 3月19日，日本央行宣布加息10个基点，将政策利率从-0.1%至0上调至0%-0.1%；取消国债收益率曲线控制（YCC）政策，一年后将停止购买商业票据及公司债；停购日股ETF及房地产投资信托基金（REITs）。利率决议释放信号偏鸽，明确提出根据当前的增长和通胀预期走势，不会快速连续加息，而对于未来的利率路径并没有给出明确指引，对通胀目标的达成亦维持谨慎态度。
- 结合关于日本通胀内生动能不够强劲的判断，我们认为日本央行进入快速加息周期可能性不大，对大类资产特别是国内金融市场的影响有限，特别是今年下半年美联储货币政策转向概率较大，对全球流动性负面影响有限。但需要密切关注日本通胀走势，若有进一步超预期数据或事件出现，使得日元套息交易逻辑发生根本性改变，则不可避免对国际资本流向产生扰动。
- 复盘2006年7月至2008年10月的加息周期，日本央行将基准利率从0%上调两次至0.5%。该轮货币紧缩周期发生在美联储加息之后，且在周期内遇到2008年金融危机诱发美联储货币政策快速转向。加息理论上对应日元升值，但实际走势节奏受市场交易price-in的程度影响，且后期汇率走势受美联储货币政策转向主导。股市方面，日本加息在短期内对风险情绪有负面影响及情绪传染，全球股市有所下跌，但反应时间通常在1-2个月之内。对商品而言，由于当时总需求情况为全球经济接近衰退，因此商品指数整体走弱。而对我国的股、债市场影响并不显著

月度涨跌幅%	2006-07	2006-08	2006-09	2006-10	2006-11	2006-12	2007-01	2007-02	2007-03	2007-04	2007-05	2007-06	2007-07	2007-08	2007-09
美元指数	0.20	-0.29	1.10	-0.80	-2.79	0.88	1.09	-1.17	-0.79	-1.78	1.04	-0.47	-1.35	0.01	-3.86
美元兑日元	0.17	2.41	0.67	-1.02	-1.01	2.82	1.38	-1.80	-0.58	1.35	1.94	1.12	-3.80	-2.24	-0.84
日元兑人民币	0.01	-2.28	-0.91	-0.43	0.58	-2.59	-2.60	2.25	0.27	-1.68	-2.37	-1.73	3.02	2.34	-0.14
美元兑人民币	-0.28	-0.18	-0.63	-0.37	-0.45	-0.44	-0.40	-0.47	-0.09	-0.37	-0.71	-0.46	-0.55	-0.17	-0.66
标普500	0.51	2.13	2.46	3.15	1.65	1.26	1.41	-2.18	1.00	4.33	3.25	-1.78	-3.20	1.29	3.58
日经225	-0.31	4.42	-0.08	1.69	-0.76	5.85	0.91	1.27	-1.80	0.65	2.73	1.47	-4.90	-3.94	1.31
上证综指	-3.56	2.85	5.65	4.88	14.22	27.45	4.14	3.40	10.51	20.64	6.99	-7.03	17.02	16.73	6.39
CRB商品指数	0.99	-5.95	-7.12	0.09	5.12	-4.44	-1.97	3.71	1.44	-1.32	-0.40	1.37	2.65	-4.73	8.07

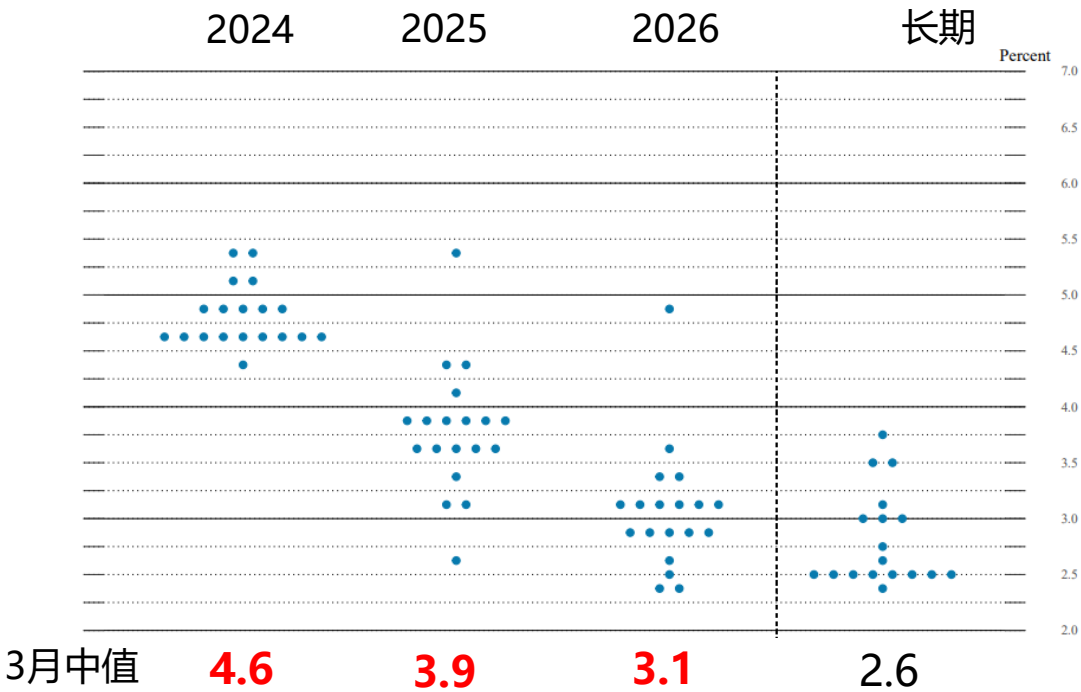
美联储货币政策展望：短鸽远鹰，预期摇摆仍可能

■ 美联储3月FOMC会议基准利率维持在5.25%-5.5%区间。在通胀数据连续两个月超预期、就业及经济数据反复的背景下，委员上调了2024-2026年经济增速及2024年核心通胀预测，但点阵图维持年内利率中值4.6%、降息3次的预测，市场解读明显偏鸽派，降息交易高歌猛进。但从点阵图变化看，一是认为年内降息3次及以上的人数较12月的11人减少1人，认为降息2次及以下的人数较12月的8人增加1人，即委员对降息的预测是调低的，二是委员对2025、2026年利率中值预测明显调高，对应着上调经济增长预期，说明美联储基于经济韧性认为大幅降息的必要性下降。我们维持前期观点，通胀受控节奏不确定性仍大，在首次降息前预期摇摆仍将放大市场波动。

3月上调经济增速、通胀预期，维持年内利率中值预测

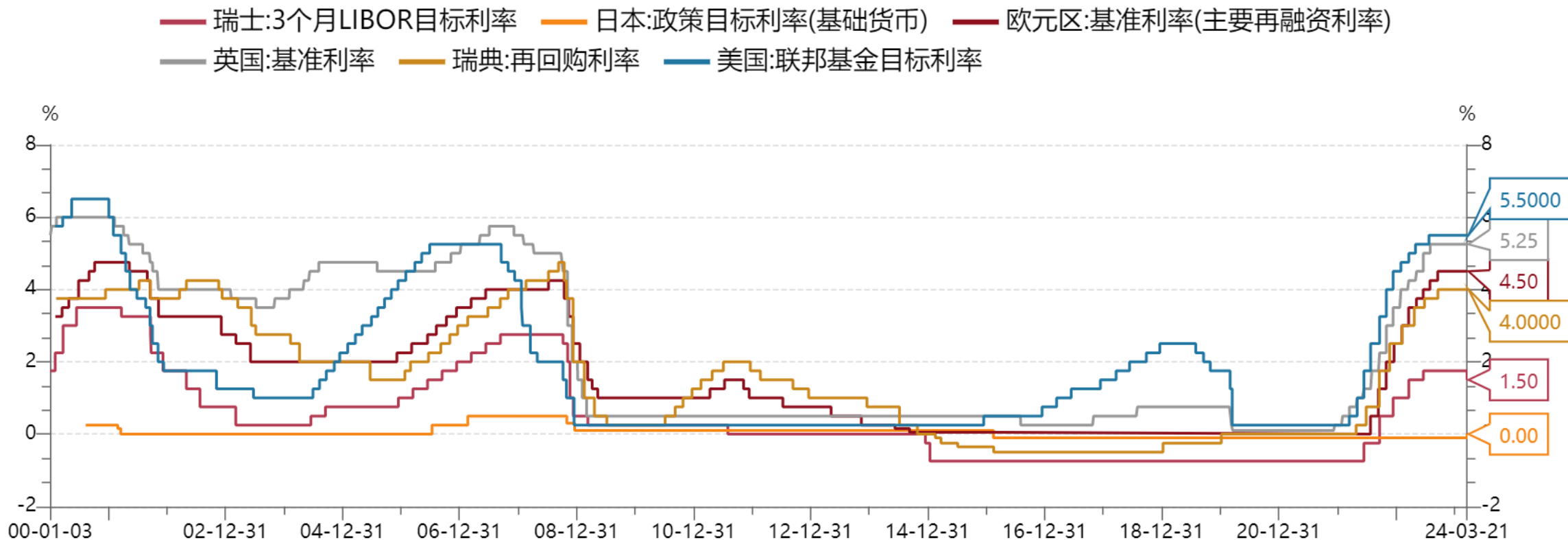
3月预测中值	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1 ↑	2.0 ↑	2.0 ↑	1.8
去年12月预测	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	4.0 ↓	4.1	4.0 ↓	4.1
去年12月预测	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE同比	2.4	2.2 ↑	2.0	2.0
去年12月预测	2.4	2.1	2.0	2.0
核心PCE同比	2.6 ↑	2.2	2.0	
去年12月预测	2.4	2.2	2.0	
联邦基金目标利率	4.6	3.9 ↑	3.1 ↑	2.6 ↑
去年12月预测	4.6	3.6	2.9	2.5

2024年3月FOMC会议点阵图显示预计2024年降息3次



欧洲货币政策展望：市场押注欧洲货币宽松大周期将至

- 瑞士央行开启降息第一枪，叠加欧元区3月制造业PMI疲软，使得市场对于欧央行降息的预期也明显加强。此前欧央行官员表态及市场预期首次降息时间为6月。



- 展望：从上半年看，欧元走弱对美元指数形成主要支撑，欧元区衰退及提前降息预期一致性较强，日元短期看基本面及货币政策或已充分预期。下半年，随着美联储降息、美债收益率回落，美元指数有一定回落压力，但幅度及节奏主要取决于欧美经济相对走势

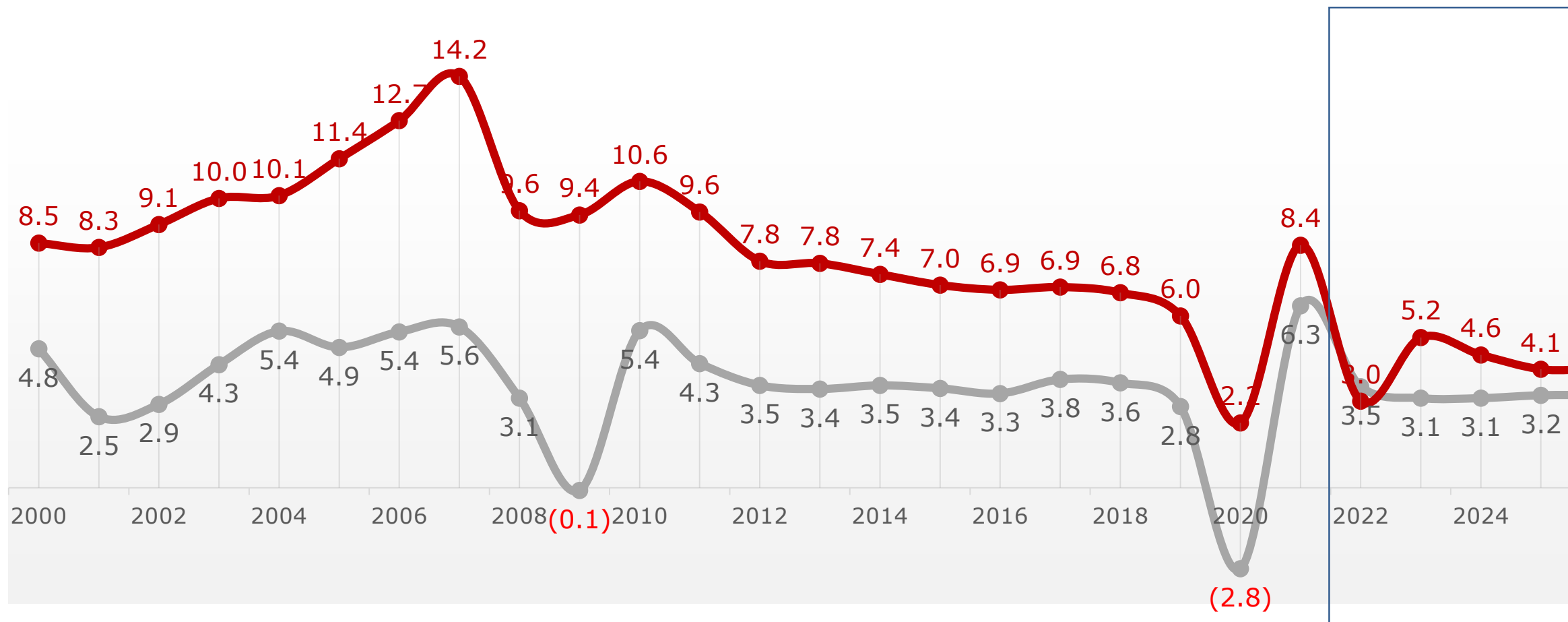
目录

- 一、海外经济与美元指数走势
- 二、当前我国经济运行态势

从IMF预测看我国经济周期及相对优势

IMF对经济增速的预测值

●全球 ●中国





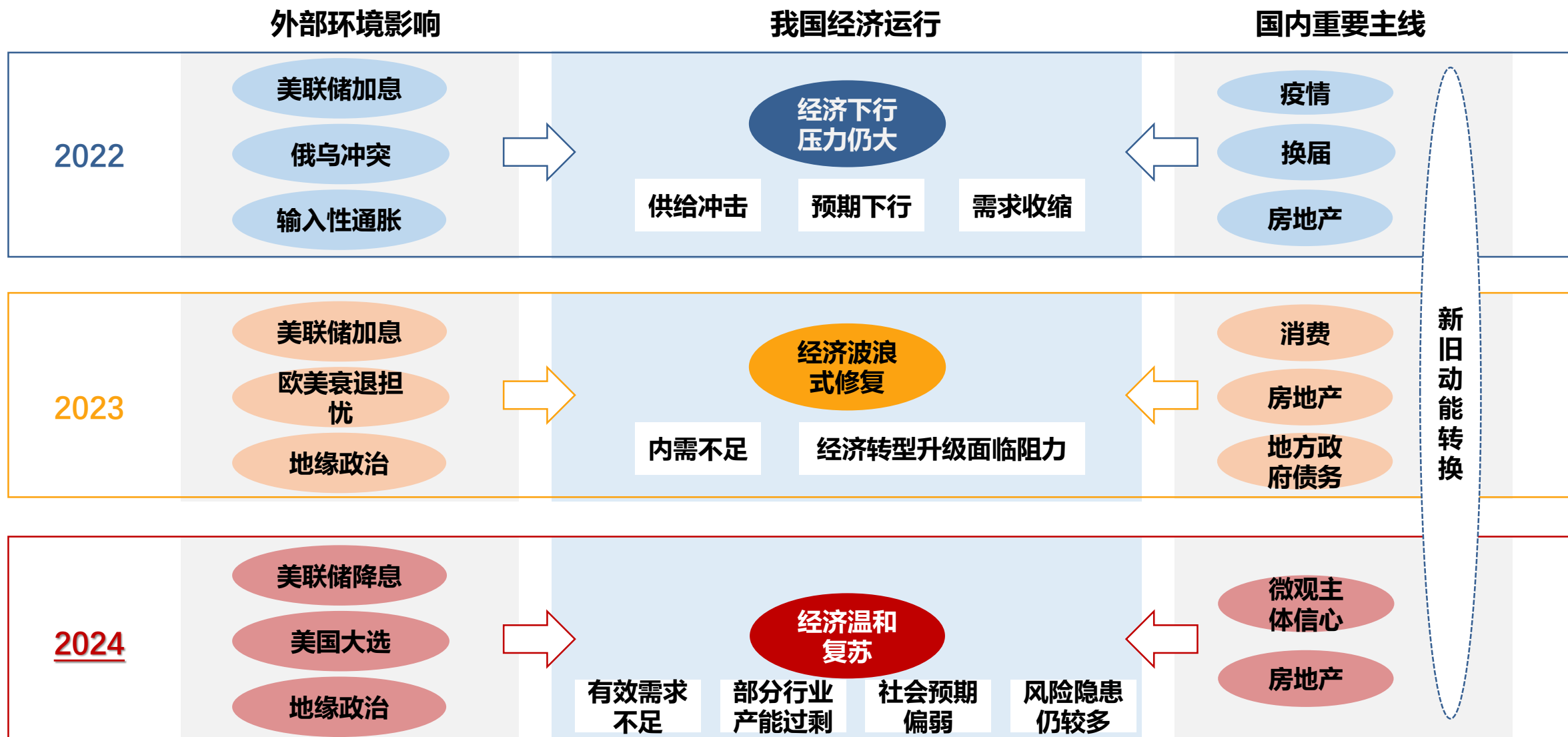
2024年中国经济增长**强于预期**的因素可能来自：

进一步开展**房地产**行业相关的改革（包括在保护购房者利益的同时加快破产房地产开发商的重组）或提供超出预期规模的**财政支持**，可能会提振**消费者信心**，扩大私人需求。

2024年中国经济增长**弱于预期**的因素可能来自：

如果不对陷入困境的房地产行业制定全面的一揽子重组政策方案，**房地产**投资的下降幅度可能会超过预期，而且持续时间更长，对国内经济增长和贸易伙伴国产生负面影响。地方政府融资限制也可能引起意外的**财政收紧**，而在信心低迷的背景下，**家庭消费**也可能减少。

2022年-2024年国内关键词变化



今年政府工作报告提出的发展主要预期目标符合预期

- 今年政府工作报告提出，我国经济持续回升向好的基础还不稳固，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰，相比往年新增了对地方财力和安全生产等方面挑战的表述。在考虑促进就业增收、防范化解风险等需要以及“十四五”规模目标的背景下提出了稳健的增长目标，基本符合市场预期。

政府工作报告关于经济形势及困难挑战的表述

- 世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。
- 我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。部分中小企业经营困难。就业总量压力和结构性矛盾并存，公共服务仍有不少短板。一些地方基层财力比较紧张。科技创新能力还不强。重点领域改革仍有不少硬骨头要啃。生态环境保护治理任重道远。安全生产的薄弱环节不容忽视。政府工作存在不足，形式主义、官僚主义现象仍较突出，一些改革发展举措落实不到位

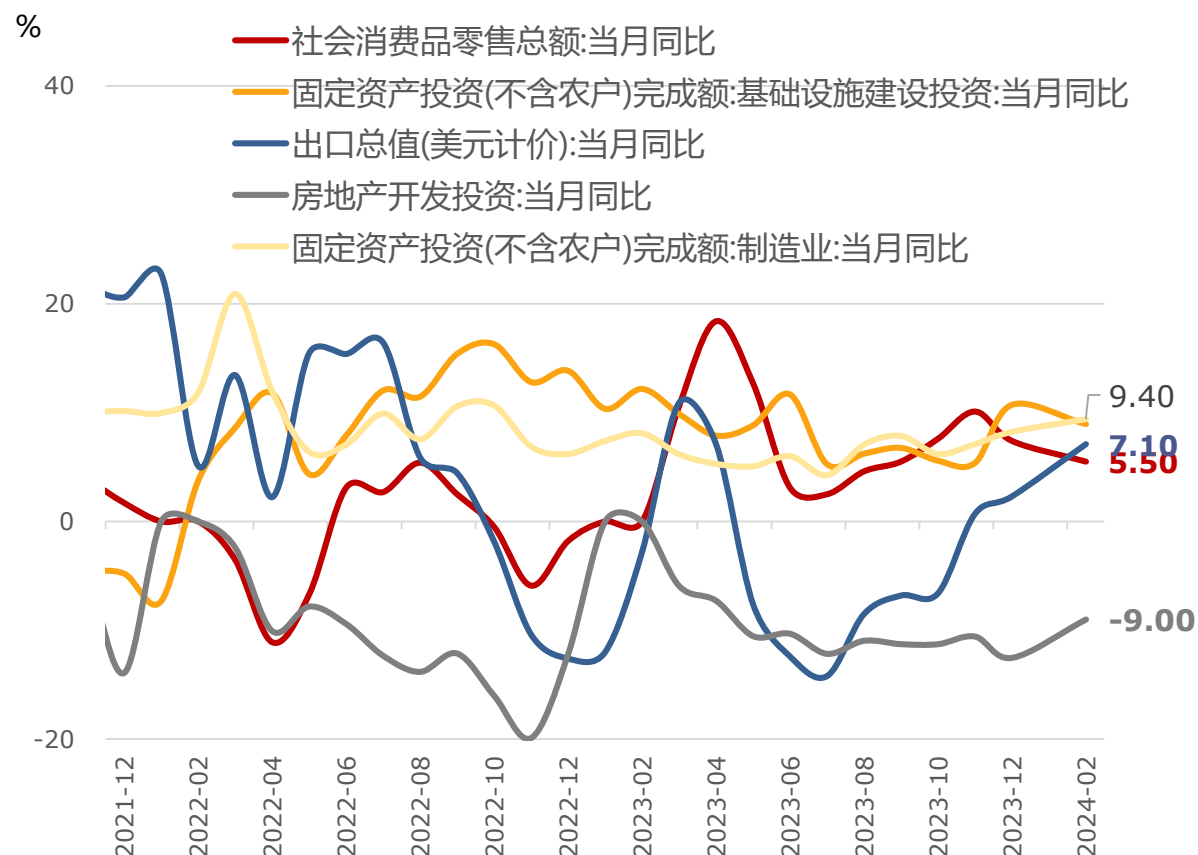
政府工作主要预期目标（与去年的差异）

- 国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善
- 积极的财政政策要适度加力、提质增效。赤字率拟按3%安排。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。从今年开始拟连续几年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，今年先发行1万亿元。
- 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。
- 增强宏观政策取向一致性。

1-2月经济数据强于预期，工业维持韧性略超预期，制造业成为亮点

- 生产端，节后建筑项目开复工缓于去年同期，但闰年效应及节前生产活动强劲，PSL投放及去年增发万亿国债资金落地后逐步形成实务工作量，综合影响下1-2月生产活动偏强，基建投资增速略有放缓，工业增加值及制造业投资强于预期。需求端，社零消费增速符合预期仍呈分化亮点，出口在基数作用及欧美经济韧性支持下好于预期，房地产略有起色。

1-2月基建投资增速回落、制造业投资增速继续上升，房地产投资降幅边际收窄；出口增速回升；消费增速回落



注：2024年2月数据为1-2月累计同比

1-2月经济修复稳中向好，多项指标好于预期

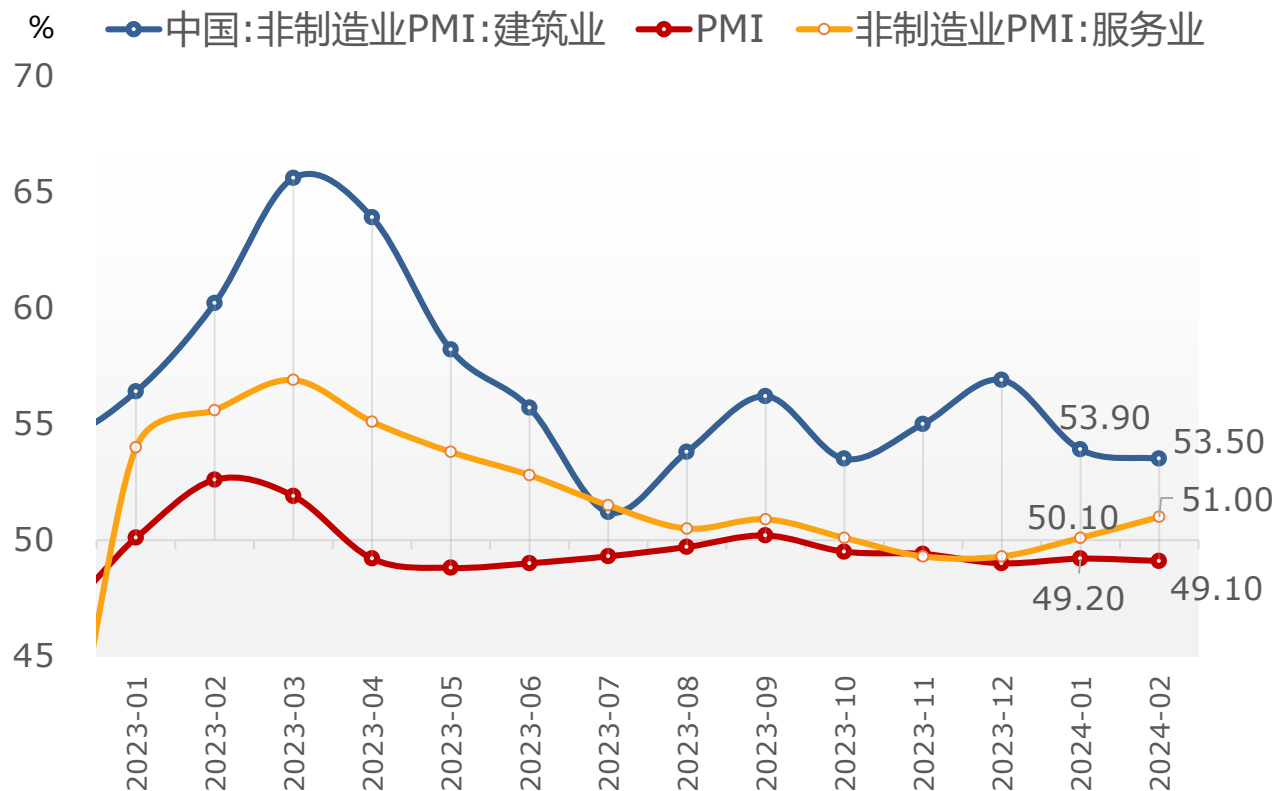
指标	2024年1-2月 累计同比	2023年12月 当月同比
工业增加值	7.00	6.80
社零	5.50	7.40
固投：房地产	-9.00	-12.53
基建	8.95	10.72
制造业	9.40	8.23
出口	7.10	2.30
进口	3.50	0.20
PPI	-2.70	-2.50
CPI	0.70	-0.30
社融存量	9.00	9.50
M2	8.70	9.70

数据来源：Wind、广州期货研究中心

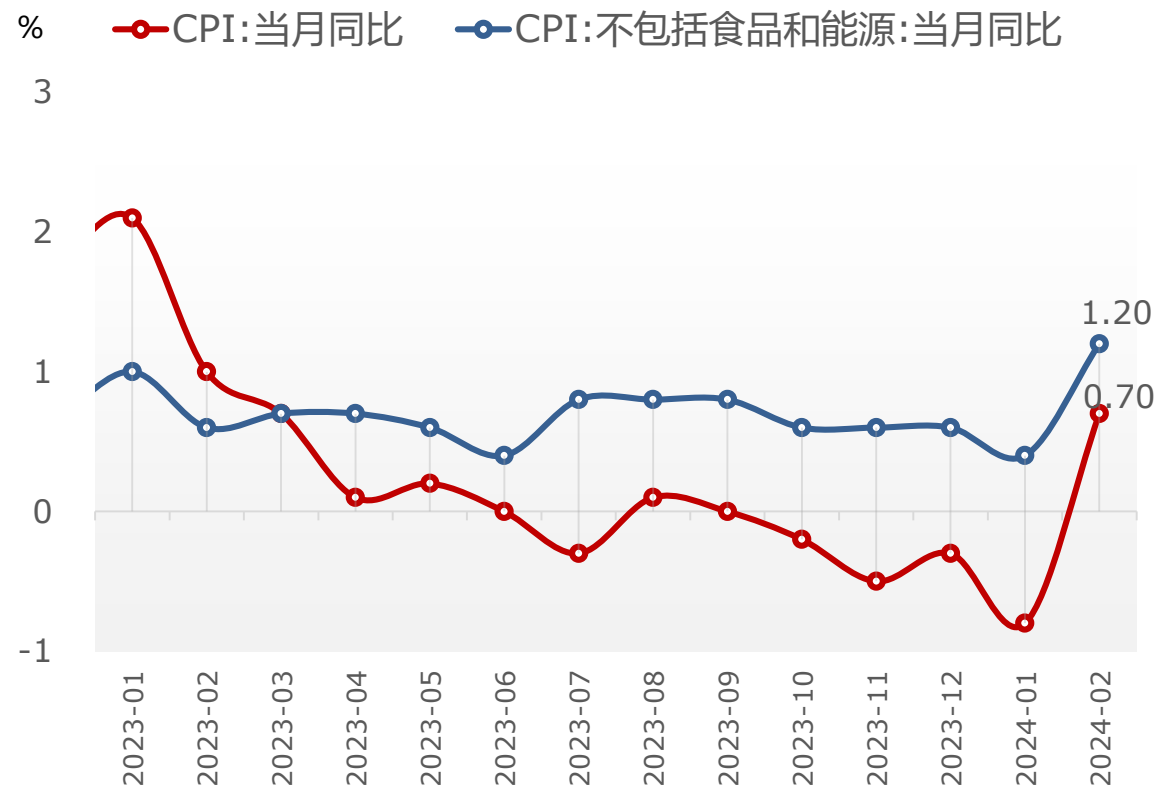
春节效应导致1月工业生产强于去年同期，消费走弱，2月反之

- 1月制造业PMI小幅回暖，供需双改善，体现节前备货行为，2月PMI回落，生产端环比收缩，需求端新出口订单显著回落，体现了春节假期影响。
- 1-2月通胀数据受春节错位影响出现1月显著走低，2月反弹回升的特征。2月CPI同环比回升，幅度超季节性，受雨雪天气影响以及春节假期出行及消费带动。

2月制造业PMI在荣枯线以下小幅下跌，由49.2%回落至49.1%，建筑业PMI小幅回落，服务业PMI持续回升



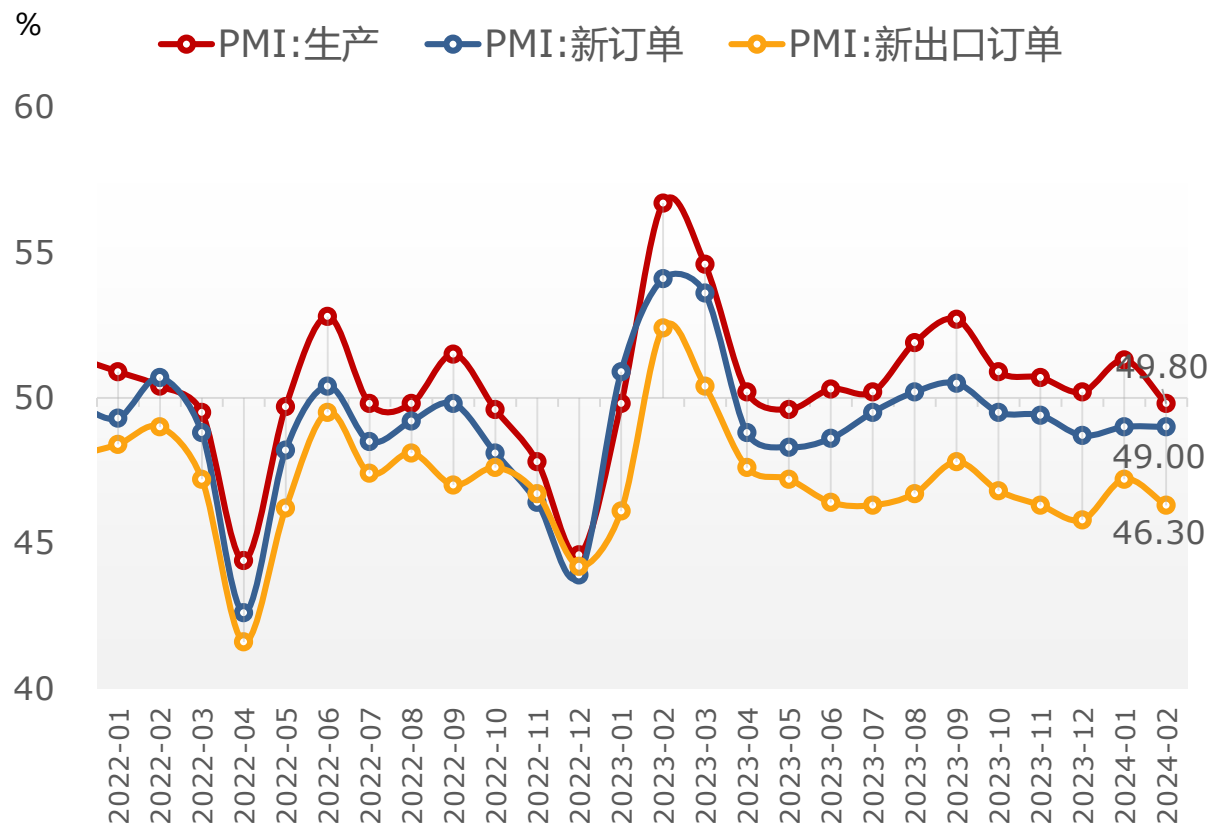
2月CPI同比增速由前值-0.8反弹至+0.7%，核心CPI同比由前值+0.40%提升至+0.70%



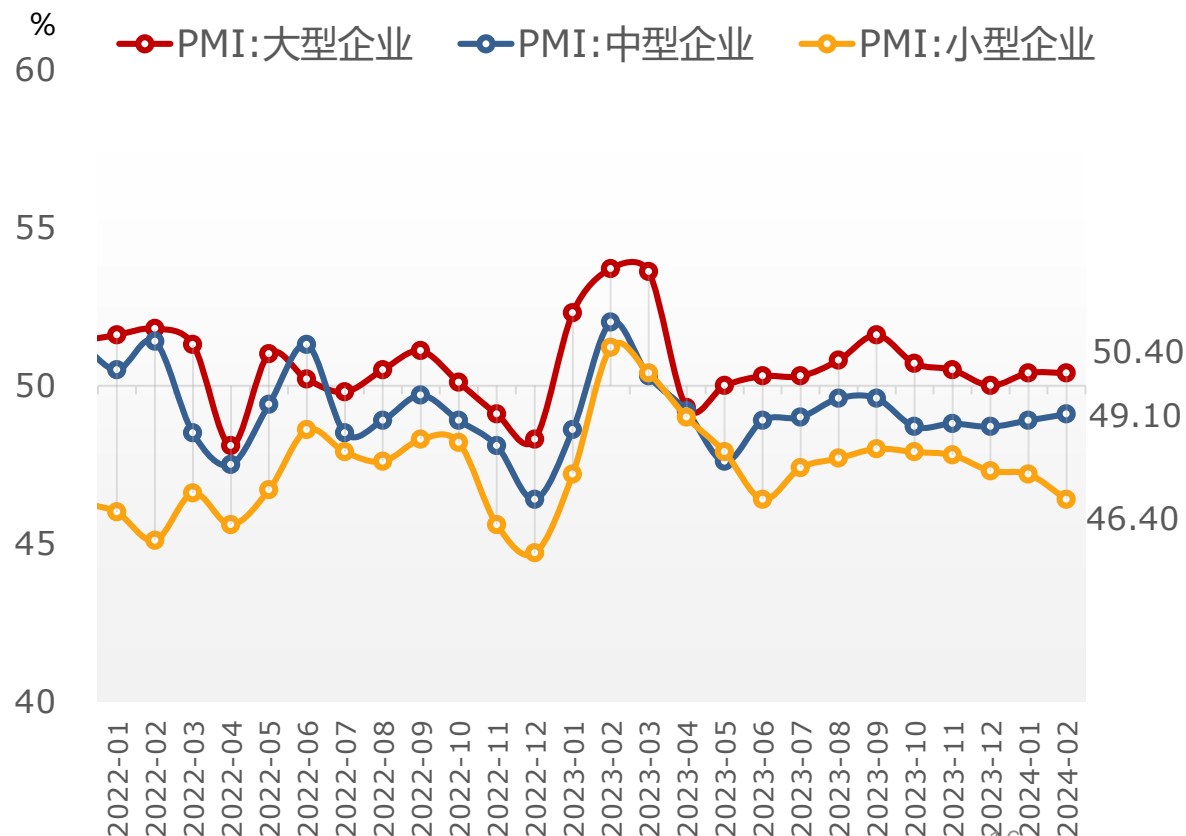
经济复苏伴随着结构分化加剧

- 从生产端看，一是供强虚弱格局持续，二是大中小型企业景气度分化，中小企业景气度连续11个月处于环比收缩区间。
- 从需求端看，一是内需边际修复而外需承压，二是消费复苏分化持续，餐饮服务及出行类消费维持亮点，汽车延续打折去库策略。

2月生产指数季节性走弱，新订单指数持平，新出口
订单指数显著回落



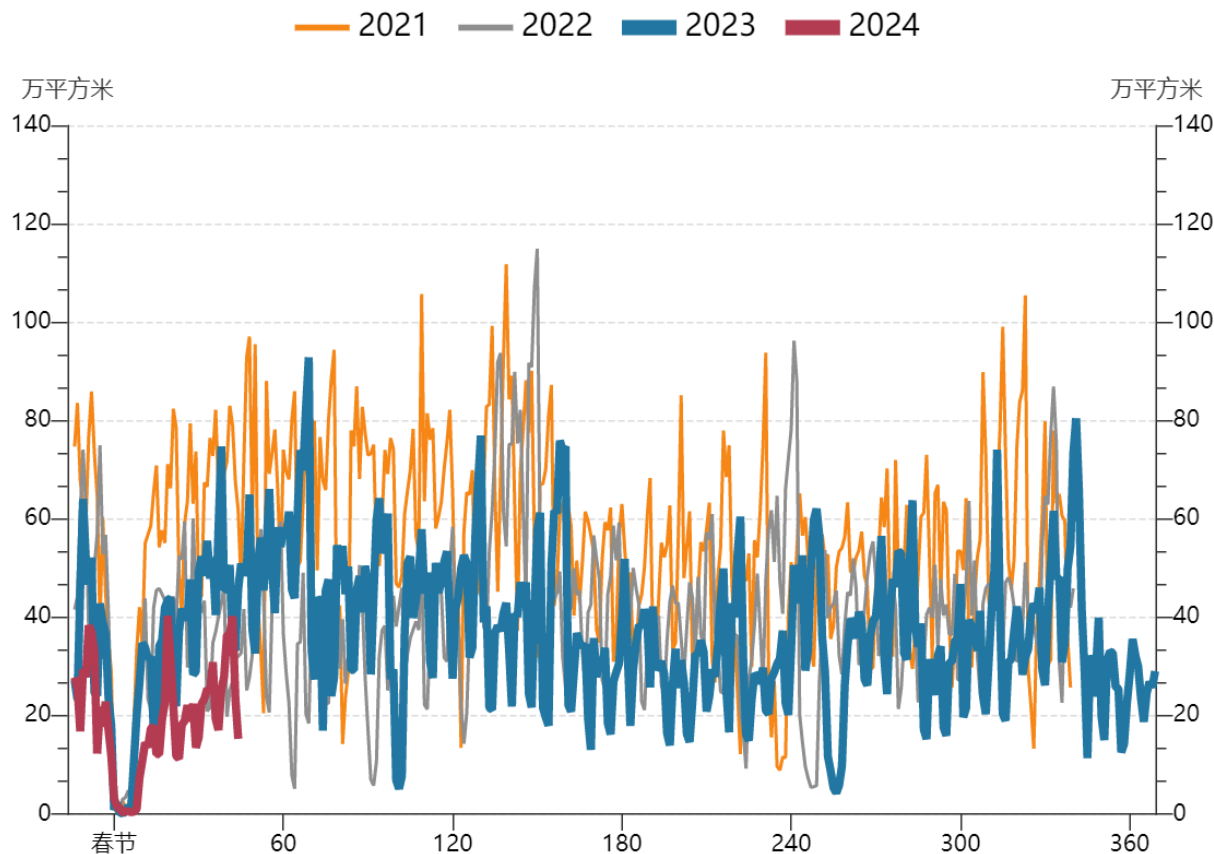
不同类型企业景气度分化加剧，大企业在荣枯线以上与前值
持平，中型企业景气度小幅回暖，小企业景气度低位下探



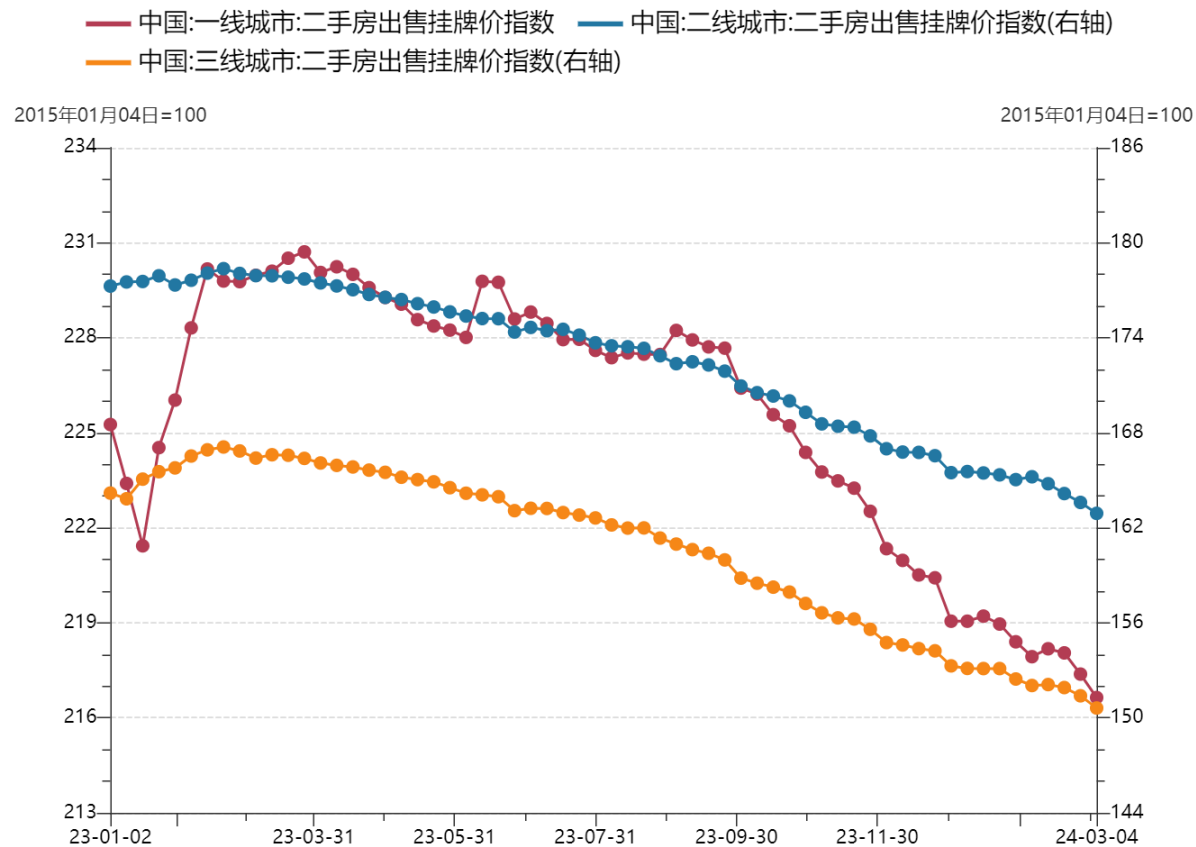
房地产3月销售活跃度略有好转，房价未见明显反弹

- 商品房销售情况春节后低于过去三年同期水平，3月中旬以来略有好转。二手房市场活跃度亦小幅回升但出售挂牌价格仍在走弱，房价企稳未见反弹信号。整体看房地产销售仍在筑底。

商品房销售3月环比提升，二手房活跃度略有好转

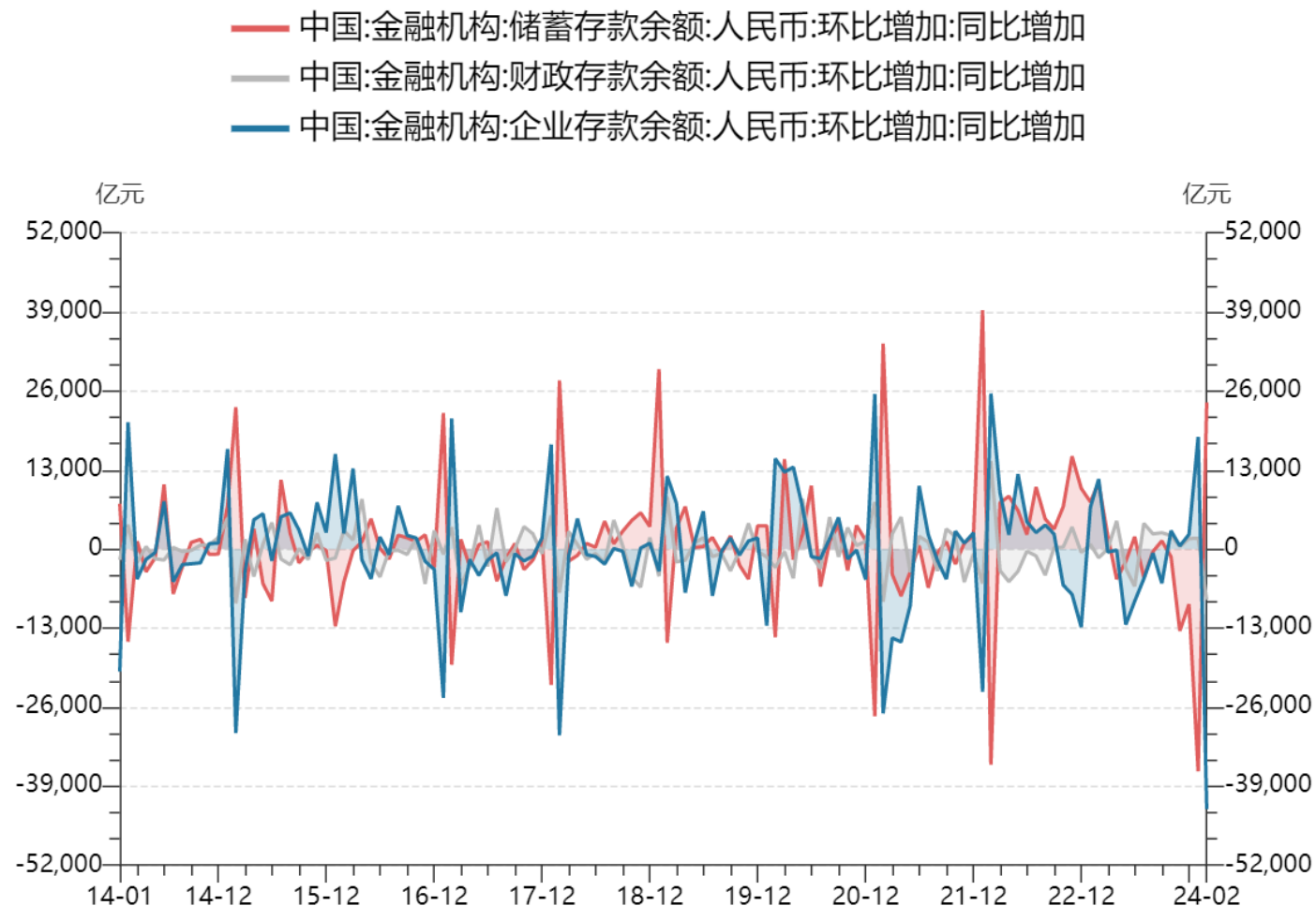


房价未有明显反弹迹象



微观主体预期情况

■ 消费及投资的内生增长动力有赖于微观预期改善。



- 居民存款增+企业存款降，说明预期弱，储蓄倾向高
- **居民存款降+企业存款增，说明预期改善，储蓄转消费**
- **居民存款降+企业存款降，说明预期及收入弱**
- 居民存款增+企业存款增，说明收入改善

- 一、美联储货币政策转向：**方向确定，节奏博弈**
- 二、我国经济修复路径：**国内政策稳定性加强，关注微观预期**
- 三、国际形势不确定性：**全球大选年+地缘政治风险常态化**

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：方旻 期货从业资格：F03105216 投资咨询资格：Z0021334 邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

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