



### 核心观点：

四月份，国内经济修复速度放缓，工业生产动能大幅走弱，内外需下行压力加大，年内财政政策或需在扩大内需、提振投资和稳定就业等方面加码。

前海期货有限公司  
投资咨询业务资格

### 投资研究中心

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com.net

从业资格号：F3063109

投资咨询号：Z0016509

# 经济内生动力不足，宏观政策 仍需发力

## 报告摘要

- 国内方面，今年四月份经济恢复斜率有所放缓，供需双弱格局延续，当前，居民收入和就业问题严峻，内需动能不足，同时，外需在海外缓慢衰退的大趋势下边际回落，下一阶段经济或面临更大挑战，需要政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度提振。
- 海外方面，美国目前就业增长势头强劲，失业率保持在低位，通胀的降速已经接近停滞，且核心通胀仍然坚挺。美联储在5月议息会议中并没有给出在下次会议中暂停加息的明确信号，从美联储对于经济和通胀的判断来看，年内降息仍是小概率事件。

### 重点关注：

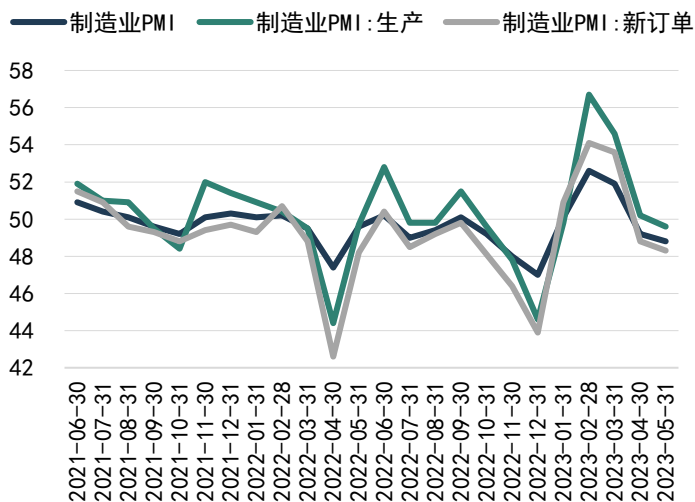
- 5月国内社零、通胀、金融等数据
- 美联储6月议息会议

## 一、经济内生动力不足，供需双弱格局延续

国家统计局数据显示，5月份，制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，较4月下降0.4个百分点，制造业景气度连续两月位于收缩区间。制造业景气水平小幅回落，供需两端均有所放缓。生产指数和新订单指数分别为49.6%和48.3%，比上月下降0.6和0.5个百分点，均位于收缩区间，内外需均有所回落，企业产能释放受到抑制。非制造业商务活动指数为54.5%，较上月下降1.9个百分点，但仍位于景气区间，非制造业延续恢复性增长。

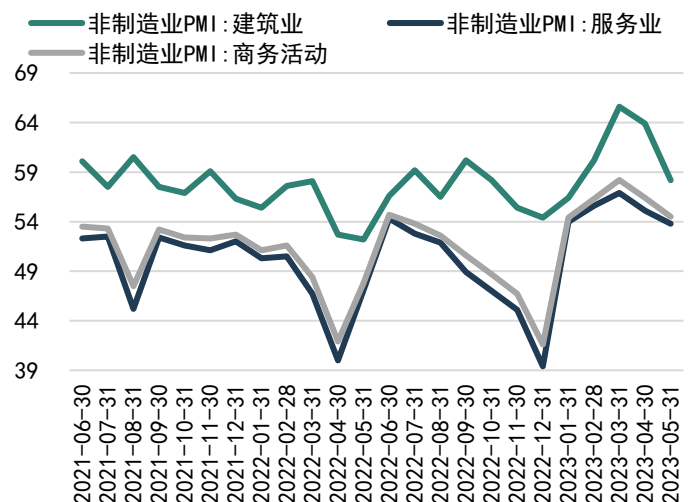
5月制造业PMI继续回落，经济内生动力不足是主要原因，尤其是需求低于临界点，这也验证了经济恢复斜率有所放缓。

图1 制造业PMI (%)



数据来源：同花顺，前海期货

图2 非制造业商务活动指数 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

### （一）工业生产动能大幅走弱

4月份，国内经济修复速度放缓，年初以来场景修复和积压需求释放带来的短期提振作用逐渐转弱，内外需双重压力下，工业生产动能大幅走弱。4月规模以上工业增加值在低基数作用下同比增长5.6%，但环比转负，其中，上游行业生产整体走弱，制造业生产保持上行，尤其是中游设备制造业生产增速较高，汽车产业链也在低基数作用下迎来显著反弹。

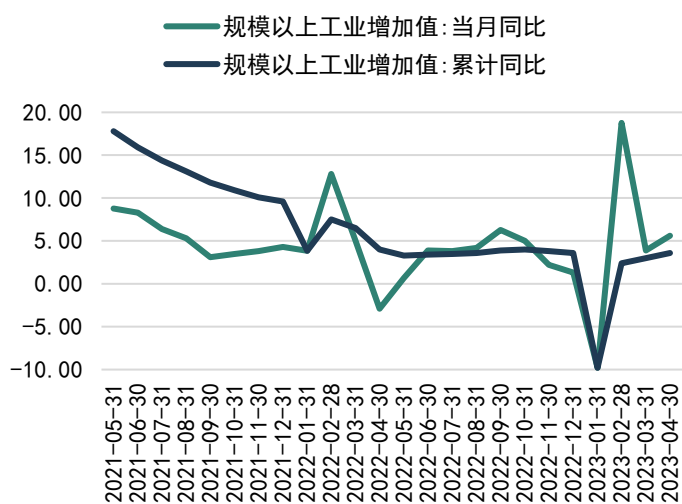
低基数影响下企业营收增速继续回升，但现阶段利润增速整体上仍然承压，今年前四个月，全国规模以上工业企业利润同比下降20.6%，4月规

规模以上工业企业利润同比下降 18.2%。其中，采矿业和制造业是工业企业盈利的重要拖累，采矿业利润下降主要受生产资料价格因素影响，制造业中装备制造业盈利能力持续修复，汽车行业利润同比增速也实现转正。

此外，价格因素对企业盈利的影响显现，1-4 月工业品价格延续下行趋势，价格继续做贡献，PPI 同比降幅较 3 月份继续走扩 1.1 个百分点。尽管上游价格同比回落有利于改善下游行业的盈利状况，但在内外需双重压力下，中下游行业尚未对成本下降做出反应，中下游利润同比下降幅度大于上游行业。

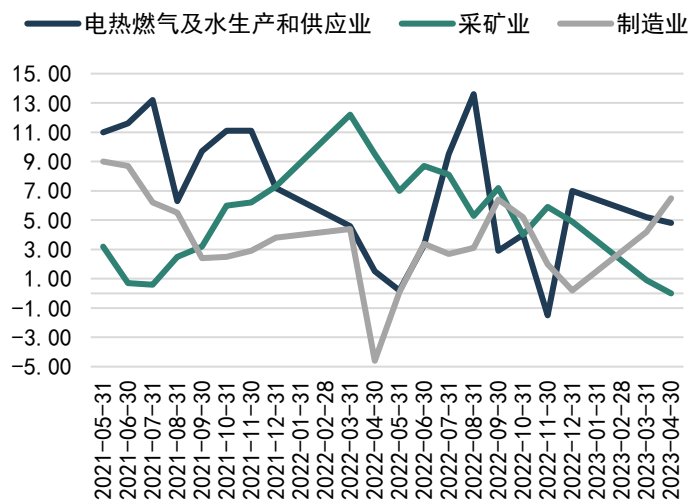
高频数据显示，当前生产端仍处于缓慢爬坡阶段，近半月来，唐山高炉开工率延续回落，焦化企业开工率也创近年同期新低，工业生产动能不足。企业盈利增速仍处底部，恢复的斜率相对不高，行业分化的特征明显，后续政策仍然存在加码的可能。

图 3 规模以上工业增加值增速 (%)

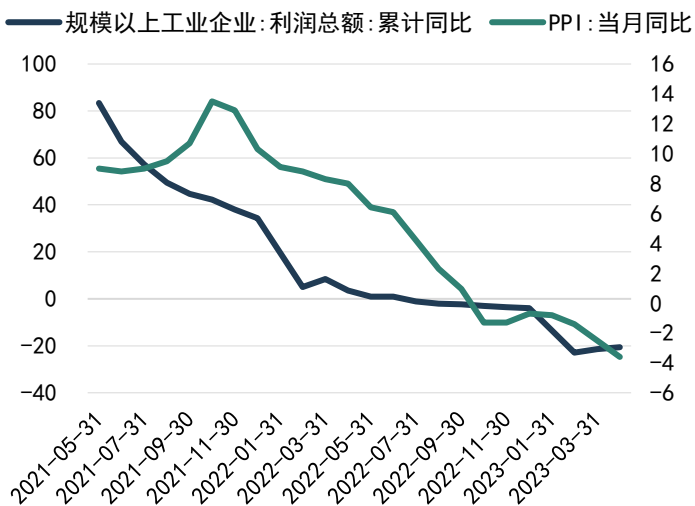


数据来源：同花顺，前海期货

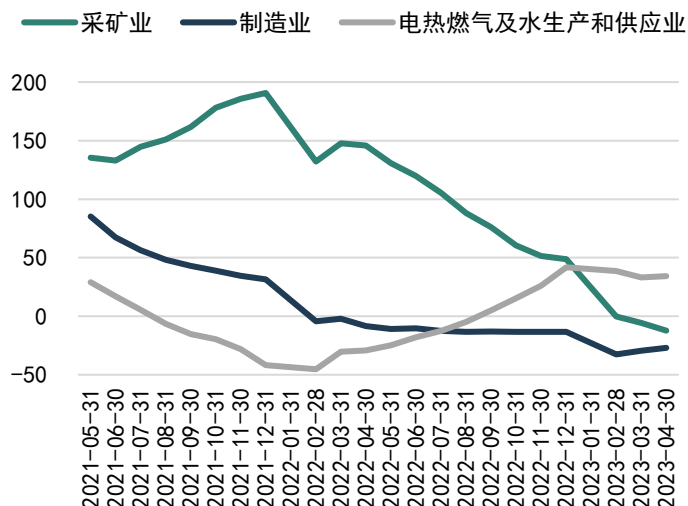
图 4 工业增加值分行业当月同比 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

**图 5 规模以上工业企业利润累计同比 (%)**


数据来源: 同花顺, 前海期货

**图 6 分行业规上工业企业利润累计同比 (%)**


数据来源: 同花顺, 前海期货

## (二) 内外需下行压力加大

从需求端来看, 出口和内需修复的动能均有所回调, 其中, 消费增长边际放缓, 固定资产投资增长动能明显转弱。4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%, 剔除低基数效应后, 两年平均增速为下滑 0.67 个百分点至 2.62%。从消费类型来看, 餐饮消费表现优于商品消费, 或受假期因素影响。在收入预期偏弱的背景下, 居民对商品消费、尤其是耐用品的消费相对谨慎。

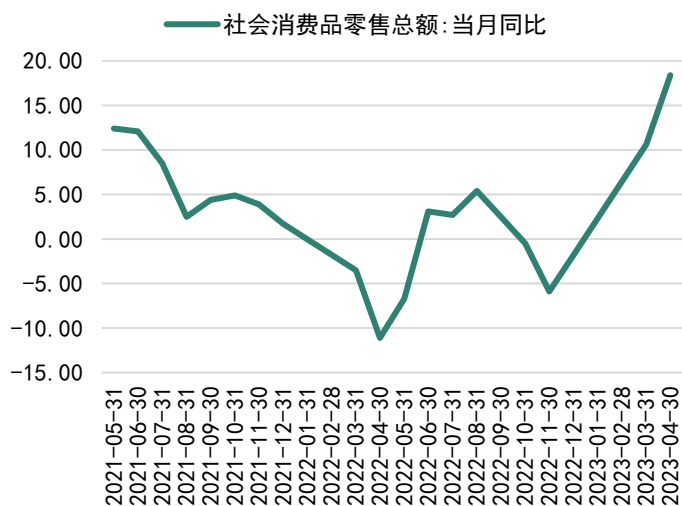
固定资产投资整体稳步回落, 基建投资增速持续放缓, 制造业投资继续减速。房地产投资跌幅加深, 地产新开工、施工增速进一步下探, 拖累投资端表现。当前居民购房信心尚未修复, 预期房地产市场修复道阻且长。基建投资不断降速, 对于固定资产投资的支撑作用减弱, 随着稳增长政策措施落地阶段性放缓, 专项债发行力度减弱, 在高基数作用下, 未来基建增速或逐步放缓。

出口动能温和放缓。4 月我国出口金额同比增速有所下行, 进口金额同比收缩加剧, 贸易顺差大幅扩张。按美元计价, 进出口总金额 5006 亿美元, 同比增长 1.1%。其中, 出口同比增长 8.5%, 增速较 3 月回落 6.3 个百分点, 略好于预期; 进口同比增速较前月回落 6.5 个百分点至 -7.9%。今年前几个月出口增速较高, 伴随着前期企业在手订单去化, 积压订单对出口的支撑效应有所回落。往后来看, 我国出口或受欧美经济增长动能减弱的持续拖累, 但“一带一路”沿线国家、东盟等国在我国出口中所占的比重

不断提升，或有助于减轻欧美经济下行所带来的外需回落压力。

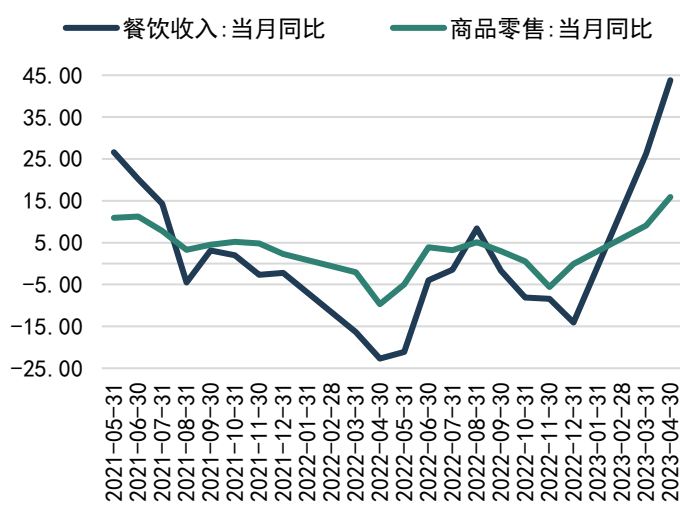
4月政治局会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，这将成为未来经济工作的重中之重。当前消费虽然仍在修复，但修复的斜率已有放缓，且距离疫情前消费增长的中枢仍有较大差异。下一阶段，经济修复速度放缓、结构分化的趋势或仍将延续。当前，居民收入和就业问题严峻，内需动能不足，同时，外需在海外缓慢衰退的大趋势下边际回落，下一阶段经济或面临更大挑战，需要政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度提振。

图7 社会消费品零售总额同比增速 (%)



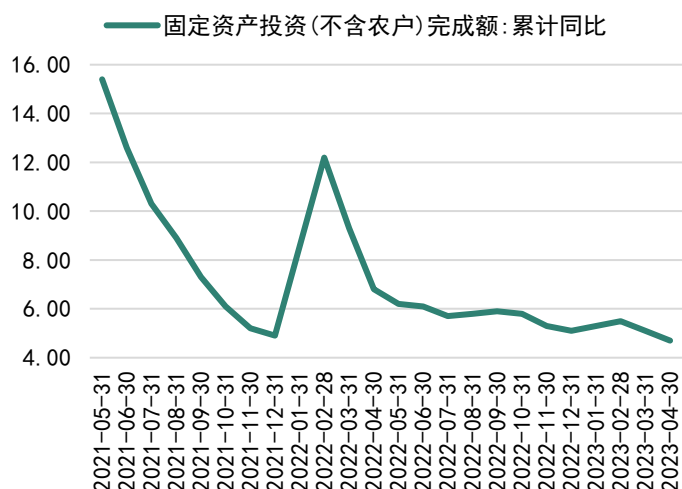
数据来源: 同花顺, 前海期货

图8 社零分项当月同比增速 (%)



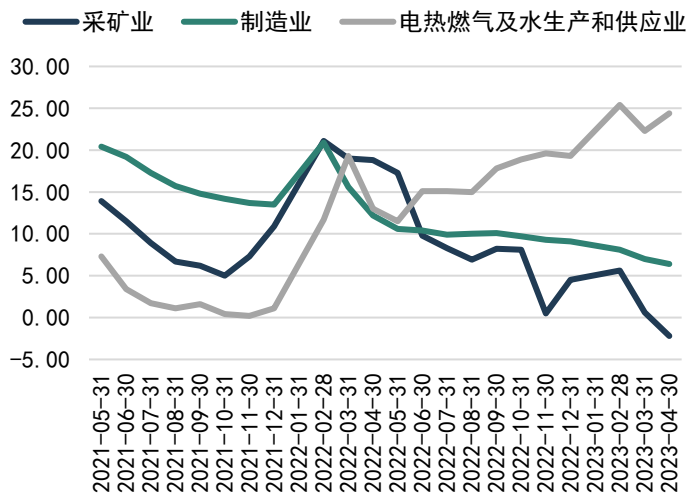
数据来源: 同花顺, 前海期货

图9 固定资产投资累计同比 (%)

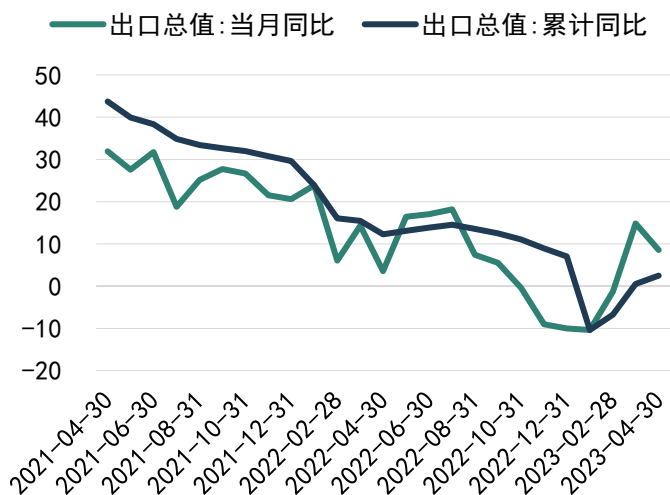


数据来源: 同花顺, 前海期货

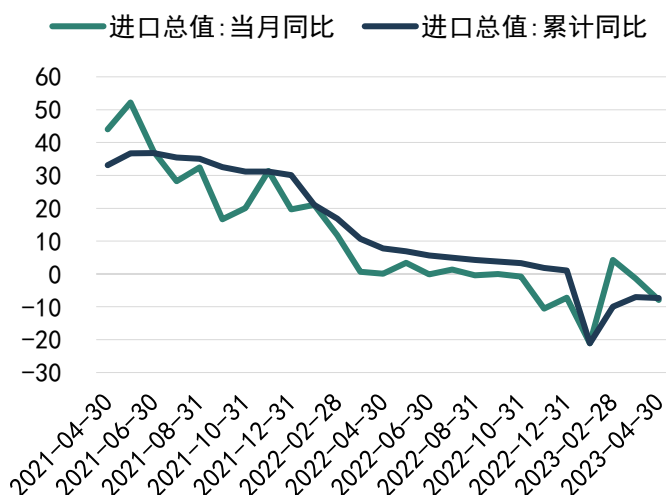
图10 固定资产投资分产业累计同比 (%)



数据来源: 同花顺, 前海期货

**图 11 我国出口金额同比增速 (%)**


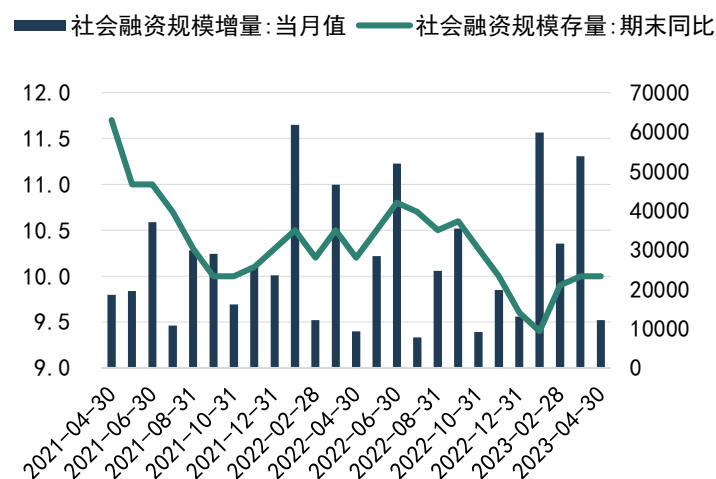
数据来源：同花顺，前海期货

**图 12 我国进口金额同比增速 (%)**


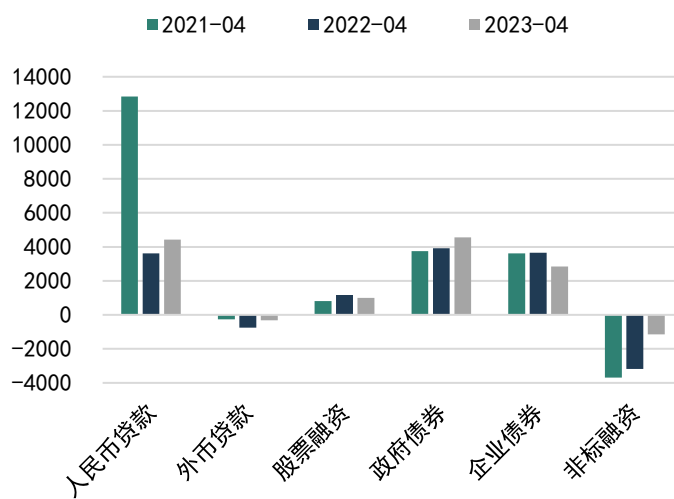
数据来源：同花顺，前海期货

### (三) 社融规模超季节性回落

4 月新增社融 1.22 万亿，同比多增 2873 万亿，但显著低于近三年同期平均水平。社融存量同比增长 10%，与上月持平。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4431 亿元；政府债券有所回落，4 月政府债券新增 4548 亿元，低于一季度政府债券新增均值 6100 亿元；企业债券融资回落是 4 月社融的主要拖累项，4 月企业债融资 2843 亿元，同比减少 809 亿元；表外三项同比少减 2029 亿元，委托贷款延续多增，信托受新规影响压降速度有所放缓，未贴现票据同比大幅少减。

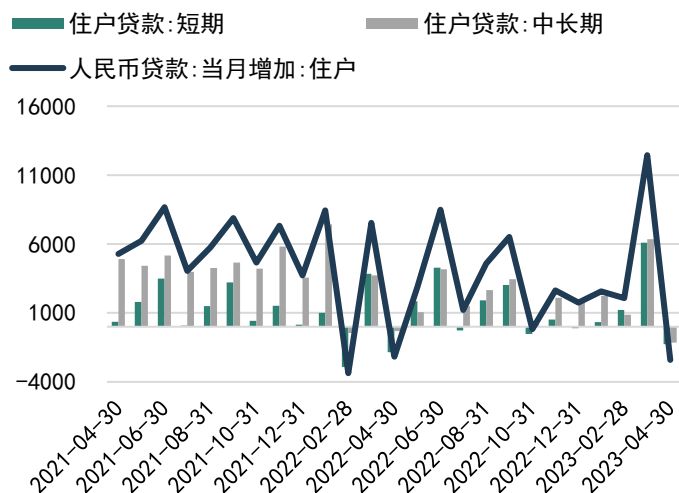
**图 13 社会融资规模 (亿元; %)**


数据来源：同花顺，前海期货

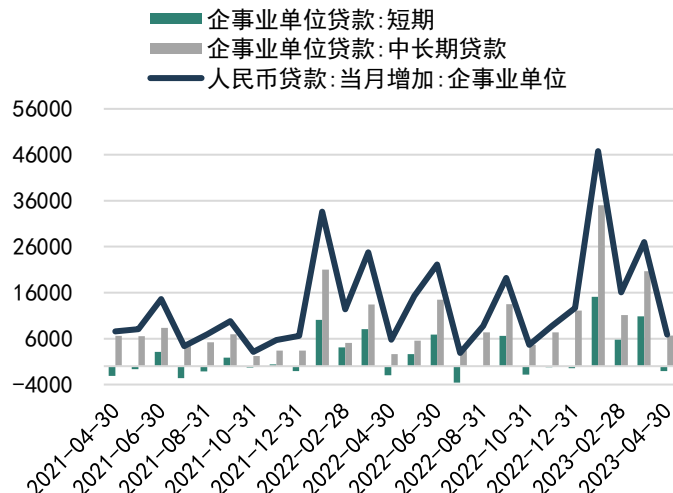
**图 14 社融分项当月新增 (亿元)**


数据来源：同花顺，前海期货

4月信贷总量大幅下滑，低基数效应下仍同比多增，居民贷款表现较弱，企业中长期贷款仍多增。企业端贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元，其中短期贷款减少1099亿元，今年以来首次由正转负；企业中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元，房地产市场尚未企稳，继续对企业信贷形成制约。4月住户贷款减少2411亿元，同比多减241亿元，其中居民短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元，远低于历史同期水平，前期积压的购房需求集中释放后，4月房地产市场活跃度有所回落，居民中长期贷款收缩。

**图 15 新增住户贷款（亿元）**


数据来源：同花顺，前海期货

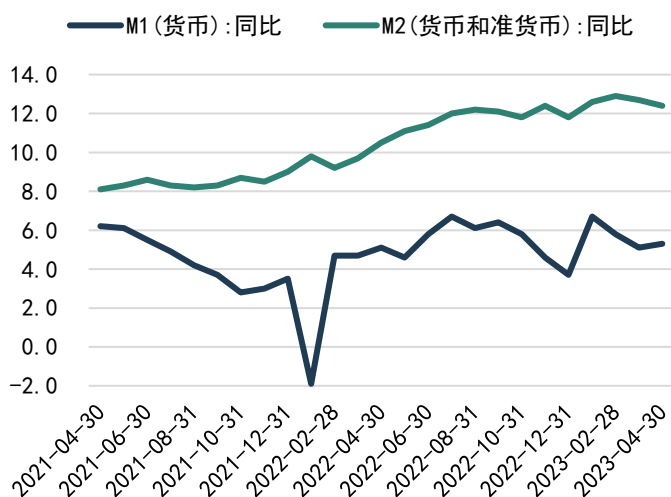
**图 16 新增企事业单位贷款（亿元）**


数据来源：同花顺，前海期货

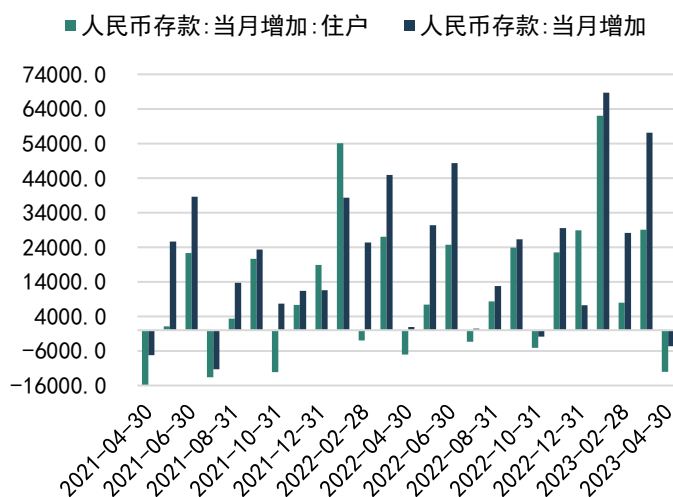
4月M2同比增长12.4%，增速比上月末回落0.3个百分点。4月份财政性存款同比多增4618亿元，一方面4月是传统的缴税大月，另一方面也与财政支出速度放缓有关。其中，住户存款减少1.2万亿元，同比多减近5000亿元，符合季节性规律，但较此前居民存款高增已有明显转变，存款利率调降背景下，居民储蓄或将逐渐流向消费、偿还房贷等。M2与M1的剪刀差以及社融与M2倒挂均有所收敛。往后来看，经济内生动能放缓，信贷修复仍需观察，预计在基数作用下，M2延续回落态势。

图 17 M1 与 M2 同比增速 (%)

图 18 当月新增人民币存款 (亿元)



数据来源: 同花顺, 前海期货



数据来源: 同花顺, 前海期货

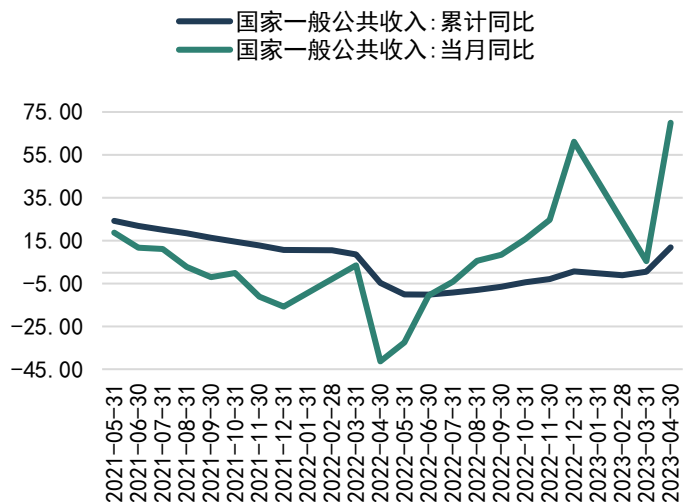
#### (四) 财政政策力度有待加码

今年 1-4 月, 全国一般公共预算支出同比增长 6.8%, 其中 4 月当月同比增速 6.7%, 相比 3 月的增长 6.5%略有回落。财政支出继续向科技支出和社保就业倾斜, 基建类支出节奏有所放缓, 债务付息支出增速显著回落。

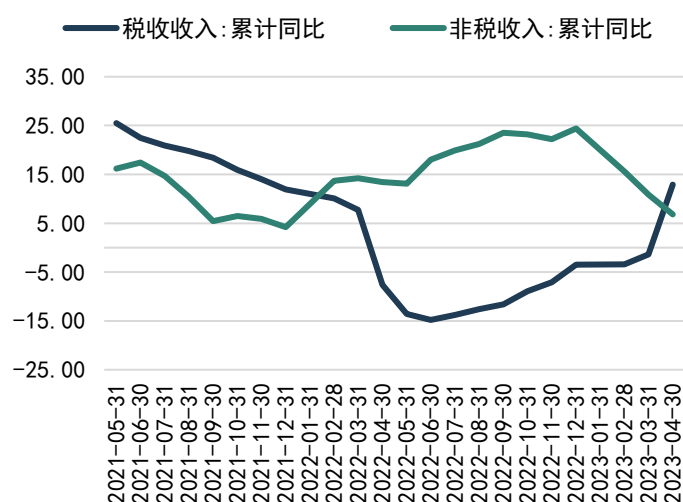
政府性基金收入增速转正, 支出降幅收窄。4 月政府性基金预算收入同比增速为 1.4%, 主要受国有土地使用权收入改善的带动, 4 月土地使用权出让收入的降幅相比 3 月收窄 22.5 个百分点, 但从绝对规模来看仍处于较低水平。4 月政府性基金支出同比增速由负转正为 2.4%, 较 3 月回升 22.6 个百分点, 从专项债支出来看, 今年 1-4 月专项债发行节奏相比 2022 年同期并不弱, 专项债发行延续前置节奏。

今年 4 月以来经济内生动能出现放缓迹象, 经济下行压力增加, 而财政支出进度并未明显加快, 基建实物量形成也趋弱, 年内财政政策或需在扩大内需、提振投资和稳定就业等方面加码。

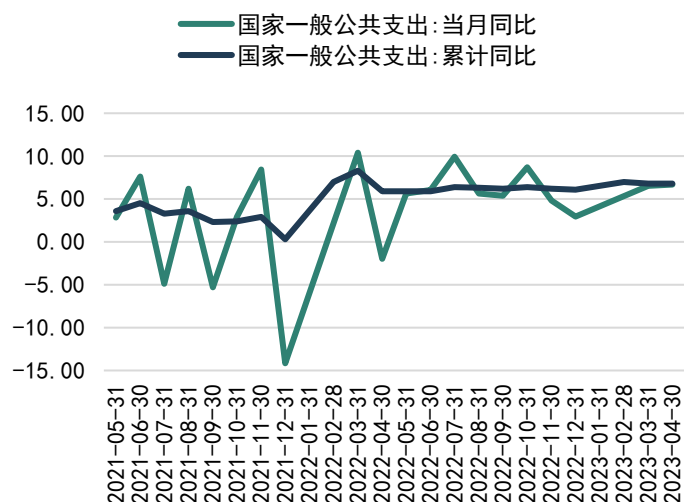


**图 19 国家一般公共预算收入增速 (%)**


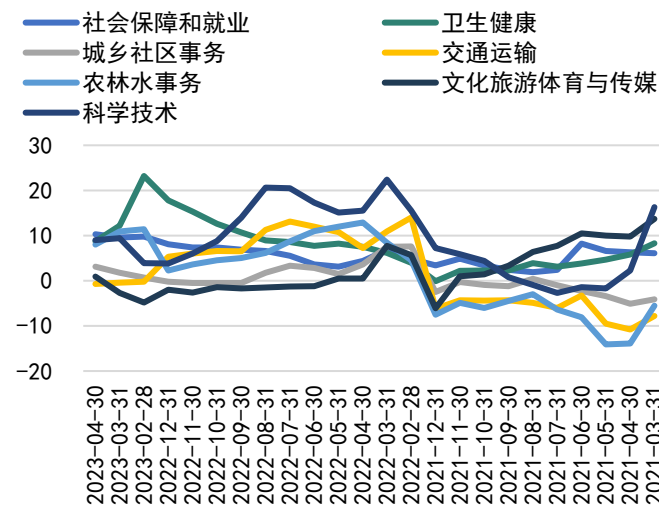
数据来源：同花顺，前海期货

**图 20 税收收入与非税收入累计同比 (%)**


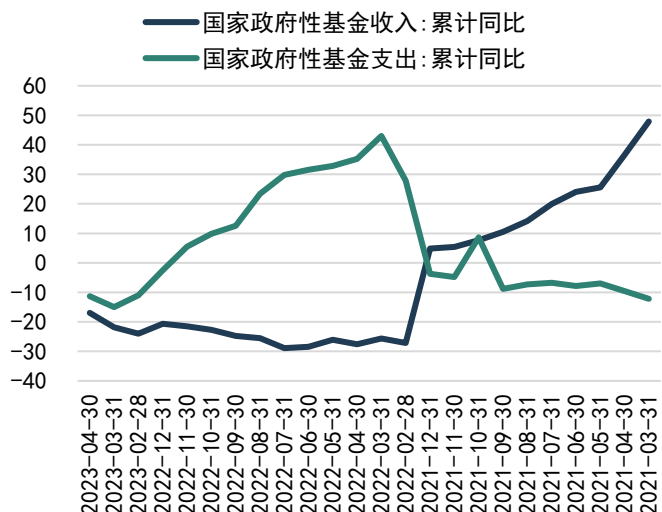
数据来源：同花顺，前海期货

**图 21 国家一般公共预算支出增速 (%)**


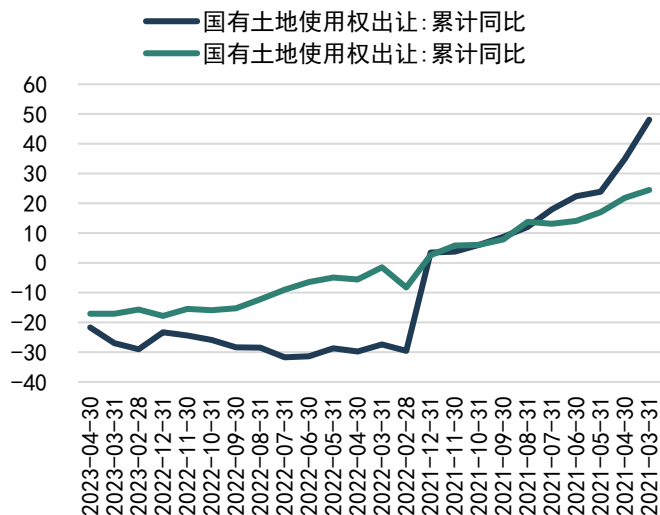
数据来源：同花顺，前海期货

**图 22 一般公共预算支出分项增速 (%)**


数据来源：同花顺，前海期货

**图 23 国家政府性基金收支增速 (%)**


数据来源：同花顺，前海期货

**图 24 国有土地使用权出让收入 (%)**


数据来源：同花顺，前海期货

## 二、美国核心通胀仍然坚挺，年内降息概率不大

美东时间 5 月 3 日，美联储在 5 月议息会议后宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间提升至 5.0-5.25%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。美联储在声明中表示，一季度美国经济继续保持低增长，但劳务市场仍然强劲，失业率保持在低位。就业市场的过剩需求较大，失业率或不会大幅上升，经济增长也将获得支撑。

美国 4 月 CPI 同比增长 4.9%，低于预期的 5.0%，这是美国通胀连续第 10 个月回落，创 2021 年 5 月以来新低。核心 CPI 同比增长 5.5%，前值 5.6%。CPI 环比增长 0.4%，核心 CPI 环比增长 0.4%，CPI 环比走势上扬表明核心通胀仍然维持高位。鲍威尔强调，当前通胀仍远高于 2% 的目标，降低通胀仍有很长的路要走，美联储仍高度关注通胀风险，通胀回到 3% 后也不会立即放弃紧缩政策。

美国 4 月 PCE 物价指数同比增长 4.4%，环比增长 0.4%。扣除食品和能源后的核心 PCE 物价指数同比增长 4.7%，环比增长 0.4%，并创今年 1 月以来新高。自去年 11 月以来，美国核心 PCE 物价指数一直停留在 4.5%-5% 区间，表明通胀的降速已经接近停滞，且核心通胀仍然坚挺。

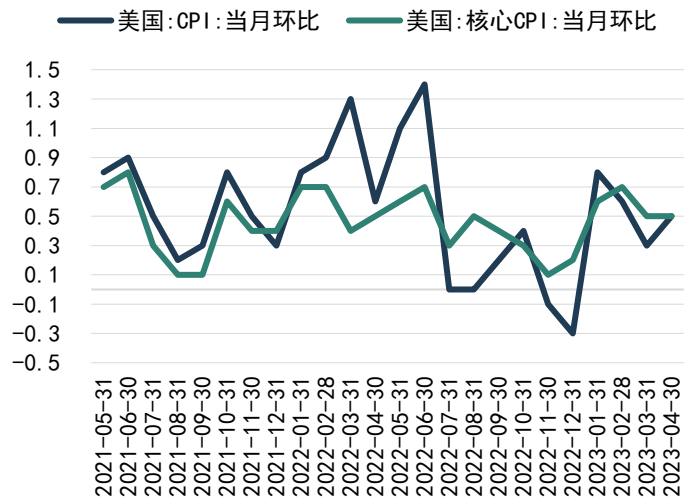
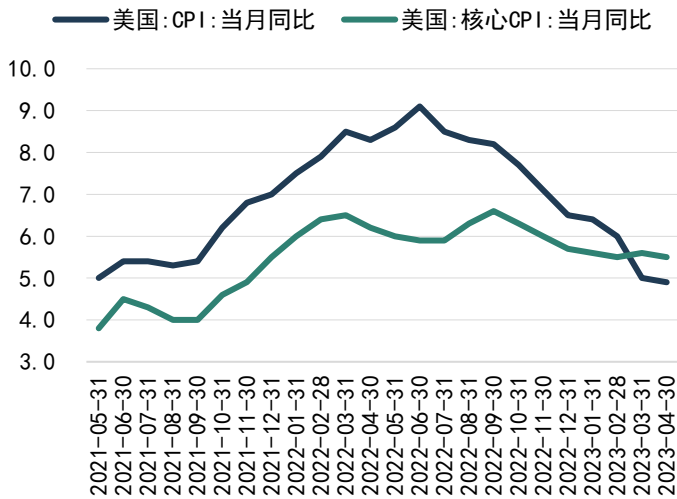
需要警惕的是，目前市场对于美联储下半年降息的预期过于乐观，全球经济复苏尤其是中国经济的复苏正带来能源的强劲需求，叠加供给扰动影响，能源价格可能超预期反弹，下半年美国通胀回落的速度可能放缓。

若下半年美国通胀较为坚挺，美联储或将较难降息。

美联储在 5 月议息会议中并没有给出在下次会议中（6 月 15 日周四）暂停加息的明确信号，美联储官员认为保持开放和灵活性是需要的，从美联储对于经济和通胀的判断来看，年内降息仍是小概率事件。

图 25 美国 CPI、核心 CPI 同比增速 (%)

图 26 美国 CPI、核心 CPI 环比增速 (%)

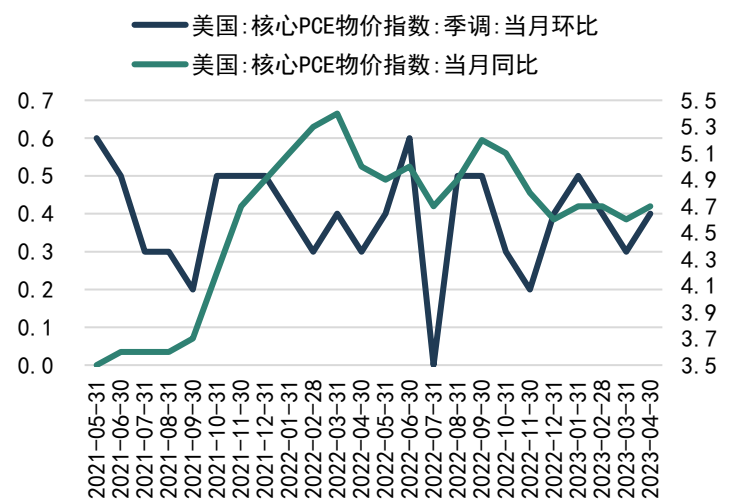
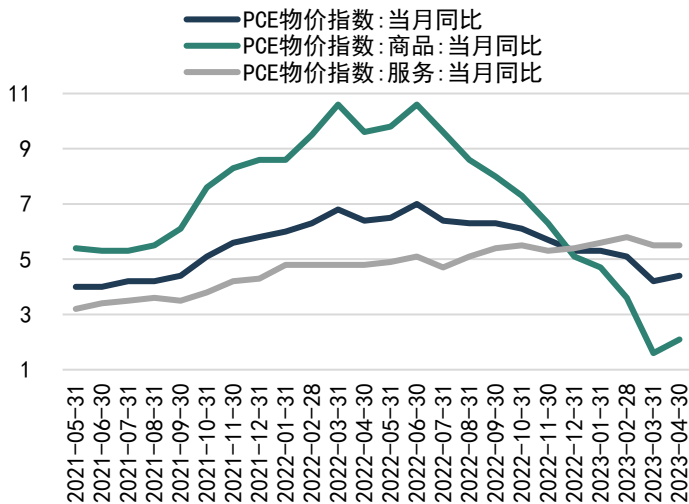


数据来源：同花顺，前海期货

数据来源：同花顺，前海期货

图 27 美国 PCE 物价指数当月同比 (%)

图 28 美国核心 PCE 物价指数 (%)



数据来源：同花顺，前海期货

数据来源：同花顺，前海期货

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfc.net>