



# 2024年一季度宏观专题报告

## ——美联储降息及国内经济压力点

长安期货有限公司

投资咨询部

汇报人：马舍瑞夫 (Z0015873) 马钰 (F03118886)

2024.3.26

# 目录

CONTENTS



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

1

## 美联储降息与大宗商品

- 降息时点与历史降息周期回顾
- 降息类型与美国经济
- 通胀数据与就业市场
- 降息影响因素与美联储缩表
- 降息与大宗商品表现

2

## 经济目标与核心问题

- 中国经济目标与变化
- 从CPI、PPI结构及变化看准通缩
- 价格指数与中美库存周期
- 地方政府债务化解与城投债





长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

# 01



## 美联储降息与大宗商品

忠诚 敬畏 创新 卓越

# 美联储降息与大宗商品-降息时点



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

- 2024年2月1日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，联储停止加息后已连续第四次未做调整。市场在本次会议前激进押注美联储最早在3月份开启降息的预期，也随着之后公布的1月份美国CPI及PPI环比上涨达0.3%，均超预期上升而逐渐消退。
- 2月22日，美联储公布2月FOMC会议纪要，会议纪要显示联邦基金利率可能已经达到峰值，但大部分与会官员担心过早降息的风险。多位官员表示过早降息的风险要明显高于将利率继续维持高位。
- 3月1日，美联储公布的半年度货币政策报告称，虽然美国银行业面临的压力已经消退，但金融稳定方面仍存在一些弱点。联储仍高度关注通胀风险，未来数据、前景、风险将引导利率决定，并在报告中重申了其致力于将通胀率恢复到2%的目标水平的承诺。
- 半年度货币政策报告发布当天，美国私募巨头Apollo Management首席经济学家Torsten Slok发布了一篇题为《美联储2024年不会降息》的文章对市场造成扰动，大胆预测美国经济并未放缓，美联储今年可能会保持现状，继续维持利率在高位水平。
- 3月7日美联储主席鲍威尔在半年度国会作证词表示政策利率可能处于本轮紧缩周期的顶部，如果经济发展如预期所料，今年某个时候开始减少政策限制是合适的，但经济前景存在不确定性，通胀能否朝着2%的目标持续取得进展也不确定。
- 3月20日，美联储召开3月FOMC议息会议，联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%，符合市场预期。会议上调经济韧性和通胀预测，但维持2024年有三次降息空间的判断，整体态度偏鸽，引起美债收益率回落、美元指数下跌。



# 美联储降息与大宗商品-降息时点

过去的40年来（1983-2023），美联储经历了5次完整的降息周期。在降息的过程中出现了4次实质性衰退，仅有1次（1984年9月-1986年8月）实现了经济软着陆。

本轮加息周期从2022年3月开始，属于预期经济过热及预期高通货膨胀兼有型加息。加息周期开启以来，美国通胀下降幅度远不及市场预期主要由于地缘冲突导致的能源及食品价格波动剧烈，以及服务及房租通胀粘性较强，叠加居民及企业高企的超额储蓄未被消耗完全。

截止24年3月22号，根据芝加哥商品交易所（CME）的美联储观察显示，市场在消化了近期宏观数据及联储官员议会内容后，预期本年度美联储将会进行3次降息，全年降息幅度达**75bp**。受到美联储主席鲍威尔近期鸽派言论影响，市场更确信联储于6月将开始首次降息，降息概率约为**75.05%**，并且路径多以非连续性降息为主，在6月降息后，再次降息大概率将在9月议会根据实际经济情况来决定。

结合一季度发布的多项经济数据超预期，驱动美联储将24年经济增速预测从去年12月的1.4%调高到2.1%，对PCE通胀的预测则维持**2.4%**不变，对核心通胀的预测从调高至**2.6%**；因此，在联储3次降息的计划下其实对于**2%的通胀硬约束是有所放松的**，在经济软着陆的现实下，就业市场及补库预期将成为影响后续降息的关键。

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	89.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	67.2%	24.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	37.3%	46.2%	12.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	29.9%	44.3%	20.0%	2.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	15.9%	36.8%	32.7%	11.8%	1.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.8%	30.8%	33.9%	17.7%	4.4%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.5%	6.4%	21.3%	32.3%	25.8%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.8%	27.5%	28.6%	17.5%	6.2%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.6%	20.3%	28.0%	23.8%	12.6%	4.0%	0.7%	0.1%

CME FEDWATCH TOOL - TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2024/5/1	37	10.90%	89.10%	0.00%
2024/6/12	79	75.05%	24.95%	0.00%
2024/7/31	128	87.43%	12.57%	0.00%
2024/9/18	177	97.23%	2.77%	0.00%
2024/11/7	227	98.55%	1.45%	0.00%
2024/12/18	268	99.59%	0.41%	0.00%
2025/1/29	310	99.79%	0.21%	0.00%
2025/3/19	359	99.91%	0.09%	0.00%
2025/4/30	401	99.95%	0.05%	0.00%

数据来源：CME Group 长安期货

# 美联储降息与大宗商品-历史降息周期回顾



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

## 美国历史降息周期回顾

### 第一轮

降息周期为1984.9-1986.8，基准利率从11.5%下调至5.875%。美国GDP增速从1984年2季度开始下降，由1984年1季度的8.58%降到1986年3季度的3.12%。在历时23个月的降息周期中，GDP环比大部分时期保持在2.0%以上，相对实现了经济软着陆，也是唯一一次降息期间没有出现大幅经济衰退，并且标普最大涨幅大71.28%。

### 第三轮

降息周期为1995.7-1996.1，基准利率从6%下调至5.52%；以及1998.9-1998.11，基准利率从5.5%下调至4.75%。历经15个月降息周期中美国GDP增速下滑，同比增速在1995年二季度下滑至2.4%，经济层面进入一轮小的下行周期。直到亚洲金融危机打乱了美联储原本的政策路径，货币政策重心由通胀转为应对外部冲击，打乱了原本的加息路径，出现了特殊的降息中穿插加息的情况。亚洲金融危机的影响消退后，美联储方才于1999年6月再次重启加息。

### 第五轮

降息周期为2007.9-2008.12，基准利率从5.25%下调至0.25%。2008年次贷危机引发全球金融市场风暴，近50年最严重的一次经济危机，期间美国投行雷曼兄弟倒闭，美联储7次降息，次贷危机沉重打击美国房地产行业，GDP从2007Q4的2.5%跌至2008Q4的-8.4%。同时美联储大规模购买美国国债、抵押贷款支持证券等非常规货币政策工具，刺激经济并向市场注入流动性，开启了历史性的量化宽松政策。

### 第二轮

降息周期为1989.6-1994.2，基准利率从9.8125%降至3.0%。美国GDP增速先下降后上升，并且1990年7月到1991年3月之间层出现三个季度的经济衰退，GDP环比从1990Q1的4.4%回落至1990Q4的-3.6%。经过17次调整，此次降息周期CPI从5.2%降至2.5%，失业率从5.3%先升至高点7.8%，再降至6.6%，此轮收缩使经济增长明显放缓，期间油价上涨和1990年第一次海湾战争严重影响了经济活动。

### 第四轮

降息周期为2001.1-2003.6，基准利率从6.5%降至1.0%。亚洲金融危机后，2000年9月开始因互联网泡沫破裂、911事件以及华尔街会计作假丑闻而导致美国经济衰退。期间GDP环比从2000Q2的7.5%回落至2001Q3的-1.7%。在此期间美国PMI经历了从荣枯线以下反弹后再次回落的过程。本次利率水平降为1958年来最低水平，也催生了由房地产业蓬勃发展引来的繁荣局面。

### 第六轮

降息周期为2019.8-2020.3，基准利率从2.5%降至0.25%。由于突发的新冠疫情，导致经济活动急剧萎缩。ISM制造业与非制造业PMI分别于2020年4月下降至41.5与41.8；同期失业率飙升到14.8%。这是2008年国际金融危机以来美联储首次采取的非常规紧急降息，同时启动7000亿美元量化宽松计划。与之前不同，美国其实面临的是新冠肺炎疫情引发的公共卫生危机和潜在经济衰退风险。



# 美联储降息与大宗商品-降息类型

表 1 美联储历次降息背景

首次降息时间	失业率	核心 CPI 同比	降息背景	经济衰退起始时间	降息类型
1984. 9	7. 3%	5. 1%	通胀稳定, 预防衰退	未衰退	预防式
1989. 6	5. 3%	4. 5%	通胀稳定, 预防衰退	1990. 8	预防式
1995. 7	5. 7	3. 0%	通胀稳定, 预防衰退	未衰退	预防式
2001. 1	4. 2%	2. 6%	互联网泡沫危机	2001. 4	纾困式
2007. 9	4. 7%	2. 1%	次贷危机	2008. 1	纾困式
2019. 8	3. 7%	2. 4%	通胀稳定, 预防衰退	2020. 3	预防式

资料来源：美联储，美国劳工部，作者整理。

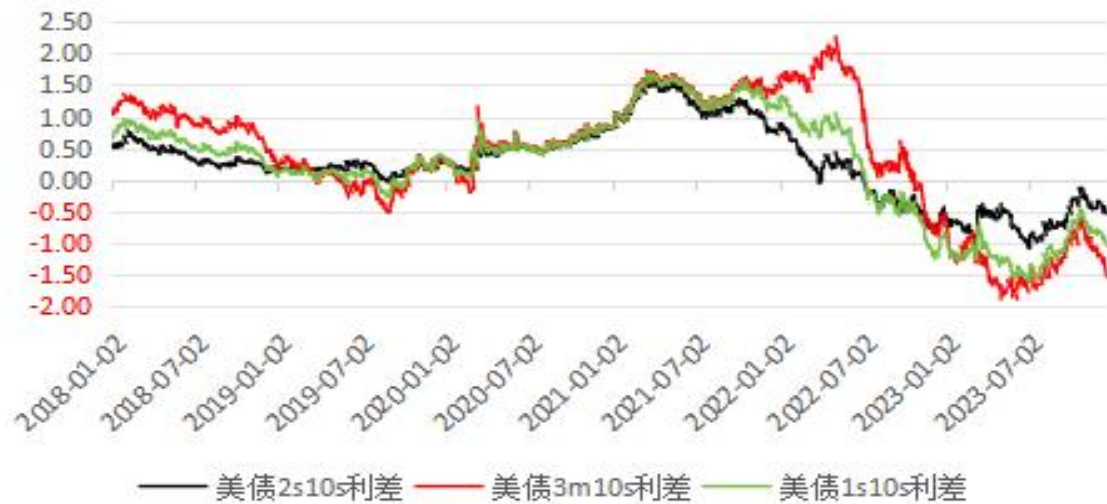
注释：本文没有考虑美联储在 1987 年 11 月和 1998 年 9 月的暂时性降息。

数据来源：社科院世界政经研究所 长安期货

当前市场根据美联储降息开始时的经济情况、美联储降息的目标，主要将美联储降息类型分为**预防式降息**及**纾困式降息**。预防式降息通常对应经济整体维持韧性但出现边际下行，美联储根据宏观数据预期进行的主观调整，目的为提振信心与促进投资；纾困式降息更多对应经济已出现明显衰退、金融风险事件增加，导致联储为稳定金融市场及应对经济衰退而做出的调整。在过去的六轮货币政策周期中，美联储4次是预防式降息，2次是纾困式降息。前三轮预防式降息的主要背景是通胀比较稳定，失业率也处于阶段性低位，但存在潜在的经济衰退风险。美联储之后两次纾困式降息中虽然经济还未陷入衰退，但金融风险已充分暴露，经济衰退风险也逐渐显现。综合判断6月加息将会属于基于经济软着陆的预防式降息，叠加美联储缩表进程将持续到年底，因此，预计降息对各类资产的影响将会延后且当前经济韧性强于预期。

通常**10Y美债利率**回落一般先于实际降息开始，但是降息区间中10Y美债利率的下行更具确定性。无论是预防式降息还是纾困式降息，均引导长端美债收益率下行，当美联储决定开始降息，通常是美国经济已经出现疲软迹象或面临衰退风险。因此，综合市场对未来美国经济的预期，**3月、1年及2年期**收益率曲线与**10年**国债利差倒挂的持续缓解，可视为美国经济出现快速衰退或硬着陆的风险在不断降低。

美债利差走势



数据来源：Wind 长安期货

# 美联储降息与大宗商品-美国经济

美联储一般在看到宏观经济数据出现转差时才开始降息，之所以降息，一般是因为通胀得到了一定程度的控制叠加劳力市场恶化、经济衰退预期等诸多因素影响，进而传导到居民部门的收入、消费支出同步减少，以及特殊政治或金融事件的影响，最终导致GDP折年率连续出现负增长，造成经济实质性衰退而进行的调控。

现代主流经济学理论确定的全要素生产率仍为经济增长的主要驱动，从人口、投资、技术水平的宏观维度去看，美国经济虽面临严峻阻碍，但仍处于稳定增长趋势中，经济周期的正常波动并未造成其经济增长出现中枢下移的情况，因此我们需要更加客观的去分析美国经济增长对降息的影响。

对经济增长的基础判定通常是连续两个季度GDP处于负增长的区间，那么就预示经济可能陷入衰退。2023年，美国的GDP达到了27.37万亿美元，同比增长了2.5%。这一增长率在从一季度开始表现出逐季加速的趋势，2023年第一季度美国GDP增长了2.11%，二季度增长了2.48%，三季度增长了2.84%，而四季度则实现了3.10%的增长，其中个人消费中的服务消费仍为最大拉动项，投资方面住宅投资和私人存货同时走弱，净出口则转为对经济增长出现正向拉动。

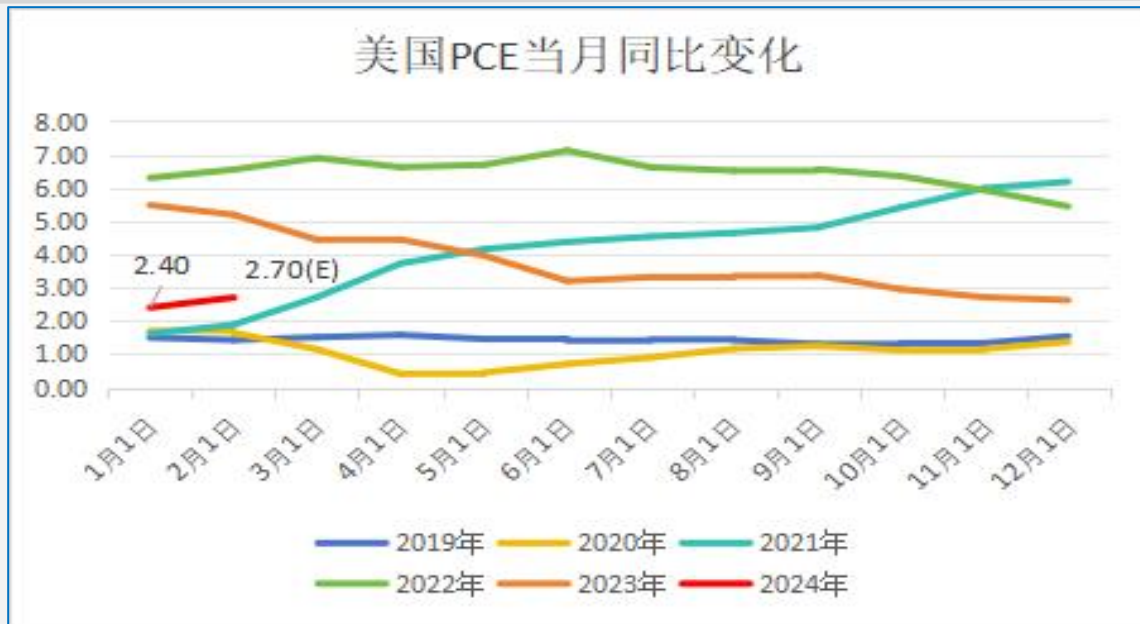
尽管IMF在1月《世界经济展望》中将美国2024年经济增长从1.6%上调至2.1%，但联合国分析报告对其预测仅为1.4%，因此，市场对美国经济增长的不确定性不仅是影响今年全球经济衰退速度的关键，也是降息能否按时落地的关键，美国房地产周期的开启或需将带来较为长期的支撑。



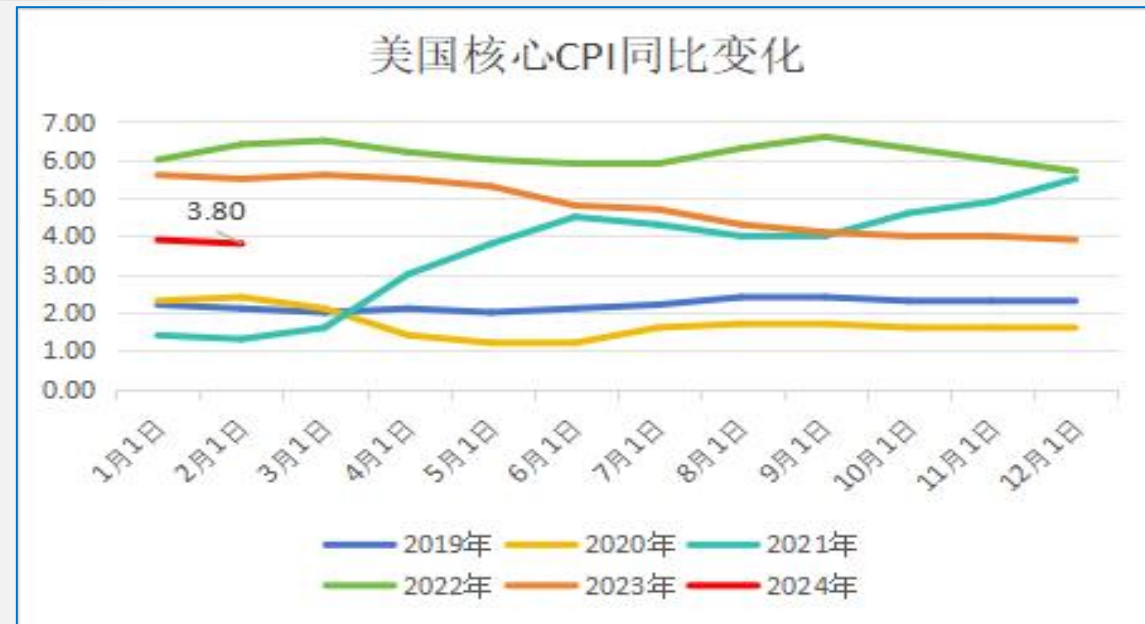
数据来源: Wind 长安期货



# 美联储降息与大宗商品-通胀数据



数据来源: Wind 长安期货

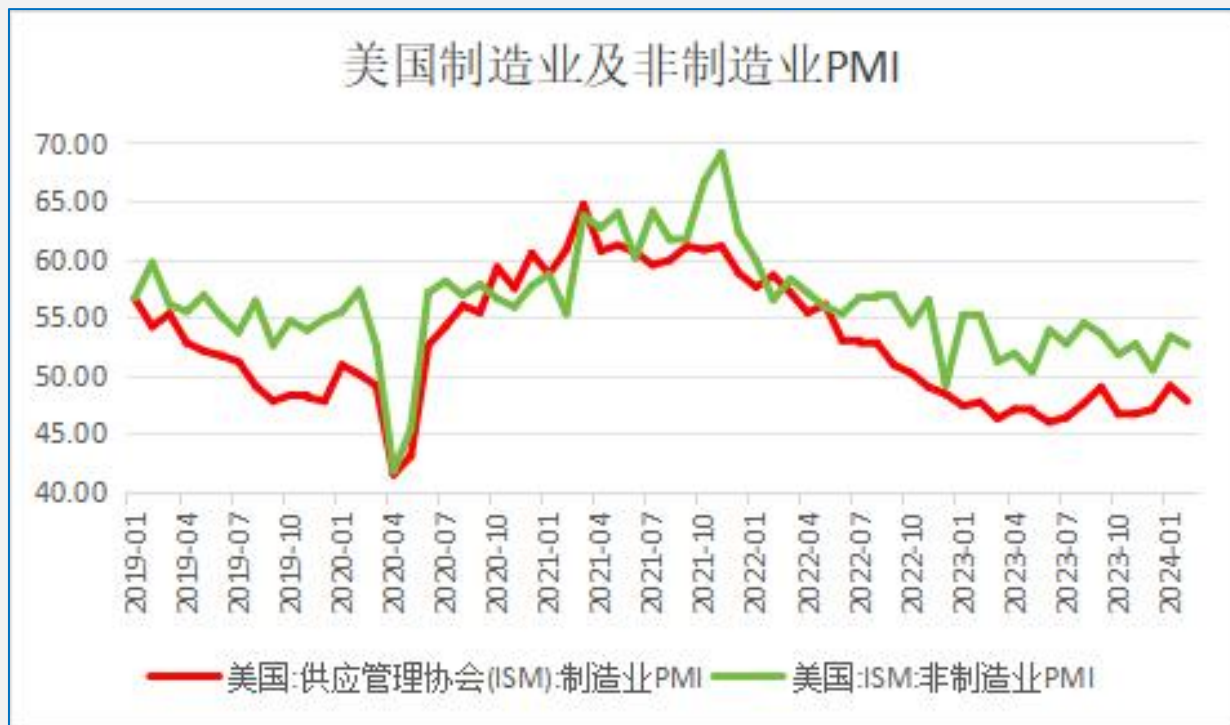


数据来源: Wind 长安期货

通常PCE数据更为接近美国的真实通胀率,因此,3月29日即将公布的2月PCE通胀数据,其实才是验证通胀数据是否为季节性因素影响下的异常值。去掉食品和能源两项的核心PCE被作为美联储的货币政策目标,虽然两者趋势基本一致,但由于CPI公布更早,因此也被市场高度关注。PCE统计全美居民服务和商品价格变化,其中服务占比较大,商品则分为非耐用品和耐用品,以非耐用品为主。

自2023年6月开始,美国CPI同比变化维持在3.5%以下反复震荡,最新公布的一月PCE同比降至2.4%,但2月预测值则环比增长0.3%,仍然显示出高息环境对通胀控制的效果及必要性。同期核心CPI维持下降趋势,二月数据也达到21年下半年来最低增长,出现持续改善。可以发现,目前能源及食品仍然是造成通胀反弹的关键因素之一,由于中东及俄乌冲突的不确定性、OPEC+延长的减产计划以及极端天气与运输受阻造成的食品产量及供应链问题,都将极大提升过早降息的风险。从核心通胀角度来看,商品与服务通胀的背离,不仅是美国本土经济与非美经济间的差异,也是通胀韧性和关键所在。联储对美国通胀数据担忧的原因之一是住房价格的超预期反弹,一月住房价格环比增0.6%,租金价格黏性再次出现。另外医疗保健行业作为核心服务第二大项,在较高的职位空缺率叠加继续增加的医保行业留存盈余下,短期将保持较高增速。商品通胀收缩则主要由于充足的新车库存造成二手车价格大幅下降,但未来预计将会进入相对稳定区间,对通常继续改善难有更大贡献空间。

# 美联储降息与大宗商品-通胀数据



数据来源: Wind 长安期货

PMI 对国家经济活动的监测、预测和预警具有重要作用。PMI通常包括制造业和非制造业领域，分别反映两部分总体变化趋势，及企业经营活动多个方面的运行情况，取值范围在0到100%之间，50%为扩张与收缩的临界点。

美国2月制造业的扩张速度快于服务业，且2023年10月以来制造业连续出现改进，政府财政扩张及产业链重新布局使美国生产企业正在摆脱长期低迷的状态。其中服务业活跃度回升，建筑业季节性回落，非制造业PMI2月份服务业新订单指数升至55.0。

制造业方面则受需求改善带动，新订单指数比前值回升5.5个百分点至52.5%，新出口订单回升0.5个百分点至50.4%。从供给端来看，生产活动加快，生产PMI指数环比上升1%。PMI进出口走势则出现背离，1月新出口订单指数回调至45.2%，进口指数提升至50.1%。库存指标仍处于偏低位置，自有库存于2024年1月反弹至46.2，订单库存相较于去年年底小幅回调至44.7。就业方面则变化不大，制造业PMI就业数据下降0.4个百分点至47.1；非制造业PMI就业数据上升6.3个底至50.5。

总体来看，美国制造业及非制造业景气度维持逐步改善，需求呈现加快修复格局，叠加美国大选及美联储降息预期下，经济景气度逐步体现出经济软着陆的落实。

# 美联储降息与大宗商品-就业市场



数据来源: Wind 长安期货

失业率目标作为美联储调控通胀的主要目标之一，也是当前印证美国经济是否软着陆的关键，回顾历史数据，通常失业率作为先行指标会在经济出现衰退初期出现快速上行，当前虽然新增就业人数自23年开始出现较大波动，但失业率水平始终稳定在合理区间，当前仍无法断定美国经济衰退开始加速，因此，6月降息的落地还需关注二季度失业率数据的变化。

2月非农就业人口增**27.5万人**，高于市场预期的**20万人**；**ADP**就业人数则增加了**14万人**，仍低于市场预期的**15万人**。分行业看服务业仍为主要贡献项，究其原因可以发现，除了假期等季节性因素外，降息预期带来了科技及部分服务业就业开始回暖。从结构来看，全职就业者人数在下降，而兼职就业者的人数在增加，由于非法移民的持续大量涌入，大幅拉高了企业口径的新增就业数据，为**非农数据**提供了一定的支撑。

从**非农平均时薪**来看，自去年四季度开始出现持续的抬升，二月数据维持同比增长**4.28%**范围，接近疫情下经济衰退时期的水平，所以美国就业市场强劲的可持续性仍存分歧。当然排除2月天气因素的影响，部分行业每周工时的明显下降而导致的时薪增长，劳动力市场韧性还需观察，但供需不平衡的情况出现逐步缓解。



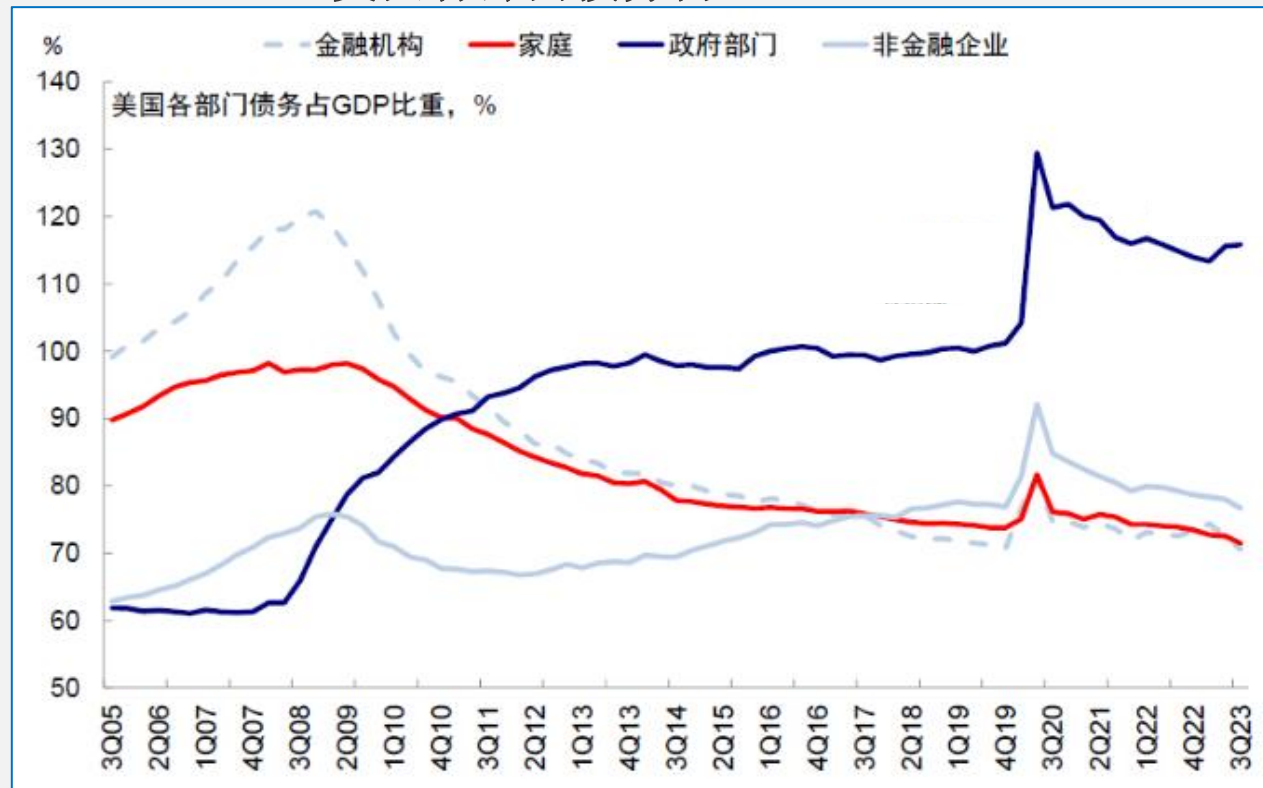
# 美联储降息与大宗商品-降息影响因素

从金融稳定的角度来看，自疫情以来，美国三大财政法案的出台大幅提升对居民部门的转移支付以及对企业的补贴力度，叠加美国居民房屋贷款利率基本使用固定利率，因此，在高息环境下美国各部门付息压力最大的还是政府端，并且大选之年收缩财政支出是大概率事件，在当前维持缩表计划下市场流动性也会持续的减少。

在3月5日，曾接管签名银行的纽约社区银行(NYCB)股价大幅下跌，背后直接原因为其商业房地产贷款损失披露后投资者丧失信心，根本原因还是加息导致企业运营成本增加，压缩了用于房产租赁的资金，并且阻碍了银行为高风险商业房地产贷款的一系列连锁问题。

同样在2024年有大量政府债务到期，这些高息债务能否获得再融资、以及再融资的成本能否承受都是未知，在高息环境下不排除会发生大范围的债务违约事件，在非金融机构利润下降，杠杆水平普遍比较高的情况下，可能会导致不止房地产企业出现财务压力和违约并且传增大居民部门的压力，进一步使风险敞口较大的金融机构承受更大损失。如果商业地产持续恶化或者企业破产加速，美国商业银行可能再次爆发危机，美联储也不得不从金融稳定性角度去相对提前降息的落地。

## 美国各部门债务占GDP比重



数据来源: Wind 长安期货

# 美联储降息与大宗商品-美联储缩表

## 美联储负债结构



数据来源: MacroMicro 长安期货

美联储的货币政策正常化除了利率正常化就是资产负债表正常化，也就是所谓的“缩表”。本次缩表于2022年6月开启，目前已经持续了90周，美联储的资产负债表下降了**1.28**万亿美元，降幅为14.3%，已经接近上一次缩表时的降幅，本次缩表主要体现为逆回购部分的下降，规模下降了13250亿美元，预计到**2024**年底，还将缩表约**9,500**亿。

通常资产负债表正常化取决于存款机构的准备金需求，在本轮缩表中，准备金在2021年12月达峰值4.3万亿，低点出现在2022年3月SVB事件之前准备金达3.0万亿，截止到2024年2月底，准备金已经反弹超过3.5万亿，因此准备金供给已从“过剩”状态进入“宽裕”。

二月以来美联储总体维持缩表操作不变，周均缩表规模为161.5亿美元，已大幅低于去年下半年水平。叠加今年一季度银行期限融资计划和美国国债到期高峰来临，美国货币市场流动性压力增大，美联储计划在3月例会中讨论调整缩表参数。

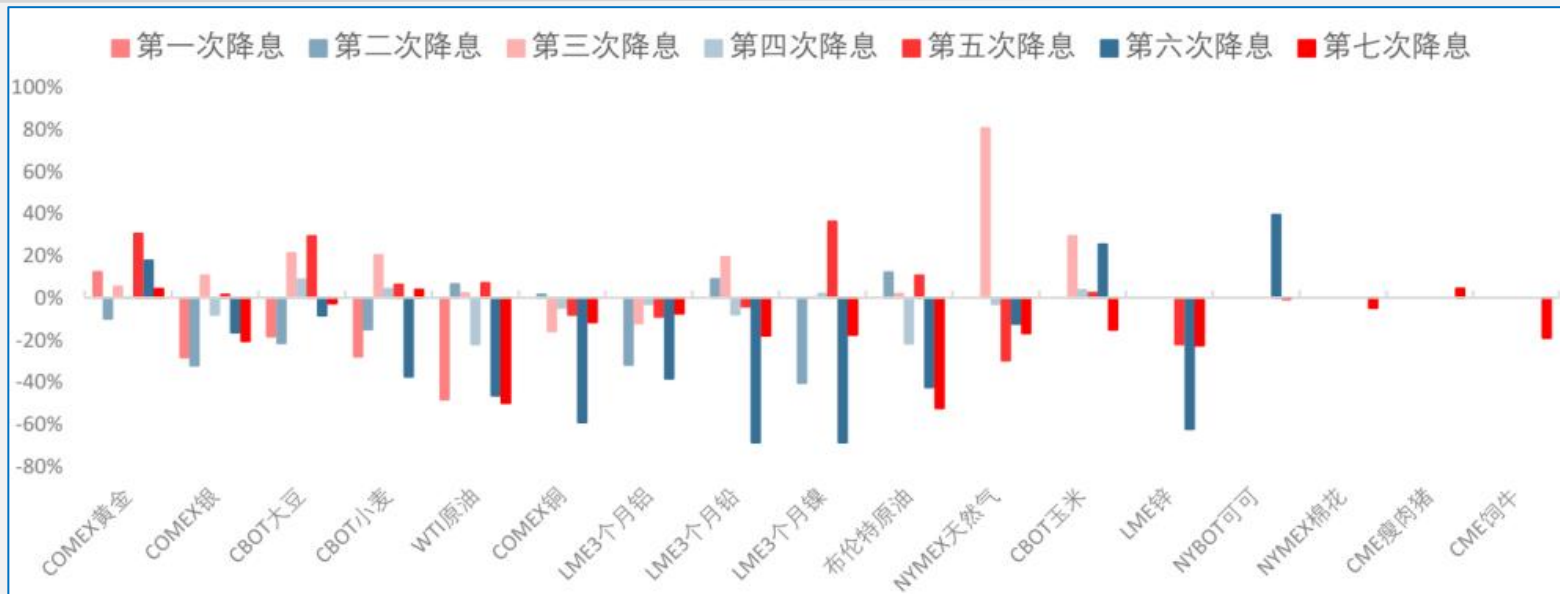
结合近期美联储表态有所转鸽，或许市场对**6月**降息的判断已经接近美联储的预期，之后大概率会出现降息与缩表同步进行的情况，因此，**对降息时点的选择可能会更临近缩表的结束，开启降息则需通胀数据与负债表紧缩双向改善，结合当前美国经济表现韧性，放慢缩表的信号也是6月能否降息落地的关键印证。**

# 美联储降息与大宗商品-降息与大宗商品表现



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

## 历次降息后大宗商品表现



数据来源：中信建投证券 长安期货

通过对比美国历史降息周期与资产表现，可以发现权益类资产在纾困式降息，或者说由于突发危机造成较严重的经济危机时表现偏弱，其他时间均有较好表现，主要体现为**新兴市场>美国>欧洲**。债券市场随着降息环境的确定也将延续牛市，债券市场通常会抢跑，降息后大类资产表现通常符合**债券>黄金>股票>商品**的规律。而在加息与降息之间的平台期，资产表现通常呈现**债券>商品>股票>黄金**。在80年代之前加息后大类资产的表现大多受宏观环境不确定的影响，**投资选择以对冲通胀、避险及经济实际表现为主**。在80年代后历次加息后的平台期美国经济衰退次数出现明显下降，主要由于美联储信用体系的逐步建立，使得市场更加确信加息结束后随经济降温紧接着就会进入降息周期，因此**投资选择对于政策目标及宽松环境有更明确的预期**。

美联储首次降息前后，大宗商品往往迎来较好表现。**降息会同时对大宗商品供给和需求产生向上刺激**。低利率会带来需求端相较于供给端更大弹性因此抬升大宗商品价格。降息同时会降低持有库存的机会成本，从而增加主动累库的需求。同时美元指数的下降也会促进美国以外地区对以美元计价的商品的需求。

从板块来看，**降息初期对能源和贵金属的刺激较为强劲**，黄金因为和美债及美元负相关而走强，在降息周期中大部分金属与工业相关品种通常受到经济下行影响更大，需求端随经济走弱导致大宗商品价格经历下跌，而在降息后期，流动性才会传导到消费端，大宗商品价格也会领先景气周期出现反弹。**未来全球经济衰退预期、贸易脱钩引发的供需错配以及中美库存周期的同步转换时点才是大宗商品价格表现转折的重点**。





长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

# 02



## 经济目标与核心问题

---

忠诚 敬畏 创新 卓越

# 经济目标与核心问题-中国经济目标与变化

## 2024政府工作报告目标

		2024	较2023变化
经济目标	GDP增速	5%左右	
	CPI增速	3%左右	
就业目标	城镇新增就业	1200万人以上	1200万人左右
	城镇调查失业率	5.5%左右	
财政目标	财政政策	提质增效	加力提效
	赤字率	3%	实际由万亿国债发行后的3.8%恢复正常水平
	赤字规模	4.06万亿	3.88万亿
	专项债	3.9万亿	3.8万亿
	中央政府债务总额	7.96万亿	7.68万亿
货币目标	减税降费	结构性减税降费	延续优化先行措施
	货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	稳健的货币政策要精准有力
	M2和社融	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	保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增长增速基本匹配

数据来源：长安期货

全国两会是投资者观察中国经济和金融市场的重要窗口，《2024政府工作报告》通过传递积极的财政和货币政策信号，并且提出**加快新质生产力发展和高质量发展**的核心目标，增强了全球投资者对中国经济和金融市场的信心。

2024年中国GDP增长目标定在**5%左右未变**，但在**低基数影响**下，今年经济增长完成既定目标将面临更多压力。政策大方向仍维持结构性政策和周期性政策协同发力。消费者价格维持在**3%附近**将面临较大压力，**物价持续低迷**将拖累名义经济增速，从而对企业利润、居民收入、就业均造成不利影响，加剧微观感受与宏观数据之间的背离，**加快物价企稳回升**对提振信心至关重要。

今年**财政支出增长适度**，叠加去年提升赤字率的效果落地，以及PSL、超长期特别国债等工具提供的中长期支撑，将对经济发展和民生起到提振，在全球产业链调整和经济增长减缓下，**财政政策应当积极发力有望缓解经济总需求不足的问题**。货币政策方面增加了对于**灵活适度**的表述，目前物价偏低而真实利率偏高，伴随着海外经济体进入降息周期，**货币政策空间进一步扩大**，并且增强资本市场内在稳定性成为了焦点，未来**配合财政政策共同发力的可能性大**。另外，对于**新能源、新材料、生物制药、AI**以及一些传统行业的更新改造、创新和产业的数字化等新质生产力的优化建设，有助于改善就业、增加高薪岗位，**实现GDP增速结构性变化和新增就业之间的匹配度**。

# 经济目标与核心问题-CPI、PPI结构

## 中国CPI权重:

食品类30.78%  
居住22.12%。  
娱乐教育文化用品及服务13.65%  
交通和通信11.25%  
医疗保健9.03%  
服装6.80%  
生活用品及服务4.74%  
其他用品及服务1.81%

## 中国核心CPI权重:

自有住房折算租金15.1%  
娱乐教育文化11.7%  
医疗保健8.8%  
餐饮服务6.4%  
服装6.2%  
生活用品及服务5.9%  
交通工具3.6%  
租赁房房租1.1%  
通信工具0.5%

## 中国PPI权重:

生产资料74%  
采掘4.26%  
原材料20.57%  
加工工业48.65%  
生活资料26%  
食品38.61%  
衣服11.85%  
一般日用品22.25%  
耐用消费品27.28%

## 核心CPI波动:

医疗保健>娱乐教育文化>通信工  
具>租赁房房租>生活用品及服务  
>服装>交通工具

完成今年的经济目标同样存在多方面的挑战，在面临化解债务、稳定房地产市场、产业结构化转型、高水平对外开放和扩大内需等问题下，经济发展也将**统筹协调，逐一克服当前所面临的核心阻碍。**

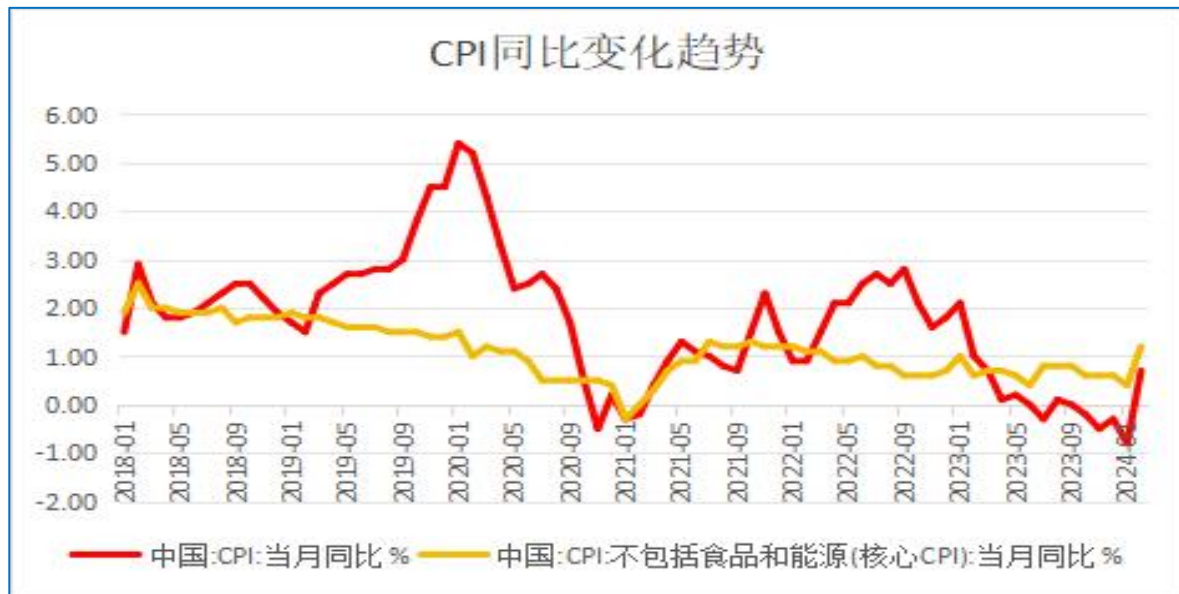
CPI指数持续下降成为当下越来越严峻的一个问题，价格指数的下降主要还是因为**需求的缺乏和对于预期的缺乏**，追根溯源还是由于疫情、全球贸易链重置以及海外各大经济体持续加息等原因综合造成。无论是出于其本身所反映出的有效需求不足和部分行业产能过剩等问题，还是针对其对**微观民生的处境和预期的负面影响**，寻找驱动从而改善物价持续低迷的问题刻不容缓。

从CPI的结构中可以发现，我国**CPI权重占比最大的为食品类**，对食品类价格影响最大的又包括猪肉价格、粮价、蛋价、蔬菜价、水果价，随着经济的发展，人们对食品涨幅的感知其实逐渐变小。在**核心CPI中权重占比最大的为自有住房折算租金**，然而此项是以城市全部居住人口为基准，参考周边同类型的租房市场虚拟出的租金，因此并不能实际反应租赁市场的真实价格情况和及时变动，房地产行业的负面影响也将无法完全反应在实际CPI当中。此外，CPI的波动较容易受季节性以及低基数效应的影响。

对于**PPI来说权重最大的仍为生产资料端**，其中占比最大的又是**加工工业**，因此在大部分生产企业利润偏低情况下，PPI难有较快改善。**PPI生活资料中占比最大的仍是食品**，其更多包含终端消费品出厂价格，其实与日常居民物价感受更加贴近。



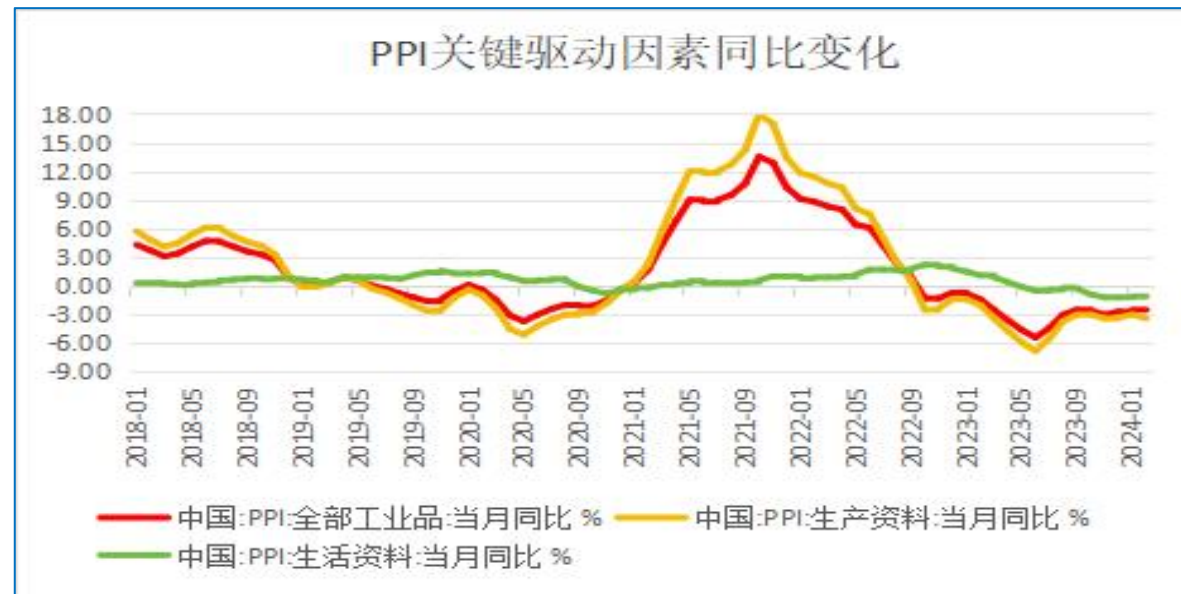
# 经济目标与核心问题-CPI、PPI变化



数据来源: Wind 长安期货

2月份CPI环比增长1.0%，同比为0.7%，大幅高于前值的-0.8%，同比抬升更多包含春节错位、偏低基数以及天气造成食品价格抬升的影响，但总体来看较1月有明显改善，逆转23年四季度以来连续负增长。分结构来看，食品类同比改善明显，由上月-5.9转为-0.9，但仍为负增长；非食品类持续向好，由上月0.4转为1.0，其中消费由-1.7转为-0.1，服务由0.5升至1.9。细分项内，教育文娱、其他用品及服务、医疗保健、衣着、生活用品及服务由强到弱产生正向拉动；环比来看食品烟酒、教育文娱、交通通信拉动幅度最大。综合可得改善多来自受春节影响较大项，持续性仍待观察，通过比较近5年1、2月平均增长，今年CPI同比仍为负增长且仅好于21年春节期，后续需观察以旅游为支撑的服务价格是否具备可持续性，上半年CPI中枢恢复至0.5以上的可能性较大。

2月PPI环比下降0.2%，同比增速降至-2.7%，工业品价格持续低迷且受春节错位影响较大。从结构看，生产资料价格环比下降0.3%，同比下降3.4%，降幅较上月扩大。其中采掘业、原材料、加工工业由强到弱产生负向拉动，分行业看上涨的主要是全球定价的原油系、有色，下跌的是建筑产业链相关，中游的设备制造及部分下游制造持续拖累，供给增速相对较快的新兴产业链价格同样面临压力。生活资料出厂价格环比下降0.1%，同比下降0.9%，仅衣着同比有所改善。综合来看，在财政力度没有明显超预期且企业利润未转好下基建投资增长受限；下游需求端未出现明显改善情况下，未来PPI转好多依赖出口对需求缺口的弥补及国际定价品受宏观环境影响的向上波动，企稳复苏仍需时间。

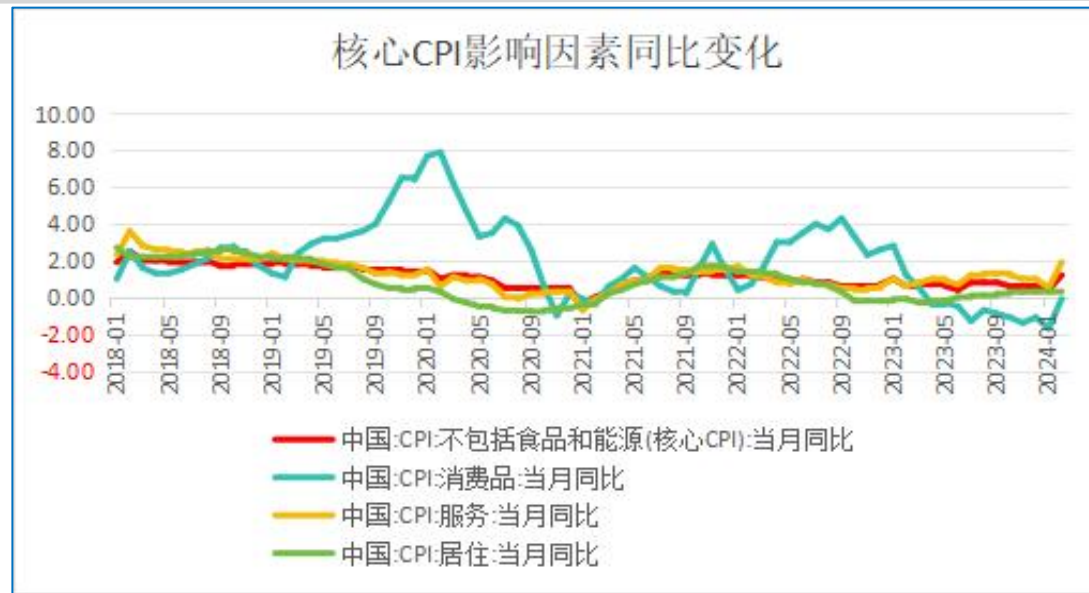


数据来源: Wind 长安期货

# 经济目标与核心问题-从CPI、PPI看准通缩



数据来源: Wind 长安期货



数据来源: Wind 长安期货

在2月CPI明显改善下,对于全年CPI是否能够转正企稳还需从其改善结构及原因来看。猪肉价格在通胀中占重要地位,自2006年7月中国已经历**5轮猪周期**,猪周期通常包含18个月的生猪补栏,10个月的能繁母猪补栏,以及6个月的仔猪育肥过程,以3-4年为完整周期,本轮猪周期于2022年4月开启,相比于以往本轮周期随着规模养殖及信息更透明,猪价波动较小,生猪去化程度偏低。随着优化生猪调控方案的实施,将能繁母猪保有量目标从**4100万头**减少为**3900万头**,并下调绿色区间范围,预计本轮猪周期或略快于以往,大型养殖场亏损加剧导致产能去化加速,预计去产能目标将在今年**8月**完成,猪价将逐步迎来改善,对CPI维持转正起到正向推动。另外,随着OPEC+成员国减产支撑油价以及美国降息预期的推动下,对于能源价格的反弹维持向上驱动存在,均有助于CPI改善。

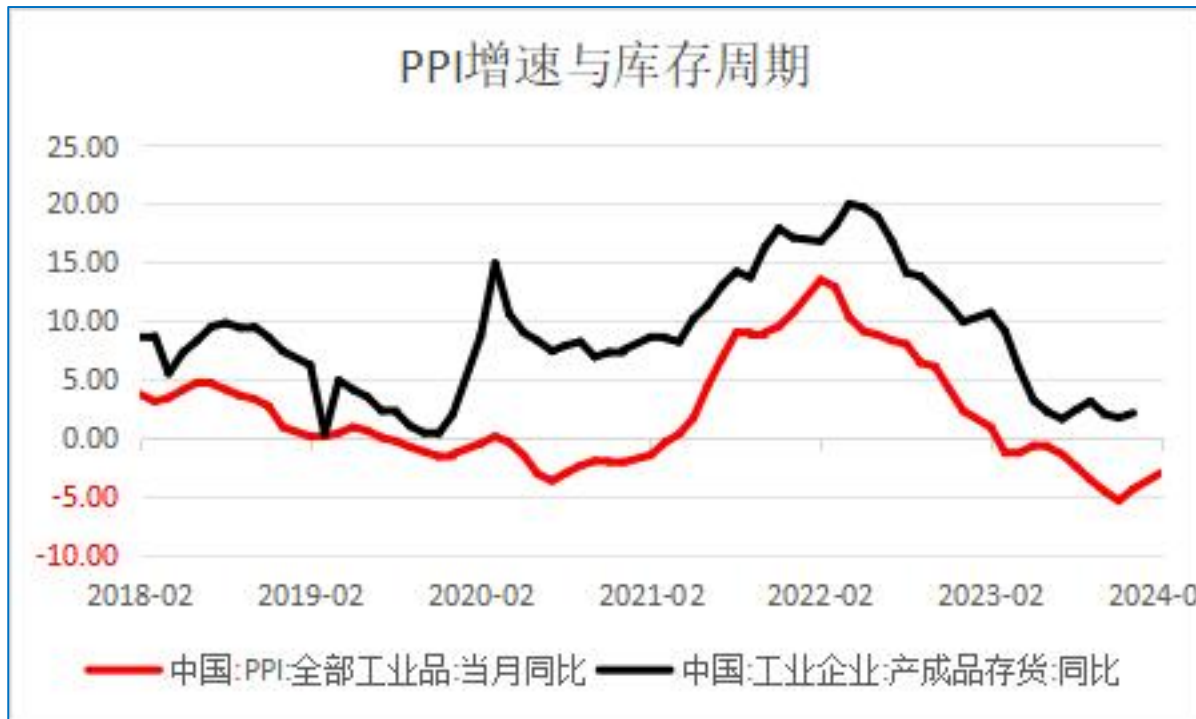
另外,从核心CPI分项来看,从**23年1月**开始消费品通胀持续的恶化,4月开始进入负增长区间,细分来看,耐用消费品中交通工具项拖累最大,其次为通信工具及家用电器,显示出工业制造品产能供大于求的格局下,以价换量持续,消费支撑并未完全改善,主要原因仍是居民财富随房市、股市进入下行周期后总量缩水,叠加当前居民收入结构下可配置资产较为缺乏导致的信心偏弱。服务项方面,家庭服务超预期拖累较大,旅游服务及医疗服务支撑偏强,但人均消费支出仍下滑,且均受季节性影响。居住方面明显弱于季节性,对核心CPI拖累严重。



# 经济目标与核心问题-价格指数与中美库存周期



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES



数据来源: Wind 长安期货

对于大宗商品,油、铜、铝、钢和煤是影响中国PPI波动的五大关键商品,除原油外其他四项在2023年均面临严峻的供给过剩,2024年这一格局或将延续。然而随全球通胀回落,高利率对外需的压制有望减弱,政府工作会议提出的财政扩张和货币宽松的政策组合也会给PPI走出通缩提供支撑。PPI增速通常领先库存周期5个月,结合1-2月出口累计同比超预期,如果海外需求能支撑PPI自2月的改善,那么商品补库周期或从8月前后随降息的落地逐步开启,但不可忽视的仍是全球经济衰退预期及国内房地产链的拖累程度。

PPI对CPI的传导通常通过上下游产业链的成本进行传导,传导周期大概是3到6个月,一般有三条路径:

- PPI生产资料(石油、冶金、化工)——PPI生活资料(衣着、一般日用品、耐用消费品)——CPI非食品(衣着、日用品、耐用消费品)
- PPI生产资料(石油、冶金、化工)——CPI能源
- PPI生产资料(石油、冶金、化工)——CPI食品

从产业链角度来看,PPI到CPI的传导主要发生在中下游行业与零售客户端之间。上游产品价格的走高会提高下游成本,如果厂商想顺利把成本抬升转移给消费者,则需要经济向好、需求旺盛背景下才能完成,或者下游厂商处于垄断地位,消费者不得不动接受价格,从当前企业利润未出现改善,居民消费降级、存款增加的情况下可以判断传导的进程还未完全开启。如果政策发力点仍在供应端且提振效果有限,在外需无法成功转移供应过剩的矛盾下,多数产业将不得不面临产能出清的选择,从而造成负反馈螺旋,影响经济复苏与就业市场。



# 经济目标与核心问题-价格指数与中美库存周期



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES



数据来源: Wind 长安期货



数据来源: Wind 长安期货

库存周期与短周期经济运行密切相关,但由于现代化生产从采购原材料、建立库存、加工生产到最后销售需要在一个时间过程中完成,因此两者并不完全同步而是库存周期略为滞后,通常一个完整的库存周期平均长度为**40个月**。我国从2020年8月进入主动补库存阶段开始,本轮库存周期已持续**43个月**,正处于被动去库存尾部阶段,从PPI的拆分分析可知本轮主动去库周期较长,且当前上游行业并未完全进入被动去库,在国内历史补库周期均由房地产及出口驱动下,真实的补库开始还需先看到房地产投资下滑减弱及出口稳定改善。在海外大型经济体经济增长减弱下,需求改善导致的补库周期预期也将较为平缓,叠加美国在我国出口结构中的比重明显回落,东盟、非洲、俄罗斯的需求是否能长期弥补缺口仍待观察,分行业来看,或许科技、成长制造相关领域,以及美国高依赖度的家具、家电、塑料制品将成为开启补库周期的首批正拉动项。

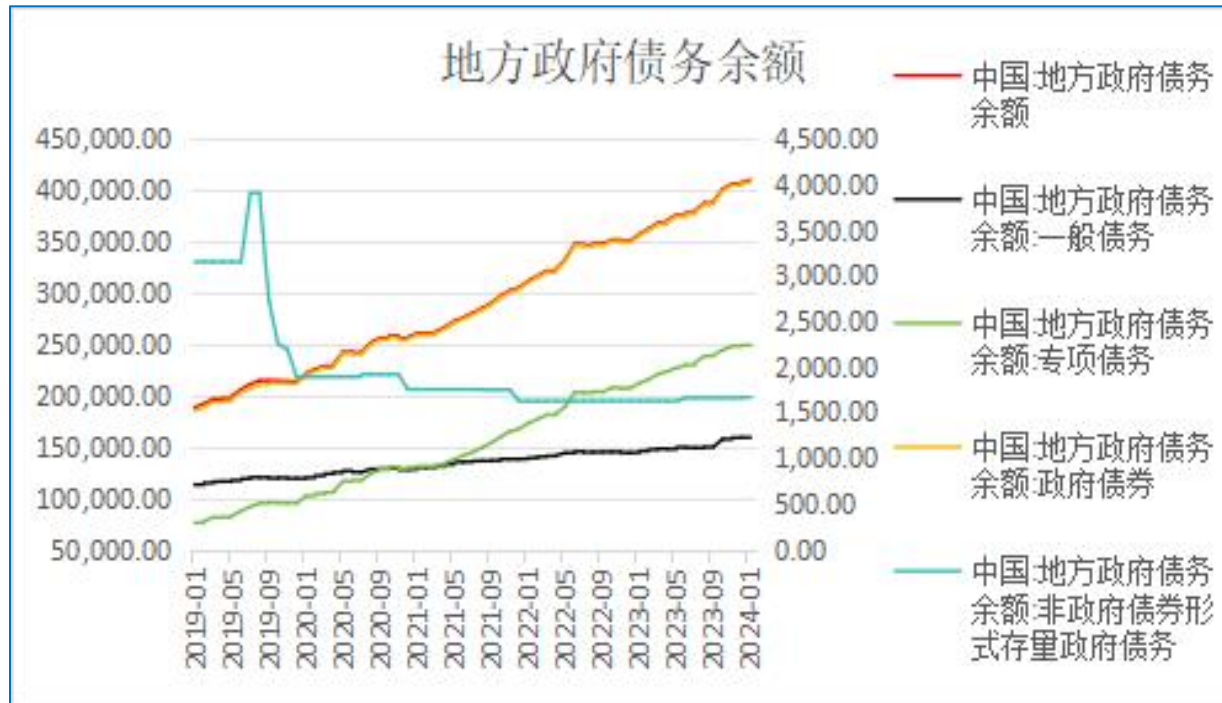
此外,领先**PPI6个月**的工业增加值以及领先**9个月**的**M1**同比增长也是观察库存周期变化的先行指标。工业增加值其实就是GDP中的工业部分,它能及时反应经济景气度,而且敏感性更好。截止去年末,工业增加值在低基数影响下已连续6个月增长,考虑到1、2月春节影响,预计年后平均将维持正增长,同样将对应由**9月**左右开启新一轮补库周期,当然若在内外部实际需求弱于预期的情况下,工业增加值维持近月增长,那么补库周期也将推迟。另外从1月M1的超预期季节性改善中同样印证在三季度末开启与海外同步补库周期的可能性较大。

# 经济目标与核心问题-地方政府债务化解

近几年随着地方债规模持续扩大，化债也成为国内经济发展中所面临的严峻问题之一。当前化债的手段包括：特殊再融资债置换、银行等金融机构的合作支持、盘活存量资产、化债基金、城投平台加速整合与市场化转型。中国宏观杠杆率高，在实体经济债务中，企业部门债务大约占60%，国企债务又占其近三分之二，而国企债务中又有将近一半是地方政府融资平台的债务，地方融资平台债务大约占到中国实体经济债务的五分之一。如果地方债出现违约将直接波及银行，中央财政则需注入巨额资金，并且引发大规模金融风险。

2023年10月地方政府债务存量规模突破40万亿元，后续在一揽子化债措施的促进下整体债务规模上升速度明显趋缓。2023年末全国政府债务余额为70.77万亿元，占全年GDP比重约56.14%，排除城投债等隐性债务的影响，显性债务比重进入60%以内的安全区间。

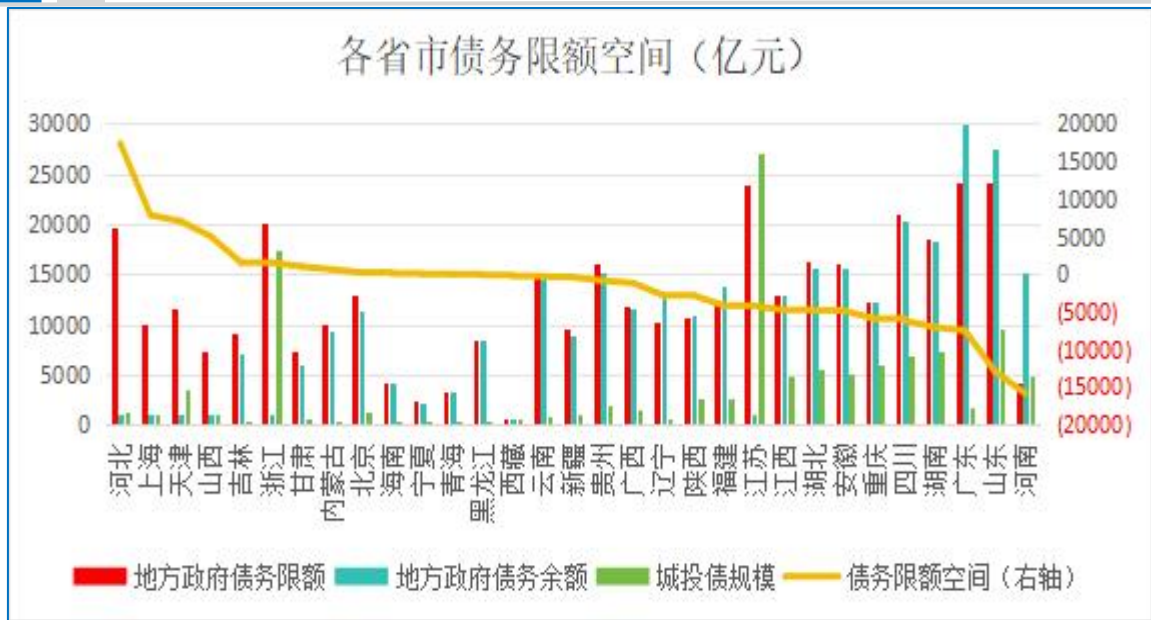
国文办去年也发布35号文推动地方政府化债。规定债务规模不能超过GDP规模、债券增速、不能超过当地社融增速。对于地方政府融资平台，非标融资方面，只能借新还旧且不包含利息，不能新增融资，这意味着地方政府融资平台在非标融资方面的主要任务是化解存量债务，而不再增加新的债务。对于参照地方政府平台管理的国有企业，根据省市区域不同，实施差异化限制，在12个高风险重点省份（天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏），企业只能借新还旧，不能新增融资，并且除民生工程外全面暂缓基建项目，其他省份，在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增融资，但重点化债区域已面临扩大。对于普通国有企业，可以新增融资，但是债务自己负责，这意味着普通国有企业在非标融资方面具有较大的自主权，但同时也需要承担相应的债务责任。



数据来源: Wind 长安期货



# 经济目标与核心问题-城投债



数据来源: Wind 长安期货



数据来源: Wind 长安期货

化债过程不仅要控制债务总规模，还要考虑其结构性特征，尤其在区域间配置的问题。中央根据地区财力状况、债务风险和重大项目融资需求等因素对地方政府债务实行限额管理，截止23年底，共有10省债务余额未超出上限，且多数已处于临界值，不同区域债务负担差别明显，除去广东、江苏、浙江、山东等经济大省外，债务余额较高的省份集中在GDP体量处于中下游的省份，其地方政府财力受土地财政收入下滑影响巨大，无法承担债务利息，叠加多数举债项目并不能实现正收益，因此在地方财政收入预期偏紧下，债务规模过大仍为较大隐患，且会传导至银行并影响货币政策宽松空间。

另外，由PPP项目引发的隐性债务激增才是风险的核心，将大幅提升总负债率，以江苏省为例，加上隐性债务后总债务规模仍然远超上限，再加上不对地方融资平台债务进行折算的情况，各省份债务负担仍处于较大风险区间。截止3月底，城投债总规模维持在11.63万亿区间，去年10月开始，通过特殊再融资化解隐性债务来置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及城投债券已取得成效，目前已发行1.4万亿元。地方债务高企的另一大原因是实际融资成本过高，地方债务合约中存在复杂的委托代理关系，因此产生的代理成本不断推高融资成本，叠加城投公司的总资产回报率一般很低，就导致地方政府过度举债且债务风险不断攀升。在地方政府债务压力未明显缓解下，在风险控制的硬约束下，中央政府其实没有较大空间去提升杠杆，将对财政及货币政策造成较大限制，另外由地方政府举债推进基建和地产来拉动经济的模式也将面临偏长期冲击。





## 免责声明

■本报告基于已公开的信息编制，我们力求报告内容客观、公正，但对信息的准确性及完整性不作保证。本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

■本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

■长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

感谢观看！

