



2024年4月10日

经济外强内温，资源品价格强势

核心观点

- **美国经济**：3月美国增长预期持续上调，制造业回暖，消费温和，地产复苏；新增非农就业再超预期，移民支撑劳动力市场韧劲；CPI超预期，核心通胀缓慢下行，浇灭6月前降息预期，大宗商品上涨给去通胀之路增添不确定性。3月FOMC会议整体偏鸽，但美联储官员最近对通胀的关注及担忧加剧，认为通胀将掣肘降息的时点和幅度。
- **中国经济**：2024年初经济基本面初观超预期，实质上较为中庸。开年进出口、CPI、制造业投资、工业生产、工业企业利润超预期，而社融偏冷、M1同比增速回落至低位、地产投资销售继续磨底、房企融资承压未改善。冷热交织的数据一方面受到春节错位、2023年低基数的扰动，另一方面也表明，尽管近期呈现转暖迹象，但经济复苏是波折的。4月关注一季度经济数据，将是评估前期政策落地效果的重要窗口期。
- **大类资产**：3月国内外大类资产整体均收涨，海外市场表现更优。国内市场方面，权益>商品>人民币>债券。海外市场方面，商品>权益>债券>美元。3月备受关注的资产为有色和能源，降息预期抢跑、二次通胀担忧、地缘政治风险共振推高金价；宏观和基本面共振，铜价创年内新高；OPEC+延长减产、红海危机延续、美油去库、需求韧劲支撑油价涨势。
- **风险因素**：国内政策效果不及预期，地产修复不及预期，地缘政治风险超预期，海外降息时点晚于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	16
4、外汇市场.....	18
三、经济数据预测	20

图表目录

图表 1 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 2 美国成屋销量及售价	6
图表 3 美国非农就业人数及失业率	6
图表 4 美国劳动参与率	6
图表 5 美国 CPI 及核心 CPI	6
图表 6 WTI 原油价格	6
图表 7 美国联邦基金目标利率	7
图表 8 美联储利率点阵图	7
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览	8
图表 10 固定资产投资各分项累计同比增速	8
图表 11 商品房销售面积	8
图表 12 工业企业利润增速、两年复合增速	8
图表 13 工业企业产成品存货	8
图表 14 M1-M2 增速剪刀差	9
图表 15 居民中长期贷款	9
图表 16 2024 年 3 月国内外大类资产收益率概览	10
图表 17 权益市场表现	10
图表 18 A 股成交额	12
图表 19 A 股换手率	12
图表 20 沪深 300 风险溢价	12
图表 21 中证 1000 风险溢价	12
图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)	12
图表 23 融资融券余额	13
图表 24 北向资金	13
图表 25 一致预期净利润同比增速	13
图表 26 工业企业利润	13
图表 27 AH 股溢价率	14
图表 29 南向资金	14

图表 30 恒生指数换手率	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率.....	14
图表 32 恒生指数与美元指数	14
图表 34 主要资金利率	15
图表 35 政府债发行与到期情况	16
图表 36 票据贴现利率	16
图表 37 国债收益率曲线	16
图表 38 国债期限利差	16
图表 39 伦敦金现与美元指数	17
图表 40 中国官方黄金储备	17
图表 41 国内外铜价走势	17
图表 42 LME 铜库存.....	17
图表 43 美国商业原油库存	18
图表 44 美国炼油厂产能利用率	18
图表 45 中美利差	19
图表 46 在岸、离岸人民币汇率	19
图表 47 美元指数	19
图表 48 花旗经济意外指数	19
图表 49 国内主要经济指标预测	20

一、宏观经济

1、美国

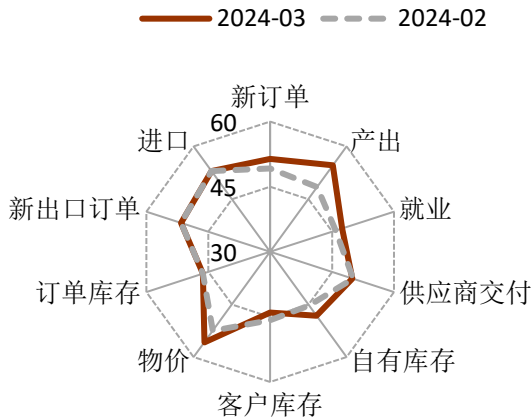
美国增长预期持续上调，制造业回暖，消费温和，地产复苏。亚特兰大联储 GDPNow 模型对美国一季度 GDP 环比折年增速的预测在 3 月从 2.1% 上修至 2.5%，其中固定资产投资和地产投资为主要驱动项。美国 3 月 ISM 制造业指数录得 50.3，大幅好于预期 48.3，前值 47.8，为 2022 年 9 月以来首次进入扩张区间，其中生产、物价、新订单等分项显著上升。美国 2 月零售消费弱反弹，耐用品消费环比升温。美国成屋销售火热，房价创同期新高，尽管新屋销售在 2 月份出现下滑，但新屋销售只占美国楼市一成，目前按揭利率稳定在 7% 下方，美国地产整体呈现复苏态势。

3 月新增非农就业再超预期，移民支撑劳动力韧劲。3 月美国新增非农就业 30.3 万人，预期 21.4 万人，前值 27 万人，1-2 月累计上修 2.2 万人；失业率录得 3.8%，前值 3.9%；工资增速回升至 0.3%，预期 0.3%；劳动参与率录得 62.7%，预期 62.6%，前值 62.5%。分行业看，建筑、制造业和政府新增就业人数回升，服务业维持偏强与上月持平。非农就业持续超预期或与移民大幅流入有关，疫情后美国经济强劲复苏吸引了大量劳动力，加上拜登政府放宽移民政策，增加美国劳动力供给，导致近 2 年职位空缺数下降的同时，失业率却未显著上升。

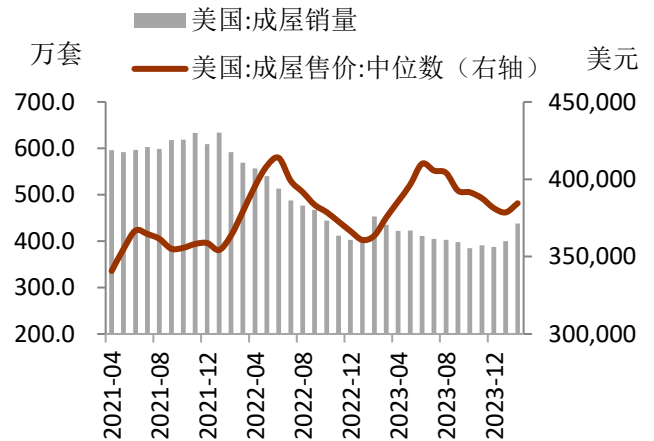
2 月 CPI 超预期，核心通胀缓慢下行，浇灭 6 月前降息预期，大宗商品上涨给去通胀之路增添不确定性。2 月美国 CPI 同比录得 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%；核心 CPI 同比录得 3.8%，预期 3.7%，前值 3.9%，为 2021 年 5 月以来最低。2 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.5%，预期 2.5%，前值 2.4%；核心 PCE 同比录得 2.8%，预期 2.8%，前值 2.9%，为 2021 年 3 月以来最低水平。两组通胀数据均呈现出的一个特点是，核心商品通胀升温，核心服务通胀降温。自 2 月初以来，国际油价不断上行，市场对于二次通胀的担忧再起，此前 3 月或 5 月开启首次降息的乐观预期完全被消化。去年粘性较强的住房通胀将有望继续降温，而近期能源、有色资源品价格的持续性上涨，使美联储去通胀最后一公里更加不明朗。

3 月 FOMC 会议整体偏鸽，但美联储官员最近对通胀的关注及担忧加剧，认为通胀将掣肘降息的时点和幅度。3 月美联储议息会议决定继续暂停加息，保持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5%，符合市场预期。点阵图显示年内降息 3 次，优于市场预期；SEP 大幅上修经济增速、小幅上调核心通胀。3 月末至今，美联储官员发言整体偏鹰，鲍威尔重申“美联储并不急于降息，预计通胀将继续在颠簸的道路上下降，否则可能更长时间维持高利率”；鲍曼称“现在考虑降息还为时过早，看到许多通胀上行风险”；卡什卡利称“如果通胀进展停滞，特别是如果经济保持强劲，今年可能不需要降息”。

图表 1 美国 ISM 制造业分项指标

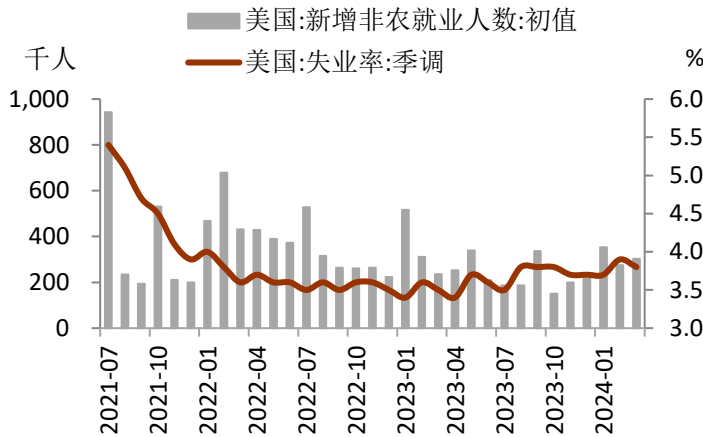


图表 2 美国成屋销量及售价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 美国非农就业人数及失业率

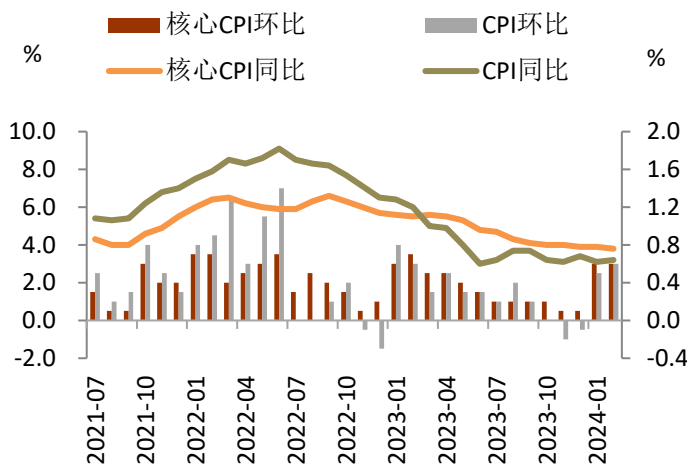


图表 4 美国劳动参与率

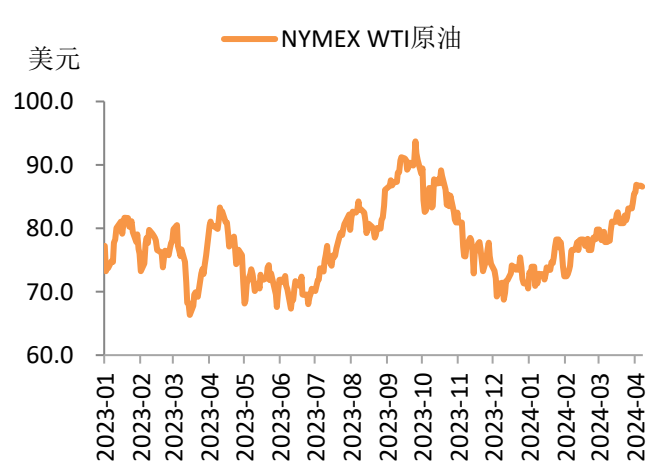


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 美国 CPI 及核心 CPI

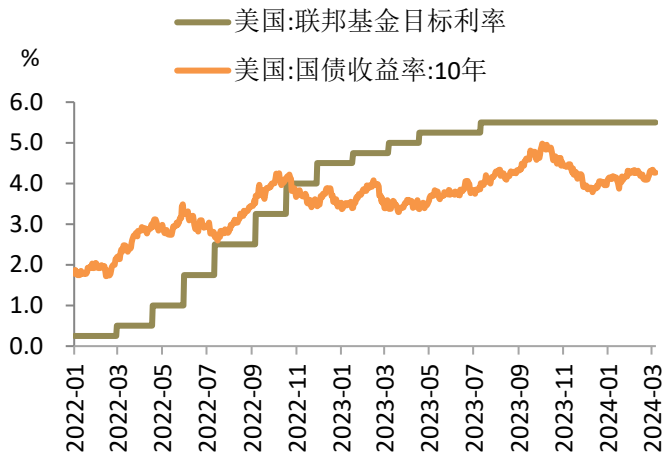


图表 6 WTI 原油价格

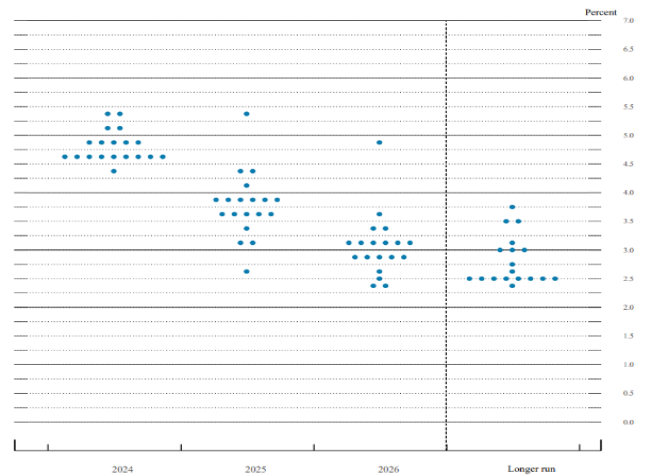


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 美联储利率点阵图



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

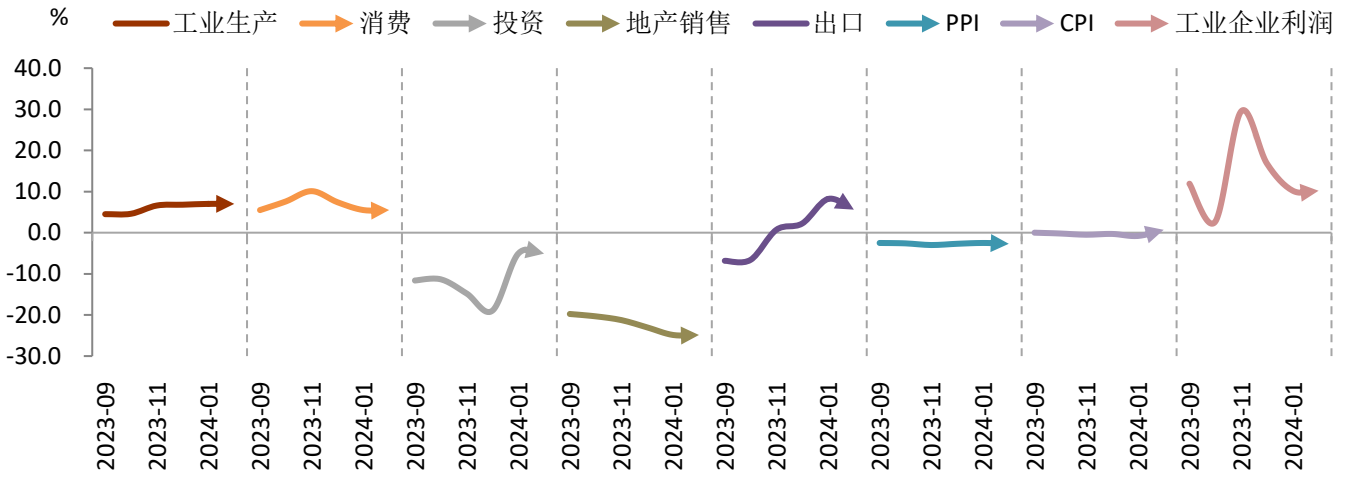
2、中国

2024 年初经济基本面初观超预期，实质上较为中庸。本年 1-2 月宏观数据在 3 月陆续公布，进出口、CPI、制造业投资、工业生产、工业企业利润超预期，而社融偏冷、M1 同比增速回落至低位、地产投资销售继续磨底、房企融资承压未改善。冷热交织的数据一方面受到春节错位、2023 年低基数的扰动，另一方面也表明，尽管近期呈现转暖迹象，但经济复苏是波折的，前期政策落地效果有待观察。

国内主动补库周期开启尚需时日。1-2 月工业企业利润同比录得 10.2%，剔除低基数后观测仍未明显反弹。分行业看，下游制造、下游消费改善显著。库存仍处在低位，企业周转放缓，去库不顺畅。3 月制造业 PMI 超预期回升至 50.8，时隔半年后重回枯荣线上方。产需同步反弹，其中外需恢复显著，企业价格战迹象并未缓解，呈被动补库迹象。服务业、制造业景气回升，但仍处于历史同期较低水平。

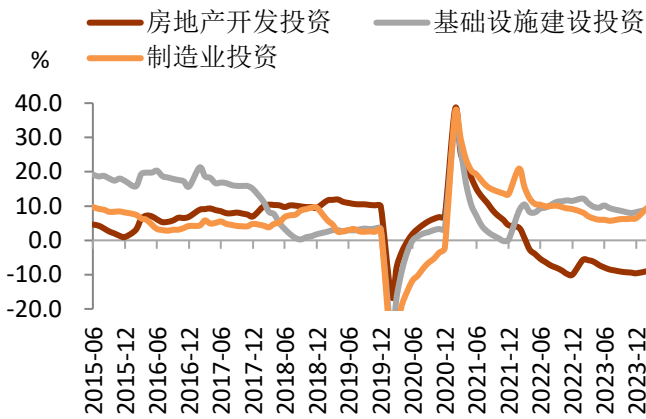
两会经济目标符合预期，央行释放宽松信号。2024 年两会设定 GDP 目标在 5%左右，赤字率为 3%，新发行一万亿特别国债，强调加快发展新质生产力。国务院推进重点行业设备更新改造，实施消费品以旧换新行动，开展汽车、家电产品以旧换新，推动家装消费品换新。3 月 LPR 利率按兵不动，MLF 缩量续作未降息，央行提到“我国法定存款准备金率仍有下降空间”，后续货币宽松仍有空间。

图表9 中国经济指标单月同比增速概览

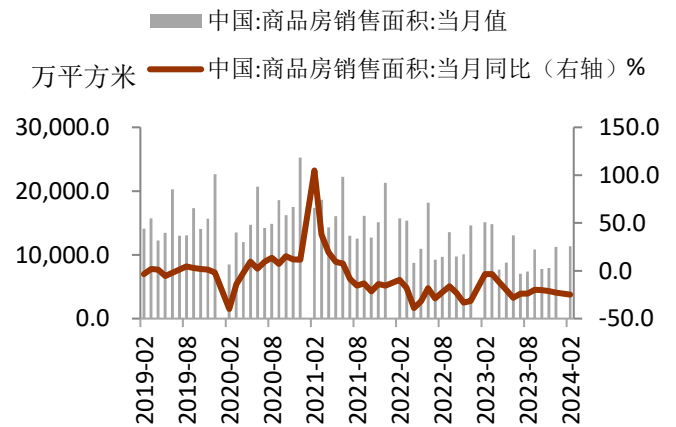


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表10 固定资产投资各分项累计同比增速

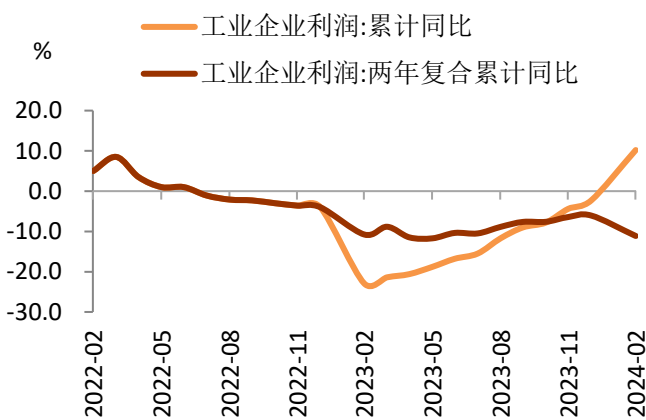


图表11 商品房销售面积

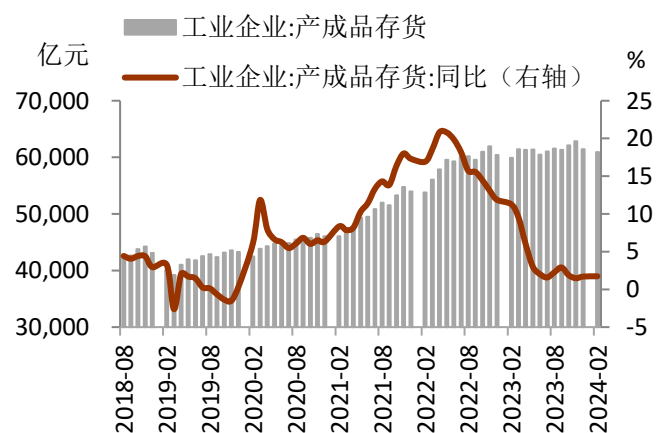


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 工业企业利润增速、两年复合增速

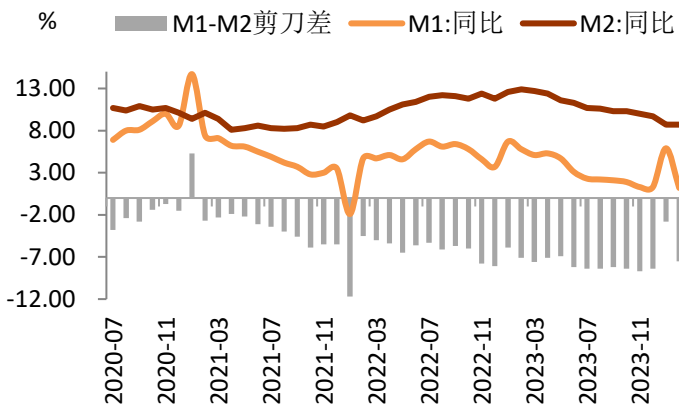


图表13 工业企业产成品存货

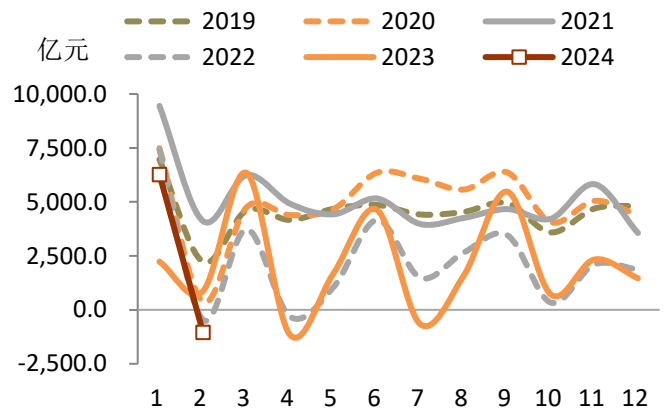


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 M1-M2 增速剪刀差



图表 15 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

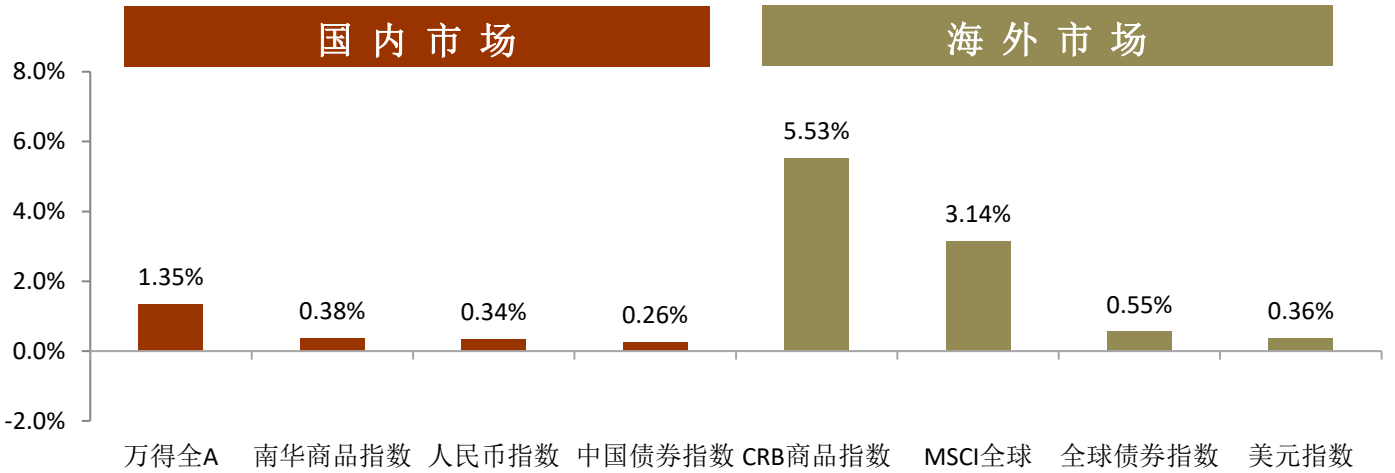
二、大类资产表现

2024 年 3 月，国内外大类资产整体均收涨，海外市场>国内市场，国内权益及海外商品相对占优。

国内市场方面，权益>商品>人民币>债券。A 股 3 月收益率录得 1.35%，在延续 2 月反弹行情后有所回调震荡；南华商品指数 3 月收益率录得 0.38%，各板块表现分化，有色、农产品、能源收涨，工业品、黑色收跌；人民币指数（CFETS）3 月收益率录得 0.34%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币正变得更强劲；中国债券综合指数（Bloomberg）3 月收益率录得 0.26%，债市趋势性上涨行情未在 3 月延续，总体呈现震荡上行局面。

海外市场方面，商品>权益>债券>美元。CRB 商品指数 3 月收益率录得 5.53%，主要为有色、能源、农产品带动国外商品市场大幅收涨；MSCI 全球指数 3 月收益率录得 3.14%，3 月标普 500、德国 DAX、法国 CAC 40、日经 225 均创下新高；全球债券综合指数（Bloomberg）3 月收益率录得 0.55%，新兴市场债涨幅较大，美债小幅上涨；美元指数 3 月收益率录得 0.36%，美国强劲的经济数据不断打击市场降息预期，美元仍有支撑。

图表 16 2024 年 3 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2024 年 3 月，国内外权益市场整体收涨，其中海外权益市场较为强劲。国内方面，A 股 3 月收涨 1.35%，其中沪深 300 收涨 0.61%、中证 2000 收涨 6.21%，科创 50 收跌 5.57%。A 股市场在经历了 2 月份的阶段性低点后，呈现出震荡上行的走势，市场信心在逐渐恢复，其中小票好于大票。港股方面，恒生指数 3 月收涨 0.18%，恒生科技 3 月收涨 1.35%。海外方面，标普 500 在 3 月收涨 3.1%并创下新高，英国富时 100、德国 DAX、法国 CAC 40、日经 225、韩国综指 3 月涨幅均录得 3%-5%区间内，且多数创下历史新高。

图表 17 权益市场表现

指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
万得全A	4435.11		1.35	-1.89
上证指数	3041.17		0.86	3.17
深圳成指	9400.85		0.75	0.21
创业板指	1818.20		0.62	-2.69
A股	2414.92		0.07	4.47
沪深300	3537.48		0.61	3.98
中证500	5286.16		-1.15	-1.01
中证1000	5441.26		1.81	-6.56
中证2000	2134.42		6.21	-10.60
科创50	762.74		-5.57	-11.18
北证50	845.79		-8.11	-22.38
港股	16541.42		0.18	-1.90
恒生科技	3477.55		1.35	-8.33
恒生中国企业指数	5810.79		2.34	1.65
海外	39807.37		2.08	3.22
道琼斯工业指数	16379.46		1.79	8.24
纳斯达克指数	5254.35		3.10	9.11
标普500	7952.62		4.23	2.30
英国富时100	8205.81		3.51	6.87
法国CAC40	18492.49		4.61	8.50
德国DAX	40369.44		3.07	16.52
日经225	2746.63		3.95	2.22
韩国综指	73651.35		1.59	2.78
印度SENSEX30				

1.1 A股

3月A股主要宽基指数整体上涨，在2月触底反弹后，3月涨势明显放缓，下半月开始呈现波动加剧、转向震荡的格局。风格方面，中证1000、中证2000代表的小票优于上证50、沪深300代表的大票，此外科创50、北证50跌幅较深。

分子端、分母端利好尚不清晰。从分子端看，国内年初经济数据出炉，受到春节错位、低基数的扰动，部分宏观数据超预期（出口、工业增加值、工业企业利润），但微观体感数据读数仍然偏冷（开工率、地产销售），目前经济仍处于波折复苏的局势。从分母端看，尽管3月FOMC会议偏鸽，但较强的经济数据仍然驱动美债收益率、美元指数震荡上行，对海外资本回流国内股市形成压制；国内3月未降准降息，二季度货币宽松预期逐渐增强。

月均成交过万亿，市场情绪小幅回落。从成交额看，3月份沪深两市日均成交额约为10156亿元，较上个月份增加588亿元，环比上涨6.2%，已走出去年12月、今年1月低迷成交额的局面，且创下去年5月以来最高水平。从换手率看，3月两市换手率较2月有所回落，但仍远高于过去5个月偏低的水平，市场情绪冰点的时期已经过去。

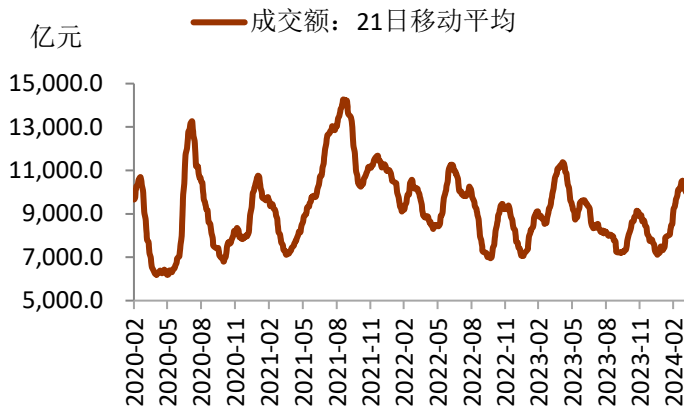
市场风险偏好小幅改善，小票风险溢价仍偏高。3月沪深300的风险溢价从6.42%回落至6.30%，上证50的风险溢价从7.77%回落至7.65%，中证500的风险溢价从2.28%升至2.33%，中证1000的风险溢价从0.84%回落至0.80%。大票风险溢价已修复至均值水平，而小票仍然偏高。

主要宽基指数估值均有所修复。从估值端看，万得全A市盈率从16.45倍回升至16.7倍，上证50市盈率从9.91倍回升至10.1倍，沪深300市盈率从11.44倍回升至11.65倍，中证500市盈率从21.68倍小幅回落至21.67倍，中证1000市盈率从32.29倍回升至32.46倍。

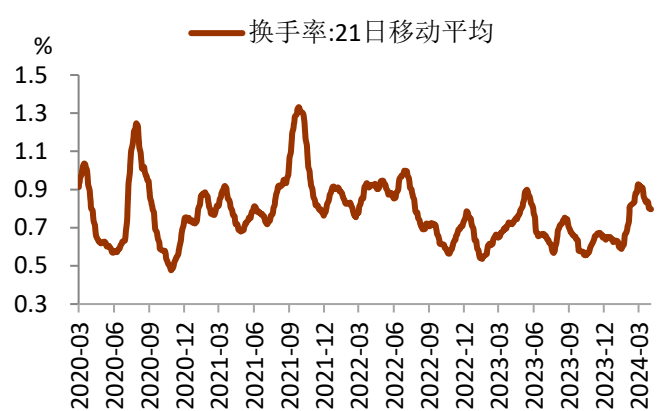
资金整体流入，但逐渐偏向谨慎。从杠杆资金端看，3月末两融余额为15379.29亿元，较2月末增加535亿元，3月下旬两融净增长放缓，对应着反弹行情结束，市场情绪偏向谨慎。从外资端看，3月北向资金呈现净流入220亿元，流入速度较2月有所放缓，或受到美国降息预期减弱影响，3月下旬呈现小幅流出迹象。

净利润同比预期分化，大票上修，小票下修。从盈利端看，3月万得全A净利润同比增速预期从6.78%上修至7.4%，上证50从-1.31%上修至2.59%，沪深300从5.42%上修至7.18%，中证500从5.97%下修至1.79%，中证1000从7.55%下修至2.97%，中证2000从16.36%下修至12.58%。从宏观数据来看，1-2月工业企业利润同比增长10.2%，呈现高增态势，但主要受到低基数及口径下调影响，2年复合同比增速录得-11%，春节假期带动下游利润改善显著，上游利润仍在深度负增区间，总的来说盈利端修复尚不牢固。

图表 18 A 股成交额

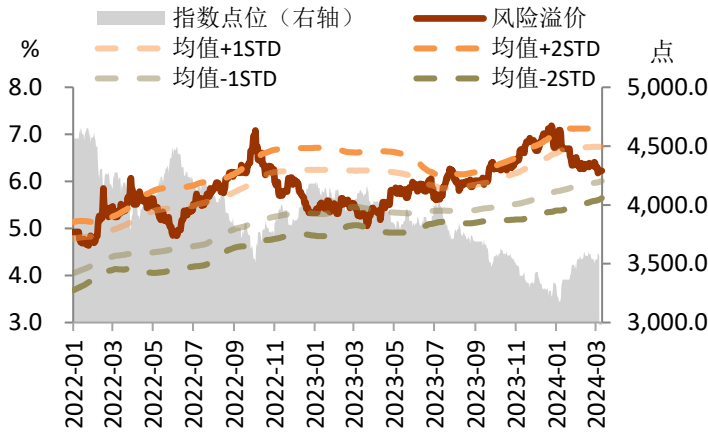


图表 19 A 股换手率

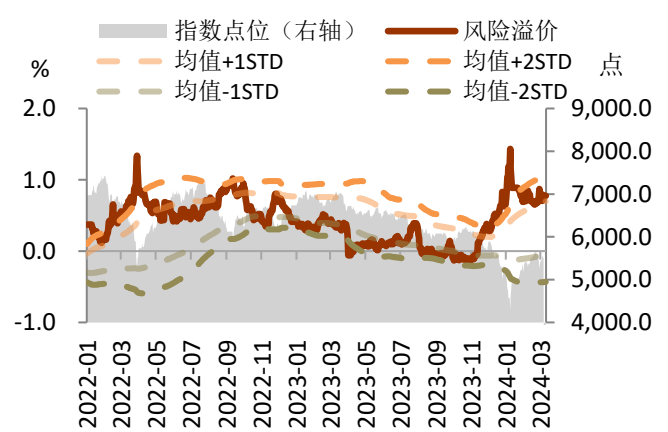


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

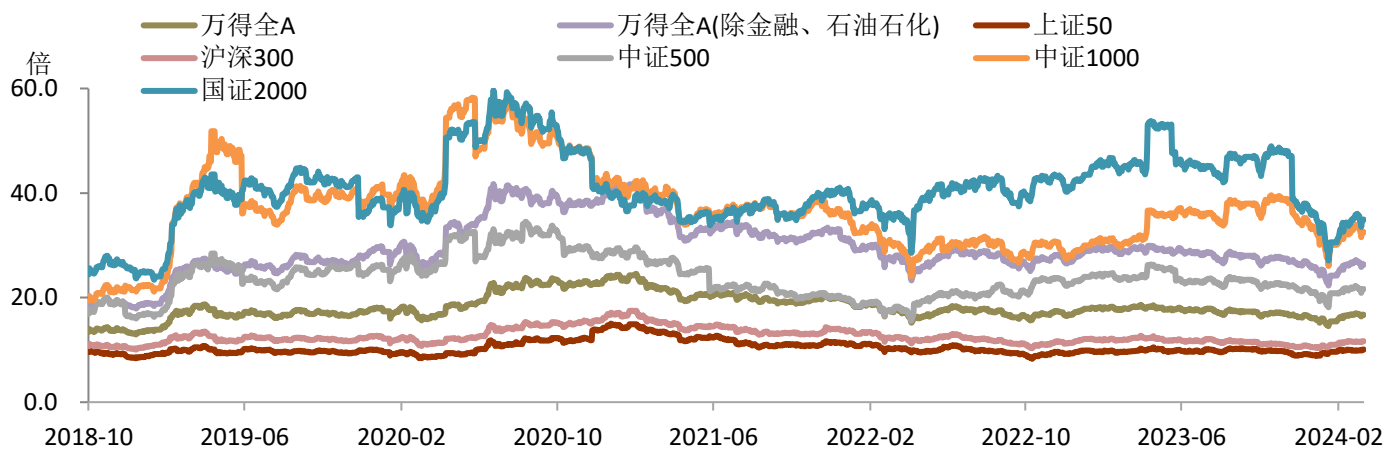


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率）

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)

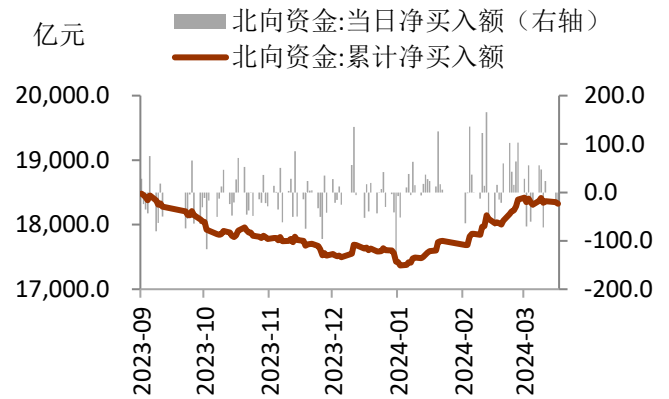


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

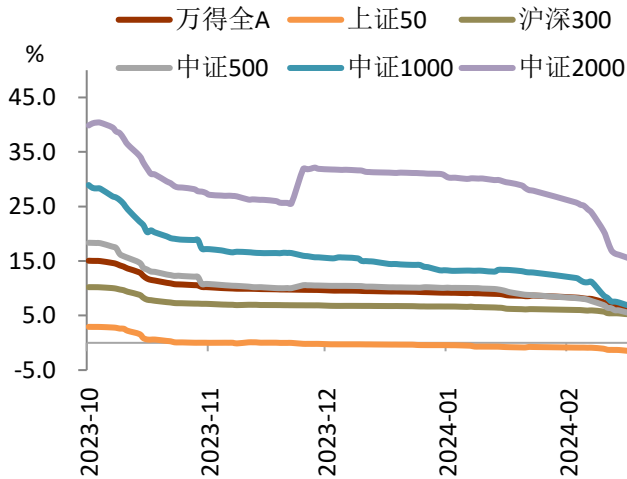


图表 24 北向资金

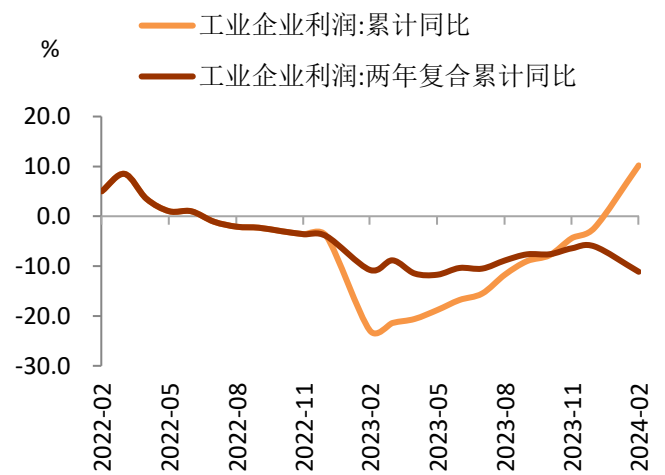


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.2 港股

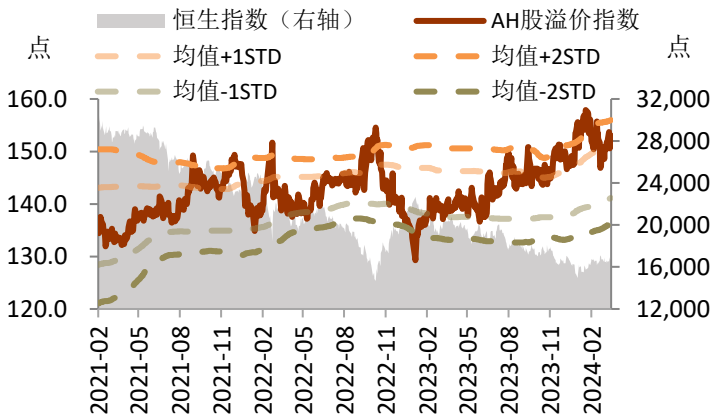
3月港股市场呈现整体震荡态势，与A股市场相比，上涨动力较为乏力。港股弱势主要受到两方面因素的影响：一是分子端，国内经济复苏的弹性不足；二是在分母端，美元流动性对港股市场造成了压制。在这样的市场环境下，AH股溢价率从153.79略微下降至152.24，虽有小幅回落，但仍旧维持在均值+1倍标准差的较高水平。

从估值端看，恒生指数的市盈率（P/E）在3月份保持相对稳定，在9倍的水平上下波动，处于历史偏低位置。目前港股市场估值的基本面并未出现大幅变动，市场估值逻辑保持一定的连续性和稳定性。

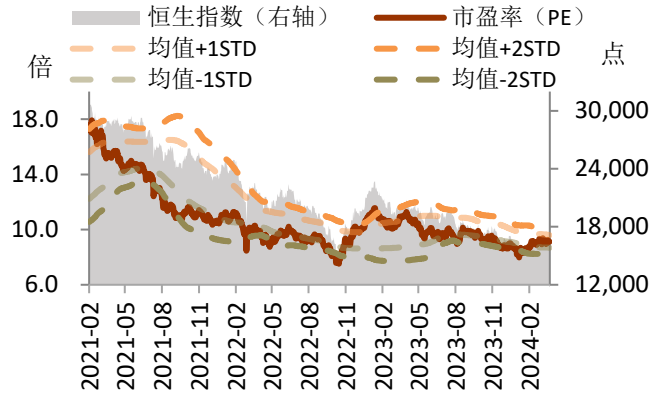
从资金流向看，南向资金延续2月份以来的流入趋势，在3月份实现净流入785.64亿元，显示出内地资金对港股市场依然保持一定的积极态度。同时，恒生指数的换手率在3月份呈现出震荡上升的趋势，这一变化表明市场交易活跃度在逐步增加，市场参与者的交易情

绪正在逐渐回暖，投资者信心得到一定程度的恢复。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 南向资金

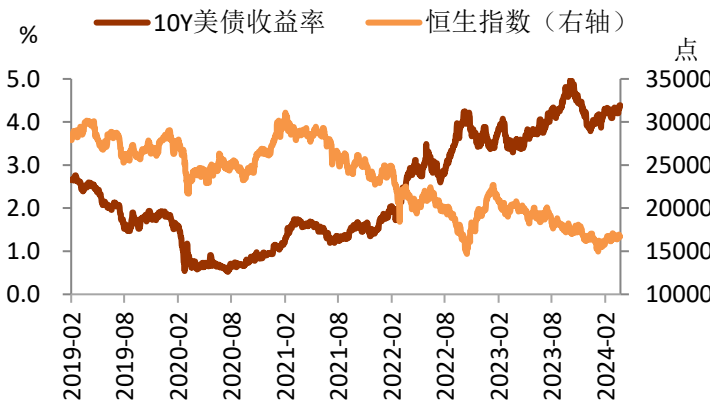


图表 30 恒生指数换手率

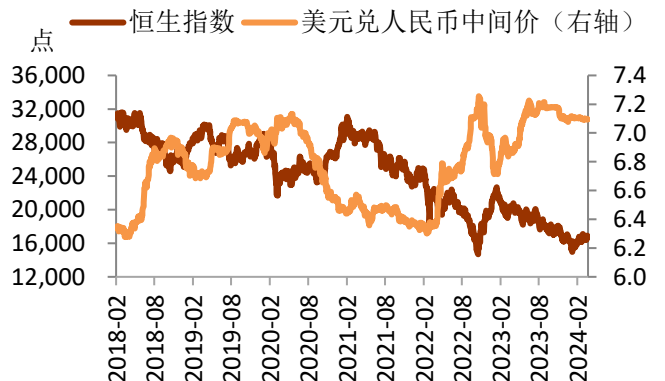


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

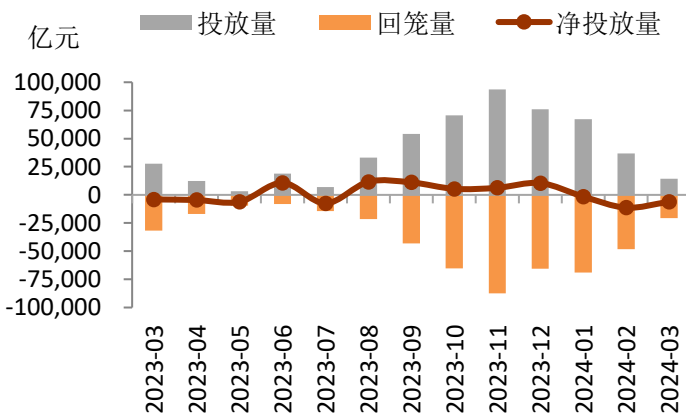
2、债券市场

央行连续 4 月净回笼，资金面边际收紧，资金价格上行。 资金供给方面，3 月央行公开市场净回笼 6150 亿元，其中逆回购投放 9710 亿元、到期 15220 亿元，MLF 投放 3870 亿元、到期 4810 亿元，国库现金定存投放 800 亿元、到期 500 亿元。资金价格方面，3 月末波动加剧，R001 较 2 月上行 40.59BP 至 2.17%，DR001 较 2 月上行 8.16BP 至 1.71%；R007 较 2 月上行 77.06BP 至 2.81%，高出政策利率 100.88BP，DR007 较 2 月上行 40.59BP 至 2.17%，高出政策利率 21.24BP。资金需求方面，3 月政府净融资 3994 亿元，较 2 月减少 2499，较去年同期减少 3221 亿元；票据贴现利率较 2 月下行 15BP 至 1.65%，表明 3 月信贷需求有所走弱。

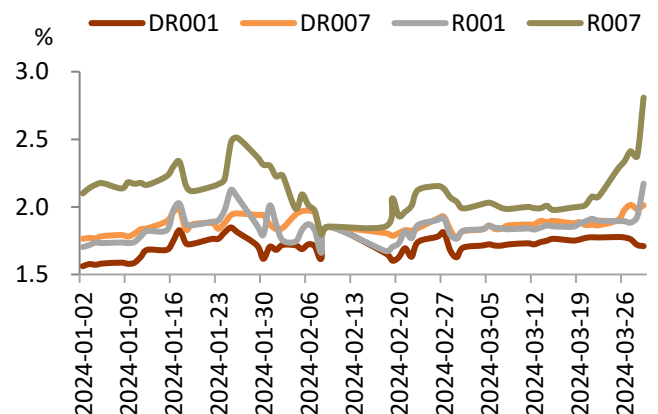
国债收益率整体下行，期限利差有所修复。 3 月末，10 年期国债收益率为 2.29%，较 2 月末下降 4.74 BP；30 年期国债收益率为 2.46%，较 2 月末下降 0.22BP。2 年期国债收益率为 1.90%，较 2 月末下降 0.15BP。10Y-2Y 期限利差为 0.38%，较 2 月末走阔 0.09BP；30Y-10Y 期限利差为 0.17%，较 2 月末走阔 0.05BP。

资产荒后市场交易基本面，未来供需结构逐步逆转。 月初债市延续 2 月火热的行情，疲软的地产数据及未超预期的两会助力做多情绪；随后监管传闻及部分好转的经济基本面数据导致债券收益率出现大幅上行，期限利差显著修复；中下旬后，国债收益率窄幅震荡，1-2 月经济数据整体偏暖，央行释放宽松信号但仍强调“防空转”，部分机构选择止盈，市场观望情绪增加。一季度债市供不应求局面将结束，二季度利率债供给增加，关注特别国债发行时点及节奏，目前经济基本面仍支持债券牛市，短期或受供应端扰动震荡。

图表 33 货币市场公开操作

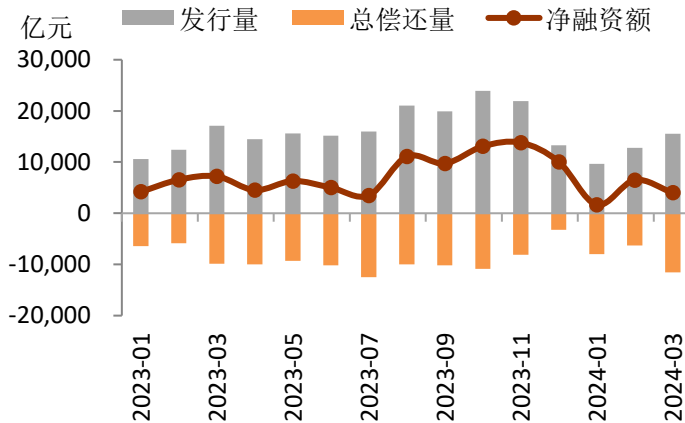


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

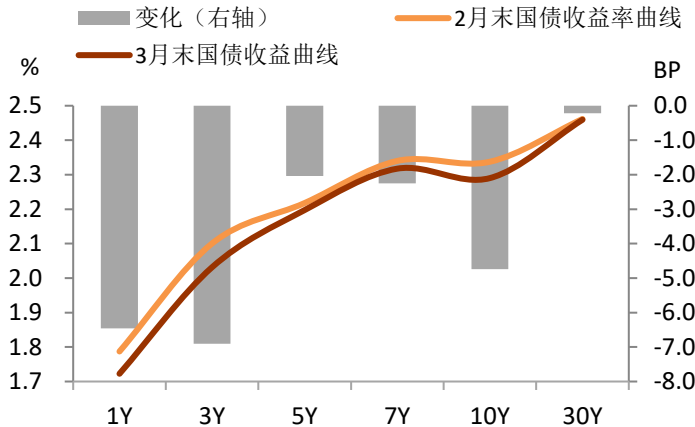


图表 36 票据贴现利率

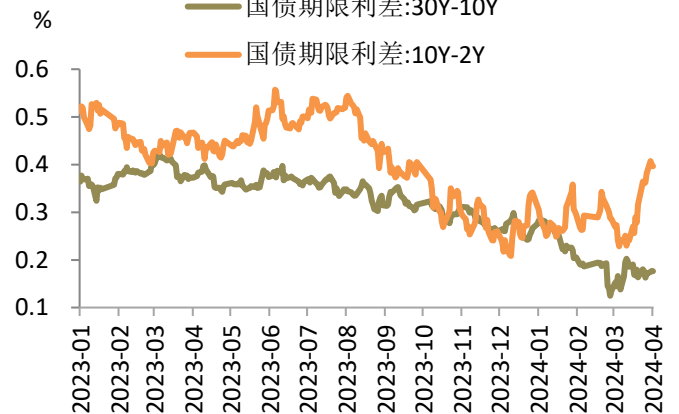


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、商品市场

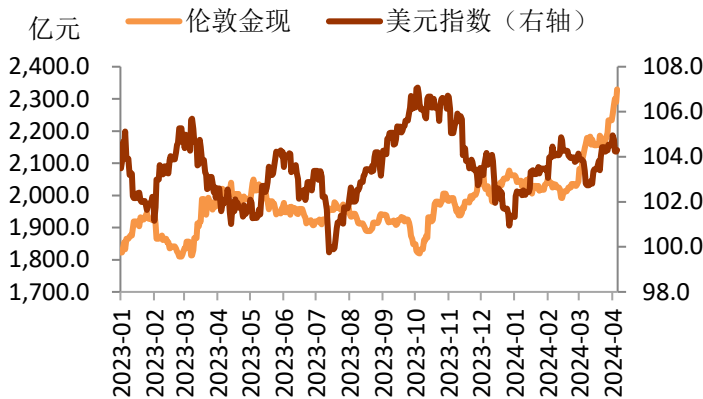
3.1 黄金

降息预期抢跑、二次通胀担忧、地缘政治风险共振推高金价。3 月末，伦敦金现收于 2233.48 美元/盎司，月涨幅 9.28%；沪金收于 531.30 元/克，月涨幅 10.13%，内外盘均创历史新高，主要原因有以下 3 点：

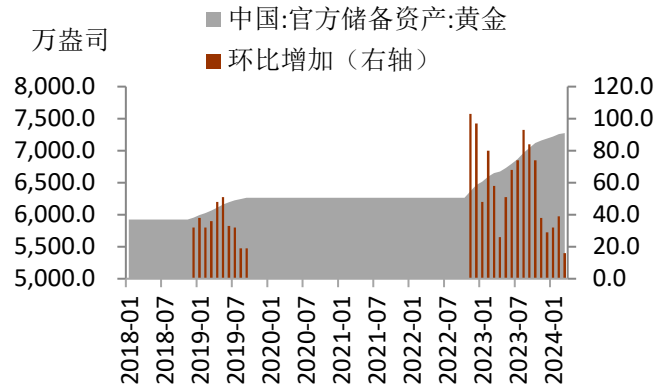
首先，美联储 3 月 FOMC 会议偏鸽派，缓解市场对于再度紧缩的担忧，市场抢跑降息预期，导致实际利率（即名义利率减去通胀）将会下降，推升金价。其次，美国经济充满韧劲，随着制造业复苏，原材料和能源价格加剧了商品通胀的压力，带来二次通胀的担忧，黄金作为对冲通胀的工具，其吸引力显著增加。最后，过去几个月，一系列地缘政治冲突和国际关系的动荡，加剧了市场对于传统货币稳定性的担忧，这种不确定性促使各国央行重新评

估其外汇储备的组成，并逐渐减少对美元资产的依赖，转而增持黄金。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备



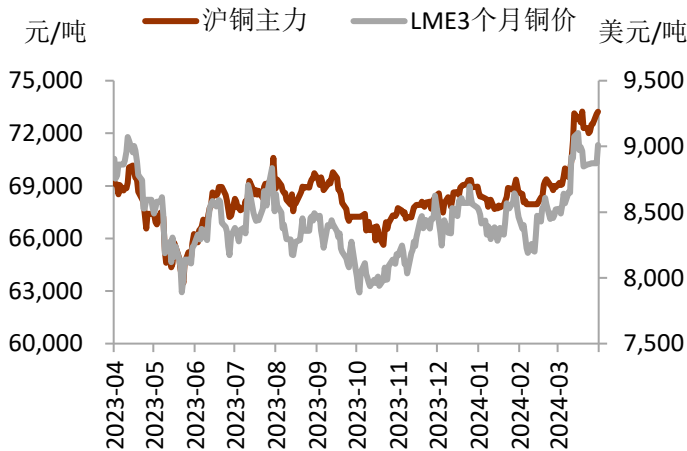
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

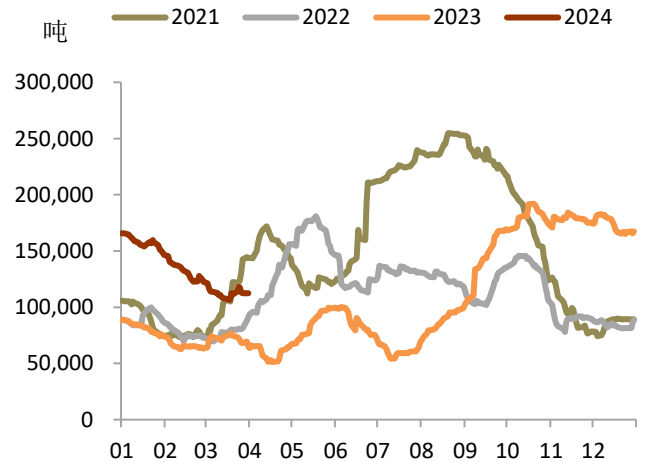
宏观和基本面共振，铜价创年内新高。3月末，伦铜收于8872美元/吨，月涨幅4.6%；沪铜收于72530元/吨，月涨幅5.13%，整体表现为内强外弱的格局，铜价在3月的趋势性行情主要受到以下几点因素：

首先，从基本面看，国内产量持续下降，同时进口量环比也出现减少，这表明供应端正逐渐趋向紧张。其次，尽管传统终端行业需求复苏缓慢，二季度冶炼端将进入密集检修减产周期，紧平衡将从预期走向现实。再次，从库存结构来看，国内去库预期强化，海外库存偏低，对铜价形成一定支撑。最后，市场积极交易海外央行下半年转向宽松的预期，中美制造业PMI同步复苏，宏观和基本面共振带动铜价走出趋势性行情。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存



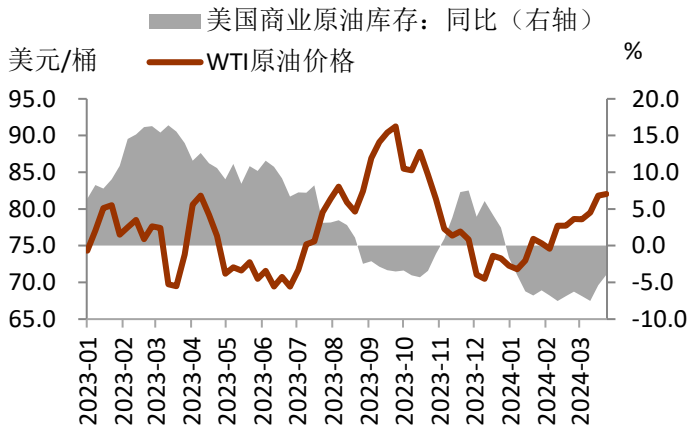
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

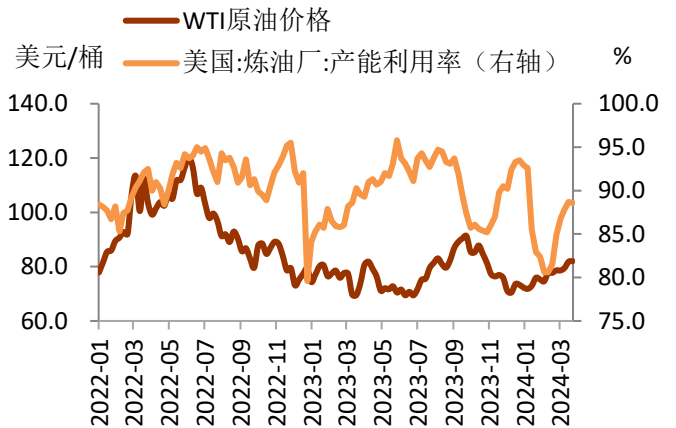
OPEC+延长减产、红海危机延续、美油去库、需求韧劲支撑油价涨势。3月末，WTI原油收于83.11美元/桶，月涨幅6.2%；布伦特原油收于87.07美元/桶，月涨幅6.3%。自2024年来，国际油价呈增长趋势，主要受到以下供需因素支撑：

首先，OPEC+于3月3日宣布，将维持220万桶/日的自愿减产措施至第二季度，同时，俄罗斯计划在第二季度减少47.1万桶/日的原油生产及出口量。**其次**，红海区域胡塞武装的持续干扰导致油轮运输路线延长，增加了石油在海上的供应滞留时间及船用燃料的消耗。**再次**，美国炼油厂的产能利用率触底反弹，推动了商业原油库存呈现去库态势，处于一年多来的低位。这些因素共同作用下，油价得以保持温和上升的势头。**最后**，美国经济维持强劲，制造业PMI呈现复苏，中国经济止跌企稳，3月制造业PMI取得半年内首次扩张，需求端同样支撑油价。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

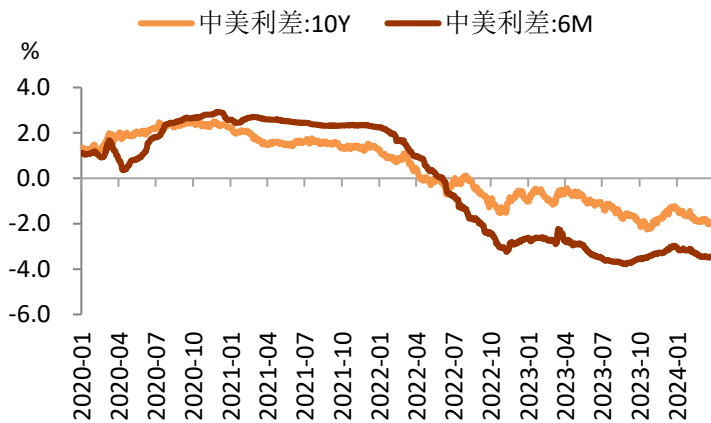
4.1 美元

美元指数在合力下走强。3月美元指数从103.88上行至104.50，最高曾冲破105关口，主要原因有以下3点。**首先**，美国的经济数据继续显示强劲态势，2月非农就业人数增新增27.5万人，超出预期的20万人；3月Markit制造业PMI初值为52.5，制造业复苏超出预期。**其次**，美国通胀率的上升超出预期。2月CPI同比增长3.2%，超过了3.1%的预期和前值；2月核心PCE如期缓慢下行，但结构上商品通胀再起；国际原油价格在3月继续上涨，布伦特原油平均价格突破85美元/桶，环比增长1.8%，市场对于二次通胀担忧加剧、降息预期延后。**最后**，在全球货币政策方面，瑞士央行在3月意外降息25个基点至1.50%，日本央行如期加息但较为鸽派，助力美元指数上涨。

4.2 人民币

人民币震荡贬值。3月在岸人民币汇率从7.1985下跌至7.2232，离岸人民币汇率从7.2081跌至7.2578，人民币中间价从7.1036涨至7.0950。**从内部来看**，开年经济数据部分好预期，但复苏仍然呈现波折，内生修复动能有待进一步加强，未来货币政策仍有宽松空间。**从外部来看**，美国就业市场、通胀均有韧劲，降息预期不断减弱，导致美元指数强劲，美债收益率上行，中美利差倒挂未见明显改善。**总体而言**，虽然国内经济逐步企稳，对人民币形成支撑，且央行稳汇率意图仍不弱，但美国相对较强的经济、二次通胀的担忧继续维持着美元的韧劲，在美国实质性开始降息前，国内货币政策仍然受到掣肘，中美利差倒挂或在短时间内无法显著缓解，人民币汇率将保持震荡偏弱运行。

图表 45 中美利差

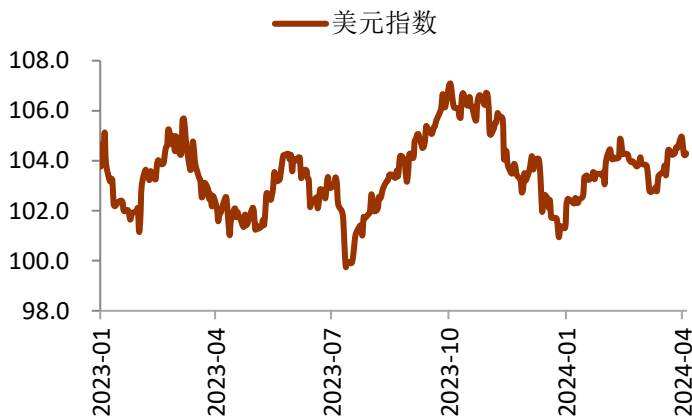


图表 46 在岸、离岸人民币汇率

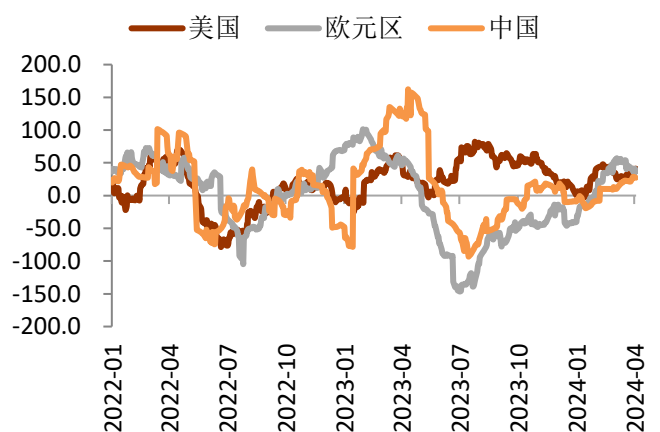


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、经济数据预测
图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	3月预测	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	
内需	社会消费品零售总额	当月同比 (%)	4.8	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
	规模以上工业增加值	当月同比 (%)	5.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
	固定资产投资	当月同比 (%)	4.0	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1
	——制造业投资	累计同比 (%)	7.0	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0
	——房地产开发投资	累计同比 (%)	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
——基建投资	累计同比 (%)	6.0	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.1	9.5	9.8	10.8	
外需	出口	当月同比 (%)	-2.0	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9
	进口	当月同比 (%)	0.5	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0
	贸易差额	当月值 (亿美元)	700.0	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6	794.2	694.9	649.3	850.3	770.6
物价	CPI	当月同比 (%)	0.3	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.7
	PPI	当月同比 (%)	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5
货币金融	新增人民币贷款	当月值 (亿美元)	37000	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600	3459	30500	13600	7188	38900
	社会融资规模增量	当月值 (亿美元)	48000	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279	5366	42265	15560	12249	53867
	M1货币供应量	当月同比 (%)	1.3	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2	2.3	3.1	4.7	5.3	5.1
	M2货币供应量	当月同比 (%)	8.7	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.6	10.7	11.3	11.6	12.4	12.7
利率	1年期MLF利率	当月报价 (%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.65	2.65	2.75	2.75
	1年期LPR利率	当月报价 (%)	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.55	3.55	3.65	3.65
	5年期LPR利率	当月报价 (%)	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.30	4.30

资料来源：iFinD，铜冠金源期货测算