

增长目标维持不变 注入需求畅通物流

——2022 年 5 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022 年 05 月 05 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，在疫情方面，防控态势日趋向好，供给端冲击明显缓和。在经济方面，俄乌冲突令通胀预期高热难退，甚至令欧元区经济增长前景明显弱化；强势美元令一季度净出口环比大幅走低，成为当季 GDP 环比超预期负增长的关键所在，但其个人消费依旧延续了强劲的扩张态势，且就业形势持续向好。在政策方面，虽然欧元区货币调控尚有观察余地，但相较于 2021 年底预期，其宣布加息的时间点也已大幅提前；美国加息的必要性显然更强，虽然鲍威尔对 75bp 加息行为的否认缓解了市场恐慌，但是加息、缩表以及由此引发的经济衰退担忧依旧是横亘于美国资本市场头顶的阴云。
- 就国内经济而言，疫情散发对国内经济形成明显制约，且对进出口产生冲击。展望来看，在净出口方面，全球贸易扩张动力弱化及转单效应走向反面，令出口增速持续承压，而稳增长政策落地则为进口增长提供支持，净出口对 GDP 的拉动力将逐季下行。投资方面，不仅房地产投资同比增速仍将向下探底，而且对经济前景的担忧以及疫情对投资行为的阻滞也将对制造业投资形成冲击，唯有基建投资有望在政策的呵护下继续恢复。消费方面，疫情的冲击不仅对当期消费形成压制，而且疫情导致的就业环境恶化、收入增速趋缓等，还将对未来的消费需求产生更持久的抑制。生产方面，订单环比萎缩和被动补库行为将对生产扩张形成压制，这或许意味着，即便疫情得到有效控制，工业增加值同比增速的企稳回升也将存在一定时滞。
- 就国内通胀而言，虽然食用农产品批发价格及汽柴油价格月内均值回落，令 CPI 月环比增速面临下行，但当月翘尾因素略有抬升，于是当月 CPI 同比增速有望微升至 1.7% 左右；4 月南华商品指数高位盘衡，PPI 环比增速将明显回落，叠加翘尾因素进一步走低，当月 PPI 环比增速有望下降至 7.3%。
- 就国内政策而言，4 月 29 日中央政治局会议有关“努力实现全年经济社会发展预期目标”的表述极大地淡化了市场对经济前景的担忧与焦虑，其对市场关切问题的阐述有力地消弭了分歧，稳定了预期。货币调控方面，在宽信用有效达成，且在货币供给成为宽信用进一步推进的制约因素前，重点依旧在于结构工具的应用，而非总量宽松的加力。相较于此，财政刺激仍是未来一段时期应对需求收缩，提振市场信心的重要手段，不仅随着既定政策的落地，其增速水平有望稳中趋升，而且若有需要，其力度仍有上调空间。

风险提示：国内疫情发展超预期

目 录

1. 新冠疫情明显向好 通胀压力短时难消	5
1.1 新增病例明显减少 国外防控持续趋松	5
1.2 通胀高热短期难消 追赶式加息在路上	6
2. 疫情冲击制约增长 供给引发输入通胀	10
2.1 价格因素支撑同比增速 内外差异压制贸易顺差	10
2.2 疫情冲击拖累增长 基建投资明显恢复	11
2.3 输入通胀明显强化 减税降费呵护企业	15
3. 增长目标维持不变 注入需求畅通物流	18
3.1 总量宽松空间有限 结构优化仍是重点	18
3.2 财政支出持续加力 补足需求责无旁贷	20

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	5
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	5
图 4: 全球新冠疫情死亡率	5
图 5: 美国 PMI 指数	6
图 6: 欧元区 PMI 指数	6
图 7: 美国通胀水平	6
图 8: 欧元区通胀水平	6
图 9: 美国失业率及劳动参与率	7
图 10: 欧元区失业率	7
图 11: 美欧 10 年期国债收益率	7
图 12: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率	7
图 13: 美国主要股指波动情况	7
图 14: 欧洲主要股指波动情况	7
图 15: 美国 GDP 环比增速	8
图 16: 美国 GDP 环比增速分项数据	8
图 17: 美国一季度 GDP 环比增速对比	8
图 18: 美国一季度 GDP 环比增速分项数据对比	8
图 19: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率	8
图 20: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差	8
图 21: 中国进出口累计同比增速	10
图 22: 中国当月贸易顺差	10
图 23: 中国对主要经济体出口同比增速	10
图 24: 中采 PMI 订单指数	10
图 25: 固定资产投资累计同比	11
图 26: 固定资产投资累计同比 (分类别)	11
图 27: 固定资产投资复合同比增速	12
图 28: 房地产开发数据累计同比	12
图 29: 房地产销售情况	12
图 30: 30 大中城市商品房成交面积	12
图 31: 社零同比增速	13
图 32: 社零累计复合同比增速	13
图 33: 全国城镇失业率	13
图 34: 不同年龄群体失业率	13
图 35: 居民人均可支配收入累计同比增速	13
图 36: 居民人均可支配收入累计同比增速 (分类)	13
图 37: 工业增加值同比增速	14
图 38: 工业增加值季调环比增速差值 (3 月-2 月)	14
图 39: 工业增加值复合同比增速	14
图 40: 工业增加值复合同比增速 (分类别)	14

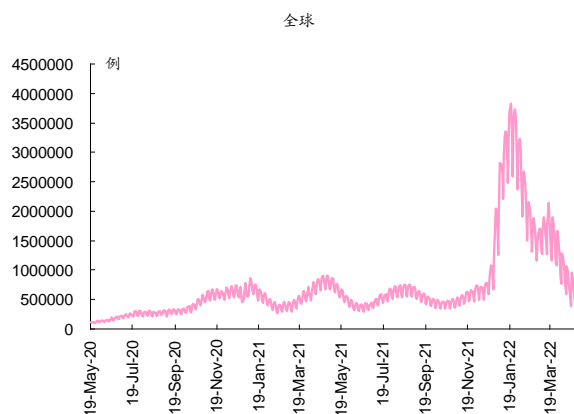
图 41: 中采 PMI 制造业景气指数	14
图 42: 中采 PMI 订单指数	14
图 43: 中采 PMI 制造业库存指数	15
图 44: 中采 PMI 供应商配送时间指数	15
图 45: CPI 当月同比	15
图 46: PPI 当月同比	15
图 47: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	16
图 48: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	16
图 49: 农产品批发价格 200 指数	16
图 50: 南华商品指数	16
图 51: 92#汽油价格	16
图 52: CPI 和 PPI 翘尾	16
图 53: Shibor 利率走势	18
图 54: 银行间同业拆借利率	18
图 55: 10 年期国债收益率	18
图 56: 公开市场净投放情况	18
图 57: 货币供应量同比增速	19
图 58: 社融及信贷同比增速	19
图 59: 新增社融中人民币贷款占比	19
图 60: 新增信贷中居民和企业部门贡献率	19
图 61: 企业部门新增人民币贷款结构	19
图 62: 6 月国股银票转贴利率	19
图 63: 公共财政收支同比增速	21
图 64: 国家政府性基金收支累计同比增速	21
图 65: 基建类支出同比增速水平	21
图 66: 部分建筑类企业当月新签订单金额	21

全球新冠肺炎日新增病例数大幅走低，此前受制于疫情冲击的供应链明显恢复，但是俄乌地缘冲突对供给的影响仍在持续，能源价格高企对全球通胀，特别是欧元区通胀的冲击仍在发酵；尽管美国通胀水平或已见顶，但是前期行动缓慢令美联储加大、加快升息步伐的预期日渐强化，并对资本市场带来持续的压制。就国内而言，疫情多地散发不仅直接冲击当地经济，而且也进一步弱化了预期，并对维稳政策落地形成制约，稳增长的迫切性更为强化。

1. 新冠疫情明显向好 通胀压力短时难消

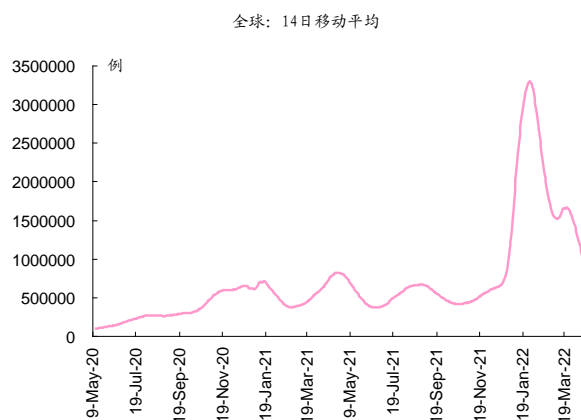
1.1 新增病例明显减少 国外防控持续趋松

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



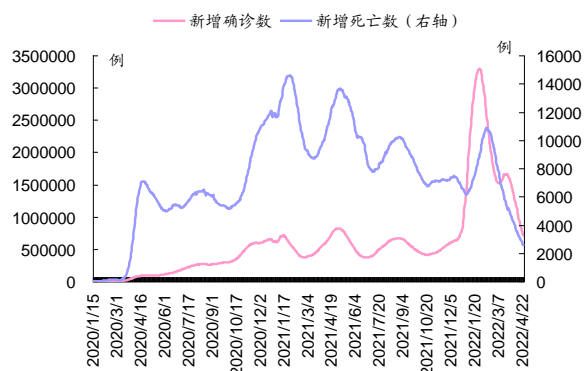
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 2：全球新冠肺炎疫情每日新增数据（14 日均值）



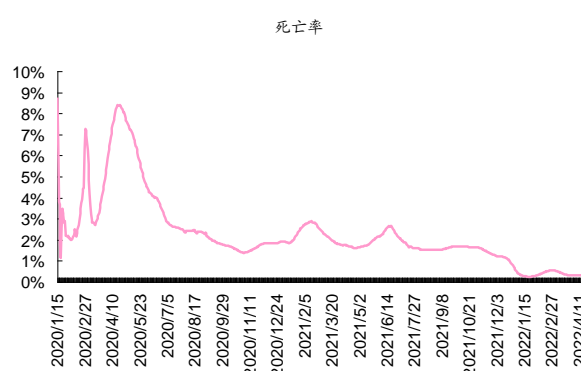
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 3：全球新增病例及新增死亡病例对比（14 日均值）



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 4：全球新冠疫情死亡率



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

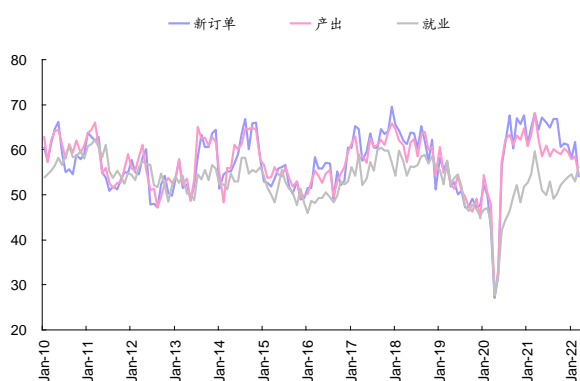
2022 年 3 月中旬后，全球新冠肺炎日新增病例数再度快速回落，截止 4 月底，该数值已大幅回落至 50 万/日以下，疫情前瞻日趋向好，同时死亡率继续维持低

位徘徊，这为部分国家进一步放松疫情管控提供了支持，由此疫情对供给端的冲击明显缓和。

1.2 通胀高热短期难消 追赶式加息在路上

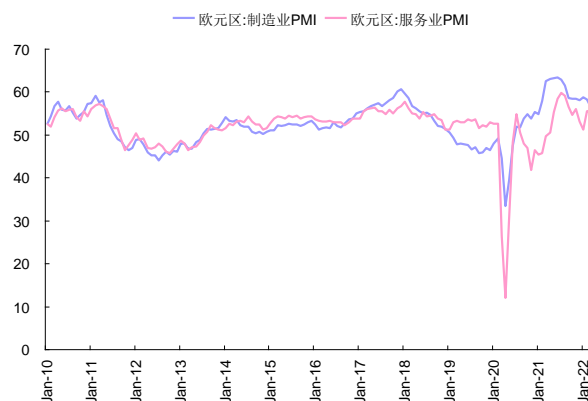
尽管疫情冲击弱化了供给层面的通胀压力，但是俄乌冲突的延续令原油等大宗商品价格继续高位运行，欧元区通胀预期不断强化的同时，其经济增长前景则明显走弱，货币政策虽尚有观察余地，但相较于 2021 年底预期，欧央行宣布加息的时间点也已大幅提前。相较于此，美国加息的必要性显然更强，良好的就业环境和高高在上的通胀水平，特别是美联储此前行动迟缓，令其加息动作呈现出追赶式特征。

图 5: 美国 PMI 指数



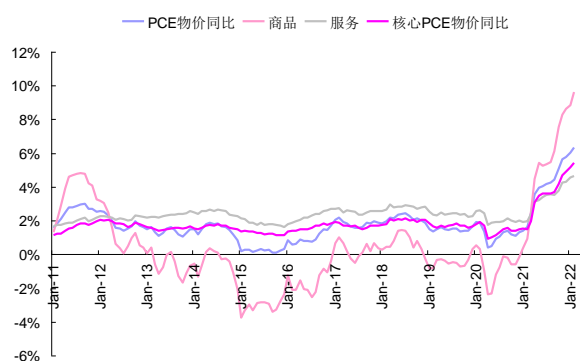
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 指数



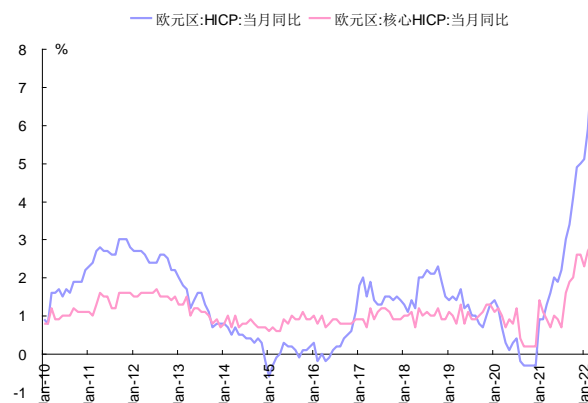
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀水平



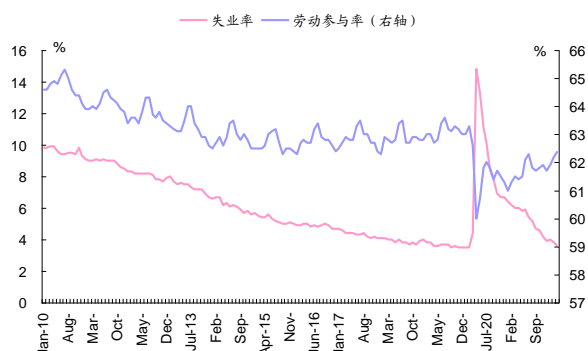
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区通胀水平



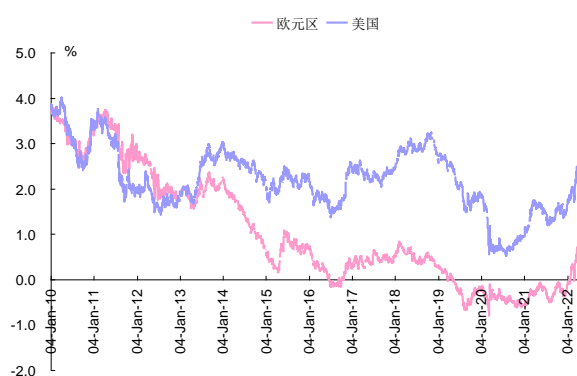
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 9: 美国失业率及劳动参与率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 11: 美欧 10 年期国债收益率



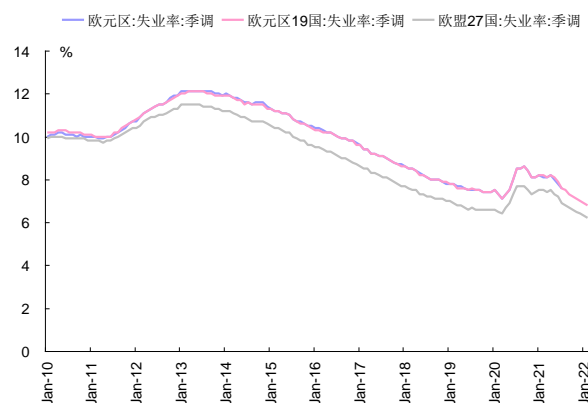
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 13: 美国主要股指波动情况



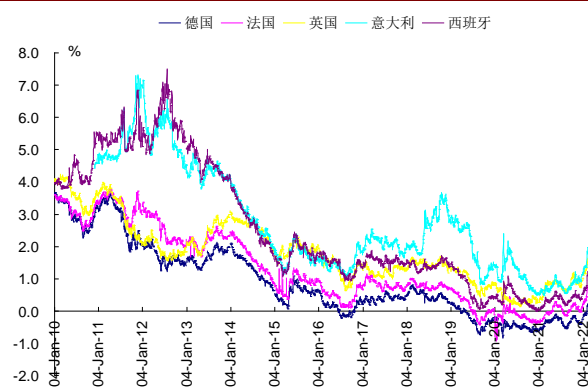
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 10: 欧元区失业率



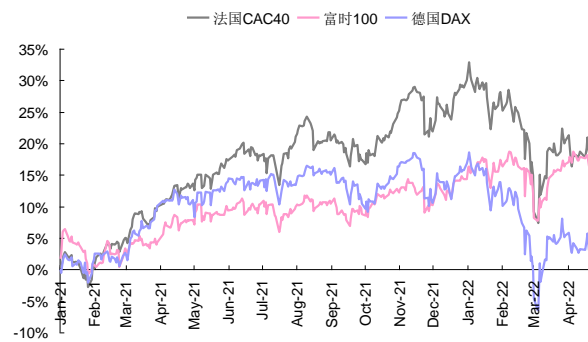
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 12: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 14: 欧洲主要股指波动情况

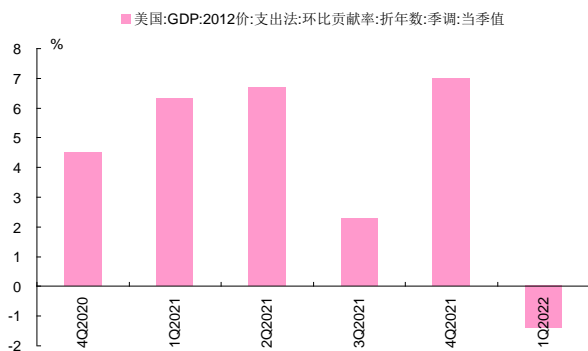


资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

虽然美国 2022 年一季度 GDP 环比下降 1.4%，远低于 1.1% 的市场预期，但是就分项数据而言，导致一季度 GDP 环比负增长的主要原因在于净出口的拖累，同期个人消费环比增速甚至较 2021 年四季度略有提升，对比历史数据（剔除 2020 和 2021 年疫情影响下的数据异常）可见，2022 年一季度个人消费环比增速高于

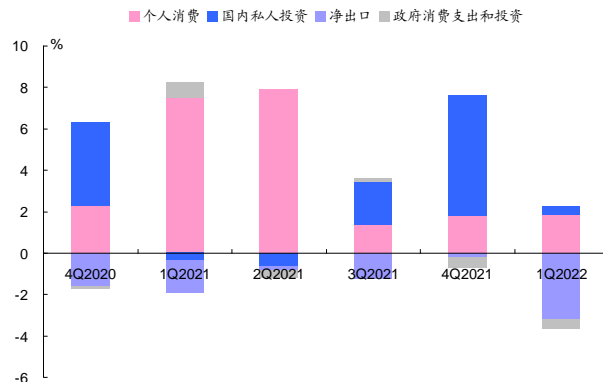
大多数同期历史水平，而净出口位于历史最低水平，政府消费也低于中位数，前者表明了美国政府通过强势美元引导进口以平抑国内通胀的意愿，而后者则表明后疫情时代政府刺激的逐步回收。

图 15: 美国 GDP 环比增速



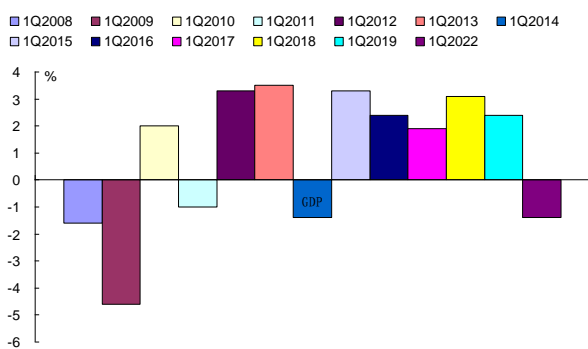
资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 16: 美国 GDP 环比增速分项数据



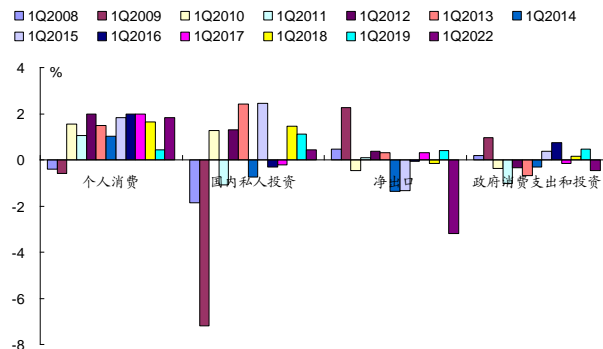
资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 17: 美国一季度 GDP 环比增速对比



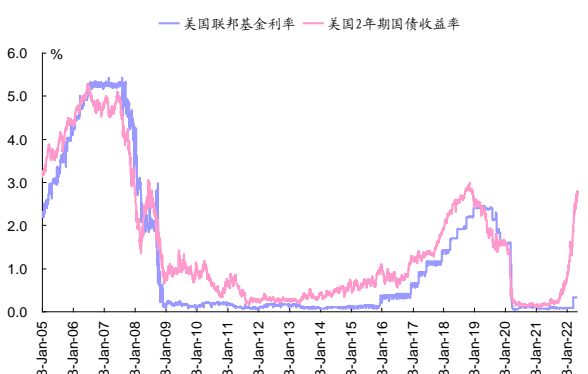
资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 18: 美国一季度 GDP 环比增速分项数据对比



资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 19: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 20: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

前瞻来看, 美国经济的强劲态势仍有望延续, 高通胀的压制以及追赶式加息的诉

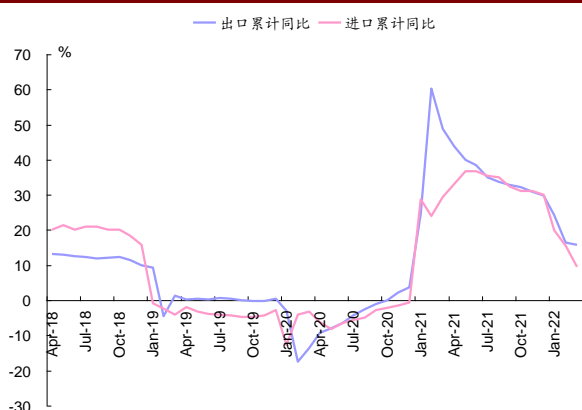
求将令美联储在未来两次议息会议上继续采取 50BP 的加息行为，而此前 75bp 的加息预判则在 5 月议息会议后鲍威尔的讲话中初步证伪；此外，该次会议还给出了明确的缩表路线图，即 6 月 1 日起缩减 475 亿美元/月的持债规模，并于 9 月起将缩表规模提升至 950 亿美元/月。总体上，美联储的关注重点依旧是通货膨胀，鲍威尔对美国经济现状以及软着陆仍抱有信心，虽然其对 75bp 加息行为的否认缓解了市场恐慌，并引发了股债市场的反弹，但是就中期而言，加息、缩表以及由此引发的经济衰退担忧依旧是横亘于美国资本市场头顶的阴云，进而导致美股下行压制难解且波动性加剧。

2. 疫情冲击制约增长 供给引发输入通胀

疫情散发对国内经济形成明显制约，一季度可选消费承压居首，而且疫情导致的生产受阻还对出口前景形成压制，稳增长的压力进一步凸显。与此同时，俄乌冲突延续令原油价格高位运行，面对供给引发的输入性通胀，国内中下游企业仍承压于巨大的成本困扰。

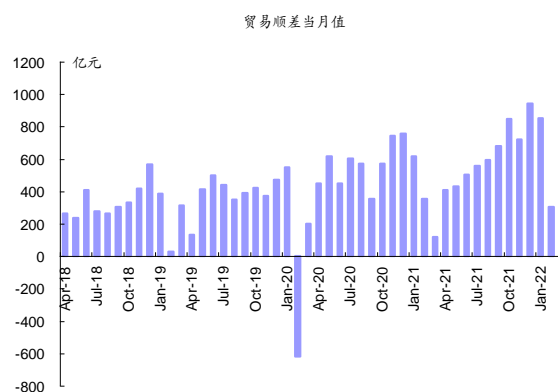
2.1 价格因素支撑同比增速 内外差异压制贸易顺差

图 21：中国进出口累计同比增速



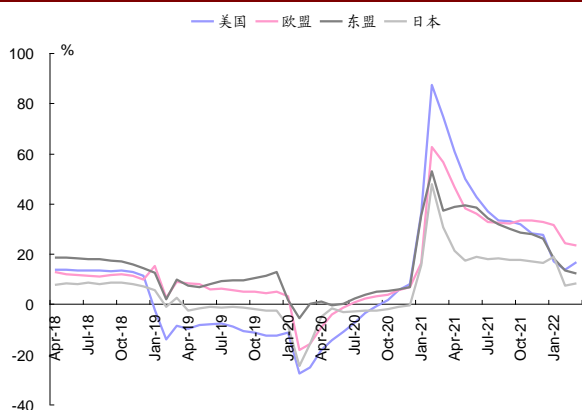
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 22：中国当月贸易顺差



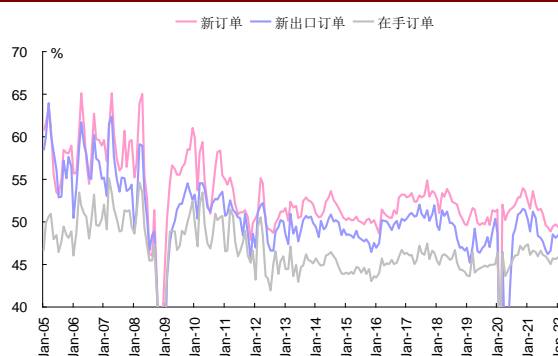
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 23：中国对主要经济体出口同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 24：中采 PMI 订单指数



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

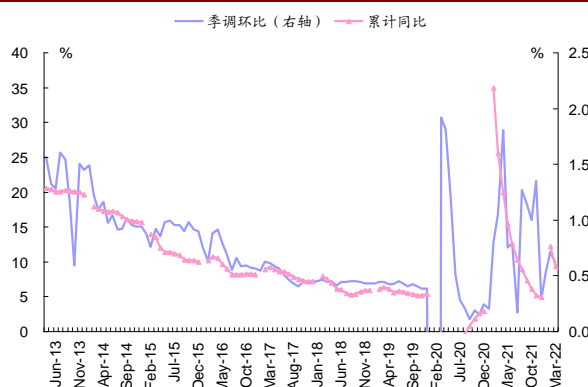
1-3 月份国内进出口累计同比增速分别较 1-2 月份回落 6.0 和 0.6 个百分点，在出口依旧保持韧性的同时，进口同比增速则下行显著，其 3 月当月同比下降 0.1 个百分点，较 2 月回落 10.6 个百分点，国内需求不振进一步凸显，进出口同比增速裂口扩大令贸易顺差同比增长显著，净出口成为一季度 GDP 增长重要的拉动因素。

对于一季度进出口数据而言,较高的通胀读数令其掩盖了内外需双双走弱的程度,加之国内疫情对供应链的冲击主要发端于3月下旬,其对数据影响的呈现度尚较弱。因此,疫情对供应链的影响以及对需求的阻滞将对4月份国内进出口形成显著拖累;如果说国内疫情对进出口增速的影响属于事件冲击,随着疫情防控效果逐步显现,其冲击效应也将逐步弱化,但是全球复苏渐进尾声、高通胀及俄乌冲突对需求的压制等都意味着全球贸易扩张动力的弱化,而海外疫情对供给端拖累的持续缓和则令转单效应走向反面,中国出口的全球份额有望因此而逐步回落,两种因素共同作用令中国出口增速在中期内将面临持续的下行压力;相较于此,国内稳增长诉求的强化令呵护政策持续推进,这为进口增长提供了有力的支持,进出口增速间的裂口有望逐步弥合,进而主导贸易顺差的逐步走低,净出口对GDP的拉动力必将逐季下行,甚至出现单季度的负向拉动。

2.2 疫情冲击拖累增长 基建投资明显恢复

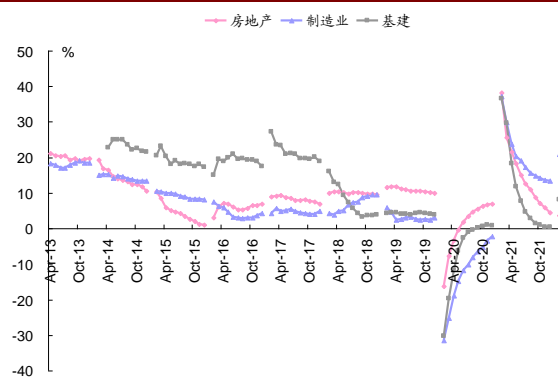
承压于疫情的干扰,一季度4.8%的GDP同比增长实属不易,其中基建投资成为需求端重要的支撑,而房地产投资则依旧承压,同比增速已临近零轴,制造业投资亦有回落,此外社零增速显著下行,可选消费则因疫情冲击而疲态尽显。具体来看:

图 25: 固定资产投资累计同比



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 26: 固定资产投资累计同比（分类别）

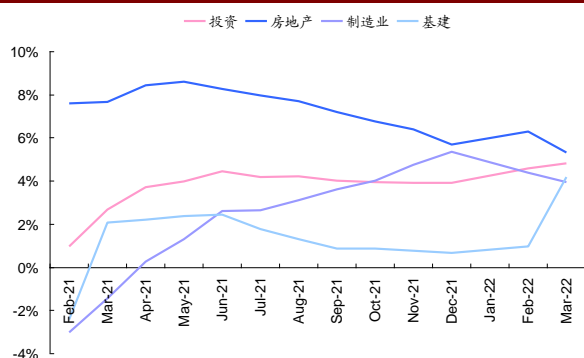


资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

在投资方面,一季度累计同比增速回落近3个百分点至9.3%,其中基建、房地产和制造业累计同比增速分别为8.5%、0.7%和15.6%,相较于2021年全年水平分别变动8.1、-3.7和1.9个百分点;如果考虑疫情导致基数水平的异常波动,对比复合增速的话,则2022年一季度基建、房地产和制造业相较于2019年一季度的年复合增速分别为4.16%、5.29%和3.92%,较2021年的近两年复合增速分别变动3.51、-0.40和-1.44个百分点,即仅有基建投资出现明显改观,房地产

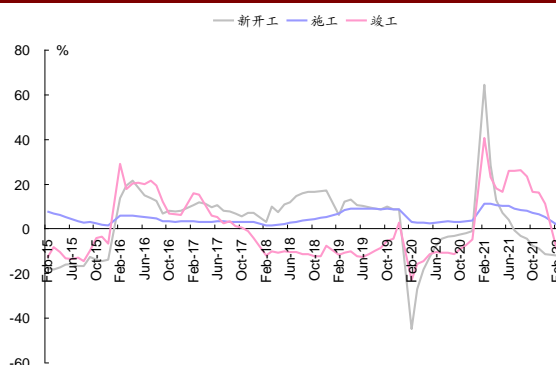
和制造业投资增速则均呈现不同程度回落。展望来看，房地产销售及施工数据同比增速继续下行，叠加疫情对土地出让行为的抑制，房地产投资同比增速仍将向下探底，同时对经济前景的担忧以及疫情对投资行为的阻滞也将对制造业投资形成冲击，相较而言，唯有受疫情影响较小且承担稳增长重任的基建投资有望在政策的呵护下继续恢复，成为缓冲固定资产投资增速下行的重要依靠。

图 27：固定资产投资复合同比增速



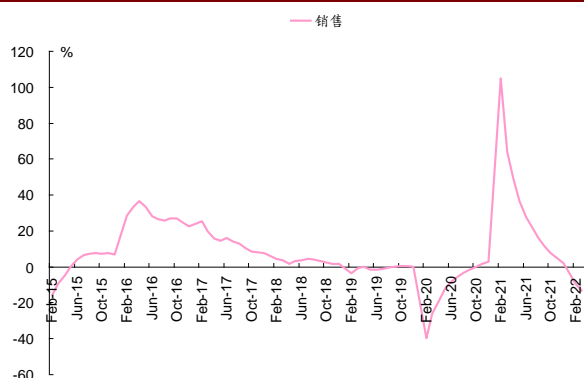
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 28：房地产开发数据累计同比



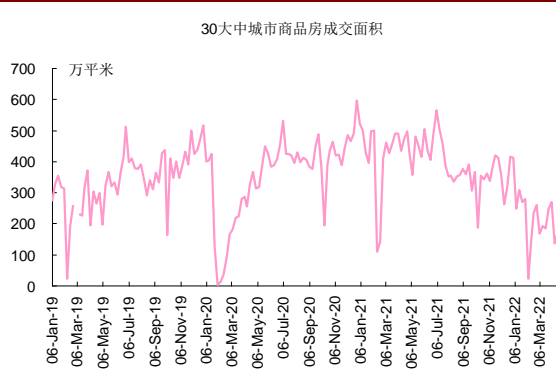
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 29：房地产销售情况



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 30：30大中城市商品房成交面积



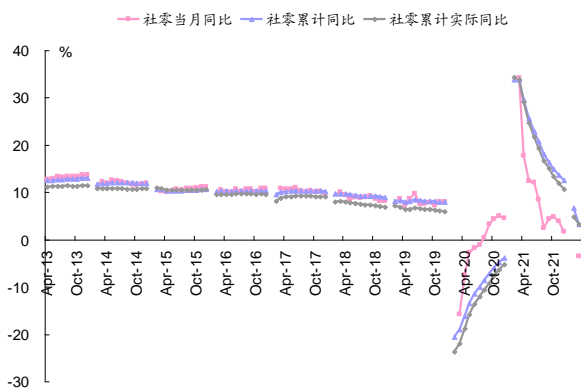
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

就消费而言，疫情对可选消费的冲击极为凸显，2021年一季度社零同比增速显著下行至3.27%，较1-2月份回落3.43个百分点，当月社零同比增速则出现3.53%的同比负增长，其中餐饮收入同比大幅下行16.4%，当月社零环比增速则出现近2个百分点的负增长。

疫情的冲击不仅对当期消费形成压制，而且疫情导致的就业环境恶化、收入增速趋缓等，还将对未来的消费需求产生更持久的抑制。数据显示，全国城调失业率进一步回升至5.8%，正在向2020年疫情发端时的水平靠近，同时31大城市城调失业率水平则已高于2020年疫情期间的高值，16-24岁人群的失业率水平也仍在走高之中，青年就业问题依旧突出。在收入方面，2021年收缩性政策以及年

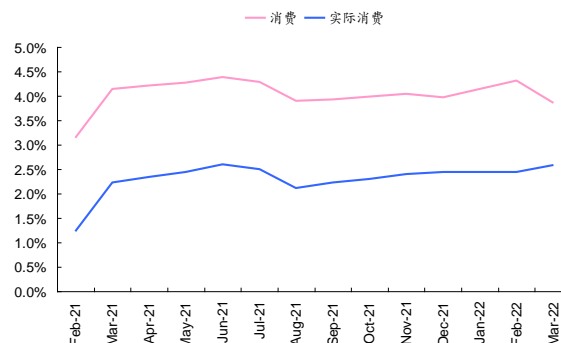
内疫情对经济的冲击令居民人均可支配收入同比增速继续下行，其中分项数据表明，除转移净收入外，均呈现不同程度拖累，这与近期财政支出中民生类支出同比明显提升相互印证，是国内就业形势不佳的直接表征。

图 31：社零同比增速



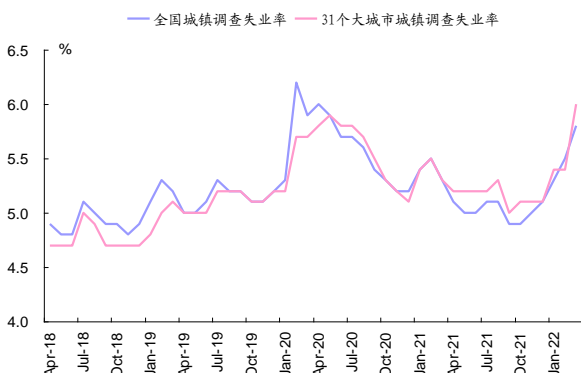
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 32：社零累计复合同比增速



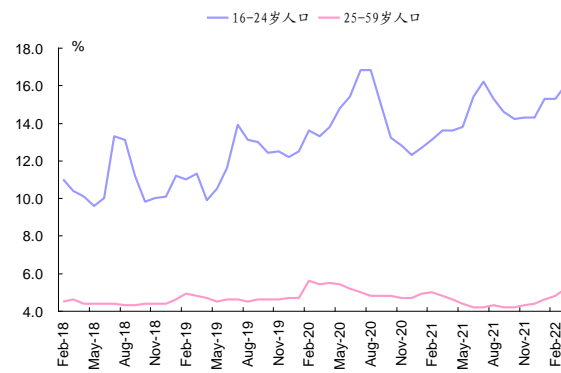
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 33：全国城镇调查失业率



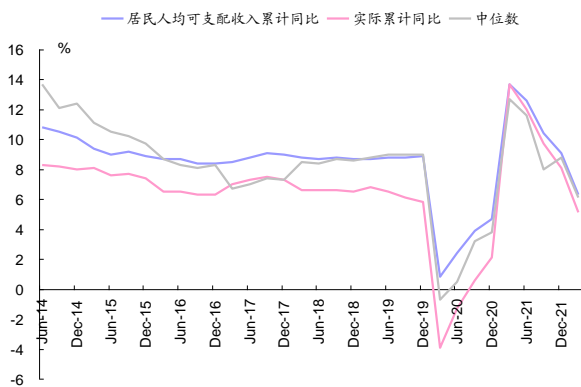
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 34：不同年龄群体失业率



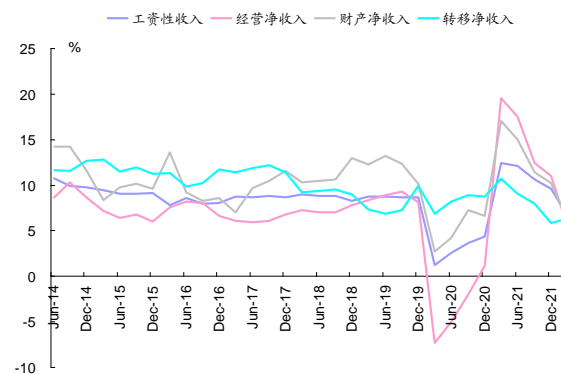
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 35：居民人均可支配收入累计同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 36：居民人均可支配收入累计同比增速（分类）

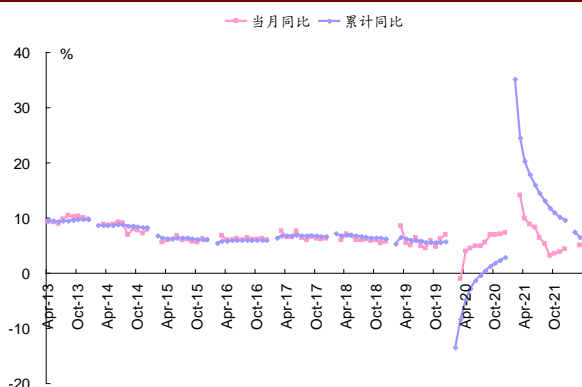


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

生产方面，工业增加值季调环比增速较2月份明显回落，二者差值为-0.12%，历史同期中，仅有2013、2015和2018年该差值为负，其余年份则均未正，历史

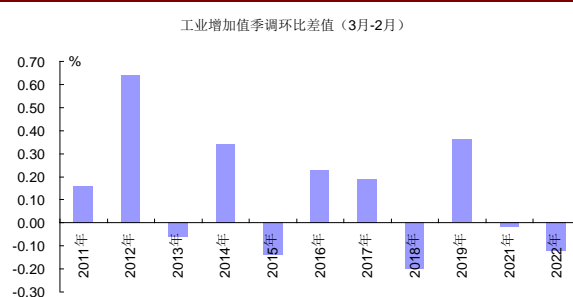
均值和中位数水平分别为 0.13%和 0.16%。季调环比增速的异常走低令三年累计复合增速较 1-2 月水平下降 1.21 个百分点至 6.69%；分类来看，制造业降幅最为明显，达到 1.38 个百分点，公用事业和采矿业则分列二、三位，降幅分别为 0.68 和 0.24 个百分点。

图 37: 工业增加值同比增速



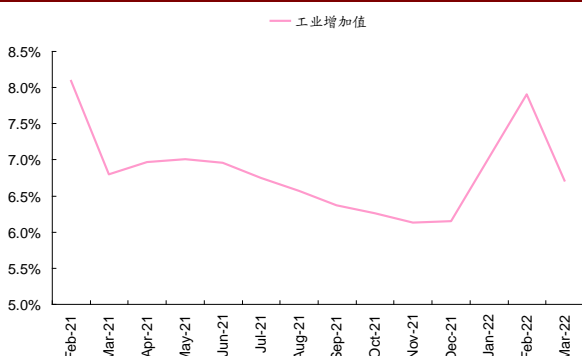
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 38: 工业增加值季调环比增速差值 (3 月-2 月)



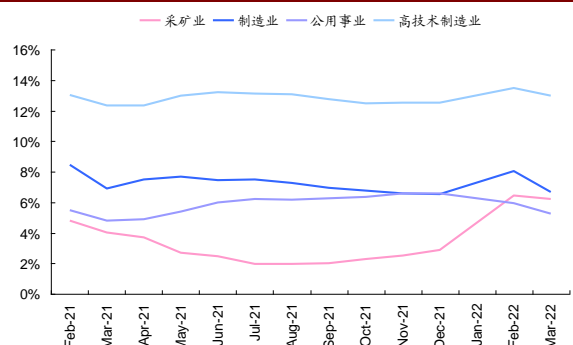
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 39: 工业增加值复合同比增速



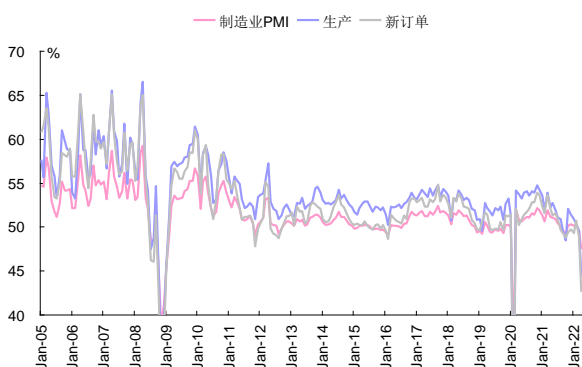
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 40: 工业增加值复合同比增速 (分类别)



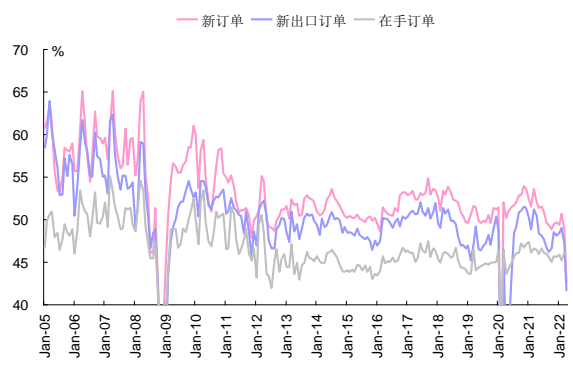
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 41: 中采 PMI 制造业景气指数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 42: 中采 PMI 订单指数



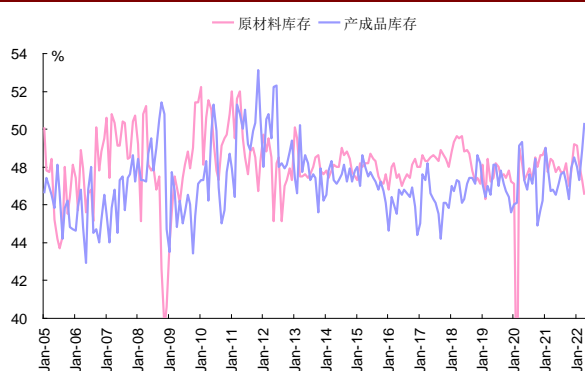
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

东部发达地区疫情区域严重对供给端的影响是工业增加值增速超季节走弱的关键所在，而且值得注意的是，疫情对订单获取也产生了一定的阻滞，这或许意味着，请务必阅读正文之后的声明

即便疫情得到有效控制，工业增加值同比增速的企稳回升也将存在一定滞后。

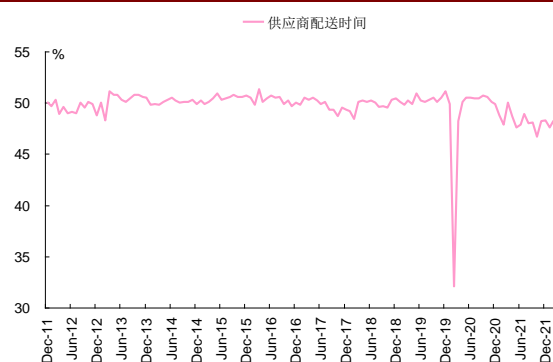
4月中采PMI数据显示，新订单指数全面大幅下挫，同期物流指数也明显走低（鉴于其为反向指标，表明4月物流效率显著下降），受此影响，产成品库存指数快速上扬，企业被动补库存迹象十分明显。展望来看，订单环比萎缩和被动补库行为将令未来生产扩张面临一定压力，疫情有效防控或物流保障措施落地及外生需求的补足是生产重归扩张的关键所在，缺一不可。

图 43：中采 PMI 制造业库存指数



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 44：中采 PMI 供应商配送时间指数

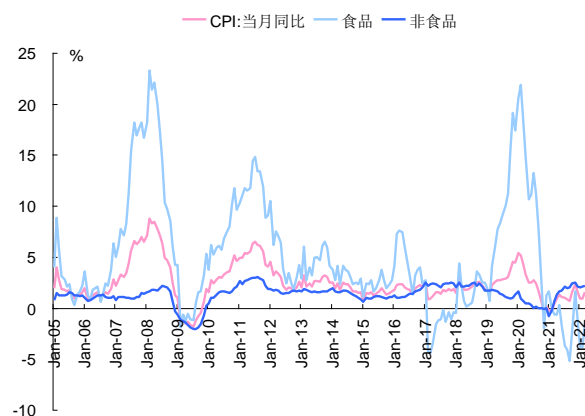


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

2.3 输入通胀明显强化 减税降费呵护企业

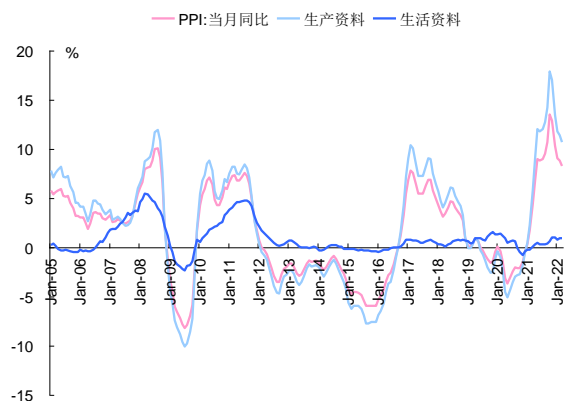
尽管疫情向好缓和了供给冲击，但是地缘冲突持续对供给的缩减作用显然更居主导，3月CPI和PPI同比增速均强于市场预期，其中汽柴油价格上涨部分抵消了猪肉价格对环比增速的拖累，叠加翘尾走高，CPI同比增速回升至1.5%；大宗商品价格的走强同样弱化了翘尾走低对PPI增速的拖累。

图 45：CPI 当月同比



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

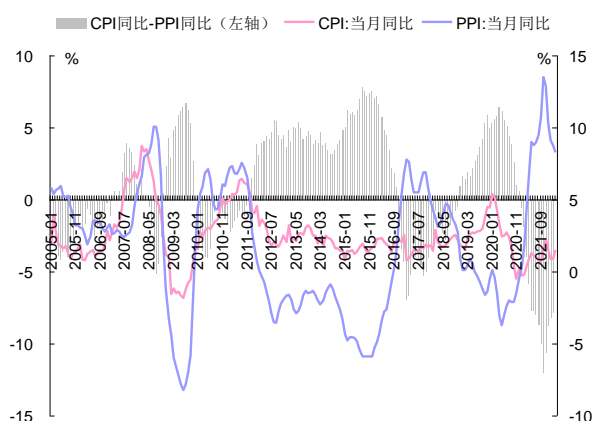
图 46：PPI 当月同比



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

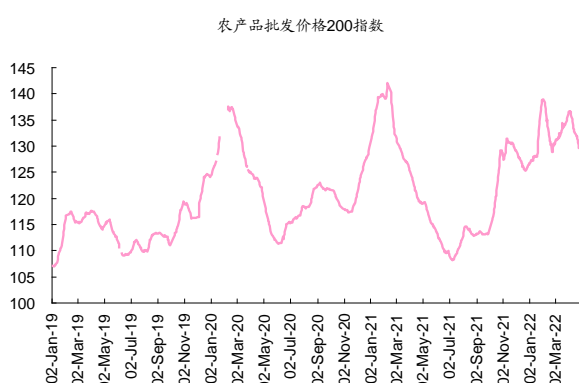
展望来看,食用农产品批发价格的持续回落,且汽柴油价格月内均值亦有所下降,CPI 月环比增速面临压制,但当月翘尾因素略有抬升,于是当月 CPI 同比增速有望微升至 1.7%左右;4 月南华商品指数高位盘衡,PPI 环比增速将明显回落,叠加翘尾因素进一步走低,当月 PPI 环比增速有望下降至 7.3%。

图 47: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差



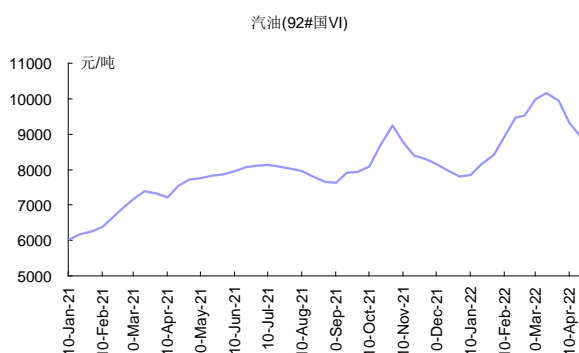
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 49: 农产品批发价格 200 指数



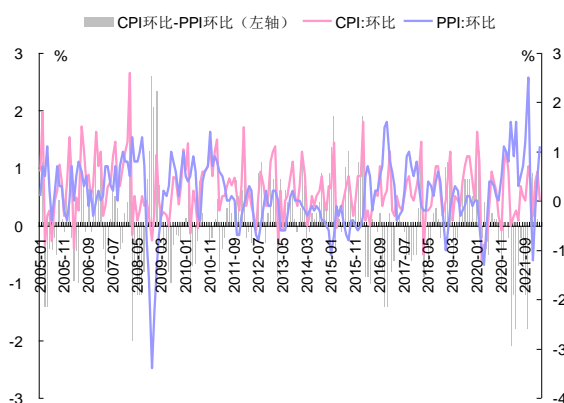
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 51: 92#汽油价格



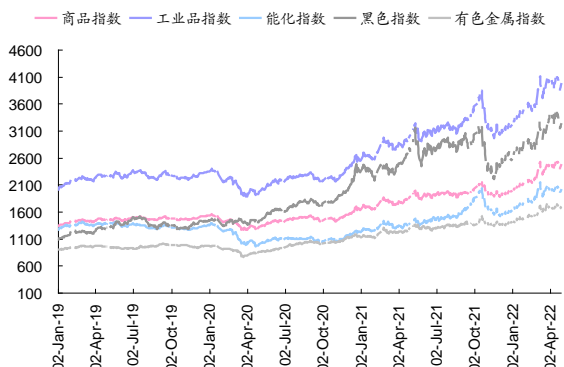
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 48: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差



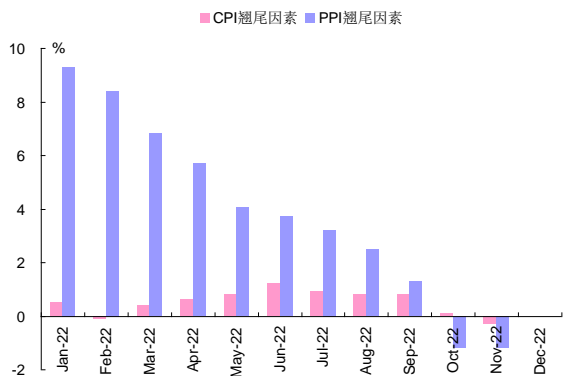
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 50: 南华商品指数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 52: CPI 和 PPI 翘尾



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

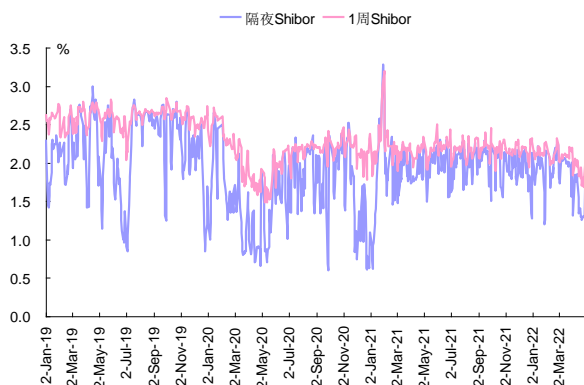
虽然 PPI 和 CPI 同比增速间剪刀差有所缩窄，但是其绝对值仍远高于历史同期水平，中下游企业依旧面临较严峻的成本压力。1-3 月工业企业效益数据显示，上、中、下游的收入增速同现回落，其中上游回落幅度最小，仅为 0.75 个百分点，中游降幅则依旧最大，为 1.55 个百分点；同期，上游利润增速进一步改善 4.34 个百分点至 48.48%，而中、下游利润同比增速依旧为负，只是其降幅有所收窄，成本压力对中游企业的影响依旧严重，而管理层减税降费措施则已开始显效，3 月工业企业利润率回升 0.28 个百分点至 6.25%，其中私营企业的净利增速由负转正回升至 3.2%，改善 4.9 个百分点，高于国有企业 2.8 个百分点的改善幅度，显示助企纾困政策推进中私营企业更为受益。展望来看，考虑到 4 月局部疫情仍在发酵，企业生产端受疫情防控、物流成本、原材料成本抬升等因素的影响，需求端也受到居民消费场景缺失、预期不佳等因素的压制，短期企业经营压力依旧不减。

3. 增长目标维持不变 注入需求畅通物流

年初以来的俄乌冲突以及国内疫情的多点散发令市场对完成年内既定增长目标的疑虑持续强化，并成为 3 月底以来资本市场调整的重要触发因素。然而 4 月 29 日中央政治局会议多方面回应了市场关切，其“努力实现全年经济社会发展预期目标”的表述极大地淡化了市场对经济前景的担忧与焦虑；而且，此次会议还就市场关心的疫情防控、房地产、资本市场、平台经济等问题给予了明晰的表述，有力地消弭了分歧，稳定了预期。

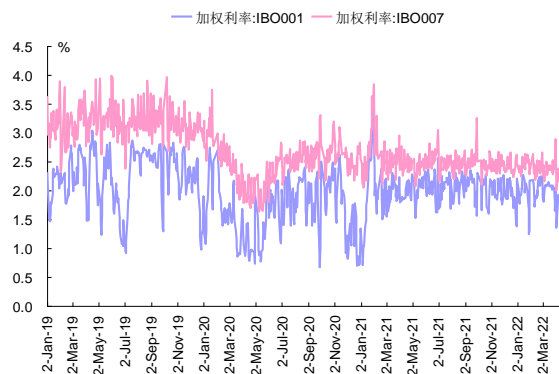
3.1 总量宽松空间有限 结构优化仍是重点

图 53: Shibor 利率走势



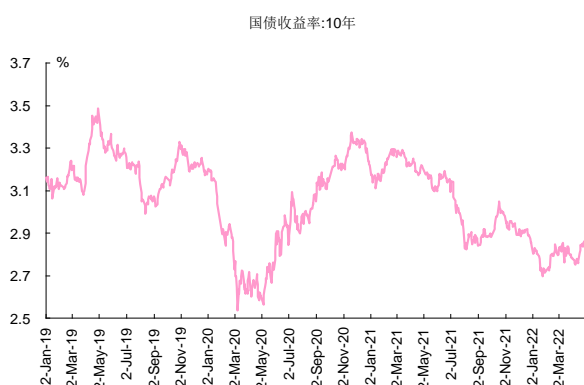
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 54: 银行间同业拆借利率



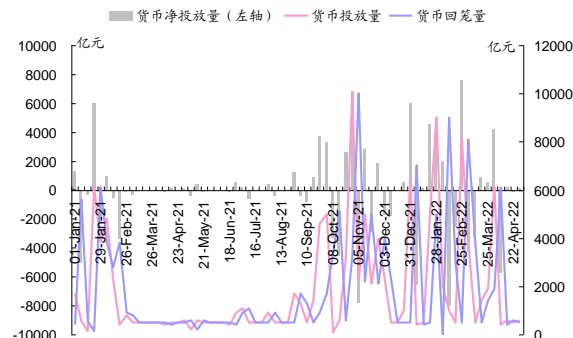
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 55: 10 年期国债收益率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

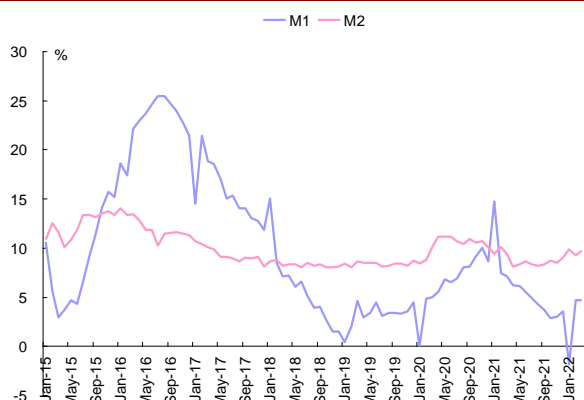
图 56: 公开市场净投放情况



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

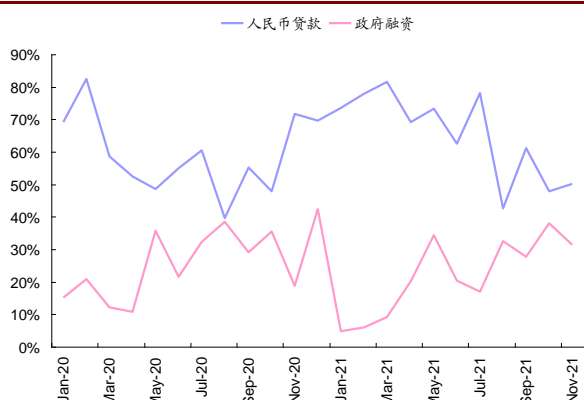
3 月份社融及信贷数据均明显强于市场预期，就结构来看，信贷、表外融资和政府债券是主导社融多增的关键所在，信贷多增则主要源自企业部门短期贷款和票据融资的贡献，中长期贷款略有少增，政策呵护下的信用扩张依旧呈现明显的供给推动特征，需求端疲弱是其结构不佳的原因所在。

图 57: 货币供应量同比增速



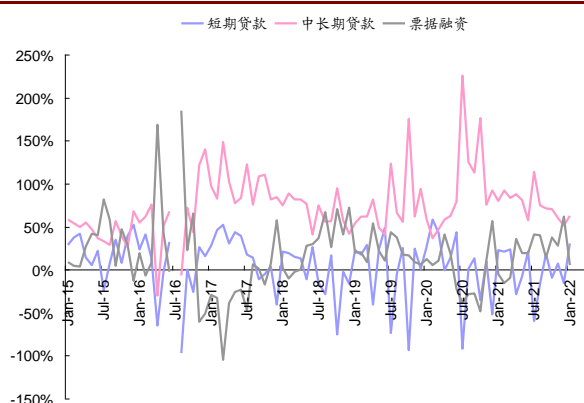
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 59: 新增社融中人民币贷款占比



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 61: 企业部门新增人民币贷款结构



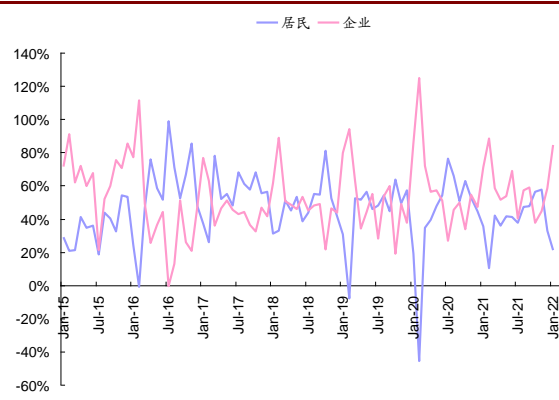
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 58: 社融及信贷同比增速



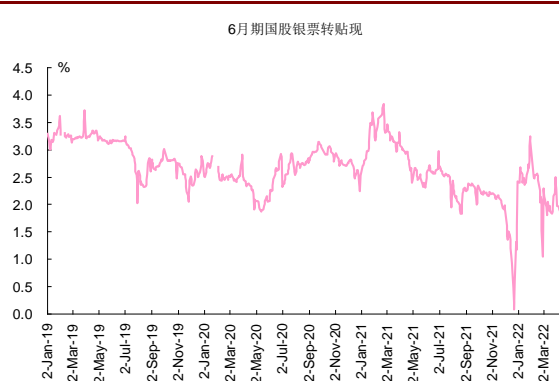
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 60: 新增信贷中居民和企业部门贡献率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 62: 6 月国股银票转贴利率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

4 月在市场千呼万唤后, 降准姗姗来迟, 且其 0.25 个百分点的降幅明显低于市场预期, 其表明管理层认可当前的总量供给水平, 且低于政策工具利率的市场利率水平也表明了货币市场宽松的现状。央行有关负责人就下调金融机构存款准备金率答记者问时指出, “当前流动性已处于合理充裕水平”, 而此次降准的目的则在于 “优化金融机构资金结构”、“引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重

影响行业 and 中小微企业”以及“促进降低社会综合融资成本”。

我们此前一再强调，今年以来国内经济的增长压力关键来自于需求的不足，而非信用端的压制，在此环境中，货币刺激对稳增长的效用较低，且容易导致资金的脱实向虚；当前宽信用体现出明显的供给端主动创造而需求端被动承接的特征，这也是信用扩张结构不佳且货币市场利率低位徘徊的关键所在。因此展望未来，即便不考虑美欧等国货币政策正常化的掣肘作用，国内货币总量宽松的必要性也大大降低，在宽信用有效达成，且在货币供给成为宽信用进一步推进的制约因素前，货币政策的调控重点依旧在于结构工具的应用，而非总量宽松的加力，如以再贷款等定向工具引导银行对特定领域进行信用支持。

3.2 财政支出持续加力 补足需求责无旁贷

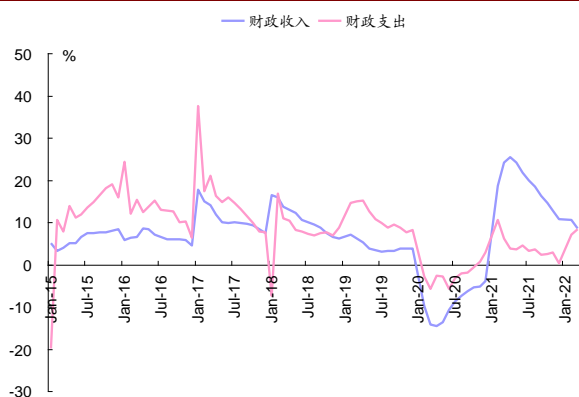
财政数据显示，在疫情冲击下，3月份财政收入增速明显走低，令一季度累计同比增速较1-2月下降近2个百分点至8.6%，而同期支出力度则有增无减，不仅公共财政支出累计同比增速较1-2月回升1.3个百分点至8.3%，国家政府性基金支出累计同比更是较1-2月提升15.1个百分点至43%。

在需求收缩、供给冲击和预期转弱三大经济增长制约因素中，因供给冲击具有更为明显的外部性，管理层可适度缓和但无法有效对冲；相较而言，对于需求收缩和预期转弱，管理层显然有更多可为之处。429政治局会议要求“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济”，涉及或与财政政策相关的表述主要有“实施好退税减税降费等政策”、“全面加强基础设施建设”、“对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策”；而且，会议还要求“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。相较于对货币政策模糊的提法（“用好各类货币政策工具”），会议对财政政策的关注度明显更高，不仅减税降幅和一揽子纾困帮扶政策等稳主体、稳就业的措施更多将依赖于财政调控的发力，而且基建投资更需要财政的有力支持。

不仅如此，4月中央财经委会议有关“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系”的精神，不仅为今年通过加大基建以维稳需求统一了思想，而且还为今后一段时期的基建投资扩展了空间、指明了方向。会议为国内继续推进基础设施建设给出了明确指示：一方面，基建仍有空间，“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”；另一方面，对于基建，“既要算经济账，又要算综合账”，要“实现经济效益、社会效益、生态效益、安全效益相统一”；此外，会议还对基建重点领域以及融资安排等给予了明确指示。

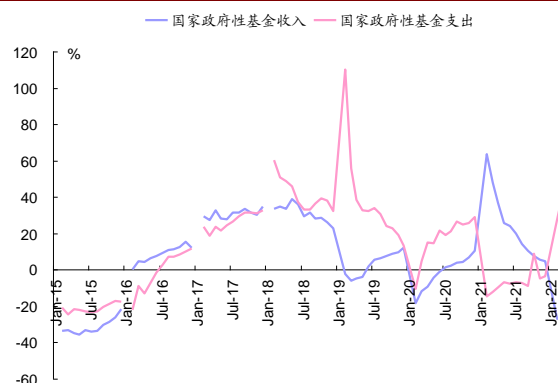
展望来看，财政政策依旧在未来一段时期应对需求收缩，提振市场信心的重要应对，不仅年内财政支出力度在 2021 年财政支出效应后置和 2022 年财政支出前置的共同作用下空间可期，而且基于财政部部长刘昆有关“精准实施积极的财政政策，首先要对能否实现‘稳’的要求进行评价”、“根据形势变化灵活调整赤字率、债务结构和支出政策”的表述，若有需要，财政支出仍有上调的空间。

图 63：公共财政收支同比增速



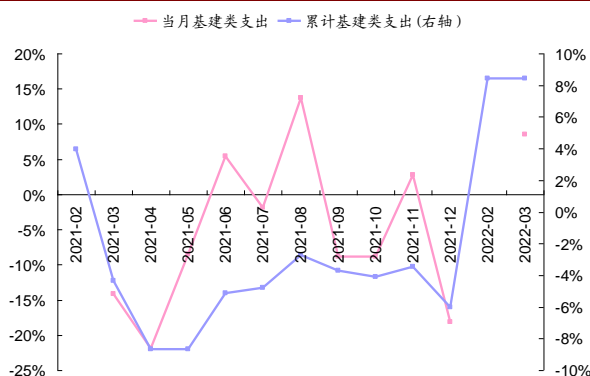
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 64：国家政府性基金收支累计同比增速



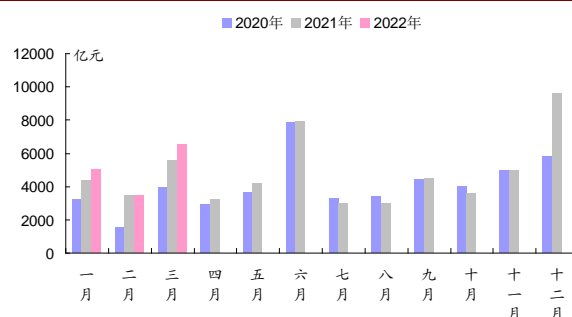
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 65：基建类支出同比增速水平



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 66：部分建筑类企业当月新签订单金额



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn