

关注基本面预期反复带来的交易机会

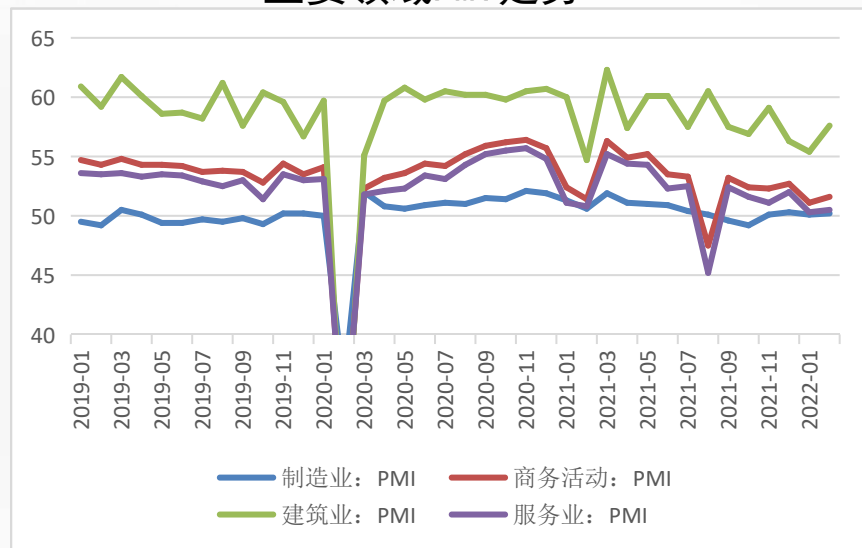
——宏观和债市周度观点（2022. 3. 7）



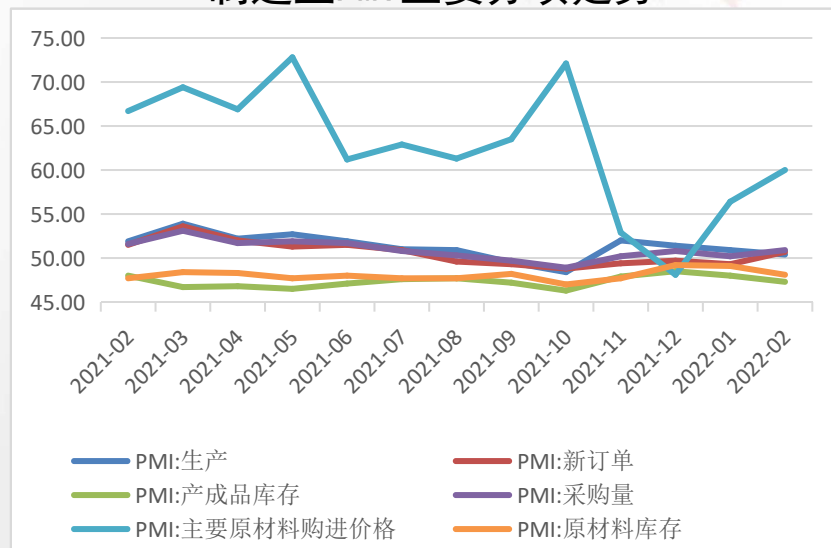
2月PMI：复苏待确认，结构分化严峻（1）

- 2月PMI集体回暖，制造业微幅改善，建筑业表现亮眼。不同领域看，制造业PMI50.2（前值50.1），商务活动PMI51.6（前值51.1），建筑业PMI57.6（前值55.4），服务业PMI50.5（前值50.3）。
- 当前经济处于主动去库存转向被动去库存阶段，仍待政策发力和通胀好转。制造业新订单自2021年8月以来首次明显回升，并伴随着产成品库存的下降，显示宽信用见效后总需求回暖迹象，其背后还是地产和基建逻辑。但生产指数有所下滑，同时原材料库存继续下降，显示需求还未拉动生产和原材料采购，一方面显示总需求回暖仍待确认；另一方面也和原材料价格大幅攀升有关。

主要领域PMI走势



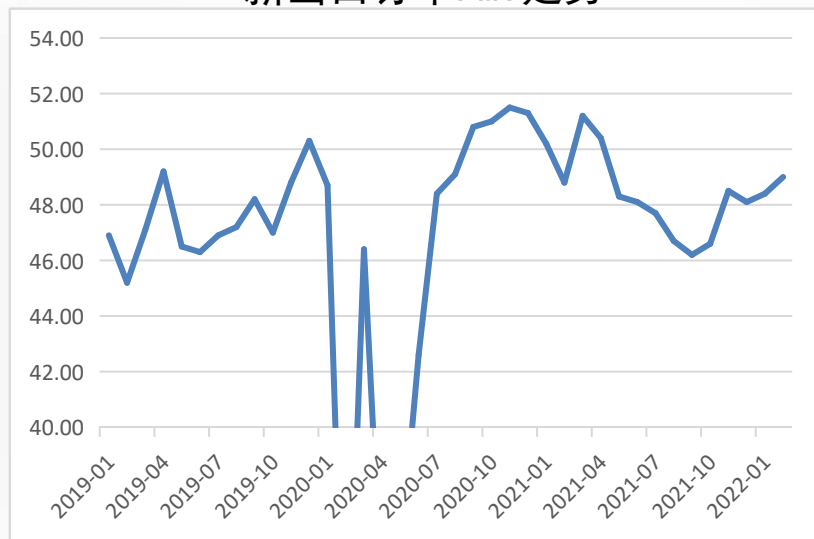
制造业PMI主要分项走势



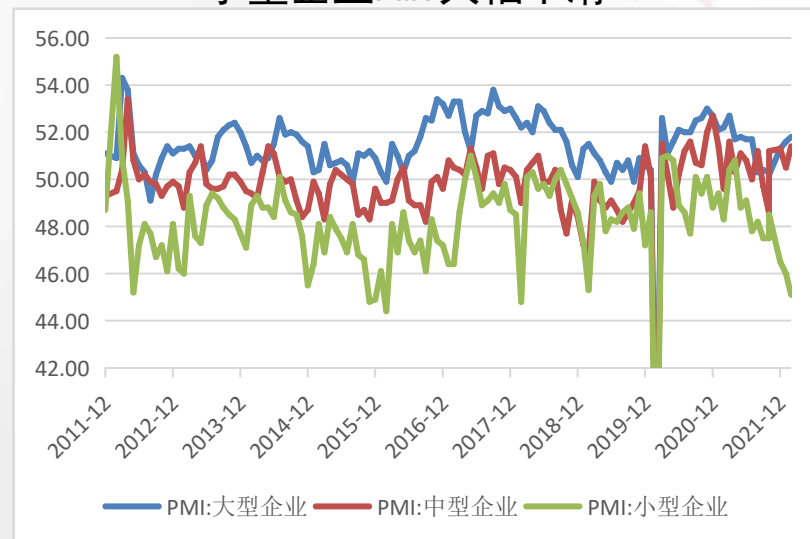
2月PMI：复苏待确认，结构分化严峻（2）

- 新出口订单连续3个月回升，出口暂时不必担忧。2月新出口订单PMI49.0（前值48.4）。
- 小微企业生存艰难。随着经济复苏，大型企业和中型企业经营差异已经不明显，但小型企业经营情况持续恶化。原材料价格上涨，市场竞争格局变化对小型企业不利。

新出口订单PMI走势



小型企业PMI大幅下滑



政府工作报告：千方百计稳经济，调结构（1）

- 5.5%的GDP增速目标需要“跳一跳”才能够得着。
- 从年初市场对2022年GDP增速预期看，5.5%的目标处在接近上限的位置。
 - 疫情+通胀+产业链供应链摩擦+经济冷热不均，政策支撑和经济内生动力的合力还不够强。
 - 5.5%的增速是稳就业保民生防风险的需要。这是我们判断宏观政策尤其是货币政策仍有空间的最主要支撑。要实现5.5%的增速目标，一方面要求宏观政策更加积极，保持经济恢复的大方向。另一方面微观政策也要切实有效，延长经济循环链条，补足经济动能。

2019-2022年政府工作报告主要目标比较

	2022年	2021年	2020年	2019年
国内生产总值增速	5.5%	6%	—	6%—6.5%
城镇新增就业	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右
居民消费价格增速	3%	3%	3.5%	3%
居民收入增速	与经济增长基本同步	居民收入稳步增长	居民收入增长与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
进出口	进出口保稳提质，国际收支基本平衡	进出口量稳质升，国际收支基本平衡	进出口促稳提质，国际收支基本平衡	国际收支基本平衡，进出口稳中提质
生态环境及能耗要求	生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制	生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务	生态环境进一步改善，单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降
赤字率	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.8%
赤字规模	—	—	3.76万亿元	2.76万亿元
地方政府专项债	3.65万亿元	3.65万亿元	3.75万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债	2.15万亿元
中央预算内投资安排	6400亿元	6100亿元	6000亿元	5776亿元
M2及社融	保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年	广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配
利率	推动金融机构降低实际贷款利率；推动降低贷款利率	推动实际贷款利率进一步降低	推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行	深化利率市场化改革，降低实际利率水平
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
大型商业银行普惠小微企业贷款增幅	—	30%以上	高于40%	30%以上

- 统筹短期和中长期经济发展，适度调整约束。今年经济增速目标的实现除了宏观政策支撑外，另一个主要举措是修正短期经济约束。
- 有序推进碳达峰碳中和工作。今年总体目标中对能耗强度的表述也有重大变化，提出能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。这与2021年出台的碳达峰等文件相衔接。
- 正确认识和把握防范化解重大风险，**设立金融稳定保障基金**。当前采取的稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的基本方针也是在长期控杠杆防风险和短期经济之间的权衡。一方面精准拆弹有利于避免系统风险发生导致的信用环境骤然收紧和经济的大幅下滑，并在经济增速放缓的情况下为逆周期政策调控腾挪空间。另一方面，长期看也有利于形成和经济发展水平相适应的债务杠杆水平。其中“设立金融稳定保障基金”为首次提出。
- 确保能源安全，破除经济发展的能源瓶颈和通胀瓶颈。
 - 保障粮食等重要农产品供应，保障民生和企业正常生产经营用电。
 - 实施全面节约战略。
 - 增强国内资源生产保障能力，加快油气、矿产等资源勘探开发，完善国家战略物资储备制度，保障初级产品供给。

政府工作报告：千方百计稳经济，调结构（3）

- **宏观政策总基调积极。**报告提出宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。
- **货币政策中期“以内为主”，仍有空间。**报告提出稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。
- 短期看，降准和关键利率下调的情况下，1月社融超预期，且随着多地房贷利率下调，货币政策需要一段时间观察信用向实体的传导效率。
- 中期看，我们认为货币政策“以内为主”下进一步动作不会缺席。报告提出“扩大新增贷款规模”，预计未来利率工具和数量工具均有空间。
- **积极的财政政策更侧重提升效能。**
- 2022年支出规模要比去年扩大2万亿元以上，对应增速在8.1%以上（2020年和2021年分别为2.8%、0.3%），因此从支出角度看，今年的财政政策更加积极。
- 从收入角度看，一是，预计今年财政收入继续增长。从实际情况看，2021年财政收入的两年平均增速是6.38%，而2018年、2019年财政收入的平均增速是5%。二是，出于增强财政可持续性，赤字率安排在2.8%左右。根据8.5%的名义GDP增速测算，预计今年的赤字规模可能略微低于去年的3.57万亿元。三是，考虑特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，可用财力明显增加。

- 宏观政策更加向民企、小微、民生等薄弱领域倾斜。
 - 一是，进一步疏通货币以政策传导，继续推动金融机构降低实际贷款利率，尤其是进一步推动解决实体经济特别是中小微企业融资难题。
 - 二是，实施新的组合式税费支持政策。坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举。一方面，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。另一方面，今年对留抵税额实行大规模退税。**重点支持制造业，全面解决制造业、科研和技术服务、生态环保、电力燃气、交通运输等行业留抵退税问题。**预计全年退税减税约2.5万亿元。
 - 三是，新增财力要下沉基层，纾困企业、保民生。今年安排中央本级支出增长3.9%，其中中央部门支出继续负增长。**中央对地方转移支付增加约1.5万亿元、规模近9.8万亿元，增长18%、为多年来最大增幅。**同时，要求中央财政将更多资金纳入直达范围，省级财政也要加大对市县的支持。

政府工作报告：千方百计稳经济，调结构（5）

- 内需政策总量和结构并举。投资重在托底；消费抓手较多，但效果难现。最终可能焦点仍在房地产领域。
- “现阶段扩大投资，并不是说像以前那样搞粗放式发展。我们扩大的是有效投资。什么叫有效投资？就是经济发展和民生急需的项目”（国务院研究室综合一司司长刘日红在新在政府工作报告新闻发布会上）。报告提出，围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。
- 今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，重点支持“十四五”重大工程项目以及一些社会民生领域的补短板项目。
- 生活服务消费是最大“底牌”，但恢复需要疫情的明显好转。
- 支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39265

