

GDP 4.8%，央行 23 条，债市怎么看？

证券研究报告

2022 年 04 月 19 日

一季度经济数据点评

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：城投债：各等级利差下行 - 城投债利差动态跟踪 (2022-04-17)》 2022-04-17
- 2 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报 (2022-04-17)》 2022-04-17
- 3 《固定收益：产业债利差整体下行 - 产业债行业利差动态跟踪 (2022-4-16)》 2022-04-17

一季度 GDP 增速跌破潜在增速下限，一季度季调环比低于 2011-2019 年最低水平，31 个大城市调查失业率超过 2020 年疫情冲击，达到 6%。这说明经济不是风险而是衰退。

全年经济目标岌岌可危，我们预计：参考历史，3 月以来疫情反复对一季度影响约 1 个百分点，对二季度经济影响约 1.5 个百分点，拖累全年 GDP 增长约 0.7 个百分点，**静态测算下全年 GDP 同比约 4.8%。**

经济目标是否会下修？

从政策角度出发，经济增长的底线仍然需要维护，所以大概率还是两手抓：一手抓防疫，一手抓经济。今年政府工作目标有两个 5.5：一个是 GDP5.5 左右，还有一个是调查失业率控制在 5.5 以内。即使不考虑 GDP，从就业角度，特别是结合疫情影响最大的 2020 年，当年目标对于就业的要求是 6%，目前最新是 5.8%，预计后续还会进一步上升，从这个角度考虑，即使不考虑 GDP，政策对于经济增长和就业的诉求已经到达底线，难以进一步调整。

经济承压，政策如何应对？

当前经济的核心困扰在于疫情和防疫措施，政策想要统筹防疫和经济发展，跨周期和逆周期等宏观政策就需要更大的灵活空间。货币政策首当其冲，央行 23 条举措快速落地，当然疫情冲击加大，三重压力之下，金融、财政、就业等政策几家抬也是规定动作。

我们一方面要看到动态清零决心之下对经济的影响深远，另一方面也需要合理估计，政策对动态清零的决心有多大，稳增长力度会有多大。

当然，今时不同往日，现在政策发力之后，政策能否顺利落地生根？市场主体在连续打击之后能否配合？市场信心能否逐步恢复？这是决定债市后续是否会有进一步压力的根本。

参考历史，一季度经济数据公布到二季度末，大部分年份债市利率有所下行。这个过程中有几个年份表现不佳，分别是**大熊市 2013 和 2017，大规模地方债冲击下的 2015，以及疫情冲击下的 2020。**其中，2020 年行情最值得注意，政策引导经济逐步走出疫情，货币政策加码宽信用，其他部门政策一旦形成合力，央行货币政策逐步正常化，4 月以后，债市利率开始反转上行。

2020 年二季度行情演绎说明：疫情出现拐点，政策形成合力，市场信心恢复，是央行启动货币政策正常化的三大前提，也是利率在降准降息中逐步回升的主要推力。

2021 年 12 月降准后利率走势表明：政策落地后，市场会关注政策效果和进一步发力情况，关注政策目的达成状态，一旦不及预期，利率仍有空间。

疫情拐点，政策合力，市场信心，是当前债市三大关注点。

周末降准，周一数据和政策逐步落地，市场关注疫情拐点，关注政策进一步着力，关注市场自身信心是否恢复，债市由此展开调整。

那么这个调整是否拐点信号，类似于 2020 年 4 月，还是阶段是摇摆，类似于 2021 年 12 月？

短期内，我们首先要看 20 日 LPR 是否调降以及调降幅度，如果 LPR 调降 10bp 且 5 年期 LPR 同步调降，政策宽信用力度无疑进一步上升；第二要看 4 月下旬国股票据利率走势，借以侧面观察实体融资需求和政策力度与效果，第三观察 PMI，借以观察市场主体信心。

如果上述方向均展现出积极宽信用倾向，债市需要谨慎应对。否则，债市可以维持参与，至少目前票息策略，城投杠杆是较优选择

最后还是要强调，二季度不乏机会，但是折腾也免不了。

风险提示：数据测算可能存在误差，疫情大规模蔓延，地产融资收紧，财政发力不及预期

内容目录

1. 一季度数据怎么看？	4
2. 全年经济目标能否实现？	8
3. 宏观政策如何对冲？	12
3.1. 央行如何作为？	13
3.1.1. 货币政策还有进一步宽松吗？	13
3.2. 其他政策如何发力？	15
4. 债市怎么看？	16
4.1. 2020 年二季度行情怎么看？	17
4.2. 后续债市怎么看？	19
5. 小结	22

图表目录

图 1：开年经济数据情况	4
图 2：2022 年一季度 GDP 环比增速低于季节性	5
图 3：GDP 与规上工增同比情况	5
图 4：第三产业 GDP 分项（2019）	5
图 5：3 月失业率上行拖累居民收入	6
图 6：居民收入下行影响居民信心	6
图 7：中下游企业利润下滑明显	6
图 8：当前 M1 增速仍然维持在较低水平	7
图 9：3 月制造业投资与生产经营预期下滑	7
图 10：3 月票据融资和企业短贷同比多增而企业中长贷增量有限	7
图 11：地产投资与销售和开发环节增速差加大（当月同比）	8
图 12：疫情演变情况	8
图 13：2020 年第三季度到 2021 年末各地方疫情反复情况	9
图 14：剔除异常值后的各地经济增速对比	9
图 15：3 月以来疫情反复对经济影响（累计确诊 10 例以上）	10
图 16：疫情冲击下的全年经济	11
图 17：历史准备金率变动（%）	14
图 18：当前主要发展中经济体的存款准备金率（%）	14
图 19：稳增长时期需要居民加杠杆予以支持	16
图 20：居民加杠杆带动地产投资回暖	16
图 21：历史上的二季度债市表现	17
图 22：2020 年二季度债市行情	17
图 23：2020 年一季度末国内疫情已经得到有效控制	18
图 24：10 年国债利率与 PMI	19
图 25：10 年国债利率与社融同比	19
图 26：DR007 与 OMO7 天（%）	21

图 27: DR007 与 OMO7 天利率偏离的周平均值 (BP)	21
图 28: 剔除上海的疫情走势拐点出现在 3 月底、4 月初	21
图 29: 上海本地疫情走势似乎也开始出现好转迹象	21
表 1: 2020 年二季度国常会关于稳增长、宽信用的主要内容	19

一季度经济数据出炉，实际 GDP 同比 4.8%，跌破潜在增速下限。3 月疫情冲击导致经济形势急转直下，哪些方面压力最大？全年经济增速如何维持在 5.5% 左右？央行 23 条举措怎么看？降息窗口是否已经关闭？

我们先从一季度经济数据入手。

1. 一季度数据怎么看？

一季度 GDP 同比增速 4.8%，季调环比 1.3%，经济增速跌破潜在增速下限，内外压力下经济压力进一步提升。

观察各项经济指标，3 月工业增加值同比 5.0%，一季度同比 6.5%；3 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资累计同比分别为 9.3%、10.5%、0.7%、15.6%，当月同比分别为 6.6%、11.8%、-2.4%、11.9%；3 月社会消费品零售总额同比 -3.5%，一季度同比 3.3%；3 月城镇调查失业率上行 0.3 个百分点至 5.8%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.6 个百分点至 6.0%。

3 月总体指标较 1-2 月有明显下滑。

图 1：开年经济数据情况

指标名称	指标类型	较前月	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-12	2022-02	2022-03
生产	工业增加值	当月同比	-7.8	7.3	6.3	6.2	6.8	5.8	12.8
	服务业生产指数	当月同比	-6.2	7.7	-	6.7	6.2	5.3	-
投资	固定资产投资	累计同比	-2.9	2.9	1.0	2.7	3.7	3.9	12.2
	基建投资	累计同比	-0.1	3.4	-0.7	3.0	3.3	1.8	8.6
	房地产投资	累计同比	-3.0	7.0	7.6	7.7	8.4	5.7	3.7
	制造业投资	累计同比	-5.3	-2.2	-3.0	-1.5	0.3	5.4	20.9
地产	商品房销售面积	累计同比	-4.2	2.6	11.0	9.9	9.3	2.2	-9.6
	房屋新开工面积	累计同比	-5.3	-1.2	-4.9	-3.4	-4.1	-6.4	-12.2
	房屋施工面积	累计同比	-0.8	3.7	6.9	6.8	6.4	4.4	1.8
	房屋竣工面积	累计同比	-1.7	-4.9	4.0	1.7	0.4	2.8	-9.8
消费	社零	当月同比	-10.2	4.6	3.1	6.3	4.3	3.1	6.7
	餐饮收入	当月同比	-25.3	0.4	-2.0	1.0	0.4	-0.9	8.9
	商品零售	当月同比	-8.6	5.2	3.8	6.9	4.8	3.7	6.5
	汽车以外消费品零售	当月同比	-10.0	4.4	2.8	5.7	4.0	3.7	7.0
	汽车类零售额	当月同比	-11.4	6.4	5.8	10.4	7.7	-0.7	3.9
出口	出口金额	当月同比	-0.6	18.0	23.0	10.2	16.7	19.4	15.3
就业	城镇调查失业	率	0.3	5.2	5.5	5.3	5.1	5.1	5.5
	31大城市城镇调查失业	率	0.6	5.1	5.5	5.3	5.2	5.1	5.4
	16-24岁失业	率	0.7	12.3	13.1	13.6	13.6	14.3	15.3
	25-59岁失业	率	0.4	4.7	5.0	4.8	4.6	4.4	4.8

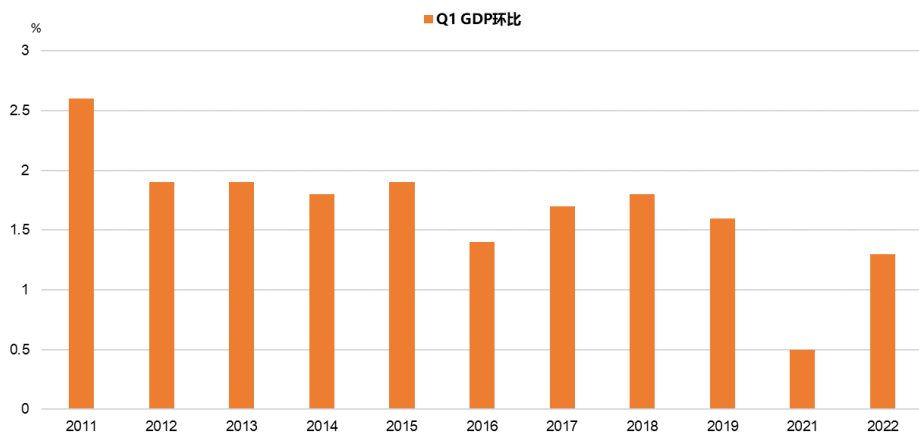
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除失业率外，其他指标的 2021 年数据为两年平均增速。

首先明确今年经济怎么看？一要看潜在增速，二要看环比。同比因为基数原因，今年大概率存在前低后高的形态，看环比能够比较客观反映经济真实状态。

一季度 GDP 低于此前易纲行长所作的潜在增速判断（5-6%），同时一季度 GDP 季调后环比也属于历史中罕见较低的增速，仅高于 2009、2020 和 2021，2021 年还受前一年基数影响，2022 年按照逻辑要与 2011-2019 对比，如果和疫情前十年对比，显然一季度 GDP 是严重低于预期，表现较弱。

图 2：2022 年一季度 GDP 环比增速低于季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于 2020 年受疫情影响环比下滑较多，参考意义不大，此处予以剔除

3 月经济下行，同时拖累一季度 GDP，其中反映了哪些问题？

● 经济压力从结构转向总量

2021 年底中央经济会议确定稳增长政策基调，1-2 月开门红初步实现，其中反映了部分结构性问题。（我们团队前期报告《数据落地、降息落空，债市怎么看？》，20220316）中有相应分析）

但进入 3 月以后，疫情冲击下，除基建投资，其他各项指标增速均有下滑，其中以消费和制造业投资下行幅度最大，经济压力从结构转向总量，内生动能进一步放缓。

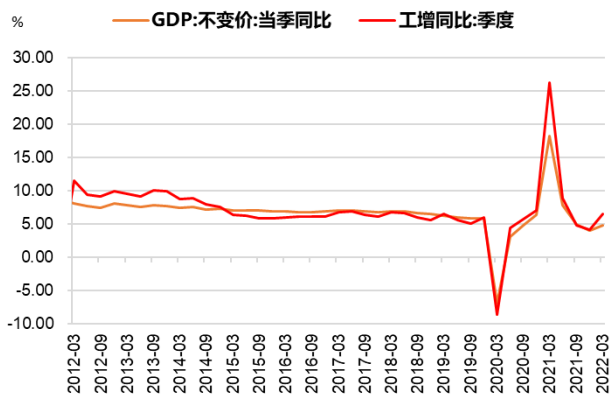
● GDP 与工增背离，小微企业和接触性行业承压

历史角度观察，2015 年以前工增增速略高于 GDP 增速，2015 年以后工增增速略低于 GDP 增速（或基本持平），疫情以后工增增速继续小幅高于 GDP 增速。

但 2022 年一季度工增同比 6.5%，GDP 增速仅 4.8%，两者大幅分化，一方面由于规模以下工业企业承压，另一方面则由于第三产业受疫情冲击更加明显。

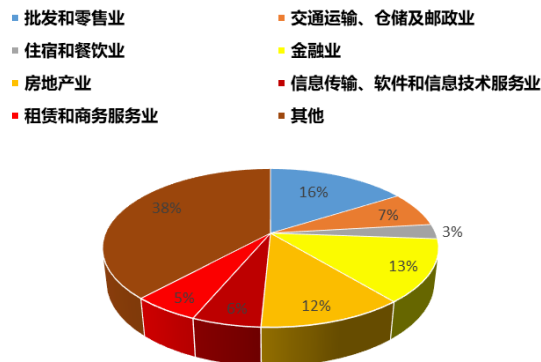
第三产业中，批发和零售业、交通运输、住宿餐饮、房地产业、租赁和商务服务业属于接触性行业，在疫情初期下行幅度最大（参考 2020 年初），占第三产业比重约 43%，加上其他项（居民服务和科教文卫等）后占比达到 80%以上，直接拖累经济增长。

图 3：GDP 与规上工增同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：第三产业 GDP 分项（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

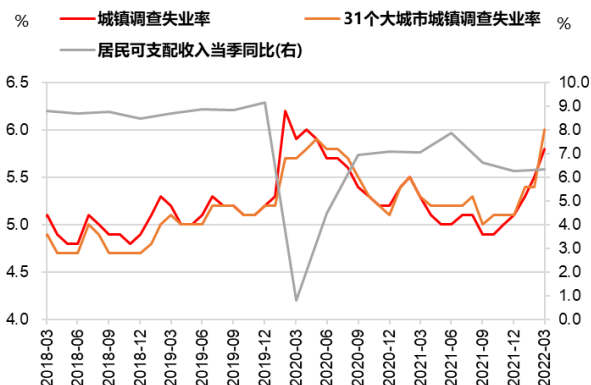
● 就业压力超过 2020 年，居民收入增长乏力

3 月失业率反季节性上行，31 个城市城镇调查失业率达到 2018 年以来新高，超过 2020

年疫情高峰，衰退已成事实。城镇调查失业率上行 0.3 个百分点至 5.8%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.6 个百分点至 6.0%。其中青年失业率上升更明显，16-24 岁人口失业率上行 0.7 个百分点至 16.0%，25-59 岁人口失业率上行 0.4 个百分点至 5.2%。

就业最直观的影响是居民收入，一季度全国居民可支配收入同比仅 6.3%，恢复仍然缓慢，对居民收入预期也有一定影响。

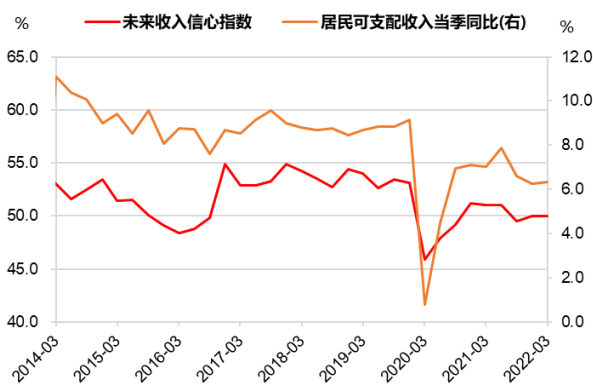
图 5：3 月失业率上行拖累居民收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021 年收入数据是两年平均增速

图 6：居民收入下行影响居民信心



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：其中未来收入信心指数调查是在 2 月进行¹，因此没有展现出下滑趋势

● 企业经营压力进一步上升

从企业层面来看，一方面原材料价格持续上行影响中下游企业利润，另一方面疫情进一步冲击企业收入和预期。企业现金流压力增大，投资意愿下行，直观体现是信贷结构不佳，票据融资和短期贷款同比多增，中长期贷款增幅有限，M1 增速仍然维持在较低水平。

图 7：中下游企业利润下滑明显

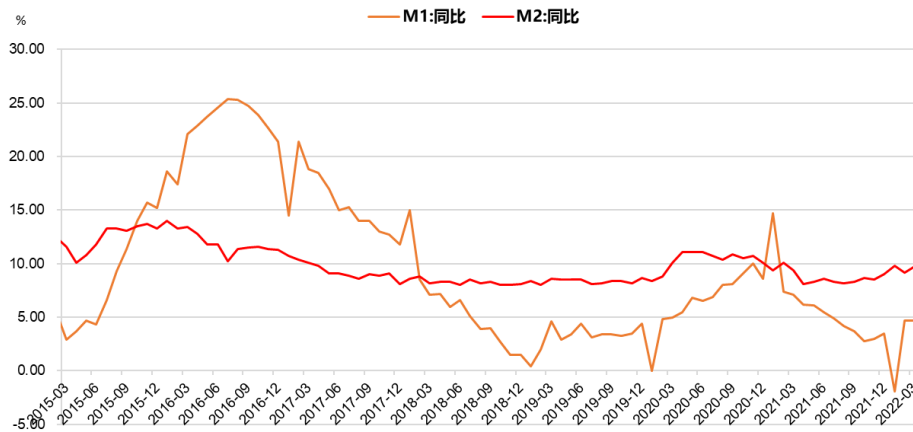
累计同比	行业	2020/12	2021/02	2021/11	2021/12	2022/02	2022/02-2021/12	2022/02-2021/02
采矿业	煤炭开采和洗选业	(21.10)	28.68	56.07	57.07	155.30	98.23	126.82
采矿业	石油和天然气开采业	(83.20)	(6.09)	5.93	7.25	156.70	149.45	162.79
采矿业	黑色金属矿采选业	74.90	134.82	76.28	93.24	15.50	77.74	(113.32)
采矿业	有色金属矿采选业	14.70	28.10	29.41	28.74	49.00	20.26	20.90
采矿业	非金属矿采选业	4.20	11.79	9.57	13.35	30.50	17.15	18.71
上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	(26.50)	—	65.16	54.37	(39.60)	93.97	—
上游	化学原料及化学制品制造业	20.90	41.80	49.40	50.68	27.30	23.38	(14.80)
上游	化学纤维制造业	(15.10)	41.76	54.00	45.45	(32.70)	78.15	(74.86)
上游	橡胶和塑料制品业	24.40	37.17	9.73	9.91	(31.80)	41.71	(68.97)
上游	非金属矿物制品业	2.70	8.54	8.17	8.34	5.20	3.14	(3.34)
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	(7.50)	56.01	35.67	27.41	(56.50)	83.91	(113.51)
上游	有色金属冶炼及压延加工业	20.30	114.38	65.87	61.16	63.80	2.64	(50.68)
中游	金属制品业	4.10	20.05	17.21	15.75	(0.60)	16.35	(20.65)
中游	通用设备制造业	13.00	25.73	11.80	10.63	(15.70)	26.33	(41.83)
中游	专用设备制造业	24.40	49.68	16.32	17.08	4.00	13.08	(45.68)
中游	汽车制造业	4.00	131.44	1.76	2.94	(9.90)	12.84	(141.34)
中游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	(1.50)	22.55	6.03	(8.98)	(34.70)	25.72	(57.25)
中游	电气机械及器材制造业	6.00	29.92	9.90	9.06	5.70	3.36	(24.22)
中游	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.20	179.09	22.55	27.59	(7.30)	34.89	(186.39)
中游	仪器仪表制造业	11.60	44.06	12.85	11.30	(14.90)	26.20	(58.96)
中游	其他制造业	(7.40)	19.67	5.64	7.20	29.20	22.00	9.53
中游	废弃资源综合利用业	(5.20)	15.36	11.54	17.12	42.10	24.98	26.74
下游	农副食品加工业	5.90	22.07	0.53	(1.94)	(29.40)	27.46	(51.47)
下游	食品制造业	6.40	5.82	2.08	3.10	12.30	9.20	6.48
下游	酒、饮料和精制茶制造业	8.90	13.86	12.99	16.25	32.50	16.25	18.84
下游	烟草制品业	25.40	29.28	17.74	13.81	9.10	4.71	(20.88)
下游	纺织业	7.90	(0.65)	6.04	5.98	13.10	7.12	13.25
下游	纺织服装、服饰业	(21.30)	(9.04)	(5.57)	(5.11)	5.00	10.11	14.94
下游	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	(20.70)	(9.99)	(11.00)	(10.28)	(2.70)	7.58	7.29
下游	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	(8.80)	(5.21)	(1.59)	1.56	1.60	0.04	6.81
下游	家具制造业	(11.10)	0.44	(4.23)	(5.29)	(15.20)	19.91	(15.64)
下游	造纸及纸制品业	21.20	48.25	14.60	13.83	(57.70)	17.53	(106.95)
下游	印刷业和记录媒介的复制	(5.70)	3.49	(4.16)	(3.09)	(11.20)	13.11	(14.59)
下游	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	(9.20)	(2.99)	1.02	4.04	10.50	16.46	13.49
下游	医药制造业	12.80	31.95	38.25	41.66	(17.60)	59.26	(49.55)
电热力	电力、热力的生产和供应业	3.40	7.99	(20.17)	(33.40)	(49.10)	15.70	(57.39)
电热力	燃气生产和供应业	7.70	17.28	12.72	12.92	(32.00)	44.92	(43.28)
电热力	水的生产和供应业	16.50	21.21	10.93	10.50	(25.70)	36.20	(46.91)

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021 年数据为两年平均增速

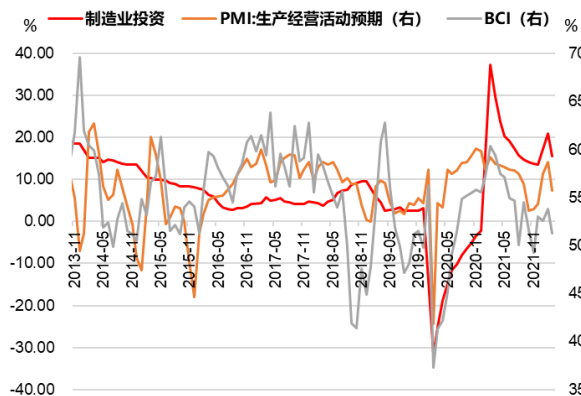
¹ <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116229/2839584/index.html>。

图 8：当前 M1 增速仍然维持在较低水平



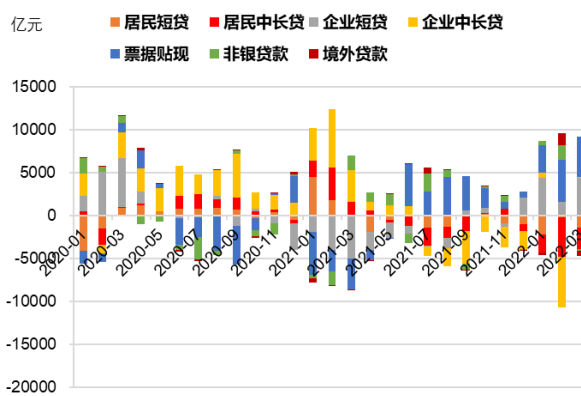
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：3 月制造业投资与生产经营预期下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：3 月票据融资和企业短贷同比多增而企业中长贷增量有限



资料来源：Wind，天风证券研究所

● 房地产仍然是大问题

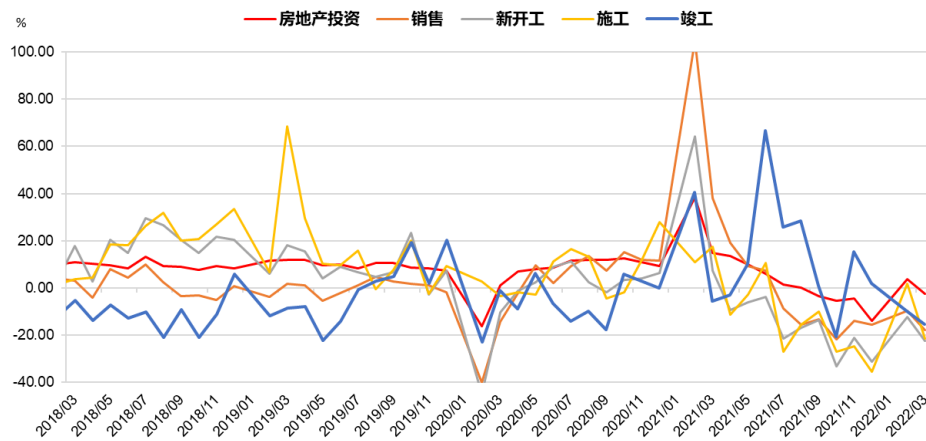
3 月地产投资当月同比下滑至负增长区间，销售和地产开发各环节均有不同程度回落。

投资与销售和开发环节增速差增大，主要源于政府投资，其一是保障房投资，其二是办公楼等计入房地产的部分，也侧面反映了商业地产更加低迷。根据国家统计局口径²，地产投资分为住宅、办公楼、商业营业用房、其他四大类，其中职工家属宿舍、学生宿舍等计入住宅，事业单位、机关、学校、医院等办公用房计入办公楼，中小学教学用房、图书馆、幼儿园、体育馆等计入其他类。

内因看地产，一方面占比高、波动大、牵涉行业广泛，对经济贡献显著；另一方面地产与信用周期息息相关，直接影响全社会杠杆。

² http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjzd/qitjzd/202103/t20210316_1814939.html。

图 11：地产投资与销售和开发环节增速差加大（当月同比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

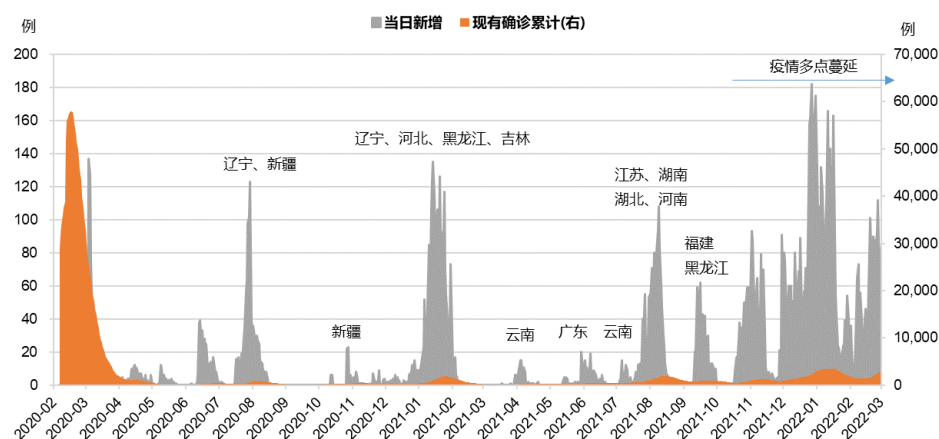
从一季度数据观察，疫情打破了经济复苏轨迹。那么，本轮疫情对经济冲击有多大？全年还能否实现 5.5% 的经济增速目标？

2. 全年经济目标能否实现？

首先看疫情冲击对经济影响有多大？

从历史出发，我们参考 2020 年下半年以来疫情反复相对严重的城市，对比疫情对经济的影响状况。

图 12：疫情演变情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

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_40546

