

周度经济观察

——经济下行压力犹存，债市调整风险可控

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年4月19日

内容提要

3月经济数据的全面下滑，清晰地反映了疫情反复、房地产流动性压力增加对总需求的冲击。在稳增长政策进展缓慢、疫情防控政策调整需要时间、房地产流动性压力难以彻底缓解的背景下，二季度宏观经济减速的过程或将持续。

央行降准低于预期推动债券市场各期限利率上行。不过宏观经济的减速、以及房地产流动性压力的扩散将使得收益率系统性上行的风险有限，债券市场在经历短暂上行后有望重回下行通道。

3月美国CPI同比破“8”，这将刺激二季度美联储货币政策的加速收紧，利率的抬升也将对纳斯达克指数形成持续冲击。欧元区近期经济数据的走弱值得密切关注。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

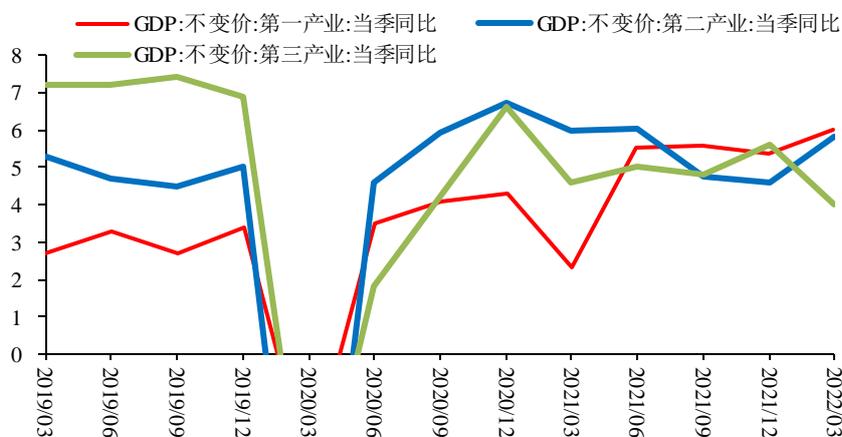
一、经济的减速在二季度或将延续

2022 年一季度国内 GDP 单季实际同比 4.8%，较去年四季度 5.2% 的两年复合同比回落 0.4 个百分点；单季名义同比 8.9%，较去年四季度 8.2% 的两年复合同比上升 0.7 个百分点，实际经济增速出现回落。

从生产法数据来看，2022 年一季度经济下滑的主要拖累来自服务业，这与三月国内疫情加速扩散、社交隔离措施趋严有关，同期第一和第二产业均出现回升。

考虑到疫情对服务业的冲击仍在延续，房地产领域的减速还在进行，而稳增长政策的效果总体有限，二季度国内宏观经济或许将持续回落。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比

1、工业增速的回落在途中

2022 年一季度规模以上企业工业增加值当月同比增速 6.5%，较去年四季度两年复合增速大幅抬升 1 个百分点。

月度层面，2022 年 3 月工业当月同比增速为 5.0%，较 1-2 月大幅回落 2.5 个

百分点。从已经公布的行业数据看，煤炭开采、有色、黑色和非金属矿物制品等上游行业普遍走强。而电气机械及器材、医药、农副食品加工等下游行业表现偏弱。

物量数据的表现类似，粗钢、水泥、原煤、焦炭、铁矿石产量均出现上升。

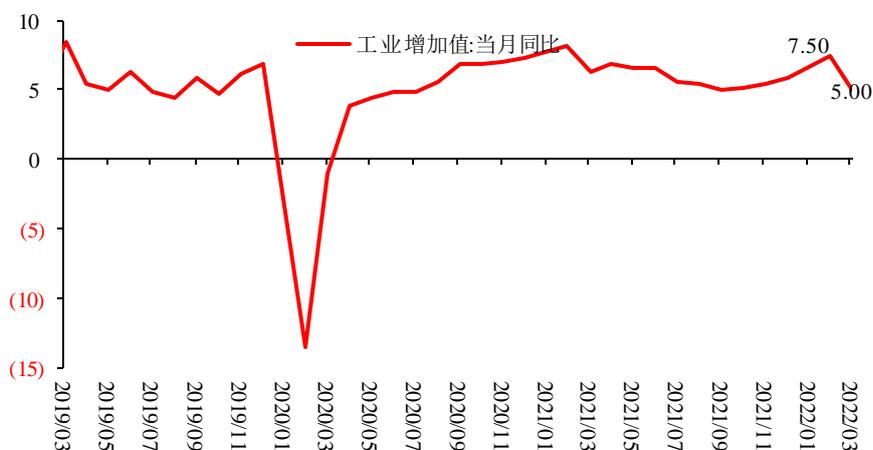
价格层面，3月PPI环比增速回升，反映出俄乌战争对全球大宗商品价格的影响巨大，高企的大宗商品价格也在刺激企业加快生产。同期中下游的PPI价格指数表现平稳。

从量价、结构数据来看，尽管高企的大宗商品价格在刺激企业加快生产，但总体而言偏弱的终端需求压制了经济的产出。

对应到支出端，3月社交隔离措施的收紧对居民消费和企业投资活动形成了显著冲击，房地产流行性压力扩散下企业开工、投资加速下行，同期基建投资的上行难以完全对冲其他领域减速的压力，最终经济呈现出大幅下滑的态势。

往后看，4月疫情对消费、服务业的影响将持续，房地产政策终端需求政策的放松传导到地产投资的企稳需要时间，基建投资高增长有望持续，宏观经济的减速在4月甚至二季度可能会延续。

图2: 工业增加值当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

2021 年为两年复合同比

2、地产投资尚未见底

2022 年一季度固定资产投资增速 9.3%，较去年四季度抬升 2.3 个百分点。3 月受房地产和制造业投资下滑的影响，固定资产投资当月同比增速 6.7%，较 1-2 月下行 5.5 个百分点。

3 月基建投资（含电力）当月同比增速为 11.8%，较 1-2 月大幅上行 3.2 个百分点。基建投资的上行显示出稳增长政策在发挥作用，这与广义财政支出扩张、地方债发行加速形成验证。考虑到基建项目的前置、以及资金来源的扩充，二季度基建投资有望维持在较高水平。

3 月制造业投资当月同比增速为 11.9%，较 1-2 月回落 9 个百分点。

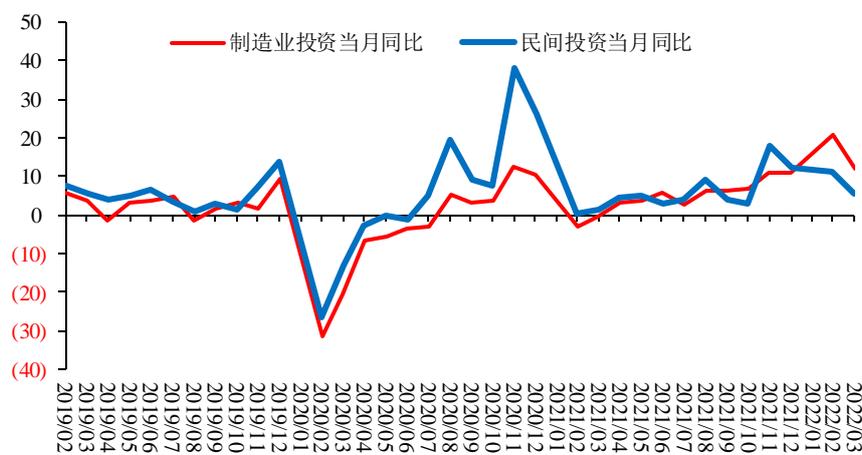
根据已经公布的数据，3 月化学原料和汽车制造大致持平，其余分项均有不同幅度的回落。

1-2 月制造业投资的高增长与基数效应有关，同时可能也受到企业补库存的影响。随着基数效应的消退，以及疫情对补库存行为的中断，3 月制造业投资活动

出现明显减速，这一减速也与企业投资意愿回落、中长期贷款偏弱形成验证。

尽管当前商业银行在增加对企业的信贷供应，政策也在通过减税降费降低企业成本，但疫情的反复无疑会影响企业对未来的预期，同时出口的减速也会对相关企业的投资形成拖累。总体而言，未来制造业投资将在个位数的水平波动。

图3：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券

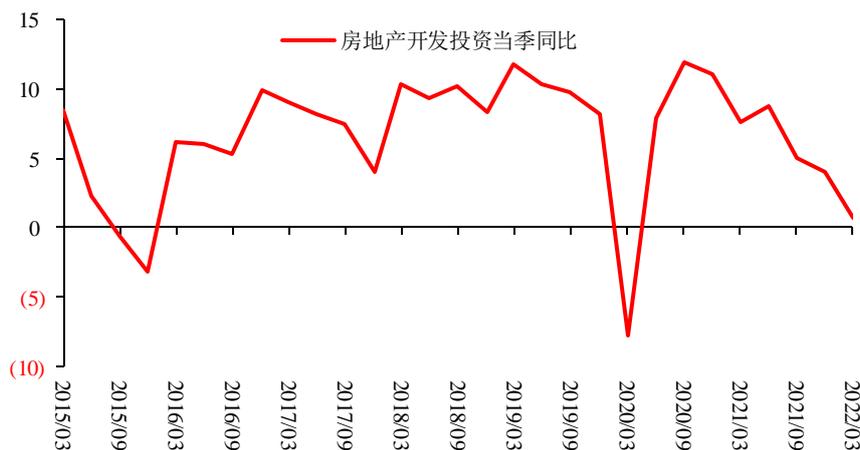
2021年为两年复合同比

3月房地产投资当月同比增速-2.4%，较1-2月大幅下滑6.1个百分点。与此同时，地产销售和新开工面积增速分别下滑4.2、10个百分点，房地产市场数据持续恶化。

尽管房地产行业融资环境在放松，但全行业的流动性压力仍然没有显著改善，甚至部分资质偏弱的国企也受到波及。在流动性问题没有彻底解决前，居民部门的担忧难以缓解，房地产销售的回升动能有限。从中央政策、地方政府行为模式、融资环境和居民行为四方面来看，房地产行业销售企稳仍需等待。

考虑到商品房销售的企稳到民营房企流动性问题的普遍缓解需要传导时间，而流动性问题缓解后民营房地产企业是否有进一步拿地投资的意愿尚且存疑，因此二季度房地产投资下滑的压力犹存。

图4：房地产开发投资当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

3、疫情或将拖累上半年消费

2022年一季度社会消费品零售名义同比增速1.6%，较去年四季度回落2.5个百分点，实际增速-0.6%，较去年四季度回落3.5个百分点。

受疫情扩散的影响，3月社会消费品零售同比增速-3.5%，较上月大幅下滑10.2个百分点。

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回落。除了粮食、饮料、药品这些必选消费外，其余消费品类均出现回落。服装、化妆品、金银珠宝、家电这类可选消费品类下滑幅度尤其明显。

疫情对消费的影响主要是通过推升居民储蓄倾向来实现的，一季度在居民收入增速平稳的背景下，预防性储蓄大幅抬升，最终压制了消费的表现。

考虑到 4 月份全国疫情防控政策仍然偏严，预防性储蓄或将居高不下，这将使得 4 月社会消费品零售将持续表现较弱。未来随着疫情防控政策边际放松以及居民恐慌情绪的减弱，消费数据在中期有望回升，但回升的幅度将比较温和。

图5：居民部门预防性储蓄，%



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，考虑到 1-2 月份的经济数据存在误差，3 月的经济数据更清晰地反映了疫情反复、房地产流动性压力对总需求的冲击。在稳增长政策进展缓慢、疫情防控政策调整需要时间，房地产流动性压力趋增的背景下，二季度宏观经济减速的过程或将持续。

二、外部因素将推动央行转向结构性货币政策

2022 年 4 月 15 日，央行定于 4 月 25 日下调存款准备金率 0.25 个百分点。

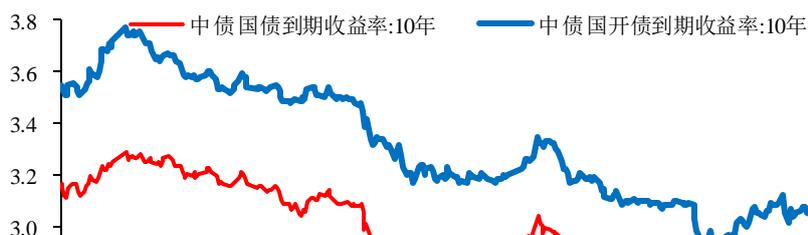
本次央行降准的幅度低于市场预期，这背后主要反映了中美利差收窄、外资流出压力激增对央行货币政策的牵制。从这个角度来看，5 月、6 月美联储加息的节奏加快，以及缩表的启动可能会使得央行更多转向结构性货币政策。

货币政策低于预期推动债券市场各期限利率上行，此前社融数据的超预期也对市场情绪形成扰动。

但从过去两年的情况来看，在宏观经济减速的过程中，债券市场收益率整体呈现出中枢下行的表现。对二季度而言，如果宏观经济减速的趋势延续，房地产流动性危机难以彻底解除，那么债券市场收益率系统性抬升的风险可能不大，收益率在经历短暂上行后有望重回下行通道。

近期权益市场的表现总体偏弱，金融和周期板块相对较强，在盈利总体下滑的过程中，市场更多关注稳增长政策发力的情况以及全球通胀的走向。考虑到全球定价的商品受到供应的冲击更大，其价格的弹性更高，盈利的表现有望占优。此外，基建的发力当前仍在继续，其对相关行业盈利的影响有望维持。而对权益市场总体而言，在流动性难有大规模放松，经济减速压力趋增的背景下，权益市场可能仍然存在回落的风险。

图6: 10年期国债和国开债收益率, %



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_40559

