



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

坚定目标，政策齐发

——2022年4月宏观经济月报

日期：2022年05月05日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《稳增长压力上升，政策需更积极出台》
——2022年04月06日
- 《通胀拐点确认 股债酝酿双升》
——2021年07月02日
- 《通胀拐点将至 股债或临双升》
——2021年06月01日

■ 主要观点

4月政治局会议：新挑战，稳增长更进一步

会议认为由于疫情以及乌克兰危机的影响，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战。因此新形势下，对于稳增长的要求进一步提高，并针对相应的问题提出了相应的政策措施。

宏观政策方面要求要进一步加大宏观政策调节力度，努力实现全年经济社会发展预期目标，也就意味着仍要向5.5%的目标努力。对于已经确定的政策要加快落实，无论是退税减税降费还是已有的货币政策工具。并且对增量政策工具要抓紧谋划，说明未来的政策调控仍有空间，仍可期待。在扩大内需方面，特别强调要全面加强基础设施建设，体现了基建作为稳增长抓手的重要地位。

稳就业要通过稳市场主体来实现。稳物价主要针对能源实施保供稳价。对于房地产政策，坚持在“房住不炒”的背景下，因城施政，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，防范化解房地产风险，房地产政策面持续改善。同时还提到了资本市场与平台经济，释放了维稳的信号。

坚定目标，政策齐发

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而受疫情影响地区在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了2020年的武汉疫情，也无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。本月以来，各项重磅会议召开，政策齐发，降准落地。我们认为经济未来增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。在当前的政策力度下，增量政策仍然可期。降准已到来，通过降低金融机构资金成本，促进降低社会融资成本，资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。未来货币政策直达实体的工具力度或加大，在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息或也将提速。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 经济运行数据分析	3
1.1 海内外疫情形势改变，进口承压	3
1.2 疫情冲击显著，基建独力支撑	3
1.3 短期物价高位态势难变	4
1.4 信贷和社融增长回升至平衡状态	4
2 经济政策与重大事件分析	4
2.1 央行决定下调金融机构存款准备金率	4
2.2 央行 23 条：加大支持实体经济力度	5
2.3 央行下调金融机构外汇存款准备金率	6
2.4 国务院常务会议：落实政府工作报告安排	6
2.5 中央政治局会议：新挑战，稳增长更进一步	7
3 经济走势和政策预测	9
3.1 疫情“倒春寒”，稳增长压力上升	9
3.2 坚定目标，政策齐发	10
4 风险提示：	13

图

图 1 存款准备金率 (%)	5
图 2 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元 / 年度）	10
图 3 社会消费品零售总额月度同比 (%)	12
图 4 固定资产投资累计同比 (%)	12
图 5 进口总值与出口总值的月度同比 (%)	12
图 6 工业增加值月度同比 (%)	12
图 7 CPI&PPI 月度同比 (%)	12
图 8 货币供应量增长月度变动 (%)	12
图 9 储蓄存款余额与贷款余额的月度变化 (%)	13
图 10 美元兑人民币期末汇率走势	13
图 11 银行间同业拆借、回购加权平均利率 (%)	13
图 12 央行公开市场操作货币投放与回笼 (亿元)	13
图 13 全部原材料价格变动 (同比: %)	13
图 14 PMI 订单及库存 (%)	13

表

表 1 2022 年 4 月国务院工作会议	7
表 2 政治局会议对比	8
表 3 政策发力方向	11

1 经济运行数据分析

1.1 海内外疫情形势改变，进口承压

本期外贸表现分化。与1-2月相比，出口维持强韧，进口大幅下跌转负，贸易顺差收窄，但高于历史同期。中外疫情形势有所改变，从新增病例来看，主要发达国家已度过奥密克戎冲击的高峰，且相继开放解封。而国内3月以来多地疫情反扑，防控措施不断升级，对企业的生产需求均造成了冲击。海外需求仍然较强，支撑出口。进口下滑较多，或与国内疫情冲击有关，需求下降，进口报关受到影响。主要原材料大宗商品进口增速均有不同程度下滑。海内外疫情形势年和前2年相比有所改变，疫情对外贸发展影响由正变负，导致高光时刻消退。另外海外大宗商品价格高位带来贸易条件恶化，高顺差局面逐渐消退。

1.2 疫情冲击显著，基建独力支撑

3月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，比1-2月份回落2.5个百分点。3月全国多地疫情反扑，防控措施不断升级，打断了传统的生产旺季，工业生产明显减速，与去年9月限电限产背景下工业生产两年平均增速相当。

1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）104872亿元，同比增长9.3%，较1-2月下滑2.9个百分点。分项来看，基建投资继续加快，与建筑业尤其土木工程业的高景气度相吻合。基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。制造业受疫情冲击显著，制造业投资也较上月出现明显下滑。高技术制造业投资虽有下滑，但仍然保持了30%以上的高增速。在创新驱动发展战略的实施下，政策加大企业创新激励力度，对创新企业实施税收优惠和研发费用加计扣除，待疫情平稳之后，高技术制造业投资也将实现更快的恢复。房地产投资仍在下滑。疫情形势下无疑进一步恶化地产现状，尤其对销售的冲击显著。地产政策面在边际好转，近期部分地区房地产政策出现调整，体现了“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的要求，但突如其来的疫情也增加了地产投资探底的时间。待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

3月份，社会消费品零售总额34233亿元，同比下降3.5%，由正转负。疫情对于消费的冲击影响最大。从消费类型来看，除中西药品消费受到疫情提振外，其余消费均出现了下滑甚至负增。而餐饮收入等接触型消费较商品消费下滑更多。

受当期疫情影响，中国经济各项指标均出现较大回落。一季度 GDP 同比增长 4.8%，离全年 5.5% 的增长目标仍有差距。鉴于去年同期仍处经济恢复期，基数较低，以及 4 月疫情冲击延续的情况，未来经济各项指标仍将延续回落局面。值得关注的下，基建投资的逆势回升，成为本期数据的唯一亮点。今年以来各地推进重大项目开工建设配合专项债以及积极财政支出，有利地支撑了基建投资的增长，也将成为今年稳增长的重要抓手。

1.3 短期物价高位态势难变

3 月 CPI 环比走平，并没有呈现季节性下跌，表明疫情供给冲击影响了物价运行固有态势。地缘政治因素导致工业消费品涨价持续，叠加疫情因素对食品的影响也有所体现，CPI 上涨加快，但核心 CPI 维持平稳。而 PPI 虽然延续回落趋势，但主要受到基数抬升的影响，环比再度上升，表明能源冲击下的影响扩大。尽管经济短期比较低迷，需求较弱，但受俄乌冲突带来的大宗普遍性上涨的影响，短期物价高位态势难变，通胀压力上升。

1.4 信贷和社融增长回升至平衡状态

由于中国货币体系已转向内生结构，因此我们一直认为，经济延续底部徘徊时期，信贷、货币增速的平稳趋势不变。货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

3 月份信贷新增和社融增长回升后，中国流动性环境趋向平稳。中国流动性环境的平稳局面，是由中国经济运行的平稳局面决定的。由于 2022 年首季中国经济表现较好，经济系统对持续 2 年的疫情影响，已逐渐适应；在宏观调控政策引导财政激励和投资尽早发力的推动下，各地建设项目普遍早落地。在经济“开门红”推动下，信贷有效需求回升。2022 年，发挥资本市场融资功能的成效已然呈现，社融增速下降局面得以扭转，虽然信贷增速还不及社融增速，宽信用格局还未形成，但流动性环境平稳偏松局面已形成。

2 经济政策与重大事件分析

2.1 央行决定下调金融机构存款准备金率

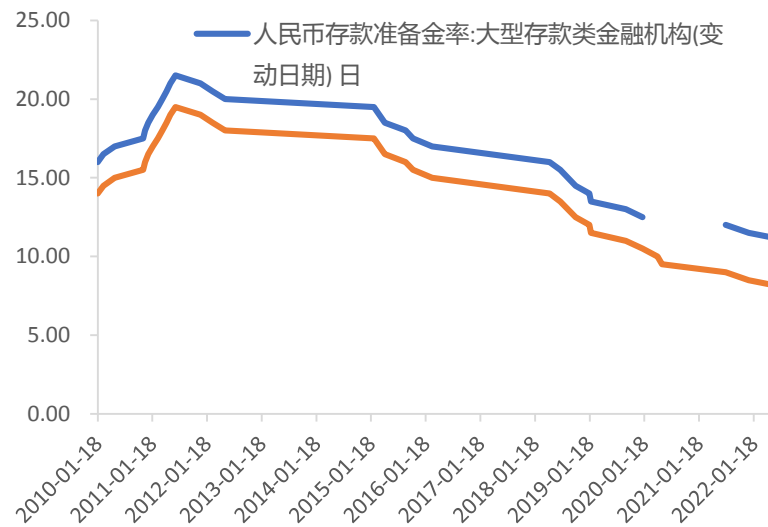
4 月 15 日，中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的

金融机构)。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。

此次降准为全面降准基础上，核外叠加优惠措施的降准。大型金融机构存款准备金率的下降，在金融机构本身存在较高拨备和超储水平的情况下，将对货币市场的流动性产生宽松方向的显著影响。货币市场流动性的宽松，将降低货币市场利率，从而为后续公开市场操作中降低利率，创造条件。

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。虽然短期面临大宗商品高位延续和海外通胀上行局面，但世界经济分化格局下，中外宏观调控政策也将呈现分歧化发展倾向。我们原先认为，受当期物价预期影响，“双降”或延后，但在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生。

图 1 存款准备金率 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

2.2 央行 23 条：加大支持实体经济力度

4 月 18 日，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措。

23 条措施明确了未来央行政策的方向，宗旨是要发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持。具体措施方面，总量政策主要通过降准以及央行向

中央财政上缴的结存利润。截至4月中旬已上缴6000亿元，相当于全面降准0.25个百分点基本，结合已全面降准的0.25个百分点，与以往的降准力度相当，共投放长期资金1.1万亿，央行还将继续上缴剩余的5000亿元结存利润，保证了流动性的合理充裕，带动市场利率以及企业贷款利率均有下行。结构性政策方面，将加大再贷款等结构性货币政策工具的支持力度，用好支农支小再贷款和两项减碳工具，加快1000亿再贷款投放交通物流领域，创设2000亿元科技创新再贷款和400亿元普惠养老再贷款，预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元。

另外央行明确要合理购买地方债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。对地方债的发行以及城投平台的融资予以支持，有助于进一步推动基建投资的加快。对于房地产方面，强调因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。房地产政策面持续回暖，地产投资有望逐步企稳。

2.3 央行下调金融机构外汇存款准备金率

4月25日，中国人民银行决定，自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

近期人民币走势出现快速贬值，一改此前升值的趋势。央行此时宣布下调外汇存款准备金率，增加外汇供给，平抑市场波动，对冲人民币单边贬值压力。以往在人民币汇率波动较大之时，央行都会采取一定的调控措施，包括采用逆周期因子、收紧离岸人民币流动性、调整外汇存款准备金率、调整远期售汇风险准备金等等措施，使人民币汇率双向波动，在合理均衡水平保持稳定。

我们始终认为，人民币国际化实际上是中国经济进步和国际化发展的反应。伴随经济发展而来的国际化，自然会带来人民币汇率走势独立性的要求。单纯从市场运行角度，任何一国货币国际化的过程中，货币汇率长期运行趋势必然呈现为稳中偏升。即使海内外疫情形势差异消除，世界经济重心向中国转移趋势不变，中国经济在全球经济中地位的提升，决定了人民币汇率稳中偏升的中长期走势。

2.4 国务院常务会议：落实政府工作报告安排

4月份国务院召开了4次常务会议，落实政府工作报告中重要工作安排。

表 1 2022 年 4 月国务院工作会议

召开时间	主要内容
4 月 6 日	部署适时运用货币政策工具
4 月 13 日	部署促进消费的政策举措，进一步加大出口退税等政策支持力度，加大金融支持实体经济的措施
4 月 20 日	进一步抓好春季农业生产的措施，确定能源保供增供举措
4 月 27 日	加大稳岗促就业政策力度

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

本月的国务院常务会议围绕稳增长、促消费、稳就业展开。疫情冲击之下，国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。国内疫情多发，市场主体困难加大，经济循环受阻，新的下行压力进一步加大。为此，政府积极出台措施，助企纾困，通过稳市场主体来保就业，加大稳健的货币政策实施力度，适时运用降准等货币政策工具，配合结构性政策支持，加大金融对实体经济的支持力度，向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本。

2.5 中央政治局会议：新挑战，稳增长更进一步

中共中央政治局 4 月 29 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。

对于经济形势判断，会议认为由于疫情以及乌克兰危机的影响，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战。因此新形势下，相较于去年 12 月的政治局会议，对于稳增长的要求进一步提高，并针对相应的问题提出了相应的政策措施。

首先宏观政策方面要求要进一步加大宏观政策调节力度，努力实现全年经济社会发展预期目标，也就意味着仍要向 5.5% 的目标努力。对于已经确定的政策要加快落实，无论是退税减税降费还是已有的货币政策工具。并且对增量政策工具要抓紧谋划，说明未来的政策调控仍有空间，仍可期待。在扩大内需方面，特别强调要全面加强基础设施建设，体现了基建作为稳增长抓手的重要地位。在疫情冲击下，各项数据纷纷下滑，而基建一枝独秀，起到了托底经济的重要作用。

对于稳就业、稳物价方面的问题，稳就业要通过稳市场主体来实现，对于受疫情冲击的企业要纾困帮扶，稳物价主要针对能源实施保供稳价。而针对受疫情影响阻塞的交通物流，也提到了要保证产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。

对于房地产政策，坚持在“房住不炒”的背景下，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，防

范化解房地产风险，房地产政策面持续改善。同时还提到了资本市场与平台经济，释放了维稳的信号。

总体而言，由于疫情冲击以及外部环境变化，经济下行压力加大，本次政治局会议与此前一系列会议释放的信号一致，就是要稳增长政策进一步的发力，无论是财政政策、还是货币政策，现有的政策加快落地，还是后续政策仍有空间。

表 2 政治局会议对比

时间 内容	2022 年 4 月政治局会议	2021 年 12 月政治局会议
成绩	面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，我国经济运行总体实现 平稳开局	实现“十四五”良好开局。我国经济发展保持全球领先地位，国家战略科技力量加快发展，产业链韧性和优势得到提升，改革开放向纵深推进，民生保障有力有效，生态文明建设持续推进。
经济形势判断	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升， 稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战	
总体要求	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全	明年经济工作要稳字当头、稳中求进
宏观政策	加大宏观政策调节力度 ，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间	宏观政策要 稳健有效 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
财政政策	要加快落实已经确定的政策，实施好 退税减税降费 等政策。 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	积极的财政政策要提升效能，更加注重 精准、可持续
货币政策	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕

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_41162

