



Research and
Development Center

迎难而上

——2022 年中期宏观展望

2022 年 5 月 9 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理

邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

迎难而上——2022 年中期宏观展望

2022 年 5 月 9 日

- **当前经济形势: 二季度经济仍有下行压力。**一季度的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标, 制造业投资有所下滑, 基数掩盖了制造业投资的部分增长; 地产调控政策放松没有扭转房地产投资增速转弱的事实; 基建表现亮眼, 支撑一季度投资增长。消费方面, 疫情意外反弹, 社零当月同比增速再次急转直下。失业率突破 5.5% 的红线, 保就业压力加大。我们认为二季度经济稳增长的压力仍然较大, 一是疫情仍处于高位运行, 二是二季度基数明显垫高。
- **增量政策猜想: 助力经济向目标靠拢。**我们认为在“抓紧谋划增量政策工具”的要求下, 后续基建很有可能继续成为增量政策的一个落脚点。第一, 在经济面临下行压力时, 专项债发行前置表明财政预算要大力支持经济稳增长的决心。第二, 专项债前置后劲不足需要额外手段熨平经济波动。第三, 在经济下行压力时, 相比于消费和出口, 基建投资是为数不多、可快速见效的重要抓手。因此, 我们推测增量工具将以基建投资为主要抓手。此轮经济背景与 1998 年时的超预期负面影响有相似之处, 借鉴 1998 年亚洲金融危机时中央的政策调整, 我们预计增量政策可能是财政部增发国债支持基建投资。若增发国债, 大概率在下半年实施, 搭配同等数额银行贷款后, 预计增加基建资金总规模不会少于 2 万亿元。
- **货币政策展望: 宽信用成为主要发力方向。**中美利差倒挂压缩央行再降息空间。历史上的美联储加息期, 中国央行从未降低政策利率, 日前中美利差发生倒挂, 央行若再降息, 或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期形成。近期人民币出现了快速贬值迹象, 主要系包括中美利差、资本流动、出口支撑、疫情防控领先在内的一系列因素同时扭转。在汇率贬值压力下, 央行再降政策利率的空间已经很小。准备金率、拨备覆盖率、存款利率上限三降, LPR 存在下调空间。
- **市场走势展望: 价值跑赢成长的风格延续。**加息周期内, 美股可能维持正收益, 但美债无一例外走熊。中长期来看, 通胀预期和加息预期已较为充分, 未来趋于降温, 但政策利率的抬升和缩表将继续对长端利率形成支撑, 下半年 10 年期美债利率或维持高位震荡。对于国内市场而言, 中债表现受国内基本面的影响更大, 上半年预计位于 2.8-3.0% 区间, 下半年稳增长政策生效, 宽信用加强向实体经济传导, 债市收益率易升难降。我们此前多次重申, 在外有美联储持续加息、内有宽信用逐渐落地的背景下, A 股将延续价值跑赢成长的风格, 时至今日观点不变。
- **风险因素: 疫情演化超预期, 货币政策超预期。**

目录

一、当前经济形势：二季度经济仍有下行压力	4
1.1 一季度投资增速还有基建支撑	4
1.2 新一轮疫情严重拖累消费走势	6
1.3 二季度经济仍面临较大的压力	7
二、增量政策猜想：助力经济向全年目标奋进	9
2.1 经济稳增长面临新挑战，财政政策亟需发力	9
2.2 以史为鉴，增量政策可能是发行基建专项债	10
2.3 若增发基建专项国债，时间大概率落在下半年	13
三、货币政策展望：宽信用成为主要发力方向	16
3.1 中美利差倒挂和汇率贬值约束央行再降息	16
3.2 预计 LPR 仍有下调空间	20
四、市场走势展望：价值跑赢成长的风格延续	21
4.1 美债走熊，中债收益率易升难降	21
4.2 A 股：价值跑赢成长的风格延续	22
风险因素	23

图目录

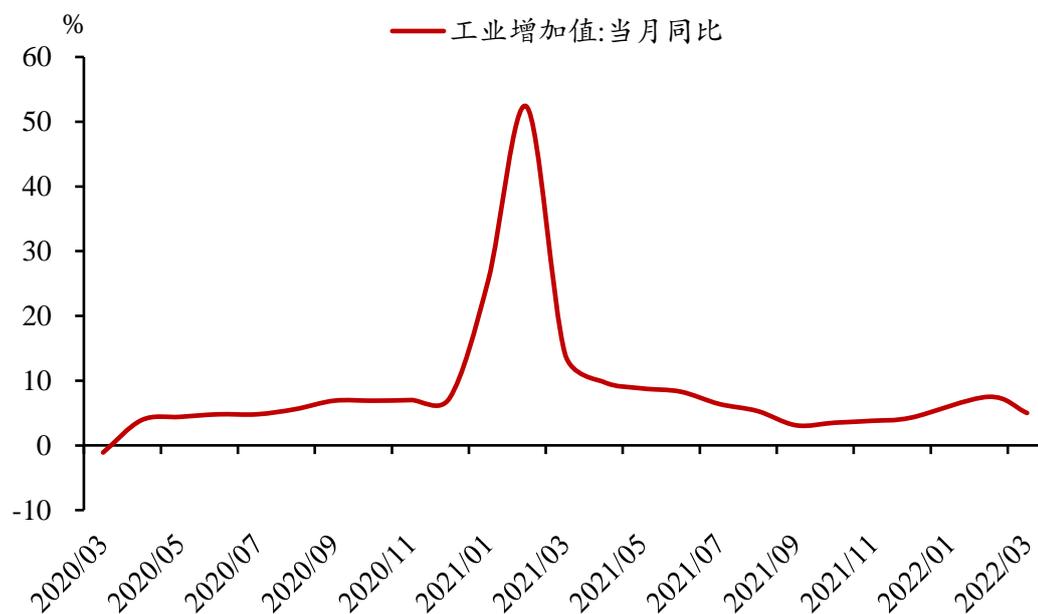
图 1：一季度工业增加值增速明显回落	4
图 2：疫情封控对商品房销售形成负面冲击	5
图 3：房地产投资转负，而基建投资加速	5
图 4：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40%	6
图 5：今年项目储备较为充足	6
图 6：疫情严重冲击消费	7
图 7：囤货需求导致粮油、食品等生活必需品消费增速小幅上升	7
图 8：3 月全国城镇调查失业率为 5.8%	8
图 9：一季度是低基数，二季度基数垫高	9
图 10：产需出现双低迷	10
图 11：年初基建投资提速明显	10
图 12：1998 年上半年的出口和社零都出现大幅回落	11
图 13：1998 年下半年固投出现增速高峰	12
图 14：1998 年下半年消费增速明显提升	12
图 15：专项债主要集中在上半年发行	13
图 16：疫情之前专项债形成实物工作量约需 3 个月	14
图 17：疫情之后专项债形成实物工作量约需 1 个月	14
图 18：今年基建增速推演	15
图 19：今年 GDP 增速推演	15
图 20：美联储加息期，中国央行从未降低政策利率	16
图 21：中美利差发生倒挂	17
图 22：人民币汇率出现了快速贬值现象	18
图 23：金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差	18
图 24：2022 年出口增速可能前高后低	19
图 25：2021 年央行两次上调外汇存准率	20
图 26：中间价贡献所反映的操作思路	20
图 27：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在	21
图 28：美联储加息周期内美债走熊	22
图 29：美联储加息期内，中债受国内基本面影响更大	22
图 30：当前正处于信用扩张初期	23
图 31：信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股	23

一、当前经济形势：二季度经济仍有下行压力

1.1 一季度投资增速还有基建支撑

基数掩盖了制造业投资的部分增长，地产政策放松没有扭转房地产投资增速转弱的事实。一季度全国固定资产投资(不含农户)同比增长9.3%，比2021年放缓2.9个百分点。在制造业投资方面，1-3月的同比增速为15.6%，较前值(20.9%)有所下滑，但这主要是受到基数抬升的影响，实际上，在政策支持下制造业投资仍保持韧性。从行业上看，一季度高技术制造业增长32.7%，其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长37.5%、35.4%。在房地产投资方面，今年以来房地产调控政策已有放松，然而政策的松绑没有带来市场的回暖。3月商品房销售面积同比下降17.7%，较上期的下降9.6%进一步恶化。究其原因，一是在房价边际下降的情况下，居民的购房意愿偏弱。二是受疫情封控的影响，居民看房、购房受到限制，对商品房销售形成负面冲击。而销售的疲弱加大了房地产投资资金来源的压力，限制了房地产投资的能力。

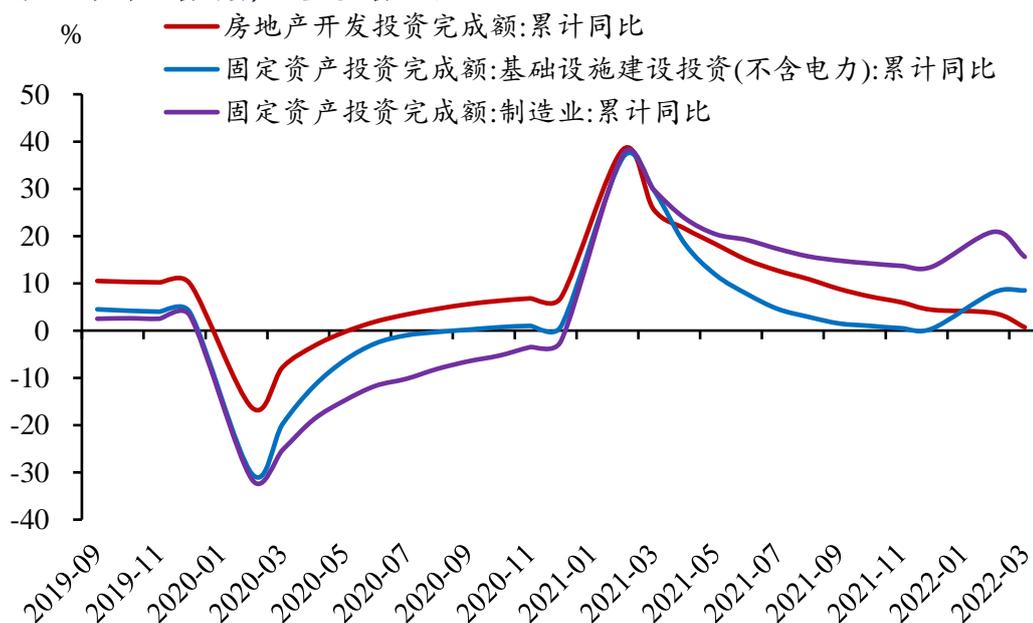
图 1：一季度工业增加值增速明显回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

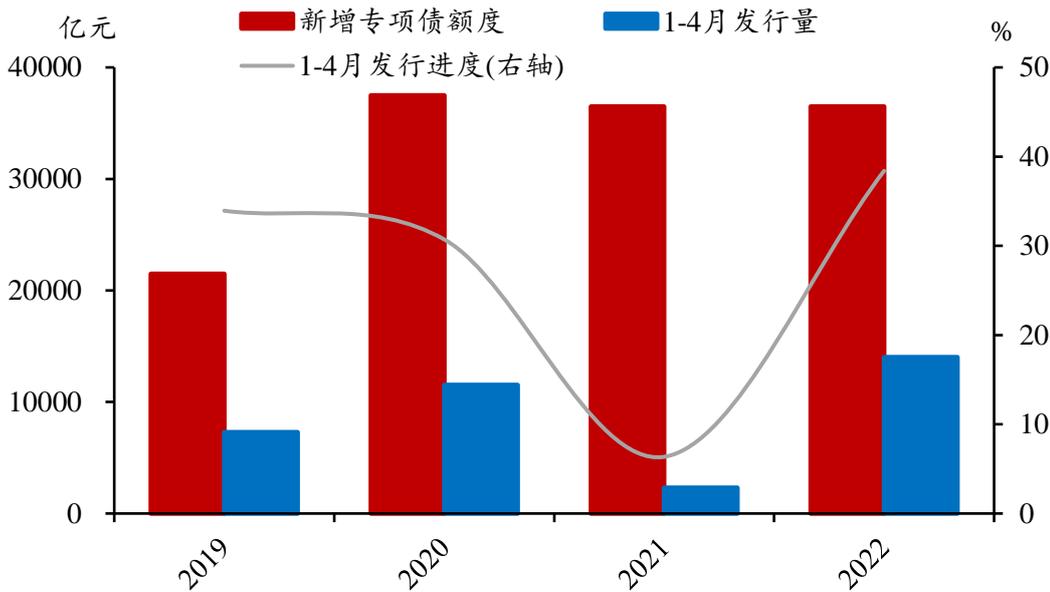
图 2：疫情封控对商品房销售形成负面冲击


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

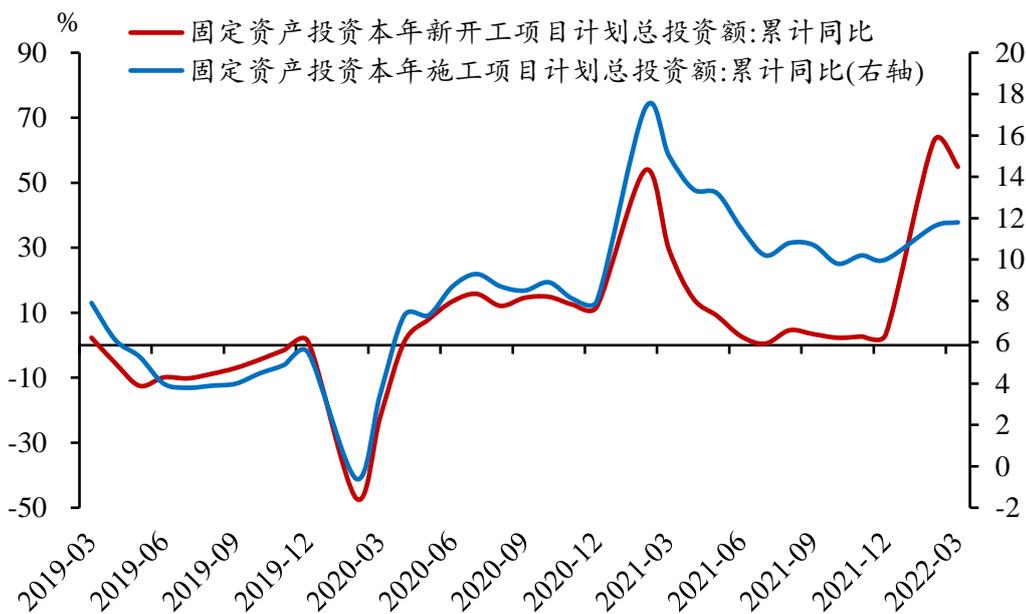
图 3：房地产投资转负，而基建投资加速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基建投资增速表现亮眼，支撑了一季度的整体投资增速。3月基建同比增速为8.5%，较1-2月加快0.4个百分点。从专项债发行上看，今年一季度专项债快速发行。今年专项债额度虽和去年持平，但发行显著前置。截止4月底，新增专项债发行总量为14018.61亿元，超过历史同期最高发行量，发行进度接近40%，为史上最快；在Q1专项债总量中，投向基建的比例达到了65.7%，较去年增加了5个百分点，基建亮眼表现支撑了一季度的整体投资。从项目储备上看，在12日国务院新闻办举行的政策例行吹风会上，财政部有关负责人表示，今年专项债储备项目达到7.1万个。在项目储备充裕的情况下，资金跟着项目走，加快项目开工和建设，基建将继续对“稳增长”起到支撑作用。

图 4：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：今年项目储备较为充足


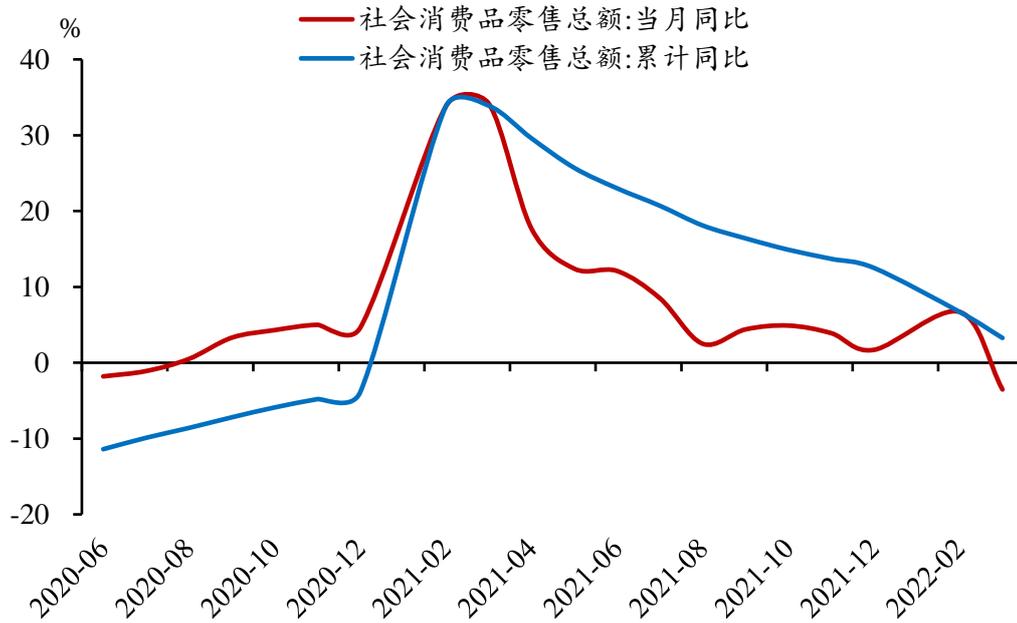
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 新一轮疫情严重拖累消费走势

疫情意外反弹，社零当月同比增速再次急转直下。3 月社会消费品零售总额同比增速为-3.53%，较 1-2 月增速（6.70%）出现大幅回落。从历史数据上看，2016-2019 年社零 3 月的环比中枢为 0.68%，而本期为-1.93%，二者的裂口显示出疫情反弹对消费的严重拖累。一方面，疫情封控限制了出行和接触性消费，体现在 3 月餐饮收入同比下滑 16.4%上，与此同时，物流的阶段性延缓和中断也拖累了电商消费，体现为 3 月线上购物仅增长 2.7%，增

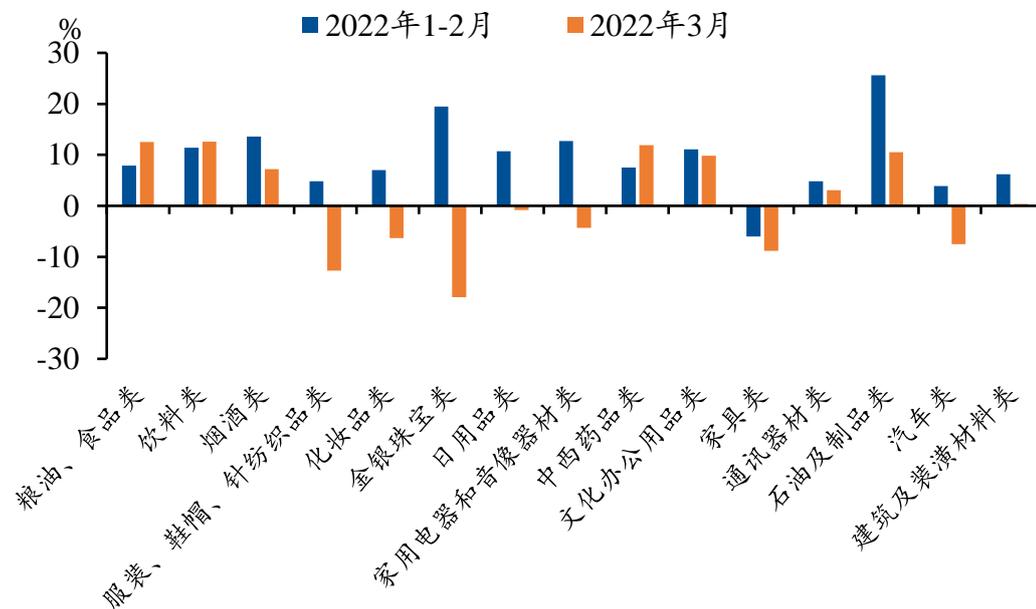
速较上月下滑 10.9 个百分点。另一方面，社零分项中稍有分化。其中，服装类和金银珠宝类出现了明显的下降，而囤货需求导致粮油、食品、饮料等生活必需品消费增速小幅上升，药品类消费也强于上期。

图 6：疫情严重冲击消费



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：囤货需求导致粮油、食品等生活必需品消费增速小幅上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 二季度经济仍面临较大的压力

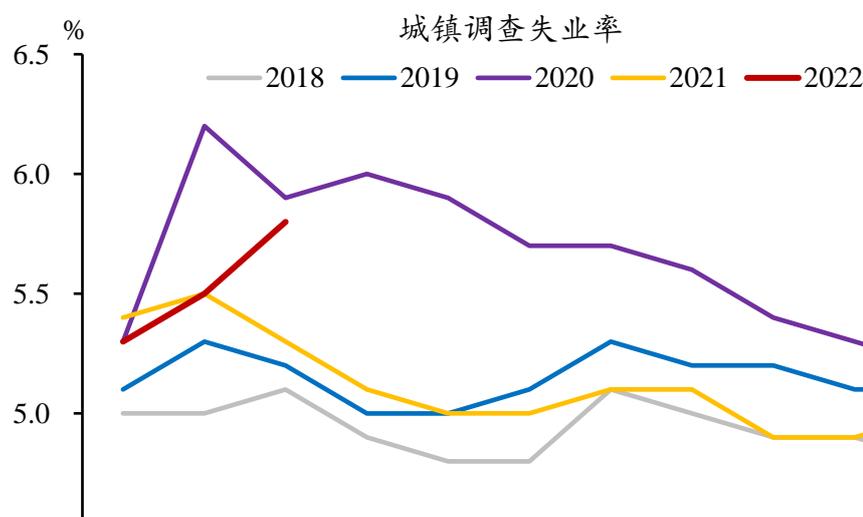
一季度的 4.8% 的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标。一季度 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度回升 0.8 个百分点。从环比看，一季度 GDP 增长 1.3%，要弱于去年四季度的 1.5%。今年 1-2 月在“稳增长”政策发力和经济

内生动能恢复等多因素的推动下，经济实现了开门红。然而3月国内疫情反复，疫情封锁会限制供给、削弱需求，国内经济转弱。同时外部环境的复杂化（俄乌冲突、美联储加息等）也增加了稳增长的不确定性。此外，经济的压力也反映在失业率中。3月全国城镇调查失业率为5.8%，较2月上升0.3个百分点，突破了5.5%的红线。其中，16-24岁的失业率已经达到了16%，远高于历史同期水平。考虑到6-7月毕业季将有1000多万毕业生进入职场，下半年的保就业压力只增不减。

疫情反复是当下经济运行中最直接和最受关注的负面因素。从生产端来看，疫情防控扰动企业生产以及物流运输，相关地区的企业开始出现减产、停产等现象，并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。长三角地区工业生产受到疫情的严重冲击，考虑到长三角地区在计算机通信、纺织、汽车制造业等多个行业中居于全国供应链、产业链的核心地位，本轮疫情的影响会透过产业关联而蔓延至全国。高频数据显示，4月全国整车货运环比下降23%，侧面说明疫情防控升级致使物流运输明显受阻。从需求端来看，疫情封控导致居民聚集性、接触性消费活跃度普遍下行，出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也出现了明显的下降。清明假期旅游出游人次和旅游收入大幅下滑，反映消费修复进程整体较慢。

二季度经济稳增长仍面临较大压力。站在当前时点往后看，我们认为二季度经济的稳增长压力仍然较大。第一，疫情仍处于高位运行。截至5月7日，仍有13个省份出现新增本土病例。4月以来，西安、成都、广州等多地开始实行部分或全部封控措施，影响范围要大于3月。考虑到本土疫情仍在发酵，我们认为疫情对二季度的冲击可能会高于一季度。第二，二季度基数明显垫高。2021年一季度GDP环比增长0.5%，基数较低，而二季度增长1.5%，基数明显垫高。整体来看，我们预计二季度经济的压力高于一季度。

图 8：3月全国城镇调查失业率为5.8%



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_41325



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>