

研究部

杨一凡
yfyang@cebm.com.cn

边泉水
qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- **首先，全国确诊人数大幅下降，上海宣布分阶段推动复工复产，基本面总体上有所恢复。从交运角度看，全国整车货运流量指数在节后呈上升趋势，上海整车货运流量指数小幅回升但处于低位，交通运输方面整体稳步提升。从物流角度看，公共物流吞吐量指数在节后大幅攀升，体现出明显的边际改善。从生产角度看，全国石油沥青开工率回升；从出口角度来看，4 月下旬上海港集装箱吞吐量较中旬增加 8.5%，5 月上旬上海港日均吞吐量保持在 10 万 TEU，整体保持恢复的趋势。**
- **第二，央行下调首套房贷利率下限，地方政府或紧跟政策配合，房地产销售与投资有望企稳回暖。**本次下调首套房贷款利率下限后，预计地方政府将紧跟采取预售资金监管优化、房贷利率下调、贷款条件放松、因城施策放松限购限售等多项相关政策配合。以史为鉴，从下调房贷利率下限的 5-6 个月内，地产销售将会出现降幅逐步收窄的过程，且随着疫情影响削弱，后续地产投资有望企稳回升。
- **第三，疫情得到有效控制后，融资需求也会随之修复。**4 月社融-M2 同比增速陷入负值，一方面是由于财政支出加速，银行加大对非银机构的货币投放，另一方面也是由于疫情冲击，实体经济的融资需求扩张速度受到约束。另外，从社融-M2 之差的回落并没有带动 10 年国债收益率大幅下行来看，说明当前金融机构并不缺乏流动性。往后看，4、5 月份的社融数据存在临时性因素，虽然实体经济缺乏需求是事实，但是并没有像数据呈现的那么差。随着疫情的好转、复工复产的推进，社融-M2 之差的缺口有望企稳回升。
- **第四，政策逐步层层递进、层层加码，底部明朗。**以 4 月 15 日降准作为起点，紧随其后“央行 23 条”的保障在建项目顺利实施、适度超前布局，基建按下“快进键”——居民首套住房贷款利率的下限——加大就业优先政策实施力度，政策发力较为明显。目前财政政策加大退税减税降费力度，通过给市场主体提供更多支持，给予中小微企业对应的纾困政策，来稳定就业岗位，确实能够拉动作用，但是消费的可持续性仍然需要相关政策进一步发动，后续有望从保企业保就业进一步扩大到促进民生消费。
- **第五，资本市场逐步向疫后修复靠拢。**近期标普 500 和纳斯达克大幅回落但 A 股展示相对的韧性，且涨幅较大的集中在疫后修复逻辑，也能够侧面反应出上海疫情对市场最严峻的时间已经过去，情绪端企稳。从中债来看，在经济数据表现大幅低预期和央行调降按揭贷款利率下，长端利率下行的幅度也远低于短端利率，背后反应了三个方面：1) 市场对稳经济预期较强；2) 4 月通胀超预期之后，市场对通胀谨慎加剧；2) 中美利差和汇率约束长端利率下行空间，三个因素下导致长端利率交易的动力明显不足。
- **综合来看，二季度是今年经济的底部的概率较大，但后续经济复苏动力较弱，需要关注消费和地产恢复的动力和出口回落的幅度。**



目录

一、从五大线索看二季度是否是经济的底部	3
二、高频数据跟踪.....	7

图表目录

图表 1: 5 月全国本土新增无症状和确诊病例大幅下降.....	3
图表 2: 长三角地区 GDP 占全国 GDP 比例约 1/5	3
图表 3: 全国整车货运流量指数出现拐点.....	4
图表 4: 5 月快递物流吞吐量明显上涨	4
图表 5: 全国石油沥青开工率回升但不及疫情前水平	4
图表 6: 5 月国内独立焦化厂焦炉开工率明显回升	4
图表 7: 2018 年房贷利率下降后房地产开发投资显著上涨.....	5
图表 8: 商品房销售领先房屋新开工 4-6 个月左右	5
图表 9: 社融-M2 陷入负值但是 10 年国债并未跟随回落	5
图表 10: M2-M1 之差持续走阔	5
图表 11: 消费距离疫情前表现还有一定距离	6
图表 12: 城镇领取失业保险金人数高位徘徊	6
图表 13: 5 月 5-5 月 17 Wind 一级行业涨跌幅表现.....	6
图表 14: 长端利率变动小于短端利率.....	7
图表 15: 5 月 5-5 月 17 全球主要指数跌幅.....	7
图表 16: 高频数据跟踪	8

一、从五大线索看二季度是否是经济的底部

首先，全国确诊人数大幅下降，上海宣布分阶段推动复工复产，疫情形势已出现好转。第一，全国疫情呈多点散发但低位可控。上周（5月9日至5月15日），全国本土新增无症状感染者与确诊病例14433人，环比下降58%。第二，上海疫情已实现社会面清零。由于本轮奥密克戎的影响，贡献1/5全国GDP的长三角城市群受到了不小影响，其中尤以上海疫情为甚。上海疫情确诊人数自5月以来逐步下降并始终处于低位水平，并于5月17日宣布全市已实现社会面清零。第三，上海复工复产逐步恢复正常化。5月15日宣布将分阶段推动复商复市，5月16日宣布6月1日至6月中下旬全面恢复全市正常生产生活秩序。截止5月15日，上海市9000多家规模以上工业企业中，已复工4400多家，占比接近50%。

图表 1：5月全国本土新增无症状和确诊病例大幅下降



来源：Wind，莫尼塔研究

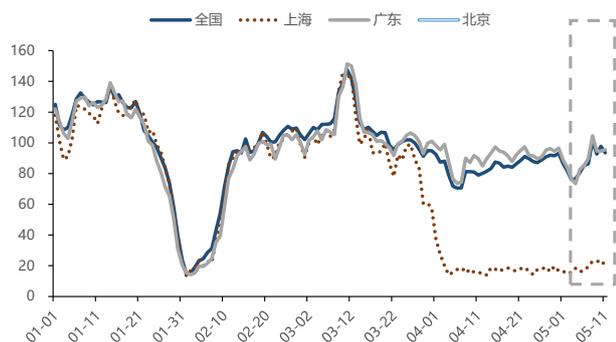
图表 2：长三角地区 GDP 占全国 GDP 比例约 1/5



来源：Wind，莫尼塔研究

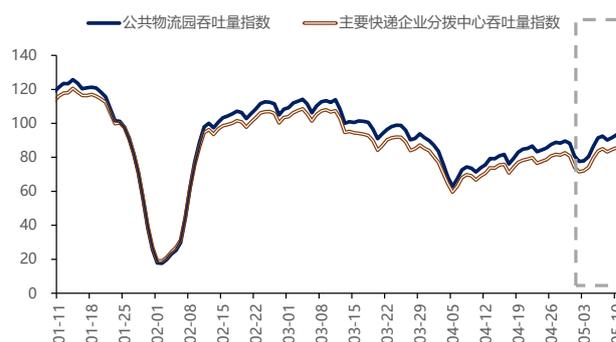
由于疫情形势好转，基本面总体上有所恢复。从交运角度看，全国整车货运流量指数在节后呈上升趋势，分地区看，北京和广东整车货运流量指数有明显改善，上海整车货运流量指数小幅回升但处于低位，交通运输方面整体稳步提升。从物流角度看，公共物流吞吐量指数在节后大幅攀升，体现出明显的边际改善。从生产角度看，全国石油沥青开工率回升，但华北地区可能是受到疫情反复相对回升幅度小，此外5月国内230家独立焦化厂的焦炉开工率整体回升，表明疫情对生产端的负面影响虽有所削弱。从出口角度来看，5月上旬，主要枢纽港口货物吞吐量同比增加0.7%（前值-0.4%）；长江枢纽港口吞吐量同比减少1.1%（前值-1.7%），集装箱同比减少2.4%（前值-13%），且随着公路集疏运改善，4月下旬上海港集装箱吞吐量较中旬增加8.5%，5月上旬上海港日均吞吐量保持在10万TEU，整体保持恢复的趋势。

图表 3：全国整车货运流量指数出现拐点



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：5 月快递物流吞吐量明显上涨



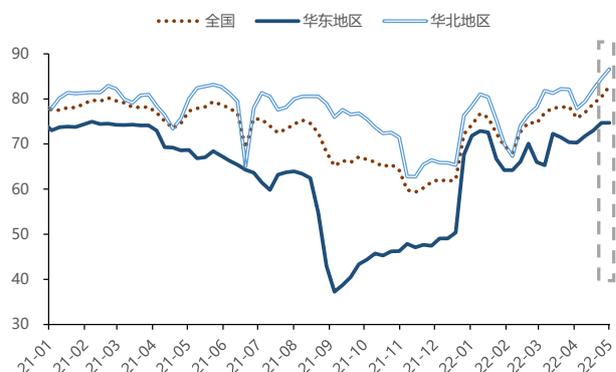
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：全国石油沥青开工率回升但不及疫情前水平



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：5 月国内独立焦化厂焦炉开工率明显回升



来源：Wind，莫尼塔研究

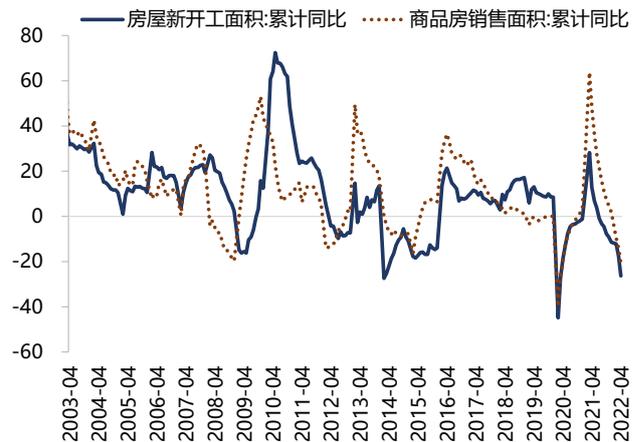
第二，央行下调首套房贷利率下限，地方政府或紧跟政策配合，房地产销售与投资有望企稳回暖。4 月房地产数据仍然呈现同比下跌趋势，房地产新开工面积同比下跌 44.2%，商品房销售面积同比下跌 38.8%，商品房销售额同比下跌 46.6%。为了放松地产销售端的约束，5 月 15 日央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，指出下调首套房贷款利率下限并要求按照“因城施策”的原则自主确定辖区内个人住房贷款利率加点下限，旨在促进刚需和改善性需求释放，同时缓解国内房地产市场分化格局。本次下调首套房贷款利率下限后，预计地方政府将紧跟采取预售资金监管优化、房贷利率下调、贷款条件放松、因城施策放松限购限售等多项相关政策配合。以史为鉴，从下调房贷利率下限的 5-6 个月内，地产销售将会出现降幅逐步收窄的过程，且随着疫情影响削弱，后续地产投资有望企稳回升。

图表 7：2018 年房贷利率下降后房地产开发投资显著上涨



来源: Wind, 莫尼塔研究

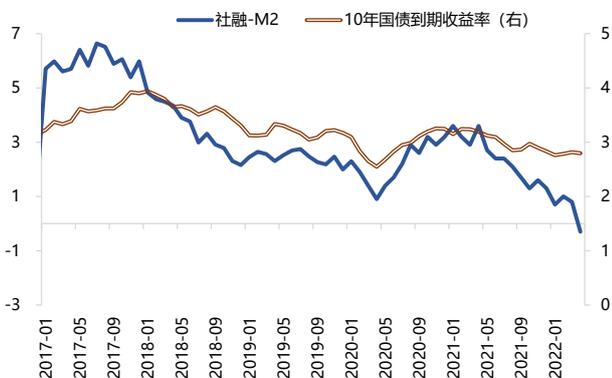
图表 8：商品房销售领先房屋新开工 4-6 个月左右



来源: Wind, 莫尼塔研究

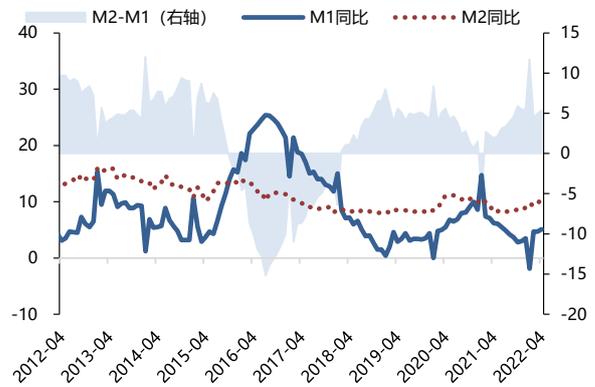
第三，疫情得到有效控制后，融资需求也会随之修复。4 月社融-M2 同比增速陷入负值，一方面是由于财政支出加速，银行加大对非银机构的货币投放，另一方面也是由于疫情冲击，实体经济的融资需求扩张速度受到约束。另外，从社融-M2 之差的回落并没有带动 10 年国债收益率大幅下行来看，说明当前金融机构并不缺乏流动性。往后看，4、5 月份的社融数据存在临时性因素，虽然实体经济缺乏需求是事实，但是并没有像数据呈现的那么差。随着疫情的好转、复工复产的推进，社融-M2 之差的缺口有望企稳回升。

图表 9：社融-M2 陷入负值但是 10 年国债并未跟随回落



来源: Wind, 莫尼塔研究

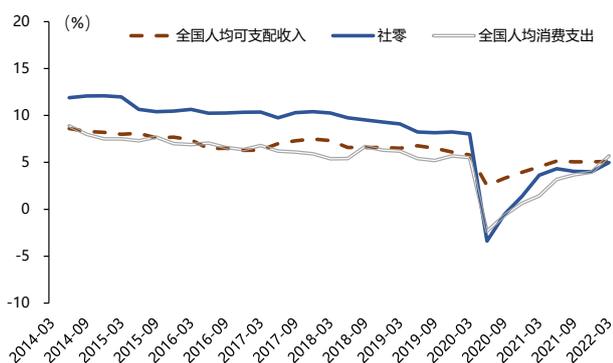
图表 10：M2-M1 之差持续走阔



来源: Wind, 莫尼塔研究

第四，政策逐步层层递进、层层加码，底部明朗。从 4 月以来，总量和结构性货币政策放松，且针对基建和地产的相关政策也较前期力度更大。以 4 月 15 日降准作为起点，紧随其后“央行 23 条”的保障在建项目顺利实施、适度超前布局，基建按下“快进键”→居民首套住房贷款利率的下限→加大就业优先政策实施力度，政策发力较为明显。从数据来看，4 月城镇调查失业率为 6.1%，处于较高的水平，且从结构来看，中小企业就业者和青年群体受到的消费负面影响最大，目前财政政策加大退税减税降费力度，通过给市场主体提供更多支持，给予中小微企业对应的纾困政策，来稳定就业岗位，确实能够拉动作用，但是消费的可持续性仍然需要相关政策进一步发动，后续有望从保企业保就业进一步扩大到促进民生消费。

图表 11：消费距离疫情前表现还有一定距离



来源：Wind，莫尼塔研究

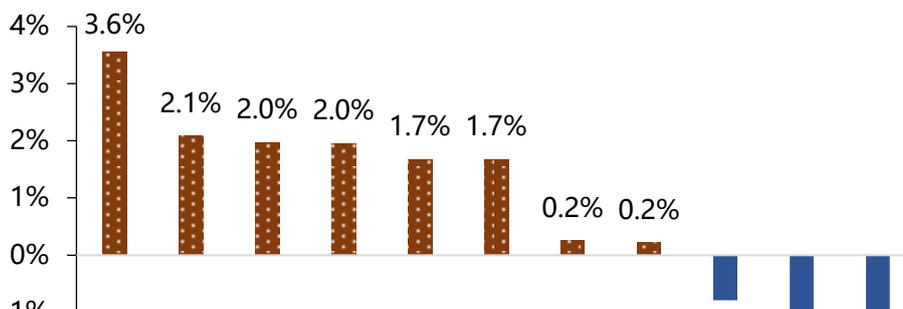
图表 12：城镇领取失业保险金人数高位徘徊



来源：Wind，莫尼塔研究

第五，资本市场逐步向疫后修复靠拢。从 A 股来看，虽然近期海外市场波动较大，但是 A 股的韧性开始加强。从数据来看，在 5 月 5 日-5 月 17 日期间内，标普 500 和纳斯达克分别跌 3.35%和 5.32%，一方面由于通胀回落不及预期，市场担心美联储被迫加速收紧货币政策；另一方面对未来美国经济衰退的风险开始逐步定价，具体体现在大宗商品价格回落、10 年国债收益率回落（通胀预期为主，实际利率为辅）和美股的抛售。相较之下，在该段时间内，上证综合指数涨 0.2%，且涨幅较大的集中在疫后修复逻辑，也能够侧面反应出上海疫情对市场最严峻的时间已经过去，情绪端企稳。**从中债来看，**在经济数据表现大幅低预期和央行调降按揭贷款利率下，长端利率下行的幅度也远低于短端利率，背后反应了三个方面：1) 市场对稳经济预期较强；2) 4 月通胀超预期之后，市场对通胀谨慎加剧；2) 中美利差和汇率约束长端利率下行空间，三个因素下导致长端利率交易的动力明显不足。

图表 13：5 月 5-5 月 17 Wind 一级行业涨跌幅表现



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_42271



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn