

信用底或已过，政策仍将持续发力

——5月宏观月报

作者

潘宇昕

分析师

资格证书: S0380521010004

联系邮箱: panyx@wanhesec.com

联系电话: (0755)82830333-128

相关报告

《宏观专题-万和证券-宏观研究-二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径-潘宇昕 0419.docx》-2022-04-21

首先，新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立。核酸检测常态化和便捷化预计可以有效提高疫情监测预警的灵敏性，未来发生的疫情在量级上更为可控，未来随着上海疫情进一步好转以及新一轮“常态化疫情防控”机制能够持续稳定运行，疫情防控对经济运行和对未来预期的冲击将有所弱化。

其次，4月经济金融数据不出意外的全面回落，基本面底部或已大致确认。下一阶段的主要矛盾在于如何实现经济的增长。受疫情影响，4月经济活动明显承压。PMI、工业生产、消费全面回落，地产仍未见企稳，投资销售均惨淡；社融信贷数据表现疲弱，4月社融存量同比 10.2%，比3月回落 0.4 个百分点信贷收缩是主要拖累。同时，财政收支缺口急剧扩张，保就业、保市场主体压力上升，亟需政策纾困。

再次，当前经济修复动能与 2020 年疫后修复阶段相比整体减弱，宏观政策需要主动出击。上一轮疫情好转伴随着经济环比的修复，预计 5、6 月经济数据将逐步好转，部分消费和生产出现补偿性恢复，但当前经济内生增长动力明显偏弱，实现宽信用还需要政策继续加码。1) 货币政策：短端利率明显低于政策利率，央行全面降准降息必要性不强，预计更多以结构性工具释放基础货币。2) 财政政策：财政赤字被动扩张，亟待补充，特别国债和地方债的新增是财政力度的体现。3) 地产政策：央行在 5 月接连下调首套房贷利率下限、5 年 LPR，反映了刺激购房需求的意图。目前地产链仍未企稳，房地产政策有待进一步放松，促进地产链稳增长。

最后，通胀尚不构成逆周期调节主要约束，年内重点关注稳增长。4 月 CPI 同比增长 2.1%，环比增长 0.4%，主要由于疫情冲击下食品供应链受阻、居民囤货需求增加以及猪肉价格回暖。4 月 PPI 同比增长 8%，较上月继续回落 0.3 个百分点。油价仍然是全球通胀风险的主要原因之一，但 PPI 同比增速回落的趋势应该不会改变。CPI 在 3 季度或受食品价格低位回升带动回到 3% 以上，但年内宏观政策仍然以稳增长为重点。近期召开的一系列高规格会议继续强调“稳增长”和“保就业”，5 月末各地方政策密集落地，预计信用端将逐步修复。

随着上海疫情实质性好转、新一轮常态化防控机制得到验证、从中央到地方各级政府稳经济措施落地，市场短期或呈现复苏交易，在疫后修复和稳增长领域都对应着丰富的结构性投资机会。但奥密克戎清零难度大，疫情长尾特征导致经济爬坡较慢，整体向好的方向虽然确定，但过程难免有波折，市场也相应地会有阶段性震荡。

利率短期面临的宏观环境仍有利，中期逐步回归中性，长端利率预计窄幅波动。10 年期国债利率从 4 月末最高 2.84% 下行至 2.74%，资金面宽松和融资需求不足是最大的现实。预计在信用端改善前资金面将维持充裕，但经济渐进修复的方向不会变，6 月政府债券供给高峰、预算补充和特别国债的可能落地，后续宽信用压力有所提高，但在资金面宽松的背景下，长端利率也不会有大的调整压力。

风险提示：稳增长政策不及预期、疫情发展超预期、人民币加速贬值

正文目录

一、	新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立	3
二、	4 月经济金融数据如期下滑，稳增长是下一阶段的关键词	3
三、	经济修复动能整体减弱，宏观政策需要主动出击	6
四、	通胀不构成逆周期调节主要约束，年内重点关注稳增长	10
五、	风险提示	11

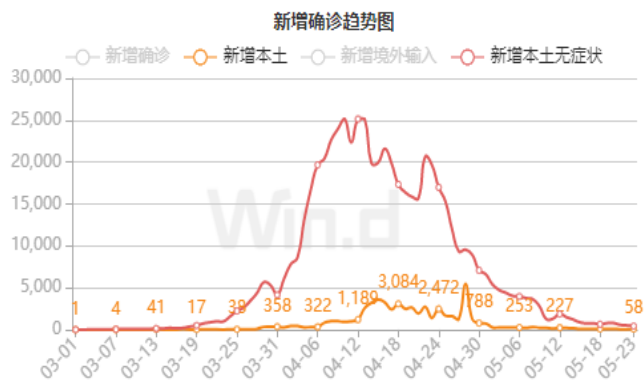
图表目录

图 1	上海疫情趋势图	3
图 2	上海部分地区实现社会面清零（截至 5 月 31 日）	3
图 3	PMI：分行业（%）	4
图 4	制造业 PMI 分项（%）	4
图 5	社会消费品零售总额（%）	4
图 6	固定资产投资（%）	4
图 7	房地产开工、竣工面积同比（%）	4
图 8	商品房销售（%）	4
图 9	土地溢价率（%）	5
图 10	房地产开发资金来源	5
图 11	财政收入增速（%）	5
图 12	失业率（%）	6
图 13	中小企业 PMI（%）	6
图 14	社融存量同比（%）	6
图 15	社融主要分项同比多增（亿）	6
图 16	信贷分项同比多增（亿）	6
图 17	美元兑人民币汇率走势	8
图 18	中美利差（%）	8
图 19	资金利率低位运行（%）	8
图 20	CPI、PPI 同比增速（%）	10
图 21	猪价走势（元/千克、万头）	10
表 1	4 月以来主要宏观政策	7
表 2	2022 年一般公共预算和 2021 决算对比（万亿）	9
表 3	常态化核酸检测和方舱医院建设成本	9

一、新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立

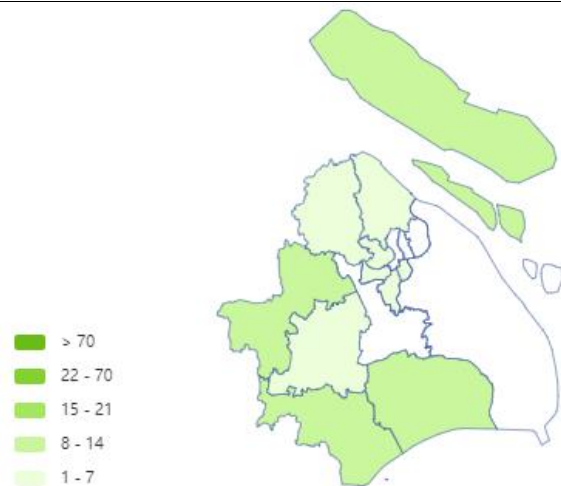
随着新一轮“常态化疫情防控”机制的建立和效果的验证，疫情防控对经济扰动的不确定性预计明显下降。从海外逐渐解封到上海疫情升温之初，社会上对于疫情防控政策“清零”和“共存”孰优孰劣的争执不绝于耳，由于国内疫情防控措施造成的经济冲击乃至对未来的预期走弱也构成权益市场定价的主要因素之一。经过上海一役，“动态清零”总方针将继续坚持，下一阶段常态化防控的策略应该是建立在核酸检测的常态化和便捷化的基础上。按照国家卫健委的相关说明，一是检测点布设常态化，“城市根据本地实际，合理布局核酸采样点。在省会城市和人口千万级城市建立步行 15 分钟核酸‘采样圈’”；二是优化“采样-转运-检测-结果回报”全链条工作流程以提高效率，形成大规模快速检测能力；三是检测频次常态化，目前一些城市正在探索常态化核酸检测工作，组织市民“最短 48 小时、最长 7 天”进行一次核酸检测。这一体系的目的显然是为提高疫情监测预警的灵敏性，更早发现潜在风险，这样的运行体系下发生的疫情相对可控，从深圳、杭州、大连、合肥以及江西省、湖北省多个城市的经验来看，常态化核酸检测总体运行稳定，目前看来是兼顾防疫和经济的比较合理的策略。未来随着上海疫情进一步好转，在新一轮“常态化疫情防控”机制能够持续稳定运行的基础上，疫情防控对经济运行和对未来预期的冲击将有所弱化。

图 1 上海疫情趋势图



资料来源：wind、万和证券研究所

图 2 上海部分地区实现社会面清零 (截至 5 月 31 日)



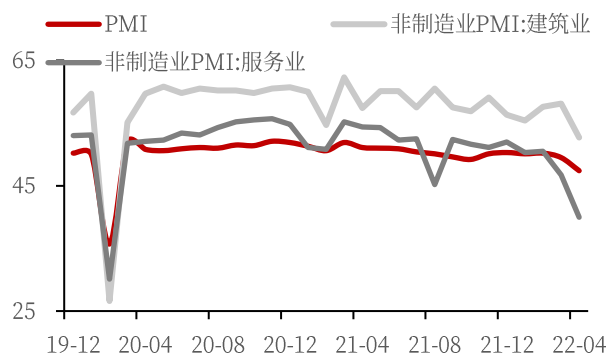
资料来源：wind、万和证券研究所

二、4 月经济金融数据如期下滑，稳增长是下一阶段的关键词

4 月经济金融数据不出意外的全面回落，基本面底部或已大致确认。下一阶段的主要矛盾在于如何实现经济的增长。

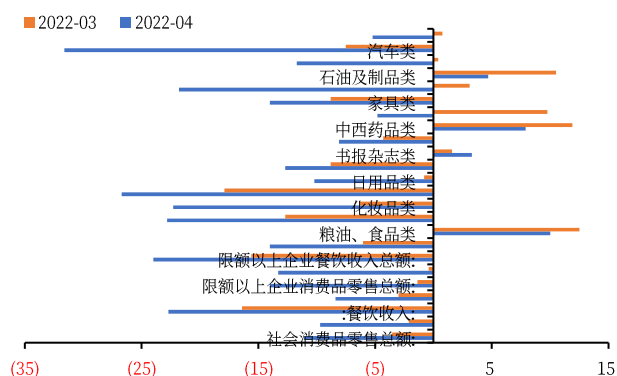
受疫情影响，4 月经济活动明显承压。4 月制造业 PMI、非制造业 PMI 分别为 47.4%、41.9%，较 3 月进一步下行。生产、新订单、新出口订单指数同步走弱，供货商配送指数 37.2%，为 2020 年 2 月疫情爆发后的最低值。4 月工业增加值同比下降 2.9%，环比下降 7%。4 月社零总额同比下降 11.1%，环比下降 0.69%，主要品类中仅食品、药品等必须消费品保持稳定增长，石油制品销售增速明显放缓，其余消费品零售额明显下滑。

图3 PMI: 分行业 (%)



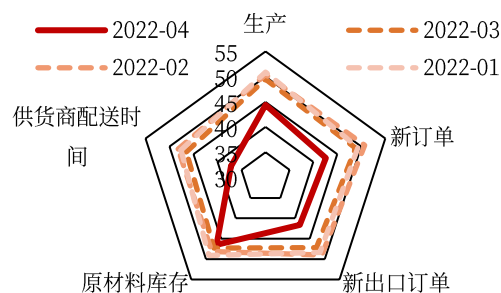
资料来源: Wind、万和证券研究所

图5 社会消费品零售总额 (%)



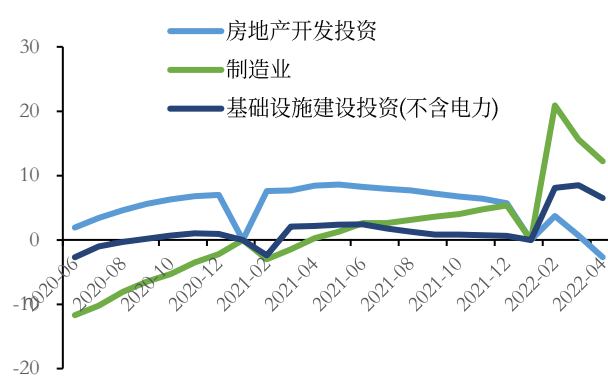
资料来源: Wind、万和证券研究所

图4 制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

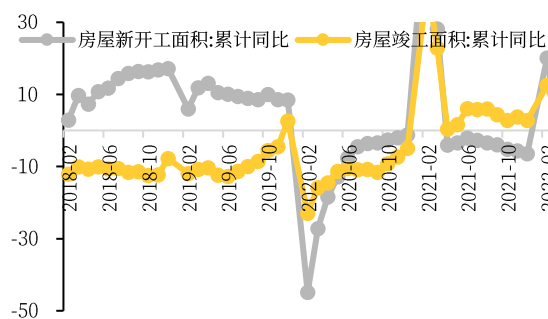
图6 固定资产投资 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

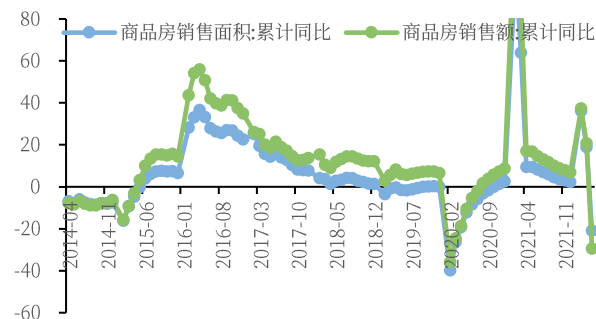
房地产市场未见企稳，投资销售均惨淡。1-4月房地产新开工面积同比下降26.3%，竣工面积下降11.9%，商品房销售面积和金额分别下降21%和30%，随着地产销售大幅收缩，地产商及整个供应链相关的运营压力和金融风险均快速攀升，房地产开发资金从去年7月开始负增长，今年4月单月同比下降35%，稳地产的迫切性进一步提升。

图7 房地产开工、竣工面积同比 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图8 商品房销售 (%)



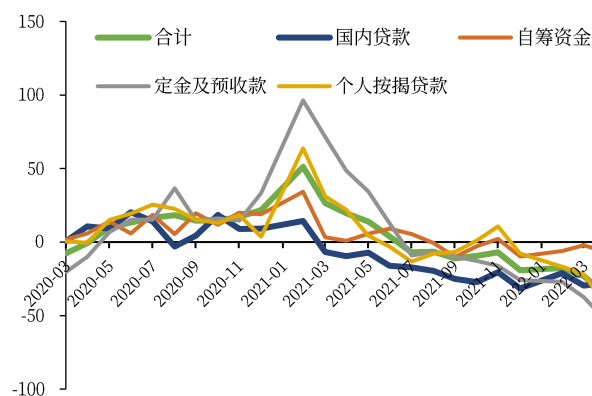
资料来源: Wind、万和证券研究所

图9 土地溢价率 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

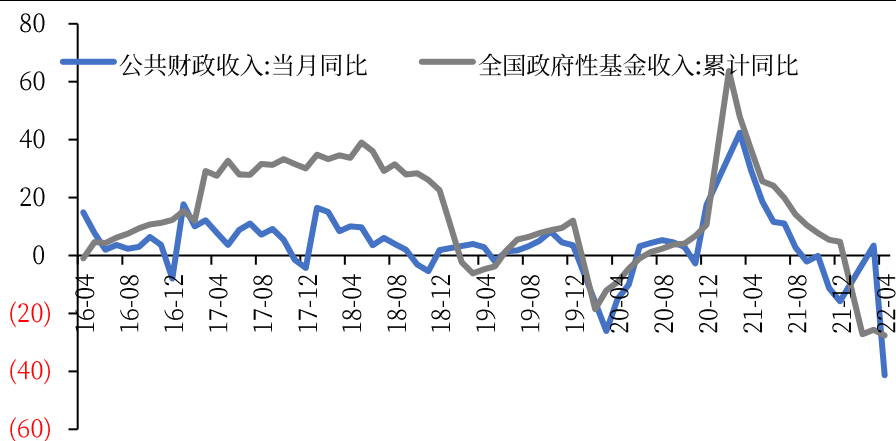
图10 房地产开发资金来源



资料来源: Wind、万和证券研究所

财政收支缺口急剧扩张。2022年1-4月，一般公共预算收入同比下降4.8%，其中有4月增值税留抵退税的影响，但即使去除留抵退税影响，4月当月一般公共预算收入同比下行5.9%。疫情对2022年2-3季度的财政收入可能均带来不小的负面冲击，与人大2022全年预设的、3.8%的增长预算开始背离。更值得关注的是政府基金性预算缺口急剧扩张，2022年1-4月政府基金收入同比大幅收缩27.6%，政府性基金收入与房地产密切相关，今年截至5月15日的100大中城市土地成交面积和成交总价较去年同期分别下降33%和57%，随着政府性基金收入快速缩水，地方政府的偿债压力也将大幅上升。此外，抗疫相关支出也有所增加。总体而言，财政收支压力上升。

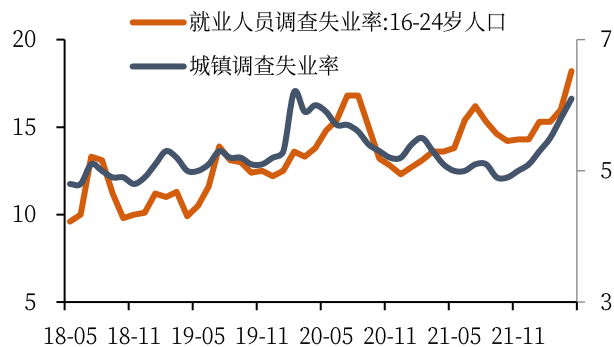
图11 财政收入增速 (%)



资料来源: wind、万和证券研究所

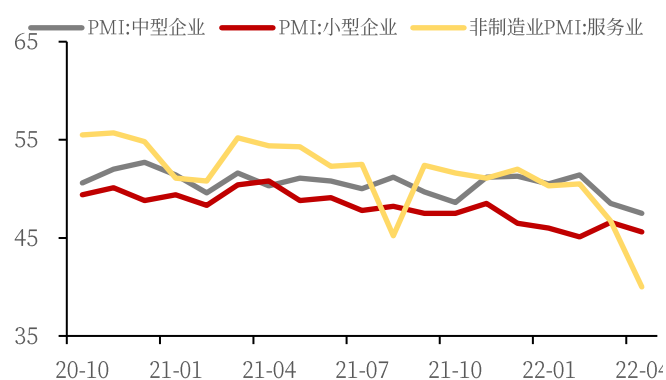
保就业、保市场主体压力上升。4月失业率走高至6.1%，超出5%的“红线”，其中16-24岁人群失业率大幅攀升至18.2%，超过2020年疫情期间的高点，随着应届毕业生进入市场，失业率在今年夏天可能进一步走高。而吸纳就业的主要市场主体，即中小企业的经营压力明显上升，4月中小企业PMI景气指数分别下滑至47.5%、45.6%，而中小企业集中的服务业PMI下降至40%、处于深度收缩区间。在目前居民收入增长不确定性大幅上升的背景下，亟需能直达经济“毛细血管”的纾困措施，缓解中小企业生存压力和就业压力。

图 12 失业率 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

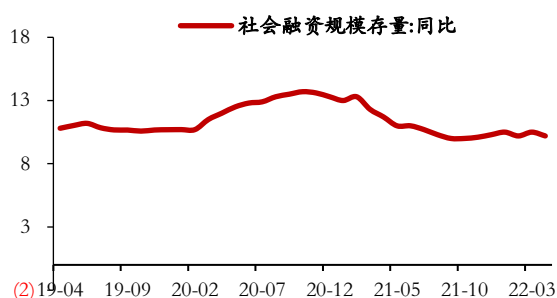
图 13 中小企业 PMI (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

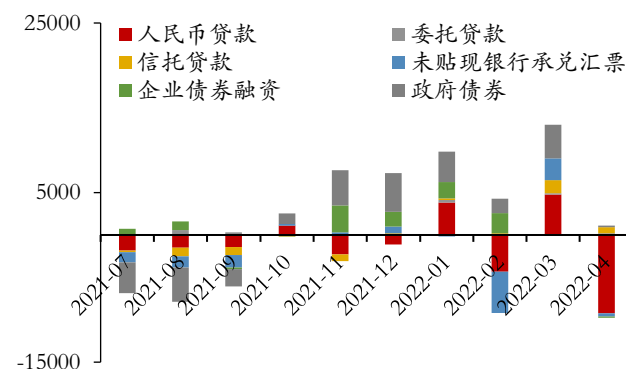
社融信贷数据表现疲弱。4月社融存量同比 10.2%，比3月回落 0.4 个百分点，新增社融规模仅 9000 亿，除去季节性因素外，信贷收缩是主要拖累，尤其是居民融资收缩明显，4月居民贷款净减少 2000 亿，同比多减 7500 亿，非金融企业贷款新增 5800 亿，同比少增 1800 亿，主要支撑仍是在票据，中长期贷款 2700 亿元，同比少增 4000 亿元，反映资本开支低迷。提升了宽信用的紧迫性。

图 14 社融存量同比 (%)



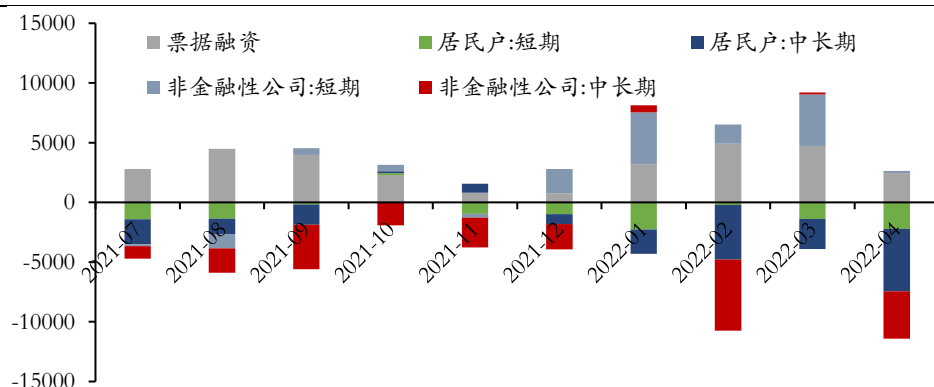
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 15 社融主要分项同比多增 (亿)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 16 信贷分项同比多增 (亿)



资料来源：Wind、万和证券研究所

三、经济修复动能整体减弱，宏观政策需要主动出击

每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复，预计 5、6 月经济数据将逐步好转，部分消费和生产出现补偿性恢复，但当前阶段与 2020 年疫后修复阶段相比，出口放缓、地产负增长、居民收入放缓，内生增长动力明显偏弱。为了稳增长和保就业的目标，宏观政策 4 月以来持续发力，货币政策、财政政策、产业政策均加快出台稳增长的措施，但从政策落地到见效仍需时日，实现宽信用还需要政策继续加码，我们预计货币、财政、地产相关的政策都有进一步调整的可能。

表 1 4 月以来主要宏观政策

货币政策		
4 月 15 日	下调存款准备金率	央行决定于 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）。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，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%。
4 月 28 日	设立科技创新再贷款	央行发布消息称设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。科技创新再贷款额度为 2000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年
4 月	存款利率市场化调整	5 月 9 日，央行发布的《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》指出今年 4 月央行指导建立了存款利率市场化调整机制，银行参考 10 年期国债和 1 年期 LPR 调整存款利率水平。据央行公告，本轮调整后，存款加权平均利率为 2.37%，整体下降 10 个基点。
5 月 20 日	下调 5 年 LPR 利率	全国银行间同业拆借中心公布了贷款市场报价利率（LPR），1 年期 LPR 为 3.7%，与上月份保持不变；5 年期以上 LPR 为 4.45%，与上月对比下降了 15 个基点，从 4.6% 降至 4.45%。
财政政策		
4 月 14 日	加快专项债发行	财政部要求各地于 6 月底前完成大部分 2022 年新增专项债券的发行工作
4 月 26 日	基础设施建设	中央财经委员会第十一次会议强调加大财政投入基础设施建设力度，提高基础设施生命周期综合效益；加强国家安全基础设施建设；加快新型基础设施建设，适度超前开展；会议强调了交通、能源、水利、信息、科技、物流等 领域基础设施建设；加强城市智慧基础设施建设；以基础设施现代化促进农业农村现代化。
5 月 23 日	扩大减税降费	国常会决定扩大预算草案安排的 2.5 万亿元减税降费至 2.64 万亿元，其中除 1.64 万亿留抵退税外，还有 1 万亿其他减税降费，包含缓缴保险费、租金、住房公积金，增加出口退税，减收企业所得税，减征车辆购置税等
5 月 30 日	支持“双碳”工作	财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》，明确财政支持碳达峰碳中和的工作目标，发挥财政资金、税收、政府采购等多项政策协同作用，推进实现碳达峰碳中和目标
产业政策		
5 月 17 日	数字经济、平台经济	全国政协在北京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会，全国政协主席汪洋、国务院副总理刘鹤出席会议并讲话，会议强调了我国发展数字经济的优势，明确指出“支持平台经济、民营经济持续健康发展”。
	房地产松绑	二三四线城市正迎来全面政策松绑，近期浙江金华、湖南长沙、吉林长春、四川资阳等地出台政策组合拳，松绑调控政策

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_42544

