

政策持续加码，4月或为年内经济底

2022年5月21日

（1）美欧央行表态双双“偏鹰”，全球紧缩周期进一步强化

当地时间5月17日，美联储主席鲍威尔表示，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50个基点。他继续强调了美联储降低美国通胀的决心，表示会毫不犹豫地一直加息，直到美联储觉得金融状况处于合适的位置，并看到通胀正在下降。上周，欧洲央行行长拉加德在斯洛文尼亚的一次会议上表示，欧洲央行将在今年第三季度初始结束购债，随后数周内就会决定加息。本周二，荷兰央行行长兼欧央行管委Klaas Knot在一个电视节目上表示，建议欧央行7月加息25BP，如果通胀更严重，可以加息50BP。本周三，意大利央行行长兼欧央行管委会成员Ignazio Visco表示6月加息“肯定”是不可能的，7月“或许”是开始加息的时间。美欧央行不断释放鹰派信号，令市场对全球流动性收紧的预期继续高涨。从市场预期看，CME公布的数据显示，本周市场对美联储6月和7月加息50个BP的概率分别升至94.9%和94.7%，表明未来两个月美联储共加息100个BP确定性较强。今年下半年，对我国来说，货币政策宽松的空间将进一步缩窄。

（2）国内货币市场流动性仍然充裕，LPR调降利好资本市场

本周，央行公开市场操作继续保持稳健，每日保持投放7D逆回购100亿元，利率保持2.1%，此外，5月17日央行对于到期的1000亿MLF等量续作，利率2.85%，叠加此前投放的逆回购到期，本周央行公开市场操作累计净投放-100亿元。货币市场利率方面，截止5月20日，DR007和SHIBOR1W分别为1.58%和1.67%，较5月13日分别上行3个BP和下行0.6个BP，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的2.1%，表明市场流动性较为充裕。5月13日至5月20日，人民币兑欧元贬值，兑美元略微升值。本周，中国十年期国债收益率上升，美国十年期国债收益率下降，一升一降之间，中美利差在5月20日结束了4月29日以来持续的倒挂，对人民币汇率和我国国内货币政策造成的压力暂时有所缓解。

5月20日，1年期LPR报3.7%保持不变，5年期LPR报4.45%，调降15BP。本次下调5年期LPR主要针对近期信贷结构中企业和居民中长期贷款疲弱，意在提振中长期融资需求，解除推进宽信用的主要阻碍。目前国内疫情正在逐步缓和，企业生产经营活动将逐步恢复，结合5年期LPR下调降低融资成本，预计企业部门中长期信贷需求将有所回升。居民中长期融资主要对应房地产信贷，5年期LPR与首套商业住房贷款的利率下限的下调将共同推动降低房贷利率，有助于提振房地产销售。对资本市场来说，调降LPR有助于增强市场对宽信用的预期，利好股市，利空债市。

（3）疫情对4月经济冲击严重

3.1、消费萎缩超预期：2022年4月，社会消费品零售总额同比-11.1%（市场预期-5.9%），继上月之后继续同比为负（上月为2020年8月以来首次为负），且萎缩幅度加深，同比增速较上月-7.57PCTS。总

股市有风险入市须谨慎

体上，4月因疫情防控形势较3月更为严峻，社零受到的拖累较3月更明显。5月开始，疫情有所缓和，疫情最严重的上海已经制定详细复工复产方案。与4月相比，5月社零大概率出现边际改善，但预计较难回到今年前2月的水平，消费较大幅度的回暖仍需时日。

3.2、固投降速，房地产投资拖累作用明显：2022年4月，固投同比+1.8%，较3月-4.8PCTS，其中，制造业投资同比+6.39%（较3月-5.55PCTS）、基建投资同比+4.35%（较3月-7.45PCTS）、房地产开发投资同比-10.07%（较3月-7.68PCTS）。4月，房地产投资带动固投下行2.67PCTS，制造业投资和基建投资分别带动固投上行2.42PCTS和1.45PCTS，房地产投资的加速下行，叠加制造业投资和基建投资增速不同程度的趋缓，带动固投增速较3月趋缓。

3.3、4月制造业投资增速较3月降低，主因疫情冲击和原材料价格高位运行：2022年4月，制造业投资+6.39%，较3月-5.55PCTS。4月制造业投资增速的下降，主要原因在于疫情冲击和原材料价格高位运行下制造业的预期边际转弱，投资需求受到压制。往后看，5月开始，疫情已现缓和趋势。从高频数据看，公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数及整车货运流量指数等物流指数自4月中下旬以来持续改善，物流阻塞对制造业生产和需求的干扰持续减弱，制造业预期有望边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计制造业投资仍将保持较强的韧性。

3.4、4月房地产投资下行幅度加大，继续拖累固投增速：2022年4月，房地产投资同比-10.07%，较3月-7.68PCTS。4月房地产投资数据继续筑底，除房屋竣工下滑幅度略有减小外，无论是房企施工、居民购房或是房企购地均呈现继续下滑态势。5月前两周，30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积仍在同比下滑，下滑幅度均超过4月水平，居民购房和房地产商购地仍然不积极，此外，100大中城市成交土地溢价率也低于去年较多，5月房地产投资或仍难以企稳。5月15日，人民银行、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，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。5月20日，5年期LPR调降15BP，居民购房成本进一步下降，对应到房地产销售上的具体效果仍需观察。若地产投资持续加速下行，后期不排除有更大的放松调控措施出台的可能。

3.5、4月基建投资增速下降，后续无忧：2022年4月，基建投资增速的下行，一方面与前3月存在一定“抢跑”，挤压4月基建份额有关，同时也受到疫情发酵，开工受限的影响（4月建筑业商务活动指数52.7%，较3月-5.4PCTS）。往后看，基建投资增速无忧。财政部要求6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，在假设对应的发行完成度为70%到90%之间的情况下，5月和6月总计发行专项债大概在1.21万亿元到1.94万亿元之间，平均每月0.60万亿元到0.97万亿元。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

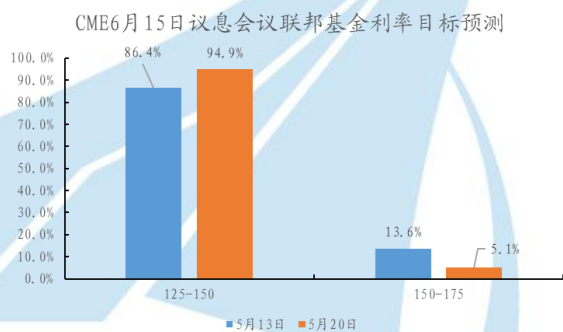
3.6、疫情冲击之下，4月工业增加值同比负增长：2022年4月，工业增加值同比-2.9%，为2020年4月以来首次为负。疫情冲击之下，制造业增加值同比的负增长是4月工业增加值同比为负的主因。4月，随着上海开始实质性封城以及全国多个城市疫情加剧，全国物流网络受到较大程度影响，PMI供货商配送时间指数录得37.2%，为仅次于疫情爆发的2020年2月（2020年2月PMI供货商配送时间指数

32.1%)的历史第2低位。统计局表示,不少企业反映物流运输困难加大,甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅,上下游相关企业生产经营均受到较大影响。制造业处在工业链下游,受到的影响更大,制造业增加值的同比下行,最终带动了4月工业增加值同比为负。往后看,5月开始疫情已现缓和趋势,高频物流指数自4月中下旬以来也在持续改善,疫情对工业生产的扰动缓解之下,预计5月工业增加值同比有望转正。

(4) 后续判断: 4月经济数据或为全年低点, 财政政策发力稳需求的迫切性凸显

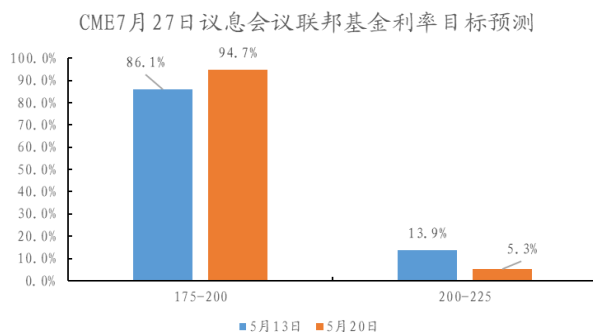
4月经济数据的下滑市场已有一定的预期,工业生产、消费、地产销售及投资等数据的走弱与此前公布的信贷数据之间相互印证。经济下行压力持续加大之下,稳增长政策需要持续发力。从4月金融数据看,居民和企业信用扩张动力受限,为实现稳增长,政府需通过资产负债表扩张稳需求,货币政策层面亦需给予配合。央行近期首提“宏观杠杆率会有所上升”,或预示着未来边际上加大货币宽松力度。但中美周期错配和目前货币市场利率已处低位之下,盲目宽松效果存疑。5月16日,央行对MLF进行等量平价续作,未来央行进一步宽松的时点,或在疫情相对稳定,实体经济内在融资需求复苏后。在货币政策相对受限的情况下,财政政策发力的迫切性进一步凸显,预计后续政府财政会积极加杠杆,通过政府资产负债表扩张来稳住需求。经济数据上,基于全国疫情4月中旬以来持续缓和,4月数据有望成为低点,后续逐步修复。

图表 1: 市场预测美联储 6 月大概率加息 50BP



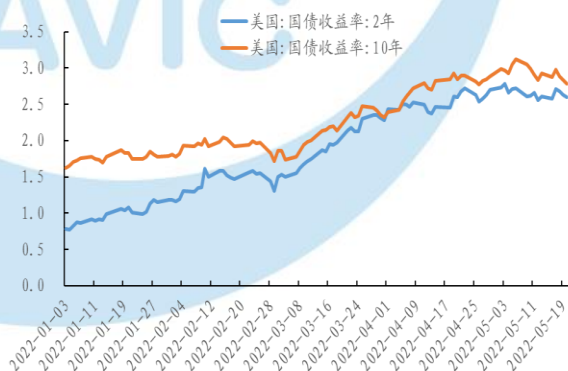
资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 2: 市场预测美联储 7 月大概率加息 50BP



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 3: 美债收益率走势 (%)



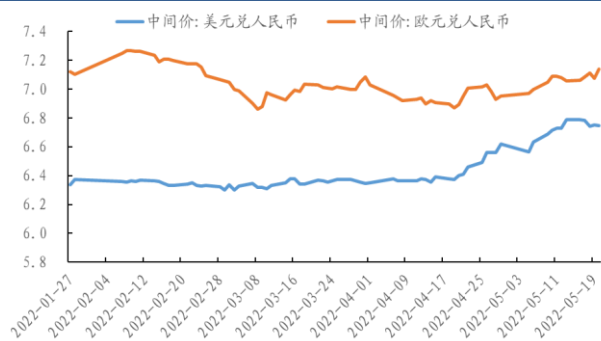
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 美元走势



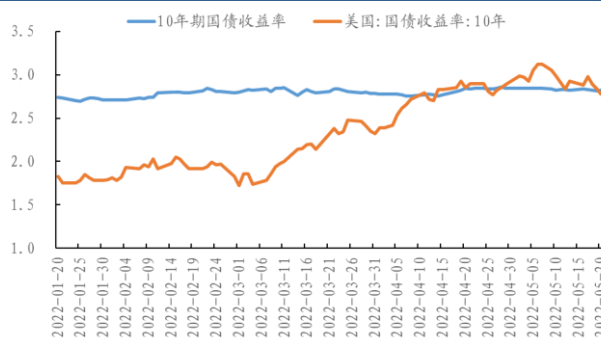
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 人民币汇率走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 5 月 20 日中美利差结束“倒挂” (%)



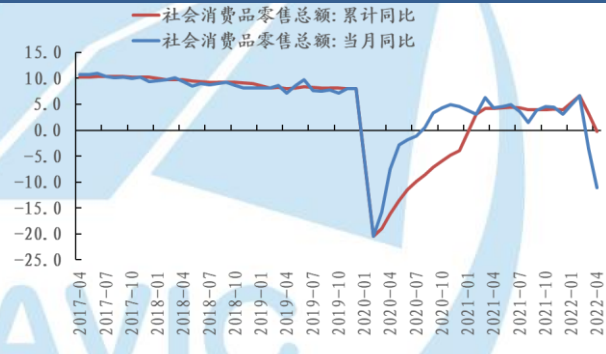
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 美联储历史加息路径

加息周期 起点	初始 联邦基金 利率%	加息周期 终点	最终 联邦基金 利率%	加息幅度%	收益率 曲线 是否倒挂	经济周期 顶峰
1983-3-31	8.50	1984-8-9	11.50	3.00	否	N/A
1988-3-29	6.50	1989-5-16	9.81	3.31	是	1990-7
1994-2-4	3.00	1995-2-1	6.00	3.00	否	N/A
1999-6-30	4.75	2000-5-16	6.50	1.75	是	2001-3
2004-6-30	1.00	2006-6-29	5.25	4.25	是	2007-12
2015-12-16	0.00-0.25	2018-12-19	2.25-2.50	2.25	是	2020-2
6 次紧缩周期平均加息幅度				2.93		

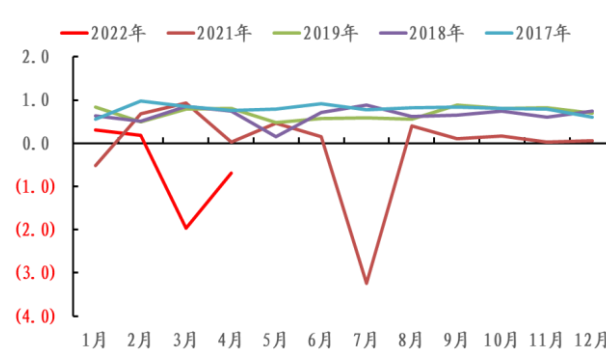
数据来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 中航证券研究所整理

图表 8: 社零同比增速走势 (%)



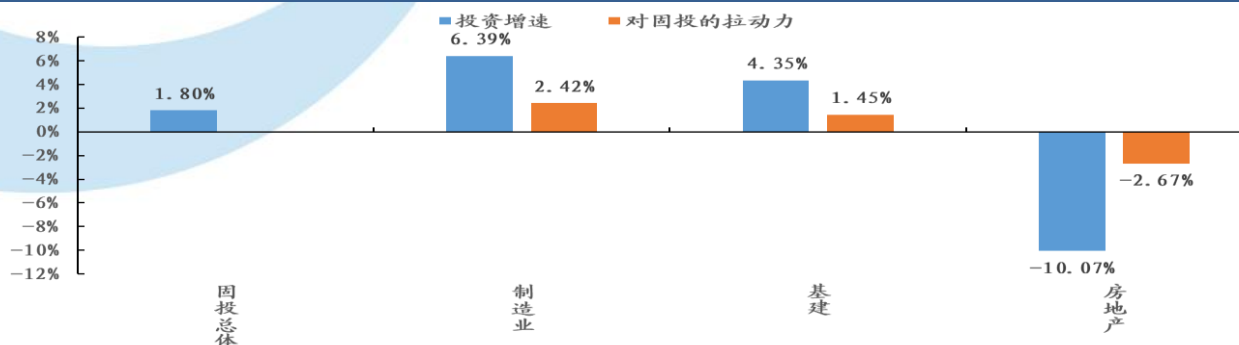
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 9: 社零环比走势 (%)



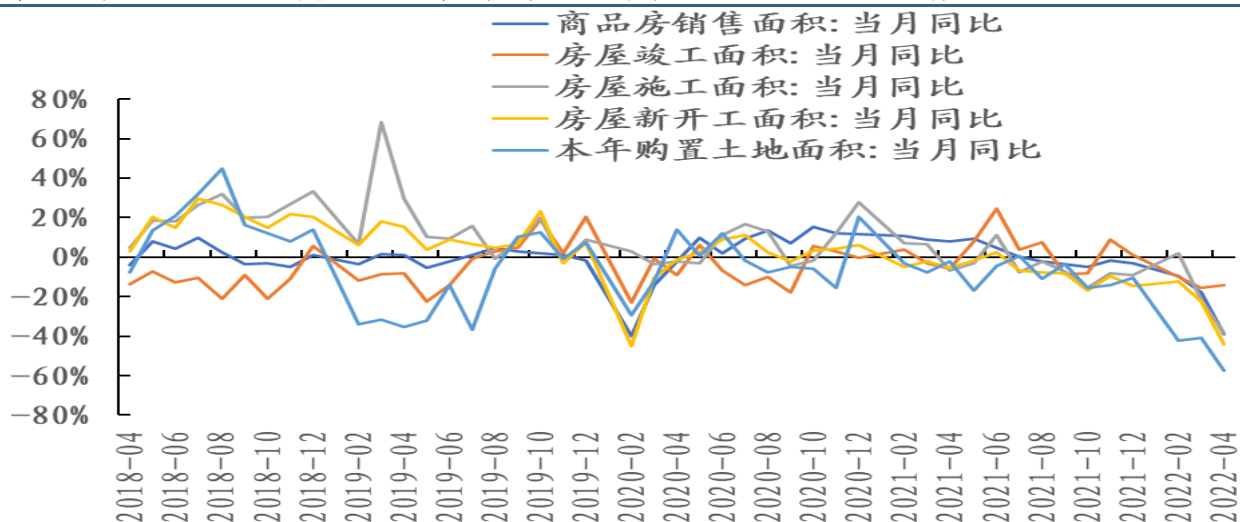
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 2022 年 4 月固投及主要分项投资增速及拉动力



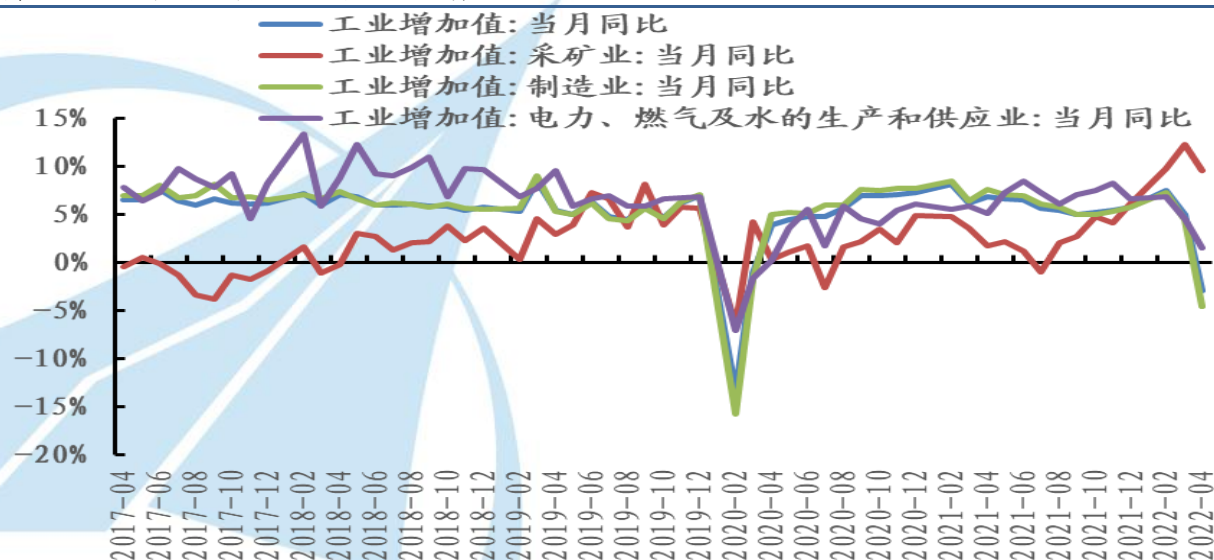
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 房屋施工、竣工、新开工面积, 商品房销售面积及本年土地购置面积当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 12: 工业增加值及其三大子行业同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 13: 4 月物流同比阻塞严重 (%)

— 公共物流园吞吐量指数: 月: 同比

图表 14: 4 月中下旬以来物流逐步改善

— 公共物流园吞吐量指数 — 主要快递企业分拨中心吞吐量指数

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_42130

