

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

相关研究

- 4月经济数据点评：经济在探底，政策要加码
- 暖风持续，谨慎乐观
- 4月物价数据点评：短期通胀无忧，未来持续关注

- 国内疫情整体在边际上持续好转，有新增本土病例的省份已经稳定回落在 10 个以下。在此背景下，高频数据显示经济在延续恢复。同时，政策在延续放松，尤其是房地产政策。此外，美债近期走势较弱，10 年国债收益率自高点的 3.2% 回落超过 40 个 BP 至 2.78%。综合来看，近期形势变化对股市整体利好。
- **疫情边际持续好转，经济修复仍需时间。**本轮疫情持续时间长、影响范围广、涉及城市大、防控措施严，虽然疫情正在持续边际好转，但防疫严格程度仍然处于高位，经济修复尚需时日。观察经济复苏的重要指标房地产，商品房成交面积与往年同期还有较大差距，价格也在走弱，70 大中城市新建商品房住宅价格指数在 4 月同比下降 0.1%，年内首次转负。
- **货币延续宽松，财政持续发力。**央行在 5 月 20 日下调 5 年期 LPR 15 个 BP，超出市场预期，结合央行 5 月 15 日发布的“调整差别化住房信贷政策，下调首套房房贷利率下限 20 个基点”的政策，体现了央行稳定经济尤其是房地产市场的决心。4 月广义财政预算收入大幅下降，一方面因为当月约 8000 亿元的增值税留抵退税，另一方面则与房地产市场的低迷有关，政府性基金预算收入降幅走阔。收入下滑导致财政支出的力度随之减弱。但是，从广义财政赤字绝对量来看，1-4 月财政发力维稳经济的意图明显，加上此前报道的 5-6 月专项债发行计划以及近期市场广泛讨论的特别国债，预计后续财政支出的强度能够维持。
- **A 股反弹，美股走弱。**2022 年 A 股及港股持续调整，当前对利空的敏感性降低，并积累了一定的反弹空间。如果政策暖风持续、疫情影响持续缓和，股市有持续反弹的可能，前期跌幅更大的板块可能反弹幅度更大。短期来看，市场的核心因素还是疫情演进和稳增长进展。本轮股市反弹的高度与之息息相关。与中国资本市场预期经济边际好转不同，美国资本市场出现了交易衰退的情况，上周美股下挫并且美债收益率大幅下行，中美利差倒挂略有缓和。
- **后市展望。**在疫情边际好转、政策边际放松的支持下，市场出现了明显的超跌反弹。反弹的持续性取决于上述两个条件是否延续以及美债是否形成拖累。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望，灵活应对。国债收益率可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复依赖于上述两个条件的边际改善。

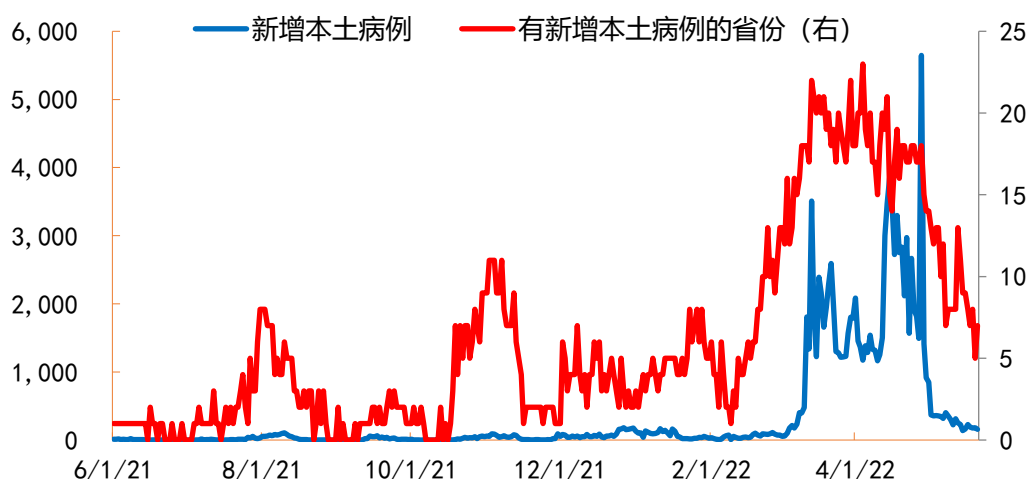
风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

国内疫情整体在边际上持续好转，有新增本土病例的省份已经稳定回落在 10 个以下。在此背景下，高频数据显示经济在延续恢复。同时，政策在延续放松，尤其是房地产政策。此外，美债近期走势较弱，10 年国债收益率自高点的 3.2% 回落超过 40 个 BP 至 2.78%。综合来看，近期形势变化对股市整体利好。

1 疫情边际持续好转，经济修复仍需时间

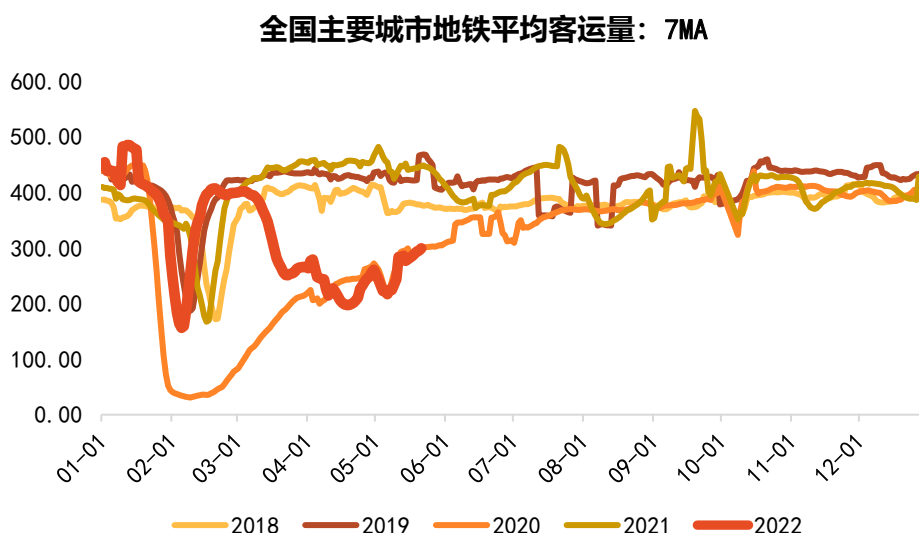
本轮疫情持续时间长、影响范围广、涉及城市大、防控措施严，虽然疫情正在持续边际好转，但防疫严格程度仍然处于高位，经济修复尚需时日。

图 1：国内疫情在缓慢延续好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：全国主要城市地铁平均客运量缓慢复苏



资料来源：Wind, 首创证券

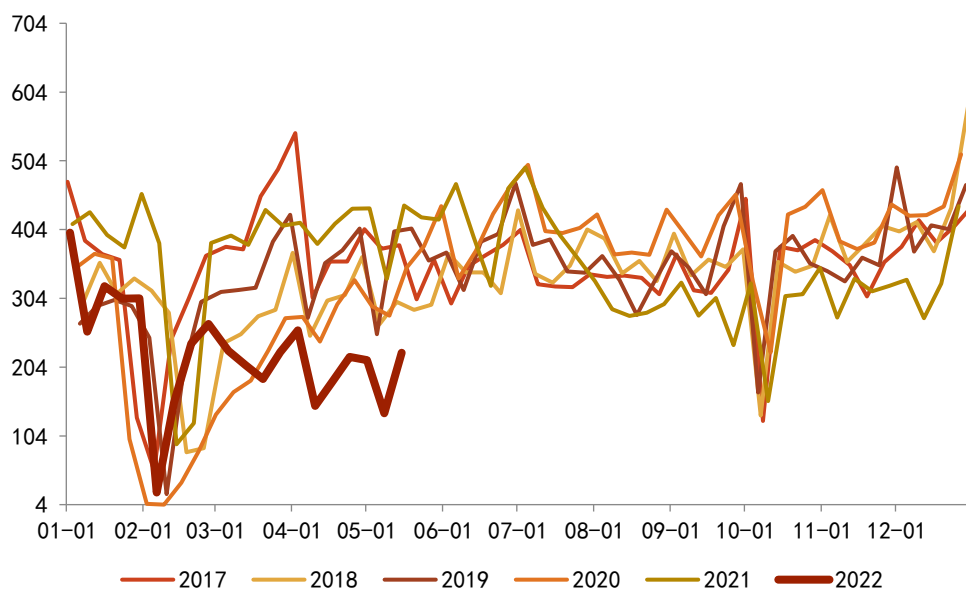
图 3：中国严格指数（月均值）



资料来源: Wind, 首创证券

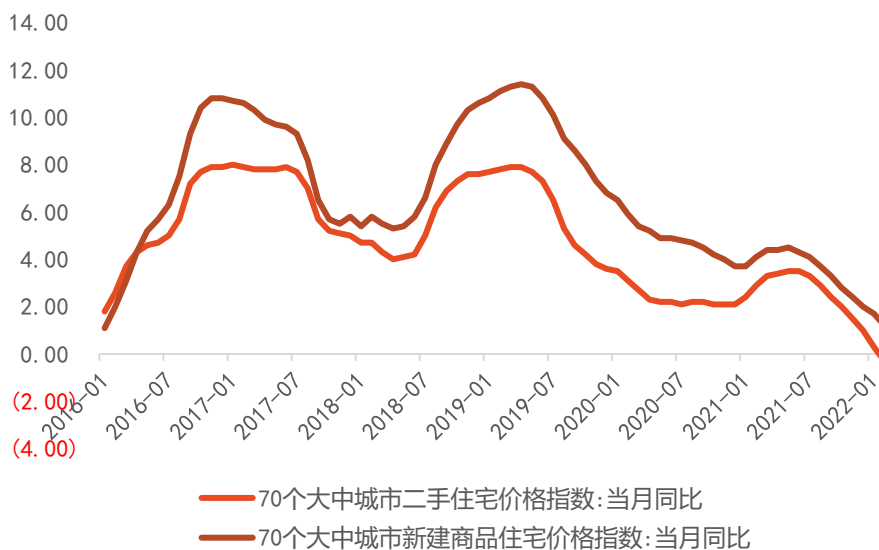
观察经济复苏的重要指标房地产，商品房成交面积与往年同期还有差距，房地产的价格也在持续走弱，70 大中城市新建商品房住宅价格指数在 4 月同比下降 0.1%，年内首次转负。受管控相对较少的二手房价格，同比转负时间更早，下降的幅度也更大。和整体经济一样，房地产的修复也需要时间。

图 4：30 大中城市：商品房成交面积：当周值（万平方米）



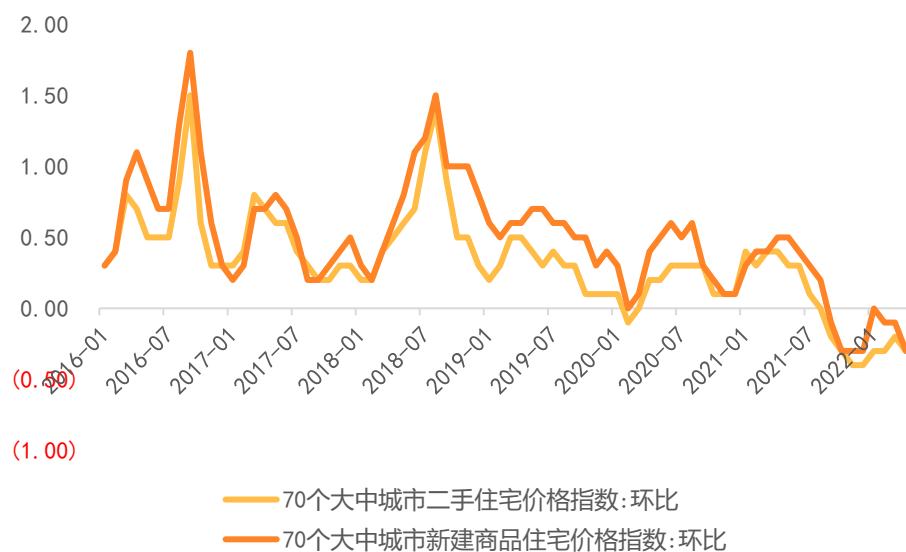
资料来源: Wind, 首创证券

图 5：70 个大中城市住宅价格指数，同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

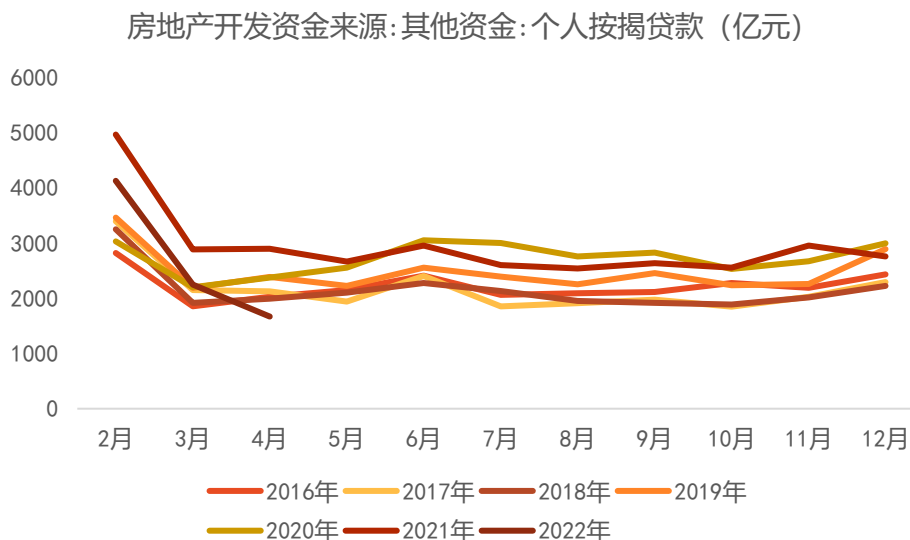
图 6：70 个大中城市住宅价格指数，环比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

房地产销售低迷，在住户端体现为新增中长期贷款同比持续少增，并在今年 2 月和 4 月出现为负的情况，反映了房地产需求端的疲弱。而在企业端，房地产开发资金来源超季节性下行，尤其是个人按揭贷款在 4 月达到了近 6 年来的最低值。与之相对应，螺纹钢持续超季节性累库。

图 7：房地产开发资金来源：其他资金：个人按揭贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

2 货币延续宽松，财政持续发力

4月社融的断崖式下滑，特别是居民户新增人民币贷款再次转负，可能是推动中国人民银行在5月20日下调5年期LPR的主要原因，但是一次下调15个BP仍然超出市场预期。以往央行单次调降5年期LPR的幅度通常为5个BP，即使在疫情爆发的2020年，一次调降的最大幅度也仅为10个BP。由此可见，本次5年期LPR下调，以及央行5月15日发布的“调整差别化住房信贷政策，下调首套房房贷利率下限20个基点”的房地产政策，均体现了央行稳定经济尤其是房地产市场的决心。

表 1 12月6日以来央行主要货币政策

时间	内容
2022年5月20日	央行下调5年期LPR15bp
2022年5月15日	调整差别化住房信贷政策，下调首套房房贷利率下限20个基点
2022年5月4日	增加1000亿元专项再贷款额度 支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力
2022年4月29日	开展普惠养老专项再贷款试点，普惠养老专项再贷款试点额度为400亿元，利率为1.75%，期限1年，可展期两次
2022年4月28日	设立科技创新再贷款，科技创新再贷款额度为2000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期两次
2022年4月25日	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%。
2022年4月15日	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。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。
2022年1月20日	5年期LPR下调5bp，为近20个月首次，1年期LPR下调10bp
2022年1月17日	MLF和OMO利率各下调10bp，MLF超额续作了2000亿元
2022年1月1日	人民银行实施两项直达工具接续转换加大对小微企业支持力度。

2021 年 12 月 20 日

2021 年 12 月 1 年期 LPR 下调 5BP

2021 年 12 月 9 日

自 2021 年 12 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 7% 提高到 9%。

2021 年 12 月 7 日

人民银行决定下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点

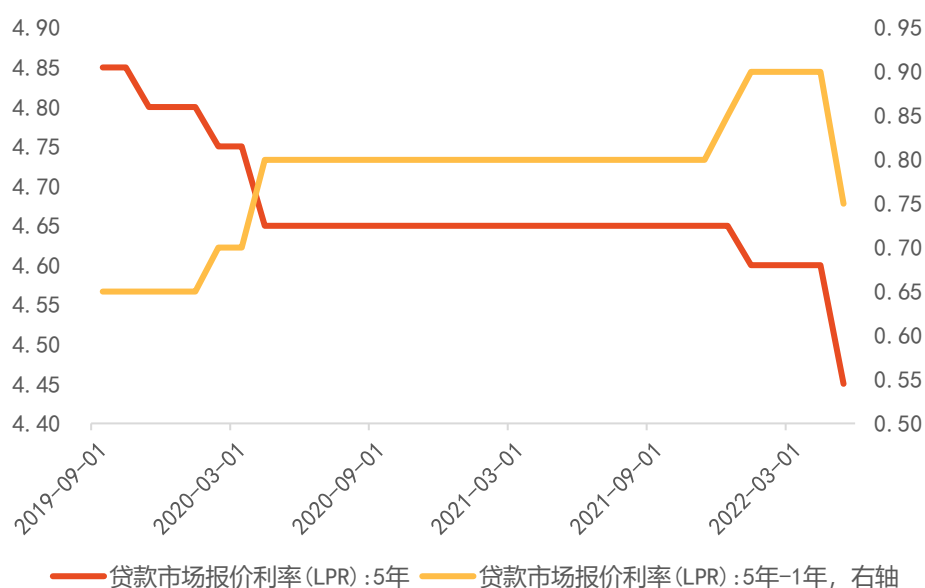
2021 年 12 月 6 日

人民银行决定 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：中国人民银行，首创证券

本次调整后，1 年期、5 年期 LPR 分别为 3.7% 和 4.45%。如果以 5 年期与 1 年期 LPR 的差值为衡量标准，当前二者之差为 75 个 BP，与 2020 年 1 月的 65 个 BP 相比，5 年期 LPR 还有约 10 个 BP 的调降空间。

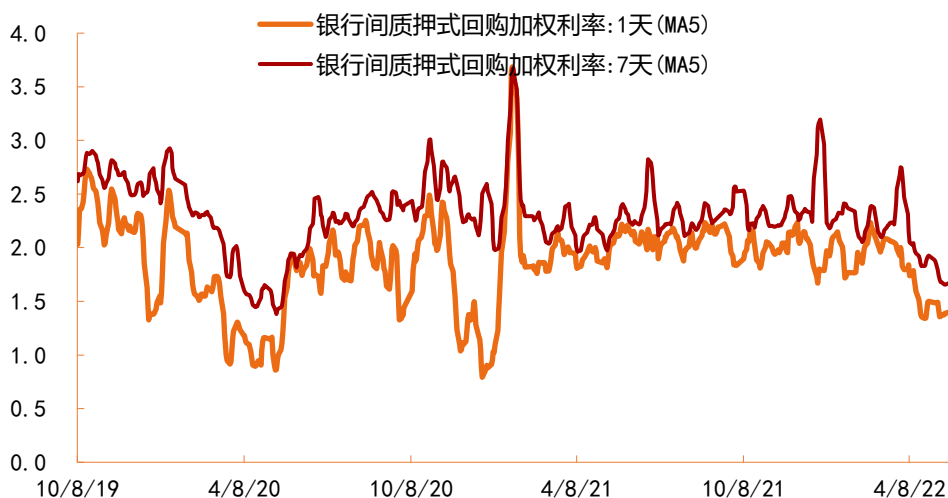
图 8：贷款市场报价利率：LPR (%)



资料来源：Wind，首创证券

本次 5 年期 LPR 大幅调降的原因，在央行一季度货币政策报告中有迹可循。一季度货币政策报告在“建立存款利率市场化调整机制”专栏提到，4 月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，银行将自主参考“10 年国债到期收益率”和“1 年期 LPR”来合理确定存款利率”，存款利率市场化调整机制推动了银行资金成本下行。

图 9：银行间质押式回购加权利率持续走低

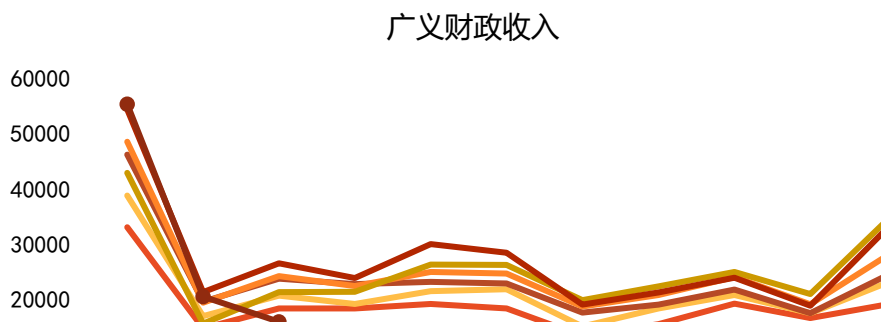


资料来源：Wind, 首创证券

5月17日财政部披露4月份财政收支情况，整体看，广义财政支出有所放缓，广义财政收入大幅下滑。4月广义财政收入大幅下降，一方面因为当月约8000亿元的增值税留抵退税，另一方面则与房地产市场的低迷有关，政府性基金收入降幅走阔。收入下滑导致财政支出的力度随之减弱。

但是，从广义财政赤字绝对量来看，1-4月财政发力维稳经济的意图明显，加上此前报道的5-6月专项债发行计划以及近期市场广泛讨论的特别国债，预计后续财政支出的强度能够维持。

图 10：广义财政收入（亿元）



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_42149

