

经济增长承压 期指止跌期债上行

【策略观点】

二季度由于京沪疫情影响，经济下行压力增加，尤其对需求端构成较大压力。及至6月京沪疫情料将收尾，之后国内疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。

期指5月止跌反弹、震荡整理。由于国内疫情形势复杂与外部波动风险仍存，当下基本面并不支持行情反转，同时当前政策面向好，政策底的支撑力度较强，继续向下调整的空间亦有限。后市大概率进入底部震荡。

期债5月份震荡上行，全线上涨。后市央行货币政策将保持宽松。然疫情好转之后，市场宽信用预期将会走强，继续压制利率债价格。整体判断期债后市延续偏多震荡，央行货币政策动向或成为期债方向性指引。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76号

许雯
电话：010-84555101

邮箱
xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3023704

投资咨询资格号
Z0012103

【目 录】

一、经济下行风险增加.....	1
（一）、PMI 继续回落	1
（二）、工业生产明显承压.....	2
（三）、需求端压力增加.....	3
1、投资增速回落.....	3
2、消费承压下行.....	5
3、进出口增速回落.....	6
（四）、CPI 回升 PPI 回落	7
（五）、宏观经济展望.....	8
二、股指期货下跌.....	8
（一）、期指 5 月行情回顾.....	9
（二）、两融余额止跌.....	10
（三）、标的指数估值下降.....	10
（四）、基差收敛波动降低.....	11
（五）、期指后市行情研判.....	12
三、国债期货高位上行.....	12
（一）、期债 5 月行情回顾.....	12
（二）、现货市场上涨.....	13
（三）、资金面宽松.....	14
（四）、期债后市行情展望.....	14
风险揭示:.....	15

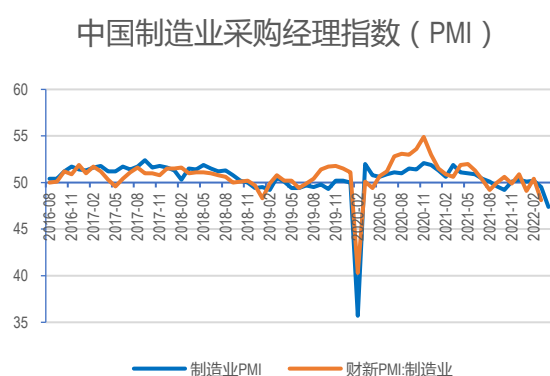
一、经济下行风险增加

在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，2022 年一季度的经济数据好于去年四季度，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 4、5 月份上海、北京两地疫情，期间的消费需求受到冲击，也对我国二季度的经济增长造成负面影响，尤其对需求端构成较大压力。及至 6 月京沪疫情料将收尾，之后国内疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。

（一）、PMI 继续回落

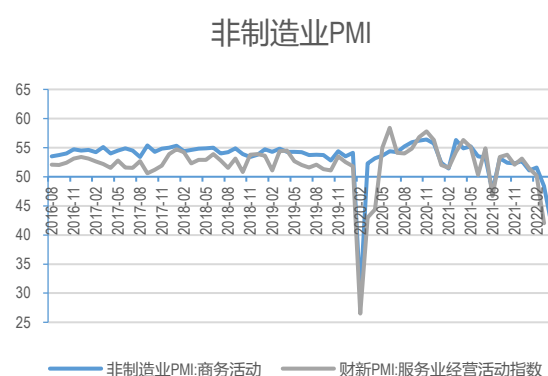
4 月份制造业、非制造业 PMI 继续回落，经济景气度下滑，4 月份上海疫情形势严峻，对经济的影响较大。制造业上下游价格普遍上涨而需求疲弱，中下游企业压力上升，上下游行业分化严重。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

2022 年 4 月制造业、服务业 PMI 均下降，处于荣枯线下方，供需两端同步走弱，景气度弱于季节性，价格指数继续反弹。4 月官方制造业 PMI 为 47.4%，较 3 月下降 2.1 个百分点。制造业 PMI 下降符合市场预期、明显弱于以往旺季特征，显示制造业景气下降，经济底部企稳回升的压力与风险仍存。

从分类指数来看，各项指标全线回落，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数全部处于荣枯线下方。其中生产指数为 44.4%，较 3 月下降 5.1 个百分点，为连续 4 个月下降，生产活动放缓、进入收缩；新订单指数为 42.6%下降 6.2 个百分点，制造业需求下滑；原材料库存指数 46.5%下降 0.8 个百分点，原材料库存继续下降；从业人员指数为 47.2%下降 1.4 个百分点，用工方面景气较低；供应商配送时间指数 37.2%下降 9.3 个百分点，原材料供应交货时间延长。

进出口重要指标显示，制造业新出口订单指数 41.6%下降 5.6 个百分点，进口指数为 42.9%下降 4 个百分点，进出口指数均处于收缩区间。外贸高位回落的风险逐渐积累，今后外贸面临的不确定因素增加。

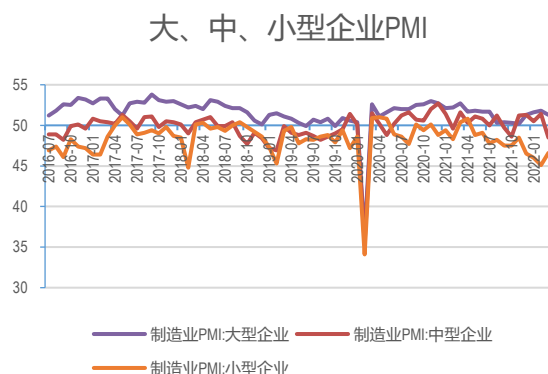
两个重要价格指数显示工业品价格有所反弹。原材料方面主要原材料购进价格指数为 64.2%，较 3 月回落 1.9 个百分点，原材料价格涨势放缓。产成品方面，出厂价格指数为 54.4%，回落 2.3 个百分点，也处于扩张区间。上游价格反弹总体强于中下游。若后期的终端需求不足，则价格上涨的长期支撑不足。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

4 月大型企业 PMI 为 48.1% 比上月下降 3.2 个百分点，中型企业 PMI 为 47.5% 比上月下降 1 个百分点，小型企业 PMI 为 45.6% 下降 1 个百分点。3 月份中型企业由扩张区间跌入收缩区间之后，4 月份大型企业也回落入收缩区间，可见个类型企业受到的压力都比较大。不同规模类型的企业景气走势分化，符合市场头部化预期的特征。大型企业的景气度高于中小型企业，小企业较长时间处于收缩区间，在经济下行过程中小企业受到的负面影响最大，而且长期没有显著改善。

4 月官方非制造业 PMI 为 41.9%，较 3 月下降 6.5 个百分点，非制造业收缩，其中服务业继续走弱、建筑业走弱但还在荣枯线上方。服务业指数 40%，较上月下降 6.7 个百分点，服务业受疫情的影响最大，出行、餐饮、零售、地产等行业全线承压；信息、金融等行业景气度尚可。建筑业指数 52.7%，下降 5.4 个百分点，基建需求回升对经济起到托底作用。

（二）、工业生产明显承压

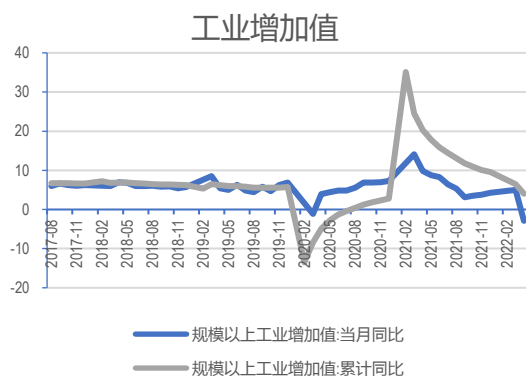
生产方面，上工业增加值增速回落，工业生产走弱。1-4 月中国规模以上工业增加值同比增长 4%，较 1-3 月增速下降 2.5 个百分点。4 月份单月规模以上工业增加值同比下降 2.9%，较 3 月份下降 7.9 个百分点。今年开年工业生产延续了回升态势，但 3、4 月份受疫情影响有所下滑。整体来看生产端表现仍有较强韧性，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看 4 月份采矿业增加值同比增长 9.5% 较 3 月下降 2.7 个百分点，制造业下降 4.6% 回落 9 个百分点，电热燃气水增长 1.5% 下降 3.1 个百分点。上游生产维持强势，制造业承压回落幅度较大。41 个行业大类中有 18 个行业增加值保持同比增长，较 3 月减少 19 个；617 种产品中有 169 种产品同比增长，较上月减少 135 个。原煤、原油、天然气等上游生产保持了较高景气；电子、计算机、通讯等行业增加值保持正增长；水泥、粗钢、焦炭、汽车、火电等为负增长。

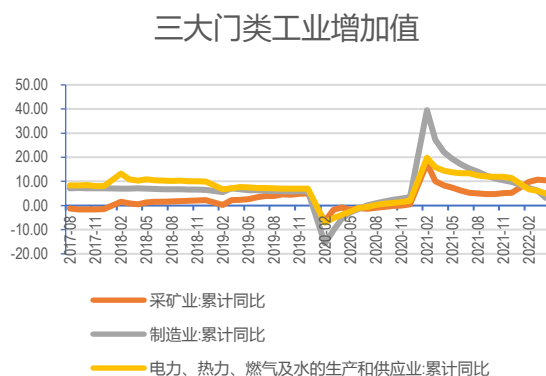
疫情对生产端的压力较为明。二季度进入传统生产旺季，生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 5：工业增加值

图 6：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind，国元期货

（三）、需求端压力增加

1、投资增速回落

投资方面，固定资产投资增速回落。投资主要构成中房地产开发投资处于低位、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提速。

1-4 月中国固定资产投资 15.35 万亿元，同比增长 6.8%，增速较 1-3 月下降 2.5 个百分点。按投资主体看民间投资 8.69 万亿元，同比增长 5.3%，下降 3.1 个百分点。分产业看，第一产业投资 3829 亿，同比增长 5.8%；第二产业投资 4.76 万亿，同比增长 12.6%；第三产业投资 10.21 万亿元，同比增长 4.3%。增速分别较 1-3 月下降 1、3.5、2.1 个百分点。制造业投资增速较高但下降较快，提振整体投资增速；地产投资增速仍偏低拖累作用较大。市场对年内基建投资托底的预期偏正面，疫情好转后投资增速企稳的概率大。

制造业投资方面，1-4 月制造业投资同比增长 15.6%，较 1-3 月下降 3.4 个百分点。受疫情影响制造业投资增长有所下滑。2022 年制造业企业利润增速下滑，制造业投资的需求支撑下降，或对制造业投资继续高增长构成压力，但由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率由高位平稳回落。

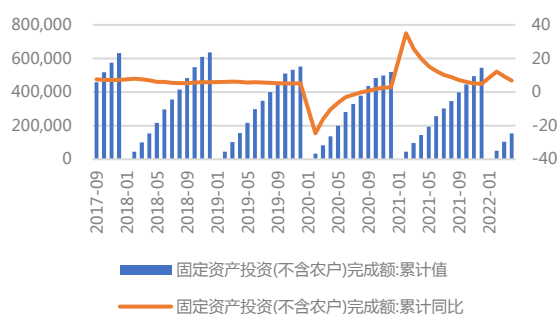
基础设施投资方面，增速保持平稳。1-4 月基础设施投资同比增长 6.5%，较 1-3 月下降 2 个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度增强，基建也是重要发力点。年初的财政投放明显前置，基建起到托底经济、对冲下行压力的作用。

2022 年经济下行压力较大，稳增长的预期较强，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。尤其是在地产链 2022 年大概率收缩的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

图 7：固定资产投资

图 8：基础设施投资

固定资产投资



数据来源: Wind, 国元期货

基础设施投资



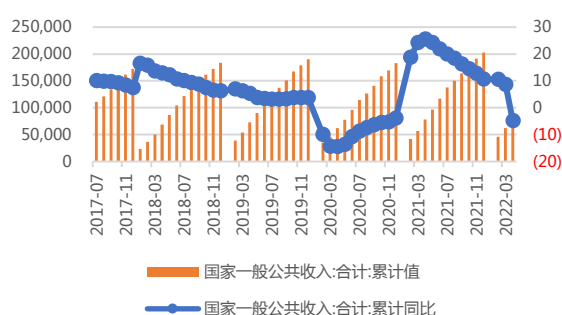
数据来源: Wind, 国元期货

从财政收支来看，财政政策扩张力度加大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-4 月全国一般公共预算收入 7.43 万亿元，同比下降 4.8%，较 1-3 月下降较多，主要是留抵退税因素造成，扣除后同比增长 5%，预算收入平稳下降。其中中央收入 3.46 万亿，同比下降 5.7%，地方收入 3.97 万亿，同比下降 3.9%，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出 8.09 万亿元，同比增长 5.9%，较 1-3 月增速下降 2.4 个百分点，今年财政发力靠前。其中中央一般公共预算本级支出 9636 亿元，同比增长 5%；地方一般公共预算支出 7.13 万亿元，同比增长 6.1%。由于经济下行压力较大，稳增长导向下减税降费、基建发力的诉求较强，但增速下行可能会税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，总体评估财政扩张力度整体上应不低于上年。

图 9：财政收入

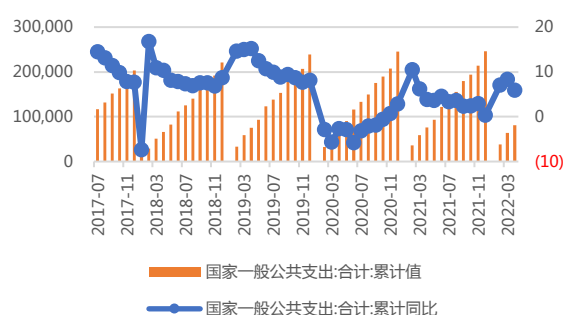
图 10：财政支出

财政收入月度数据



数据来源: Wind, 国元期货

财政支出月度数据



数据来源: Wind, 国元期货

房地产开发投资，增速转负。地产投资收缩状况没有出现明显改善，地产投资增速下降、地产销售降温，土地市场需求下降。2022 年 1-4 月中国房地产开发投资 3.92 万亿，同比下降 2.7%，较 1-3 月增速下降 3.4 个百分点。据媒体报道多个大型房企出现经营困难，开发商经营预期转向悲观，地产投资增速加速回落。

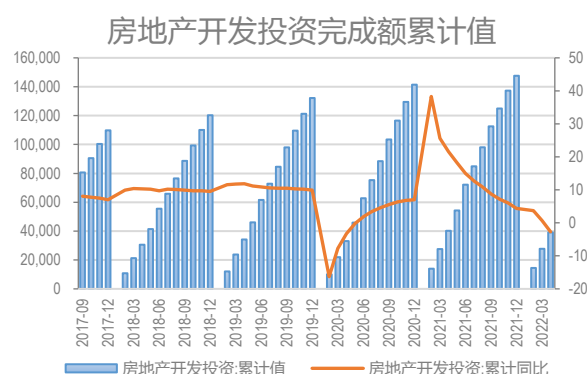
施工方面，1-4 月房屋施工面积 81.86 亿平方米，同比持平，增速较 1-3 月下降 1 个百分点；新开工面积 3.97 亿平方米，同比下降 26.3%，降幅扩大 8.8 个百分点；竣工面积 2.00 亿平方米，同比下降 11.9%，降幅扩大 0.4 个百分点。新开工清淡，竣工压力增加，地产行业整体压力较大使得开发商保竣工的能力下

降。

销售方面，1-4 月商品房销售面积 3.98 亿平方米，同比下降 20.9%，较 1-3 月降幅扩大 7.1 个百分点。销售额 3.78 万亿元，同比下降 29.5%，降幅扩大 6.8 个百分点。销售增速大幅放缓。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

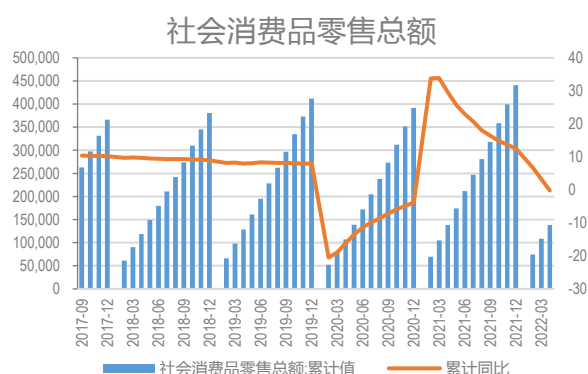
市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。年内房地产投资增速大概率处于低位。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind，国元期货

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，国元期货

整体来看，2022 年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于 2021 年。2022 年房地产投资增速难以提升，不排除全年投资增速负增长的可能性。基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速保持较快增速或能够对冲房地产投资的下滑影响。政策支持、扶持领域的主动性投资需求保持强劲，扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用。

2、消费承压下行

消费方面，社会消费品零售总额增速大幅下滑。今年 1-2 月份消费数据较去年年末走强，消费领域表现好于市场预期。基数与价格因素也有正面贡献。3、4 月份深圳、上海、吉林等多地出现疫情，对消费领域的打击比较大，社零增速大幅下滑。

2022 年 1-4 月社会消费品零售总额 13.81 万亿，同比下降 0.2%，较 1-3 月下降 3.5 个百分点。4 月单月社销总额 2.95 万亿，同比下降 11.1%，较 3 月份降幅扩大 7.6 个百分点。本土疫情多发，4 月形势严峻，对消费的影响增加。1-4 月网上商品和服务零售额，同比增长 3.3%，较 1-3 月下降 3.3 个百分点，疫情使居民消费行为发生了结构性地改变，网络零售保持正增长，增速回落但经营状态仍好于线下。

居民收入对消费有比较大的影响，一季度全国居民人均可支配收入 10345 元，同比名义增长 6.3%，实际增长 5.1%，分别较去年四季度下降 2.8、3 个百分点。全国居民人均消费支出 6396 元，同比名义增长 6.9%，实际增长 5.7%，分别较去年四季度下降 6.7、6.9 个百分点。居民收入对消费走向有比较大的影响，居民就业、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费支出有一定的抑制作用。4 月份全国城镇调查失业率上升至 6.1%，较 3 月的 5.8% 提高 0.3 个百分点，疫情影响下就业压力增加。因疫情等因素对居民就业、

收入方面的影响还比较大，消费或继续表现偏弱。

3、进出口增速回落

2022 年开年进出口维持了高景气，3、4 月份由于内外各方面因素综合作用进出口增速高位回落。欧美等国多数放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求总体较强。各国已经开始着手疏通供应链不畅的问题，当地产出供应约束好转，部分产业链有向越南等东南亚国家转移的倾斜。但即使受到疫情影响，我国在全球产业链、供应链中仍具有相对优势，进出口领域韧性较强。

2022 年 4 月进出口增速有所回落，但韧性仍在。2022 年 1-4 月中国进出口总值 12.58 万亿，同比增长 7.9%；出口 6.97 万亿，同比增长 10.3%；进口 5.61 万亿，同比增长 5%。增速较上月、去年同期均有所回落。在内外压力下、在去年的高基数上能够实现增长，可见外部需求仍有韧性，外贸景气不弱，此外价格因素对于增长外贸的贡献也较高。值得注意的进口走弱的速度偏快，反映内需压力较大。

4 月份单月中国进出口总值 3.16 万亿，同比增长 0.1%；出口 1.74 万亿，同比增长 1.9%；进口 1.42 万亿，同比下降 2%。随着海外供应链逐步疏通，出口增长动能有所下降，但依然保持韧性；进口转弱则受到国内疫情的影响，内需走弱。

出口方面，各个大类出口增速均或多或少走弱，其中机电产品对出口增长的贡献下降，由于海外解封后对防疫物资需求下降，防疫用品对出口增长的贡献也有所下降。纺织品、塑料制品、农产品等品类增速还处于高位，家电、手机、家具等增速较低。

4 月对美、欧盟、日、东盟出口同比增速分别为 9.42%、7.91%、-9.37%、7.58%，分别较 3 月下降 12.96、13.52、19.10、2.8 个百分点，防疫对出口有一定影响。进口方面，3 月份我国进口主要商品量减价增，国内大宗商品进口价格普遍高于往年。原油、煤炭、天然气、塑料、钢材等进口量下降。内需走弱受到市场关注。

3 月份之后进出口增速回落。2022 年全球经济增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下 2022 年进出口增速应较 2021 年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，进出口有望保持正增长。

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_42454

