

## 政策步伐需加大，价格走高导致企业利润下行

### 宏观资产负债表摘要：

**【央行端】4月降准降息可期：**2月央行资产负债表总规模走阔，对存款性公司债权增量是主因。3月MLF继续加量不加价，静待二季度最佳宽松窗口期。我们认为，后续经济增长数据出现不及预期的苗头时，总量型货币政策仍可期待，因此二季度仍有宽松窗口期。当前地产持续下行趋势，不排除调降5年期LPR释放政策信号，助力地产销售。此外，降准能够直接降低银行负债端成本，当前银行净息差仍在低位，若降准可以为银行后续继续让利实体经济增大空间。

**【银行端】信用未稳，仍需宽松货币政策发力：**从商业银行资产负债表的角度来看，商业银行对政府债权部分在去年9月出现边际好转后企稳，体现当前财政发力对经济的拉动。同时2月实体企业端的融资情况未能延续1月的强势，体现出当前信用不稳；后续宽信用能否如期到来还需要3月信贷数据的支持；而居民融资持续疲软走势，仍受地产拖累。后续来看，当前国内经济受疫情影响较大，海外地缘争端尚未和平解决，后续仍需宽货币政策落地推动信用走好。

**【财政端】2月财政收支明显加快，靠前发力：**展望二季度，减税政策将获升级，保市场主体政策持续发力。2022年政府工作报告中提出，预计全年为中小企业提供的减税降费金额增长逾一倍，达2.5万亿元。同时，此前深圳疫情与当前上海疫情都对国内上半年经济造成较大的负面影响，因此，自3月以来上海、深圳等地相继推出多项助力企业纾困政策，以求为小微企业降低成本，进一步实现稳增长。我们认为随着各项减税政策的落地，二季度财政收入增速将有所放缓，而财政支出将持续高位。

**【企业端】2月PPI受地缘冲突扰动大，企业利润结构改善被打断：**近期受俄乌局势引发的全球原油价格大幅上涨影响，预计3月后PPI同比增速回落可能慢于预期。不过随着后续俄乌谈判和平落地，原油价格可能逐步接近峰值，预计下半年商品价格将加快回落。此前工业企业利润上下游结构改善的状态被PPI持续高位所打断，后续上下游盈利不均衡的局面料将在上半年持续。当前国内疫情多点散发，形式仍然严峻，预计对3月和4月工业企业营收与利润造成较大冲击。我们认为工业企业主动去库存周期仍将持续，营收短期难出现反弹。

**【居民端】三四线城市政策松绑，政策有望在供需两端加大发力：**当前房地产市场承压较大的三四线城市相继对限购限售松绑，预计后续更多的需求端调控放松将出台。后续来看，在房企融资政策持续纠偏，央行释出信号表示房地产信贷将适度修复，维持合理区间。我们预计2022年二季度房地产销售、开工以及房地产投资同比将出现回暖，一方面由于高基数影响消散，另一方面收到政策供需两端推动，帮助房地产信贷修复。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

相关研究：

[加大宏观政策实施力度，关注外部因素扰动](#)

2022-02-28

[关注一月信贷情况与地产政策力度](#)

2022-02-06

[供给冲击缓解，静待内需发力](#)

2022-01-04

[关注“胀”缓解后政策对“滞”的拉动](#)

2011-11-01

[关注货币政策对大额流动性缺口的应对](#)

2021-10-10

[跨周期政策：稳货币，宽财政与定人心](#)

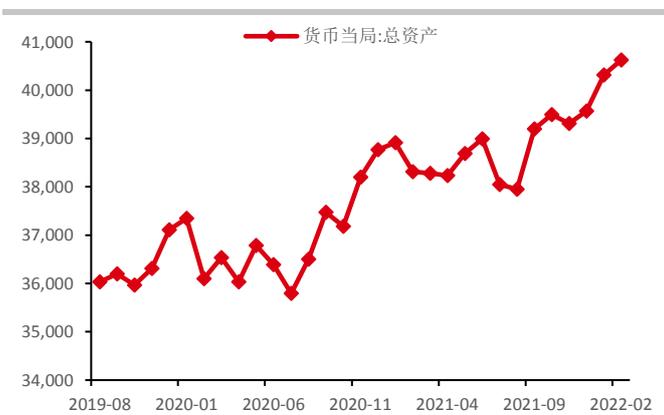
## 央行端：4月降准降息可期

2月央行资产负债表总规模走阔，对存款性公司债权增量是主因

从近期公布的最新央行资产负债表来看，2月央行资产负债表规模走扩，总资产较1月扩表3104亿元。从资产端来看，2月外汇占款录得213262.4亿元，较上月小幅上行61.8亿元，同比增速0.77%，环比有所回落。自2020年11月以来银行结售汇经常项顺差与资本与金融项顺差持续走高与央行外汇占款增量走势基本相似，持续高增主要由于疫情反复背景下欧美国家产业链修复进程缓慢，出口增长具有韧性。但2月银行结售汇顺差与央行外汇占款增量明显走低，主要受到美联储加息预期增长叠加中美经济周期错位影响，人民币升值预期减弱，导致银行结售汇顺差出现收窄。2月对其他存款性公司债权存量为137638.4亿元，环比上涨2938.2亿元，同比增速为10.66%，是当月扩表的主要推动力。具体来看，2月MLF净投放1000亿元，逆回购零净投放零净回笼，SLF净投放27.1亿元，其余增量为包含绿色再贷款在内的非公开工具，约1900亿元。2月央行MLF平价超量续作1000亿元，市场利率平稳运行。2月为年初春节后首月，资金面需求有所减缓，货币市场流动性维持平稳。同时，当月其他资产项资产录得23399.4亿元，较上月小幅增长23.38亿元，基本维持平稳。从负债端来看，

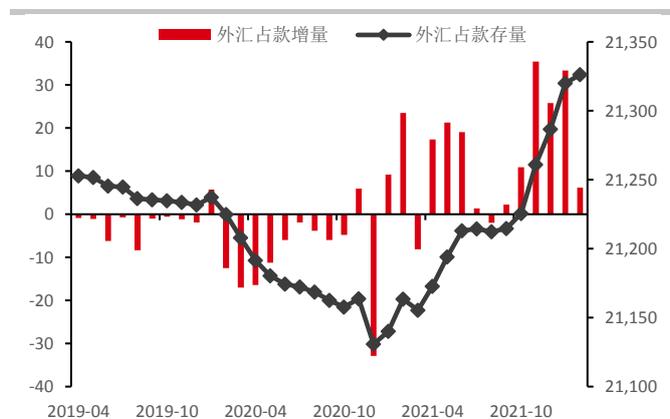
从负债端来看，2月货币发行项为104182.46亿元，较上月环比减少7694.2亿元，上涨趋势被打断。根据2月金融数据，春节后实体端现金需求回落，结合春节错位效应，2月M0余额出现大幅回落，环比减少8961亿元，同比5.8%，较上月回落12.7个百分点，对货币发行项的负面拉动较大。此外，2月其它存款性公司存款项目录得204313.02亿元，环比上涨10033.1亿元。节后存款需求回升明显，导致商业银行对央行存款项目出现回升。

图1： 2月央行总资产规模小幅走阔（十亿元）



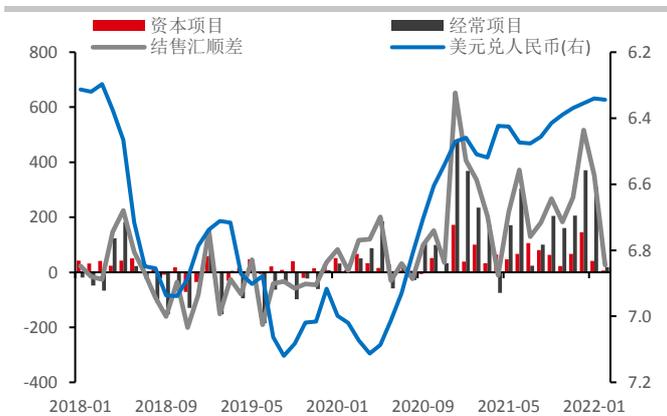
数据来源：wind 华泰期货研究院

图2： 2月外汇占款受出口影响持续增长（十亿元）



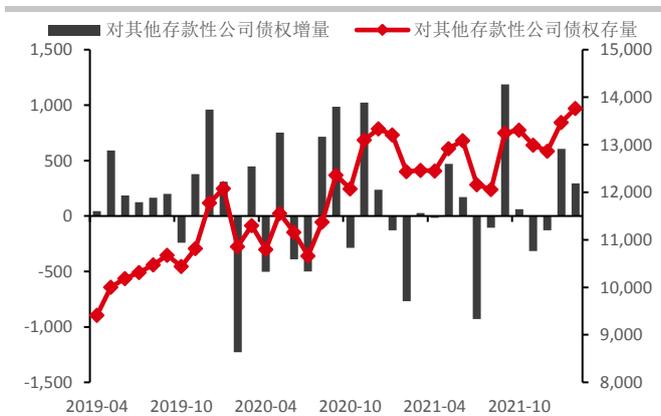
数据来源：wind 华泰期货研究院

图3: 2月银行结售汇延续大额顺差(亿元, 逆序)



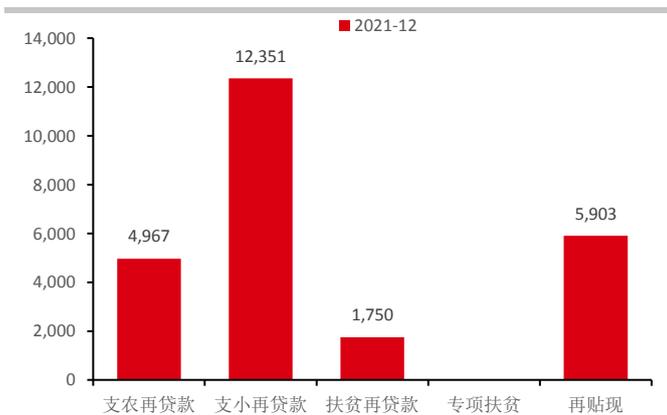
数据来源: wind 华泰期货研究院

图4: 2月货币市场小幅净投放, 对其他存款性公司债权环比增长(十亿元)



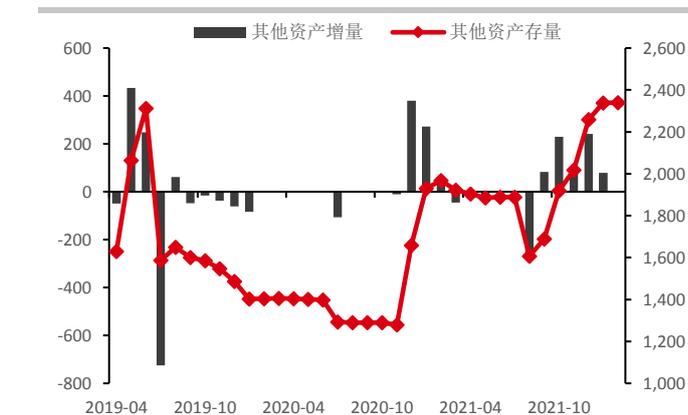
数据来源: wind 华泰期货研究院

图5: 21年四季度再贷款再贴现工具情况(亿元)



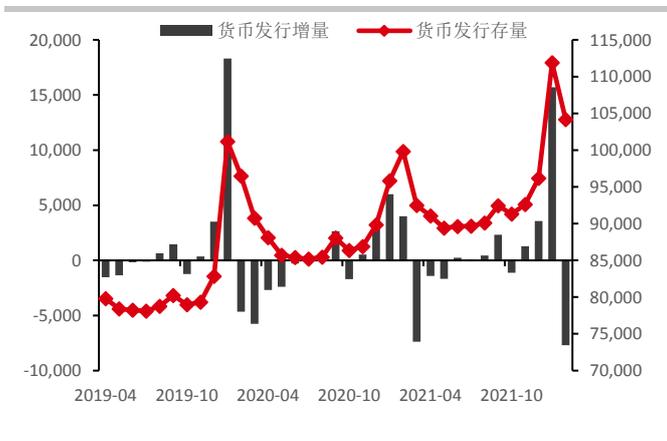
数据来源: wind 华泰期货研究院

图6: 2月央行其他资产项基本维持不变(十亿元)



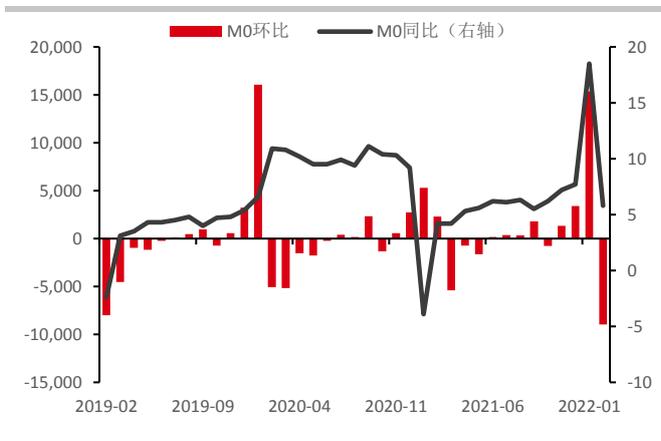
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 7: 2月货币发行出现较大回落 (亿元, 亿元)



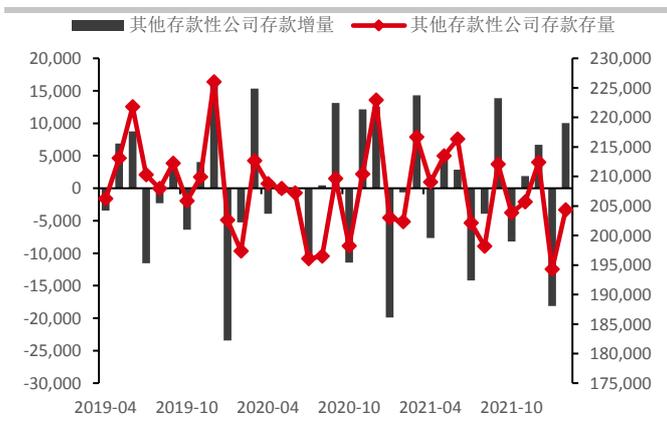
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 8: 2月M0同比与环比增量季节性因素影响出回落 (亿元, %)



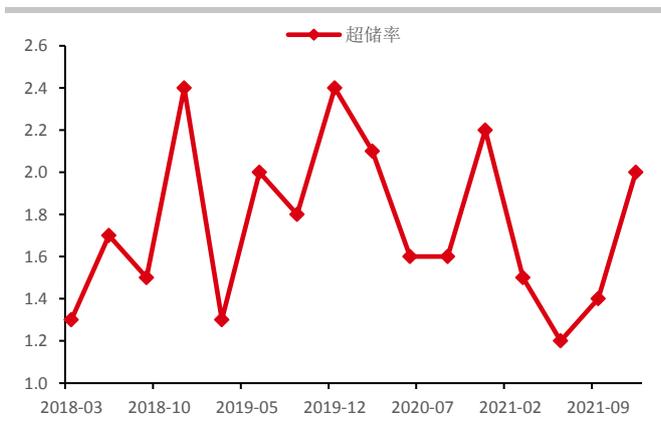
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 9: 节后存款需求明显回升, 2月其他存款性公司存款有所回升 (亿元, 亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 12月受降准影响超储率回升明显 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

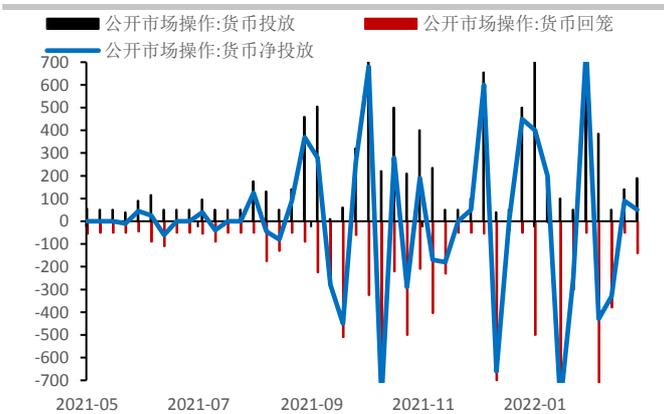
### 3月MLF继续加量不加价，静待二季度最佳宽松窗口期

**MLF与LPR调降双双落空，央行总量宽松操作较为谨慎。**3月15日，央行超量续作2000亿元MLF，实现净投放1000亿元，利率维持持平。20日公布1年期与5年期LPR未调降，连续两个月持平，市场3月降息预期全面落空。由于2月经济数据好于市场预期，需求端出现回升，基建拉动投资较多，因此央行未对MLF降息。在此背景下，由于银行端净息差处于历史低位，且银行缺乏稳定的负债来源，银行不主动压缩LPR加点符合预期。同时，由于LPR降息具有全市场普适性，政策信号意义明显，因此央行在引导LPR降息是顾虑较多。当前，在内部疫情持续扰动、外部俄乌争端未平、美联储开启加息的背景下，内外局势均存在较大的变数，并非最佳降息时期，开启全面宽松政策助力稳增长的性价比不高。

**结构性宽松政策率先落地，直达支持小微企业。**今年政府工作报告中对货币政策提出“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持”。我们认为当前货币政策没有强烈的放水意愿，主要采用实体直达和信贷定向操作。“预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元，退税资金全部直达企业”。21日，财政部下达2022年支持小微企业留抵退税有关专项转移支付财力补助4000亿元，用于地方保障小微企业增值税留抵退税，为小微企业雪中送炭，激发企业发展活力。增值税留底不退将长期占用企业现金流，成为企业负担，该项财政直达政策可以更便捷增加企业现金流，刺激小微企业进行新的资本开支，创造活力。

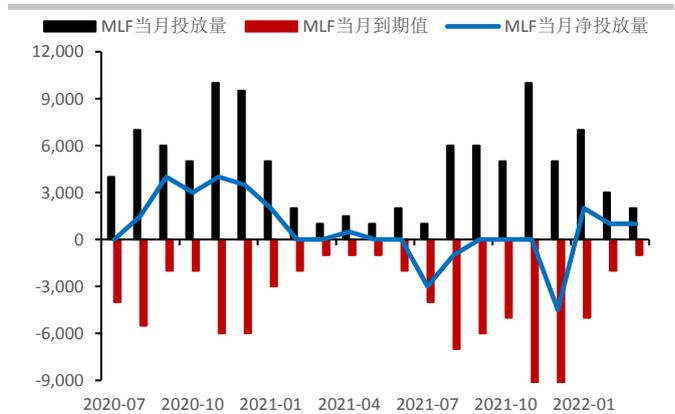
**静待更适宜的宽松窗口。**目前经济内外风险扰动较大，后续仍需总量型政策发力为稳增长保驾护航。2月信贷数据显示当前宽信用进程受阻，实体融资需求较弱。我们认为，后续经济增长数据出现不及预期的苗头时，总量型货币政策仍可期待，因此二季度仍有宽松窗口期。当前地产需求持续低迷，部分居民对于房价上行的预期下降。后续持续关注地产政策走向，尤其是对于房价下行压力较大的三四线城市边际放松需求端政策，以及加速推进保障性住房建设政策。我们认为，若地产持续下行趋势，不排除调降5年期LPR释放政策信号，助力地产销售。此外，4月也存在较大的降准可能。降准能够直接降低银行负债端成本，去年7月与12月两次全面降准为银行节约330亿元成本。虽然去年6月商业银行调整了存款利率自律上限确定方式，由基准利率乘倍数模式改为基准利率+基点模式，引导长端存款利率普遍下降，节约银行成本。但从数据来看当前银行净息差仍在低位，若降准可以为银行后续继续让利实体经济增大空间。

图 11: 3 月流动性总体平稳, 月末央行小幅净投放 (亿元)



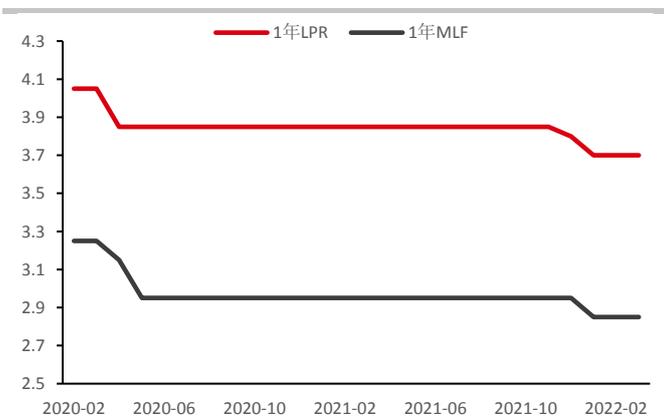
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 3 月 MLF 超量等价续作, 维持流动性充裕 (亿元)



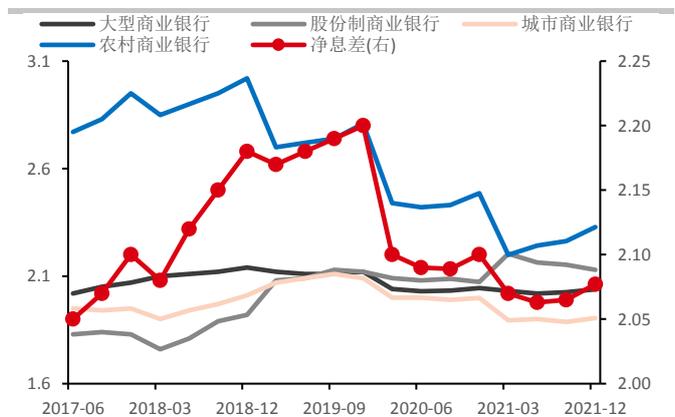
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 13: 3 月 MLF 与 LPR 均未调降, 符合市场预期 (%)



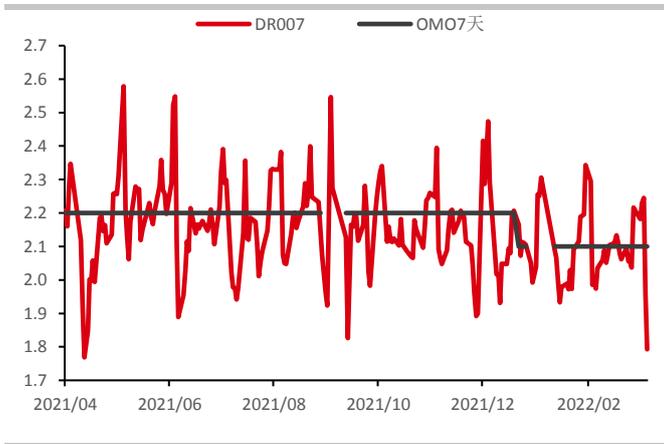
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 当前银行净息差仍在低位, 不排除 4 月降准的可能性 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 一季度末资金利率小幅走高, 但总体围绕 OMO 利率震荡 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 16: 3月同业存单利率小幅回升, 但仍低于 MLF 政策利率 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

## 银行端：货币未稳，仍需宽松货币政策发力

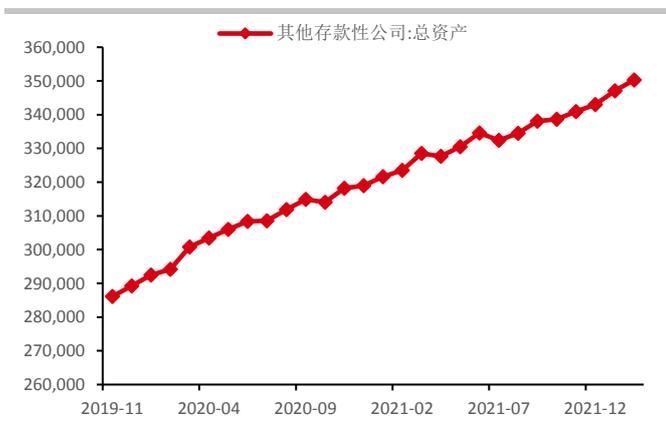
### 2月商业银行资产负债表规模持续扩张，企业融资回升明显

2月商业银行资产负债表规模小幅走阔，资产端与负债端结构变化不大。观察2月商业银行资产负债表数据可以发现，2月总资产规模持续走高32480.8亿元，前值为40205.9亿元，同比增长8.28%。资产端和负债端结构均较前几个月无明显变化。

具体而言，资产端“准备金存款”项目回升10315.0亿元，同比增速1.21%。主要受到节后储蓄需求激增导致，与央行资产负债表负债端的“其他存款性公司存款”对应。2月“对其他居民部门债权”规模环比出现回落，环比下跌3249亿元，自2020年2月以来的规模增长趋势被打断；此外居民部门债权同比增速持续回落，2月同比走弱至10.95%（上月同比为12.65%）。该项目规模环比回落与同比增速持续回落均体现出商业银行对居民部门贷款投放的收缩，体现居民部门内需仍弱，受地产信贷影响较大。2月地产销售数据持续低迷，与该项数据对应。后续来看，近期因城施政的需求端宽松政策频出，部分三四线城市限购政策被取消，居民贷款料将受到提振，同比下跌趋势预计出现放缓。而“对非金融企业部门债权”项目2月同比增长9.06%，增长率基本与1月持平；2月总量规模增长（+12338.5亿元），规模增长环比有所回落，与2月企业信贷走势相近。2月“对政府债权”规模总量持续增长（+3540.9亿元），同比走势持续去年9月以来的持续上涨趋势，2月同比走高15.34%，较1月同比（+14.61%）持续增长。今年以来，受财政前置政策影响，一季度地方债发行量持续走高，导致商业银行政府债权持有同比持续高位，对利率债配置持续加速。后续来看，预计4月地方债发行量有所回落，银行政府债权同比增速可能出现放缓。负债端来看，2月“对非金融机构及住户负债”总量环比增长（+9556.1亿元），同比增长7.11%，持续去年9月以来的同比增速上行趋势，体现出实体部门从投资向储蓄的转变。

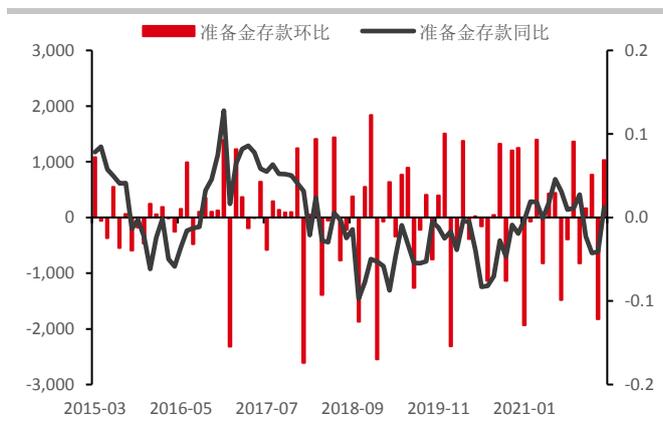
从商业银行资产负债表的角度来看，商业银行对政府债权部分在去年9月出现边际好转后企稳，体现当前财政发力对经济的拉动。同时2月实体企业端的融资情况未能延续1月的强势，体现出当前信用不稳；后续宽信用能否如期到来还需要3月信贷数据的支持；而居民融资持续疲软走势，仍受地产拖累。后续来看，当前国内经济受疫情影响较大，海外地缘争端尚未和平解决，后续仍需宽货币政策落地推动信用走好。

图 17: 2 月商业银行总资产持续小幅走高 (十亿元)



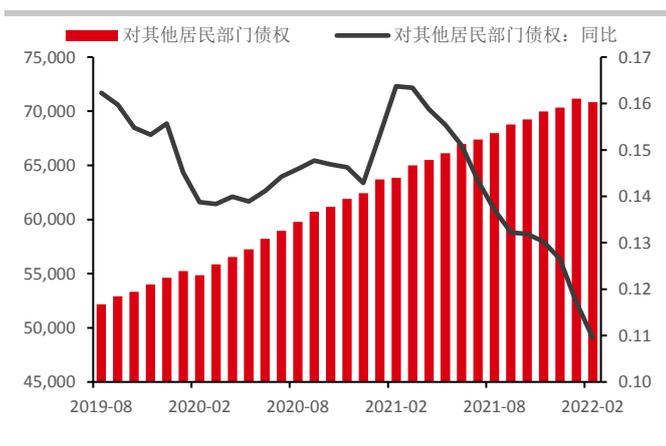
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 18: 2 月准备金存款出现回升 (%)



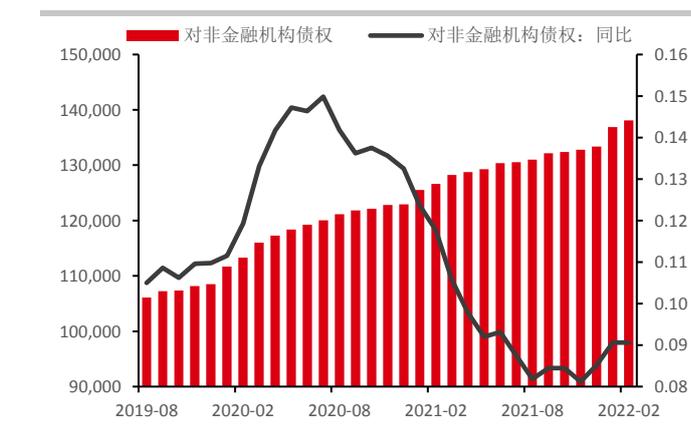
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 19: 2 月居民贷款同比持续回落, 居民融资需求低迷 (十亿元, %)



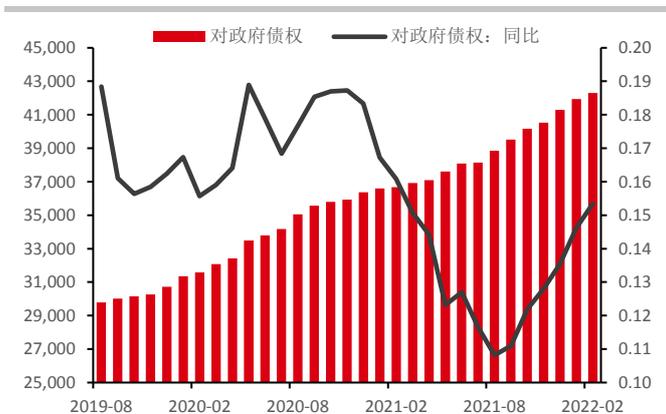
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 20: 2 月企业端贷款同比持平, 企业融资难言回暖 (十亿元, %)



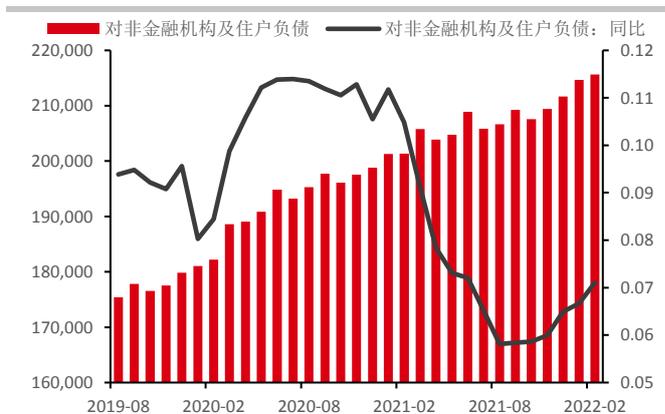
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 21: 2 月政府债持有同比延续走高 (十亿元, %)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 22: 2 月实体存款同比继续反弹 (十亿元, %)



数据来源: wind 华泰期货研究院

## 财政端：2月财政收支明显加快，靠前发力

### 1-2月财政收支进度均为近年同期高点

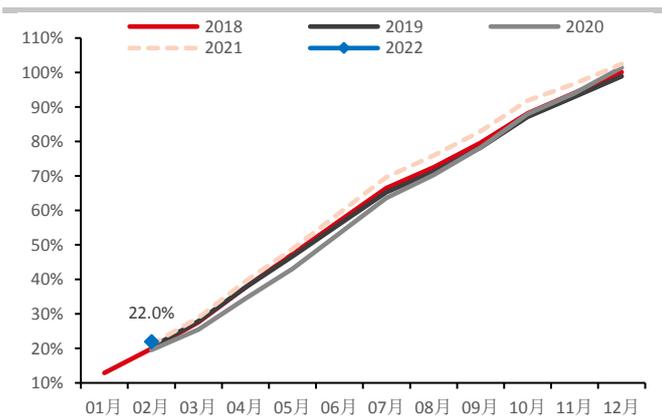
22年1-2月，全国一般公共预算收入45203亿元，同比增长10.5%，低于2021年低基数下的同比增速18.7%，但大幅高于疫情前2019年同期的同比增速7.0%。2月一般公共预算收入完成预算进度22.0%，收入实现进度高于前四年同期。其中，税收收入累计同比增长10.1%，非税收入13.7%。从税收收入税种来看，国内（企业）增值税、企业所得税增速持续放缓，主要受开年部分企业延缓开工及局部地区疫情影响；房地产相关的契税税收2月累计同比呈现负增长，与地产销售持续低迷相对应。此外，国内消费税、个人所得税和资源税逆势增长，累计同比增幅较大。我们认为消费税与资源税逆势高增主要与上游资源品价格走高相关性较大，资源品价格走高带动成品油价等石油制品类商品价格上涨。而个人所得税增长增速达46.8%，主要受到春节后年终奖发放影响。由于今年春节早于去年，因此年终奖发放带来的税收高增体现在2月税收收入上而去年则体现在3月税收收入中。

1-2月，全国一般公共预算支出38227亿元，同比增长7.0%，低于去年同期低基数下的10.50%；在当前“政策发力适当靠前”的要求下，2月一般公共预算支出完成预算进度的14.3%，与去年同期基本持平，略高于18年、19年与20年预算进度，后续财政支出有望继续发力。其中，中央一般公共预算本级支出3892亿元，同比增长4.60%，较去年同期上升14.80个百分点；地方一般公共预算支出34331亿元，同比增长7.30%，增速较去年同期回落6.30个百分点。央地支出增速走势分化，中央支出增速由负转正，地方支出增速下滑，两者差距较去年同期收窄超20个百分点。从支出结构来看，基建类支出同比均回正，一改2021年下半年的持续负值。其中交运、城乡社区、农林水支出累计同比增速分别为14%、7.6%、4.5%，对财政支出形成正向拉动。而民生类支出继续表现韧性，其中教育、社保、卫生支出累计同比增速分别为9.1%、4.8%、4.4%，助力财政支出。从支出分布来看，1-2月基建类支出占比21.0%，较去年同期略有提升，但无论从基建类支出增速还是占总支出比例来看，仍低于疫情前水平，整体支出结构仍延续以民生为主的结构。

1-2月政府性基金预算收入大幅下降，支出增速由负转正。1-2月，全国政府性基金预算收入9159亿元，受土地出让金收入持续下滑的影响，累计同比增速-27.2%。主要原因是由于土地成交价款与100大中城市供应土地面积累计同比均下行较多，累计同比分别为-26.7%、-22.0%，使得国有土地使用权出让收入累计同比增速-29.5%。此外，全国政府性基金预算支出14042亿元，累计同比增速为27.9%。主要靠去年四季度的存量资金与新增债务资金的使用拉动1月与2月支出增速上行。后续来看，预计3月政府基金收支情况将延续此走势，当前地产端土地成交数据未现好转，而22年一季度持续高位的专项债发行将继续对政府性基金支出进行拉动。

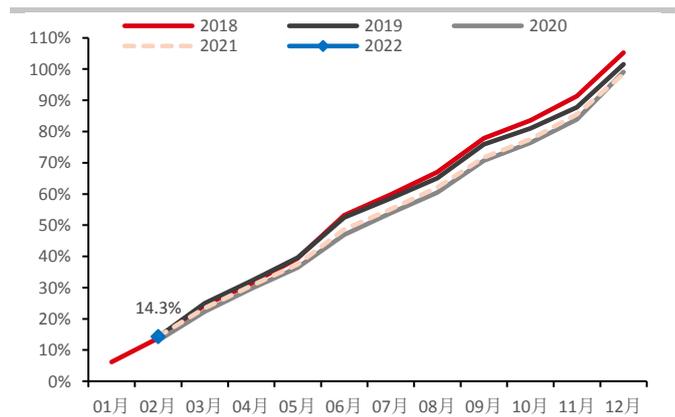
展望二季度，减税政策将获升级，保市场主体政策持续发力。2022 年政府工作报告中提出，预计全年为中小企业提供的减税降费金额增长逾一倍，达 2.5 万亿元。其中包含 1.5 万亿元退税资金，高于 2021 年的 1.1 万亿元，且仅略低于 2020 年因抗疫特别行动特设的 2.6 万亿元。3 月 18 日财税部门发文支持将小型微利企业年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 税率缴纳企业所得税，该政策延续至 2024 年年底。这意味着小微企业在 100-300 万元区间的纳税所得额，税率仅有 5%，税负得以有效降低。同时，此前深圳疫情与当前上海疫情都对国内上半年经济造成较大的负面影响，因此，自 3 月以来上海、深圳等地相继推出多项助力企业纾困政策，以求为小微企业降低成本，进一步实现稳增长。我们认为随着各项减税政策的落地，二季度财政收入增速将有所放缓，而在基建支出持续高位的背景下，财政支出将持续高位。

图 23: 截止 2 月财政收入预算完成情况为近五年来最高水平 (%)



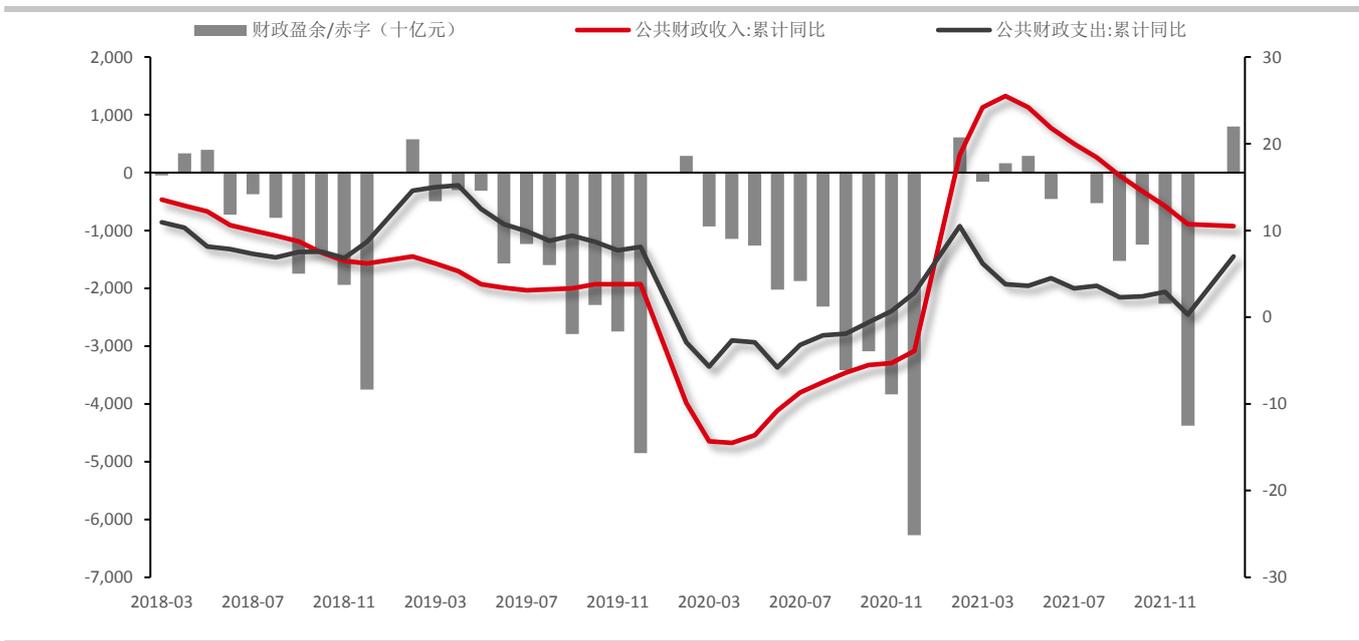
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 24: 截止 2 月财政支出预算完成情况与历年基本持平 (亿元, %)



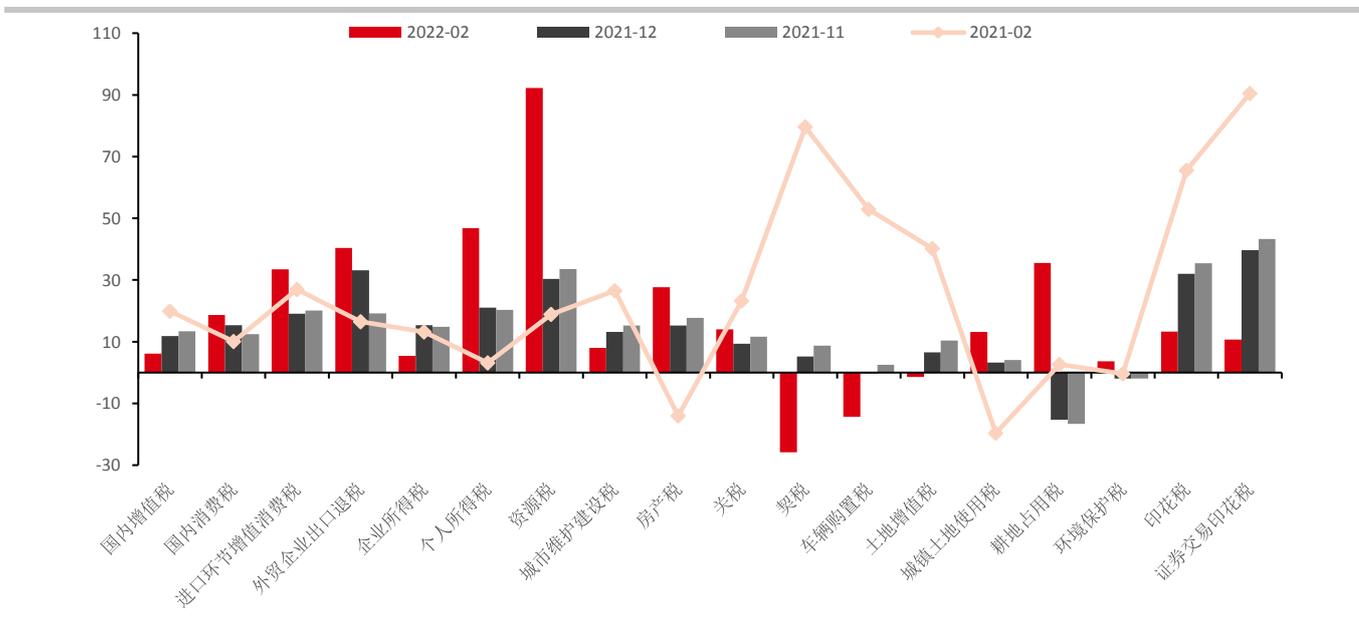
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 25: 截止 2 月财政收入大于财政支出额, 体现为财政盈余, 符合季节性特征 (亿元, %)



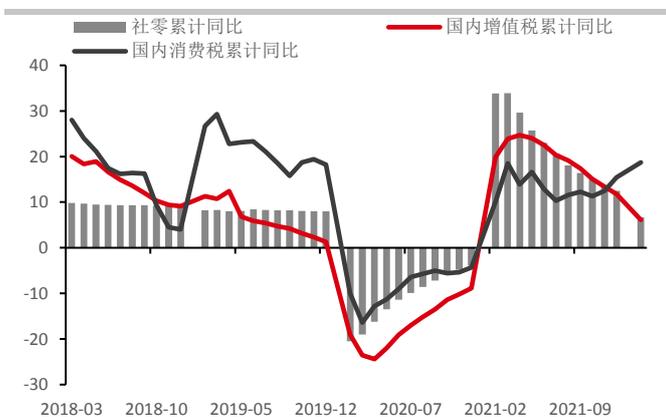
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 26: 受上游资源品价格走高影响, 资源税与消费税同比高增 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 27: 2 月国内消费税受上游资源品价格走高影响同比高增 (亿元, %)



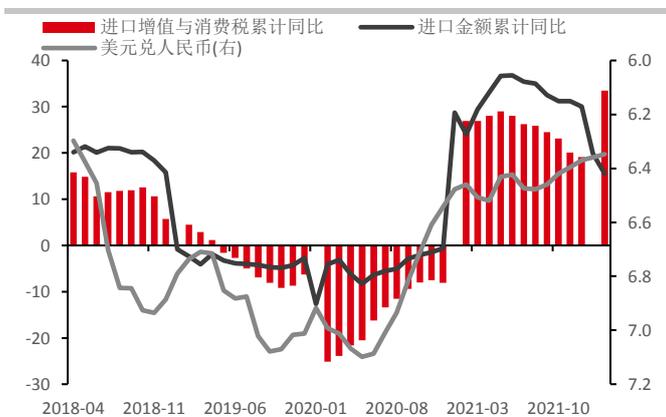
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 28: 2 月企业所得税受开年部分企业延缓开工及局部地区疫情影响增速放缓, 而个人所得税受年终奖影响出现走高 (%)



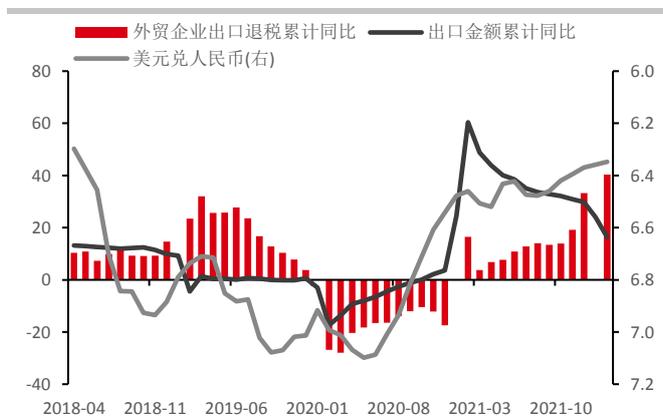
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 29: 2 月进口税受人民币升值影响较大 (%)



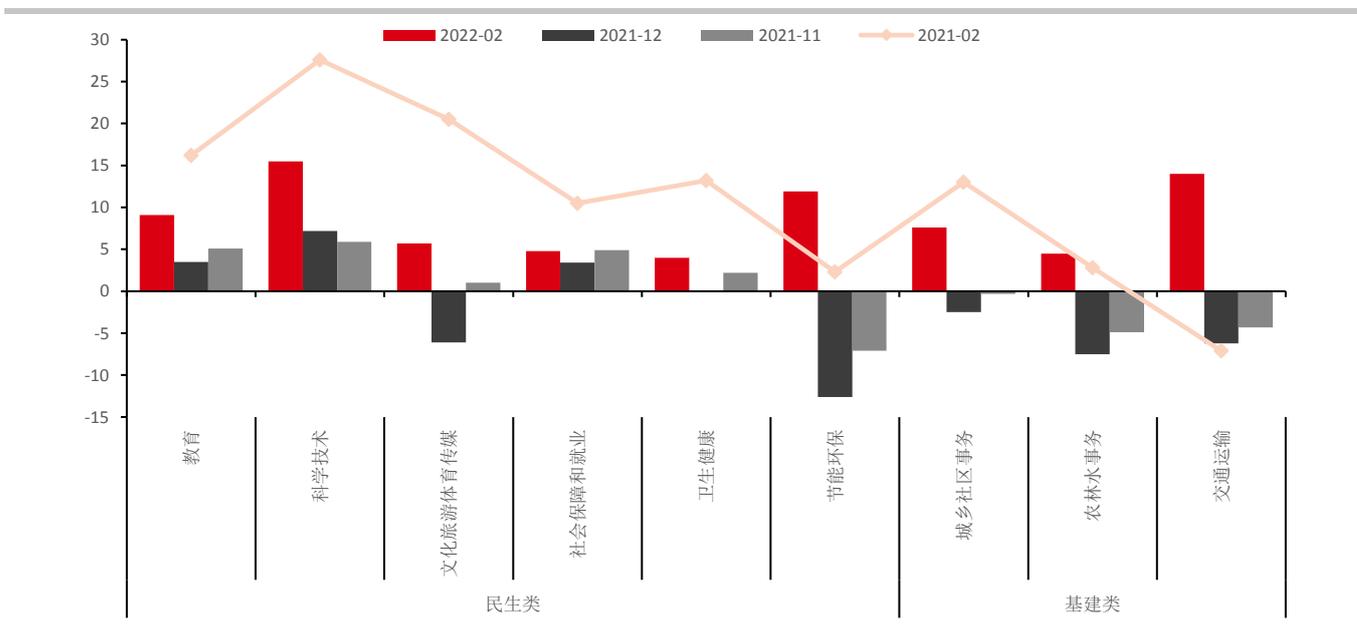
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 30: 2 月出口退税走势与出口金额同比相关性较大 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

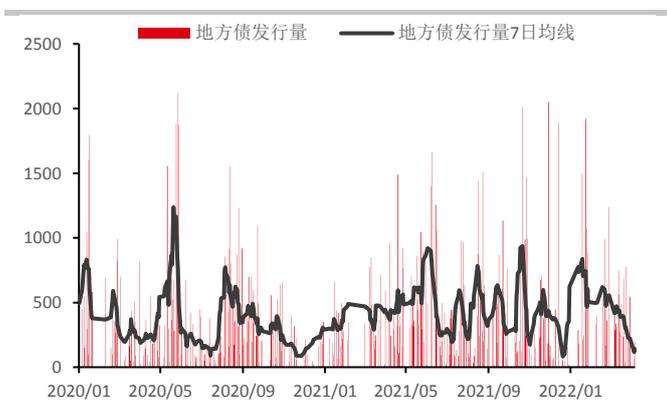
图 31: 2 月民生类支出维持韧性, 基建类支出开始发力 (%)



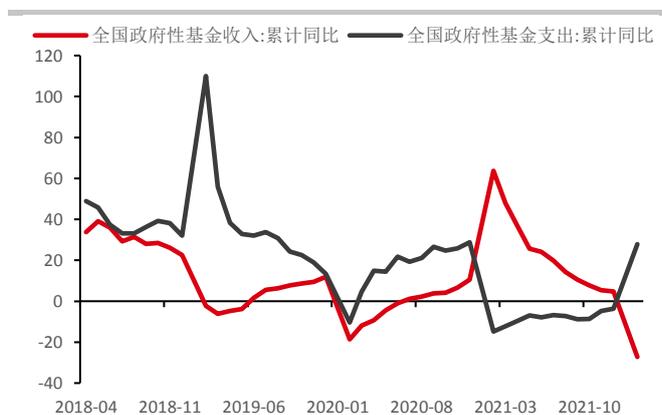
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 33: 3 月政府性基金收入同比回落较大, 支出由负转正 (%)

图 32: 3 月与地方债发行情况持续高位 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院



数据来源: wind 华泰期货研究院

## 企业端：2月PPI受地缘冲突扰动大，企业利润结构改善被打断

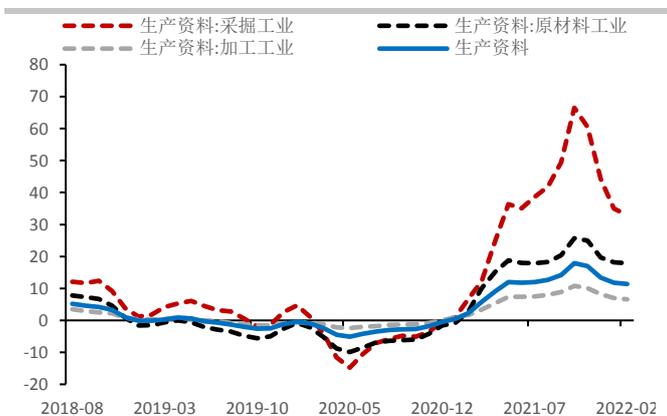
2月生产端价格同比增速回落放缓，工业企业利润体现为增收不增利

2月PPI环比上涨0.5%，同比增速继续降至8.8%，小幅高于市场平均预期。从生产资料端来看，PPI生产资料同比涨11.4%，涨幅较上月下滑0.4个百分点，原油、有色商品价格上涨，石油和天然气开采涨41.9%（前值38.2%），有色金属冶炼加工业涨20.4%（前值19.8%）。分项来看，能源价格受俄乌局势升级，欧美加大对俄罗斯制裁，国际地缘政治扰动影响，导致石油炼化产品价格大幅上行；煤炭方面当前价格总体维持稳定；有色金属与黑色方面，2月中下旬以来的俄乌地缘政治扰动较大，推升黑色和有色价格上涨。从生活资料端看，PPI同比涨0.9%，涨幅较上月上行0.1个百分点。其中食品类价格维持低位增长；非食品生活价格同比小幅回升，与上游成本转嫁有关。总体来看，近期受俄乌局势引发的全球原油价格大幅上涨影响，预计3月后PPI同比增速回落可能慢于预期。不过随着后续俄乌谈判和平落地，原油价格可能逐步接近峰值，预计下半年商品价格将加快回落。

2022年1-2月规模以上工业企业实现营业收入同比利润总额1.15万亿元，同比增长5%；1-2月工业企业营收同比增速为13.9%。由于成本价格持续高位，2月PPI为8.8%，1月PPI为9.1%。因此工业企业利润率出现回落，整体体现为增收不增利。从上下游结构来看，上游行业盈利增速从四季度的277%下降至132%，仍保持相当快的盈利增长；但中游与下游行业1-2月盈利增速分别为-11.6%和-2.0%，较去年四季度的-11.8%和28%下行明显。收入方面，1-2月上游行业收入增速为39%，中游行业收入增速为14.9%，下游行业收入增速为8.4%，对比去年四季度的55.7%，13.7%与6.3%回落明显。

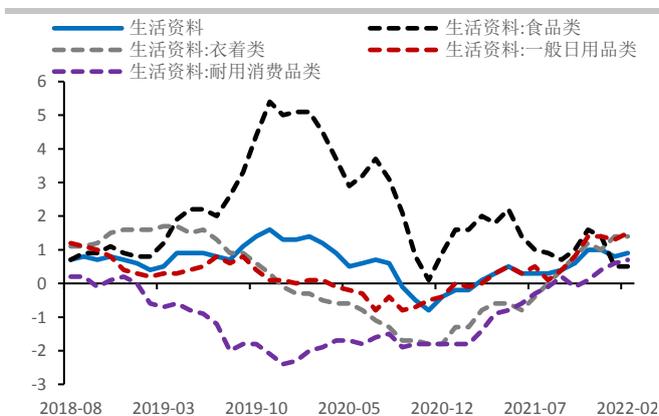
总体来看，此前工业企业利润上下游结构改善的状态被PPI持续高位所打断，后续上下游盈利不均衡的局面料将在上半年持续。当前国内疫情多点散发，形式仍然严峻，预计对3月和4月工业企业营收与利润造成较大冲击。当前经济基本面下行压力仍相当紧迫，稳增长、稳预期政策需尽快加码。此外，我们认为工业企业主动去库存周期仍将持续，营收短期难出现反弹。

图 34: 2 月 PPI 生产资料同比增速持续回落, 但回落速率放缓 (%)



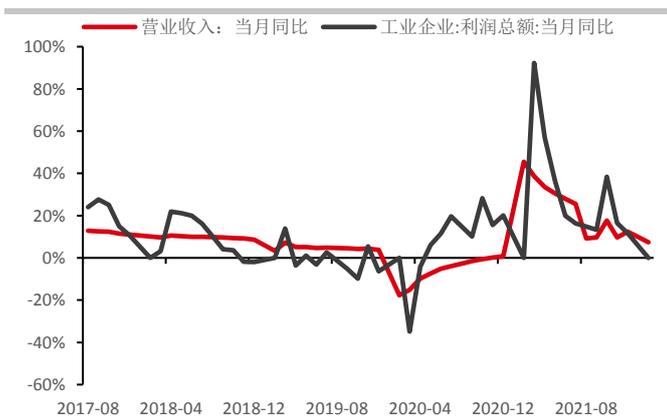
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 35: 2 月 PPI 生活资料同比回升, 但食品类仍为拖累项 (%)



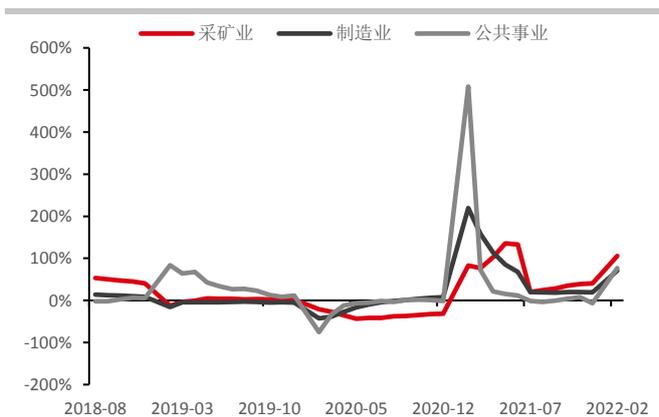
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 36: 2 月工业企业呈现增收不增利状态 (%)



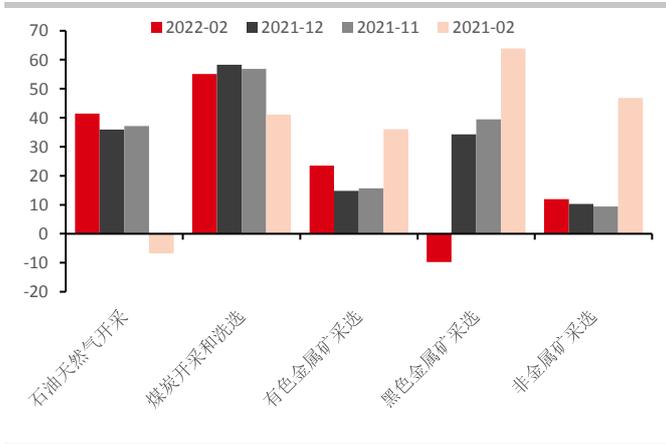
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 37: 2 月采矿类累计同比依然高位 (%)



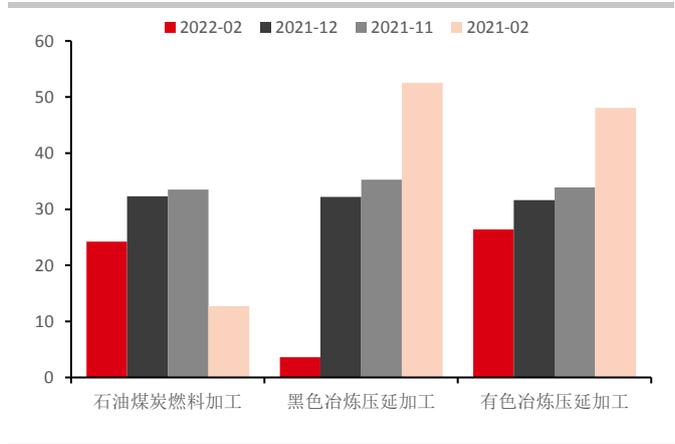
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 38: 2 月上游采矿业中石油、煤炭与有色金属营收同比增长持续回升, 其余增速变缓 (%)



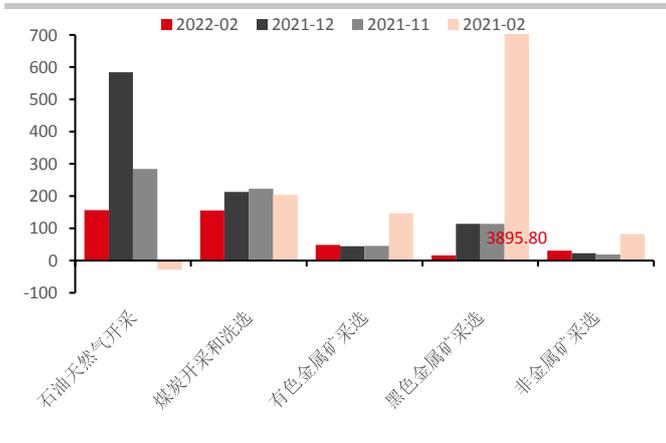
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 39: 2 月上游原材料加工业营收同比增速全线放缓 (%)



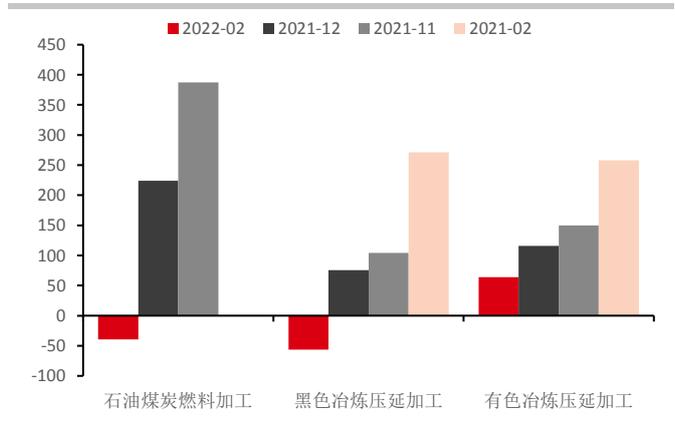
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 40: 2 月上游采矿业利润全线同比增速出现放缓 (%)



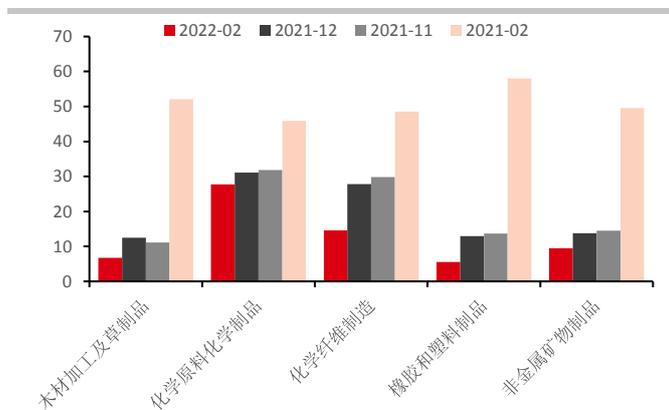
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 41: 2 月上游原材料加工业利润同比出现回落 (%)



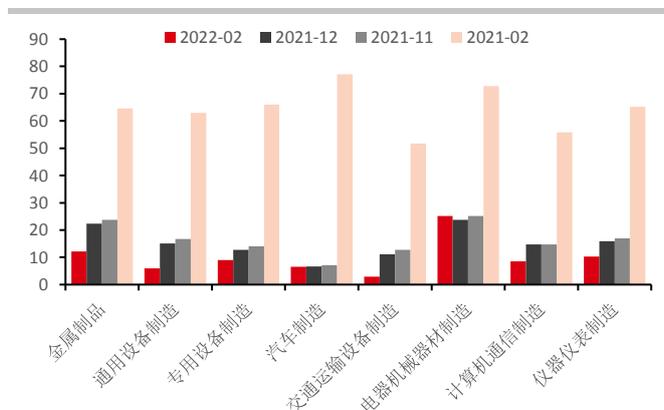
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 42: 2 月中游工业品制造营收同比增速总体回落 (%)



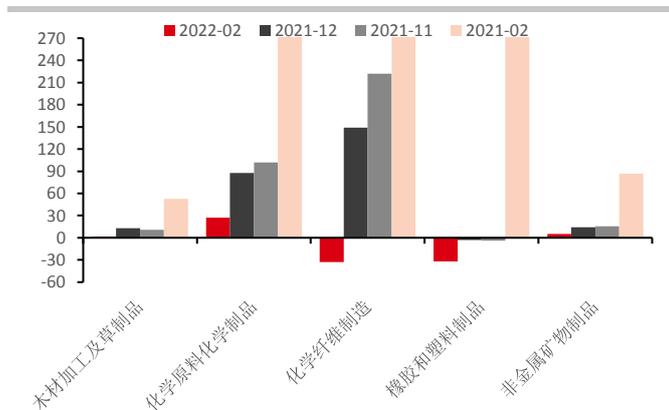
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 43: 2 月中游设备制造业营收同比增速全线回落 (%)



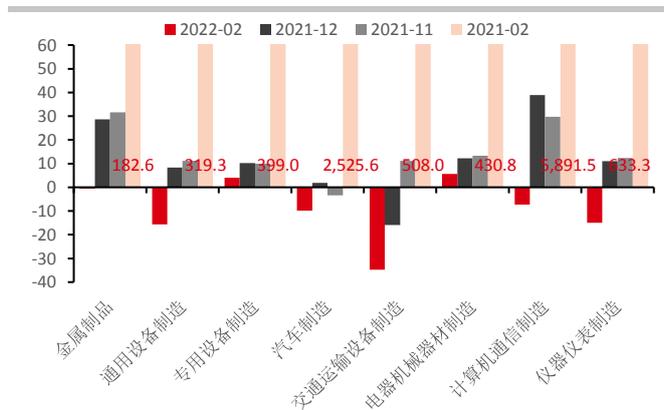
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 44: 2 月中游工业品利润同比部分由正转负 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 45: 2 月中游设备制造业利润同比部分由正转负 (%)



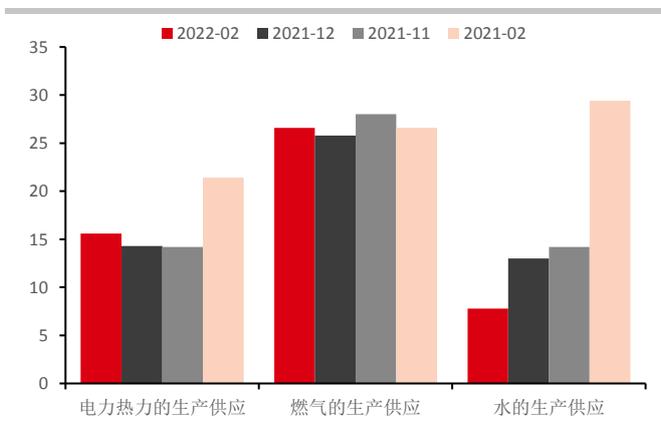
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 46: 2 月下游消费品制造业中酒饮料茶及服饰营收同比增长回升, 其余总体增速回落 (%)



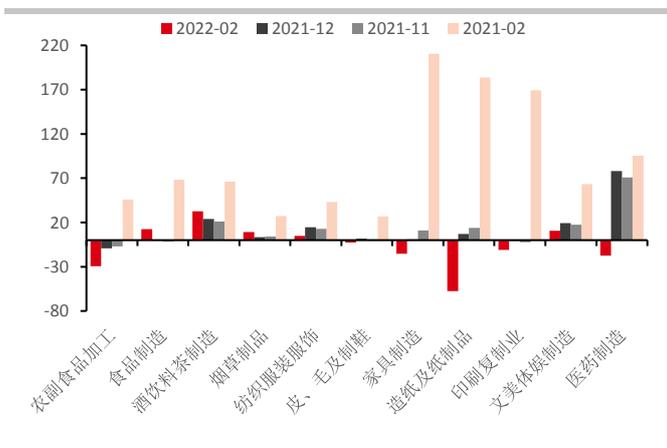
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 47: 2 月下游公共事业营收同比增速涨跌不一 (%)



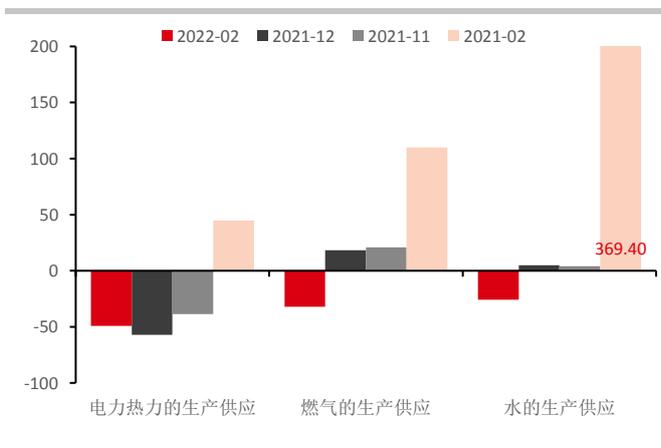
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 48: 2 月下游消费品制造业中仅食品及酒饮料茶制造利润同比增幅回升明显 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 49: 2 月下游公共事业利润同比总体回落 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

### 企业融资需求依然不高，制造业受疫情扰动较大

**社融同比回升趋势暂停，总量结构双双低于预期。**2月社会融资规模增量1.19万亿元，比上年同期少5315亿元，低于市场预期。社融存量同比上涨10.2%，结束了去年9月以来同比回升趋势。其中政府债与企业债延续同比多增，而新增人民币贷款与表外融资对社融拖累较大。从新增人民币贷款数据来看，2月新增人民币贷款为9084亿元，显著低于市场预期的1.45万亿，同比少增4329亿元。2月受春节影响为信贷小月，贷款增量会出现季节性回落，但2月数据远低于预期，反映出当前实体融资需求未得到有效刺激，其有效融资需求仍偏弱，也反映了目前疫情边际恶化以及地缘政治风险抬升给政策托底信贷带来了新的挑战。具体来看，2月企业中长贷增加5052亿元，同比大幅少增5948亿元；而票据融资增加3052亿元，同比多增4907亿元，企业短贷增加4111亿元，同比多增1614亿元。企业端融资继续体现为短贷平稳增长，票据融资冲量。通过票据利率情况也可以预测，我们在2月月报中提到过，2月下旬票据利率大幅回落，2月信贷融资可能不及预期。

当前实体融资需求仍然较弱，宽信用尚未到来。在俄乌冲突扰动金融稳定，疫情反复导致经济下行压力增大的背景下，结合两会发布的政府工作报告中提到，要加大货币政策的力度，扩大新增贷款规模，为实体提供更有力的支持。我们认为后续仍需宽货币政策助力宽信用的到来，4月政策窗口期仍有降准降息概率加大。

**2月企业财务指标又现回落，季节性特征较强。**2月企业存货周转率较前值出现明显回升，符合春节时期的季节性特征。2月国有企业存货周转率12.9天、股份制企业20.3天、外商企业19.6天、私营企业回落22.2天；股份制企业与私营企业周转天数增长较大，体现出2月在春节假期背景下，企业生产与销售效率有所回落。而四类企业应收账款平均回收期较1月也均出现下跌，2月国有企业应收账款平均回收期为43.3天、股份制企业56天、外商企业67.9天、私营企业57.3天；符合季节性特征，受春节假期影响销售回款速度有所减慢。此外，四类企业资产负债率涨跌不一，2月国有企业资产负债率环比小幅回落0.1个百分点、股份制企业环比回升0.4个百分点、外商企业环比回落0.6个百分点、私营企业环比回升0.8个百分点，股份制企业与私营企业环比回升体现出在稳增长政策推动下，两类企业资本开支意愿有所回暖。国有企业人均营业收入持续走高，但另三类人均营业收入出现回落。

**3月PMI回落至荣枯线下，制造业受疫情扰动明显。**2022年3月中国官方制造业PMI 49.5%，回落0.7个百分点，低于荣枯线，制造业景气指数有所回落。从分项指数的表现来看，生产指数49.5%，回落0.9个百分点；体现出生产需求双双走弱。受疫情影响，部分地区封闭防控，企业停工，对供需两端冲击较大。价格指数继续回升，3月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为66.1%和56.7%，环比上涨6.1和2.6个百分点，均升至近5个月高点。此外，由于生产放缓，企业采购意愿下降，原材料库存降低至47.3%；而由于需求的减弱，

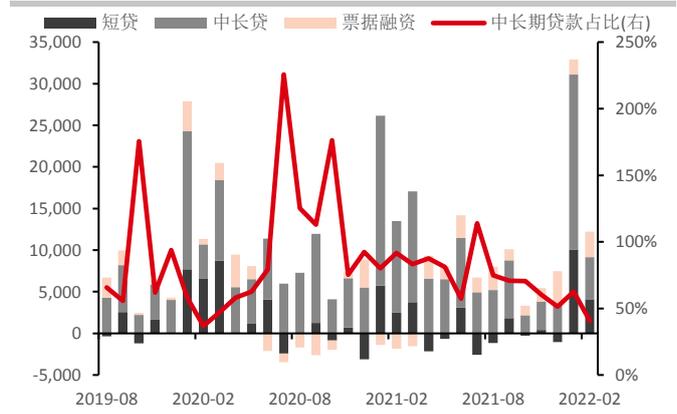
产成品库存也回升至 48.9%，创一年以来新高，或进一步抑制企业的补库意愿。

图 50: 2 月社融存量同比回升趋势暂停 (% , pct)



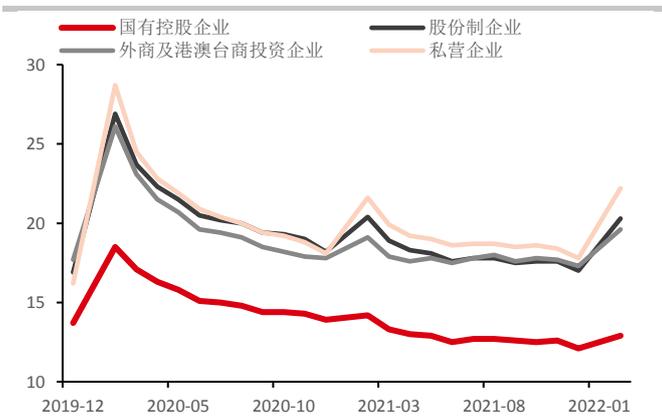
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 51: 2 月企业信贷占比再度回落, 票据冲量明显 (亿元, %)



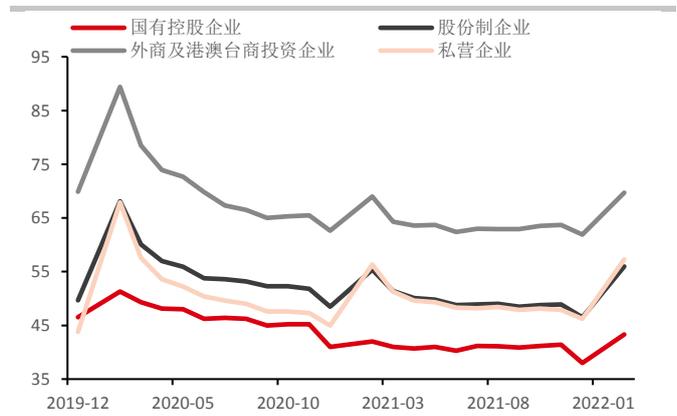
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 52: 存货周转率时长增加明显, 存货变现能力走弱 (天)



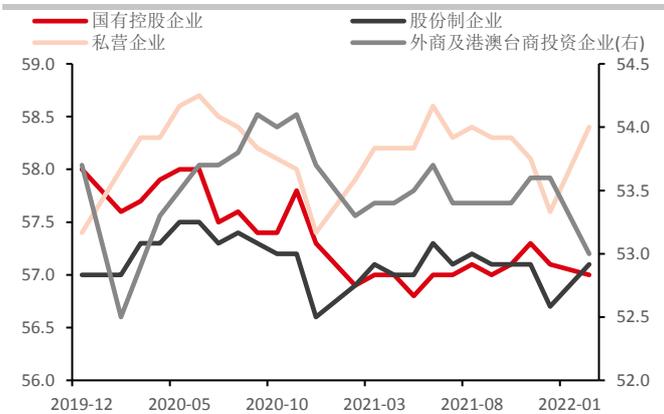
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 53: 应收账款平均回收期出现回升, 符合季节性特征 (天)



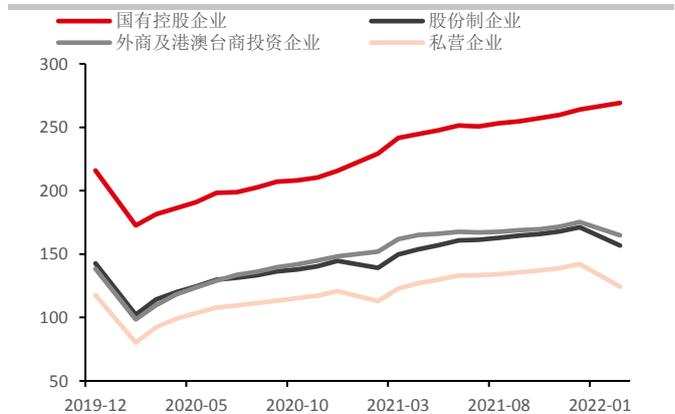
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 54: 股份制、私营企业 2 月资产负债率出现明显, 体现这两类企业投资扩张意愿较强 (%)



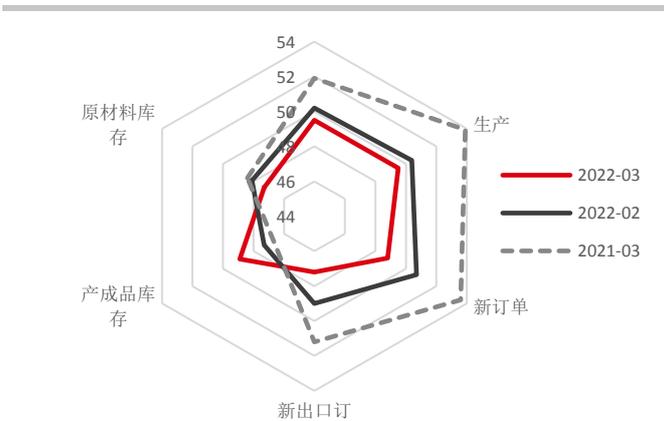
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 55: 国企人均营业收入持续走高趋势, 但股份制、外商及私营企业人均营业收入出现下行 (万元/人)



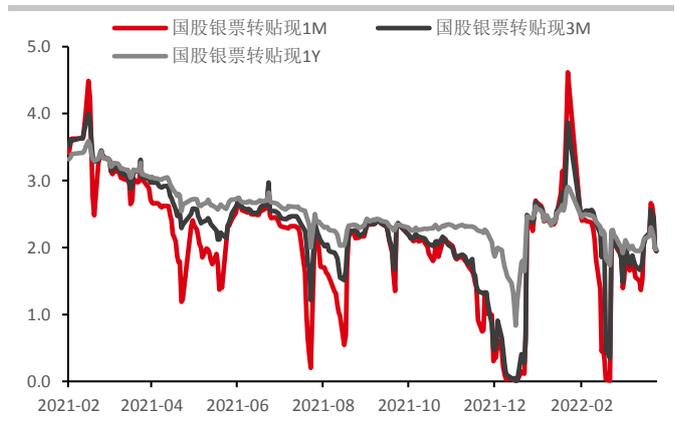
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 56: 3 月制造业 PMI 回落至荣枯线下, 5 大分项均 低于荣枯线下 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 57: 4 月票据利率有所回升, 预计 4 月实体信贷需求好于 3 月 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

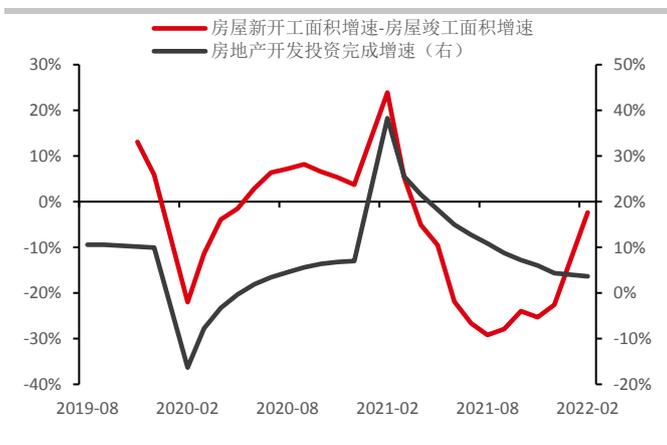
## 居民端：三四线城市政策松绑，政策有望在供需两端加大发力

**地产融资低点已至，但投资仍未见好转。**从高频数据来看，3月与4月已披露土地成交面积较往年同期有所回落，可能受多地疫情散发影响较大。同时，采用新开工面积增速与竣工面积增速的差作为观察指标可以发现，自2021年9月后，两者剪刀差虽仍为负值但走势现小幅回升，预计后续将边际回暖。近期，为稳定市场，央行出台包括鼓励房企并购等措施，以化解行业风险，维护市场稳定。后续来看，房企融资政策纠偏仍在持续，而货币政策宽松将带来房地产销售和融资条件的逐步改善。

**多地下调房贷利率，居民对地产信心有待回暖。**2020年4月以来，居民新增长期贷款金额开始震荡走弱；直至2022年2月，居民中长期贷款走势仍显低迷。具体来看，月新增居民短贷减少2911亿元，同比多减220亿元，居民中长贷减少459亿元，为历史首次出现负增长，同比多减4572亿元。居民短贷延续低迷主要受疫情持续影响，而中长贷表现出地产销售持续走弱，因城施政的需求端宽松政策尚未改善居民购房意愿。观察高频销售数据，近一周新房成交套数为3.8万套，环比上升28.6%，同比下降41.9%；其中一线、二线、三线城市新房成交套数环比增速分别为-24.9%、+34.7%、-33.0%，同比增速分别为-35.5%、-36.1%、-65.2%。16城二手房成交套数为1.2万套，环比下降0.1%，同比下降42.9%；其中一线、二线、三线城市二手房成交套数环比增速分别为-20.7%、+19.9%、-15.2%，同比增速分别为-51.5%、-33.3%、-52.1%。从成交数据上来看，高频数据显示地产需求出现边际回升，但是我们认为在当前经济基本面较差、疫情反复的背景下地产需求难言企稳，仍需政策推动。

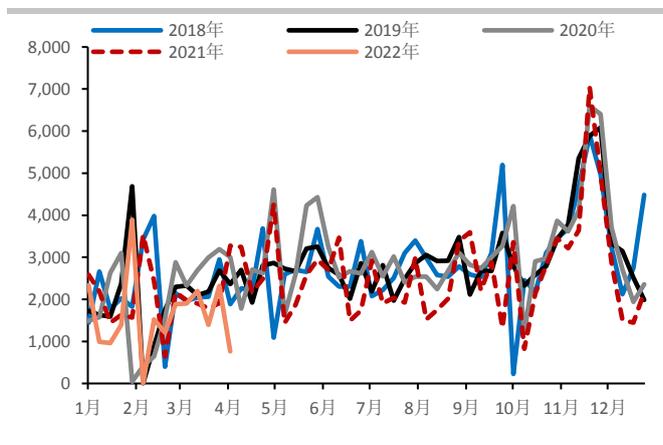
当前在因城施政的政策影响下，福州允许使用公积金（含住房补贴）账户余额支付首付款，浙江衢州发文对限购和限售政策同时进行了取消和松绑，河北秦皇岛结合当前房地产市场发展形势废止了此前的限购政策。房地产市场承压较大的三四线城市相继对限购限售松绑，预计后续更多的需求端调控放松将出台。后续来看，**在房企融资政策持续纠偏，央行释出信号表示房地产信贷将适度修复，维持合理区间。**我们预计2022年二季度房地产销售、开工以及房地产投资同比将出现回暖，一方面由于高基数影响消散，另一方面收到政策供需两端推动，帮助房地产信贷修复。

图 58: 地产开发投资持续回落, 开工与竣工剪刀差略有回升但仍为负值 (% , %)



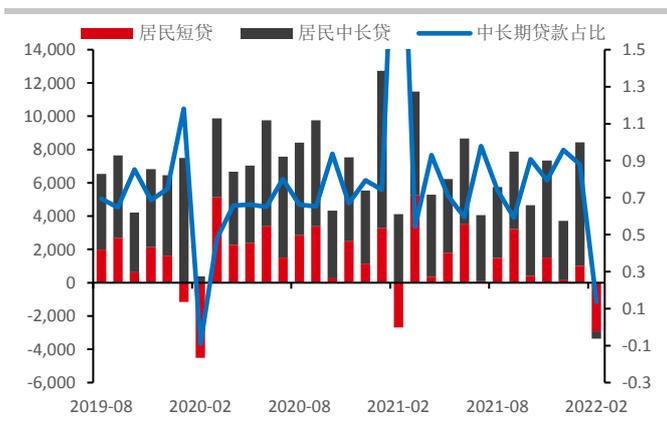
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 59: 土地供应成交面积仍然较低, 低于近五年平均水平 (万立方米)



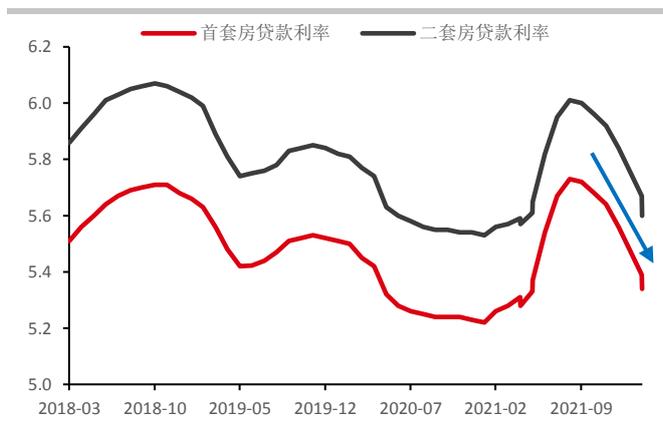
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 60: 2 月居民信贷持续低迷, 中长期贷款负值较深 (亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 61: 3 月房贷利率回落速率较快, 已经回落至较低水平 (%)



数据来源: wind 贝壳研究院 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)