

宏观经济周报

3 月经济景气水平回落，稳增长政策或继续加码

——宏观经济研究周报（03.28-04.01）

2022 年 04 月 03 日

上证综指-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	-5.70%	-8.74%	-4.63%
沪深 300	-6.05%	-12.44%	-15.30%

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghongwei@hncasing.com

王与碧

wangyubi@hncasing.com

分析师

0731-89955704

研究助理

相关报告

投资要点

- **本周观点:** 3 月以来，我国本土疫情持续散点扩散，经济下行压力增大，制造业与非制造业 PMI 均有所下降，尤其服务业受到较大冲击。国务院金融稳定发展委员会在刘鹤主持的专题会议中明确提出了积极出台对市场有利的政策、慎重出台收缩性政策的要求，国务院 3 月 29 日例会再次强调稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施。根据当前形势，影响我国经济增长的因素主要有两个：疫情和房地产。由于房地产是我国国民经济支柱产业，要实现经济稳增长，则亟需稳地产。由于市场情绪依然低迷，再叠加疫情对经济的冲击，我们认为稳增长政策将持续加码，各部委大概率进一步出台配套政策，房地产交易有望逐渐恢复正常化，预计地产将迎来利好。建议关注地产、建材、基建板块。疫情方面，全球新增新冠病例有所回落，但我国本土疫情进一步扩散，我们认为当前国内疫情形势处在最严峻阶段，短期可关注生鲜、电商、云办公相关板块，但疫情大概率在年内得到控制，长期可关注疫情受损行业。海外方面，美联储官员密集释放鹰派信号，抬升加息预期。由于乌克兰局势持续发酵，我们认为乌克兰冲突很可能引发新一轮军备竞赛，我国军费开支扩大，可关注军工板块。
- **国内热点:** 一、3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月下降 0.7 个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平有所回落。非制造业商务活动指数为 48.4%，比上月下降 3.2 个百分点，非制造业景气度降至收缩区间。二、人民银行公布一季度问卷调查报告，整体经济景气水平有所下降。三、3 月 28 日，《国务院关于设立 3 岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除的通知》发布。
- **国际热点:** 一、面对西方对俄方空前制裁，继天然气后，俄罗斯方面表示可能扩大“卢布结算清单”范围。二、美国总统拜登 3 月 31 日宣布，未来六个月将从美国战略石油储备中每天释放 100 万桶石油，累计释放 1.8 亿桶，以应对目前供应短缺、油价高企的局面。
- **本周高频数据跟踪:** 上周股指全面走高，上证指数上涨 2.19%，收报 3282.72 点，沪深 300 指数上涨 2.43%，收报 4276.16 点，创业板指上涨 1.09%，收报 2666.97 点。
- **风险提示:** 国内疫情恶化超预期；地缘政治形势持续搅动市场。

内容目录

1 本周观点	3
2 本周国内宏观消息梳理	4
2.1 国家统计局公布采购经理指数，制造业与服务业有所收缩.....	4
2.2 人民银行公布一季度问卷调查报告.....	4
2.3 国务院:照护 3 岁以下婴幼儿可扣个税.....	5
3 本周海外宏观消息梳理	6
3.1 俄罗斯或扩大“卢布结算清单”范围.....	6
3.2 拜登宣布美国史上最大规模战略石油储备释放计划.....	6
4 本周市场高频数据跟踪	8
5 本周经济高频数据跟踪	9
6 风险提示	12

图表目录

图 1: 中证 500 指数.....	8
图 2: 创业板指数.....	8
图 3: 标准普尔 500 指数.....	8
图 4: 纳斯达克综合指数.....	8
图 5: 30 城商品房周成交面积.....	9
图 6: 100 大中城市: 周成交土地总价及溢价率.....	9
图 7: 浮法平板玻璃(4.8/5mm)价格.....	9
图 8: 水泥价格指数.....	9
图 9: 螺纹钢价格.....	10
图 10: 铁矿石价格指数.....	10
图 11: 焦炭、煤炭、冶焦煤库存.....	10
图 12: 焦炭、煤炭、冶焦煤价格情况.....	10
图 13: 波罗的海运费指数.....	11
图 14: 国内航运指数.....	11
图 15: 原油价格.....	11
图 16: 全美商业原油库存.....	11
图 17: 10Y 美债收益率.....	12
图 18: 黄金价格及美元指数.....	12

1 本周观点

我国经济依然面临疫情带来的下行压力，稳增长政策有望持续加码。3月以来，我国本土疫情散点扩散，形势相比2020年年初可能更为严重，疫情对消费和投资的冲击将加大经济下行压力。国务院金融稳定发展委员会在刘鹤主持的专题会议中明确提出了积极出台对市场有利的政策、慎重出台收缩性政策的要求，国务院3月29日例会议指出，当前国际形势更趋复杂严峻，国内发展面临新挑战，经济下行压力进一步加大，会议再次强调了稳增长的重要性，要求稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施。目前影响我国经济增长的因素主要有两个：疫情和房地产。近期我国本土疫情在局部地区出现反复，生产与消费受到一定程度的抑制。由于2021年国家对于房地产的增压调控，国内以恒大为代表的诸多房地产商因流动性不足而面临严重的债务违约风险，同时消费者的市场预期降低。在供需均不足的背景下，房地产市场持续下行，并影响到水泥、玻璃、钢铁等行业。

今年3月5日的政府工作报告指出，2022年GDP预期同比增长5.5%左右。我们认为今年第二、三产业分别至少同比增长5.0%和6.0%才能实现该目标。实现第二产业增速需要稳增长政策的支持，而第三产业是否能实现增长取决于疫情形势的后续发展。政府工作报告表明今年财政支出力度加大，基建需求得以持续释放，但由于受3月疫情扩散影响，3月制造业与非制造业PMI均不同程度下行，其中尤其服务业受到的冲击较大，疫情依然具有较强的不确定性。对于制造业，“十四五”规划中强调了一个重要的战略规划，即高端制造是我们必须主攻的方向。因此长期来看，高端制造业将迎来重大发展。要实现稳增长，则亟需稳地产。3月21日至27日30大中城市商品房成交面积同比（相较于21年同期）减少49.54%，但较上一周增加33.54%，由于部分城市相继推出减少贷款利率、放宽限制等措施，预计后续将有更多支持性政策落地，利好地产板块。疫情方面，近期全球新增新冠病例有所回落，但我国本土疫情呈扩散趋势，这对我国出口的冲击尤为严重，疫情防控目前正处在窗口期，能否有效抑制本轮疫情一定程度上决定后续经济走势。我们认为，鉴于当前经济面临的较大压力，稳增长政策将持续加码，而市场对政策的反应尚需时间。海外方面，美国创纪录释放石油储备，油价在短期内将降温，但乌克兰战争依然是影响油价的首要因素。另外，乌克兰冲突的持续发酵促使欧洲部分国家积极寻求军事独立，我国今年的军费预算也进一步增加，因此新一轮军备竞赛可能到来。

经过分析，我们认为在国家强调稳增长的背景下，更多相关支持政策将会出台，建议关注地产、建材及基建板块，其中地产板块需重点关注商品房市场；国家战略规划表明：我国经济正处于转型期，制造业正处于向高端发展转型的关键阶段，建议关注高端制造业相关板块；根据目前国内外疫情形势，短期可关注生鲜、电商、云办公相关板块，但疫情大概率在年内得到控制，长期可关注疫情受损行业如旅游、酒店及影视等；随着国际地缘政治局势的变化，多国开始强军，我国军费支出扩大，可关注军工板块。

2 本周国内宏观消息梳理

2.1 国家统计局公布采购经理指数，制造业与服务业有所收缩

事件：3月31日，国家统计局公布2022年3月中国采购经理指数运行情况。3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比上月下降0.7个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平有所回落。从分类指数看，构成制造业PMI的5个分类指数均低于临界点。生产指数为49.5%，比上月下降0.9个百分点，表明制造业生产景气度回落。新订单指数为48.8%，比上月下降1.9个百分点，表明制造业市场需求有所减弱。原材料库存指数为47.3%，比上月下降0.8个百分点，表明制造业主要原材料库存量继续降低。从业人员指数为48.6%，比上月下降0.6个百分点，表明制造业企业用工景气度有所下降。供应商配送时间指数为46.5%，比上月下降1.7个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间继续放慢。3月份，非制造业商务活动指数为48.4%，比上月下降3.2个百分点，非制造业景气度降至收缩区间。分行业看，建筑业商务活动指数为58.1%，比上月上升0.5个百分点。服务业商务活动指数为46.7%，比上月下降3.8个百分点。从行业情况看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险业等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间；铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、房地产、租赁及商务服务、居民服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数低于临界点。3月份，综合PMI产出指数为48.8%，比上月下降2.4个百分点，表明我国企业生产经营景气水平有所下降。

来源：国家统计局

点评：疫情扩散导致供需低迷，拖累制造业与服务业。根据国家统计局数据，我国3月总体经济景气水平有所回落，制造业与非制造业均出现不同程度收缩。我们认为，疫情的扩散是加大一季度经济下行压力的主要因素，江浙等沿海省份受疫情影响严重，导致供需两端均明显转弱，促使制造业PMI下探；另外，根据国家统计局制造业PMI其他相关指标情况数据表，3月新出口订单指数比上月下降3.7个百分点，这主要是由于海外生产恢复削减外需，叠加国内疫情影响，进一步冲击了我国出口。服务业受本轮疫情影响更为显著，运输、住宿与餐饮等聚集性行业明显受疫情拖累。建筑业是有个例外，其指数自年初起持续上升，我们认为这主要是得益于国家在一季度扩大财政支出，大力支持基建，从而保障了建筑业景气水平。我们预计今年宏观政策依然会着重于抬升预期、拉动内需，这是实现稳增长目标的基础，还需进一步关注国家将如何在稳生产、稳消费的同时防控疫情。

2.2 人民银行公布一季度问卷调查报告

事件：人民银行以企业家、银行家、城镇储户为对象，调查了今年一季度的宏观经济情况。企业家问卷调查结果显示：企业家宏观经济热度指数为35.7%，比上季下降1.6个百分点，比上年同期下降3.2个百分点。其中，30.6%的企业家认为宏观经济“偏冷”，67.4%认为“正常”，2.0%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为34.4%，比上季下降

0.9个百分点。其中，有62.2%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少3.7个百分点；有34.6%的银行家认为“偏冷”，比上季增加2.7个百分点。在全国50个城市对2万户城镇储户进行的调查结果显示：本季收入感受指数为50.2%，比上季上升0.3个百分点。本季就业感受指数为42.4%，比上季上升1.1个百分点。对下季度，物价预期指数为58.7%，比上季下降5.1个百分点。对下季房价，16.3%的居民预期“上涨”，56.7%的居民预期“基本不变”，14.4%的居民预期“下降”，12.7%的居民“看不准”。倾向于“更多消费”的居民占23.7%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占54.7%，比上季增加2.9个百分点；倾向于“更多投资”的居民占21.6%，比上季减少1.9个百分点。

来源：中国人民银行

点评：居民储蓄意愿增强，预期转弱压力仍在。从企业家和银行家的调查结果来看，宏观经济热度指数均呈下行趋势，企业家与银行家认为宏观经济“偏冷”的比例均较上一季度有所上升。企业家对一季度产品价格、原材料价格、出口订单及资金周转水平的判断均有一定收缩，反映出企业经营状况面临成本、订单方面的压力，从而导致经营景气的下降。银行家调查结果显示贷款总体需求指数与货币政策感受指数均较上一季度有所上升，这反映货币政策的传导已起步，我们认为二季度将是货币政策的窗口期。从对储户的调查结果来看，虽然收入感受与就业感受均较上一季度有所回暖，但仍明显弱于去年平均水平。居民的消费与投资意愿均走弱，倾向于储蓄的居民比例明显增加，我们认为目前居民预期依然存在转弱压力，而由于居民投资意愿减弱、看涨房价的居民比例下降，地产下行的趋势可能在短期内仍将延续。总体来看，三个对象的调查结果都反映出我国经济下行压力仍在，预期抬升尚未实现，我们预计稳增长政策将继续加码以疏通货币政策的传导机制。

2.3 国务院：照护3岁以下婴幼儿可扣个税

事件：3月28日，国务院发布通知，为贯彻落实《中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，依据《中华人民共和国个人所得税法》有关规定，国务院决定，设立3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除。现将有关事项通知如下：一、纳税人照护3岁以下婴幼儿子女的相关支出，按照每个婴幼儿每月1000元的标准定额扣除。二、父母可以选择由其中一方按扣除标准的100%扣除，也可以选择由双方分别按扣除标准的50%扣除，具体扣除方式在一个纳税年度内不能变更。三、3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除涉及的保障措施和其他事项，参照《个人所得税专项附加扣除暂行办法》有关规定执行。四、3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除自2022年1月1日起实施。

来源：中国政府网

点评：老龄化冲击人口结构，国务院发文或成为鼓励生育政策风向标。当前，我国正面临生育率下降、人口老龄化趋于严重的困境，“未富先老”、“老龄少子”已成为我国

现实国情。为了应对老龄化冲击，我国已先后实施了“二孩”、“三孩”政策，但由于住房成本与教育成本与日俱增导致生育意愿低迷，计划生育政策的放松无法有效扭转生育率下降的趋势，还需要辅以其他配套政策。国务院这则关于育婴扣税的通知表明国家已开始通过财政政策的调控来缓解生育所面临的经济压力，扣税政策的实施将利好育有 3 岁以下婴幼儿的家庭，我们认为这项政策可能成为后续鼓励生育政策的风向标，未来更多住房、教育、医疗等方面的支持性政策有望出台。

3 本周海外宏观消息梳理

3.1 俄罗斯或扩大“卢布结算清单”范围

事件：面对西方对俄方空前制裁，继天然气后，俄罗斯方面 3 月 30 日表示，可能要求更多俄罗斯商品以卢布结算，包括能源和农产品。俄罗斯国家杜马主席维亚切斯拉夫·沃洛金 30 日表示，以卢布结算商品应该扩大至原油、谷物、金属、化肥、煤炭和木材。俄罗斯能源在欧洲国家能源需求中占重要地位，欧盟所需天然气的约 40% 从俄罗斯进口，以欧元和美元结算。

来源：新华社

点评：俄罗斯反制裁举措强硬，国际贸易结算体系或受冲击。俄罗斯推出天然气“卢布结算令”后卢布对美元汇率开始回归，自西方对俄发动制裁后，卢布对美元汇率经历了一个月左右时间的狂跌，而目前已回升到接近俄乌冲突开始前的水平。乌克兰战争的持续发酵引发了全球能源价格与大宗商品价格的显著上涨，叠加西方对俄罗斯与白俄罗斯化肥的制裁，农产品供给严重受损，欧洲陷入原料短缺与价格上涨的恶性循环。我们认为，俄罗斯作为能源大国，其反制裁手段可能将提振卢布国际需求，未来国际贸易结算体系可能面临重构。

3.2 拜登宣布美国史上最大规模战略石油储备释放计划

事件：美国总统拜登 3 月 31 日宣布，未来六个月将从美国战略石油储备中每天释放 100 万桶石油、累计释放 1.8 亿桶，以应对目前供应短缺、油价高企的局面，并称这是美国史上最大规模的石油储备释放。拜登当天发表讲话说，新冠疫情和俄乌冲突是目前油价上涨的两大原因。他承认，对俄制裁有“代价”，全球市场上俄石油供应量下降推升了油价。他同时表示，石油公司实现增产需要数月时间，为应对增产之前的供应短缺，他授权释放战略石油储备。这将是美国半年内第三次动用战略石油储备。去年 11 月，拜登政府宣布释放 5000 万桶石油储备。今年 3 月初，国际能源署宣布，其成员决定释放 6000 万桶石油储备，其中美国承诺释放 3000 万桶。

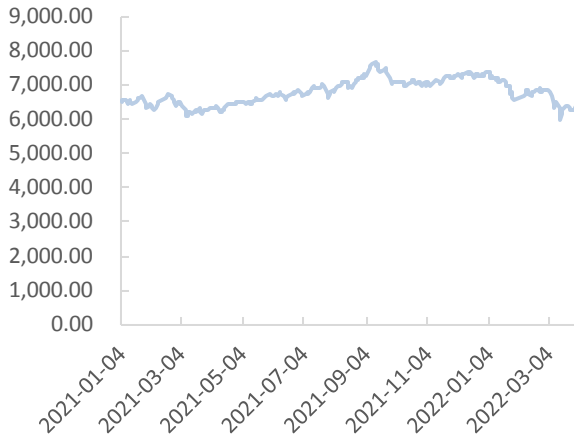
来源：新华社

点评：短期内油价将降温，乌克兰局势仍是影响油价的首要因素。西方对俄制裁对欧洲造成了较大的负面影响，能源与农产品价格持续高位震荡，我们认为美国国政府抛售原油储备的主要目标是安抚欧洲盟友，并抑制油价上涨给美国国内带来的通胀压力。从短期来看，美国抛售原油储备无疑会使油价降温，但假如乌克兰战争持续进行，油价将依然在中长期趋势上保持高位。另外，本次美国释放的原油储备是创纪录的，如果原油供应缺口无法在短期内填补，油价也存在上涨风险。

4 本周市场高频数据跟踪

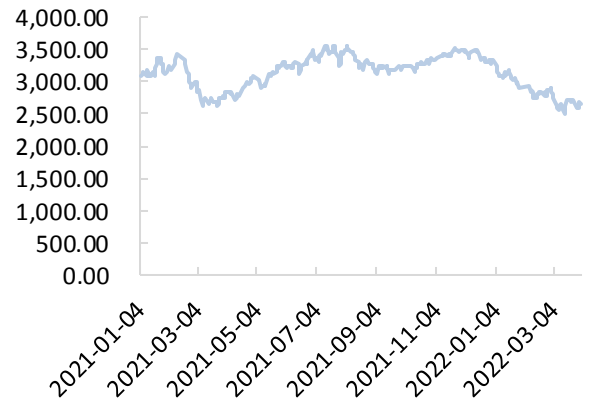
截至 2022 年 4 月 1 日，中证 500 指数收报 6364.52 点，同比上涨 1.51%；创业板指数收报 2666.97 点，同比上涨 1.09%。

图 1：中证 500 指数（点）



资料来源：IFinD，财信证券

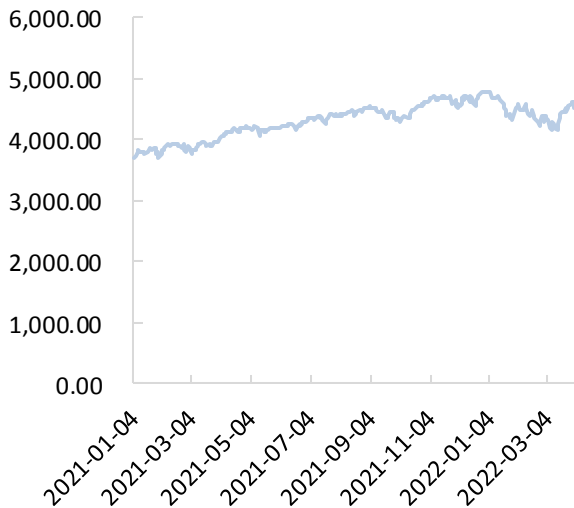
图 2：创业板指数（点）



资料来源：IFinD，财信证券

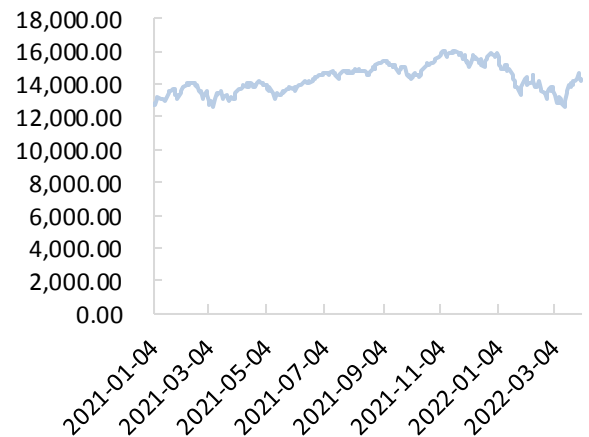
截至 2022 年 4 月 1 日，标准普尔 500 指数收报 4545.86 点，同比上涨 0.06%；纳斯达克综合指数收报 14261.50 点，同比上涨 0.65%。

图 3：标准普尔 500 指数（点）



资料来源：IFinD，财信证券

图 4：纳斯达克综合指数（点）

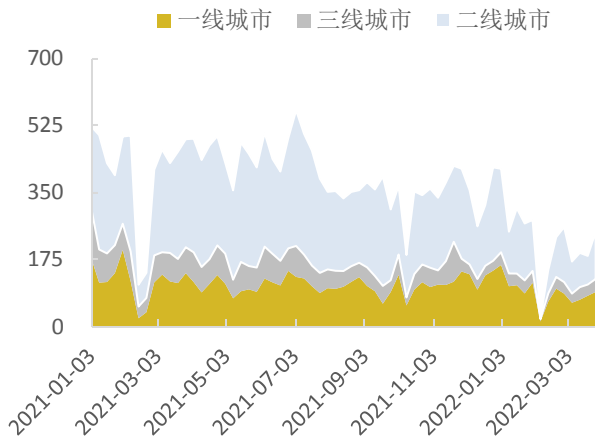


资料来源：IFinD，财信证券

5 本周经济高频数据跟踪

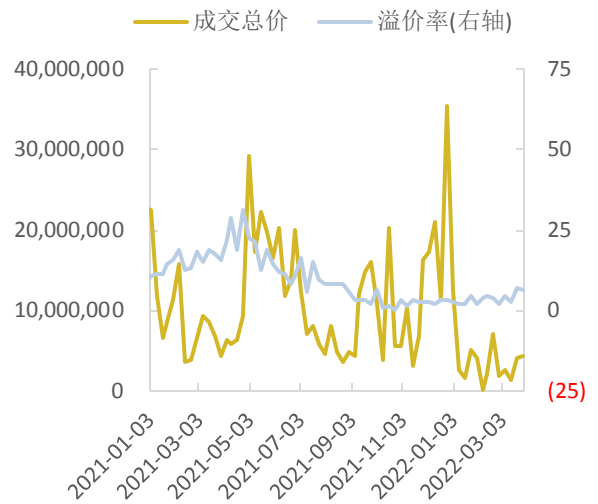
截至 2022 年 3 月 27 日，30 大中城市商品房周成交面积 246.50 万平方米，较前一周增加 33.54%；截止至 2022 年 4 月 3 日，100 大中城市成交土地当周溢价率 3.11%。

图 5：30 城商品房周成交面积（万平方米）



资料来源：IFinD，财信证券

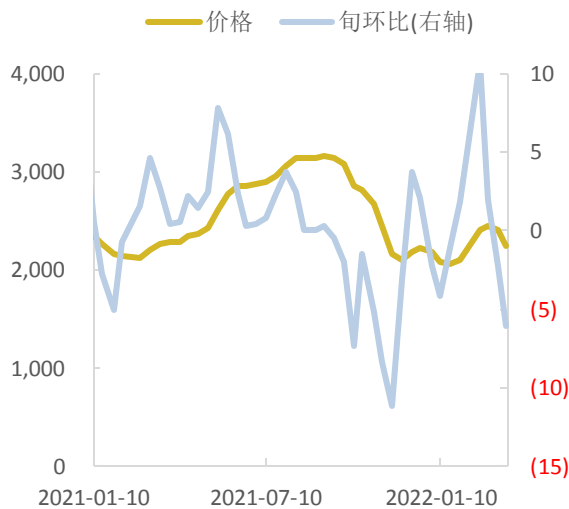
图 6：100 大中城市：周成交土地总价及溢价率（万元，%）



资料来源：IFinD，财信证券

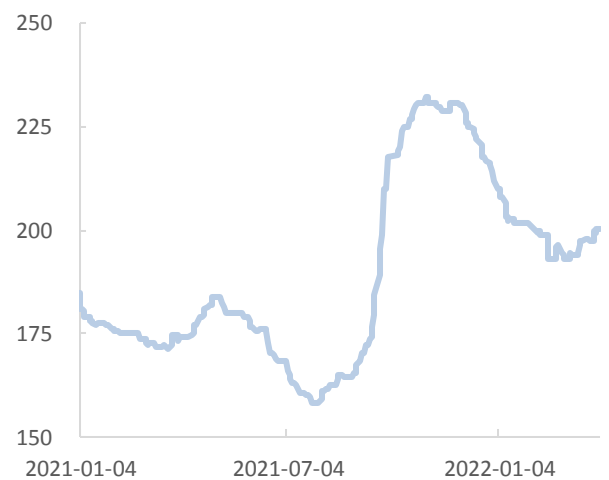
截至 2022 年 3 月 31 日，浮法平板玻璃价格下跌至 2076.60 元/吨，旬环比-7.70%；水泥价格指数小幅上行。

图 7：浮法平板玻璃价格情况（元/吨，%）



资料来源：IFinD，财信证券

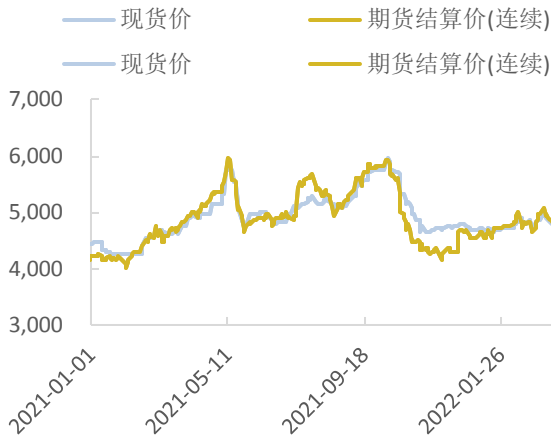
图 8：水泥价格指数



资料来源：IFinD，财信证券

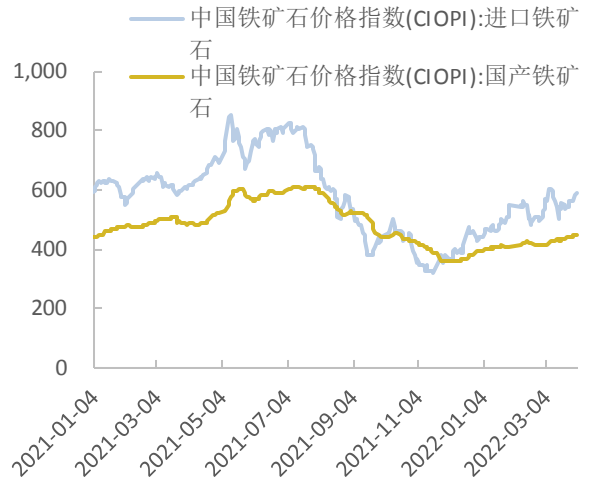
截至2022年4月1日,螺纹钢现货价格同比上涨2.43%,期货结算价格同比上涨3.25%;铁矿石价格保持上行趋势。

图 9: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: IFinD, 财信证券

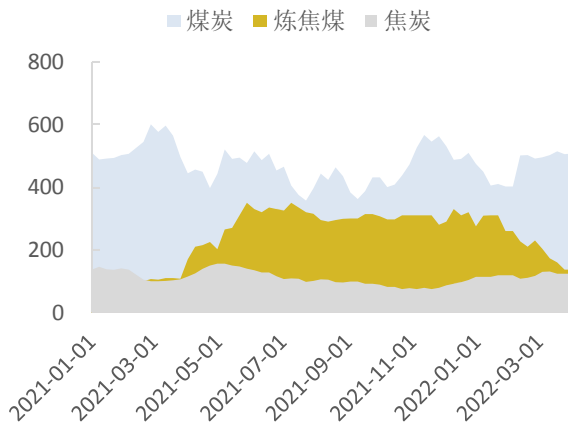
图 10: 中国铁矿石价格指数



资料来源: IFinD, 财信证券

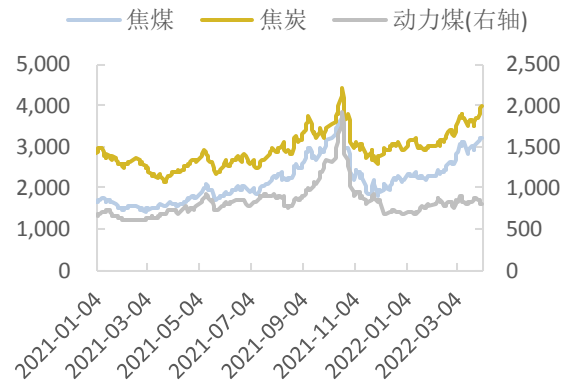
截至2022年4月1日,煤炭库存同比增加11.18%;焦煤、焦炭价格持续上行,动力煤价格小幅下行。

图 11: 焦炭、煤炭、冶焦煤库存 (万吨)



资料来源: IFinD, 财信证券

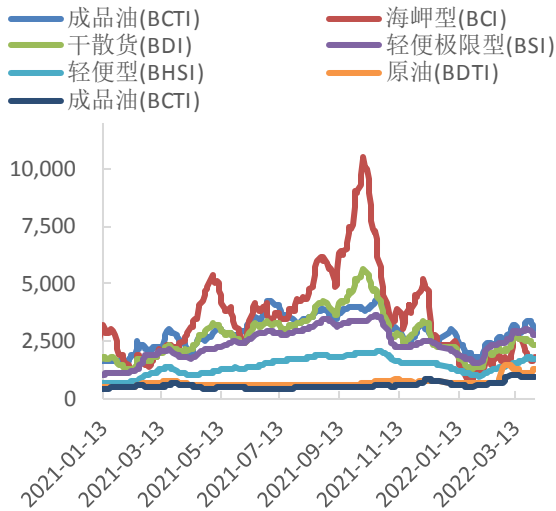
图 12: 焦炭、煤炭、冶焦煤价格情况 (元/吨)



资料来源: IFinD, 财信证券

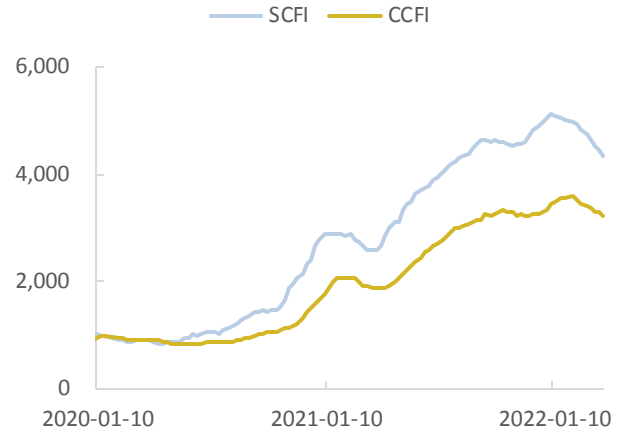
截至 2022 年 4 月 1 日，波罗的海干散货运费指数下行至 2357 点；国内航运指数呈持续下行趋势。

图 13：波罗的海运费指数



资料来源：IFinD，财信证券

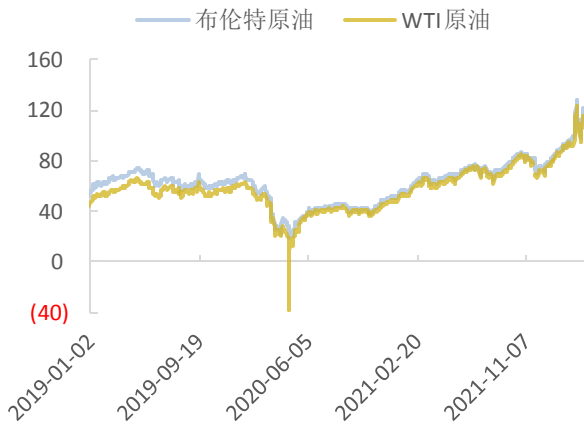
图 14：国内航运指数



资料来源：IFinD，财信证券

截至 2022 年 4 月 1 日，布油价格较前一周同比下跌 13.48%，WTI 原油价格较前一周同比下跌 12.84%；截止至 2022 年 3 月 25 日，美国商业原油周库存同比减少 0.83%。

图 15：原油价格（美元/桶）



资料来源：IFinD，财信证券

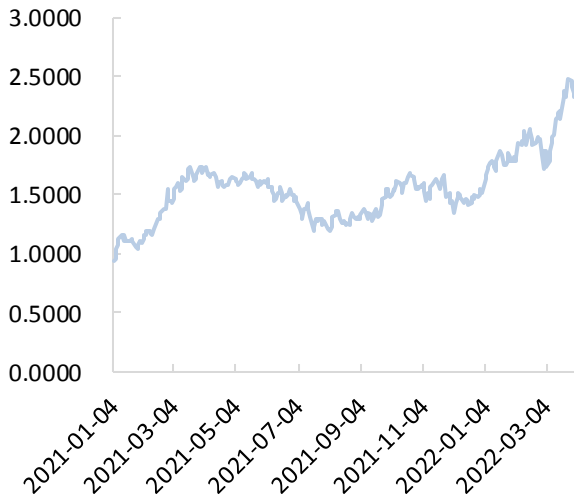
图 16：全美商业原油库存（千桶）



资料来源：IFinD，财信证券

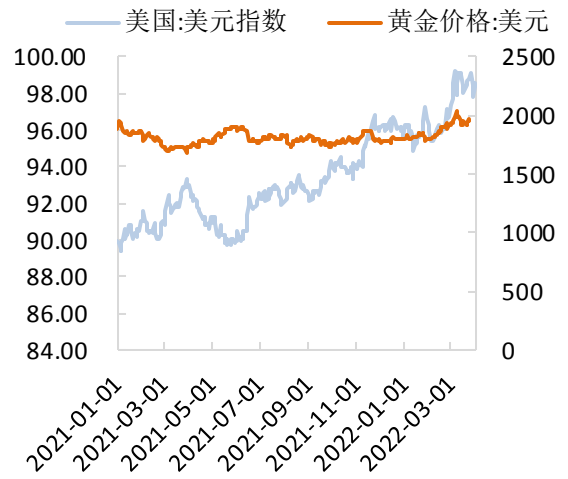
截至 2022 年 4 月 1 日，美国长期国债（10 年）为 2.38%，较前一周同比下降 4.03%；黄金价格小幅波动，美元指数震荡走高。

图 17：10Y 美债收益率 (%)



资料来源：IFinD，财信证券

图 18：黄金价格及美元指数



资料来源：IFinD，财信证券

6 风险提示

国内疫情恶化超预期；地缘政治形势持续搅动市场。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438