



中航证券研究所

分析师：符昉

证券执业证书号：S0640514070001

研究助理：王茹丹

证券执业证书号：S0640120090031

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

内外部利空增大稳增长难度， 降准降息依然可期

2022年4月10日

核心观点：

(1) 全球经济金融走势：全球进入紧缩时期。

本周，美联储的政策和乌克兰局势继续影响着市场。随着美联储强硬派的声音越来越响亮，市场对经济衰退的担忧加剧。美国国债收益率大幅走高，10年期国债收益率升至2.72%高点。与此同时，乌克兰持续不断的战争仍然笼罩着市场，本周美国和欧盟对俄罗斯实施了新的制裁。美联储收紧政策和乌克兰战争一直是近期影响海内外市场的主要宏观变量。今年早些时候市场的调整主要是由于通胀上升和美联储加息。最近，10年期和2年期美国国债收益率差的缩窄加剧了经济衰退的风险。我们认为，股市目前还没有充分地反映出可能出现的经济增长和盈利增长放缓。因此，未来一段时间，对俄罗斯的进一步制裁以及美联储快速收紧流动性等因素将大概率导致市场波动率加大。

(2) 欧美重要经济数据点评：欧美通胀继续维持高位。

美联储首选的通胀指标——个人消费支出通胀指数(PCE)2月同比增长6.4%，与预期一致，是1982年以来的最高水平。核心PCE为5.4%，略低于预期的5.5%，但也是近40年来的最高水平。考虑到3月份石油和大宗商品价格的上涨，我们预计未来几个月整体通胀将进一步走高。鉴于对俄罗斯的制裁还在升级中，我们预计在今年下半年之前，通胀不会出现大幅缓和。根据欧盟统计局数据，欧元区3月份消费者价格指数(CPI)同比上涨7.5%，高于2月份的5.9%。乌克兰战争导致整个欧洲大陆的能源价格上涨，推动通货膨胀加剧。随着乌克兰局势对能源市场的影响不断加剧，我们预计短期内欧洲的通胀仍将维持在高位。

(3) 国内信用和流动性：宽货币仍需发力，降准降息依然可期。

3月末，为对冲月末流动性紧张，央行公开市场投放较积极。进入4月，央行公开市场投放力度重新转向稳健，恢复到每日投放100亿元7D逆回购（利率维持2.1%）。货币市场利率方面，截止4月8日，DR007和SHIBOR1W分别为1.94%和1.99%，分别较3月31日下行31个BP和21个BP左右，低于逆回购利率的2.1%，表明当前货币市场流动性较为充裕。3月底至今，由于国际地缘冲突的影响以及国内新一轮疫情的超预期，经济下行压力显著加大之下货币政策宽松预期边际增强，十年期国债收益率呈现震荡下行态势。结合近期中央的政策表态，预计未来一段时间宽货币有较大的进一步发力的可能，降准降息可期。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

(4) 疫情和海外地缘冲突拖累 3 月经济，一季度经济增长压力大。

3 月中旬以来，国内疫情显著加剧。**消费方面**：全国范围来看，疫情之下，居民出行受到较严重影响；3 月 10 大城市的地铁客流量较去年同期下降 6.9%至 43.3%。在居民出行严重受限的情况下，3 月消费数据预计将受到较严重拖累；**房地产方面**：今年已有超 60 个城市出台楼市松绑政策。在政策端不断放松的情况下，3 月 30 大中城市土地成交面积同比-47.8%、100 大中城市土地供应面积同比+5.7%、100 大中城市土地成交面积同比-41.0%，表明目前虽然地方政府供地相对积极，但居民的购房意愿和房地产商的拿地意愿仍然较低，房地产行业景气情况仍然不高；**基建方面**：2022 年一季度，全国发行新增专项债规模 12981 亿元，约占 1.46 万亿元提前批额度的 89%，占全年发行计划 3.65 万亿元的 36%。今年专项债发行显著提速，叠加去年年末和今年年初发行的大量专项债的有效衔接，一季度基建增速预计较高，成为经济增长的重要支撑；**工业生产方面**：2022 年 3 月官方制造业 PMI 录得 49.5%，较上月-0.7PCTS，自去年 11 月以来，首次位于荣枯线之下。季节性上看，3 月制造业景气度存在超季节性下行。我国国内疫情的爆发和海外俄乌冲突的持续是工业生产和需求同时走弱的主因。制造业增加值占工业增加值的 80%以上，制造业景气度的降低，生产和需求的走弱，预计将一定程度拖累 3 月工业增加值增速。**出口方面**：3 月官方 PMI 新出口订单指数结束了连续 2 个月的上行趋势，录得 47.2%，较上月-1.8PCTS。此外，中港协数据显示，3 月重点监测沿海港口外贸吞吐量同比减少 0.1%。总体来看，短期内，地缘冲突影响和国内疫情之下，我国出口面临较大的下行压力。

(5) 通胀：预计 3 月 CPI 同比上行，PPI 同比下行。

CPI：3 月，重点监测的八类食品中同比价格有涨有跌，油料、蔬菜、水产、鸡蛋和水果价格较去年 3 月同比上行，粮食、猪肉和生鲜乳价格同比下行。非食品项方面，油价的上涨，预计对 3 月 CPI 非食品项有一定推动作用。**预计 3 月 CPI 同比+1.2%左右**。**PPI**：3 月官方 PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别为 56.7%和 66.1%，分别较上月+2.6PCTS 和+6.1PCTS，均为连续 2 个月上行。3 月，主要工业原料方面，油价、煤价上行，钢价相对平稳。重要指数上，CRB 现货指数和南华工业品指数呈上行态势。**总体上，预计 3 月 PPI 环比+1%左右，同比+8.0%左右，同比仍然较 2 月下行。**

(6) 后续判断：稳增长难度显著加大，宽货币预期继续走强

今年前 2 月经济数据表现较好，总体超出市场预期。但 3 月以来国际地缘冲突影响的蔓延和国内疫情的显著加剧，短期内对我国的经济运行构成了全方位的压力。4 月 6 日召开的国务院常务会议在强调经济形势严峻的同时，也进一步明确稳增长政策的确定性。总体上，目前我国经济呈现出口、消费面临下行压力，房地产投资仍在筑底，制造业投资在成本冲击和需求走弱之下面临较大不确定性，仅基建投资确定性较强但同时也面临着项目不足和疫情扰动的局面，我国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。在这种情况下，经济的企稳需要货币的进一步宽松来支撑。3 月底以来 10 年期国债收益率的下行，同时反映了经济下行压力的加大与货币宽松预期的增强。短期内，除非经济数据好于预期或者明确的政策信号令宽货币预期落空，否则宽货币预期依然相对宽信用预期占优，利好利率继续下行。

1、全球经济金融走势：全球进入紧缩时期

本周，美联储的政策和乌克兰局势继续影响着市场。随着美联储强硬派的声音越来越响亮，市场对经济衰退的担忧加剧。美国国债收益率大幅走高，10年期国债收益率升至2.72%高点。与此同时，乌克兰持续不断的战争仍然笼罩着市场，本周美国和欧盟对俄罗斯实施了新的制裁。受市场的不安情绪影响，股市有所回落。其中，以科技股为主的纳斯达克跌幅最大。美元延续强劲涨势，黄金价格上扬。我们认为，短期内，市场对即将到来的美联储激进货币政策收紧周期和不断升级的地缘政治风险的担忧将继续令市场承压。

图表 1: 国际金融市场主要资产走势

	最新收盘价	周涨跌幅 (%)
标普 500	4488.28	-1.27
纳斯达克指数	13711.00	-3.86
道琼斯指数	34721.12	-0.28
美元指数	99.84	1.29
CBOE 波动率	21.16	7.79
MSCI 新兴市场	1127.93	-1.56
MSCI 欧洲	1906.60	-0.82
MSCI 美国	4290.55	-1.48
ICE 布伦特原油 (美元/桶)	102.40	-1.91
黄金 (美元/盎司)	1950.40	1.39

资料来源: wind, 中航证券研究所

(1) 美国国债收益率暗示美国经济或陷入衰退

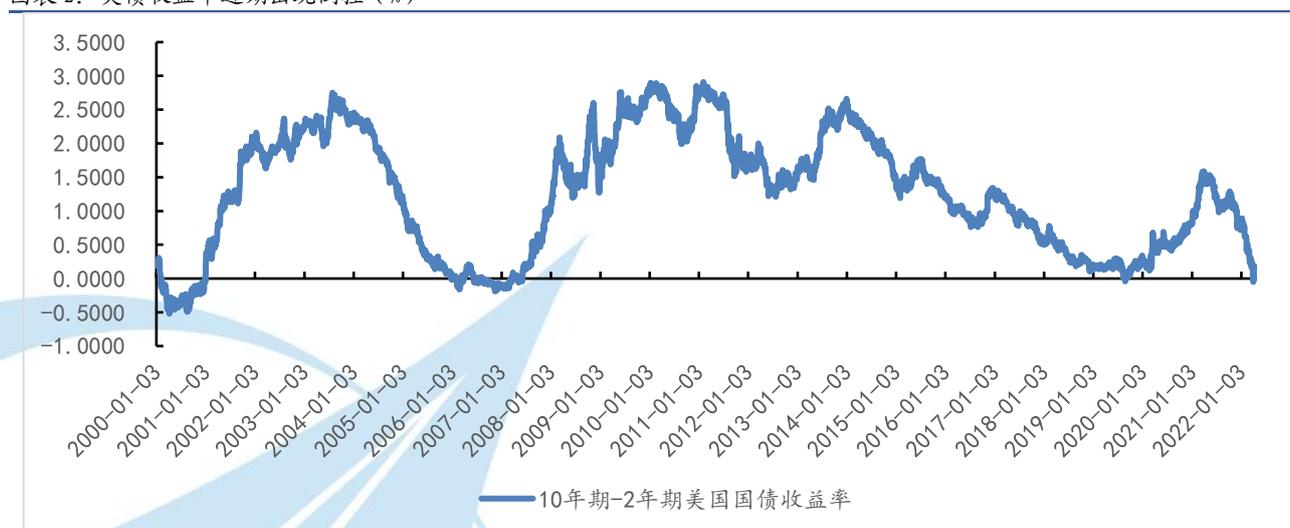
本周美联储的讲话是影响美国债券和股票市场走势的一个关键因素。美联储副主席候选人之一理事莱尔·布雷纳德(Lael Brainard)本周发言表示降低高企的通胀“至关重要”。她还建议，在5月的会议上采取进一步加息措施，并开始“快速”缩减资产负债表。美联储4月6日公布的3月会议纪要给出了资产负债表缩减计划的细节。纪要显示，美联储或将以每月最高950亿美元的速度缩表。与会者普遍认为，美国国债每月缩减上限约为600亿美元、机构住房抵押贷款支持证券(MBS)每月缩减上限约为350亿美元可能是合适的。显然，这一举措将进一步收紧整个经济中的信贷。与此同时，美联储暗示未来可能会多次加息50个基点，以便为40年来最严重的通胀降温。如果实现，这将是美联储20多年来首次加息超过传统的25个基点。然而，如果过度或过快地收紧政策，就可能导致经济陷入衰退。

回顾上一轮量化紧缩周期(QT)。2017-2019年间，美联储采取了先加息再缩表的政策顺序，2017年6月第四次加息25个基点时明确资产负债表正常化计划，10月美联储开始缩减资产负债表，一开始每月缩减100亿美元资产，一年后逐渐将上限提高至每月缩减500亿美元。直到2019年8月。之后由于市场流动性明显不足，美联储于2019年9月起开始降息，并于10月会议决定重新恢复购债，资产负债表再度扩张，至此缩表结束。相比之下，本轮缩表的速度明显加快。

在俄乌冲突存在不确定的情景下，美联储这一强硬的“鹰派”言论和3月会议纪要所暗示的大幅收紧货币政策引发了市场忧虑。表现在金融市场上，10年期美国国债收益率大幅走高，达到2019年初以来

的最高水平。美国国债收益率曲线平坦化趋势增强。本月初 10 年期与 2 年期美债收益率一度倒挂并引发了市场对经济可能即将陷入衰退的讨论。从 3 月美联储公布的经济预期中，我们看到美联储对经济预测描绘的是一种“软着陆”的情景：通胀回落，失业率保持在低位，经济增长从大流行后超过 4% 的水平放缓至其估计的约 2.0% 至 2.5% 的长期可持续增长率。然而，如果美联储执行其激进的收紧计划，经济增长放缓或衰退的风险可能会增加。德意志银行的经济学家此前曾预测，明年早些时候，美国经济将陷入衰退。以 Jan Hatzius 为首的高盛集团分析师 4 月初表示，对美国明年将陷入衰退的预测已与多个团队达成共识，“如果经济出现衰退，那么美国股市 2023 年或遭遇 20% 左右的下跌。”

图表 2：美债收益率近期出现倒挂 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

对于新兴市场而言。短期内，新冠肺炎病例的再次出现以及疫苗接种的相对落后可能会让投资者持谨慎态度。投资者对疫情拖累经济的预期可能会加大资本流出风险，进而加大股市的振幅。

(2) 俄乌冲突增加欧洲滞涨和经济衰退风险

乌克兰冲突给欧洲市场带来沉重压力，根据贝莱德的测算，欧洲能源价格的飙升意味着该地区目前在能源上的支出几乎占到其 GDP 的十分之一，这是自 1981 年以来的最高比例。从当前形势来看，乌克兰持续不断的战争仍然是市场不确定性的一个关键来源。停火谈判未能取得任何突破，与此同时，美国与欧盟宣布了对俄罗斯能源实施新的制裁。能源冲击或将进一步加大欧洲陷入滞涨的风险。受能源价格飙升影响，欧元区 3 月份的年通胀率从 2 月份的 5.9% 飙升至创纪录的 7.5%。

欧洲央行行长拉加德 3 月 30 日在塞浦路斯中央银行会议上重申，欧元区短期内面临增长放缓和通胀加剧的局面，她警告说，“战争持续的时间越长，经济成本就会越高，我们最终陷入更不利局面的可能性就越大。”考虑到持续的能源供应中断以及地缘政治不确定性的增加等诸多“不利”情况，目前欧洲央行已在 3 月份的最新经济预测中下调 2022 年的经济增长预期 0.5 个百分点至 2.5%。与此同时，欧洲央行正密切关注通胀走势，计划于 2022 年第三季度结束应对疫情的“大流行病紧急采购计划”并开始进行缩表。欧洲央行 3 月份会议的纪要显示，许多政策制定者认为，持续的高通胀正在迫使央行尽快采取措施使货币政策正常化，以防止工资-物价螺旋上升。许多决策成员认为，加息的条件要么已经满足，要么

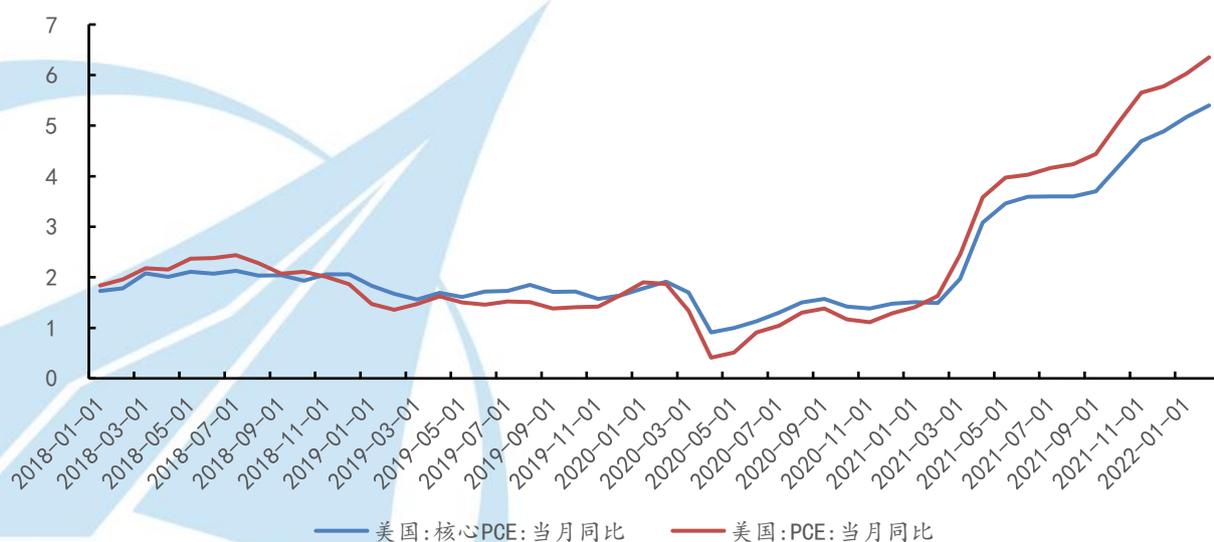
很快就会满足。但目前乌克兰冲突仍对欧洲经济造成了极高的不确定性。欧洲央行下次会议将于4月14日举行，届时可能会出台详细的缩减时间表。

美联储收紧政策和乌克兰战争一直是近期影响海内外市场的主要宏观变量。今年早些时候市场的调整主要是由于通胀上升和美联储加息。最近，10年期和2年期美国国债收益率差的缩窄加剧了经济衰退的风险。我们认为，股市目前还没有充分地反映出可能出现的经济增长和盈利增长放缓。因此，未来一段时间，对俄罗斯的进一步制裁以及美联储快速收紧流动性等因素将大概率导致市场波动率加大。

2、欧美重要经济数据点评

美联储首选的通胀指标个人消费支出通胀指数(PCE)2月同比增长6.4%，与预期一致，是1982年以来的最高水平。核心PCE为5.4%，略低于预期的5.5%，但也是近40年来的最高水平。另外，考虑到3月份石油和大宗商品价格的上涨，我们预计未来几个月整体通胀将进一步走高。鉴于对俄罗斯的制裁还在升级中，我们预计在今年下半年之前，通胀不会出现大幅缓和。

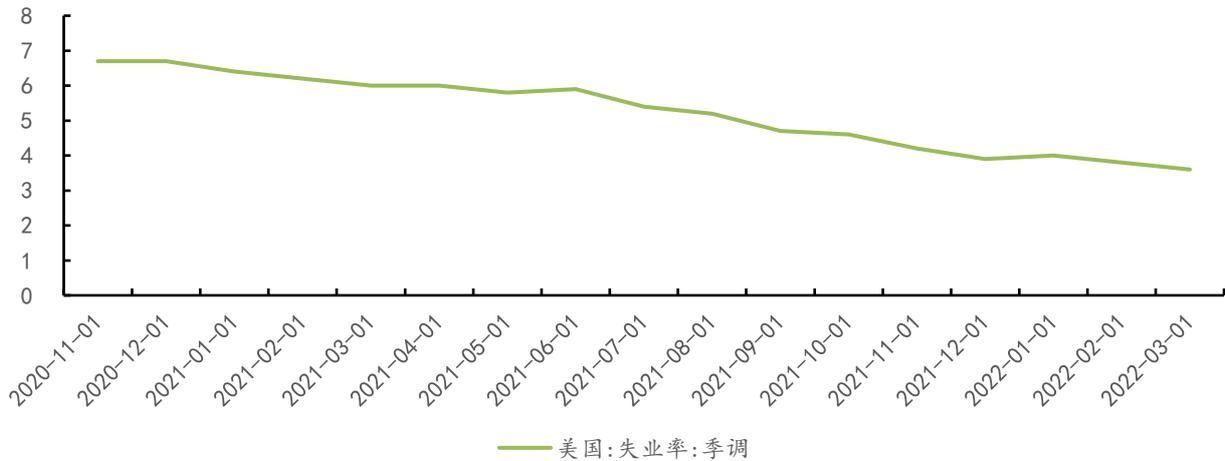
图表3：美国通胀数据（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

美国劳工部统计局公布的3月份的非农就业报告显示新增非农就业人数从49万人降至43.1万人，略低于预期的47.5万人。但失业率降至3.6%，好于预期的3.7%。月平均时薪环比增长0.4%，同比上涨5.6%，创下自2007年以来最大增速。随着疫情影响的逐渐褪去和服务业的重新开放，企业为弥补劳动力缺口正在以创纪录的力度招募和留用工人。报告显示，休闲和酒店，专业和商业服务，商贸零售和制造业的就业继续显著增长。

图表 4: 美国失业率 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

在通胀高企且预期短期难以缓和的背景下, 通胀-工资双螺旋可能仍在发酵, 值得警惕。3月时薪尽管已创下自 2007 年以来最大增幅, 同比上涨 5.6%, 但仍不及高企的通胀。2月美国个人支出仅增长 0.2%, 低于预期, 这或许反映出美国人的购买力和消费意愿正在被蚕食。综合来看, 3月美国非农就业数据和通胀数据预示当前美国经济和劳动力市场已经过热, 数据支持美联储采取更加鹰派的加息路径。

根据欧盟统计局数据, 欧元区 3 月份消费者价格指数 (CPI) 同比上涨 7.5%, 高于 2 月份的 5.9%。乌克兰战争导致整个欧洲大陆的能源价格上涨, 推动通货膨胀加剧。欧洲通胀大幅走高将加大欧洲央行的压力。欧洲央行的主要任务是把通胀控制在 2%, 但现在收紧政策可能会使已经受到俄乌战争困扰和新冠疫情影响的经济进一步承压。随着乌克兰局势对能源市场的影响不断加剧, 我们预计短期内欧洲的通胀仍将维持在高位。随着欧盟进一步加大对俄制裁力度, 包括对能源行业实施制裁, 可能将欧元区经济推向衰退。

图表 5: 欧元区通胀 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

3、国内信用和流动性：宽货币仍需发力，降准降息依然可期

3月末，为对冲月末流动性紧张，央行公开市场投放较积极：3月28日到3月31日，7D逆回购到期分别为300、200、200和200亿元的情况下，连续4天每日投放7D逆回购1500亿元（利率维持2.1%）。进入4月，央行公开市场投放力度重新转向稳健：清明节前的4月1日、4月2日以及清明节后的4月6日至4月8日，央行每日7D逆回购投放量为100亿元（利率维持2.1%）。因此，清明节后的一周，央行投放的谨慎叠加3月末投放的逆回购到期，当周三个工作日央行公开市场操作净投放录得-5800亿元。货币市场利率方面，截止4月8日，DR007和SHIBOR1W分别为1.94%和1.99%，分别较3月31日下行31个BP和21个BP左右，低于逆回购利率的2.1%，表明当前货币市场流动性较为充裕。

今年1-2月，宽货币在价上的保守、在量上的积极以及宽信用的成效的待加强、再叠加海外央行加息节奏的变数，使得市场对宽货币和宽信用在节奏上存在分歧，十年期国债收益率2月中旬至3月下旬横盘震荡，并未展现明显的方向性。但3月底至今，由于国际地缘冲突的影响以及国内新一轮疫情的超预期，经济下行压力显著加大之下货币政策宽松预期边际增强，十年期国债收益率呈现震荡下行态势。结合近期中央的政策表态，预计未来一段时间宽货币有较大的进一步发力的可能，降准降息可期。

图表 6：重要会议和文件中的下一阶段货币政策思路

重要会议及文件	下一阶段货币政策思路
2021年第四季度中国货币政策执行报告（2022年2月11日）	下一阶段，稳健的货币政策要灵活适度， 加大跨周期调节力度 ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重 充分发力、精准发力、靠前发力 ，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合； 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 ，保持宏观杠杆率基本稳定；保持信贷结构稳步优化；要促进降低企业综合融资成本。
政府工作报告（2022年3月5日）	加大稳健的货币政策实施力度。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。扩大新增贷款规模， 保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配 ，保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
国务院金融稳定发展委员会召开专题会议 研究当前经济形势和资本市场问题（2022年3月16日）	关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济， 货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长 。关于房地产企业，要 及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施 。
李克强主持召开国务院常务会议 确定实施大规模增值税留抵退税的政策安排等	一是加大稳健货币政策对实体经济的支持力度， 坚持不搞“大水漫灌”，同时及时运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持信贷和社会融资适度增长 。二是保持政策稳定性，近年来稳定经济运行、激发市场活力的政策要尽可能延续实施，同时开展政策取向一致性评估，防止和纠正出台不利于市场预期的政策。
李克强主持召开国务院常务会议（2022年4月6日）	会议指出，要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。 一是加大稳健的货币政策实施力度，保持流动性合理充裕 。增加支农支小再贷款，用好普惠小微贷款支持工具，用市场化、法治化办法促进金融机构向实体经济合理让利，推动中小微企业融资增量、扩面、降价。二是研究采取金融支持消费和有效投资的举措，提升对新市民的金融服务水平，优化保障性住房金融服务，保障重点项目建设融资需求，推动制造业中长期贷款较快增长。三是支持重点领域和薄弱环节融资，设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供60%、100%的再贷款支持。做好用政府专项债补充中小银行资本等工作，增强银行信贷能力。

资料来源：人民银行、新华社、中国政府网、中航证券研究所

4、疫情和海外地缘冲突拖累3月经济，一季度经济增长压力大

（1）国内疫情显著加剧，消费首当其冲受到影响

3月中旬以来，国内疫情显著加剧。吉林、上海等地相继爆发，并向全国蔓延。截止4月8日0时，全国有29个高风险地区，292个中风险地区，较3月初显著增加。上海自4月初开始实质性封城，目前

每日确诊+无症状感染者已经达2万人以上，趋势上仍在上行。吉林省最早爆发疫情的吉林市4月8日宣布实现社会面清零，自3月初疫情爆发以来历时37天。考虑到上海人口和经济体量远高于吉林市，要实现社会面清零目标，面临的困难和复杂性更大，因此预计上海的疫情以及伴随疫情而来的较严厉的封控措施仍将至少持续一段时间，对应的经济损失将更大。

全国范围来看，疫情之下，居民出行受到较严重影响：3月10大城市的地铁客流量较去年同期均出现不同程度下降，其中下降最少的成都降幅6.9%，而下降幅度最大的上海降幅达43.3%。在居民出行严重受限的情况下，3月消费数据预计将受到较严重拖累，尤其是依赖人群聚集的餐饮、旅游等服务性行业，受到的影响更大。3月服务业PMI46.7%，较上月-3.8PCTS，景气度明显回落。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业业务活动明显减少，商务活动指数均下降20.0个百分点以上，企业经营压力加大。另一方面：乘联会乘用车销售数据（厂家零售）显示，今年3月较去年同期销量提高9%以上；布伦特原油现货价格今年3月较去年同期大幅上行。总体来看，虽然汽车和石油及制品的消费会在一定程度上支撑3月消费数据，但在服务业消费以及除汽车和原油外其他商品消费的拖累下，3月消费数据不会太好，大概率将拖累整个一季度经济数据。

图表7：今年和去年十大城市地铁客运量对比（单位：万人次）

	北京		上海		广州		成都		南京		武汉		西安		苏州		郑州		重庆	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
4月第二周	3,261	6,328	1	7,049	4,042	6,020	2,166	3,848	835	2,227	1,668	2,249	1,482	2,420	329	879	524	1,234	1,571	2,274
4月第一周	6,007	6,643	529	7,398	5,119	6,301	3,823	3,959	916	2,176	2,105	2,212	1,791	2,358	459	835	720	1,218	1,958	2,337
3月第四周	5,104	6,528	1,372	7,455	4,477	6,171	3,613	3,791	588	2,159	1,839	2,238	1,449	2,314	392	827	704	1,178	1,737	2,247
3月第三周	5,165	6,147	2,033	7,224	4,536	6,357	3,664	3,702	1,060	2,050	1,826	2,113	968	2,256	440	786	870	1,125	1,738	2,167
3月第二周	5,905	5,860	5,641	7,099	5,381	6,344	3,495	3,656	1,900	1,946	1,417	2,088	1,423	2,296	613	765	958	1,132	2,297	2,264
3月第一周	5,968	5,640	7,176	6,838	5,753	5,934	2,996	3,634	1,951	1,862	1,372	1,961	2,146	2,173	480	733	980	1,068	2,335	2,215
3月合计	22,141	24,175	16,222	28,616	20,147	24,806	13,767	14,782	5,499	8,018	6,454	8,401	5,986	9,038	1,924	3,111	3,512	4,503	8,105	8,893
今年3月较去年同比	-8.4%		-43.3%		-18.8%		-6.9%		-31.4%		-23.2%		-33.8%		-38.1%		-22.0%		-8.9%	

资料来源：wind，中航证券研究所（注：黄色代表今年较去年人流量少，绿色代表去年较今年人流量少，每周时间取值为周日到下周六）

（2）房地产政策持续放松，但居民购房和企业购地仍然较谨慎，基建成为一季度经济支撑

2022年以来，多个城市持续出台楼市松绑政策。3月16日，国务院金融稳定发展委员会会议指出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，此后，又有哈尔滨、兰州、衢州等城市出台放松楼市的政策。总体来看，今年已有超60个城市出台楼市松绑政策，政策内容主要涉及取消/放松限购及限售、降首付比例、降低房贷利率、公积金贷款优惠、购房补贴、房企资金支持等。在政策端不断放松的情况下，3月以来100大中城市土地供应面积虽然同比有所改善，但30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积以及100大中城市土地成交溢价率数据依然低迷。整个3月数据来看，30大中城市土地成交面积同比-47.8%、100大中城市土地供应面积同比+5.7%、100大中城市土地成交面积同比-41.0%，表明目前虽然地方政府供地相对积极，但居民的购房意愿和房地产商的拿地意愿仍然较低，房地产行业景气情况仍然不高，宽信用以及其他支持房地产的政策向房地产行业的传导依然需要一定的时间。

图表 8: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		100大中城市供应土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地溢价率(%)	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
4月第二周	129.2	367.6						
4月第一周	252.9	427.1	1763.8	3274.6	880.4	1804.1	1.0	23.4
3月第四周	231.6	415.4	2512.4	1905.6	1104.5	1434.4	4.6	18.6
3月第三周	183.2	425.0	1391.2	1787.4	897.4	1418.0	4.4	16.5
3月第二周	201.4	377.9	2203.3	1905.1	1173.1	2649.3	5.4	20.2
3月第一周	235.8	412.8	1900.7	1974.5	1689.8	2740.7	3.0	14.0
3月合计	852.1	1631.0	8007.6	7572.6	4864.7	8242.4	—	—
今年3月较 去年3月同 比	-47.8%		5.7%		-41.0%		—	

资料来源: wind, 中航证券研究所(注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到周六, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

基建方面, 2022年1-2月, 基建投资同比+8.6%, 较去年12月+4.9PCTS, 带动固定资产投资上行2.2PCTS。2022年一季度, 全国发行新增专项债规模12981亿元, 约占1.46万亿元提前批额度的89%, 占全年发行计划3.65万亿元的36%。今年专项债发行显著提速, 叠加去年年末和今年年初发行的大量专项债的有效衔接, 一季度基建增速预计较高, 成为经济增长的重要支撑。

(3) 地缘冲突和国内疫情之下, 制造业景气度下降, 或拖累3月工业增加值

2022年3月官方制造业PMI录得49.5%, 较上月-0.7PCTS, 自去年11月以来, 首次位于荣枯线之下。季节性上看, 今年3月制造业PMI为历史同期最低, 且较2月环比下行, 与历年3月环比上行的趋势明显背离, 表明3月制造业景气度存在超季节性下行。分项指数看, 3月PMI新订单指数和生产指数显著走弱, 分别录得48.8%和49.5%, 均为有记录以来3月首次位于荣枯线之下, 趋势上与历史同期3月较2月的上行(除2015年3月PMI新订单指数较2月下行这一个例外)形成了显著背离。3月, 我国国内疫情的爆发和海外俄乌冲突的持续是工业生产和需求同时走弱的主因。统计局表示, 部分地区部分企业临时减产停产, 且波及到上下游相关企业的正常生产经营, 对工业企业需求和生产产生了抑制。海外方面, 俄乌冲突之下, 统计局表示一些企业出口订单减少或被取消, 外需也受到了冲击。3月PMI新出口订单指数结束了连续2个月的上行趋势, 录得47.2%, 较上月-1.8PCTS。此外, 3月PMI新订单-PMI产成品库存的值为-0.1PCTS, 为2020年2月以来首次为负, 反应供需结构明显转差。综合考虑PMI新订单-产成品库存显著下行, 产成品库存指数上行、原材料库存指数下行、采购量指数下行以及生产经营活动预期指数走弱, 3月制造业因需求不足、生产减弱、预期变差, 主动减少了原材料采购、降低了原材料库存, 但因为需求减弱速度过快, 仍然被动积累了产成品库存。

制造业增加值占工业增加值的80%以上, 制造业景气度的降低, 生产和需求的走弱, 预计将一定程度拖累3月工业增加值增速。另一方面, 3月工业高频数据传递出的信号也难言积极。3月, 唐山钢厂高炉开工率、汽车全钢胎、半钢胎开工率、PTA开工率、涤纶短纤装置负荷率以及钢材和粗钢日均产量均较去年同期同比下降。总体来看, 在外部冲突加剧和国内疫情的影响下, 3月工业生产或出现短期走弱, 工业增加值增速受到压制。

(4) 受地缘冲突和国内疫情拖累，出口下行压力大

3月PMI新出口订单指数结束了连续2个月的上行趋势，录得47.2%，较上月-1.8PCTS。统计局在3月PMI数据解读中表示“近期国际地缘政治冲突加剧，一些企业出口订单减少或被取消”。此外，中港协数据显示，3月，重点监测沿海港口外贸吞吐量同比减少0.1%。同时中港协表示，3月中下旬以来，深圳、上海等地新冠肺炎疫情对码头生产有一定影响。值得注意的是，进入4月，上海疫情显著加剧，开始了大规模的封控，如上海港受到较大影响或疫情继续蔓延至其他港口城市，则4月出口将受到更大的影响。总体来看，短期内，地缘冲突影响和国内疫情之下，我国出口面临较大的下行压力。

5、通胀：预计3月CPI同比上行，PPI同比下行

3月，重点监测的八类食品中同比价格有涨有跌，油料、蔬菜、水产、鸡蛋和水果价格较去年3月同比上行，粮食、猪肉和生鲜乳价格同比下行。非食品项方面，油价的上涨，预计对3月CPI非食品项有一定推动作用。预计3月CPI同比+1.2%左右。PPI方面：3月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为56.7%和66.1%，分别较上月+2.6PCTS和+6.1PCTS，均为连续2个月上行。3月，主要工业原料方面，油价、煤价上行，钢价相对平稳。重要指数上，CRB现货指数和南华工业品指数呈上行态势。总体上，预计3月PPI环比+1%左右，同比+8.0%左右，同比仍然较2月下行。

6、后续判断：稳增长难度显著加大，宽货币预期继续走强

今年前2月经济数据表现较好，总体超出市场预期。但3月以来国际地缘冲突影响的蔓延和国内疫情的显著加剧，短期内对我国的经济运行构成了全方位的压力。国际地缘冲突加剧对我国经济的影响主要体现在大宗商品价格持续上行对我国工业生产短期内造成的成本压力，疫情对我国经济运行的影响包括但不限于：居民出行受限之下，餐饮、旅游等服务业、居民购房等受到影响，内需短期内受到压制；防控政策之下物流受阻、生产受限，影响我国工业运行；港口运行受到疫情影响，影响我国出口。

国务院总理李克强4月6日主持召开国务院常务会议上，对经济形势的严峻再次定调：会议提出国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大。

在强调经济形势严峻的同时，会议也进一步明确稳增长政策的确定性：会议强调各部门要着眼大局、主动作为，及时出台有利于市场预期稳定的措施。财政政策上，会议提到餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业，并相应提出了阶段性缓缴养老保险费，加大失业保险支持稳岗和培训力度等政策；货币政策上，会议强调更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。重点强调了再贷款工具，包括增加支农支小再贷款、设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款。

对于财政政策，我们认为今年财政支出力度加码没有分歧，但超预期的疫情或导致财政支出大量用于支持涉及大量就业的第三产业，进而可能会令财政支出在基建项目投资上的力度受到一定的挤占，我们继续维持对基建投资回升的乐观预期，但也需要提示弱于预期的风险。对于货币政策，国务院常务会议并未明确提出降准降息，对再贷款工具的强调显示政策面上希望尽量在稳增长和调结构的交集上发力。

总体上，目前我国经济呈现出口、消费面临下行压力，房地产投资仍在筑底，制造业投资在成本冲击和需求走弱之下面临较大不确定性，仅基建投资确定性较强但同时也面临着项目不足和疫情扰动的局面，我国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。在这种情况下，经济的企稳需要货币的进一步宽松来支撑，降准降息依然可期。3月底以来10年期国债收益率的下行，同时反映了经济下行压力的加大与货币宽松预期的增强。短期内，除非经济数据好于预期或者明确的政策信号令宽货币预期落空，否则宽货币预期依然相对宽信用预期占优，利好利率继续下行。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符旻（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。