

货币宽松弱于预期，财政与地 产重要性更加凸显

2022年4月16日

核心观点：

(1) 全球经济金融走势：全球市场短期内承压，中美利差倒挂，我国资本外流压力加大

本周，美联储的政策和乌克兰局势继续影响着全球市场。美国通胀指标达到40年来的高点，高通胀不改美联储将大幅收紧货币政策的预期，10年期美债收益率继续走高。短期内，对即将到来的美联储激进货币政策收紧和不断升级的地缘政治风险的担忧将继续令市场承压。4月11日，中美10年期国债利差出现2010年以来的首次倒挂。中美利差倒挂的根本原因在于疫情复苏过程中两国经济和政策周期的错位。短期内，随着5月美联储实质性加息和缩表，倒挂的幅度或将进一步扩大并加大资本外流及汇率贬值压力。但下半年如果美国通胀有所缓和，美联储鹰派立场或将减弱，中美周期错配对国内市场的冲击也有望逐步缓解。

(2) 欧美重要经济数据点评：通胀数据支持美联储加速收紧流动性

美国3月CPI同比增长8.5%，为40年来的最高水平，核心CPI为6.5%，略低于预期值6.6%。美国3月PPI同比增长11.2%，创下历史最高水平。美联储自上个月开始提高利率，以防止物价快速上涨对美国造成的伤害。本月的核心通胀数据或将使全年通胀预期有所缓和。但考虑到对俄罗斯的制裁还在升级中，未来几个月石油和大宗商品价格或将继续维持在高位。另外，由于美国的房价和租金都在上涨，占CPI指数约三分之一的住房价格仍居高不下。因此，我们认为通胀数据短期内不会出现大幅缓和，经济数据将继续支持美联储加速收紧流动性。

(3) 国内信用和流动性：3月社融总量亮眼，结构不佳，央行小规模降准落地，略低于市场预期

进入4月，央行公开市场投放力度重新转向稳健，4月初至今央行公开市场操作净投放-7100亿元。货币市场利率方面，截止4月15日，DR007和SHIBOR1W分别为1.73%和1.82%，较3月31日下行52个BP和38个BP左右，表明当前货币市场流动性较为充裕。3月总量上相对亮眼的社融数据是对市场信心的一个提振。但在总量企稳的同时，也应注意到，社融数据结构仍然不佳，居民中长期贷款和短期贷款双双走低，企业贷款总量强、结构弱，中长期贷款仅同比多增148亿元，反映目前宽信用继续推进仍存在的核心障碍：一是房地产不景气之下，居民房贷和房地产企业中长期贷款需求受到压制，对社融的拉动作用较弱；二是疫情蔓延和海外地缘冲突持续，影响企业中长期信心，企业中长期经营性贷款需求不足。

央行决定2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期资金约5300亿元，幅度略低于市场预期。4月15日，央行对MLF和逆回购均进行了等量平价续作，市场降息预期落空。央行表现出了对政策宽松的谨慎性，我们认为一是受外部流动性收紧的限制，二是由于目前推动宽信用的主要阻力在于融资需求而不是银行的融资供给。

股市有风险入市须谨慎

(4) 经济运行：疫情持续，房地产土地成交和住宅销售未见改善，进出口出现乏力

3月中下旬至今，国内新增确诊病例持续处于高位，封控措施之下，全国范围内物流、居民聚集均受到较大影响。吉林省已实现全省层面社会面清零，但上海疫情仍处高位。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，4月至今，10大城市地铁客运量也全面低于去年同期。从旅游数据看，2022年清明节假期，全国国内旅游出游人次同比-26.2%，国内旅游收入同比减少30.9%。预计3月、4月疫情将显著影响我国经济运行，尤其是消费受到的冲击更大。尽管各地购房政策多有放松，但3月居民购房、土地成交和土地成交溢价数据依然低迷。进入4月之后，从已披露的数据看，居民购房、房企买地及房企买地溢价率仍显著弱于去年同期。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。以美元计价，3月出口同比+14.7%，较1-2月的+16.3%下滑，进口同比-0.1%，较1-2月的+15.5%下滑较多。进口的回落主要系疫情影响我国内需，出口主要靠价来支撑，去除全球通胀加剧，多数商品价格高涨的因素后，我国出口实际下滑更严重。往后看，地缘政治冲突和国内疫情仍存在不确定性、海外供应链恢复仍在持续，外需逐步走弱、内需疲软的状态预计仍将持续，净出口对我国经济的拉动作用将持续走弱。

(5) 通胀：PPI下行节奏放缓但趋势不变，未来3个月警惕CPI超预期上行

2022年3月，CPI同比+1.5%，环比0，核心CPI同比+1.1%，环比-0.1%。总体来看，2022年3月CPI同比涨幅扩大主要受到地缘冲突的持续和国内疫情的加剧的影响。往后看，在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、4月到6月CPI翘尾因素逐渐走高的情况下，地缘冲突的发展变化和国内疫情的防控效果将是决定未来几个月CPI同比是否会持续超预期的关键因素。总体来看，我们认为2季度CPI存在一定的持续超预期上行风险，但在4月到6月间突破3%，制约货币政策的可能性并不大。2022年3月PPI同比+8.3%，较上月-0.5PCTS，环比+1.1%，较上月+0.6PCTS。本月地缘冲突下国际大宗商品价格继续上行是PPI回落幅度不如预期的核心原因。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI同比仍将逐渐下行，但国际地缘冲突发展和国内疫情发酵之下，PPI回落节奏可能较之前预计的有所减缓。

(6) 后续判断：疫情防控仍是关键，财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性更加凸显

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。3月社融数据虽然总量上相对亮眼，但结构仍然不佳，居民和企业中长期信贷需求疲软。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，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。

目前在疫情仍在蔓延，海外地缘冲突仍然存在较大不确定性的情况下，要实现全年5.5%的经济增长目标的难度显著加大，这就要求政策面上更加积极，稳增长政策需要加码。本周央行采取小规模降准，同时并未降息，体现出央行在货币政策宽松上仍然较谨慎，虽然市场对后续进一步宽松的预期很难消失，但大概率会有所减弱。后续疫情防控仍是关键，在此基础上，财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性更加凸显，预计后续市场关注点为疫情顶和经济底的逐步确认。

1、全球经济金融走势：短期内承压

本周，美联储的政策和乌克兰局势继续影响着全球市场。在美联储5月货币政策之前，受大宗商品上涨影响，美国通胀指标达到40年来的高点，高通胀不改美联储将大幅收紧货币政策的预期，10年期美债收益率继续走高。由于俄乌近期几轮停火谈判失败，市场避险情绪再次升温，美股主要股指大多下跌，美元汇率走高，原油价格在近期上涨的基础上跳涨。我们认为，短期内，对即将到来的美联储激进货币政策收紧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

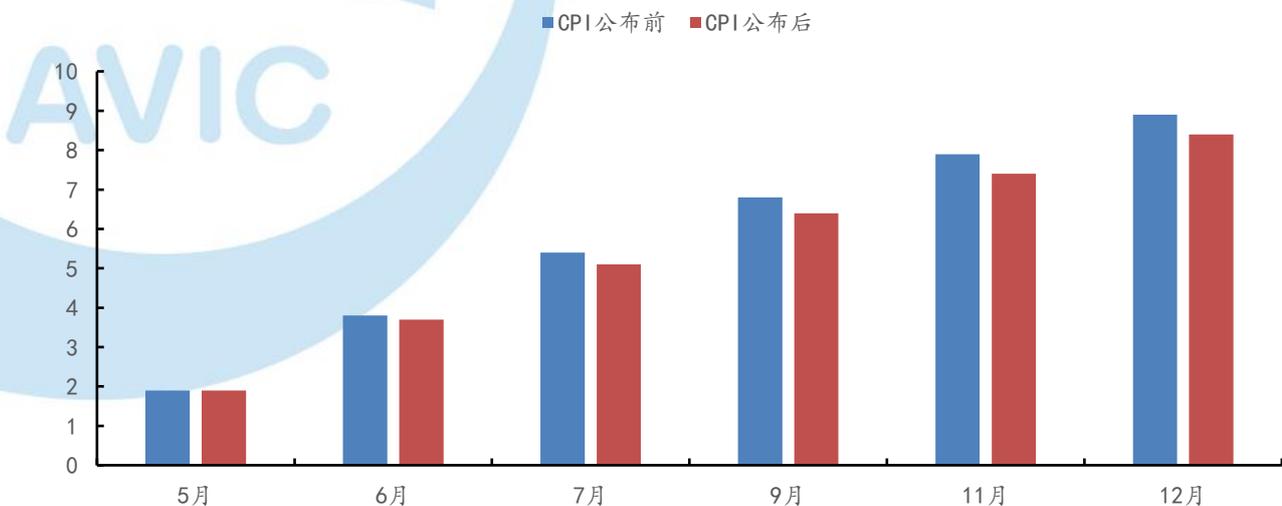
	最新收盘价	周涨跌幅(%)
标普500	4392.59	-2.13
纳斯达克指数	13351.08	-2.63
道琼斯指数	34451.23	-0.78
美元指数	100.52	0.68
CBOE波动率	22.70	7.28
MSCI新兴市场	1112.90	-1.33
MSCI欧洲	1884.11	-1.18
MSCI美国	4201.50	-2.08
ICE布伦特原油(美元/桶)	111.66	8.64
黄金(美元/盎司)	1977.10	1.62

资料来源：wind，中航证券研究所

(1) 市场已逐渐消化美联储激进货币政策

上周随着美联储3月会议纪要给出资产负债表削减计划的细节，并暗示可能会多次加息50个基点，美债收益率大幅走高，在两年期美国国债收益率上表现得最为明显。但本周公布的3月份核心CPI略低于预期，引发市场小幅下调了对美联储政策紧缩幅度的预期，2年期国债收益率有所回落。10年期国债收益率仍处于上升趋势，截止至4月15日，十年期国债收益率达到2.83%高点，美债收益率曲线小幅陡峭化。

图表2：美国CPI数据公布前后，利率期货银行的美联储年内剩余加息次数(次)



资料来源：Bloomberg，中航证券研究所

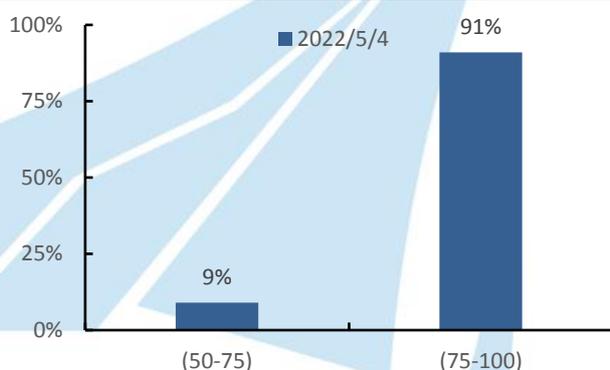
图表 3: 美国国债收益率 (%)



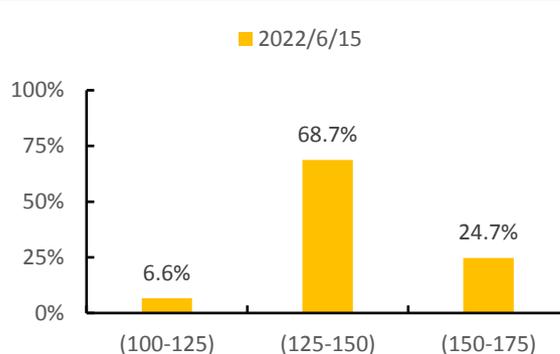
资料来源: wind, 中航证券研究所

市场目前已逐渐消化了5月和6月的加息幅度。根据CME的统计,截止到4月15日,市场预期5月份加息50个基点的可能性已达到91%,6月则有93.4%的概率会再至少加息50个基点。我们认为,随着市场逐渐消化加息预期,债券收益率继续大幅走高的可能性有所下降。如果下半年通胀压力有所缓和的话,10年期国债收益率可能会逐步下降。

图表 4: 美联储5月加息25bp及50bp概率


 资料来源: CME Fedwatch, 中航证券研究所
 注: 目前目标利率为0.25%-0.5%

图表 5: 美联储6月加息25bp及50bp概率



资料来源: CME Fedwatch, 中航证券研究所

4月11日,中美10年期国债利差出现2010年以来的首次倒挂。中美利差倒挂的根本原因在于疫情复苏过程中两国经济和政策周期的错位。短期内,随着5月美联储实质性加息和缩表,倒挂的幅度或将进一步扩大并加大资本外流及汇率贬值压力。但下半年如果美国通胀有所缓和,美联储鹰派立场或将减弱,中美周期错配对国内市场的冲击也有望逐步缓解。

图表 6: 中美利差本周出现倒挂 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

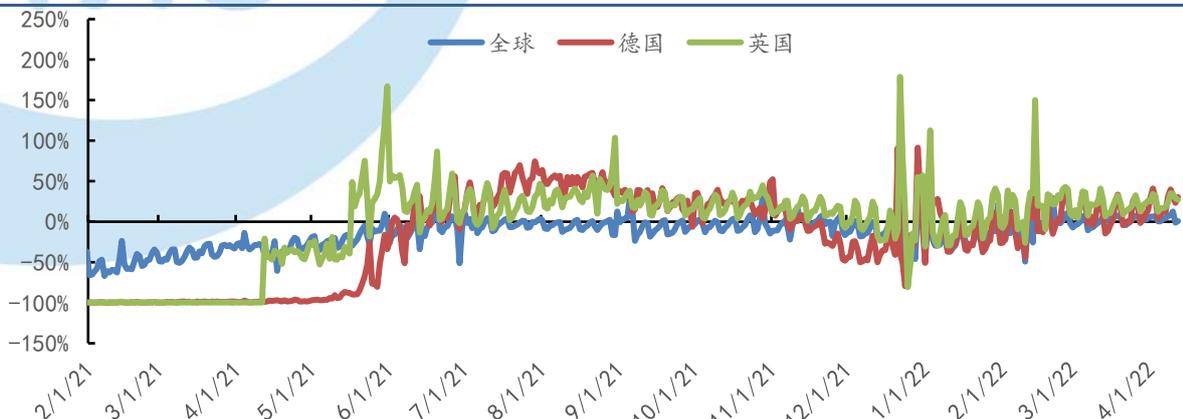
(2) 欧洲: 需求尚未受到俄乌冲突明显影响, 央行维持刺激计划退出时间表

在几轮停火谈判失败以及上周美国和欧盟对俄罗斯实施新的制裁之后, 乌克兰持续不断的战争仍然是影响市场的关键因素。和美国相比, 俄乌危机对欧洲的影响更大。由于对俄罗斯能源的依赖以及经济各方面的联系, 欧洲经济目前正面临着能源价格上涨的挑战。

如果欧洲所有主要能源消费国全面禁止从俄罗斯进口能源, 这将在全球范围内严重扰乱能源供应, 使经济衰退的可能性更大。然而, 我们认为, 这种情况在短期内似乎不太可能出现, 包括德国、奥地利在内的部分欧洲国家目前已完全拒绝了禁止俄罗斯能源进口到欧洲。同时, 虽然俄乌冲突对欧洲经济的负面影响不容忽视, 但高频经济数据显示, 目前欧洲市场需求和经济活动尚未受到俄乌冲突的明显影响, OpenTable 跟踪的德国餐厅客流量仍保持平稳增长。我们预计, 尽管通胀存在压力, 但目前仍稳定的经济形势可能会在一定程度上支撑欧洲股市。

本周召开的欧洲中央银行(ECB)决定维持其基准利率不变。欧洲央行重申, 其债券购买计划将在第三季度结束。欧洲央行总裁拉加德在例行新闻发布会上表示将在6月就政策变动做出重大决策, 政策制定者将“保持货币政策的可选择性、渐进性和灵活性”。“逐步”加息将在债券购买计划结束“一段时间后”开始。但同时, 欧洲央行总裁拉加德警告称, 乌克兰战争增加了近期通胀升温的风险。她表示, 欧洲央行非常关注当前的不确定性并将密切关注即将出炉的数据对中期通胀前景的影响。

图表 7: OpenTable 跟踪的餐厅客流量变动 (%)



注: 以 2019 年 1 月数据为基点

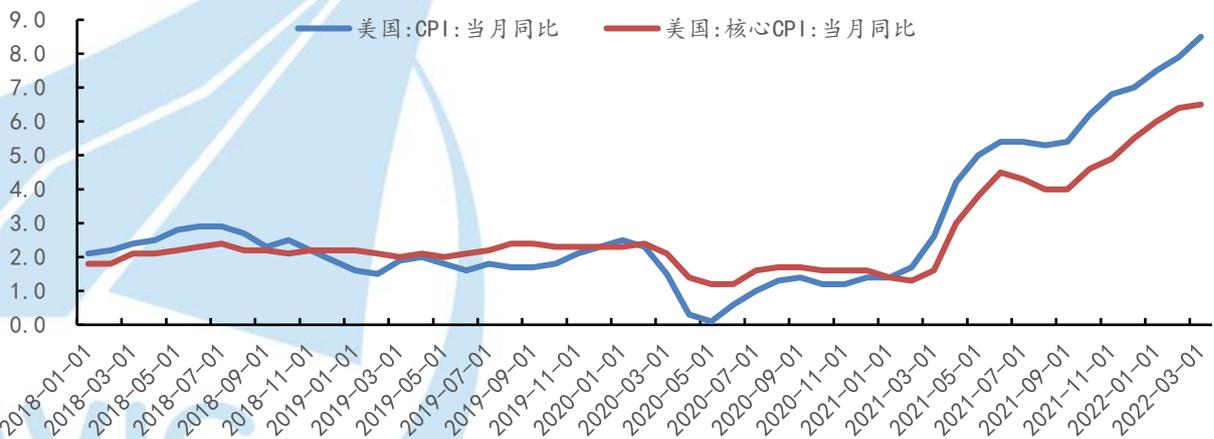
2、欧美重要经济数据点评：通胀数据支持美联储加速收紧流动性

本周美国公布了两个比较重要的通胀数据——美国消费者价格指数(CPI)和生产者价格指数(PPI)。CPI 同比增长 8.5%，为 40 年来的最高水平，核心 CPI (不包括食品和能源) 为 6.5%，略低于预期值 6.6%。与此同时， PPI 同比增长 11.2%，创下历史最高水平。

由于近期全球能源和大宗商品价格飙升，3月美国 CPI 加速上涨，多项分项再度创下 1981 年以来新高。其中，能源、居住成本和食品价格攀升较为明显。分项看，汽油指数在 3 月同比上升 32%，环比上涨 18.3%，占 CPI 月度总增长的一半以上。住房指数同比增长 5%，为 1991 年 5 月以来的最高水平。食品指数同比上涨 8.8%，为 1981 年 5 月以来最大同比涨幅。但剔除食品和燃料价格的核心 CPI 较 2 月份略有下降。核心 CPI 环比增长 0.3%，而前一个月为 0.5%。这可能是商品通胀开始降温的信号，但后续还需观察未来几个月通胀数据是否会继续下降。

美联储自上个月开始提高利率，以防止物价快速上涨对美国造成的伤害。本月的核心通胀数据或将使全年通胀预期有所缓和。但考虑到对俄罗斯的制裁还在升级中，未来几个月石油和大宗商品价格或将继续维持在高位。另外，由于美国的房价和租金都在上涨，占 CPI 指数约三分之一的住房价格仍居高不下。因此，我们认为通胀数据短期内不会出现大幅缓和，经济数据将继续支持美联储加速收紧流动性。

图表 8：美国通胀数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

3、国内信用和流动性：3月社融总量亮眼，结构不佳，央行小规模降准落地，释放长期资金约 5300 亿元

(1) 货币市场流动性合理充裕

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：4 月 1 日至 4 月 15 间，仅 4 月 12 日投放了 200 亿元 7D 逆回购，其余各日每日投放 7D 逆回购保持 100 亿元，利率维持 2.1%，叠加前期投放，4 月到期的逆回购，4 月 13 日到期的 700 亿元一个月国库现金定存，以及 4 月 15 日到期的 1500 亿元 MLF 和投放的 1500 亿元 MLF (利率未降，保持 2.85%)，4 月初至今央行公开市场操作净投放-7100 亿元。货币市场利率方面，截止 4 月 15 日，DR007 和 SHIBOR1W

分别为 1.73% 和 1.82%，较 3 月 31 日下行 52 个 BP 和 38 个 BP 左右，表明当前货币市场流动性较为充裕。

(2) 3 月社融总量强，结构弱，居民、企业预期差和房地产不景气是核心矛盾

2022 年 3 月社融增量高于市场预期，社融存量同比+10.6%，上月下滑之后重回上行轨道。从结构上看，2 月社融同比多增，信贷、政府债和表外均有贡献，信贷和政府债是主要贡献项，总体上反映了银行放贷的相对积极、财政的发力点和表外压降压力的减小。合并今年前 3 月数据看，2022Q1 新增社融达到 2017 年以来高点，宽信用在量上已经取得一定效果。3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，同比多增 4000 亿元。分长短期看，中长期贷款同比少增 2356 亿元，短贷及票据融资同比多增 7659 亿元。分居民和企业看，居民端短期贷款和中长期贷款分别同比少增 1394 亿元和 2504 亿元，企业端短期贷款同比多增 4341 亿元，中长期贷款仅同比多增 148 亿元。总体来看，3 月新增人民币贷款量上回暖，但结构依然不佳，居民和企业中长期贷款需求均不太强，信贷主要靠企业短期贷款和票据融资支撑。

3 月居民中长期贷款和短期贷款双双走低，主要原因为：1，疫情及较严厉的防控政策之下，消费受到抑制，居民短期贷款需求无法释放。2，疫情之下，小微企业经营困难，个体经营户投资趋于谨慎，借钱扩大规模的动力不足。3，年初以来虽然各地购房刺激政策频出，但居民购房意愿始终恢复较慢，对应房贷增长依然疲软。**3 月企业短期贷款和票据融资分别同比多增 4341 亿元和 4712 亿元，中长期贷款仅同比多增 148 亿元。企业贷款总量强、结构弱主要系：**1，在房地产风险暴露、疫情蔓延不确定性增加的情况下，银行为完成“宽信用”的目标，有较大的以票充贷的需要。这一趋势在国股银票转贴现利率的持续下行有所体现。2，疫情之下，企业现金流受到一定影响，出于维持企业经营需要，企业有较大的进行短期融资的需求。3，房地产行业持续不景气和房企暴雷之下，地产对信贷的拉动明显减弱。4，国际地缘冲突持续和国内疫情蔓延之下，制造业企业预期转弱，影响中长期融资意愿。

3 月 M1 同比+4.7%，与上月持平，M2 同比+9.7%，较上月+0.5PCTS。M2 增速回升可能主要缘于财政靠前发力下，政府存款转化为居民和企业存款（2022 年 3 月，政府存款减少 8425 亿元），以及疫情之下，出于谨慎，居民储蓄意愿有所增加。在 M1 增速不变，M2 增速上升的情况下，3 月 M1-M2 的差较上月下降，货币活化程度降低，可能反映了在预期不确定性增加的情况下，企业投产和扩张的动力相对不足。

3 月总量上相对亮眼的社融数据是对市场信心的一个提振。但在总量企稳的同时，也应注意到，社融数据结构仍然不佳，反映目前宽信用继续推进仍存在的核心障碍：**一是房地产不景气之下，居民房贷和房地产企业中长期贷款需求受到压制，对社融的拉动作用较弱；二是疫情蔓延和海外地缘冲突持续，影响企业中长期信心，企业中长期经营性贷款需求不足。**

图表 9：2022 年 3 月社融分项情况及季节性对比（亿元）

项目	2022年3月同比	2022年3月环比	2021年3月环比	2020年3月环比	2019年3月环比	2022年3月	2021年3月	2020年3月	
总	当月新增社会融资规模	4,738.0	34572.0	16,519.0	43,101.0	19,937.2	46,500.0	33,762.0	51,838.0
表内	新增人民币贷款	4,817.0	23244.0	14,098.0	23,188.0	11,943.8	32,328.0	27,511.0	30,390.0
	新增外币贷款	-43.0	-241.0	-182.0	893.0	107.8	239.0	282.0	1,145.0
	新增委托贷款	148.0	180.0	58.0	-232.0	-561.8	106.0	-42.0	-588.0
表外	新增信托贷款	1,532.0	492.0	-855.0	519.0	565.3	-259.0	-1,791.0	-21.0
	新增未贴现银行承兑汇票	2,582.0	4514.0	-2,935.0	6,779.0	4,468.9	286.0	-2,296.0	2,818.0
	企业债券融资	87.0	517.0	2,451.0	6,037.0	2,671.3	3,894.0	3,807.0	9,931.0
直接	非金融企业境内股票融资	175.0	373.0	90.0	-251.0	3.0	958.0	783.0	198.0
其他	政府债券	3,921.0	4330.0	2,114.0	4,520.0	-934.5	7,052.0	3,131.0	6,344.0

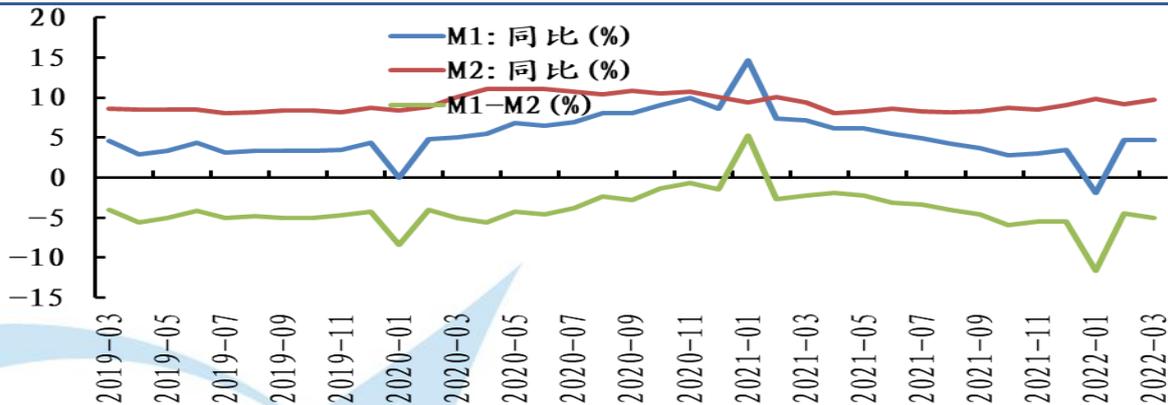
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 10: 2022 年 3 月信贷分项情况及季节性对比 (亿元)

	项目	2022年3月同比	2022年3月环比	2021年3月环比	2020年3月环比	2022年3月	2021年3月	2020年3月
总	新增人民币贷款	4,000.0	19,000.0	13,700.0	19,443.0	31,300.0	27,300.0	28,500.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	7,659.0	10,872.0	9,514.0	8,292.0	15,124.0	7,465.0	15,971.0
	新增人民币贷款:中长期	-3,356.0	2,590.0	4,26.0	9,853.0	17,183.0	19,539.0	14,381.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-3,940.0	10,908.0	10,058.0	3,998.0	7,539.0	11,479.0	9,865.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	-3,394.0	6,759.0	9,933.0	9,648.0	3,848.0	5,242.0	5,144.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-504.0	194.0	126.0	367.0	3,735.0	6,239.0	4,738.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	8,800.0	12,400.0	4,000.0	9,200.0	24,800.0	16,000.0	20,500.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	4,341.0	3,978.0	251.0	2,203.0	8,089.0	3,748.0	8,752.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	448.0	3,396.0	2,300.0	5,486.0	13,448.0	13,300.0	9,643.0
	新增人民币贷款:票据融资	4,712.0	135.0	330.0	1,441.0	3,187.0	-1,525.0	2,075.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: M2 和 M1 走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

(3) 央行小规模降准落地, 弱宽松或主要源于对“可行性”的考量

中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。为加大对小微企业和“三农”的支持力度, 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。

本次降准属于小规模全面降准 (仅调降 0.25% 个百分点, 小于通常的降准幅度) + 定向降准 (对部分城商行和农商行定向降准, 支持小微和“三农”), 共计释放长期资金约 5300 亿元, 幅度略低于市场预期。

4 月 15 日, 央行对 MLF 和逆回购均进行了等量平价续作, 市场降息预期落空, 叠加本次降准规模弱于预期, 央行表现出了对政策宽松的谨慎性, 我们认为这种谨慎可从两个方面进行理解。

一种可能是由于目前中美 10 年期国债收益率已经倒挂, 外部流动性的快速收紧之下, 我国国内货币政策宽松的可行性降低。另一种可能性是, 央行宽松力度较弱是因为大力度宽松的必要性不强。而必要性不强一方面可能是由于实际经济表现好于预期, 另一方面可能是由于目前推动宽信用的主要阻力在于融资需求而不是银行的融资供给。总体上, 我们认为央行采取弱宽松的考量主要是源于可行性, 其次是必要性中的第二点, 而必要性第一点, 即一季度经济未受到疫情明显冲击, 数据好于预期的概率较低。

下周一市场或将开始反映宽松不及预期的影响。再往后看, 一方面是观察货币政策方面是否会出现重要的边际变化信号, 另一方面则是重点关注疫情顶和经济底的确认。

图表 12: 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、经济运行：疫情持续，房地产土地成交和住宅销售未见改善，进出口出现乏力

（1）国内疫情仍在持续，拖累经济

3月中下旬至今，国内新增确诊病例持续处于高位，封控措施之下，全国范围内物流、居民聚集均受到较大影响。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%。4月至今，10大城市地铁客运量也全面低于去年同期。从旅游数据看，2022年清明节假期，全国国内旅游出游人次同比-26.2%，仅为2019年同期的68.0%，国内旅游收入同比减少30.9%，仅为2019年同期的39.2%。分地区看，截止4月13日，吉林省已实现全省层面社会面清零，新增确诊显著降低，已进入收尾阶段。上海疫情仍处高位，4月15日新增本土新冠肺炎确诊病例3590例和无症状感染者19923例。总体看，目前吉林虽然已经收尾，但上海疫情的持续高位，以及疫情在全国的蔓延仍在持续，预计3月、4月疫情将显著影响我国经济运行，尤其是消费受到的冲击更大。

图表 13：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10-4月16	3,973	6,718	1	7,372	2,125	6,247	2,077	3,823	791	2,089	1,118	2,174	1,056	2,477	253	827	496	1,193	1,437	2,298
4月3-4月9	4,626	6,328	1	7,049	4,436	6,020	2,417	3,848	953	2,227	1,906	2,249	1,678	2,420	370	879	603	1,234	1,810	2,274
3月27-4月2	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20-3月26	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13-3月19	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6-3月12	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
2月27-3月5	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（3月26日之前）	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入流量少，绿色代表去年较今年入流量少，每周时间取值为周日到周六）

(2) 房地产景气度仍然不高

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。进入 4 月之后，从已披露的数据看，居民购房、房企买地及房企买地溢价率仍显著弱于去年同期。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 14：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月第三周	157.0	410.1						
4月第二周	149.4	367.6	693.7	3242.2	475.2	1455.0	0.2	29.6
4月第一周	252.9	427.1	2192.2	3274.6	1570.6	1804.1	3.1	23.4
3月第四周	231.6	415.4	2516.6	1905.6	1208.9	1434.4	5.1	18.6
3月第三周	183.2	425.0	1391.2	1787.4	991.5	1418.0	4.3	16.5
3月第二周	201.4	377.9	2414.8	1905.1	1198.6	2649.3	5.2	20.2
3月第一周	235.8	412.8	1900.7	1974.5	1734.1	2740.7	4.8	14.0
3月合计	852.1	1631.0	8223.3	7572.6	5133.1	8242.4	—	—
今年3月较去年3月同比	-47.8%		8.6%		-37.7%		—	

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）

(3) 受地缘冲突和国内疫情拖累，出口显现颓势

以美元计价，3 月出口同比+14.7%，较 1-2 月的+16.3%下滑，进口同比-0.1%，较 1-2 月的+15.5%下滑较多。进口的回落主要系疫情影响我国内需，大豆、铁矿、煤、原油等大宗商品进口量大幅下降。出口方面量价拆分看：3 月出口主要靠价来支撑，家用电器量价齐跌，船舶、手机、集成电路等制成品量跌价涨，钢材、肥料、成品油及粮食等大宗商品也呈现量跌价涨，反映了去除全球通胀加剧，多数商品价格高涨的因素后，我国出口实际下滑更严重的事实。往后看，地缘政治冲突和国内疫情仍存在不确定性、海外供应链恢复仍在持续，外需逐步走弱、内需疲软的状态预计仍将持续，净出口对我国经济的拉动作用将持续走弱。

5、通胀：PPI 下行节奏放缓但趋势不变，未来 3 个月警惕 CPI 超预期上行

2022 年 3 月，CPI 同比+1.5%，环比 0，核心 CPI 同比+1.1%，环比-0.1%；PPI 同比+8.3%，环比+1.1%，PPIRM 同比+10.7%，环比+1.3%。

2022 年 3 月 CPI 环比为 0，强于近 5 年历史同期均值的-0.70%。扣除食品和能源后，3 月核心 CPI 环比-0.1%，基本符合季节性（近 5 年均值-0.14%）。鲜菜、蛋类、粮食和食用油等环比强于季节性，带动 3 月 CPI 食品项环比强于季节性，同时能源价格上行带动 CPI 非食品项强于季节性。非食品中的工业消费品价格环比+1.1%，汽油、柴油和液化石油气价格分别环比+7.2%、+7.8%和+6.9%。2022 年 3 月 CPI 同比+1.50%，

较上月+0.60PCTS，高于市场预期的+1.30%和我们预期的+1.20%。食品中的猪肉价格虽然对CPI同比的拖累作用依然较强，但鲜菜、蛋类和粮食等同比上行幅度加大，对冲了猪肉价格同比的下行，同时，3月地缘政治冲突持续下，能源价格同比加速上涨，对CPI同比较上月提升亦有带动作用。总体来看，2022年3月CPI同比涨幅扩大主要受到地缘冲突的持续和国内疫情的加剧的影响。一方面，能源价格上涨带动CPI非食品项同比涨幅扩大，另一方面，能源价格上涨、国际化肥和粮油价格上涨以及疫情之下物流受阻共同带动鲜菜、蛋类、粮油等食品价格上行，食品项对CPI的拖累作用较上月显著减弱。往后看，在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、4月到6月CPI翘尾因素逐渐走高的情况下，地缘冲突的发展变化和国内疫情的防控效果将是决定未来几个月CPI同比是否会持续超预期的关键因素。总体来看，我们认为2季度CPI存在一定的持续超预期上行风险，但在4月到6月间突破3%，制约货币政策的可能性并不大。

2022年3月PPI同比+8.3%，较上月-0.5PCTS，略高于市场和我们预期的+8.0%，环比+1.1%，较上月+0.6PCTS，略高于我们预期的+1.0%。2022年3月PPIRM同比+10.7%，较上月-0.5PCTS，环比+1.3%，较上月+0.9PCTS。进入2022年3月，国内煤价上行，钢价相对平稳，国际油价在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡。分上中下游来看，上游PPI环比和同比涨幅高于下游。上游的煤炭、石油和有色开采业PPI同比、环比均较上月提升，下游的制造业PPI上行也较为普遍，总体上反映了地缘冲突持续之下，能源和大宗商品价格上行对工业的全面影响，下游承担了更大的成本压力。本月地缘冲突下国际大宗商品价格继续上行是PPI回落幅度不如预期的核心原因。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI同比仍将逐渐下行，但国际地缘冲突发展和国内疫情发酵之下，PPI回落节奏可能较之前预计的有所减缓。

6、后续判断：疫情防控仍是关键，财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性更加凸显

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。3月社融数据虽然总量上相对亮眼，但结构仍然不佳，反映目前宽信用继续推进仍存在的核心障碍：一是房地产不景气之下，居民房贷和房地产企业中长期贷款需求受到压制，对社融的拉动作用较弱；二是疫情蔓延和海外地缘冲突持续，影响企业中长期信心，企业中长期经营性贷款需求不足。

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，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。国务院总理李克强4月6日主持召开国务院常务会议上，再次定调经济形势严峻：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。

目前在疫情仍在蔓延，海外地缘冲突仍然存在较大不确定性的情况下，要实现全年5.5%的经济增长目标的难度显著加大，这就要求政策面上更加积极，稳增长政策需要加码。本周央行采取小规模降准，同时并未降息，体现出央行在货币政策宽松上仍然较谨慎，虽然市场对后续进一步宽松的预期很难消

失，但大概率会有所减弱。后续疫情防控仍是关键，在此基础上，财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性更加凸显，预计后续市场关注点为疫情顶和经济底的逐步确认。

风险提示：疫情变化超预期，经济基本面变化超预期，货币政策变化超预期。



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。