



中航证券研究所

分析师：符昉

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

人民币贬值压力显现，经济目标实现难度提升

2022年4月23日

(1) 美联储5月议息会议大概率加息50BP，美元走强，美债收益率继续上行

4月21日，美联储主席鲍威尔表示在5月3日至4日的会议上，美联储“将讨论”加息50个基点，并指出许多央行官员在此前3月份的会议期间已经感到这样的举动是恰当的。美国持续创新高的通胀数据和相对强劲的经济复苏，已经使美联储开始考虑采取更积极的货币政策收紧路径。从市场预期看，4月中旬至今，市场对美联储加大加息幅度和加快加息节奏的预期明显抬升。CME公布的数据显示，市场预期5月议息会议上加息50个BP的概率从4月14日的90.4%上升到4月21日的99.6%，在5月加息50个BP的基础上，预期6月议息会议进一步加息75个BP的概率从4月14日的28.4%上升到4月21日的69.8%。在美联储流动性收紧的幅度和节奏预期加快的情况下，本周美债收益率继续上行，美元指数破百，也出现上行。

在美联储态度继续“转鹰”的同时，本周五，欧洲央行行长拉加德在接受CNBC采访时表示，欧洲央行的净资产购买可能会在7月或8月结束，之后会在今年晚些时候加息。全球进入紧缩周期的速度进一步加快。

(2) 人民币贬值，中美利差收窄，外围流动性收紧对我国宽松的制约逐渐显性化

本周央行公开市场操作继续保持稳健，每日保持投放7D逆回购100亿元，利率保持2.1%，叠加此前投放的逆回购在本周到期，全周公开市场操作净回笼100亿元。货币市场利率方面，截止4月22日，DR007和SHIBOR1W分别为1.54%和1.70%，较4月15日分别下行19个BP和12个BP，货币市场利率明显低于逆回购招标利率的2.1%，表明市场流动性较为充裕。

本周，人民币兑美元和兑欧元均出现贬值（截止周五，人民币中间价对美元贬值1.1%，对欧元贬值1.43%），中美利差继续倒挂，综合体现了：1，外围流动性进一步收紧；2，我国出口在海外供应链恢复之下受到挤压，逐渐乏力；3，国内疫情加剧之下，市场对我国经济信心有所减弱。总体上，人民币的贬值和中美利差的倒挂，预示着我国国内宽松的货币政策受到的制约逐渐显性化。

(3) 疫情对经济冲击明显，稳增长压力明显加大

2022Q1GDP环比+1.3%，较2021年Q4的1.5%下行，与历年Q1环比增速相比，仅高于2020Q1和2021Q1，表明2022Q1经济动能边际减弱，与历史同期相比不算强。但由于去年Q1度受疫情扰动，基数相对低，2022Q1GDP不变价同比实现+4.8%，较去年4季度+0.8PCTS。支出法来看，Q1最终消费拉动GDP上行+3.3PCTS，去年Q4为+3.4PCTS，资本形成总额拉动GDP上行+1.3PCTS，去年Q4为-0.5PCTS，货物和服务净出口拉动GDP上行+0.2PCTS，去年Q4为+1.06PCTS。今年Q1，在消费因为疫情不太景气，净出口对GDP拉动作用也减弱的情况下，靠前发力的投资（主要是投资中的基建投资，2022Q1，制造业投资和基建投资分别拉动固投同比上行+5.0PCTS和+3.1PCTS，房地产投资仅拉动固投同比上行+0.2PCTS）对稳定经济的作用比较明显。

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

(注: 详细的经济数据解读请关注我们4月18日发布的报告:《疫情冲击明显, 稳增长需财政和地产继续发力——2022年3月及一季度经济数据点评》)

一季度经济数据显示稳增长难度增大。要实现+5.5%的全年GDP增长目标, Q2到Q4平均每个季度的GDP环比平均至少要达到+1.54%, 对应Q2到Q4的GDP同比分别至少为+5.13%、+6.01%和+6.05%, 在目前疫情仍在蔓延、地缘政治冲突仍存在不确定性, 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的情况下, 5.5%的经济增长目标实现起来难度不小。

本周10大城市地铁客流量继续明显低于去年同期, 除地铁几乎停运的上海外, 降幅最小的重庆同比-18.5%, 降幅最大的苏州同比-81.3%。数量上, 10大城市(除上海外)中广州、成都和南京客流量降幅较上周收窄, 其余6大城市城市降幅较上周扩大。合并看, 十大城市本周加总客流量同比降51.9%, 较上周的-48.7%降幅扩大。因为上海地铁几乎停运, 以及其他城市客流量不同程度的下降, 4月前三周10大城市地铁客流量加总下降48.7%, 大幅高于3月的-25.1%, 疫情对4月消费的影响可能较3月进一步扩大。4月至今, 30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积和100大中城市成交土地溢价率较去年同期有较大差距。其中, 30大城市商品房成交面积同比-56.8%(截止4月第三周数据, 3月为-46%), 100大中城市土地成交面积同比-54.0%(截止4月第二周数据, 3月为-32.7%)。总体上看, 在疫情导致消费疲软以及房地产仍在筑底的情况下, 4月经济下行压力依旧不小。

(4) 通胀: 预计4月CPI上行, PPI下行

4月, 从截止4月23日的数据看, 食品中粮食、油料、蔬菜、肉类和乳品价格环比下行, 水产、鸡蛋和水果价格环比上行, 同比看肉类和乳品价格同比下行, 粮食、油料、蔬菜、水产、鸡蛋和水果价格均出现同比上行, 其中, 蔬菜价格同比上涨超20%, 鸡蛋价格同比上涨超15%, 延续了3月的趋势。非食品方面, 一方面柴油、汽油和液化石油气等环比较上月下降, 但价格同比仍然在+21%到+46%之间(较上月有所下降), 另一方面, 上游的通胀预计将向下游进一步传导。结合翘尾因素, 预计4月CPI同比+1.8%, 较3月进一步上行。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。

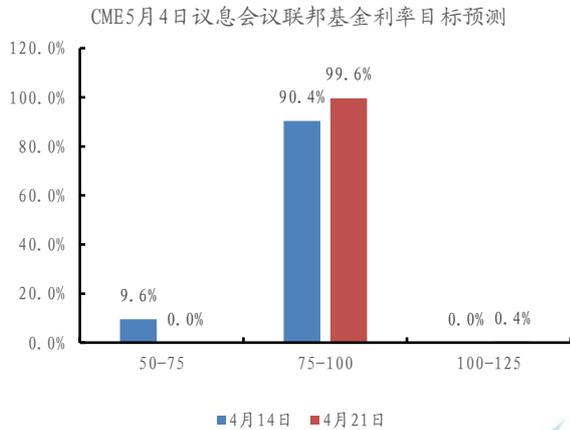
4月, 截止4月10日数据显示, 煤价、钢价表现平稳, 与去年同期相比, 煤价同比上涨较多, 钢价变化不大, 截止4月23日数据显示, 油价高位运行, 同比较去年同期上涨较多。截止4月23日的数据显示, 统计局生产资料价格指数环比+1.83%, 同比+24.63%。结合翘尾因素, 预计4月PPI+8%。PPI同比仍将逐渐下行, 但国际地缘冲突发展和国内疫情发酵之下, PPI回落节奏可能较之前预计的有所减缓。

(5) 后续判断: 财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性凸显

今年前2月经济数据表现较好, 总体超出市场预期。但3月经济数据显示, 消费、出口、制造业投资、房地产投资全面走弱, 仅基建投资较1-2月改善。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, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然沉重。4月数据显示, 消费、房地产投资或继续承压, 总体看经济下行压力仍然不小。预计后续政策面会更加积极, 稳增长政策继续加码。货币政策上, 由于目前货币市场资金利率已经较低, 继续宽松对经济的

刺激效果存在边际下降，同时，外部流动性收紧对我国宽松政策亦有所制约，因此央行现阶段在宽货币上较为谨慎（上周央行小规模降准叠加降息预期落空）。在此情况下，财政政策发力以及房地产调控继续适度放松的重要性就更加凸显。

图表 1: 市场预测美联储 5 月大概率加息 50bp



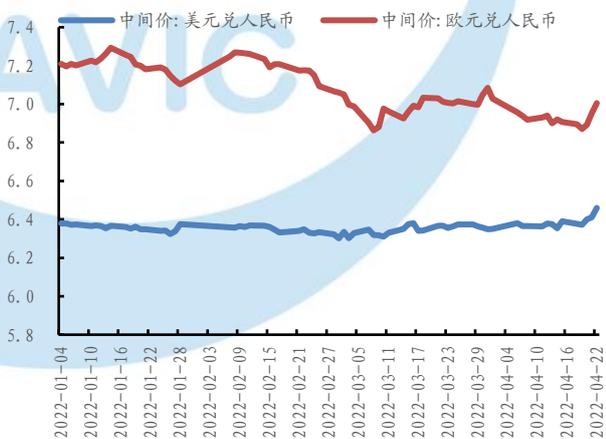
资料来源: CME Fedwatch, 中航证券研究所

图表 3: 美债收益率继续走高 (%)



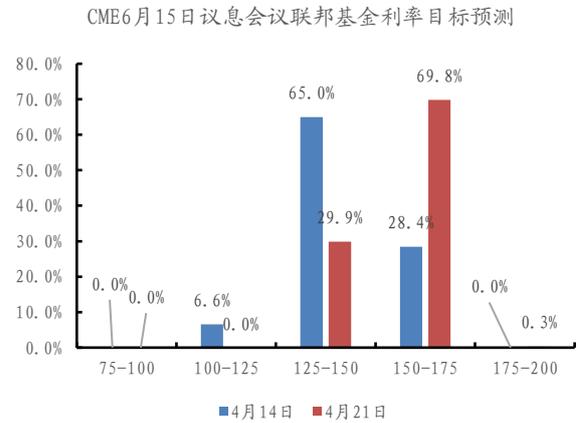
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 本周人民币快速贬值



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: 市场预测 6 月加息 75BP 概率增大



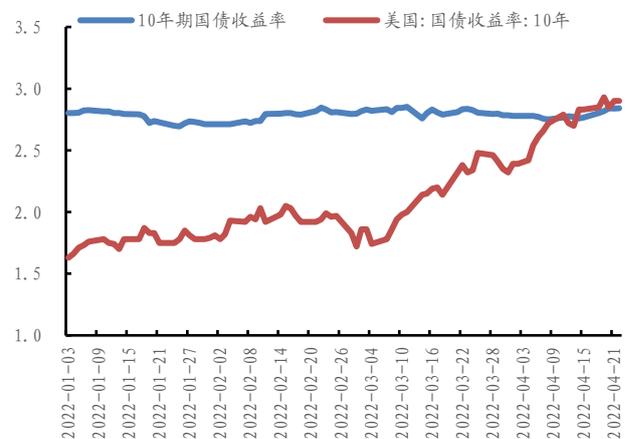
资料来源: CME Fedwatch, 中航证券研究所

图表 4: 美元继续走强



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 本周中美利差继续倒挂 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 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

图表 8: 今年和去年十大城市地铁客流量对比 (单位: 万人次)

	合计		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	2022	2021
4月第三周	16,773	34,853	5,106	6,727	1	7,465	2,940	6,213	2,837	3,759	1,081	2,043	1,133	2,099	1,103	2,314	155	831	579	1,148	1,838	2,255
4月第二周	18,072	35,218	5,413	6,718	1	7,372	2,873	6,247	2,844	3,823	1,104	2,089	1,489	2,174	1,348	2,477	303	827	681	1,193	2,016	2,298
4月第一周	18,800	34,528	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月第五周	23,428	35,437	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	21,274	34,906	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	22,299	33,927	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	29,030	33,451	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	31,156	32,058	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	127,187	169,779	28,149	30,818	16,751	36,014	25,266	31,107	#####	18,741	6,416	10,194	8,559	10,613	7,778	#####	2,383	3,946	4,233	5,721	#####	#####
4月合计	53,646	104,598	15,144	19,773	3	21,885	10,249	18,480	8,098	11,430	3,138	6,359	4,529	6,522	4,129	7,212	829	2,537	1,863	3,575	5,665	6,826
4月第三周同比	-51.9%		-24.1%		-100.0%		-52.7%		-24.5%		-47.1%		-46.0%		-52.4%		-81.3%		-49.6%		-18.5%	
今年3月同比	-25.1%		-8.7%		-53.5%		-18.8%		-6.1%		-37.1%		-19.3%		-31.8%		-39.6%		-26.0%		-10.4%	
今年4月同比	-48.7%		-23.4%		-100.0%		-44.5%		-29.2%		-50.7%		-30.6%		-42.7%		-67.3%		-47.9%		-17.0%	

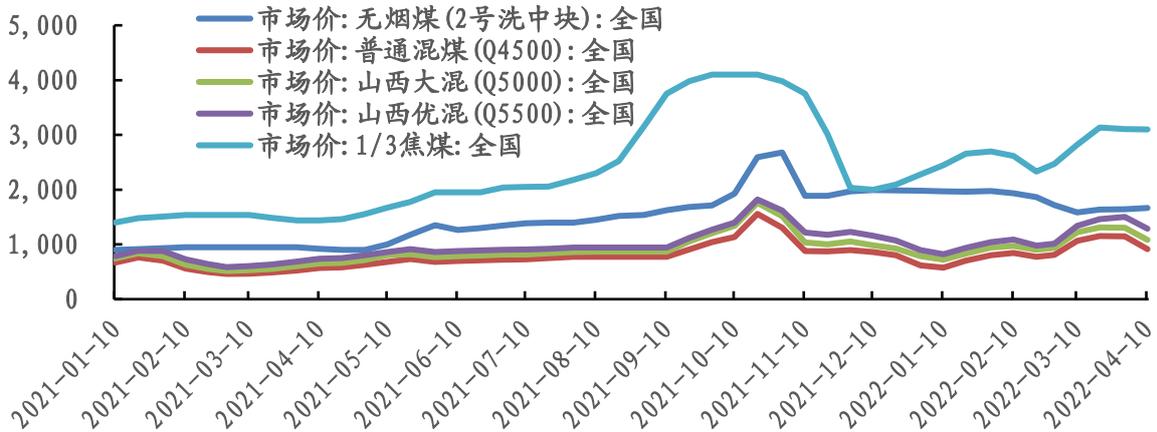
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年人流量少, 绿色代表去年较今年人流量少, 每周时间取值为周日到周六)

图表 9: 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		100大中城市供应土		100大中城市成交土		100大中城市	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
4月第三周	183.8	419.7						
4月第二周	181.5	410.1	1502.7	2169.2	742.2	1465.8	1.8	28.6
4月第一周	152.0	367.6	907.1	3242.2	607.9	1470.3	1.1	29.6
3月第五周	255.6	427.1	2464.9	3274.6	1628.6	1814.2	3.1	23.1
3月第四周	233.0	415.4	2519.9	1905.6	1251.5	1447.9	5.1	18.3
3月第三周	184.4	425.0	1391.2	1787.4	991.5	1433.4	4.3	16.4
3月第二周	202.8	377.9	2414.8	1905.1	1204.8	2676.8	5.1	20.1
3月第一周	235.8	412.8	1903.0	1974.5	1734.1	2742.7	4.8	14.0
3月合计	1111.5	2058.1	10693.9	10847.2	6810.5	10115.0		
4月合计	517.2	1197.4	2409.8	5411.3	1350.1	2936.1		
今年3月较去年3月同比	-46.0%			-1.4%		-32.7%		
今年4月较去年4月同比	-56.8%			-55.5%		-54.0%		

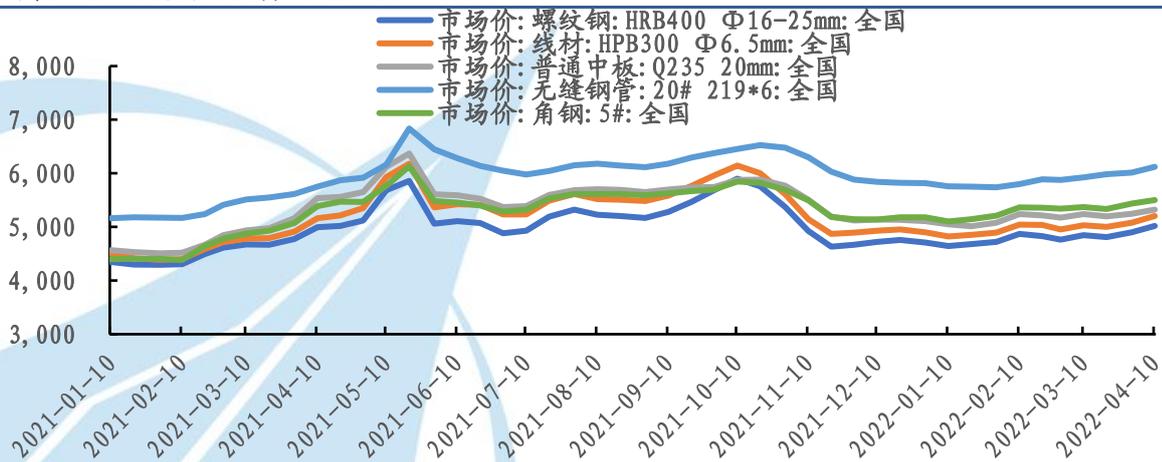
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到周六, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

图表 10: 煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 钢材价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 中航证券研究所

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

符昀（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发送或为任何就送发、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。