



报告日期：2022年5月3日

努力实现全年经济社会发展预期目标，5月是发力稳增长的关键“时间窗口”

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.人民币汇率贬值幅度超预期；
- 2.我国宏观政策发力程度低于预期；
- 3.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 2.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 3.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 4.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 5.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 6.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 7.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 8.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 9.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 10.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
- 11.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 3月制造业PMI与非制造业PMI双双滑至荣枯线之下，且均远弱于季节性；3月新订单时隔1个月再次跌至荣枯线之下，且创近5个月新低，表明我国内需出现恶化；3月新出口订单创近5个月新低，但是外需依旧面临来自价格方面的支撑；3月生产远弱于季节性，主因疫情冲击以及预期转弱；俄乌冲突推升国际油价，进而拉动大宗商品价格，受此影响，3月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创近5个月新高，预计3月PPI环比较2月上行，但是3月PPI当月同比大概率较2月下行；3月PMI就业数据总体表现不佳，预计3月城镇调查失业率可能突破5.50%的区间上限，在此背景下，中央大概率加大“稳增长”力度。
- 疫情全方位冲击我国经济社会生活，包括生产端与需求端，是当前我国宏观经济的主要矛盾，429政治局会议对此高度重视；中央始终坚持实现“5.50%左右”的GDP增速目标这一“初心”，5月是稳增长的关键“时间窗口”；在“要加大宏观政策调节力度”的背景下，2季度宏观政策宽松力度大概率超1季度，财政政策发力可能比货币政策发力更合适；在中央财经委员会第11次会议提出“主动担责、积极作为”的背景下，预计第六次全国金融工作会议大概率淡化“地方政府债务终身问责制”；资金与预期是制约房地产投资增速的关键所在，房地产投资增速必须企稳以助力“5.50%左右”GDP增速目标；国际油价大概率在下半年承压并小幅下行，不排除国际粮食价格跟随这一趋势的可能。
- 3月CPI当月同比为1.50%，高于预期0.20个百分点，较前值大幅上行0.60个百分点，猪肉CPI与交通工具用燃料CPI在边际意义上拉升3月CPI当月同比，而新冠疫情恶化导致道路管制，是3月CPI当月同比超预期上行的主因；3月能繁母猪存栏量居于历史相对高位，预计2季度猪肉价格难以大幅上行，但是在基数效应下，4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行；在“三分法”的视角下，4月CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动；主要在基数与翘尾双重利空作用下，叠加大宗商品价格冲高回落，4月PPI当月同比大概率在3月的基础上下行，且大概率进入“7”时代；4月化工原料类、纺织原料类PPIRM大概率下行，预计国际油价大幅上行概率较低，在中期大概率下行。
- PPI累计同比位于历史相对高位，工业企业营业收入利润率较2月边际好转，以及2021年同期基数下行较大幅度，共同推升3月工业企业利润总额累计同比；换个角度看，制造业费用累计值下行是3月工业企业利润总额累计同比上行的主因，与此同时，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量；煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续10个月录得三位数增长；国有及国有控股企业利润增速韧性十足，与2021年上游原材料价格持续大幅上行密不可分，而外商及港澳台商企业表现则十分疲弱；3月工业企业资产负债率创2020年12月以来高点，总体上看，工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比呈弱负相关关系；短期内工业企业还处于被动补库存阶段，后期将向主动去库存阶段转换。
- 1季度例会对外部环境的判断是“更趋复杂严峻和不确定”，主因地缘政治冲突升级，国内疫情发生频次有所增多；进入3月国内外突发因素超出预期，我国宏观经济运行面临更大不确定性和挑战；329国常会指出要“坚定信心，咬定目标不放松”，旗帜鲜明地表达了实现“5.50%左右”GDP增速目标的信心与决心；有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，基建投资则是重中之重，基建投资的重点是传统基建投资，水利工程尤为重要；1季度例会维持货币政策“灵活适度”主基调，预计2季度宽松力度大概率超1季度；首套房贷利率大概率向下突破5.22%，2023年扩大房地产税改革试点城市概率较低。

目录

1	5月是稳增长关键“时间窗口”，有效投资是实现GDP增速预期目标的关键	4
1.1	3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度	4
1.2	5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标	11
1.3	4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代	23
1.4	制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是重要支撑力量	32
1.5	有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度	40
2	加大对实体经济的支持力度，确保重要农产品与能源稳定供应	49
2.1	加大稳健的货币政策实施力度，把握好内部均衡和外部均衡的平衡	49
2.2	加大对实体经济的支持力度，促进综合融资成本稳中有降	50
2.3	全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务	50
2.4	确保粮食丰收和重要农产品稳定供应，确定能源保供增供举措	51
2.5	进一步释放消费潜力，促进消费持续恢复	52
2.6	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，保持资本市场平稳运行	53

图目录

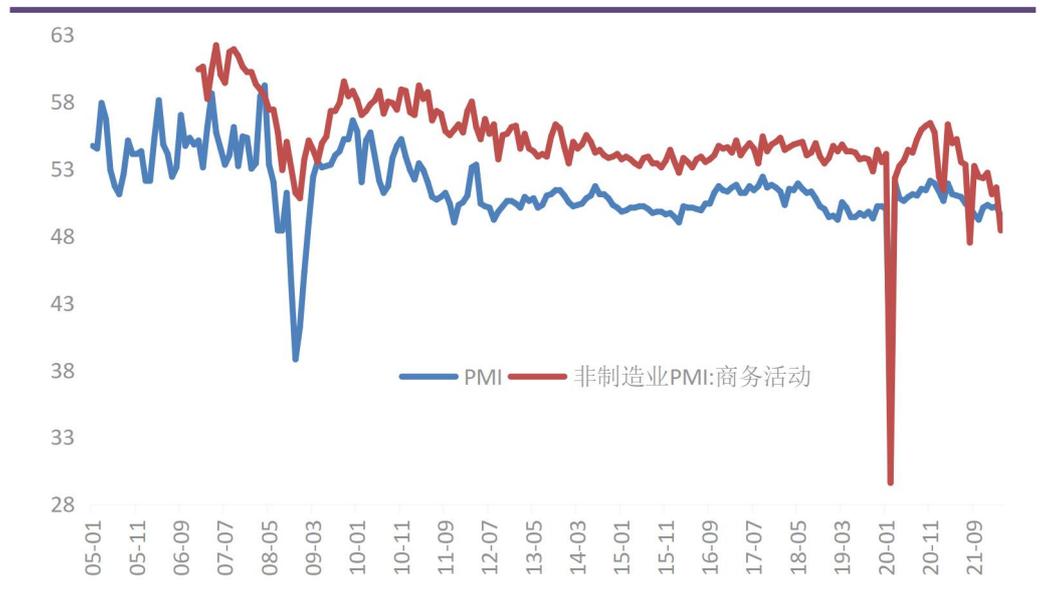
图 1: 3 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双滑至荣枯线之下 (%)	4
图 2: 3 月新订单、新出口订单双双大幅下行, 新订单跌至荣枯线之下 (%)	6
图 3: 摩根大通全球制造业 PMI 新订单、产出领先就业、投入价格、产出价格 (%)	7
图 4: 3 月唐山与全国高炉开工率分别较前值上行 8.73、5.27 个百分点 (%)	8
图 5: PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格的相关系数为 0.89, 属于高度相关	9
图 6: PPI 当月同比与 PPI 环比走势存在严重相悖的时段 (%)	9
图 7: 3 月制造业与非制造业 PMI 从业人员总体表现不佳 (%)	10
图 8: 1 季度全国居民人均可支配收入累计名义同比创 2021 年 1 季度以来新低 (%)	12
图 9: 4 月公共财政支出累计同比大概率反超公共财政收入累计同比 (%)	13
图 10: 总体而言, 1 季度宏观经济表现并不十分差 (%)	14
图 11: 自 2017 年 7 月提出“地方政府债务终身问责制”, 基建投资增速应声下滑 (%)	17
图 12: 1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动位列三大需求第一位 (%)	18
图 13: 1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率位列三大需求第一位 (%)	18
图 14: 作为资金密集型投资, 房地产开发资金来源后续乏力 (%)	20
图 15: 玉米期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.82, 为高度相关	22
图 16: 大豆期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.84, 为高度相关	22
图 17: 从边际变动角度看, 食品是 3 月 CPI 当月同比的主要拉动因素 (%)	23
图 18: 从边际变动角度看, 消费品是 3 月 CPI 当月同比的拉动因素 (%)	24
图 19: 在边际意义上拉升 3 月 CPI 的是猪肉 CPI 与交通工具用燃料 CPI (%)	24
图 20: 对 3 月 CPI 当月同比起到超预期拉升作用的是鲜菜与蛋类 (%)	25
图 21: 疫情爆发期间, 我国供货商配送时间暴跌, 而美国供应商交付时间飙涨 (%)	26
图 22: 能繁母猪存栏为 3285 万头时猪价触底, 存栏为 2738 万头时猪价快速上行 (%)	27
图 23: 3 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比相背而行 (%)	28
图 24: 在过去 7 轮周期里, 有 5 轮周期 PPI 当月同比的底部位于负值区间 (%)	29
图 25: 衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比走势较为相似, 二者的相关系数为 0.62 (%)	30
图 26: 在 4-6 月猪肉 CPI 大概率稳步上行的背景下, 预计食品类 PPI 呈上行走势 (%)	30
图 27: 上游燃料动力类较前值上行, 而中下游化工原料类与纺织原料类较前值下行 (%)	31
图 28: 3 月工业企业营业成本累计同比下行幅度大于营业收入累计同比下行幅度 (%)	33
图 29: 每百元营业收入费用累计值下行是 3 月营业成本累计同比下行的主因 (元; 元)	33
图 30: 制造业是 3 月工业企业每百元营业收入中的费用累计值下行的主因 (元)	34
图 31: 采矿业在很大程度上支撑 3 月工业企业利润总额累计同比 (%)	35
图 32: 煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续 10 个月录得三位数增长 (%)	36
图 33: 工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系 (%)	38
图 34: 3 月产销率当月值与累计值分别创 2001 年 2 月、2003 年 2 月以来新低 (%)	39
图 35: 3 月全球新冠肺炎新增确诊病例数为疫情爆发以来的第三高值 (%)	40
图 36: 从 3 月 PMI 看, 宏观经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力” (%)	42
图 37: 1994 年至 2021 年, GDP 不变价同比低于预期目标的有 3 年 (%)	44
图 38: 2008 年 2 月至 2009 年 6 月期间, 基建投资具有独自“挑大梁”的实力 (%)	45
图 39: 首套房贷利率大概率下行至 4.44%-5.22%这一区间 (%)	48

1 5月是稳增长关键“时间窗口”，有效投资是实现GDP增速预期目标的关键

1.1 3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度

3月制造业PMI与非制造业PMI双双滑至荣枯线之下，且均远弱于季节性。3月制造业PMI录得49.50。这一读数表现不佳，体现在以下六个方面：**一是**该读数低于预期0.40个百分点；**二是**时隔4个月首次跌至荣枯线之下，创近4个月新低，如果剔除掉2021年10月的49.20，则创2020年3月以来新低，如果再剔除掉2020年2月的35.70，则创2019年11月以来新低；**三是**2005年至2021年这17年间的3月制造业PMI均高于荣枯线，均值为52.99，而2022年3月的49.50是唯一位于荣枯线下的读数；**四是**3月制造业PMI较前值下行0.70个百分点，而2005年至2021年的17年间，3月制造业PMI无一例外均较2月上行，上行幅度的均值为2.76个百分点，原因主要是2月存在春节效应，压低作为环比指标的PMI生产指数，而3月存在新开工效应，推升PMI生产指数，从这个角度看，2022年3月制造业PMI远弱于季节性；**五是**在2005年1月以来的207个月度数据中，2022年3月与2019年1月以及2019年8月并列第188位，也就是倒数第19位；**六是**3月制造业PMI的5个主要分项均较前值下行，且均低于荣枯线，具体看，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存分别录得48.80、49.50、48.60、46.50、47.30，分别较前值下行1.90、0.90、0.60、1.70、0.80个百分点，表明3月我国制造业PMI系统性承压。

图 1：3月制造业PMI与非制造业PMI双双滑至荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

3月非制造业PMI为48.40。客观而言，这一读数同样表现不佳，体现在以下五个方面：**一是**该读数大幅低于预期1.90个百分点；**二是**时隔6个月非制造业PMI首次跌至荣枯线之下，如果剔除掉2021年8月的47.50，则创2020年3月以来新低，如果再剔除掉2020年2月的29.60，则创2007年1月有数据记录以来新低，也就是说，在2007年至2022年3

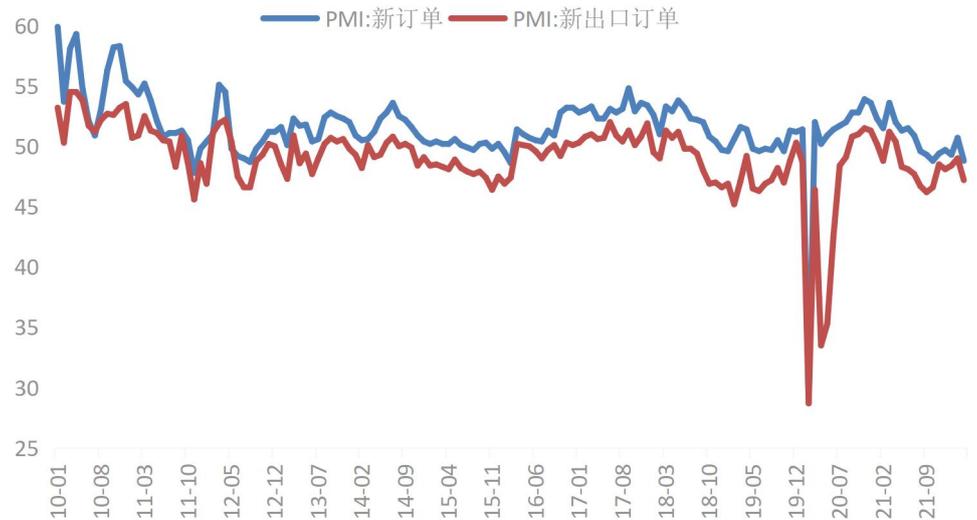


月的183个月度数据中，2022年3月位列倒数第3位；三是2007年至2021年这15年间的3月非制造业PMI均高于荣枯线，均值为55.78，2022年3月的48.40是唯一位于荣枯线下的读数；四是3月非制造业PMI较前值下行3.20个百分点，而2007年至2021年的15年间，3月非制造业PMI有10次较2月上行，占比为66.70%，这15年间3月较2月变动幅度的均值为上行2.03个百分点，可见2022年3月非制造业PMI同样远低于季节性；五是3月服务业PMI录得46.70，较前值大幅下行3.80个百分点，仅高于2020年2月的30.10以及2021年8月的45.20，为2012年2月有数据记录以来第3低值。

我国内需出现恶化，而外需则面临来自价格方面的支撑。3月新订单、新出口订单与在手订单分别为48.80、47.20、46.10，分别较前值上行-1.90、-1.80、0.90个百分点。其中，3月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得1.60个百分点，较前值小幅收窄0.10个百分点。针对这一复合指标，我们的解读有以下四点。**第一**，1.60个百分点这一读数，高于2021年11月（0.90个百分点）、2022年1月（0.90个百分点），持平于2021年12月（1.60个百分点），为2020年3月以来26个月的第四低值，表明3月的内需不乐观。**第二**，3月1.60个百分点的绝对读数低于2月0.10个百分点，表明3月我国内需较2月边际恶化。**第三**，2005年1月以来，“新订单-新出口订单”这一复合指标的均值为2.68个百分点，3月低于这一均值1.08个百分点。**第四**，“新订单-新出口订单”这一复合指标是相对指标，其读数取决于新订单的走势以及新出口订单的走势，因此并不能简单地根据其绝对读数走势来判断我国内需的走势，还应看绝对读数边际变动的原因。以走弱（收窄）为例，可分为三种情况：**一是**新订单与新出口订单均上行，但是新出口订单上行幅度大于新订单；**二是**新订单与新出口订单均下行，但是新出口订单下行幅度小于新订单；**三是**新订单下行，但是新出口订单上行。在以上三种情况中，第一种情况并不能表明我国内需走弱，而第二种情况与第三种情况下我国内需大概率走弱。3月新订单与新出口订单均较前值大幅下行，即属于第二种情况，表明我国内需走弱。

在以上分析的基础上，我们继续看3月我国内需的表现。**从新订单看**，在2月短暂攀至荣枯线之上后，时隔1个月再次跌至荣枯线之下，且创近5个月新低，持平于2021年10月，为2020年3月以来低点，剔除掉2020年2月，则创2016年2月以来新低，在2005年1月以来207个数据中，位列倒数第11位，表明3月我国内需较为疲弱。**从进口指数看**，3月进口指数录得46.90，较前值下行1.70个百分点，创2021年10月以来新低，剔除掉2021年9月，则创2020年6月以来新低。如果单单看这一读数，预计3月我国进口增速可能不会太高。在此前提下，考虑3月大宗商品价格大幅上行，预计3月进口数量增速大概率承压。究其原因有四点：**一是**3月我国停工停产，对海外商品的需求下降；**二是**俄乌冲突在3月进入白热化阶段，海外经济体对我国的供给能力局部下降；**三是**大宗商品价格上行压低对大宗商品的需求；**四是**出口增速承压使得我国进口增速相应承压。

图 2：3 月新订单、新出口订单双双大幅下行，新订单跌至荣枯线之下（%）



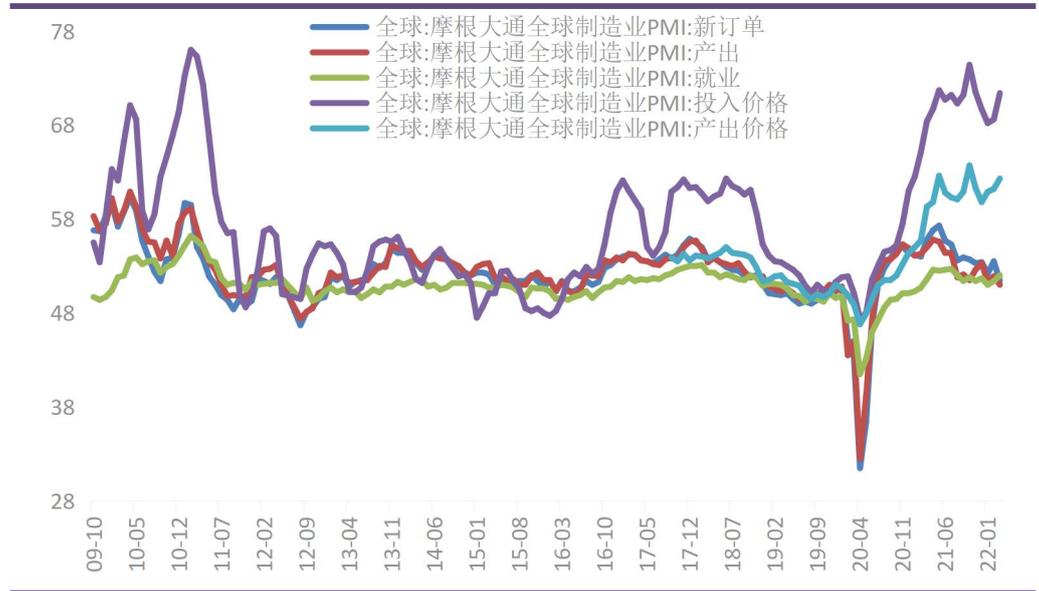
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

外需方面，3 月新出口订单录得 47.20，较前值下行 1.80 个百分点，结束连续 5 个月上行走势，且创近 5 个月新低。仅就这一点看，3 月我国出口增速可能承压。在这一判断的基础上，我们进一步分析外需走势。3 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 53.0，较前值下行 0.60 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低。从主要国家的制造业 PMI 来看：美国方面，Markit 制造业 PMI 与 ISM 制造业 PMI 走势出现背离，具体看，3 月 Markit 制造业 PMI 录得 58.50，较前值上行 1.20 个百分点，创 2021 年 10 月以来新高，与此同时，3 月 ISM 制造业 PMI 录得 57.10，较前值下行 1.50 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低；欧元区方面，3 月欧元区制造业 PMI 录得 56.50，较前值下行 1.70 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低，其中，德国的制造业 PMI 录得 56.90，较前值下行 1.50 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低；日本方面，3 月日本制造业 PMI 录得 54.10，较前值上行 1.40 个百分点，居于历史相对高位；英国方面，3 月英国制造业 PMI 录得 55.20，较前值下行 2.80 个百分点，创 2021 年 3 月以来新低。

我们暂时撇开主要经济体制造业 PMI，从摩根大通全球制造业 PMI 内部结构分析其走势。3 月摩根大通全球制造业 PMI 的主要分项，即新订单、产出、就业、投入价格、产出价格分别录得 51.40、51.00、52.00、71.40、62.30，分别较前值上行-2.10、-0.90、0.60、2.80、1.10 个百分点。可见，对 3 月摩根大通全球制造业 PMI 形成拖累的是新订单、产出，形成支撑的是就业、投入价格、产出价格。从图形走势与宏观逻辑看，新订单、产出是就业、投入价格、产出价格的领先指标：在新订单、产出下行后的一段时间内，就业大概率承压下行，而此时投入价格、产出价格还位于高位；在新订单、产出下行，且就业下行后的一段时间内，投入价格、产出价格大概率也将下行。由于新订单、产出决定摩根大通全球制造业 PMI 的走势，因此 3 月新订单、产出下行使得摩根大通全球制造业 PMI 承压。一旦后期就业、投入价格、产出价格下行，则摩根大通全球制造业 PMI 将进一步承压下行。当前

全球经济处于新订单与产出下行，但就业、投入价格、产出价格上行的阶段。在这一阶段，我国出口增速面临来自价格方面的支撑，但是数量方面的拖累可能已经开始显现。

图 3：摩根大通全球制造业 PMI 新订单、产出领先就业、投入价格、产出价格（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

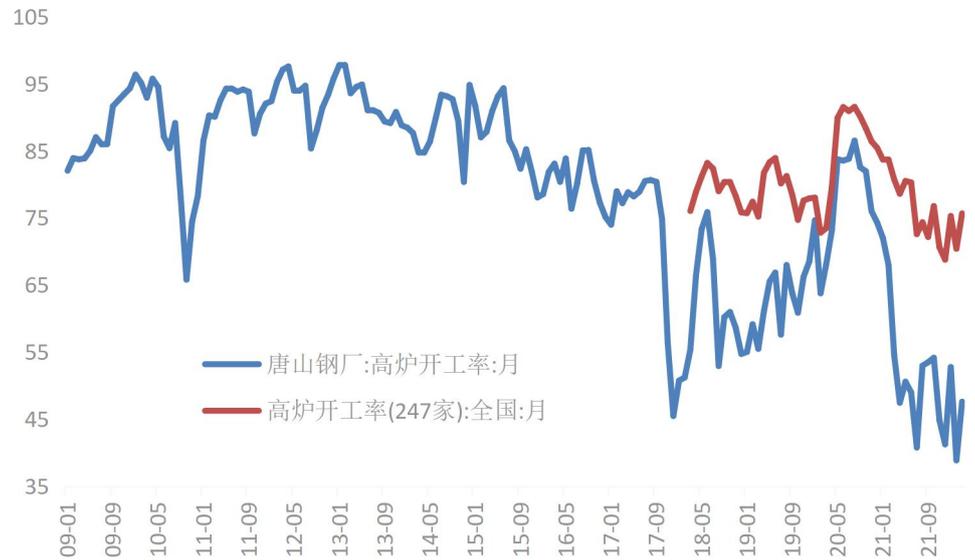
3月生产远弱于季节性，4-9月继续下行概率较低。3月生产指数为49.50，较前值下行0.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下。通常情况下，2月是春节月份，而3月是传统的开工旺季，因此在2005年至2021年的17年间，3月生产指数无一例外均较2月上行，上行幅度的均值为4.66个百分点。但是，2022年3月却较2月下行0.90个百分点，打破了这一保持了17年之久的规律。

3月生产指数下行的原因主要有以下三点。**第一**，受新冠肺炎疫情月度新增确诊病例创历史次高的冲击，3月我国采取停工停产、社区封控、交通管控、全员核酸等措施来控制新冠肺炎疫情。其中，停工停产直接对生产形成利空，此外，即使是全员核酸，也在一定程度上挤占生产时间。**第二**，分企业规模看，大中小型企业生产PMI分别为52.70、47.60、45.00，分别较前值上行-0.60、-4.80、3.90个百分点。可见，3月生产指数下行主要受大中型企业生产指数下行的拖累，小型企业生产指数则出现反弹。**第三**，制造业企业的生产经营预期出现转弱，3月生产经营活动预期指数为55.70，较前值下行3.00个百分点。分企业规模看，大中小型企业生产经营活动预期指数分别为56.00、55.50、55.40，分别较前值下行3.90、2.50、1.40个百分点。

与3月生产指数下行相悖的是，3月主要行业开工率指标较2月好转。**第一**，3月唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率分别为47.62%、75.67%，虽然较2021年3月分别下行6.94、5.06个百分点，但是分别较前值上行8.73、5.27个百分点。**第二**，3月汽车轮胎半钢胎、全钢胎开工率分别为69.65%、7.45%，虽然较2021年3月分别下行2.98、19.47个百分点，但是分别较前值上行38.22、33.02个百分点。**第三**，3月产能>200万吨、产能100-200

万吨、产能<100万吨焦化企业开工率分别为82.18%、70.15%、76.40%，虽然分别较2021年3月上行-2.22、-6.44、22.54个百分点，但是分别较前值上行6.00、4.65、6.20个百分点。总体而言，3月主要行业开工率指标表较2月好转，但是较2021年同期出现恶化。

图4：3月唐山与全国高炉开工率分别较前值上行8.73、5.27个百分点（%）

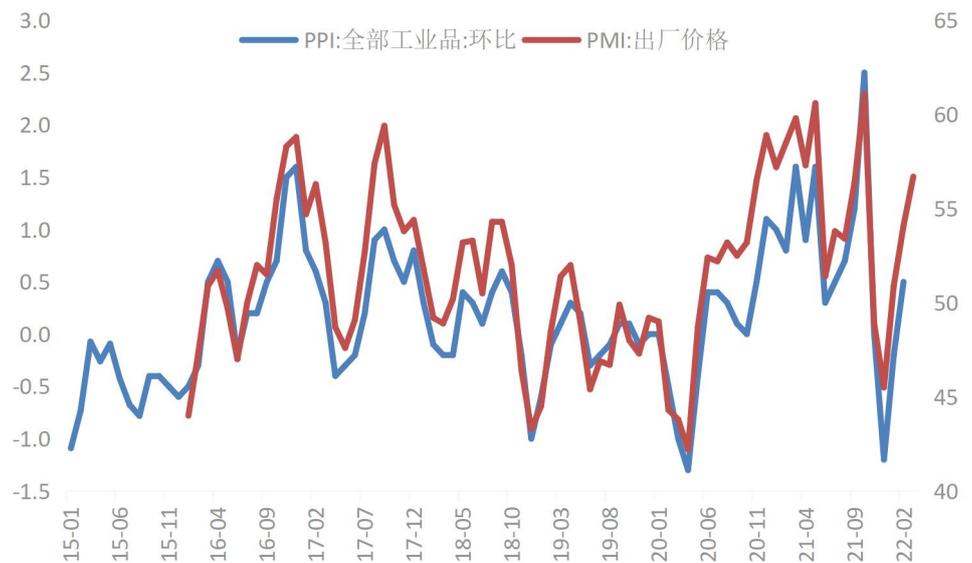


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

展望4-9月，生产指数继续下行概率较低。我们从3月30日国常会通稿展开分析。**第一**，会议指出“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”，这就意味今年“5.50%左右”的GDP增速目标必须要实现，体现在生产端，在新冠肺炎疫情冲击服务业生产指数同比的背景下，工业增加值增速必须维持在一定水平。**第二**，会议指出“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”，表明有效投资是稳增长的主力军，是“带动消费扩大内需”的重要途径，就意味着在快速拉动GDP增速的背景下，国常会认为投资将发挥“火车头”作用，其重要性强于消费。**第三**，会议指出“坚定信心，咬定目标不放松”，表达了实现“5.50%左右”GDP增速目标的信心与决心，有利于扭转转弱的预期。

3月PPI环比较2月上行，但是3月PPI当月同比大概率较2月下行。3月主要原材料购进价格指数为66.10，较前值上行6.10个百分点，创近5个月新高；3月出厂价格指数为56.70，较前值上行2.60个百分点，同样创近5个月新高。3月出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的差值为-9.40个百分点，较前值走阔3.50个百分点，预示上游利润增速将优于中下游利润增速，但是工业企业盈利增速可能承压。分企业规模看：3月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为68.00、65.40、62.90，分别较前值上行7.30、6.50、3.00个百分点；3月大中小型企业的出厂价格分别为59.20、55.00、53.60，分别较前值上行3.50、2.70、0.90个百分点。

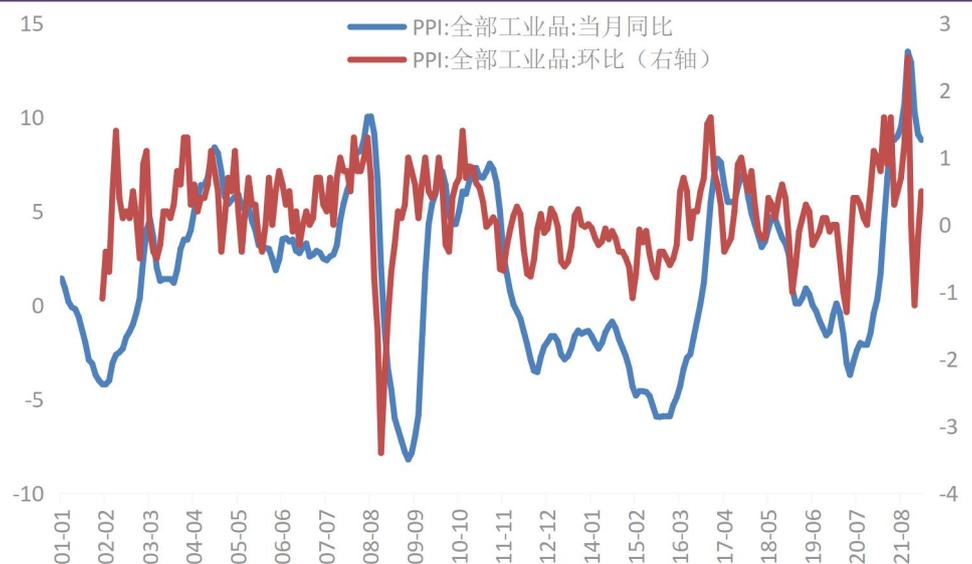
图 5：PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格的相关系数为 0.89，属于高度相关



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

作为扩散指数，PMI 主要原材料购进价格是环比指标，而 PPI 当月同比则是同比指标，二者的相关系数仅为 0.54。考虑到 PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格均为环比指标，我们计算二者的相关系数为 0.89，属于高度相关。因此，3 月主要原材料购进价格指数较前值大幅上行，意味着 3 月 PPI 环比大概率较 2 月大幅上行。目前的问题是，在 3 月 PPI 环比较 2 月大幅上行的背景下，3 月 PPI 当月同比是否较 2 月上行？我们的观点是 3 月 PPI 当月同比未必较 2 月上行。我们计算出 PPI 当月同比与 PPI 环比的相关系数为 0.41，属于弱相关，也就是说，PPI 当月同比与 PPI 环比走势一致性较差。

图 6：PPI 当月同比与 PPI 环比走势存在严重相悖的时段（%）



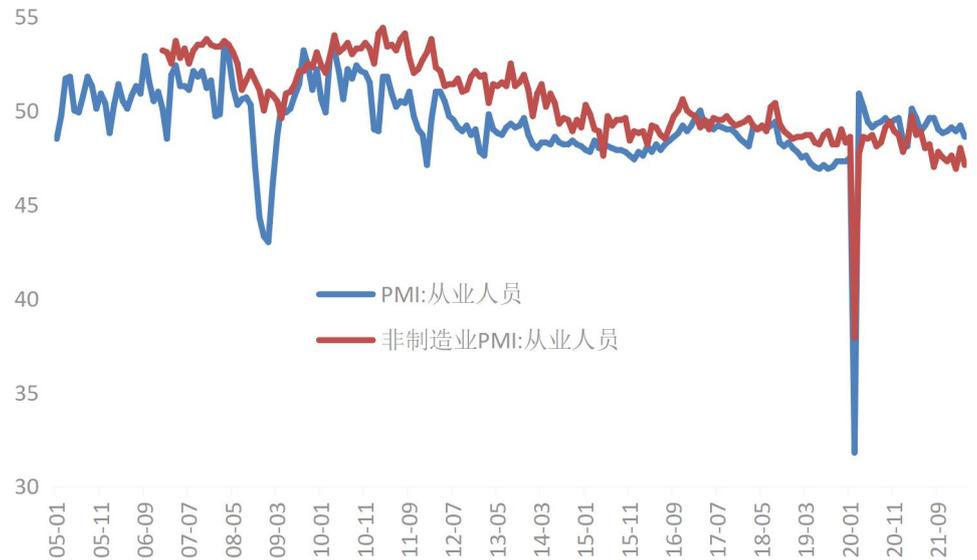
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从图形走势上看，二者存在走势严重相悖的时段，如 2008 年 11 月至 2009 年 7 月，PPI 环比从-3.40%上升至 1.0%，而 PPI 当月同比从 1.99%下降至-8.20%。与此同时，PPI 翘尾因

素同比从0.80%下降至7.14%。我们计算PPI当月同比与PPI翘尾因素同比的相关系数为0.81,属于强相关。更进一步,我们分段计算PPI当月同比与PPI翘尾因素同比的相关系数:上半年二者相关系数高达0.93,下半年二者相关系数也达到0.73。基于以上分析,我们认为虽然3月PPI环比较2月上行,但是在翘尾因素的拉动下,3月PPI当月同比大概率较2月下行。在此基础上,考虑到2022年3月至2022年10月,PPI当月同比翘尾因素从6.65%单边下行至-1.20%,预计PPI当月同比大概率稳步下行。我们坚持在《英大证券2022年宏观经济与大类资产配置展望:5.5%引领投资与金融,油铜冲高,金猪蓄势,债强股不弱(20220119)》中“(2022年)PPI当月同比大概率前高后低,逐季下行”的判断。

3月城镇调查失业率可能突破5.50%的区间上限,中央大概率加大“稳增长”力度。3月PMI就业数据总体表现不佳。**首先看制造业:**一是3月制造业PMI从业人员录得48.60,较前值下行0.60个百分点,创2021年3月以来新低;**二是**3月大中小型企业的从业人员分别为49.30、48.40、47.30,分别较前值上行0.10、-0.70、-2.10个百分点,其中,除了大型企业较前值上行之外,中型企业创2021年6月以来新低,而小型企则创2021年10月以来新低。**其次看非制造业:**一是3月非制造业从业人员为47.10,较前值下行0.90个百分点;**二是**3月建筑业从业人员为50.10,较前值大幅下行5.70个百分点,剔除掉2022年1月的49.20,则创2020年3月以来新低;**三是**3月服务业从业人员为46.60,较前值下行0.10个百分点,自2021年8月以来,持续低位震荡。

图7:3月制造业与非制造业PMI从业人员总体表现不佳(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

3月5日《政府工作报告》指出“(2022年)城镇调查失业率全年控制在5.5%以内”。目前的问题是,3月城镇调查失业率会不会向上突破5.50%?这一问题的重要性在于,如果3月城镇调查失业率向上突破5.50%,则《政府工作报告》设定的就业率预期目标将面临较大挑战,在此背景下,中央大概率加大“稳增长”力度。



客观而言，通常情况下3月城镇调查失业率面临一定利多因素。从季节性上看，2018年至2021年的四年间，3月较2月分别上行0.10、-0.10、-0.30、-0.20个百分点。从这一样本看，3月较2月上行的概率为25.0%，较2月下行的概率为75.0%，也就是说，3月城镇调查失业率下行概率大于上行概率。在以上数据的基础上我们进一步认为，3月城镇调查失业率走势与2月的读数有关。2018年至2021年的四年间，2月城镇调查失业率分别为5.00%、5.30%、6.20%、5.50%。其中2018年2月的读数最低，仅为5.0%，这就为3月较2月上行0.10个百分点提供了空间。从基本面看，2月通常是春节月份，春节前辞职返乡，春节后离乡寻找工作，因此2月城镇调查失业率通常较高，而3月是传统意义上的开工旺季，因此3月城镇调查失业率通常较2月下行。

具体到2022年3月，其特殊性有两点。第一，从新冠肺炎疫情看，3月全国新冠肺炎新增确诊病例为41,578.00例，远高于2月的3,387.00例。在此背景下，3月中旬以来出现停工停产。因此我们认为，2022年3月城镇调查失业率大概率较2月上行，即突破5.50%的区间上限。其中，考虑到停工停产主要发生在深圳、上海以及省会城市等大中城市，预计31个大城市城镇调查失业率上行幅度大于城镇调查失业率的上行幅度。第二，从出口增速看，如果仅考虑3月新出口订单录得47.20，较前值下行1.80个百分点，创近5个月新低，则3月我国出口增速可能承压，这将对3月城镇调查失业率形成利空。在以上分析的基础上，我们认为3月城镇调查失业率大概率突破5.50%。

在3月城镇调查失业率大概率上行的背景下，我们认为“促就业稳增长”力度将加大。3月30日国务院常务会议指出，“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”。我们对这一表述的解读有三点：一是国务院认为当前就业面临一定压力；二是目前国务院对就业问题高度重视；三是国务院正采取政策，通过用好政府债券扩大有效投资来提高就业率。

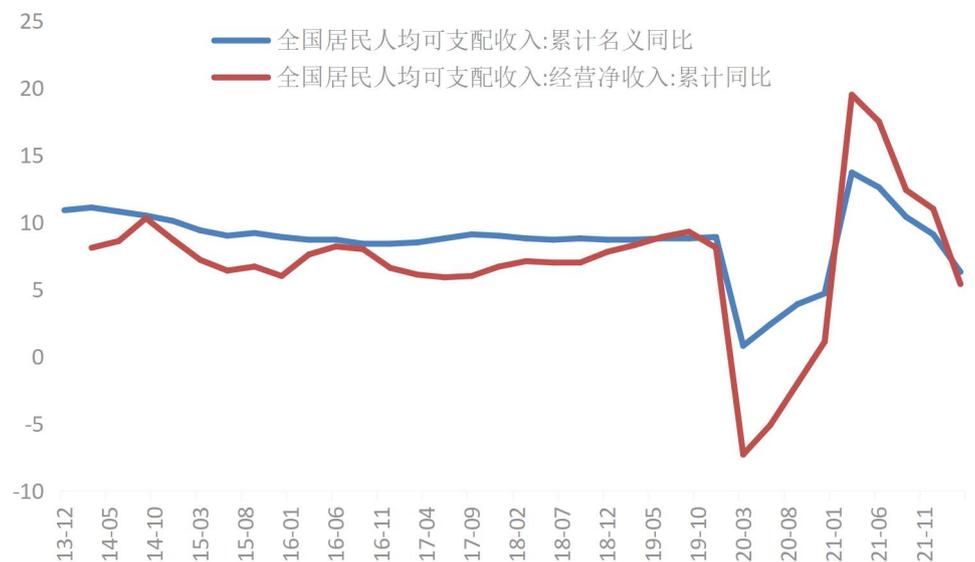
1.2 5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标

疫情全方位冲击我国经济社会生活，是当前我国宏观经济的主要矛盾。目前，我国宏观经济的主要矛盾是新冠肺炎疫情演化以及防控。这一判断的依据有两个层面。第一个层面是429政治局会议层面。429政治局会议对新冠肺炎疫情高度重视。第一，会议通稿全文7次提及疫情，较12月政治局会议多4次，较2021年中央经济工作会议多2次。第二，7次中有4次同时提及“疫情防控”与“经济社会发展”，且“疫情防控”均位于“经济社会发展”之前，表明疫情防控至关重要：一是“各地区各部门有力统筹疫情防控和经济社会发展”；二是“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”，可见，“疫情要防住”是党中央的首要要求，也是“经济要稳住、发展要安全”的前提条件；三是“高效统筹疫情防控和经济社会发展”；四是“最大程度保护人民生命安全和身体健

康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”，直接指出疫情是当前经济社会发展的制约因素。

第二个层面是宏观经济实际运行层面。429 政治局会议指出，“要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策”，表明疫情对市场主体形成严重冲击。我们认为疫情全方位冲击我国宏观经济实际运行。**第一**，失业率方面，为有效防控疫情，3-4 月部分工业企业与商业企业停工停产，直接对就业情况形成利空，体现为 3 月城镇调查失业率超预期录得 5.80%，较前值上行 0.30 个百分点，创 2020 年 6 月以来新高。4 月制造业 PMI 从业人员录得 47.20，较前值大幅下行 1.40 个百分点，预示 4 月城镇调查失业率还将高于 5.50%。

图 8：1 季度全国居民人均可支配收入累计名义同比创 2021 年 1 季度以来新低（%）

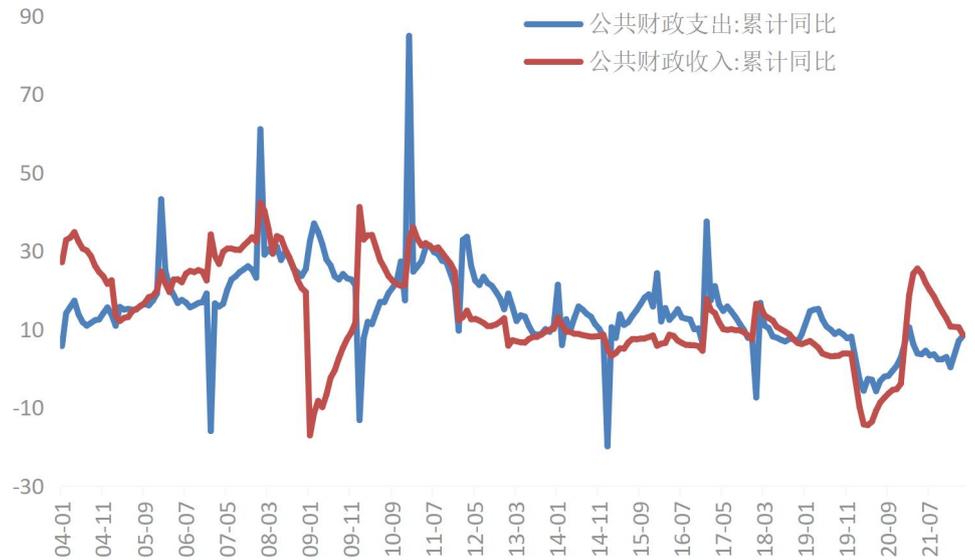


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，收入增速方面，疫情对居民收入增速形成较大冲击：1 季度全国居民人均可支配收入累计名义同比、累计实际同比分别为 6.30%、5.10%，分别较前值下行 2.80、3.00 个百分点，双双创 2021 年 1 季度以来新低。具体看：1 季度全国居民工资性收入累计同比为 6.60%，较前值下行 3.00 个百分点；1 季度全国居民经营净收入累计同比为 5.40%，较前值下行 5.60 个百分点；1 季度全国居民财产净收入累计同比为 6.10%，较前值下行 4.10 个百分点；1 季度全国居民转移净收入累计同比为 6.30%，较前值上行 0.50 个百分点。其中，疫情恶化对全国居民经营净收入累计同比的冲击最大，使其直接打了个“对折”。**第三**，财政收支方面，新冠肺炎疫情恶化在冲击宏观经济，利空财政收入当月同比的同时，迫使地方政府持续花费大量的财力、人力与物力用于核酸检测，加大地方政府的财政支出力度：从当月同比看，3 月公共财政支出当月同比为 10.40%，较 3 月公共财政收入当月同比 3.42% 的读数高出 6.98 个百分点；从累计同比看，3 月公共财政收入累计同比为 8.60%，3 月公共财政支出累计同比为 8.30%，二者的差值为 0.30 个百分点，为 2021 年 2 月以来新低，预计 4 月公共

财政支出累计同比大概率反超公共财政收入累计同比。

图 9：4 月公共财政支出累计同比大概率反超公共财政收入累计同比（%）



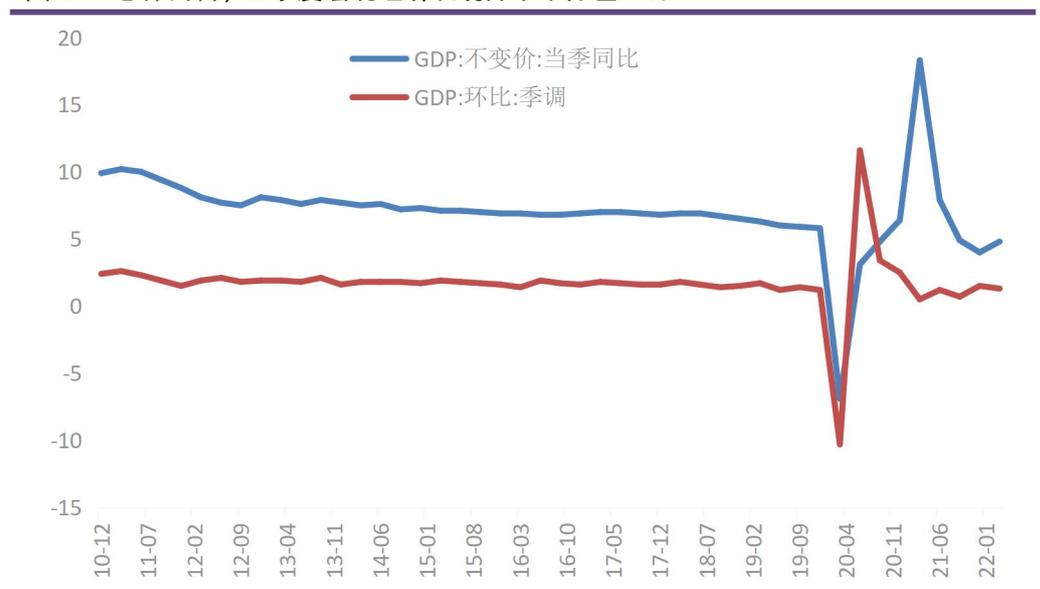
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第四， 房地产投资方面，新冠肺炎疫情在两方面对商品房销售形成冲击：一是新冠肺炎疫情冲击全国居民人均可支配收入累计名义同比，降低刚需与改善性需求的购买能力；二是道路封控使得刚需与改善性需求看房的意愿与可能性下降。以上二者均对商品房销售面积累计同比形成冲击：3月商品房销售面积累计同比录得-13.80%，较前值下行4.20个百分点，创2020年5月以来新低。**第五，消费方面，** 疫情直接冲击场景式、聚集性消费，体现为3月餐饮收入零售额当月同比录得-16.38%，较前值大幅下行25.28个百分点，创2020年6月以来新低，进而拖累3月社会消费品零售总额当月同比录得-3.53%，时隔17个月再度进入负值区间。**第六，** 宏观经济生产方面，疫情恶化导致部分工业企业以及商业企业停工停产，在生产端利空宏观经济增速，体现为：3月工业增加值当月同比录得5.0%，较前值下行7.80个百分点；3月服务业生产指数当月同比录得-0.90%，较前值下行3.90个百分点，时隔18个月再次进入负值区间。**第七，** 进出口增速方面，由于部分工业企业与商业企业停工停产，使得国内需求在短时间内快速下滑，先后冲击进口增速与出口增速：3月进口金额当月同比录得-0.10%，时隔18个月再次进入负值区间；4月新出口订单录得41.60，较前值大幅下行5.60个百分点，预示受供给能力限制，4月出口金额当月同比大概率不乐观。**第八，** 宏观经济运行成本与效率方面，疫情防控导致小区封闭与道路管控，造成两方面后果：**一是**增加宏观经济运行成本，体现为生活日用品价格飙涨。据报道，近期上海一名男子大量囤积青菜、鸡蛋、鸡、鸭等食品，并大幅抬高价格对外销售，累计销售175余万元，非法获利150余万元。单就这则案例看，青菜、鸡蛋等生活必需品价格大幅上涨600%。**二是**直接降低宏观经济运行效率，体现在以下三个环节：**第一个环节是，**4月PMI供货商配送时间录得37.20，较前值下行9.30个百分点，自2005年1月以来，仅高于2020年2月的32.10。**第二个环节是，**由于道路交通不畅，部分产品难以销售出去，使得3月工业企业

产销率为 94.50%，较前值下行 3.50 个百分点，创 2001 年 2 月以来新低；**第三个环节是**，在部分产品难以销售出去的背景下，3 月工业企业产成品存货累计同比为 18.10%，较前值大幅上行 1.30 个百分点，创 2012 年 3 月以来新高，预示我国宏观经济处于被动补库存阶段，亦即衰退阶段。**第九**，安全与健康方面，新冠肺炎疫情危及“人民生命安全和身体健康”，直接造成人员伤亡。截至 2022 年 4 月 29 日，全国新冠肺炎累计死亡病例累计值为 5022 例。在此背景下，市场信心遭受一定冲击。综上，疫情是当前我国宏观经济的主要矛盾。

努力实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标，5 月是稳增长的关键“时间窗口”。429 政治局会议指出“我国经济运行总体实现平稳开局”，表明中央对 1 季度宏观经济并没有十分不满意。总体而言，1 季度宏观经济表现并不十分差，体现在两个方面。**第一**，1 季度 GDP 不变价同比录得 4.80%，虽然低于 2021 年 3 季度 0.10 个百分点，但是高于 2021 年 4 季度 0.80 个百分点。**第二**，1 季度 GDP 环比为 1.30%，虽然低于 2021 年 4 季度 0.20 个百分点，但是高于 2021 年 1 季度 0.80 个百分点。

图 10：总体而言，1 季度宏观经济表现并不十分差（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

429 政治局会议指出，“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”。在新冠肺炎疫情严重恶化，1 季度 GDP 增速录得 4.80% 的背景下，市场担心 3 月 5 日《政府工作报告》所确定的“5.50%左右”的 GDP 增速目标能否实现，并猜测 4 月底的政治局会议会不会修改“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标。我们在《英大证券宏观评论：有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，2 季度货币政策宽松力度大概率超 1 季度（20220411）》中做出“咬定目标不放松，奋力实现‘5.50%左右’的 GDP 增速目标”的判断，并认为“在此背景下，中央政府是否继续坚持实现‘5.50%左右’的 GDP 增速目标？我们的回答是肯定的”。



从 429 政治局会议的通稿看，中央始终坚持实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标这一“初心”。这一判断的依据有以下三点。**第一**，429 政治局会议指出，“要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位”。毫无疑问，在全国两会上确立的“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标属于党中央的大政方针。**第二**，429 政治局会议指出，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”，从“经济要稳住”表明发力“稳增长”是中央既定的政策路线，且是硬性任务。**第三**，429 政治局会议要求，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，明确指出“努力实现全年经济社会发展预期目标”，以及“保持经济运行在合理区间”，二者均指向 2022 年必须实现“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标。

1 季度 GDP 不变价当季同比录得 4.80%，低于全年预期目标 0.70 个百分点左右，与此同时，在疫情冲击下，4 月制造业 PMI 录得 47.40，低于预期 0.60 个百分点，较前值大幅下行 2.10 个百分点，创 2020 年 3 月以来新低。在以上背景下，考虑全年实现“5.50%左右”GDP 增速预期目标这一约束，我们对年内 GDP 不变价当季同比的走势有以下三点判断。**第一**，在 4 月制造业 PMI 在荣枯线下较前值大幅下行 2.10 个百分点的情况下，4 月宏观经济形势大概率差于 3 月。**第二**，在 1-2 月我国宏观经济表现较优，且 4 月宏观经济大概率差于 3 月的背景下，5-6 月宏观经济必须强于 1-2 月，只有这样才能将 2 季度 GDP 不变价当季同比拉至 4.80%，乃至 5.0%。因此，5 月尤为关键。在 4 月差于 3 月的背景下，一旦 5 月宏观经济形势不乐观，则 6 月的压力将十分大。如果出现这种情况，2 季度 GDP 不变价当季同比大概率低于 4.80%，更别提高于 5.0%。**第三**，在 1 季度 GDP 不变价当季同比录得 4.80% 的背景下，全年 GDP 不变价当季同比要达到 5.50% 左右，一个粗略的估算是，4 季度 GDP 不变价当季同比必须达到乃至高于 6.20%。可见，2022 年实现“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标难度不小，“需要付出艰苦努力”。尽管如此，我们要看到，实现 5.50% 左右的 GDP 增速目标还是面临“有利条件”的：2021 年 1-4 季度 GDP 不变价当季同比分别是 18.30%、7.90%、4.90%、4.0%，呈“前高后低”走势，在基数上对 2022 年 1-4 季度 GDP 不变价当季同比“前低后高”走势形成支撑。

2 季度宏观政策宽松力度大概率超 1 季度，财政政策发力可能比货币政策发力更合适。我们在《英大证券宏观评论：有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，2 季度货币政策宽松力度大概率超 1 季度（20220411）》中做出“2 季度（宏观政策）宽松力度大概率超 1 季度”的判断。从 429 政治局会议通稿看，我们以上判断未被证伪，主要依据有如下三点。

第一，429 政治局会议明确指出“要加大宏观政策调节力度”，以“扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。这就确定了 2 季度宏观政策的首要任务是“稳增长”，相应地，宏观政策的主基调是“宽松”。此外，从 2 季度宏观经济压力大于 1 季度这一判断出发，2 季度宏观政策宽松力度相应地要大于 1 季度。

第二，429 政治局会议指出，“要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政



策，用好各类货币政策工具”。**财政政策方面**，要“实施好退税减税降费等政策”。客观而言，退税减税降费在很大程度上推升3月工业企业利润总额累计同比。具体看，3月工业企业利润总额累计同比录得8.50%，较前值上行3.50个百分点，主因是3月制造业每百元营业收入中的费用累计值下行0.26元，推升3月工业企业营业收入利润率。预计2季度大概率加大退税减税降费的力度。**货币政策方面**，要“用好各类货币政策工具”。2021年中央经济工作会议对货币政策的要求是，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”。429政治局会议“用好各类货币政策工具”的提法，力度明显要大于2021年中央经济工作会议的提法：**一是**各类货币政策工具都可以使用，按照这一理解，包括降准与降息；**二是**并没有明确各类货币政策工具的使用范围，据此推测，总量型政策工具大概率得到使用，而2021年中央经济工作会议则是侧重于支持“小微企业、科技创新、绿色发展”等领域。**值得指出的是**，对比财政政策与货币政策，我们认为目前情况下，财政政策发力可能比货币政策发力更合适。这一判断的依据有以下三点。**首先**，财政政策对宏观经济的刺激效果更为直接，刺激力度更强，传导时间更短，适合于目前需要短期内大幅拉升宏观经济增速的需求。**其次**，目前中美利差出现倒挂，如果我国降准降息，将对人民币汇率形成较大压力，尤其是3月30日1季度货币政策委员会例会提出“把握好内部均衡和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，表明我国央行比较关注美联储加息这一事件，并认为美联储加息可能会对人民币汇率形成冲击。当然，近期人民币汇率走势本身也验证了这一判断。**最后**，从货币政策操作实践看，4月15日央行宣布降准0.25个百分点。该降准幅度为1985年有数据记录以来最小降准幅度，表明央行综合考虑各方面因素，在降准这一事情上较为克制。

第三，429政治局会议指出，“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。我们的解读有以下三点。**首先**，“抓紧谋划增量政策工具”中的“增量”相对于“存量”而言，“存量”本质上是结构性的调整，而“增量”二字扩张的意味较强，具有更强的总量色彩，此外，对“增量政策工具”的另外一种理解是新的政策工具，或者说是政策储备。**其次**，在宏观经济“风险挑战增多”，以及“复杂性、严峻性、不确定性上升”的背景下，“加大相机调控力度”意味着要加大宏观政策的宽松力度。**最后**，在全年实现“5.5%左右”GDP增速目标的指挥下，“把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”意味着2季度稳增长力度强于1季度：**一是在**“需要付出艰苦努力才能实现”的背景下，宏观政策在时间上需要打提前量，那么提前发力的最佳时机是什么时候呢？大概率在2季度，尤其是在5月；**二是在**以往的政治局会议通稿中从未出现“冗余度”这一概念。对“冗余度”一词的解释是宏观政策的政策储备。这一解释呼应上文的“增量政策工具”的第二种解释。对“冗余度”一词的另一个解释是，要留出一定的政策空间，也就是说，对未来宏观政策发力空间较大，有可能超出市场的预期。这一解释呼应上文的“增量政策工具”的第一种解释。

大概率淡化“地方政府债务终身问责制”，收入增速下行制约消费增速的提升。至于如何实现“5.50%左右”的GDP增速预期目标，429政治局会议的提法是“要全力扩大国内需求”。对比2021年中央经济工作会议“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”的提法，我们的解读有两点。**第一**，“国内需求”是实现“5.50%左右”的GDP增速目标的途径，而不是全球需求，或者国外需求。这一表述隐含429政治局会议不看好2022年出口增速。**第二**，“全力”一词预示“竭尽所能”，对比2021年中央经济工作会议“实施好”的表述，再次表达429政治局会议加大“稳增长”力度的政策意图与决心。

如何才能做到“全力扩大国内需求”？途径主要有两个。**第一个途径**是“发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。4月26日中央财经委员会第11次会议“研究全面加强基础设施建设问题”，对基础设施的定位是“经济社会发展的重要支撑”。会议指出“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”，“要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度”。第11次会议最关键的一点是，指出“各地区各部门要准确领会中央财经委员会决策部署精神，主动担责、积极作为，共同推动决策部署落实落好”。自2017年7月第五次全国金融工作会议提出“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”之后，基建投资增速应声下滑。2022年召开的第六次全国金融工作会议是否继续坚持“地方政府债务终身问责制”是基建投资增速能否快速上行的关键影响因素之一。在第11次会议要求“主动担责、积极作为”的背景下，预计年内召开的第六次全国金融工作会议大概率淡化“地方政府债务终身问责制”的相关提法。

图 11：自 2017 年 7 月提出“地方政府债务终身问责制”，基建投资增速应声下滑（%）

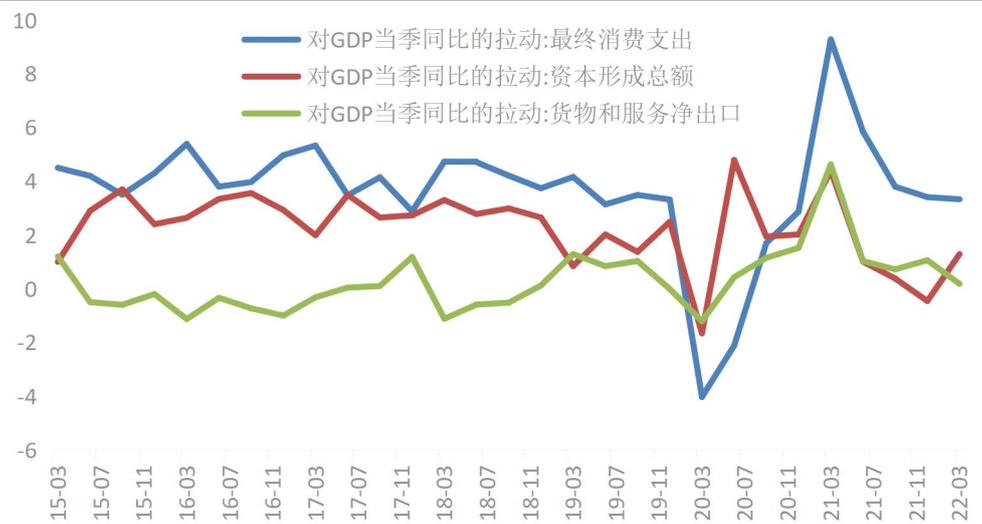


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二个途径是“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”。此前相关高层会议对消费的定位是“基础作用”，此次更改为“牵引带动作用”。客观而言，“牵引带动作用”这一表述容易让人联想到两个指标：**一**是最终消费支出对GDP当季同比的拉动；**二**是最终消

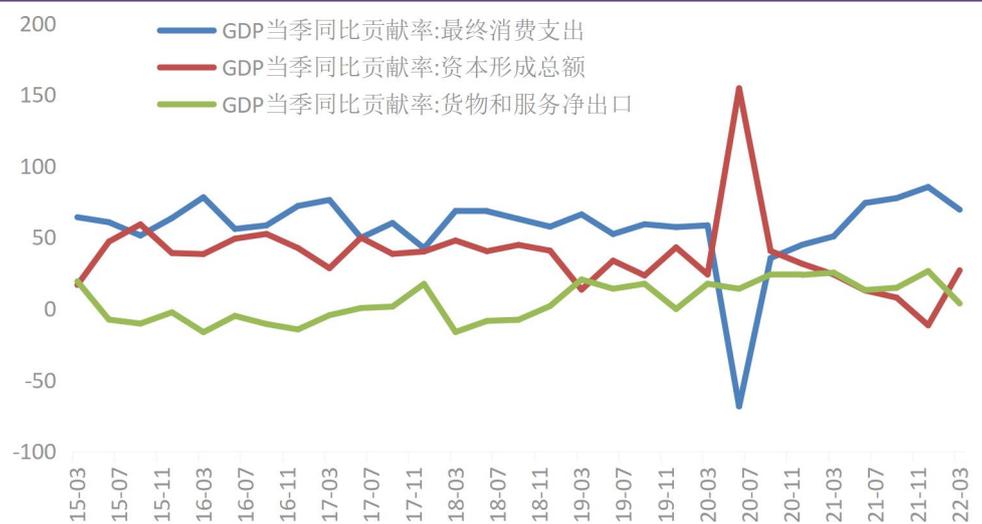
费支出对 GDP 当季同比贡献率。具体看：2022 年 1 季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 3.33%、1.29%、0.18%，最终消费支出位列第一；2022 年 1 季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比贡献率分别为 69.40%、26.90%、3.70%，最终消费支出位列第一。值得指出的是，自 2020 年 4 季度以来，最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动远高于资本形成总额、货物和服务净出口，与此同时，最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率也远高于资本形成总额、货物和服务净出口。以上可能是 429 政治局会议将消费的“基础作用”定位替换为“牵引带动作用”的原因所在。值得提醒的是，在宏观经济稳增长的背景下，2022 年 2-4 季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动，以及对 GDP 当季同比贡献率大概率上升。

图 12：1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动位列三大需求第一位（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 13：1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率位列三大需求第一位（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

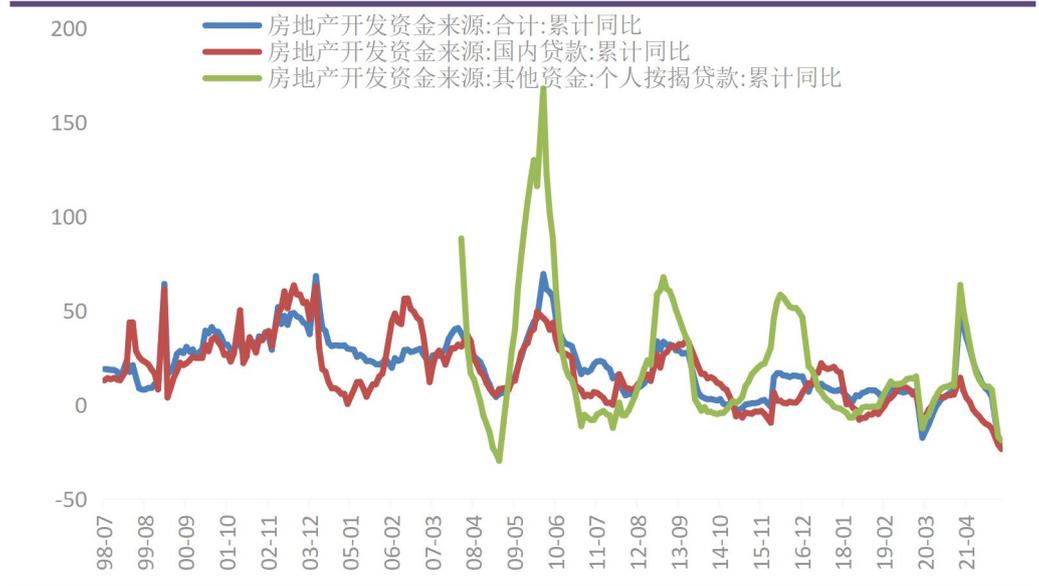


4月13日国常会部署促进消费的政策举措，包括：**一要**应对疫情影响，促进消费恢复发展；**二要**促进新型消费；**三要**扩大重点领域消费；**四要**挖掘县乡消费潜力；**五要**加强保障。但是要看到，4月13日国常会主要着眼于稳定消费，体现在以下三点：一是国常会指出要“努力稳定当前消费”；二是国常会指出要“应对疫情影响，促进消费恢复发展”；三是国常会指出要“稳住更多消费服务市场主体”。可见国常会部署促进消费的政策举措的目的是“稳定当前消费”、“促进消费恢复发展”。从宏观经济实际运行看，疫情冲击导致收入增速下行，在根本上制约消费增速的提升。我们认为2022年消费增速大幅上行的概率较低，难以修复至疫情前水平。但是，这并不意味着我们放弃促进消费，相反，在这种情况下更要提振消费，充分发挥其宏观经济“压舱石”的作用。

资金与预期是制约房地产投资增速的关键所在，房地产投资增速必须企稳以助力“5.50%左右”GDP增速目标。429政治局会议提出“全力扩大国内需求”，但是紧随其后的是“发挥有效投资的关键作用”，“全面加强基础设施建设”，以及“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，并未提及房地产投资。一个不可否认的事实是，作为“经济周期之母”以及曾经的支柱产业、主导产业，房地产投资是国内需求的重要组成部分。因此我们认为“全力扩大国内需求”这一表述隐含了扩大房地产投资的政策意图，传递了利多房地产投资的政策导向。

429政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”。对此，我们的解读有以下三点。**第一**，429政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。这是对2022年房地产市场的总体定调，与2021年中央经济工作会议的表述一致，是对2021年中央经济工作会议精神的贯彻。预计在相当长的时间内“房住不炒”的定调将持续出现在重大高层会议的通稿之中。**第二**，429政治局会议指出，“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”。“从当地实际出发”是对“因城施策”的具体丰富与补充。目前全国房地产市场最大的实际情况是：3月商品房销售面积、销售额累计同比分别录得-13.80%、-22.70%，分别较前值下行4.20、3.40个百分点，分别创2020年5月、4月以来新低；土地市场方面，3月土地溢价率为3.82%，连续7个月位于4.0%之下。我们从总体推断样本，认为各地的商品房销售面积、销售额累计同比以及土地溢价率大概率不乐观。**第三**，429政治局会议指出，“支持刚性和改善性住房需求”。对比1206政治局会议以及2021年中央经济工作会议的提法均为“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，429政治局会议的提法更为明确，所指的住房需求是“刚性和改善性”。此外，与“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”的提法相比，“支持刚性和改善性住房需求”删减了“商品房市场”四个字，预示对刚性和改善性住房需求的支持可能更为直接有效，方式可能更为多样。

图 14：作为资金密集型投资，房地产开发资金来源后续乏力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

进入 2022 年，房地产开发投资完成额累计同比持续下行，在 3 月录得 0.70%，创 2020 年 6 月以来新低，最主要的原因有两点。**第一**，作为资金密集型投资，房地产开发资金来源后续乏力。3 月房地产开发资金来源合计累计同比为-19.60%，较前值下行 1.90 个百分点，创 1998 年 7 月有数据记录以来新低。其中，3 月国内贷款累计同比录得-23.50%，较前值下行 2.40 个百分点，同样创 1998 年 7 月有数据记录以来新低。这一数据释放出两个信号：**一是**国内贷款累计同比低于房地产开发资金来源合计累计同比 3.90 个百分点，是房地产开发资金来源合计累计同比下行的主要拖累项；**二是**国内贷款主要是商业银行的房地产企业开发贷款，国内贷款累计同比下行意味着国家层面对房地产企业的贷款并未有大的放松。**第二**，3 月定金及预收款累计同比与个人按揭贷款累计同比分别录得-31.0%、-18.80%，分别较前值下行 4.0、1.90 个百分点，前者创 1998 年 7 月有数据记录以来新低，后者创 2009 年 2 月以来新低。究其原因有两点：**一是**疫情导致居民收入增速承压；**二是**在中期大概率扩大房地产税改革试点城市的背景下，对房地产市场的信心下降。

429 政治局会议指出，要“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。毫无疑问，基建投资承担逆周期调节的“大梁”。但是，在“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”的背景下，预计消费增速大概率承压，出口增速在下半年大概率承压，制造业投资增速也不会太乐观。如果房地产投资增速下行，则通过基建投资拉升 GDP 增速的难度将非常大。因此，**实现“5.50%左右”GDP 增速目标的条件之一是，房地产投资增速必须企稳，乃至回升。**在 429 政治局会议之前，房地产政策没有明显放松，但是各地先后推出包括放开限购在内的边际放松政策。在 429 政治局会议明确提出“两个支持”的背景下，预计房地产市场调控边际放松的力度大概率加大。我们坚持在《英大证券宏观评论：有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，2 季度货币政策宽松力度大概率超 1 季度（20220411）》中“首套房贷利率大概率向下突破 5.22%”的判断。



国际油价大概率在下半年承压并小幅下行，不排除国际粮食价格跟随这一趋势的可能。429 政治局会议指出，“要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作”。实际上，随着 2021 年初以来国际油价上行并进入高位区间，中央就持续关注能源与粮食问题，如 4 月 20 日国常会的主题是“部署进一步抓好春季农业生产的措施，确保粮食丰收和重要农产品稳定供应；确定能源保供增供举措，提升能源对经济社会发展的保障能力”。

客观而言，不论是“确保粮食丰收和重要农产品稳定供应”，还是“确定能源保供增供举措”，从结果导向看，关键在于确保价格稳定，毕竟供求机制决定价格机制，而价格机制反映以及反作用于供求机制。“俄乌冲突”爆发以来，市场对原油与粮食的价格高度关注，主流观点是国际油价与粮食价格大概率还将创新高。3 月 1 日我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中明确提出“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”的判断，并在此基础上提出“国际油价或‘短多中空’”的判断。3 月 1 日至 3 月 7 日，俄乌局势进一步紧张，在资本市场上体现为布伦特原油期货主力合约冲高至 139.13 美元/桶，创 2008 年 8 月以来新高。站在 5 月 1 日这一时点，我们坚持在《英大证券宏观评论：保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行（20220322）》中“只要拜登担任美国总统，则俄乌冲突大概率还将持续”的判断，但是我们同样坚持在《英大证券宏观评论：4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行，4 月 PPI 当月同比大概率进入“7”时代（20220422）》中“当前国际油价大概率位于本轮周期的顶部区域，大幅上行概率较低，在中期大概率下行”的判断，以及坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“1 季度国际油价大概率继续上行，在 2 季度位于高位，不排除“破百”的可能，在下半年承压并小幅下行”的判断。

至于国际粮食，其定价机制与国际原油的定价机制不同，体现在以下两点：一是粮食等农作物的生长有其自身的生物学规律，粮食供给具有较强的季节性；二是粮食价格与全球宏观经济走势的关联度弱于国际油价与全球宏观经济走势的关联度。虽然如此，我们尝试从另外一个角度对国际粮食价格的走势做一个研判。我们知道，原油是整个社会运行的基础，被称为工业的“血液”。原油价格与化工品价格，以及有色系价格、黑色系价格高度相关，体现在 PPIRM 数据中，燃料动力类与有色金属材料类、黑色金属材料类走势高度相关，毕竟三者均是工业品，其价格走势在根本上取决于宏观经济走势。

值得指出的是，虽然国际粮食价格与全球宏观经济走势无直接的关系，但是仅就图形走势而言，全球粮食价格与国际油价的走势是高度相关的。我们以美国芝加哥期货交易所（CBOT）的农产品期货为例进行分析。目前 CBOT 的农产品期货品种主要有玉米、大豆、豆粕、豆油、小麦、燕麦、稻谷、豆粉。其中，玉米与大豆的成交量最大。玉米期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.82，而大豆期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.84，均为高度相关。这就意味着从统计意义上我们可以根据布伦特原油期货价格的走势来预判玉米期

货价格与大豆期货价格的走势。其背后的宏观逻辑有以下四点。**第一**，原油是化肥的重要原料，而化肥对农产品的种植而言必不可少。**第二**，原油决定交通运输成本，而农产品的交易价格包含相关的运输成本。**第三**，原油与部分农产品存在间接比价关系，比如玉米可以制作乙醇，而乙醇是生物燃料之一，与原油存在一定的替代关系与比价效应。**第四**，在全球宏观经济向好的背景下，全球居民收入增速上行，购买力增强。在此背景下，市场经济竞价机制大概率同时拉升国际油价与农产品价格，反之则反。

图 15：玉米期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.82，为高度相关



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 16：大豆期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.84，为高度相关



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

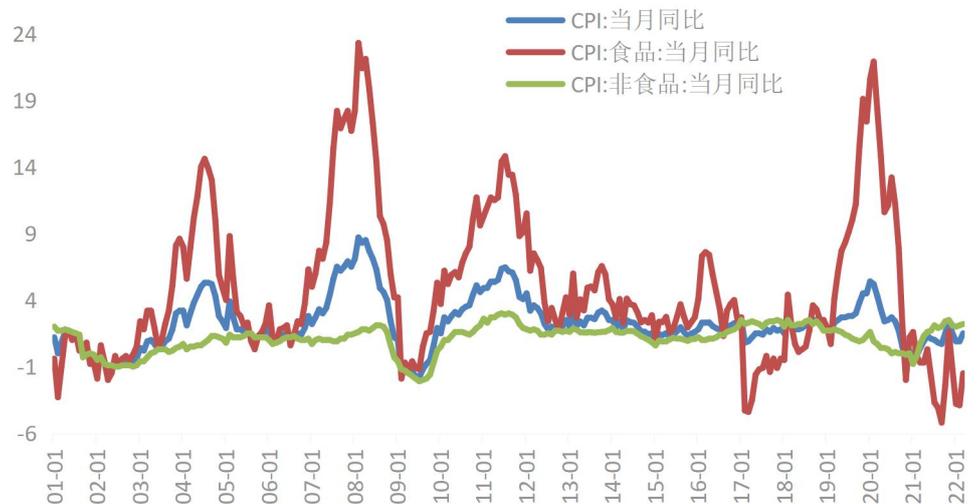
综上，如果国际油价在 2022 年下半年承压并小幅下行，则从统计规律与宏观逻辑的角

度看，国际粮食价格大概率也在这一时段承压。值得指出的是，农产品有其自身的生长规律，叠加我们对农产品价格走势的判断是通过原油价格走势得出，并且从历史走势上看，在小部分时段国际油价与玉米、大豆价格走势背离。因此我们对国际农产品价格走势判断的把握相对小于对国际油价走势判断的把握。

1.3 4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代

猪肉CPI与交通工具用燃料CPI在边际意义上拉升3月CPI当月同比。3月CPI当月同比为1.50%，高于预期0.20个百分点，较前值大幅上行0.60个百分点。3月1.50%的读数为年内新高，持平于2021年10月与12月，低于2021年11月的2.30%，为2020年10月以来第2高值。**从结构上看：**3月食品CPI当月同比为-1.50%，较前值大幅上行2.40个百分点，但是处于历史低位区间，而3月非食品CPI当月同比为2.20%，较前值小幅上行0.10个百分点，处于历史高位区间；3月消费品CPI当月同比为1.70%，较前值上行1.0个百分点，为近四个月新高，但是处于历史低位区间，而3月服务CPI当月同比为1.10%，较前值下行0.10个百分点，创2021年7月以来新低。

图 17：从边际变动角度看，食品是 3 月 CPI 当月同比的主要拉动因素（%）

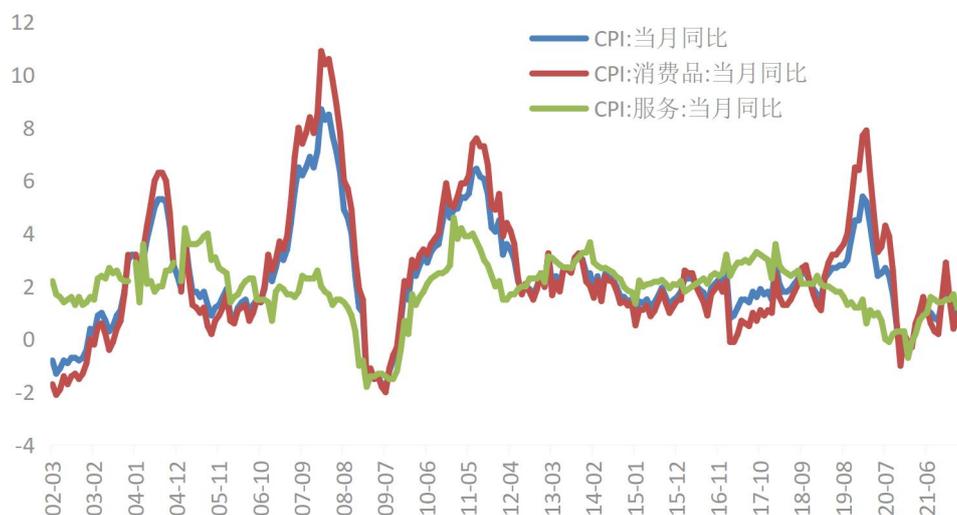


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们可以从两个角度看待3月CPI当月同比的拉动因素。**第一个角度**是绝对值角度：3月非食品CPI当月同比为2.20%，而3月食品CPI当月同比为-1.50%，因此非食品是3月CPI当月同比的拉动因素；3月消费品CPI当月同比为1.70%，而3月服务CPI当月同比为1.10%，可见消费品是3月CPI当月同比的拉动因素。**第二个角度**是边际变动角度：3月食品CPI当月同比较前值大幅上行2.40个百分点，而3月非食品CPI当月同比较前值小幅上行0.10个百分点，因此食品是3月CPI当月同比的主要拉动因素；3月消费品CPI当月同比较前值上行1.00个百分点，而3月服务CPI当月同比较前值下行0.10个百分点，可见

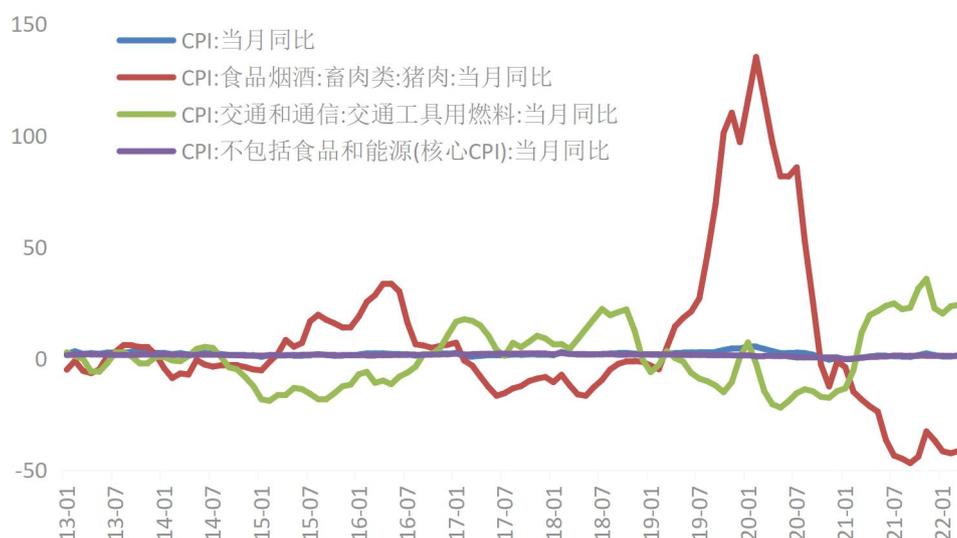
消费品是3月CPI当月同比的拉动因素。对比以上两个角度，我们认为边际变动角度能够更好地解释CPI当月同比在短期之内的变动，且在图形走势上更为直观。

图 18: 从边际变动角度看, 消费品是 3 月 CPI 当月同比的拉动因素 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

图 19: 在边际意义上拉升 3 月 CPI 的是猪肉 CPI 与交通工具用燃料 CPI (%)



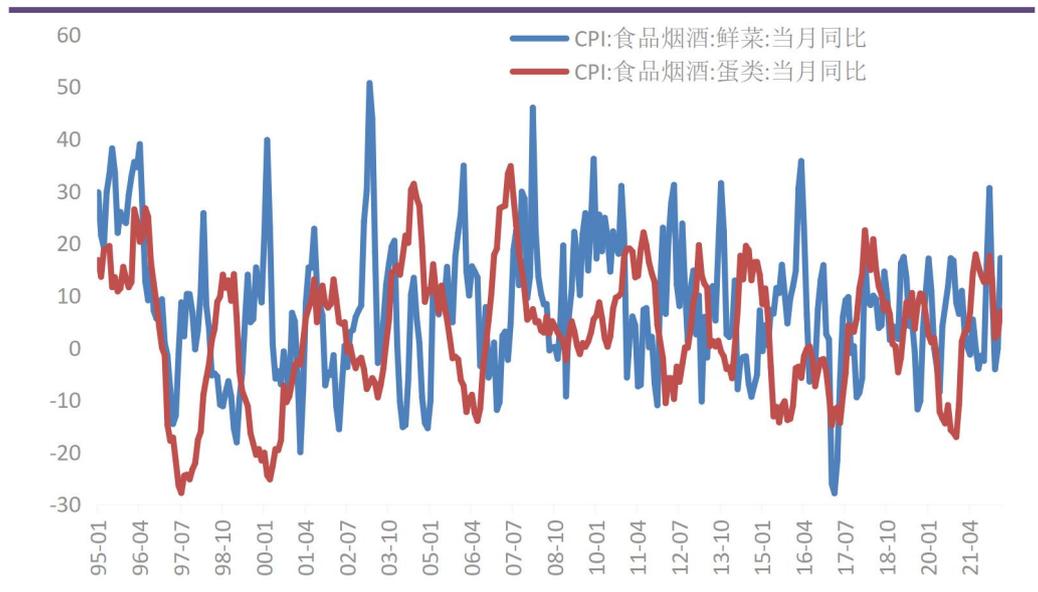
数据来源: WIND 英大证券研究所整理

从三分法的角度看：**核心 CPI 方面**，3 月核心 CPI 当月同比为 1.10%，持平于前值，在 2021 年同期基数上行 0.30 个百分点的背景下，叠加新冠肺炎疫情大幅反弹冲击市场需求，3 月核心 CPI 当月同比理应下行，但是实际情况则是持平于 2 月，表现出较强的韧性，主因疫情恶化引发交通管控，供需错配推升生活日用品价格；**猪肉 CPI 方面**，虽然 3 月猪肉平均批发价录得 18.25 元/公斤，较前值下行 1.85 元/公斤，但是 2021 年同期基数下行 5.76 元/公斤，最终 3 月猪肉 CPI 当月同比录得-41.40%，较前值上行 1.10 个百分点；**与原油相**

关的CPI方面，尽管2021年同期基数上行16.70个百分点，但是3月3日与3月17日国家发改委两次提高成品油价格，最终3月交通工具用燃料CPI当月同比录得24.10%，较前值上行0.70个百分点。可见，在边际意义上拉升3月CPI当月同比的因素是猪肉CPI当月同比与交通工具用燃料CPI当月同比。

新冠疫情恶化导致道路管制，是3月CPI当月同比超预期上行的主因。从绝对读数看，29个细项中排名前三的分别是交通工具用燃料、鲜菜、蛋类，3月当月同比分别录得24.10%、17.20%、7.0%，分别较前值上行0.70、17.30、4.40个百分点；从月度边际增幅看，29个细项中排名前三的分别是鲜菜、蛋类、家庭服务，3月当月同比分别录得17.20%、7.0%、2.70%，分别较前值上行17.30、4.40、2.00个百分点。可见，对3月CPI当月同比起到超预期拉升作用的是鲜菜与蛋类，二者不仅绝对读数分列第2名与第3名，而且月度边际增幅也分列第1名与第2名。作为日常生活所必需的消费品，3月鲜菜、蛋类CPI当月同比较前值大幅上行，与3月新冠肺炎疫情严重恶化所带来的道路防控措施强化密不可分。**一方面**，生活必需品短缺是本次疫情重灾区的常态。据报道，近期上海一名男子大量囤积青菜、鸡蛋、鸡、鸭等食品，并大幅抬高价格对外销售，累计销售175余万元，非法获利150余万元。单就这则案例看，青菜、鸡蛋等生活必需品价格大幅上涨600%。**另一方面**，近期一则“京东物流3246名快递小哥、分拣员‘单向物流’方式支援上海”的消息刷爆社交网络：为了保供上海，京东调配14批快递小哥进入上海，以满足物流需求。

图 20：对 3 月 CPI 当月同比起到超预期拉升作用的是鲜菜与蛋类（%）

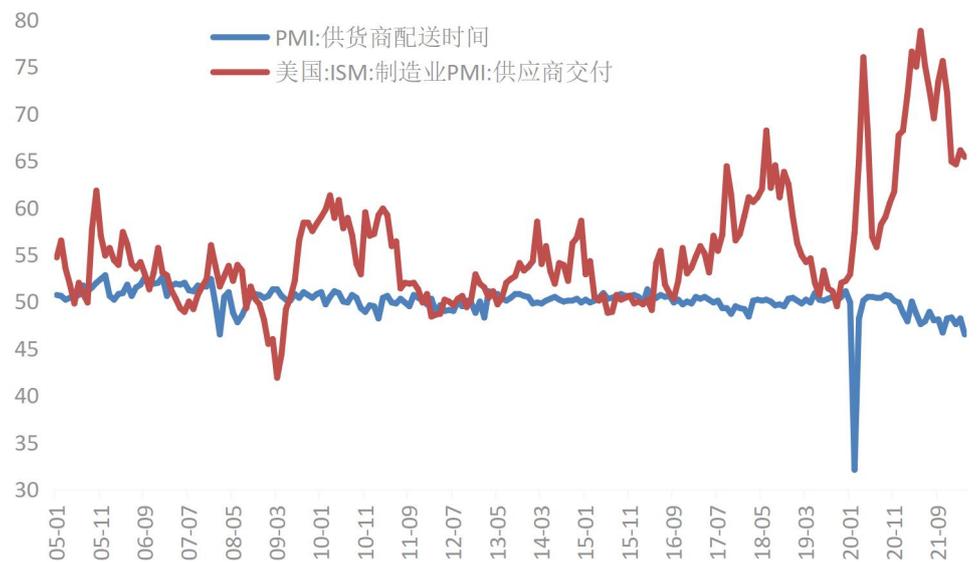


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从3月PMI数据看，3月供货商配送时间录得46.50，较前值下行1.70个百分点，持平于次贷危机前的2008年2月，仅高于新冠肺炎疫情最严重期间的2020年2月的32.10。针对PMI数据中的供货商配送时间，值得指出的有两点。**第一**，我国的供货商配送时间对应美国ISM制造业PMI中的供应商交付时间，但是二者的方向是相反的：就美国ISM制造

业 PMI 中的供应商交付时间这一指标而言，该指标高于荣枯线表明供应商交付时间较上个月延长，市场需求增加使得供应商人手不足，预示宏观经济处于扩张向好状态；就我国供货商配送时间而言，该指标低于荣枯线表明供应商交付时间较上个月延长，市场需求增加使得供货商人手不足，预示宏观经济处于扩张向好状态。**第二**，以上指的是供货商配送时间这一指标的通常含义，但是导致供货商配送时间延长的因素除了宏观经济向好引致的人数不足之外，还有交通管制：新冠肺炎疫情爆发期间，由于道路管控导致 2020 年 2 月我国供货商配送时间暴跌，而 2020 年 4 月美国供应商交付时间飙涨。2022 年 3 月供货商配送时间较前值大幅下行 1.70 个百分点，即属于这种情况，并不意味着我国宏观经济处于扩张向好状态。

图 21：疫情爆发期间，我国供货商配送时间暴跌，而美国供应商交付时间飙涨（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

综上，由于新冠肺炎疫情严重恶化导致的道路运输管控，引发供需错配推升鲜菜、蛋类价格，是 3 月 CPI 当月同比超预期上行的主因。

2 季度猪肉价格难以大幅上行，但是 4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行。与美国 CPI 走势主要受宏观经济影响不同，我国 CPI 走势不仅受宏观经济影响，而且受猪肉价格影响。3 月猪肉平均批发价均值为 18.25 元/公斤，较 2 月下行 1.85 元/公斤，创 2018 年 8 月以来新低。尽管如此，受 2021 年同期基数下行 5.76 元/公斤的推动，3 月猪肉 CPI 当月同比录得-41.40%，较前值上行 1.10 个百分点，符合我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”对我国 CPI 的冲击有限，3 月央行大概率降准或降息（20220314）》中“预计 3 月猪肉 CPI 当月同比大概率在 2 月的基础上上行”的判断。

我们认为 2 季度猪肉平均批发价大幅上行概率较低，但是在 2021 年同期基数下行的推动下，4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行。我们认为 2 季度猪肉平均批发价大幅上行概率较低的依据之一是：3 月能繁母猪存栏量录得 4185 万头，居于历史相对高位。回顾上

一轮起步于2018年5月的“猪周期”，彼时猪肉平均批发价月度均值为15.98元/公斤，而能繁母猪存栏量为3285万头。该轮周期猪肉平均批发价的快速单边上行始于2019年2月，彼时月度均值为18.31元/公斤，而能繁母猪存栏量为2738万头。也就是说，参照前一轮“猪周期”的经验，当能繁母猪存栏量为3285万头时，猪肉平均批发价月度均值触底，而当能繁母猪存栏量为2738万头时，猪肉平均批发价月度均值启动快速上行进程。2022年3月能繁母猪存栏量为4185万头，高于触底的3285万头，也远高于快速单边上行启动时的2738万头。

图 22: 能繁母猪存栏为 3285 万头时猪价触底, 存栏为 2738 万头时猪价快速上行 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

接下来的问题是，能繁母猪存栏量会不会快速下行？能繁母猪存栏量大概在什么时候到达3285万头以及2738万头？回答这一问题需要结合产业政策以及市场走势。**从产业政策看**，2021年9月农业农村部发布的《生猪产能调控实施方案》提及，“十四五”期间，能繁母猪正常保有量应稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。按照这一方案，如果“4100万头左右”的正常保有量能够维持住，或者“3700万头”的最低保有量能够守住，则能繁母猪存栏量不会快速下行，相应地，猪肉平均批发价大幅上行的概率较低。**从市场走势看**，在2021年6月触及4,564万头的阶段性高点之后，能繁母猪存栏量总体一路下行，在2022年3月录得4,185万头，月均下行42万头。如果这一趋势延续下来，则6月大概率跌破“4100万头左右”这一正常保有量，但是距离“3700万头”这一最低保有量还很远。据此我们认为2季度猪肉平均批发价难以大幅上行。如果按照上一轮周期3285万头触底的经验，则2季度猪肉平均批发价还将承压。不论出现哪种情况，考虑到2021年4月、5月、6月猪肉平均批发价分别较前值下行5.39、4.49、4.29元/公斤，累计下行14.17元/公斤，预计4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行。

4月CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动。展望4月：从基数效应看，2021年3月、4月CPI当月同比分别为0.40%、0.90%，基数上行利空3月CPI当月同比；从

翘尾因素看，2022年3月、4月翘尾因素分别为-0.29%、0.60%，翘尾因素上行利多3月CPI当月同比；**从核心CPI看**，4月1日至20日，全国新冠肺炎新增确诊病例数为42,850例，较3月同期多增20,149例，已超3月全月的41,578例，与此同时，3-4月本土无症状感染者当日新增病例数快速攀升且迭创新高，也就是说，4月疫情比3月更严重。在“动态清零”总方针的指导下，预计短期之内疫情防控措施不会放松，但是考虑到中央政府对民生问题高度重视，在4月15日降准时央行指出“密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定”，叠加考虑2021年同期基数上行0.40个百分点，预计4月核心CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动；**从猪肉CPI看**，虽然4月猪肉平均批发价依旧承压，但是在2021年同期基数大幅下行5.39元/公斤的背景下，预计4月猪肉CPI当月同比大概率在3月的基础上上行；**从交通工具用燃料CPI看**，在“俄乌冲突”的背景下，国际油价大幅上涨，3月31日国家发改委上调成品油价格，但是进入4月国际油价涨幅趋缓，4月15日国家发改委下调成品油价格，叠加考虑2021年同期基数大幅上行7.90个百分点，预计4月交通工具用燃料CPI当月同比大概率在3月的基础上下行。综上，预计4月CPI当月同比大概率在3月的基础上小幅波动。

图 23：3月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比相背而行（%）



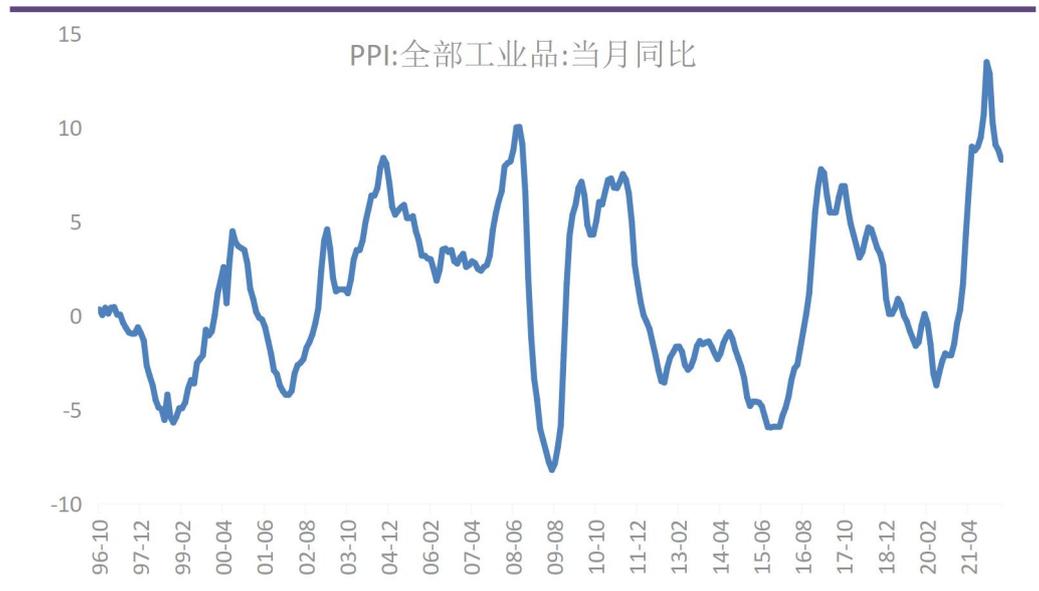
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4月PPI当月同比大概率在3月的基础上下行，且大概率进入“7”时代。3月PPI当月同比为8.30%，高于预期0.30个百分点，较前值下行0.50个百分点，创2021年5月以来新低；3月PPI累计同比为8.70%，较前值下行0.20个百分点，为近3个月新低。从结构上看：3月生产资料PPI当月同比为10.70%，较前值下行0.70个百分点，居于历史高位区间；3月生活资料PPI当月同比为0.90%，持平于前值，居于历史中位区间。从生产资料PPI的3个分项来看，3月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为38.00%、16.70%、5.70%，较前值分别上行5.00、-1.20、-0.90个百分点，其中，采掘工业与原材料工业、加工工业相背而行。从生活资料PPI的4个分项来看，3月食品类、衣着类、一般

日用品类、耐用消费品类 PPI 当月同比分别为 0.80%、0.80%、1.90%、0.30%，较前值分别上行 0.30、-0.60、0.40、-0.40 个百分点。

我们对以上数据的解读有以下五点。**第一**，在基数大幅上行 2.70 个百分点以及翘尾因素下行 1.70 个百分点的双重利空下，3 月 PPI 当月同比高于预期 0.30 个百分点，主因是新涨价因素上行：在国际油价大幅上行的带动下，有色系与黑色系大宗商品价格整体上行。**第二**，从历史经验看，在过去 7 轮周期里，有 5 轮周期 PPI 当月同比的底部位于负值区间，仅有 2 轮周期 PPI 当月同比的底部位于正值区间。因此，我们认为本轮周期中，PPI 当月同比的底部大概率位于负值区间。即使 2022 年未跌至负值区间，从国际油价的基数对比角度看，2023 年 PPI 当月同比必将跌至负值区间。

图 24：在过去 7 轮周期里，有 5 轮周期 PPI 当月同比的底部位于负值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，3 月衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比均较前值下行，而一般日用品类 PPI 当月同比较前值上行，主因是新冠肺炎疫情严重恶化所造成的冲击：新冠肺炎疫情导致防控举措空前严格，降低居民对衣着类与耐用消费品类商品需求，但是增加对一般日用品类商品的需求。这一现象在环比方面体现为：3 月一般日用品类 PPI 环比录得 0.40%，较前值上行 0.20 个百分点，处于历史高位区间，而 3 月衣着类 PPI 环比为 -0.20%，较前值下行 0.10 个百分点，处于历史低位区间。**第四**，衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比走势较为相似，二者的相关系数为 0.62。这一现象背后的底层逻辑是，衣着类 PPI 当月同比主要受国际油价同比走势的影响，而耐用消费品类 PPI 当月同比主要受有色金属与黑色金属价格同比走势的影响，而原油与有色金属以及黑色金属价格走势在长周期看是趋同的。

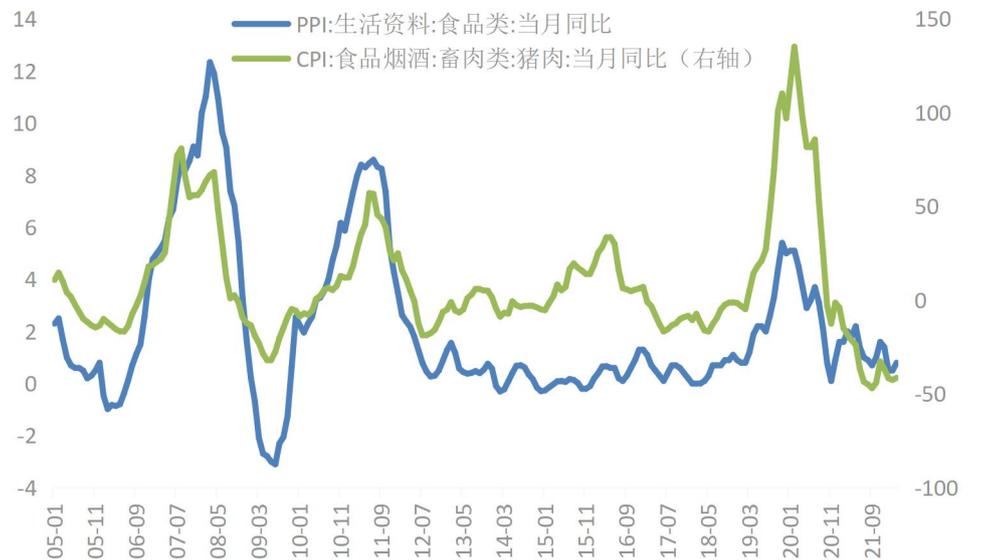
图 25: 衣着类与耐用消费品类 PPI 当月同比走势较为相似, 二者的相关系数为 0.62(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

第五, 3月食品类 PPI 当月同比录得 0.80%, 较前值上行 0.30 个百分点, 创近 3 个月新高。这一现象的拉动因素是: 在基数下行的推动下, 3月猪肉 CPI 当月同比较前值上行 1.10 个百分点。在 4-6 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步上行的背景下, 预计食品类 PPI 当月同比大概率呈上行走势。

图 26: 在 4-6 月猪肉 CPI 大概率稳步上行的背景下, 预计食品类 PPI 呈上行走势 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

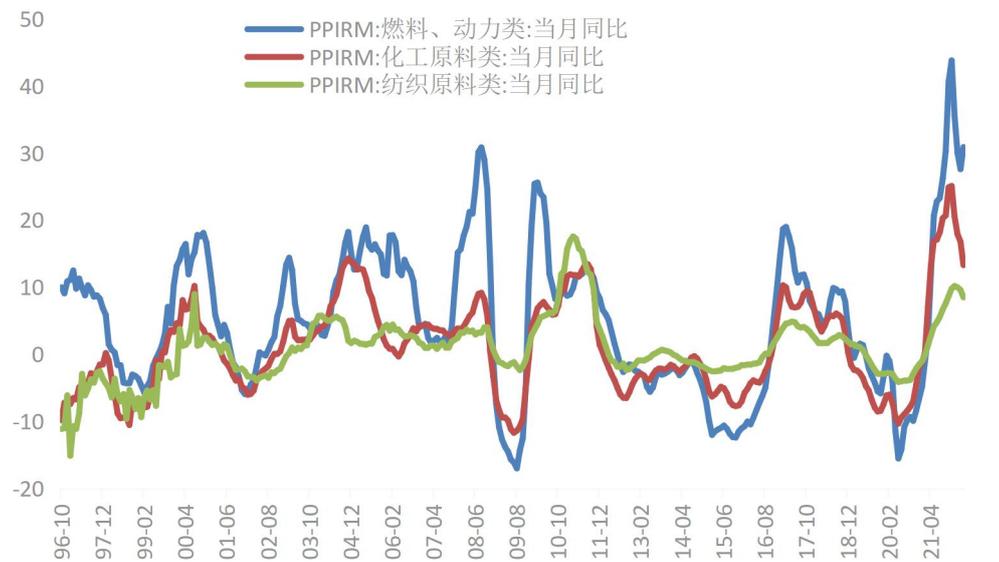
展望 4 月: 从基数效应看, 2021 年 3 月、4 月 PPI 当月同比分别为 4.40%、6.80%, 基数大幅上行 2.20 个百分点利空 4 月 PPI 当月同比; 从翘尾因素看, 2022 年 3 月、4 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 6.65%、5.69%, 翘尾因素下行 0.96 个百分点利空 3 月 PPI 当月同比; 从新涨价因素看, 虽然“俄乌冲突”局势难言乐观, 但是在“俄乌冲突”, 美联储加息, 大宗商品价格高位波动, 以及新冠肺炎疫情的冲击下, 全球宏观经济大概

率承压，4月19日IMF下调2022年全球经济增长预期至3.6%，此前预期为4.4%。在需求端承压的背景下，预计国际油价难以大幅上行。虽然2021年同期基数下行0.55美元/桶，但是4月国际油价均值大概率低于3月，对PPI当月同比形成利空。综上，基数效应、翘尾因素与新涨价因素均利空4月PPI当月同比，预计4月PPI当月同比大概率在3月的基础上大幅下行，且大概率进入“7”时代。

4月化工原料类、纺织原料类PIRM大概率下行，国际油价在中期大概率下行。3月PIRM当月同比为10.70%，较前值下行0.50个百分点，创2021年5月以来新低；3月PIRM累计同比为11.30%，较前值下行0.30个百分点，创近3个月新低。从9大分项来看，3月燃料动力类、有色金属材料类、化工原料类、建筑材料类、纺织原料类、黑色金属材料类、其他工业原材料及半成品类、木材及纸浆类PIRM当月同比分别为30.90%、15.60%、13.30%、10.00%、8.50%、5.90%、3.80%、3.60%，较前值分别上行3.30%、-1.90%、-3.50%、0.10%、-1.10%、-1.80%、-0.50%、-1.70个百分点；3月农副产品类PIRM当月同比分别为-0.40%，较前值上行0.30个百分点。

我们知道，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类与原油高度相关，同属原油系。其中，燃料动力类居于上游，化工原料类居于中游，而纺织原料类居于下游。3月燃料动力类、化工原料类、纺织原料类分别录得30.90%、13.30%、8.50%，分别较前值上行3.30%、-3.50%、-1.10个百分点。其中，居于上游的燃料动力类PIRM当月同比较前值上行，而居于中游与下游的化工原料类、纺织原料类PIRM当月同比则较前值下行。这一场景十分熟悉：3月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为38.00%、16.70%、5.70%，较前值分别上行5.00%、-1.20%、-0.90个百分点。同样也是居于上游的采掘工业PPI当月同比上行，而居于中游与下游的原材料工业、加工工业PPI当月同比则较前值下行。

图 27：上游燃料动力类较前值上行，而中下游化工原料类与纺织原料类较前值下行(%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



对以上现象的解读有五点。**第一**，3月上游与中下游走势背离的根本原因是，在“俄乌冲突”爆发的背景下，国际油价出现了“冲高”的现象：3月1日至7日，布伦特原油期货合约从98.43美元/桶攀升至139.13美元/桶。燃料动力类在传导链条上离原油最近，但是离终端需求最远，而化工原料类、纺织原料类离原油的距离依次加大，但是离终端需求依次渐近。因此，受国际油价上行的拉动，燃料动力类价格上行，进而使得燃料动力类PPIRM当月同比较前值上行，而受终端需求承压的拖累，化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比较前值下行。**第二**，通常情况下，燃料动力类是化工原料类、纺织原料类的领先指标。在3月燃料动力类与化工原料类、纺织原料类背离的背景下，4月化工原料类、纺织原料类是否上行？我们认为，4月燃料动力类与化工原料类、纺织原料类大概率均下行：**一是在**经历前期供给端冲击“冲高”之后，4月国际油价出现“回落”；**二是**当前全球宏观经济处于下行期，4月19日IMF下调2022年全球经济增长预期至3.60%，此前预期为4.40%，需求下行大概率拉动化工原料类、纺织原料类下行。**第三**，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类的下行将持续至什么时候？从历史经验看，将持续至燃料动力类低于化工原料类，而化工原料类低于纺织原料类为止。**第四**，燃料动力类PPIRM当月同比与交通工具用燃料CPI当月同比、水电燃料CPI当月同比的相关系数分别为0.90、0.73，因此4月燃料动力类PPIRM当月同比下行，意味着4月交通工具用燃料CPI当月同比、水电燃料CPI当月同比大概率较前值下行。**第五**，同比走势领先于绝对值走势，价格同比走势领先于价格绝对值走势。在燃料动力类PPIRM当月同比触顶下行的背景下，燃料动力类绝对价格在中期大概率下行，也就是说，当前国际油价大概率位于本轮周期的顶部区域，大幅上行概率较低，在中期大概率下行。

1.4 制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量

三因素叠加推升3月工业企业利润总额累计同比，制造业费用累计值下行是主因。3月工业企业利润总额累计同比录得8.50%，较前值上行3.50个百分点。具体看：**在量的方面**，3月工业增加值累计同比为6.50%，较前值下行1.00个百分点，内因是新冠肺炎疫情恶化导致我国部分城市停工停产，而外因则是3月出口交货值累计同比较2月下行2.50个百分点至14.40%；**在价的方面**，3月PPI累计同比为8.70%，较前值下行0.20个百分点，下行幅度低于市场预期，主因“俄乌冲突”推升国际油价，进而带动有色金属等大宗商品价格上涨；**在利润率方面**，3月工业企业营业收入利润率为6.25%，虽然较2021年同期下行0.39个百分点，但是较前值上行0.28个百分点；**在基数效应方面**，2021年2月、3月工业企业利润总额累计同比分别为178.90%、137.30%。综上，PPI累计同比位于历史相对高位，工业企业营业收入利润率较2月边际好转，以及2021年同期基数下行较大幅度，共同推升3月工业企业利润总额累计同比。

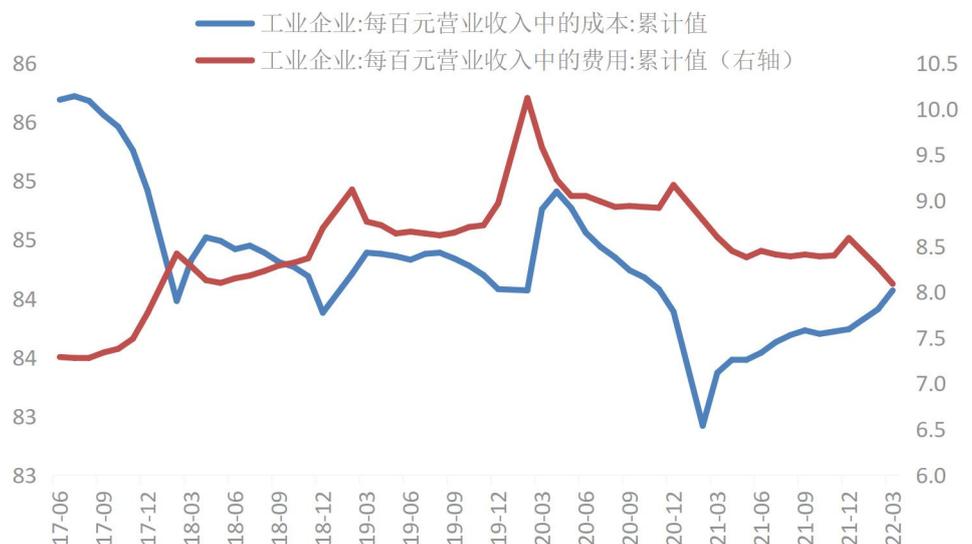
图 28：3 月工业企业营业成本累计同比下行幅度大于营业收入累计同比下行幅度（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

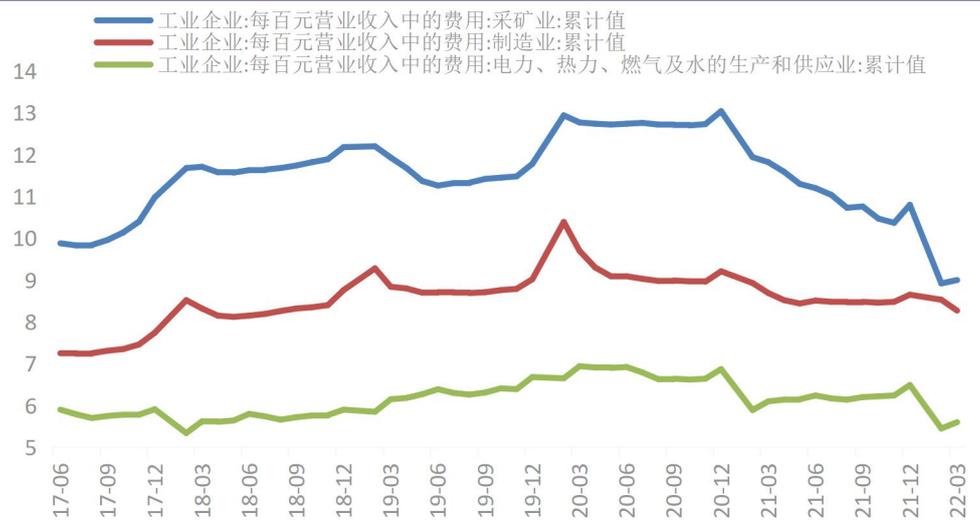
我们换个角度看 3 月工业企业利润总额累计同比。3 月工业企业营业收入累计同比、营业成本累计同比分别为 12.70%、13.50%，较前值分别下行 1.20、1.50 个百分点。从这组数据可以看出，成本下行是 3 月工业企业营业收入利润率较 2 月上行的主因，也是 3 月工业企业利润总额累计同比较前值上行的主因。这一判断的依据是：3 月营业成本累计同比 1.50 个百分点的下行幅度，大于 3 月营业收入累计同比 1.20 个百分点的下行幅度，相应地，3 月“营业收入累计同比-营业成本累计同比”这一复合指标录得-0.80 个百分点，较其前值收窄 0.30 个百分点。以上表明在营业成本累计同比下行的拉动下，3 月工业企业利润总额累计同比较 2 月出现边际改善。值得提醒的是，3 月营业成本累计同比 13.50% 的读数，尚高于 3 月营业收入累计同比 12.70%，表明年内我国工业企业利润总额累计同比还面临下行压力。

图 29：每百元营业收入费用累计值下行是 3 月营业成本累计同比下行的主因（元；元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 30：制造业是 3 月工业企业每百元营业收入中的费用累计值下行的主因（元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

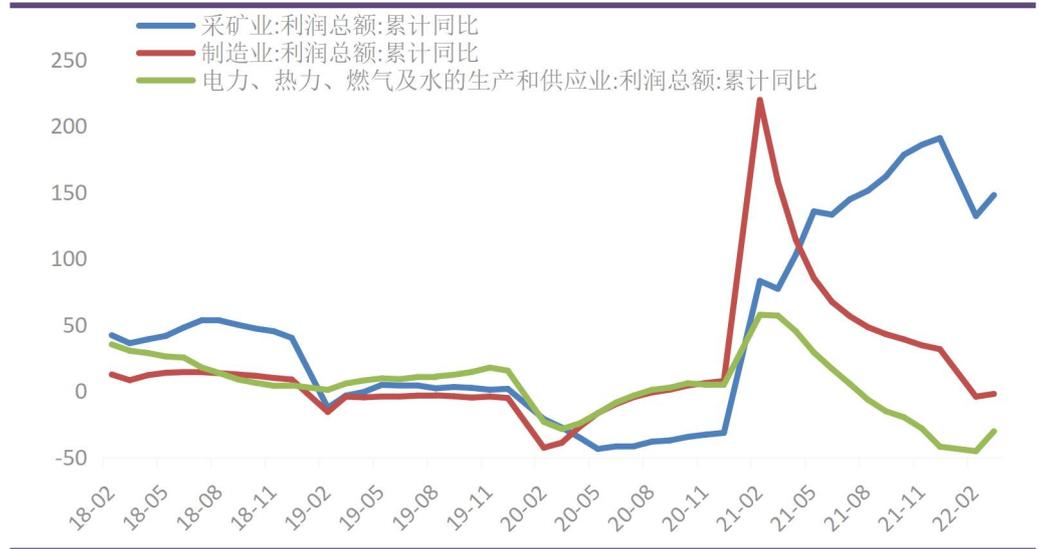
在以上分析的基础上，我们进一步分析 3 月营业成本累计同比较前值下行的推动因素。3 月每百元营业收入中的成本累计值、费用累计值分别为 84.07 元、8.09 元，分别较前值上行 0.16 元、-0.18 元。可见，在每百元营业收入中的成本累计值较前值上行的背景下，每百元营业收入中的费用累计值下行是 3 月营业成本累计同比下行的主因。再进一步：从三大部类看，3 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业企业每百元营业收入中的费用累计值分别为 9.0 元、8.27 元、5.60 元，分别较前值上行 0.08、-0.26、0.15 元，可见制造业每百元营业收入中的费用累计值下行 0.26 元，是 3 月工业企业每百元营业收入中的费用累计值下行的主因，也是 3 月营业成本累计同比下行的主因，也是 3 月工业企业利润总额累计同比较前值上行的主因。

值得指出的是，工业企业费用累计值下行推升 3 月工业企业营业收入利润率，进而推升 3 月工业企业利润总额累计同比，符合我们在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“‘更大力度减税降费’大概率对 2022 年工业企业利润增速形成较强支撑”这一判断。

采矿业是 3 月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量。从三大部类看，3 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别为 147.80%、-2.10%、-30.30%，分别较前值上行 15.80、2.10、15.00 个百分点。具体看：自 2021 年 4 月起，采矿业利润总额累计同比连续 11 个月录得 3 位数增长，主因大宗商品价格普遍上行；3 月制造业利润总额累计同比虽然较前值上行 2.10 个百分点，但是连续 2 个月录得负增长；3 月电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比虽然较前值上行 15.00 个百分点，但是连续 7 个月位于负值区间，主因煤炭价格大幅上行推升行业生产成本。值得指出的是，制造业利润在全部工业企业利润总额中的占比通常为 85%左右，如 2019 年的占比为 83.72%，2020 年的占比为 86.48%，2021 年的占比为 84.52%，因此主导工业企业利润总额累计同比

走势的是制造业。在3月制造业利润总额累计同比录得-2.10%，较前值上行2.10个百分点的背景下，工业企业利润总额累计同比录得8.50%，较前值上行3.50个百分点，主因是采矿业利润总额累计同比录得147.80%，在很大程度上支撑3月工业企业利润总额累计同比。

图 31：采矿业在很大程度上支撑 3 月工业企业利润总额累计同比（%）



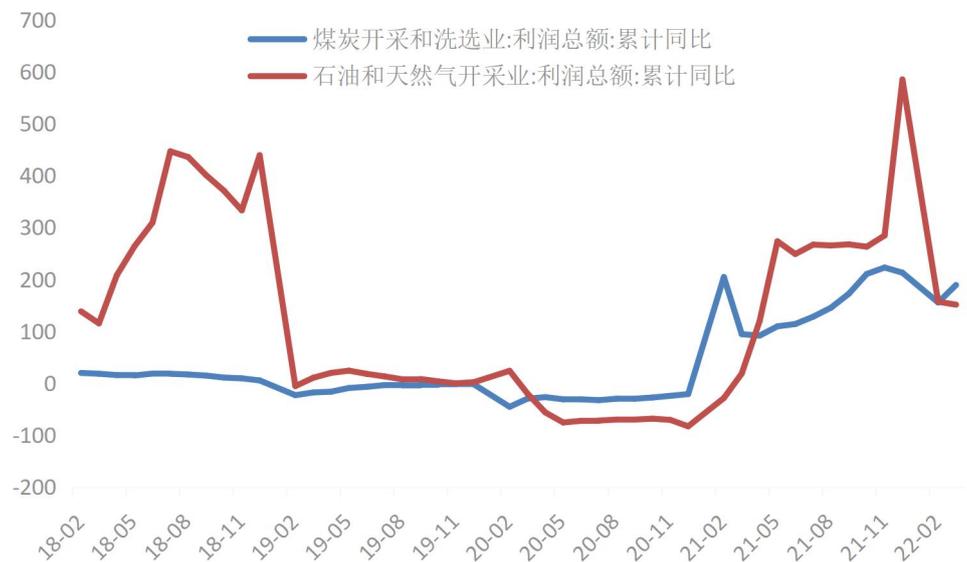
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对各部类利润增速的拆分如下。**量的方面**，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别为10.70%、6.20%、6.10%，分别较前值上行0.90、-1.10、-0.70个百分点。对这一组数据的解读有两点：**一是**采矿业连续2个月高于制造业以及电力热力燃气及水的生产和供应业，这一现象自2013年6月有数据记录以来并不多见，通常情况下，采矿业工业增加值累计同比低于制造业以及电力热力燃气及水的生产和供应业；**二是**3月采矿业工业增加值累计同比较前值上行0.90个百分点，而制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比分别较前值下行1.10、0.70个百分点，三者走势进一步背离。**价的方面**，3月采掘工业、加工工业、电力热力的生产和供应业PPI累计同比分别为35.30%、6.40%、8.30%，分别较前值上行1.30、-0.40、0.20个百分点，其中，3月采掘工业PPI累计同比大幅上行1.30个百分点，对3月采矿业利润总额累计同比形成较强支撑，而加工工业PPI累计同比较前值下行，对制造业利润总额累计同比形成拖累。**利润率方面**，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业营业收入利润率分别为24.53%、5.44%、3.73%，分别较前值上行0.07、0.20、0.95个百分点，其中，采矿业虽然仅较前值小幅上行0.07个百分点，但是24.53%的读数创2019年2月有数据记录以来新高，电力热力燃气及水的生产和供应业虽然较前值大幅上行0.95个百分点，但是3.73%的读数依旧在三大部类中垫底。**基数方面**，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比2020年同期基数分别下行5.90、61.70、0.60个百分点，基数下行利多相应部类利润总额累计同比。

煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续10个月录得三位数增长。细分行业方面，3

月 39 个行业中录得正增长的行业有 23 个，较上月增加 3 个，录得负增长的行业有 15 个，较上月减少 4 个，增速为 0% 的有 1 个行业，即金属制品业。其中，增速排名前 6 的行业是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品机械和设备修理业、非金属矿采选业，其利润总额累计同比分别为 189.00%、151.10%、74.80%、52.90%、31.10%、29.40%，分别较前值上行 33.70、-5.60、25.80、-10.90、-454.60、-1.10 个百分点。增速排名后 6 的行业是化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、造纸及纸制品业、电力热力的生产和供应业、石油煤炭及其他燃料加工业、橡胶和塑料制品业，其利润总额累计同比分别为-54.90%、-49.70%、-49.30%、-35.20%、-29.80%、-29.60%，分别较前值上行-22.20、6.80、8.40、13.90、9.80、2.20 个百分点。

图 32：煤炭开采和洗选业利润总额累计同比连续 10 个月录得三位数增长（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

与 1 月相比，39 个行业中较前值上行的行业有 27 个，较前值下行的行业有 12 个。其中，上行幅度排名前 6 的行业是煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、水的生产和供应业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、燃气生产和供应业、家具制造业，其利润总额累计同比分别为 189.00%、74.80%、-5.00%、-15.30%、-14.60%、0.40%，分别较前值上行 33.70、25.80、20.70、19.40、17.40、15.60 个百分点。综合以上两个维度，均列于前六的行业是煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业，无位于增速后六位与环比前六位的行业。

在制造业内部 31 个子行业中，3 月录得正增长的有 18 个行业，较前值增加 3 个行业，录得负增长的有 12 个行业，较前值减少 4 个行业，持平于前值的有 1 个行业，即金属制品业。其中，排名前 6 的行业是有色金属冶炼及压延加工业、金属制品机械和设备修理业、酒饮料和精制茶制造业、化学原料及化学制品制造业、废弃资源综合利用业、其他制造业，其利润总额累计同比分别为 52.90%、31.10%、25.60%、18.40%、16.30%、14.40%，分别较



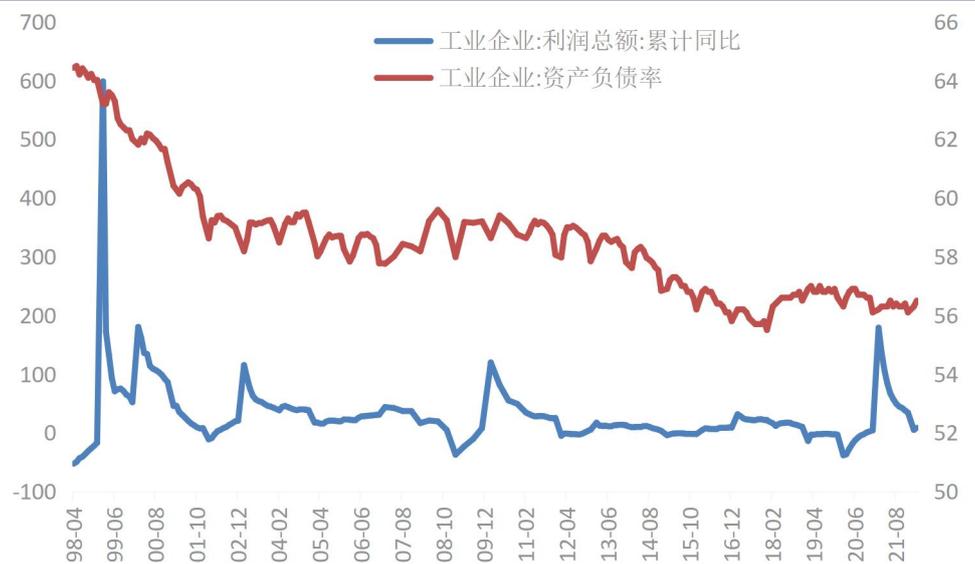
前值上行-10.90、-454.60、-6.90、-8.90、-25.80、-14.80个百分点。增速排名后6的行业是造纸及纸制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业，其利润总额累计同比分别为-49.30%、-49.70%、-29.80%、-15.30%、-54.90%、-29.60%，分别较前值上行8.40、6.80、9.80、19.40、-22.20、2.20个百分点。与2月相比，31个行业中较前值上行的行业有21个，较前值下行的行业有10个。其中，上行幅度排名前6的行业是铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、家具制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、医药制造业、造纸及纸制品业，其利润总额累计同比分别为-15.30%、0.40%、2.80%、-29.80%、-8.90%、-49.30%，分别较前值上行19.40、15.60、10.10、9.80、8.70、8.40个百分点。综合以上两个维度，无均列于前六的行业。位于增速后六位与环比前六位的是造纸及纸制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业。

国有及国有控股企业利润增速韧性十足，外商及港澳台商企业表现十分疲弱。分企业类型看，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比分别为19.50%、14.40%、3.20%、-7.60%，分别较前值上行2.80、5.00、4.90、-0.40个百分点。对以上数据，我们的解读有以下三点。**第一**，自2021年2月起，国有及国有控股工业企业利润总额累计同比始终居于四大企业类型之首，与2021年上游原材料价格持续大幅上行密不可分。**第二**，在2月短暂录得负增长之后，3月私营工业企业利润总额累计同比重返正增长区间，主要受益于中央助企纾困与减税降费政策。**第三**，外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比连续2个月录得负增长，且在3月逆势下行0.40个百分点，创2020年7月以来新低。

对各企业类型利润增速的拆分如下：**量的方面**，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比分别为5.00%、7.80%、7.60%、2.10%，分别较前值下行0.90、0.60、1.10、2.10个百分点，其中，外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比下行幅度最大；**利润率方面**，3月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业营业收入利润率分别为8.26%、6.15%、4.45%、6.85%，分别较前值上行0.66、0.34、-0.05、0.18个百分点，其中，在新冠肺炎疫情恶化的冲击下，私营工业企业逆势下行，在四大企业类型中继续垫底；**基数方面**，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业同期基数分别上行17.40、-40.00、-44.80、-58.20个百分点，其中，国有及国有控股工业企业在2021年同期基数大幅上行17.40个百分点的背景下，3月依旧较前值上行2.80个百分点，体现出了较强韧性，反观外商及港澳台商工业企业在2021年同期基数大幅下行58.20个百分点的背景下，3月依旧较前值下行0.40个百分点，表明外商及港澳台商工业企业十分疲弱。

工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系。3月工业企业资产负债率为56.50%，较前值上行0.20个百分点，较去年同期上行0.20个百分点，持平于2021年6月，为2020年12月以来高点。从三大部类看，3月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率累计值分别为58.50%、55.30%、60.80%，分别较前值上行0.10、0.30、0.20个百分点。具体看：采矿业虽然月度边际上行幅度最小，但是处于历史底部区间，自2015年2月有数据记录以来仅高于2022年2月的58.40%；制造业月度边际上行幅度最大，总体居于历史中位区间，但是始终在三大部类中处于垫底位置；电力热力燃气及水的生产和供应业自2020年12月触底以来，总体呈单边上行走势，3月60.80%的读数，持平于2018年7月、8月，创2017年12月以来高点。

图 33：工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

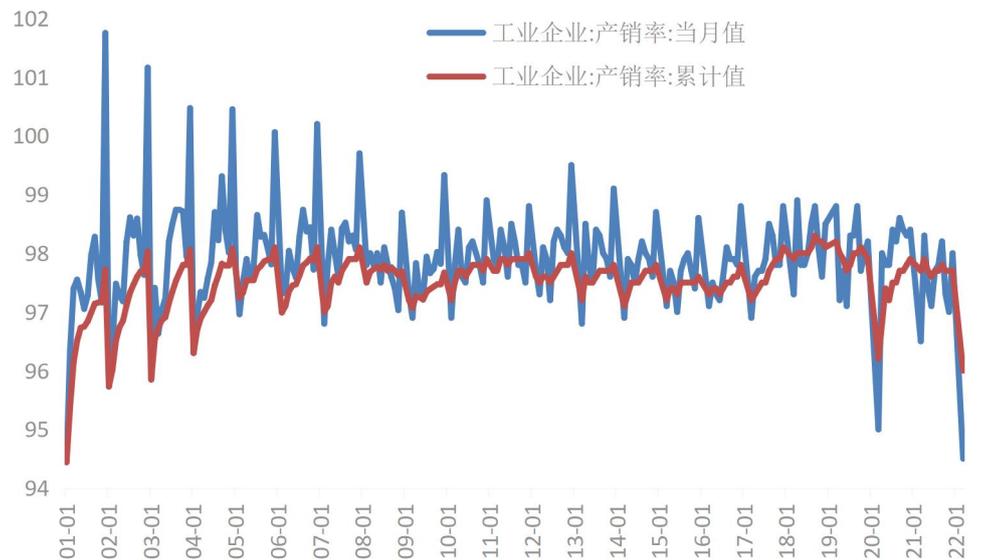
针对以上数据，我们的解读有两点。**第一**，总体而言，工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比总体呈弱负相关关系，相关系数为-0.38。分三大部类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业各自的工业企业资产负债率与工业企业利润总额累计同比的相关系数分别为-0.17、-0.25、-0.15。可见，随着工业企业盈利情况的改善，工业企业大概率减少对负债的依赖，用内源融资来代替外源融资。**第二**，采矿业的资产负债率与电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率在特定时段具有较强的负相关关系，如采矿业资产负债率在2020年12月录得58.80%触底之后，持续上行至2022年3月的60.80%，与之相反，电力热力燃气及水的生产和供应业资产负债率在2021年3月录得60.50%的阶段高点之后，持续下行至2022年3月的58.50%。其背后的宏观逻辑是，动力煤价格在2020年4月触底之后不断上行，最终在2021年10月22日录得1982元/吨的历史高位，在价格角度拉升采矿业的利润增速，此后在“保供稳价”的大背景下，动力煤价格虽然跌回1000元/吨之内，但是动力煤产量在2021年7月录得31417万吨的阶段低点之后持续上行，在2022年3月录得39579万吨，创1986年1月有数据记录以来新高，在数量角度对采矿

业利润增速形成支撑，相应地，采矿业资产负债率则不断下行。与之相反，在动力煤价格持续上行的背景下，电力热力燃气及水的生产和供应业的生产成本不断上行，侵蚀行业利润空间，导致电力热力燃气及水的生产和供应业的利润增速持续下探，在 2022 年 2 月录得 -45.30%，创 2014 年 2 月有数据建立以来新低，相应地，电力热力燃气及水的生产和供应业资产负债率则不断上行。

短期内工业企业还处于被动补库存阶段，后期将向主动去库存阶段转换。3 月工业企业产成品存货累计同比为 18.10%，较前值大幅上行 1.30 个百分点，创 2012 年 3 月以来新高，符合我们在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“尽管 11 月的 17.90% 为 2012 年 8 月以来新高，但是短期之内工业企业产成品存货累计同比大幅下行的概率较低，且上行概率大于下行概率”这一判断。

我们认为，3 月工业企业产成品存货累计同比较前值上行，具有较强的被动补库存性质。我们坚持在《英大证券宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“短期内工业企业还处于被动补库存阶段”的判断。这一判断的最新依据有以下三点。**第一**，从 PMI 数据看，3 月新订单指数与生产指数分别录得 48.80、49.50，分别较前值下行 1.90、0.90 个百分点，双双由荣枯线之上滑至荣枯线之下，且新订单的读数低于生产，新订单的下滑幅度大于生产，表明在新冠肺炎疫情的冲击下，需求的恶化程度大于生产的恶化程度，导致产成品大量积压。

图 34：3 月产销率当月值与累计值分别创 2001 年 2 月、2003 年 2 月以来新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

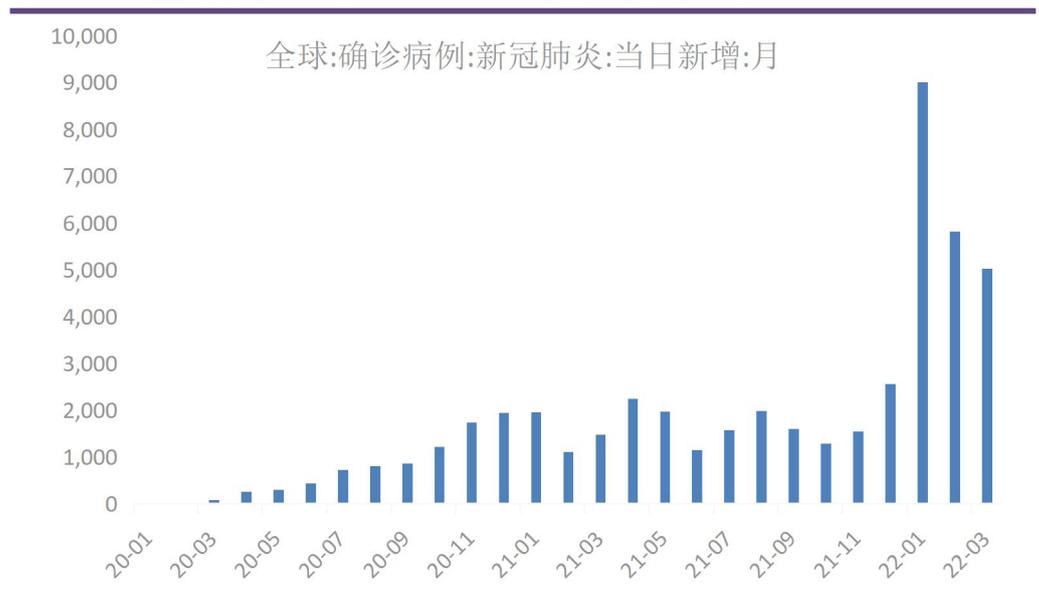
第二，3 月工业企业产销率当月值与累计值分别为 94.50%、96.0%，分别较前值下行 3.50、1.70 个百分点，分别创 2001 年 2 月、2003 年 2 月以来新低。值得指出的是，在供应链中，产销率指标可分成三个具体指标，分别是：供应链节点企业的产销率，反映供应链节点企

业在一定时间内的经营状况；供应链核心企业的产销率，反映供应链核心企业在一定时间内的经营状况；供应链产销率，反映供应链在一定时间内的产销经营状况。以上第一点指的是供应链节点企业、核心企业的产销情况。**第三**，3月供货商配送时间录得46.50，较前值下行1.70个百分点，持平于次贷危机前的2008年2月，仅高于新冠肺炎疫情最严重期间的2020年2月的32.10，主因新冠疫情恶化导致道路管制，反映以上第二点所指的供应链产销率下行的情况。值得指出的是，中央对交通物流保通保畅工作高度重视，4月27日国务院常务会议指出，“交通物流是市场经济的经脉，也是民生保障的重要支撑”，并指出五条举措：**一要**保障交通骨干网络高效运行；**二要**打通物流微循环；**三要**强化重点区域、行业和企业物流保障；**四要**加强对货运经营者帮扶；**五要**确保车辆通行证应发尽发、快申快办、全国互认。预计在中央的高度重视与周密部署下，4月供货商配送时间较3月大幅下行概率较低，5月供货商配送时间大概率上行，相应地，4月我国工业企业产销率较3月大幅下行概率较低，5月工业企业产销率大概率上行。

1.5 有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度

3月29日李克强总理主持召开国务院常务会议（以下简称“329国常会”），部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；3月30日中国人民银行货币政策委员会召开2022年第一季度例会（以下简称“1季度例会”）；4月6日李克强总理主持召开国务院常务会议，部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展（以下简称“406国常会”）；4月8日李克强总理主持召开经济形势专家和企业座谈会（以下简称“408座谈会”）。我们结合这4个会议，对宏观经济形势与货币政策走势进行研判。

图 35：3月全球新冠肺炎新增确诊病例数为疫情爆发以来的第三高值（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

地缘政治冲突升级，国内疫情发生频次有所增多。在“国内外经济金融形势”部分，1



季度例会对外部环境的判断是“更趋复杂严峻和不确定”，与2021年第四季度例会（以下简称“4季度例会”）完全一致。从1季度例会看，支撑这一判断的依据有两点：一是“国外疫情持续”，3月不含中国的全球新冠肺炎新增确诊病例数为4993.11万例，虽然较1月、2月分别少增4013.10万例、816.63万例，但是依旧为2020年1月新冠肺炎疫情爆发以来的第三高值；二是“地缘政治冲突升级”，随着2月24日俄罗斯军队进入乌克兰，“俄乌冲突”进入一个新的阶段。1季度例会对国内经济形势的研判是“面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，主要原因是“国内疫情发生频次有所增多”。

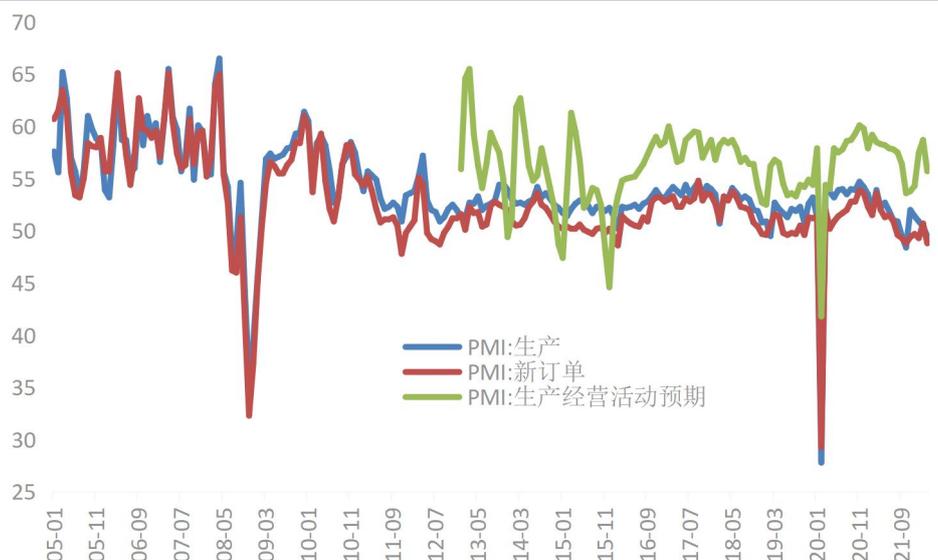
与4季度例会相比，在“国内外经济金融形势”部分1季度例会新增两方面内容：一是“地缘政治冲突升级”；二是“国内疫情发生频次有所增多”。以上两点是1季度宏观经济基本面较2021年4季度最大的变化，表明1季度宏观经济基本面较2021年4季度出现边际恶化。首先看“地缘政治冲突升级”。随着“布恰事件”的发酵，俄乌冲突从军事与外交领域进入道德与舆论领域，这就使得国际局势更加扑朔迷离。3月1日我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中作出“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”的判断，此外，3月22日我们在《英大证券宏观评论：保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行（20220322）》中作出“俄乌冲突本质上是美俄对抗，不排除延续至2024年的可能”的判断。站在当下，我们坚持以上两个判断。其次看“国内疫情发生频次有所增多”。2022年4月1日-9日，全国新冠肺炎新增确诊病例数为13290例，较3月同期多增10431例。展望2022年，在国外疫情防控全面放开的背景下，预计我国口岸城市的疫情防控压力大概率持续存在。我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中所提出的“海外输入不停，境内反弹不止”的判断。

国内外突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战。3月29日以来，李克强总理针对宏观经济形势的发言主要有三次。在329国常会上，李克强总理指出，“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”；在406国常会上，李克强总理指出，“当前我国经济运行总体保持在合理区间，但国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。世界经济复苏放缓，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，既要坚定信心，又要高度重视和警觉新问题新挑战”；在408座谈会上，李克强总理指出，“当前国际国内环境有些突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战”。从以上三次发言可以看出，李克强总理认为我国宏观经济形势愈发严峻，体现在以下三个方面。第一，在国内外形势研判方面，329国常会的观点是“当前国际形势更趋复杂严峻，国内发展面临新挑战”，406国常会的观点是“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期”，而408座谈会的观点是“当前国际国内环境有些突发因素超出预

期”。**第二**，在宏观经济走势的预期方面，329 国常会提出“制定今年宏观政策时，对国内外环境很多变化已有前瞻考虑”，但是 406 国常会则认为“有的超出预期”，408 座谈会认为“有些突发因素超出预期”。超预期的突发因素指的是国外“俄乌冲突”扩大化，以及国内新冠肺炎疫情出现一定程度恶化。**第三**，在宏观经济走势研判方面，329 国常会指出，“经济下行压力进一步加大”，而 406 国常会指出“新的下行压力进一步加大”，408 座谈会指出“经济运行面临更大不确定性和挑战”。

值得指出的是，在 1-2 月宏观经济取得“开门红”的背景下，市场对后续“稳增长”的必要性产生一定质疑。彼时我们在《英大证券 2022 年 1 月宏观经济月报：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度(20220225)》中明确提出“短期内宏观经济依旧面临‘三重压力’”。1 季度例会通稿再次出现“经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的表述，符合我们的预期。从 3 月 PMI 数据看，当前宏观经济确实面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。**首先看“需求收缩”**。3 月新订单较 2 月大幅下行 1.90 个百分点，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下，且创近 5 个月新低；3 月新出口订单在荣枯线之下继续大幅下行 1.80 个百分点，结束连续 5 个月上行走势，且创近 5 个月新低；3 月进口指数在荣枯线之下继续大幅下行 1.70 个百分点，创 2021 年 10 月以来新低。**其次看“供给冲击”**。3 月生产指数为 49.50，较前值下行 0.90 个百分点，时隔 4 个月再次滑至荣枯线之下。在 2005 年至 2021 年的 17 年间，3 月生产指数无一例外均较 2 月上，但是 2022 年 3 月却较 2 月下行，表现远远地弱于季节性。**最后看“预期转弱”**。制造业 PMI 方面，3 月生产经营活动预期较 2 月下行 3.0 个百分点；服务业 PMI 方面，3 月业务活动预期较 2 月下行 5.90 个百分点，其中，建筑业与服务业业务活动预期分别较 2 月下行 5.70、6.0 个百分点。

图 36：从 3 月 PMI 看，宏观经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

咬定目标不放松，奋力实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标。在“国内外突发因素超出



预期，经济运行面临更大不确定性和挑战”的背景下，3月5日《政府工作报告》所设定的“5.50%左右”GDP增速目标能否实现？针对这一问题，市场存在不一致的声音。4月8日，第一财经研究院在《疫情反复经济承压，年度GDP增速预测均值5.19%》一文中指出，“17位经济学家对2022年度GDP增速的预测均值为5.19%，其中超过四成的经济学家认为在政策支持下，今年能够实现5.5%的经济增长，其他经济学家则认为目前的经济环境下，实现两会设定的GDP增长目标存在一定难度”。

我们认为，可以将2022年我国能否实现“5.50%左右”GDP增速目标这一问题分解为两个层面。**第一个层面是“想不想实现”**，也就是说，中央政府实现预定GDP增速目标的决心大不大。**第二个层面是“能不能实现”**，内外部宏观经济环境是否支持实现“5.50%左右”GDP增速目标。

针对第一个层面，从329国常会的通稿看，中央政府实现今年“5.50%左右”的GDP增速目标的决心很大。这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，329国常会指出，“制定今年宏观政策时，对国内外环境很多变化已有前瞻考虑”，言外之意是，当前国内外环境的很多变化均在意料之中，“5.50%左右”的GDP增速目标就是建立在“国内外环境很多变化”的基础之上。**第二**，329国常会指出，“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”。对这句话的解读有三点：**一**是一季度、上半年必须保持经济平稳运行；**二**是在当前“经济下行压力进一步加大”的背景下，为实现“一季度、上半年保持经济平稳运行”的短期目标，必须加大宏观政策跨周期与逆周期调节的力度；**三**是必须要实现全年目标。**第三**，329国常会指出，要“坚定信心，咬定目标不放松”，旗帜鲜明地表达了实现“5.50%左右”的GDP增速目标的信心与决心。

值得指出的是，李克强总理在406国常会以及408座谈会分别指出“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期”，以及“当前国际国内环境有些突发因素超出预期”。也就是说，3月30日至4月6日这一周出现了预期之外的新情况。在此背景下，中央政府是否继续坚持实现“5.50%左右”的GDP增速目标？我们的回答是肯定的，依据是329国常会提出了“咬定目标不放松”。

针对第二个层面，目前的问题是，是否有能力实现“5.50%左右”的GDP增速目标？我们回顾1994年以来，我国GDP增速预期目标的实现情况。1994年至2021年的27年间，除了2020年未设定GDP增速目标之外，其余的20年均设定GDP增速目标。其中，GDP不变价同比超过预期目标的有17年，而低于预期目标的有3年，分别是1998年、2014年以及2019年，GDP不变价同比分别为7.85%、7.43%、6.00%，分别较预期目标低0.15、0.07、0.50个百分点。从1994年至2021年这一组样本出发，我们推断2022年GDP增速目标实现的概率为85.0%。

图 37：1994 年至 2021 年，GDP 不变价同比低于预期目标的有 3 年（%）



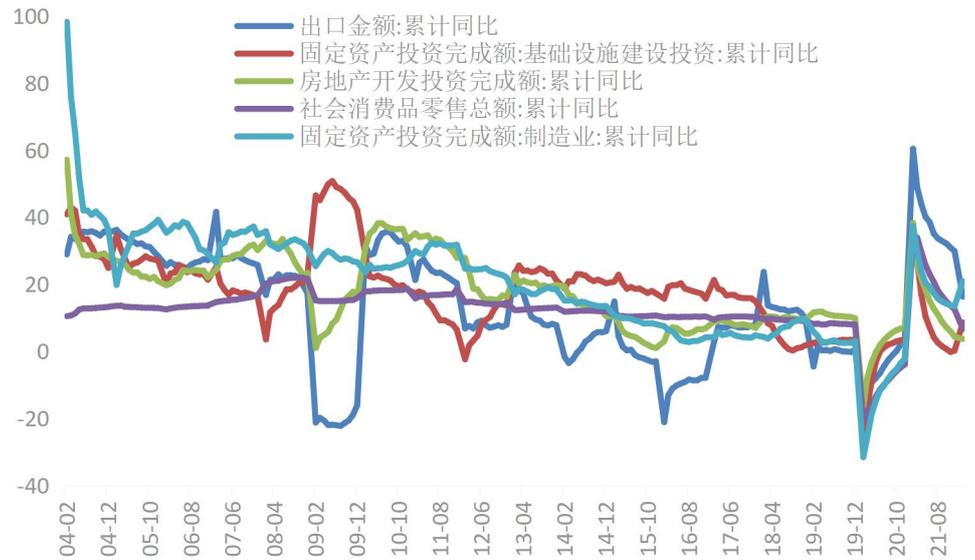
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在这 21 年中，有三年是逆周期调节的大年，分别是 2008 年、2009 年与 2012 年，因为这三年基建投资增速走势全年前低后高。2008 年、2009 年与 2012 年 GDP 不变价同比分别为 9.65%、9.40%、7.86%，分别较前值高出 1.65、1.40、0.36 个百分点，均实现了既定的 GDP 增速目标。在这一过程中，基建投资“功不可没”：基础设施建设投资完成额累计同比分别从 3.56%、46.49%、-2.36% 上升至 22.67%、50.78%、13.70%。其中，2009 年基础设施建设投资完成额累计同比全年维持在 40.0% 之上。从这三年的经验看，2022 年基建投资增速如果能发挥重要作用，则 2022 年 GDP 增速目标有实现的可能。

紧接的一个问题是，这三年在实现 GDP 增速目标的过程中，是不是有其他宏观经济变量在助力？**2008 年 2 月至 2009 年 6 月**，基础设施建设投资完成额累计同比从 3.56% 上行至 50.78%，与此同时，房地产开发投资完成额累计同比从 32.90% 下行至 8.30%，出口金额累计同比从 16.82% 下行至 -21.81%，制造业投资完成额累计同比从 35.80% 下行至 29.30%，社会消费品零售总额累计同比从 20.20% 下行至 15.00%。**2012 年 2 月至 2013 年 3 月**，基础设施建设投资完成额累计同比从 -2.36% 上行至 25.60%，与此同时，房地产开发投资完成额累计同比从 27.80% 下行至 20.20%，出口金额累计同比从 6.83% 上行至 18.34%，制造业投资完成额累计同比从 24.66% 下行至 18.70%，社会消费品零售总额累计同比从 14.70% 下行至 12.40%。

可见，2008 年 2 月至 2009 年 6 月除了基建投资增速大幅上行之外，其余四个需求端的主要变量均下行，其中，地产与出口下行幅度较大。对比 2012 年，出口增速上行对宏观经济起到较强的支撑作用。这就意味着，在宏观经济实际运行层面，至少说在 2008 年 2 月至 2009 年 6 月期间，基建投资独自承担“挑大梁”的重责。

图 38：2008 年 2 月至 2009 年 6 月期间，基建投资具有独自“挑大梁”的实力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，基建投资则是重中之重。329 国常会在宏观经济方面的主题是“部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力”。对此，我们的解读有以下四点。

第一，有效投资是实现 GDP 增速预定目标的关键。329 国常会指出，“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”。这句话有两层含义。**首先**，有效投资是“带动消费扩大内需”的关键。长期以来，消费被赋予“基础作用”，而投资则被赋予“关键作用”。“发挥消费的基础作用和投资的关键作用”这一表述频繁出现在重要会议的通稿之中。329 国常会明确指出“有效投资是带动消费扩大内需的关键”，表明在宏观经济面临“三重压力”这一关键时刻，投资的“关键作用”引领消费的“基础作用”，是我国扩大内需的关键所在与决定因素。**其次**，有效投资是“促就业稳增长”的关键，对此我们的解读有两点：一是促就业与稳增长紧密相关，正如 406 国常会明确指出“保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定”，以及 408 座谈会明确指出“保持经济运行在合理区间主要是稳就业、稳物价”；二是明确指出，“稳增长”的关键是有效投资。

第二，基建投资是有效投资的重中之重。329 国常会提出，“用好政府债券扩大有效投资”。这里有效投资指的是什么？回答这一问题的线索有两条。**首先**，3 月 5 日《政府工作报告》指出，“要用好政府投资资金，带动扩大有效投资”，并指出“开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目”。**其次**，在基建投资、制造业投资以及房地产投资中，由于基础设施建设具有较强的“公共产品”属性，因此政府在基建投资中扮演重要角色。综上，有效投资主要指的是基建投资。



第三，基建投资的重点是传统基建投资。这一判断的依据有以下两点。**首先**，329 国常会指出，“坚持既利当前又惠长远，加大惠民生、补短板等领域投资，支持新基建等增后劲、上水平项目建设”。通常情况下，如果短期压力加大，决策者倾向于优先解决短期问题。因此，以上表述的重点是“利当前”以及“加大惠民生、补短板等领域投资”，“惠长远”以及“支持新基建等增后劲、上水平项目建设”则位居第二位。支持我们以上判断的是，329 国常会指出，“坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量”，从“加快”与“尽快”二字，表明中央偏向优先解决短期问题。**其次**，329 国常会明确提出“合理扩大专项债使用范围，在重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目基础上，支持有一定收益的公共服务等项目”，可见，“交通、能源、生态环保、保障性安居工程”等传统投资是基建投资的重点。

第四，水利工程是传统基建投资的“重中之重”。这一判断的依据有以下四点。**首先**，329 国常会在讲完有效投资之后，专门用一段对水利工程的性质、内容、全年可完成投资金额以及工程安全质量这四方面进行论述，表明 329 国常会对水利工程十分重视。**其次**，329 国常会明确指出“水利工程是民生工程、发展工程、安全工程”，这就指明了水利工程的重要性。在 2022 年民生是财政支出的重点领域的背景下，329 国常会提出水利工程是“民生工程”。综合以上两方面，水利工程大概率是 2022 年财政支出的重点领域。具体而言，水利工程主要包括“南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程”。**再次**，2022 年 3 月 5 日《政府工作报告》提出，“建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施”，水利工程在基建投资中位于首位。对比 2021 年《政府工作报告》的“实施一批交通、能源、水利等重大工程项目”的提法，水利的位置在交通、能源之后，位列第三位。用这一点看，水利工程大概率是 2022 年基建投资的重中之重。**最后**，《政府工作报告》提出 2022 年中央预算内投资安排 6400 亿元，比 2021 年高出 300 亿元，而 329 国常会指出，“全年可完成（水利项目）投资约 8000 亿元”。可见，单单水利项目就比中央预算内投资高出 1600 亿元。

货币政策维持“灵活适度”主基调，2 季度宽松力度大概率超 1 季度。从 1 季度例会通稿看，我们认为 2 季度货币政策“宽松”力度大概率较 1 季度加大。这一判断基于“四个不变”、“一个删除”、“四个强化”以及“一个新增”。

首先我们看“四个不变”。**第一**，1 季度例会与 4 季度例会均及“要稳字当头、稳中求进”。这一提法是 2021 年中央经济工作会议对 2022 年全年的定调，因此 1 季度例会再次强调，尤其是在当前宏观经济依旧面临“三重压力”的背景下，再次强调属于意料之中的事情。**第二**，1 季度例会与 4 季度例会均提到“增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”。对这一提法的解读有两点：**一是**“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的重点是“总量”这一功能，意味着如果央行近期降准，大概率是全面降准；**二是**406 国常会提出“更好发挥总量和结构双重功能”，“更好”二字表



明货币政策的“总量和结构双重功能”将进一步发力。**第三**，1季度例会与4季度例会均提到“保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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”。其中，“增强信贷总量增长的稳定性”意味着M2同比大概率维持在较高水平，而要将M2同比维持在较高水平，降准是较为直接快捷的途径。据此，我们判断2季度央行大概率降准。**第四**，1季度例会与4季度例会均提到“稳定宏观经济大盘”，这是对2021年中央经济工作会议以及3月5日《政府工作报告》精神的贯彻落实，也是宏观经济面临“三重压力”下的必然选择。

其次我们看“一个删除”。1季度例会删除4季度例会中“统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展”的表述。对此，我们的解读有两点。**第一**，4季度例会在2021年12月25日召开，因此存在“统筹做好今明两年宏观政策衔接”的必要性，而1季度例会在2022年3月30日召开，已经进入所谓的“明年”，因此1季度例会删除“统筹做好今明两年宏观政策衔接”这一表述。**第二**，从以往的经验看，一旦强调“高质量发展”，则表明彼时宏观经济面临的压力不大，但是，一旦删除“高质量发展”的表述，则表明彼时宏观经济面临较大压力。在此背景下，将宏观经济增速维持在一定水平，进而将就业率维持在一定水平更为关键，而高质量发展则暂时退居第二位。值得提醒的是，尽管如此，1季度例会通稿倒数第二段还是出现了“推动经济高质量发展”的表述，充分表明中央在短期刺激经济的同时，不忘实现“高质量发展”的初衷。

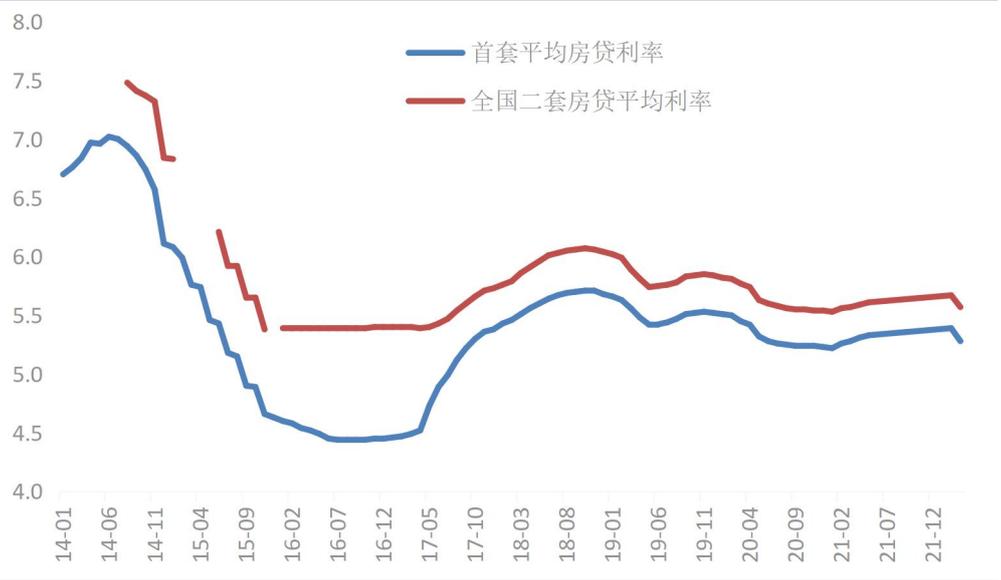
再次我们看“四个强化”。**第一**，1季度例会提出“强化跨周期和逆周期调节”，对比4季度“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”的提法，区别有两点：**一是**“强化”一词的力度要大于“加大”一词；**二是**“强化”一词统领跨周期调节与逆周期调节，而4季度的“加大”一词仅统领跨周期调节，并未统领逆周期调节。**第二**，1季度例会指出“加大稳健的货币政策实施力度”，而4季度例会的相应提法则是“稳健的货币政策要灵活适度”。相比而言，4季度例会“灵活适度”的提法较为委婉，既可以是加大力度，也可以是减小力度，具有较强的相机抉择色彩，而1季度例会“加大”的提法方向感十足，明确指出加大货币政策“稳中偏松”的力度。**第三**，1季度例会提出“增强前瞻性、精准性、自主性”。如上所述，这一提法与4季度例会完全一致。值得指出的是，前瞻性位于精准性与自主性之前，表明货币政策首先要增强“前瞻性”。在我国宏观经济面临三重压力的背景下，货币政策增强“前瞻性”意味着进一步“宽松”大概率是2季度我国货币政策的主趋势。此外，也需要增强货币政策的“自主性”。究其原因，在美联储在3月加息25个基点的背景下，中美两国利差大概率继续收窄，但是货币政策主要着眼于国内宏观经济走势，叠加考虑当前人民币汇率位于历史高位区间，因此，2季度货币政策“以我为主”，坚持自主性。**第四**，1季度例会指出“为实体经济提供更有有力支持”，对比4季度的提法则是“加大对实体经济的支持力度”，一个“更（有力）”字，再次表明2季度货币政策的宽松力度大概率强于1季度。

最后看“一个新增”。相比4季度例会，1季度例会新增“主动应对”的提法，而4季度例会的相应提法则是“更加主动有为”。“应对”指的是采取措施、对策以应付出现的情况。对比4季度例会“更加主动有为”的提法，“应对”具有一定的被动，博弈的意味。这与329国常会所提出的“制定应对可能遇到更大不确定性的预案”相呼应，也与408座谈会所提出的“政策要靠前发力，适时加力，并研究新预案”相呼应。此外，“主动应对”这一词组体现了“主动”与“被动”的紧密结合与有机统一，是马克思主义哲学“主观能动性原理”的充分体现。在宏观经济面临“三重压力”的背景下，这一原理的有效应用主要体现在加大跨周期与逆周期调节的力度，加大2季度货币政策的宽松力度。

首套房贷利率大概率向下突破5.22%，2023年扩大房地产税改革试点城市概率较低。在房地产市场方面，1季度例会提出，“维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环”。这一表述与4季度例会完全一致。

3月首套平均房贷利率、全国二套房贷平均利率分别为5.28%、5.57%，分别较前值下行0.11、0.10个百分点，双双持平于2021年同期，表明房贷利率大概率开启下行进程。值得指出的是，首套平均房贷利率月度边际下行10个基点的情况较为少见，通常情况下是下行1-5个基点。至于后期首套房贷利率将会下行到哪个区间，我们参考前期的两个低点：一是2021年1月的5.22%；二是2016年7月的4.44%。我们据此认为首套房贷利率大概率下行至4.44%-5.22%这一区间，短期看，向下突破2021年1月的5.22%是大概率事件。

图 39：首套房贷利率大概率下行至 4.44%-5.22%这一区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从周度高频数据看，4月3日当周100大中城市成交土地溢价率为1.0%，较3月6日当周下行1.97个百分点，创2021年10月3日当周以来新低，表明房地产企业购地意愿依旧较弱。具体看，一线城市、二线城市、三线城市成交土地溢价率分别为0、2.02%、1.45%，分别较3月第一周下行0、1.06、-2.05个百分点。其中，一线城市连续6周成交土地溢价率为0。在历史上一线城市成交土地溢价率为0超过6周的有三个时段，分别是：2008年



12月21日当周至2009年2月15日当周；2018年5月6日当周至2018年6月17日当周；2021年3月7日当周至2021年4月25日当周。以上三个时段与当下的区别是，虽然一线城市成交土地溢价率为0，但是彼时二线与三线城市的土地溢价率都非常高。

3月16日财政部提出，“综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”。在2022年不扩大房地产税改革试点城市的背景下，我们认为2023年大概率也不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。我们做出这一判断的依据是，2023年全球经济大概率进入衰退阶段，相应地，我国宏观经济大概率继续承压。具体看，2023年摩根大通全球制造业PMI与全球主要经济体制造业PMI大概率跌破荣枯线，叠加在2022年高基数作用下PPI当月同比进入负值区间，我国出口增速面临量与价两方面的双重利空，也就是说，2023年大概率是我国出口的“小年”。出口增速承压大概率拖累我国制造业投资增速与就业率，进而利空我国消费增速。也就是说，2023年宏观经济“三驾马车”中的出口增速、制造业投资增速以及消费增速大概率均承压。在此背景下，如果扩大房地产税改革试点城市，将在很大程度上加大房地产市场的看空预期，进而利空房地产投资增速，拖累宏观经济增速。综上，我们认为2023年财政部扩大房地产税改革试点城市的概率较低。值得提醒的是，从总体趋势看，扩大房地产税改革试点城市是大势所趋。

2 加大对实体经济的支持力度，确保重要农产品与能源稳定供应

2.1 加大稳健的货币政策实施力度，把握好内部均衡和外部均衡的平衡

3月30日，中国人民银行货币政策委员会2022年第一季度（总第96次）例会在北京召开。会议指出，当前国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内疫情发生频次有所增多，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，综合施策支持区域协调发展，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，把握好内部均衡



和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

2.2 加大对实体经济的支持力度，促进综合融资成本稳中有降

4月15日，中国人民银行发布公告称，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，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。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。中国人民银行将坚持稳字当头，稳中求进，继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，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，激发市场活力，支持重点领域和薄弱环节融资，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

当前流动性已处于合理充裕水平。此次降准的目的，一是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，加大对实体经济的支持力度。二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。三是此次降准降低金融机构资金成本每年约65亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。此次降准共计释放长期资金约5300亿元。此次降准为全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.25个百分点。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，有利于加大对小微企业和“三农”的支持力度。人民银行将继续实施稳健货币政策。一是密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定。二是密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。同时，保持流动性合理充裕，促进降低综合融资成本，稳定宏观经济大盘。

2.3 全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务

4月18日，中国人民银行、国家外汇管理局今日印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的23条政策举措。《通知》指出，要发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持。中国人民银行将保持流动性合理充裕，引导金融机构扩大贷款投放、向实体经济合理让利。



适时增加支农支小再贷款额度，用好普惠小微贷款支持工具，按照地方法人金融机构普惠小微贷款余额增量的1%提供激励资金，将原用于支持普惠小微信用贷款的4000亿元再贷款额度继续滚动使用，促进金融资源向受疫情影响企业、行业、地区倾斜。保障留抵退税资金及时准确直达，促进市场主体尽早享受到政策红利。对于受困人群，金融机构要灵活采取合理延后还款时间、延长贷款期限、延迟还本等方式予以支持，相关逾期贷款可以不作逾期记录报送。《通知》强调，要抓好抓实金融支持实体经济政策落地。用好用足支农再贷款再贴现、碳减排支持工具，优化支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，全力保障粮食、能源稳定供应。设立普惠养老专项再贷款，支持普惠养老机构融资。用好创业担保贷款政策，丰富新市民金融产品和服务。支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。引导平台企业依法依规开展普惠金融业务，最大化惠企利民。要求金融机构落实“两个毫不动摇”，提高新发放企业贷款中民营企业贷款占比。为落实好全国保障物流畅通和促进产业链供应链稳定会议精神，《通知》要求，发挥好民航应急贷款作用，加快科技创新再贷款落地，建立信贷、债券融资对接机制，支持货运物流畅通和产业链供应链稳定循环。金融机构要主动跟进和有效满足运输物流企业、货车司机的融资需求，对暂时偿还贷款困难的，合理给予贷款展期和续贷安排。对货车司机、出租车司机、网店店主等灵活就业主体，比照个体工商户和小微企业主，加大经营性贷款支持。《通知》明确，将优质企业贸易外汇收支便利化政策推广至全国，开展更高水平人民币结算便利化和企业外债便利化额度试点。允许具有贸易出口背景的国内外汇贷款结汇使用。提高企业跨境人民币使用效率，完善企业汇率避险管理服务。中国外汇交易中心免收中小微企业外汇衍生品交易相关的银行间外汇市场交易手续费。加大出口信用保险支持力度。

2.4 确保粮食丰收和重要农产品稳定供应，确定能源保供增供举措

4月20日，国务院李克强总理主持召开国务院常务会议。会议指出，稳就业与稳物价同是保持经济运行在合理区间的主要支撑。稳定粮食等重要农产品生产供应，对保持经济社会大局稳定特别是稳定物价、保障民生具有压舱石作用，在当前国际粮食市场不确定性增加、一些国家高通胀的情况下尤为重要。一要层层分解全年粮食播种面积和产量，督促地方种足种满种在适播期、不得撂荒，对未完成任务的严肃追责。各地要严格落实粮食安全责任，将统筹做好疫情防控和春季农业生产作为考核评估的重要内容，组建工作专班，统筹协调抓好春季农业生产、农资保供稳价和农产品产销对接等工作。加强夏粮田间管理指导，因墒因苗施肥浇水，有效防范农业灾害。人误地一时，地误人一年。当前是春播关键期，要引导农民做好整地和播种育苗。发挥新型农业经营主体作用，提供代耕代种等服务，帮助小农户和受疫情影响农户把地种下去。二要切实保障春耕农事活动有序开展。科学做好组织和引导，不误农时保障外出农民回乡务农、农资入店进村、农机通行、农技人



员下沉服务。保障农资企业的生产和原料、能源等供应。三要抓好“菜篮子”。落实鲜活农产品运输绿色通道政策，促进蔬菜等农产品顺畅流通。四要落实各项支农惠农政策，尽快把粮食生产扶持资金发放到农民手中，实施新的小麦“一喷三防”补贴政策。五要研究加大农资补贴的举措，及时做好粮食托底收购，保护和调动农民种粮积极性。

会议指出，能源是经济社会发展的基础支撑。要立足我国国情，应对外部环境新挑战，抓住重点，强化能源保供，未雨绸缪推进条件成熟、发展需要的能源项目开工建设，促进能源结构持续优化。这也能扩大有效投资和带动就业，既利当前又利长远。一要发挥煤炭的主体能源作用。通力合作优化煤炭企业生产、项目建设等核准审批政策，落实地方稳产保供责任，充分释放先进产能。通过核增产能、扩产、新投产等，今年新增煤炭产能3亿吨。推进煤炭清洁高效利用，加强储备设施建设。运用市场化法治化办法，引导煤价运行在合理区间。二要推动煤电机组节能减排改造、灵活性改造、供热改造，提高能源使用效率，全年改造规模超过2.2亿千瓦。改造要选择机组正常大修等时间，防止影响电力稳定供应。落实支持煤电机组改造的金融政策。三要在严格监管、确保绝对安全的前提下有序发展核电。对经过多年准备和全面评估审查、已纳入国家规划的浙江三门、山东海阳、广东陆丰三个核电新建机组项目予以核准。

2.5 进一步释放消费潜力，促进消费持续恢复

4月20日，经国务院同意，国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》。《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》是为了应对疫情影响，促进消费有序恢复发展，围绕保市场主体加大助企纾困力度，做好基本消费品保供稳价，创新消费业态和模式，制定的意见。消费是最终需求，是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎，对经济具有持久拉动力，事关保障和改善民生。当前，受新冠肺炎疫情等因素影响，消费特别是接触型消费恢复较慢，中小微企业、个体工商户和服务业领域面临较多困难。为深入贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，协同发力、远近兼顾，综合施策释放消费潜力，促进消费持续恢复，经国务院同意，现提出以下意见。一、应对疫情影响，促进消费有序恢复发展。

（一）围绕保市场主体加大助企纾困力度。（二）做好基本消费品保供稳价。（三）创新消费业态和模式。二、全面创新提质，着力稳住消费基本盘（四）积极推进实物消费提质升级。（五）加力促进健康养老托育等服务消费。（六）持续拓展文化和旅游消费。（七）大力发展绿色消费。（八）充分挖掘县乡消费潜力。三、完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力。（九）推进消费平台健康持续发展。（十）加快健全消费品流通体系。（十一）增加就业收入提高消费能力。（十二）合理增加公共消费。四、持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境（十三）破除限制消费障碍壁垒。（十四）健全消费标准体系。（十五）加强消费领域执法监管。（十六）全面加强消费者权益保护。五、强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础。（十七）加强财税支持。（十八）优化金融服务。（十

九) 强化用地用房保障。(二十) 压实各方责任。

2.6 疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，保持资本市场平稳运行

4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。

会议强调，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。

会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
