



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

## 美联储靴子落地，政治局会议 指明政策方向

2022年5月7日

### (1) 美联储加息缩表兑现，紧缩预期或已见顶

美联储本次加息 50bp 符合市场预期，同时宣布从 6 月 1 日起，将以每月 475 亿美元的速度缩表(300 亿美元的美国国债和 175 亿美元的机构 MBS)，9 月份将上调到 950 亿美元的“上限”(600 亿美元的美国国债，350 亿美元的机构 MBS)。按当前速度计算，该计划可使美联储的资产负债表每年减少超过一万亿美元。一季度美国 GDP 意外萎缩，但家庭支出和企业固定资产投资依然强劲，就业增长保持强劲，通货膨胀率依然居高不下，结合美联储会后公布的声明和鲍威尔在新闻发布会的讲话来看，美联储目前仍“高度关注”通胀风险。

本次会议中，鲍威尔否定近期加息 75bp 的可能性，表示美联储目前没有积极考虑将利率一次上调 0.75 个百分点。鲍威尔表态后，市场对于 6 月加息 75BP 的预期从 4 月 29 日的 94.3% 变为 5 月 7 日的 82.9%，6 月加息 75BP 的概率有所下降但仍然较高。总体上看，市场对美联储货币政策收紧的预期或已经见顶，今年美联储大概率持续加息，但最鹰的阶段可能已经过去，不排除后续加息力度进一步弱于市场预期的可能。这意味着美联储收紧在预期层面对全球以及我国资本市场的负面影响后续有望减弱。

### (2) 人民币继续贬值，中美利差扩大，对我国宽松政策的制约持续

节前一周和节后一周(4月23日至今)，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到期，累计净投放 -200 亿元。货币市场利率方面，截止 5 月 6 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.55% 和 1.70%，较 4 月 22 日分别上行 1 个 BP 和下行 0.1 个 BP，货币市场利率依然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。

4 月 23 日至今，人民币兑美元继续贬值，兑欧元微升(截止 5 月 6 日，与 4 月 22 日相比，美元兑人民币中间价上行 17 个 BP，欧元兑人民币中间价下行 0.8 个 BP)，中美利差倒挂幅度扩大(截止 5 月 7 日，我国十年期国债收益率比美国十年期国债收益率低 0.28%，利差较 4 月 22 日下行 22 个 BP 左右)，我国国内宽松的货币政策受到的制约持续显性化。

### (3) 疫情影响下，4 月制造业和非制造业景气度均下降，5 月有望边际回暖

2022 年 4 月官方制造业 PMI 录得 47.4%，为 2020 年 3 月以来最低值，环比下行的趋势与疫情前(2005-2019 年)4 月制造业 PMI 较 3 月 PMI 平均上行 +0.3PCTS 相比明显背离，表明 4 月制造业景气度超季节性下行明显。结构上看，新订单 PMI 和生产 PMI 同步下行是本月官方制造业 PMI 下行的主因，在 PMI 供应商配送时间指数带动 PMI 上行 1.4 个百分点，令 PMI 指标存在一定的“虚增”的情况下，依然带动制造业 PMI 下行 2 个百分点以上。4 月，PMI 供货商配送时间指数录得 37.2%，为仅次于疫情爆发的 2020 年 2 月(2020 年 2 月 PMI 供货商配送时间指数 32.1%)的历史第 2 低位，反映物流运输困难明显加大。4 月，整车货运流量指数、

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

主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降，显示4月全国物流与3月和去年同期相比均出现较大幅度堵塞。物流的阻塞之下，企业原材料获取受限，产成品库存积压，部分企业减产停产，生产明显下降，市场需求继续走低，最终导致了PMI生产指数和新订单指数双双下滑，PMI新订单指数和生产指数在3月基础上，分别-6.2PCTS和-5.1PCTS。

4月，非制造业PMI41.9%，较上月-6.5PCTS。其中，建筑业PMI52.7%，较上月-5.4PCTS，服务业PMI40.0%，较上月-6.7PCTS。服务业受疫情严重冲击，景气度明显回落。建筑业方面，疫情一定程度影响了建筑业景气度，但靠前发力的基建仍然为建筑业提供了一定支撑。土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为52.3%，延续扩张走势。

总体而言，PMI数据反映在疫情的冲击下，制造业和非制造业（尤其是非制造业中的服务业）下行压力短期快速增大。往后看，制造业、服务业以及建筑业的回暖，取决于疫情防控的进展。在疫情防控方面，4月29日的政治局会议提出坚持动态清零，意味着目前严格防控的基调不会发生明显转变，但同时提出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，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。从高频数据看，车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指标和公共物流园吞吐量指数等4月中下旬以来持续上行，在更灵活的疫情防控政策得以推出，一系列保供应链的政策得以见效的情况下，这种趋势有望延续。

#### （4）政治局会议指明方向，增强信心

中共中央政治局4月29日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。会议直面问题，定调经济形势较为严峻，但与此同时，会议要求努力实现全年经济社会发展预期目标，显示今年依然坚持5.5%左右的GDP增速目标并未松动。我们测算，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%，实现起来难度不小。因此，后续政策面必须更加积极，各方面稳增长政策需要组合发力。

总体上看，会议提出的大量稳增长措施都需要依赖于财政发力，如实施好退税减税降费等政策，全面加强基础设施建设，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等，这符合我们一直强调的财政是今年稳增长的主角。此次政治局会议给出十分积极的信号，结合前期包含基建（4月26日中央财经委员会第十一次会议）、房地产（4月19日金融支持实体经济座谈会）、消费（4月25日国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》）和外贸（4月20日税务总局等十部门下发了《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》）等的全方位的稳增长政策密集出台，对经济形势可以更乐观一些。

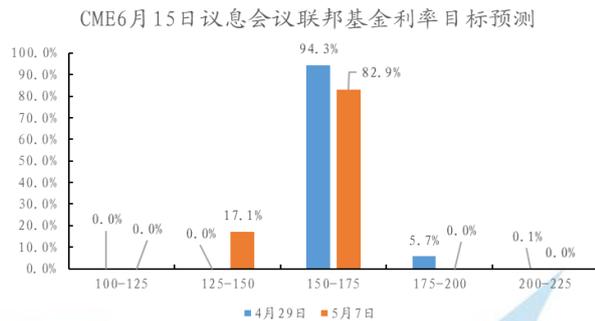
#### （5）后续判断：稳增长确定加大力度，经济短期走势关键看疫情的防控效果和房地产的企稳

高频数据看，4月10大城市地铁客流量同比-46.1%，较3月的-25.1%继续下行，5月第一周10大城市地铁客流量同比-60.2%，较4月第四周继续下行，显示疫情继续蔓延之下，防控政策对居民出行的限制持续加深，4月消费受到的抑制可能较3月进一步加剧。房地产方面，4月30大城市商品房成交面积

同比-53.5%（3月为-45.9%），100大城市土地成交面积同比-54.3%（3月为-30.7%），均较3月同比下滑幅度加大，显示居民端购房和企业端购地仍然不太积极，房地产仍在筑底。

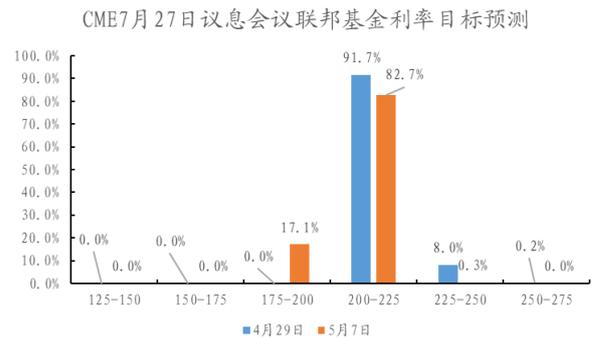
目前，在中央已经明确坚持动态清零的政策不动摇，且全年经济增长目标维持不变的情况下，稳增长政策力度加大的确定性进一步增强。考虑到货币市场利率已经较低以及海外收紧流动性对我国货币政策的限制，财政政策发力的重要性进一步凸显。短期来看，经济的走势取决于房地产在政策逐步放松下的企稳，以及动态清零政策之下，疫情逐步消退后，工业生产和居民消费的恢复情况。

图表 1: 市场预测美联储 6 月加息 75bp 概率仍然较高



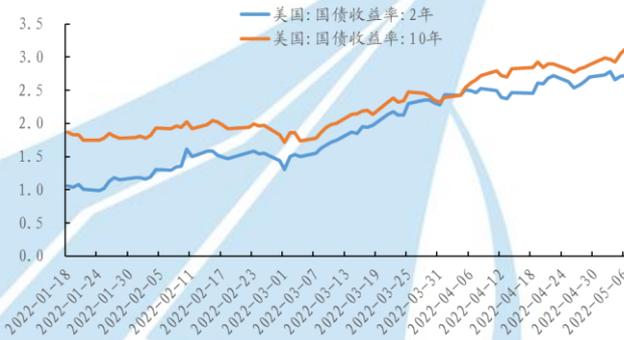
资料来源: CME Fedwatch, 中航证券研究所

图表 2: 市场预测 7 月美联储目标利率分布



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 4: 美元继续走强



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 人民币继续贬值



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 中美利差继续倒挂 (%)



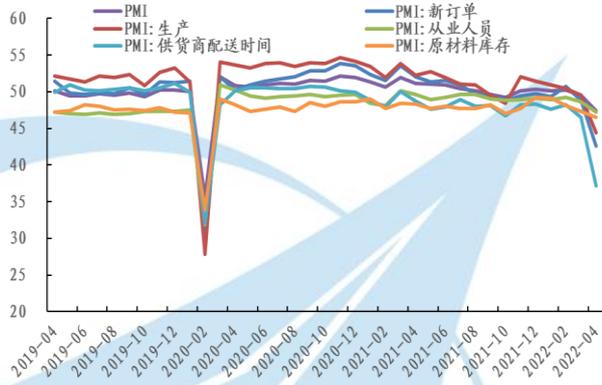
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 美联储历史加息路径

加息周期 起点	初始 联邦基金 利率	加息周期 终点	最终 联邦基金 利率	加息幅度	收益率 曲线 是否倒挂	经济周期 顶峰
1983-3-31	8.50	1984-8-9	11.50	3.00	否	N/A
1988-3-29	6.50	1989-5-16	9.81	3.31	是	1990-7
1994-2-4	3.00	1995-2-1	6.00	3.00	否	N/A
1999-6-30	4.75	2000-5-16	6.50	1.75	是	2001-3
2004-6-30	1.00	2006-6-29	5.25	4.25	是	2007-12
2015-12-16	0.00-0.25	2018-12-19	2.25-2.50	2.25	是	2020-2
6次紧缩周期平均加息幅度				2.93		

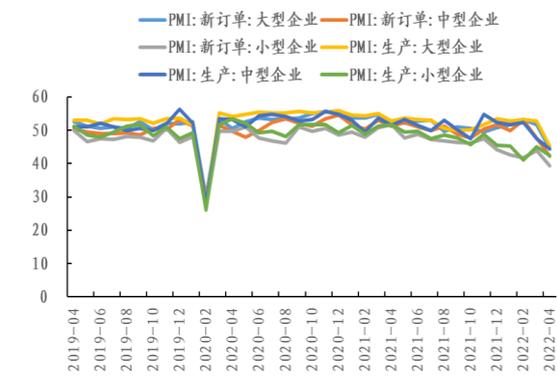
数据来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 中航证券研究所整理

图表 8: 官方制造业 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



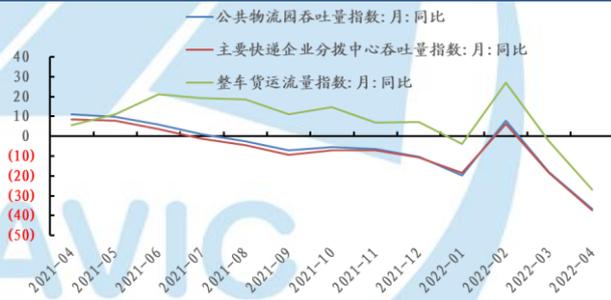
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 4月物流相关数据同比反映物流阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 4月物流相关数据环比反映物流阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

**图表 12: 今年和去年十大城市地铁客运量对比 (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
5月第一周	13,246	33,277	1,483	5,785	1	6,490	3,219	5,994	2,525	3,647	1,034	2,081	1,333	2,308	1,542	2,538	225	899	190	1,175	1,694	2,361
4月第四周	21,009	37,540	4,603	7,254	1	7,926	4,789	6,532	3,639	4,072	1,341	2,229	1,629	2,407	1,875	2,574	258	881	680	1,247	2,193	2,417
4月第三周	18,757	34,853	5,516	6,727	1	7,465	3,356	6,213	3,176	3,759	1,201	2,043	1,282	2,099	1,311	2,314	171	831	649	1,148	2,093	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	17,590	18,741	6,416	10,194	8,559	10,613	7,778	11,397	2,383	3,946	4,233	5,721	10,063	11,229
4月合计	76,638	142,138	20,158	27,027	4	29,812	15,454	25,012	12,076	15,502	4,598	8,588	6,306	8,929	6,213	9,786	1,103	3,418	2,613	4,822	8,113	9,243
5月第一周同比	-60.2%		-74.4%		-100.0%		-46.3%		-30.8%		-50.3%		-42.2%		-39.3%		-75.0%		-83.8%		-28.2%	
4月第四周同比	-44.0%		-36.5%		-100.0%		-26.7%		-10.6%		-39.9%		-32.3%		-27.1%		-70.7%		-45.5%		-9.2%	
今年4月同比	-46.1%		-25.4%		-100.0%		-38.2%		-22.1%		-46.5%		-29.4%		-36.5%		-67.7%		-45.8%		-12.2%	
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%	

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 13: 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
5月第一周	98.1	307.2						
4月第四周	221.6	458.8	1943.0	4231.1	731.0	3406.3	8.3	21.2
4月第三周	214.7	419.7	1776.9	2465.3	1338.9	1805.9	3.8	27.8
4月第二周	181.5	410.1	1728.8	2169.2	988.2	1465.8	3.2	28.6
4月第一周	152.0	367.6	969.7	3242.2	665.4	1470.3	1.0	29.6
3月第五周	255.6	427.1	2464.9	3274.6	1813.3	1814.2	3.1	23.1
3月第四周	233.0	415.4	2561.3	1905.6	1259.8	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	203.3	377.9	2414.8	1905.1	1211.5	2676.8	5.1	20.1
3月第一周	238.0	412.8	1903.0	1974.5	1737.6	2742.7	4.8	14.0
3月合计	1114.2	2058.1	10735.3	10847.2	7013.7	10115.0	—	—
4月合计	769.8	1656.2	6418.4	12107.7	3723.5	8148.3	—	—
今年3月较去年3月同比	-45.9%		-1.0%		-30.7%		—	—
今年4月较去年4月同比	-53.5%		-47.0%		-54.3%		—	—

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)

**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

符昉（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。