



Research and
Development Center

迎难而上

——2022 年中期宏观展望

2022 年 5 月 9 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理

邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

迎难而上——2022 年中期宏观展望

2022 年 5 月 9 日

- **当前经济形势: 二季度经济仍有下行压力。**一季度的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标, 制造业投资有所下滑, 基数掩盖了制造业投资的部分增长; 地产调控政策放松没有扭转房地产投资增速转弱的事实; 基建表现亮眼, 支撑一季度投资增长。消费方面, 疫情意外反弹, 社零当月同比增速再次急转直下。失业率突破 5.5% 的红线, 保就业压力加大。我们认为二季度经济稳增长的压力仍然较大, 一是疫情仍处于高位运行, 二是二季度基数明显垫高。
- **增量政策猜想: 助力经济向目标靠拢。**我们认为在“抓紧谋划增量政策工具”的要求下, 后续基建很有可能继续成为增量政策的一个落脚点。第一, 在经济面临下行压力时, 专项债发行前置表明财政预算要大力支持经济稳增长的决心。第二, 专项债前置后劲不足需要额外手段熨平经济波动。第三, 在经济下行压力时, 相比于消费和出口, 基建投资是为数不多、可快速见效的重要抓手。因此, 我们推测增量工具将以基建投资为主要抓手。此轮经济背景与 1998 年时的超预期负面影响有相似之处, 借鉴 1998 年亚洲金融危机时中央的政策调整, 我们预计增量政策可能是财政部增发国债支持基建投资。若增发国债, 大概率在下半年实施, 搭配同等数额银行贷款后, 预计增加基建资金总规模不会少于 2 万亿元。
- **货币政策展望: 宽信用成为主要发力方向。**中美利差倒挂压缩央行再降息空间。历史上的美联储加息期, 中国央行从未降低政策利率, 日前中美利差发生倒挂, 央行若再降息, 或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期形成。近期人民币出现了快速贬值迹象, 主要系包括中美利差、资本流动、出口支撑、疫情防控领先在内的一系列因素同时扭转。在汇率贬值压力下, 央行再降政策利率的空间已经很小。准备金率、拨备覆盖率、存款利率上限三降, LPR 存在下调空间。
- **市场走势展望: 价值跑赢成长的风格延续。**加息周期内, 美股可能维持正收益, 但美债无一例外走熊。中长期来看, 通胀预期和加息预期已较为充分, 未来趋于降温, 但政策利率的抬升和缩表将继续对长端利率形成支撑, 下半年 10 年期美债利率或维持高位震荡。对于国内市场而言, 中债表现受国内基本面的影响更大, 上半年预计位于 2.8-3.0% 区间, 下半年稳增长政策生效, 宽信用加强向实体经济传导, 债市收益率易升难降。我们此前多次重申, 在外有美联储持续加息、内有宽信用逐渐落地的背景下, A 股将延续价值跑赢成长的风格, 时至今日观点不变。
- **风险因素: 疫情演化超预期, 货币政策超预期。**

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、当前经济形势：二季度经济仍有下行压力 | 4 |
| 1.1 一季度投资增速还有基建支撑 | 4 |
| 1.2 新一轮疫情严重拖累消费走势 | 6 |
| 1.3 二季度经济仍面临较大的压力 | 7 |
| 二、增量政策猜想：助力经济向全年目标奋进 | 9 |
| 2.1 经济稳增长面临新挑战，财政政策亟需发力 | 9 |
| 2.2 以史为鉴，增量政策可能是发行基建专项债 | 10 |
| 2.3 若增发基建专项国债，时间大概率落在下半年 | 13 |
| 三、货币政策展望：宽信用成为主要发力方向 | 16 |
| 3.1 中美利差倒挂和汇率贬值约束央行再降息 | 16 |
| 3.2 预计 LPR 仍有下调空间 | 20 |
| 四、市场走势展望：价值跑赢成长的风格延续 | 21 |
| 4.1 美债走熊，中债收益率易升难降 | 21 |
| 4.2 A 股：价值跑赢成长的风格延续 | 22 |
| 风险因素 | 23 |

图目录

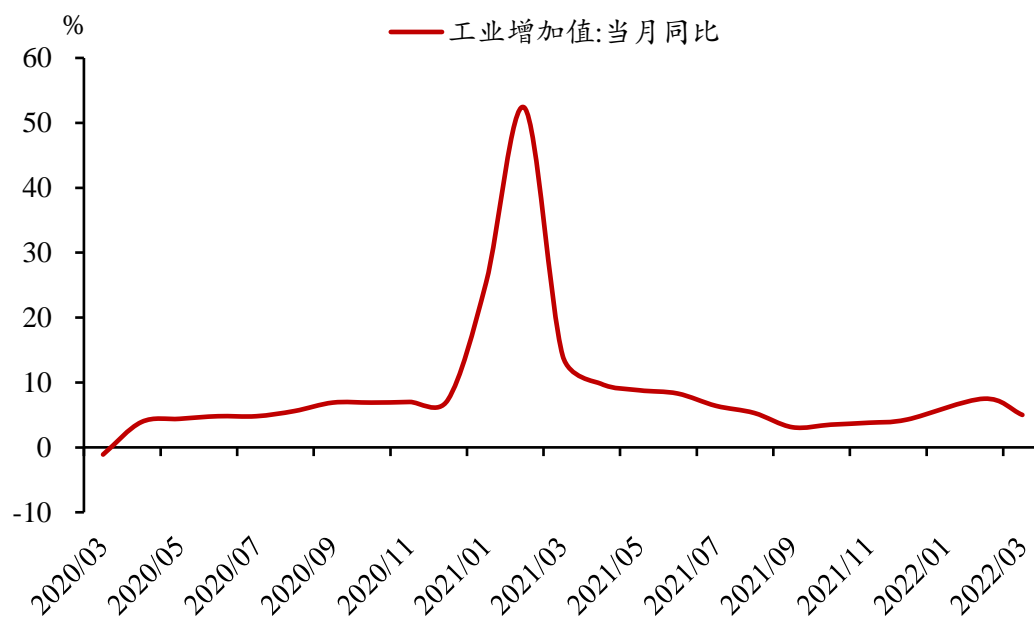
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：一季度工业增加值增速明显回落 | 4 |
| 图 2：疫情封控对商品房销售形成负面冲击 | 5 |
| 图 3：房地产投资转负，而基建投资加速 | 5 |
| 图 4：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40% | 6 |
| 图 5：今年项目储备较为充足 | 6 |
| 图 6：疫情严重冲击消费 | 7 |
| 图 7：囤货需求导致粮油、食品等生活必需品消费增速小幅上升 | 7 |
| 图 8：3 月全国城镇调查失业率为 5.8% | 8 |
| 图 9：一季度是低基数，二季度基数垫高 | 9 |
| 图 10：产需出现双低迷 | 10 |
| 图 11：年初基建投资提速明显 | 10 |
| 图 12：1998 年上半年的出口和社零都出现大幅回落 | 11 |
| 图 13：1998 年下半年固投出现增速高峰 | 12 |
| 图 14：1998 年下半年消费增速明显提升 | 12 |
| 图 15：专项债主要集中在上半年发行 | 13 |
| 图 16：疫情之前专项债形成实物工作量约需 3 个月 | 14 |
| 图 17：疫情之后专项债形成实物工作量约需 1 个月 | 14 |
| 图 18：今年基建增速推演 | 15 |
| 图 19：今年 GDP 增速推演 | 15 |
| 图 20：美联储加息期，中国央行从未降低政策利率 | 16 |
| 图 21：中美利差发生倒挂 | 17 |
| 图 22：人民币汇率出现了快速贬值现象 | 18 |
| 图 23：金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差 | 18 |
| 图 24：2022 年出口增速可能前高后低 | 19 |
| 图 25：2021 年央行两次上调外汇存准率 | 20 |
| 图 26：中间价贡献所反映的操作思路 | 20 |
| 图 27：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在 | 21 |
| 图 28：美联储加息周期内美债走熊 | 22 |
| 图 29：美联储加息期内，中债受国内基本面影响更大 | 22 |
| 图 30：当前正处于信用扩张初期 | 23 |
| 图 31：信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股 | 23 |

一、当前经济形势：二季度经济仍有下行压力

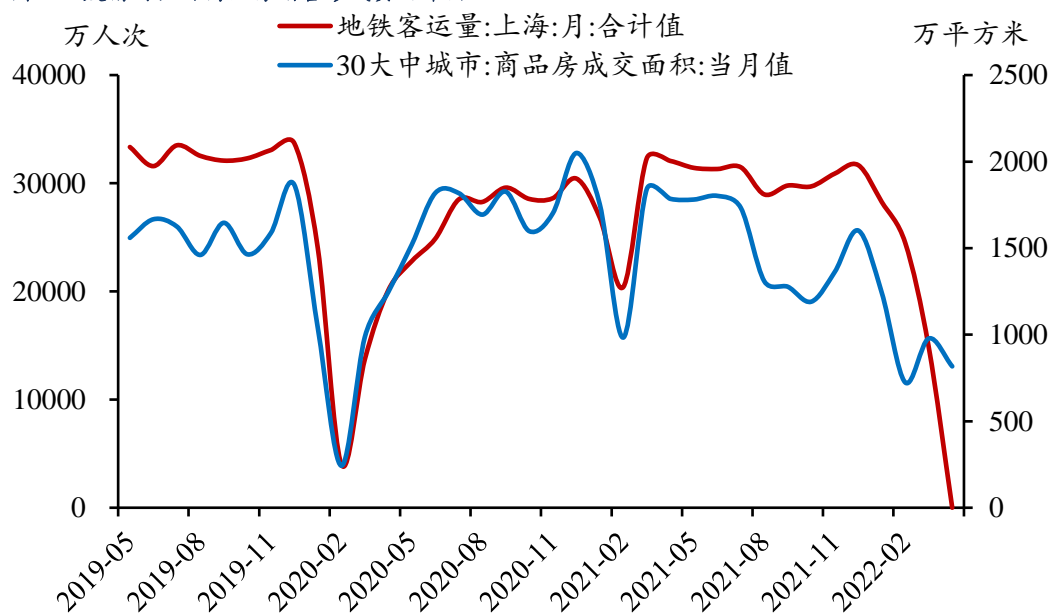
1.1 一季度投资增速还有基建支撑

基数掩盖了制造业投资的部分增长，地产政策放松没有扭转房地产投资增速转弱的事实。一季度全国固定资产投资(不含农户)同比增长9.3%，比2021年放缓2.9个百分点。在制造业投资方面，1-3月的同比增速为15.6%，较前值(20.9%)有所下滑，但这主要是受到基数抬升的影响，实际上，在政策支持下制造业投资仍保持韧性。从行业上看，一季度高技术制造业增长32.7%，其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长37.5%、35.4%。在房地产投资方面，今年以来房地产调控政策已有放松，然而政策的松绑没有带来市场的回暖。3月商品房销售面积同比下降17.7%，较上期的下降9.6%进一步恶化。究其原因，一是在房价边际下降的情况下，居民的购房意愿偏弱。二是受疫情封控的影响，居民看房、购房受到限制，对商品房销售形成负面冲击。而销售的疲弱加大了房地产投资资金来源的压力，限制了房地产投资的能力。

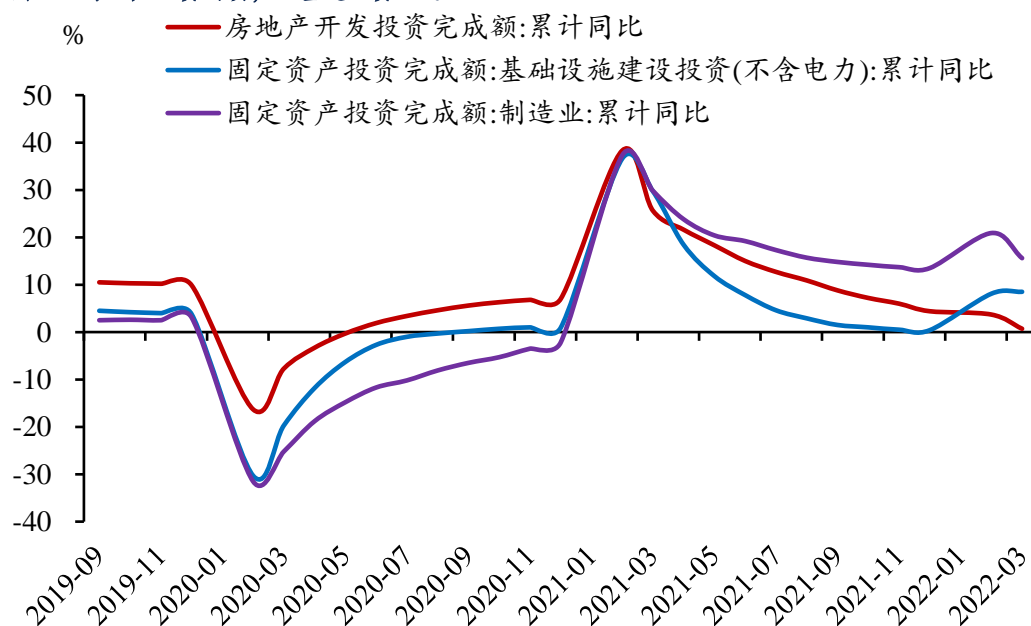
图 1：一季度工业增加值增速明显回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

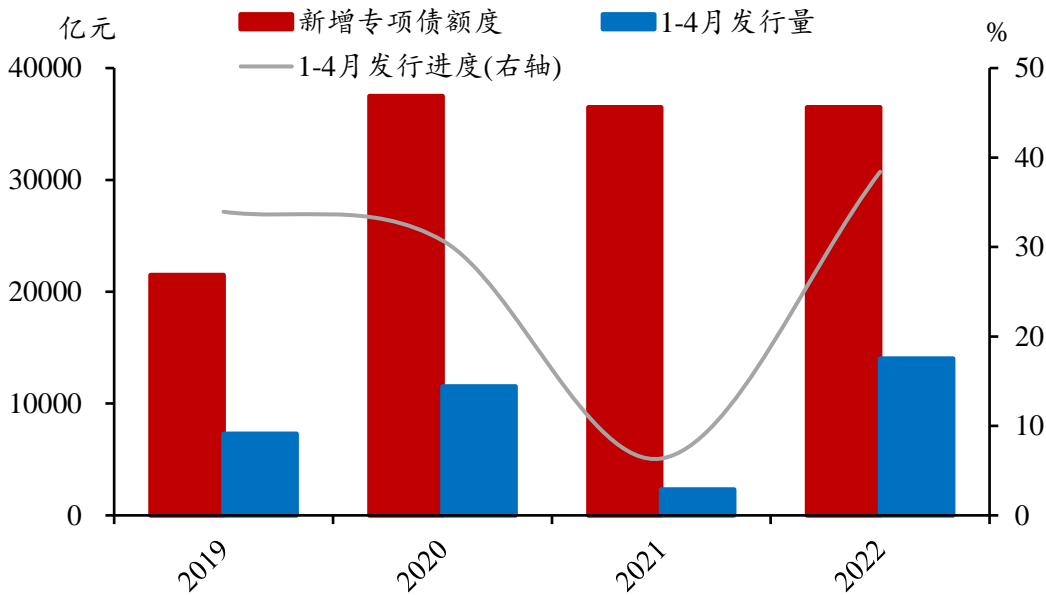
图 2：疫情封控对商品房销售形成负面冲击


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

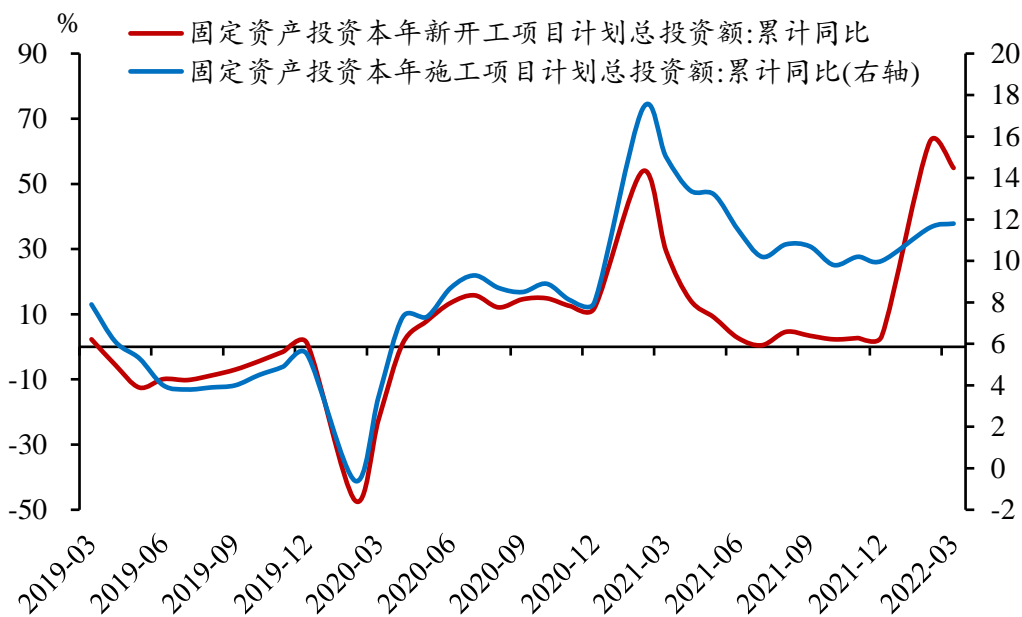
图 3：房地产投资转负，而基建投资加速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基建投资增速表现亮眼，支撑了一季度的整体投资增速。3月基建同比增速为8.5%，较1-2月加快0.4个百分点。从专项债发行上看，今年一季度专项债快速发行。今年专项债额度虽和去年持平，但发行显著前置。截止4月底，新增专项债发行总量为14018.61亿元，超过历史同期最高发行量，发行进度接近40%，为史上最快；在Q1专项债总量中，投向基建的比例达到了65.7%，较去年增加了5个百分点，基建亮眼表现支撑了一季度的整体投资。从项目储备上看，在12日国务院新闻办举行的政策例行吹风会上，财政部有关负责人表示，今年专项债储备项目达到7.1万个。在项目储备充裕的情况下，资金跟着项目走，加快项目开工和建设，基建将继续对“稳增长”起到支撑作用。

图 4：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：今年项目储备较为充足


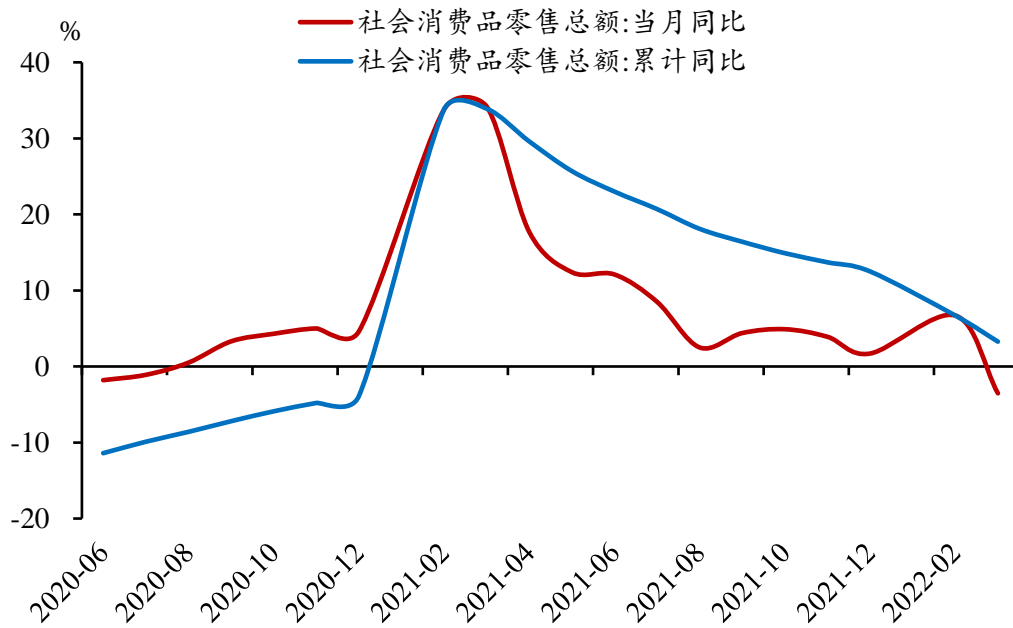
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 新一轮疫情严重拖累消费走势

疫情意外反弹，社零当月同比增速再次急转直下。3 月社会消费品零售总额同比增速为-3.53%，较 1-2 月增速（6.70%）出现大幅回落。从历史数据上看，2016-2019 年社零 3 月的环比中枢为 0.68%，而本期为-1.93%，二者的裂口显示出疫情反弹对消费的严重拖累。一方面，疫情封控限制了出行和接触性消费，体现在 3 月餐饮收入同比下滑 16.4%上，与此同时，物流的阶段性延缓和中断也拖累了电商消费，体现为 3 月线上购物仅增长 2.7%，增

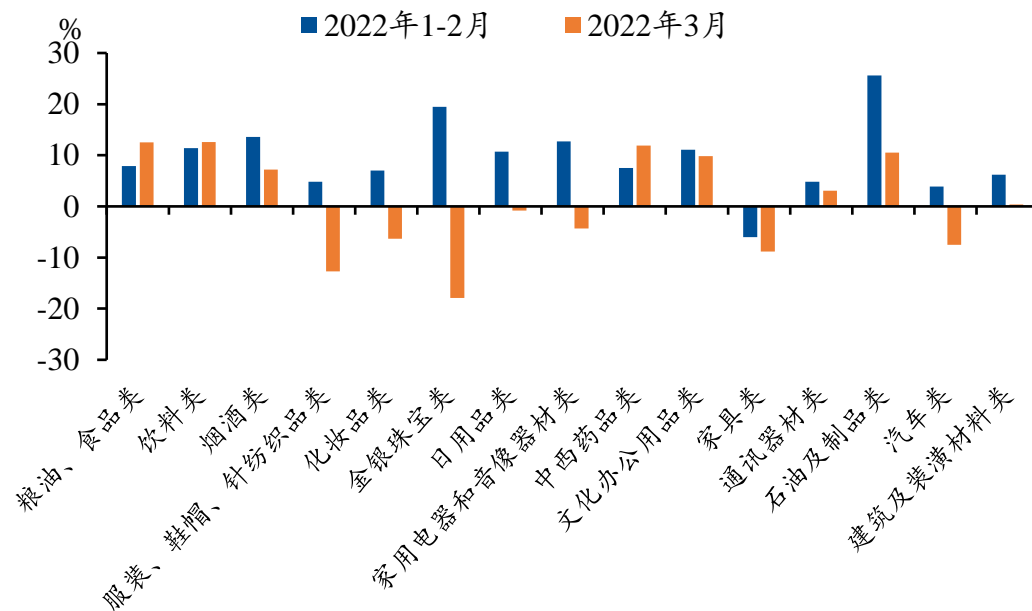
速较上月下滑 10.9 个百分点。另一方面，社零分项中稍有分化。其中，服装类和金银珠宝类出现了明显的下降，而囤货需求导致粮油、食品、饮料等生活必需品消费增速小幅上升，药品类消费也强于上期。

图 6：疫情严重冲击消费



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：囤货需求导致粮油、食品等生活必需品消费增速小幅上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 二季度经济仍面临较大的压力

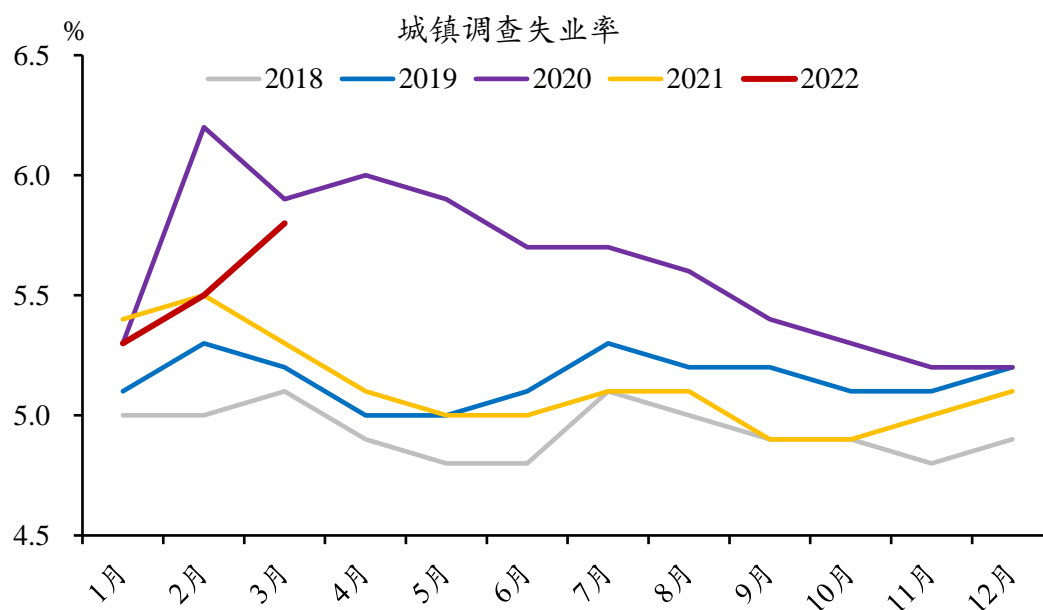
一季度的 4.8% 的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标。一季度 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度回升 0.8 个百分点。从环比看，一季度 GDP 增长 1.3%，要弱于去年四季度的 1.5%。今年 1-2 月在“稳增长”政策发力和经济

内生动能恢复等多因素的推动下，经济实现了开门红。然而3月国内疫情反复，疫情封锁会限制供给、削弱需求，国内经济转弱。同时外部环境的复杂化（俄乌冲突、美联储加息等）也增加了稳增长的不确定性。此外，经济的压力也反映在失业率中。3月全国城镇调查失业率为5.8%，较2月上升0.3个百分点，突破了5.5%的红线。其中，16-24岁的失业率已经达到了16%，远高于历史同期水平。考虑到6-7月毕业季将有1000多万毕业生进入职场，下半年的保就业压力只增不减。

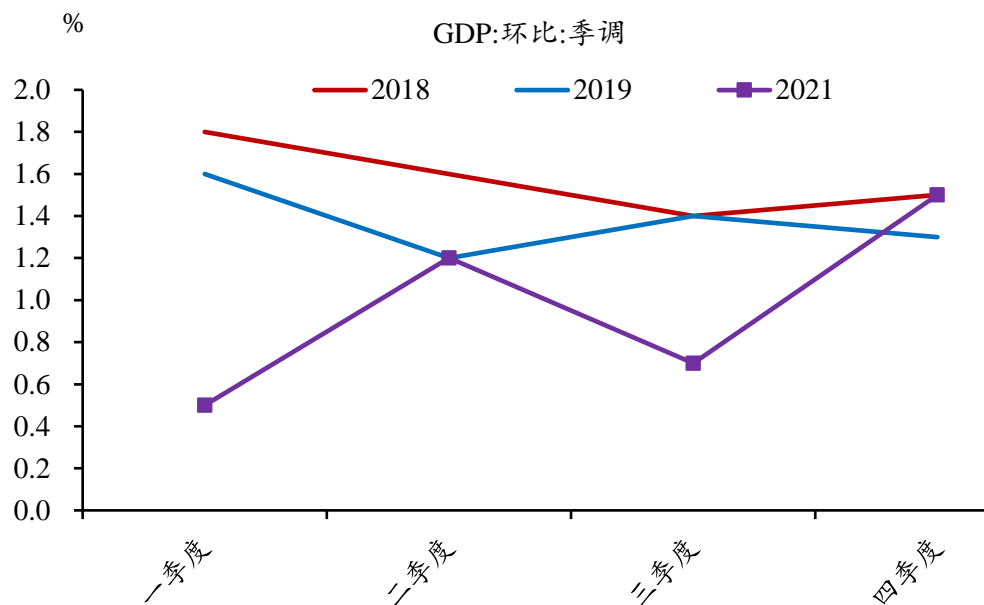
疫情反复是当下经济运行中最直接和最受关注的负面因素。从生产端来看，疫情防控扰动企业生产以及物流运输，相关地区的企业开始出现减产、停产等现象，并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。长三角地区工业生产受到疫情的严重冲击，考虑到长三角地区在计算机通信、纺织、汽车制造业等多个行业中居于全国供应链、产业链的核心地位，本轮疫情的影响会透过产业关联而蔓延至全国。高频数据显示，4月全国整车货运环比下降23%，侧面说明疫情防控升级致使物流运输明显受阻。从需求端来看，疫情封控导致居民聚集性、接触性消费活跃度普遍下行，出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也出现了明显的下降。清明假期旅游出游人次和旅游收入大幅下滑，反映消费修复进程整体较慢。

二季度经济稳增长仍面临较大压力。站在当前时点往后看，我们认为二季度经济的稳增长压力仍然较大。第一，疫情仍处于高位运行。截至5月7日，仍有13个省份出现新增本土病例。4月以来，西安、成都、广州等多地开始实行部分或全部封控措施，影响范围要大于3月。考虑到本土疫情仍在发酵，我们认为疫情对二季度的冲击可能会高于一季度。第二，二季度基数明显垫高。2021年一季度GDP环比增长0.5%，基数较低，而二季度增长1.5%，基数明显垫高。整体来看，我们预计二季度经济的压力高于一季度。

图 8：3月全国城镇调查失业率为5.8%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：一季度是低基数，二季度基数垫高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

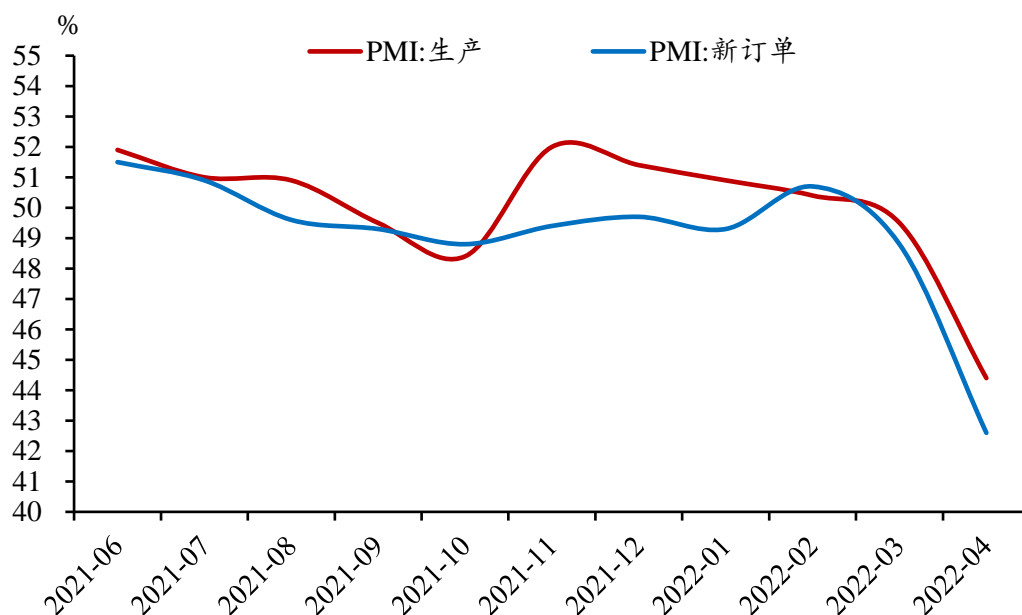
继续往后看，如果要达到全年的目标增速，下半年的 GDP 增速需要超过 6%。我们不妨做一个简单的测算，要实现全年 5.5% 的增长目标，后三季度经济增速平均需达到 5.7%；根据前文的分析，再加上去年二季度基数明显垫高（2021 年一季度 GDP 环比增长 0.5%，二季度增长 1.5%），二季度经济增速大概率低于一季度，若二季度增速为 4.5%，那么三、四季度的经济增速需要达到 6.4%。参考当前的经济形势，下半年要达到这个增速有较大难度，只有政策层面进一步加大稳增长力度才能实现。

二、增量政策猜想：助力经济向全年目标奋进

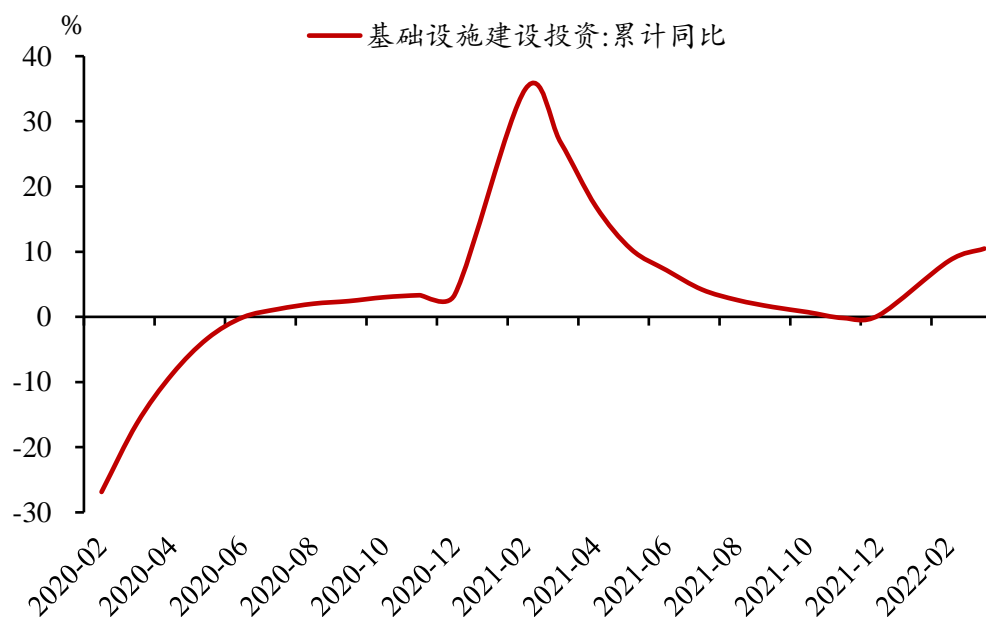
2.1 经济稳增长面临新挑战，财政政策亟需发力

经济再面新挑战，亟需财政力度加码。4 月中央政治局会议明确指出当前稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。其中，稳增长受疫情扰动压力加大，体现在 3 月社零同比增速急转直下、疫区部分企业出现停工减产、4 月 PMI 新订单和生产大幅下滑至 45% 以下，呈现供需低迷态势。在就业方面，3 月城镇调查失业率也突破 5.5% 的目标红线，增至 5.8%。二季度进入毕业期，预计稳就业将面临更大压力。为力争实现全年 5.5% 的增速目标，4 月政治局会议已明确提出涵盖存量政策和增量政策的一揽子政策，要求加快落实已经确定的政策，同时加紧谋划增量的政策工具。对此，我们推测后续可能会有更大力度的财政政策来对冲疫情带来的负面影响。

强势基建很可能继续成为稳增长的重要抓手。今年一季度 GDP 增速为 4.8%，对此一季度表现突出的基建可谓功不可没。具体来看，一季度基建投资超过了 3.1 万亿元，增速达到了 10.48%，其中 3 月投资额约为 1.84 万亿，比去年同比增加了约 2000 亿元，增长 11.79%。我们认为在“抓紧谋划增量政策工具”的要求下，后续基建很有可能继续成为增量政策的一个落脚点。第一，在经济面临下行压力时，专项债发行前置表明今年财政预算要大力支持经济稳增长的决心。第二，专项债前置下基建可能后劲不足存在风险，需要额外手段熨平经济波动。今年疫情形势严峻，适度超前开展基建和专项债加快发行有力支持年初经济稳增长，但强势发力在前，后劲不足可能放大经济波动。第三，在面对经济下行压力时，促消费见效相对较慢，促出口难度较大且作用有限，关键还是要靠投资，而基建投资是为数不多、可快速见效的重要抓手。因此，我们推测增量工具很可能会以基建投资为主要抓手。

图 10：产需出现双低迷


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：年初基建投资提速明显


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 以史为鉴，增量政策可能是发行基建专项债

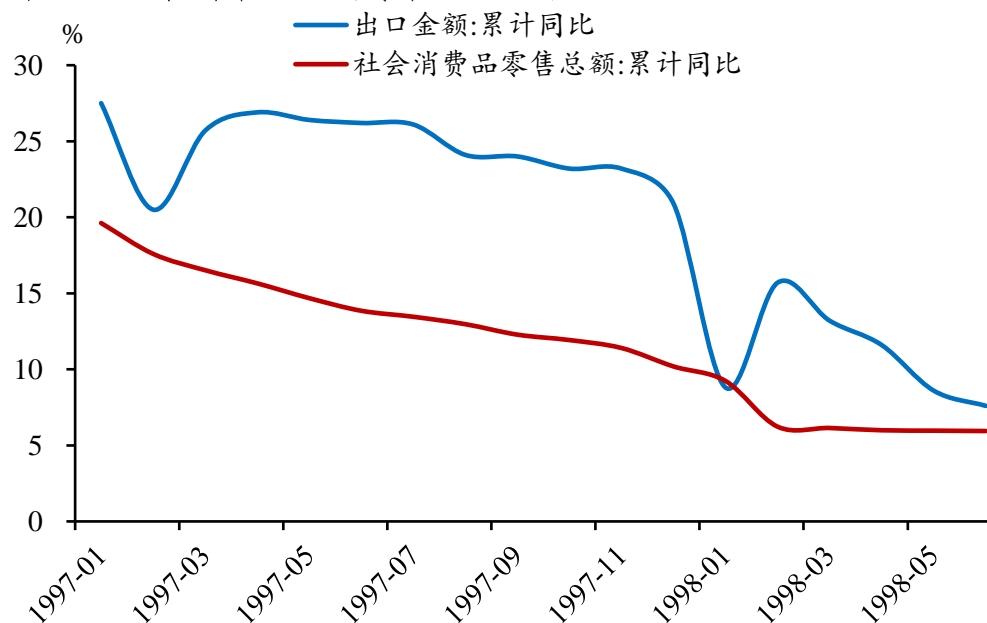
背景：亚洲金融危机和特大洪灾双重冲击，1998 年上半年经济增速不及全年目标。1997 年的亚洲金融危机广度和深度、及其对我国经济的负面影响，均远超 1998 年初的预料。当时，叠加国内特大洪涝的拖累，经济表现更是雪上加霜。发生灾情的时间跨度为当年 1-8 月，主要覆盖在上半年，此次洪涝波及全国 30 个省（区、市），造成的全部经济损失数值约占全年名义 GDP 的 3%。在双重冲击之下，1998 年上半年实现 GDP 同比增长 7%，与 8%

的预定目标相距甚远。这一阶段的经济增长表现不及预期，主要源于外贸出口增长速度大幅度回落和国内需求对经济拉动的力度不够。为实现 8% 的目标，中央在政策层做了调整，下半年进一步加大财政政策力度。

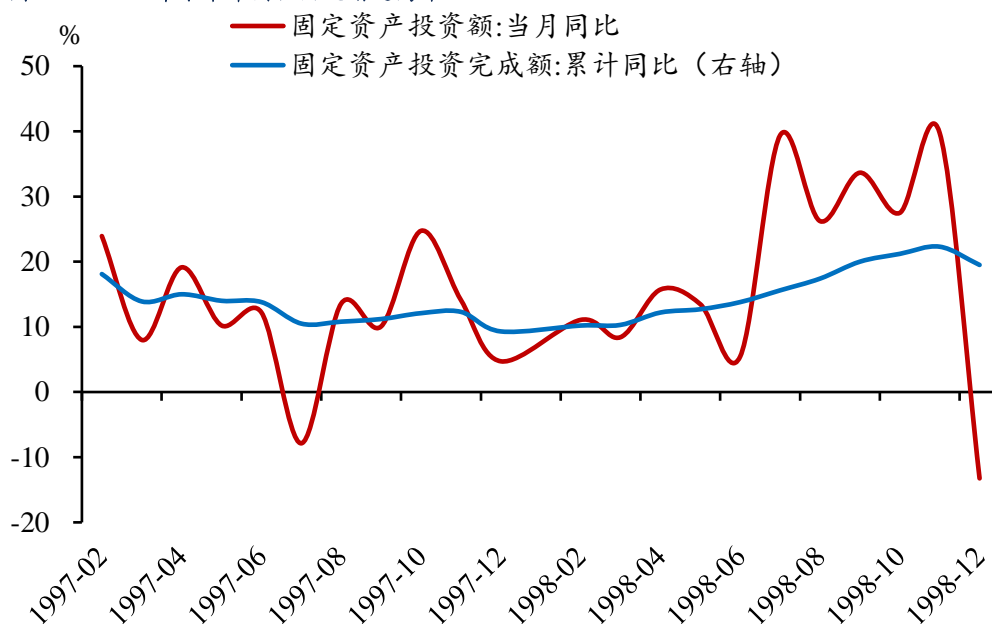
政策：双重冲击的超预期负面影响显现后，增量政策应运而生。在亚洲金融危机和特大洪灾的负面影响没有凸显之前，中央依然计划在 1998 年延续此前的财政政策态度，即实行适度从紧的财政政策。但在危机超预期影响凸显后，为克服危机给我国经济造成的困难、实现全年 8% 的经济增长目标，中央采取了更加积极有力的财政政策。具体来说，增发了 1000 亿元国债，并限制国债所筹资金的使用，即用于基建、向中西部地区和在建项目倾斜。除了财政部向国有商业银行增发的 1000 亿元国债外，当时还有银行配套发放的 1000 亿元贷款，重点用于“农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设”。这一举措增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点，是市场经济条件下政府调控经济的通常做法，也是扩大国内需求、实现经济增长目标的最有效措施。

成效：1998 年全年实现 7.8% 的 GDP 增长，略低 8% 的预定目标。1998 年全年实现 7.8% 的 GDP 增长，其中投资的较大幅度增加，对拉动经济增长发挥了明显作用。具体来看，1998 年下半年国有单位固定资产投资增长显著加快，全年增长 19.5%，全社会固定资产投资增长 14.1%。基建不仅可以直接拉动投资，还可以间接促进消费。从经济三大分项上看，1998 年消费、投资和出口对当年 GDP 增速的拉动分别为 5.1%、2.2% 和 0.5%。和前一年相比，消费和投资的拉动相比上一年分别增加了 1.2 个百分点和 0.9 个百分点，而亚洲金融危机造成出口拉动大幅下跌 3.5 个百分点。中国财经报指出 1998 年发行的 1000 亿元国债拉动当年经济增长 1.5%，这表明此项增量政策是实现经济增长目标较有效的措施。

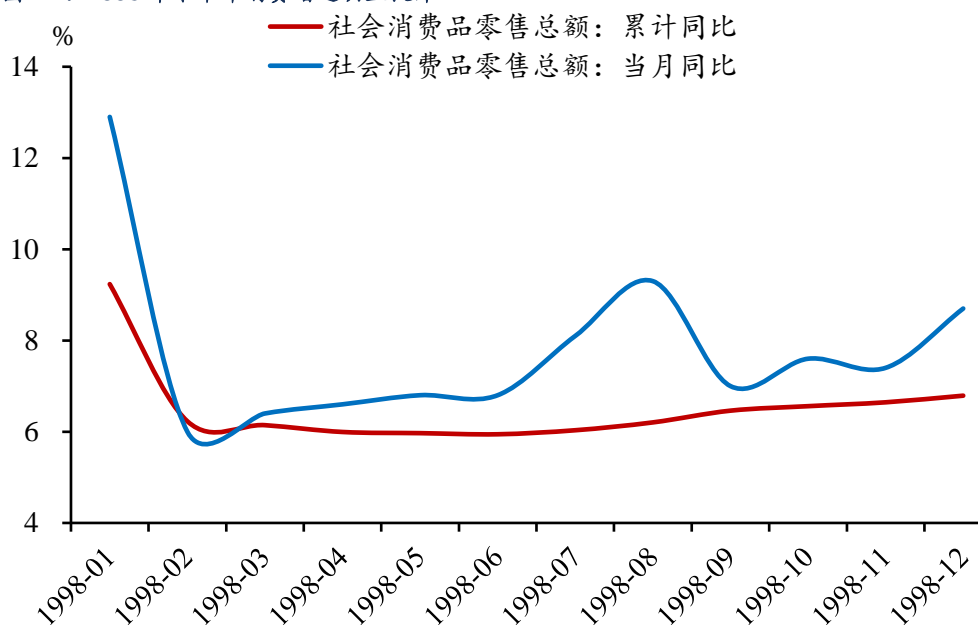
图 12：1998 年上半年的出口和社零都出现大幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：1998 年下半年固投出现增速高峰


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：1998 年下半年消费增速明显提升


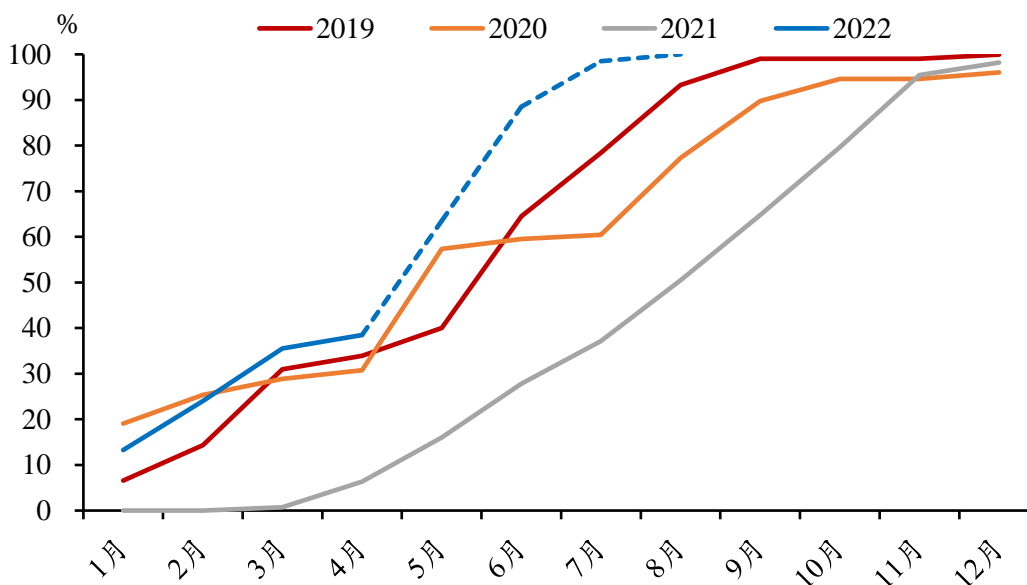
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

以史为鉴，我们预计今年的增量政策可能是财政部发行基建专项国债。从经济背景上看，此轮经济压力与 1998 年略有相似：1998 年上半年受亚洲金融危机和特大洪涝灾害的双重冲击，实现 GDP 同比增速 7%，和全年 8% 的预定目标相距甚远；2022 年一季度受疫情和乌克兰危机的双重影响，一季度 GDP 增速 4.8%，不及 5.5% 的目标水平。对于如何实施增量政策，我们认为后续中央可能会借鉴 1998 年的历史经验，在面对超出预期的负面冲击的时候（1998 年是亚洲金融危机和特大洪水灾害，2022 年是俄乌冲突和反复爆发的疫情），通过调整财政预算，增发大额主投基建的国债、并搭配银行大额贷款来拉动下半年的经济增长，尽最大努力实现全年经济预定目标。

2.3 若增发基建专项国债，时间大概率落在下半年

专项债前置已集中在上半年。据 21 世纪经济报道，五一假期间监管部门紧急通知地方，要求在 6 月底前基本完成 2022 年新增专项债的发行工作。由于今年 1-4 月新增专项债发行进度接近 40%，如果“基本”意味着完成了 90% 左右的发行进度，也就表示 5、6 两月要承担约 50%，若按每月平均 25% 的量发行，则 5、6 两月每月需发行 9125 亿元左右的专项债，留给下半年的量仅为剩下的 10%，即 3000 多亿，而去年留给三四季度超过 70%。因此，专项债下半年的强度明显不足。在 GDP 增速上，考虑到上半年经济增速明显低于 5.5%，全年要实现 5.5%，下半年的经济增速要达到 6.4% 左右。综上所述，今年下半年稳增长压力巨大，而对应的专项债强度不足以支撑 6% 以上的半年 GDP 增速，故若要增发国债，大概率选择下半年，相关的政策信息极有可能于上半年底发布。

图 15：专项债主要集中在上半年发行

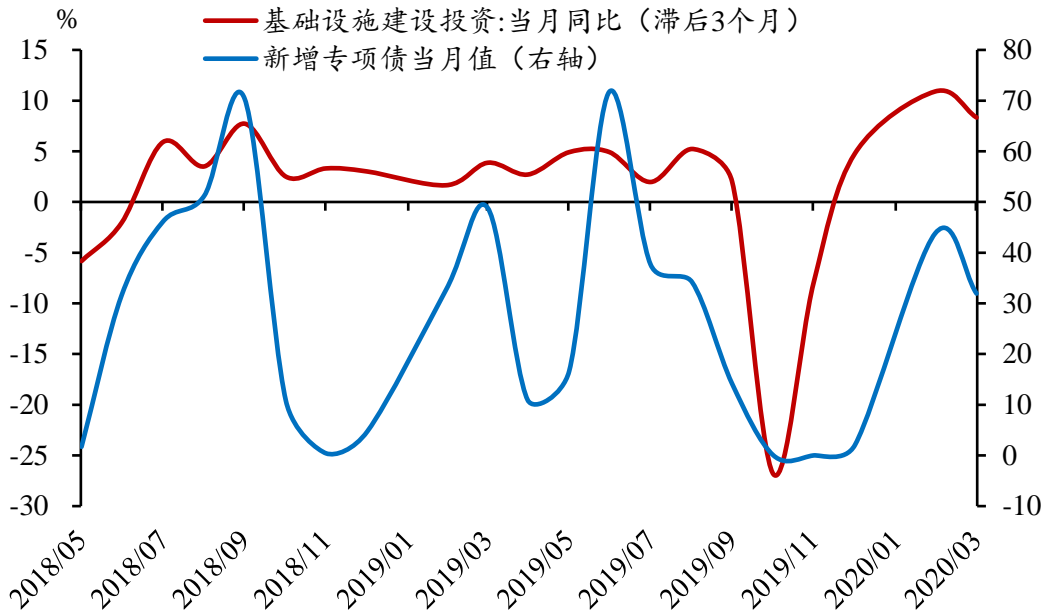


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

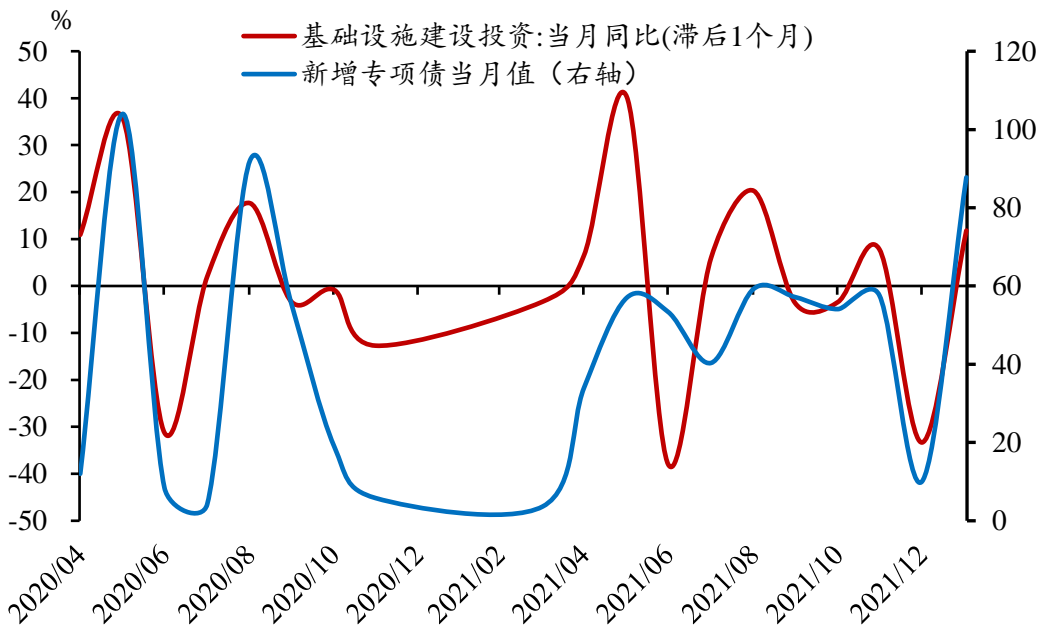
注: 虚线为预计值

下半年增发基建专项国债，主要可为四季度形成足够的实物工作量提供充足的资金支持。新冠疫情之前，专项债从发行到完成基建投资约相隔 3 个月，即债券发行到形成实物工作量约一个季度；疫情后，“发行-完成”的时间跨度明显缩短，从 3 个月缩短到约 1 个月。如果按照 1 个月的时滞再结合基建的季节性施工（7 月正值酷暑一般不适合大规模开展基建作业）来看，今年 6 月基本发行完专项债后，约在 8 月和 9 月形成一波实物工作量的峰值，而四季度的实物工作量则无法倚靠专项债。同时今年和去年不同，去年截至当年 9 月，已经实现了 9.8% 的 GDP 累计同比增速，远超年初 6% 以上的预定目标，而今年四季度仍需保障实物工作量具有强度。因此若选择在下半年发行超万亿基建专项国债，再搭配超万亿贷款，可以有力支撑四季度的项目建设，使全年四个季度的基建都具备强度。

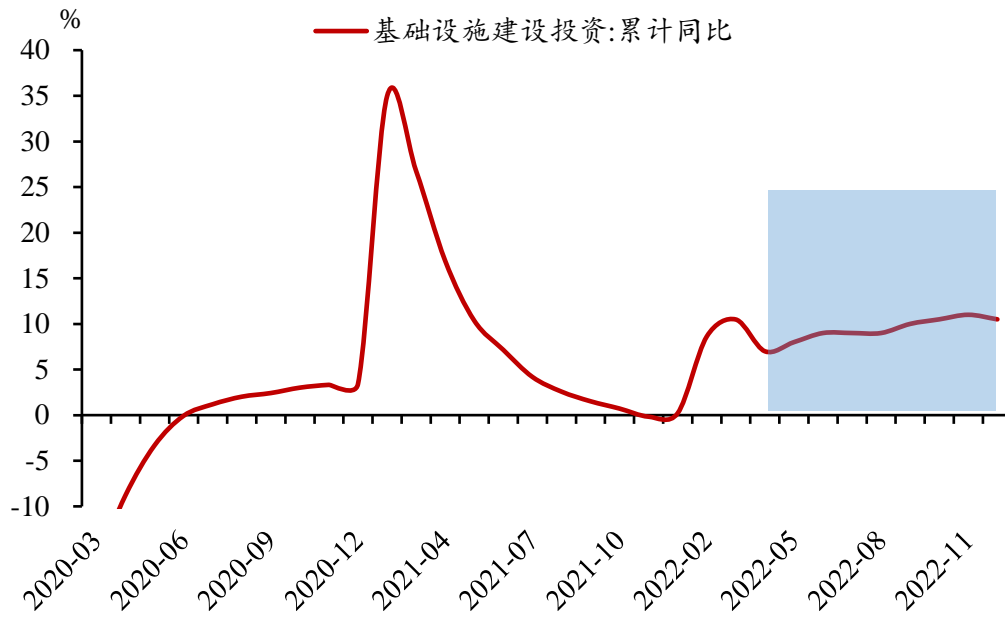
若在下半年增发基建专项国债，并搭配同等数额银行贷款，我们预计增加基建资金总规模不会少于 2 万亿元。

图 16：疫情之前专项债形成实物工作量约需 3 个月


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

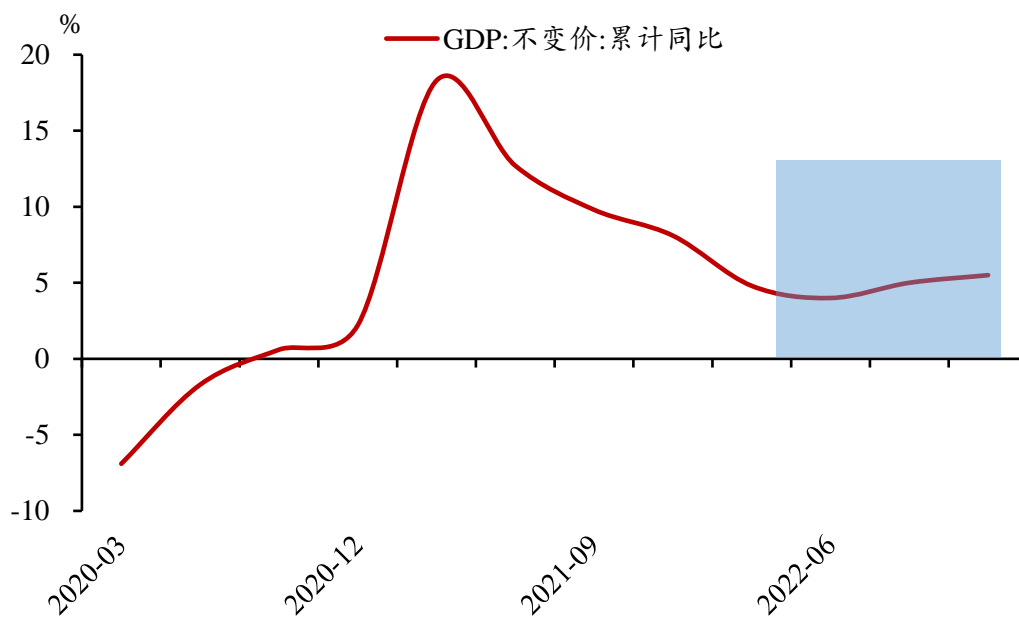
图 17：疫情之后专项债形成实物工作量约需 1 个月


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：今年基建增速推演


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 阴影部分为预测增速

图 19：今年 GDP 增速推演


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

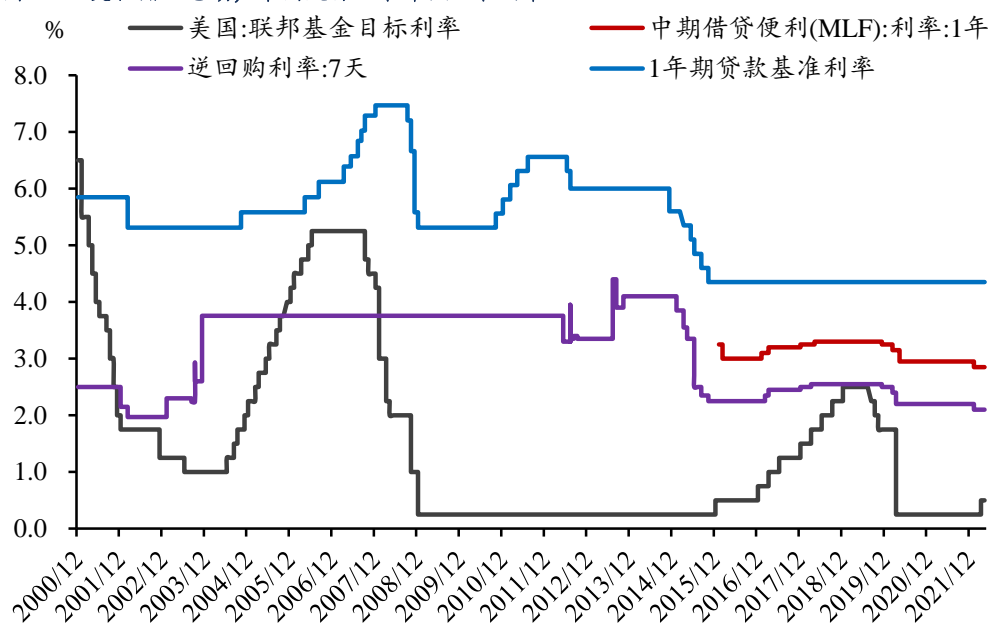
注: 阴影部分为预测增速

三、货币政策展望：宽信用成为主要发力方向

3.1 中美利差倒挂和汇率贬值约束央行再降息

美联储加息驱动中美利差倒挂，限制了我国央行再降息的空间。2022年以来十年期美债收益率快速上升，驱动中美利差不断收窄，4月11日中美利差发生了近十年以来的首次倒挂。这主要是受到美国高通胀下市场加息预期不断强化的影响，2022年3月加息落地以来，美联储高官多次发表鹰派讲话，引导加息预期进一步发酵。在美联储开启加息后，全球各央行纷纷跟随效仿，但我国央行的政策基调更多选择“以我为主”，采取宽松操作尤其是降息较为谨慎。鉴于当前中美利差仍倒挂，央行若再降息，利差收缩压力加剧，或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期的形成。而且在历史上，在美联储的加息周期内，我国央行从未降低政策利率。

图 20：美联储加息期，中国央行从未降低政策利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：中美利差发生倒挂


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

近期来人民币屡次跌破几个整数关口，出现快速贬值，此轮人民币汇率贬值是一系列因素同时扭转的结果。

一是美国货币政策明显紧于中国，中美利差扭转。中美货币政策分化，美联储可能开启一轮史诗级的加息周期，对比之下，我国 2022 年稳增长压力较大，中央多次强调慎重出台具有收缩效应的政策，货币政策将维持相对偏松的基调。美国货币政策明显紧于中国，将推升美债收益率，缩小境内外利差，跨境资本可能从流入转为流出，进而推动人民币从升值转为贬值。

二是 2022 年以来资本外流压力增大，资本流动方向扭转。过去两年我国对外资吸引力增强，直接投资和证券投资维持双顺差。2022 年以来资本流出压力加大，多项高频指标均显示出资本外流迹象。从银行代客收付款差额上看，2 月份资本与金融项目由顺差转为逆差 241 亿美元，3 月份逆差进一步扩大至 322 亿美元。在中美利差持续收窄的背景下，中国国债对于外资吸引力有所弱化，3 月债券通境外持有量显著下滑，中央结算公司与上清所口径数据合计减少 1125 亿元。股市资金同样面临流出压力。

三是 2022 年出口增速可能前高后低，出口支撑扭转。2020 年下半年以来至 2021 年底，我国出口经历了一轮高速增长时期。但 2022 年，包括美国、欧洲在内的全球经济增长放缓，我国的出口前景面临挑战。此外，考虑到去年我国出口高景气源于海外生产能力受挫，而今年海外生产能力逐渐修复，我国出口份额有小幅下降风险，这将进一步加大我国出口下行压力，对人民币汇率的支撑也趋于减弱。

四是中国疫情防控领先的比较优势在 2022 年被打破，基本面扭转。去年，中国坚持动态清零政策，疫情防控持续领先。得益于疫情防控领先，中国生产有力恢复，叠加外需拉动，出口订单不断向中国转移，外汇市场流动性充裕，支撑人民币大幅升值。但今年 3 月份以来，中国疫情防控的相对优势被打破。众多发达经济体已经开始有序解封，中国疫情防控到目前为止仍面临严峻挑战。

图 22: 人民币汇率出现了快速贬值现象

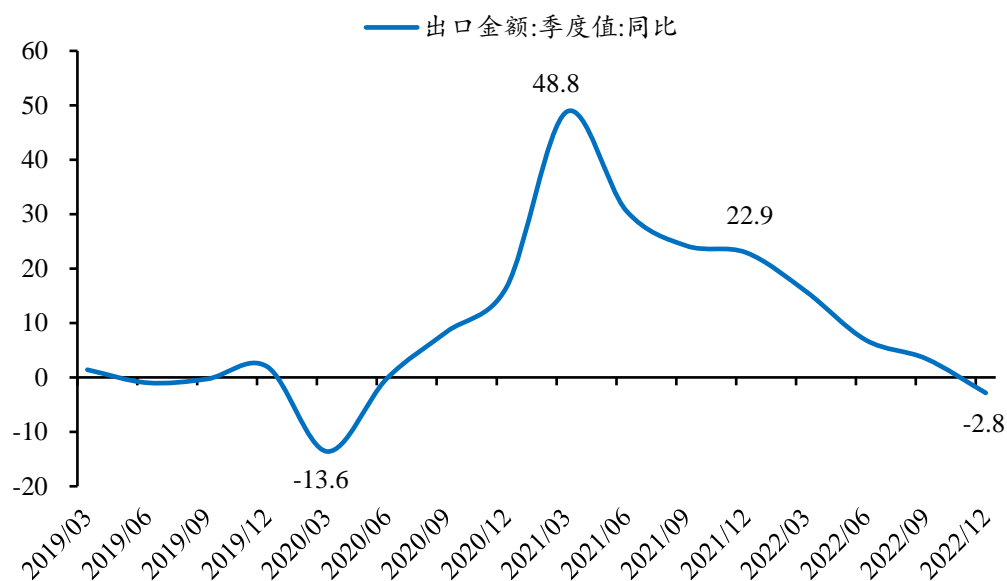


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差

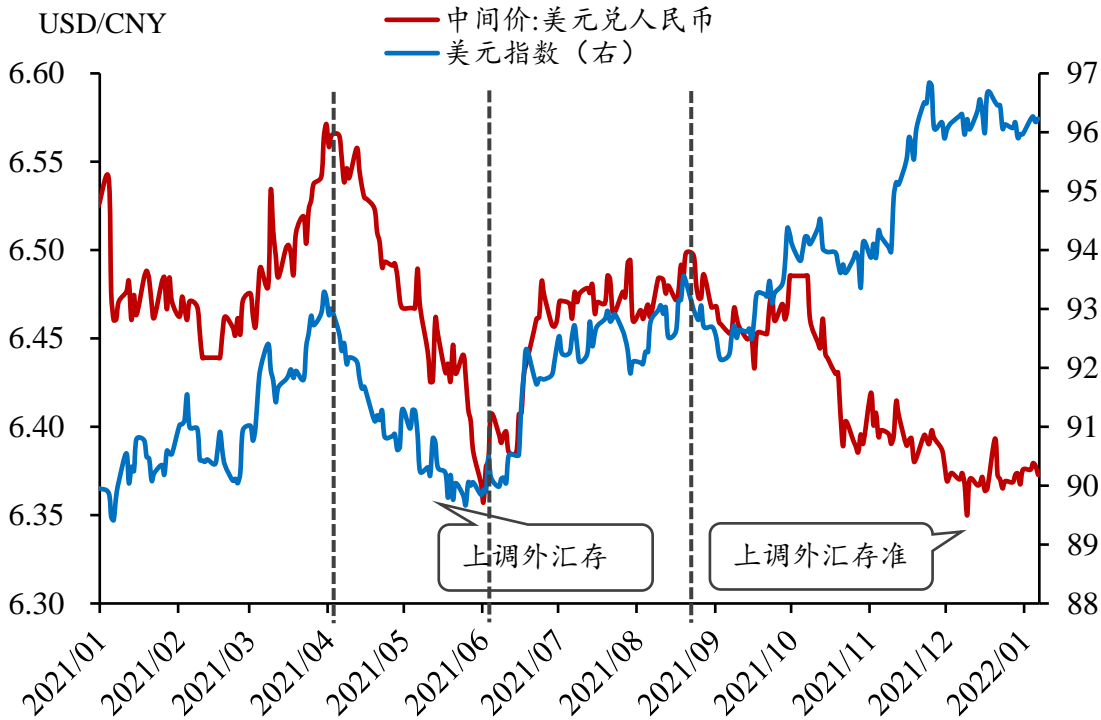


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

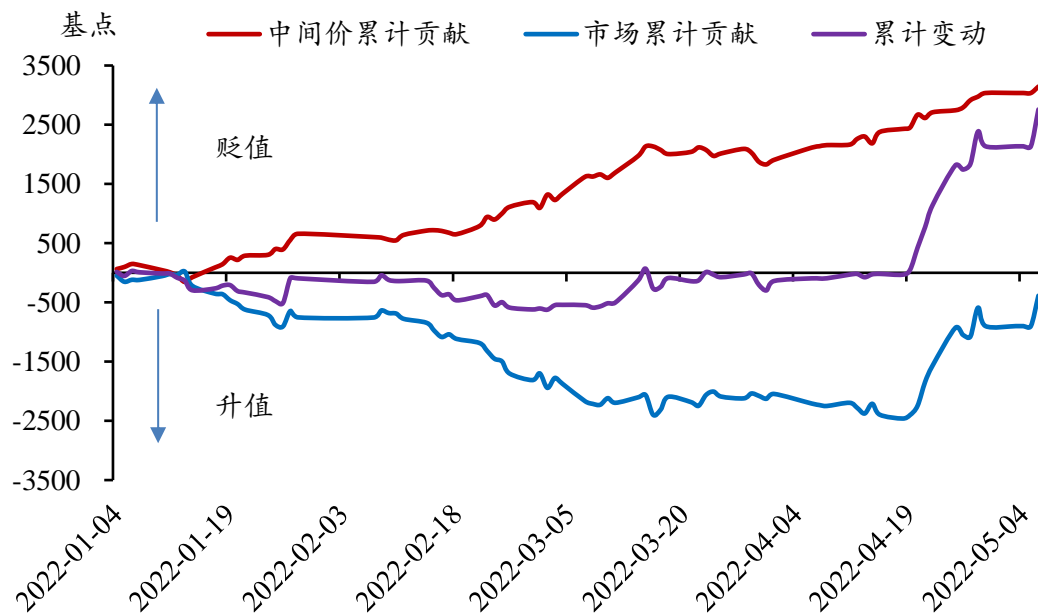
图 24：2022 年出口增速可能前高后低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在汇率贬值的压力下，中国央行再降政策利率的空间已经很小。从中长期基本面来看，一系列支撑汇率升值因素都在发生扭转，这一轮人民币贬值恐怕难以在短时间内停息。在这一贬值压力下，央行降息空间被进一步压缩，一是若再降息，或进一步刺激人民币贬值，有违汇率“在合理均衡水平上保持基本稳定”的大基调，二是预期失调后再做纠偏势必付出更大代价。此外，4月25日央行下调外汇存款准备金率1个百分点，这释放了明确的稳汇率信号。从历史上看，2021年5月和12月央行曾两次上调这一工具抑制升值，而下调外汇存准率，能够释放一部分外汇流动性，增加外汇市场上的美元供给，从而缓解人民币贬值压力。我们将人民币即期汇率的变动分解为市场贡献和中间价贡献后，可以看到，3月后半月，市场力量总体贡献贬值，中间价力量总体贡献升值，这反映出人民币汇率大幅贬值和持续贬值并非合意结果。

图 25：2021 年央行两次上调外汇存准率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：中间价贡献所反映的操作思路


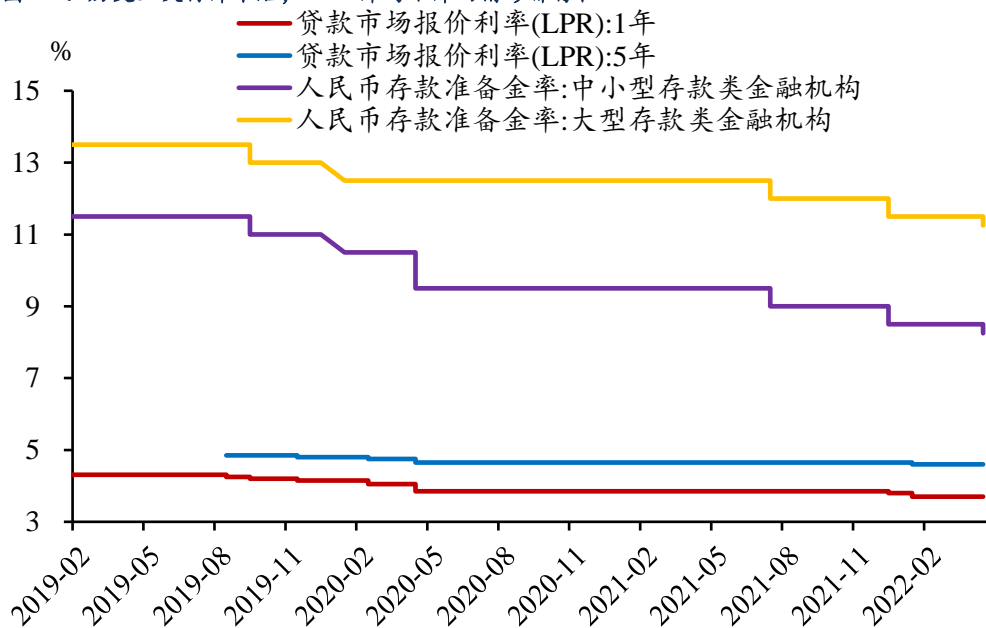
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 预计 LPR 仍有下调空间

1 年、5 年期 LPR 均有下调空间。历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在，但我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，一是降准能够降低金融机构资金成本，此次降准节约成本约 65 亿元，理论上有力推动 LPR 下调。二是 4 月 13 日国常会上鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率。三是市场利率定价自律机制鼓励中

小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点 (BP) 左右。至此，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有不同程度缓解，存在充足空间推动 LPR 进一步下调。由于当前是宽信用发力窗口，未来要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。我们判断本月中旬 1 年、5 年期 LPR 有较高可能性出现下调。

图 27：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、市场走势展望：价值跑赢成长的风格延续

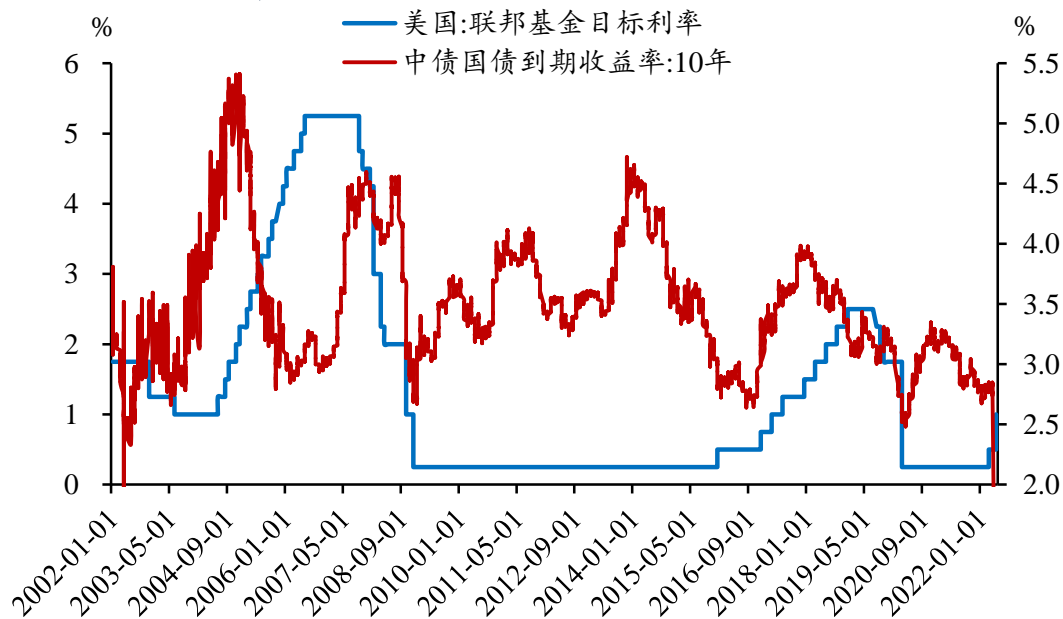
4.1 美债走熊，中债收益率易升难降

美联储加息周期内美债走熊。历史上，美联储的多次加息都无一例外地推动美债走熊，10 年、2 年期美债收益率在加息周期内均明显上行。当前美联储继续加息的确定性高，再次加息 50bp 的可能性高，美联储开启渐进式缩表，对长端美债收益率形成支撑。1) 短期来看，工资通胀螺旋升温、油价走强或引导通胀预期进一步发酵，同时美国经济增长动能仍存，实际利率继续作为支撑，上半年 10 年期美债利率维持在 3% 上下的可能性较大，高点或突破 3.2%。2) 中长期来看，通胀预期和加息预期已较为充分，未来趋于降温，但政策利率的抬升和缩表将继续对长端利率形成支撑，下半年 10 年期美债利率或维持高位震荡。

中债表现受国内基本面的影响更大，下半年债市收益率易升难降。中美利差收窄将在一定程度上弱化中国国债对外资的吸引力，对债市而言存在资本流出的压力。回顾历史表现，美联储加息期内，中债表现更多以国内经济基本面为主。2004 年中国跟随美国加息，债市应声下跌，但 2005 年随着国内央行降准等一系列政策落地刺激债市走强；2015 年央行和美联储政策错位，央行在 2015 年的加息周期中多次降息、降准推动债市走牛，而 2016 年央行收紧流动性后转为熊市行情。这一轮中美政策再度背离，中国面临内外压力下稳增长重要性更高、政策基调偏松，上半年十年期国债收益率的上行压力不大，预计位于 2.8-3.0% 之间。下半年稳增长政策生效，宽信用向实体经济的传导增强，债市收益率易升难降。

图 28: 美联储加息周期内美债走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 美联储加息期内, 中债受国内基本面影响更大


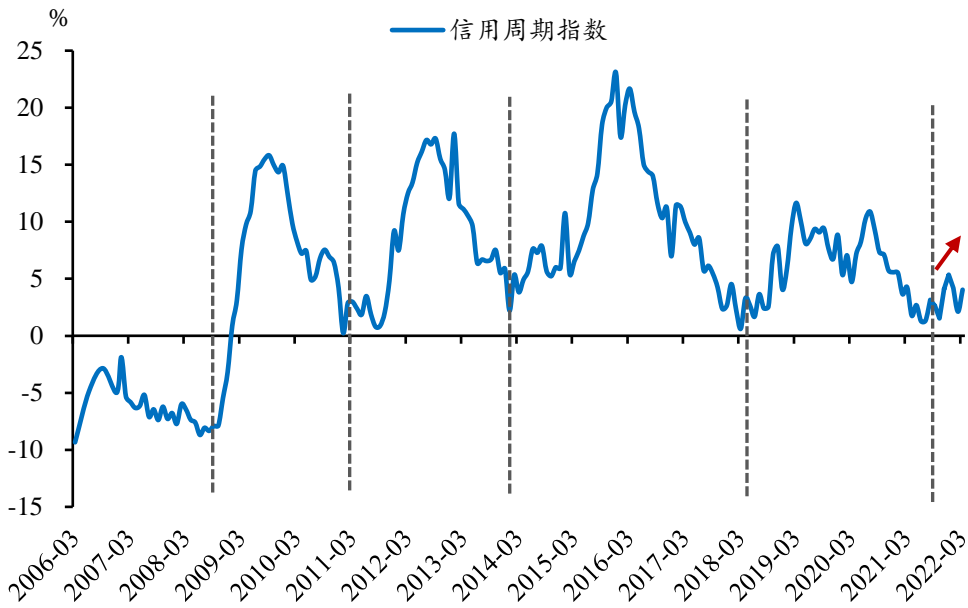
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 A股: 价值跑赢成长风格延续

信用扩张初期, 价值股一般能够跑赢成长股。由于信用周期与经济周期不同步, 前者向后者传导需要时间, 故而股市行情通常滞后于信用周期。即当信用开始收缩时, 股市的上行通常还能再维持一段时间。根据我们构建的信用周期指数, 当前正处于信用扩张初期, 结合历史数据来看, 在信用周期指数触底回升的一段时间里, 价值股一

一般能够跑赢成长股。因此，我们预计 A 股价值跑赢成长的风格将延续。

图 30：当前正处于信用扩张初期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31：信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情演化超预期，货币政策超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 许锦川 | 13699765009 | xujinchuan@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。