



宏观研究

【粤开宏观】走出“至暗时刻”，建议尽快发行特别国债

2022年05月16日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】四十年一遇的通胀和加息周期 美联储5月议息会议点评》2022-05-05

《【粤开宏观】特别国债或可重出江湖：2万亿，三大专项任务》2022-05-08

《【粤开宏观】出口增速滑入个位数阶段：4月进出口数据点评》2022-05-10

《【粤开宏观】CPI再上2阶段：4月通胀数据点评》2022-05-11

《【粤开宏观】“双城记”：广州、深圳财力差异大解密》2022-05-11

摘要

一、4月经济因疫情遭遇“冰封”，居民、企业、基层政府均面临困境

4月是国内疫情反弹最为严重的时刻，上海和吉林进行了严格的封控，其他省市也受到了不同程度的冲击。**国内经济遭遇“冰封”，生产、消费、投资、出口等经济数据全面下滑。**金融是经济的映射，4月金融数据也不太乐观，新增信贷和社融同比“腰斩”。

4月经济呈现出部分“滞胀”特征：经济下行，CPI通胀上升。滞胀有两方面影响：首先是损害社会福利水平，降低老百姓的幸福感。若以失业率加上通货膨胀率之和的指标衡量“痛苦指数”，则4月痛苦指数由前值7.3%升为了8.2%。**其次是压缩宏观调控的政策空间，使政策陷入两难。**刺激经济的话，会加剧通胀；抑制通胀的话，又会加大经济下行压力。

宏观之下，中低收入人群、小微企业、餐饮旅游等行业、以及基层政府均面临困境。4月经济主要依靠中央财政发力进行托底。**这在新增存款上有充分体现：通常每年4月居民和企业存款会季节性下降，财政性存款季节性上升，但今年4月居民和企业存款同比少减，财政性存款同比少增。**

二、需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在4月集中显现

1、需求收缩：内需上，消费、投资持续低迷；外需上，出口大幅回落

消费受居民收入增速放缓、预防性储蓄上升、消费场景受限等因素拖累。4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，其中商品零售和餐饮收入分别下降9.7%和22.7%，连续两个月负增长。

投资上体现为房地产销售、投资持续下滑，企业中长期贷款需求低迷。今年本该是销售旺季的3、4月份，由于疫情冲击，房地产销售额同比却分别下降26.2%和46.6%。4月企（事）业单位中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元，反映企业中长期资本开支意愿低迷。

4月出口增速大幅下滑，同比增长仅3.9%，显著低于一季度的15.8%。一是海外需求放缓；二是出口订单转移；三是国内疫情反弹对供应链、物流、港口等造成冲击，影响出口活动的正常进行。

2、供给冲击：服务业>制造业>建筑业，人员、物流、供应链受限，推高物价

本轮疫情反弹与前几轮的最大不同，在于产业链的稳定性和经济循环受到威胁，不仅严重影响消费和服务业，还波及了工业生产和出口。4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，是自2020年一季度之后首次出现负增长；服务业生产指数同比下降6.1%，连续两个月负增长。

从受冲击程度来看，服务业>制造业>建筑业。4月三者的PMI指数分别为



40.0%、47.4%和 52.7%，较疫情反弹前的 2 月分别下降 10.5、2.8 和 4.9 个百分点。**供给冲击的另一个影响是推高物价**，4 月 CPI 同比由前值 1.5%升至 2.1%。需求端囤货需求增加，供给端物流成本上升。

3、预期转弱：消费、投资意愿低迷，市场信心不足，人民币汇率贬值

疫情进展的不确定性，居民、企业等微观主体资产负债表受损，俄乌冲突、美联储政策紧缩等外部环境错综复杂，中美经济和政策周期错位等，都使得市场预期进一步走弱。

预期转弱体现在两方面：一是居民消费和企业投资意愿低迷；二是资产价格下跌，上证指数从 3 月初的 3500 点左右一度跌至最低 2863 点，目前仍在 3000 点左右徘徊；人民币兑美元汇率也从 3 月初的 6.31 快速贬至近 6.80。

三、4 月和二季度或是经济谷底，特别国债等政策仍有必要尽快出台

从全年来看，4 月和二季度或是经济谷底。5 月工业生产增速应能转正，二季度 GDP 增速应能实现正增长，但增速或低于 4%；若内外部干扰因素减弱，政策充分发力并落地生效，下半年 GDP 增速有望回到 5%以上。

我们既要看到困难，也要看到亮点，不宜过于悲观。首先，5 月以来尽管疫情形势依然严峻，但边际好转；其次，基建、地产政策持续加码；最后，财政、货币政策增量工具将陆续出台。

财政政策方面，可考虑发行特别国债，专项用于基建、发放现金救济、抗疫纾困三大任务（详见《特别国债或可重出江湖：2 万亿、三大任务》）；**货币政策方面**，一是进一步降准降息，二是使用更多结构性工具。

疫情偷走了 4 月，但我们还有未来。

风险提示：疫情发展超预期、政策调控超预期、外部冲击超预期



目 录

一、4月经济因疫情遭遇“冰封”，居民、企业、基层政府均面临困境	4
二、需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在4月集中显现	6
1、需求收缩：内需上，消费、投资持续低迷；外需上，出口大幅回落	6
2、供给冲击：服务业>制造业>建筑业，人员、物流、供应链受限，推高物价	9
3、预期转弱：消费、投资意愿低迷，市场信心不足，人民币汇率贬值	10
三、4月和二季度或是经济谷底，特别国债等政策仍有必要尽快出台	11

图表目录

图表 1：4月经济数据全面下滑	4
图表 2：4月痛苦指数明显上升	5
图表 3：4月新增社融同比“腰斩”	5
图表 4：4月居民和企业存款同比少增，财政性存款同比少增	6
图表 5：消费同比降幅进一步扩大，连续两个月负增长	7
图表 6：当前房地产销售严峻程度堪比 2020 年一季度	7
图表 7：4月居民、企业信贷需求显著收缩	8
图表 8：4月出口增速大幅下滑	8
图表 9：4月工业和服务业同比均出现负增长	9
图表 10：4月服务业、制造业、建筑业 PMI 全面下滑	9
图表 11：4月 CPI 和食品价格同比上升	10
图表 12：A 股再度跌至 3000 点	11
图表 13：3月以来人民币兑美元汇率快速走贬	11
图表 14：疫情新增确诊已拐头向下	12
图表 15：货运物流持续改善	12

一、4 月经济因疫情遭遇“冰封”，居民、企业、基层政府均面临困境

4 月是国内疫情反弹最为严重的时刻，上海和吉林进行了严格的封控，其他省市也受到了不同程度的冲击。**国内经济遭遇“冰封”，经济数据全面下滑。**金融是经济的映射，4 月金融数据也不太乐观，新增信贷和社融同比“腰斩”。

图表1：4 月经济数据全面下滑

类别	指标	2022 年 3 月	2022 年 4 月	变化
生产（当月同比）	工业增加值	5.0	-2.9	-7.9
	服务业生产指数	-0.9	-6.1	-5.2
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	-3.5	-11.1	-7.6
	商品零售	-2.1	-9.7	-7.6
	餐饮收入	-16.4	-22.7	-6.3
投资（累计同比）	固定资产投资	9.3	6.8	-2.5
	房地产投资	0.7	-2.7	-3.4
	制造业投资	15.6	12.2	-3.4
	基建投资	10.5	8.3	-2.2
出口（当月同比）	出口	14.7	3.9	-10.8
房地产（当月同比）	房地产投资	-2.4	-10.1	-7.7
	商品房销售面积	-17.7	-39.0	-21.3
	商品房销售额	-26.2	-46.6	-20.4

资料来源：Wind、粤开证券研究院

4 月经济呈现出部分“滞胀”特征：一方面，经济下滑，生产、消费、房地产投资等都出现负增长，失业率连续 6 个月上升，升至 6.1%；另一方面，CPI 通胀上升，由前值 1.5% 升至 2.1%。如果这个趋势延续，将演变成“滞胀”。

滞胀有两方面影响：首先是严重损害社会福利水平，降低老百姓的幸福感。有一个指标叫做“痛苦指数”，就是失业率加上通货膨胀率，4 月痛苦指数由前值 7.3% 升至 8.2%。一方面，经济下滑，显性和隐性失业增加，居民收入下滑；另一方面，通胀上升，生活成本加重，都严重影响民生。**其次是压缩宏观调控的政策空间，使政策陷入两难。**刺激经济的话，会加剧通胀；抑制通胀的话，又会加大经济下行压力。



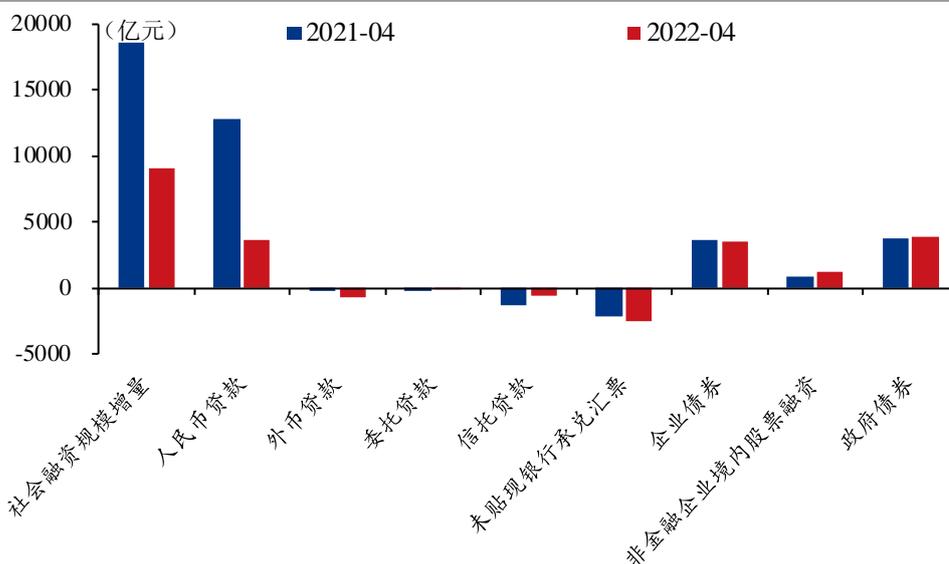
图表2：4月痛苦指数明显上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

4月金融数据也与经济数据相一致，新增信贷和社融同比减半，远低于市场预期。4月社融存量同比增长10.2%，较上月下降0.4个百分点；新增社融9102亿元，同比少增9468亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加3616亿元，同比少增9224亿元。居民和企业出现了“信贷需求塌方”。

图表3：4月新增社融同比“腰斩”



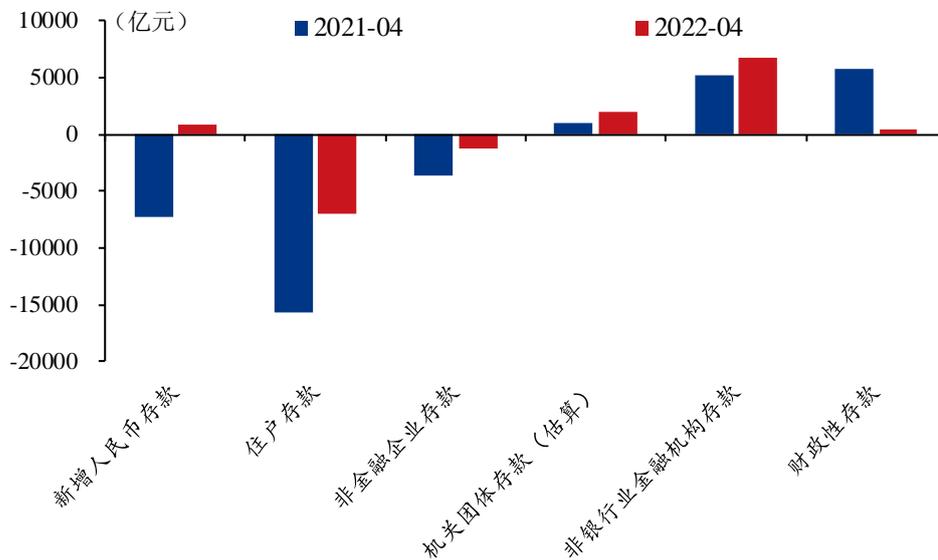
资料来源：Wind、粤开证券研究院

宏观之下，中低收入人群、小微企业、餐饮旅游等行业、以及基层政府均面临困境。4月经济主要依靠中央财政发力进行托底。这在新增存款上有充分体现，4月居民和企业存款都会出现季节性下降，但是今年4月住户存款减少7032亿元，同比少减8677亿元，非金融企业存款减少1210亿元，同比少减2346亿元。这并非因为经济好转，而是居民



购房支出下降，所以存款少减；企业受到增值税留抵退税、缓缴税费、减税降费等政策优惠，所以存款少减；相应地，4月财政性存款仅季节性增加410亿元，同比少增5367亿元，体现了货币政策和财政政策协调联动，支持助企纾困、稳就业保民生，共同发力稳定宏观经济大盘。

图表4：4月居民和企业存款同比少减，财政性存款同比少增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

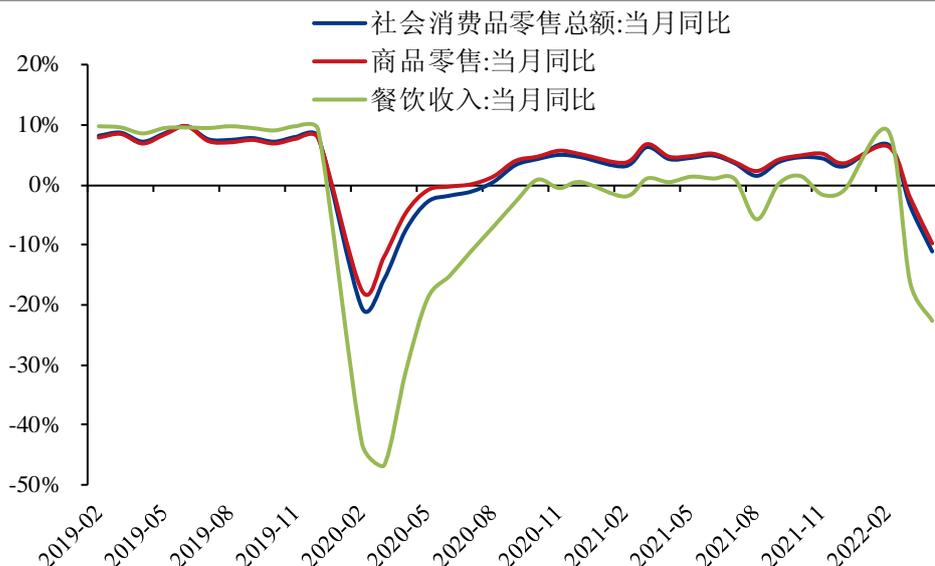
二、需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在4月集中显现

1、需求收缩：内需上，消费、投资持续低迷；外需上，出口大幅回落

消费受居民收入增速放缓、预防性储蓄上升、消费场景受限等因素拖累。首先，经济下行，居民收入下降，消费自然随之减少；其次，即使收入不变，为了应对疫情带来的风险增加，居民不得不增加预防性储蓄，消费支出比例下降；最后，即便是居民有消费需求，疫情导致的防控趋严也限制了消费的实现。4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，其中商品零售和餐饮收入分别下降9.7%和22.7%，连续两个月负增长，降幅仅次于2020年初疫情刚爆发的时候。



图表5：消费同比降幅进一步扩大，连续两个月负增长

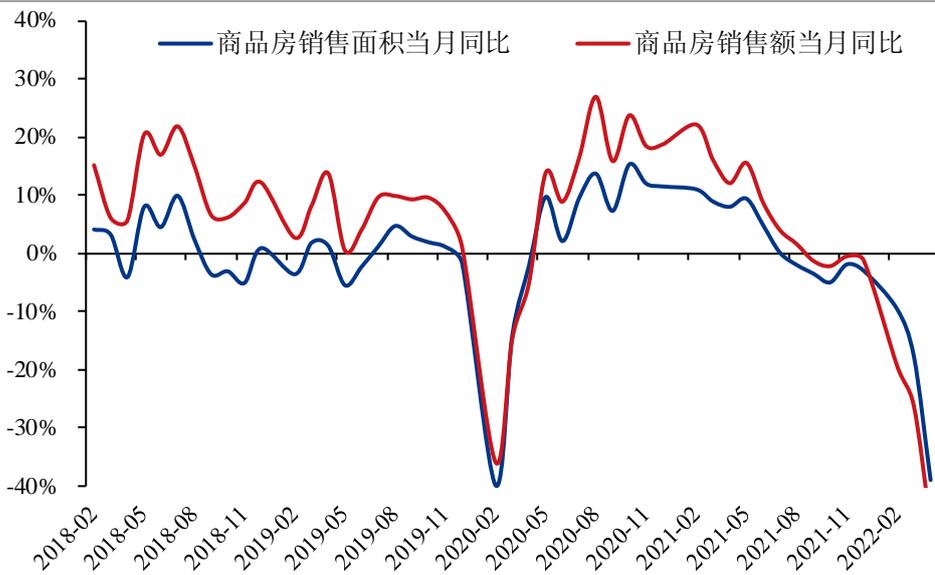


资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

投资上体现为房地产销售、投资持续下滑，企业中长期贷款需求低迷。房地产销售有“金三银四”“金九银十”的说法，而今年本该是销售旺季的3、4月份，由于疫情冲击，房地产销售额同比却分别下降26.2%和46.6%，严峻程度堪比2020年一季度。

1-4月固定资产投资完成额累计同比6.8%较前值下降2.5个百分点；房地产投资、制造业投资、基建投资增速全面下滑，分别较前值下降3.4、3.4、2.2个百分点。这在金融数据上也得到充分反映。4月新增社融同比腰斩，主因新增信贷拖累；而新增信贷同比减半，源于居民和企业“信贷需求塌方”。4月居民住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元，购房需求下降导致房贷继2月之后再次出现净偿还；企（事）业单位中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元，反映企业中长期资本开支意愿低迷；票据融资增加5148亿元，同比多增2437亿元，表明银行只能依靠短贷冲量来满足监管要求。

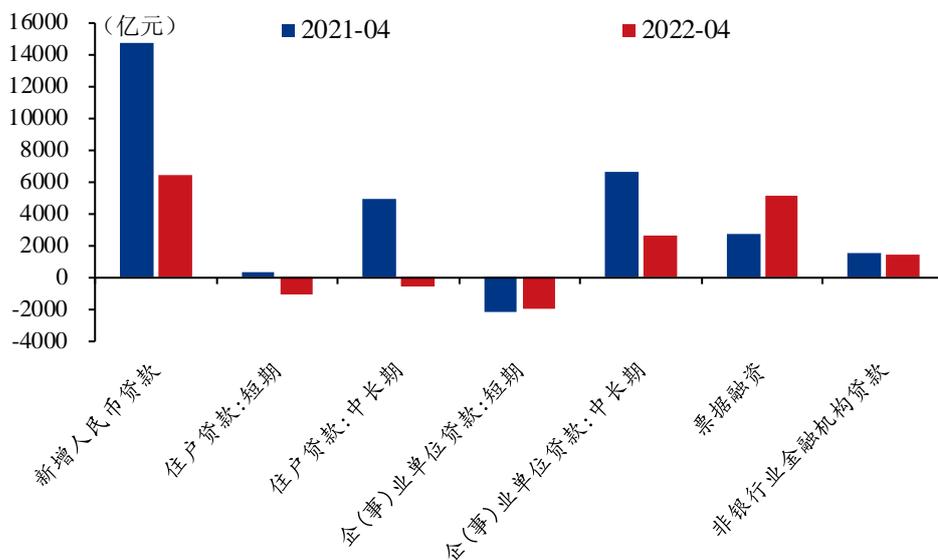
图表6：当前房地产销售严峻程度堪比2020年一季度



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）



图表7：4月居民、企业信贷需求显著收缩



资料来源：Wind、粤开证券研究院

4月出口增速大幅下滑，同比增长仅3.9%，显著低于一季度的15.8%。原因有三：一是海外需求放缓，一方面，美国居民需求从商品消费转向服务消费，另一方面，欧美持续高通胀侵蚀了居民的消费能力；二是出口订单转移，之前中国疫情防控好于东南亚，订单转移到了中国，如今东南亚疫情好转，生产恢复，订单出现回流；三是国内疫情反弹对供应链、物流、港口等造成冲击，影响出口活动的正常进行。

图表8：4月出口增速大幅下滑

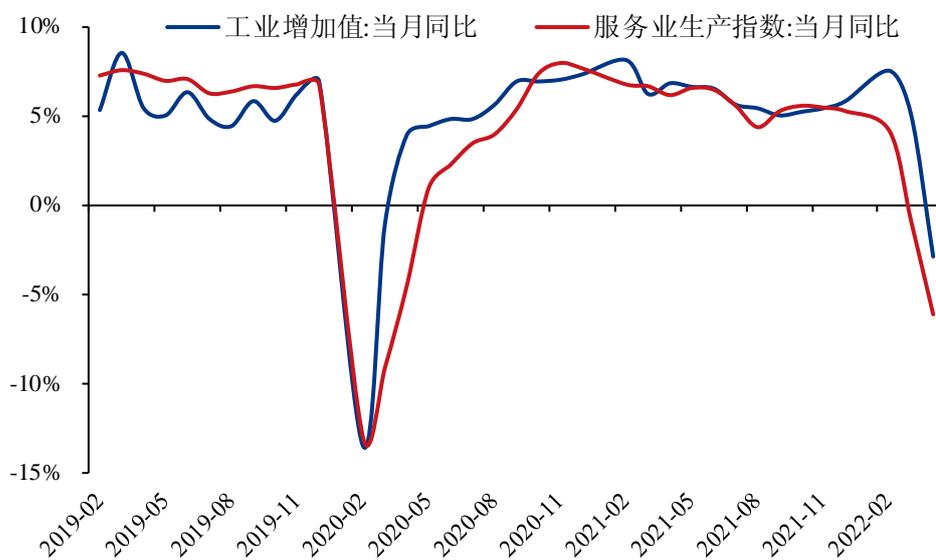


资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

2、供给冲击：服务业>制造业>建筑业，人员、物流、供应链受限，推高物价

本轮疫情反弹与前几轮的最大不同，在于产业链的稳定性和经济循环受到威胁，不仅严重影响消费和服务业，还波及了工业生产和出口。人员被限制流动、市内和城际交通受阻、供应链产业链紧张，都极大地干扰了正常的生产秩序。4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，是自2020年一季度之后首次出现负增长；服务业生产指数同比下降6.1%，连续两个月负增长。

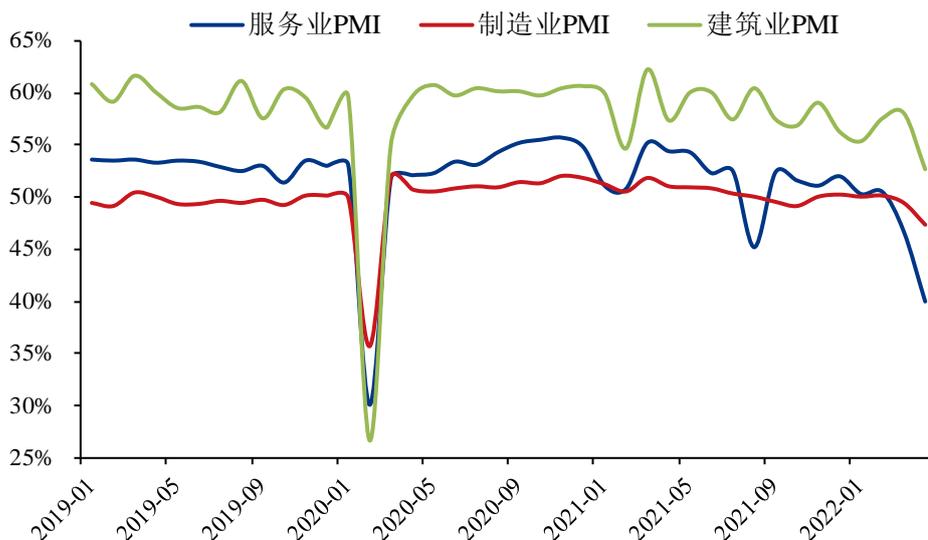
图表9：4月工业和服务业同比均出现负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

从受冲击程度来看，服务业>制造业>建筑业。4月三者的PMI指数分别为40.0%、47.4%和52.7%，较疫情反弹前的2月分别下降10.5、2.8和4.9个百分点。4月服务业21个调查行业中有19个位于收缩区间；制造业15个调查行业中有12个位于收缩区间；建筑业PMI也大幅回落。

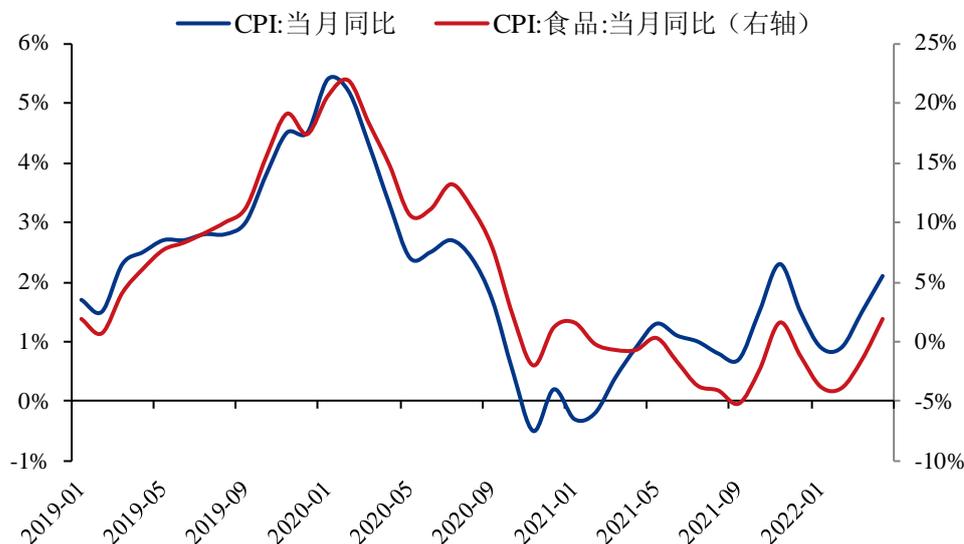
图表10：4月服务业、制造业、建筑业PMI全面下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

供给冲击的另一个影响是推高物价，4月CPI同比由前值1.5%升至2.1%。需求端囤货需求增加，供给端物流成本上升，导致食品CPI同比由前值-1.5%升至1.9%。疫情冲击推高物流成本、俄乌冲突和人民币贬值加剧输入性通胀压力、猪周期反弹和全球粮食短缺推高食品价格，未来通胀压力将明显上升，对居民生活和货币政策造成不利影响。

图表11：4月CPI和食品价格同比上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、预期转弱：消费、投资意愿低迷，市场信心不足，人民币汇率贬值

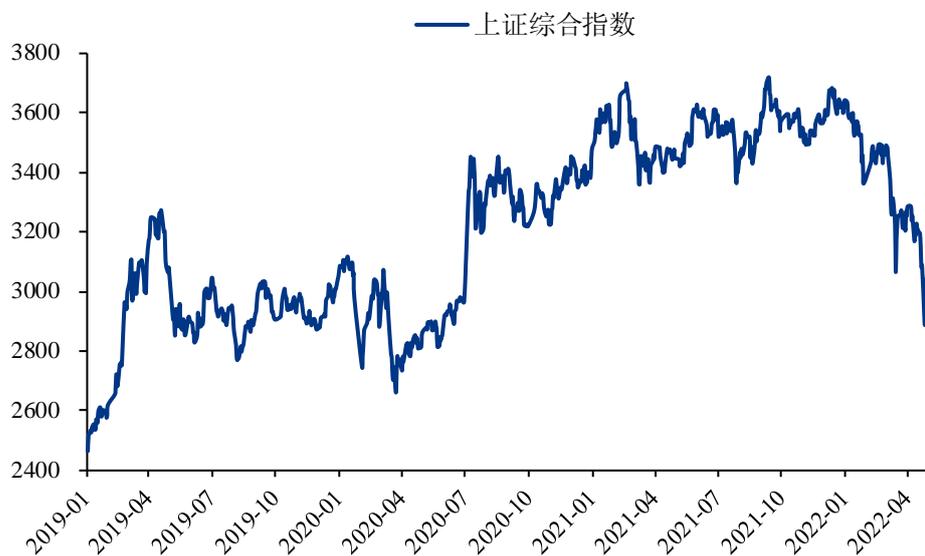
疫情进展的不确定性，居民、企业等微观主体资产负债表受损，俄乌冲突、美联储政策紧缩等外部环境错综复杂，中美经济和政策周期错位等，都使得市场预期进一步走弱。

预期转弱体现在两方面：一是如前所述，居民消费和企业投资意愿低迷；二是资产



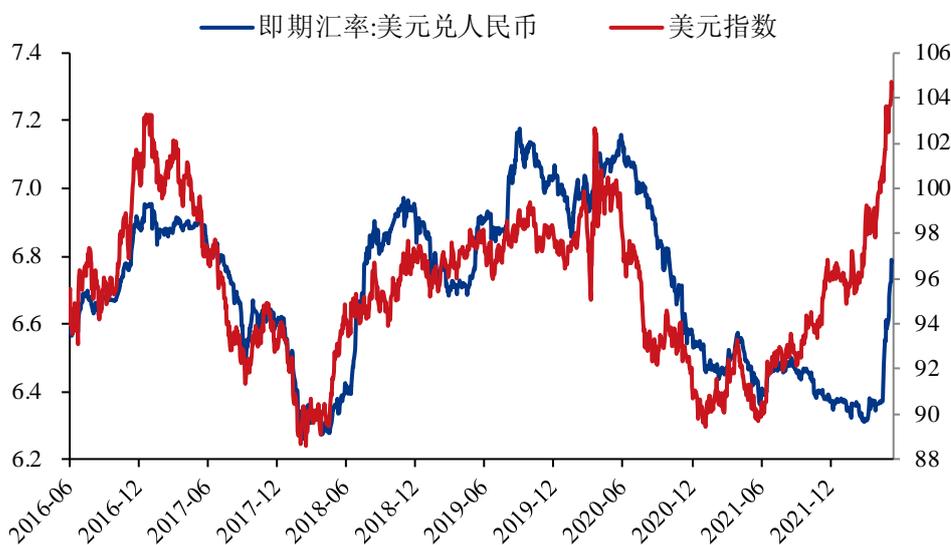
价格下跌，上证指数从3月初的3500点左右一度跌至最低2863点，目前仍在3000点左右徘徊；人民币兑美元汇率也从3月初的6.31快速贬至近6.80。

图表12：A股再度跌至3000点



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表13：3月以来人民币兑美元汇率快速走贬



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、4月和二季度或是经济谷底，特别国债等政策仍有必要尽快出台

从全年来看，4月和二季度或是经济谷底。5月工业生产增速应能转正，二季度GDP

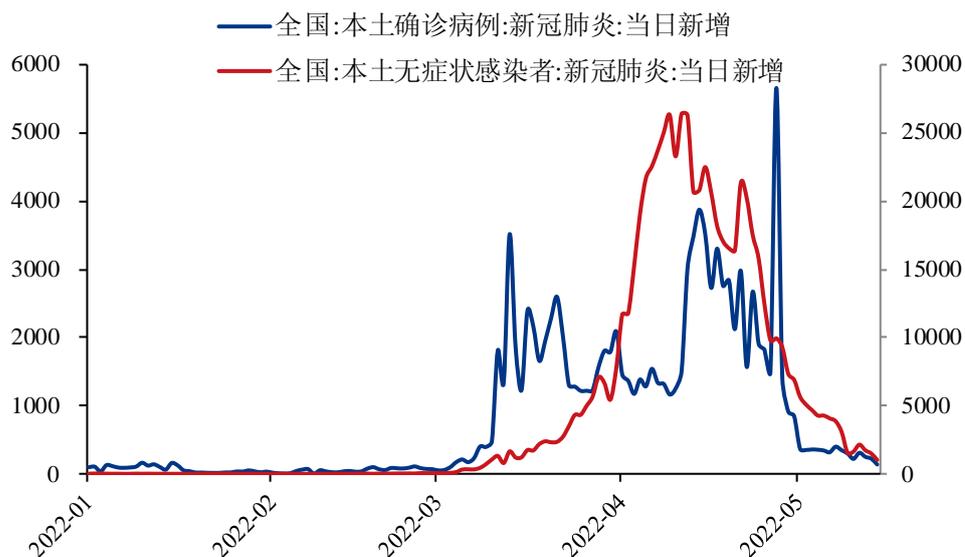


增速应能实现正增长，但增速或低于 4%；若内外部干扰因素减弱，政策充分发力并落地生效，下半年 GDP 增速有望回到 5%以上。

我们既要看到困难，也要看到亮点，不宜过于悲观。

首先，5 月以来尽管疫情形势依然严峻，但边际好转。无论是新增确诊病例还是无症状感染者，都已拐头向下。上海市宣布，从 5 月 16 日起，分阶段推进复商复市；6 月 1 日至 6 月中下旬，在严格防范疫情反弹、风险可控的前提下，全面实施疫情防控常态化管理，全面恢复全市正常生产生活秩序。从货运物流指数来看，5 月以来出现了明显改善。

图表14：疫情新增确诊已拐头向下



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表15：货运物流持续改善



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其次，基建、地产政策持续加码。投资是稳增长最有效的抓手。5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。之前的房地产调控放松均为各地“因城施策”，而该政策是全国性调控放松，反映出地产政策放松的决心和力度。基建投资也是稳投资的重要一环，力度也将进一步增强。5月和6月或将迎来专项债发行高峰，传统基建和新型基建都是发力重点。

最后，财政、货币政策增量工具将陆续出台。4月29日中央政治局会议指出要“努力实现全年经济社会发展预期目标”，“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”。

财政政策方面，可考虑发行特别国债，专项用于三大任务，即：1) 支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；2) 对特定低收入人群而非全体居民发放现金，将有限资金用在刀刃上，促进消费或提高其抗风险能力，确保社会和人心稳定；3) 支持各地常态化核酸检测等疫情防控举措，缓解基层压力。

货币政策方面，一是进一步降准降息，扩大商业银行对实体的让利空间，降低实体融资成本，提振信贷需求；**二是使用更多结构性工具，**疏通“宽货币”向“宽信用”的传导渠道，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。

疫情偷走了4月，但我们还有未来。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com