



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

政策持续加码，4月或为年内经济底

2022年5月21日

(1) 美欧央行表态双双“偏鹰”，全球紧缩周期进一步强化

当地时间5月17日，美联储主席鲍威尔表示，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50个基点。他继续强调了美联储降低美国通胀的决心，表示会毫不犹豫地一直加息，直到美联储觉得金融状况处于合适的位置，并看到通胀正在下降。上周，欧洲央行行长拉加德在斯洛文尼亚的一次会议上表示，欧洲央行将在今年第三季度初始结束购债，随后数周内就会决定加息。本周二，荷兰央行行长兼欧央行管委Klaas Knot在一个电视节目上表示，建议欧央行7月加息25BP，如果通胀更严重，可以加息50BP。本周三，意大利央行行长兼欧央行管委会成员Ignazio Visco表示6月加息“肯定”是不可能的，7月“或许”是开始加息的时间。美欧央行不断释放鹰派信号，令市场对全球流动性收紧的预期继续高涨。从市场预期看，CME公布的数据显示，本周市场对美联储6月和7月加息50个BP的概率分别升至94.9%和94.7%，表明未来两个月美联储共加息100个BP确定性较强。今年下半年，对我国来说，货币政策宽松的空间将进一步缩窄。

(2) 国内货币市场流动性仍然充裕，LPR调降利好资本市场

本周，央行公开市场操作继续保持稳健，每日保持投放7D逆回购100亿元，利率保持2.1%，此外，5月17日央行对于到期的1000亿MLF等量续作，利率2.85%，叠加此前投放的逆回购到期，本周央行公开市场操作累计净投放-100亿元。货币市场利率方面，截止5月20日，DR007和SHIBOR1W分别为1.58%和1.67%，较5月13日分别上行3个BP和下行0.6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。5月13日至5月20日，人民币兑欧元贬值，兑美元略微升值。本周，中国十年期国债收益率上升，美国十年期国债收益率下降，一升一降之间，中美利差在5月20日结束了4月29日以来持续的倒挂，对人民币汇率和我国国内货币政策造成的压力暂时有所缓解。

5月20日，1年期LPR报3.7%保持不变，5年期LPR报4.45%，调降15BP。本次下调5年期LPR主要针对近期信贷结构中企业和居民中长期贷款疲弱，意在提振中长期融资需求，解除推进宽信用的主要阻碍。目前国内疫情正在逐步缓和，企业生产经营活动将逐步恢复，结合5年期LPR下调降低融资成本，预计企业部门中长期信贷需求将有所回升。居民中长期融资主要对应房地产信贷，5年期LPR与首套商业住房贷款的利率下限的下调将共同推动降低房贷利率，有助于提振房地产销售。对资本市场来说，调降LPR有助于增强市场对宽信用的预期，利好股市，利空债市。

(3) 疫情对4月经济冲击严重

3.1、消费萎缩超市场预期：2022年4月，社会消费品零售总额同比-11.1%（市场预期-5.9%），继上月之后继续同比为负（上月为2020年8月以来首次为负），且萎缩幅度加深，同比增速较上月-7.57PCTS。总

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

体上，4月因疫情防控形势较3月更为严峻，社零受到的拖累较3月更明显。5月开始，疫情有所缓和，疫情最严重的上海已经制定详细复工复产方案。与4月相比，5月社零大概率出现边际改善，但预计较难回到今年前2月的水平，消费较大幅度的回暖仍需时日。

3.2、固投降速，房地产投资拖累作用明显：2022年4月，固投同比+1.8%，较3月-4.8PCTS，其中，制造业投资同比+6.39%（较3月-5.55PCTS）、基建投资同比+4.35%（较3月-7.45PCTS）、房地产开发投资同比-10.07%（较3月-7.68PCTS）。4月，房地产投资带动固投下行2.67PCTS，制造业投资和基建投资分别带动固投上行2.42PCTS和1.45PCTS，房地产投资的加速下行，叠加制造业投资和基建投资增速不同程度的趋缓，带动固投增速较3月趋缓。

3.3、4月制造业投资增速较3月降低，主因疫情冲击和原材料价格高位运行：2022年4月，制造业投资+6.39%，较3月-5.55PCTS。4月制造业投资增速的下降，主要原因在于疫情冲击和原材料价格高位运行下制造业的预期边际转弱，投资需求受到压制。往后看，5月开始，疫情已现缓和趋势。从高频数据看，公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数及整车货运流量指数等物流指数自4月中下旬以来持续改善，物流阻塞对制造业生产和需求的干扰持续减弱，制造业预期有望边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计制造业投资仍将保持较强的韧性。

3.4、4月房地产投资下行幅度加大，继续拖累固投增速：2022年4月，房地产投资同比-10.07%，较3月-7.68PCTS。4月房地产投资数据继续筑底，除房屋竣工下滑幅度略有减小外，无论是房企施工、居民购房或是房企购地均呈现继续下滑态势。5月前两周，30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积仍在同比下滑，下滑幅度均超过4月水平，居民购房和房地产商购地仍然不积极，此外，100大中城市成交土地溢价率也低于去年较多，5月房地产投资或仍难以企稳。5月15日，人民银行、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，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。5月20日，5年期LPR调降15BP，居民购房成本进一步下降，对应到房地产销售上的具体效果仍需观察。若地产投资持续加速下行，后期不排除有更大的放松调控措施出台的可能。

3.5、4月基建投资增速下降，后续无忧：2022年4月，基建投资增速的下行，一方面与前3月存在一定“抢跑”，挤压4月基建份额有关，同时也受到疫情发酵，开工受限的影响（4月建筑业商务活动指数52.7%，较3月-5.4PCTS）。往后看，基建投资增速无忧。财政部要求6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，在假设对应的发行完成度为70%到90%之间的情况下，5月和6月总计发行专项债大概在1.21万亿元到1.94万亿元之间，平均每月0.60万亿元到0.97万亿元。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

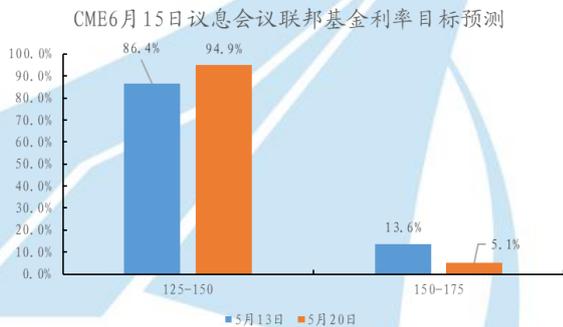
3.6、疫情冲击之下，4月工业增加值同比负增长：2022年4月，工业增加值同比-2.9%，为2020年4月以来首次为负。疫情冲击之下，制造业增加值同比的负增长是4月工业增加值同比为负的主因。4月，随着上海开始实质性封城以及全国多个城市疫情加剧，全国物流网络受到较大程度影响，PMI供货商配送时间指数录得37.2%，为仅次于疫情爆发的2020年2月（2020年2月PMI供货商配送时间指数

32.1%)的历史第2低位。统计局表示,不少企业反映物流运输困难加大,甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅,上下游相关企业生产经营均受到较大影响。制造业处在工业链下游,受到的影响更大,制造业增加值的同比下行,最终带动了4月工业增加值同比为负。往后看,5月开始疫情已现缓和趋势,高频物流指数自4月中下旬以来也在持续改善,疫情对工业生产的扰动缓解之下,预计5月工业增加值同比有望转正。

(4) 后续判断: 4月经济数据或为全年低点, 财政政策发力稳需求的迫切性凸显

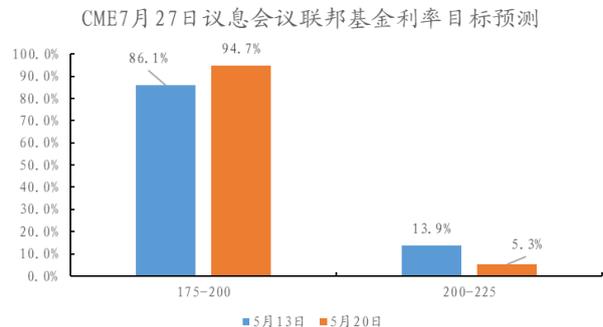
4月经济数据的下滑市场已有一定的预期,工业生产、消费、地产销售及投资等数据的走弱与此前公布的信贷数据之间相互印证。经济下行压力持续加大之下,稳增长政策需要持续发力。从4月金融数据看,居民和企业信用扩张动力受限,为实现稳增长,政府需通过资产负债表扩张稳需求,货币政策层面亦需给予配合。央行近期首提“宏观杠杆率会有所上升”,或预示着未来边际上加大货币宽松力度。但中美周期错配和目前货币市场利率已处低位之下,盲目宽松效果存疑。5月16日,央行对MLF进行等量平价续作,未来央行进一步宽松的时点,或在疫情相对稳定,实体经济内在融资需求复苏后。在货币政策相对受限的情况下,财政政策发力的迫切性进一步凸显,预计后续政府财政会积极加杠杆,通过政府资产负债表扩张来稳住需求。经济数据上,基于全国疫情4月中旬以来持续缓和,4月数据有望成为低点,后续逐步修复。

图表 1: 市场预测美联储 6 月大概率加息 50BP



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 2: 市场预测美联储 7 月大概率加息 50BP



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 3: 美债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 美元走势



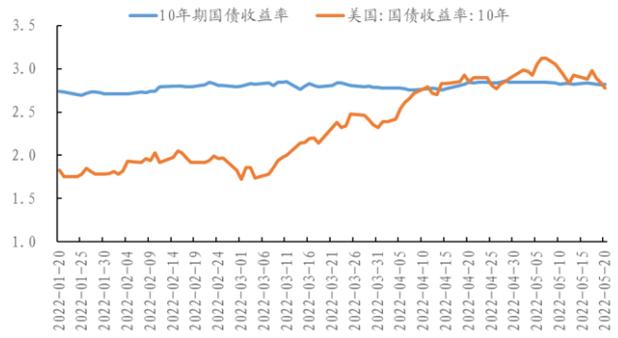
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 人民币汇率走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 5月20日中美利差结束“倒挂”(%)



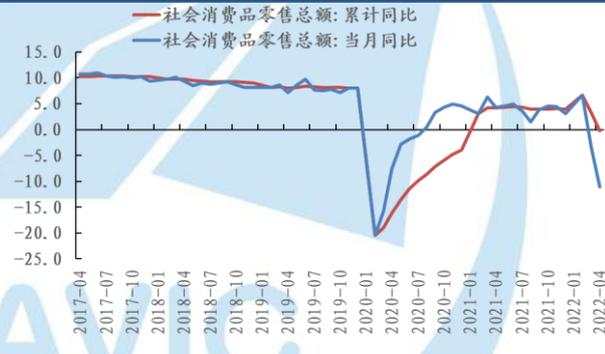
资料来源: wind, 中航证券研究所

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		

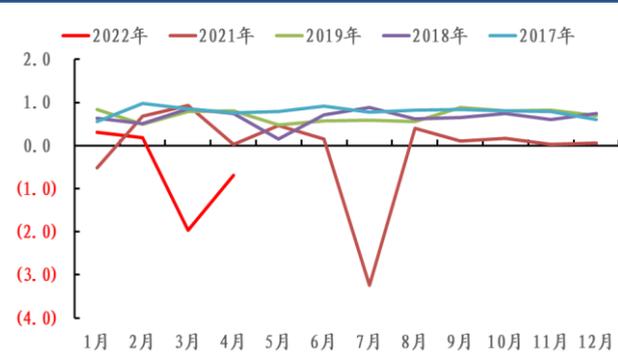
数据来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 中航证券研究所整理

图表 8: 社零同比增速走势(%)



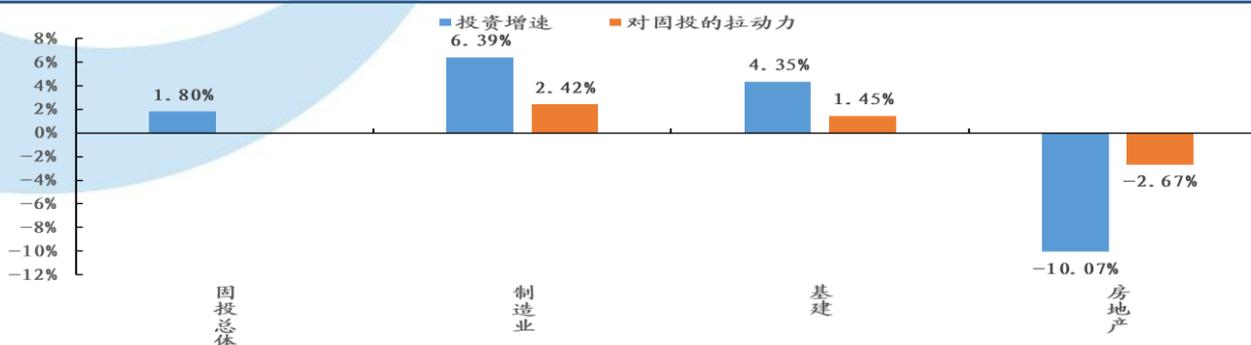
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图表 9: 社零环比走势(%)



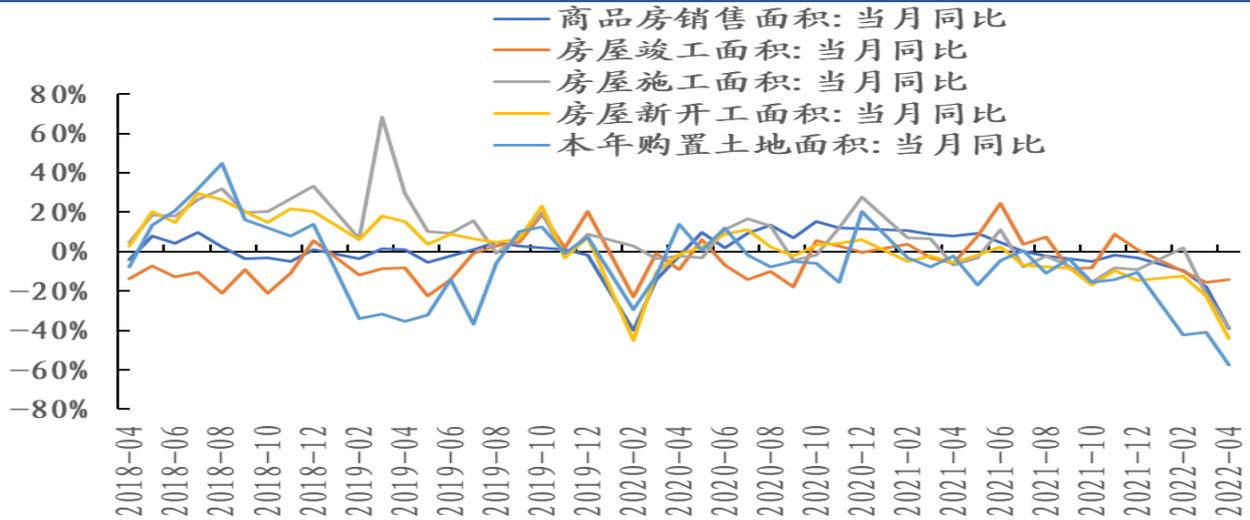
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 2022年4月固投及主要分项投资增速及拉动力



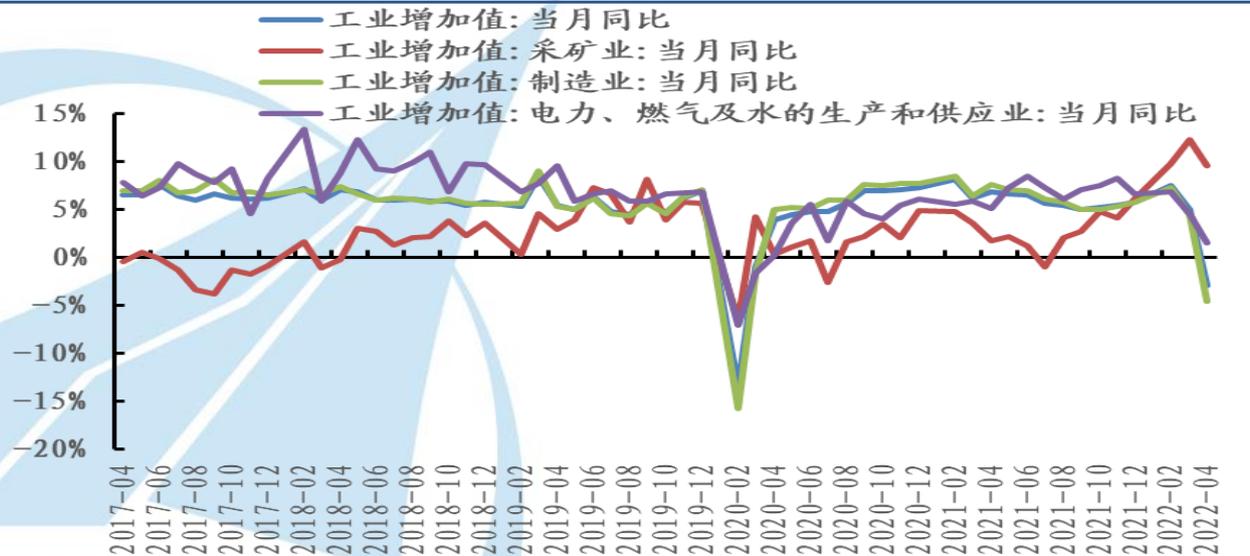
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 房屋施工、竣工、新开工面积, 商品房销售面积及本年土地购置面积当月同比走势



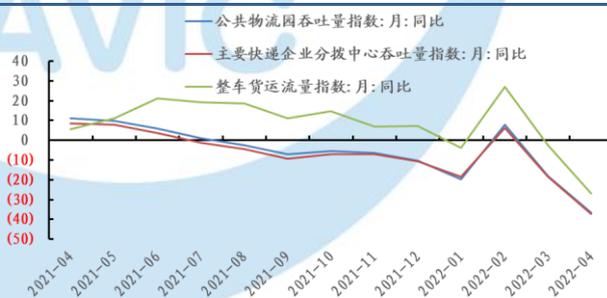
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 12: 工业增加值及其三大子行业同比走势



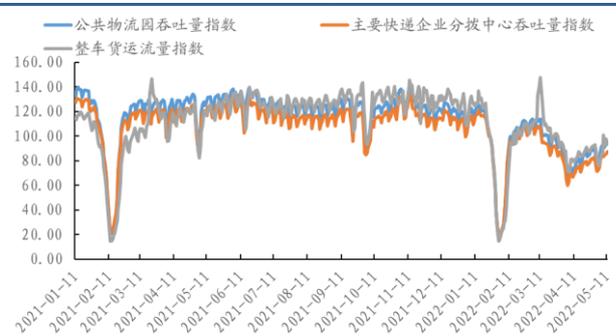
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 13: 4 月物流同比阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 4 月中下旬以来物流逐步改善



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 18 大城市今年较去年同期地铁客流量变化

	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
5月11日-5月18日		-30.1%	-77.1%	-	-26.1%	-8.4%	-22.0%	-4.4%	-16.7%	-33.2%	-67.6%	-18.0%	-17.5%	-15.6%	-18.0%	-1.6%	-30.5%	-16.2%	20.9%	6.9%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬		-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月		-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 红色代表负值, 绿色代表正值; 5月11日-5月18日合计同比为排除今年和去年同期上海数据之后计算值)

图表 16: 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月第二周	217.5	457.1	1,584.50	1,870.36	1000.2	2066.6	3.03	14.53
5月第一周	129.2	307.2	882.32	1,434.01	898.4	1430.5	1.11	20.07
4月第四周	221.6	458.8	2,741.36	4,231.06	1804.4	3406.3	6.59	21.17
4月第三周	214.7	419.7	1,776.91	2,465.30	1822.9	1805.9	4.07	27.78
4月第二周	181.5	410.1	1,725.06	2,169.17	1435.2	1465.8	2.73	28.62
4月第一周	152.0	367.6	966.02	3,242.17	806.1	1470.3	2.23	29.55
3月第五周	255.6	427.1	2,483.47	3,274.60	1991.5	1814.2	3.04	23.06
3月第四周	233.0	415.4	2,561.30	1,905.61	1305.5	1447.9	5.04	18.34
3月第三周	184.4	425.0	1,391.23	1,787.39	992.8	1433.4	4.32	16.40
3月第二周	203.3	377.9	2,414.81	1,905.13	1211.5	2676.8	5.12	20.11
3月第一周	238.0	412.8	1,903.04	1,974.48	1737.6	2742.7	4.82	14.02
4月合计	769.8	1656.2	7209.3	12107.7	5868.5	8148.3	—	—
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7238.8	10115.0	—	—
五月第二周同比		-52.4%		-15.3%		-51.6%		-79.1%
五月第一周同比		-58.0%		-38.5%		-37.2%		-94.5%
四月第四周同比		-51.7%		-35.2%		-47.0%		-68.9%
今年4月同比		-53.5%		-40.5%		-28.0%		—
今年3月同比		-45.9%		-0.9%		-28.4%		—

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下周, 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

符畅（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。