



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

迎接二次修复

——2022 年中期宏观展望

日期：2022 年 06 月 01 日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《人民币汇率前景及成因》

——2022 年 05 月 11 日

《中美利差倒挂，影响几何？》

——2022 年 05 月 07 日

《经济目标仍可接近 资本市场否极泰来》

——2022 年 05 月 04 日

■ 主要观点

通胀扩散的本质

欧美等西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是西方社会结构变动的结果。前者因西方实行直接救助的全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升；后者则因美国社会劳动力近几年形成的工资趋势性上涨要求，尤其是疫情期间救助养成的依赖性，对就业涨薪的愿望不断强化。

美联储加息或不及预期

由于经济和金融市场的制约，我们认为美联储加息或低于预期。加息不会改变西方物价的上台阶的态势。美国货币政策或转向YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略，通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资。

中国迎来疫情后的二次修复

由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了2020年的武汉疫情。当前海内外疫情形势和前2年相比有所改变，疫情对外贸发展影响由正变负，但出口要维持此前高光时刻的难度将上升。消费在楼市泡沫叠加疫情影响下或难有良好表现。经济增长的动力或仍将依赖于投资。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

中国物价稳中偏降趋势不变

当前全球主要国家均面临高通胀压力，但2022年中国物价“稳中偏降”是主要趋势。俄乌战争造成的国际能源价格上涨，不会改变中国未来PPI的方向，仅是略微影响下降节奏，市场整体上也并不认为PPI会向CPI传导。决定中国PPI的主要商品是煤炭和钢铁，在保供稳价的政策作用下，价格回落方向不变。通常来说，经济低迷时期通缩的风险更高。

政策应出尽出，降息降准或提前

经济下行压力加大，全力稳住经济大盘。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后。宏观政策仍有空间，各项政策应出尽出，加强逆周期调节，预计宏观杠杆率也会有所提高。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 世界经济形势：高通胀下的增长回落	4
1.1 全球经济复苏减速	4
1.2 俄乌冲突引发全球供给冲击.....	5
1.3 通胀全面扩散的本质.....	7
1.4 关注货币政策转向：美联储加息或不及预期.....	9
2 中国经济形势：疫情后的二次修复	11
2.1 经济开门红遭遇疫情“倒春寒”	11
2.2 疫情影响或超 2020 年	12
2.3 外贸高光或难维持	13
2.4 消费受疫情和楼市泡沫压制.....	14
2.5 经济增长更倚赖投资.....	15
2.6 中国经济通胀下行趋势不变.....	16
3 中国货币环境：维持平稳	18
3.1 信贷和社融增长将很快恢复.....	18
3.2 货币环境平稳，不构成激励和约束.....	19
3.3 市场融资利率走向平衡区	19
4 政策展望：应出尽出	20
4.1 政策应出尽出，稳住经济大盘.....	20
4.2 降息降准或提前.....	21
5 风险提示：	22

图

图 1 全球每日新增病例 (例/日)	4
图 2 发达国家 GDP 增速 (季/%)	5
图 3 主要国家制造业景气指数 (月/%)	5
图 4 俄罗斯主要出口商品占比 (%)	6
图 5 主要大宗商品价格涨幅 (%)	7
图 6 发达国家通胀水平的变化 (CPI 同比, 月/%)	8
图 7 发达国家核心 CPI 的变化 (月/%)	8
图 8 西方本轮通胀属性为供给冲击	9
图 9 美国薪资水平不断上涨 (%)	9
图 10 英国和美国央行近期加息的进程和力度	10
图 11 美国国债期限利差 (10Y-2Y) 走势	11
图 12 中国 GDP 增速 (季度, %)	12
图 13 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模 (GDP 现价, 亿元/年度)	12
图 14 进口、出口增长情况 (月/%)	14
图 15 消费备受疫情冲击 (月/%)	15
图 16 固定资产投资各项投资增长情况 (月/%)	16
图 17 核心 CPI 保持稳定偏下 (月/%)	17
图 18 煤炭价格 (元/吨)	17
图 19 螺纹钢价格 (亿元/吨)	17
图 20 M2 与信贷、社融走势 (月/%)	18
图 21 温州民间借贷综合利率 (月/%)	20
图 22 中国基础货币与货币乘数增长 (月/%)	22

表

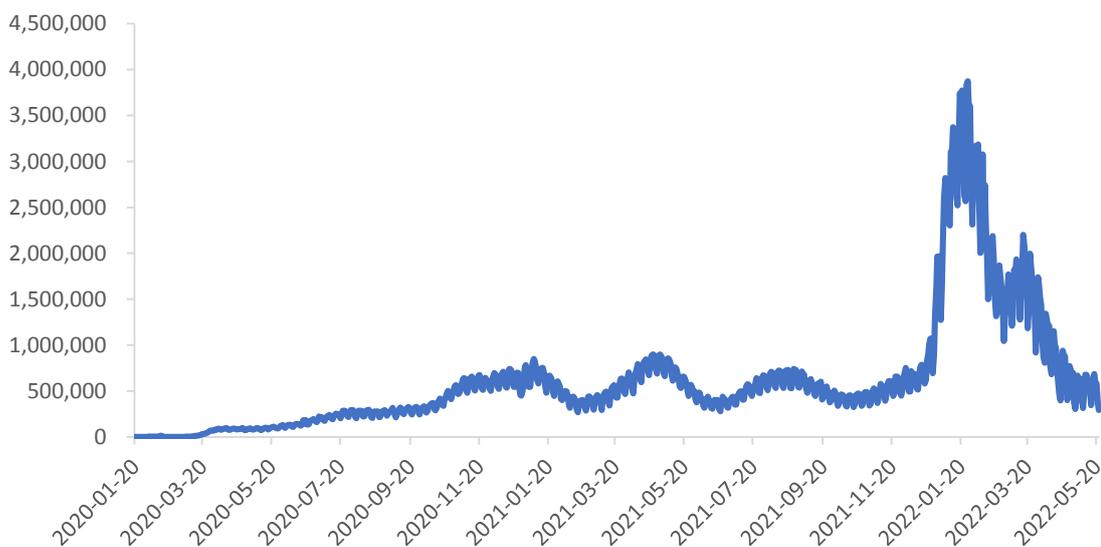
表 1 俄罗斯与乌克兰主要出口商品的全球排名与占比	6
表 2 近期政策一览	21

1 世界经济形势：高通胀下的增长回落

1.1 全球经济复苏减速

2022 年全球遭遇了新冠变种病毒奥密克戎的冲击，1 月每日新增感染人数突破新高，最高一度接近 400 万例，远超前几轮的感染高峰。冲高回落后在三月份再度反弹，当前已逐步走稳。2020 年自新冠疫情爆发以来，疫情的演进呈现出脉冲式的表现，未来的发展仍具有不确定性。

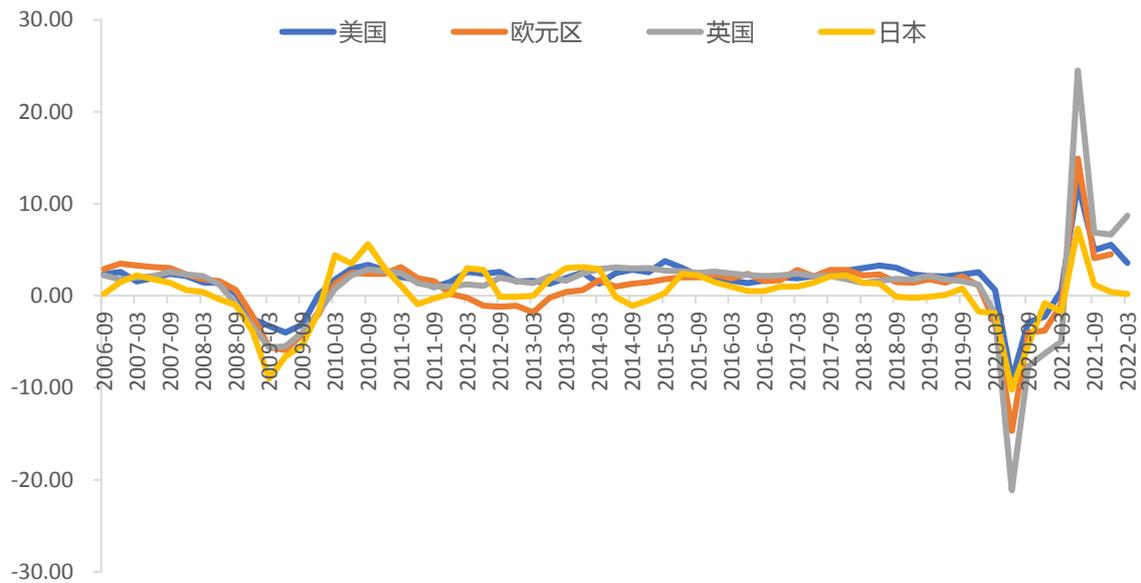
图 1 全球每日新增病例（例/日）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

全球经济在经历疫情冲击的深坑后反弹复苏。全球主要经济体 GDP 增速均在 2020 年 2Q 达到最低点，并在基数效应影响下于 2021 年 2Q 达到峰值。美国自 2021 年 9 月后增长逐步放缓，2022 年 1Q GDP 增长为 3.6%，仍然高于疫情前水平。欧元区 2021 年 4Q 录得 4.5% 的增速，英国 2022 年 1Q 经济增长 8.7%，日本 1 季度 GDP 增长 0.2%。疫情后各国经济呈现出高波动态势，但目前整体增速已有所下降。

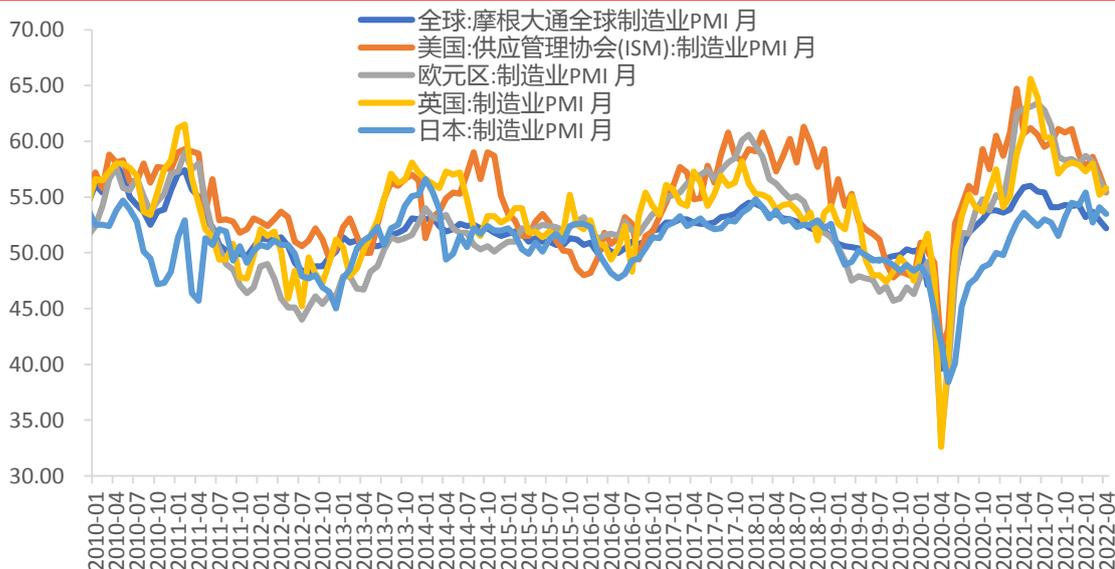
图2 发达国家 GDP 增速 (季/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

除疫情扰动外，俄乌冲突的爆发导致的高通胀形势加剧，以及各国不得不加快货币政策收紧等因素影响下，也使得全球经济增长前景有所减弱。从全球以及主要发达国家的 PMI 表现来看，今年以来整体呈现出下降的态势。全球制造业 PMI 已降至 52.2%，创近两年的新低。美国最新制造业 PMI 较去年 12 月下降 3.4 个百分点，为 55.4%，欧元区、日本、英国制造业景气度均较去年年底有不同程度的回落。

图3 主要国家制造业景气指数 (月/%)

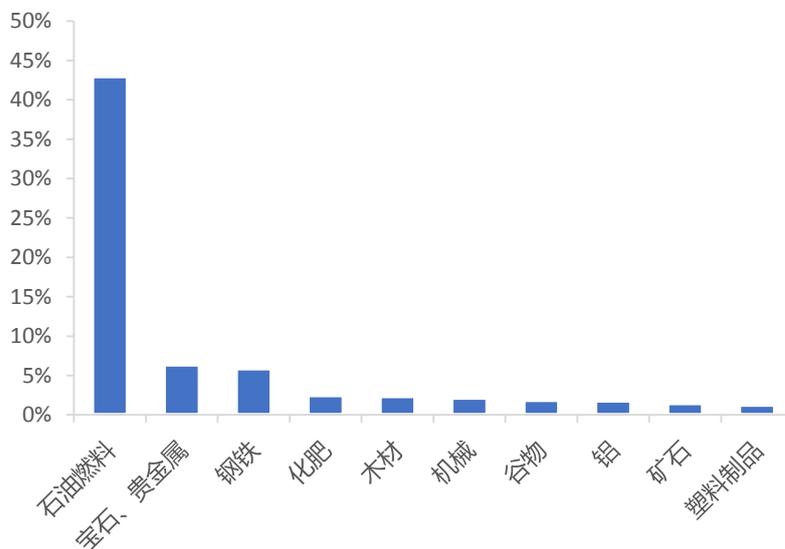


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 俄乌冲突引发全球供给冲击

2月以来俄乌冲突全面爆发，而西方国家普遍对俄罗斯进行了经济和社会的全面制裁引发了全球供给冲击，以能源为主大宗商品价格明显上涨，而封锁措施也对全球贸易以及供应链运转形成阻碍，进一步加剧了全球的通胀形势。

图4 俄罗斯主要出口商品占比 (%)



资料来源: World's Top Exports, 上海证券研究所

从俄罗斯的出口结构来看，俄罗斯是绝对的资源出口国，仅石油燃料类的出口占比就高达40%以上。其余商品的出口虽然在整体出口中占比不高，但是却在同类全球出口的市场份额中占据领先地位。

表1 俄罗斯与乌克兰主要出口商品的全球排名与占比

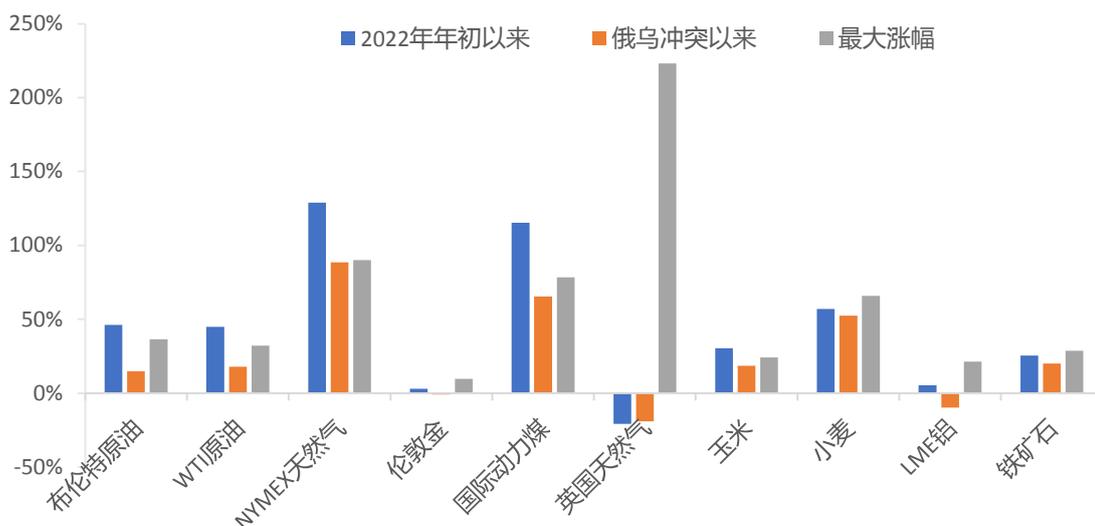
俄罗斯			乌克兰		
商品	全球排名	全球占比	商品	全球排名	全球占比
谷物*	3	7.8%	谷物*	2	7.9%
原油	2	11.0%	木炭	4	5.2%
精炼石油	2	10.4%	铁矿石	5	3.0%
天然气	1	16.0%			
煤炭	3	15.0%			
铝	3	8.9%			
铁矿石	8	1.4%			

资料来源: World's Top Exports, Wind, 上海证券研究所

(注: 谷物主要包括小麦、玉米、大米为主)

从全球出口市场的占比来看，俄罗斯与乌克兰的出口几乎影响了全球粮食、能源、铁矿石以及铝的供应。因此，俄乌冲突爆发之后，相关大宗商品的价格均出现了进一步的上涨，甚至大幅波动，导致了全球商品市场的震荡。

图 5 主要大宗商品价格涨幅 (%)



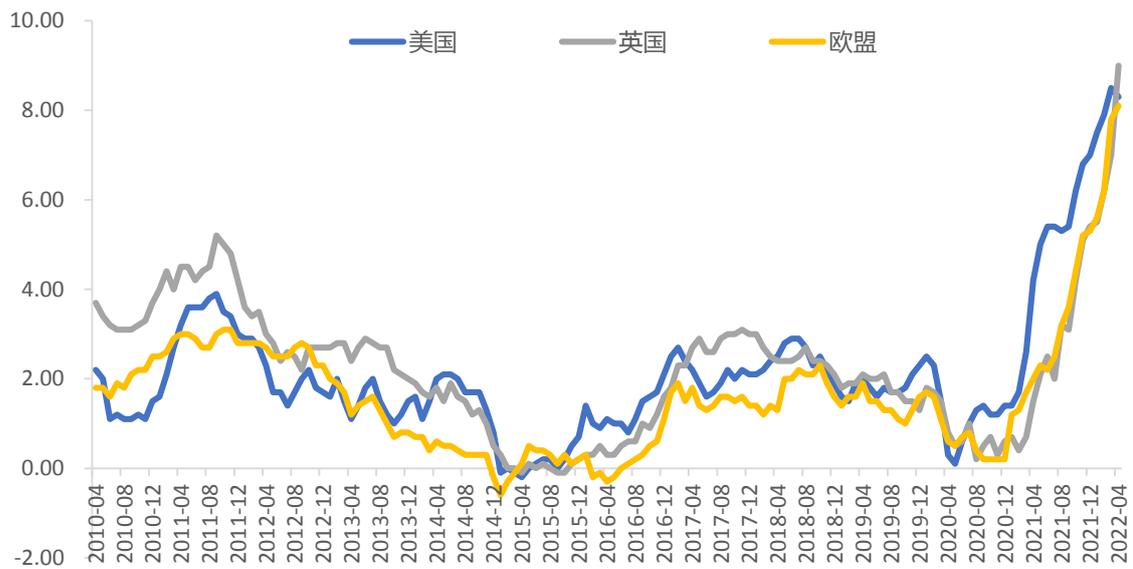
资料来源: Wind, 上海证券研究所

今年以来主要大宗商品价格均出现了明显的上涨，并且俄乌冲突的影响更是贡献了部分商品的主要涨幅。虽然当前部分大宗商品价格较高点已有所回落，但仍可以看出俄乌冲突引发了部分商品价格的大幅震荡，最大涨幅惊人。布伦特原油价格一度飙升至接近 140 美元，最大涨幅达 36%。天然气价格的波动同样剧烈，尤其是英国天然气涨幅一度达到 200% 以上，但当前价格已明显回落。铝的价格也由最大 20% 以上的涨幅回落至冲突以前。另外动力煤、铁矿石以及小麦、玉米等粮食价格在俄乌冲突后均出现了进一步的上涨。

1.3 通胀全面扩散的本质

疫情后除了经济的复苏外，主要发达国家几乎都出现了通胀的快速回升。疫情对于供需两端都产生了较大冲击，但由于海外始终不能很好地控制住疫情，而针对疫情又普遍大发补贴，以及宽松政策的延续，导致需求较供给出现更快的恢复。从美国的表现来看，CPI 从疫情中最低点 0.1 持续上升，2022 年的最高点一度达到 8.5，创历史新高。英国 CPI 由 2020 年年底 0.6 已上升至 9.0。欧盟同期 CPI 走势则由 0.2 上升至 8.1。并且值得关注的是，2022 年以来通胀形势有所加剧，CPI 上涨明显提速。

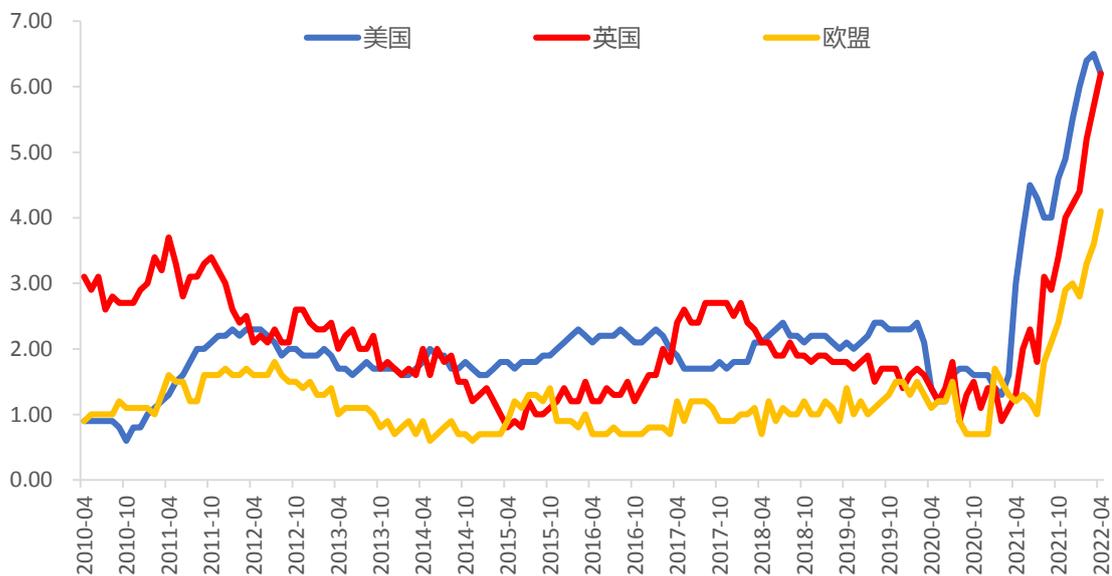
图 6 发达国家通胀水平的变化 (CPI 同比, 月/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

即使是消除能源和食品后的通胀走势, 也表现出了持续上涨的态势, 表明当前的上涨并非完全是地缘政治事件冲突和疫情下物流不畅的结果, 或者能源等大宗商品价格的上涨, 也呈现出了扩散化迹象, 通胀已有全面扩展态势。

图 7 发达国家核心 CPI 的变化 (月/%)

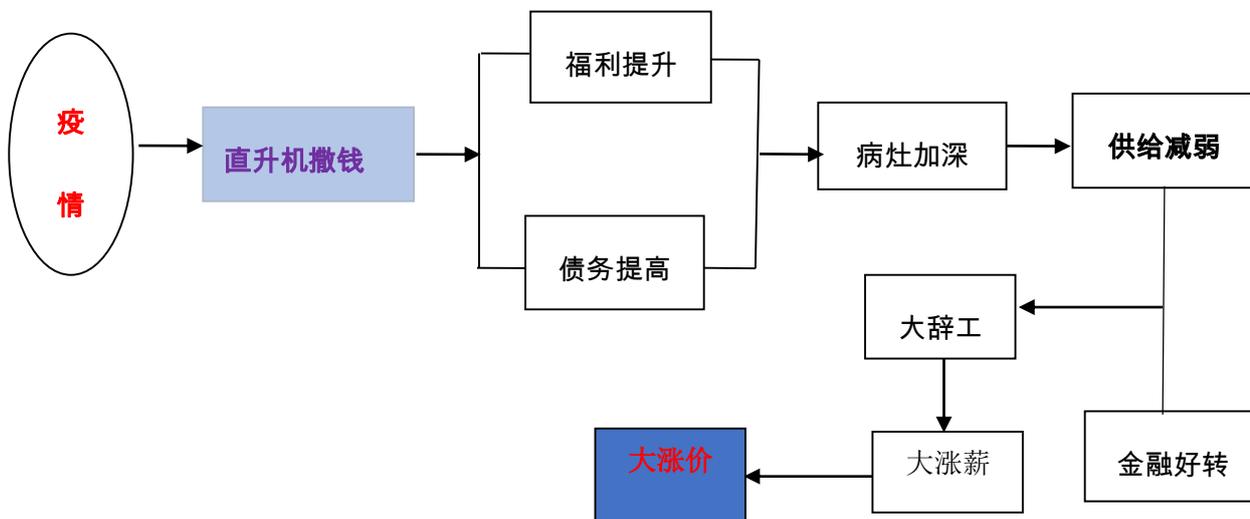


资料来源: Wind, 上海证券研究所

我们认为, 欧美等西方发达国家的通胀上涨, 既是西方长期实行货币宽松的结果, 更是西方社会结构变动的结果。前者因西方实行直接救助的全社会发钱模式, 带来了经济低迷下需求的增长, 加剧供求矛盾, 使得通胀水平压力持续上升; 后者则因美国社会劳动力近几年形成的工资趋势性上涨要求, 尤其是疫情期间

救助养成的依赖性，对就业涨薪的愿望不断强化。

图 8 西方本轮通胀属性为供给冲击



资料来源：上海证券研究所

图 9 美国薪资水平不断上涨 (%)



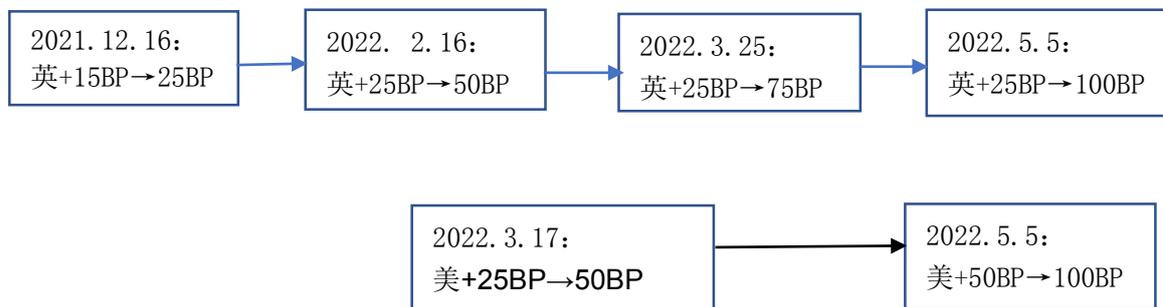
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 关注货币政策转向：美联储加息或不及预期

欧美国家通胀的持续上升引发了市场强烈的货币政策逆转预期，主要发达国家货币政策加快收紧以应对当前的通胀形势。继英国加息之后，美国也开启了加息进程，并于 3 月、5 月分别加息

25 个和 50 个基点，并且将于 6 月开启渐进式缩表。欧洲央行虽然维持利率不变，但已开始缩减购债规模。

图 10 英国和美国央行近期加息的进程和力度



资料来源：wind, 上海证券研究所

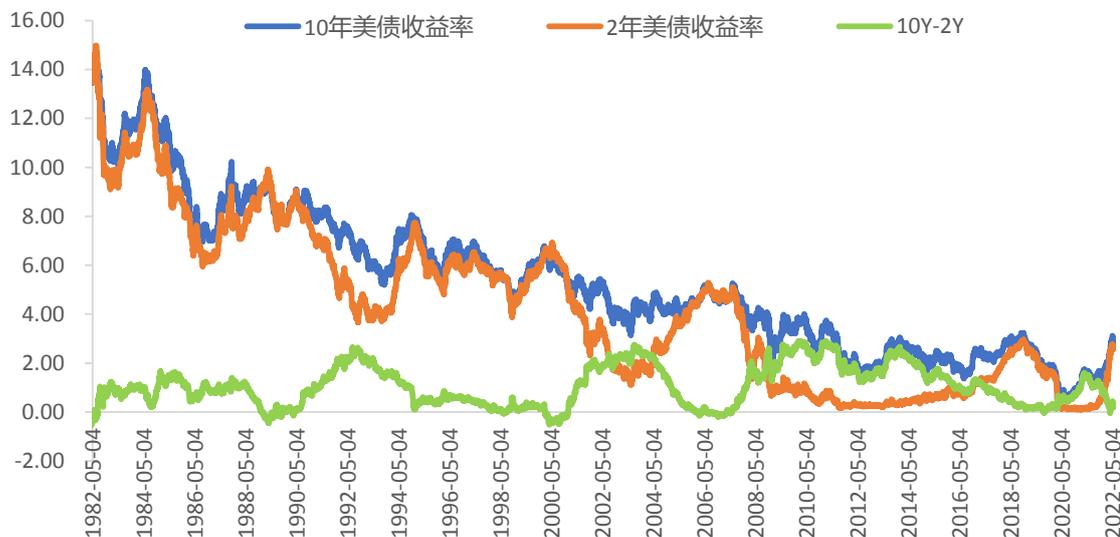
持续的通胀压力，不得不让美联储加快了加息的脚步，并且对于经济的负面影响开始显现，美联储在 5 月会议声明中也承认了一季度经济略有下滑。美联储主席发言表明当前的政策会对经济造成短期困难，但对物价的长期稳定是值得的，并且指出最大的痛苦在于没有及时处理问题而让问题变得更严重更难解决。这也说明美联储当前政策将全力聚焦对抗通胀。但美联储政策更多是需求侧管理，而当前通胀的供给侧约束短期还难以看到缓解。美联储也继续强调了俄乌冲突对美国存在高度不确定性，并且带来了通胀的上行压力，并新增了中国的封锁会加剧供应链的中断，但否认了加息 75BP 的可能性。加息进一步提速的担忧有所弱化。

不过由于经济和金融市场的制约，我们认为美联储加息或低于预期。当前加息的主要目的是对抗通胀。而西方通胀的根源是劳动力价格普遍的上涨趋势，是长期货币宽松和社会结构变化的双重结果。加息不会改变西方物价的上台阶的态势。而加息对流动性的作用因受经济环境影响比较复杂，但因美经济也非周期性改善，因此加息对资本市场等金融资产价格的压制作用是明显和确定的。

美国货币政策或转向 YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略。美国货币体系是标准的货币内生体系，利率调整是其政策核心，通常以短期利率作为政策调控利率。但在经济内生动力不足，经济运行持续低迷情况下，在零利率政策仍难产生激励效应情况下，为避免负利率政策带来的负面效应，货币当局就会转向收益率曲线控制政策，通过压低长端利率，以期激发企业

的长期投资。从 2008 年全球金融危机后美国货币政策的变化历史看，FED 实际上在 2014 年实行过 YCC 的变种操作 TWIST，即扭转操作。从央行报表规模变化看，FED 事实上自 2014 年起实施了 TAPER，但规模有限，面对当时的偏高的通胀率，也没有采取升息行为，而是一直等到 2018 年后，彼时经济好转后才开启了货币的全面退出：持续升息+货币退出。从美国利率市场上的利率期限结构情况看，美国不仅不会加息，甚至已有了降息的需求，美元国债利率 10 年期和 2 年期的利差——通常为观察 FED 利率调整的先行指标，已再度趋向于零。

图 11 美国国债期限利差 (10Y-2Y) 走势



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 中国经济形势：疫情后的二次修复

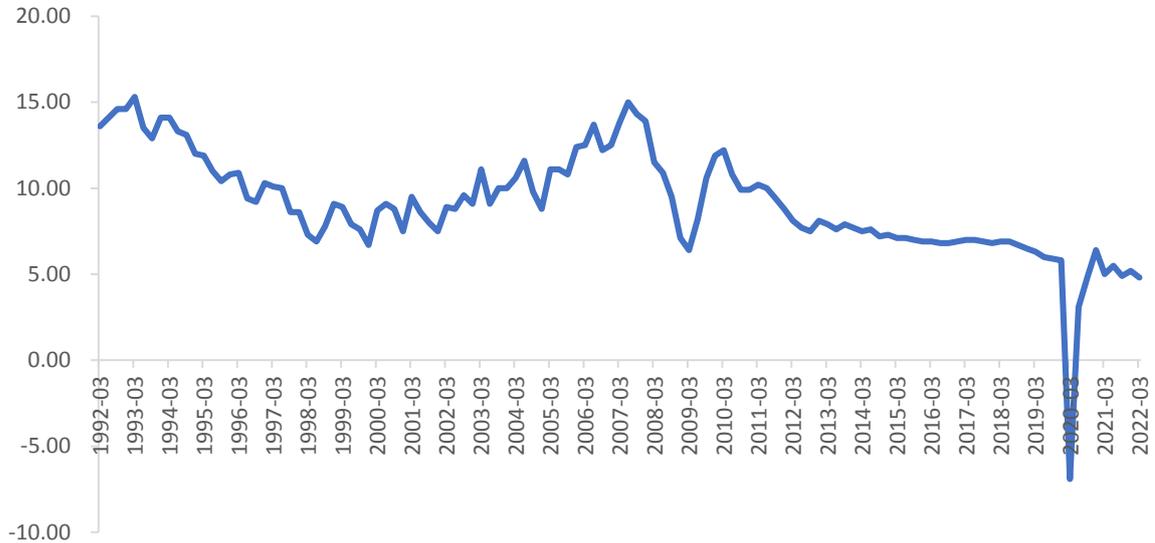
2.1 经济开门红遭遇疫情“倒春寒”

我国由于在 2020 年的疫情爆发中率先控制住了疫情，实现了经济的触底反弹，并且在世界范围内取得了领先的经济增速。

2021 年中国经济已经从疫情后的快速恢复阶段过渡到平稳增长阶段，全年也取得了 8.1% 的 GDP 增速。但剔除掉低基数效应，以两年平均增速为计，2021 年 GDP 增长为 5.1%，较疫情前 6 左右的水平仍有差距。2022 年在中央经济工作会议定调的三重压力以及政府工作报告提出 5.5% 的增长目标下，政策全面转向积极并靠前发力，经济取得了开门红，1-2 月的经济数据均呈现明显增长，经济恢复好于预期。但 3 月本来的开工旺季却突遭疫情“倒春寒”，已在海外引发感染高峰的奥密克戎变种病毒冲击了国内以上海为主的部分城市，经济增长再度面临自 2020 年以来第二次较大

的疫情冲击。2022年的1季度经济增速为4.8%，较去年4季度的5.2%（剔除基数效应后的两年平均增速）有所回落。并且由于防控形势的延续，疫情冲击的影响或延续至2季度。

图 12 中国 GDP 增速（季度，%）



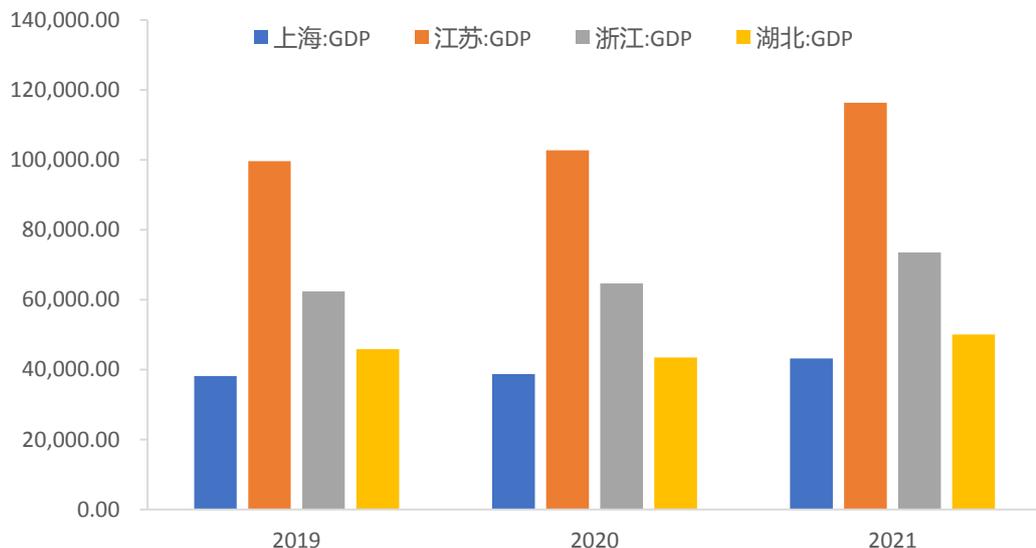
资料来源：Wind，上海证券研究所

注：2021 年的增速以两年平均增速计

2.2 疫情影响或超 2020 年

3 月中旬后，由于新冠病毒变异品种奥秘克隆的强大传染性，此轮疫情涉及上海及周边地区，波及范围广。为实现动态清零，上海于 3 月底实行了全员静态管理政策，长三角地区的经济和社会生活受到很大影响。由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了 2020 年的武汉疫情。

图 13 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元/年度）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

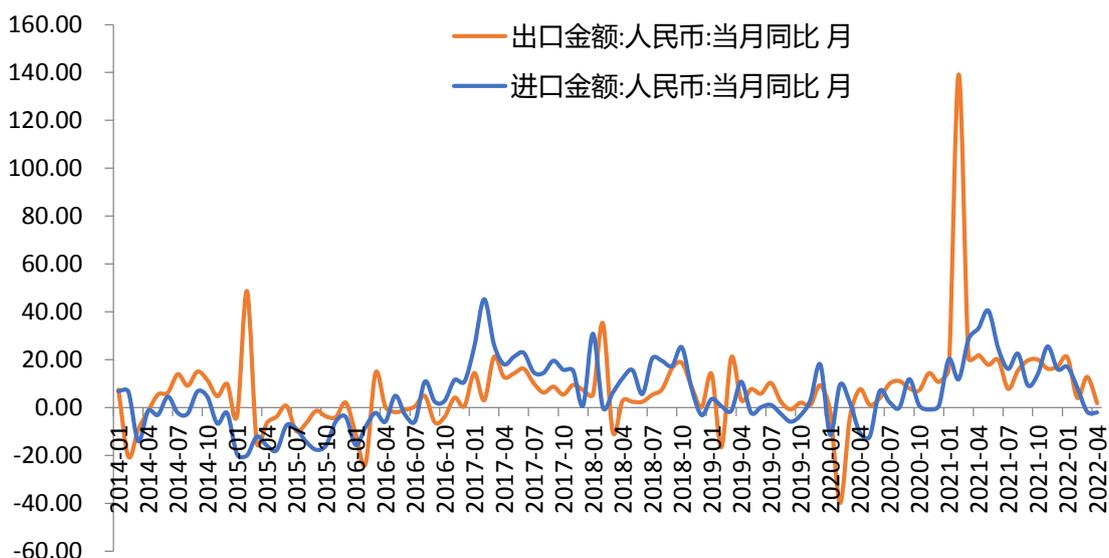
从经济规模比重的角度, 此次疫情影响的波及经济面要超过 2020 年武汉疫情。2021 年, 上海、浙江、江苏三省市占全国经济的比重分别为 3.8%、6.4%和 10.2%, 湖北占比为 4.4%。由于上海经济枢纽和长三角龙头的经济地位, 此轮疫情的影响或波及整个长三角地区, 甚至全国。从当地对疫情的应对和反应来看, 就直接影响的角度, 此轮疫情直接受到冲击的经济在全国中的占比达 20.4%, 远超于湖北 4.4%的比重。另外, 上海、江苏、浙江的经济增速是全国的领先地区, 这更加剧了疫情对当前经济整体运行的冲击。我们预计本轮疫情对经济影响预估为当季 GDP 增长产生-1.0%~-2%, 第二季度的冲击或较一季度上升。

2.3 外贸高光或难维持

疫情发生以来, 首先是进口受到了较大冲击, 直接转负, 而对于出口的冲击则集中体现在 4 月, 出口出现了大幅回落。出口下滑的主要原因仍然国内疫情防控对于整个供应链、物流造成的冲击。实际上目前海外需求虽边际回落, 但发达国家制造业景气度仍然可观, 与此同时东南亚多国 3 月以来出口回升, 越南 4 月出口增速达 30%以上, 或承接了部分由于国内疫情封控而转移的外贸需求。

中外疫情形势差异, 是中国 2021 年外贸发展持续维持“高光”时刻的基础。由于中国抗疫“优等生”的地位, 全球经济比重向中国倾斜的趋势得到加速。中国外贸企业克服了全球产业链运转不畅、海运困难等因素, 为全球经济和海外社会生活的正常化, 提供了经济基础。但当前海内外疫情形势和前 2 年相比有所改变, 疫情对外贸发展影响由正变负, 导致高光时刻消退。虽然随着主要城市疫情形势好转, 企业复工复产有序推进, 供应链得以恢复运转, 出口将有明显的修复, 但要维持此前高光时刻的难度将上升。2022 年各国逐渐“解封”, 这意味着海外生产将逐渐恢复, 因疫情而起的中国生产的高依赖将逐渐减弱至正常。另一方面, 海外高需求得以延续的救助政策也逐渐退出, 外贸需求也将逐渐下降。海外供需缺口的弥合对于出口的支撑也将进一步下降。

图 14 进口、出口增长情况 (月/%)



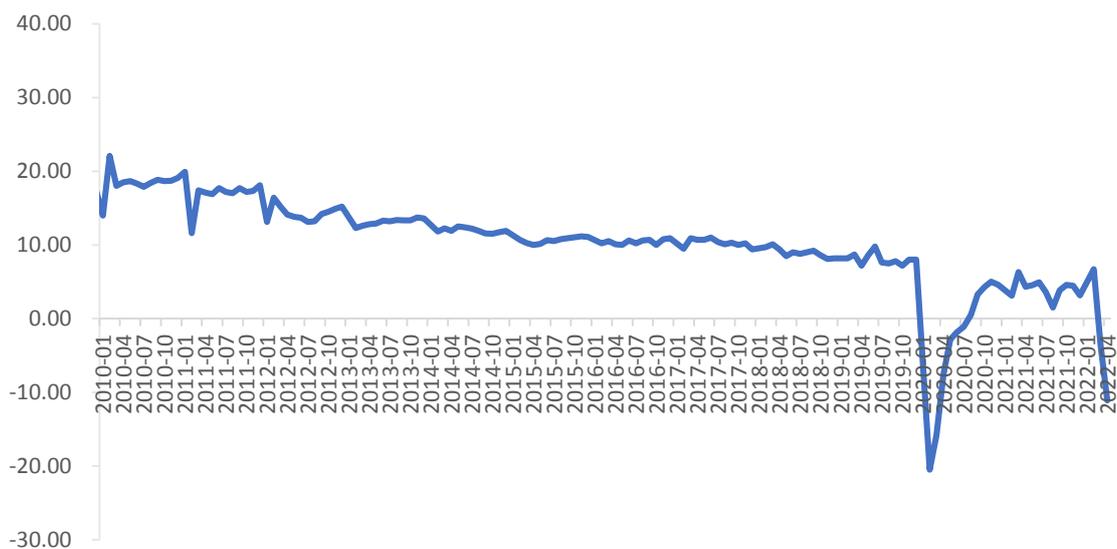
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.4 消费受疫情和楼市泡沫压制

疫情冲击之下对于消费的影响最为突出,从3月开始连续负增。从最新的数据来看,除食品、中西药品、石油制品等必需品维持正增至外,其余均表现为负增。而餐饮收入等接触型消费较商品消费跌幅更大。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响,对消费需求都造成较大的冲击。

实际上除疫情影响之外,高房价对于消费潜力的侵蚀在疫情前就有所显现。自2010年后消费的增长呈现逐年下台阶的态势,背后机理就是楼市泡沫对消费影响的逐渐扩大。虽然当期疫情消退后,消费或短时反弹,但根据2020年的经验来看,消费的恢复始终偏慢。并且高房价对消费降低的影响是仍然存在,因此我们认为消费在楼市泡沫叠加疫情影响下或难有良好表现。经济增长的动力或仍将依赖于投资。

图 15 消费备受疫情冲击 (月/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 2021 年的增速以两年平均增速计

2.5 经济增长更倚赖投资

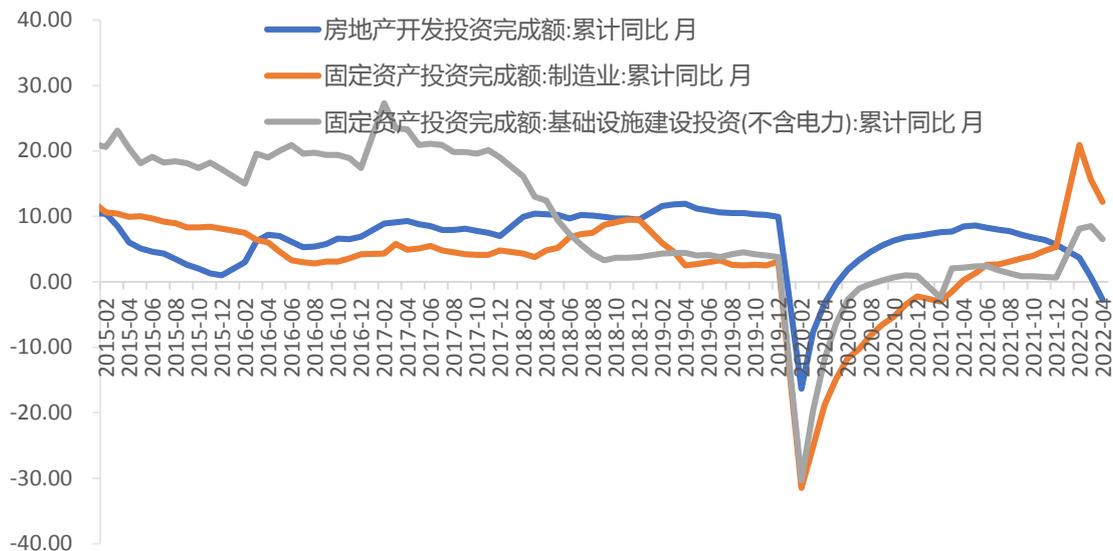
我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。从投资的表现来看，在当期疫情影响下，出口动能下降，消费负增，投资反而挑起了大梁。从投资分项来看，基建投资与制造业投资双双发力，以抵消房地产投资的拖累。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

从近期出台的政策来看，要求全面加强基础设施建设，加快推动重大项目的开工建设。配套资金也要跟上，项目建设的资金政策方面也要同步推进。专项债要求 8 月底前使用到位，6 月底发行完毕，并且专项债资金支持范围扩大新型基建。信贷资金方面也会引导银行规模性长期贷款。专项债资金以及信贷资金有效衔接，尽快形成实物工作量。在政策支持下，基建投资有望持续发力，成为固定投资的主要抓手。

制造业投资方面，今年将实施大规模的退税，并且根据国常会的最新安排，退税额度增加 1400 多亿，减税降费规模达到 2.64 万亿，并且针对部分困难行业缓缴社保 3200 多亿，以及对部分特定企业的财政补贴，总体措施力度规模将达到 3 万亿，力度超过 2020 年。助企纾困，改善企业现金流，提振企业投资需求，制造业投资也将得到进一步支撑。

房地产投资方面，近期利好政策频传。在因城施策支持刚性和改善性住房需求的方针下，各地调控措施松绑，5年期LPR下调，有助于提振需求，稳定信贷。虽然突如其来的疫情增加了地产投资探底的时间。但政策支持下，待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

图 16 固定投资各项投资增长情况（月/%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 2021 年的增速以两年平均增速计

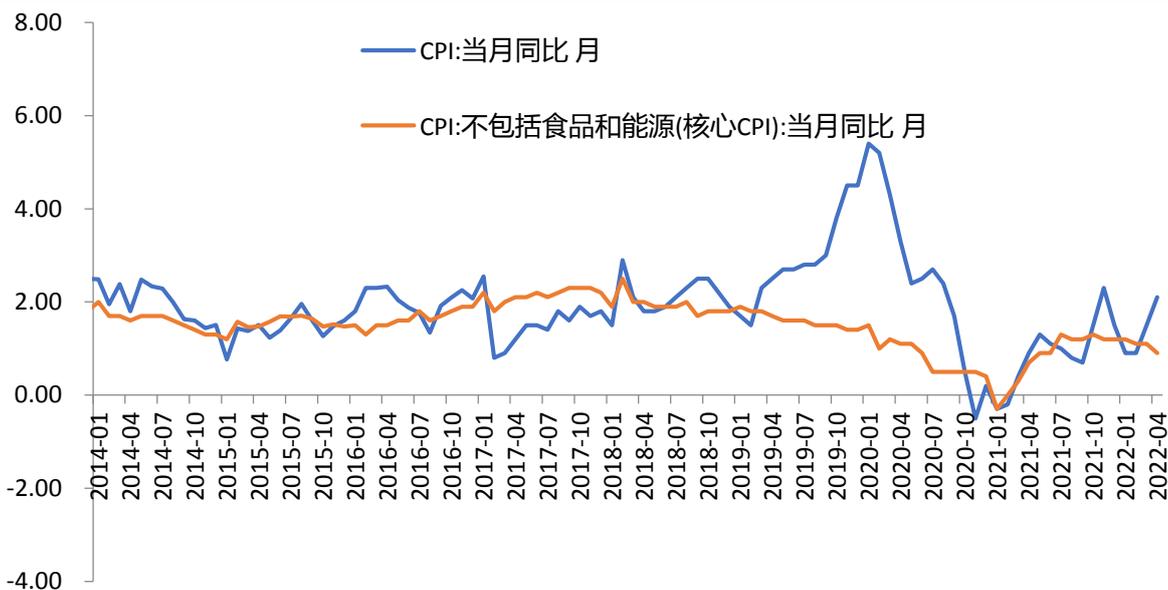
2.6 中国经济通胀下行趋势不变

我们一直认为，经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”。上世纪 70 年代西方经济中出现的 2 次“滞胀”，是特殊时代背景下的历史特有现象，当前“滞胀”的条件并不具备。

首先，从体现经济周期性运行阶段的需求因素看，核心 CPI 表现稳定，表明中国经济仍然处在 2014 年后的“底部徘徊”阶段。

其次，从 CPI 的角度，关键商品猪肉的价格一直处于底部阶段，受产业供求强粘性的影响，猪肉价格仍将延续目前的低位态势，长期趋势的 CPI 仍将保持目前的低位状态，甚至下行。

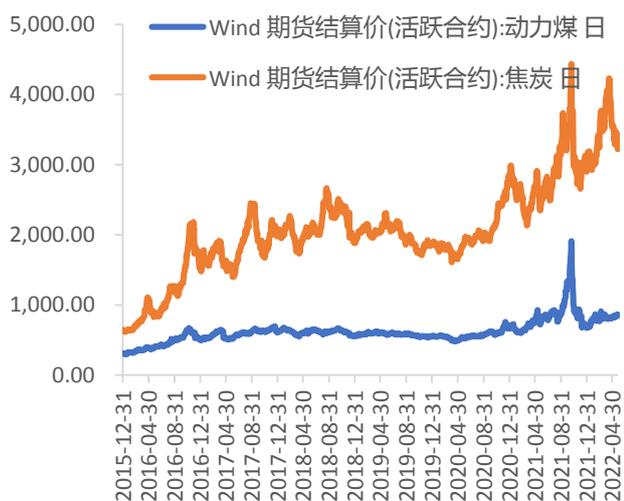
图 17 核心 CPI 保持稳定偏下 (月%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

而俄乌战争造成的国际能源价格上涨, 不会改变中国未来 PPI 的方向, 仅是略微影响下降节奏, 市场整体上也认为 PPI 会向 CPI 传导。中国工业品价格走势主要体现的是采掘行业价格变化, PPI 构成篮子决定了煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况, 在保供稳价的政策作用下, 价格回落方向也不变。在经济景气低迷时期, 大宗商品上涨引起的高 PPI 不具有持续性和传导性, 最终只会表现为货币充裕下商品市场波动性的上升, 即市场震荡加剧。

图 18 煤炭价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 19 螺纹钢价格 (亿元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 中国货币环境：维持平稳

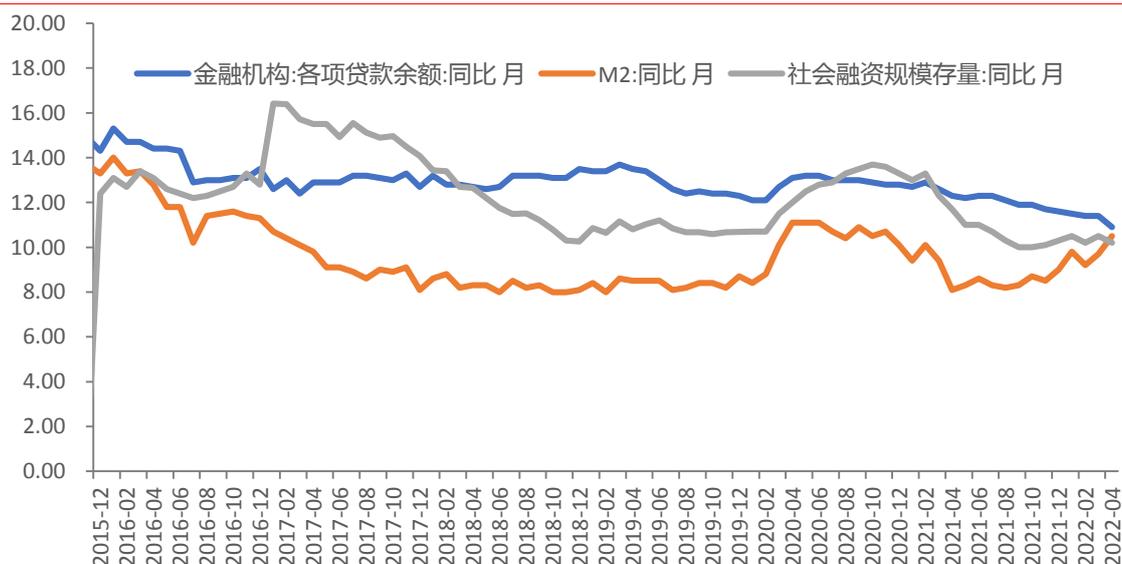
3.1 信贷和社融增长将很快恢复

我们一直认为，保持信贷和货币的平稳，是货币当局践行稳健货币政策下的要努力维持的货币环境。为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境，要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳。在这个趋势下月度间数据的异常波动，都不具有持续性。

受通胀现实压力上行和海外货币政策转向影响，前期市场对信贷、货币增速有着较为明显收紧预期。随着国内疫情反弹对经济和社会正常行为影响的呈现，市场对于货币环境预期重新趋向宽松。但 2022 年 4 月份货币增长的超预期回升和信贷、社融增长的超预期回落，这种分化态势却并非先前预期变化所能解释。受疫情影响，金融机构日常经营行为受到限制，正常业务节奏被打乱，4 月份的社会融资增长和信贷新增都有较大回落。

随着疫情防控进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。而当前货币增长超市场预期回升，以及和信贷、社融增速不一致的变化态势，主要在于基数变化的结果，即 2021 年同期中国 M2 季节性回落使得当期 M2 规模绝对水准出现下降态势。因此，当前 M2 的高增长，并不具持续性，预计未来 1-2 月内将会回归制正常，即回到 (9.0,10.0) 区间。

图 20 M2 与信贷、社融走势 (月/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.2 货币环境平稳，不构成激励和约束

由于中国货币体系已转向内生结构，因此我们一直认为，经济延续底部徘徊时期，信贷、货币增速的平稳趋势不变。货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。面对疫情影响下的当期经济放缓局面，中国货币环境保持了平稳态势，既不构成激励，也不构成约束。中国货币当局多次明示，要保持流动性环境的平稳，并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”，即信贷增长、社会融资增长和经济增长两者间的适应。这表明，中国不会因疫情短暂影响经济而实施宽松的货币环境。海外长期宽松的货币环境，并没有增加西方经济发展的复苏性，反而带来当前较高的通胀压力。

3.3 市场融资利率走向平衡区

随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。但由于中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，市场融资利率下降的过程将较为缓慢，中间出现波动和维持较长时间均衡将是常态。

中国货币体系转向内生体系后，由经济和资本状况决定的自然利率水准，在利率体系决定中的重要性上升。疫情影响当期中国经济运行，导致风险对利率水平提升的作用提高，从而融资利率水平进入一个新平衡区。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在流动性环境平稳格局下，我们预判中小企业融资利率短期（1-3月）将进入一个平衡运行局面。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，已经从前期的趋势性下降态势，转向了走平新阶段。这也意味着降成本的任务仍需进一步推进。

图 21 温州民间借贷综合利率（月/%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

4 政策展望：应出尽出

4.1 政策应出尽出，稳住经济大盘

疫情发生以来，重磅会议先后召开，各项应对政策紧锣密鼓地出台。在 5 月 25 日召开的全国稳住经济大盘会议中明确指出，当前困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲击时还大，因此必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道，把稳增长放在更加突出位置，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。

财政政策继续加码，退税额度增加 1400 亿元，缓缴社保 3200 多亿，以及对部分特定企业的财政补贴，总体措施力度规模将达到 3 万亿，力度超过 2020 年。专项债也将加快发行，8 月底前使用到位，6 月底发行完毕。并且专项债资金支持范围扩大到新型基建。另外还要发行 3000 亿元铁路建设债券。信贷资金方面也会引导银行规模性长期贷款。专项债资金以及信贷资金有效衔接，尽快形成实物工作量，保障基建项目资金需求。

货币政策方面，总量与结构并重。央行上缴结存利润 1.1 万亿，保障流动性合理充裕。结构性政策方面扶持方向仍然是普惠金融，要求将普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，仍有发力空间。对特定群体贷款实施延期还本付息，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，进一步降低企业融资成本。

其余政策方面，促进消费的发力点放在了提振汽车消费，减免车辆购置税；投资的抓手则放在基础设施建设上面，全面加强

基础设施建设，要推动重大项目的开工建设；房地产政策方面，因城施政全面展开，各地调控政策松绑，房贷利率下调，金融政策支持；保障能源安全的重点主要还是煤炭的保供稳价，增加煤炭供给。

表 2 近期政策一览

政策	政策要点
财政政策	赤字率 2.8%，财政支出扩大 2 万亿，中央对地方转移支付增加约 1.5 万亿元 专项债 3.65 万亿，6 月底发行完毕，8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等 中央预算内投资 6400 亿元，加快开工重点项目，别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项，启动新一轮农村公路建设改造 国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上
减税降费政策	增加退税 1400 多亿元，全年减退税额由原先的 2.5 万亿上升至 2.64 万亿 部分特困行业缓缴社保延至年底，预计今年缓缴 3200 亿元
货币政策	总量与结构并重，扩大新增贷款规模，降低实际贷款利率 央行缴存利润全年上缴 1.1 万亿 加大再贷款等结构性货币政策工具，将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍 对对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息 汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款，要银企联动延期半年还本付息 合理购买地方政府债券，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 增加 1500 亿元民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券
房地产政策	支持刚性和改善性住房需求部分地区调控政策松动 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 5 年期 LPR 报价下调，房贷利率下限调整
促消费政策	增加就业收入提高消费能力，创新消费业态和模式，持续拓展文化和旅游消费，大力发展绿色消费 放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元
保障能源安全	落实地方煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策，加快办理保供煤矿手续 再开工一批水电煤电等能源项目
保障民生	视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。

资料来源：政府工作报告，央行，国务院常务会议，上海证券研究所

4.2 降息降准或提前

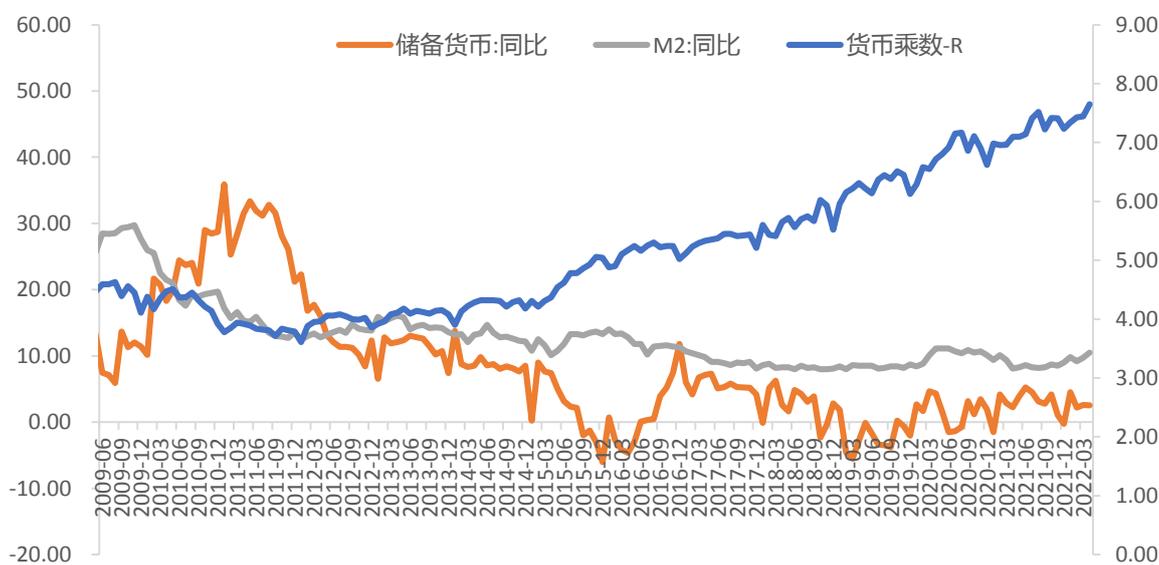
按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。从趋势上看，年内中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求。

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。而

货币内生体系的中国货币体系来说，央行数量扩张对流动性改善的作用已下降，唯有降低利率才能激发企业的信贷需求。在货币内生下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。

通胀形势变化决定着降息、降准的时机选择。由于中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀下行趋势不变。虽然短期物价高位态势难变，经济面临回落下物价难降，加之海外利率提升，或制约货币政策利率调整，但鉴于当前稳增长压力以及降成本，提振需求等要求，逆周期调节政策有望进一步加强，宏观杠杆率也将有所上升，降息降准或提前至年中前后。

图 22 中国基础货币与货币乘数增长 (月%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 风险提示:

通胀继续上行: 疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期: 防控措施的延长，复工复产不及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变: 大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。