



2022年下半年宏观经济与政策展望

守云开，见月明

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2022年6月

概 述

- **“稳增长”加力保增速：5.5%的结构新拆解。**对比2008年金融危机与本次疫情，这两次冲击对经济结构的影响差异较大，疫情对消费的冲击更大。从恢复情况来看，不同冲击下都是投资与出口率先恢复，而只有在消费恢复后经济才能进入企稳阶段。目前，从三大投资同比增速下滑的幅度来看，制造业>房地产>基建，下半年，政策加力边际或有所变化，制造业加快产业链恢复和政策扶持力度，房地产恢复性增长，基建投资在专项债及REITs等助力下保持稳中有升。预计固定资产投资全年增速有望达到8.5%左右。本轮疫情对消费增速的冲击或已达极值，消费刺激政策对消费意愿释放有一定作用，但青年失业率达到新高对消费仍有较大拖累，预计全年消费增速有望恢复至4%左右。下半年进出口增速或继续走低，新兴市场的劳动密集型产品替代延续，预计全年出口和进口金额同比分别逐步回落至7.5%和6.0%。CPI前低后高，PPI同比增速下半年或平缓回落，PPI向CPI持续传导，但大幅推升的可能性较小。
- **积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性。**2008年以来，面对单季经济快速下行，我国实施过5轮较大的财政刺激，大多在半年内作用显现。今年一季度收入较快支出偏慢，后续这一节奏或有逆转，从结构来看下半年社保就业和债务付息支出占比仍将较高，卫生健康支出下降后农林水、科技支出等有望增加。截至4月，中央对地方对第一批均衡性转移支付已下达完毕，专项债二季度加快发行，化解地方隐债风险决心不动摇，城投政策边际放松可能性降低。货币政策方面，中美货币政策周期分化，“三元悖论”之下，短期需考虑汇率波动、国际资本流动动因素影响，后续降息仍有可能，非对称降息的可能性较大，结构性工具、存款利率市场化、地产信贷放松空间可期。
- **未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏。**我们梳理了2022年一季度GDP总量排名和增速排名，对照其省委书记、省长的调任情况，发现排名靠前的大多省市，省委书记和省长多是由于2020-2022年从外地或者中央调入。地方官员的调整与当地经济发展之间存在着一定的正向相关性。
- **下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场。**海外紧缩浪潮与新兴市场波动：下半年海外不确定风险仍将对国内宏观经济、资本市场等产生影响，重点关注三个方面。首先，美联储的紧缩节奏前半程明显加快，但控制通胀的同时经济复苏放缓的担忧上升，通胀在短期难见到拐点；同时下半年美国中期选举两党博弈将加剧，关注时点集中在三季度。其次，地缘政治风险上俄乌冲突短期难有实质性突破，原油价格短期或仍在高位波动，中期或缓慢下行，但不确定性仍高。再次，新兴市场受美联储加息及疫情风险影响不一，当下复苏较平稳，对国内劳动密集型产品有明显出口替代效应。
- **风险提示：**全球通胀超预期，海外货币政策紧缩超预期，地缘政治风险，疫情散发的不确定性。

目 录

◆ **“稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解**

◆ **积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性**

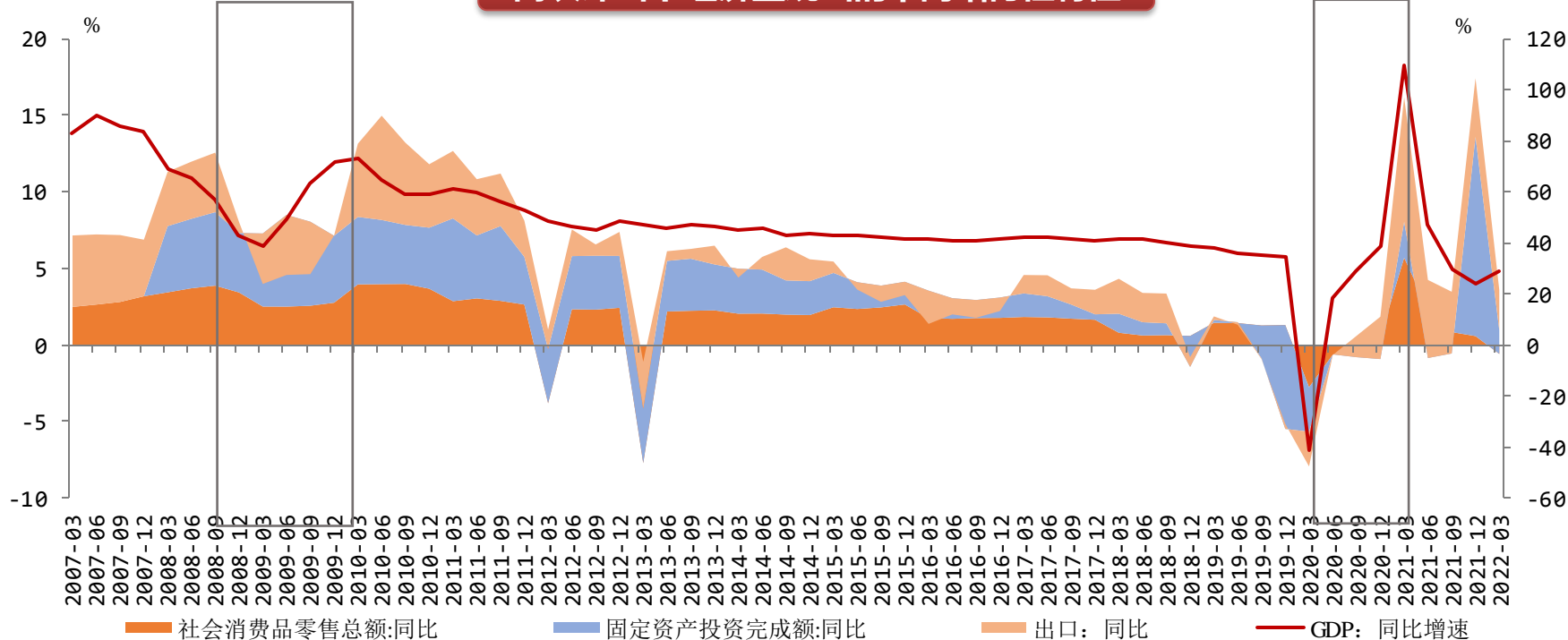
◆ **未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏**

◆ **下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场**

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 两次不同冲击的结构性特征有所不同：2008年金融危机期间的外部冲击对出口和投资的冲击较大，2008年四季度，当季GDP下滑2.4个百分点，出口和投资增速分别下降18.97和5.49个百分点。而在2020年疫情爆发初期，一季度GDP下滑12.7个百分点，消费和出口单季分别下降24.4和15.6个百分点。疫情二次脉冲下行期之初，2021年第3季度GDP单季下滑3个百分点，消费和出口单季分别下降8.9和6.4个百分点。疫情冲击造成的经济下行与外部冲击造成的经济下行在结构上呈现出显著不同，疫情对消费的冲击更大。从恢复的情况来看，不同冲击下都是投资与出口率先恢复，而只有在消费恢复后经济才能进入企稳阶段。

两次冲击下经济呈现出的不同结构性特征

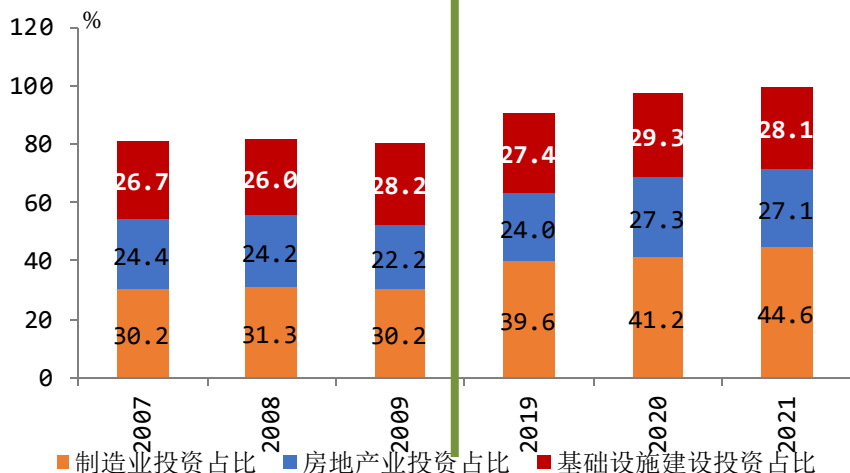


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

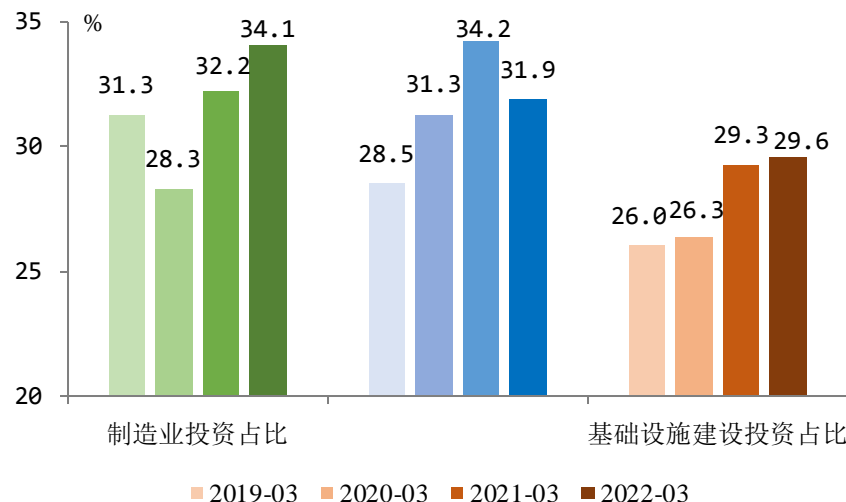
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 2007年以来，制造业、房地产和基建三大投资在固定资产投资中的占比显著提高，行业集中度上升，制造业在疫情后占比上升，房地产投资2022年下滑显著，基建投资自2020年起占比就有所提升，今年一季度占比略高于去年同期0.3个百分点。制造业仍是固定资产投资的主力。
- 1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）153544亿元，同比增长6.8%，不及市场预期，主要受疫情负面冲击，增速较前值回落2.5个百分点。其中，制造业投资增长12.2%，拉动全部投资增长2.9个百分点，在三大投资者中增速最快，但较前值回落3.4个百分点；全国房地产开发投资同比下降2.7%，增速回落3.4个百分点；狭义基建投资增速6.5%，较前值回落0.4个百分点。从单月来看，4月份，从三大投资同比增速下滑的幅度来看，制造业>房地产>基建。下半年，政策加力边际或有所变化，制造业加快产业链恢复和政策扶持力度，房地产恢复性增长，基建投资稳住现有势头。预计固定资产投资全年增速有望达到8.5%左右。

疫情前后三大投资的占比与结构变化



2022年1-4月基建投资占比略升



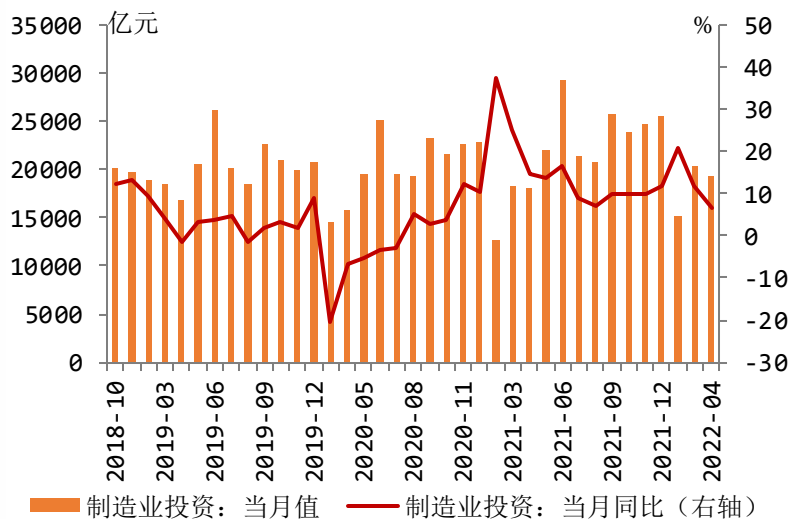
数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

注：根据统计执法检查 and 第四次全国经济普查单位清查结果，对2017年固定资产投资基数进行一些修订，2018年增速按可比口径计算。

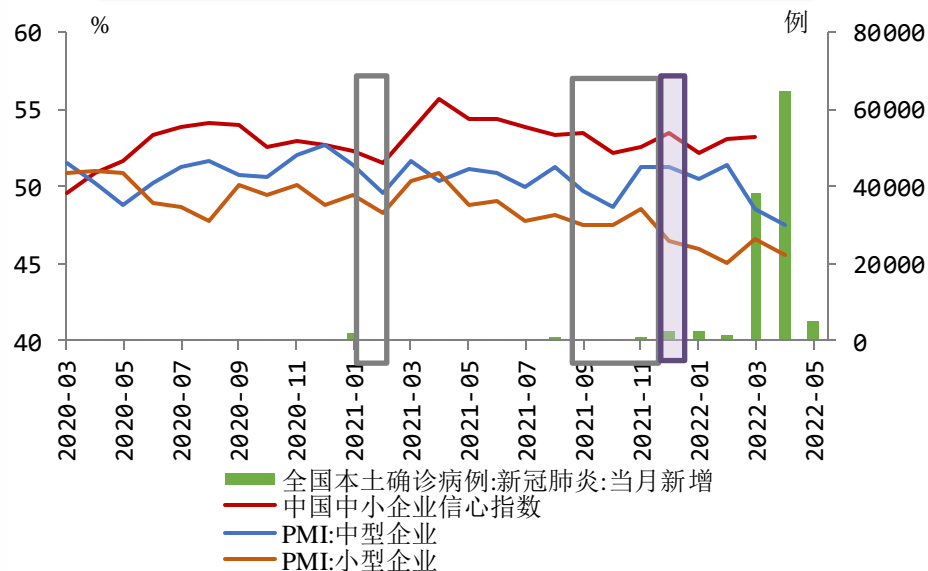
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 1-4月，制造业投资增长12.2%，拉动全部投资增长2.9个百分点，从行业看，除化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业增速微升之外，其他10个分行业投资增速较前值都有回落，国内多地散点疫情也对企业 and 供应链产生负面影响。**乐观预期全年制造业投资增速有望实现两位数增长。**
- 企业信心与疫情相关性大，但短期政策可扭转企业预期。**2020年疫情爆发以来，中小企业信心指数和制造业PMI多数时间显现出与疫情的反向关系。但在2021年12月，当月本土新增确诊病例2543例，较11月大幅增加1573例，但中小企业信心指数和中型企业制造业PMI都出现了上升，这与当时拉闸限电政策纠偏直接相关。2022年3月，新增确诊病例较2月大幅增加37000例至38527例，但中小企业信心指数和小型企业制造业PMI却出现了上行，4月新增确诊人数较3月增加26286例，中小企业的PMI都出现了1个百分点的下滑。随着疫情缓和，政策的托底效果将更加显著。

2022.1-4月制造业投资增速有所回落



中小企业信心与本土疫情基本呈反向关系



数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

□ 2020年疫情爆发之初，受冲击较大的是下游行业，如：纺织、服装业，橡胶和塑料制品、文教娱乐用品制造业、机械设备修理业等；而受到冲击相对较小的是中上游行业，如：黑色金属冶炼、石油煤炭及燃料加工业、废弃资源利用、仪器仪表、计算机等。

□ 2021年末疫情冲击较大的是中上游行业，而下游行业受冲击较小，部分行业还出现了增长。

□ 2022年3月疫情继续冲击中上游行业，下游行业尤其是出口相关的行业相对较小。

指标名称	2020-02	2021.12月VS11月	2022.3月VS2月
石油、煤炭及其他燃料加工业	-5.90	-0.2	-29.4
化学纤维制造业	-35.70	-6.3	-16.9
烟草制品业	-30.30	11.4	-15.6
电气机械及器材制造业	-33.70	-1.1	-14.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-39.70	-2.6	-14.1
纺织业	-44.00	-0.5	-12.5
金属制品业	-38.10	-0.7	-11.1
有色金属冶炼及压延加工业	-17.30	-3.9	-10.2
医药制造业	-22.10	-1.1	-9.8
仪器仪表制造业	-15.50	-1.6	-9.2
纺织服装、服饰业	-50.20	2.6	-8.9
废弃资源综合利用业	-14.70	1.1	-8.4
印刷业和记录媒介的复制	-34.40	1.2	-7.9
计算机、通信和其他电子设备制造业	-8.30	0.9	-7.3
非金属矿物制品业	-33.60	0.3	-5.4
制造业	-31.50	-0.2	-5.3
农副食品加工业	-38.90	-0.7	-4.1
专用设备制造业	-36.20	-1	-3.5
橡胶和塑料制品业	-42.50	-2.3	-3
通用设备制造业	-40.10	-1.6	-2.8
食品制造业	-35.10	2.1	-2.6
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-48.20	3.9	-1.2
化学原料及化学制品制造业	-33.00	-0.9	-0.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-24.30	3.1	0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-36.70	5.3	0.2
汽车制造业	-41.00	-0.5	1.1
酒、饮料和精制茶制造业	-39.20	-1	1.6
金属制品、机械和设备修理业	-60.30	1.1	1.8
造纸及纸制品业	-16.80	-1	8.9
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.30	1	10.6
家具制造业	-35.60	1.5	10.9

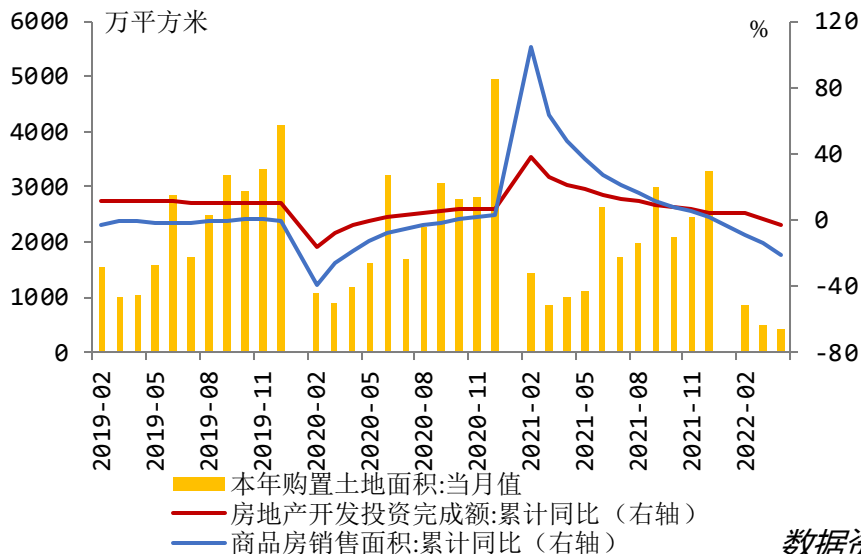
注：红底色是增长/正向变化前五位，蓝色是增长/负向变化后五位

数据来源：wind，西南证券整理

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 现阶段房地产销售和 investment 遇冷，下半年有望企稳回升。** 1-4月份，全国房地产开发投资39154亿元，同比下降2.7%，住宅投资下降2.1%。4月，部分城市受疫情影响房地产市场遇冷，商品房销售面积和销售金额分别同比下降39.0%和46.6%，房地产开发投资同比也下降10.1%，虽然政策趋宽，但企业对未来预期仍偏弱。房价方面，一线城市商品住宅销售价格环比略有所上涨，二三线城市环比下降，一二三线城市同比涨幅回落或降幅扩大。**预计持续的政策提振之下，下半年，房地产投资有望企稳回升，全年增速或可转正。**
- “三限” 放松有望持续，房企融资环境有望进一步改善。** 一季度房地产利好政策主要集中在需求端，从购房补贴、公积金贷款放松、房贷利率下调等逐渐向“三限” 放松延展。4月，高能级城市主要放宽限购，低能级城市主要放宽限贷和限售，5月，南京、苏州等二线城市也逐步加入放宽限售行列，苏州、天津等部分银行的贷款利率也进一步下调至4.4%。在4月中央政治局会议表态优化预售资金监管后，5月多地提出预售资金优化措施，部分民营房企宣告启动新一轮债券发行。

房地产投资与销售增速双降



房地产松绑政策工具及力度

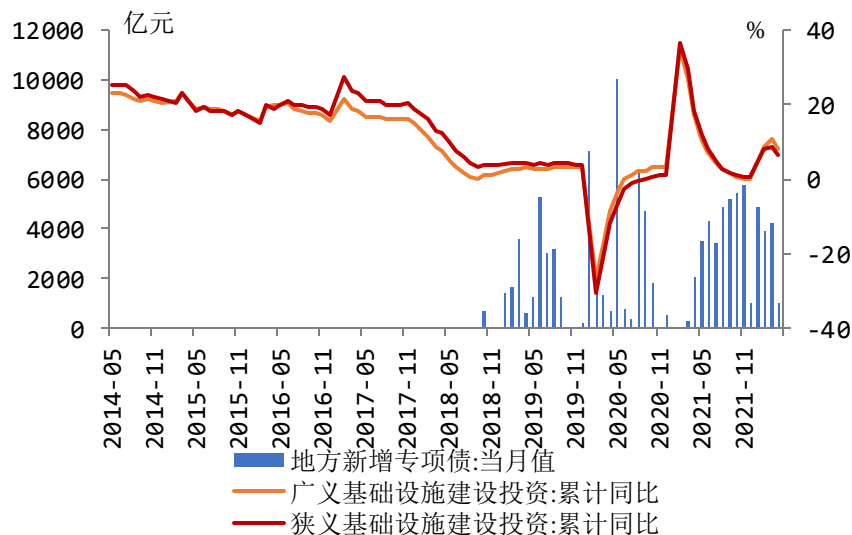
政策类型	政策工具	
信贷方面 (限贷)	降首付	降低首套房、二套房首付比例 降低二套房认定标准，不认贷
	人口政策支持	二孩、三孩家庭降首付等
	人才政策支持	降首付、大学生专项补贴等
	房贷利率	继续降低房贷利率、放款加快等
限购	购房资格放宽：降低社保门槛、法拍房限购条件、降低务工人员购房门槛等。	
交易税费	调整增值税免征年限、降低个税缴纳比例等	

数据资料来源：CREIS、统计局，西南证券整理

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 1-4月，狭义基础设施投资同比增长6.5%，增速较前值回落2个百分点，4月疫情冲击和专项债发行放缓对单月基建投资增速产生显著拖累，4月狭义基建投资同比上涨2.95%，较前值回落5.83个百分点。5月以来，地方债发行明显提速，发行量或在1.67万亿元-2.04万亿元，第二季度的财政支出也会有所加快，在政策持续助力以及基数持续走低，且天气转暖进入建设旺季之下，若疫情控制得当，**预计下半年基建投资仍将保持稳中有升的增长势头，全年增速乐观估计或可达8%-10%。**
- 截至5月下旬，全国29个省市公布2022年投资清单，有19个省市公布了总投资额，合计约52.3万亿元，27个省市的年内投资额约13.8万亿元。投资清单中年内投资额和总投资额最高的均是安徽省，全年安排省重点项目8897个，年度计划投资16572.4亿元，总投资额达到7.7万亿元。后续增长潜力较大的省份包括海南、西藏、云南等省市。

地方新增专项债发行及基建投资



各省项目年内投资和投资总额

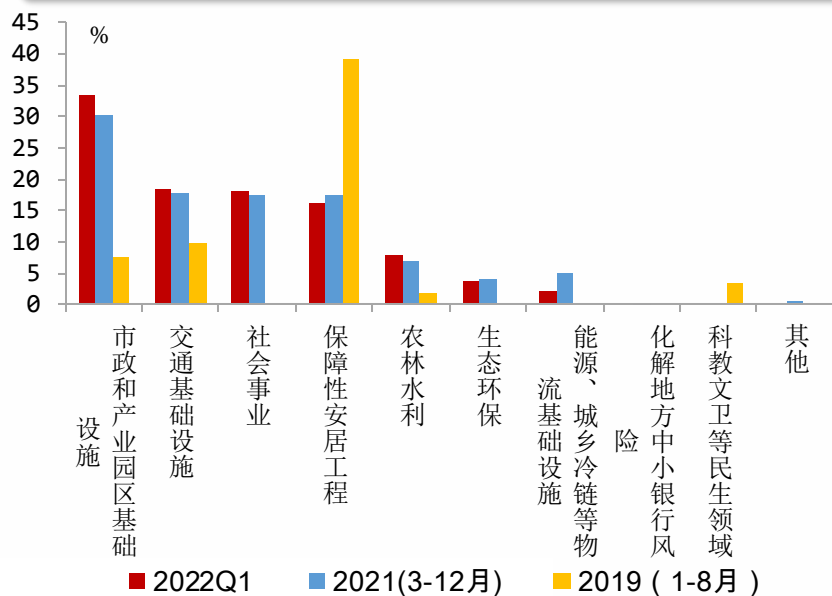
	省市	总投资额 (亿元)	省市	年内投资额 (亿元)
排名前五	安徽	77236	安徽	16572.24
	广东	76700	河南	13000
	河南	48000	江西	11000
	辽宁	42000	浙江	10972
	福建	40800	广东	9000
排名后五	天津	11700	青海	2000
	河北	11200	上海	2000
	黑龙江	8257	云南	1643
	海南	4274	西藏	1400
	云南	3362	海南	856

数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 一季度专项债投向领域**：2022年一季度新增地方政府专项债主要投向市政产业园区和交通基础设施建设，占比分别为33.4%和18.6%，投向结构与去年较为类似，侧重于国家重大战略项目和“两新一重”，其中投向市政和产业园区、交通、社会事业、农林水利领域的比重有所提升。
- 预计后续专项债仍将继续重点用于交通、能源、农林水利等9大领域，同时，合理扩大专项债券使用范围，包括：加大惠民生、解民忧等领域投资（**城市管网建设、水利等**）；支持增后劲、上水平项目建设（围绕**新基建等，具有公益性且有一定收益的信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施**为支持重点）；推动补短板、强弱项项目建设（**粮食仓储物流设施**）等。

2022年Q1新增专项债投向领域与此前年份对比



合理扩大专项债使用范围涉及的上下游产业

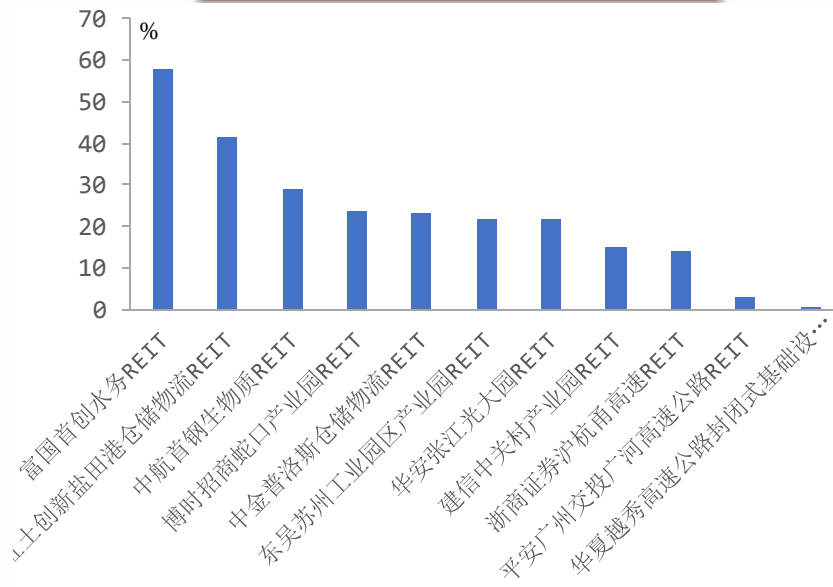
惠民生、解民忧	城市管网建设	管道制造、管道设计、管道施工、管道安防等
	水利建设	建筑材料、输水管道、水利工程设计、水利工程施工及养护
增后劲、上水平	信息基础设施	通信网络基础设施（5G、物联网、工业互联网、卫星互联网）、新技术基础设施（云计算、区块链、人工智能）、算力基础设施（数据中心、智能计算中心）
	融合基础设施	智能交通基础设施、智慧能源基础设施
	创新基础设施	重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施
补短板、强弱项	粮食仓储设施	硬件设备(输送机、分拣机、AGV、堆垛机、穿梭车、叉车等)、软件系统(WMS、WCS系统等)、仓储服务提供商(仓储地产企业和第三方仓储服务业)
	粮食物流设施	物流基础设施和设备、交通基础设施建设、仓储地产、运输仓储及物流管理服务、冷链物流

数据来源：wind、财政部、中国产业发展研究网、中商产业研究院、前瞻产业研究院、华经情报网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

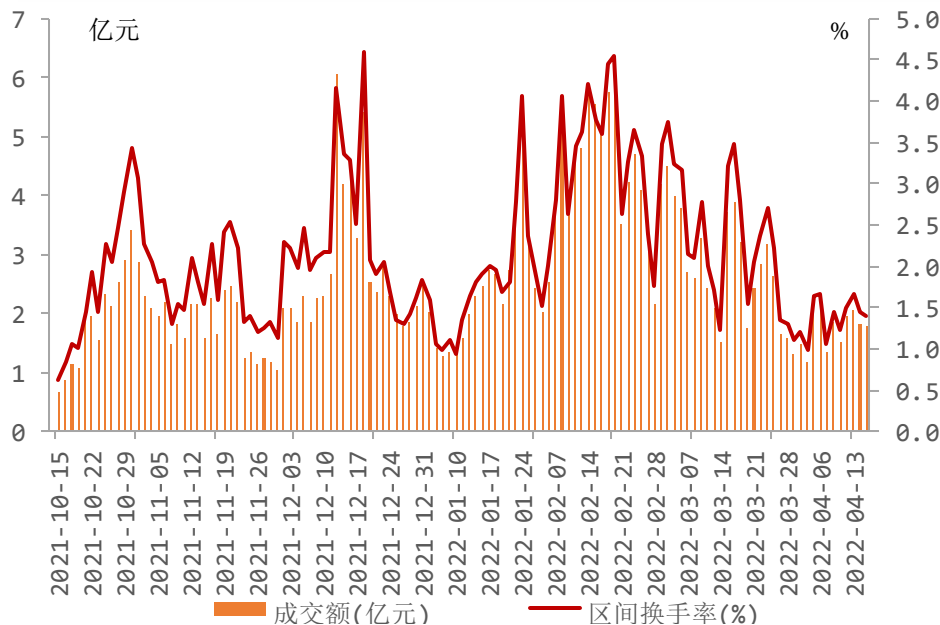
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 据统计，目前全国正在实质性推进基础设施REITs发行准备的项目接近100个，从项目范围看，可以引入REITs模式的基础设施项目主要包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施，其中高速公路、产业园区、能源等类别的项目可能成为未来一段时期公募REITs扩容的主要方向。
- **两个角度的REITs扩围：纵向上**，针对基础设施REITs，在扩大试点范围的基础上，引入扩募机制。在基础设施REITs发展上，一方面拓宽试点范围，引入更多新的优质项目。另一方面，在已上市项目的基础上，制定存量REITs扩募规则，促进REITs规模增长。**横向上**，从基础设施REITs到保障性租赁住房REITs，我国公募REITs将在范围、领域上有所扩围。

已上市REITs收益情况



我国上市REITs成交情况

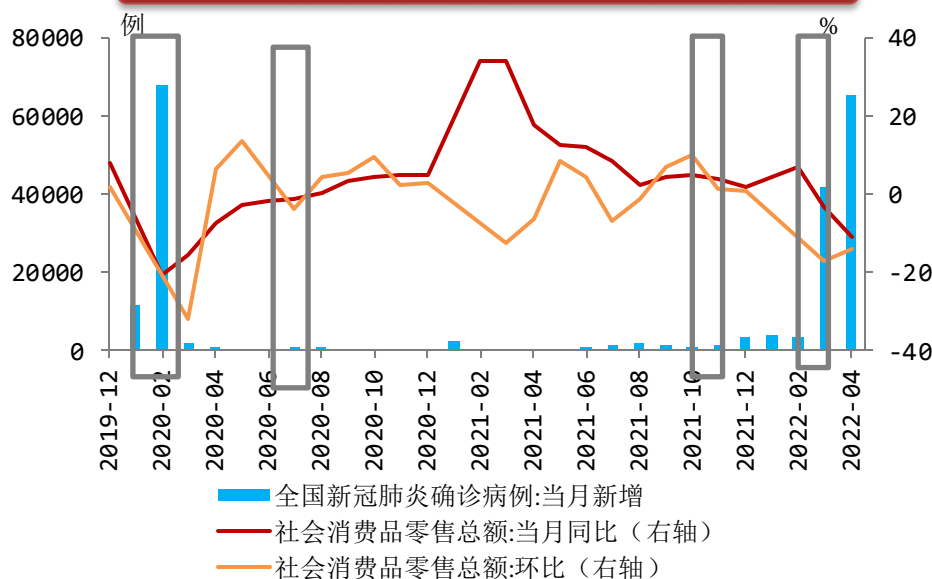


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

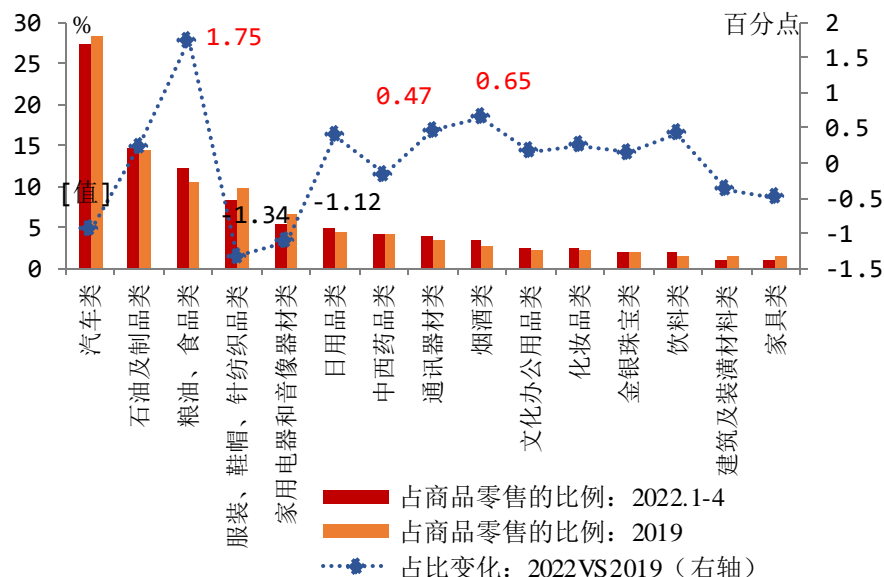
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 1-4月，社会消费品零售总额138142亿元，同比下降0.2%。4月，社会消费品零售总额29483亿元，同比下降11.1%，较前值回落7.6个百分点，疫情冲击明显，环比-13.88%，较3月收窄3.17个百分点。自2020年疫情爆发以来，消费的单月环比与疫情的确诊呈反向关系，但从幅度来看，疫情爆发的当月下旬下滑幅度较大，而之后即使新增确诊数加大，增速降幅多会出现收窄。目前，国内疫情整体趋于稳中有降的状态，后续生产生活秩序逐步恢复，前期被压抑的消费将得到释放，预计全年增速有望恢复至4%左右。
- 从消费品类来看，疫情前后各主要品类的占比排序没有发生变化，但今年1-4月，粮食、食品类，烟酒类和通讯器材类的占比较疫情前有所提高，而服装、鞋帽、针纺织品类，家用电器和音像器材类和汽车类的占比下降最快。这与疫情期间人们生活方式和预期变化直接相关，同时考虑到下降最快的三大类占限额以上单位商品零售额的比重超过40%，后续消费刺激的政策重点也将着眼于此。

本轮疫情对消费增速的冲击或已达极值



疫情前后消费品类占比变化



1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- **回顾历史**，在应对2008年金融危机时，财政加大了对消费的刺激力度，主要举措有：对企业和居民结构性实施大规模减税；加大对汽车和家电下乡和以旧换新的补贴力度；增加城乡居民收入，对“三农”的补贴等。**着眼当下**，3月中下旬后，长三角疫情爆发，社会消费品零售总额增速大幅下滑。4月25日，国务院发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出了应对短期疫情冲击的举措，并部署中长期新型消费、消费升级、消费平台、消费环境等的发展方向。
- 目前已有北京、深圳、宁波等不少省市发放消费券，未来财政可能通过进一步向居民减税以及消费券、补贴、折扣等形式促进消费回暖，汽车、家电、零售、文旅、餐饮等领域有望获得较多支持。新一轮汽车下乡政策有望在6月出台，每车补贴3000-5000元，若按照到2030年农村汽车千人保有量160辆测算，总保有量超过7000万辆。

2022年4月以来部分省市消费券发放情况

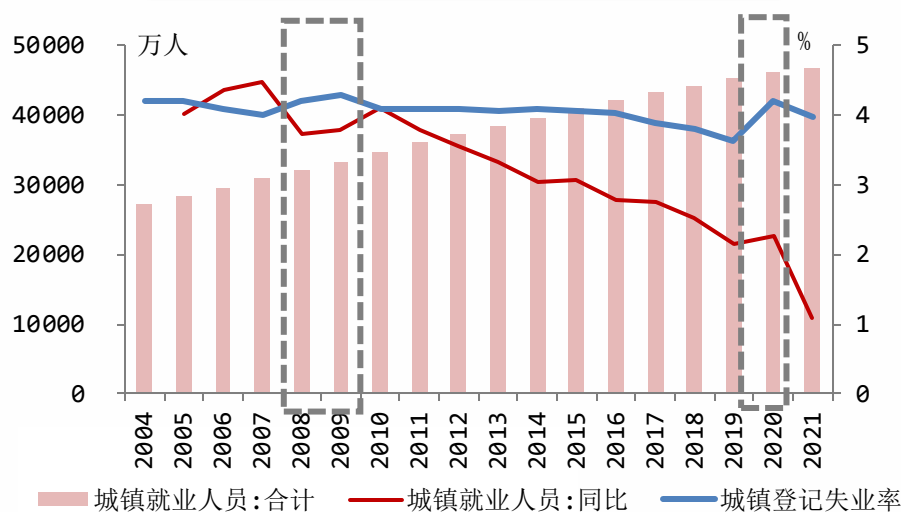
省/市	具体内容
北京	将于今年4月至9月，面向在京消费者发放超过3亿元北京绿色节能消费券
广东	2022年以来，广东省内20个地市累计投放政府消费券2629.85万张，涉及金额6.07亿元。
深圳	自4月28日起，向深圳消费者陆续发放5亿元消费券，种类包括餐饮堂食、餐饮外卖、景区门票、酒店民宿、健身行业等。
无锡	4月30日，无锡市举办消费券发放启动仪式。预计发放各类消费券5000万元。
宁波	在4月28日至5月31日启动有史以来力度最大、覆盖最广的消费券发放活动，总投放金额超3亿元。
成都	分两批次发放约6亿元的“成都520”消费券，鼓励零售、餐饮中小微企业和个体工商户参与让利促销。
厦门	4月至6月举办网上消费季活动，安排3000万元以发放数字消费券、红包等形式开展促消费活动。
福州	4月28日至10月31日期间，将分期发放总额1.2亿元商旅消费券，组织商圈、企业、银行、景区开展千场线上线下商旅促消费活动。
石家庄	“五一”劳动节假期，石家庄市将累计发放1亿元惠民消费券。石家庄本级累计发放消费券3500万元。
江西	“五一”假期，全省发放餐饮消费券超1亿元，预计将带动餐饮消费10亿元。
南昌	5月1日至7月31日，省市县各级政府投入财政资金5亿元，撬动商家企业投入、让利15亿元，共计优惠金额达20亿元，以汽车、成品油、家电三大类为主体。
云南	4月25日，启动本年度2亿元“文旅消费券”和1亿元“文旅加油券”发放活动。
呼和浩特	呼和浩特市将于5月8日起面向广大消费者派发1500万元“相约首府·嗨购青城”惠民消费券。
哈尔滨	支持开展各类促销活动。围绕限额以上汽车、百货(不含超市)、家电通讯、家居建材、餐饮等受疫情影响较大的行业，安排1.2亿元资金，对各区县(市)发放消费券按实际投入资金给予70%补助。
吉林	2022年安排省级消费券奖补资金2亿元规模。
长春	5月5日，将开展发放消费券活动，陆续发放家电、住房、汽车、文旅等领域消费券，计划全年发放2亿元消费券。

资料来源：各地政府网，西南证券整理

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

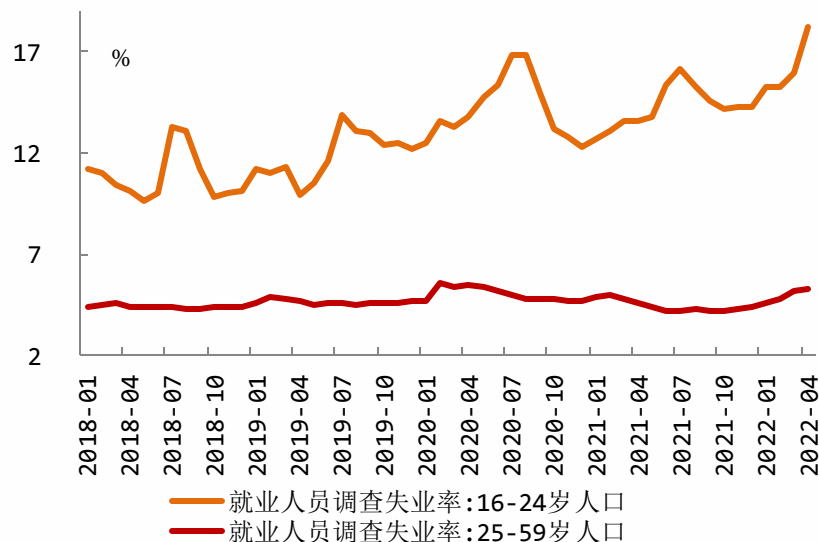
- **疫情反复加剧就业形势的严峻性，青年失业率达到新高。**2022年以来，城镇调查失业率逐月走高，4月升0.3个百分点至6.1%，接近2020年2月的6.2%。其中，16-24岁人口失业率较上月大幅上升2.2个百分点至18.2%。2022届高校毕业生规模预计达1076万人。此外，灵活就业人数于2021年底已达到2亿人，主要从事外卖、主播等。
- 2008年金融危机后采取的促就业措施包括：扶持企业稳岗稳就业、扩大内需拉动就业、财政安排就业资金、创业带动就业、提供职业技能培训等、重点解决大学生和农民工的就业问题，加强社会保障建设等，直至2010年Q1城镇登记失业率回落0.1个百分点至4.2%。今年已采取的举措包括：推动企业复工、市场主体稳岗、拓展就业岗位、提供就业服务，出台助学贷款延期并免息、支持创业等。后续将稳定存量和鼓励增量并举，措施包括：继续加大企业减税降费力度、鼓励发展吸纳就业能力强的产业、支持企业加大校招力度等。

2008年和2020年的失业率快速上行



数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

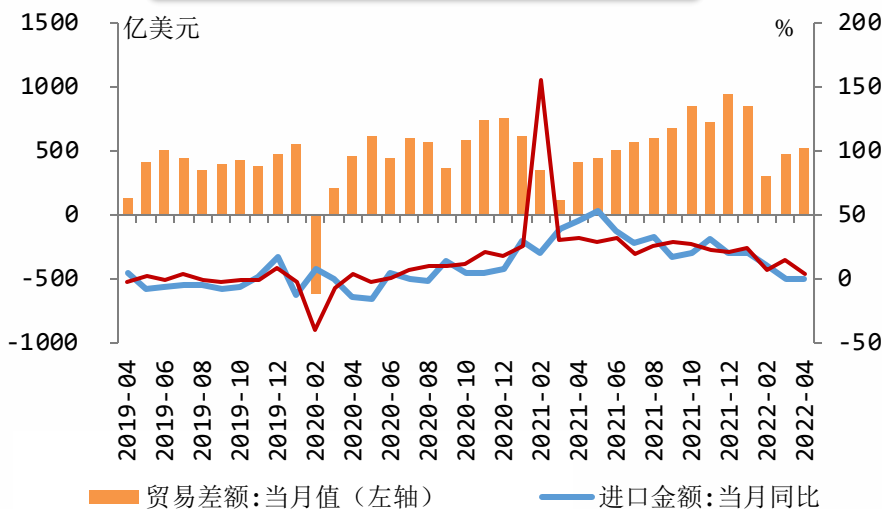
青年人口失业率快速上升



1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 下半年进出口或继续走低，出口增速回落快于进口。**按美元计，1-4月份我国货物贸易进出口同比增长10.1%，较前值下降2.9个百分点。其中，受国内疫情影响，出口累计同比增长12.5%，增速较1-3月回落3.3个百分点；受到海外通胀高企和基数的影响，进口累计同比增长7.1%，增速回落2.5个百分点；贸易顺差2129.3亿美元，同比增加42.3%，持续走宽。尽管短期内俄乌冲突对我国出口有一定支撑，但随着海外供应链逐步复苏，叠加高基数效应，预计下半年进出口增速继续走弱，全年出口和进口金额同比分别逐步回落至7.5%和6.0%，其中出口的降幅将更大。
- 从结构上看，与2021年同期相比，2022年1-4月集成电路、塑料制品以及钢材的出口金额占比提升，**主要是在俄乌冲突影响下国际大宗商品涨价，同时运输成本走高，导致出口商品价格升高；家用电器、自动数据处理设备及其零部件以及手机占比回落幅度较大，主要因海外逐步退出QE导致需求回落以及部分产业供应链逐渐恢复影响，且国内疫情对部分产业供应链造成了一定冲击。

进出口金额同比逐步走低



出口商品结构变化

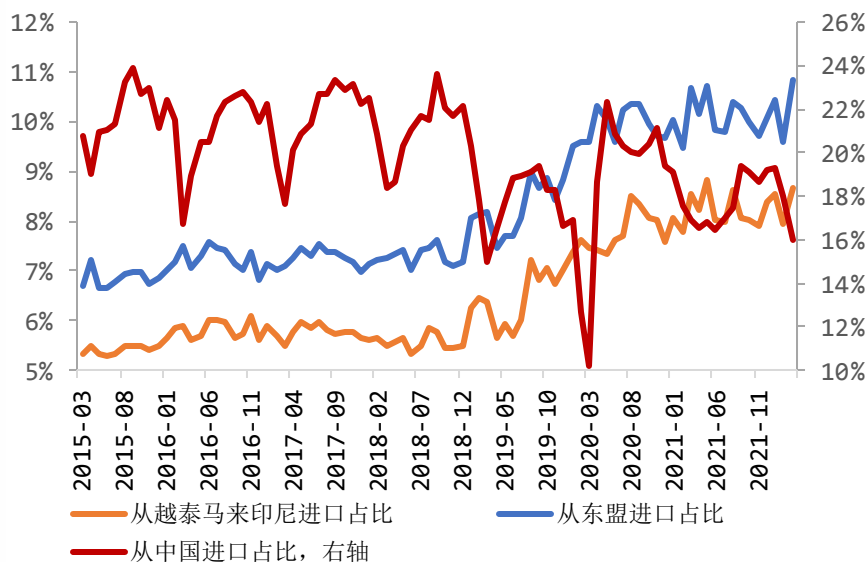
占比排序	2021年1-4月	2022年1-4月
1	自动数据处理设备及其零部件 (7.75%)	自动数据处理设备及其零部件 (7.31%)
2	手机 (4.62%)	集成电路 (4.62%)
3	服装及衣着附件 (4.55%)	纺织纱线、织物及其制品 (4.46%)
4	纺织纱线、织物及其制品 (4.51%)	服装及衣着附件 (4.30%)
5	集成电路 (4.42%)	手机 (4.20%)
6	家用电器 (3.19%)	塑料制品 (3.02%)
7	塑料制品 (2.95%)	家用电器 (2.69%)
8	汽车零配件 (2.44%)	钢材 (2.35%)
9	钢材 (2.32%)	汽车零配件 (2.27%)
10	家具及其零件 (2.30%)	家具及其零件 (2.09%)

数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

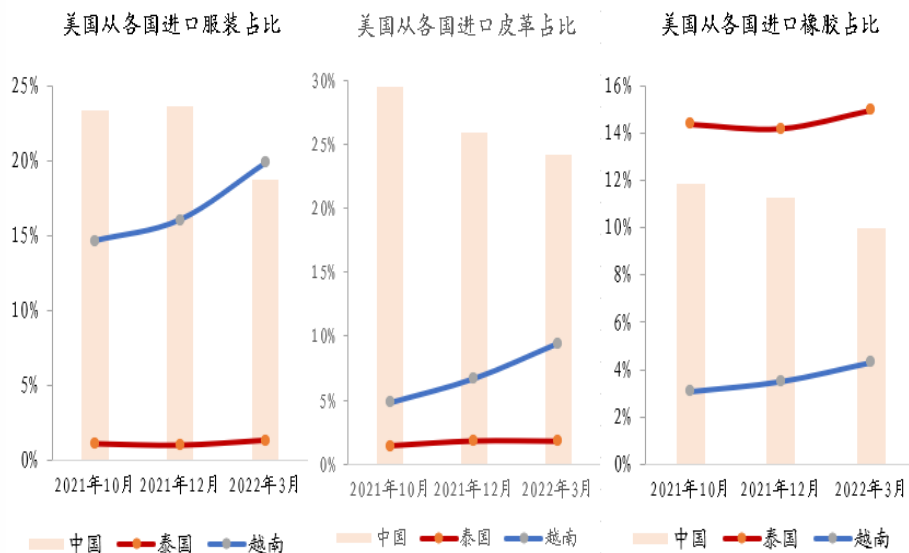
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- **逆全球化带来部分产业链迁出，疫情使得此趋势加剧。**根据UBS的调查，受贸易战影响，2018年11月计划将部分生产移出中国的跨国公司占比不到40%，但2019年4月以来，计划把部分生产移出中国的跨国公司比例已超过50%，疫情后，2020年9月这一比例更高达71%。
- **疫情加速了新兴市场国家对国内的产业链替代，劳动密集型产品更为明显。**近期国内供应链受到局部地区疫情的阶段性扰动，叠加东盟复工复产，以越南为代表的东南亚国家开始在纺织服装、家具等劳动密集型领域对我国出口形成一定替代，在部分资本和技术密集型的机电产品领域则表现不明显。2021年9月以来，美国从越南、泰国、马来西亚进口的主要商品中，轻工类制品、橡胶等所占份额出现明显增长，同期美国从中国进口的相关商品份额则出现小幅回落或震荡趋势。

美国从中国进口占比有所降低



美国从其他EM国家进口劳动密集型产品占比升高



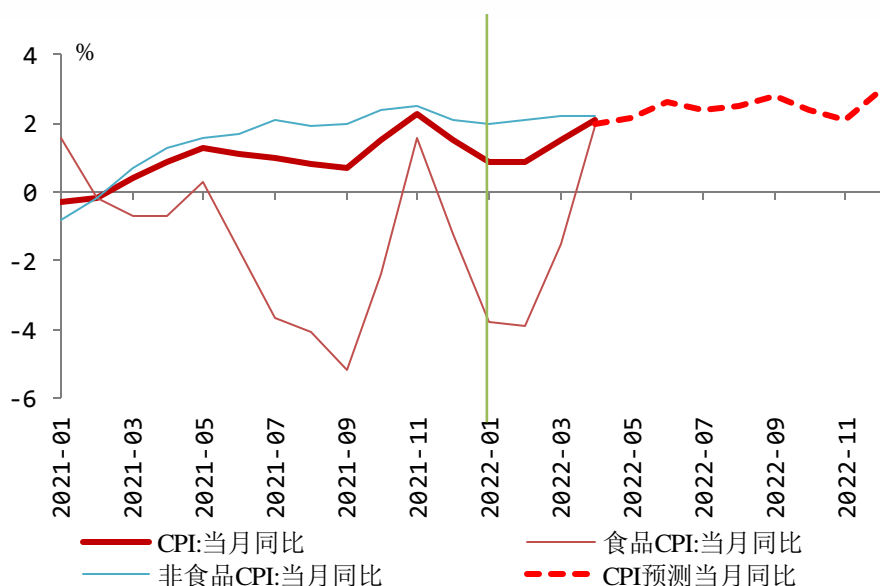
数据来源：CEIC, Wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

注：服装专指针织或钩编的服装及衣着附件

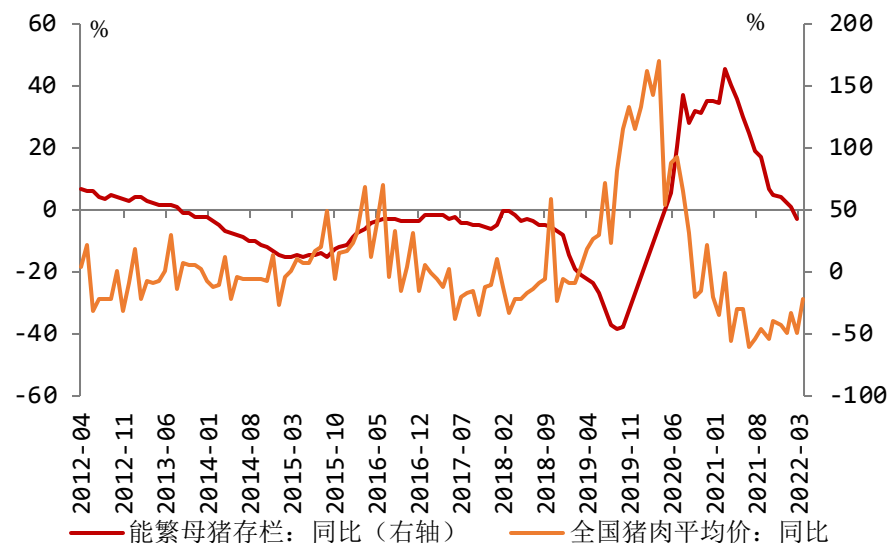
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- **CPI前低后高，预计全年同比涨幅2.3%左右。** 2022年1-4月，CPI同比上涨1.4%，其中4月，受疫情下囤货需求和运输成本上升影响，CPI同比2.1%，环比上升0.4%，食品价格是主要推动力。下半年疫情冲击缓解，非食品价格上升，叠加猪周期，CPI或将保持上行态势，我们预计全年CPI同比涨幅2.3%左右。
- **本轮猪周期已开启，猪肉价格进入上行通道：**2021年7月能繁母猪存栏量开始环比下降，直至2022年3月一直持续环比下降态势，对应猪仔8-10个月左右的生长周期，4-5月或是新一轮猪价上行的起点，下半年猪价同比降幅或继续收窄。国内散点疫情反复、国际大宗商品高位波动、叠加新一轮“猪周期”开启，下半年猪肉价格同比涨幅将趋于回升。

下半年CPI将趋于上行



新一轮“猪周期”开启

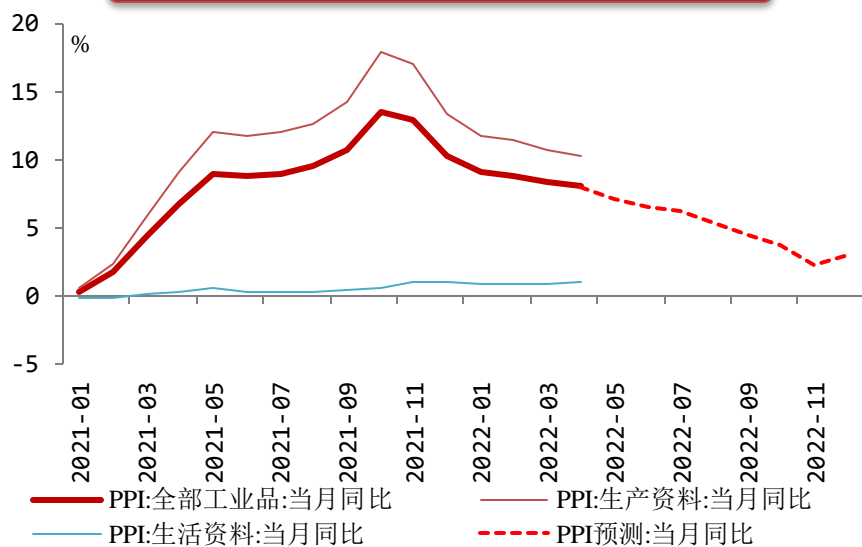


数据来源: wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

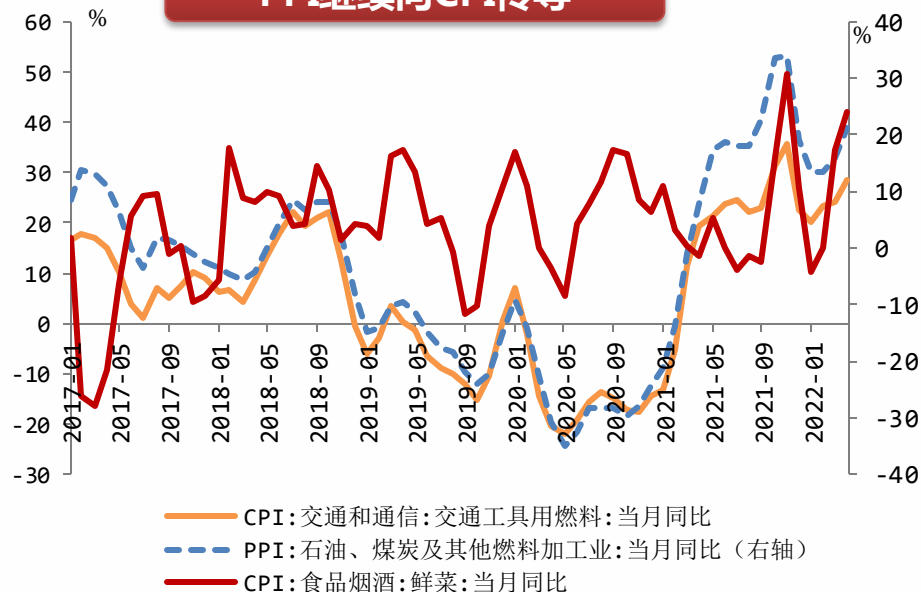
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- **国际大宗商品价格高位震荡，PPI同比增速下半年或平缓回落。**1-4月，PPI同比增长8.5%，较前值下降0.2个百分点。4月，同比增长8.0%，涨幅比上月继续回落0.3个百分点，PPI环比增长0.6%。其中，生产资料价格同比上涨10.3%，生活资料价格上涨1.0%。目前PPI中生产资料权重75%，生活资料权重25%，俄乌冲突对大宗商品价格的冲击主要影响生产资料，若俄乌冲突向中观预期进展（美国等西方国家经济制裁持续加码，俄乌冲突未来的演变或类似于2014年的克里米亚危机），PPI下半年在基数效应下仍会回落，预期全年增速在5%左右。
- **PPI向CPI持续传导，但大幅推升的可能性较小。**PPI主要通过原材料和运输渠道两个链条向CPI传导，其中生活资料类的原材料主要包括农副产品类和纺织原料类；生产资料类的原材料主要是燃料动力类。大宗商品涨价或导致部分CPI分项上行，但大幅推升CPI的可能性较小，CPI或维持温和上行。

下半年PPI同比增速将趋于下行



PPI继续向CPI传导



数据来源:wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ **“稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解**

◆ **积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性**

◆ **未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏**

◆ **下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场**

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 2008年金融危机后，我国经济增速总体呈现出波动下行趋势，分季度来看，2008.Q4、2012.Q3、2015.Q2、2019.Q2、2020.Q1受内外部因素影响，经济下行压力有不同程度加大，财政政策在当季或者随后一个季度，采取了扩大财政支出、减税降费、出口退税、增发国债及地方债、盘活存量资金等政策工具，对冲经济下行。

2008-2022经济下行期财政加码政策及其效果

经济形势：2012年Q3的GDP 同比增速由Q2的7.7%降至7.5%，季调后环比增速下降0.3个百分点至1.8%

财政政策：结构性减税、促进消费、惠民工程、启动重大项目、鼓励民间投资、稳定出口、强农惠农富农以及房地产市场调控等

政策效果：2012年Q4同比增速提高0.6个百分点至8.1%，季调后环比增速也回升0.1个百分点至1.9%

经济形势：2019年Q2的GDP同比增速收窄0.3个百分点至6%，环比增速下降0.5个百分点至1.2%

财政政策：减税降费是主要手段,财政支出有所前置

政策效果：2019年Q3-Q4的GDP同比增速仍呈现下降的态势，环比增速在2019年Q3回升0.2个百分点至1.4%。但新增减税降费对全年GDP形成了0.8个百分点的拉动

经济形势：1-4月固定资产投资、社会消费品零售及货物出口（美元）分别同比增长6.8%、-0.2%和10.1%，增速分别较2021年+1.9个百分点、-12.7、-17.4个百分点。

财政政策：财政采取进一步加快留抵退税实施进度、专项债发行提速、加大民生开支、发放消费补贴等措施。

2008.Q4

2012.Q3

2015.Q2

2019.Q2

2020.Q1

2022.Q1

经济形势：2008年Q4的GDP 同比增速较Q3下滑了2.4个百分点至7.1%

财政政策：在这一时期财政政策主要依赖增发长期建设国债，扩大基建投资来拉动经济

政策效果：2009年Q2开始回暖，同比增速较2008年Q4回升了1.1个百分点至8.2%

经济形势：2015年Q2的GDP同比增速与Q1持平，但季调后环比增速下滑0.1个百分点至1.8%

财政政策：加快财政支出，盘活存量财政资金，大力推广PPP模式，从而推进重大项目的建设，实施一系列减税降费措施

政策效果：2015年Q2至2021年Q1，GDP同比增速均低于2015年Q2的7.1%水平，环比增速连续三个季度也呈下降态势，直至2016年Q2环比增速才开始回升

经济形势：2020年Q1的GDP 同比增速首次转负，为-6.9%，季调后环比增速下滑11.5个百分点至-10.3%

财政政策：实施了包括减税降费、提高赤字率、发行抗疫特别国债、增加地方专项债等措施

政策效果：2020年Q2经济增速由Q1的-6.9%升至3.1%，随后均呈现逐步复苏的态势，2020年Q4的GDP同比增速（6.4%）超过疫情前2019年Q4的水平

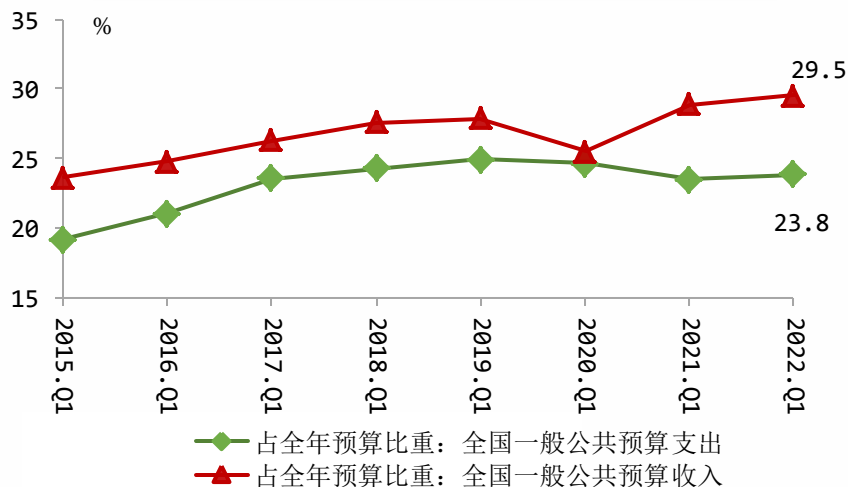
资料来源：wind、财政部、统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

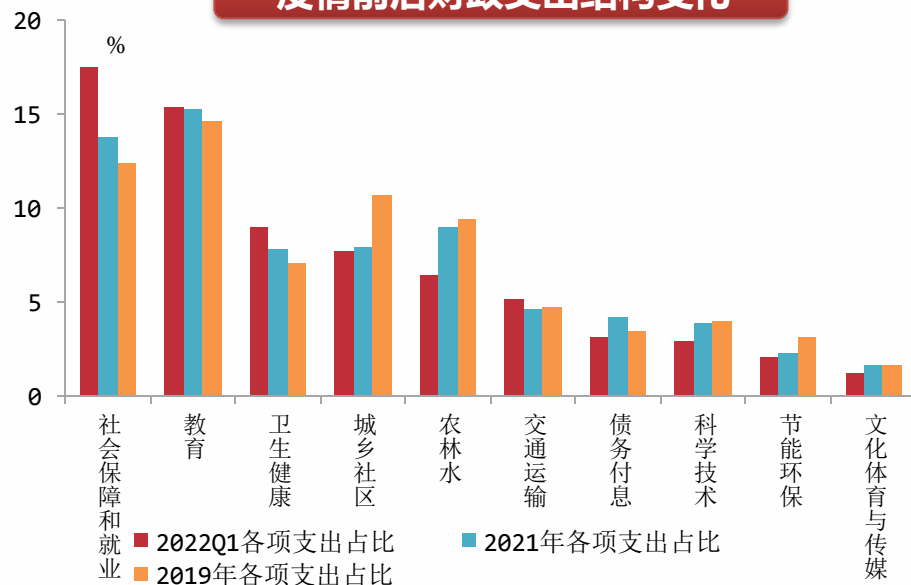
2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- **一季度收入较快支出偏慢，后续节奏或有所逆转。** 2022年Q1全国一般公共预算收入62037亿元，完成全年预算收入29.5%，进度为2015年以来更快。在疫情以及减税退税的影响下，4月公共财政收入同比大幅下降41.34%，二季度留抵退税总额将超万亿，财政收入增速将受此影响。**Q1全国一般公共预算支出63587亿元，完成全年预算的23.8%，这一进度略快于2021年，但低于2018-2020年同期水平。**4月单月同比增长-1.96%，增速大幅放缓。**预计比重或较Q1提升3-5个点至27-29%左右，支出规模约7.2-7.7万亿。**
- 与去年同期相比，今年1-4月，财政支出中，农林水、科学技术、卫生健康**基建类支出占比上升，下半年卫生健康支出占比或将下降。**、交通运输的比重有所提升；疫情之后，10大主要支出项中，社会保障和就业、教育、卫生健康、债务付息支出占比上升，其他6项占比下滑。今年下半年社保就业和债务付息支出占比仍将较高，卫生健康支出下降后农林水、科技支出等有望增加。

历年Q1全国一般公共预算收支进度



疫情前后财政支出结构变化

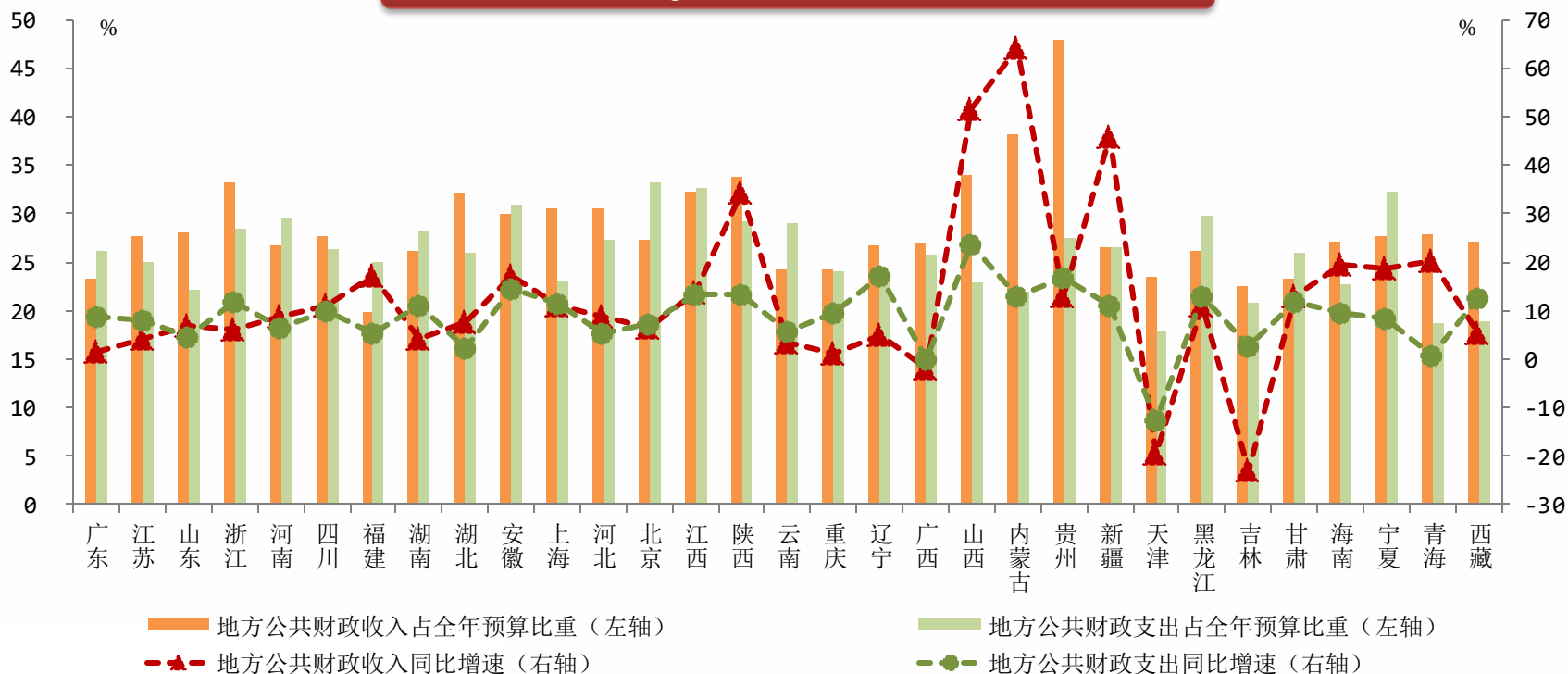


数据来源：wind、财政部、西南证券整理
www.swsc.com.cn

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- **地方财政收入**，2022年一季度，地方公共财政收入进度最快的五个省份是：贵州、山西、陕西、浙江、江西，中西部省份的收入进度较好；进度最慢的五个省市是：湖北、福建、吉林、甘肃、广东，主要是中东部省份，其中广东、吉林一季度疫情形势较为严峻。**地方财政支出**，一季度，支出进度最快是：湖北、北京、江西、宁夏、安徽，这五个省市占Q1全国GDP的14.4%；进度最慢的是：天津、内蒙古、青海、西藏、吉林，占全国GDP的4.6%。

各省市2022.Q1地方公共财政收支进度及增速

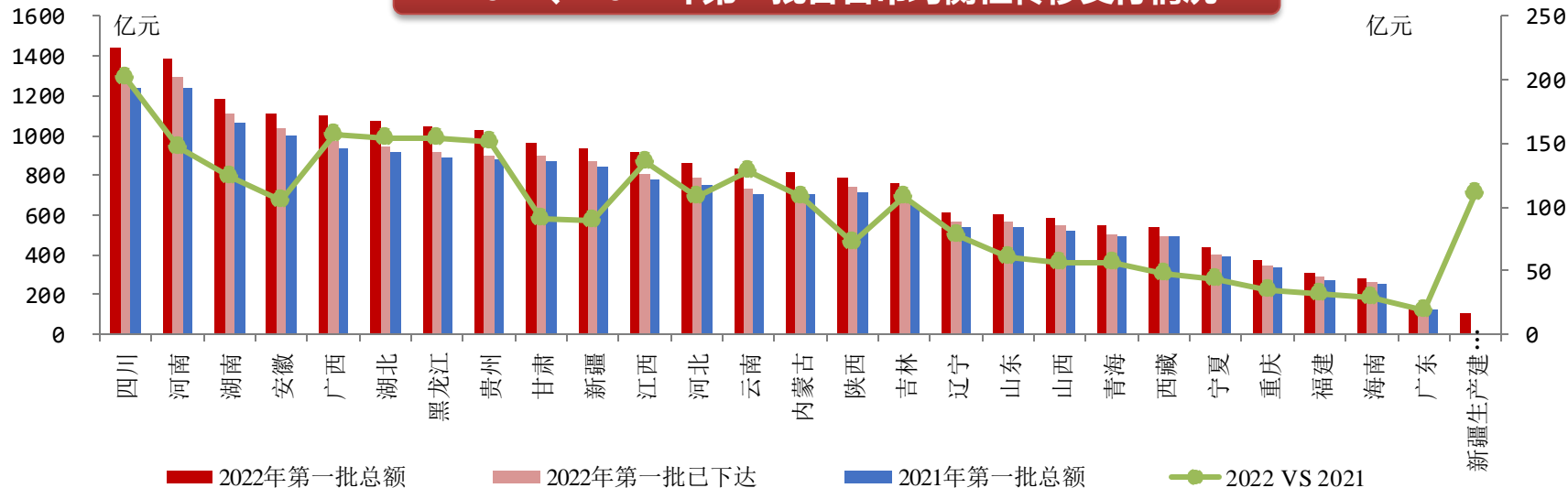


数据来源：wind、各省市财政厅、财政部，西南证券整理（注：横坐标由左往右按照各省市的2022年一季度GDP总量由高到低）
www.swsc.com.cn

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 中央对地方的转移支付：2022年中央对地方转移支付预算数为97975亿元，增长18%。其中，一般性转移支付82138.92亿元，增长8.7%，主要是增加地方可用财力，推进基本公共服务均等化，兜牢基层“三保”底线；专项转移支付（包含中央预算内投资）7836.08亿元，增长4.7%，主要是加大生态保护、产业转型升级、区域协调发展等领域支出；通过特定国有金融机构和专营机构上缴利润一次性安排的支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付8000亿元。
- 财政部数据显示：截至2022年4月，均衡性转移支付总额20779亿元，其中已经下达18832.6亿元，4月再下达1946.4亿元，至此第一批均衡性转移支付已下达完毕。资金将重点用于保障基本公共服务，改善民生等。四川、河南、湖南、安徽和广西获得位列前五的是今年计划转移支付总额前五的省份，也是目前已经下达金额最多的省份。

2021、2022年第一批各省市均衡性转移支付情况

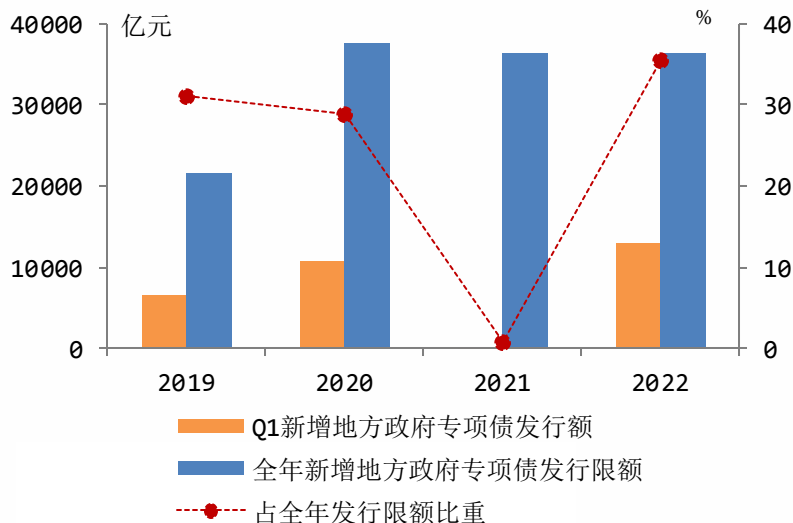


数据来源：财政部，西南证券整理
www.swsc.com.cn

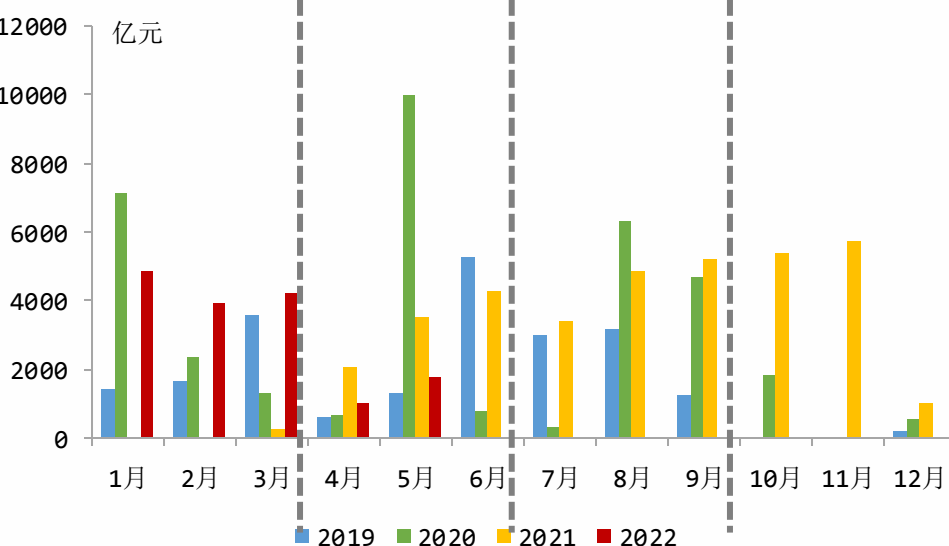
2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- **从目前发行情况看**，截至4月末，各省份新增地方政府专项债累计发行约1.4万亿元，较去年同期增加了约6840亿元，占2022年全年限额（3.65万亿元）的38.4%。与2019-2021年同期新增专项债发行量相比，今年一季度的发行进度均快于前三年。从拨付情况来看，3月末，各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占一季度已发行新增专项债券的68%。**专项债发行起步早、动作快，有利于对地方投资形成有效拉动。**
- **从后续发行节奏看**，财政部预计5月底前能够完成去年提前下达的专项债券的发行，近期监管部门对专项债的发行要求地方在6月底前完成大部分2022年新增专项债的发行工作，在三季度完成剩余额度的发行，这一节奏快于过去三年。假设按照上半年完成全年限额的80%-90%计算，第二季度的发行量或在1.67万亿元-2.04万亿元。

2022年一季度专项债发行占比提升



2022年5月新增专项债发行较4月明显提速

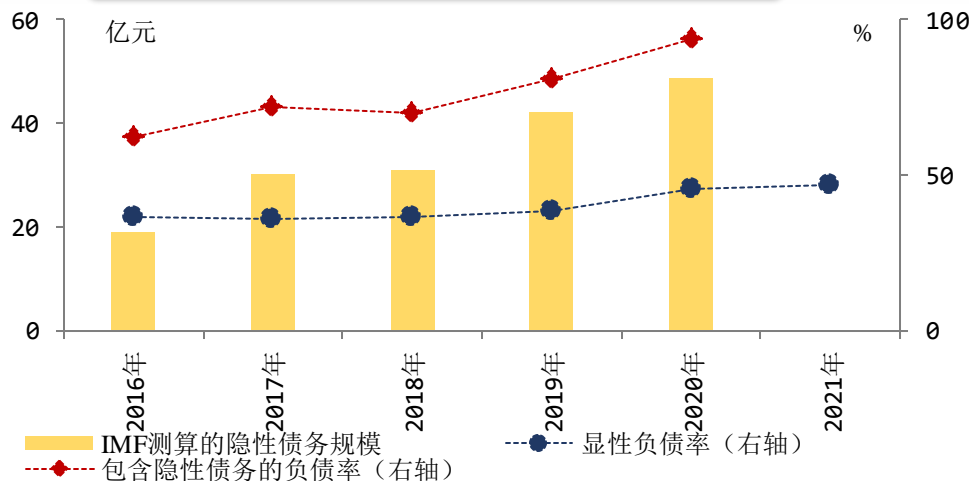


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

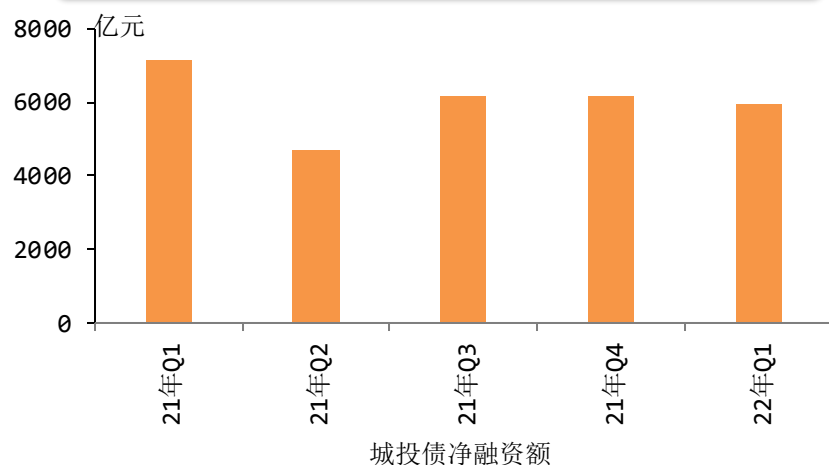
2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- **地方隐性债务风险：化解隐性债务风险决心不动摇。**截至2021年末，全国政府债务余额53.74万亿元，政府债务余额与GDP之比（负债率）为47%，低于国际通行的60%警戒线，风险总体可控。根据IMF测算，我国地方隐性债务规模持续增加，截至2020年末为48.7万亿元，包含隐性债务后负债率已达到93.72%。
- **城投的政策边际变化：4月再提保障融资平台合理融资需求，5月财政部问责隐性债务风险不力后，边际放松可能性大幅降低。**2021年城投银行贷款、债券口径融资政策均收紧，收紧态势延续至2022年，今年一季度城投债净融资额同比、环比均有所走弱。疫情散发以来，稳增长压力增加，4月央行等重提“按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，市场对于平台融资放松的预期渐浓。5月18日，财政部时隔3年多以来，再次通报8个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例以及问责措施，彰显稳增长压力下隐性债务风险防范化解决心不动摇，城投融资政策边际放松可能性大幅降低。

包含隐性债务的负债率超国际警戒线



今年一季度城投债净融资同比、环比均下降



数据来源：IMF，Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 2006年以来，国内货币政策大致经历了4轮紧缩-宽松的周期，2020年疫情爆发之前，**每一轮紧缩周期大约持续7-9个季度，宽松周期持续约5-7个季度**。2018年中美贸易战激化，外需对经济拉动作用减弱，货币政策最新一轮宽松周期开启。然而，2020年疫情的爆发使得这一轮宽松周期大幅延长。
- 2018年-2022年3月，人民银行共12次下调存款准备金率，释放长期资金10.3万亿元，4月央行再次全面降准25bp，释放资金5300亿元，降幅较此前有所收窄。**宽信用来看**，2018年以来（除2018年4月）LPR呈持续下降态势，2022年4月较2018年的一年期LPR累计下降0.6个百分点，不断降低实体经济融资成本。



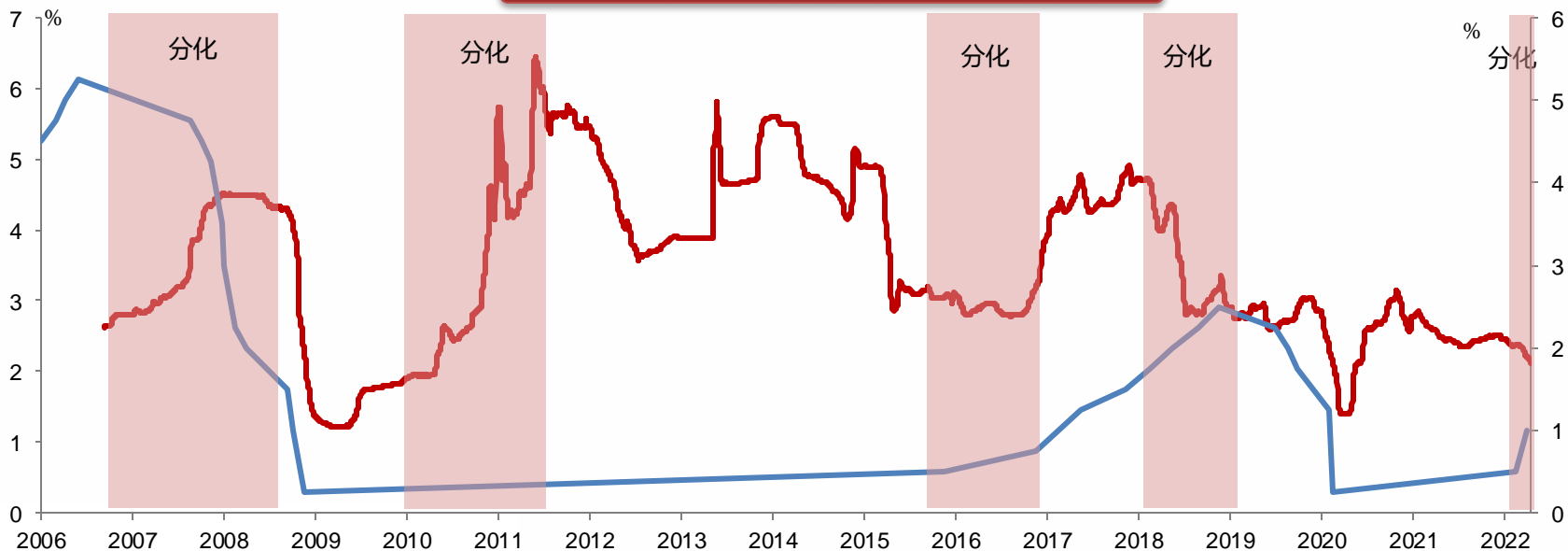
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 美国自2007年以来经历了2轮紧缩（2015-2018年、2022年3月至今）、2轮宽松（2007-2008年、2019-2020年）周期，中美在反危机时期货币政策相对趋同，但大部分时期由于两国所处经济周期不同，货币政策产生较大分化。其中，与中国货币政策周期分化包括**2007-2008年、2010-2011年、2015年底-2017年、2018-2019年以及2022年3月至今五个时期。**
- **三个时期美国货币政策紧缩，而我国货币政策宽松：**中国在2015年面临产能过剩等问题，通缩压力加大，采取相对宽松的货币政策，而美国在年底逐步退出QE，回归正常化；2018年年中，经济的下行压力加大，地产和基建投资下行，货币政策适度宽松以拉动内需，而美国仍处于紧缩周期；2022年我国所面临的三重压力增大叠加疫情反复，而美国国内通胀攀升再次使得两国货币政策走势分化。

2007年以来中美货币政策分化时期



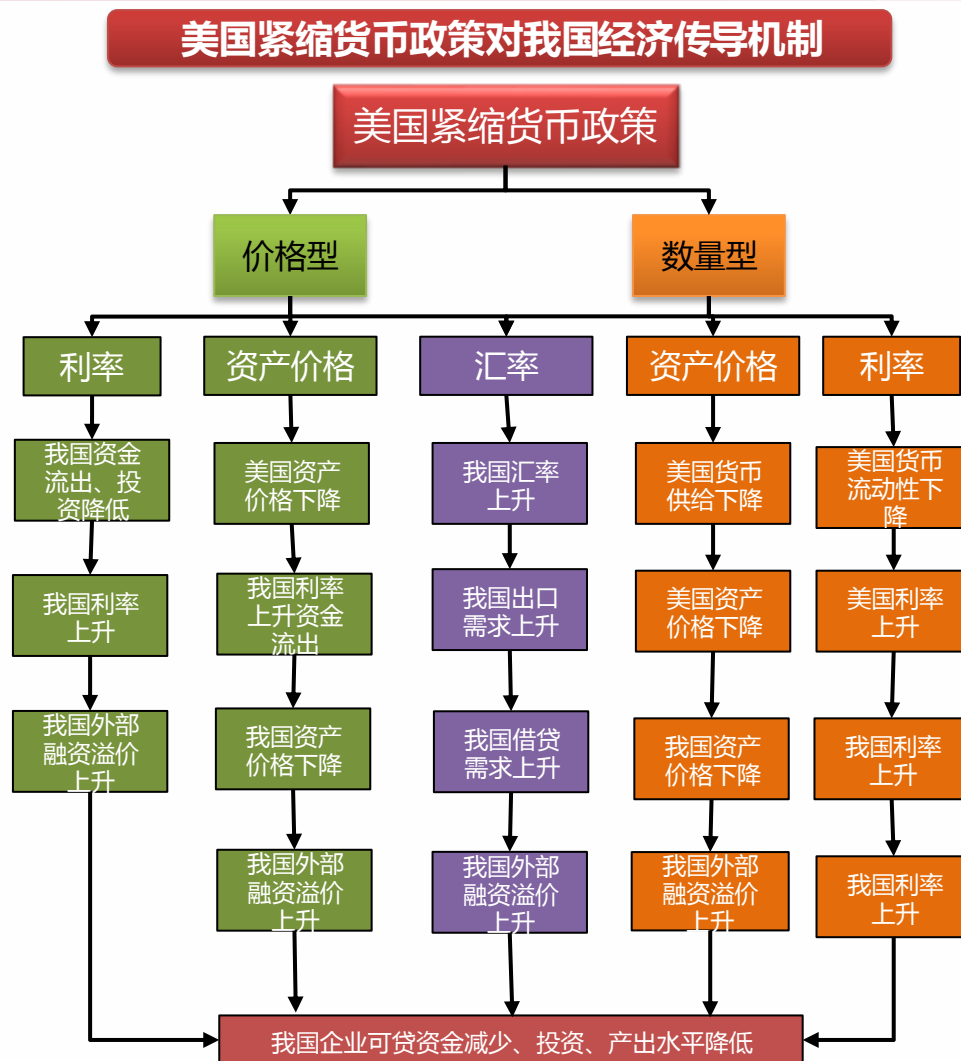
数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

— SHIBOR:3个月 — 美国:联邦基金目标利率 (右轴)

2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 三大因素导致当前中美货币政策分化**：
 - 一是中美经济周期不一致，2020年中国经济从疫情中恢复早于美国，海外经济逐步从疫情中复苏，导致我国外需或有所减弱，而美国经济仍处于较快复苏阶段，推升通胀；
 - 二是政策目的不同，我国货币政策目的在于稳经济增长，而美国是为遏制快速上行的通胀；
 - 三是货币政策工具差异，我国货币政策调控逐渐由数量型转向价格型，因为数量型具有一定时滞性，因此我国通常前瞻性地跨周期调控，提前开启新一轮周期。

- 中美货币政策分化的传导机制及影响**：
 - 美国紧缩货币政策主要通过利率、汇率、资产价格等对我国经济产生影响，中美利差导致我国短期资本外流，资产价格下降，再加上美元升值，出口波动加大，进一步抬升外部融资溢价，从而导致企业投资、产出减少。但目前中国经济基本面仍较稳固，汇率“稳定器”作用进一步发挥，资本大规模流出概率不大。

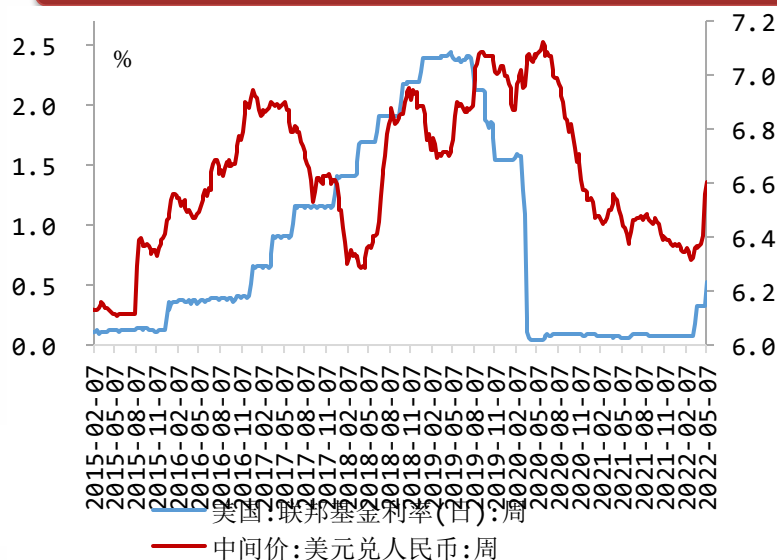


资料来源：《美国货币政策对我国经济金融周期的影响研究》，西南证券整理

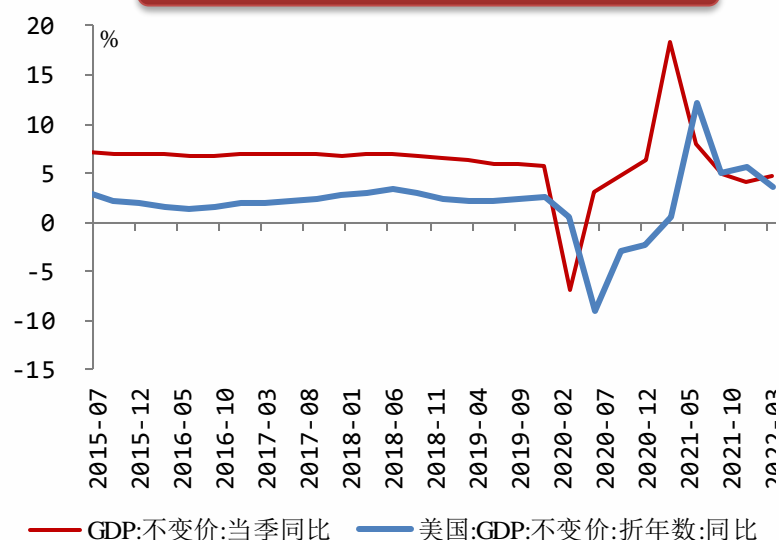
2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- **人民币汇率近日快速贬值，中期有望回归合理区间。**4月以来，人民币快速贬值，截至5月16日，在岸人民币兑美元已在6.79左右，较4月初的上升幅度达到6.76%，核心原因在于中美经济周期差以及货币政策分化等。短期中美货币政策分化延续，或继续给人民币带来贬值压力。中期看，在我国政策发力和疫情改善，而美国为抑制高通胀紧缩政策加码的背景下，两国的经济复苏相对强弱差异有望逐步缩窄，支持人民币汇率维持在较稳定的水平。
- **货币政策“以我为主”，但短期需考虑汇率波动。**根据本国货币政策的独立性、汇率的稳定性、资本的完全流动性不能同时实现的“三元悖论”。在美国紧缩加剧、我国经济下行压力加大背景下，货币政策仍将“以我为主”，同时维持有管理的浮动汇率制度和有一定限制的资本开放。短期内人民币贬值压力加大或对货币政策的出台有所掣肘，大水漫灌的可能性较小，同时加大对热钱流入流出的管制，但随着汇率逐步趋于合理中枢，货币政策仍以支持国内实体经济为主。

人民币汇率短期仍有贬值压力



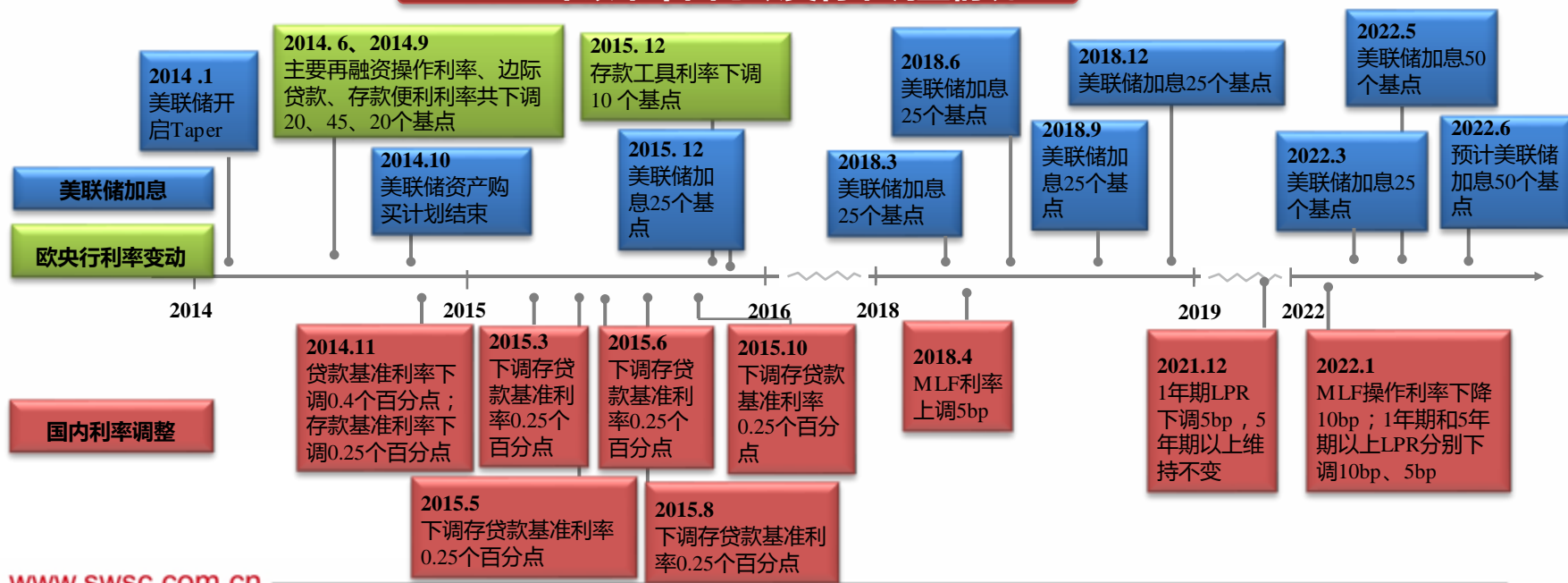
中美经济周期分化



2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 2015年由于经济动能不足加上油价暴跌，全球面临通缩风险，主要国家纷纷开始降息，而美联储退出QE且结束了资产购买计划，虽然加息预期不断释放，但直到12月才开始加息。同时，国内经济面临增速换挡、结构调整、消化前期刺激的三期叠加，经济再度趋于下行。国内央行在美联储加息之前提前开启货币宽松窗口。自2014年11月至2015年10月进行了6次降息5次降准，一年期存贷款基准利率分别从2.75%和5.6%下调至1.5%和4.35%。
- **未来降息的可能**：2022年所面临的形势和2015年不同的是，通胀是当前全球面临的主要问题，今年主要发达经济体以及一些新兴市场国家也逐步开始货币紧缩，我国多频次大幅度的降息可能性不大。但二季度疫情之下企业融资需求减弱，亟需宽信用政策出台。5月20日，五年期以上LPR超预期调降15bp，后续降息仍有可能，但需要等待合适的窗口，非对称降息可能性升高。

2014年以来中国与欧美利率调整情况



2 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

- 2022年以来，央行已前瞻性地采用多种货币政策工具，支持稳定宏观经济大盘：引导贷款利率下行，1月份将一年期、五年期以上LPR下调10bp、5bp；4月份决定降准0.25个百分点；推出新的结构性货币政策，包括科技创新、普惠养老、煤炭开发储备三项再贷款，再贷款支持交通运输、物流仓储业融资将尽快推出；四是助力积极的财政政策，央行已累计上缴8000亿元结存利润，相当于降准0.4个百分点；五是稳外汇方面，4月份下调了外汇存款准备金率1个百分点。
- 4月末，M1、M2分别同比增长5.1%、10.5%，M2增速超预期说明市场流动性仍较充裕，但剪刀差继续扩大且4月社融增量大幅下降，企业预期和融资需求较为疲软，宽信用诉求渐强。**后续可期的政策：**一，从近期政策倾向来看，后续再贷款的结构性支持力度或将进一步加大，向消费、基建等领域倾斜；二，存款利率市场化调整机制的作用被再次强调；三，房地产政策或继续趋松，包括预售资金监管优化、房贷利率下调、限贷政策调节等；四，加强境外资本流动的监管，减少游资对国内资产价格的冲击。

2022年以来央行已出台货币政策工具

日期	类型	主要内容
1月1日	结构型	实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换
1月17日	数量+价格	央行超量续作7000亿元MLF，实现净投放2000亿元。同时利率下调10bp至2.85%
1月17日	价格型	SLF隔夜利率从3.05%下调至2.95%、7天利率从3.2%下调至3.1%、1个月利率从3.55%下调至3.45%。
1月20日	价格型	1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%，分别下调10bp、5bp。
2月15日	数量型	开展3000亿元MLF，利率维持2.85%不变，实现净投放1000亿元。
3月8日	数量型	2022年依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。
3月15日	数量型	央行开展2000亿元1年期MLF操作，中标利率持平在2.85%，实现净投放1000亿元。
4月25日	数量型	下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，下调0.5个百分点
5月15日	数量型	下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。
4月28日	结构型	科技创新再贷款额度为2000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期两次，发放对象包括21家金融机构，按照金融机构发放符合要求的科技企业贷款本金60%提供资金支持。
4月19日	结构型	开展普惠养老专项再贷款试点，试点额度为400亿元，利率为1.75%，期限1年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的贷款本金等额提供资金支持。试点金融机构为7家全国性大型银行。试点地区为浙江、江苏、河南、河北、江西。
5月4日	结构型	增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备，以及煤电企业电煤保供。此次增加后支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到3000亿元
5月15日	结构型	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

www.swsc.com.cn

资料来源：中国人民银行，西南证券整理

目 录

◆ “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

◆ 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

◆ 未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏

◆ 下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场

3 未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏

- 2022年第一季度GDP总量位居前列的十个省份包括广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、福建、湖南、湖北、安徽。与2021年第一季度的排名相比，**河北、云南、内蒙古、新疆、黑龙江五个省份在今年一季度的GDP排名有所上升**，北京、重庆、贵州、天津、吉林排名有所下降。
- 由于2020年Q1全国GDP基数普遍较低，2022年Q1同比增速与2021年Q1高增速相比均下降。其中，湖南、甘肃、青海、黑龙江、新疆的同比增速降幅相对较小，而湖北、吉林、天津、广东、江苏同比增速回落幅度较大。**湖北增速回落较大主要因为基数效应，而吉林、广东、天津受今年一季度疫情的影响较大，同比增速下降少的省市大多受疫情影响较小。**

各省市2022年第一季度GDP同比增速变化以及疫情情况

省/市	同比2021年Q1 GDP排名变化	2022年Q1现价GDP (亿元)	2022年Q1不变价同比 (%)	2022Q1 vs. 2021Q1 (百分点)	2022年Q1新冠确诊病例 (人)
广东	0	28498.79	3.30	-15.30	3135
江苏	0	27859.04	4.60	-14.60	395
山东	0	19926.80	5.20	-12.80	1536
浙江	0	17886.00	5.10	-14.40	681
河南	0	14228.79	4.70	-10.70	1191
四川	0	12739.24	5.30	-10.50	431
福建	0	11859.21	6.70	-11.20	1421
湖南	0	11058.16	6.00	-9.00	104
湖北	0	10804.66	6.70	-51.60	74
安徽	0	10347.70	5.20	-13.50	30
上海	0	10010.25	3.10	-14.50	3337
河北	+1	9559.80	5.20	-9.90	496
北京	-1	9413.40	4.80	-12.30	557
江西	0	7320.50	6.90	-11.50	78
陕西	0	7265.41	5.10	-10.30	1003
云南	+1	6465.69	5.30	-10.00	250
重庆	-1	6398.00	5.20	-13.20	80
辽宁	0	6214.68	2.70	-10.20	787
广西	0	5914.78	4.90	-11.20	859
山西	0	5513.12	6.50	-10.80	44
内蒙古	+1	5078.40	5.80	-9.40	497
贵州	-1	4815.49	6.57	-9.53	14
新疆	+1	3975.30	7.00	-5.10	16
天津	-1	3538.52	0.10	-15.80	1198
黑龙江	+1	2976.60	5.40	-7.00	387
吉林	-1	2576.23	-7.90	-22.80	29840
甘肃	0	2479.10	5.30	-7.90	323
海南	0	1593.94	6.00	-13.80	8
宁夏	0	1114.13	5.20	-10.50	0
青海	0	833.30	5.10	-7.70	2
西藏	0	516.79	6.40	-11.10	0

数据来源：wind，西南证券整理

注：标红为同比增速降幅较小，标绿为同比增速降幅较大

www.swsc.com.cn

3 未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏

- 截至5月下旬，从2022年Q1的GDP排名前十的省市现任的省委书记以及省/市长的近五年履历，来看，现任广东省的省委书记及省长、江苏省委书记、浙江省委书记自2017年以来便在省内任职且江苏省委书记在本轮党委换届中继续连任，而江苏和浙江省的省长分别在2020年和2021年来到该省任职，其余省市的省委书记和省长大多是在2020-2022年从外地或者中央调入。
- 从2022年Q1的GDP同比增速与去年同期相比降幅较小的五个省市的情况来看，新疆维吾尔自治区的区政府主席是自参加工作以来一直在新疆任职，但新疆党委书记是于2021年从广东省调入新疆，其余省市的省委书记和省长均是在2020年或者2021年调入该省就职。

2022年Q1VS2011.Q1经济增速降幅较小的五省市省委书记、省/区长近五年履历

省/市	省委书记	近五年来任职经历	省/区长	近五年来任职经历
新疆	马兴瑞	2017-2021年 广东省委副书记，省政府省长等 2021- 新疆维吾尔自治区党委书记	艾尔肯·吐尼亚孜 (区政府主席)	2016.10-2021.09 新疆维吾尔自治区党委常委、区政府副主席等 2021.09-2022.01 新疆维吾尔自治区党委副书记，区政府代主席等 2022.01月- 新疆维吾尔自治区党委副书记，区政府主席等
黑龙江	许勤	2017.03-2017.04 河北省委副书记等 2017.04-2021.10 河北省委副书记，省政府省长等 2021.10- 黑龙江省委书记等	胡昌升	2017.07-2019.02 福建省委常委等 2019.02-2020.09 福建省委常委、厦门市委书记 2020.09-2021.01 福建省委副书记、厦门市委书记 2021.01-2021.02 黑龙江省委副书记等 2021.02- 黑龙江省委副书记、省长等
青海	信长星	2016.09-2020.07 安徽省委副书记 2020.07-2020.08 青海省委副书记等 2020.08-2022.03 青海省委副书记、副省长、代省长、省长等 2022.03- 青海省委书记	吴晓军(代省长)	2017.11-2019.09 江西省副省长 2019.09-2020.03 江西省委常委、副省长 2020.03-2021.04 江西省委常委、南昌市委书记 2021.04-2022.03 青海省委副书记 2022.03- 青海省委副书记、省政府副省长、代理省长等
甘肃*	尹弘	2017.03-2019.11 上海市委副书记等 2019.11-2019.12 河南省委副书记等 2019.12-2020.01 河南省委副书记、副省长、代省长等 2020.01-2021.03 河南省委副书记，省政府省长等 2021.03-2021.04 甘肃省委书记 2021.04- 甘肃省委书记等	任振鹤	2017.02-2019.07 浙江省委常委等 2019.07-2020.11 江苏省委副书记 2020.12-2021.01 甘肃省委副书记，省政府党组书记、副省长、代省长等 2021.01- 甘肃省委副书记，省政府省长等
湖南	张庆伟	2017.04-2017.06 黑龙江省委书记等 2017.06- 黑龙江省委书记等 2021.10- 湖南省委书记等	毛伟明	2015.09-2020.01 江西省委常委，省人民政府党组副书记、常务副省长； 2020.01-2020.11 国家电网有限公司董事长等 2020.11-2021.01 湖南省委副书记、副省长、代理省长等 2021.01 湖南省委副书记、省长等

3 未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏

2022年Q1GDP排名前10省市省委书记、省长及近五年履历

省市	省委书记	近五年来任职经历	省长	近五年来任职经历
广东*	李希	2017.10- 广东省委书记	王伟中	2017.03-2018.12 广东省委常委、深圳市委书记等 2018.12-2022.04 广东省委副书记、深圳市委书记、副省长、代省长等 2022.04- 广东省委副书记、省长等
江苏	吴政隆	2017.05-2017.07 江苏省委副书记、代省长等 2017.07-2021.10 江苏省委副书记、省长等 2021.10-2022.01 江苏省委书记 2022.01- 江苏省委书记等	许昆林	2017.03-2020.09 上海市副市长 2020.09-2021.10 江苏省委常委、苏州市委书记 2021.10-2022.01 江苏省委副书记，副省长、代省长等 2022.01- 江苏省委副书记，省长等
山东*	李干杰	2018.03-2020.04 生态环境部部长等 2020.04-2020.07 山东省委副书记、副省长、代理省长等 2020.07-2021.09 山东省委副书记、省长等 2021.09- 山东省委书记等	周乃翔	2016.11-2019.08 江苏省委常委、苏州市委书记 2019.09-2021.09 中国建筑集团有限公司董事长等 2021.09-2021.10 山东省委副书记，副省长、代理省长等 2021.10- 山东省委副书记，省长等
浙江*	袁家军	2017.04-2017.07浙江省委副书记、代省长等 2017.07-2020.08浙江省委副书记、省长等 2020.08-浙江省委书记	王浩	2017.12-2019.08 河北省委常委、唐山市委书记 2019.08-2021.09 陕西省委常委、西安市委书记 2021.09-2022.01 浙江省委副书记、副省长、代理省长等 2022.01- 浙江省委副书记，省政府省长等
河南*	楼阳生	2016.11-2019.11 山西省委副书记、省长等 2019.11-2021.05 山西省委书记等 2021.05- 河南省委书记等	王凯	2017.03-2021.03 吉林省委常委等 2021.04-2021.06 河南省委副书记，省政府副省长、代省长等 2021.06-河南省委副书记，省政府省长等
四川	王晓晖	2017.02 任中央政策研究室主持常务工作的副主任 2018.01 任中央宣传部分管日常工作的副部长等 2022.04- 四川省委委员、常委、书记	黄强	2017.03-2018.05 甘肃省委常委，常务副省长等 2018.06-2020.11 河南省委常委，常务副省长等 2020.12-2021.02 四川省委副书记，省政府副省长、代理省长等 2021.02- 四川省委副书记，省政府省长等
福建	尹力	2016.02-2020.11 四川省委副书记、省长等 2020.11- 福建省委书记等	赵龙	2018.03-2020.07 自然资源部党组成员、副部长等 2020.07-2021.10 福建省委常委等 2021.10-2022.01 福建省委副书记，副省长、代省长等 2022.01- 福建省委副书记，省长等
湖南	张庆伟	2017.06-2021.10 黑龙江省委书记等 2021.10- 湖南省委书记	毛伟明	2015.09-2020.01 江西省委常委、常务副省长等 2020.01-2020.11 国家电网有限公司董事长 2020.11-2021.01 湖南省委副书记、副省长、代理省长等 2021.01 湖南省委副书记、省长等
湖北	王蒙徽	2016.12-2017.05 辽宁省委副书记、沈阳市委书记等 2017.06-2022.03 住房城乡建设部党组书记、部长 2022.03- 湖北省委委员、常委、书记	王忠林	2018.05-2020.02 山东省委常委、济南市委书记 2020.02-2021.04 湖北省委常委、武汉市委书记 2021.04-2021.05湖北省委副书记等 2021.05-湖北省委副书记，省政府副省长、代省长、省长等
安徽	郑栅洁	2017.04-2017.12 中共中央台办、国务院台办副主任 2017.12-2018.05 浙江省委常委、宁波市委书记 2020.09-2021.09 浙江省委副书记、代省长、省长等 2021.10- 安徽省委书记等	王清宪	2016.11-2017.11 山西省委常委 2017.11-2021.01 山东省委常委等 2021.01-2021.02安徽省委副书记等 2021.02-安徽省委副书记，省政府省长等

资料来源：人民网、新华网、中国经济网，西南证券整理；注：标注*为尚未进行党委换届的省市

目 录

◆ “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

◆ 积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性

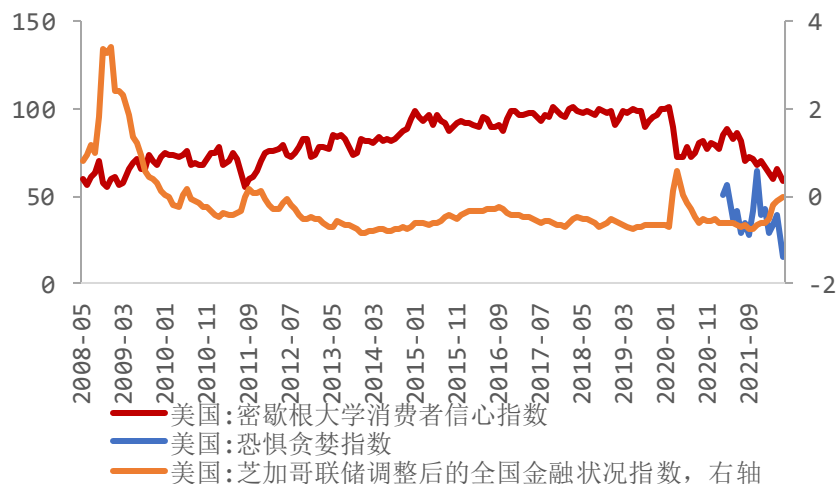
◆ 未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏

◆ 下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场

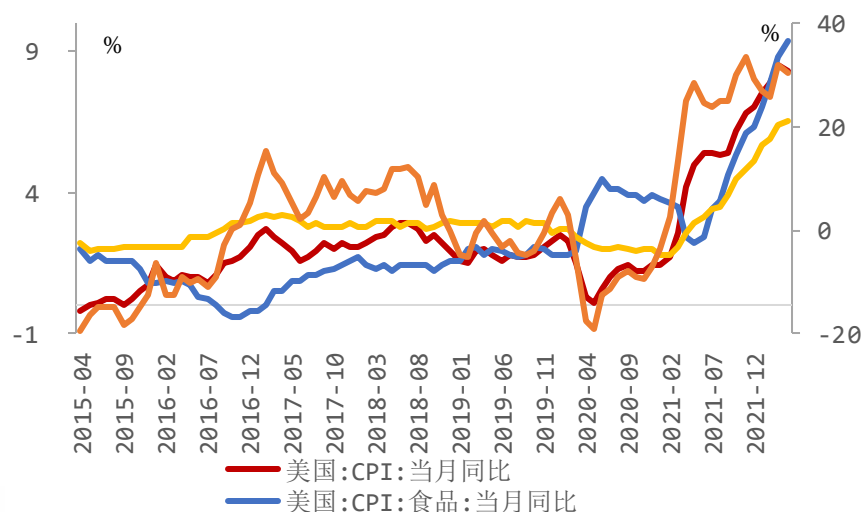
4 美联储前半程紧缩加快，控通胀与稳增长难平衡

- **美联储前半程紧缩明显加快，控制通胀同时经济衰退担忧提高。**5月，美联储上调联邦基金利率50个基点至0.75%-1.00%，并宣布于6月1日开始被动式缩表，后续多次加息50个基点的可能性较大。美联储发布的最新半年度金融稳定报告显示，自去年11月以来经济前景的不确定性有所增加。一方面，俄乌冲突短期对通胀造成额外上行压力，另一方面，疫情传播给前景复苏带来不确定性。在此背景下，金融市场经历了高波动性和市场流动性压力。同时，加息也增加了信贷成本，如汽贷、房贷等，或对居民消费产生一定抑制。全球紧缩浪潮叠加地缘政治风险、供应链问题给全球经济复苏带来挑战。
- **美联储的利率变动仍取决于其通胀和就业数据，上半年难见明显通胀回落。**4月，美国CPI同比上涨8.3%，但食品和住宅等主要分项的价格同比仍在上升，短期难见通胀明显回落。从联储在意的职位空缺率看，美国3月职位空缺创下纪录新高，从2月的7.0%攀升至7.1%劳动力短缺状况持续，雇主可能会继续提高薪资，这也会加剧通胀压力。

领先指标指向美国经济复苏动力有所减弱



4月CPI食品和住宅同比仍在攀升



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

4 中美货币政策分化对国内影响有限

- **中国与美国政策分化加剧，下半年政策差异仍将延续，但程度或小于上半年。**美国政策制定者将注意力更多集中在控制通胀上，而国内政策以稳增长为导向。下半年，美国在通胀仍在高位政策加码的背景下中期经济增速或有所放缓，中美的经济复苏相对强弱差异或缩窄。**资产方面**，中美政策分化给人民币汇率持续带来贬值压力，美元升值、中美利差缩窄，全球风险偏好回落也对我国权益资产有影响。但我国外资占比较少，政策工具较为充足，下半年宏观政策仍以稳增长为主导，受美联储政策影响相对较小。

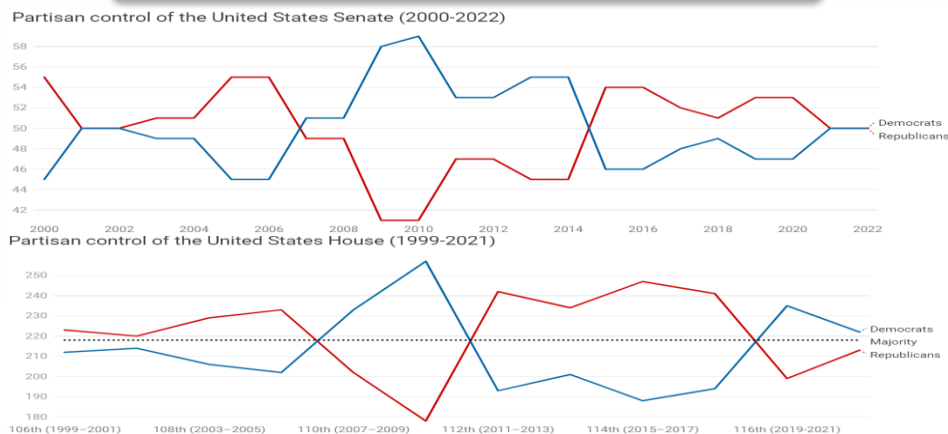
时间	我国央行货币政策基调	主要操作	美联储货币政策基调	主要操作	10年国债收益率	10年美债收益率	中美利差
2015年6月-2016年1月	稳健略宽松	6、8、9和10月降息	货币政策正常化，开启加息预期	12月首次加息，上调利率至0.25%-0.5%	下行	下行	缩窄
2016年1月-2016年6月	稳健略偏宽松	3月降准；4月后，央行持续通过MLF和SLF续做填补市场流动性缺口。	经济增速不及预期加息暂缓	5月、6月展开国债和两次机构住房MBS出售	较稳	下行	走扩
2016年7月-2016年11月	稳健略偏宽松	10月人民币加入SDR货币篮子生效，完善宏观审慎政策框架	加息紧缩	12月加息，上调利率至0.5%-0.75%区间	上行	上行	缩窄
2016年12月-2017年11月	稳健中性	2017年1月央行陆续通过TLF操作提供临时流动性支持；9月将外汇风险准备金率下调至零。	宽财政+紧货币	美联储2016.12,2017.3,2017.6加息使利率重回1%-1.5%区间，缩表于10月开启率	上行	震荡	走扩
2017年12月-2018年11月	稳健中性	2017年12月央行建立CRA；2018年1月普惠金融定向降准；4月、7月、10月下调人民币存款准备金率；8月上调外汇风险准备金率；10月增加再贷款和再贴现额度	紧货币+贸易战	2017年12月,2018年3、6、9、12月加息，联邦基金利率水升至2.0%-2.5%区间	下行	上行	缩窄
2018年12月-2019年11月	因应形势演变灵活应对	2019年1、5、9月三次降准；5月宣布“三档两优”存款准备金框架；8月，发布改革完善LPR形成机制推动贷款利率“两轨并一轨”。	政策转折，降息扩表	2019.7, 9, 10月3次降息，将利率调回到1.5%至1.75%的水平。自10月中旬起，扩张资产负债表。	震荡下行	下行	走扩
2020年2月-2020年8月	适度宽松到灵活适度	1月降准；4月，对中小银行定向降准、调降MLF利率、提供再贷款再贴现资金及利率优惠等；7月，下调再贷款、再贴现利率；8月来，公开市场操作、MLF为主要流动性调节工具。	无限量宽松	2020年3月美联储召开两次临时会议以非常规降息方式将联邦基金目标利率目标范围降至0%-0.25%，无限量量化宽松。	上行	下行	走扩
2020年9月至今	稳健的货币政策灵活精准	10月，下调远期售汇业务的外汇风险准备金率；7月降准；9月-12月，加大公开市场操作力度，12月降准；2022年一季度，MLF和公开市场逆回购操作的中标利率调降。	从宽松到收紧，态度愈发鹰派	2021年，美联储的货币政策会相对稳定，超低利率会保持不变，量化宽松规模则会相对稳定；2022年3月美联储加息25个基点，5月加息50个基点	震荡下行	震荡上行	缩窄

www.swsc.com.cn

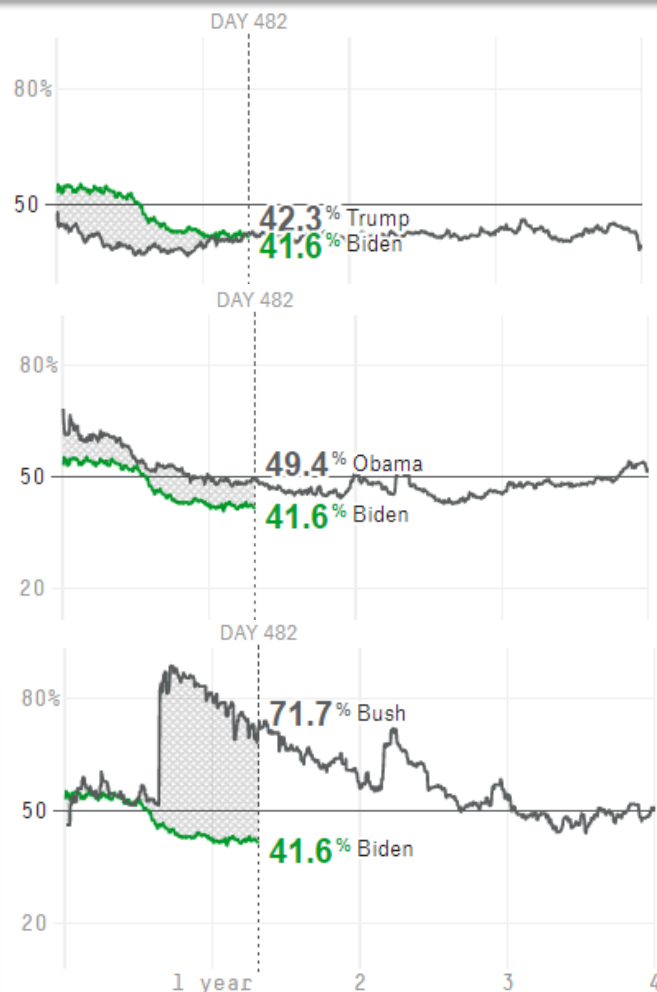
4 美国中期选举变数较多，三季度时点关键

- 拜登支持率处于相对低位，中期选举两党博弈较大。截至5月16日，拜登支持率下降至41.6%，较刚上任时下降11.4个百分点，较年初下降10个百分点。重新划分选区后，众议院民主党较旧地图增7个优势席位，共和党增1个。5月初，俄亥俄州和印第安纳州的初选开启，此外宾州和佐治亚州的竞选也将在5月下旬举行，17个州将在6月举行初选，其余的初选大多在8月和9月举行。目前看，共和党赢得众议院有可能性，民主党或仍在参议院占多数席位。
- 俄乌冲突后美国对华政策短期缓和，中期随着选举进程推进或有所变化。5月，美国表示或取消对中国商品的关税以对抗通货膨胀，近期，中美关系边际缓和，部分与俄乌冲突有关。中期随着两党在参众两院优势的变化，拜登对华政策或有所变化。

参众两院优势地位变化（上为参议院）



相较近期其他总统，拜登同期支持率较低

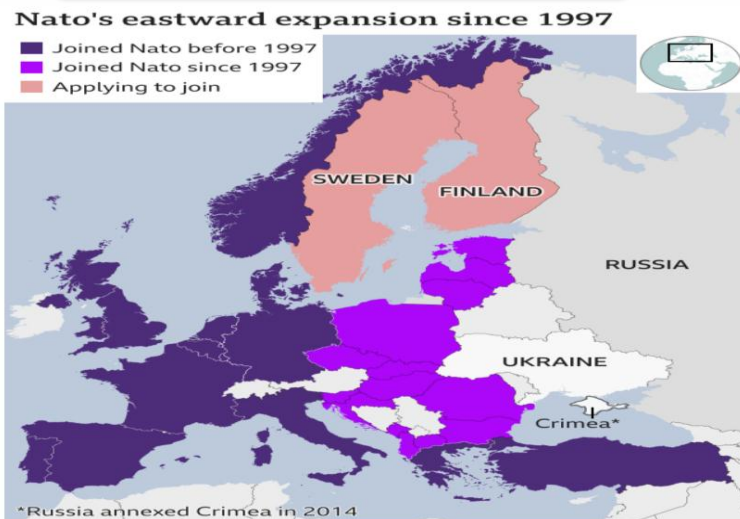


数据来源：Fivethirtyeight，西南证券整理

4 俄乌冲突短期难缓解，地缘政治紧张局势持续

- **俄乌冲突短期难有实质性缓解，西方加码对俄制裁。**据ISW评估，当地时间5月16日，超过260名马里乌波尔捍卫者从亚速钢铁厂撤离到俄罗斯占领的顿涅茨克州定居点，俄罗斯占领当局与亲俄合作者之间的摩擦在乌克兰被占领地区日益加剧。联合国数据显示，当地时间4月17日至5月2日，乌克兰平民伤亡人数由4890名升至6546名，战事造成的伤亡正不断增多。同时，以美国为首的西方国家对俄制裁持续加码，涉及金融、能源、个人等领域，但欧盟由于内部矛盾尚未就对俄实施第六批制裁达成一致。
- **俄欧关系陷入困境，欧洲地缘政治紧张局势或持续。**俄罗斯与欧盟对峙加剧，尽管一些欧洲国家此前与俄罗斯贸易往来密切，尤其是能源方面，但也正逐步设法摆脱对俄的依赖，比如德国宣布制裁“北溪二号”并推动俄罗斯石油禁运。此外，北约的力量也正悄然扩张。当地时间5月18日，芬兰和瑞典北约大使向北约秘书长提交两国加入北约的申请信。波兰政府于当地时间5月19日也表示支持北约在波兰境内作永久军事部署。

北约东扩历程



联合国会议上要求俄罗斯停止进攻的投票情况

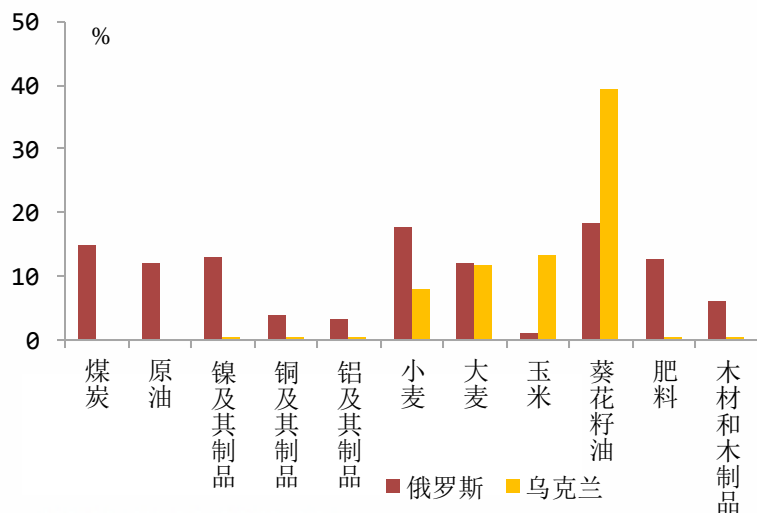


资料来源：BBC、经济学人，西南证券整理
www.swsc.com.cn

4 俄乌冲突推升大宗商品价格，油价中期或缓慢下行

- 俄乌冲突推升国际大宗商品价格，但目前价格自高位有所回落。**俄罗斯和乌克兰是世界上能源、有色金属、农产品的主要出口国，俄乌冲突使得相关大宗商品价格波动加大，原油、天然气、有色金属、小麦等大宗商品价格于3-4月升至高位。WTI原油现货价最高升至123.7美元/桶，IPE英国天然气期货结算价一度飙升至539.53便士/色姆，LME镍、LME铝、LME铜现货结算价分别最高上涨至48241.0、3984.5、10730.0美元/吨，CBOT小麦和玉米期货结算价最高分别涨至1294.0、813.5美分/蒲式耳。目前国际大宗商品价格大多有所回落，但其中原油、部分有色金属以及粮食价格仍处于高位。
- 原油价格中期或缓慢下行，但不确定性因素较多。**IEA和OPEC在5月发布的月报中分别下调2022年全球石油需求预期7万桶/日和21万桶/日。IEA表示俄罗斯在4月因制裁而损失的供应量为90万桶/日，预计5月增至160万桶/日，6月增至20万桶/日，从7月份开始增至300万桶/日。OPEC+和美国产量的上升以及全球石油需求的下滑，一定程度上缓解俄罗斯的供应缺口。预计原油价格中期或缓慢下行，但西方对俄制裁情况、疫情导致的限制措施、伊核谈判等因素仍给油价波动带来不确定性。

2020年俄乌两国部分产品出口占世界出口份额



部分国际大宗商品价格变动情况

	单位	年初价格 (1月4日)	年初至今达峰价格及日期	当前价格 (截至5月20日)	当前价格自高位回落幅度 (%)	当前价格与年初相比 (%)
现货价:原油: WTI	美元/桶	76.99	123.7 (3.8)	112.21	-14.5	45.7
期货结算价(连续):IPE英国天然气	便士/色姆	216.57	539.53 (3.7)	168.74	-74.1	-22.1
现货结算价:LME镍	美元/吨	20,730.00	48241 (3.10)	26125	-42.4	26.0
现货结算价:LME铝	美元/吨	2,815.50	3984.5 (3.7)	2826	-31.3	0.4
现货结算价:LME铜	美元/吨	9,660.00	10730 (3.7)	9287	-12.7	-3.9
期货结算价(活跃合约):CBOT小麦	美分/蒲式耳	800.50	1294 (2.14)	1200.5	-14.0	50.0
期货结算价(活跃合约):CBOT玉米	美分/蒲式耳	621.00	813.5 (4.29)	783.25	-3.1	26.1

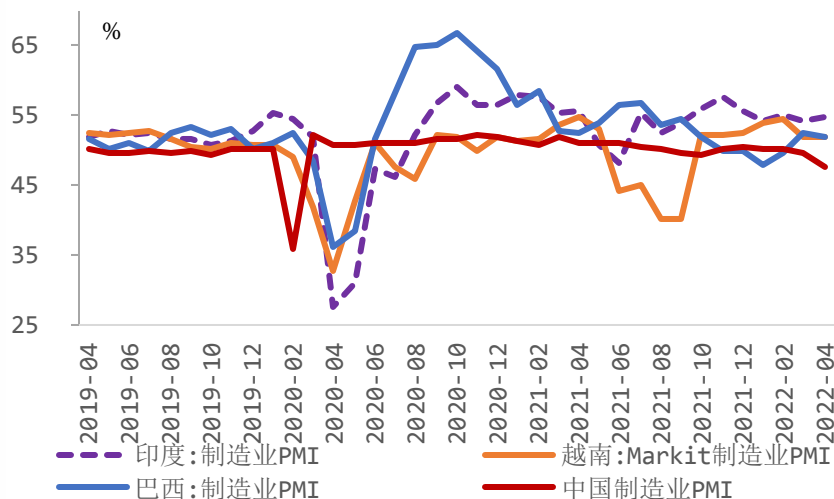
www.swsc.com.cn

数据来源: Trade Map, wind, 西南证券整理

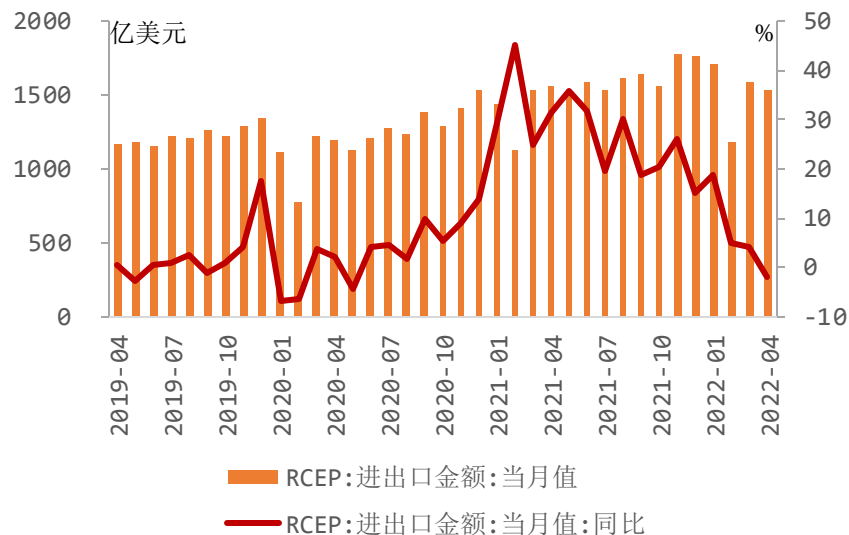
4 新兴市场经济逐渐复苏，下半年挑战多

- **新兴市场受美联储加息及疫情风险影响程度不一，主要EM国家复苏态势较明显。**目前，多数新兴市场经济处于复苏阶段，面对美联储加息开启及通胀攀升压力，部分新兴市场国家央行也采取提前或同步加息操作，如巴西、俄罗斯、阿根廷、土耳其等，加强对资本跨境流动的监管。从复苏情况看，亚洲新兴市场国家情况相对较好，2022年一季度越南GDP同比增速超5%。
- **RCEP生效后，我国与东盟以及RCEP成员国的贸易往来加深。**1-4月，东盟为我第一大贸易伙伴，我与东盟贸易总值为2892.72亿美元，较去年同期增长9.4%，占我国外贸总值的14.6%；1-4月我国与RCEP国家进出口总额为6032亿美元，占进出口总额的30.53%。中国与东盟成员国之间的贸易涵盖了大部分中间品和消费品，机电产品是最主要的出口商品，此外还包括化工产品、塑料及其制品以及杂项制品。

主要新兴市场国家仍在复苏中



疫情后我国与RCEP贸易逐渐加深



数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn



分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

联系人：冯法伟
电话：18817873386
邮箱：ffw@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn