

稳就业催生超预期变化

经济研究 · 宏观深度

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

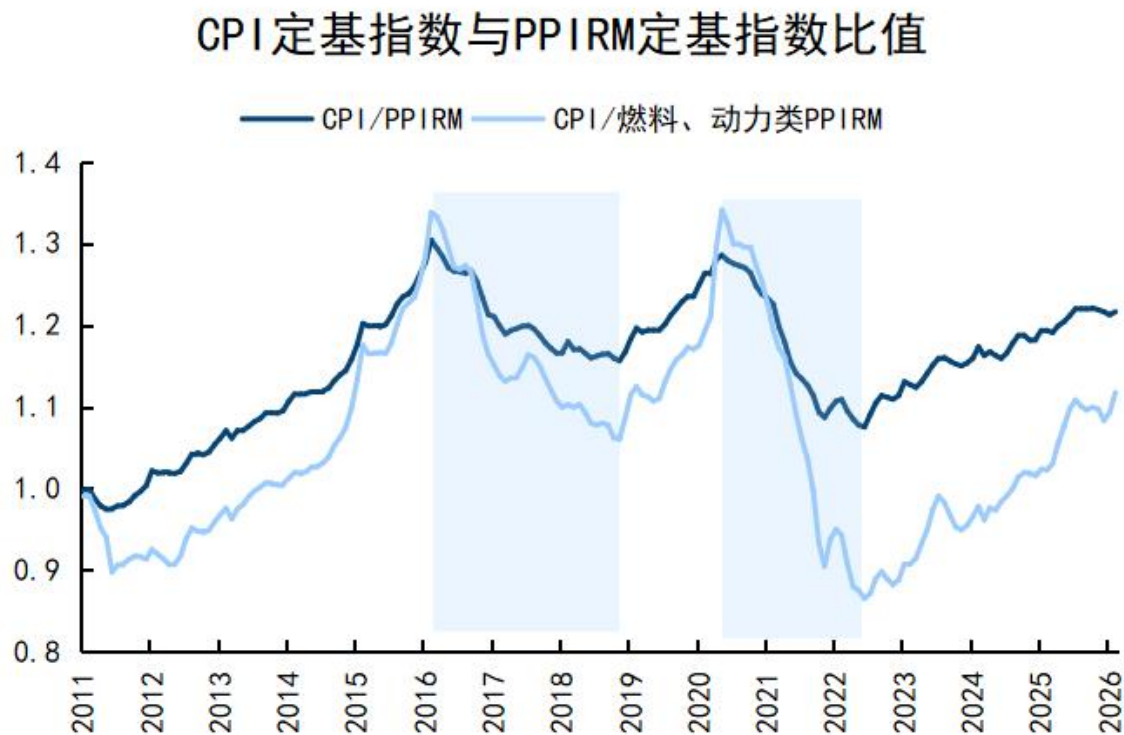
- 输入型通胀表现为国际原材料价格上涨向国内终端消费品传导的成本压力，在指标上体现为CPI与PPI RM定基指数比值持续下行。2012年以来，国内经历了两轮典型周期：2016年2月至2018年11月、2020年5月至2022年6月，均与国际石油价格上涨高度同步。2026年3月布伦特原油突破100美元/桶，国内再度面临输入型通胀压力。回顾两轮周期，尽管货币政策基调截然不同（第一轮加息、第二轮降息），但资金面均随实际经济增速先升后落——经济上行期收紧、下行期放松，表明资金需求变化对资金面的影响权重大于央行主动调节。
- 基于生产法测算，1-2月月度GDP同比达5.2%，3月高频经济指数表现亮眼，预计一季度GDP有望超过5.0%。但结构问题突出：服务业增速明显偏低，而工业生产主要靠外需支撑，内需不足仍是经济循环的主要堵点。企业融资表现强劲，但居民部门仍处于主动去杠杆状态，居民融资持续偏弱，表明内生需求企稳基础尚不牢固。高技术产业增速显著高于过去两年，但制造业升级与AI发展难以吸纳更多就业，失业率仍处较高水平。
- 建筑业就业下降是失业率中枢抬升的关键因素，阶段性提高基建投资是当前稳就业的重要方式。去年12月基建投资同比-15.2%，今年开年大幅跃升至9.8%，结合就业压力，基建投资的政策作用更多是稳就业而非稳增长。二季度建筑业GDP基数明显偏低，若稳就业政策延续，仅建筑业一项即可拉高GDP约0.4个百分点（较去年四季度），叠加工业和服务业修复，二季度GDP同比有望超过甚至明显超过5%。因此，二季度债券市场可能面临压力。

输入型通胀时期的资金面与利率

如何判定输入型通胀？

- 输入型通胀通常表现为国际原材料价格上涨向国内终端消费品传导的成本压力，在指标上体现为CPI定基指数与PPIRM定基指数比值持续下行，即原材料价格涨幅持续强于消费品。
- 2012年以来，国内经历了两轮典型的输入型通胀周期，分别发生在2016年2月至2018年11月、2020年5月至2022年6月，持续时间均超过两年。

图：2012年以来国内经历了两轮输入型通胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

每一轮输入型通胀均与石油价格上涨有关

- 从触发因素看，过去两轮输入型通胀均与国际石油价格上涨高度同步，持续时长与油价上涨周期基本吻合。
- 2026年3月，布伦特原油现货价格已突破100美元/桶，地缘冲突下油价维持高位，国内再度面临输入型通胀压力。

图：两轮输入型通胀时期均对应国际石油价格明显上涨



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

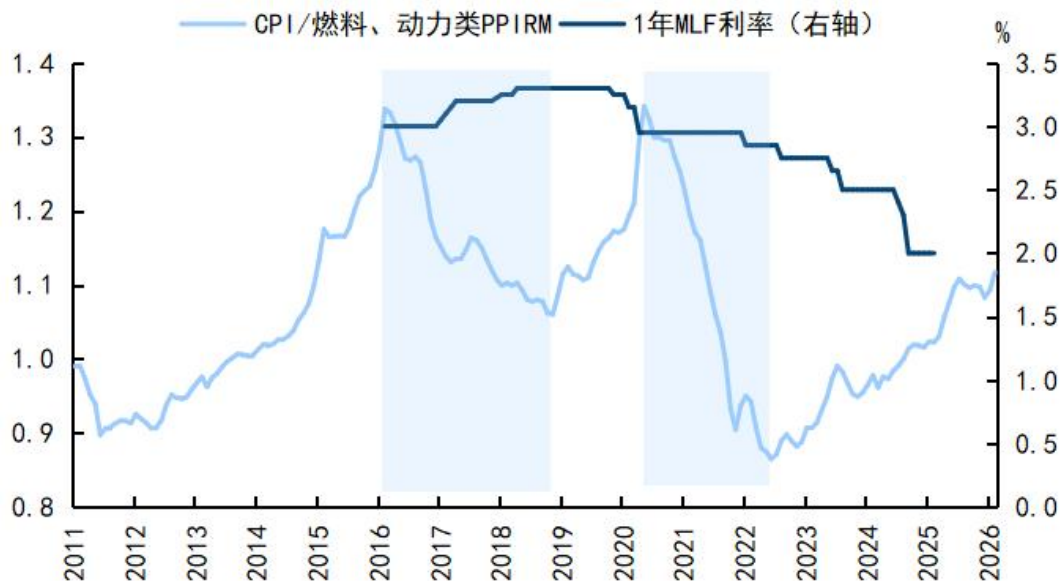
两轮输入型通胀时期资金面均先收紧后宽松

- 2016年一季度货币政策执行报告明确MLF利率为中期政策利率，2023年后逐渐淡出。
- 从政策利率走向看，第一轮2016-2018年持续加息，第二轮2020-2022年持续降息；
- 资金面方面，两轮输入型通胀时期均表现为先收紧后宽松，不一样的是收紧与宽松的节奏和斜率。

图：两轮输入型通胀时期政策利率走势完全相反

图：两轮输入型通胀时期一年存单与MLF利率的偏离度走势均表现为先上升后回落

输入型通胀与政策利率



输入型通胀与利率偏离度



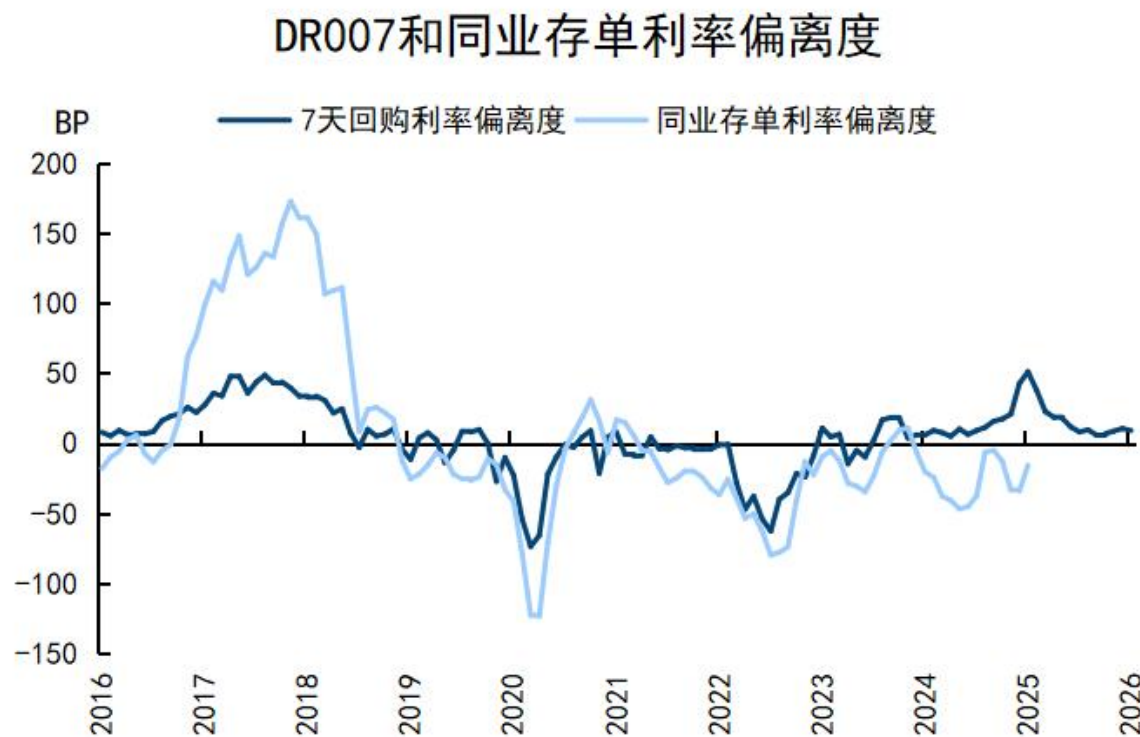
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：同业存单利率偏离度=1年存单利率-1年MLF利率）

同业存单利率偏离度与DR007利率偏离度走势基本一致

- 2024年起，央行明确7天逆回购利率为主要政策利率，且7天OMO利率成为贷款市场报价利率（LPR）的定价基准。
- 同业存单利率偏离度与DR007利率偏离度走势基本一致。

图：DR007和同业存单利率偏离度走势基本一致



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：7天回购利率偏离度=DR007利率-7天OMO利率；同业存单利率偏离度=1年存单利率-1年MLF利率）

两轮输入型通胀时期利率偏离度与实际GDP走势均高度相似

- 两轮输入型通胀时期的资金面均呈现“先收紧后宽松”的走势：尽管两轮周期中货币政策基调截然不同，但资金面的变化节奏却高度相似——均随实际经济增速先升后落，在经济上行期资金面收紧，在下行期逐步放松。
- 以上规律揭示了一个关键判断：在输入型通胀阶段，资金需求变化对资金面的影响权重，实际上大于央行货币政策的主动调节。

图：2016-2018年7天回购利率偏离度与实际GDP同比走势较为一致

图：2020-2022年7天回购利率偏离度与实际GDP同比走势较为一致



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：同业存单利率偏离度=1年存单利率-1年MLF利率）

二季度实际经济走势或是决定利率方向的关键

- 参照历史经验，今年3月以来的输入型通胀对资金面的影响，大概率仍将取决于国内实际经济增速的走势，而非今年“适度宽松”的货币政策基调。
- 输入型通胀时期，十年期国债利率与7天回购利率偏离度走势密切相关，这也意味着二季度实际经济走势或是决定利率方向的关键。

图：输入型通胀时期，资金面与10Y国债利率走势密切相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一、二季度国内经济走势分析

今年一季度国内经济大概率仍能实现开门红

- 基于生产法测算的月度GDP同比增速达到5.2%，较去年12月进一步回升0.5个百分点，表明开年经济增长动能仍在持续改善。
- 3月之后中国高频经济活动指数表现非常亮眼，指向开年较强的经济增长动能仍然在延续，预计3月国内月度GDP同比有望维持在5.0%附近，一季度国内GDP同比有望超过5.0%。

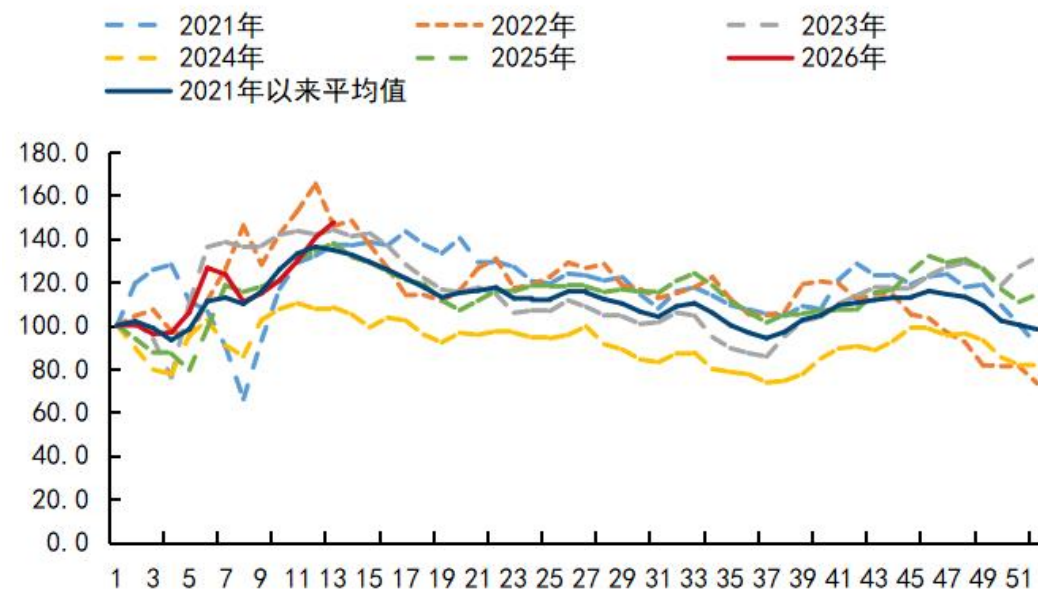
图：1-2月中国月度GDP同比测算值约为5.2%，超过目标区间上限

图：3月之后中国高频经济活动指数表现非常亮眼

GDP同比月度测算值与官方公布值



历年第一周指数化为100



今年开年工业生产维持较高景气，但服务业表现不佳

- 和过去两年相比，今年工业生产增速处于中间位置，但服务业增速明显偏低。
- 服务业与国内就业和消费需求更相关，服务业增速偏低表明开年工业生产主要靠外需支撑，这或意味着持续性偏弱。
- 工业中高技术产业增速明显高于过去两年同期水平，显示今年开年国内工业结构优化进一步加速，工业生产效率的提升或进一步压缩工业领域的就业岗位。

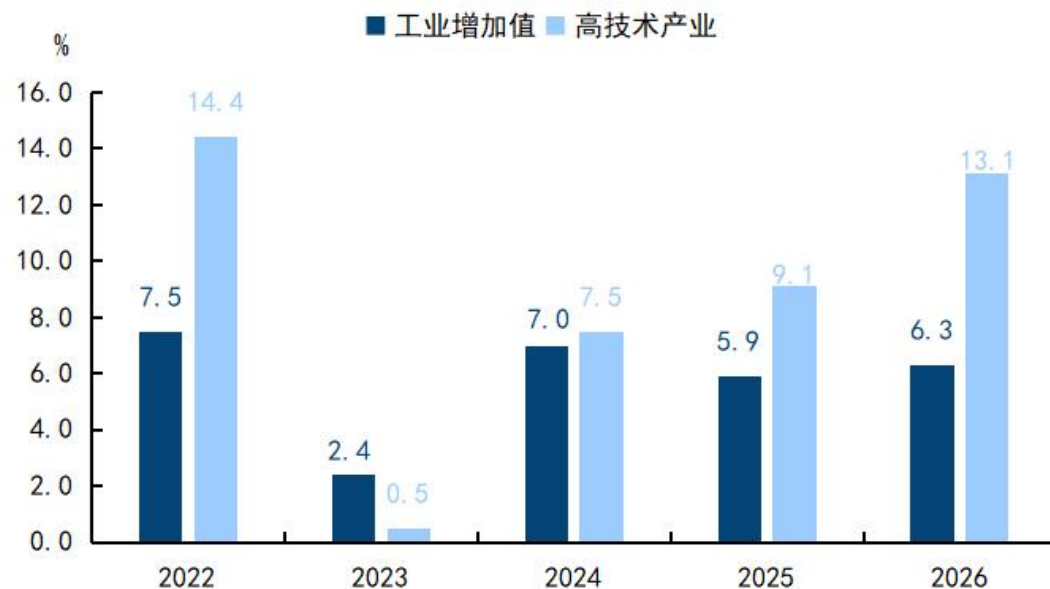
图：今年1-2月中国工业生产增速处于较高水平，服务业增速则偏低

图：今年1-2月工业中高技术产品表现非常亮眼

历年1-2月工业与服务业生产同比



历年1-2月工业增加值同比

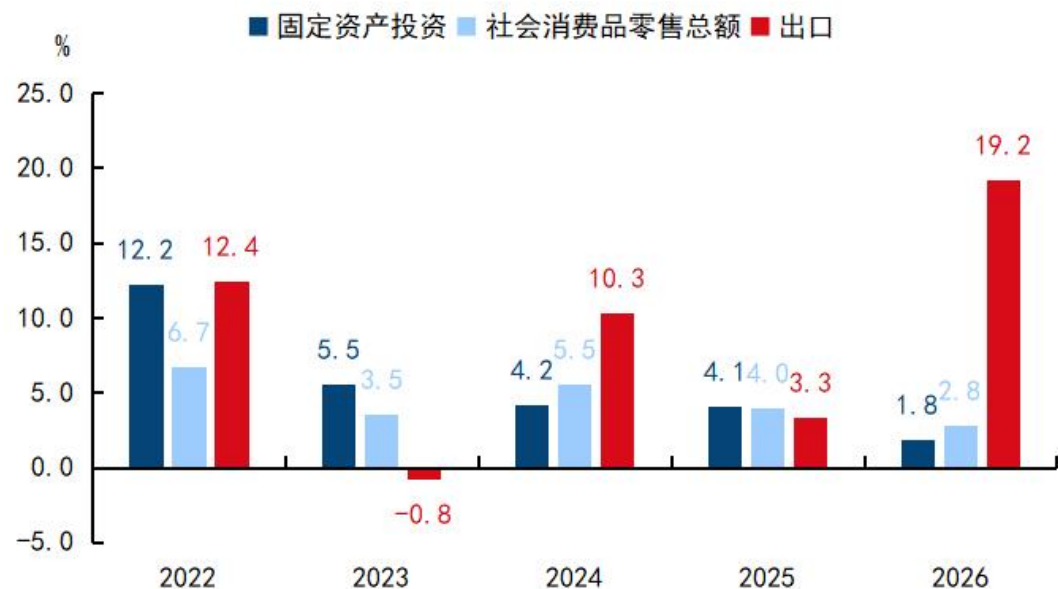


今年开年外需强劲，但内需增速创历史同期新低

- 今年开年出口增速创近几年历史同期新高，投资和消费则创历史同期新低，内需不足仍然是中国经济循环的主要堵点。
- 从新增信贷来看，今年开年企业融资表现较为强劲，但居民部门仍处于主动去杠杆状态，需求仍然偏弱。居民需求是更贴近内生动能的宏观指标，当前居民融资持续偏弱，表明国内内生需求企稳基础尚不牢固，一旦后续外需出现较强向下波动，经济将面临较大挑战。

图：今年1-2月中国外需强劲，内需增速则创历史同期新低

历年1-2月国内投资、消费、出口同比

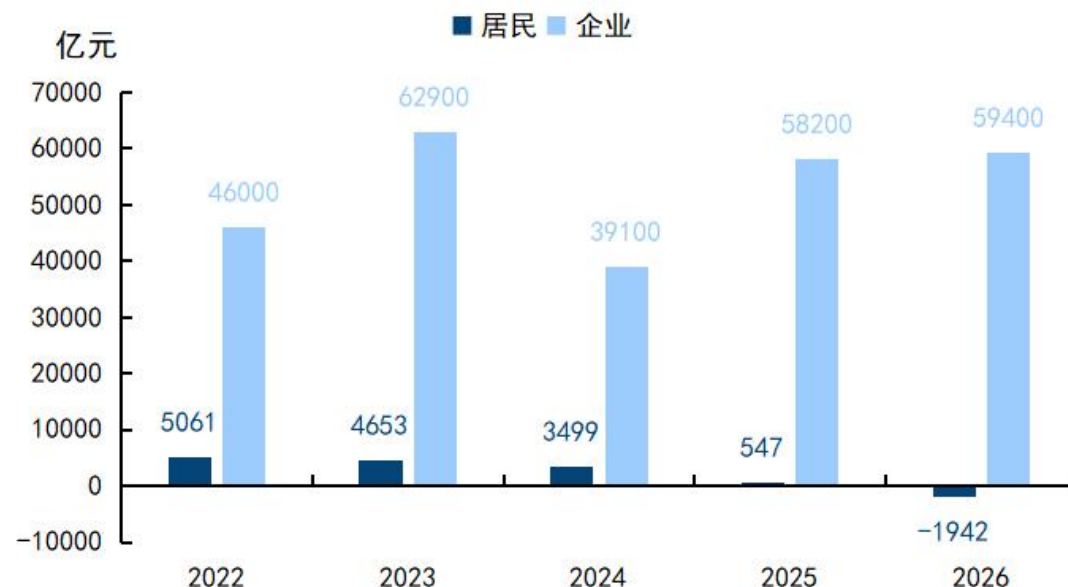


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：今年1-2月居民新增信贷历史性转负

历年1-2月新增信贷



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

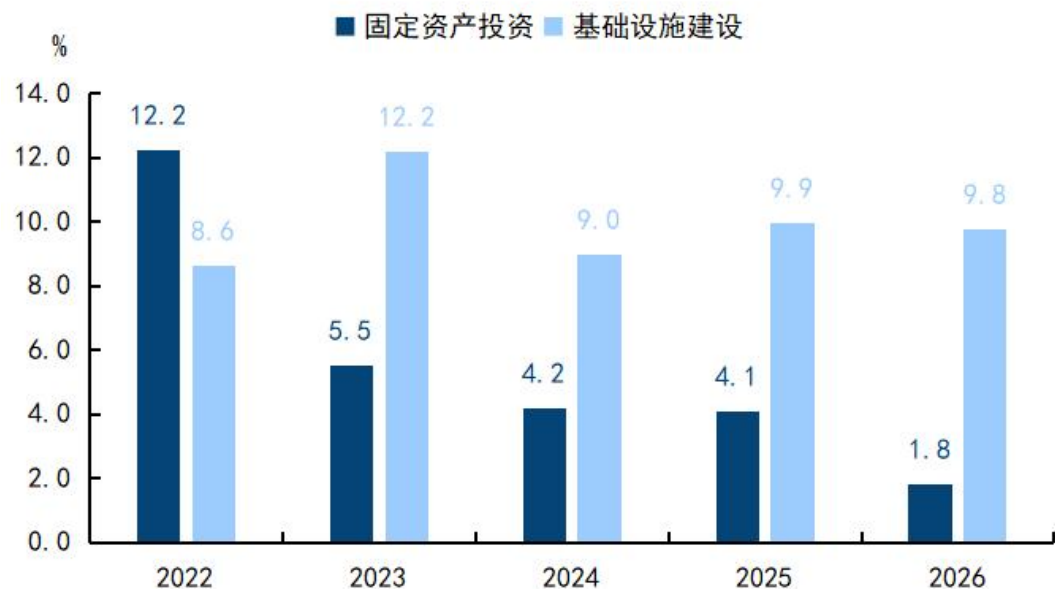
今年开年经济增速高但基建投资景气仍大幅提升指向稳就业

- 去年12月中国基建投资同比约为-15.2%，今年开年大幅跃升至9.8%，处于历史同期较高水平。
- 在外需表现超强、经济增速偏高的背景下，今年开年基建投资增速大幅抬升至历史高位，或指向基建投资的政策作用更多是稳就业而非稳增长。
- 这意味着若后续国内就业持续偏弱，则基建投资大概率延续发力，这与此前市场预期的“高质量发展”内容有一定差异。

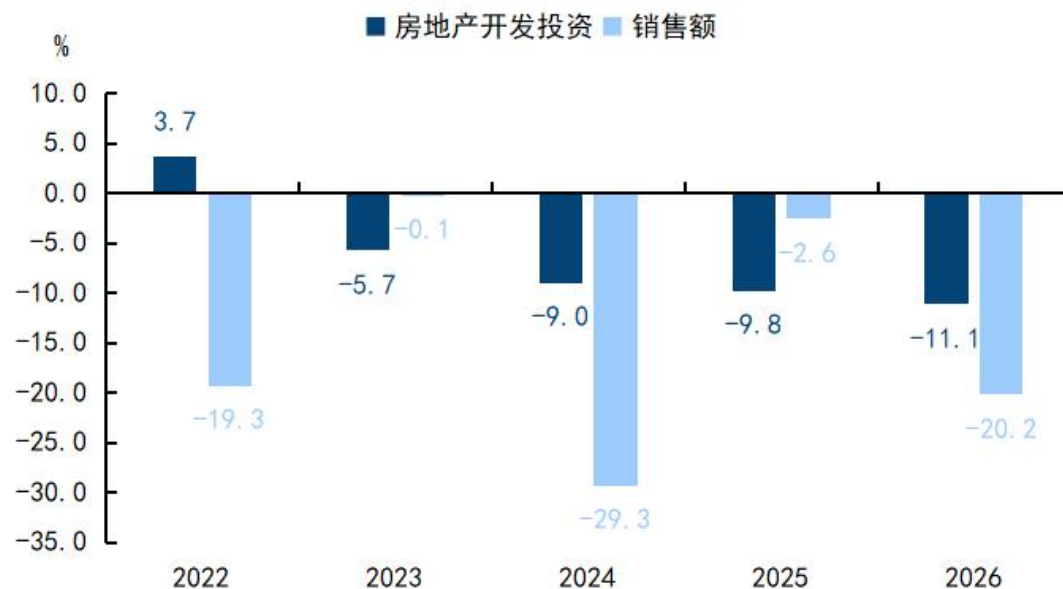
图：今年1-2月基建投资增速大幅跃升至9.8%

图：今年1-2月地产投资增速创历史同期新低，销售仍然明显负增长

历年1-2月固定资产投资同比



历年1-2月房地产销售和开发投资同比



稳就业表明“正确政绩观”关键在于满足居民核心期盼

- 今年2月中共中央办公厅印发《关于在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育的通知》。
- 制造业升级难以吸纳更多就业，AI的高速发展也带来就业冲击，近几年国内消费者就业信心指数持续处于低位，今年1-2月国内失业率仍处于较高水平，高质量就业成为居民的核心期盼。
- “正确政绩观”是指挥地方政府的行动指南，今年或从传统的GDP指标转向失业率和就业质量。

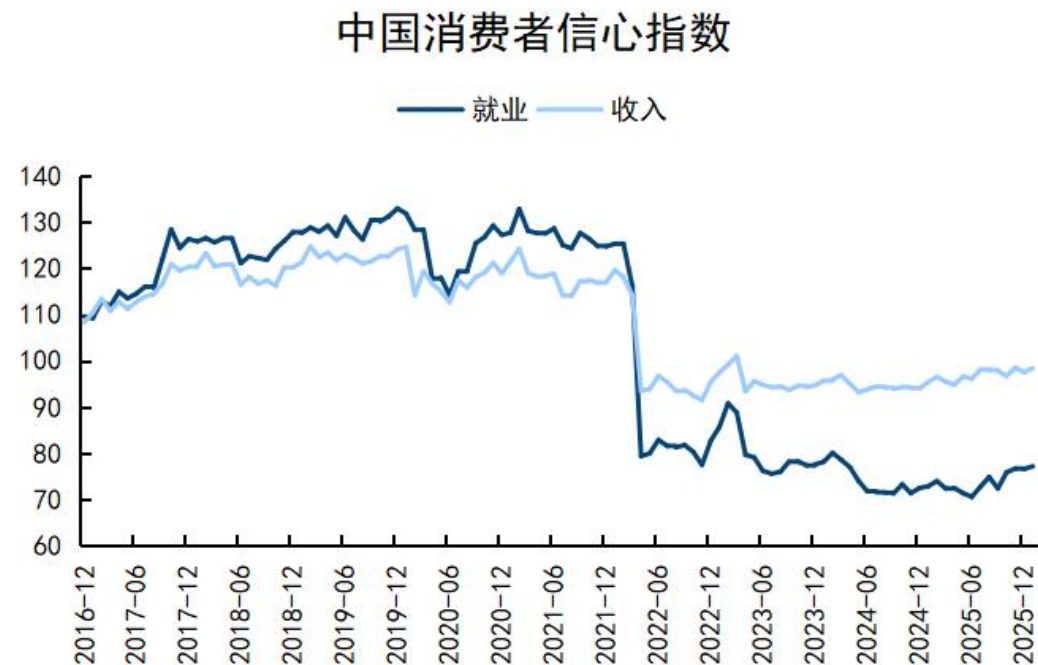
图：今年开年国内调查失业率仍然处于较高水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：今年开年中国消费者信心指数中的就业指数仍然处于历史低位



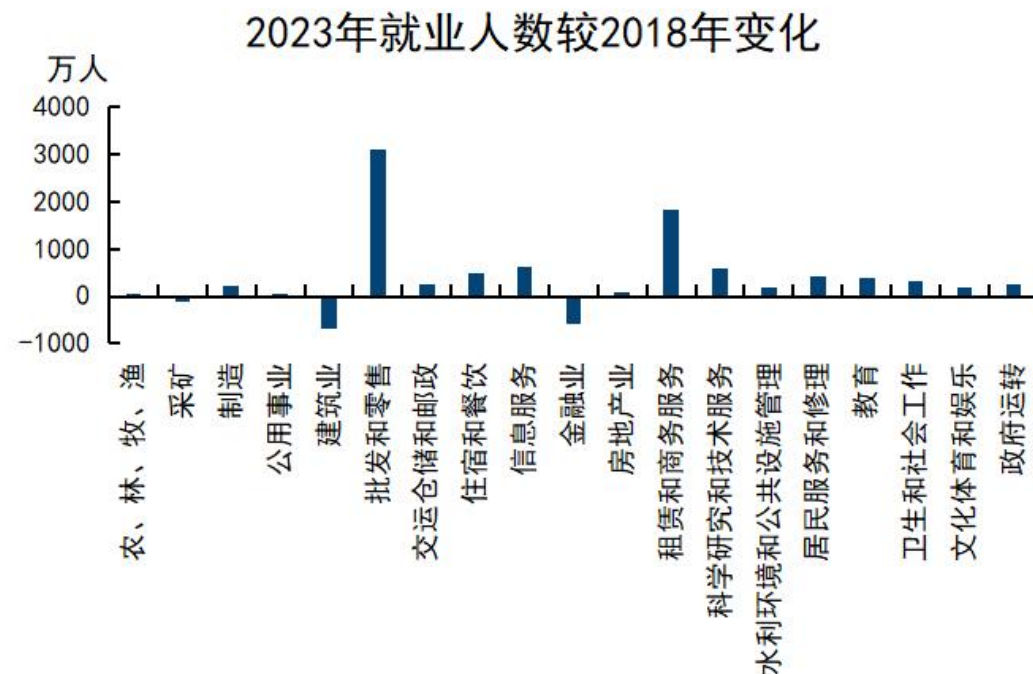
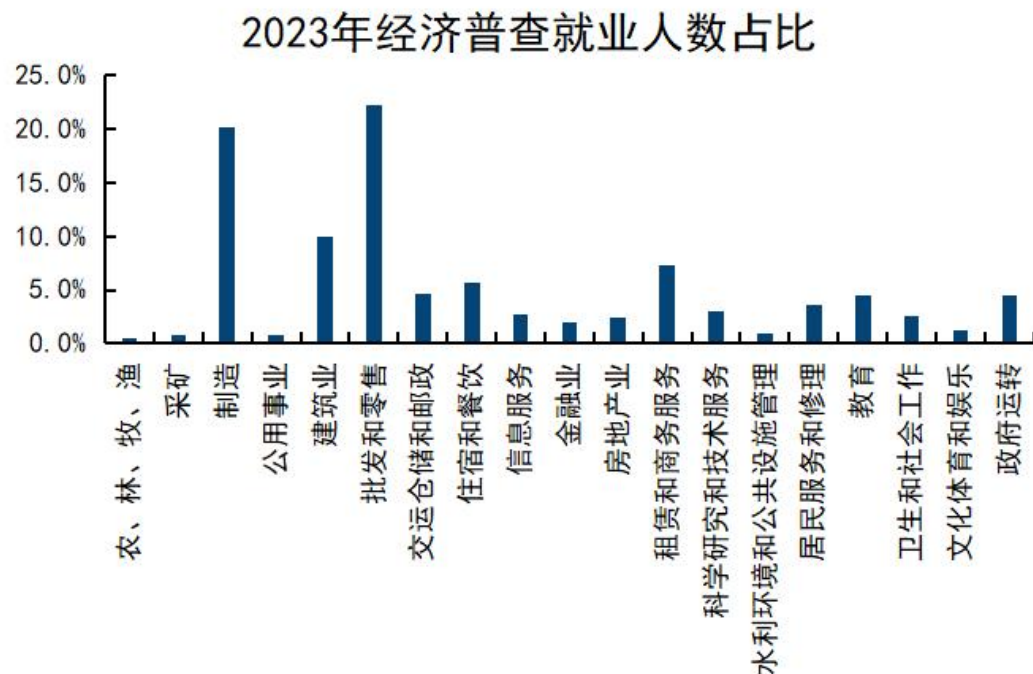
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

稳就业政策和海外囤货需求共同推升国内短期经济增速

- 2018年以来失业率出现明显上移（以1-2月失业率平均值数据为例），建筑业就业人数下降或是失业率中枢抬升的关键因素。
- 截至2023年，建筑业对中国就业的吸纳仍然处于高位，如果没有相应政策支持，后续下降的速度可能越来越快，阶段性提高基建投资支出或是当前稳就业的重要方式，这将推高经济增速，与此同时，海外供应链紊乱导致的短期囤货需求升温可能会进一步推高二季度经济增速。

图：经济普查数据显示建筑业就业人数占比在2023年仍高达10%

图：2018-2023年就业人数减少最多的行业是建筑业，其次是金融业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二季度GDP增速仍有可能超过5%，此时债券市场将面临较大压力

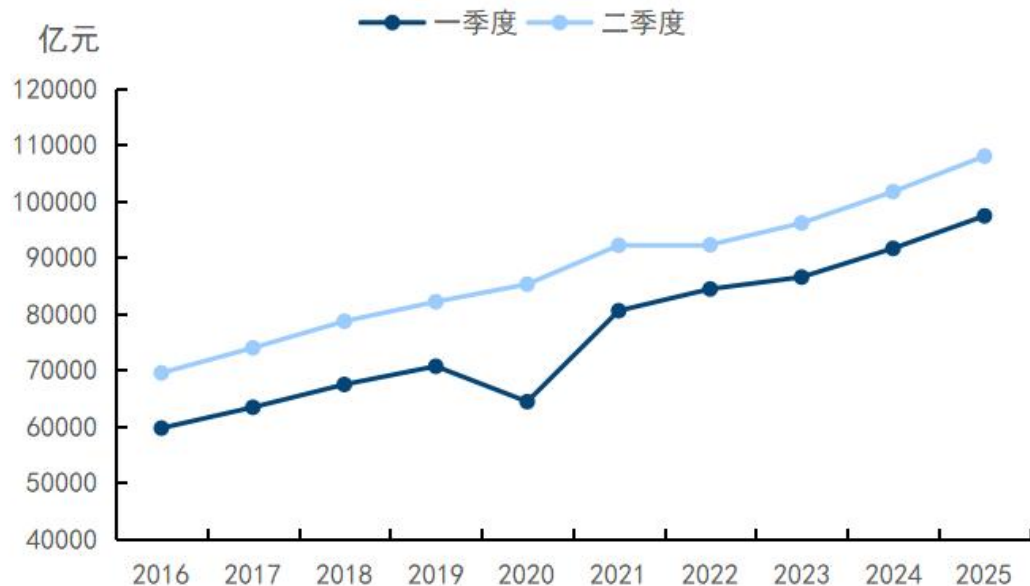


- 一季度工业和建筑业基数均正常，二季度工业基数正常但建筑业基数明显偏低，低基数背景下二季度稳就业政策的延续将明显拉升建筑业增速。
- 若二季度建筑业GDP增速回升至2024Q1-2025Q1的均值3.1%，则仅建筑业一项就将拉高GDP增速高于去年四季度（4.5%）约0.4个百分点，考虑到工业和服务业较去年四季度的向上修复，二季度GDP同比有望超过甚至明显超过5%，因此二季度国内债券市场可能仍然面临较大的压力。

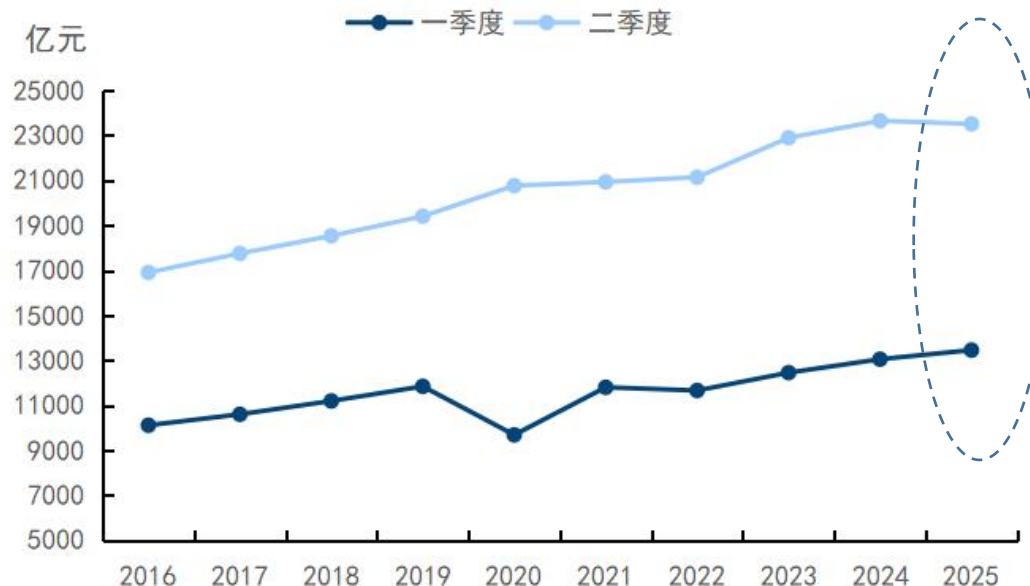
图：工业GDP在今年一、二季度均不存在异常基数

图：建筑业GDP在今年一季度基数正常，但二季度存在异常偏低基数

历年不变价工业GDP金额



历年不变价建筑业GDP金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

- 海外经济下行超预期，海外政策和市场的不确定性；
- 国内政策执行的不确定性。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032