



## 全球下行压力增大 国内政策力度加大

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
张昕  
投资咨询证号：  
Z0015602

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



### 摘要

通胀飙升叠加美元流动性收紧，全球经济下行压力增大。俄乌冲突持续及各国疫情反复加剧了全球供应链瓶颈，且通胀飙升迫使美欧加快货币紧缩步伐，全球经济前景面临的不确定性加剧。由于通胀大幅上涨及货币紧缩政策，美欧需求增长受到抑制，二季度经济面临下行压力。俄乌冲突持续、全球流动性收紧及经济增长预期减弱等因素导致 4 月市场风险偏好大幅降温，全球风险资产遭到抛售，大宗商品价格高位回落。美元指数领涨外汇市场，美元走强给新兴市场货币造成巨大冲击。

疫情扩散抑制需求，政策料将提升力度。面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，一季度我国经济呈稳中向好态势，生产总值同比增速在去年基数较高叠加疫情持续影响下回落，环比增速持续上涨。从趋势上看，主要宏观指标总体处于合理区间，而从结构上看，多扰动因素下工业生产仍然平稳发展，代表经济增长动能的制造业投资表现亮眼，但消费在疫情影响下同比增速由升转降。宏观政策方面，4 月 29 日的政治局会议指出，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。可以看出，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，“稳增长、稳就业”是关键。

## 正文目录

一、经济形势概览 .....	4
二、海外经济与重大事件.....	7
(一) 美国：通胀飙升抑制消费支出，美联储加快紧缩步伐 .....	7
(二) 英国：需求增长受到抑制，二季度经济或放缓 .....	10
(三) 欧元区：能源危机拖累经济增长，欧洲央行改变鸽派立场 .....	11
(四) 日本：维持现行宽松政策不变，日元延续 3 月以来颓势 .....	13
三、国内经济回顾与展望.....	16
(一) 多重因素影响不及目标，政策面仍需发力 .....	16
(二) 多地疫情反复，企业生产经营承压 .....	17
(三) 固投恢复较好，基建是稳增长重要抓手 .....	18
1. 专项债加速落地，基建投资表现较强.....	18
2. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资.....	19
3. 房地产持续降温，等待政策进一步放宽.....	21
(四) 新增确诊数再度走高，居民消费持续承压 .....	22
(五) 疫情爆发支撑出口，价格因素占主导 .....	23
(六) 俄乌冲突抬升能源价格，扣掉猪以外总体通胀 .....	24
1. CPI：除猪肉外多数食品需求均有所升温.....	24
2. PPI：政治因素带动大宗商品价格高涨.....	25
四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主.....	27
(一) 财政政策：财政前置效力逐步显现 .....	27
(二) 货币政策：加大力度，稳字当头 .....	28
免责声明 .....	30

图表目录

图 1 全球通胀持续上升	4
图 2 摩根大通全球制造业、服务业 PMI	5
图 3 全球主要经济体 PMI	6
图 4 美国 GDP 同比、环比增速	7
图 5 美国 Markit 制造、服务业 PMI	7
图 6 美国零售销售环比增速回落	8
图 7 美国非农就业人口及失业率	9
图 8 周初请失业金人数维持低位	9
图 9 美元指数大幅上涨	10
图 10 美国 2、5、10 年期国债收益率	10
图 11 英国 GDP 同比增速	10
图 12 英国 Markit 制造业、服务业 PMI	10
图 13 英国零售销售环比大幅下降	11
图 14 英国消费者信心指数大幅回落	11
图 15 英国失业率持续回落	11
图 16 英国 CPI 维持高位	11
图 17 欧元区 GDP 同比增速	12
图 18 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI	12
图 19 欧元区失业率	13
图 20 欧元区零售销售	13
图 21 欧元区消费、投资者信心指数	13
图 22 欧元区 CPI 飙升	13
图 23 日本 Markit 制造业、服务业 PMI	14
图 24 日本进出口同比增速下滑	14
图 25 日本家庭支出同比增速	15
图 26 日本商业零售销售增速	15
图 27 日本失业率	15
图 28 日本通胀持续回升	15
图 29 图 33 GDP 逐步企稳	17
图 30 2022 年 GDP 估算表	17
图 31 制造业 PMI 回落	20
图 32 工业企业利润边际放缓	20
图 33 工业生产平稳回升	21
图 34 三大门类工业增加值当月同比 (%)	21
图 35 房地投资持续降温	21
图 36 房地投资与销售累计同比 (%)	21
图 37 房地产企业开发资金来源	22
图 38 土地购置与新屋开工面积	22
图 39 社零总额及同比增速 (%)	23
图 40 汽车类商品增速 (%)	23
图 41 实物零售增速上升	23
图 42 社会消费品零售分类增速 (%)	23
图 43 出口保持韧性	24
图 44 通胀压力总体温和	26

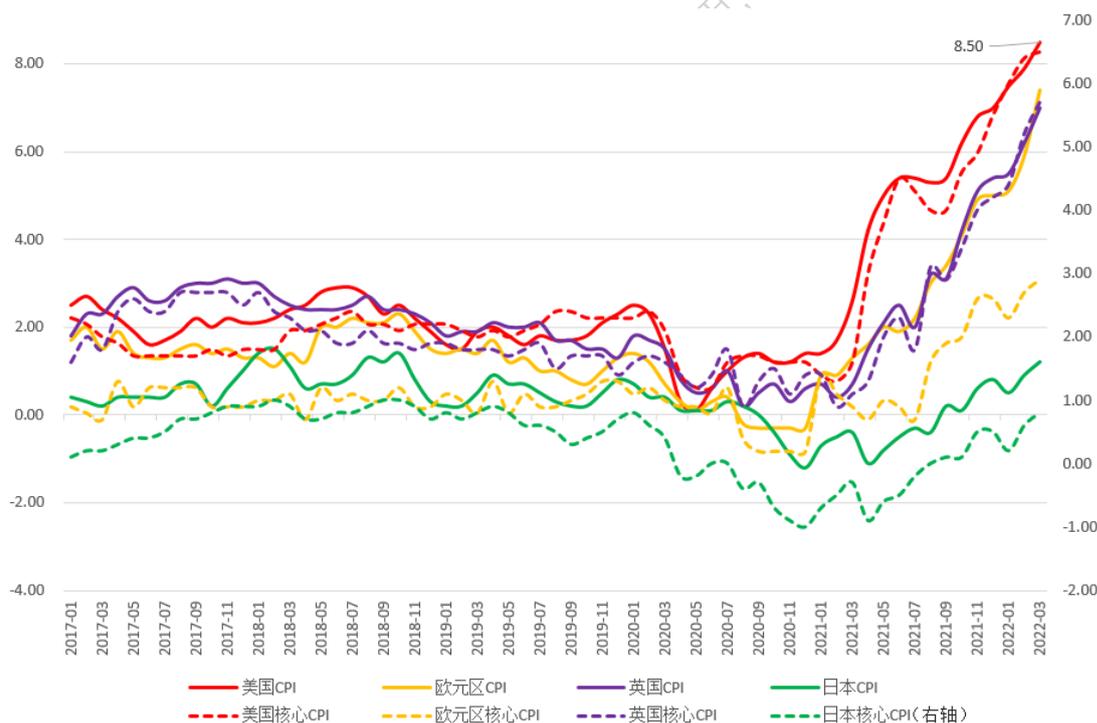
图 45 上游成本压力持续向中下游传导 .....	26
图 46 除猪肉以外食品价格总体平稳 .....	26
图 47 原油价格高位波动 .....	26
图 48 公共财政收入同比增速 (%) .....	28
图 49 地方财政收入同比增速 (%) .....	28
图 50 市场利率多次低于政策利率 (%) .....	29
图 51 存款准备金率 (%) .....	29
图 52 人民币兑美元中间价 .....	29
图 53 货币供应量同比增幅 .....	29

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 一、经济形势概览

全球经济面临下行压力，市场避险情绪升温。2022年以来，各国疫情反复及俄乌冲突正在改变全球的政治经贸格局，逆全球化的趋势日益明显。目前许多欧美及亚洲国家陆续放宽了限制措施，但各国新冠疫情反复及变种病毒的出现仍对劳动力市场及供应链带来持续性影响，全球资源分配及经济发展不平衡的现象加剧。而近几年国际大国之间的博弈日益加剧，贸易战、地缘冲突频发，西方冷战思维及民粹主义抬头，也给全球化趋势带来阻碍。进入二季度以来，全球经济面临的不确定性风险加剧，经济下行的压力也不断增大，其中最主要的原因是地缘政治因素。俄乌冲突持续数月但仍未见缓和之势，以美国为首的西方国家不断加大对俄制裁，由于俄罗斯和乌克兰两国是许多基本原材料的重要出口国，包括煤炭、石油、天然气及小麦在内的商品价格在战争及制裁的影响下大幅飙升，给全球制造业及粮食供应链带来冲击，导致全球通胀飙升并影响供给及需求两端。

图 1 全球通胀持续上升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

俄乌冲突长期化风险不容忽视，全球。目前俄罗斯将战略重点转移至乌克兰东部地区，俄乌双方在顿巴斯地区及马里乌波尔展开激烈交锋。当地时间4月21日，俄国防部长称俄军及顿巴斯武装已经“解放”马里乌波尔市。乌克兰总统泽连斯基表示，准备好与俄罗斯总统普京进行会见，但会见前俄罗斯需结束作战行动，如果马里乌波尔守军被消灭将退出谈判。另一方面，以美国为首的北约仍在持续援助乌克兰并加大对俄制裁，欧盟拟定对俄

罗斯的煤炭及石油实施禁运，但目前欧盟内部成员对此尚未能达成一致。整体来看，俄乌冲突出现长期化的可能性不容忽视，世界政治经贸及能源结构调整将给经济带来更多的不确定性。另一方面，受俄乌冲突影响，全球通胀持续升温，美欧等发达经济体 3 月份通胀均创新高，油价飙升进一步推动船运价格上涨，通胀压力也由能源成本进一步外溢至各个方面。3 月份美国、英国的消费者支出出现明显下滑，显示出高通胀对整体需产生的冲击。另外，原材料成本上升及供应链瓶颈也导致企业成本不断上升，对全球制造业产生影响，较为依赖俄罗斯能源供应的欧洲受到的影响较大，欧元区 4 月制造业 PMI 明显下滑。货币政策上，持续上涨的通胀倒逼全球主要央行加快货币政策收紧步伐，4 月以来美联储官员纷纷释放比此前更加激进的鹰派信号，截至 4 月 28 日的 CME 联储观察显示，美联储 5 月加息 50 个基点的概率超 90%。而疫情以来一直采取鸽派态度的欧洲央行也罕见释放加息信号。

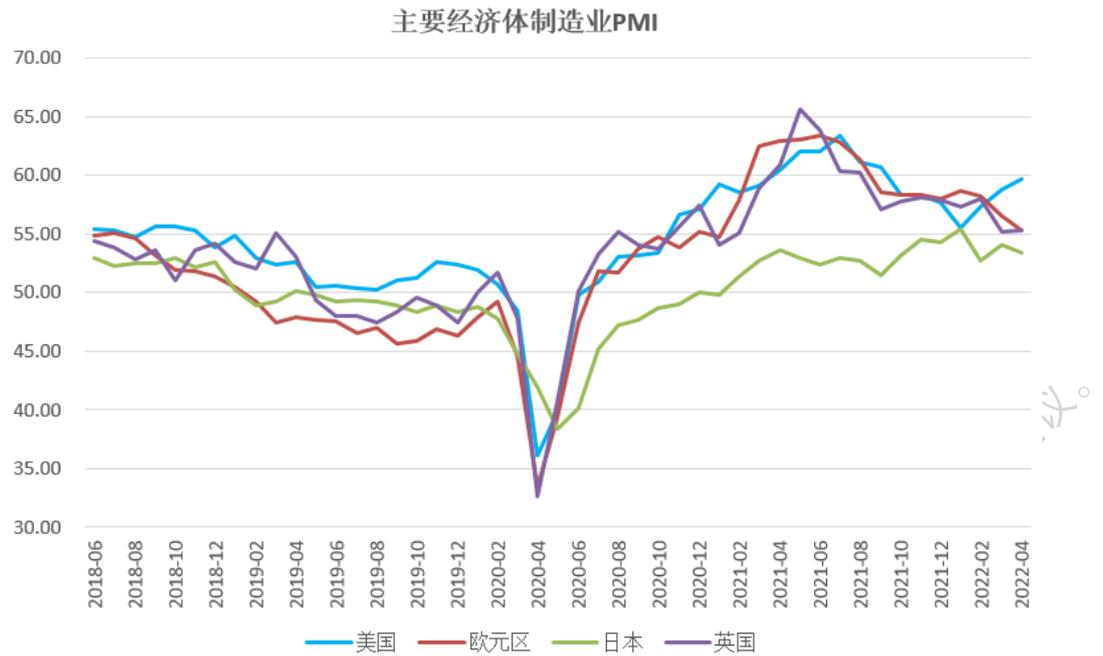
在通胀飙升、需求放缓及不确定性升温的背景下，二季度全球经济增长面临进一步放缓的风险。4 月 19 日，国际货币基金组织（IMF）在最新一期的《世界经济展望报告》中预计 2022 年全球经济将增长 3.6%，较此前预测下调 0.8 个百分点。具体来看，发达经济体 2022 年预计将增长 3.3%，较此前预测值下调 0.6 个百分点。新兴市场和发展中经济体 2022 年预计将增长 3.8%，较此前预测值下调 1 个百分点。IMF 首席经济学家表示，由于俄乌冲突及西方对俄制裁等多重不利因素影响，2022 年全球经济增速将显著放缓。IMF 亚太部副主任斯里尼瓦桑表示，俄乌冲突使许多亚洲国家通胀大幅上涨，并造成外需下降、金融环境收紧，导致经济活动放缓、滞胀风险上升。

图 2 摩根大通全球制造业、服务业 PMI



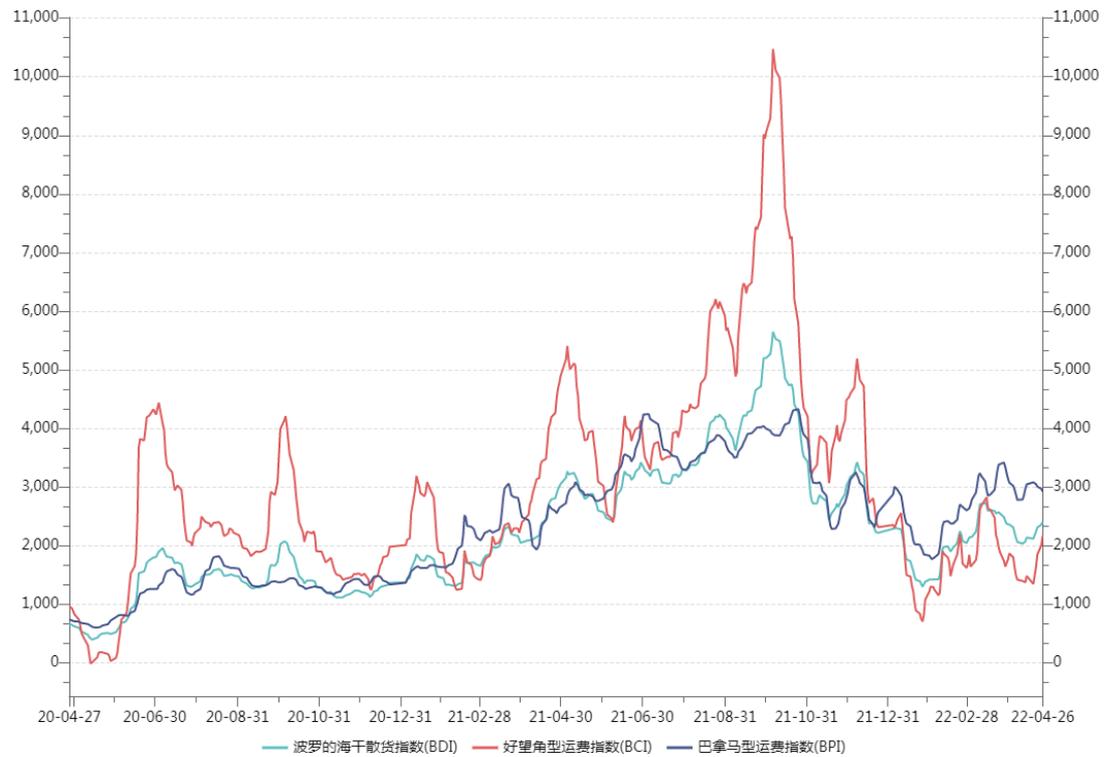
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 3 全球主要经济体 PMI



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 6 航运指数 (BDI、BCI、BPI) 小幅反弹



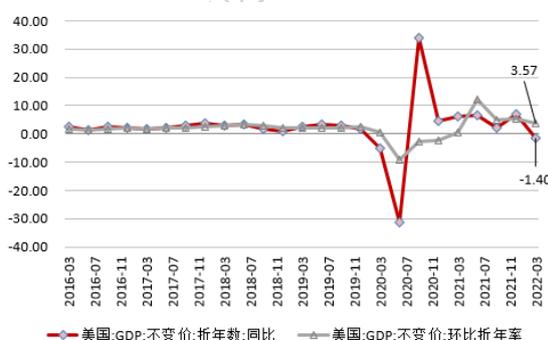
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

## 二、海外经济与重大事件

### （一）美国：通胀飙升抑制消费支出，美联储加快紧缩步伐

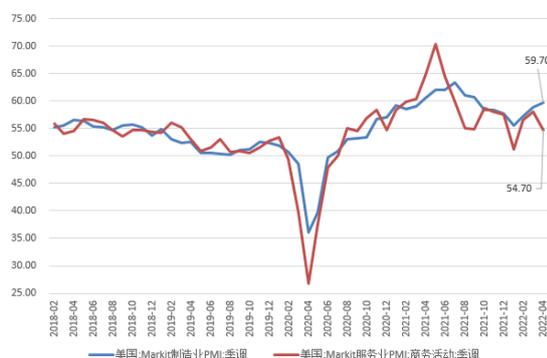
美国一季度经济陷入萎缩，美国 4 月经济复苏势头减弱。据美国商务部的数据显示，美国今年一季度 GDP 环比增速录得-1.4%，不及市场预期的 1.1%，是 2020 年第二季度以来首次陷入负增长。具体来看，当季占美国经济总量约 70%的个人消费支出增长 2.7%，较去年四季度有所上升，但不及市场预期的 3.5%。私人库存投资及净出口是拖累当季经济增长的主要因素，净出口指标已连续第七个季度下滑。从领先指标来看，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 59.7，高于市场预期的 58.2 及前值 58.8，创 7 个月新高。4 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 54.7，较前值大幅回落 3.3 个百分点，创三个月新低。综合 PMI 初值由上月的 57.7 降至 55.1。其中，制造业及服务的新订单均有所增加，显示需求依然强劲，这与疫情限制措施放宽有关。但供应短缺及通胀抑制了消费者消费意愿，导致服务业扩张速度有所放缓。另外，服务业企业成本及销售价格增速均创有史以来最快速度，显示企业正将成本负担加速转嫁给消费者，这将使消费者价格指数进一步上涨。整体来看，尽管美国一季度个人消费支出增幅高于去年四季度，但由于高通胀开始抑制消费者购买力，消费增速对美国经济的支撑作用或减弱，这从 4 月 PMI 数据及零售销售数据的下滑可以看出。受此影响，国际货币基金组织（IMF）在 4 月发布的最新一期《世界经济展望报告中》将今明两年美国经济增速分别下调至 3.7%和 2.3%，较今年 1 月的预测值均调降了 0.3 个百分点。

图 4 美国 GDP 同比、环比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 5 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

能源价格推动美国 3 月通胀再创新高，消费需求受高通胀抑制。美国 3 月 CPI 环比上涨 1.2%，同比上升 8.5%，续创逾 40 年新高，升幅也略高于市场预期。其中，国际原油价格飙升及住房成本上升是带动 CPI 上涨的主要因。俄乌冲突影响外溢叠加疫情导致的供应

链问题等因素仍给通胀带来上行压力，但随着美联储大幅加息及未来的潜在需求回落，4月大宗商品价格高位回落，通胀有望在二季度见顶。另外，3月核心CPI增幅仅为0.3%，为6个月以来最小增幅，预示美国通胀短期或见顶。在物价持续上涨的背景下，美国消费者也缩减了消费支出。具体来看，美国2月个人支出环比增速由2.7%回落至0.2%。3月零售销售同比仅增长6.9%，创2021年2月以来最低水平，环比增速也较2月份下滑。

美国劳动力市场维持紧俏，工资通胀螺旋上升风险加剧。美国3月非农就业人口增加43.1万人，不及市场预期的49万人，创2021年11月以来最小单月增幅；美国3月失业率降至3.6%，续刷2020年2月以来的新低，预期3.7%，前值3.8%。3月平均时薪增长0.4%，符合预期，但年化后工资录得近5.6%的增长，略高于预期。从高频数据来看，美国4月16日当周初请失业金人数为18.4万人，接近1960年代以来最低水平，显示就业市场劳动力供不应求。整体来看，尽管美国3月非农新增不及市场预期，但已连续第11个月增长超过40万人。而强劲的薪资增长或进一步吸引民众进入劳动力市场，但需关注“工资-通胀螺旋”上涨的情况。

图 9 美国通胀持续上涨



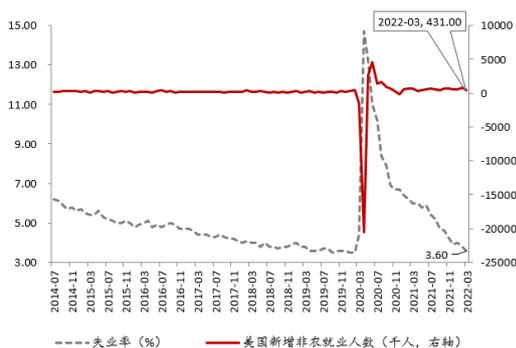
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 6 美国零售销售环比增速回落



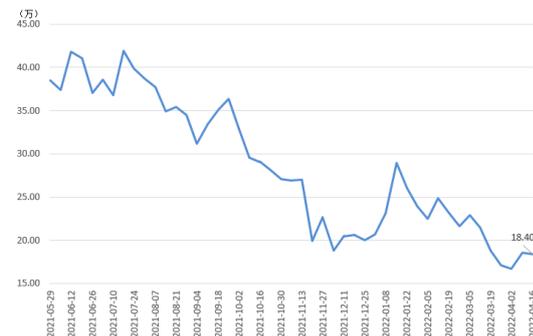
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7 美国非农就业人口及失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

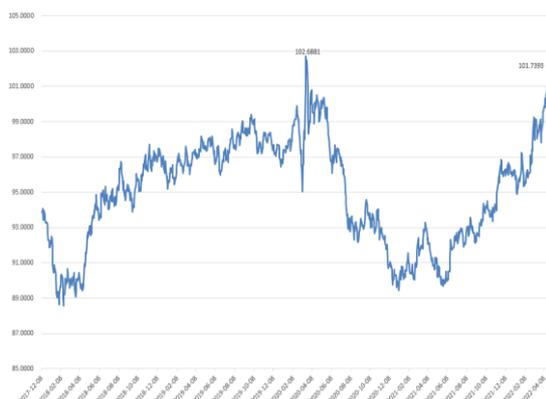
图 8 周初请失业金人数维持低位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美联储激进加息预期升温，美债收益率倒挂引发担忧。通胀的大幅上涨导致美联储加快了货币紧缩步伐，美联储公布的 3 月会议纪要显示，美联储认为每月缩减 950 亿美元资产上限可能是合适的，支持用 3 个月或适度更长时间，分阶段调整以达到缩表上限，最早可能在 5 月份开始缩表。且许多美联储官员表示，可能需要 1 次或者多次加息 50 个基点。美联储主席鲍威尔表示，将在 5 月份的会议上讨论加息 50 个基点。美联储官员的鹰派信号提振了市场对美联储大幅加息的预期，美债收益率在 4 月持续攀升，10 年期美债收益率一度飙升至 2.981%，逼近 3% 关口。截至 4 月 27 日，根据 CME 美联储观察，美联储 5 月加息 50 个基点的概率为 94.9%，6 月份加息 75 个基点的概率为 74.5%。然而美联储激进加息的预期使市场担忧美国经济可能陷入衰退，美债收益率在 4 月一度出现倒挂现象。根据美国银行的报告，在过去八次经济衰退之前，2 年与 10 年期国债收益率曲线均出现倒挂，在过去 13 次衰退中，有十次曾出现过这段曲线倒挂。尽管美联储主席鲍威尔称，美国经济衰退的可能性并不是特别高，所有迹象都表明经济强劲。但华尔街却持相反观点，摩根大通 CEO 戴蒙警告称，俄乌冲突和通胀飙升，给全球经济带来了极大的不确定性，美国经济面临巨大风险。高盛日前发布的一份研究报告显示，美联储想在不引发经济衰退的情况下遏制通胀的难度非常大。美国经济可能难以实现所谓的“软着陆”，今后两年间衰退的几率为 35%。

图 9 美元指数大幅上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国 2、5、10 年期国债收益率

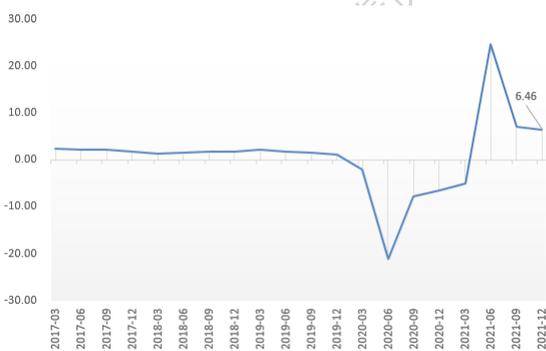


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## （二）英国：需求增长受到抑制，二季度经济或放缓

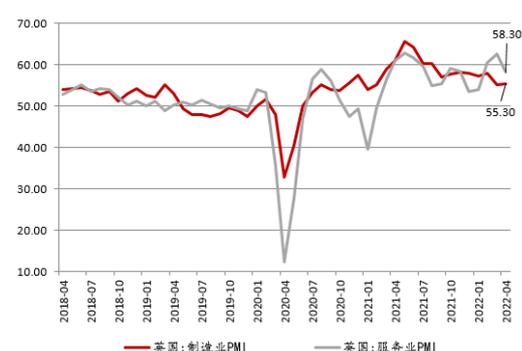
企业成本飙升叠加需求下降，英国 4 月经济增速放缓。从领先指标看，英国 4 月制造业 PMI 初值录得 55.3，小幅高于市场预期，较 3 月回落 0.1 个百分点。4 月服务业 PMI 初值录得 58.3，不及市场预期的 60.3 及前值 62.6。4 月综合 PMI 初值录得 57.6，不及市场预期的 59.1 及前值 60.9。整体来看，随着今年年初以来的经济开放，英国经济增速在二季度初仍保持相对强劲，但俄乌冲突、疫情的持续干扰及生活成本上升正导致需求减弱，4 月服务需求增长已跌至疫情爆发以来的最弱水平。预计在需求受到抑制的背景下，英国二季度经济或将继续放缓。

图 11 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

英国就业市场持续改善，通胀飙升挤压收入抑制支出。受能源价格上升等因素影响，英国 3 月 CPI 同比由 2 月份的 6.2% 跃升至 7.0%，高于市场预期的 6.7%，续创 30 年来最高纪录。核心 CPI 同比从 5.2% 上升至 5.7%，也高于预期的 5.3% 和前值 5.2%。由于通胀飙升导致生活成本大幅上升，英国 3 月份零售销售环比下滑 1.4%，大幅超出市场预期的 0.3% 的降幅。就业方面，得益于疫情限制措施的放宽，英国就业市场仍维持强劲复苏，2 月三个月

ILO 失业率录得 3.8%，为 2019 年 12 月以来新低。3 月份失业率为 3.9%，首次低于疫情前水平。2 月包括红利三个月平均工资年率由前值的 4.8% 增至 5.4%，但增幅仍不及通胀上涨的幅度，因此实际工资下降。考虑到收入被持续挤压，未来几个月英国消费者支出仍面临下行压力。英国 4 月 Gfk 消费者信心指数降至 -38，连续第五个月下降，创 2008 年 7 月以来新低，显示英国消费者对经济前景的担忧加剧。

通胀上涨增大英国央行加息压力，但经济放缓或使紧缩步伐放缓。4 月 22 日，英国央行行长贝利表示，由于能源市场的缘故，欧洲面临爆发第二轮通胀效应的风险。政策路径面临大量不确定性，必须在经济增长与通胀之间取得平衡。为了抑制通胀，英国央行于去年 12 月、今年 2 月和 3 月连续三次加息，目前利率已从历史低点的 0.1% 上调至 0.75%，在通胀压力持续的背景下，英国央行在 5 月份有可能再次加息 25 个基点至 1%。不过考虑到英国需求减弱及经济放缓担忧加剧，英国央行在加息步伐上或将更加谨慎。

图 13 英国零售销售环比大幅下降



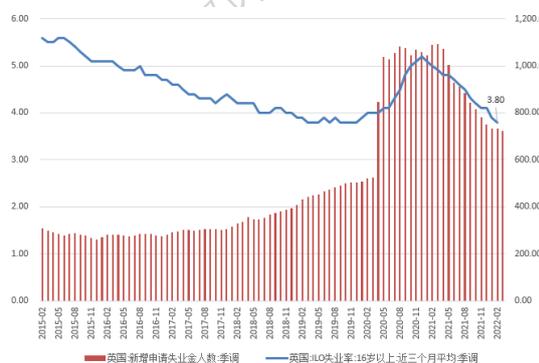
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 英国消费者信心指数大幅回落



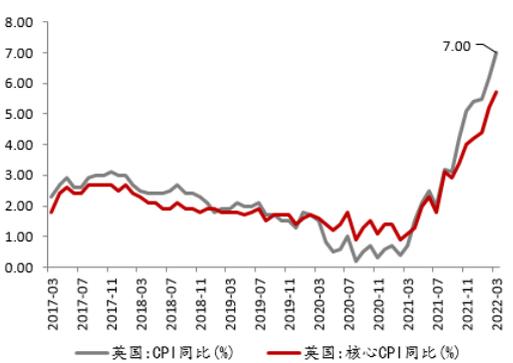
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 英国失业率持续回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国 CPI 维持高位



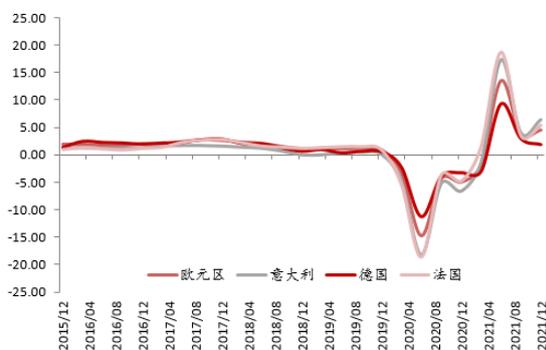
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （三）欧元区：能源危机拖累经济增长，欧洲央行改变鸽派立场

俄乌冲突影响欧洲制造业供应链，疫情措施防控带动服务业回暖。欧元区 4 月制造业 PMI 初值由前值 56.5 降至 55.3。4 月服务业 PMI 初值由前值 55.6 升至 57.7。综合 PMI 初

值录得 55.8，高于市场预期及前值 55.6。分国家来看，德国 4 月制造业增长大幅放缓，由 3 月的 56.9 降至 54.1，为 20 个月来的最低水平。德国工业对俄罗斯天然气依赖度较高，天然气供应不足及价格大幅飙升导致德国制造业产能面下行压力。整体来看，欧元区制造业及服务业的景气度正产生分化，疫情限制措施的放宽使服务业景气度回暖，帮助欧元区 4 月经济增速维持稳定，但俄乌战争及经济制裁导致的供应链瓶颈给欧元区制造业造成冲击，二季度制造业景气度或进一步拖累欧元区经济增长。值得注意的是，4 月以来欧盟拟对俄罗斯煤炭、石油等大宗商品实行禁令，该措施若通过将进一步加剧欧洲能源危机和经济下行压力。

图 17 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区就业状况持续改善，消费需求面临压力。随着疫情防控措施的放宽，欧元区劳动力市场状况持续改善。欧元区 2 月失业率录得 6.8%，与 1 月份保持一致，2 月失业人数较 1 月下降了 18.1 万人。消费方面，欧元区 2 月零售销售环比增长 0.3%，低于市场预期的 0.6%，较前值上升 0.1 个百分点。2 月的零售销售数据显示消费支出保持温和增长，但考虑到通胀前景，未来几月的消费支出将面临下行压力。而俄乌冲突及通胀大幅飙升影响，欧元区 4 月消费者信心指数小幅回升，但仍维持低位。而 4 月经济景气指数由 3 月的 -7 大幅下滑至 -18，显示市场对欧元区经济前景的担忧加剧。

受能源价格飙升和供应链瓶颈等因素影响，欧元区 3 月 CPI 终值同比上涨 7.4%，其中能源通胀为数据贡献了 4.4 个百分点。3 月 CPI 环比上涨 2.4%，创纪录以来新高。3 月核心 CPI 也从 2 月份的 2.7% 上升至 2.9%。欧元区通胀飙升也迫使一向鸽派的欧洲央行转变了政策立场，4 月欧洲央行利率决议维持三大关键利率不变。确认将在第三季度结束资产购买计划净购买，重申将在债券净购买结束的一段时间后“逐步”加息。欧洲央行行长拉加德表示，预计今年一季度欧元区经济增长仍然疲软。欧元区的通货膨胀主要是由能源驱动的，俄乌冲突增加了创纪录的通货膨胀进一步攀升的危险。资产购买计划可能会在第三季度初结束，将会在 7 月份考虑利率及加息，欧洲央行会在 6 月份根据新经济数据做出决

定。欧洲央行副行长及德国央行行长也均表示可能在第三季度初提高基准利率。

图 19 欧元区失业率



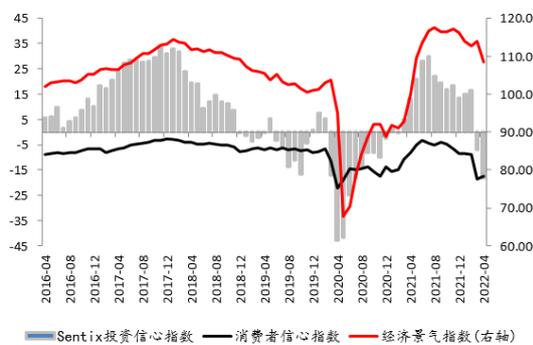
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 欧元区零售销售



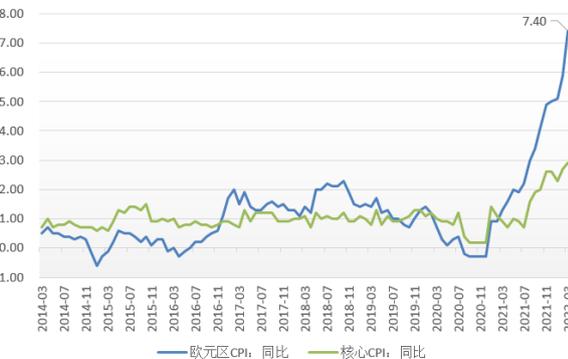
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 欧元区消费、投资者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 欧元区 CPI 飙升

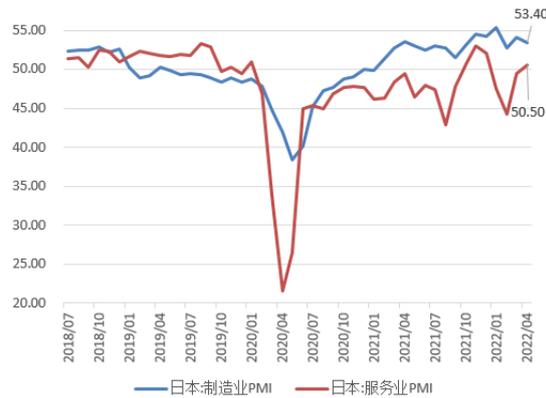


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

#### (四) 日本：维持现行宽松政策不变，日元延续 3 月以来颓势

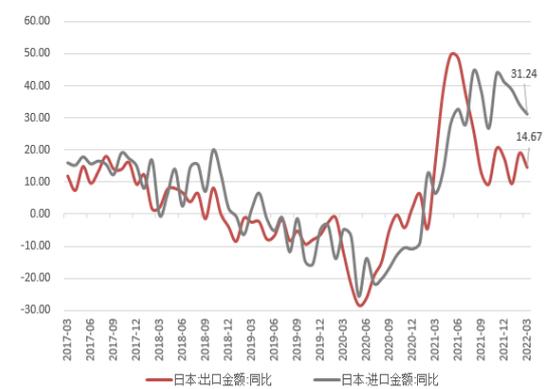
日本疫情有所好转，4 月经济增速回暖。原材料价格飙升冲击制造业，日本 4 月制造业 PMI 初值由 3 月的 54.1 下降至 53.4。4 月服务业 PMI 初值由 3 月的 49.4 升至 50.5，结束了连续三个月的收缩。4 月综合 PMI 初值由 3 月的 50.3 升至 50.9，显示经济增速有所加快。进出口方面，得益于钢铁产品和芯片制造设备的强劲需求，日本 3 月出口额同比增长 14.7%，连续第 13 个月实现增长，但低于市场预期的 18%。其中，欧美需求保持相对旺盛，3 月对美国出口增长 23.8%，对欧盟出口增长 16.8%。但对华出口仅增长 2.9%，较 2 月份的 25.8% 明显放缓，显示 3 月份在疫情的影响下，中国需求有所放缓。而受油价上涨及日元走低等因素影响，日本 3 月进口额同比增长 31.2%，虽较 2 月份有所下滑，但整体仍保持在相对高位。整体来看，由于原材料价格上涨正抑制海外需求增长，日本二季度出口增速面临下行压力。另一方面，日元的持续贬值在一定程度上利好出口，但也可能同时加剧日本能源价格上涨，未来几个月的贸易逆差或进一步加剧。

图 23 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 24 日本进出口同比增速下滑



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

日本内需动能依然疲弱，能源价格带动通胀上涨。日本 2 月家庭支出同比降幅从 1 月的 6.1%扩大至 6.6%。但 2 月季调后零售销售环比上涨 2.4%，显示限制措施的重启对消费产生了较大冲击。俄乌冲突引发的能源价格上涨给及其依赖进口的日本物价带来上行压力，日本 3 月 CPI 同比增长 1.2%，较前值上涨 0.3 个百分点。3 月份核心 CPI 同比上涨 0.8%，较前值上涨 0.2 个百分点，已连续第七个月上涨，创两年多新高。其中，3 月份能源价格同比上涨了 20.8%，创 40 年来最大涨幅。除生鲜食品外的食品价格同比上涨 2%，为 2015 年 12 月以来单月最大涨幅。

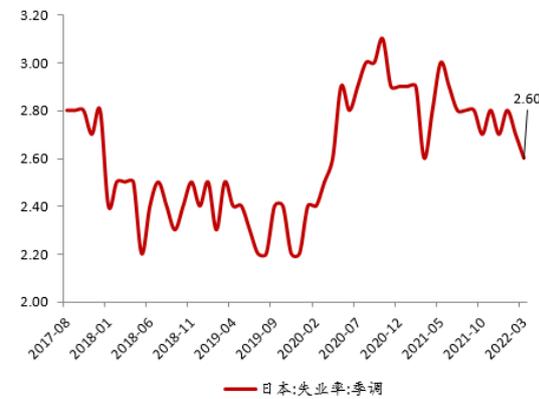
日本央行维持现行宽松政策，日元延续走弱趋势。4 月 28 日，日本央行发布利率决议，维持基准利率在-0.10%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0.0%附近不变，符合市场预期。将在每个工作日进行固定利率操作，将无限量购买必要数量的日本国债，使其收益率接近于零。日本央行称，除非无人投标的可能性极高，否则每天都会以 0.25%的收益率购买 10 年期日本国债。日本央行行长黑田东彦表示，当前经济面临下行风险，通胀面临上升风险。如果有需要，日本央行会毫不犹豫加大宽松。在日本央行政策声明发布之后，日元兑美元短线大幅走弱并跌破 130 关口，今年以来日元已跌超 10%。日元的持续单边下行与美日利差大幅收窄、日本央行维持鸽派及美联储加息有关，需关注日元贬值对亚洲货币的影响。整体来看，弱势日元对较为依赖出口的日本经济有利，但也将进一步推升日本国内通胀。

图 25 日本家庭支出同比增速



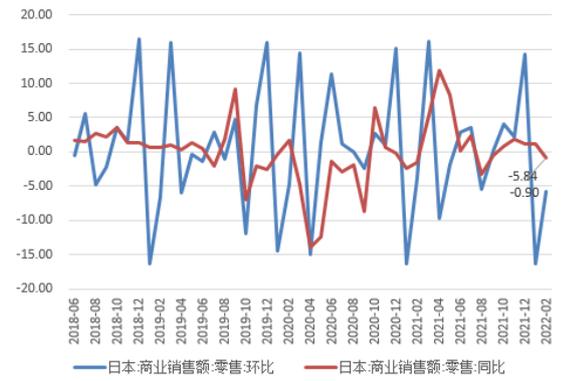
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 27 日本失业率



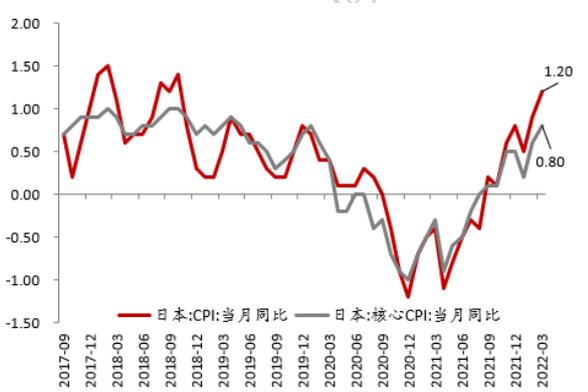
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 26 日本商业零售销售增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 28 日本通胀持续回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点

### 三、国内经济回顾与展望

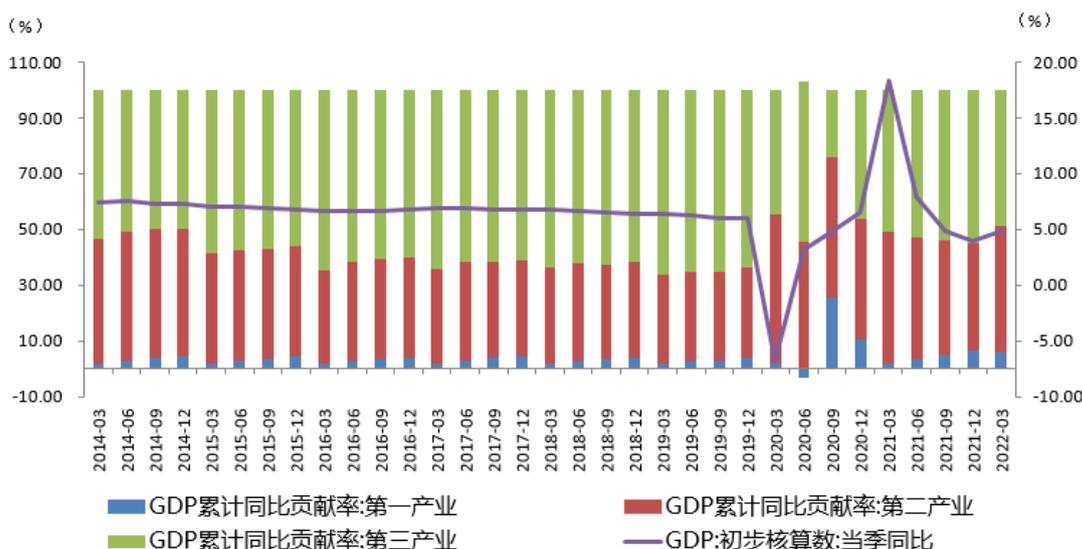
#### （一）多重因素影响不及目标，政策面仍需发力

一季度小幅高于预期，疫情影响尚存。一季度实际 GDP 增速为 4.8%，比 2021 年四季度环比增长 1.3%。其中第二产业贡献率为 45.4%，较三季度上升 7 个百分点；第三产业贡献率为 48.8%，下降 6.1 个百分点。第一季度 GDP 继续超预期上行，主要原因是第二产业所带动。此前在“能耗双控”、“拉闸限电”的政策下，第二产业恢复程度有所下降，相关制造业产商受影响较大，效率及收益均有所降低，但随着政策影响逐步减弱，生产端恢复态势稳定且良好，只不过疫情仍多地散发，对生产端产生一定的干扰。

面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，一季度我国经济延续恢复发展态势，呈稳中向好、稳中加固态势，生产总值同比增速在去年基数较高叠加疫情持续影响下回落，环比增速持续上涨。从趋势上看，我国一季度主要宏观指标总体处于合理区间，说明我国经济仍保持恢复趋势。而从结构上看，多扰动因素下工业生产仍然平稳发展，代表经济增长动能的制造业投资表现亮眼，但消费在疫情影响下同比增速由升转降。

整体来看，中国经济已转向高质量发展阶段，不再单纯追求高 GDP 增长，而更加注重发展质量。去年国内经济增速呈前高后低的趋势，在此基础上，一二季度 GDP 同比受高基数影响大幅走高可能性不大，并且上海、吉林疫情形势仍十分严峻，持续影响居民消费水平，进而拖累经济运行。下半年 GDP 在基数效应减弱、国内疫情逐步得到控制的背景下，表现料将较好。在高质量稳定发展的预期下，我们通过 5.0%、5.5% 作为 2019-2022 年四年平均增速来计算，可预估 2022 年全年 GDP 增速约为 3.8%-5.4%。但在今年《政府工作报告》中，经济增长目标定为 5.5%，高于市场预期以及我们所估计的增速，体现了政府稳增长的决心，但同时也说明达到目标有一定的难度，未来在政策面上仍需发力。

图 29 图 33 GDP 逐步企稳



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 30 2022 年 GDP 估算表

	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
2019年GDP占比	21.88%	24.34%	25.60%	28.16%	100.0%
2022年GDP (5.5%预计)	4.8%	4.8%	6.2%	5.5%	
权重 (乐观)	1.1%	1.2%	1.6%	1.5%	5.4%
2022年GDP (5.0%预计)	4.8%	2.8%	4.2%	3.5%	
权重 (保守)	1.1%	0.7%	1.1%	1.0%	3.8%

资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## (二) 多地疫情反复，企业生产经营承压

近期，国内多地疫情再度来袭，加之俄乌冲突加剧、政治不稳定性因素显著增加，我国制造业生产受到一定影响。国内多地出现聚集性疫情，加之国际地缘政治不稳定性因素显著增加，企业生产经营活动受到一定影响。同时，在国际大宗商品价格大幅波动的带动下，我国通胀预期也持续抬升。成本压力的提高，使得企业景气度有所下降。此外，失业率的超预期走高，使得就业市场承压。

服务业持续走弱，基础仍不牢固。服务业受到本轮疫情影响显著，服务业市场活跃度明显转弱，且大概率将维持一段时间。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大，业务活动明显减少，服务业经营压力加大。

总体来看，近期，以上海为代表的新一波疫情再度反复，多省多地再度遭受冲击，局部地区部分企业临时减产停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营；同时，近期国际地缘政治冲突加剧，一些企业出口订单减少或被取消，制造业生产活动和市场需求有所减弱。同时，接触性聚集性行业受疫情影响较大，短期内消费服务业料将持续低迷。随着气候转暖，建筑业施工进度或将继续加快。市场预期指数看，目前仍处于高位景气区间，

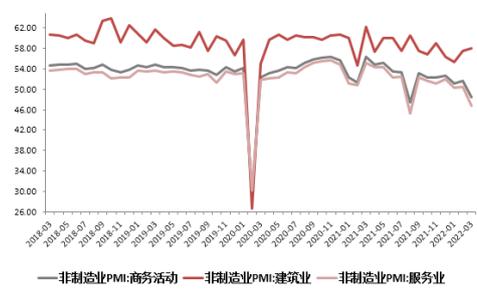
说明企业对行业发展前景仍比较乐观，持有信心。

图 35 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业受疫情冲击



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （三）固投恢复较好，基建是稳增长重要抓手

固投强势复苏，产业转型步伐较快。3 月份，全国固定资产投资 104872 亿元，同比增长 9.3%，高于预期；环比增长 0.61%。其中，基础设施投资同比增长 8.5%，制造业投资增长 15.6%，房地产开发投资增长 0.7%。总的来看，高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业表现依旧偏弱，销售面积持续下降。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

#### 1. 专项债加速落地，基建投资表现较强

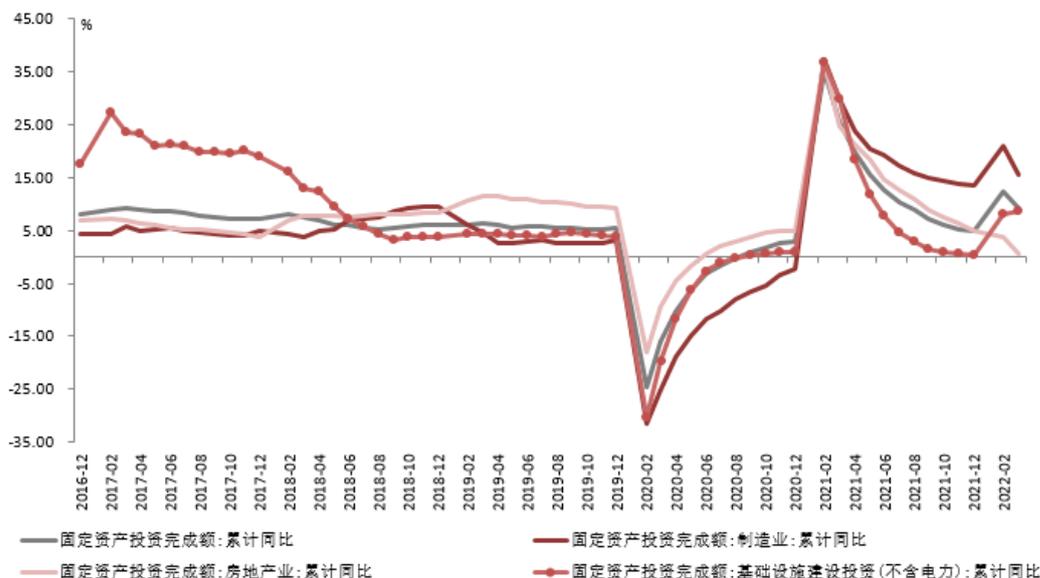
专项债发行动作快，基建投资超预期。1-3 月，基础设施投资同比增长 8.5%，较上月上升 0.4 个百分点，增速明显高于去年全年平均水平。受基建投资适度超前开展、“财政前置”使得部分专项债额度提前下达、叠加去年基数偏低综合作用，年初基建投资增速大幅上涨，而这也体现出，今年基建投资提速将是宏观政策向稳增长方向发力的核心指标。财政部副部长许宏才指出，去年提前下达的专项债额度大部分已发行完毕。截至 3 月末，各地累计发行提前批专项债约 1.25 万亿元，占提前下达额度的 86%，专项债的加速使用，有效提升基建投资。与此同时，建筑业 PMI 受近期稳增长加快推进，部分重大基础设施工程和项目适度超前开展等因素带动，依旧维持高景气，对基建形成支撑。

2021 年底，财政部提前下达了 2022 年部分新增专项债券额度 1.46 万亿元。而 4 月 18 日财政部公布，截至 3 月底今年地方政府新增专项债券发行总规模为 13173.2 亿元，其中用于基建领域的专项债资金为 4617 亿元。如果保持同样发行力度，那么 4 月份专项债将大概率全部发行完毕。而专项债的加速到位，将促进投资项目的开展进度，推动基建投资增

速。与此同时，建筑业 PMI 依旧维持高景气，对基建投资造成一定支撑，未来基建投资增速预计仍将稳中向上，但快速回升的可能性不大。

往后看，2022 年经济增长压力加剧，能源转型进程加速，奠定了基建这一传统抓手的重要地位，2022 年料将成为新基建的发展大年。但从整体来说，基建增速依旧较低。随着专项债资金使用效率逐渐提高，基建投资将回归常态化的中枢水平，基建峰值虽已过，但增量依旧可观。在“三重压力”背景下，2022 年稳增长压力增大，而基建投资是传统抓手。未来一段时间内，稳投资始终是重点方向，随着重大项目加速落地，基建投资增速或继续回升。

图 37 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 2. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资

制造业投资较强，上行趋势不改。出口连续处于景气区间，外需强劲刺激制造业持续上行，制造业投资是稳投资的主要动力。1-3 月制造业投资同比增长 15.6%，其中高技术制造业投资增长较快，同比增长 32.7%，引领整体制造业投资大幅上行。但也要看到，年初制造业增速大幅上行，也有去年同期基数较低的原因，接下来伴随基数效应消退，制造业投资增速将有所下行。

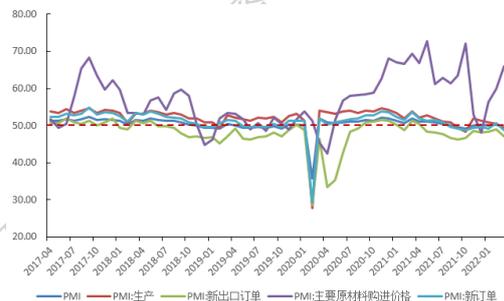
工业生产持续发展，企业效益稳步提升。3 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.0%，环比增长 0.39%，增速小幅扩大 0.05 个百分点。分三大门类看，3 月份，采矿业增

增加值同比增长 12.2%；制造业增长 4.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.6%。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 32.7%、14.5%，工业新动能优势持续发挥。从环比来看，3 月份工业增加值较上月增长 0.39%，小幅上涨，韧性较强，仍保持稳中有进的发展态势。我国 3 月份出口同比增长 14.7%，依旧较高的出口水平始终是生产端复苏的主要动力。目前来看，出口景气度依旧较高，增速虽有所弱化，但奥密克戎的广传播性叠加出口价格走高短期内仍支撑出口高景气，进而支撑我国制造业发展。此外，煤炭价格自今年以来保持高位运行，俄乌局势使得油气价格大涨，上游企业利润大增带动生产走强，促使采矿业增加值同比增长 12.2%，表现强劲。

而从利润方面看来，3 月份全国规模以上工业企业实现利润同比增速 8.5%，继续保持平稳增长态势。能源保供措施有效推进，煤炭等能源产品生产较快增长，叠加国际地缘政治冲突等因素导致大宗商品价格大幅上涨，共同带动相关行业利润快速增加；高新制造业表现较好，利润同比较 1-2 月份有所改善。同时，随着减税降费、助企纾困政策持续显效发力，一季度工业企业每百元营业收入中的费用同比减少 0.54 元。总体来看，一季度多措并举，工业企业利润保持平稳增长。但也要看到，外部输入性通胀压力加大，新冠肺炎疫情多点散发，企业生产经营压力增大。

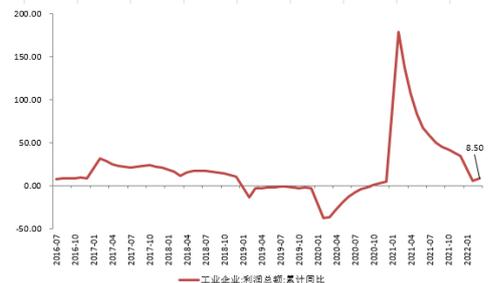
目前，我国出口在新冠影响下维持强韧性，从而支撑国内制造业恢复。但上游成本涨价压力已逐步向下传递，未来或对制造业投资造成一定不利影响，并且当前实体环境不确定性较大，制造业短期压力尚存。

图 31 制造业 PMI 回落



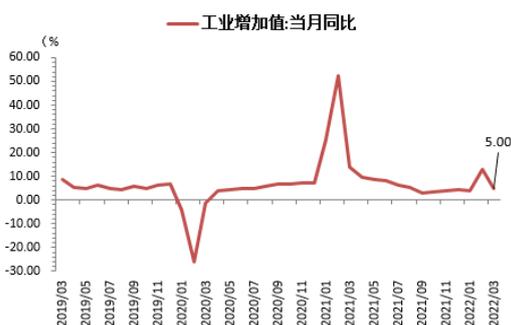
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 工业企业利润边际放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 工业生产平稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 三大门类工业增加值当月同比(%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

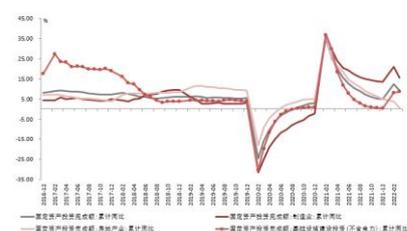
### 3. 房地产持续降温，等待政策进一步放宽

房屋销售承压，房地产增速偏弱。1-3 月我国房地产开发投资同比增长 0.7%，较上月下降 3 个百分点，楼市持续降温，销售数据不佳影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而大幅减弱。3 月份商品房销售面积同比下降 13.8%、销售额下降 22.7%，降幅较上月均进一步扩大。“房住不炒”这一基调仍未改变，未来房地产行业下行将是国内经济下行压力的主要来源之一，在这样的基础上，预计房地产投资数据接下来依旧较弱。

政策端需进一步发力，因城施策料持续实施。今年以来超过 70 城出台地产宽松政策，三四线城市为主，调控措施逐步体现出全面性，包括云南房地产调控“25 条”、兰州、丽水等城市的多措并举，“稳地产”仍需政策进一步加码。

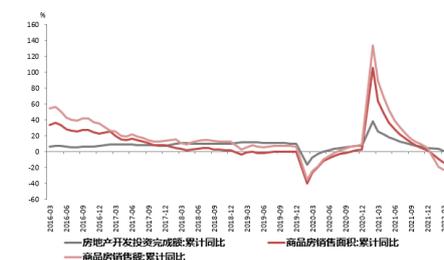
总体来看，3 月份房地产投资降幅进一步扩大，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等多个指标均维持下行趋势，令房地产市场持续承压。但是，在较宽松政策相继落地的背景下，预计接下来房地产市场风险将逐步释放，地产融资的收紧边际缓解，地产销售有望触底回升，市场预期之后可能转好，但对投资端的影响还需要一定的时间。并且在 2022 年上半年高基数以及销售同比大幅下滑的背景下，预计疫情对地产销售的影响在二季度仍难充分消退，地产投资增速大概率将继续低位运行。

图 35 房地投资持续降温



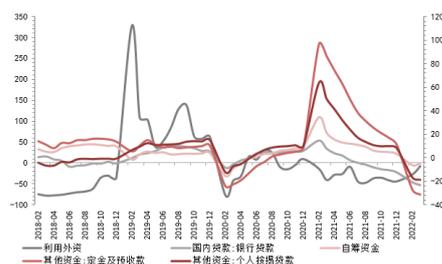
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 房地投资与销售累计同比(%)



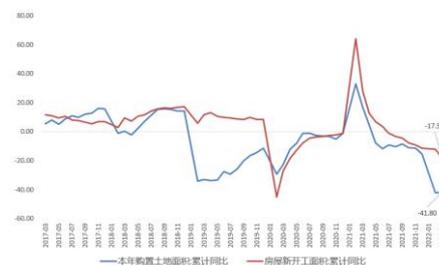
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 房地产企业开发资金来源



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 38 土地购置与新屋开工面积



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### (四) 新增确诊数再度走高, 居民消费持续承压

国内疫情再度严峻, 继续打压消费需求。3 月份, 我国社会消费品零售总额 34233 亿元, 同比下降 3.5%, 比上月减少 10.2 个百分点; 环比下降 1.93%。在疫情影响下, 接触型行业遭受压力, 其中, 餐饮业收入同比下降 16.4%, 增速较上个月大幅回落 25.3 个百分点; 限额以上单位金银珠宝类、家用电器类表现不佳; 占比约为 10% 的汽车类零售额受“缺芯”问题叠加疫情持续影响, 同比下降 7.5%。目前, 上海疫情形势依旧严峻, 或将打击居民消费, 预计销售同比将维持较弱表现。

本月社消增速下行且不及市场预期, 主要有两个方面: 一是上海、吉林等多地疫情再度反复, 且上海感染人数仍未见底, 从而导致相关行业受影响大。其中, 餐饮业这类的接触型行业受影响最大, 大面积居家隔离使得服务业、娱乐、旅游行业受挫明显。同时, 如黄金珠宝类较依赖线下渠道销售的行业, 也受疫情影响较大。二是居民需求较为疲弱。纺织服装类、化妆品类零售额分别下滑 12.7%、6.3%, 较上月分别下降 17.5、13.3 个百分点, 受需求下降影响颇为明显。

一季度人均可支配收入和支出双双下滑。居民收入增速 5.4%, 比 2021 年下滑 2.8 个百分点; 居民支出增速 5.7%, 下滑 6.5 个百分点。受到居民收入水平和新冠疫情的影响, 社消总额仅有 3.3% 的增速。目前新冠封控政策更加严厉, 严格的疫情管控措施虽然托住了消费下限、但也限制了消费上限。目前, 吉林、上海疫情形势严峻, 并且逐步波及全国。而中国实行严格的“清零”政策, 虽能使消费下限得以保证, 但与此同时, 疫情散发导致多地封锁和隔离, 打击消费意愿, 尤其是在餐饮、娱乐、旅游等接触性行业的支出, 使得服务消费难以实现真正复苏。

展望未来, 伴随此轮上海爆发的疫情有望得到控制, 并且促消费力度逐步加大, 预计将对消费下滑将起到一定缓解作用。需要注意, 输入型通胀促使企业经营成本压力向中下游传递, 待下游商品跟进涨价时, 将对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 39 社零总额及同比增速 (%)



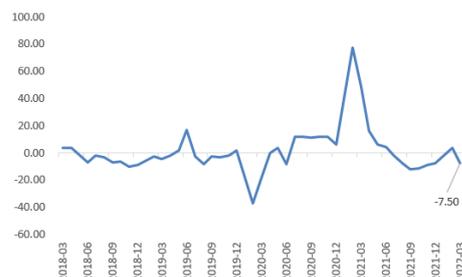
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 实物零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （五）疫情爆发支撑出口，价格因素占主导

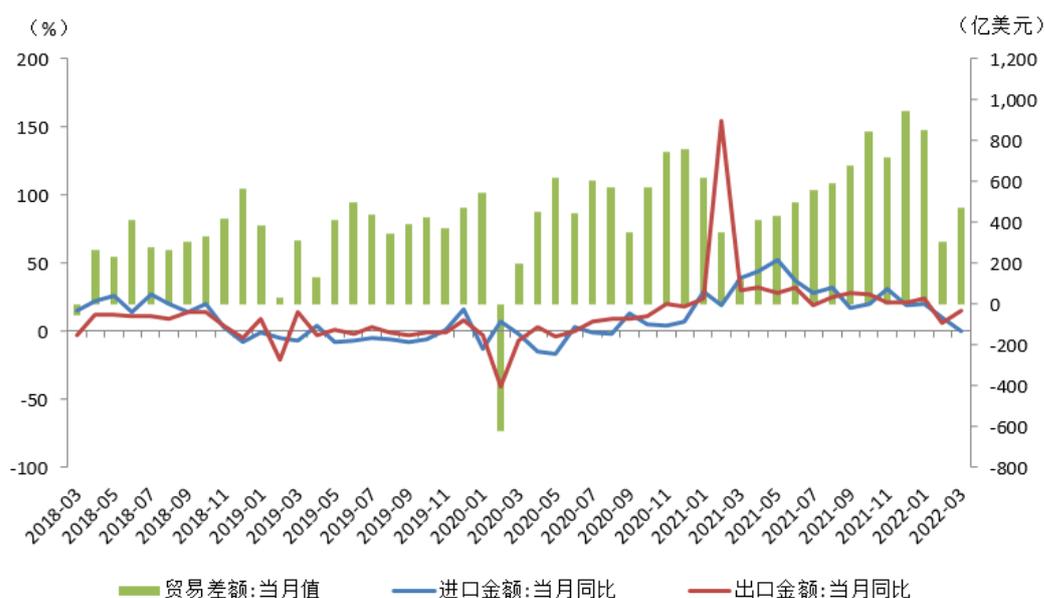
疫情扩散支撑我国外贸，短期出口仍显韧性。1-3 月份，我国进出口额为 14789 亿美元，同比增长 13.0%。其中，出口 8209.2 亿美元，同比增长 15.8%；进口 6579.8 亿美元，同比增长 9.6%，进一步回落。今年以来，我国面临着疫情散发、俄乌冲突、中美政策方向背离等多种因素影响，外贸压力增大，出口环比连续 3 个月为负值。但是国内严格的防疫措施以及制造业复苏较早仍旧支撑外贸增长。

目前来看，出口景气度依旧较高，增速虽有所弱化，但奥密克戎的广传播性叠加出口价格走高短期内仍支撑出口增速，我们认为主要有以下两点原因：一是出口产品生产成本的上涨带动出口商品价格上行，从而推高了出口额，支撑我国出口强劲增长。今年开年以来，俄乌冲突持续进行，导致大宗商品价格高涨，原油供给紧张，不断推高通膨水平，多数主要出口商品价格增速仍大幅高于数量增速，价格因素支撑出口强韧性。二是在疫情持续影响下，替代效应仍然作用。3 月我国防疫相关产品出口增速回升至 20% 以上，为 21 年 2 月以来新高，较 1-2 月上升了 9 个百分点，主要体现在纺织纱线的大幅回升，但需要注意的是，目前中美疫情阶段倒挂，美国疫情处在消退期，国内疫情处在上升期。若趋势不改，则替代效应将逐步减弱，后续对出口的支撑大概率将降低。

总体来看，在多种不确定性因素影响下，稳外贸压力较大，未来几个月出口价格或边际下行。疫情压力尚在，叠加俄乌谈判至今未取得实质性进展，导致大宗商品持续维持在给紧张，不断抬升通胀预期，价格因素支撑整体出口上行，这一趋势或将维持一段时间，短期内价格因素是我国出口的主要动能。

而在进口方面，大宗商品总体呈现“量减价升”的状态。3月除铁矿砂外，主要进口品价格增速远高于数量增速，主要产品进口数量增速均落入了负区间。在地缘政治风险的影响下，多数产品价格大幅上行，尤其是能源和农产品价格。受国际大宗商品价格上涨的影响，对进口造成一定的压力，但由于稳增长压力较大，需通过基建这一传统抓手发力以支撑经济，我国对原材料类商品进口有望边际扩张。考虑到国内疫情仍在持续，对经济的干扰持续存在，3月进口PMI指数已经下降至近半年以来低点，短期进口将面临较大的压力。

图 43 出口保持韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （六）俄乌冲突抬升能源价格，扣掉猪以外总体通胀

### 1. CPI：除猪肉外多数食品需求均有所升温

从食品项看，3月食品价格同比下降1.5%，降幅比上月收窄2.4个百分点，影响CPI下降约0.28个百分点；环比由上涨1.4%转为下降1.2%，影响CPI下降约0.22个百分点。

节后需求回落，供需错位价格下行。3月份猪肉价格同比下降41.4%，降幅比上月缩窄1.1个百分点；环比价格继续回落9.3%。从供给端看，生猪出栏速度的持续加快导致猪肉

供应依旧较为充足。从需求端看，目前猪肉已进入需求淡季，消费需求持续回落，需求始终不及产出。目前来看，全国猪肉价格近期连续走低，3月下旬批发价格已经跌破20元/公斤，3月全国猪肉平均批发价在18元/公斤上下浮动，比上个月下降近6个百分点。在供需错位的背景下，猪肉价格或将继续位于下行区间。

食品中除猪肉外，其余食品价格表现分化，畜肉业价格均有不同程度下跌，而豆类相关食品价格有所上涨。鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉价格降幅在1.0%—2.3%之间；而受国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及国内疫情影响囤货需求，面粉、食用植物油、鲜菜和鸡蛋价格分别上涨1.7%、0.6%、0.4%和0.3%。接下来，由于我国是粮食供给大国，国内粮价持续受输入型通胀影响的可能性不大，叠加季节性影响食品需求，环比价格或有所下行。需注意疫情反复。

从非食品项看，3月非食品价格同比上涨2.2%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约1.77个百分点；环比由上涨0.4%缩小为0.3%。其中，工业消费品价格由持平转为上涨1.1%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，汽油、柴油和液化石油气价格受国际原油价格拉升影响分别上涨7.2%、7.8%和6.9%；此外，服务价格由上月持平转为下降0.2%。其中，节后需求回落叠加疫情影响，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降10.0%、7.6%、3.5%和2.6%。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心CPI同比增速1.1%，与上月相同，反映总体通胀水平继续保持温和稳定。

总体来看，接下来我国居民消费价格或将面临一定上涨压力。受俄乌局势升级影响，玉米、大豆、原油、贵金属等多种商品价格仍在上调，从而影响相关行业上下游，例如玉米、大豆价格推动饲料、食用植物油等产品价格上涨、原油价格推动居民通勤成本以及交通运输成本等

## 2. PPI：政治因素带动大宗商品价格高涨

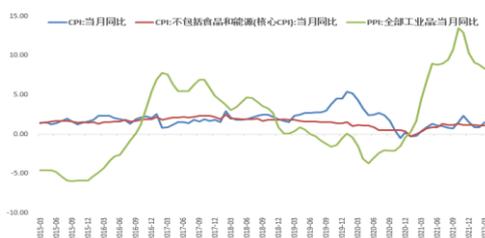
受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，工业品价格环比涨幅继续上升；但受去年同期基数走高影响，同比涨幅小幅回落。3月PPI同比上涨8.3%，涨幅比上月缩窄0.5个百分点；环比上涨0.5%，涨幅较上月上升0.5个百分点。其中，生产资料价格环比上涨1.4%，进一步扩大0.7%；生活资料价格由上涨0.2%，小幅上涨0.1%。地缘政治原因影响大宗商品价格上涨，进而推动3月PPI环比持续高涨。并且从生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价压力在向中下游企业传导，且趋势仍在延续。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长10.7%和0.9%，剪刀差进一步缩窄0.7个百分点，中下游企业经营压力继续加大。此外，上海疫情态势严重，累计确诊数

已破万，全国消费持续受疫情影响，表现不佳，从而使得与中下游消费相挂钩的生活资料价格表现较为疲弱。

主要行业中，国际原油、有色金属价格冲高带动国内相关行业价格。石油和天然气开采业价格上涨 14.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 7.9%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.7%。本月国际原油走高，仍然是受地缘政治等因素导致。近期俄乌冲突再度升级，俄乌之间多轮谈判均未取得显著突破，叠加欧美制裁措施不断加码，

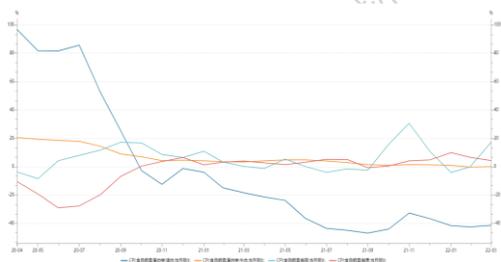
接下来，地缘政治因素不确定性依旧较大，俄乌形势十分严峻，大宗商品价格或继续走高。若俄乌两国冲突得不到解决，并且欧美针对俄罗斯的打击措施延续，那么由于俄罗斯是原有生产大国，全球原油供给可能会维持紧张台式，从而将油价维持在较高区间，未来两个月 PPI 涨幅大概率将会扩大。需要注意的是，中小企业经营压力增加趋势仍在延续。

图 44 通胀压力总体温和



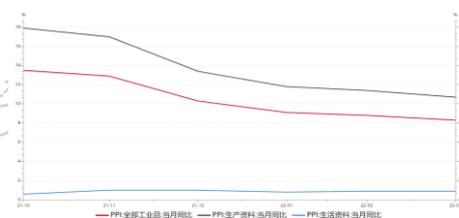
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 除猪肉以外食品价格总体平稳



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 上游成本压力持续向中下游传导



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 47 原油价格高位波动



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

### （一）财政政策：财政前置效力逐步显现

一季度继续发力，财政前置效果显现。1-3月当月公共财政支出增长8.3%，较上月上涨1.3个百分点。从支出进度来看，1-3月的支出进度为23.8%，较去年提高0.3个百分点，财政支出节奏较快，符合前置特征，后续财政支出大概率将继续发力。而从支出结构上看，基建类支出增幅较大，也反映出基建这一传统抓手仍是重中之重。总的来说，年初财政发力较为明显。

PPI高企支撑，税收保持较快增长。一季度，全国一般公共预算收入同比增长8.6%。其中，税收收入同比增长7.7%。从税收结构来看，国内增值税增长3.6%，主要是工业增加值增长、工业生产者出厂价格上涨带动，同时制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低增幅。企业所得税增长9.8%，主要是工业经济稳定恢复、工业企业利润增长带动，工业企业所得税增长20.4%，同时房地产、建筑业企业所得税同比下降。进口环节税收增长21.6%，主要受国际大宗商品价格上涨和一般贸易进口持续较快增长带动。

作为稳增长稳投资的重要工具，专项债券坚持政策发力适当靠前。截至3月末，已发行1.25万亿元，占提前下达额度的86%，比去年增加了1.23万亿元，其中内蒙古、辽宁等11个省份已全部完成提前下达额度发行工作。

4月14日，财政部部长指出，要把“稳”放在宏观调控突出位置，加大财政支出强度和逆周期政策力度，坚决托住宏观经济的底，全力保障经济运行在合理区间。要加快财政资金支出、专项债券发行使用、中央基建投资预算下达，尽快细化落实退税减税政策方案，确保有利于激活力增动力的政策早出台早落地早见效。今年继续实施更大规模组合式减税降费，预计全年退税减税约2.5万亿元；继续将与县区财政运行密切相关的转移支付纳入直达资金范围，直达资金总量增加到4万亿元以上。

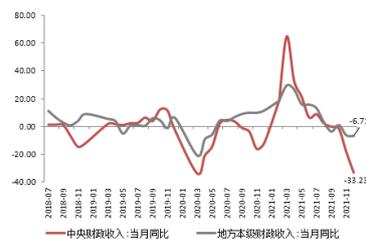
一季度财政数据表现较好，但基础尚不牢固，下行压力依旧较大。因此，宏观政策重点仍以“稳增长”为主。在此基础上，未来基建投资或将继续发力。公共财政支出中基建类支出大幅回升，在“稳基建，促投资”的目标下，交通运输支出1802亿元，同比增长14.0%，较去年大幅回升了21.1个百分点，这一趋势或将持续。同时通过3月18日财政部公布数据可以看到，截至2月底今年地方政府新增专项债券发行规模8775亿元，占2022年新增专项债限额的一半以上，而专项债的力将进一步发支撑基建。

图 48 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## (二) 货币政策: 加大力度, 稳字当头

政府融资再发力, 基建是重要抓手。中国 3 月新增社融 4.65 万亿, 创下当月历史第二高值, 仅次于 2020 年。增量的支撑主要来自于政府融资。3 月新增政府债融资环比增加 4,330 亿至 7,052 亿元, 创年内新高, 并在去年同期的高基数上进一步增加 3,921 亿。预计未来两个季度政府债发行将维持高位, 进而落实国常会专项债“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕, 今年下达的额度 9 月底前发行完毕”的要求。

居民信贷较弱, 地产政策急需放宽。其中, 3 月新增居民中长贷 3735 亿元, 同比下降 40.1%, 降幅虽有所收窄但总体表现仍旧较弱, 显示市场对地产行业缺乏信心。房地产政策虽然边际有所放松, 但地产信贷扩张不明显, 有待进一步发力和政策端支持。当前仍处经济下行周期, 我国主要以地产投资和基建投资作为抓手, 但在房地产市场景气度较低, 居民商品房购房需求仍弱的背景下, 房企融资需求或也相对疲弱, 基建投资发力或较明显, 从而带动企业信贷的持续回暖。

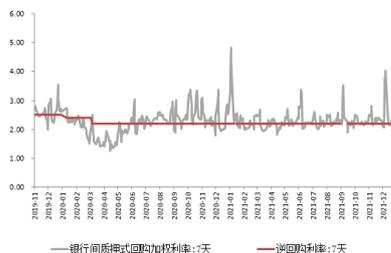
居民存款意愿弱, 经济下行压力大。3 月 M2 同比增速环比增加 0.5%至 9.7%, 主要受财政支出加速、信贷总量扩张以及居民储蓄意愿提升推动; M1 同比增速保持 4.7%不变, 或与疫情冲击及与房地产销售低迷相关。

4 月 29 日, 政治局会议要求, 要加大宏观政策调节力度, 扎实稳住经济, 努力实现全年经济社会发展预期目标, 保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策, 实施好退税减税降费等政策, 用好各类货币政策工具。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。此前, 央行年内首次降准今日落地, 本次降准为全面降准 0.25 个百分点, 释放长期资金约 5300 亿元, 预计接下来我国货币政策在稳增长过程中还将延续边际宽松、适时加力的基本取向。

总的来看, 3 月金融数据加速回暖, 但结构有待改善。近期国内疫情对经济的抑制明显加大, 使得二季度经济下行压力依旧较大, 稳经济、稳增长是当务之急, 政府料逐步加大

稳增长力度。而“宽信用”仍然处于初期阶段，表现为信用总量的扩张主要源自政策的托举，而非需求及预期的改善。因此，接下来“宽信用”稳增长依然是主基调。

图 50 市场利率多次低于政策利率 (%)



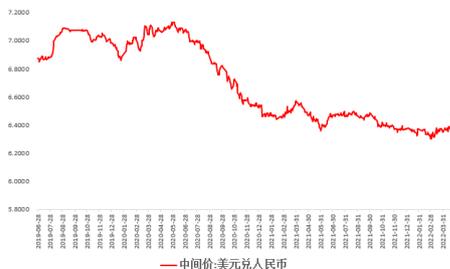
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 存款准备金率 (%)



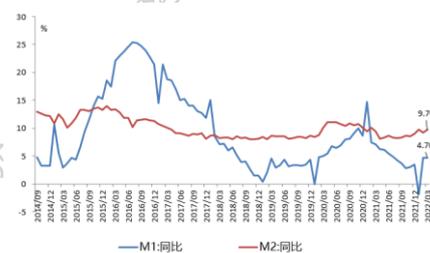
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 52 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 53 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。