



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

全球滞涨风险加剧 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：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

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

全球经济滞涨风险加剧，不确定性因素仍存。受俄乌局势的持续影响，全球经济正面临下行压力。在原材料价格上涨、供应短缺及需求疲软等因素的影响下，美欧 5 月制造业、服务业 PMI 指数均双双回落，显示经济增速正在放缓。而另一方面，俄乌冲突持续导致世界各国面临不同程度的生活成本上升及粮食、能源危机。美欧通胀水平仍维持在较高水平，给制造业产出及消费需求带来下行压力，全球经济陷入滞涨的风险正在增加。货币政策方面，为了抑制通胀上行压力，美联储在内的全球主要央行陆续收紧货币政策，一贯鸽派的欧洲央行也暗示可能将在年内加息。而随着全球金融环境趋紧，新兴市场经济体的债务风险日益加剧。

疫情扩散冲击经济，后续或将企稳回升。受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情冲击明显的超预期影响，4 月我国经济下行压力较大。4 月份，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。但随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加近期出台的一系列打通物流和产业上下游衔接堵点政策成效有所显现，我国经济有所好转。宏观政策方面，要加大宏观政策调节，加快落实已经确定的政策，抓紧谋划、适时实施增量政策，控住疫情，稳住经济。5 月 30 日召开的全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议明确，进一步加大增值税留抵退税政策力度，加快财政支出进度，加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围；全力以赴稳住市场主体，支持中小微企业纾困解难健康发展。可以看出，财政政策在稳增长方面的将持续显效，经济运行有望逐步企稳回升，“稳增长、稳就业”仍是关键。

正文目录

一、全球经济形势概览	4
二、海外经济与重大事件	7
(一) 美国：经济增速显著放缓，美联储激进加息担忧缓解	7
(二) 英国：高通胀拖累商业活动，英国经济面临滞涨风险	9
(三) 欧元区：通胀飙升抑制消费增长，欧洲央行或于 7 月加息	10
(四) 日本：经济增速小幅回升，货币宽松政策不变	12
三、国内经济回顾与展望	15
(一) 疫情形势逐渐好转，静待政策效果显现	15
(二) 基建支撑整体固投，有序复工带动制造业回暖	16
1. 专项债加速落地，基建投资表现较强	16
2. 制造业依旧较强，复工复产有序推进	17
3. 因城施策持续实施，地产投资有望企稳	18
(三) 各地出台促消费政策，居民消费有望改善	19
(四) 外贸呈“量减价升”特点，	21
(五) 通胀水平总体可控，保供稳价持续运行	22
1. CPI：多轮收储抬升猪价	22
2. PPI：保供稳价逐步显效	23
四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	25
(一) 财政政策：“稳就业”为导向，“稳增长”为目标	25
(二) 货币政策：维持结构性宽松，再度放宽的空间有限	26
免责声明	28

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供会员使用，不构成任何投资建议。

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 PMI 及其细分项	5
图 3 摩根大通全球服务业 PMI 及其细分项	5
图 4 全球主要经济体 PMI	6
图 5 美国 GDP 同比、环比增速	7
图 6 美国 Markit 制造、服务业 PMI	7
图 7 美国通胀环比增速回落	8
图 8 美国零售销售环比增速小幅回升	8
图 9 美国非农就业人口及失业率	8
图 10 周初请失业金人数维持低位	8
图 11 美元指数高位回落	9
图 12 美国 2、5、10 年期国债收益率	9
图 13 英国 GDP 同比增速	9
图 14 英国 Markit 制造业、服务业 PMI	9
图 15 英国零售销售环比小幅回升	10
图 16 英国消费者信心指数大幅回落	10
图 17 英国失业率持续回落	10
图 18 英国 CPI 维持高位	10
图 19 欧元区 GDP 同比增速	11
图 20 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI	11
图 21 欧元区失业率	12
图 22 欧元区零售销售	12
图 23 欧元区消费、投资者信心指数	12
图 24 欧元区 CPI 飙升	12
图 25 日本 Markit 制造业、服务业 PMI	13
图 26 日本进出口同比增速下滑	13
图 27 日本家庭支出同比增速	14
图 28 日本零售销售增速回升	14
图 29 日本失业率	14
图 30 日本通胀持续上涨	14
图 31 制造业 PMI 回暖	18
图 32 工业企业利润持续走低	18
图 33 工业生产平稳回升	18
图 34 三大门类工业增加值当月同比 (%)	18
图 35 房地投资持续降温	19
图 36 房地投资与销售累计同比 (%)	19
图 37 房地产企业开发资金来源	19
图 38 土地购置与新屋开工面积	19
图 39 社零总额及同比增速 (%)	20
图 40 汽车类商品增速 (%)	20
图 41 实物零售增速上升	21
图 42 社会消费品零售分类增速 (%)	21
图 43 进出口持续回落	22
图 44 通胀压力总体温和	24

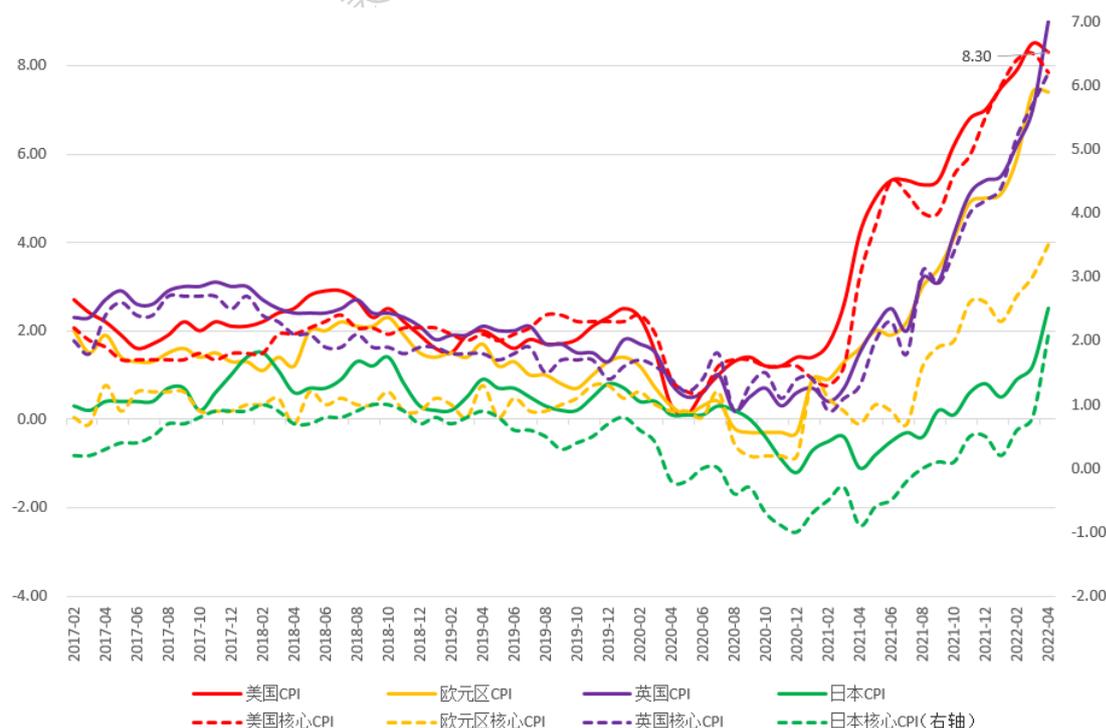
图 45 上游成本压力持续向中下游传导	24
图 46 食品价格多数上行	24
图 47 原油价格高位波动	24
图 48 公共财政收入同比增速 (%)	26
图 49 地方财政收入同比增速 (%)	26
图 50 市场利率多次低于政策利率 (%)	27
图 51 存款准备金率 (%)	27
图 52 人民币兑美元中间价	27
图 53 货币供应量同比增幅	27

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、全球经济形势概览

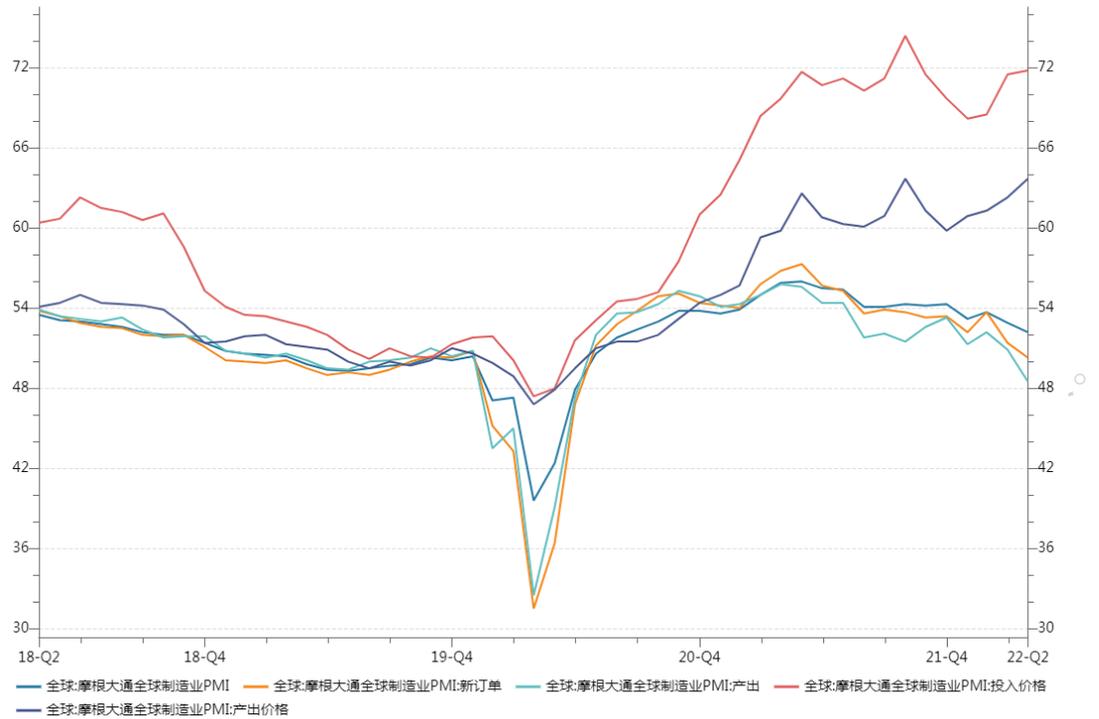
通胀飙升冲击供需两端，全球经济下行压力增大。持续数月的俄乌冲突仍在持续影响着全球制造业及粮食供应链，原材料价格上涨及供应短缺等因素加剧了全球通胀压力。英国、欧元区及日本等发达经济体 CPI 在 4 月份继续上涨，美国通胀小幅回落但仍维持在高位。考虑到整体金融环境收紧及需求放缓，全球通胀环比增长压力有望减小，且在去年高基数的影响下，同比增速也有望触顶。但较为依赖俄乌能源的欧洲仍面临较大的通胀压力，金融环境收紧及粮食危机也使一些新兴经济体面临较大的通胀压力。货币政策方面，受通胀大幅飙升影响，美联储为首的全球主要央行陆续采取加息措施，一贯维持鸽派基调的欧洲央行在 5 月份也释放出鹰派信号，欧洲央行行长拉加德暗示将在 7 月加息，并可能在三季度末退出负利率。经济方面，受高通胀及需求放缓等因素影响，美欧等国 5 月制造业、服务业 PMI 双双下滑，显示经济增速在 5 月份进一步放缓。俄乌冲突持续导致的能源价格上涨、供应链及劳动力短缺等问题仍然存在，给全球制造业活动带来压力。从 4 月的全球摩根大通制造业 PMI 数据可以看到，制造业新订单及产出均呈现下行趋势，其中产出指数陷入萎缩区间。另一方面，摩根大通全球服务业 PMI 指数也有所回落，在新冠疫情持续反复、美欧多国爆发猴痘及需求减弱的影响下，全球服务业商业活动短期内仍将承压。而制造业、服务业的投入及产出价格指数仍呈上行趋势，显示通胀压力仍存。

图 1 全球通胀持续上升



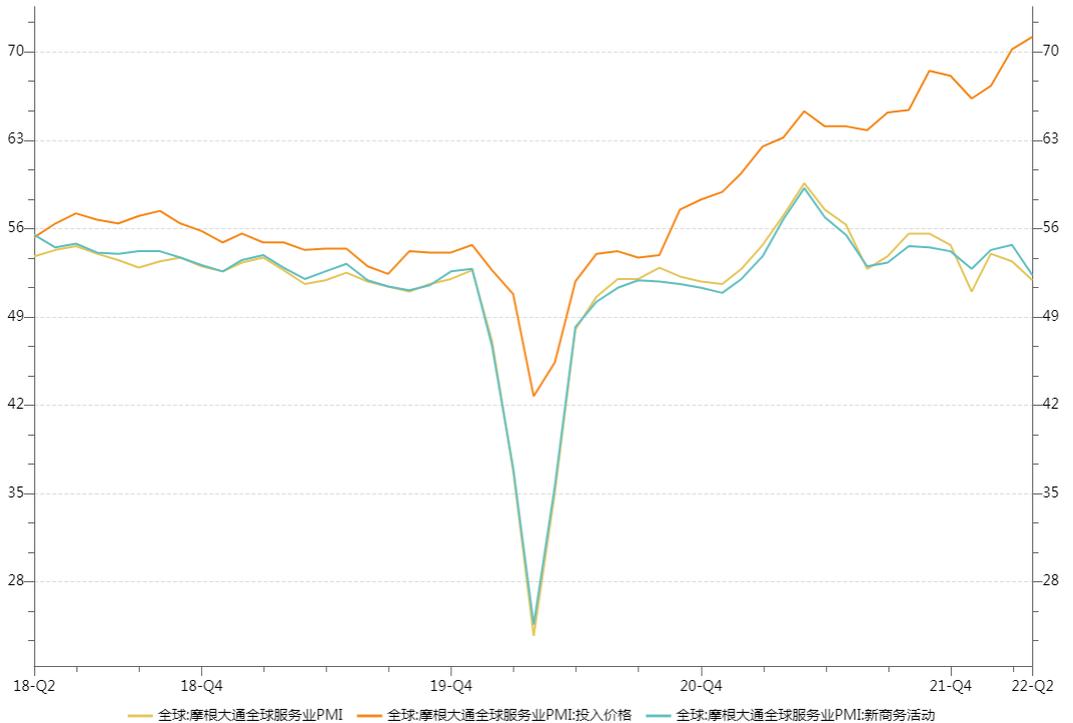
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 2 摩根大通全球制造业 PMI 及其细分项



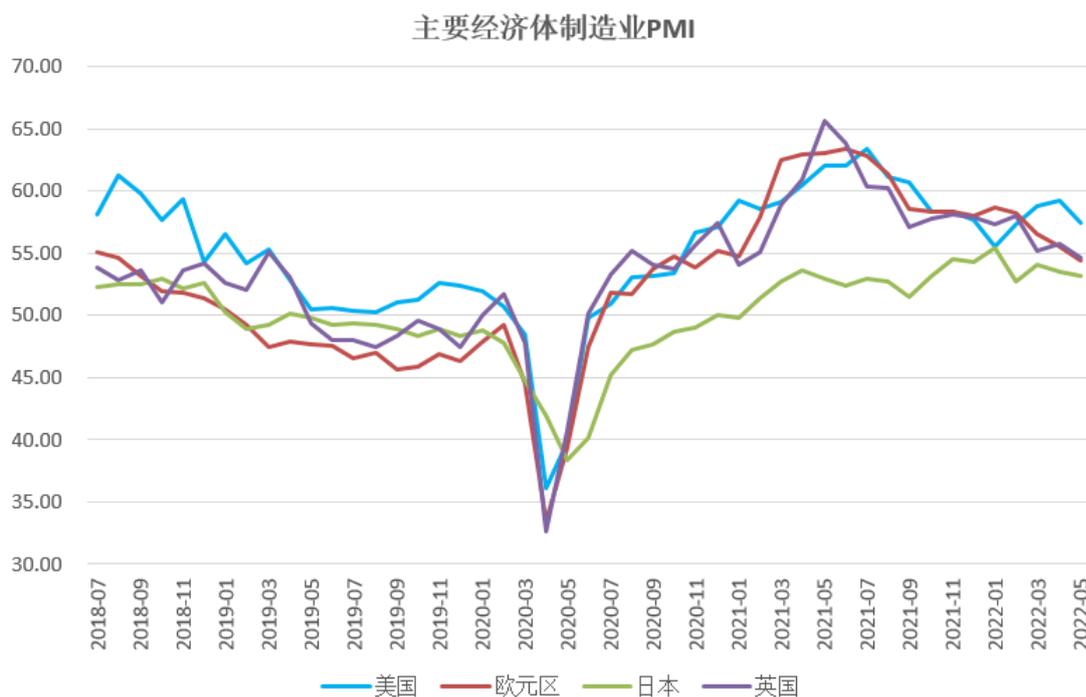
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 3 摩根大通全球服务业 PMI 及其细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 4 全球主要经济体 PMI



资料来源：wind，瑞达期货研究院

整体来看，俄乌冲突的长期化使全球通胀水平将在更长一段时间内维持在高位，并对制造业产出及消费需求产生抑制作用，从而拖累全球经济增长。另外，全球金融环境收紧、地缘政治紧张局势及经济增长放缓等因素也使新兴市场和发展中国家的债务状况日益严峻，给全球经济增长带来风险。5月23日，世界经济论坛（WEF）在最新发布的《首席经济学家展望》中表示，预计2022年全球经济活动将衰弱、通胀率将升高。此外，俄乌冲突正加剧全球饥荒和生活成本危机，全球正陷入近几十年来最严重的粮食危机。发展中经济体还面临着债务危机风险与确保粮食和能源安全之间的取舍。国际金融协会（IIF）5月25日发布的最新预测将2022年全球经济增长预期从4.6%大幅下调至2.3%，原因包括俄乌冲突、疫情和美联储收紧货币政策等因素的影响。

二、海外经济与重大事件

（一）美国：经济增速显著放缓，美联储激进加息担忧缓解

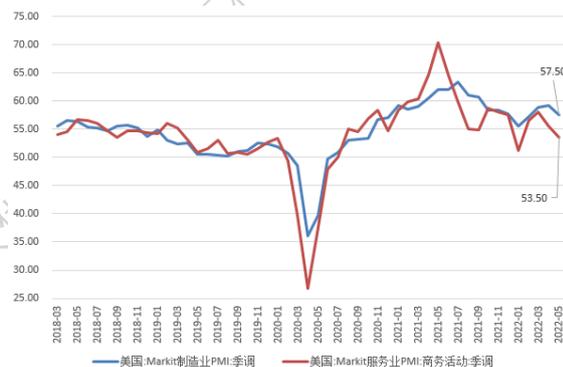
美国 5 月制造业、服务业 PMI 双双下滑，经济增速显著放缓。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 57.5，较前值回落 1.7 个百分点，符合市场预期。5 月纽约、费城及里奇蒙德联储制造业指数均表现疲软，显示美国制造业正在放缓。5 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 53.5，较前值回落 2.1 个百分点，创今年 2 月以来新低，低于市场预期。综合 PMI 初值也由上月的 56 降至 53.8。整体来看，数据显示美国 5 月经济有所放缓，原材料供应紧张使制造业产能受到限制，而物价上涨降低了消费者对服务的需求。在金融环境收紧及消费需求放缓的预期下，美国二季度经济或进一步放缓。

图 5 美国 GDP 同比、环比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 6 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国 4 月通胀维持高位运行，消费支出小幅回升。美国 4 月 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月回落 0.2 个百分点，但回落幅度低于市场预期且仍处于高位。剔除食品和能源价格后的 4 月核心 CPI 同比上涨 6.2%，也高于市场预期的 6%。尽管 4 月 CPI 环比增速由 3 月的 1.2% 大幅回落至 0.3%，但俄乌冲突持续及供应链问题等因素导致大宗商品价格仍维持在相对高位，全球粮食危机风险加剧也推动部分食品价格上涨，美国通胀水平可能需要更长的时间才能回落到正常区间。而在通胀维持高位的背景下，美国 4 月零售销售环比增长 0.9%，创今年 1 月以来新高，较修正后的前值上升 0.2 个百分点。数据显示在美国消费支出仍维持韧性，但支出上涨或与物价上升有关，在金融环境收紧及通胀高企的背景下，美国三季度消费需求或继续承压。

4 月就业人口稳步增长，劳动参与率意外下滑。美国 4 月非农就业人口增加 42.8 万人，超过市场预期的 39.1 万人，为 2021 年 9 月以来最小单月增幅；4 月失业率录得 3.6%，与 3 月持平。4 月平均时薪环比增长 0.3%，较上月回落 0.1 个百分点，创 2021 年 3 月以来新

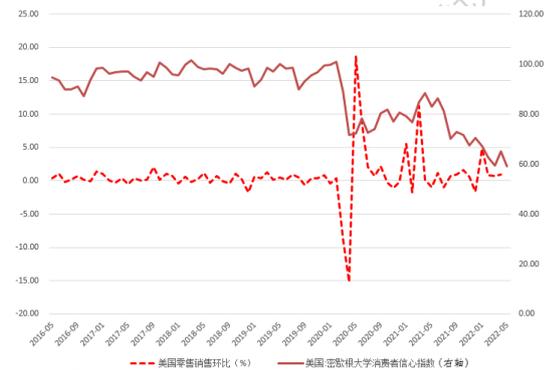
低，低于预期的 0.4%。近几个月美国劳动力短缺导致企业纷纷提高薪资以吸引就业，但薪资上升幅度仍难追赶通胀。从领先指标来看，美国 5 月 21 日当周初请失业金人数降至 21 万人，显示就业市场依然强劲。整体来看，美国 4 月就业数据喜忧参半，薪资环比增速下降或暗示通胀压力放缓，但同时也可能抑制消费支出。另外值得注意的是，美国 4 月就业参与率录得 62.2%，不及市场预期，为三个月来的最低水平，显示美国劳动力短缺问题依然严峻。

图 7 美国通胀环比增速回落



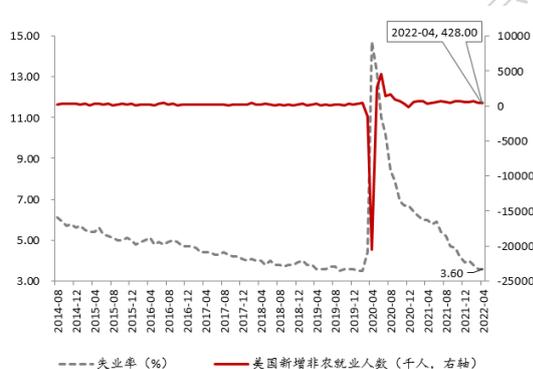
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 美国零售销售环比增速小幅回升



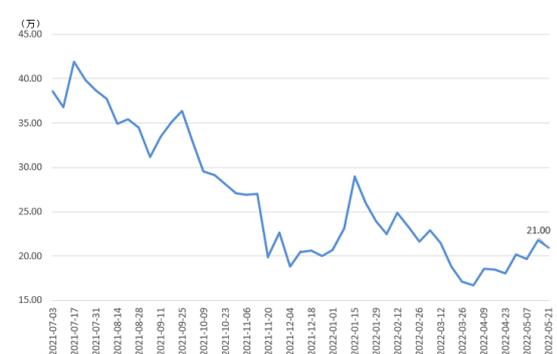
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国非农就业人口及失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

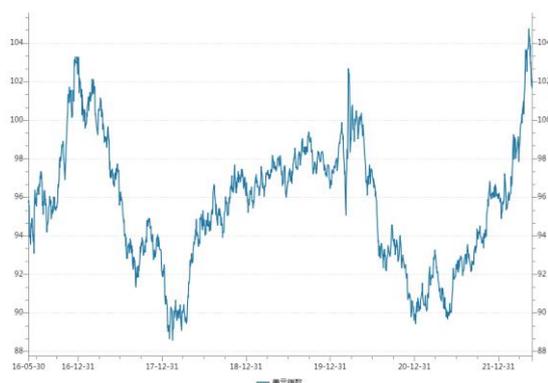
图 10 周初请失业金人数维持低位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

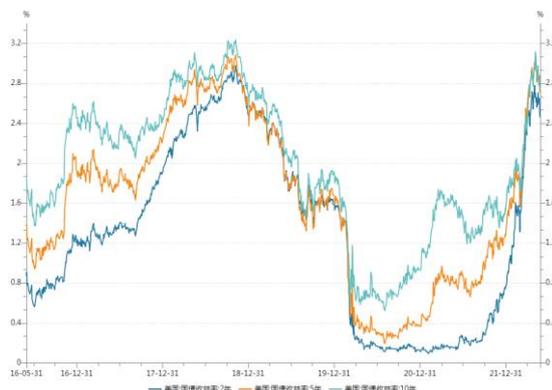
美联储 5 月如期加息 50 基点，未来几月或继续同等幅度加息。美联储 5 月利率决议如期加息 50 个基点，将联邦基金利率目标区间提升至 0.75%-1%，并将从 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元。FOMC 声明称通胀压力偏向上行，并可能给经济活动造成压力，多数官员支持在接下来的几次会议上加息 50 个基点。整体来看，本次美联储利率决议本身是鹰派的，但与市场预期相比却略显温和，因美联储主席鲍威尔暗示不会积极考虑以 75 个基点的幅度加息。

图 11 美元指数高位回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 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：高通胀拖累商业活动，英国经济面临滞涨风险

5 月经济增速显著回落，英国面临的滞涨风险加剧。从领先指标看，英国 5 月制造业 PMI 初值为 54.6，低于预期的 55 及前值的 55.8。5 月 Markit 服务业 PMI 初值大幅降至 51.8，远不及市场预期的 57 及前值 58.9。受服务业商业活动大幅放缓影响，英国 5 月综合 PMI 初值也意外跌至 51.8，大幅低于前值的 58.2。整体来看，由于通胀压力升至历史新高，英国生活成本水平飙升对经济产生明显冲击，服务业商业活动显著下滑，英国经济面临的滞涨风险加剧。

图 13 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

英国通胀水平再创新高，失业率降至近 50 年新低。受能源价格上升等因素影响，英国 4 月 CPI 同比从 3 月份的 7%再次跃升至 9.0%，创 40 年来最高纪录。4 月核心 CPI 同比从 5.7%上升至 6.2。4 月通胀飙升主要是由于英国大幅上调能源价格上限，电力和天然气价格急剧攀升，而原油等能源价格也维持上涨。另一方面，当地时间 5 月 25 日，多家英媒报称英国正面临数十年来最大规模的铁路罢工，在 4 万多名参与罢工投票的铁路工人中有 89%

赞成罢工，如罢工启动或进一步加剧英国能源危机。尽管通胀飙升至 40 年来最高，但英国 4 月份零售销售环比仍意外增长 1.4%，而 3 月份下降了 1.2%。4 月零售额增长主要受烟酒、甜品的超市销售增长所推动，但考虑到生活成本日益增长，预计未来几月英国消费支出仍面临下行压力。而由于对生活成本飙升及经济前景的担忧，英国 5 月 Gfk 消费者信心指数降至-40，连续第六个月下降，创历史最低水平。就业方面，随着疫情限制措施的放宽，英国就业市场维持强劲复苏，3 月三个月 ILO 失业率录得 3.7%，较上月下降 0.1 个百分点，创近 50 年新低。另外，4 月就业人数增加了 12.1 万，达到 2950 万人。职位空缺达到 129.5 万个，创历史新高。数据显示尽管经济增长面临诸多不利因素，但就业需求依然强劲。

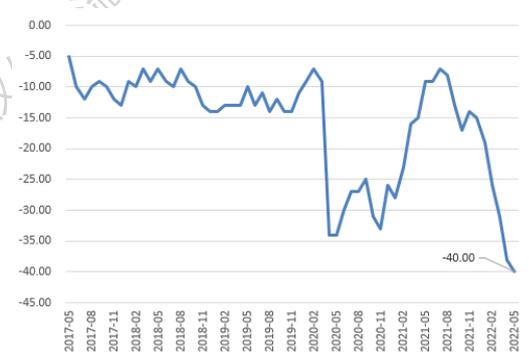
英国央行 5 月如期加息，未来或进一步收紧货币政策。为抑制高通胀，英国央行在 5 月的利率决议上将基准利率从 0.75% 上调至 1%。这是去年 12 月以来英国央行第四次加息。5 月 23 日，英国央行行长贝利表示，如果数据证明有必要加息，英国央行准备再次加息，政策制定者需要确保通胀得到控制。

图 15 英国零售销售环比小幅回升



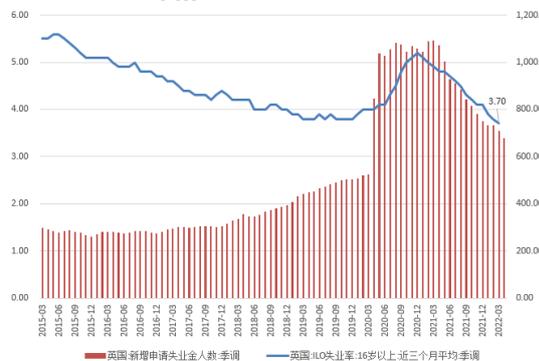
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国消费者信心指数大幅回落



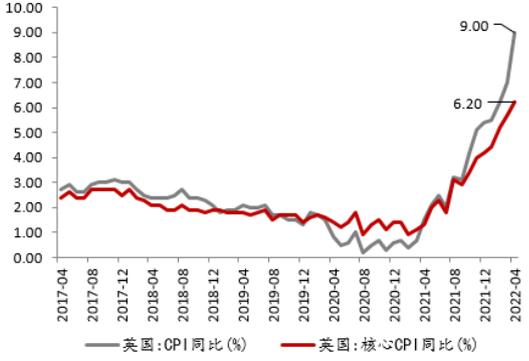
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 英国失业率持续回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 英国 CPI 维持高位



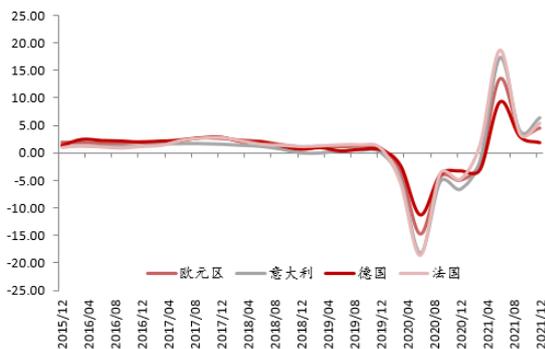
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 欧元区：通胀飙升抑制消费增长，欧洲央行或于 7 月加息

欧洲能源危机拖累经济增长，欧元区二季度经济或放缓。欧元区 5 月制造业 PMI 初值

由前值 55.5 降至 54.4, 创 18 个月来新低。5 月服务业 PMI 初值由 3 月的 57.7 降至 56.3。由于制造业及服务业双下滑, 欧元区 5 月综合 PMI 初值由 3 月的 55.8 降至 54.9。数据显示欧元区经济增速正在放缓, 俄乌冲突持续及各种制裁导致的通胀上升及原材料供应短缺使欧元区制造业遭受较大冲击。而随着疫情限制措施逐渐取消, 欧元区服务业仍维持较高景气度, 但考虑到生活成本上升以及在 5 月发现的猴痘疫情, 服务业商业活动或进一步放缓。目前欧洲仍面临能源及粮食短缺的问题依然严峻, 5 月 28 日, 法国总统马克龙和德国总理朔尔茨告诉俄罗斯总统普京, 俄罗斯需要解除对乌克兰敖德萨的封锁, 以便出口乌克兰粮食。俄罗斯方面则称, 全球粮食问题出现的根源在于西方国家的制裁, 只有取消对俄制裁才能解决粮食供应问题。整体来看, 欧元区能源及粮食危机短期内或难缓解, 经济前景仍不容乐观, 二季度经济增速或进一步放缓。

图 19 欧元区 GDP 同比增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 20 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, 3 月失业率录得 6.8%, 持平于纪录低位。消费方面, 欧元区 3 月零售销售环比录得-0.4%, 创 2021 年 12 月以来新低, 不及市场预期的-0.1%及前值 0.4%。3 月零售销售同比增长 0.8%, 远不及市场预期的 1.4%及前值 5.2%。欧元区 3 月零售销售数据暴跌显示高通胀抑制消费增长。从领先指标来看, 欧元区消费者信心指数由 4 月的-22 小幅回升至 5 月的-21.1, 但仍维持低位。5 月经济景气指数也由 4 月的-43 大幅回升至-29.5。5 月以来包括德国、法国、意大利和西班牙在内的欧盟国家宣布逾 800 亿欧元的减税措施, 或为电力、燃料及天然气提供退税资金, 在一定程度上减轻消费者的生活成本压力。

欧元区通胀持续上涨, 欧洲央行被迫转鹰。受燃料和食品价格飙升推动, 欧元区 4 月 CPI 终值同比增长 7.4%, 仍处于历史高位。4 月 CPI 环比上涨 2.4%, 创纪录以来新高。核心调和 CPI 同比终值上升 3.5%, 较 3 月份上升 0.5 个百分点。其中, 能源、服务业及食品价格是带动 CPI 上涨的主要因素, 疫情及俄乌冲突的导致的供应链瓶颈推高了原材料到工业成品的一系列价格, 欧洲通胀形势依然严峻。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，尽管欧洲央行 4 月的利率决议维持三大关键利率不变。但 5 月以来，越来越多的欧洲央行官员释放鹰派信号。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。目前欧洲央行的关键利率维持在-0.5%的负值区间，这意味着在未来 4 个月内欧洲央行或将至少加息 50 个基点。

图 21 欧元区失业率



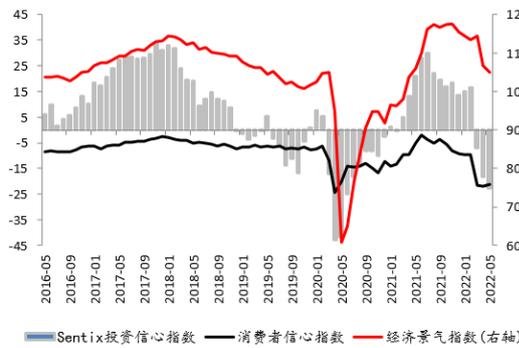
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 欧元区零售销售



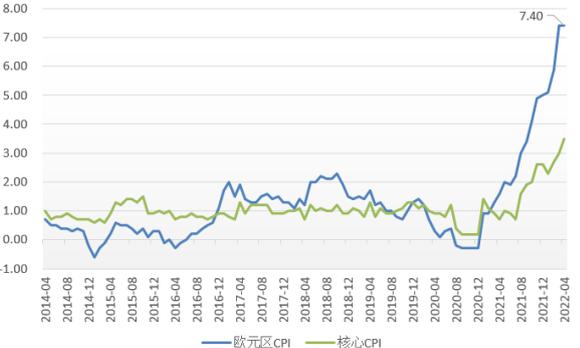
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 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 24 欧元区 CPI 飙升



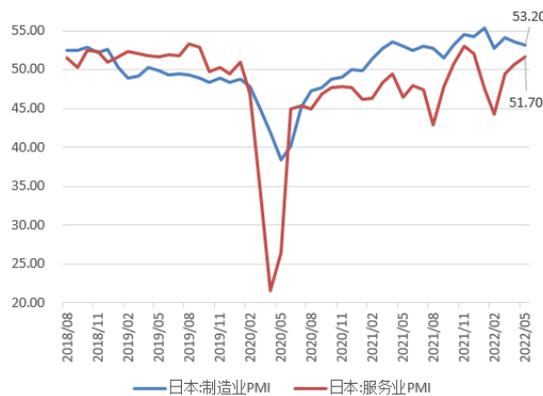
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(四) 日本：经济增速小幅回升，货币宽松政策不变

日本 5 月经济增速回暖，贸易逆差进一步加剧。日本 5 月制造业 PMI 初值由 4 月的 53.5 小幅下降至 53.2。其中，制造业产出及新订单增速均放缓至三个月低。5 月服务业 PMI 初值由 4 月的 50.7 进一步上涨至 51.7。其中，新订单指数重回扩张区间且增速为五个月来最快，但投入品价格增速也创历史新高，显示通胀压力升温。在服务业的带动下，日本 5 月综合 PMI 初值由 4 月的 51.1 进一步上涨至 51.4，显示经济增速有所加快。进出口方

面，得益于钢铁和矿物燃料的强劲需求，日本 4 月出口额同比增长 12.5%，连续 14 个月实现增长，但较 3 月份回落了 2.2 个百分点。其中，对欧洲和美国的出口引领了增长，4 月分别增长了 19.1% 和 17.6%。但对华出口由正转负至 -5.9%，主要由于 4 月份中国需求在疫情的影响下有所放缓。而在原油价格上涨及日元贬值等因素的影响下，日本 4 月进口额同比增长 28.2%，较 3 月份回落了 3 个百分点，但整体仍保持在相对高位。贸易逆差录得 8392 亿元，已连续 9 个月呈现逆差。整体来看，由于高通胀正在抑制海外需求的增长，日本未来几月的出口增速仍将面临下行压力。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，导致未来几月的贸易逆差加剧。

图 25 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 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。受物价上涨及疫情反复等因素影响，日本 3 月家庭支出同比下降 2.3%，创 6 个月来新低，但环比增速上涨 4.1%，由负转正。另外，4 月零售销售同比增长 2.9%，好于市场预期及前值 0.7%，显示消费支出有所回暖。俄乌冲突引发的能源价格上涨以及日元贬值给较为依赖进口的日本物价带来上行压力，日本 4 月 CPI 同比增长 2.5%，较前值上涨 1.3 个百分点。4 月份核心 CPI 同比上涨 2.1%，较前值上涨 1.3 个百分点，已连续第八个月上涨，主要由于能源价格上涨。其中，4 月份能源价格同比上涨了 19.1%。去除生鲜食品以外的食品价格同比涨幅达 2.6%。

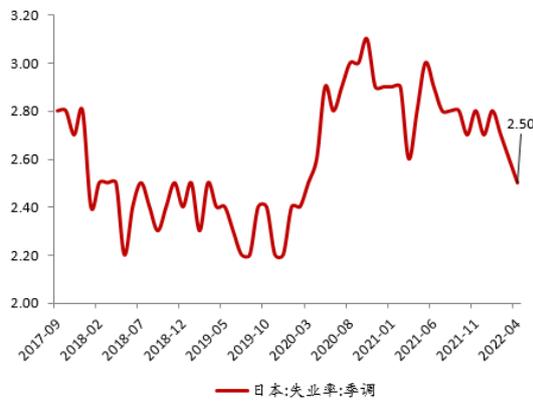
日本央行维持现行宽松政策，日元延续走弱趋势。4 月 28 日，日本央行发布利率决议，维持基准利率在 -0.10% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0.0% 附近不变，符合市场预期。将在每个工作日进行固定利率操作，将无限量购买必要数量的日本国债，使其收益率接近于零。日本央行行长黑田东彦表示，2% 的通胀率在日本不可持续，日本央行将通过持续宽松的货币政策来支持经济。

图 27 日本家庭支出同比增速



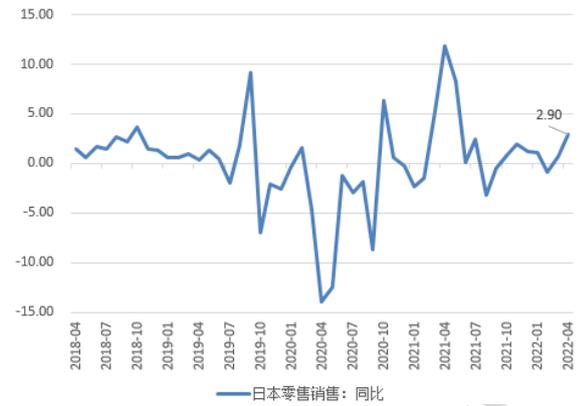
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 29 日本失业率



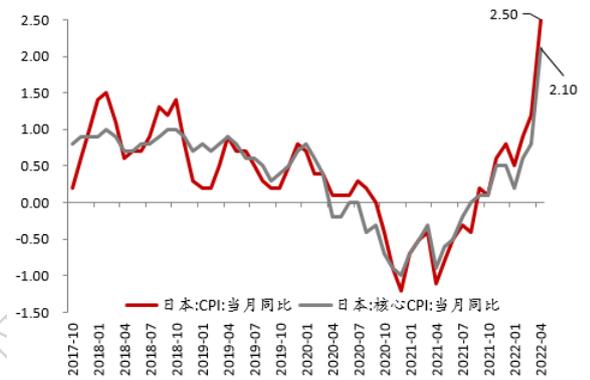
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 28 日本零售销售增速回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 30 日本通胀持续上涨



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) 疫情形势逐渐好转，静待政策效果显现

受复杂的国际环境和国内疫情冲击下，我国 4 月份经济承压下行。但随着疫情逐步好转以及各类“稳增长”“稳经济”政策显效，我国经济景气度有所改善。

随着部分地区疫情形势好转，制造业景气度明显改善。5 月份我国制造业 PMI 录得 47.8，前值 41.9；非制造业 PMI 47.8，前值 41.9。企业复工复产进度良好，产需两端有所恢复，带动制造业景气水平回升。其中，生产指数和新订单指数分别为 49.7 和 48.2，比上月回升 5.3 和 5.6 个点，表明制造业产需均有不同程度恢复，但恢复动力仍有待增强；价格指数继续回落，但仍处于相对较高水平，通胀压力总体温和；各规模企业 PMI 同步回升，经济活力有所好转。近期出台的一系列打通物流和产业上下游衔接堵点政策成效有所显现，后续将进一步推动经济复苏。但需要注意的是，4 月份失业率超预期走高，而 5 月份制造业及非制造业从业人员指数依旧处于收缩区间，“稳就业”压力较大，应作为接下来的关键目标。

5 月份全国疫情整体呈下降态势，服务业景气度有所回升。从行业情况看，多数行业市场均有好转，其中零售、铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业位于扩张区间，并且市场预期较高，表明随着疫情逐步得到有效控制，各项稳增长稳市场主体保就业等政策措施不断落实落细，服务业企业信心有所增强。

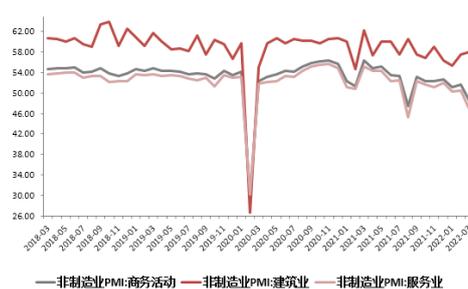
4 月份，以上海为代表的新一波疫情再度反复，多省多地再度遭受冲击。但随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加近期出台的一系列打通物流和产业上下游衔接堵点政策成效有所显现，我国经济已企稳回升。并且从价格指数上看，通胀压力总体依旧温和可控，政策目标仍是“稳增长”。随着气候转暖，建筑业施工进度或将加快，在基础设施建设持续推进的背景下，为稳增长提供有力支撑。

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

（二）基建支撑整体固投，有序复工带动制造业回暖

固投强势复苏，产业转型步伐较快。1-4 月份，全国固定资产投资 153544 亿元，同比增长 6.8%，比 1-3 月份回落 2.5 个百分点；环比下降 0.82%。其中，基础设施投资同比增长 6.5%，制造业投资增长 12.2%，房地产开发投资下降 2.7%。总的来看，高新技术制造业表现较强支撑整体制造业投资，基建投资在“财政前置”政策下持续回复，而房地产市场仍有待放宽。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

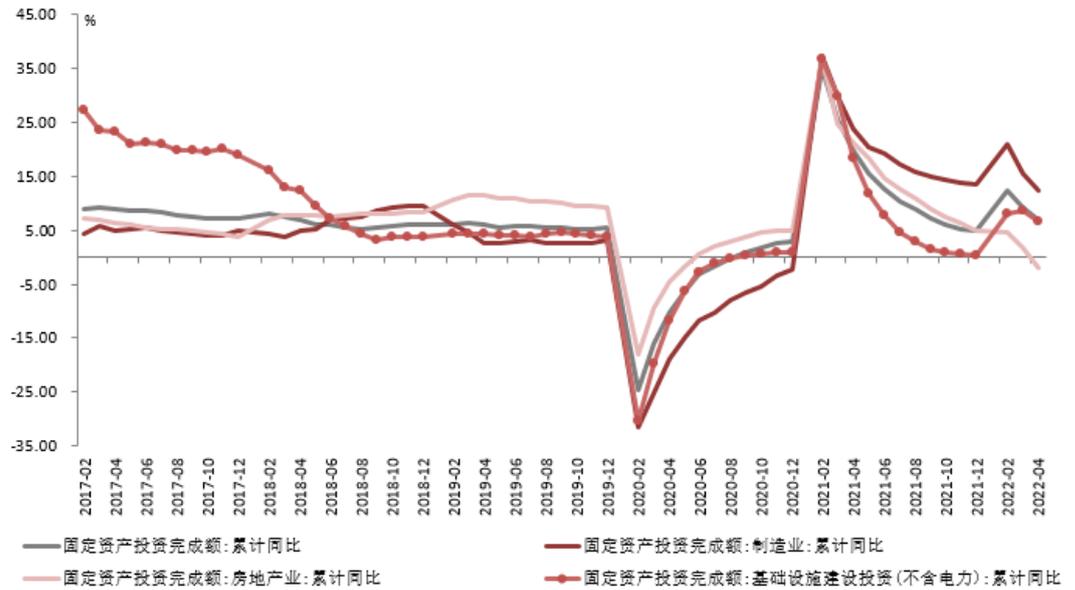
1. 专项债加速落地，基建投资表现较强

专项债发行动作快，基建投资超预期。1-4 月，基础设施投资同比增长 6.5%，较上月下降 2.0 个百分点。基建投资虽有下滑，但保持较好的增速，基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。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，今年以来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。截至 4 月 25 日，各省份累计发行专项债券约 1.3 万亿元，占提前下达额度的 89%，较去年同期增加了约 1.17 万亿元。专项债的加速使用，有效提升基建投资。与此同时，建筑业 PMI 受近期稳增长投资加快推进，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。

充足的项目储备是基建发力的前置条件。5 月份，国常会提出“优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目”，“启动新一轮农村公路建设改造”，预计后续基建项目储备将更加充足。此外，国常会强调“支持发行 3000 亿元铁路建设债券”，并要求加快专项债发行进度，预计后续基建投资的资金将更加充足。项目审批与资金到位后，关键在于落地形成实物工作量，疫情反复导致目前基建开工存在一定难度，预计后续疫情得到有效控制后，基建项目落地进度有望大幅加快。

往后看，2022 年经济增长压力加剧，奠定了基建这一传统抓手的重要地位。目前来看，基建投资推动着整体固投增速，为经济复苏提供有效支撑。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，复工复产有序推进

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。

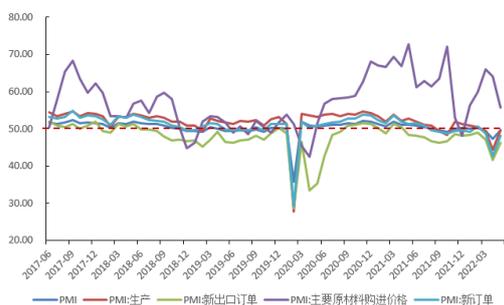
疫情冲击生产端，高新技术是关键。4月份，全国规模以上工业增加值同比减少2.9%，环比下降7.08%，由升转降。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比增长9.5%；制造业下降4.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%。其中，汽车制造业同比增速降幅较大，高达-31.8%；电力设备增速也表现不佳。目前看来，高技术制造业、装备制造业仍是主要动能，但总体工业生产有所放缓。

而从利润方面看来，4月份全国规模以上工业企业实现利润同比增速3.5%，上海、吉林多地疫情散发多发，给工业企业生产经营造成较大冲击，工业企业利润出现下降。分门类看，采矿业利润同比增长1.46倍，能源保供持续显效，煤炭等能源产品产量较快增长，大宗商品价格仍处高位，带动部分上游行业利润快速增长；制造业利润下降8.3%，降幅扩大，后续或将随着复工复产进度的加快而恢复，疫情对生产端影响有望逐步减弱；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润降幅略有收窄。总体来看，工业企业受内疫情冲击及国

际形势影响，利润承压明显，但随着全国疫情形势总体趋于稳定，复工复产有序推进，工业企业效益状况将逐步恢复。

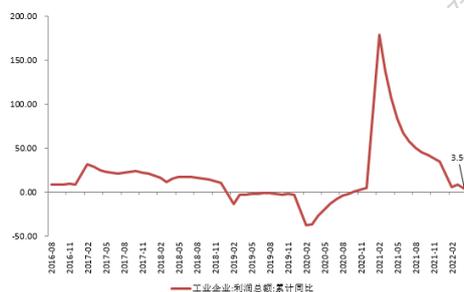
目前，我国出口在新冠影响下维持韧性，从而支撑国内制造业恢复。大宗商品价格仍处高位，成本压力已逐步向中下游传递，未来或对制造业投资造成一定不利影响，并且当前实体环境不确定性较大，制造业短期压力尚存，但从中长期看，复工复产进度持续推进，疫情影响逐步减弱，后续有望企稳回升。

图 31 制造业 PMI 回暖



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 工业企业利润持续走低



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. 因城施策持续实施，地产投资有望企稳

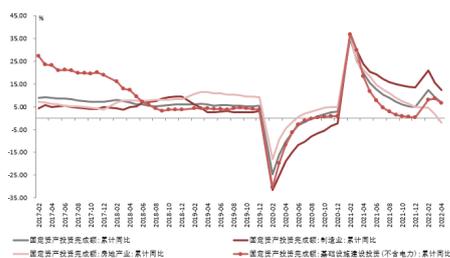
房屋销售承压，房地产增速偏弱。1-4 月我国房地产开发投资同比增长 0.7%，较上月下降 3 个百分点，楼市持续降温，销售数据不佳影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而大幅减弱。3 月份商品房销售面积同比下降 13.8%、销售额下降 22.7%，降幅较上月均进一步扩大。“房住不炒”这一基调仍未改变，未来房地产行业下行将是国内经济下行压力的主要来源之一，在这样的基础上，预计房地产投资数据接下来依旧较弱。

政策端需进一步发力，因城施策持续实施。此前，央行、银保监会发布《关于调整差

别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，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，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

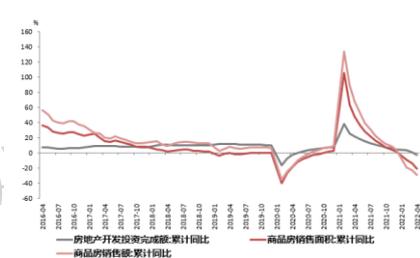
总体来看，4 月份房地产投资同比由正转负，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等多个指标均维持下行趋势，令房地产市场持续承压。尽管各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，但地产行业下行趋势不变，地产投资的意愿低迷。在 2022 年上半年高基数以及销售同比大幅下滑的背景下，预计疫情对地产销售的影响在二季度仍难充分消退，地产投资增速大概率将继续低位运行。

图 35 房地投资持续降温



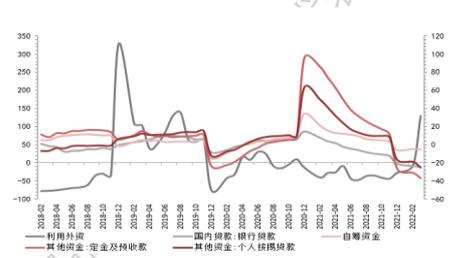
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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

(三) 各地出台促消费政策，居民消费有望改善

国内疫情再度严峻，继续打压消费需求。4 月份，我国社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%；环比下降 0.69%。分消费类型来看，疫情反复导致居民外出购物、就餐减少，商品零售与餐饮收入同比分别下降 9.7%和 22.7%。从商品类别看，除了粮油、食品类等生活必需品呈现同比正增长之外，其他可选消费类同比增速整体呈现负增长态势。服装、鞋帽、针纺织品类、化妆品类和金银珠宝类较为突出，同比分别下降 22.8%、22.3%

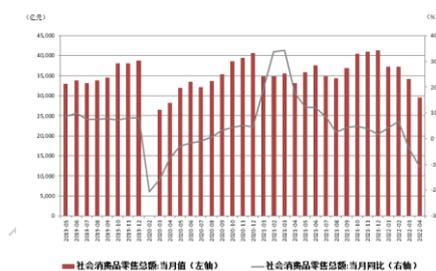
和 26.7%。同时，疫情防控导致停工停产叠加交通物流受阻等因素对相关消费品冲击较大，4 月汽车类、家具类和通讯器材类，同比分别下降 31.6%、14.0%和 21.8%。汽车消费萎靡成为拖累社零同比增速回暖的重要因素。

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，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，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。

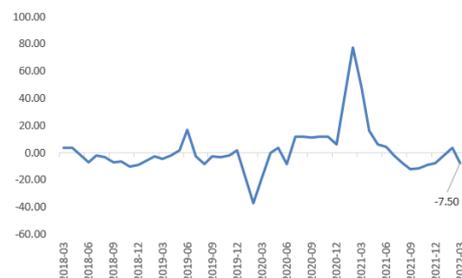
展望未来，伴随此轮疫情形势已逐步好转，并且多地刺激消费政策频出，预计消费增速有望企稳回升。需要注意的是，输入型通胀正促使企业经营成本传递至中下游，或对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 39 社零总额及同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 汽车类商品增速 (%)



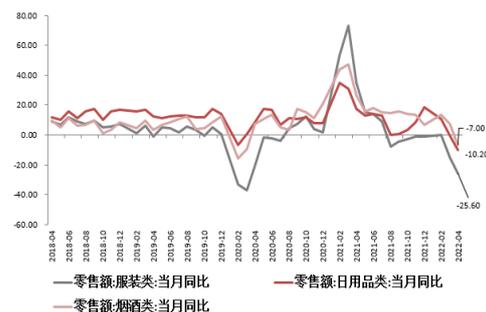
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 实物零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(四) 外贸呈“量减价升”特点，

外贸呈“量减价升”特点，短期出口仍显韧性。4 月份，我国进出口额为 4961.2 亿美元，同比增长 2.1%。其中，出口 2736.2 亿美元，同比增长 3.9%，环比下降 0.9%；进口 2225.0 亿美元，同比与去年持平，环比下降 2.8%。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，疫情对供应链的扰动作用在产品出口中显现，出口环比连续 4 个月为负值。但是国内疫情形势的好转及制造业复苏对外贸增长有所支撑。

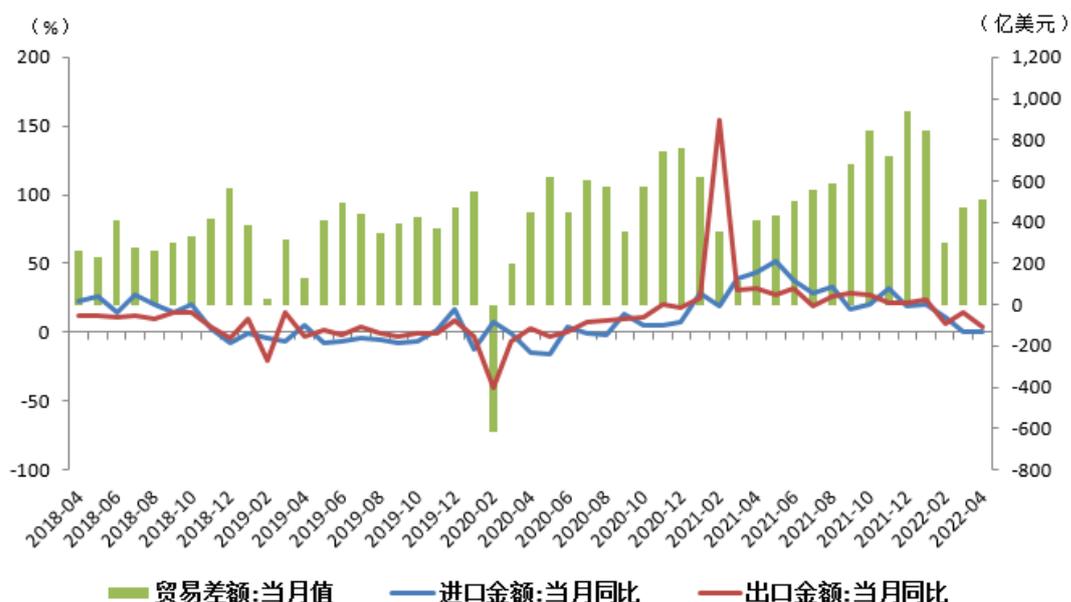
出口增速有所弱化，本月各类产品对我国出口的拉动均明显回落。机电产品拉动减弱尤为明显，主要机电产品出口金额多数同比负增长。但此前表现亮眼的汽车出口仍然保持韧性，支撑高新制造业出口运行。与 3 月相比，4 月防疫物资并未对我国出口形成明显拉动，这在一定程度上反映了海外逐步解封后对防疫物资需求的下降。但大宗商品进出口价格仍然强劲，或提升中下游商品成本压力。

总体来看，在多种不确定性因素影响下，稳外贸压力较大。国内经济受疫情影响，供应链问题明显，出口景气度持续回落，疫情压力尚在，叠加俄乌谈判至今仍未取得实质性进展，导致大宗商品价格高位运行，这一趋势或继续维持，短期内价格因素是我国出口的支撑动能。此外，4 月份海外发达经济体制造业 PMI 多数回落，反映外需正逐步减弱，叠加去年同期基数较高，或将影响二季度出口同比增速较低。

而在进口方面，除铁矿砂之外，大宗商品总体呈现“量减价升”的状态，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。随着疫情对国内经济的干扰减弱，5月进口PMI指数降幅较4月份明显减弱，需求回暖有望带动进口回升。

图 43 进出口持续回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）通胀水平总体可控，保供稳价持续运行

1. CPI：多轮收储抬升猪价

从食品项看，4月食品价格同比上涨1.9%，由降转升3.4个百分点，影响CPI上涨约0.35个百分点；环比由下降1.2%转为上涨0.9%，影响CPI上涨约0.17个百分点。

多轮收储落地，猪价带动食品价上行。4月份猪肉价格下降33.3%，降幅比上月收窄8.1个百分点；环比价格由下降9.3%转为上涨1.5%。从供给端看，由于生猪产能逐步调整，国内养殖场生猪出栏量降低，出栏情绪减弱，国内散户猪场惜售现象增多，生猪供销总体偏弱。从需求端看，随着中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉需求短期内有所抬升，这也支撑了生猪价格的上扬。今年4月份以来，共进行了三轮中央储备冻猪肉收储工作，并且5月10日华储网已发布关于第七批中央储备冻猪肉收储竞价交易有关事项。随着猪肉收储利好到来，叠加市场对三四季度猪肉市场预期较好，猪价一改跌势，迎来久违的上涨行情，短期内表现较好。但需要注意的是，随着生猪二次出栏情绪转浓，产能去化进度加快，市场生猪出栏或有阶段性抬升，并且在疫情影响下居民总体消费需求依旧低迷，猪肉价格大幅回升可能性不大，需政策端进一步刺激。

食品中除猪肉外，受局部地区疫情引发供应受阻和囤货需求增加影响，鲜果、鸡蛋、粮食、食用油等价格上涨，涨幅在 0.5-6.3% 之间；而保供稳价与天气晴好因素作用下，蔬菜价格环比下跌 3.5%。接下来，随着防疫措施进一步见效，叠加权重较大的猪肉价格由降转升，食品价格或小幅上涨。

从非食品项看，4 月非食品价格同比上涨 2.2%，与上月一样，影响 CPI 上涨约 1.78 个百分点；环比由上涨 0.3% 缩小为 0.2%。其中，汽油和柴油价格受国际原油价格变动影响分别上涨 2.8% 和 3.0%；此外，小假期到来，需求小幅回升，旅游相关行业行情有所好转，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格环比分别上涨 14.9%、6.8% 和 1.5%。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 0.9%，回落 0.2 个百分点，反映核心物价总体稳定，原材料成本压力还未传递至消费端。

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。俄乌局势仍不明朗，对玉米、大豆、原油、贵金属等多种商品价格的影响仍在持续，进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传到途径。需要注意疫情形势及输入型通胀压力。

2. PPI：保供稳价逐步显效

尽管原油、有色金属等国际大宗商品价格仍在高位运行，但在保供稳价政策逐步显效的背景下，工业品价格同比环比涨幅均有所回落。4 月 PPI 同比上涨 8.0%，涨幅比上月缩窄 0.3 个百分点；环比上涨 0.6%，涨幅回落 0.5 个百分点。其中，生产资料价格环比上涨 0.8%，收缩 0.6%；生活资料价格由上涨 0.2%，与上月持平。地缘政治原因影响大宗商品价格高位运行，进而推动 4 月 PPI 环比正增长，但随着保供稳价政策逐步显效，国内相关行业价格涨幅回落。并且从生产资料与生活资料价格环比增速之差可以看出，未来企业成本压力仍是关注重点。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长 10.3% 和 1.0%，剪刀差进一步缩窄 0.5 个百分点，中下游企业经营压力继续加大。

主要行业中，国际原油、有色金属价格高位震荡，导致相关行业价格涨幅相继回落。石油和天然气开采业价格上涨 1.2%，涨幅回落 12.9 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%，涨幅回落 1.9 个百分点。但可以看到，能源类商品价格依旧较高。接下来，地缘政治因素不确定性依旧较大，俄乌态势不够明朗，俄乌之间多轮谈判均未取得显著突破，市场对能源市场价格的预期仍不乐观，国际大宗商品价格或将继续高位震荡。若俄乌两国冲突得不到解决，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态势，从而将油价维持在较高区间，但在政府出台“保供稳价”政策后，涨势得到一定

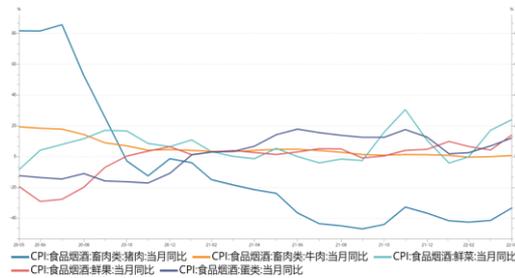
程度的遏制。随着“保供稳价”持续推进，二季度 PPI 涨幅大概率回落。需要注意的是，中小企业经营压力增加趋势仍在延续。

图 44 通胀压力总体温和



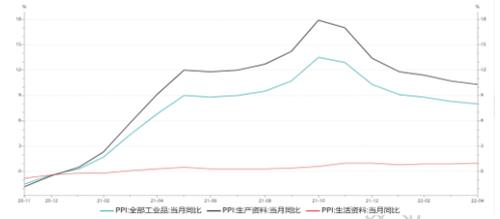
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 食品价格多数上行



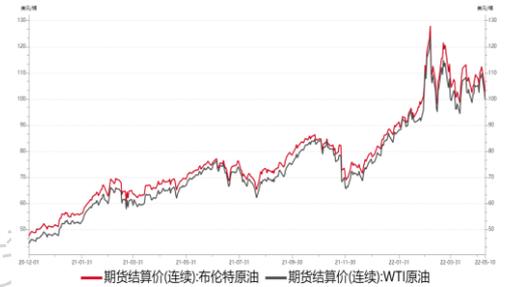
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交

四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

（一）财政政策：“稳就业”为导向，“稳增长”为目标

财政仍需发力，稳增长目标未改。1-4月当月公共财政支出增长5.9%，较上月回落2.4个百分点。从支出进度来看，1-4月的支出进度为30.5%，低于过去5年同期均值，财政支出较于前几个月来说明显放缓，后续财政支出持续发力、继续适度超前开展基建，从而达到稳增长这一核心目标。

疫情冲击企业利润，财政收入增速放缓。1-4月全国一般公共预算收入同比下降4.8%，由升转降。其中，税收收入同比下降7.6%。从税收结构来看，1-4月国内增值税累计下降28.9%，尤其从单月来看国内增值税仅为-1555亿，首次降为负值，是主要拖累因素，反映疫情冲击经济，工业生产进程受到影响。其余税种中，外贸企业出口退税同比减少1.7%，土地增值税同比减少1.0%，企业所得税下降0.4%，主要是疫情冲击下，工业生产端表现较差，企业信心不足，经济活力较低。后续随着疫情得到控制、复工复产有序推进、稳增长政策效果显现，预计财政收入增速或将逐步回升。

财政部副部长许宏才表示，4月份财政收入增幅有所回落，主要是各级财税部门加大力度落实减税退税政策的一个反映，是积极财政政策应对经济下行压力的主动作为，通过财政收入的“减法”，换来企业效益的“加法”和市场活力的“乘法”。我国经济稳中向好、长期向好的基本面没有改变，随着统筹疫情防控和经济社会发展成效的显现，财政收入也将会稳步回升。财政部将抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，更好发挥财政对宏观经济的调节作用。此外，国务院常务会议要求财政货币政策以就业优先为导向。会议强调，退减税、缓缴社保费、降融资成本等都着力指向稳市场主体稳岗稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。

财政收支增速表现较弱，经济恢复基础尚不牢固。此前，财政部下达“新增专项债券须于6月底前基本发完”等要求，二季度专项债发行或将提速，截至5月17日，1-5月新增专项债累计发行1.72万亿，可部分对冲土地财政收入下滑影响。随着疫情逐渐好转，经济形势或已企稳，后续财政收入可能会渐渐恢复，宏观政策重点仍以“稳增长”为主。

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: 维持结构性宽松, 再度放宽的空间有限

政府融资再发力, 基建是重要抓手。中国 4 月新增社融 0.91 万亿, 较 3 月份大幅下滑。增量的支撑主要来自于政府融资, 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 6 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。

信贷结构恶化, 地产政策急需放宽。其中, 4 月企业单位贷款增加 5784 亿元, 同比少增 1768 亿元, 其中, 中长期贷款增加 2652 亿元, 同比少增 3953 亿元。2 月已批未放的房地产开发贷在 3 月集中投放后, 企业中长贷增长再度滑坡, 反映整体融资需求仍然疲弱, 企业对接下来经济形势预期不太乐观。而居民贷款罕见在非春节月负增长, 除了疫情对消费的冲击, 更反映出地产的下行压力。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。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。

受多方面因素影响, 经济活力表现较低。4 月末, M2 同比增长 10.5%, 较 3 月末和去年同期高 0.8% 和 2.9%; M1 同比增长约 5.1%, 增速较 3 月末高 0.4%, M2-M1 剪刀差继续扩大至 5.4 个百分点, 说明经济活力较低, 后续等待政策对薄弱领域支持力度加大落实。

5 月 9 日, 央行发布《一季度货币政策执行报告》, 货币政策的整体思路和具体措施都更加体现出针对性、结构性、市场化。因此, 我们认为, 短期内出台总量级别的货币政策可能性不大, 更多的是针对性和结构性的政策工具, 着力推动利率市场化, 短期资金面上仍会偏宽松。总量上, 在降准、央行上缴结存利润以及存款利率报价改革的影响下, 短期与中长期资金均有较为充足的流动性, 传统货币政策空间或已收窄, 未来结构性政策将持续发力。结构上, 继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用, 促进金融资源倾斜重点领域、薄弱环节, 特别是受疫情影响严重的企业和行业, 再贷款投放力度或将加大。

5 月 20 日, 央行下调 5 年期 LPR 15 个基点, 创下自 LPR 改革以来 5 年期 LPR 单次最

大降幅。本次“降息”降低了实体经济中长期融资成本,有助于促进中长期贷款企稳回升,也体现出了市场对于稳增长的决心,货币政策维持宽松态势。

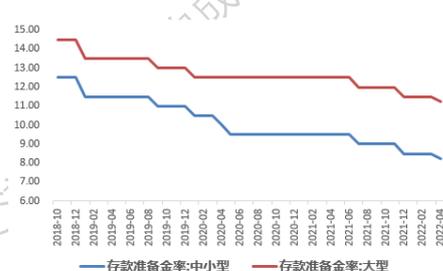
总的来看,4月金融数据超预期回落,信贷结构有待恶化,经济活力减弱。目前我国经济的主要矛盾依然是疫情冲击、经济基本面下行压力以及市场主体困难增加。但从基本面来看,疫情作为影响我国经济核心因素,五月份吉林、上海等多地疫情形势已逐步好转,叠加企业生产复工复产进程加快,在一系列政策持续开展的背景下,接下来经济形势有望筑底反弹。因此,货币政策再度加码宽松的空间较小,大概率将维持宽松形势,直到政策效果显现。并且全面复工复产尚需时间,经济立马提速的难度较大,货币政策短期快速转向的概率不高。

图 50 市场利率多次低于政策利率 (%)



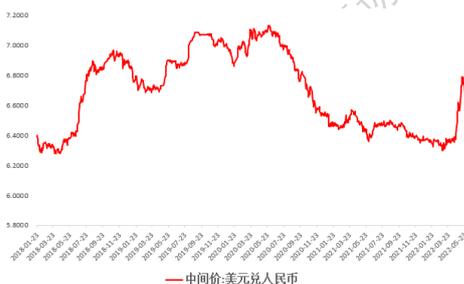
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 51 存款准备金率 (%)



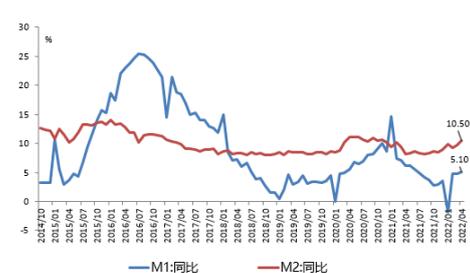
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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

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。