

【申银万国期货】稳大盘全面发力，6 月经济复苏有望

——6 月份宏观策略报告

摘要：

2022 年 5 月 31 日

分析师：汪洋

从业资格号：F0306430

投资咨询号：Z0002320

邮箱：wangyang@sywgqh.com.cn

联系人：叶慧超

从业资格号：F03086553

电话：021-50581703

邮箱：yehch@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

- **国务院稳经济大盘会议召开。**5 月 25 日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话。要求努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。
- **6 月专项债预计超记录。**国务院进一步要求地方政府专项债券额度 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用到位，加上政府一般债券的发行，预计 6 月政府债券净融资额或达 1.5 万亿，将有效扩大投资，支持实体经济增长。
- **上海出台经济提振政策。**5 月 29 日，上海市制定了《上海市加快经济恢复和重振行动方案》。《方案》共包括八个方面、50 条政策措施，主要内容大致可分为“四大板块”：第一板块主要是全力助企纾困。第二板块主要是复工复产复市。第三板块主要是稳外资外贸、促消费投资。第四板块主要是强化支撑保障。
- **地产融资渠道多元化。**针对房地产企业融资较难问题，今年政府工作报告提出“完善民营企业债券融资支持机制”，证监会 4 月开始推出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道，增强服务民营经济发展质效。截止 5 月 27 日，碧桂园、龙湖、美的置业和新城控股已在公开市场发行了公司债、供应链 ABS 或中期票据等融资工具，融资渠道不断扩容。
- **人民币前期贬值压力消散。**4 月底人民币贬值加速，但 5 月下旬以来开始收复失地至 6.66。我们认为，目前随着欧元区货币政策即将收紧，美元单边升值阶段已过，再加上国内复工复产推进，此前导致人民币贬值的环境已经逐步消散。
- **资产配置建议。**现阶段我国疫情仍在多地发酵，疫情冲击对经济的冲击仍未出清，但互联互通机制进一步升级，目前从估值角度来看股指下跌空间较为有限，操作上建议逢低做多。国债方面随着上海逐步解封复工复产，专项债加快发行，宽信用措施不断落地，预计债市或面临反转，存在较大的调整压力。

目录

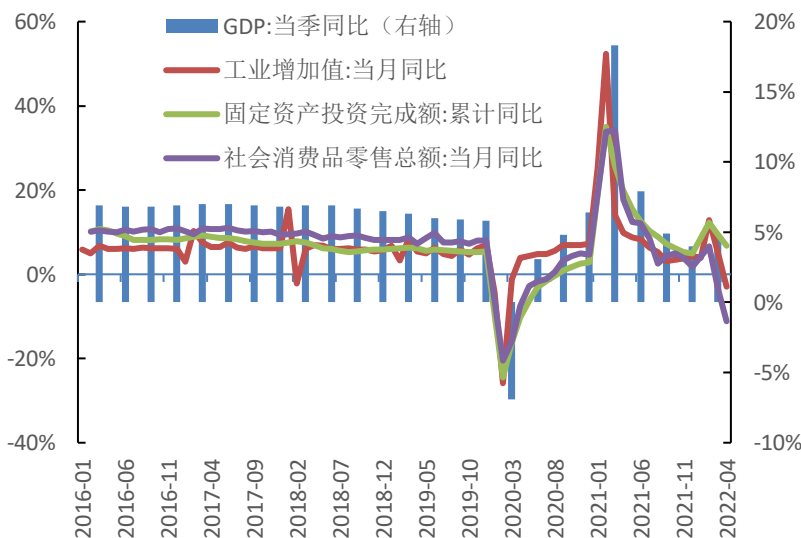
一、国务院推动稳大盘政策.....	3
二、地产融资渠道进一步拓宽.....	6
三、人民币贬值预期已基本释放.....	8
四、下阶段资产配置建议.....	10
五、近期宏观经济数据概况.....	11

一、国务院推动稳大盘政策

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话，表示3月份尤其是4月份以来，一些经济指标明显走低，困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大。要求要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

会议要求各部门在稳经济大盘这个大局面前都有责任，要有更强的紧迫感，确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定的6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。

图1：4月GDP、工业增加值进一步回落（%）

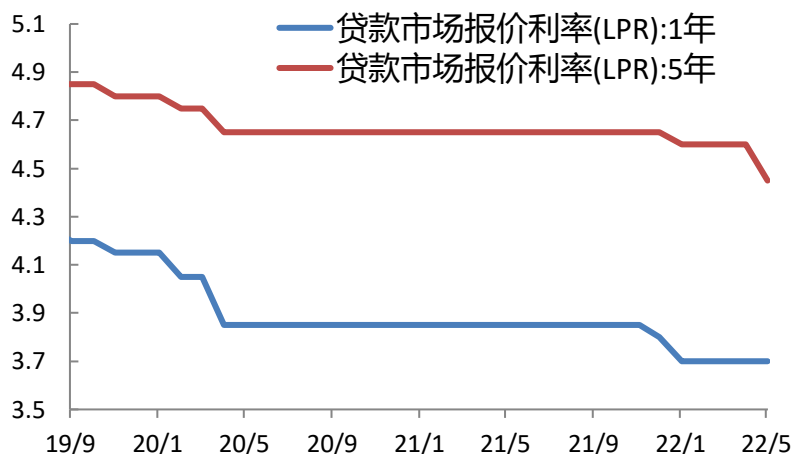


资料来源：Wind，申万期货研究所

4月以来货币政策结构性发力。今年二季度以来，央行靠前发力，通过全面降准和加快上缴结存利润释放长期流动性，加大金融支持稳增长力度。4月25日，央行降准0.25%落地投放5300亿元。5月10日，央行发言人表示今年以来已累计上缴结存利润8000亿元，相当于降准0.4%，全年上缴利润将超1.1万亿元，有效满足市场流动性需求。5月15日，央行调整差别化住房信贷政策，首套房利率下限调整为LPR-20个基点。5月20日，引导5年期以上LPR报价下调15bp，进一步降低居民房贷

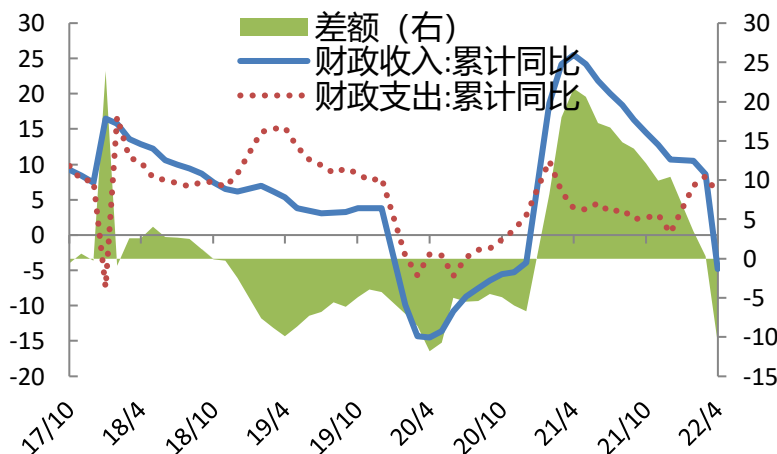
压力和企业中长期融资成本。5月24日，央行召开全系统货币信贷形势分析会，部署落实稳定信贷增长工作措施。据悉近期多家银行已收到有关部门最新窗口指导：月度新增贷款要超过去年同期，银行要应贷尽贷，同时加快已授信贷款的放款速度。

图 2：5 月 LPR 非对称下调（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：4 月财政净收入下滑明显（%）



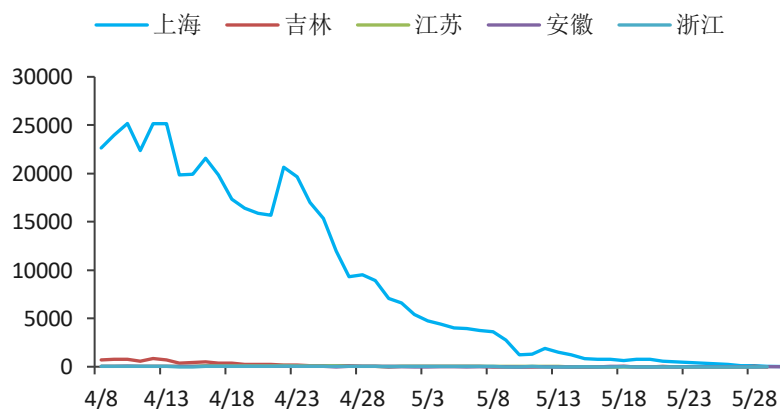
资料来源：Wind，申万期货研究所

专项债可能进一步加快。今年新增地方政府专项债券额度为 3.65 万亿元，为稳住宏观经济大盘，专项债额度下达早、发行节奏紧、拨付使用快。截至 5 月中旬，今年全国已累计发行新增专项债超 1.5 万亿元，去年提前下达额度已发行完毕，与 2021 年四季度的发行高峰实现了良好衔接。本次会议上，国务院进一步要求地方政府专项债券额度 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用到位，加上政

府一般债券的发行，预计近期每月政府债券净融资额或达 1.5 万亿，将有效扩大投资，支持实体经济增长。另外，下半年共有 9503 亿元特别国债到期，市场预期可能续发。如果疫情冲击继续超出预期，也不排除增发抗疫特别国债的可能，为经济恢复提供更有力的支持。

上海加速复工复产。5 月 29 日，上海市制定了《上海市加快经济恢复和重振行动方案》（简称：《方案》）。《方案》共包括八个方面、50 条政策措施，主要内容大致可分为“四大板块”：第一板块主要是全力助企纾困，第二板块主要是复工复产复市，第三板块主要是稳外贸、促消费投资，第四板块主要是强化支撑保障。在纾困市场主体方面，《方案》指出对餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等 5 个特困行业，从 4 月起阶段性缓缴社会保险费单位缴纳部分。其中，养老、医疗保险费缓缴期限至 2022 年底，失业、工伤保险费缓缴期限不超过 1 年，缓缴期间免收滞纳金。留抵退税方面，上海将进一步加大增值税留抵退税政策力度。在已出台的制造业、科学研究和技术服务业、电力热力燃气及水生产和供应业、软件和信息技术服务业、生态保护和环境治理业、交通运输仓储和邮政业等 6 个行业企业的存量留抵税额全额退还、增量留抵税额按月全额退还。在 2022 年 6 月 30 日前实现符合条件的各类型企业增值税存量留抵税额“愿退尽退”。

图 4：上海疫情连续多日向好（人）

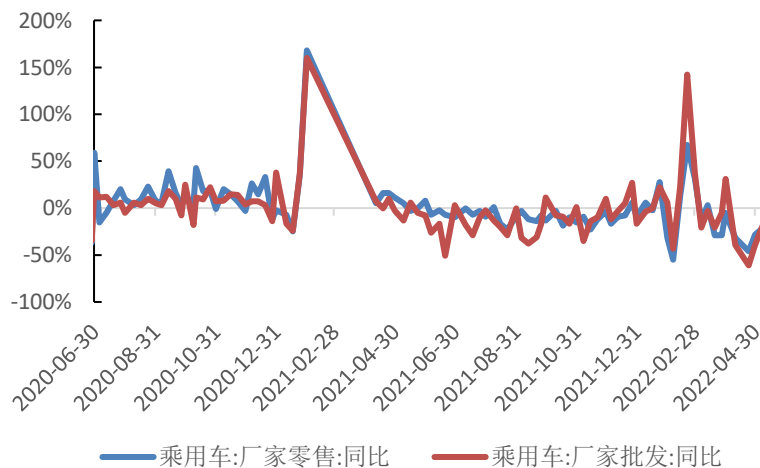


资料来源：Wind，申万期货研究所

促进新能源车消费。《方案》指出大力促进汽车消费，年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税。2022 年 12 月 31 日前，个人消费者报废或转出名下在上海市注册登记且符合相关标准的小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车 10000 元的财政补贴。支持汽车租赁业态发展。完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定。实施家电以旧换新计划，对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费按规定予以适当补贴，支持大型商场、电商平台等企业以打折、补贴等方式开展家

电以旧换新、绿色智能家电和电子消费产品促销等活动。

图 5：4 月汽车销售近两年新低（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

政策面细化稳定投资。上海明确今后适当扩大地方政府专项债券支持领域，将新型基础设施等纳入支持范围。加快地方政府专项债券发行和使用进度，力争在 8 月底前基本使用完毕，尽早形成实物工作量。金融政策方面，推动试点银行将无缝续贷服务对象从小微企业拓展至中型企业。积极开发线上无缝续贷产品，按照“零门槛申请、零费用办理、零周期续贷”导向，支持中小微企业融资周转无缝续贷，力争 2022 年无缝续贷增量达到 1000 亿元。另外，进一步发挥基础设施不动产投资信托基金（REITs）作用，落实好“上海 REITs20 条”支持政策，推动更多符合条件的存量基础设施项目发行 REITs，遴选保障性租赁住房项目等开展 REITs 试点，支持盘活存量资金用于新建项目。

《方案》不局限于简单纾困。根据上海市发改委主任华源介绍，《行动方案》所提出的政策措施，叠加 3 月底市政府出台的 21 条政策，预计全年将为市场主体减负各类资金规模达到 3000 亿元以上。此次“50 条”措施是全方位的政策，关系到整个上海城市功能的再造，以及经济高质量、中长期的发展，而不仅仅是简单的纾困。5 月 30 日上海市宣布自 6 月 1 日起恢复公交机动车通行及除封控管控区的居民出入，6 月上海将迎来经济复苏关键的过渡期。

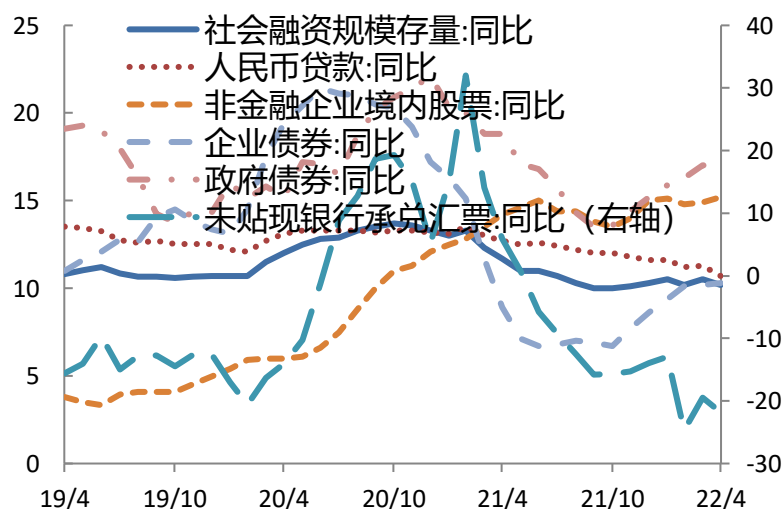
二、地产融资渠道进一步拓宽

市场对地产信心仍未恢复。Wind 数据显示，2021 年民营企业信

用债(企业债、公司债、非金融企业债务融资工具,下同)发行金额共2868亿元,同比下降41.5%;2021年民企债总净融资额为-3533亿元,绝对值同比增加123%。累计看,2018-2021年四年间民企债券净融资为-9830亿,意味着民企必须用近万亿的自有资金或其他渠道融资偿还债券,这也加剧了民企债的风险。今年4月以来融创再度宣布美元债违约,绿地控股近期也召开投资人会议协商下月到期的美元债展期,地产行业信心仍在底部。

房企融资渠道有所拓宽。由于恒大事件的影响,2021年下半年以来,集团型企业、民营房企信用风险抬升,市场谨慎情绪影响下,民企债券融资难度进一步增加。针对房地产企业融资较难问题,今年政府工作报告提出“完善民营企业债券融资支持机制”,证监会也于4月宣布推出一系列政策措施,进一步拓宽民营企业债券融资渠道,增强服务民营经济发展质效。具体包括推出科创公司债、扩大知名成熟发行人名单、发挥市场化增信作用等七大举措。5月11日,证监会披露,交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划,以稳定和促进民营企业债券融资。民营企业债券融资专项支持计划由中国证券金融股份有限公司运用自有资金负责实施,通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式,增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。截止5月27日,碧桂园、龙湖、美的置业和新城控股已在公开市场发行了公司债、供应链ABS或中期票据等融资工具。并且在发行债券的同时,创设机构发行了包括信用风险缓释凭证(CRMW)、信用违约互换(CDS)等在内的信用保护工具。在宽信用的背景下,预计6月更多民企会发行公司债以及信用增信工具,避免过度依赖银行间接融资渠道。

图 6: 社会融资规模中企业债券开始企稳 (%)



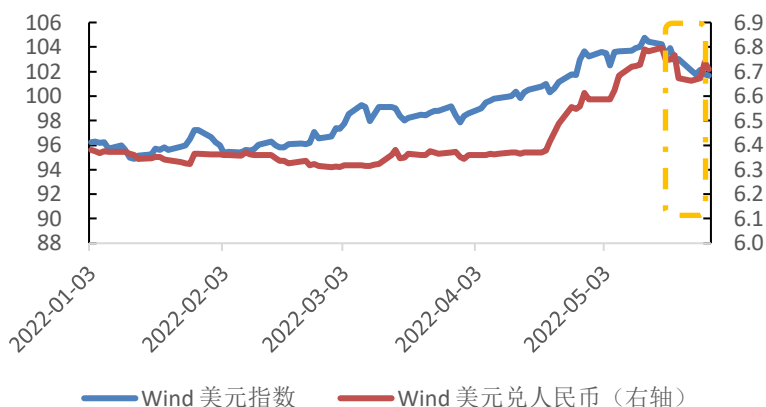
资料来源: Wind, 申万期货研究所

三、人民币贬值预期已基本释放

人民币贬值压力开始缓解。4月19日起，USD/CNH 离岸和 USD/CNY 均经历快速贬值，单周贬值幅度超过 3%。4月25日央行下调了金融机构风险准备金至 8%以应对贬值压力。5月16日探至本轮最低位 6.7967，但随后以来人民币开始收复失地，5月23日升值至 6.63，随后维持区间震荡至 5月31日的 6.66。我们认为，目前阶段随着欧元区货币政策即将收紧，美元单边升值阶段已过，再加上国内复工复产推进，此前导致人民币贬值的环境已经逐步消散。

三大原因缓解贬值压力。首先，美联储加息引发的美元上行已经边际趋弱。虽然本轮贬值并不由美元升值主要推动，但美联储超预期加息以及俄乌冲突下全球资金避险需求上升导致了美元指数单边上行，从而加速了人民币贬值的进程。之前支撑联储超预期加息的是高通胀，但目前 4月美国通胀已经环比趋弱，5月27日公布的数据显示 4月核心 PCE 价格指数同比上升 4.9%，连续两个月走低，不过仍是美联储 2%目标的近 2.5 倍。包含食品和能源的整体 PCE 价格指数同比上升 6.3%，也较 3月的 6.6%高位有所放缓。另外，因为欧元占据美元指数构成将近 57%，由于欧元区明确 7月结束购债并开始加息，美元单边上行受阻。**其次，本轮经济收缩最严峻时刻已过。**4月中旬以来，我国本土新增确诊病例和无症状感染者数量见顶回落，疫情对交通物流和产业供应链的冲击已逐步趋于缓和。近期国务院一揽子刺激政策先后落地，上海市也发布了 50 条具体政策加快复工复产。结合 2020 年武汉疫情后期汇率走势，复工复产后期人民币汇率有较强支撑。**再者，输入性通胀掣肘中美分化幅度。**2022 年 4月 19日以来，人民币汇率开启大幅贬值，但同期国际大宗商品价格并未如此前预期回落，预计对 6月及以后的 PPI 同比产生显著的推升作用。由于实际收益率短期难以上升，人民币过度贬值会推升国内通胀压力。由于俄乌冲突持久化导致全球粮食价格下半年高企，新一轮猪周期即将开始蓄势，下半年通胀压力将使得中美货币分化幅度收到掣肘，一定程度上削弱贬值压力。

年内贬值已接近上限。从历史来看，2015 年以来共有 4 年人民币汇率处于贬值周期。其中，在岸人民币贬值幅度最大的是 2016 年，贬值了 7%；振幅最大的是 2018 年，振幅达到 11.3%。但 2018 年贬值是因为中美贸易冲突爆发，然而近期由于高通胀等原因美国政府正在考虑削减对华关税，今年人民币贬值很难达到当年水平。另外，一季度货币政策执行报告中，央行去掉了“增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，改为“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，意味着下半年央行可能利用一系列外汇管理工具来应对人民币贬值趋势。

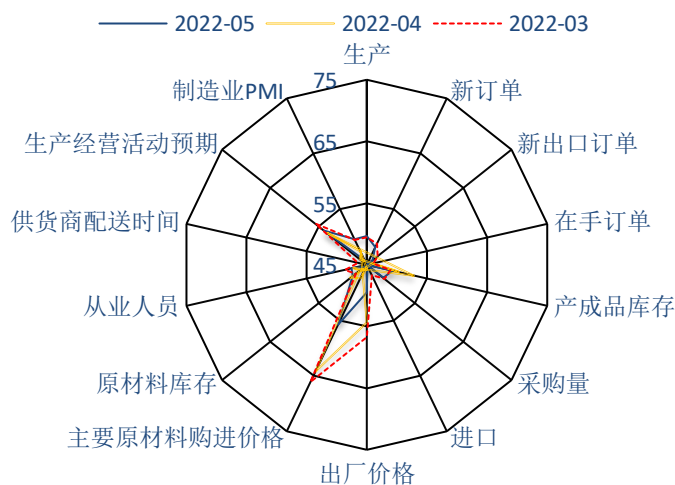
图 7：近期人民币汇率贬值趋势扭转


资料来源：Wind，申万期货研究所

5 月 PMI 显示需求开始恢复。2022 年 5 月 31 日，国家统计局服务业调查中心中国物流与采购联合会联合发布数据显示，5 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，环比上升 2.2 个百分点，制造业、非制造业和综合 PMI 产出指数同步回升，但依旧全线在 50% 的荣枯线一下，反映出 6 月整体经济复苏仍有压力。生产方面，随着 4 月下旬新增病例开始减少，各行各业开始复工复产，5 月上海陆续出台多批复工“白名单”，对外物流也开始畅通。生产指数和新订单指数分别为 49.7% 和 48.2%，比上月上升 5.3 和 5.6 个百分点，市场信心开始修复。从动能指标来看，新订单-生产跌落至 -1.5%，说明二季度下游需求复苏力度不及上游去库存动力。本月生产资料价格再度回落，但原因和上月有所不同，一是美联储超预期收紧下“尺子效应”导致商品价格回落；二是上海逐渐解封下上游供应开始恢复。另外，5 月原材料库存指数小幅上升至 47.9%，产成品库存指数从前值回落至 49.3%，代表下游需求开始发力，被动去库存开始。

就业压力难以缓解。5 月制造业 PMI 从业人员指数为 47.6%，连续 14 个月在枯荣线以下。国务院稳大盘会议也明确就业是近期重中之重，4 月城镇调查失业率达到 6.1%，18-24 岁青年失业率达到 18.2%。疫情冲击下高校就业困难，今年 1076 万毕业生 6 月即将进入劳动力市场。失业率维持高位会影响居民收入预期，拖累未来消费，所以青年人就业是近期政策重点。各级政府纷纷制定应届生就业保障方案，“六稳六保”仍将延续。整体来看，近期中央和地方多级发力稳定经济大盘，国务院推出的 33 条政策 6 月将全面落地。疫情最严重的上海市近期也制定了《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，从消费、投资等方面提振经济，6 月经济将迎来复苏关键期。

图 8：5 月 PMI 显示需求开始复苏



资料来源：Wind，申万期货研究所

四、下阶段资产配置建议

国务院稳增长政策 6 月预计陆续落地。5 月 25 日召开的国务院稳经济大盘会议要求此前宣布的 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施要出台可操作的实施细则、应出尽出。会后财政部、人民银行、证监会、银保监会先后落地一系列稳增长政策，各地及部门仍将陆续出台系列刺激措施，全面发力复工复产稳经济。地方债方面，今年以来各地回归前置模式快速发行，落实积极财政政策，带动扩大有效投资、稳定宏观经济。截至 5 月 28 日，将近十个省份已经发布了 2022 年 6 月地方债发行计划，目前已披露发行 9000 亿规模。但由于财政部要求各地做好疫情期间地方债代操作工作，省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，6 月底基本完成今年新增专项债发行。如果将 85%-90% 视作“基本完成”的发行标准，那么到 6 月底年内新增专项债发行规模需达到 3.1 万亿元至 3.3 万亿元。意味着 6 月单月将达到破纪录的 1.5 万亿左右，超过 2020 年 5 月的 9980 亿元。

关注货币和疫情防控政策变化。面对严峻的经济下行压力，货币政策方面主要聚焦于结构性宽松，日前央行和银保监会出台了《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》强调从法制化和机制设计方面正向激励金融机构对中小企业发放贷款，上海市也出台了政策强化外贸企业政策性金融支持，鼓励银行等金融机构中小微贷款应延尽延、设立

企业纾困专项贷款，支持融资担保机构进一步扩大中小微业务规模。除了货币和财政政策之外，目前随着国内疫情的加速好转，全国新增病例回落至 100 例左右，北京本轮防控的成功也证明了“全域静态管理”并非防控成功的必经之路，随着大城市 15 分钟核酸圈的建成，防疫效率不断提高，下一阶段防控思路的边际转变值得关注。

资产配置建议。当前市场将步入事实性的快速货币紧缩和紧缩预期高峰的叠加状态，但考虑市场对加息节奏的定价已经接近高峰，美联储暂时较难传达出比当前市场预期更加鹰派的政策路径，近期联储官员讲话或传递 9 月放缓加息的信号。股指方面现阶段我国疫情仍在多地发酵，疫情防控对经济的拖累仍未出清，为稳定经济发展我国密集出台利好政策。27 日证监会和香港证监会公告将 ETF 纳入互联互通，为两地市场引入活水，创造共赢。目前从估值角度来看股指下跌空间较为有限，操作上建议逢低做多。国债方面，短期央行宽松预期支撑国债期货价格走强，不过随着上海逐步解封复工复产，专项债加快发行，宽信用措施不断落地，预计期债近期债市或面临反转，存在较大的调整压力。贵金属方面二季度快速紧缩周期下，黄金一定程度承压，整体或维持偏弱震荡。如果通胀持续边际回落，三季度后美联储可能释放边际鸽派的信号，金银或有更好表现。

五、近期宏观经济数据概况

表 1：近期宏观数据概况

指标名称	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
工业												
工业增加值累计同比 (%)		4.00	6.50	7.50	3.86	9.60	10.10	10.90	11.80	13.10	14.40	15.90
工业企业利润总额累计同比 (%)		3.50	8.50	5.00		34.30	38.00	42.20	44.70	49.50	57.30	66.90
制造业 PMI		47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	50.40	50.90
消费												
社会零售总额累计同比 (%)		-0.20	3.27	6.70		12.50	13.70	14.90	16.40	18.10	20.70	23.00
投资												
固定资产投资累计同比 (%)		6.80	9.30	12.20		4.90	5.20	6.10	7.30	8.90	10.30	12.60
房地产开发投资累计同比 (%)		-2.70	0.70	3.70		4.40	6.00	7.20	8.80	10.90	12.70	15.00
基建投资累计同比 (%)		8.26	10.48	8.61		0.21	-0.17	0.72	1.52	2.58	4.19	7.15
固定资产投资累计值		2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
		153544.00	104872.00	50763.00		544547.00	494082.00	445823.00	397827.00	346913.00	302533.00	255900.00
房地产开发投资完成额		39154.31	27764.95	14499.38		147602.08	137313.96	124933.62	112568.07	98059.73	84895.41	72179.07
进出口												
出口金额当月同比 (%)		3.90	14.60	6.30	24.10	20.81	21.69	26.82	27.94	25.43	19.18	32.03
进口金额当月同比 (%)		0.00	0.00	10.60	20.10	19.56	31.30	20.02	16.70	32.46	28.25	37.31
贸易差额 (亿美元)		511.19	470.58	302.11	845.40	941.47	718.29	848.54	680.56	591.59	558.72	501.06
金融												
社会融资规模存量同比 (%)		10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00
M2 同比 (%)		10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	8.20	8.30	8.60
世界经济												
美国 Markit 制造业 PMI		57.50	59.20	58.80	57.30	55.50	57.70	58.30	58.40	60.70	61.10	63.40
德国制造业 PMI		54.70	54.60	56.90	58.40	59.80	57.40	57.40	57.80	58.40	62.60	65.90
日本制造业 PMI (初值)		53.20	53.40	53.20	52.90	54.60	54.20	54.20	53.00	51.20	52.40	51.50
欧元区制造业 PMI		54.40	55.50	56.50	58.20	58.70	58.00	58.40	58.30	58.60	61.40	62.80
通胀水平												
CPI 同比		2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10
核心 CPI 同比		0.90	1.10	1.10	1.20	1.20	1.30	1.20	1.20	1.30	0.90	0.90
CPI 环比		0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30	-0.40
核心 CPI 环比		0.10	-0.10	0.20	0.10	0.00	-0.20	0.10	0.20	0.00	0.30	-0.10

资料来源：Wind，申万期货研究所

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。