

中国政策仍需发力，海外加息预期强化

宏观经济月报 (2022年2月)

中国“稳增长”政策仍需发力，海外复苏放缓，加息预期强化，但对加息存在过度预期可能。

- 目前30省市公布2022年增长目标，21省市给出了6%或更高的目标。但2022年贸易对经济增长贡献大概率较2021年下降，消费支出仍难恢复到疫情前水平，中国经济2022年实现5.5%的增速仍需投资支撑，“稳增长”政策仍需发力。
- IMF下调2022年全球增长预期至4.4%，同时下调了多数经济体增速。1月PMI数据显示，全球复苏势头仍在放缓。
- 极端天气叠加地缘政治因素驱动油价冲高，欧佩克+增产节奏依然稳健，油价短期仍有上行空间。全球通胀压力继续发酵。
- 英国央行再度加息，欧央行就加息态度发生转变，1月美国非农数据走强，市场加息预期强化。但目前通胀压力主要来自供给端因素，货币政策效果有限，欧洲复苏基础依然较弱，美国经济仍运行在潜在产出下方，需关注对加息过度预期的可能。

相关研究报告

《转债市场大幅下跌》20220206

《策略周报：乐观，但不激进》20220206

《2月金股组合：中银证券研究部2022年2月金股》20220205

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

中国经济：目标与政策力度	4
海外经济：复苏放缓 VS 加息预期	6
IMF 下调 2022 年全球增长预期，全球复苏势头放缓	6
油价继续攀升，通胀压力明显	7
英国央行再度加息，欧央行态度有所转变	8
对加息是否存在过度预期	8

图表目录

图表 1.2022 年中国各省市增长目标	4
图表 2.2021 年货物与服务净出口对 GDP 贡献率维持高位	4
图表 3.2021 年商品贸易顺差扩大，服务贸易逆差收窄	4
图表 4. 历年最终消费支出实际同比	5
图表 5.2022 年 1 月经济数据预测	5
图表 6. IMF 下调 2022 年全球增长预期	6
图表 7. 除印度和日本外，主要经济体增速均被 IMF 下调	6
图表 8. 美国 1 月制造业 PMI、非制造业 PMI 均回落	7
图表 9. 欧元区 1 月服务业 PMI 继续放缓	7
图表 10. 油价短期冲高	7
图表 11. 美欧国债收益率走高	8
图表 12. 美欧利差回落	8
图表 13. 美国 OECD 产出缺口仍为负	9

中国经济：目标与政策力度

目前，对于2022年中国经济增长目标的设定，市场预期不一。不过，从各省市设定的地方增长目标看，5.5%的增长目标似乎更为可能。除天津外，各省目前均已提出了2022年GDP目标，除了北京仅给出了“5%以上”，其他各省均给出了5.5%左右或更高的目标，其中21省市给出的2022年增长目标在6%或更高。

图表 1.2022 年中国各省市增长目标

省份	2022 年 GDP 目标	2021 年 GDP 增速 (%)	省份	2022 年 GDP 目标	2021 年 GDP 增速 (%)	省份	2022 年 GDP 目标	2021 年 GDP 增速 (%)
海南	9%左右	11.2	甘肃	6.5%以上	6.9	内蒙古	6%左右	6.3
西藏	8%左右	7.0	广西	6.5%以上	7.5	江苏	5.5%以上	8.6
江西	7%以上	8.8	山西	6.5%左右	9.1	山东	5.5%以上	8.3
安徽	7%以上	8.3	四川	6.5%左右	8.2	辽宁	5.5%以上	5.8
湖北	7%左右	12.9	河北	6.5%	6.5	重庆	5.5%左右	8.3
贵州	7%左右	8.1	福建	6.5%左右	8.0	上海	5.5%左右	8.1
云南	7%左右	7.3	浙江	6%左右	8.5	广东	5.5%左右	8.0
宁夏	7%	6.7	新疆	6%左右	7.0	黑龙江	5.5%左右	6.1
河南	7%	6.3	吉林	6%左右	6.6	青海	5.5%左右	5.7
湖南	6.5%以上	7.7	陕西	6%左右	6.5	北京	5%以上	8.5

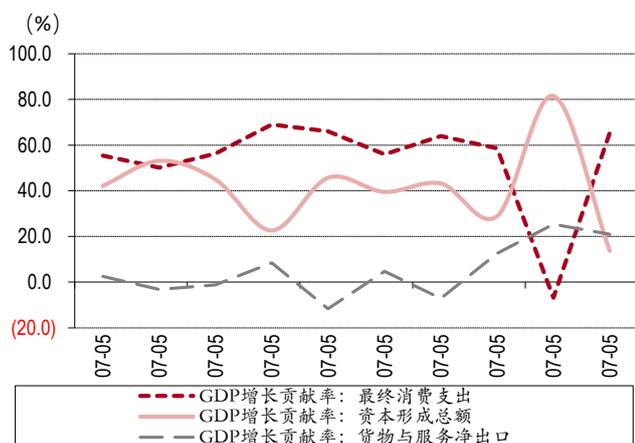
资料来源：各省政府工作报告及统计局，中银证券

2021年，全国GDP增长8.1%，是2012年以来的最高水平，但这与2020年增速仅有2.2%，即基数较低有关。国家统计局公布的2021年GDP两年同比，即与2019年相比的两年平均增速仅有5.1%。2022年全国GDP要实现5.5%的增长，依然有一定压力。

据国家统计局数据，2021年GDP实际同比增长的8.1个百分点中，最终消费支出拉动GDP增长5.3个百分点，贡献率为65.4%；资本形成总额拉动GDP增长1.1个百分点，贡献率为13.7%；货物与服务净出口拉动GDP增长1.7个百分点，贡献率为20.9%。其中最为亮眼的，是货物与服务净出口项目对GDP的贡献率依然维持在20%以上的高位，仅次于2020年。

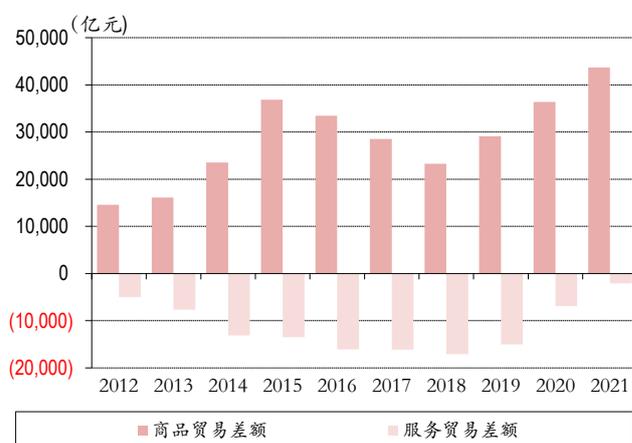
2021年，中国的商品贸易顺差超过4.3万亿元，创下近年来新高，较2020年扩大20.2%；而服务贸易逆差则创下近年来新低，仅为2112.8亿元，较2020年收窄69.5%。疫情导致全球商旅往来减少使得中国服务贸易逆差大幅收窄；同时在疫情影响下，中国的供应链优势凸显，使得商品贸易顺差大幅扩大。

图表 2.2021 年货物与服务净出口对 GDP 贡献率维持高位



资料来源：万得，中银证券

图表 3.2021 年商品贸易顺差扩大，服务贸易逆差收窄

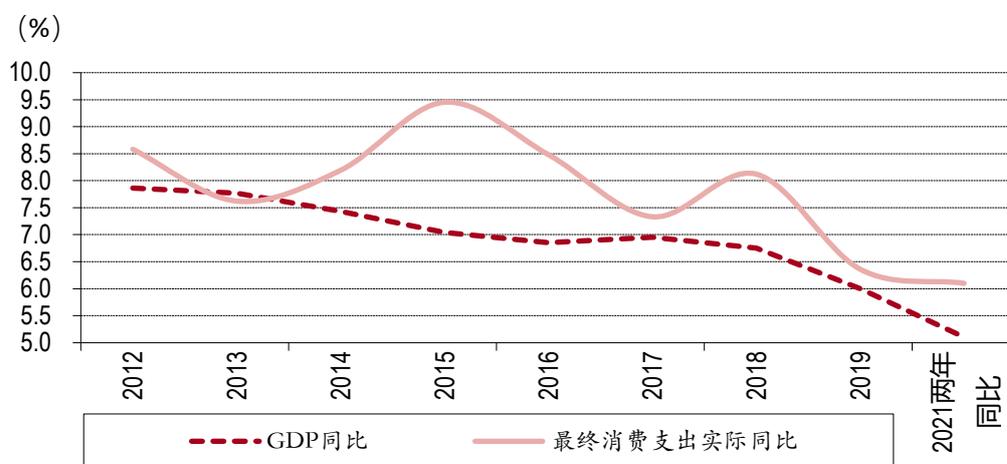


资料来源：万得，中银证券

2022年，随着疫情的缓和，全球商旅往来有望逐步恢复，中国服务贸易逆差预计仍难恢复到疫情前水平，但较2020年和2021年大概率将有所扩大。而中国的商品进出口在海外需求逐步恢复，以及中国供应链优势仍能维持的背景下，预计至少在上半年仍能维持高景气。综合判断，商品贸易顺差仍有扩大空间，但服务贸易逆差预计同样将有所扩大。货物与服务净出口项目对GDP增长的贡献率预计将较2021年继续下降。

而就消费支出而言，2015年以来，中国最终消费支出的实际增速虽有波动，整体呈下行趋势。2019年最终消费支出实际增长6.4%。依据最终消费支出占比和对GDP的贡献，可以测算出最终消费支出2021年同比增长9.8%，但与2019年相比，两年同比增速为6.1%，延续了下行趋势。2022年，消费支出预计延续复苏，不过，在疫情扰动依然存在的背景下，预计消费支出的复苏仍然难以回到2019年的水平。

图表4. 历年最终消费支出实际同比



资料来源：万得，中银证券

从以上分析看，如果2022年全国GDP增速要实现5.5%，仍需资本形成总额项目做出相应贡献。尽管资本形成总额与固定资产投资并非同一概念，但二者的正相关是确定的。因此，2022年固定资产投资仍需发力，这也意味着当前的宏观政策仍需加强稳增长力度。

我们对1月经济数据的预测见图表5。

图表5. 2022年1月经济数据预测

指标	本期值	上期值
CPI 同比 (%)	1.2	1.5
PPI 同比 (%)	9.0	10.3
M2 同比 (%)	9.6	9.0
新增信贷 (亿元)	35900	11300
新增社融 (亿元)	59000	23700
社融存量增速 (%)	10.5	10.3

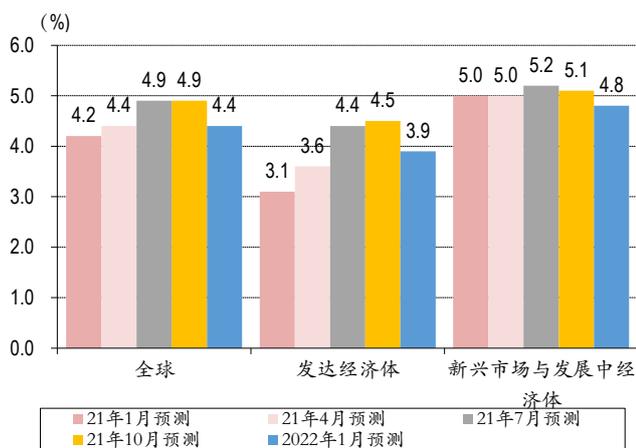
资料来源：中银证券

海外经济：复苏放缓 VS 加息预期

IMF 下调 2022 年全球增长预期，全球复苏势头放缓

IMF 在最新一期《世界经济展望》中，将 2022 年全球增长预测下调了 0.5 个百分点，发达经济体增速自 4.5% 下调至 3.9%，新兴市场与发展中经济体增速自 5.1% 下调至 4.8%。主要经济体中，IMF 仅将日本增速自 3.2% 上调至 3.3%，将印度增速自 8.5% 上调至 9.0%，其他主要经济体增速均有下调，其中将中国 2022 年经济增速自 5.6% 下调至 4.8%，将美国 2022 年经济增速自 5.2% 下调至 4.0%，将欧元区 2022 年增速自 4.3% 下调至 3.9%。

图表 6. IMF 下调 2022 年全球增长预期



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 除印度和日本外，主要经济体增速均被 IMF 下调



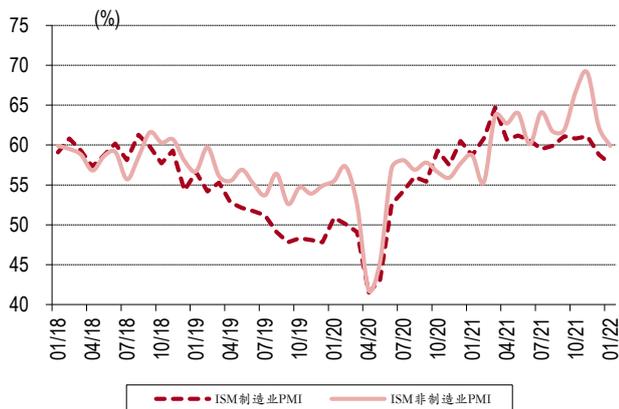
资料来源：万得，中银证券

IMF 称，美国经济增速下调主要是因为剔除了美国“重建美好未来”法案的一揽子财政政策措施的影响，美联储更早退出宽松货币政策，以及供给短缺问题持续存在；中国经济增速下调主要是因为“零容忍”抗疫政策给经济活动带来干扰以及房地产开发商持续面临财务压力。而中美两个全球最大经济体增速的下调直接影响了全球经济增速的下调。

同时，IMF 强调，全球基线预测的风险偏向下行。具体包括：新变异毒株的出现可能使疫情更加持久，再次给经济带来扰动。此外，供应链扰动、能源价格波动和局部工资压力意味着通胀走势和政策路径存在较大的不确定性。发达经济体加息可能引发金融稳定风险，且可能使新兴市场和发展中经济体的资本流动、货币和财政状况面临风险——在过去两年债务水平大幅上升的情况下尤其如此。地缘政治紧张依然存在，这使其他全球性风险可能显现出来。此外，当前的气候危机意味着发生重大自然灾害的可能性依然很高。

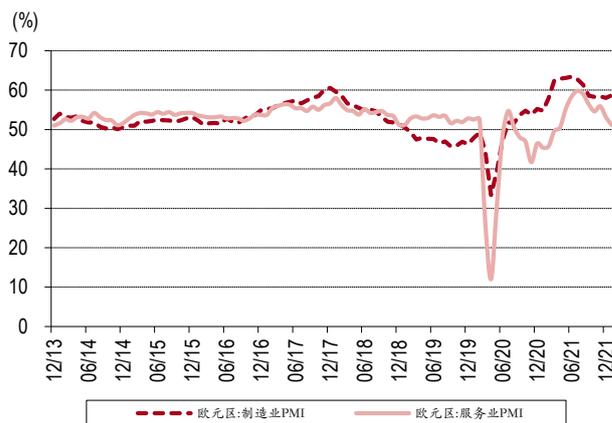
而从近期数据看，在疫情再度扩散影响下，全球复苏势头有所放缓。1 月全球摩根大通制造业 PMI 降至 53.2，为 2020 年 11 月以来新低。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 为 57.6，为 2020 年 12 月以来新低，前值 58.8。美国 1 月 ISM 非制造业 PMI 为 59.9，为 2021 年 3 月以来新低，前值 61。欧元区 1 月制造业 PMI 回升至 58.7，但欧元区 1 月服务业 PMI 继续回落至 51.1，是 2021 年 4 月以来新低。

图表 8. 美国 1 月制造业 PMI、非制造业 PMI 均回落



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 欧元区 1 月服务业 PMI 继续放缓

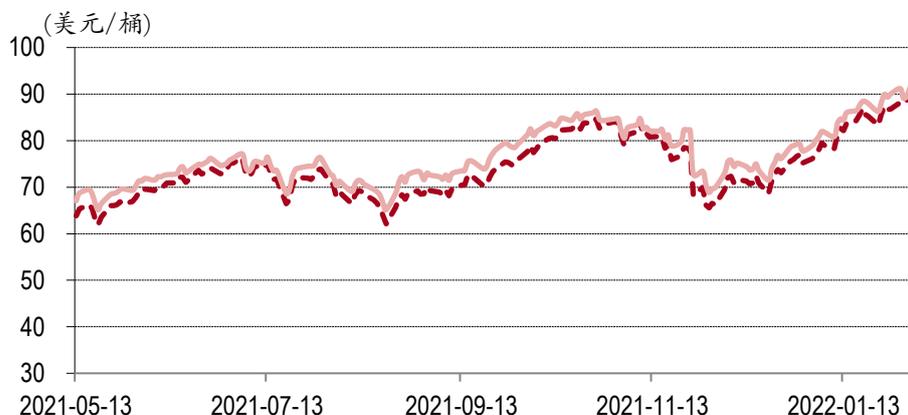


资料来源：万得，中银证券

油价继续攀升，通胀压力明显

经济复苏势头放缓的同时，全球通胀压力则愈发明显。受近期极端天气及地缘政治风险影响，2月4日，布伦特原油一度突破 93 美元，最终收于 92.52 美元/桶，2022 年以来已上涨 18.71%。尽管疫情对全球复苏构成扰动，但全球需求的恢复较为确定，而当前欧佩克+依然按照每月 40 万桶/日的节奏稳定增产，且增产实际执行力度低于计划，油价短期仍有上行空间。

图表 10. 油价短期冲高



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37213



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn