

海外紧缩如箭在弦 国内呵护一刻未停

——2022年3月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022年03月03日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外围环境而言，奥密克戎病毒冲击逐步退潮，全球新冠日新增病例数持续走低，部分国家对新冠“流感化”处理的迹象愈加明显。尽管欧洲地区冲突提升了全球经济的不确定性，但是美国就业改善、通胀承压以及疫情前瞻向好的态势并未改变，3月份美联储议息会议宣布加息几成事实；与此同时，欧央行也有望在年内加快货币正常化步伐，全球流动性紧缩预期持续强化。
- 就国内环境而言，2月中采PMI数据虽然再度印证了宽信用，印证了政策呵护下的需求回升，但是需求回升的趋势并不稳固，特别是面对2021年二季度较高的基数水平、目前复杂多变的外部环境、国内疫情散发及房地产趋势性下行的内在惯性，政策调控仍应给予需求较高的关注与呵护。
- 就通货膨胀而言，在原油价格持续走高的推动下，2月CPI环比增速有望回升，一定程度上冲抵翘尾回落的负向拖累，预计当月CPI同比有望持平于1月水平；PPI同比增速方面，虽然地缘冲突令油价大幅抬升，且其他品类的大宗商品价格同样坚挺，这将令2月PPI环比增速有所回升，但是在翘尾的拖累下，当月PPI同比增速仍将下行至8.5%左右。
- 就政策调控而言，面对内需不振给“稳增长”带来的压力，政策呵护一刻未停，始终处于徐徐加力之中，只是“房住不炒”及地方财政纪律强化等约束下，单一领域的需求提振独木难支，多措并举发力下多领域的需求提振则成为目前最为可能的政策选择，以“众人拾柴火焰高”的方式实现“稳需求”，推进“稳增长”。当前宽货币已经实现，宽信用初见成效但结构不佳，未来唯有财政支持的进一步加力，方能令宽信用更进一步，特别是推动社融及信贷结构的改善。

风险提示：国际疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

目 录

1. 新冠疫情明显退潮 紧缩预期持续强化	4
1.1 新增病例明显减少 多国放松防疫管制	4
1.2 迎接美国联储加息 关注议息会议声明	5
2. 内需不振仍需呵护 通胀走弱差异缩窄	8
2.1 疫情扰动此起彼伏 需求呵护依旧必要	8
2.2 物价指数双双走弱 通胀差异继续缩窄	9
3. 政策呵护徐徐加力 财政支持仍是重点	12
3.1 货币宽松仍将维持 信用结构有待改善	12
3.2 财政发力呵护需求 央企作用值得关注	14

图 目 录

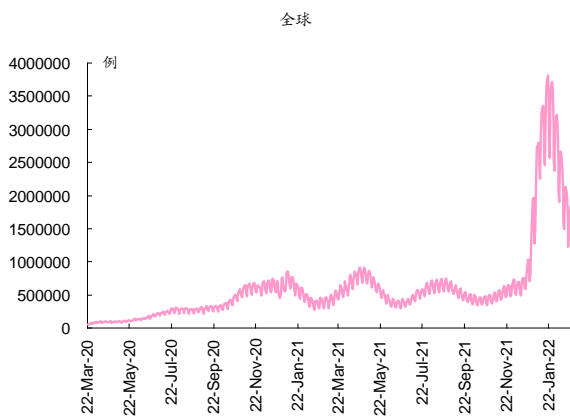
图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	4
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	4
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	4
图 4: 全球新冠疫情死亡率	4
图 5: 美国 PMI 指数	5
图 6: 欧元区 PMI 指数	5
图 7: 美国通胀水平	6
图 8: 欧元区通胀水平	6
图 9: 美国失业率及劳动参与率	6
图 10: 欧元区失业率	6
图 11: 美欧 10 年期国债收益率	7
图 12: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率	7
图 13: 美国主要股指波动情况	7
图 14: 欧洲主要股指波动情况	7
图 15: 中采制造业 PMI 环比变动	8
图 16: 生产-产成品库存回升	8
图 17: 新订单-生产	8
图 18: 新订单-新出口订单	8
图 19: 30 大中城市商品房成交面积	9
图 20: 30 大中城市商品房成交面积 (分类统计)	9
图 21: 部分可选消费品 CPI 环比增速	9
图 22: CPI 当月同比	10
图 23: PPI 当月同比	10
图 24: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	10
图 25: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	10
图 26: 农产品批发价格 200 指数	10
图 27: 南华商品指数	10
图 28: Shibor 利率走势	12
图 29: 银行间同业拆借利率	12
图 30: 10 年期国债收益率	12
图 31: 公开市场净投放情况	12
图 32: 货币供应量同比增速	13
图 33: 社融及信贷同比增速	13
图 34: 新增社融中人民币贷款占比	13
图 35: 新增信贷中居民和企业部门贡献率	13
图 36: 企业部门新增人民币贷款结构	13
图 37: 6 月国股银票转贴利率	13

奥密克戎病毒冲击逐步退潮，全球新冠日新增病例数持续走低，部分国家对新冠“流感化”处理的迹象愈加明显。尽管欧洲地区冲突提升了全球经济的不确定性，但是美国就业改善、通胀承压以及疫情前瞻向好的态势并未改变，3月份美联储议息会议宣布加息几成事实，市场分歧仅在于加息的幅度；与此同时，欧央行也有望在年内加快货币正常化步伐，全球流动性紧缩预期持续强化。在国内，稳增长措施持续落地，尽管金融数据结构仍不理想，但宽信用迹象已得到初步印证，在货币政策逐步稳固舞台的情况下，仍需要财政政策更大的作为方能令宽信用更进一步，特别是推动社融及信贷结构的改善。

1. 新冠疫情明显退潮 紧缩预期持续强化

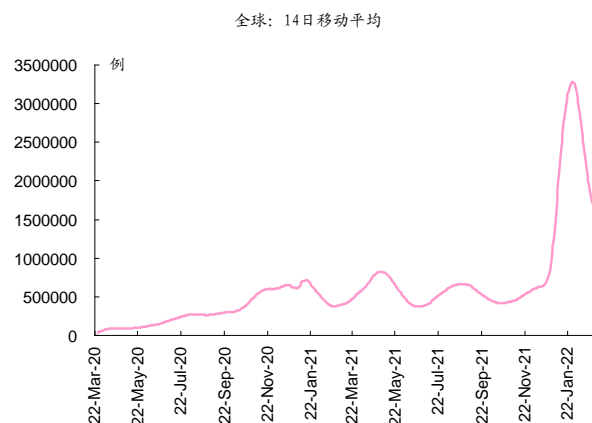
1.1 新增病例明显减少 多国放松防疫管制

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



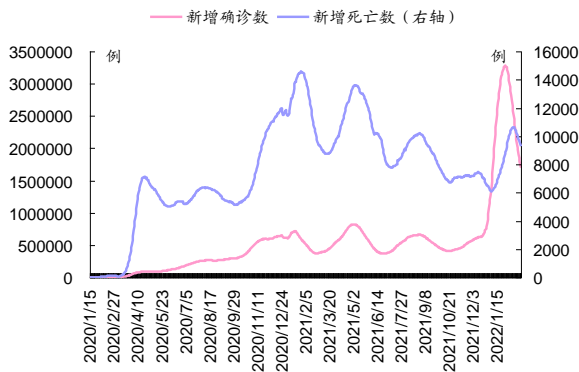
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)



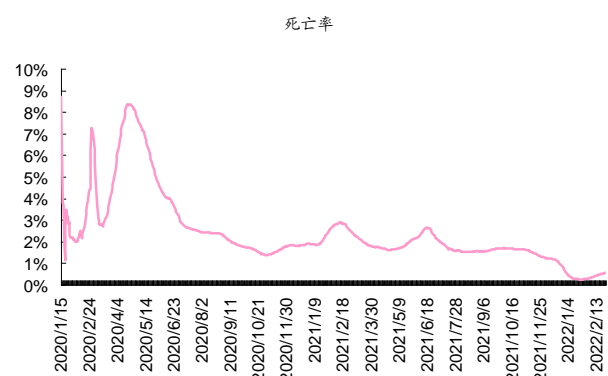
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 4: 全球新冠疫情死亡率



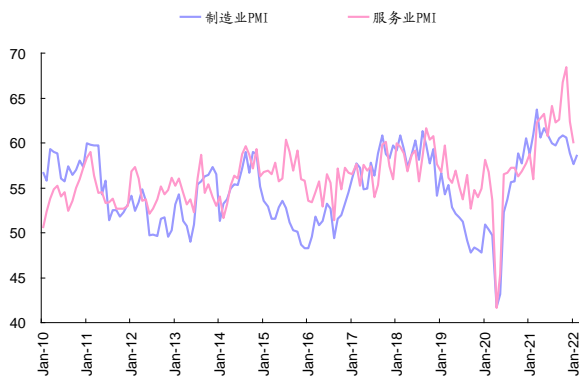
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

进入2月份以来，新冠疫情日新增病例数出现显著回落，尽管同期死亡病例的下降幅度相对和缓，并导致死亡率的抬升，但是对此则无需过度担忧，随着时间的推移，死亡率将再度回落。在疫情持续向好的情况下，部分国家显著放松了对于疫情的防控力度，将新冠疫情“流感化”处理的迹象愈加明显：1) 美国加州将采用“地方性流行病”的方法应对新冠疫情，这意味着逐步取消居家隔离、口罩令等强制措施，选择与新冠病毒共存；2) 德国政府正着手实施一项三阶段解除防疫措施计划，旨在3月20日之前取消大部分限制措施；3) 英国首相鲍里斯·约翰逊宣布，自2月24日起，将解除英格兰地区所有疫情防控措施，正式开始“与新冠共存”计划。

新冠疫情的“流感化”处理一方面增强了新冠疫情防控所面临的挑战，但是另一方面则减少了经济阻断，强化了供给端恢复，进而推动全球范围内供需缺口的更快弥合，在提振当期经济增长的同时，有利于缓解通胀压力。

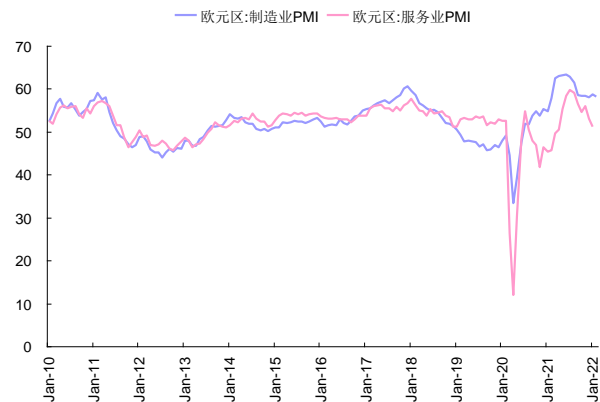
1.2 迎接美国联储加息 关注议息会议声明

图 5: 美国 PMI 指数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 指数



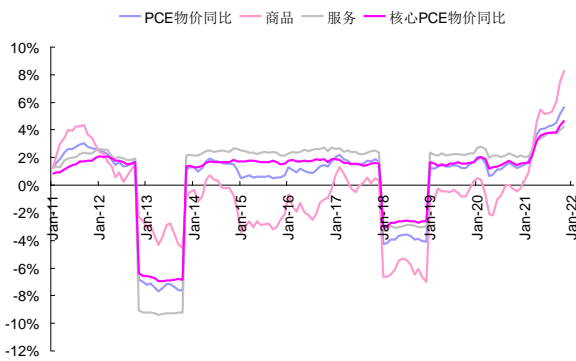
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

欧美经济景气依旧保持扩张态势的同时，其所面临的通胀压力则持续强化，美国 PCE 物价同比增速和欧元区 HICP 同比增速均再创新高。经济态势的向好，叠加临时刺激政策的先后到期，美国劳动参与率也开始有所回升，1 月美国劳动参与率小幅提升至 61.9%，而且 1 月非农就业数据远超预期。

3 月初鲍威尔的听证会发言及回答进一步确认了以上信息，对于经济形势，其表示了对高通胀的担忧，且进一步确认了劳动力市场的紧张态势，并指出乌克兰局势给经济带来较大不确定性；对于加息，其认为 25BP 的加息幅度是合适的，这

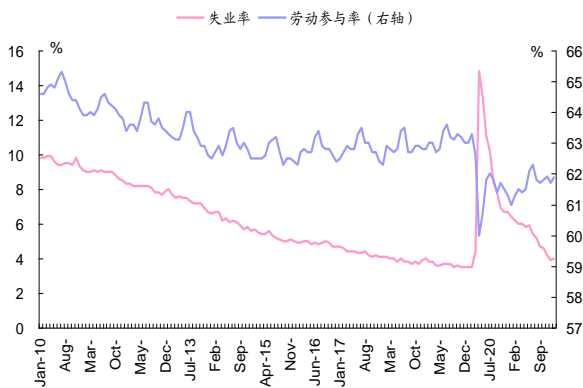
打消了市场对 50BP 加息幅度的担忧，进而触发了股票市场的反弹；对于缩表，其表示将以调整再投资规模的方式进行被动式缩表，但细节和时间依旧不清晰；对于通胀，虽然其依旧认为年中后将逐步回落，但“仍可能采取 50BP 加息行为”的表述则隐含了其对未来通胀超预期坚韧的警惕。

图 7: 美国通胀水平



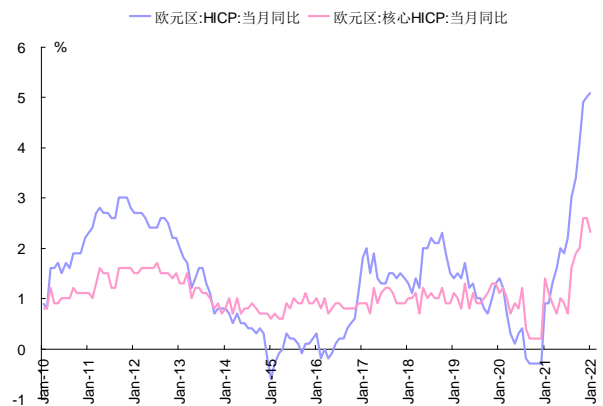
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 9: 美国失业率及劳动参与率



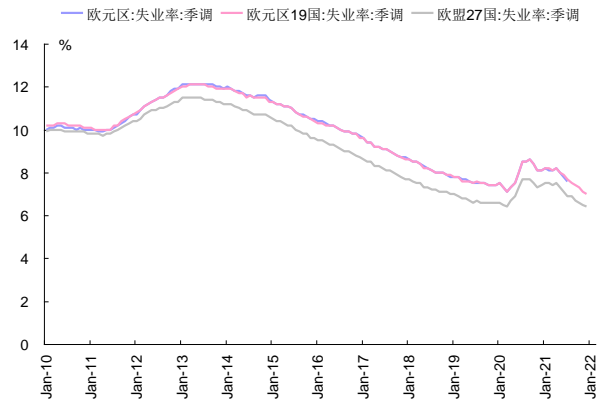
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区通胀水平



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 10: 欧元区失业率



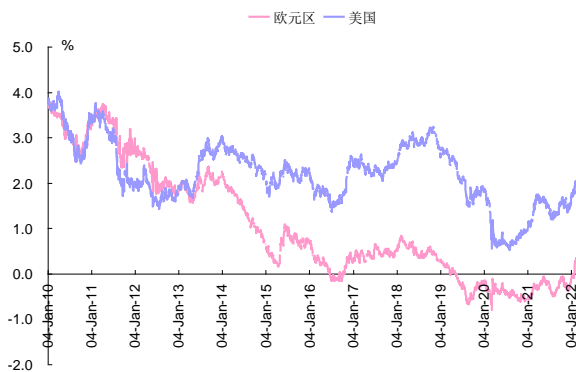
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

因此，在通胀压力强化且就业高质量改善的情况下，美联储在 3 月议息会议上宣布加息几成事实，虽然地区冲突带来了相当的不确定，但是其影响将作用于加息的幅度，而非加息与否。政策收缩加力预期强化直接导致全球资金价格的抬升，欧美 10 年期国债收益率明显抬升，全球负利率资产占比也随之大幅缩减；因政策纠偏而显著上升的无风险利率对近年来高估的资产价格带来了打击，欧美主要股指在 2022 年后均出现明显回调。

展望来看，相较于加息行为，3 月美联储议息会议的关注焦点依旧是其对未来经济、通胀，特别是近期事件的态度，这将有利于我们跟踪分析其下一步的行动步

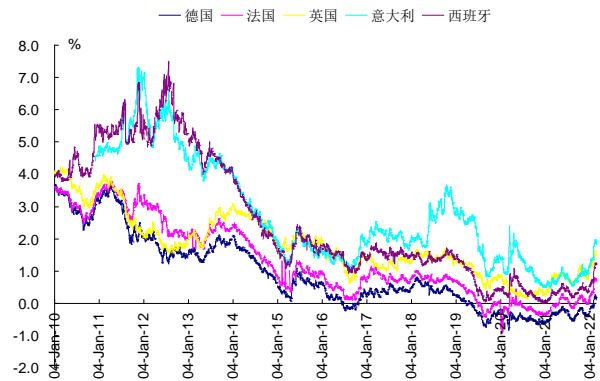
伐。同时，我们依旧坚持此前观点，尽管因为行动延迟导致美联储目前存在较强的补偿性加息动力，但是在政策刺激相继退出后，美国经济的景气程度将逐步回落，叠加全球供应链的持续修复，通胀水平也将筑顶下行，加息的必要性和迫切性都将因此而降低，目前较强劲的加息预期有望在年中后逐步弱化，其对全球资产价格的冲击也将随之和缓。

图 11: 美欧 10 年期国债收益率



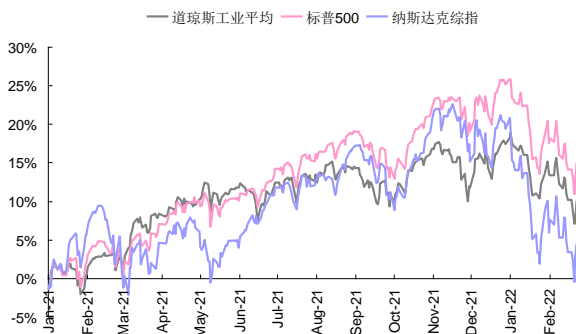
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 12: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率



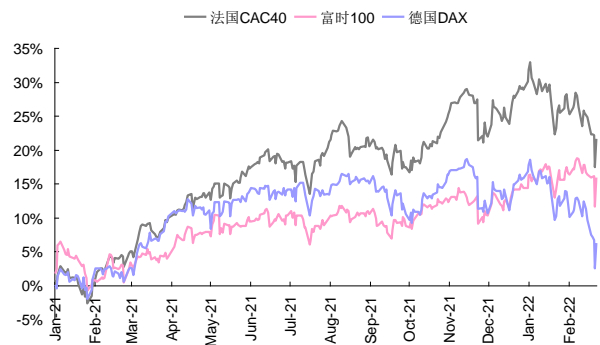
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 13: 美国主要股指波动情况



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 14: 欧洲主要股指波动情况



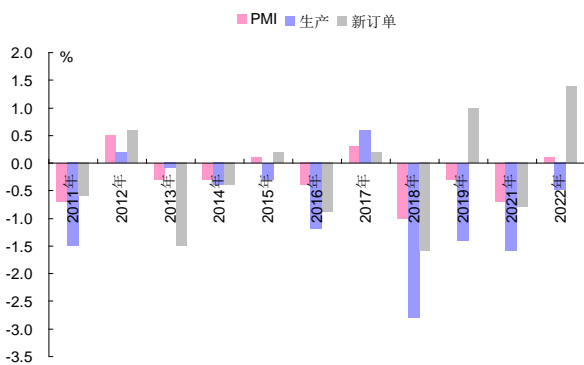
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

2. 内需不振仍需呵护 通胀走弱差异缩窄

尽管2月份一向是经济数据的发布淡季，这为经济形势跟踪与分析带来了困难，但是通过对中微观数据的观察以及数据间的相互印证，我们仍能达到管中窥豹的效果。

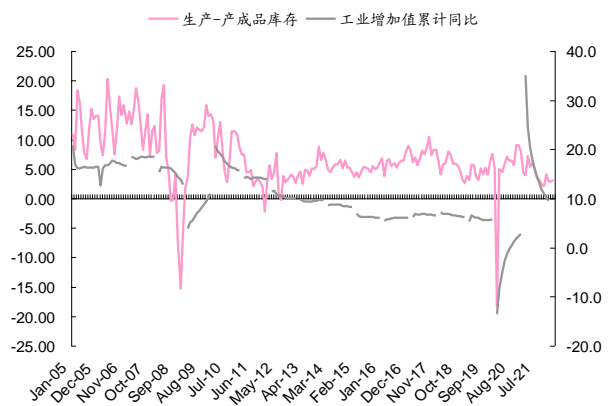
2.1 疫情扰动此起彼伏 需求呵护依旧必要

图 15: 中采制造业 PMI 环比变动



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 16: 生产-产成品库存回升



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 17: 新订单-生产

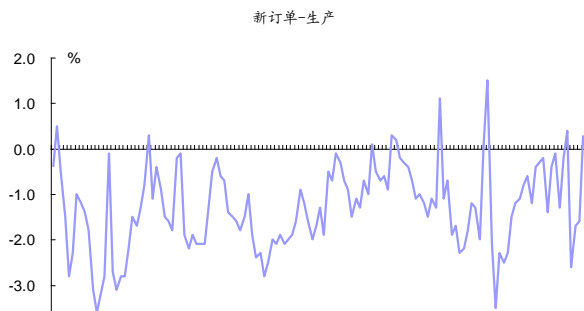
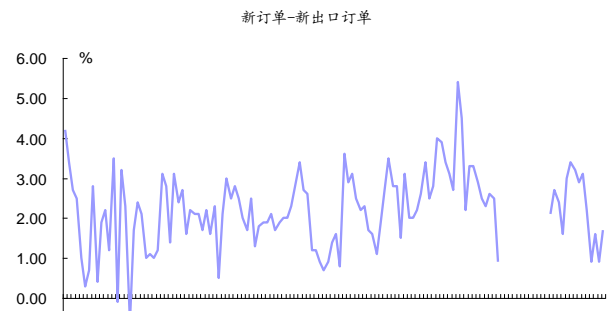


图 18: 新订单-新出口订单



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_39056



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn