

疫情压制经济复苏，通胀驱动鹰派加息

4月宏观经济展望

疫情扰动下，中国3月经济数据预计明显回落，政策稳增长力度将进一步加大。海外通胀压力继续增强，三季度前美联储延续鹰派加息节奏。

- 中国3月制造业数据全面回落，央行一季度问卷调查也给出并不乐观的结果，高频数据依然偏弱，预计3月经济数据全面回落，一季度GDP增长4.6%。同时需关注供应商配送时间放慢隐含的供应链问题是否会在下半年增加通胀压力。
- 疫情防控政策短期难有变化，为对冲疫情对经济增长的扰动，政策“稳增长”力度应进一步加大。
- 海外通胀压力继续增强。考虑到美国经济增长依然强劲以及中期选举因素，预计美联储三季度前将延续鹰派加息节奏。欧央行政策收紧仍落后美联储，美元指数和美债收益率仍有上行空间。近期美债收益率出现倒挂，仍需关注全球滞胀风险。

风险提示：疫情反弹超预期，国内政策宽松不及预期，美联储加息超预期

相关研究报告

《大类资产追踪月报：A股筑底，商品市场保持强势》 20220403

《汇率也在影响全球购买力：高频数据扫描》 20220403

《大类资产配置周报(2022.4.3)：复苏仍是基本假设，但衰退交易预期升温》 20220403

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

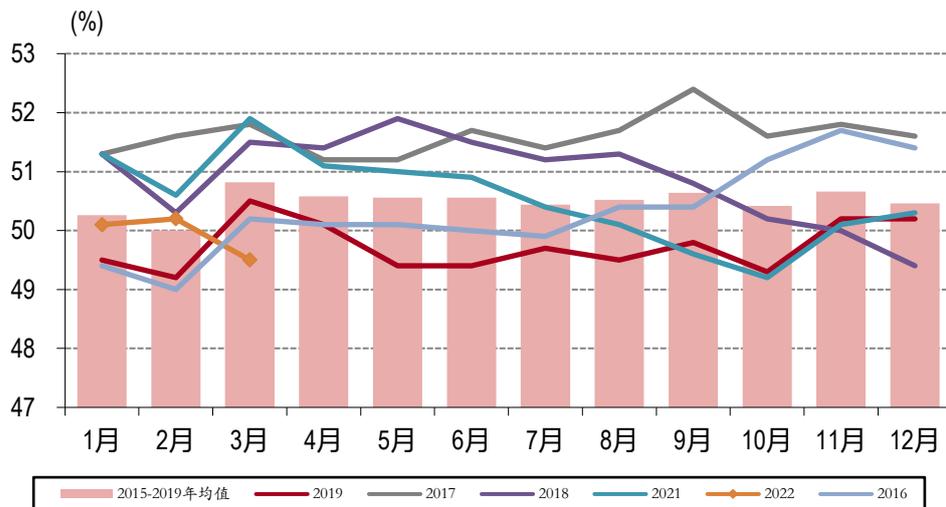
疫情压制经济复苏，政策力度逐步增强

3月制造业PMI数据回落明显

中国1-2月经济数据意外回暖，但3月以来全国多地的疫情反弹再一次压制了经济复苏。

3月制造业PMI仅49.5%，较2月的50.2%回落0.7个百分点。这也是制造业PMI数据发布以来首次出现3月数据低于荣枯线的情形。

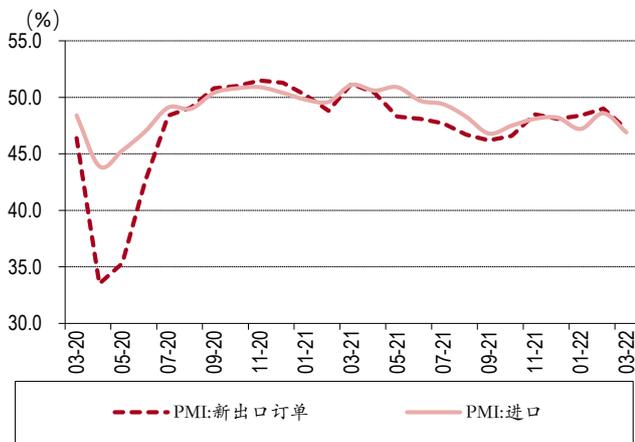
图表 1.3月制造业PMI明显低于历史同期水平



资料来源：万得，中银证券

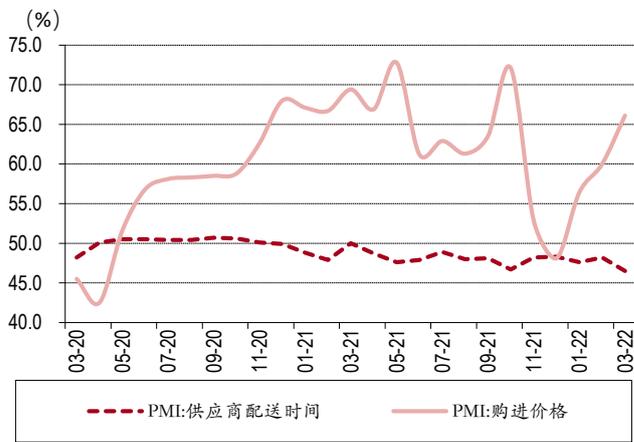
从分项数据看，除购进价格指数和出厂价格指数较2月上行外，其他分项全面回落，生产、新订单、原材料采购等指数均落至50%下方。其中尤为值得关注的包括：（1）新出口订单回落至47.2%，连续9个月位于收缩区间，未来出口增长令人担忧。（2）供应商配送时间指数降至近期低点46.5%，显示供应商配送时间进一步放慢，体现了疫情管控对物流的冲击。3月原材料购进价格指数已升至66.1%，原材料价格上行叠加供应链冲击，是否会进一步放大工业品价格上涨压力值得关注。而如果PPI在高位持续时间较长，PPI向CPI的传导或将增大下半年CPI通胀压力。

图表 2.新出口订单持续低于 50



资料来源：万得，中银证券

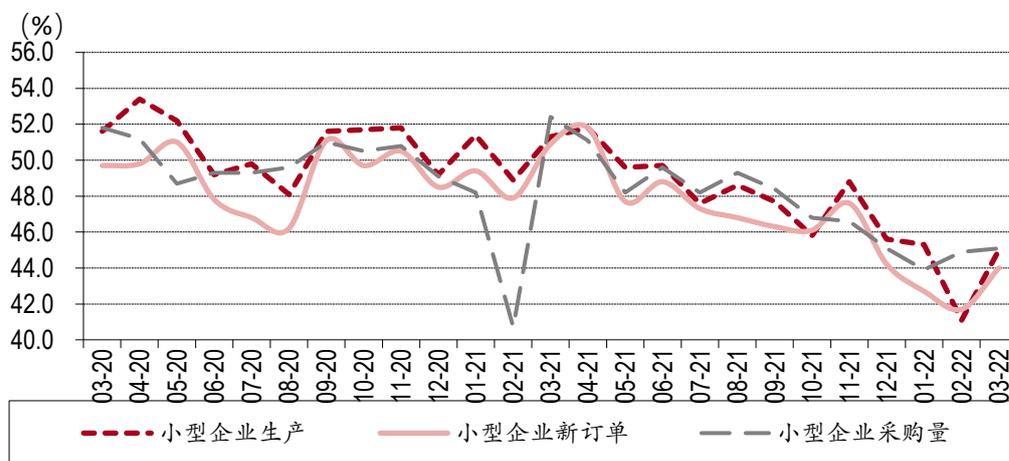
图表 3.原材料价格上涨同时供应商配送时间放慢



资料来源：万得，中银证券

此外一个需要关注的现象是，3月小企业制造业 PMI 则较 2 月回升 1.5 个百分点至 46.6%，为 2021 年 12 月以来的新高。其中生产、新订单、采购量分项均有明显改善。一定程度上体现了“稳增长”政策的效果逐步显现。

图表 4. 3 月小企业制造业 PMI 有明显改善



资料来源：万得，中银证券

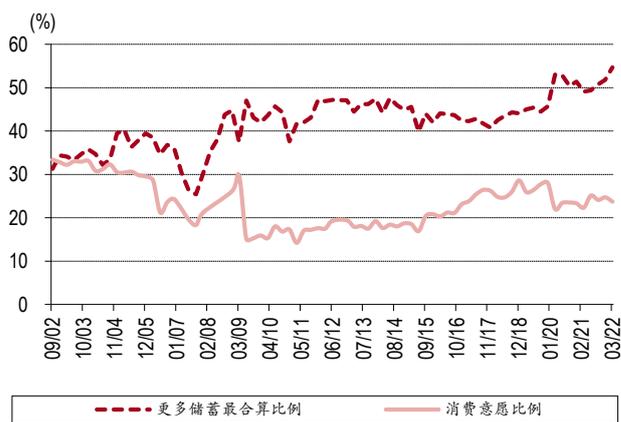
央行一季度问卷调查传递出的信号也并不乐观。一季度银行家宏观经济热度指数下降至 34.4%，企业家宏观经济热度指数下降至 35.7%，均是连续三个季度下降。与此同时，倾向“更多储蓄”的居民比例上升至 54.7%，为数据发布以来新高；而倾向“更多消费”的居民比例降至 23.7%；综合看，居民对未来预期有所恶化，预防性储蓄意愿上升，消费意愿下降。

图表 5. 银行家和企业宏观经济热度指数下降



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 居民储蓄意愿上升明显



资料来源：万得，中银证券

高频数据总体依然弱势

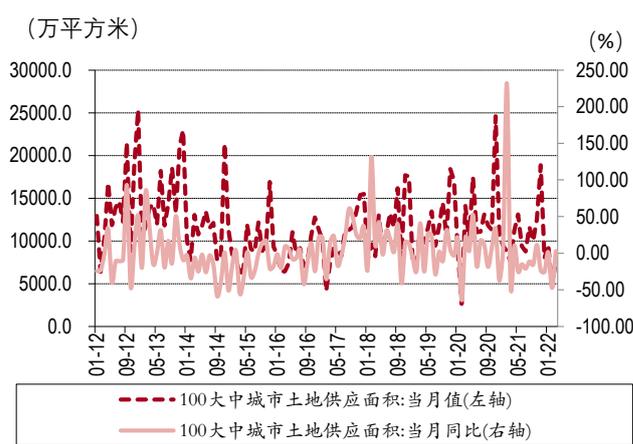
从高频数据看，唐山高炉开工率逐步回升，4月初已回到 50% 上方；100 大中城市土地供应面积在 2 月同比大幅下行后，3 月同比增速再度转为正增长 3.1%，但 1—3 月累计同比仍较 2021 年同期明显回落，土地供应能否带来房地产新开工面积的回升还需要进一步观察。

图表 7. 唐山高炉开工率回升



资料来源：万得，中银证券

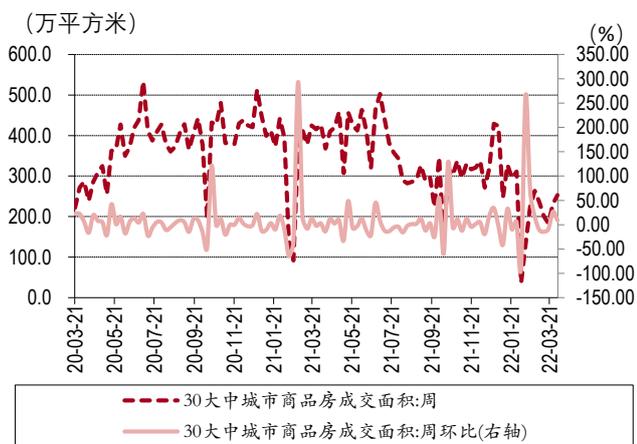
图表 8. 100 大中城市土地供应面积增速 3 月小幅回升



资料来源：万得，中银证券

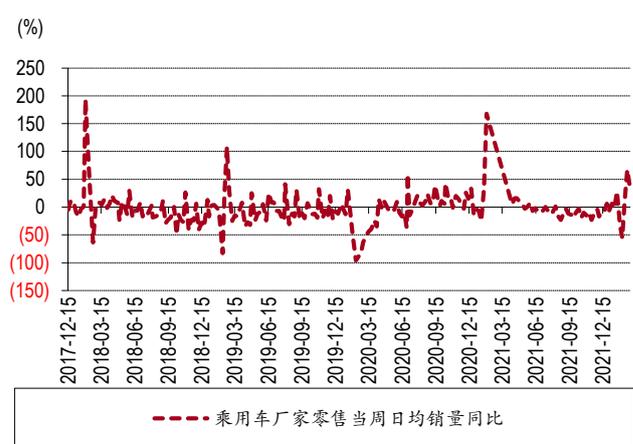
从需求端看，3月30大中城市商品房成交面积再度转弱，3月底开始有所回升，但仍未回到2022年春节前水平。尽管已有多地出台降低房贷利率等促进商品房销售的政策，但房地产销售依然较为弱势。汽车销售再度转弱，3月4周乘用车厂家零售周均销量为39264辆，较2021年同期的48893辆下降19.7%。

图表 9. 住房成交依然较弱



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 汽车零售再度转弱



资料来源：万得，中银证券

综合看，高频数据目前传递出的信号依然是生产端强于需求端，总体依然偏弱。

政策力度继续加强，效果仍待观察

自2020年4月以来，全国各地疫情的反复对宏观经济已经造成了多次冲击。3月17日政治局常委会会议再度强调，“坚持科学精准，动态清零”，“疫情较为严重的地方，党政主要领导和各级领导干部要把防疫工作放在第一位”，明确了防疫政策总体导向。在此基础上，预计疫情扰动仍是年内宏观经济的不确定性之一。同时，会议也强调了“统筹好疫情防控和经济社会发展，采取更加有效措施，努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。在全年GDP增速5.5%的增长目标约束下，预计宏观政策“稳增长”的力度将进一步加大，以对冲疫情对宏观经济可能的冲击。

3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。随后，央行、银保监会、证监会迅速开会和发文表态。会议明确提及了市场关注的重点，包括宏观经济运行、房地产、中概股、平台经济治理、以及香港金融市场等方面。同时在政策导向上做出明确指示，包括：“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”，既稳定了市场对于宽信用政策落实的预期，又再次明确了货币政策的主动性；对于房地产企业，表明“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，预计房地产政策纠偏仍将继续。此外，会议强调“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”，再次提振了市场对于今年经济稳增长的预期。

3月29日国务院常务会议指出，“把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案”。会议具体部署了通过政府债券扩大有效投资的措施。预计后续财政发力仍可期待。

3月30日，央行货币政策委员会一季度例会指出：“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘”，“进一步疏通货币政策传导机制”。与2021年年四季度例会相比，从“稳健的货币政策要灵活适度”到明确强调“加大稳健的货币政策实施力度”，并强调“主动应对，提振信心，为实体经济提供更有有力支持”，再度展示了货币政策支持经济增长的态度。预计后续政策利率下降和降准仍有空间。

我们对3月经济数据的预测见图表11。

图表 11. 2022 年 3 月经济数据预测

| 指标 | 3月预测值 | 上期值 | 2022年预测值 |
|-----------------|-------|-------|----------|
| GDP 同比 (%) | 4.6 | 4.0 | 5.5 |
| 工业增加值同比 (%) | 4.3 | 7.5 | 5.5 |
| 固定资产投资累计同比 (%) | 9.6 | 12.2 | 7.0 |
| 社会消费品零售总额同比 (%) | (1.5) | 6.7 | 5.8 |
| 出口 (美元) 同比 (%) | 12.9 | 16.3 | 12.7 |
| 进口 (美元) 同比 (%) | 5.3 | 15.3 | 10.5 |
| CPI 同比 (%) | 1.1 | 0.9 | 1.7 |
| PPI 同比 (%) | 7.8 | 8.8 | 5.0 |
| M2 同比 (%) | 8.6 | 9.2 | 8.6 |
| 新增信贷 (亿元) | 24000 | 12300 | — |
| 新增社融 (亿元) | 39000 | 11900 | — |
| 社融存量增速 (%) | 10.5 | 10.2 | 11.4 |

资料来源：中银证券

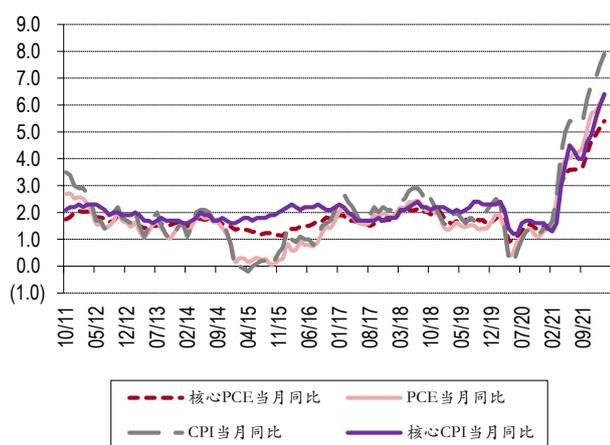
通胀压力不减，鹰派加息明朗

全球通胀压力继续上行

2月美国 CPI 同比上涨 7.9%，环比上涨 0.9%，核心 CPI 同比上涨 6.4%，环比上涨 0.7%，涨幅继续扩大。美联储所关注的 PCE 物价指数 2月同比升至 6.4%，较 1月上行 0.4 个百分点；核心 PCE 物价指数 2月同比增长 5.4%，较 1月上行 0.2 个百分点。3月欧元区 CPI 同比升至 7.5%，较 2月大幅上行 1.6 个百分点；3月欧元区核心 CPI 同比增长 3%，较 2月上行 0.3 个百分点。在疫情导致的供应链问题尚未解决的基础上，俄乌冲突导致的能源价格上升给通胀造成巨大压力。海外通胀的形势依然严峻。

3月美欧央行均大幅上调通胀预期，美联储将 2022 年核心 PCE 物价指数预期自 2021 年 12 月预期的 2.7%上调至 4.1%，2023 年核心 PCE 预期上调至 2.6%；欧央行将 2022 年通胀预期自 3.2%大幅上调为 5.1%，2023 年通胀预期调整为 2.1%。从目前看，美欧央行的基准预期仍是通胀在 2023 年有所缓和，但仍较历史水平为高。

图表 12. 美国通胀加速上行



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 欧元区 3 月通胀大幅上升



资料来源：万得，中银证券

美联储三季度前维持鹰派加息态度

美联储 3 月会议宣布将联邦基金利率目标范围上调 25bp 至 0.25%—0.5%，符合此前市场预期。会议声明同时指出，预计在接下来即将召开的会议上开始缩表。点阵图显示，2022 年利率预测中位数为 1.75%，意味着如每次加息 25BP，则 2022 年将加息 7 次；2023 年利率预测中位数为 2.625%，表明如果 2022 年加息 7 次，2023 年将在此基础上加息 3 次。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会强调，美国经济状况能够承受紧缩的货币政策。

3 月 21 日，鲍威尔讲话继续暗示 5 月可能加息 50BP。换言之，美联储 5 月会议可能加息 50BP 同时开始缩表。而从近期美联储官员表态看，鉴于 2022 年上半年通胀压力依然明显，而当前美国经济走势依然强劲，同时考虑到中期选举因素，我们预计至少在三季度之前，美联储将维持偏鹰派加息节奏。

欧央行 3 月会议将基准再融资利率保持在 0%，边际贷款工具利率保持在 0.25%，存款工具利率保持在 -0.5%，同时宣布将以更快速度结束资产购买计划。拉加德在新闻发布会上重申了欧洲央行要三季度结束购债一段时间后才会加息。同时，3 月 15 日，拉加德称，如果中期通货膨胀前景发生变化，并且融资条件与 2% 的通胀水平目标的进一步进展不一致，欧洲央行随时准备调整净购买规模和时间表。我们认为，这意味着通胀目前仍是欧央行关注的焦点。如欧元区通胀居高不下，不排除欧央行提前结束资产购买并开始加息的可能性。

总体看，欧央行货币政策收紧速度依然落后于美联储，美欧利差预计短期内将继续走阔，驱动美元指数上行。

风险提示：疫情反弹超预期，国内政策宽松不及预期，美联储加息超预期

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_40038

