

周度经济观察

——海内外宏观场景的分化延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 4 月 12 日

内容提要

当前宏观因素驱动大类资产价格的迹象明显。

海外主要体现为“胀”，发达经济体通胀持续上行，这一通胀格局引发央行货币政策加速收紧，进而导致发达国家债券收益率大幅上行，权益市场普遍回落。

国内主要体现为“滞”，经济减速的影响，在金融数据上体现为企业和居民中长期贷款恢复缓慢。通胀数据上，全球定价的品种价格大幅上行，与国内需求更相关的产品价格偏弱。资产价格上，债券收益率总体下行，股票市场普遍回落。

二季度海内外的宏观场景有望延续，国内权益市场面临的下行压力仍然存在，债券市场尚处于有利的环境中。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

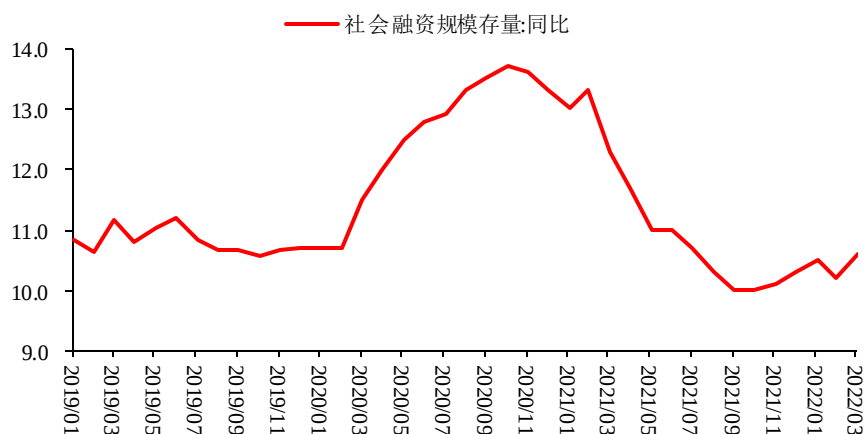
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、社融反弹，通胀可控

3月社会融资规模增量为4.65万亿元，比上年同期多增1.28亿元；余额同比10.6%，较上月上升0.4个百分点，重回上升轨道。信贷发力、非标扩张和地方专项债发行提速是推升社融的主要力量。

图1：社融同比增速，%



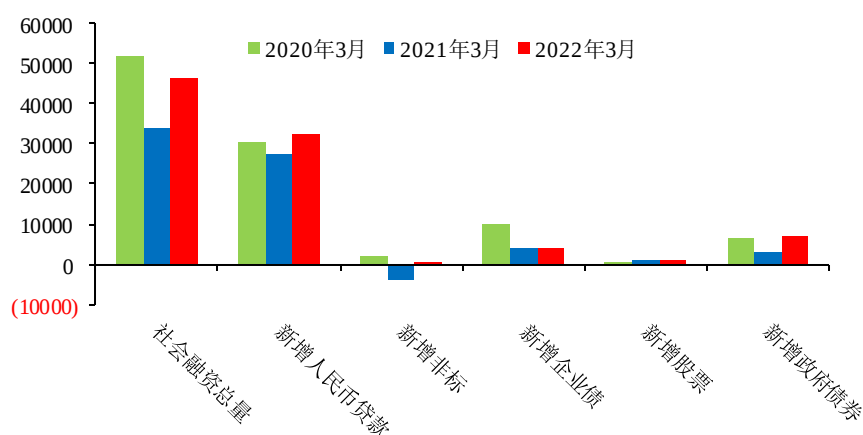
数据来源：Wind，安信证券

从结构上看，3月新增人民币贷款32328亿元，同比多增4817亿。非标融资133亿元，同比多增4262亿元，其中信托贷款同比多增1532亿元，未贴现的银行承兑汇票同比多增2582亿元，委托贷款变化不大，非标的扩张可能与监管的短期放松有关。政府债券融资7052亿元，同比多增3921亿元，这一领域是政府稳增长的重要抓手。

合并来看，在经历了2月地产下滑的拖累后，3月社融总量出现反弹，不过从结构上看，社融的扩张更多是主动信贷投放扩张、稳增长政策发力的影响，而终端需求持续偏弱。

往后看，房地产行业的流动性压力尚未出现实质性改变，叠加疫情的扰动，实体经济信贷需求的恢复预计相对缓慢，因此信用环境的改善将会呈现出一波三的过程。同时受美债利率快速上行、资本外流压力激增的牵制，央行使用结构性货币政策的可能性在增加。

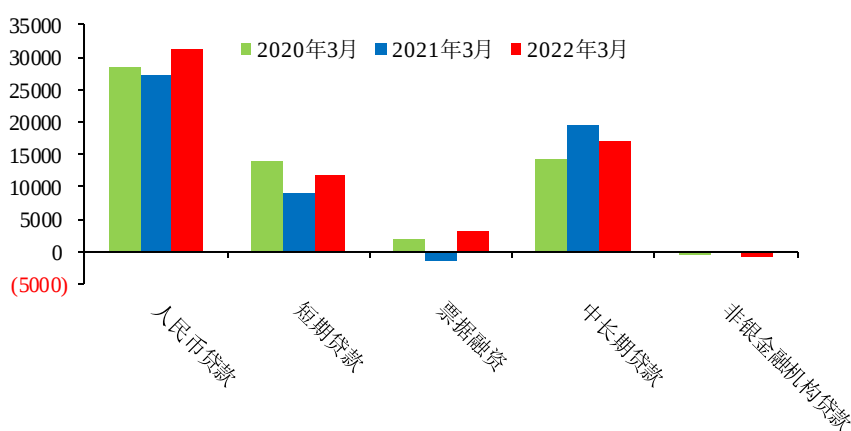
图2：近三年3月份社融分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

3月新增信贷 3.13 万亿，较去年同期多增 4000 亿元；余额同比 11.4%，较上月持平。信贷的扩张主要源自短期贷款和票据融资，而中长期贷款表现仍然偏弱。

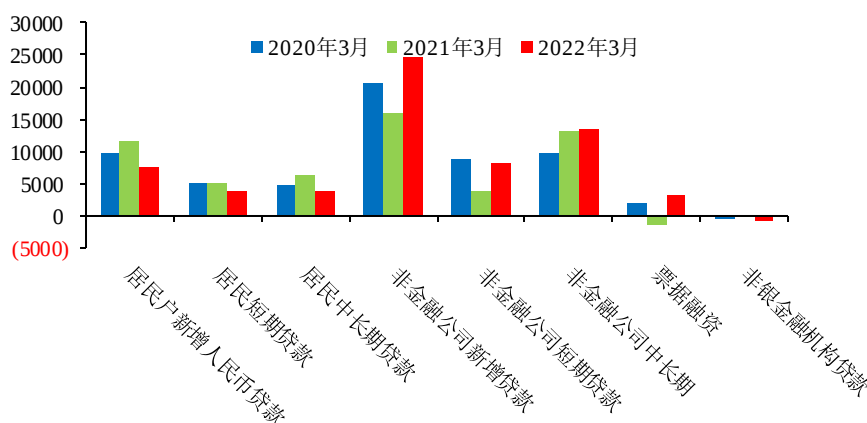
图3：近三年3月份信贷分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

分结构看，中长期贷款较去年同期下降 2356 亿元。其中居民部门中长期贷款新增 3735 亿元，同比少增 2504 亿元，与同期高频数据显示的房地产销售偏弱一致。企业部门信贷的扩张主要集中在短期贷款和票据融资，而中长期贷款同比小幅扩张，显示企业信贷需求的恢复比较缓慢。

图4：近三年3月份居民与非金融企业部门信贷，亿元



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，3月的社融和信贷数据的改善主要反映了稳增长政策发力的影响，而实体经济终端需求的扩张仍然缓慢。考虑到疫情对消费、服务业的冲击，以及房地产流动性压力尚未实质缓解，未来信用扩张的过程或将在波折中前行。

最新公布的数据显示，3月 PPI 环比为 1.1%，较上月上升 0.6 个百分点，延续了此前回升的趋势；PPI 同比 8.3%，较上月回落 0.5 个百分点，连续五个月同比下行，这与去年高基数的影响有关。

分项来看，PPI 环比的上行主要集中在石油、燃气、黑色、有色等上游行业，在大宗商品本身供应偏紧的背景下，俄乌战争进一步放大了供需矛盾，推动大宗商品价格上行。与此同时计算机、印刷、医药等中下游行业价格表现依然偏弱。

当前全球的需求层面并未出现显著变化，而供应的走向主导了大宗商品价格的走向。从 4 月以来的油价和波动率数据来看，俄乌战争的短期影响或已被市场吸收，油价出现回落，这有助于缓解当前的通胀压力。

对我国而言，由于去年基数较高，今年 PPI 同比增速有望缓慢回落，但中枢将维持在较高水平。

3 月 CPI 同比 1.5%，比上月提升 0.6 个百分点；环比为 0，高于过去五年-0.7% 的环比均值；核心 CPI 同比 1.1%，持平上月。

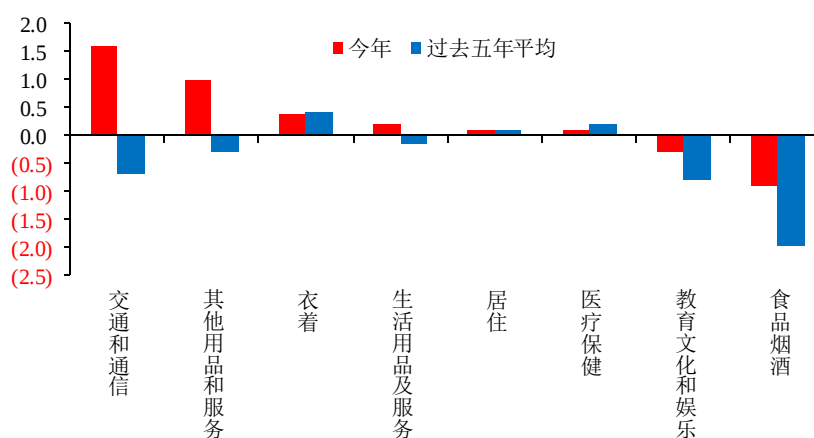
拆解看，CPI 表现强于季节性主因是食品、交通通信价格的上涨。

食品分项中鲜菜、蛋类价格大幅高于历史均值，反映出多地疫情防控政策收紧对食品供应的冲击，这一冲击当前仍在延续。同时猪价仍在下跌，对食品价格持续构成拖累。

交通和通信价格的上涨主要集中在燃料，反应了成品油价格上涨的影响，但考虑到当前油价已经开始回落，这一分项上涨的持续性存疑。其他服务分项价格保持平稳。

往后看，社交隔离措施的收紧未来仍将延续，这一方面推升食品价格的同时，对服务业价格形成拖累，不过考虑到政府正在加速保障运输业的恢复，预计食品价格上涨有望放缓。在基数的影响下，二季度 CPI 同比增速将温和恢复，上半年国内通胀环境难以对货币政策形成实质制约。

图5: CPI 细项环比, %

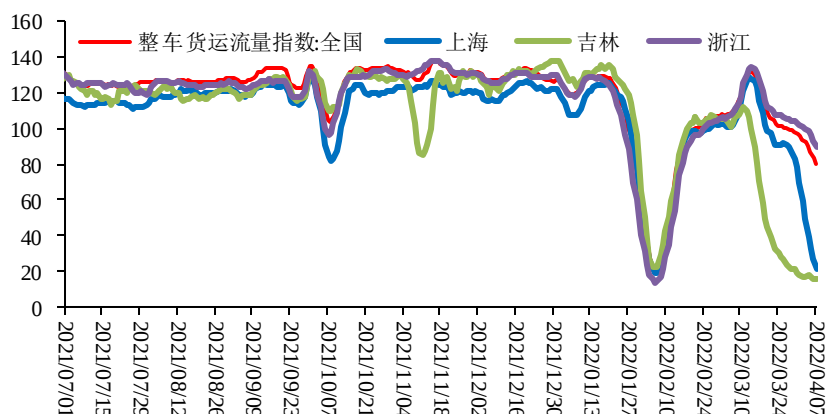


数据来源: Wind, 安信证券
以 2019 年同期为基准

疫情对国内交通物流产生较大扰动, 整车货运流量指数、快递吞吐量都表明本次疫情对供应链的扰动超过此前几轮。10 城地铁客运量维持在此前三分之二的水平。疫情对市内和跨城的人流物流均产生显著影响。

对二季度而言, 疫情防控政策的变化以及房地产政策的走向是影响经济的最主要的变量。当前越来越多城市的房地产终端需求政策开始放松, 但商品房销售的普遍回暖尚未出现, 房地产投资活动的企稳回升仍需时间。全国多地出现疫情的扩散, 社交隔离措施趋严, 这一状态短期之内扭转, 这意味着二季度经济下行的压力犹存。

图6：整车货运流量指数



数据来源：Wind，安信证券

二、海内外宏观场景的分化延续

从当前海内外资产价格走势来看，宏观因素驱动大类资产的迹象明显。

海外主要体现为“胀”，美国、欧元区、澳大利亚等经济体通胀数据持续上行，而且通胀数表现出较高的粘性，这一上行引发央行货币政策的加速收紧，美国 5、6 月份分别加息 50bp 的预期显著升温。在此背景下，发达经济体债券市场收益率大幅上行，权益市场普遍回落。

国内主要体现为“滞”，经济减速的影响在各个领域具有体现。金融数据上，由于实体经济需求收缩，企业中长期贷款恢复缓慢，居民中长期贷款持续减速。通胀数据上，全球定价的品种如原油、天然气、有色价格大幅上行，而与国内需求相关性更高的领域如服务业、下游制造业价格始终表现偏弱。资产价格上，国内债券市场收益率总体下行，股票市场普遍走弱。

当前海内外的宏观场景未来如何演绎？

海外通胀至少在二季度仍将居高不下，供应链压力缓解缓慢，服务消费均值回复，叠加基数的影响将推升通胀。面对攀升的通胀和松动的通胀预期，美联储

货币政策进入加速收紧的通道，这一收紧也将在未来对美国经济形成负面冲击，进而拖累企业盈利的表现。

对国内而言，疫情防控政策的强化以及房地产市场流动性压力的增加，对宏观经济的冲击在二季度或将延续。从中央经济工作会议、两会、金融委后政策的出台和落地情况来看，政策当局通过大规模地产刺激、地方政府隐形债务放松来对冲经济下行的意愿较弱，信用传导的进程相对缓慢，二季度经济减速对资本市场可能会产生持续影响。

中美国债利差的倒挂正是海内外宏观场景分化的结果，这一结果反过来也带来资本流出压力的增加，以及人民币汇率的贬值，进而推动央行更多转向使用结构性货币政策来对冲国内经济下行。

总体来看，发达经济体通胀上行以及货币政策的加速收紧将对海外权益市场形成拖累，进而通过外资流出、情绪层面对我国市场带来扰动。国内稳增长政策的落地进展偏慢，疫情冲击叠加房地产领域的流动性问题，使得经济减速的过程尚未结束。在此影响下，权益市场面临的下行压力仍然存在，债券市场仍处于有利的环境中。

图7. 各风格指数

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_40306

