

增长目标维持不变 注入需求畅通物流

——2022 年 5 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022 年 05 月 05 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，在疫情方面，防控态势日趋向好，供给端冲击明显缓和。在经济方面，俄乌冲突令通胀预期高热难退，甚至令欧元区经济增长前景明显弱化；强势美元令一季度净出口环比大幅走低，成为当季 GDP 环比超预期负增长的关键所在，但其个人消费依旧延续了强劲的扩张态势，且就业形势持续向好。在政策方面，虽然欧元区货币调控尚有观察余地，但相较于 2021 年底预期，其宣布加息的时间点也已大幅提前；美国加息的必要性显然更强，虽然鲍威尔对 75bp 加息行为的否认缓解了市场恐慌，但是加息、缩表以及由此引发的经济衰退担忧依旧是横亘于美国资本市场头顶的阴云。
- 就国内经济而言，疫情散发对国内经济形成明显制约，且对进出口产生冲击。展望来看，在净出口方面，全球贸易扩张动力弱化及转单效应走向反面，令出口增速持续承压，而稳增长政策落地则为进口增长提供支持，净出口对 GDP 的拉动力将逐季下行。投资方面，不仅房地产投资同比增速仍将向下探底，而且对经济前景的担忧以及疫情对投资行为的阻滞也将对制造业投资形成冲击，唯有基建投资有望在政策的呵护下继续恢复。消费方面，疫情的冲击不仅对当期消费形成压制，而且疫情导致的就业环境恶化、收入增速趋缓等，还将对未来的消费需求产生更持久的抑制。生产方面，订单环比萎缩和被动补库行为将对生产扩张形成压制，这或许意味着，即便疫情得到有效控制，工业增加值同比增速的企稳回升也将存在一定时滞。
- 就国内通胀而言，虽然食用农产品批发价格及汽柴油价格月内均值回落，令 CPI 月环比增速面临下行，但当月翘尾因素略有抬升，于是当月 CPI 同比增速有望微升至 1.7% 左右；4 月南华商品指数高位盘衡，PPI 环比增速将明显回落，叠加翘尾因素进一步走低，当月 PPI 环比增速有望下降至 7.3%。
- 就国内政策而言，4 月 29 日中央政治局会议有关“努力实现全年经济社会发展预期目标”的表述极大地淡化了市场对经济前景的担忧与焦虑，其对市场关切问题的阐述有力地消弭了分歧，稳定了预期。货币调控方面，在宽信用有效达成，且在货币供给成为宽信用进一步推进的制约因素前，重点依旧在于结构工具的应用，而非总量宽松的加力。相较于此，财政刺激仍是未来一段时期应对需求收缩，提振市场信心的重要手段，不仅随着既定政策的落地，其增速水平有望稳中趋升，而且若有需要，其力度仍有上调空间。

风险提示：国内疫情发展超预期

目 录

1. 新冠疫情明显向好 通胀压力短时难消	5
1.1 新增病例明显减少 国外防控持续趋松	5
1.2 通胀高热短期难消 追赶式加息在路上	6
2. 疫情冲击制约增长 供给引发输入通胀	10
2.1 价格因素支撑同比增速 内外差异压制贸易顺差	10
2.2 疫情冲击拖累增长 基建投资明显恢复	11
2.3 输入通胀明显强化 减税降费呵护企业	15
3. 增长目标维持不变 注入需求畅通物流	18
3.1 总量宽松空间有限 结构优化仍是重点	18
3.2 财政支出持续加力 补足需求责无旁贷	20

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	5
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	5
图 4: 全球新冠疫情死亡率	5
图 5: 美国 PMI 指数	6
图 6: 欧元区 PMI 指数	6
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	7
图 10: 欧元区失业率	7
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: 美国 GDP 环比增速	8
图 16: 美国 GDP 环比增速分项数据	8
图 17: 美国一季度 GDP 环比增速对比	8
图 18: 美国一季度 GDP 环比增速分项数据对比	8
图 19: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率	8
图 20: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差	8
图 21: 中国进出口累计同比增速	10
图 22: 中国当月贸易顺差	10
图 23: 中国对主要经济体出口同比增速	10
图 24: 中采 PMI 订单指数	10
图 25: 固定资产投资累计同比	11
图 26: 固定资产投资累计同比 (分类别)	11
图 27: 固定资产投资复合同比增速	12
图 28: 房地产开发数据累计同比	12
图 29: 房地产销售情况	12
图 30: 30 大中城市商品房成交面积	12
图 31: 社零同比增速	13
图 32: 社零累计复合同比增速	13
图 33: 全国城镇失业率	13
图 34: 不同年龄群体失业率	13
图 35: 居民人均可支配收入累计同比增速	13
图 36: 居民人均可支配收入累计同比增速 (分类)	13
图 37: 工业增加值同比增速	14
图 38: 工业增加值季调环比增速差值 (3 月-2 月)	14
图 39: 工业增加值复合同比增速	14
图 40: 工业增加值复合同比增速 (分类别)	14

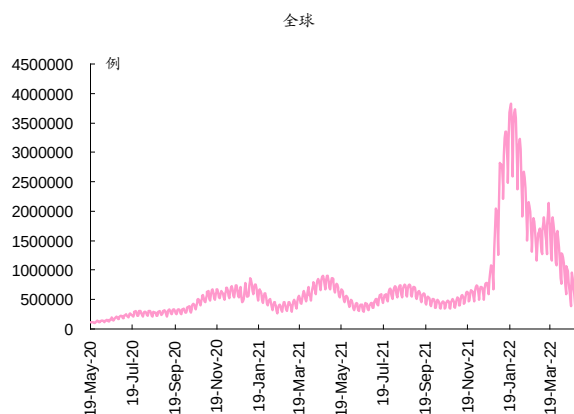
图 41: 中采 PMI 制造业景气指数	14
图 42: 中采 PMI 订单指数	14
图 43: 中采 PMI 制造业库存指数	15
图 44: 中采 PMI 供应商配送时间指数	15
图 45: CPI 当月同比	15
图 46: PPI 当月同比	15
图 47: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	16
图 48: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	16
图 49: 农产品批发价格 200 指数	16
图 50: 南华商品指数	16
图 51: 92#汽油价格	16
图 52: CPI 和 PPI 翘尾	16
图 53: Shibor 利率走势	18
图 54: 银行间同业拆借利率	18
图 55: 10 年期国债收益率	18
图 56: 公开市场净投放情况	18
图 57: 货币供应量同比增速	19
图 58: 社融及信贷同比增速	19
图 59: 新增社融中人民币贷款占比	19
图 60: 新增信贷中居民和企业部门贡献率	19
图 61: 企业部门新增人民币贷款结构	19
图 62: 6 月国股银票转贴利率	19
图 63: 公共财政收支同比增速	21
图 64: 国家政府性基金收支累计同比增速	21
图 65: 基建类支出同比增速水平	21
图 66: 部分建筑类企业当月新签订单金额	21

全球新冠肺炎日新增病例数大幅走低，此前受制于疫情冲击的供应链明显恢复，但是俄乌地缘冲突对供给的影响仍在持续，能源价格高企对全球通胀，特别是欧元区通胀的冲击仍在发酵；尽管美国通胀水平或已见顶，但是前期行动缓慢令美联储加大、加快升息步伐的预期日渐强化，并对资本市场带来持续的压制。就国内而言，疫情多地散发不仅直接冲击当地经济，而且也进一步弱化了预期，并对维稳政策落地形成制约，稳增长的迫切性更为强化。

1. 新冠疫情明显向好 通胀压力短时难消

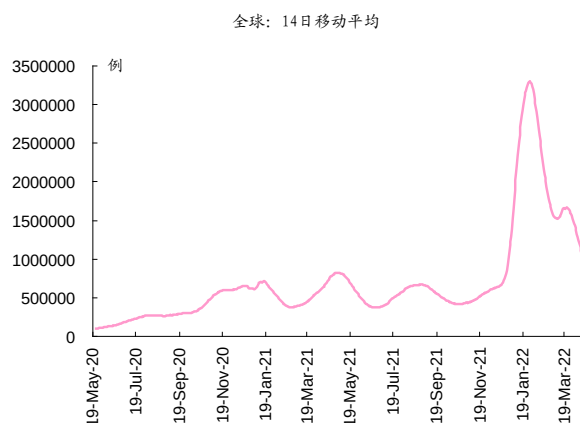
1.1 新增病例明显减少 国外防控持续趋松

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



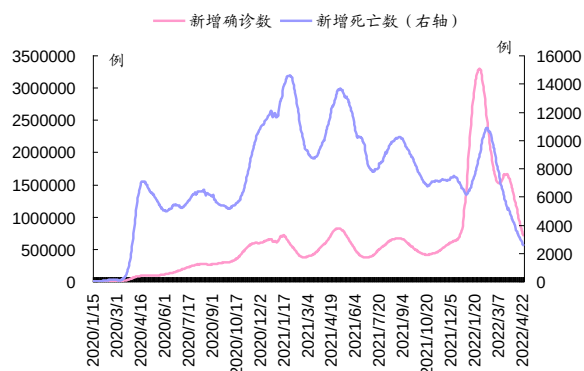
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)



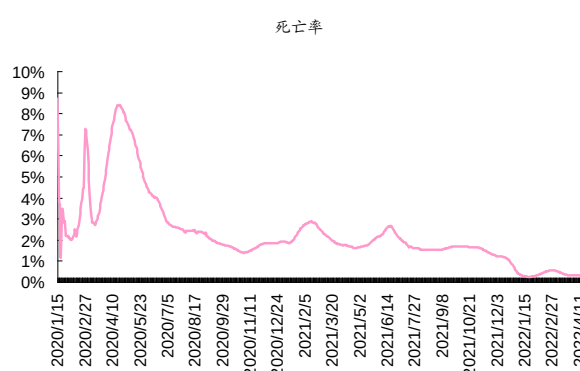
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

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

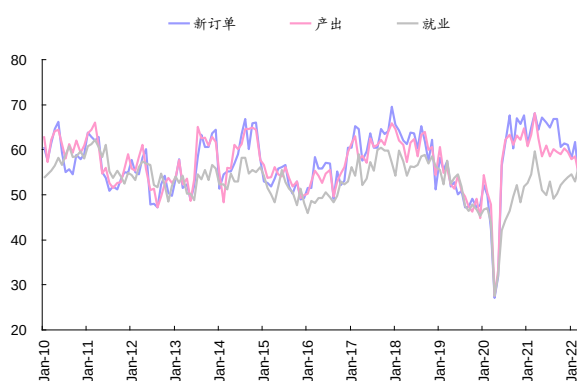
2022 年 3 月中旬后，全球新冠肺炎日新增病例数再度快速回落，截止 4 月底，该数值已大幅回落至 50 万/日以下，疫情前瞻日趋向好，同时死亡率继续维持低

位徘徊，这为部分国家进一步放松疫情管控提供了支持，由此疫情对供给端的冲击明显缓和。

1.2 通胀高热短期难消 追赶式加息在路上

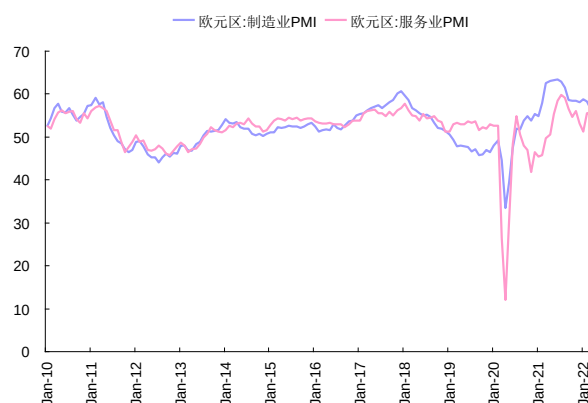
尽管疫情冲击弱化了供给层面的通胀压力，但是俄乌冲突的延续令原油等大宗商品价格继续高位运行，欧元区通胀预期不断强化的同时，其经济增长前景则明显走弱，货币政策虽尚有观察余地，但相较于 2021 年底预期，欧央行宣布加息的时间点也已大幅提前。相较于此，美国加息的必要性显然更强，良好的就业环境和高高在上的通胀水平，特别是美联储此前行动迟缓，令其加息动作呈现出追赶式特征。

图 5: 美国 PMI 指数



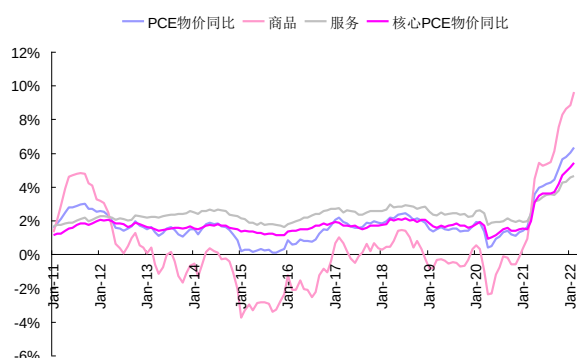
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 指数



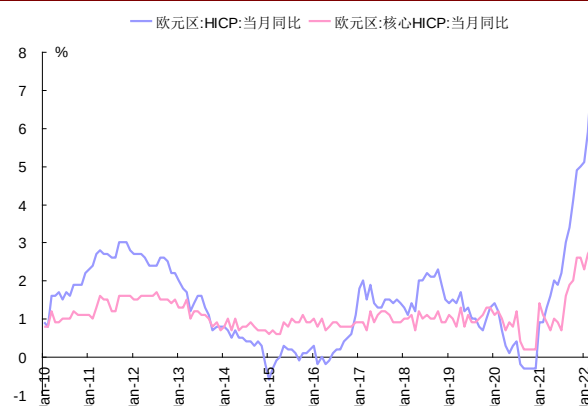
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀水平



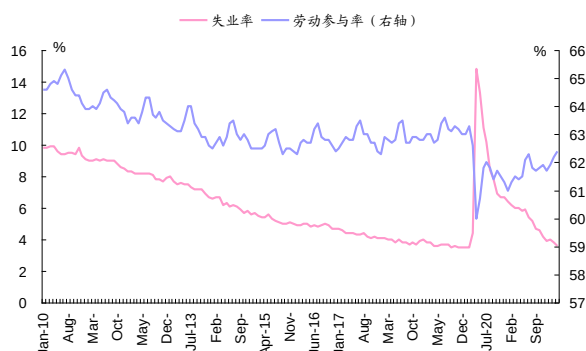
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区通胀水平



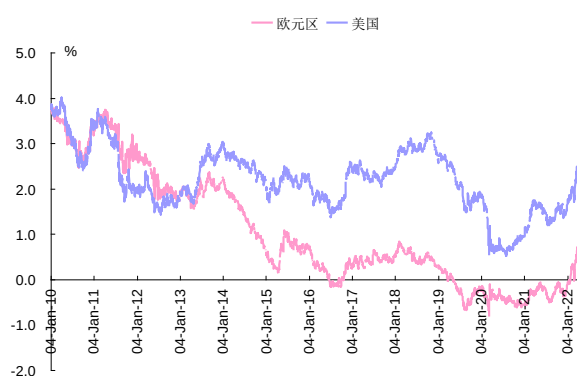
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 9: 美国失业率及劳动参与率



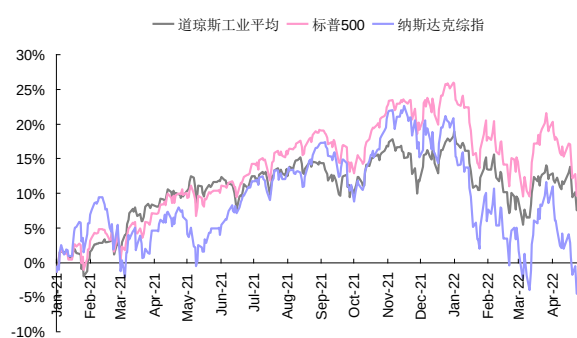
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 11: 美欧 10 年期国债收益率



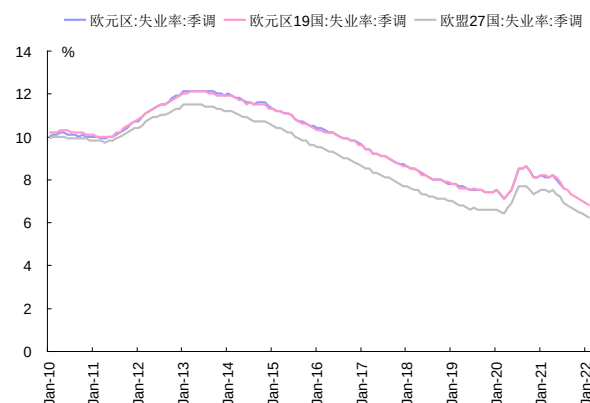
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 13: 美国主要股指波动情况



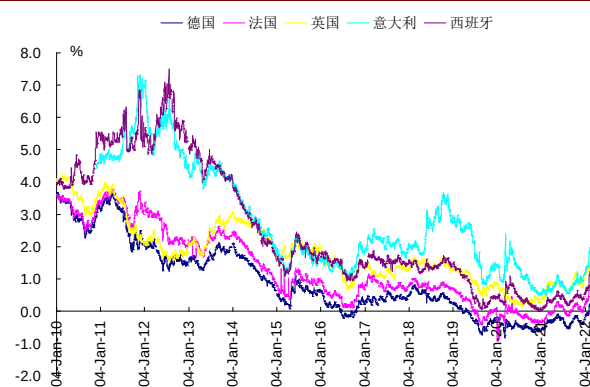
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 10: 欧元区失业率



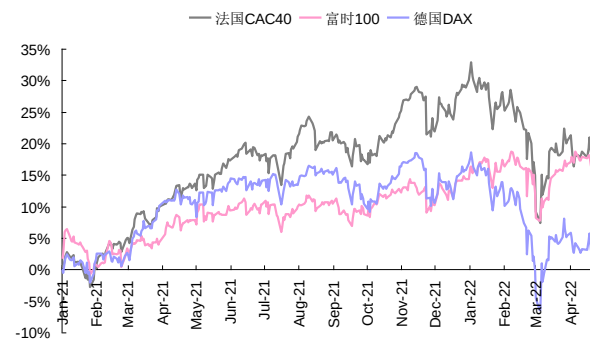
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

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 14: 欧洲主要股指波动情况

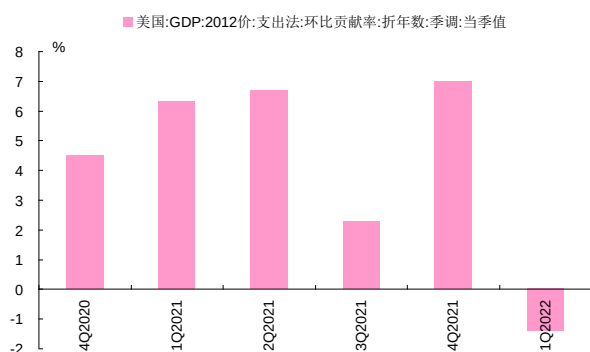


资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

虽然美国 2022 年一季度 GDP 环比下降 1.4%，远低于 1.1% 的市场预期，但是就分项数据而言，导致一季度 GDP 环比负增长的主要原因在于净出口的拖累，同期个人消费环比增速甚至较 2021 年四季度略有提升，对比历史数据（剔除 2020 和 2021 年疫情影响下的数据异常）可见，2022 年一季度个人消费环比增速高于

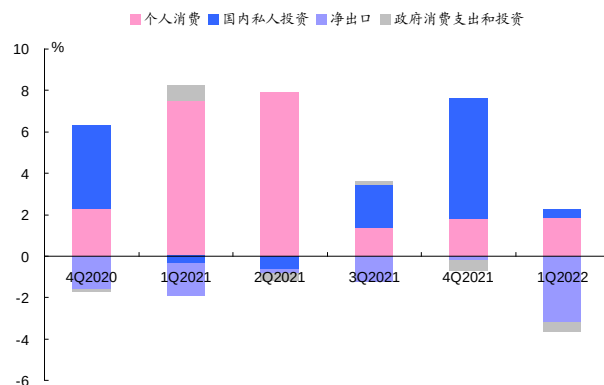
大多数同期历史水平，而净出口位于历史最低水平，政府消费也低于中位数，前者表明了美国政府通过强势美元引导进口以平抑国内通胀的意愿，而后者则表明后疫情时代政府刺激的逐步回收。

图 15: 美国 GDP 环比增速



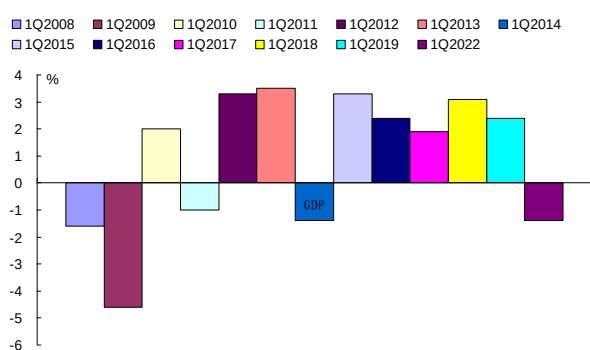
资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 16: 美国 GDP 环比增速分项数据



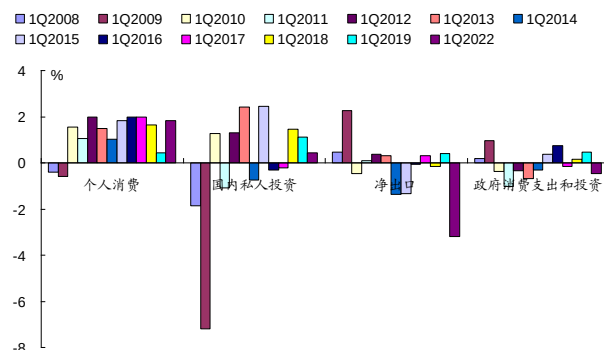
资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 17: 美国一季度 GDP 环比增速对比



资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 18: 美国一季度 GDP 环比增速分项数据对比



资料来源: 美联储, 渤海证券研究所

图 19: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率

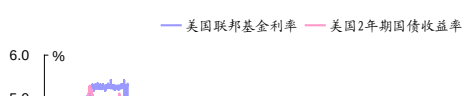


图 20: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差



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_41168

