

不确定性有所缓解，海外风险仍需观察

5 月宏观经济展望

4 月预计是中国年内经济数据最差的时刻，政策稳增长力度将进一步加大，基建将成为稳增长主力。美联储 5 月会议符合预期，三季度前美联储延续鹰派加息节奏，美元和美债收益率仍有上行空间。IMF 下调全球增长预期，滞胀风险仍需关注。

- 中国 4 月制造业 PMI 再创历史同期新低，近期上海疫情出现拐点，疫情影响逐渐缓解，4 月或是年内经济数据最差的时刻。二季度经济增速大概率二度探底，基建投资将成为年内经济增长的主要支撑力量，并在中期继续成为中国“双循环”战略的支撑。
- 美联储 5 月会议加息 50BP 并如期缩表，符合市场预期。美国一季度 GDP 意外萎缩不改货币政策收紧进程，美国通胀是否见顶仍需观察，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。
- IMF 再度下调 2022 年全球增长预期，同时大幅上调 2022 年全球通胀预期，仍需关注全球滞胀风险。
- 风险提示：国内政策宽松不及预期，海外通胀上行超预期。

相关研究报告

《5 月 FOMC 会议点评：加息 50bp，缩表正式开启》 20220505

《等待业绩 U 型反转：2021 年年报及 2022 年一季报业绩综述》 20220504

《5 月金股组合：中银证券研究部 2022 年 5 月金股》 20220504

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

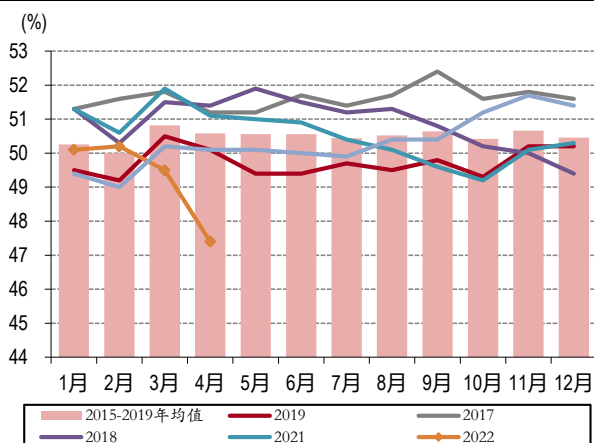
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

4月PMI料已见底，回升仍需时间

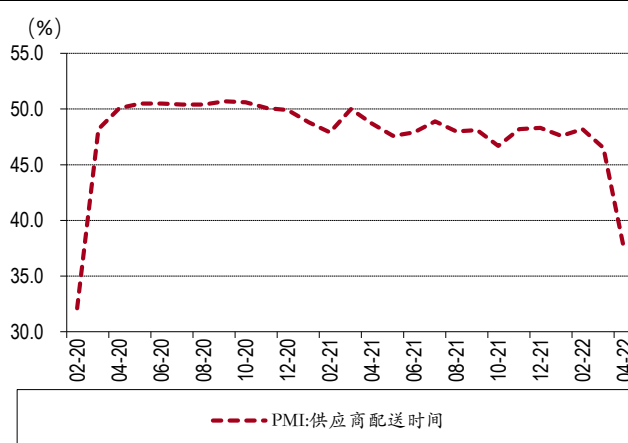
4月制造业PMI再创新低。中国4月制造业PMI为47.4，再次创下自2005年制造业PMI数据发布以来同期最低水平。同时需要指出的是，4月供应商配送分项降至37.2，较上月下降9.3个百分点，上次供应商配送低于40还是2020年2月疫情最为严重时期。这一数据意味着供应商配送速度大幅放缓，但这主要是由于疫情导致的物流堵塞而非实际的道路繁忙所致。按照PMI构成中供应商配送作为逆指标，实际上本月供应商配送反而对PMI构成正贡献。换言之，如果剔除供应商配送的影响，4月制造业PMI表现将更差。

图表 1.4月制造业PMI再创历史同期新低



资料来源：万得，中银证券

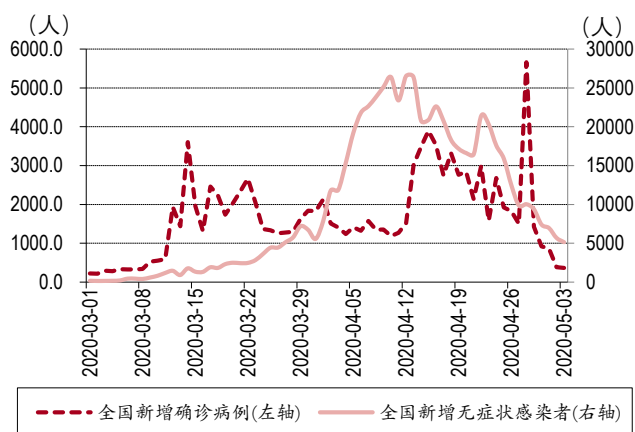
图表 2.防疫限制导致供应商配送时间大幅放慢



资料来源：万得，中银证券

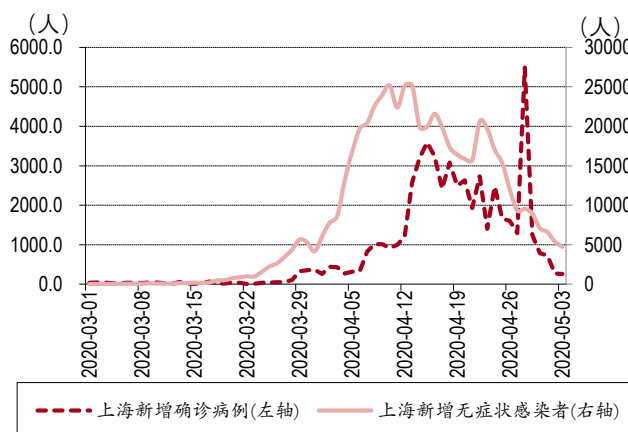
4月或是年内数据最差的时间。由于疫情影响，4月经济数据将较3月大幅回落并不意外。不过，近期上海疫情已经明显出现拐点，新增确诊和新增无症状感染者人数均已出现持续回落。疫情对宏观经济冲击最为严重的时刻或已过去。而考虑到上海本轮疫情提供的经验教训，预计再度出现如此严重的疫情概率较小。4月或是年内经济数据最差的时间。尽管如此，鉴于本轮疫情对经济的影响已经持续到5月，二季度经济增速较一季度回落同样是大概率事件，预计二季度将出现年内经济增速二度探底。

图表 3.全国疫情缓和



资料来源：万得，中银证券

图表 4.上海疫情已出现拐点



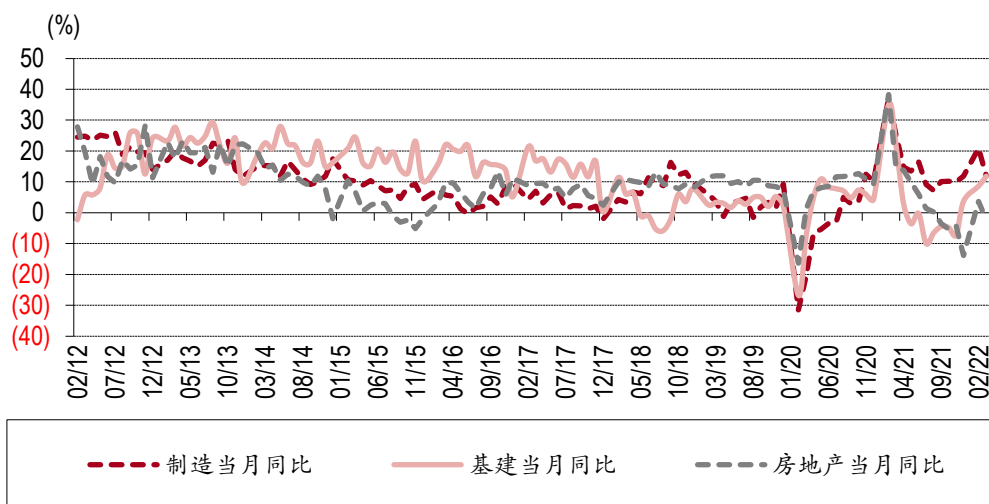
资料来源：万得，中银证券

防疫政策方向不变。4月29日政治局会议强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，继续坚持“动态清零”，防疫政策方向不变。同时，会议也指出“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。5月5日，政治局常务委员会会议再度强调，“目前全球疫情仍处于高位，病毒还在不断变异，疫情的最终走向还存在很大不确定性，远没有到可以松口气、歇歇脚的时候”，“要深刻、完整、全面认识党中央确定的疫情防控方针政策，坚决克服认识不足、准备不足、工作不足等问题，坚决克服轻视、无所谓、自以为是等思想，始终保持清醒头脑，毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”，对防疫政策方向给出了明确的判断。

基建还是地产？在“动态清零”导向不变的情况下，需要政策以更大的力度呵护经济。我们此前强调，从三驾马车的角度，2022年实现5.5%左右的增长目标需要投资发力。从截至目前的数据表现和政策导向看，基建投资或将成为年内经济增长的主要支撑。

一季度基建投资同比增长10.5%，而房地产开发投资同比仅增长0.7%，基建投资明显强于房地产开发投资；从我们测算的当月数据看，这一趋势更为明显，3月基建投资同比增长11.8%，增速明显强于2018年以来的表现，而房地产开发投资则同比下降2.4%。

图表 5. 一季度基建投资表现明显强于房地产开发投资



资料来源：万得，中银证券

而从政策方向看，当前的政策导向也明显更为倾向基建。对于地产，尽管2022年以来已经有多个城市出台了包括房贷利率下调等相关松绑政策，但“房住不炒”的政策方向始终不变。4月29日政治局会议强调，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，所强调的依然是需求端地产政策的松动，而对地产融资问题并未提及；同时相关内容放在了“有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线”部分，体现了政策制定者对房地产的看法依然是从风险防范角度出发。

4月26日中央财经委会议指出，“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”。我们认为，上述表述，尤其是“安全保障需要”的提法，明确了基建投资不仅在年内，而且在中期都将成为中国经济增长的重要支撑。会议指出“要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度”，从会议给出的具体方向看，既包括交通、能源、水利等传统基建，也包括信息、科技、物流等新基建。4月29日政治局会议再度强调了“全面加强基础设施建设”。

综合来看，我们认为，基建投资将成为年内经济增长的主要支撑力量，并在中期继续成为中国“双循环”战略的支撑。相应的，地方政府可能成为重要的“宽信用”主体。

我们对 4 月经济数据的预测见图表 6。

图表 6. 2022 年 4 月经济数据预测

指标	4 月预测值	上期值	2022 年预测值
二季度 GDP 同比 (%)	4.1	4.8	5.2
工业增加值同比 (%)	4.1	5.0	5.4
固定资产投资累计同比 (%)	7.0	9.3	6.3
社会消费品零售总额同比 (%)	(3.6)	(3.5)	4.7
出口 (美元) 同比 (%)	13.0	14.7	13.0
进口 (美元) 同比 (%)	1.1	(0.1)	8.0
CPI 同比 (%)	2.0	1.5	2.4
PPI 同比 (%)	8.2	8.3	6.2
M2 同比 (%)	9.9	9.7	9.1
新增信贷 (亿元)	15,800	31,300	—
新增社融 (亿元)	25,200	46,500	—
社融存量增速 (%)	10.8	10.6	11.1

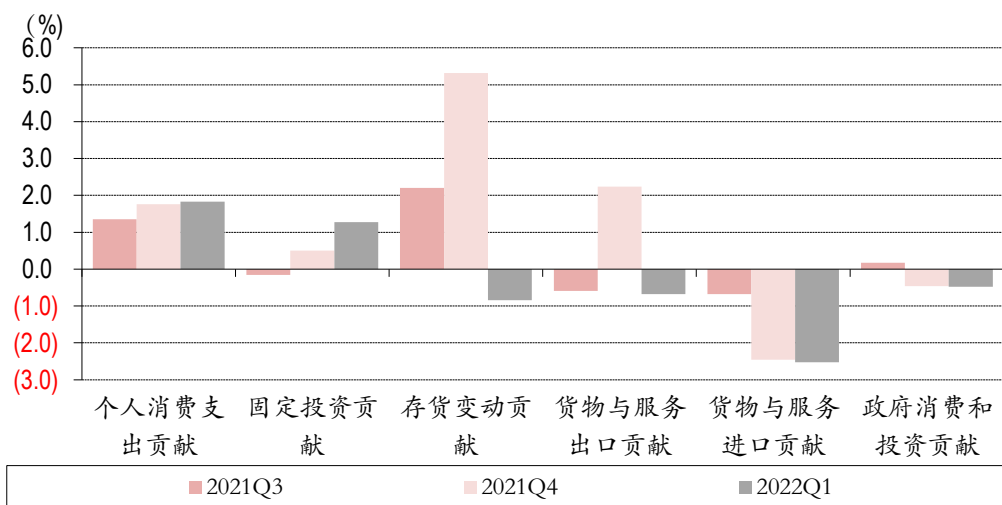
资料来源：中银证券

美联储如期缩表，IMF 再度下调全球增长预期

美联储 5 月会议符合预期。美联储 5 月会议宣布再度加息 50BP，于 6 月 1 日开始缩表，初始缩减规模为每月 300 亿美元国债、175 亿美元 MBS，三个月后国债和 MBS 的月度缩减规模分别达到 600 亿美元、350 亿美元的上限。会议声明指出“委员会高度关注通胀风险”，明确通胀将是美联储后续行动的关键因素。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上再度强调了美国经济的强劲，目前的加息路径不会引发经济衰退；同时，针对市场此前对美联储是否后续会加息 75BP 的担忧，鲍威尔否认了加息 75BP 的可能性，指出委员会普遍认为在接下来的会议中应该加息 50bp，加息 75bp 并不是委员会正在积极考虑的问题。总体看，美联储 5 月会议符合市场此前的预期。

美国一季度 GDP 萎缩不改加息缩表进程。尽管美国一季度 GDP 不变价环比折年率下降 1.4%，大幅低于预期的 1.1%，也显著低于前值 6.9%。但从结构看，美国一季度存货变动对 GDP 负贡献 0.84 个百分点，而 2021 年四季度为正贡献 5.32 个百分点；出口拖累 GDP 0.68 个百分点，而 2021 年四季度是正贡献 2.24 个百分点。而个人消费支出拉动 GDP 增长 1.83 个百分点，高于 2021 年四季度的 1.76 个百分点；私人投资中的固定资产投资对 GDP 正贡献 1.27 个百分点，明显高于 2021 年四季度的 0.5 个百分点，也是四个季度以来的高点，显示美国企业部门投资在逐渐恢复。综合看，本季度美国 GDP 各项目中，个人消费支出贡献较 2021 年四季度有所提升，固定资产投资贡献明显上行；负面影响主要来自存货变动以及出口。换言之，美国国内需求并未明显恶化，甚至有所改善；从这一角度看，美国一季度 GDP 数据不足以改变美联储货币政策收紧进程。

图表 7. 美国一季度 GDP 萎缩主要受存货变动和出口拖累

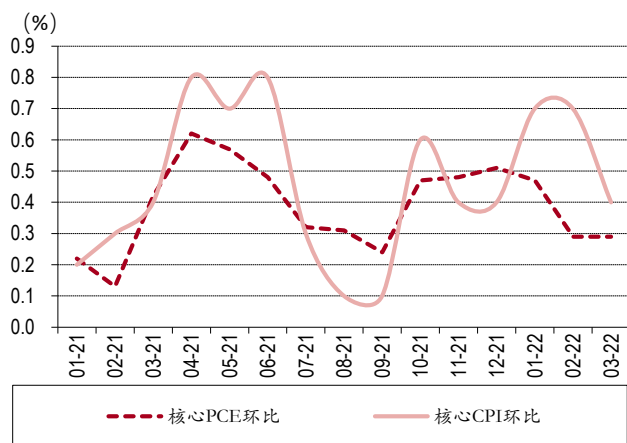


资料来源：万得，中银证券

美国通胀是否见顶仍需观察。3月美国CPI已升至8.5%，核心CPI升至6.5%；美联储更为关注的PCE物价指数也升至6.6%，核心PCE升至5.2%。而从近两月看，核心PCE环比稳定在0.3%。美联储主席鲍威尔在5月会议后的新闻发布会称“一些证据表明核心PCE达到峰值”。那么，美国通胀是否已经见顶？

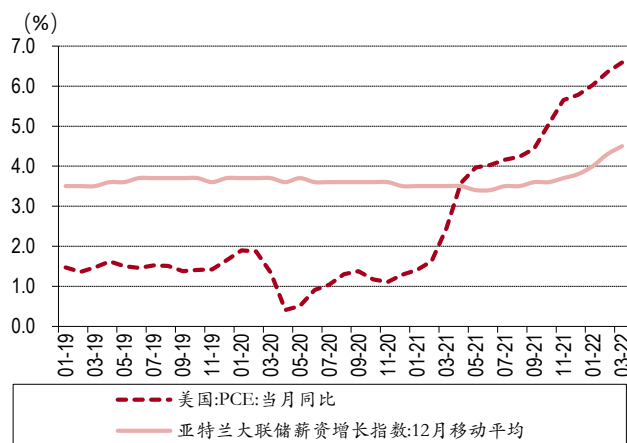
从基数看，无论是CPI还是PCE物价指数，二季度大概率都将有所回落；但鉴于2021年第三季度的低基数，三季度美国通胀不排除有再度上行的可能。然而，即使忽略基数，美国通胀上行仍有驱动因素。一方面，俄乌冲突对大宗商品的影响尚未完全消除；另一方面，目前美国薪资的上涨尚未跟上通胀，工资—物价螺旋上升压力难言消除。从这一角度看，美国通胀是否已见顶尚需观察。

图表 8. 基数效应或驱动美国通胀三季度回升



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 美国薪资增长不及通胀幅度

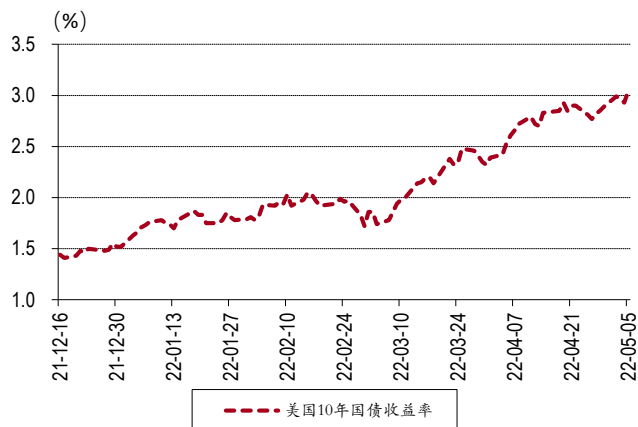


资料来源：万得，中银证券

综合看，我们维持此前的判断，鉴于当前通胀仍是美联储关注的核心因素，美国经济走势依然强劲，同时考虑到中期选举因素，预计至少在三季度之前，美联储将维持偏鹰派加息节奏。在中期选举后，美联储是否仍能维持目前预期的加息路径仍需观察。另一方面，5月会议后鲍威尔的新闻发布会基本上也向市场传递了美联储后续加息缩表的明确路径，此前困扰市场的美联储政策不确定性明显减弱。

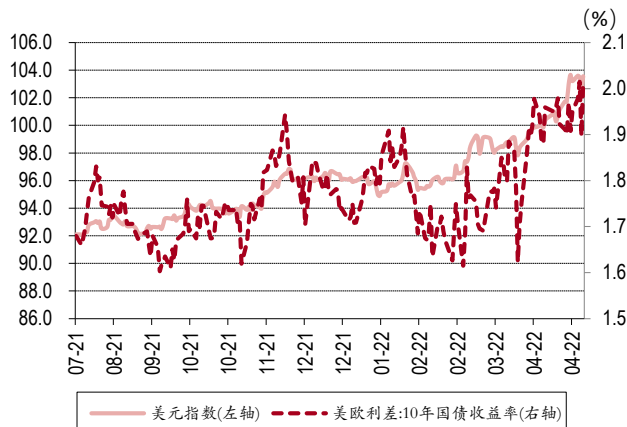
美元和美债收益率的上行趋势仍未停止。近期美国 10 年期国债收益率突破 3%，美元指数也已突破了 2017 年 1 月 103.82 的高点。我们认为，在当前的通胀形势和美联储政策倾向下，美债收益率的上行趋势仍未停止。美债收益率的高点或在三季度出现，即美联储的鹰派态度至少出现边际变化之时。在美联储依然鹰派的情形下，尽管欧央行也开始逐渐展示出加息意愿，但欧央行的行动依然明显落后于美联储。美欧利差继续走阔，将驱动美元继续上行。

图表 10. 美债收益率加速上行



资料来源：万得，中银证券

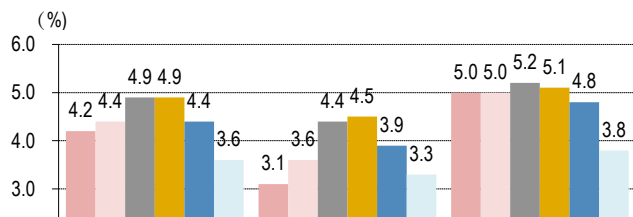
图表 11. 美欧利差走阔驱动美元走强



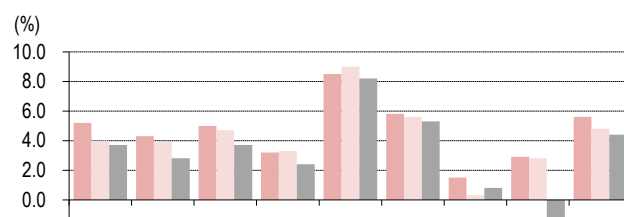
资料来源：万得，中银证券

IMF 再度下调全球经济增长预期。4 月 19 日，IMF 在最新一期《世界经济展望》中再度下调了 2022 年全球增长预期，将 2022 年全球经济增速预测自 1 月的 4.4% 下调至 3.6%，将发达经济体增长预期自 3.9% 下调至 3.3%，将新兴市场与发展中经济体增速自 4.8% 下调至 3.8%。其中，美国经济增速自 4.0% 下调至 3.7%，欧元区经济增速自 3.9% 下调至 2.8%，中国经济增速自 4.8% 下调至 4.4%，俄罗斯经济增速自 2.8% 下调至负增长 8.5%。

图表 12. IMF 再度下调 2022 年全球经济增长预期



图表 13. 欧元区及俄罗斯增速被大幅下调



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_41614

