



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

迎接二次修复

——2022年中期宏观展望

日期：2022年06月01日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《人民币汇率前景及成因》

——2022年05月11日

《中美利差倒挂，影响几何？》

——2022年05月07日

《经济目标仍可接近 资本市场否极泰来》

——2022年05月04日

■ 主要观点

通胀扩散的本质

欧美等西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是西方社会结构变动的结果。前者因西方实行直接救助的全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升；后者则因美国社会劳动力近几年形成的工资趋势性上涨要求，尤其是疫情期间救助养成的依赖性，对就业涨薪的愿望不断强化。

美联储加息或不及预期

由于经济和金融市场的制约，我们认为美联储加息或低于预期。加息不会改变西方物价的上台阶的态势。美国货币政策或转向YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略，通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资。

中国迎来疫情后的二次修复

由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了2020年的武汉疫情。当前海内外疫情形势和前2年相比有所改变，疫情对外贸发展影响由正变负，但出口要维持此前高光时刻的难度将上升。消费在楼市泡沫叠加疫情影响下或难有良好表现。经济增长的动力或仍将依赖于投资。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

中国物价稳中偏降趋势不变

当前全球主要国家均面临高通胀压力，但2022年中国物价“稳中偏降”是主要趋势。俄乌战争造成的国际能源价格上涨，不会改变中国未来PPI的方向，仅是略微影响下降节奏，市场整体上也并不认为PPI会向CPI传导。决定中国PPI的主要商品是煤炭和钢铁，在保供稳价的政策作用下，价格回落方向不变。通常来说，经济低迷时期通缩的风险更高。

政策应出尽出，降息降准或提前

经济下行压力加大，全力稳住经济大盘。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后。宏观政策仍有空间，各项政策应出尽出，加强逆周期调节，预计宏观杠杆率也会有所提高。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 世界经济形势：高通胀下的增长回落	4
1.1 全球经济复苏减速.....	4
1.2 俄乌冲突引发全球供给冲击.....	5
1.3 通胀全面扩散的本质.....	7
1.4 关注货币政策转向：美联储加息或不及预期.....	9
2 中国经济形势：疫情后的二次修复	11
2.1 经济开门红遭遇疫情“倒春寒”.....	11
2.2 疫情影响或超 2020 年.....	12
2.3 外贸高光或难维持.....	13
2.4 消费受疫情和楼市泡沫压制.....	14
2.5 经济增长更倚赖投资.....	15
2.6 中国经济通胀下行趋势不变.....	16
3 中国货币环境：维持平稳	18
3.1 信贷和社融增长将很快恢复.....	18
3.2 货币环境平稳，不构成激励和约束.....	19
3.3 市场融资利率走向平衡区.....	19
4 政策展望：应出尽出	20
4.1 政策应出尽出，稳住经济大盘.....	20
4.2 降息降准或提前.....	21
5 风险提示：	22

图

图 1 全球每日新增病例 (例/日)	4
图 2 发达国家 GDP 增速 (季/%)	5
图 3 主要国家制造业景气指数 (月/%)	5
图 4 俄罗斯主要出口商品占比 (%)	6
图 5 主要大宗商品价格涨幅 (%)	7
图 6 发达国家通胀水平的变化 (CPI 同比, 月/%)	8
图 7 发达国家核心 CPI 的变化 (月/%)	8
图 8 西方本轮通胀属性为供给冲击	9
图 9 美国薪资水平不断上涨 (%)	9
图 10 英国和美国央行近期加息的进程和力度	10
图 11 美国国债期限利差 (10Y-2Y) 走势	11
图 12 中国 GDP 增速 (季度, %)	12
图 13 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模 (GDP 现价, 亿元/年度)	12
图 14 进口、出口增长情况 (月/%)	14
图 15 消费备受疫情冲击 (月/%)	15
图 16 固定资产投资各项投资增长情况 (月/%)	16
图 17 核心 CPI 保持稳定偏下 (月/%)	17
图 18 煤炭价格 (元/吨)	17
图 19 螺纹钢价格 (亿元/吨)	17
图 20 M2 与信贷、社融走势 (月/%)	18
图 21 温州民间借贷综合利率 (月/%)	20
图 22 中国基础货币与货币乘数增长 (月/%)	22

表

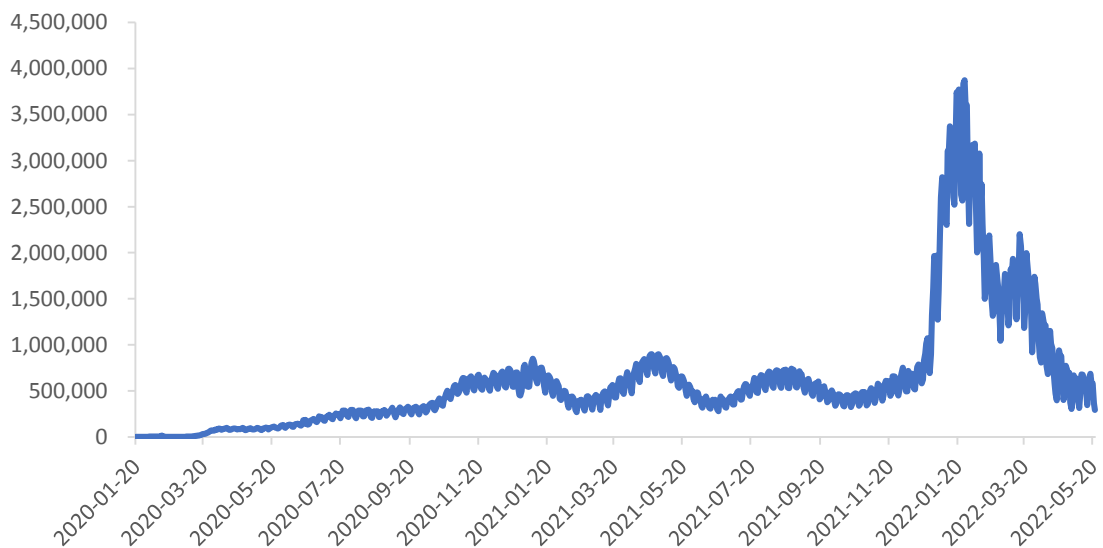
表 1 俄罗斯与乌克兰主要出口商品的全球排名与占比	6
表 2 近期政策一览	21

1 世界经济形势：高通胀下的增长回落

1.1 全球经济复苏减速

2022 年全球遭遇了新冠变种病毒奥密克戎的冲击，1 月每日新增感染人数突破新高，最高一度接近 400 万例，远超前几轮的感染高峰。冲高回落后在三月份再度反弹，当前已逐步走稳。2020 年自新冠疫情爆发以来，疫情的演进呈现出脉冲式的表现，未来的发展仍具有不确定性。

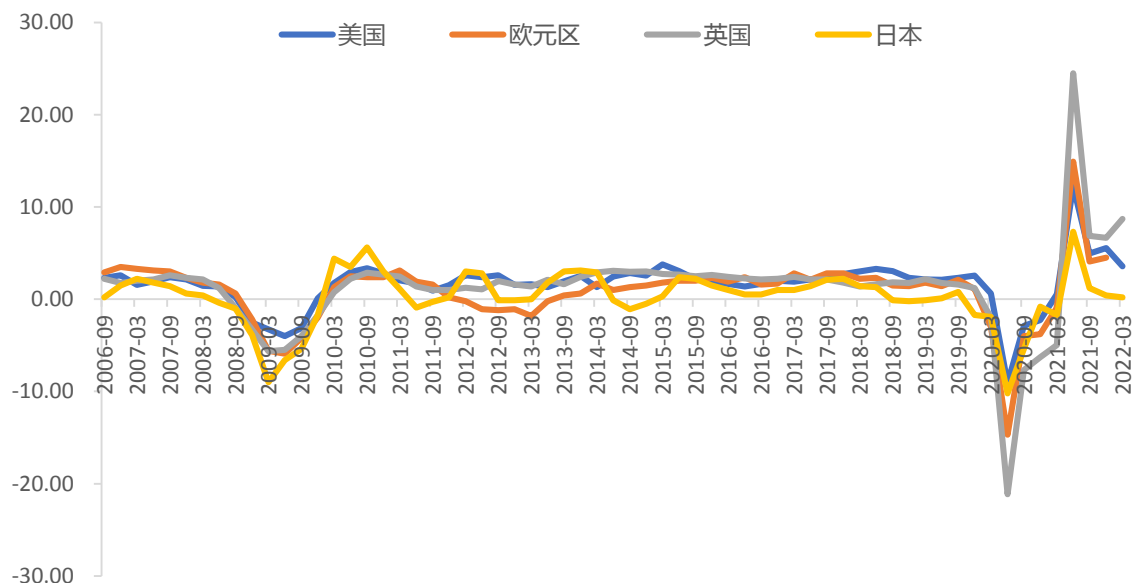
图 1 全球每日新增病例（例/日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

全球经济在经历疫情冲击的深坑后反弹复苏。全球主要经济体 GDP 增速均在 2020 年 2Q 达到最低点，并在基数效应影响下于 2021 年 2Q 达到峰值。美国自 2021 年 9 月后增长逐步放缓，2022 年 1Q GDP 增长为 3.6%，仍然高于疫情前水平。欧元区 2021 年 4Q 录得 4.5% 的增速，英国 2022 年 1Q 经济增长 8.7%，日本 1 季度 GDP 增长 0.2%。疫情后各国经济呈现出高波动态势，但目前整体增速已有所下降。

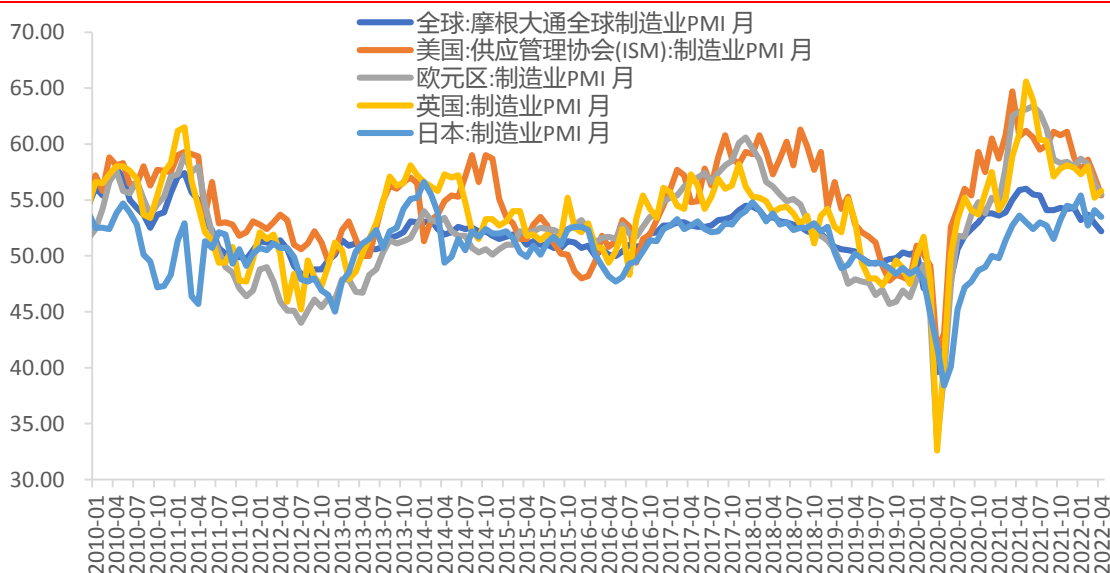
图2 发达国家 GDP 增速 (季/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

除疫情扰动外，俄乌冲突的爆发导致的高通胀形势加剧，以及各国不得不加快货币政策收紧等因素影响下，也使得全球经济增长前景有所减弱。从全球以及主要发达国家的 PMI 表现来看，今年以来整体呈现出下降的态势。全球制造业 PMI 已降至 52.2%，创近两年的新低。美国最新制造业 PMI 较去年 12 月下降 3.4 个百分点，为 55.4%，欧元区、日本、英国制造业景气度均较去年年底有不同程度的回落。

图3 主要国家制造业景气指数 (月/%)

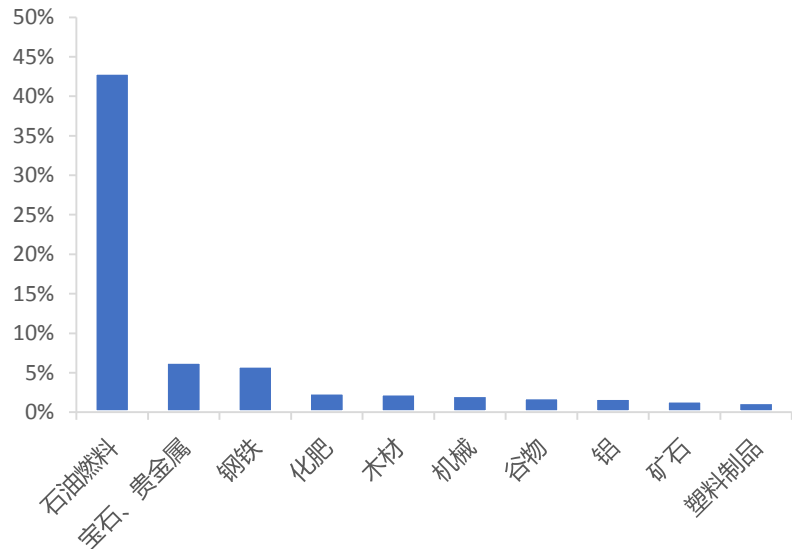


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 俄乌冲突引发全球供给冲击

2月以来俄乌冲突全面爆发，而西方国家普遍对俄罗斯进行了经济和社会的全面制裁引发了全球供给冲击，以能源为主大宗商品价格明显上涨，而封锁措施也对全球贸易以及供应链运转形成阻碍，进一步加剧了全球的通胀形势。

图4 俄罗斯主要出口商品占比 (%)



资料来源: World's Top Exports, 上海证券研究所

从俄罗斯的出口结构来看，俄罗斯是绝对的资源出口国，仅石油燃料类的出口占比就高达40%以上。其余商品的出口虽然在整体出口中占比不高，但是却在同类全球出口的市场份额中占据领先地位。

表1 俄罗斯与乌克兰主要出口商品的全球排名与占比

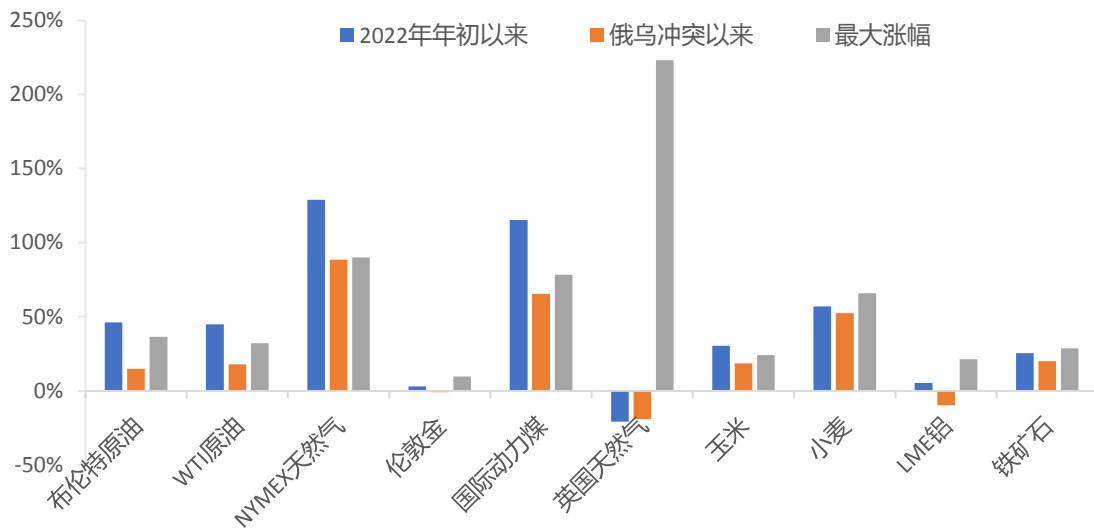
俄罗斯			乌克兰		
商品	全球排名	全球占比	商品	全球排名	全球占比
谷物*	3	7.8%	谷物*	2	7.9%
原油	2	11.0%	木炭	4	5.2%
精炼石油	2	10.4%	铁矿石	5	3.0%
天然气	1	16.0%			
煤炭	3	15.0%			
铝	3	8.9%			
铁矿石	8	1.4%			

资料来源: World's Top Exports, Wind, 上海证券研究所

(注: 谷物主要包括小麦、玉米、大米为主)

从全球出口市场的占比来看，俄罗斯与乌克兰的出口几乎影响了全球粮食、能源、铁矿石以及铝的供应。因此，俄乌冲突爆发之后，相关大宗商品的价格均出现了进一步的上涨，甚至大幅波动，导致了全球商品市场的震荡。

图 5 主要大宗商品价格涨幅 (%)



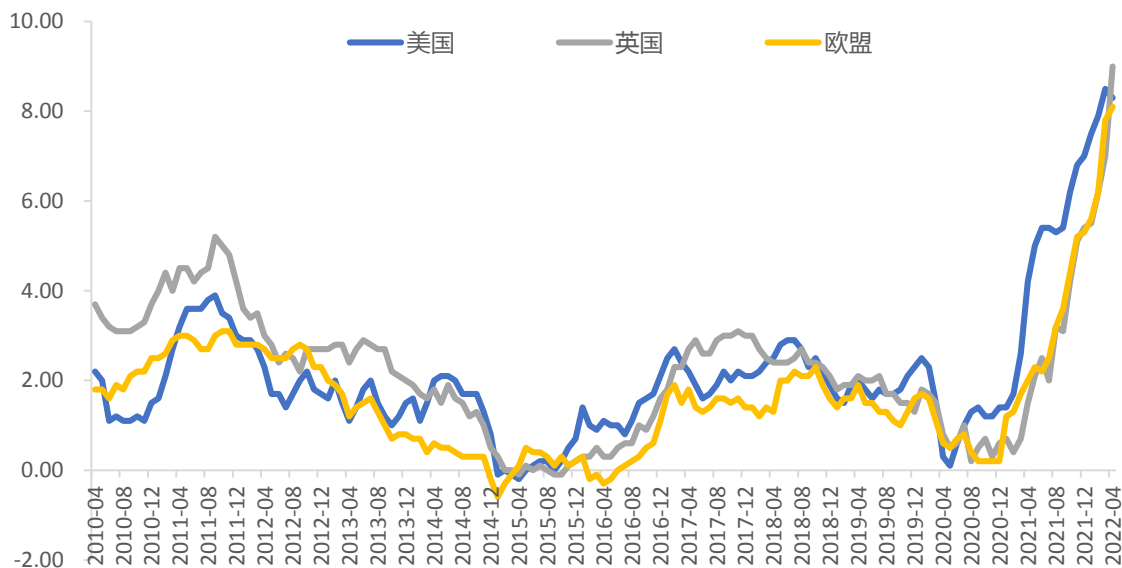
资料来源: Wind, 上海证券研究所

今年以来主要大宗商品价格均出现了明显的上涨, 并且俄乌冲突的影响更是贡献了部分商品的主要涨幅。虽然当前部分大宗商品价格较高点已有所回落, 但仍可以看出俄乌冲突引发了部分商品价格的大幅震荡, 最大涨幅惊人。布伦特原油价格一度飙升至接近 140 美元, 最大涨幅达 36%。天然气价格的波动同样剧烈, 尤其是英国天然气涨幅一度达到 200% 以上, 但当前价格已明显回落。铝的价格也由最大 20% 以上的涨幅回落至冲突以前。另外动力煤、铁矿石以及小麦、玉米等粮食价格在俄乌冲突后均出现了进一步的上涨。

1.3 通胀全面扩散的本质

疫情后除了经济的复苏外, 主要发达国家几乎都出现了通胀的快速回升。疫情对于供需两端都产生了较大冲击, 但由于海外始终不能很好地控制住疫情, 而针对疫情又普遍大发补贴, 以及宽松政策的延续, 导致需求较供给出现更快的恢复。从美国的表现来看, CPI 从疫情中最低点 0.1 持续上升, 2022 年的最高点一度达到 8.5, 创历史新高。英国 CPI 由 2020 年年底 0.6 已上升至 9.0。欧盟同期 CPI 走势则由 0.2 上升至 8.1。并且值得关注的是, 2022 年以来通胀形势有所加剧, CPI 上涨明显提速。

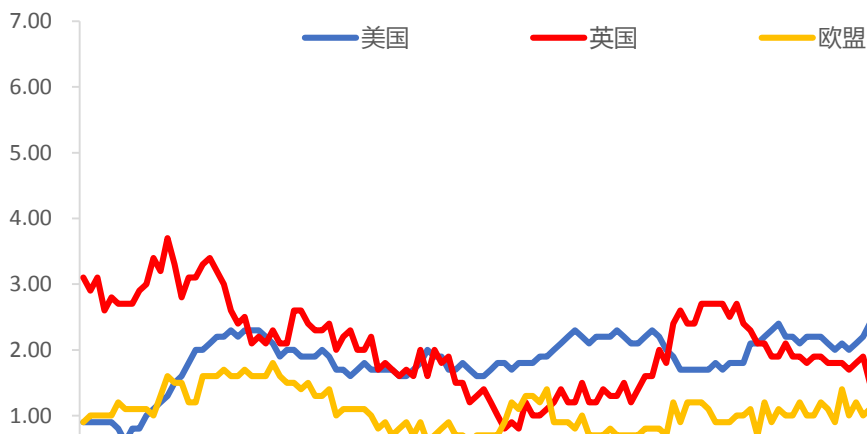
图 6 发达国家通胀水平的变化 (CPI 同比, 月/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

即使是消除能源和食品后的通胀走势, 也表现出了持续上涨的态势, 表明当前的上涨并非完全是地缘政治事件冲突和疫情下物流不畅的结果, 或者能源等大宗商品价格的上涨, 也呈现出了扩散化迹象, 通胀已有全面扩展态势。

图 7 发达国家核心 CPI 的变化 (月/%)



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_42521



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn