

## 进入封控缓解和稳增长效果观察期

### 宏观经济 2022 年 5 月动态报告

#### 核心内容：

- **全球仍然处于经济恢复期，美国衰退风险加大** 美国经济表现较好，先行指标有所回落，但总体经济处于高位区间。欧洲受到通胀和俄乌战争的影响，但是现阶段俄乌战争对欧洲的影响减弱，欧洲仍然处于复苏。新兴市场国家表现较为分化，韩国、越南等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。
- **美联储加速加息，金融市场波动加大** 由于通胀居高不下，同时美联储认为通胀有了新的因素，即居民消费的高涨和工资的快速上行，使得对于通胀的手段需加大，美联储未来加息进程更为模糊，金融市场随之剧烈震荡。但通胀水平再次上行的概率仍然较低，当通胀下行后，美联储加速加息的态度就会有所改变。
- **疫情封控政策不变下我国经济恢复相对较慢** 尽管上海在 5 月份逐步解封，显示出应对疫情最严厉的阶段已经过去，但是疫情封控的总体政策方针没有变化。新冠疫情病毒仍然存在，未来不确定性增加，我国经济恢复的速度就会相对较慢。
- **封控下中国经济陷入困难，5 月份中国经济进入了封控后的恢复期以及稳增长措施见效的观察期** 经济数据低位回升，2 季度是经济增长的谷底。封控好转后经济也处于回升通道，但回升速度仍然需要观察：(1) PMI 订单绝对值仍然处于低位；(2) 房地产销售价格、土地成交数量并没有回暖，6-7 月份房地产受到债务影响会更加困难；(3) 社会零售消费受到收入减少恢复缓慢，而汽车家电的刺激效果需要观察；(4) 长期贷款仍然没有回升。
- **政策仍然较为宽松，政策效果现阶段仍然受到干扰，未来需要政策加码** 货币市场利率已经低到了 2020 年 3 月份的位置上，货币市场处于持续宽松的状态。现阶段在疫情封控的影响下，需求和投资恢复受阻，而同时居民和企业对未来的信心低落，经济有陷入债务螺旋的风险。

**主要风险：新冠疫情再暴发的风险、通胀风险**

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

## 目录

一、进入封控缓解和稳增长效果观察期 .....	3
(一) 复工复产稳步推进, 经济恢复进入观察期 .....	3
(二) 美联储态度主导市场 .....	4
(三) 稳增长处于观察过程 .....	4
二、国际经济观察 .....	5
(一) 美国: 美国经济暗含衰退疲态 美联储坚定加息缩表 .....	5
(二) 欧元区: 消费尚可, 预期转弱, 欧央行可能温和加息 .....	11
(三) 日本: 日本继续宽松以支持经济 .....	13
三、国内经济: 先行指标继续回升, 经济开始转向 .....	15
(一) 生产: 物流阻断生产, 制造业全行业受创 .....	15
(二) 需求端: 受疫情影响低于预期 .....	16
1、消费: 社会零售消费继续受冲击 .....	16
2、投资: 制造业投资平稳, 基建回落, 房地产疲软 .....	18
(三) 通胀: 通胀压力可承受 “滞”比“胀”更重要 .....	21
1、CPI: CPI 未来逐步上行 .....	21
2、PPI: PPI 未来逐步回落 .....	23
四、金融: 社融超预期 但结构仍然不佳 .....	24
(一) 社会融资继续上行 .....	24
(二) 货币市场利率继续下滑, 央行降低长端利率 .....	26
五、国内外主要风险 .....	26

## 一、进入封控缓解和稳增长效果观察期

2022年2季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4月份经济数据全面下滑，5月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6月份预计继续恢复。但2季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2季度经济触底后修复可能缓慢进行。

疫情方面来看，5月份疫情蔓延下京津冀和珠三角也受到影响，但是封控措施有所缓解，但是疫情应对政策为未来带来不确定性。暂时的经济封锁不会改变我国经济的运行，但是持续常态化的疫情防控会使得企业处于不确定的未来，无法有效的组织生产。不确定性也会使得海外订单持续流失，带来我国出口的下滑。持续的不确定性对经济的破坏更多的来自于对未来信心的弱化，信心的弱化会使得企业生产和居民消费的持续疲软。尽管政府投资和国企投资可能上行，但这恰恰是对民间投资的挤出，弱化了未来的经济增长。

从供给层面来看，5月份工业生产回升，制造业行业生产得到一定程度的修复。PMI显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。5月份原材料价格上行对整个下游需求压制持续，上游行业生产恢复更好，下游行业生产恢复不足。5月份出口交货值恢复，出口相关产业表现仍然较为优秀。

从需求方面来看，制造业投资表现平稳，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资增速稍有回升，政府债券发行速度较快，基建投资短暂受到疫情封控影响，随后会持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入仍然下滑，房地产新开工、商品房销售面积和销售额均略有回升，但整体数量仍然较弱。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在5月份继续负增长，1-5月份仅有-1.5%的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝仍然在回落，5月份食品和药品消费增速回升，仍然显现着居家消费的特征。对新冠疫情的防控仍然持续，消费回升速度缓慢。

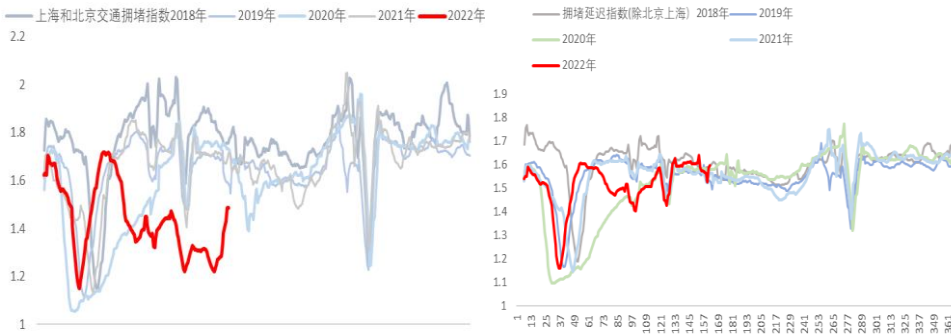
经济运行的各项指标会在5月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响到经济的回升的速度。6月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2季度需要等待生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

### (一) 复工复产稳步推进，经济恢复进入观察期

上海和北京的经济开放加快，预计复工复产会在一到两周恢复至2020年的水平。封控措施的逐步缓解持续整个6月份，经济在逐步的恢复，但是恢复速度仍然需要继续观察。复工复产同时在6月份展开，稳增长的政策效果也会在6月份展现。高频数据依然不够乐观，商品房成交量、钢材成交量、票据利率等并未快速上行，经济快速好转可能性较低，可能进入慢速恢复期。我国经济周期底部回升，数据会在5、6月份阶段性回暖，是否周期性回升需要持续观察。

图1：上海北京交通拥堵指数

图2：除上海北京外的交通拥堵指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 美联储态度主导市场

在物价因素、美联储紧缩预期和经济数据的影响下, 5月美国资本市场动荡非常。股票市场经历了W形的过山车: 在5月初FOMC会议加息50bps并宣布于6月1日开始缩表后, 市场开始对接下来的严厉加息定价, 在18日沃尔玛和塔吉特两大零售巨头例如不达预期以及鲍威尔声明将加息直到通胀显著回落, 股市陷入“衰退交易”情绪, 直到25日公开的FOMC会议纪要提到6、7月的连续加息(预计各50bps)将为美联储在今年晚些时间考量紧缩政策对经济的影响并作相应调整。随后市场情绪缓和, 美股再次上扬, 而27日公布的PCE数据回落进一步改善了市场信心。美债收益率则在通胀预期放缓和避险情绪之中回落, 国债反映的10年通胀预期也转头下行。5月份CPI数据公布后, 标普500盘中已经再次下跌至3900点附近, 科技股主导的纳指重挫超3%; 债市方面, 在3%关口观望的十年美债收益率迅速上升至3.155%, 两年期美债突破3%。通胀预期以及美联储的方向对近期的市场走向举足轻重。

图3: 债债走向和紧缩预期高度相关

图4: 通胀预期在5月FOMC纪要鸽派解读后下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (三) 稳增长处于观察过程

4月和5月稳增长措施连续的推出, 尤其是促使房地产消费和汽车家电消费的具体措施已经下发。同时5月份疫情防控有所缓解, 疫情防控缓解后稳增长措施的发酵也是现阶段观察的重点。从数据上来看, 经济在疫情防控后有所回暖, 但是回升速度仍然较为缓慢, 消费、投资、生产等指标的绝对值仍然较低。

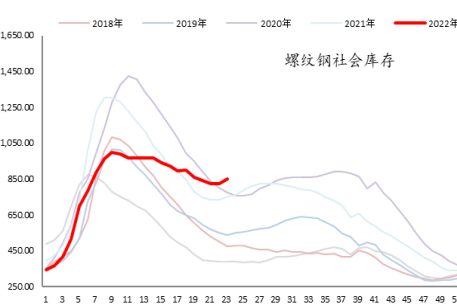
可以预见的是，随着封控逐步放松，经济生活向常态回归。但不确定的是下游需求的恢复速度和恢复力度，尤其是5月份房地产销售仍然疲软，黑色产品开始累库，钢铁、煤炭等产品价格再次下滑。

图 5：焦煤、焦炭和动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：螺纹钢社会库存（吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、国际经济观察

### （一）美国：美国经济暗含衰退疲态 美联储坚定加息缩表

美国 PMI 仍然处于扩张期，但增长势头放缓。消费方面，零售数据短期表现较好，购买商品的意愿转弱而对服务的需求增加，随着家庭部门储蓄的消耗和工资通胀螺旋的形成，支撑经济增长的消费转而下行的可能性增大。通胀居高不下，PPI 依然处于高位并不断向 CPI 传导，能源仍是最大推手，但日常消费和住房成本开始上行，CPI 对房价统计的滞后尤其值得警惕。就业市场中，一方面劳动参与率仍未回到疫情前水平、面空缺岗位和失业率之比不断上行，另一方面非农人均生产力下降，劳动力结构性短缺将加剧工资增速。应对上述问题，美联储当前态度是激进的加息缩表，但是由于近期股市的大幅回调，个别委员建议缓和加息态势或者在控制住通胀后考虑宽松。

#### 美联储动态：

美联储于 5 月 4 日召开的 FOMC 会议声明和发布会主要内容如下：

宏观基本面和前景：（1）美国一季度经济增速虽然小幅下滑，但家庭消费和企业固定资产投资两大支柱仍然坚挺，国内疫情影响并未得到提及，已然不是重点；（2）劳动市场非常紧俏，新增岗位保持强势，失业率达到 3.6% 的新低，但需求远高于供给，工资正在以多年来最快的速度上涨；（3）海外两大扰动拖累供给端：一是俄乌冲突导致原油和大宗商品涨价，二是中国因疫情的局部封锁增加供应压力，两者会推高通胀压力，为经济带来巨大不确定性；（4）通胀已经过高并可能危及长期就业最大化的目标，控制通胀将是美联储货币政策的重中之重，但通胀可能处于触顶过程之中。

货币政策：（1）联邦基金利率增加 50bps，目标区间 0.75%-1%，下次会议加息 75bps 暂不在考量之内；（2）缩表将从 6 月 1 日开始，方式为停止规定规模内到期证券的再投资，初始规模为缩减 300 亿国债+175 亿 MBS，并在三个月后增加至 600 亿国债+350 亿 MBS；（3）货币工具首要目标就是控制通胀。



**表 1: 美联储 5 月 FOMC 会议重点:**

	2022-03 FOMC 会议重点	2022-05 FOMC 会议重点
<b>经济和就业状况</b>	1. 经济活动和就业指标持续增强; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降; 经济预测显示 FOMC 委员对坚实经济增长有信心 2. Omicron 变种传播迅速, 但在月中旬确诊病例已经大幅减少, 造成的经济影响温和且短暂 3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 但其影响主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动	1. <u>虽然一季度整体经济活动因进出口和库存下滑而小幅下行, 家庭消费和企业固定资产投资保持强劲</u> ; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降, <u>劳动力市场当前供给不足</u> 2. <u>中国由于疫情进行的局部封锁可能会加剧供给侧问题</u> 3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动
<b>通胀</b>	1. 通胀超过 2% 的长期目标 2. 总需求强劲但供给端限制了生产; 由于国内外疫情等因素扰动, 对供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久 3. 俄乌冲突导致大宗商品价格, 尤其是原油和其他能源价格上涨, 也将增大通胀压力	1. <u>通胀已经过高 (much too high), 维持强劲的就职市场首先需要控制通胀</u> 2. 供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久; <u>俄乌冲突导致的原油和商品涨价以及中国因疫情进行的封锁将加剧通胀压力</u>
<b>货币政策</b>	1. 联邦基金利率增加 25bps 至 0.25%-0.5% 2. 对 2022 年底的合适利率, FOMC 预测的中位数是 1.9%; 对未来两年利率的预测中位数为 2.8% 3. FOMC 将在下次会议上宣布开始缩表的时间和计划 (预计上限为 600 亿国债+350 亿 MBS)	1. <u>联邦基金利率增加 50bps 至 0.75%-1%</u> , 目标区间内继续上调利率是合适的 2. <u>6 月 1 日起开始缩表, 起始规模为 300 亿国债+175 亿 MBS, 并在三个月后 (9 月) 增加到 600 亿国债+300 亿 MBS</u> 3. <u>一次性加息 75bps 暂时不在考虑范围内</u> , 未来几次会议更可能考虑 50bps 的加息, 货币政策仍取决于相关数据 4. <u>美联储当前首要注意力集中在将通胀重新带回 2% 的目标</u>

会议当日, 由于加息没有超过市场预期、暂时排除了一次性上调 75bps 的可能以及美联储对经济和就业市场活力的肯定, 已经充分定价加息 50bps 的市场一度乐观。在“不够鹰便是鸽”的氛围中, 股债均上行: 三大股指涨幅在 3% 左右, 美债收益率走低, 十年美债一度从 3% 回落至 2.9% 附近; 美元指数则小幅下行。不过乐观情绪没有持续, 股市在次日大跌, 估值受加息打压的科技股下行尤为明显, 纳斯达克指数跌幅超 5%; 债市方面, 长端收益率上行, 十年美债突破 3%; 美元指数也再次走高。尽管美联储已经进行了前瞻性指引, 市场对加息的敏感度仍较高, 可能对美联储进一步紧缩形成掣肘。

从本次会议表述来看, 美联储的重点直指通胀控制。会议没有着墨美国本土疫情影响, 而是再次强调了加息的两大基础, 即由消费与投资支撑的稳固经济增长和实现了就业最大化的劳动力市场可以承受紧缩压力、避免硬着陆。通过分解 CPI 可以看出美国通胀当前受能源影响较大, 但未来风险也蛰伏于房价和服务价格在工资攀升下上行。虽然劳动市场紧凑, 但其和消费市场都面临着供给不足的情况; 雇佣成本指数 (ECI) 显示工资成本同比不断上升, 劳动市场的火爆可能导致通胀继续升温。美联储对同时实现就业最大化和通胀控制表示乐观, 但其实际的货币政策仍需要通胀和劳动市场数据的验证, 处于走一步看一步的状态, 因此需要警惕股债汇由于超预期政策而大幅波动的可能性。鲍威尔的鹰派预期引导结合上次会议对 2022 年合适利率中位数判断的 1.9%, 后面 5 次会议均至少会加息 25bps, 下次会议可能将继续加息 50bps 试探市场反应。CME 数据显示期货市场下次至少加息 50bps 早有预期, 在本次会议后下月加息 75bps 的预期明显回落。

缩表如期而至, 规模也略低于预期, 但激进程度远超上次缩表周期。2017-19 年的缩表初期规模 100 亿美元/月、最大上限 500 亿美元/月, 远低于目前的 475 亿/月和 950 亿/月。虽然缩表有助于抬升长端国债收益率、防止倒挂, 但考虑到俄乌冲突易引发欧盟衰退以及中国防疫政策对经济的拖累, 从市场大

量回收流动性可能导致美国投资放缓并在未来引发衰退（美国家庭和企业资产负债表目前较健康，其他指标也显示今年衰退可能很小）。

图 7：雇佣成本持续上行（%）

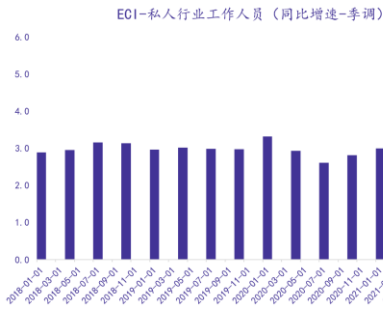
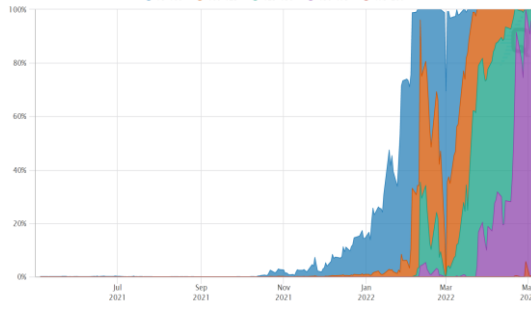


图 8：期货市场对 6 月加息 75bps 预期下滑



资料来源：St. Louis Fed, 中国银河证券研究院整理

资料来源：CME FedWatch, 中国银河证券研究院整理

伴随美联储加息，多国上调基准利率：澳大利亚央行将利率从 0.1% 提高至 0.35%、英国央行加息 25bps 至 1%、巴西央行将利率从 11.75% 提高至 12.75%、印度央行加息 40bps 至 4.4%、中国香港金管局加息 50bps 至 1.25%。之前保持鸽派的欧洲央行也由于过高的通胀压力决定在 7 月份开始加息，大概率为 25bps。美联储暂时缓和了市场担忧，未来由于外部环境和股市的制衡也难超预期紧缩，这为中国宽松的货币政策提供了短期空间，但全球紧缩的趋势已然形成。

### 制造业与非制造业 PMI：

2022 年 4 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 55.4，比上月的 57.1 下滑 1.7%，略高于三年均值 55.02；非制造业 PMI 为 57.1，比上月的 58.3 下滑 1.2%，景气度低于三年均值 57.52。由于美联储加息、美国劳动市场供不应求、俄乌冲突持续以及中国疫情防控导致的供应链问题，美国制造业与非制造业 PMI 双双下滑。整体上，两个指数高于 50 的荣枯线，但已经回落到三年均值附近，扩张速度可能在家庭储蓄消耗后进一步放缓。

分项来看，制造业 12 月新订单指数下滑 0.3 至 53.5，已经连续 23 个月保持扩张。尽管联邦政府刺激性政策收敛，美联储开启加息缩表，短期需求仍然较好。订单库存指数下行 4.0 至 56.0，企业已经开始消化积压的订单。通胀目前正处于历史高位，而资本市场已经出现了回调，叠加增速不足的实际工资，居民收入受到挤压，订单指数可能继续回落。

4 月产出指数为 54.6，环比下降 0.9，连续 23 个月扩张。产出指数下行不仅反映了订单的小幅减少，也体现了供应链扰动以及美国劳动市场的供需不平衡。俄乌冲突和供应链问题使得原材料价格保持高位，同时美联储开始激进紧缩，经济将逐渐转向衰退阶段；虽然物流压力逐渐减弱，但非农职位空缺与失业率之比处于高位，劳动力供应不足也将限制产出的扩张。

自有库存指数为 51.6，环比下滑 3.9 个百分点，略高于三年均值。新订单与库存差距为 1.9，比上个月回升，同时客户库存仍然保持低位，为生产维持在繁荣区提供支撑。

就业方面，制造业就业指数为 50.9，比上月下行 5.4，但仍连续 8 个月扩张。美国劳动力市场目前十分紧凑，失业率仅 3.6%，但劳动参与率尚未恢复到疫情前水平，年龄偏大的劳动人员积极性下降，因此虽然需求旺盛，但就业指数依然出现下滑。

供应商交付指数上升 1.8 至 67.2，交付仍然缓慢，但比去年下半年水平有明显好转，供应链的压力减弱，有利于解决供给段瓶颈。物价指数从上月的 87.1 下行至 84.6，俄乌冲突和全球能源格局的调整导致原材料，尤其是能源价格，继续维持高位。

整体来看，当前美国制造业活动表现良好，但需要警惕未来下滑的风险。虽然制造业 PMI 仍然处于扩张期间，但是订单、生产和就业都开始放缓，原材料价格居高不下，劳动力市场供不应求且美联储为控制通胀开始严厉加息缩表，这些都对制造业构成直接的压力。虽然供应链压力逐渐缓解，但是随着家庭部门在疫情期间的储蓄开始耗尽以及全球主要经济体的不振，内外需可能同时减弱。

非制造业方面表现好于制造业，疫情对服务业打击逐渐淡化，但就业低于荣枯线。4 月商业活动指数上行 3.6 至 59.1，新订单下滑 5.5 至 54.6，库存上行 0.5 至 52.3，就业下滑 4.5 至 49.5，一方面劳动力市场已经相当紧张，很难继续扩张，另一方面就业出现结构性供需不平衡。非制造业 PMI 物价从 83.8 上行至 84.6，成本压力依然很大。库存小幅上行，而新订单增长放缓，非制造业的修复面临阻力。

图 9: ISM 制造业 PMI (%)

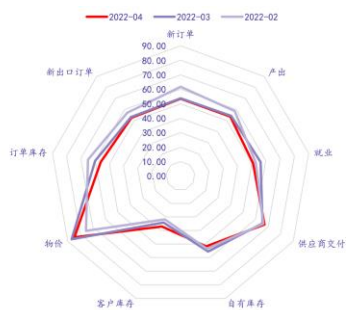
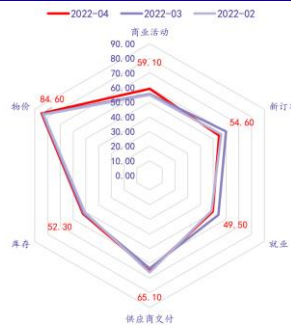


图 10: ISM 非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国商务部公布数据显示，美国 4 月零售销售基本符合预期，同比增速为 8.7%，高于长期平均零售增速 5.5%，但有下滑迹象；零售环比增速 0.41%，低于前值 17.66%。11 种零售类别中，有四类的同比增速较上月下滑，电子和家用电器增速下降 4.67% 居于首位。非实体零售在 3 月份的增速从前值 14.43% 显著下滑至 3.37%。美国的 CPI 和 PCE 增速依然处于历史高峰，同时证券市场的回调以及实际工资增速的疲软可能使消费在未来继续下滑，尤其是电子商品类，但餐饮和服务行业以及能源消费短期将保持韧性。

美国咨商会 (CB) 消费者信心指数 (CCI) 显示，3 月美国消费者信心指数从前值 110.5 下滑至 107.2，连续三个月下行，消费虽然保持了一定韧性，但在通胀高企和衰退可能性提高的情况下会继续下行。消费者价格由于俄乌冲突等因素持续上升减弱了对汽车等大件商品的购买意愿，不过受到劳动力市场紧张和工资上行的支撑，消费者信心良好。

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\\_43061](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43061)

