

外部不确定增强 国内稳增长加力

——2022 年 2 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022 年 01 月 27 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，虽然奥密克戎的高传染性令全球日新增病例数大幅飙升，但是其低致死率和持续推进的疫苗接种都令新冠肺炎“流感化”处理的可行性持续抬升。在经济方面，低死亡率和学习效应令此轮疫情高潮对经济的冲击力度总体较弱，而通胀抬升及就业持续改善的现实则强化了市场对流动性收紧预期的强化。在政策方面，美联储明确指出将于 3 月初停滞资产购买，并对 3 月加息做出了较强暗示，但对市场普遍关注的缩表细节则始终语焉不详；展望来看，虽然鲍威尔晦暗不清的表述增加了短期内市场的疑虑，但是考虑到在各项刺激政策相继到期后，美国经济扩张动能的萎缩不可避免，而且通胀水平也有望于年中触顶回落，因此目前较强的紧缩预期有望于年中得以缓解。
- 就国内经济而言，极具韧性的外需同孱弱的内需形成强烈对比，保供稳价措施令供给端限制明显缓和，但是以房地产投资和社零为代表的内需不振则极大低压制了经济的扩张动能。展望来看，在外需方面，基数抬升和全球供需缺口弥合下出口增速将逐级回落，净出口对经济的拉动力将显著下行；在内需方面，房地产投资的拖累仍将延续，拐点尚需等待，基建投资同比增速则有望明显回升；考虑到疫情对消费场景的限制，对消费习惯的长期影响，以及仍相对较高的失业率和居民可支配收入同比增速的触顶回落，消费增长的恢复力度也仍较缓慢。
- 就通货膨胀而言，2021 年 12 月 CPI 和 PPI 同比增速均有所回落，不仅翘尾正向支撑归零，而且当月环比增速的负增长也拉低了新涨因素，其中食品价格是 CPI 环比增速回落的主要拖累项，而生产资料则是 PPI 环比增速回落的重要原因；展望来看，虽然翘尾和环比增速均将强于 2021 年 12 月，但是 1 月 CPI 同比增速仍会略有下行；PPI 同比增速则将受制于翘尾而呈现更为明显的下行。
- 就调控政策而言，“进就是最大的稳”这一表述向市场传递出管理层维稳经济的坚定决心。展望来看，一方面货币政策呵护仍将加力，且一季度是较好的时间窗口，另一方面，我们仍坚持认为，没有积极财政政策的发力，“宽货币”难以自发地实现“宽信用”，为此财政支出加力以补充需求首当其冲；其次，需要持续推进减税降税以呵护甚至推动内生需求扩张；最后，在政府过紧日子、严肃财政纪律且坚决遏制新增地方隐性债务的情况下，国有企业、特别是作为“新老基建”需求方的央企也将主动作为，加大固定资产支出力度，其中交运、能源、信息等领域将是重点领域。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 新冠“流感化”渐近 货币转向压力显现	5
1.1 新增病例虽迭创新高 死亡率却持续走低	5
1.2 政策担忧明显强化 调控效果逐步显现	6
2. 供给改善内需不振 通胀差异继续缩窄	9
2.1 出口韧性依旧 进口维持疲弱	9
2.2 生产扩张明显向好 内需不振依旧严峻	10
2.3 通胀差异持续缓和 农产品价格再度上扬	12
3. 政策呵护不遗余力 数据验证尚需等待	14
3.1 降准降息相继而至 呵护意愿溢于言表	14
3.2 财政发力仍是关键 补需求和引需求并重	16

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: 南非新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 6: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 7: 美国 PMI 指数	6
图 8: 欧元区 PMI 指数	6
图 9: 美国通胀水平	7
图 10: 欧元区通胀水平	7
图 11: 美国失业率及劳动参与率	7
图 12: 欧元区失业率	7
图 13: 美欧 10 年期国债收益率	7
图 14: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率	7
图 15: 美国主要股指波动情况	8
图 16: 欧洲主要股指波动情况	8
图 17: 中国进出口累计同比增速	9
图 18: 中国当月贸易顺差	9
图 19: 中国对主要国家出口同比增速	9
图 20: CCFI 指数	9
图 21: 工业增加值同比增速	10
图 22: 工业增加值环比增速逐步回落	10
图 23: 固定资产投资累计同比及季调环比	11
图 24: 固定资产投资累计同比 (分类别)	11
图 25: 社零累计增长情况	11
图 26: 社零季调环比	11
图 27: 中国失业率数据	11
图 28: 居民可支配收入同比增速	11
图 29: CPI 当月同比	12
图 30: PPI 当月同比	12
图 31: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	12
图 32: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	12
图 33: 农产品批发价格 200 指数	13
图 34: 南华商品指数	13
图 35: Shibor 利率走势	14
图 36: 银行间同业拆借利率	14
图 37: 10 年期国债收益率	14
图 38: 公开市场净投放情况	14
图 39: 货币供应量同比增速	15
图 40: 社融及信贷同比增速	15

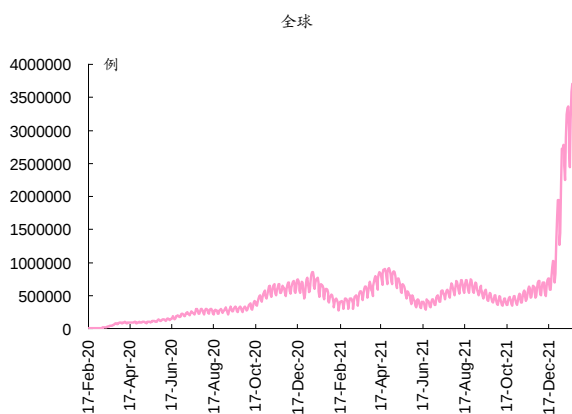
图 41: 新增社融中人民币贷款占比	15
图 42: 新增信贷中居民和企业部门贡献率.....	15
图 43: 企业部门新增人民币贷款结构.....	15
图 44: 6 月国股银票转贴利率	15
图 45: 公共财政收支同比增速.....	16
图 46: 部分建筑类企业当月新签订单金额.....	16

因奥密克戎病毒的高传染性，全球新冠日新增病例数迭创新高，但是死亡率依旧维持低位，新冠“流感化”的可行性进一步增强。在高通胀持续抬升的压力下，美联储加息预期不断加强，期间美国 10 年期国债收益率大幅走高，继而引发了全球资本市场的显著下挫。就国内而言，2021 年四季度数据的发布强化了经济扩张动能不足的认识，供给约束明显缓和的同时，内需不振依旧凸显；应对于此，呵护政策强力推进，尽管效果尚不显著，但是我们对宽信用的实现及经济增速的触底回升均抱有信心。

1. 新冠“流感化”渐近 货币转向压力显现

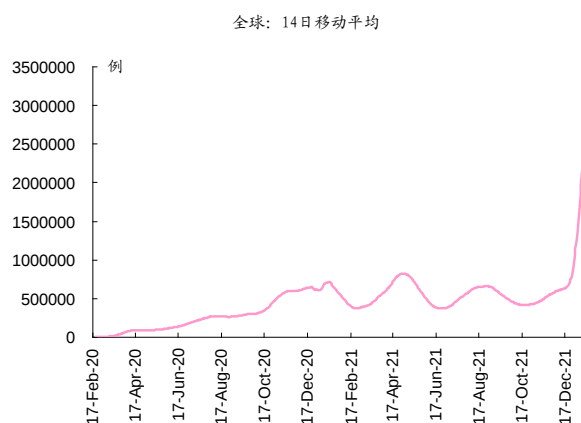
1.1 新增病例虽迭创新高 死亡率却持续走低

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



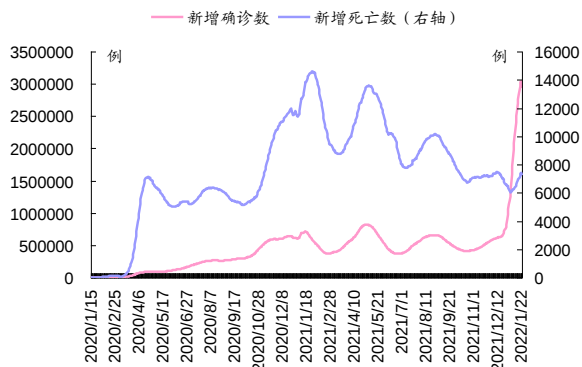
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 2：全球新冠肺炎疫情每日新增数据（14 日均值）



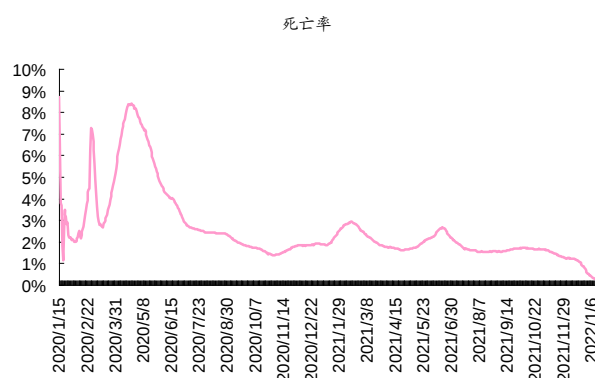
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

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

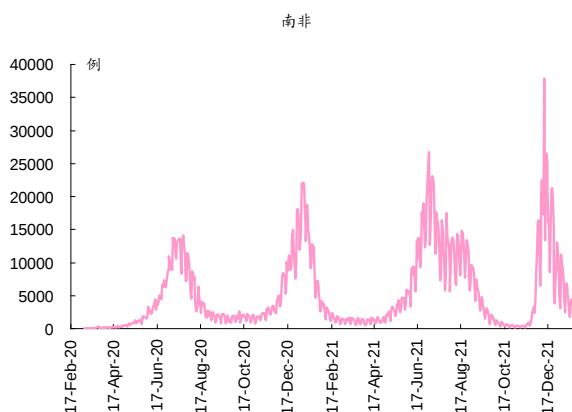


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

在奥密克戎高传染性的影响下，全球日新增新冠肺炎病例迭创新高，现已越过 300

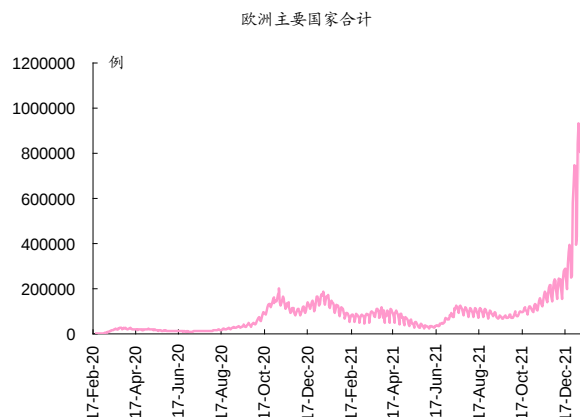
万例/日水平，远高于此前三轮的峰值；然而死亡率却不增反降，以 14 日移动平均值作为参考，1 月 23 日的死亡率仅为 2.4%。尽管奥密克戎病毒主导下的新冠疫情依旧展现出极高的传染性，但是我们一方面看到，最早发现奥密克戎病毒的南非其日新增病例数已经显著回落，与此同时欧洲主要国家日新增病例数也有筑顶回落的迹象，另一方面，奥密克戎病毒感染的致死率较低，加之疫苗接种的持续推进，新冠肺炎“流感化”处理的可行性正在逐渐抬升。

图 5：南非新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

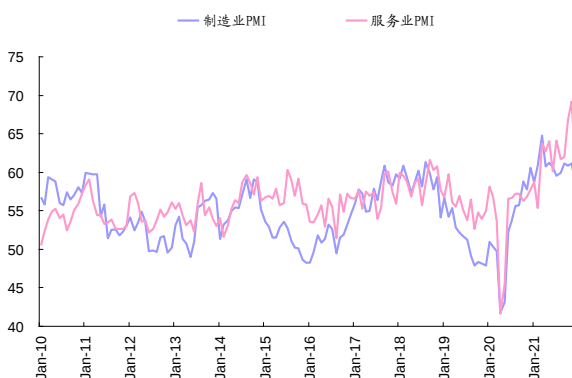
图 6：欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

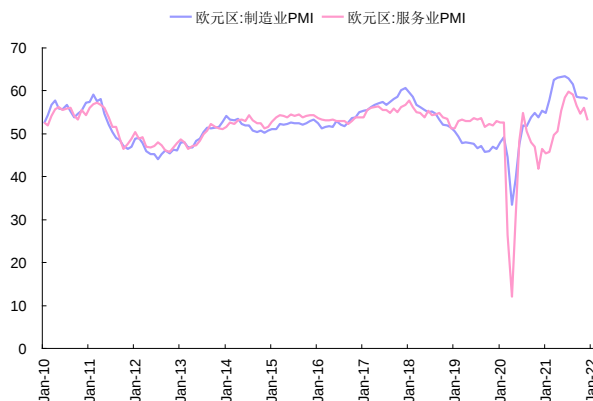
1.2 政策担忧明显强化 调控效果逐步显现

图 7：美国 PMI 指数



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 8：欧元区 PMI 指数

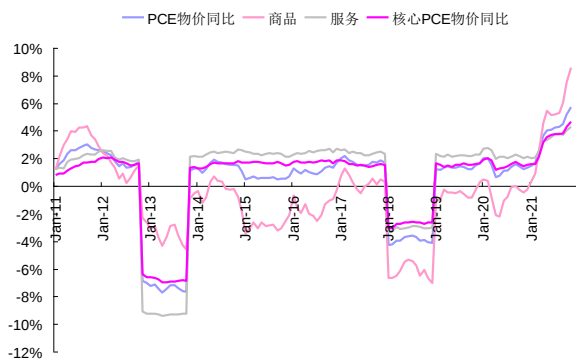


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

尽管新增病例数大幅飙升，但是低死亡率及学习效应令其对经济的冲击力度总体较弱，与此同时通胀抬升及就业环境持续改善，这直接导致市场对流动性前瞻的进一步审慎，美国 10 年期国债收益率在一月份出现明显抬升，而且欧元区主要国家的 10 年期国债收益率也出现不同程度上扬。全球流动性边际趋紧的态势愈

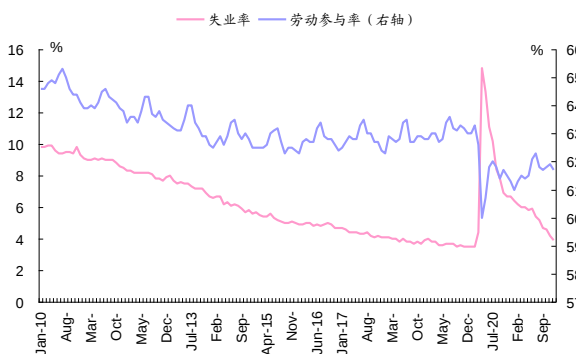
加明朗，并最终对资本市场形成了扰动，1月份以来，世界主要股指均出现明显下行。

图 9：美国通胀水平



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 11：美国失业率及劳动参与率



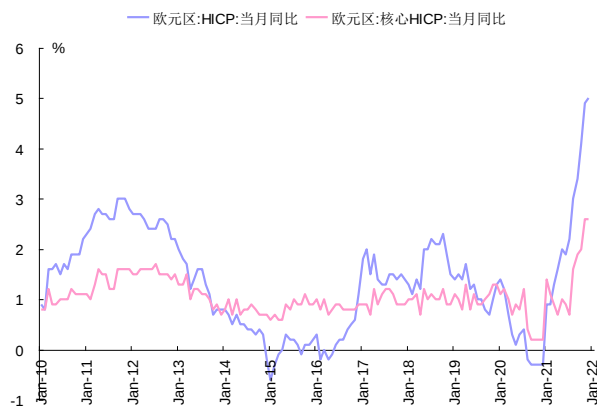
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 13：美欧 10 年期国债收益率



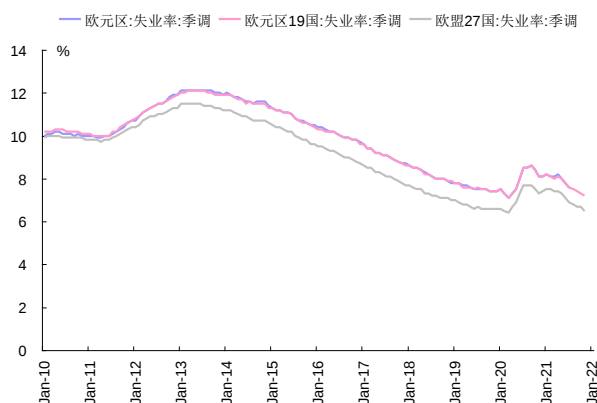
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：欧元区通胀水平



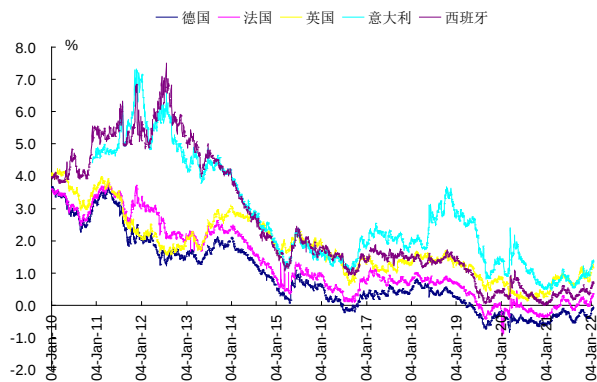
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 12：欧元区失业率



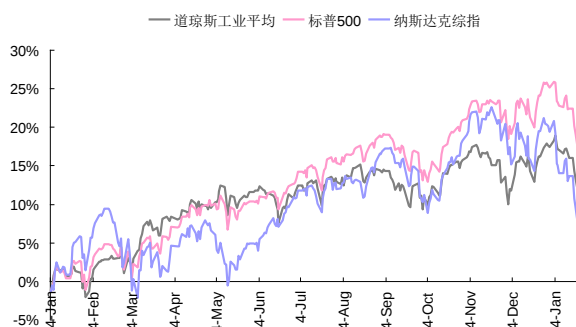
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 14：欧元区主要国家 10 年期国债收益率



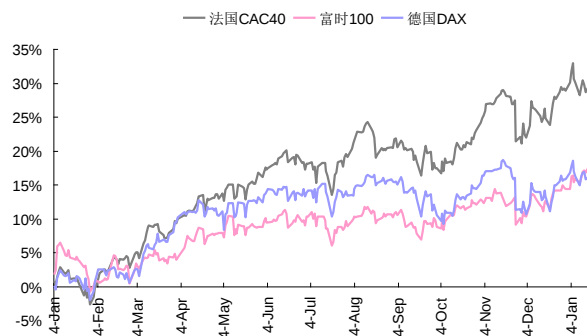
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 15: 美国主要股指波动情况



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 16: 欧洲主要股指波动情况



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

忍受资本市场大幅波动的投资者, 本希望美联储能够给予更多细节以降低不确定性, 但是鲍威尔显然并不像过早亮明底牌。通过 1 月美联储议息会议声明, 我们可以确定的是, 在对通胀高企和就业市场乐观前瞻的基础上, 美联储将于 3 月初停止资产购买; 如果“很快加息”的表述姑且可以算作是对 3 月上调基准利率的暗示, 那么缩表则依旧迷雾重重, 虽然《美联储资产负债表规模缩减原则》表示将大幅缩减资产负债规模, 明确货币调控仍以价格工具为主, 但是相关细节则少的可怜, 即便是在会后答记者问时, 鲍威尔也一再强调缩表进程的灵活性。

展望来看, 美联储于 3 月议息会议宣布上调基准利率基本确定, 但是鉴于“双向风险”的存在以及委员们仍需对细节加以讨论, 缩表的开启时间至少要等到年中之后, 而且考虑到鲍威尔有关“谦逊且灵活”的表述, 我们认为美国经济走向的不确定将对缩表开启时点及推进步伐产生明显影响, 延续我们年报中的观点, 在各项刺激政策相继到期后, 美国经济扩张动能的萎缩不可避免, 而且通胀水平也有望于年中触顶回落, 这些不仅会对美联储的缩表行为形成制约, 也可能弱化其加息的必要性和可行性。因此, 虽然鲍威尔晦暗不清的表述增加了短期内市场的疑虑, 但是目前较强的紧缩预期有望于年中得以缓解, 美国政治经济结构性问题依旧是其货币正常化最为重要、且更为长期的制约因素, 在美国回避并搁

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_36795

