

确定的政策发力 VS 不确定的海外局势

3月宏观经济展望

5.5%的增长目标需要政策继续发力，地缘政治事件扰动全球市场，关注全球滞涨风险。

- 《政府工作报告》将2022年增长目标设为5.5%，这一目标的实现需要政策继续发力。
- 2月制造业PMI数据显示经济仍在修复趋势中，但高频数据喜忧参半，市场信心恢复仍需时间。
- 地缘政治事件扰动全球市场，一方面推高全球通胀，压制经济复苏，另一方面不确定性导致美联储首次加息力度减弱。中期看，供给端因素导致的通胀高企叠加紧缩货币政策压制需求，需关注全球滞涨风险。

相关研究报告

《1-2月进出口数据点评：时隔两年，欧盟重为我国第一大贸易伙伴》 20220307

《大类资产追踪周报：A股市场震荡调整，外资加仓电力设备》 20220306

《大类资产配置周报(2022.3.6)：货币政策宽松窗口开启》 20220306

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

经济延续修复，政策仍需发力

5.5%左右的增长目标意味着什么

政府工作报告将中国 2022 年的经济增长目标确定在 5.5% 左右，符合我们此前的判断。此前地方两会给出的 2022 年各省市增长目标中，仅北京和天津目标低于 5.5%，而 21 省市将目标定在 6% 或更高。从这一角度看，全国增长目标定在 5.5% 并不意外。

2021 年，全国 GDP 增长 8.1%，是 2012 年以来的最高水平，但这与 2020 年增速仅有 2.2%，即基数较低有关。国家统计局公布的 2021 年 GDP 两年同比，即与 2019 年相比的两年平均增速仅有 5.1%。2022 年全国 GDP 要实现 5.5% 的增长，依然有一定压力。政府工作报告指出，“经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生防风险的需要，并同近两年平均增速以及‘十四五’规划目标要求相衔接。这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。”

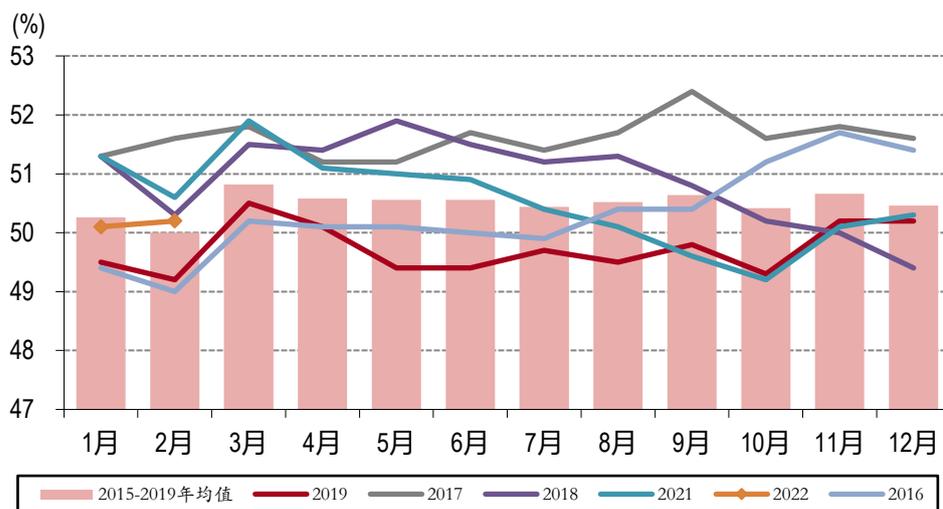
2021 年 GDP 实际同比增长的 8.1 个百分点中，最终消费支出拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，贡献率为 65.4%；资本形成总额拉动 GDP 增长 1.1 个百分点，贡献率为 13.7%；货物与服务净出口拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，贡献率为 20.9%。其中最为亮眼的，是货物与服务净出口项目对 GDP 的贡献率依然维持在 20% 以上的高位，仅次于 2020 年。

正如我们在 2 月宏观经济月报所指出的，2022 年，商品贸易顺差仍有扩大空间，但服务贸易逆差预计同样将有所扩大。货物与服务净出口项目对 GDP 增长的贡献率预计将较 2021 年继续下降；消费支出预计延续复苏，但在疫情扰动依然存在的背景下，预计消费支出的复苏仍然难以回到 2019 年的水平；因此 5.5% 的增长目标意味着投资对经济增长的贡献将较 2021 年明显提升。而 2021 年制造业投资维持了两位数增长，基建投资和房地产开发投资则表现较弱，换言之，提升投资对经济增长的贡献的主要着力点将在基建投资和房地产开发投资。在“适度超前开展基础设施投资”的政策导向下，基建投资的政策支持力度已经较为明显；而房地产开发投资的发力仍需政策支持。政府工作报告重申了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的政策导向。尽管目前已经看到地产相关政策的边际放松，我们认为，后续仍会看到相关政策的进一步放松，以促进房地产开发投资修复。

短期经济的修复仍在延续

2 月制造业 PMI 意外走高至 50.2，明显强于历史同期水平，也是连续 4 个月位于扩张区间，显示政策效果逐步显示，经济的修复仍在延续。

图表 1.2 月制造业 PMI 强于历史同期水平

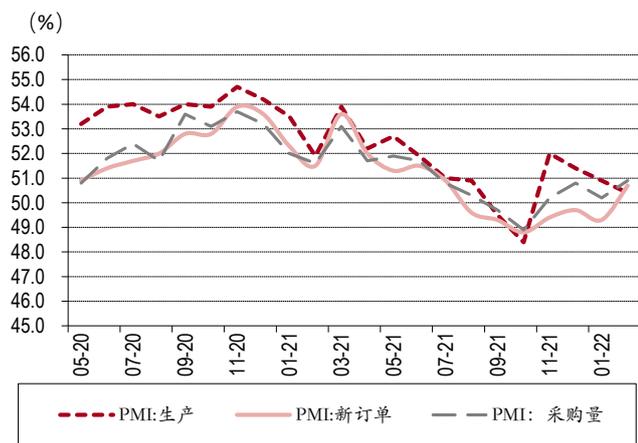


资料来源：万得，中银证券

从制造业 PMI 分项看，生产指数下降 0.5 至 50.4，显示了节假日影响；但新订单指数回升 1.4 至 50.7，显示节后需求依然较强；同时新出口订单回升 0.6 至 49，总体看，内需复苏势头强于外需。同时，原材料采购量指数升 0.7 至 50.9，也显示企业原材料采购继续加速，侧面印证了节后生产的修复。

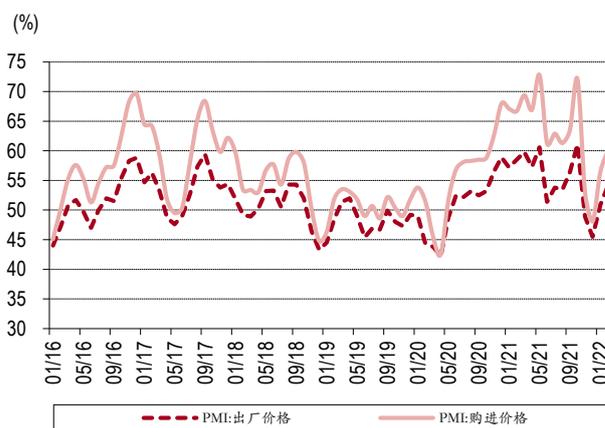
此外需要注意的是，原材料购进价格再度走高至 60，出厂价格走高至 54.1。在全球供应链恢复较慢以及地缘政治风险加剧的背景下，上半年 PPI 或将继续维持强势，仍需关注 PPI 向 CPI 可能的传导是否会导致下半年通胀预期走高。

图表 2. 新订单和采购量走高



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 关注原材料价格



资料来源：万得，中银证券

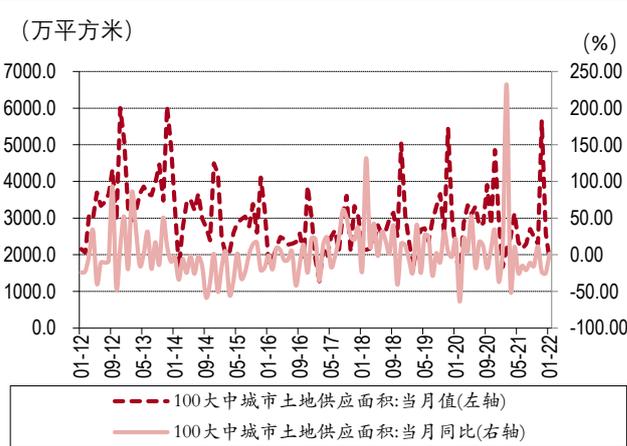
从高频数据看，2月下旬，重点企业粗钢日均产量 207.8 万吨/天，同比下降 10.4%，尽管下行趋势有所缓和，但整体上仍未回到上行通道。1月 100 大中城市土地供应面积 1858 万平方米，同比增长 1.5%，暂时扭转了持续回落趋势，但这一趋势能否持续并进而带来房地产新开工面积的回升还需要进一步观察。

图表 4. 钢产量依然复苏缓慢



资料来源：万得，中银证券

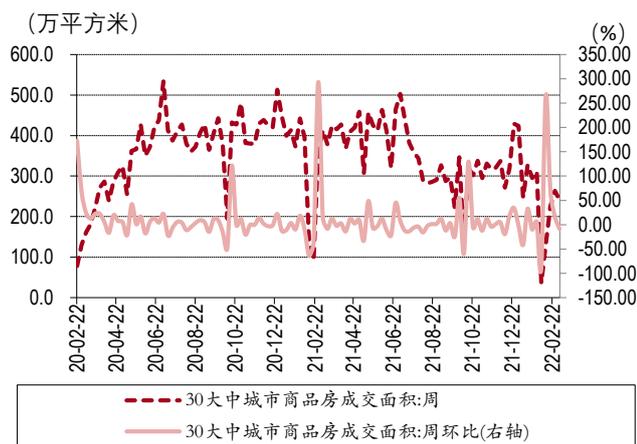
图表 5. 100 大中城市土地供应面积增速 1 月小幅回升



资料来源：万得，中银证券

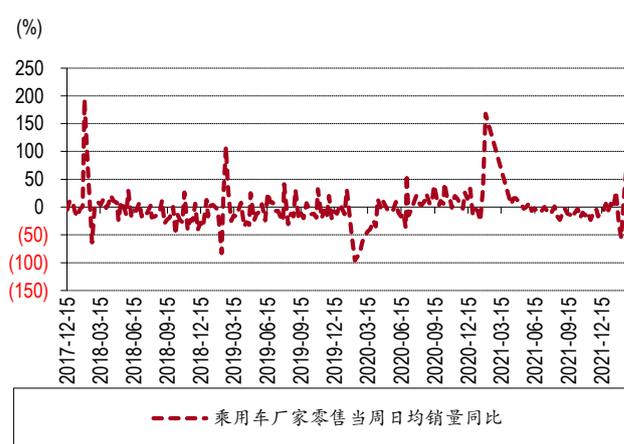
从需求端看，节后 30 大中城市商品房成交面积有所回升，但仍未回到节前水平；但汽车销售有所回升，春节后 3 周乘用车厂家零售周均销量为 51180 辆，较 2021 年同期的 44025 辆增长 16.3%。

图表 6. 住房成交依然较弱



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 汽车零售复苏较好



资料来源：万得，中银证券

综合看，高频数据目前传递出的信号喜忧参半，我们认为，经济的进一步恢复仍需政策继续发力。我们对 2 月经济数据的预测见图表 8。

图表 8. 2022 年 2 月经济数据预测

指标	2 月预测值	上期值	2022 年预测值
GDP 同比 (%)	—	—	5.5
工业增加值同比 (%)	4.9	4.3	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	7.2	4.9	6.0
社会消费品零售总额同比 (%)	5.4	1.7	6.1
出口 (美元) 同比 (%)	16.9	20.9	12.2
进口 (美元) 同比 (%)	15.9	19.5	12.1
CPI 同比 (%)	0.9	0.9	1.6
PPI 同比 (%)	8.6	9.1	4.4
M2 同比 (%)	9.1	9.8	8.6
新增信贷 (亿元)	12000	39800	—
新增社融 (亿元)	18000	61726	—
社融存量增速 (%)	10.6	10.5	11.6

资料来源：中银证券

地缘政治不确定性继续扰动市场

近期，俄乌冲突持续扰动全球市场。地缘政治不确定性带动油价飙升，布油一度逼近 140 美元/桶，大宗商品价格随之上行；避险情绪下，伦敦现货黄金价格持续走高，触及 2000 美元/盎司。

俄乌局势的演变超出了本篇报告所能探讨的范围，可以预见，在局势明朗前，该事件的演变仍将持续对全球市场造成冲击。站在目前时点，我们大致可以在该事件造成的不确定性中确定以下影响：

(1) 全球通胀上行幅度被进一步扩大

地缘政治事件的直接影响是油价飙升，进而带动大宗商品价格上行。自 2 月 24 日俄罗斯发起特别军事行动以来，布油自 95.89 美元攀升，3 月 7 日盘中超过 139 美元，涨幅约 45%。油价的飙升进而带动大宗商品价格上行。

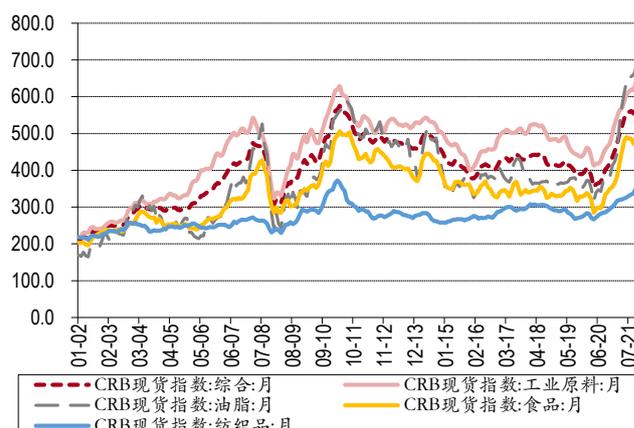
2022 年，在全球通胀持续上行背景下，主要央行货币政策纷纷转向收紧以应对越来越强的通胀压力。英国央行已经连续加息，美联储 3 月加息基本板上钉钉，欧央行 1 月会议改变了此前的态度，令市场预期欧央行提前加息。在此背景下，俄乌局势所导致的油价和其他大宗商品价格的飙升无疑会进一步扩大全球通胀上行幅度和持续时间。从而令主要央行的货币政策收紧过程进一步拉长。

图表 9. 地缘政治事件驱动油价飙升



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 大宗商品价格或将进一步上行



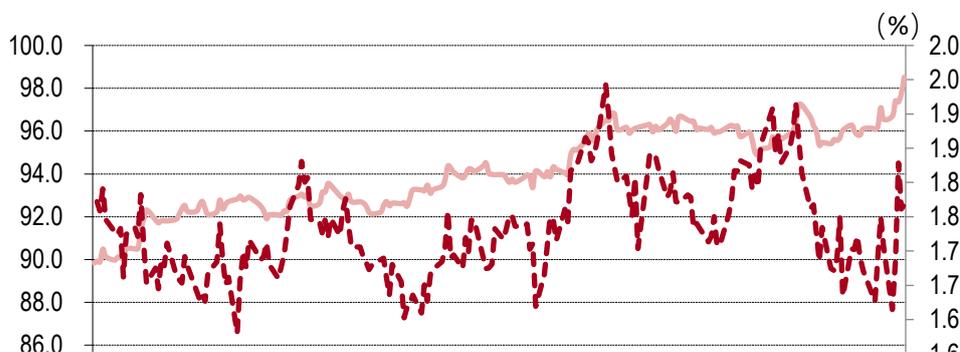
资料来源：万得，中银证券

(2) 不确定性导致美联储首次加息力度减弱

在通胀预期被进一步强化的同时，美联储 3 月加息的力度则因市场不确定性而减弱。此前市场一度担忧美联储 3 月加息 50BP，但近期美联储主席鲍威尔明确表示，3 月加息 25BP 是合适的。在俄乌局势对全球市场造成剧烈冲击的背景下，美联储减弱首次加息力度以防止对市场雪上加霜在情理之中。同时，鉴于俄乌局势对欧洲经济造成的冲击，欧元区经济复苏明显受阻，市场对欧央行首次加息的时间和力度的预期均较此前减弱。

在上述情况下，美欧利差再度走阔，美元指数走强。

图表 11. 美欧利差走阔驱动美元指数走强



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_39275

