

周度经济观察

——出口减速或将延续，货币政策趋于宽松

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 5 月 10 日

内容提要

国内疫情防控措施的升级，以及全球贸易活动的减速导致我国 4 月出口增速大幅下滑，二季度这一趋势或将延续。疫情的冲击以及房地产链条的减速使得进口活动持续表现偏弱。

在经济下行压力趋增的背景下，一季度货币政策执行报告的表态愈发积极，二季度流动性环境总体将维持宽松，结构性货币政策的出台和落地值得期待。

尽管当前国内权益市场的估值水平处于较低水平，但诸多因素仍然需要时间去消化，如美联储加息引发的资产价格波动、疫情反复导致的经济活动减速、信用创造机制切换带来的宽信用进展缓慢。权益市场的趋势反转或许仍需等待。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、疫情导致出口加速回落

4月我国美元计价出口同比增速3.9%，较3月大幅回落10.2个百分点。

分地区看，除了对东盟外，4月我国对发达经济体和新兴经济体出口均大幅回落。分品种看，机电、家具、服装和抗疫物资等均出现回落。

与此同时，4月除越南外，其余东亚经济体出口均延续回落。

合并来看，除了基数的影响以外，4月我国出口的回落受到两个力量的拖累，一是国内疫情的扰动，防控措施的升级对出口企业的生产和运输形成了显著冲击，越南出口的大幅回升可能与我国出口订单的转移有关；二是伴随海外疫情形势的缓解以及美联储货币政策的紧缩，全球货物贸易趋势减速，这一减速对东亚经济出口活动均产生了持续影响。

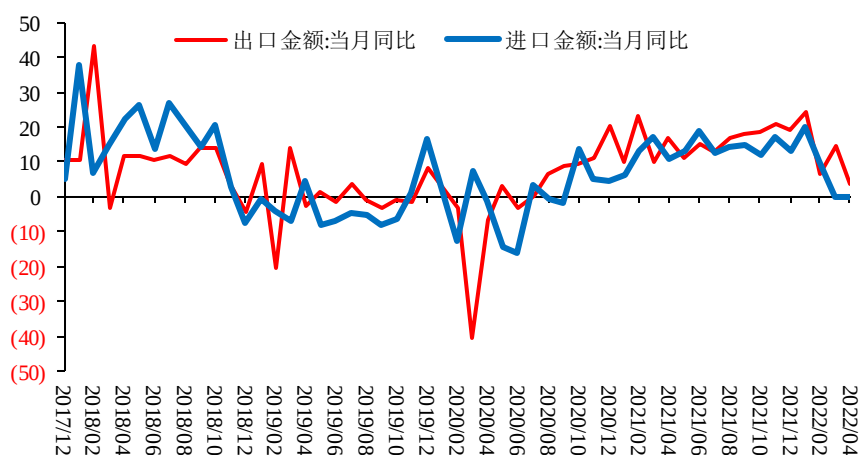
4月我国美元计价进口同比增长0%，较3月小幅回升0.1个百分点，进口活动维持弱势。中国从主要国家的进口表现不一，美国较3月回升，欧洲和东盟基本持平，日本延续回落。

从产品上看，相比3月份进口量的全面回落，4月进口量有涨有跌，大豆、原油和钢材进口反弹，铁矿石基本持平，汽车底盘出现回落。

总体来看，进口活动的弱势与国内总需求的收缩表现相一致，疫情的冲击以及房地产链条的减速使得进口活动持续表现偏弱。

往后看，待疫情扰动的影响结束，受到供应冲击的产品出口会相应出现回升，但是全球经济和贸易活动减速的影响会持续，最终会使得出口延续减速的趋势。而国内需求的收缩尚未看到拐点，这意味着进口的弱势在二季度将维持。

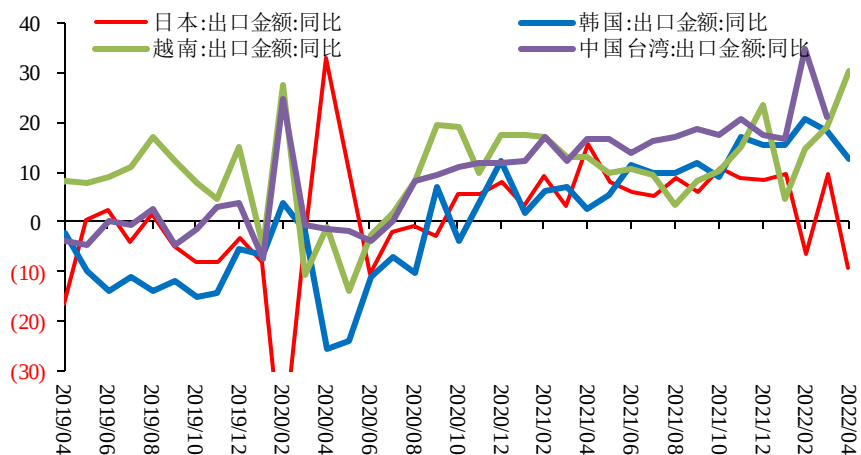
图1：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

图2：东亚经济体出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

5月6日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，背景是党的十九届五中全会《建议》提出推进以县城为重要载体的城镇化建设、国家“十四五”规划《纲要》提出县城建设的任务举措。

意见对县城分门分类，提出针对性的发展方向，在资金来源方面，指出对于公益项目，财政资金进行支持，对准公益性项目和经营性项目鼓励金融支持，未来相应企业债券或有发力空间。

从高频的整车货运流量指数和快递分拨指数来看，物流受阻的情况延续 4 月中旬以来小幅改善的态势，但整体物流水平仍然显著低于此前正常水平。受北京疫情影响，10 城地铁客运量数据再次回落。

从已经公布的数据来看，受疫情反复和社交隔离措施收紧的影响，4 月经济的表现或将大幅弱于 3 月，而 5 月上旬这一状态仍在延续，二季度经济减速的趋势将延续。

二、偏宽松的流动性格局还将延续

5 月 9 日，央行发布一季度货币政策执行报告，对一季度货币政策操作及下一阶段操作思路做了总结和展望。

在国内经济层面，报告延续了四季度“三重压力”的提法，由于疫情和乌克兰危机的爆发，新增了“经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。在海外经济方面，报告指出海外发达国家货币政策从“重要的不确定性”变成“加速收紧的影响正在显现”，也提及了发展中国家面临挑战。

在货币政策层面，报告强调“支持稳增长、稳就业、稳物价”，以及“加大对实体经济的支持力度”。针对疫情，报告指出“落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体”。

在汇率层面，报告认为要“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡。”表明海外发达经济体的加息可能对我国央行货币政策操作存在牵制，短期之内政策利率下调的概率在下降。

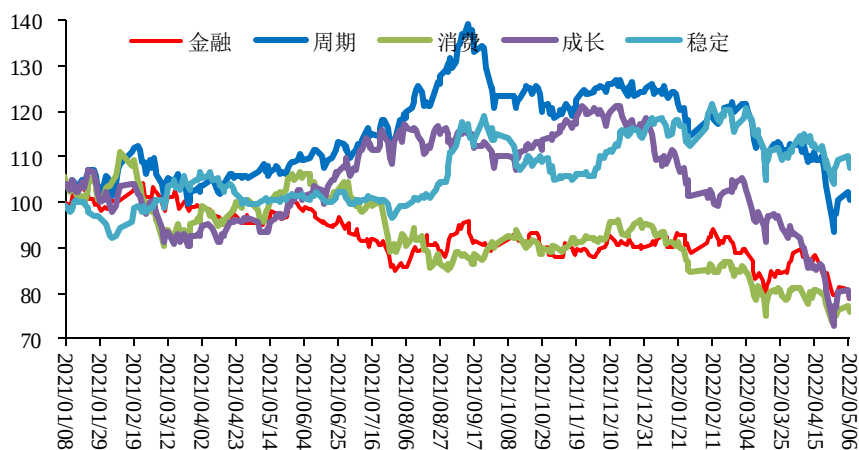
关于房地产的表述大体延续此前的提法，新增了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”，和政治局会议的提法一致。在

房地产金融审慎管理层面新增了“稳妥”，和政治局会议的“优化商品房预售资金监管”一致。

总体而言，在经济下行压力趋增的背景下，一季度货币政策执行报告的表态愈发积极，二季度流动性环境总体将维持宽松，结构性货币政策的出台和落地值得期待。

尽管当前国内权益市场的估值水平处于较低水平，但诸多因素仍然需要时间去消化，这些因素包括美联储加息引发的资产价格波动、疫情反复导致的经济活动减速、信用创造机制切换带来的宽信用进展缓慢等。因此自上而下地看，我们需要关注社融的改善情况、海外市场对货币政策定价的情况以及平台经济监管的政策细则。权益市场的趋势反转或许仍然需要等待。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 12 月 31 日为 100

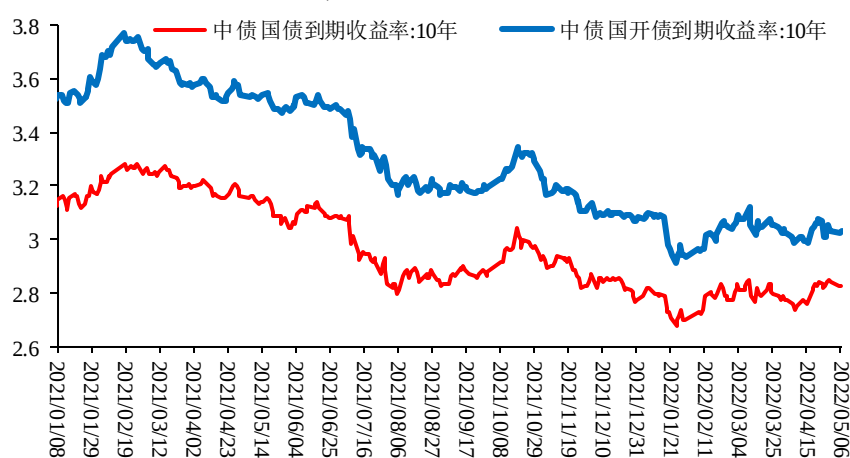
银行间流动性的宽松推动短端利率下行，而长端利率整体中枢波动。

央行一季度货币政策执行报告，新增了“货币市场短期利率围绕公开市场操作利率运行，利率波动性进一步下降，为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合

理区间提供了适宜的流动性环境。”这一表态或许表明宽松的银行间流动性环境短期将延续。

往后看，尽管美债收益率的上行对国内收益率形成推升，但国内长端利率的趋势仍将需要取决于国内经济 and 政策的走向。在经济下行压力趋增，信用环境改善缓慢，流动性环境维持宽松的背景下，我们倾向于认为长端利率仍有下行空间。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

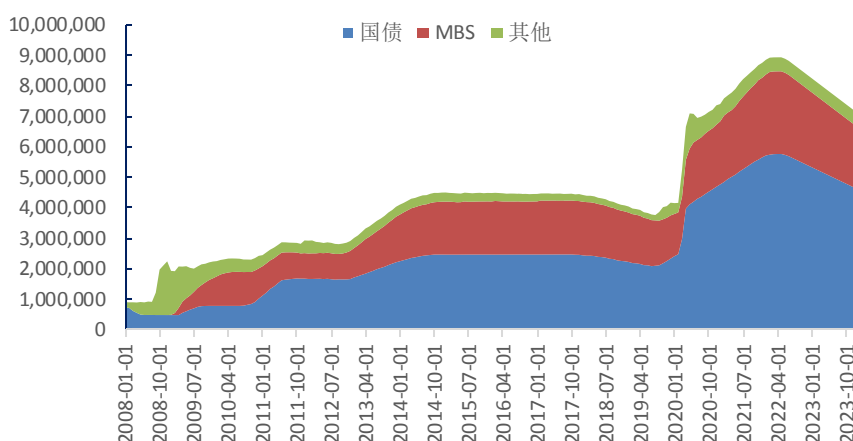
三、通胀的顽固性使得市场仍担忧持续大幅加息

5月4日美联储召开FOMC议息会议，整体表态呈鹰派，但略弱于市场预期。此次会议决定加息50BP，将联邦基金利率区间由0.25%-0.5%升至0.75%-1.0%，并认为接下来几次会议将继续讨论单次加息50BP。

尽管美联储主席鲍威尔表示不会积极考虑单次加息75BP，但利率期货市场仍倾向于6月议息会议存在加息75BP的可能性，并且预计今年底、明年初可能加息至3%左右。这意味着在今年接下来的5次议息会议中，至少有3次加息50BP，因此目前尚处于加息周期的早期阶段。

缩表自 6 月开始，从每月 475 亿美元（300 亿国债+175 亿 MBS）连续增加 3 个月后至 950 亿美元，主要采取到期不续作方式。在 8 月达到缩表单月幅度上限后，当前美联储近 9 万亿美元的资产负债表规模将在今年底下降至 8.3 万亿，降幅约 6 千亿，至明年 6 月降幅约 1.2 万亿。

图5：美联储资产负债表规模预测，百万美元



数据来源：Wind，安信证券

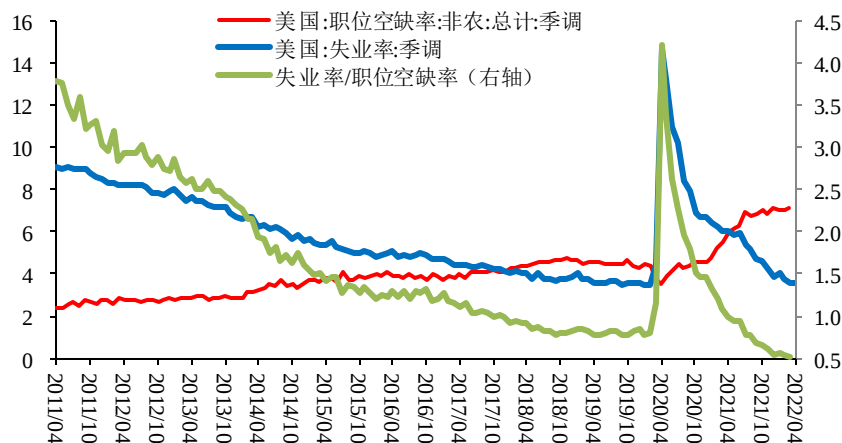
相比 3 月议息会议，鲍威尔进一步表示了俄乌冲突对通胀和经济的不确定性，并提及我国新一轮疫情对供应链的扰动。

结合近期欧美对俄的持续制裁、以及我国 4 月出口增速的下滑来看，通胀在货物供给端的压力仍然较大，并可能叠加大宗商品生产企业资本开支意愿不足、碳减排、供应链调整等长期因素而持续较长时间。

此外在人力供给端，美国 4 月劳动参与率回落 0.2% 至 62.2%， “大退休” 和 “大辞职” 的影响仍然延续；平均时薪同比依然保持在 5.5% 的高位，亚特兰大联储跟踪的低收入者薪资涨幅也相对更快，而这部分群体对通胀预期也更为敏感。

若通过失业率和职位空缺率的比值来代表劳动力市场的供求紧张程度，目前这一比值如果从 0.5 回升至疫情前的 0.8，则意味着要么职位空缺率下滑、要么失业率回升，而这都意味着需求或经济增长的放缓。

图6：美国失业率、职位空缺率（%）以及二者比值



数据来源：Wind，安信证券

尽管从美国 CPI 的分项、尤其是能源价格的近期表现来看，3 月 8.6% 的 CPI 同比可能是年内高点，但考虑到劳动者涨薪和企业涨价的互动，企业更倾向于通过提价而非提高生产率，来转嫁原材料和人力成本，以此产生的对通胀的支撑恐怕难以通过短期货币紧缩来破解，预计美国年末 CPI 同比可能仍在 6% 左右。

图7：美国 CPI 同比与非农平均时薪同比，%

10 % 美国 CPI:季调:当月同比

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_41440

