

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报: 2022 年 4 月 – 政治局会议加码稳增长措施, 海外流动性收紧

Monthly Economic Data Wrap – Apr 2022:

The Politburo Meeting strengthens policy support as overseas liquidity tightens

报告摘要

- **国内政策支持继续加码, 有利下半年经济复苏:** 中国 3 月底疫情再起, 消费、服务和地产走弱。近期稳定经济增长的政策密集出台, 特别是本周政治局会议强调加大宏观政策调节力度, 统筹疫情防控和经济社会发展, 加强基础设施建设, 支持房地产和平台经济的健康发展等, 均显示稳增长力度加强。我们小幅下调今年 GDP 增速 0.2 个百分点至 5%, 主要由于二季度经济增长或明显放缓, 但封控措施解除后, 政策支持下经济增速有望迎来明显反弹。
- **宽利率空间有限, 宽信用加码稳定需求:** 国内价格预计受国际局势和国内政策影响回升。价格压力将继续限制央行降息空间。预计货币政策继续保持流动性宽松。政府债券发行将前置, 社融增速预计回升。城投债有望受益。虽然政策继续放松, 但地产销售仍然低迷, 境外地产债修复仍需时日。
- **海外市场近期大幅提高联储加息预期, 利率预计进入波动期。** 联储继续偏鹰, 市场对联储加息预期持续上调, 推升全球利率。预计联储将在 5/6 月各加息 50 个点, 今年全年加息 225 个基点, 并于 2 季度宣布缩表。我们上调 2 年和 10 年期美国国债利率今年底的预测至 2.7% 和 2.9%。美国通胀见顶和增长指标的回落有助减少下半年利率走升的压力, 但通胀水平仍处高位, 联储取态及市场预期的调整仍可能伴随利率的大幅波动。
- **美元短期强势, 人民币汇率承压。** 人民币兑美元汇率近期贬值近 4%, 主要反映美元强势和日元快速贬值的区域影响, 人民币一篮子汇率仍较坚挺。预计人民币兑美元汇率在短期内将继续承压, 但随着其他国家央行开始收紧政策及美国经济的放缓, 美元指数可能会在今年晚些时候回落。全球贸易周期和国内增长复苏有利中国的国际收支。维持年底人民币兑美元汇率 6.4 的预期。

下月重点关注: 国际数据方面, 需关注欧美国家通胀数据, 全球供应链变化情况以及疫情和俄乌危机的发展。美联储将迎来市场极为关注的货币政策会议, 或加息 50 个基点并发表更多关于缩表的细节。国内宏观经济数据方面, 关注 4 月经济活动数据, 疫情下上海封城带来的影响将在 4 月的数据集中体现。与此同时, 需关注国内稳增长政策落地情况。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

姜璐璐

(852) 3911 8012
jianglulu@ccbintl.com

张莹

(852) 3911 8241
zhangying@ccbintl.com

海外宏观和利率走势：

近期发达国家部分经济数据已开始边际走弱。欧美的工业生产和服务指标仍都处于扩张区间（图 1）。4 月份美国就业指标维持强劲，制造业和服务业的新订单表明需求仍然坚挺。受益于疫情封锁取消后服务业增长加快，欧元区的商业活动超预期加速，PMI 综合产出指数从 3 月份的 54.9 攀升至 4 月份的 55.8。不过，受能源价格、利率等因素影响，部分增长指标已现疲态。欧美国家消费者信心均显著下降（图 2）。美国 3 月份零售销售环比仅上升 0.5%，调整价格因素后数据更弱。美国房贷利率攀升至过去 12 年以来的最高位，房屋销售预计继续降温。欧洲除消费疲软外，制造业则受到了俄乌战争、供应链和价格上涨的负面影响，制造业 PMI 指数和资本品订单均有走弱。

衰退风险仍然有限。美国第一季度经济增长以 1.4% 的年化率收缩，远低于市场正增长的预期，然而此次收缩主要归咎于库存投资下降和创纪录的贸易逆差，消费者支出（+2.7%）和商业投资（+7.3%）仍然稳健甚至远超预期。在最新的全球经济展望中，IMF 对 2022 年全球 GDP 增长率的大幅下调 0.8 个百分点至 3.6%，2023 年下调的增长率下调至 3.6%，比 1 月份的预测下降 0.2 个百分点。反映俄乌纷争下，全球经济增长前景恶化，此外，近期中国主要贸易及制造中心的防疫封锁措施亦为全球供应链带来新的压力。虽然经济面临下行风险，疫后复苏的基本面仍对发达国家需求有所支持，例如美国 3 月核心资本货物订单增长 1.0%，高于市场预期。企业投资周期有望进一步扩张（图 3）。与此同时，发达国家私营部门资产负债表较为健康，对增长放缓和利率走高的容忍度较高。

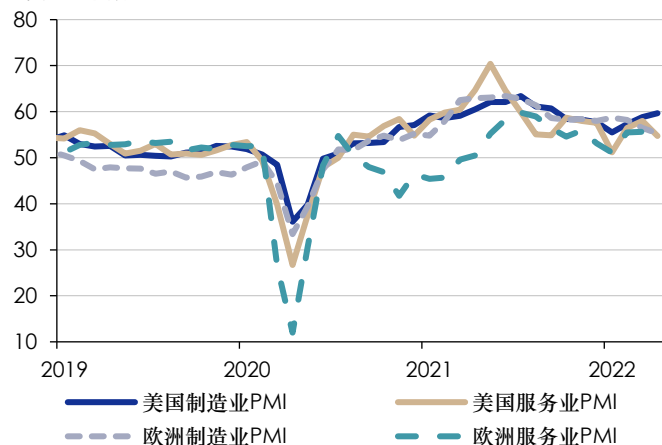
海外通胀水平有见顶迹象，但通胀压力仍存：由于供给瓶颈修复，美国核心 CPI 以及核心 PCE 自 3 月开始环比均放缓（图 4），4 月油价回落则有望减轻总体 CPI 压力。美国核心和整体通胀有望在近期见顶。预计美国总体通胀将在第二季度保持在同比 8% 左右的高位，下半年则逐步回落至 4-5%。虽然通胀水平有回落迹象，但通胀压力未除：工资、租金等需求指标仍保持强劲增长。而美国生产者价格成本飙升了创纪录的 9.2%，部分成本也可能向消费者传导。另外，如果中国疫情延迟受控冲击全球供应链，全球供给紧缺和通胀压力可能再次上升（图 5）。

市场大幅计入对联储的鹰派预期，推高美债利率。近期美债利率持续攀升，源于联储持续偏鹰的取态。在通胀压力和美联储的鹰派立场下，市场对美联储的加息预期不断上升，其加息的“终点利率”的预期也从今年 1 月的 1.7% 迅速上升至目前约 2.95% 的水平，推动美债收益率曲线显著上移。强劲的就增长和企业投资降低了经济衰退的风险，美联储预计继续重点管理通胀风险。预计联储在 5 月、6 月议息会议上各加息 50 个基点，全年加息 225 个基点，并在 5 月开始缩减其资产负债表。由于联储加快收紧，我们上调年末 2 年和 10 年美国国债利率至 2.7% 和 2.9%。随着联储鹰派计入市场价格，长端利率下半年的上行压力预计有所减轻。不过，在通胀水平仍高但增长边际走弱的条件下，预期变化和联储策略的调整均可能继续带来利率的显著波动。中期来看，通胀压力持续下，未来几年利率仍有上行的压力。

美元继续偏强，但下半年升值动力或将缓和：美联储的鹰派立场和利率走高预计会在未来几个月继续支持美元强势。不过，其他发达国家央行可能调整政策。近期包括拉加德在内的欧央行官员重申欧洲央行宣布将在今年三季度结束购买债券，并有可能在 7 月开始加息。相应对下半年的欧元汇率有所支持。日元近期大幅走弱，日本央行近期进一步加强了宽松立场，与其他发达国家收紧的货币政策背道而驰。而如果日本央行干预汇市或调整货币政策，亦将抑制美元强势。此外，美国下半年通胀放缓叠加经济走弱，或会降低市场对美联储持续收紧政策的预期，并缓和美元指数的升值动力。受全球流动性收紧和强美元影响，资金流入新兴市场继续回落（图 6），新兴市场货币整体走弱。其中，南非、韩国、阿根廷等新兴市场货币均明显贬值，预计近期继续承压。

图 1：欧美 PMI 指数显示经济继续扩张

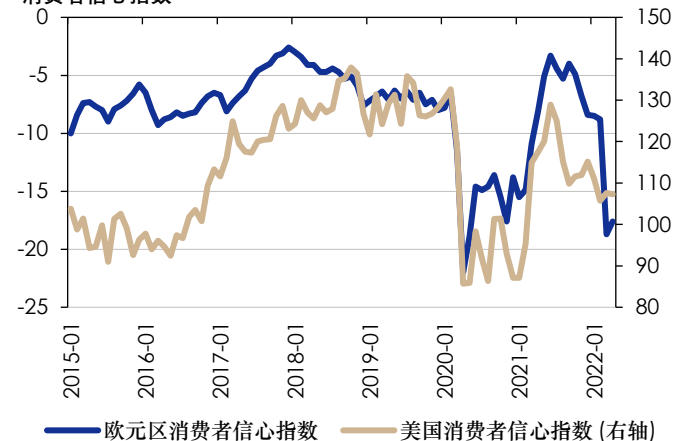
欧美PMI指数



资料来源：CEIC，建银国际

图 2：欧美地区消费者信心跌至疫情期间水平

消费者信心指数



资料来源：CEIC，建银国际

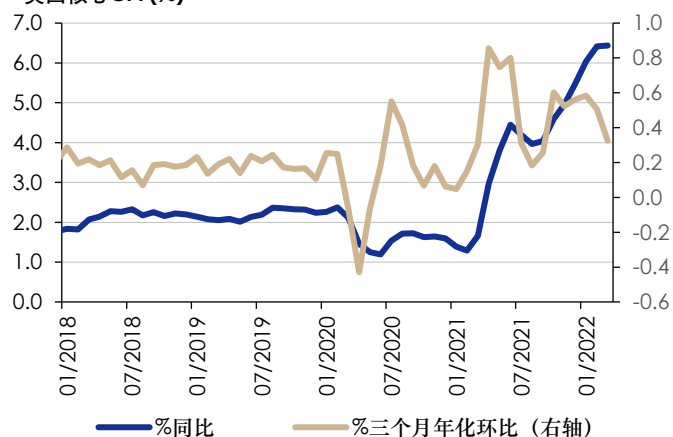
图 3：美国企业投资受产能利用修复支持



资料来源：CEIC，建银国际

图 4：美国核心 CPI 环比增速有放缓迹象

美国核心CPI (%)



资料来源：CEIC，建银国际

图 5：国际航运指数显示供应链紧张有所缓解

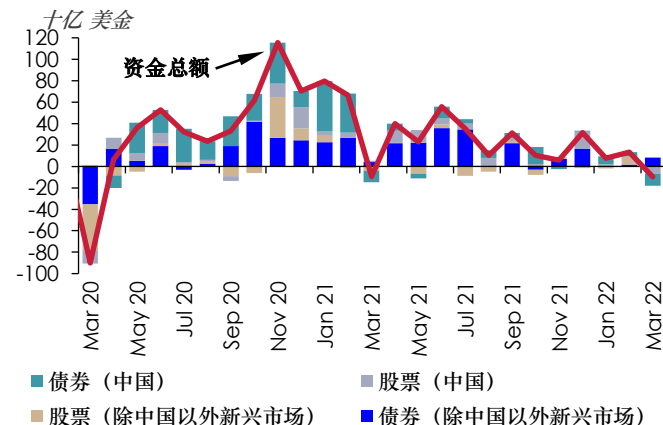
波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源：万得，建银国际

图 6：受全球流动性收紧影响，新兴市场资金近期流出

新兴国家市场资金流入



资料来源：万得，建银国际

国内宏观经济和债市汇市：

中国一季度经济数据整体超预期，但疫情预计影响二季度和全年经济增长。一季度国内工业生产以及基建投资保持强劲，抵消了消费疲软对经济的拖累，但三月份数据明显走弱。我们预计中国出口仍将受益于全球基本面和区域贸易。近期高频数据亦显示外部需求保持稳健，或继续支撑中国较强的出口数据（图 7）。短期内风险在于国内疫情再起对消费和供应链的冲击（图 8，9），持续的封锁措施预计对二季度经济产生负面影响。中国四月制造业 PMI 下降 2.1 个百分点至 47.4%，生产指数较上月显著下滑 5.1 个百分点至 44.4%，均为 2020 年 2 月疫情首次爆发以来的最低水平，体现疫情和上海的封控措施对全国生产活动带来明显的负面影响。我们将全年经济预期下调 0.2 个百分点至 5.0%，主要反映第二季度经济增速的放缓。**经济面临下行压力的同时，政策支持力度也在持续扩大：**4 月 29 日，政治局会议强调“加大宏观政策条件力度，扎实稳住经济”，货币政策上“用好各类工具”，财政政策上“抓紧谋划增量政策工具”（表格 4）。显示高层从宏观、行业政策上全面转向稳定经济增长。预计下半年经济活动在封控措施解除之后和政策支持下明显反弹。

消费和地产指标继续偏弱。截至 4 月 26 日，全国有 6 个高风险地区，102 个中风险地区，涉及 18 个省份，中高风险地区主要集中在上海、福建、东北地区。全国餐饮、服务行业因为疫情多点散发的影响三月份快速转弱。城镇调查失业率上升至 2020 年 5 月以来最高，尤其是大城市（图 10）。劳动力市场转弱影响家庭收入增长，预计消费和服务行业在疫情出现明显转机之前表现疲弱。地产方面，尽管多地政策持续松绑，包括主要城市银行房贷利率下调，但房地产销售三月转弱后尚未有明显好转（图 11）。本次政治局会议特别提出“优化商品房预售资金监管”，有利于缓解目前房企面临的流动性压力，但需要关注具体政策落地。

政策支持加快落地，基建发力稳定内需。一季度包括公共财政支出和政府性基金支出在内的整体财政支出同比较 2020-2021 年平均水平上升了 17%，较疫情前年份上升 36%（图 12）。本周中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，进一步传递出稳定宏观经济的明确信号（表格 4）。在财政支持提升的情况下，今年以来基建活动特别是能源类项目的投资显著加快，与近期中央政府所强调的新基建方向一致（图 13）。分地区看一季度中部和西部地区固定资产投资增速分别达到 14.4%和 11.3%，超出全国平均 9.3%的增速，与当地项目类型和受疫情影响较小有关，也在一定程度上缓冲了东部省份和北部省份投资放缓。预计基建增速有望进一步回升，成为稳定上半年经济增长的主要动力。融资方面，今年以来地方政府债券加速发行。预计未来几个月，政府债券发行将进一步前置，社融增速有望进一步企稳。中央明确基建发力稳增长背景下，财政部可提前下达一部分明年专项债的指标。后续还可以关注城投融资环境是否会适度宽松。

国内价格有进一步上升压力：4 月国际油价显著下滑回落，但国内金属价格反弹，反映疫情对运输等供应链环节的冲击以及市场对复工复产和基建需求的预期。这些因素预计将支持 PPI 环比维持高位，难以明显下行（图 14）。虽然 CPI 仍较温和。但上游价格的飙升和食品价格压力预计未来有所显现。近期农业生产资料价格环比涨幅较快，食品价格亦温和回升。CPI 中消费品价格（食品外）通胀受成本影响已有所抬头，加上基数效应，CPI 同比增速预计将进一步上升。我们保持全年 PPI/CPI 平均 6.8%和 2.6%的预期。年末 CPI 同比可达 4%以上。

宽利率空间不大，宽信用下城投市场回暖：央行 4 月中小幅下调存款准备金率 25 个基点，而维持 MLF 不变，与我们认为价格上行压力将制约货币宽松的观点一致，但市场大规模货币宽松的预期落空，国内利率有所回升。近期央行行长强调中国货币政策的首要任务是维护物价稳定，未来降息机会不大。但预计央行将继续保持宽松的流动性环境，对今年靠前发力的财政措施形成支持。4 月以来被视为“准市政债”的城投债信用利差整体有所收窄，一方面今年以来城投债净发行量低于去年同期（图 15），另一方面宽信用和基建支持增长的预期下投资者情绪乐观。但个别债务风险较大的省份信用利差继续走高，省份之间保持分化（图 16）。

中资美元债市场压力持续：4 月中资离岸债净融资延续疲弱。房地产债券净融资下降幅度较大，城投板块是今年唯一净融资为正的板块（图 17）。二级市场来看，投资级中资美元债利差继续处于较低水平，高收益中资美元债的利差较上月小幅收窄但整体维持高位（表格 2）。预计在境外流动性收紧，利率走高的环境下，叠加境内地产销售不振，整体中资离岸债市仍面临压力。需要注意的是，去年以来，境内城投债发行受政策约束融资环境边际收紧，而境外发债环境相对更加宽松，因此境外城投债融资大部分月份为净增。如果未来美元债发行政策收紧，在外部利率提升以及地方政府财政收入放缓的情况下，部分城投平台或将受到影响，信用分化将会更加明显。

人民币汇率短期承压：人民币兑美元汇率在过去一周多的时间里从 6.36 跌至 6.6 左右，下跌近 4%，但人民币一篮子汇率仍保持坚挺（图 18）。近期受联储鹰派带动下的美元强势是推动人民币汇率贬值的主要因素。央行宣布将于 5 月 15 日起，将外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%，下调幅度较小，我们认为更多是释放政策信号管理市场预期，而非阻止汇率贬值。人民银行预计继续容忍汇率双向弹性以避免汇率估值过高，美元走强下，短期内汇率预计继续承压，但鉴于外需仍然坚挺，贸易增长和贸易顺差有望继续支撑人民币汇率。国内经济复苏和利率回升亦有利国际收支。叠加下半年美元强势预计回落，人民币兑美元汇率有望温和回升。我们保持年底人民币兑美元汇率 6.4 的预期。（[强美元下人民币汇率走弱，预计短期继续承压](#)，2022 年 4 月）。

表 1：中美利率及汇率月度变化

	价格点位					涨跌幅（基点）				
	12 月 31 日	1 月 31 日	2 月 28 日	3 月 31 日	4 月 28 日	12 月 31 日	1 月 31 日	2 月 28 日	3 月 31 日	4 月 28 日
美元 LIBOR - 3 月(%)	0.21	0.31	0.50	0.96	1.24	3.6	10.0	19.5	45.7	27.7
美国国债收益率 - 1 年(%)	0.39	0.78	1.01	1.63	2.04	15.0	39.0	23.0	62.0	41.0
美国国债收益率 - 2 年(%)	0.73	1.18	1.44	2.28	2.63	21.0	45.0	26.0	84.0	35.0
美国国债收益率 - 3 年(%)	0.97	1.39	1.62	2.45	2.80	16.0	42.0	23.0	83.0	35.0
美国国债收益率 - 5 年(%)	1.26	1.62	1.71	2.42	2.86	12.0	36.0	9.0	71.0	44.0
美国国债收益率 - 10 年(%)	1.52	1.79	1.83	2.32	2.85	9.0	27.0	4.0	49.0	53.0
美国国债收益率 - 30 年(%)	1.90	2.11	2.17	2.44	2.92	12.0	21.0	6.0	27.0	48.0
银行间质押式回购利率 (R007)(%)	2.61	2.30	2.27	2.25	1.94	31.1	-30.9	-3.4	-1.9	-43.7
存款类机构质押式回购利率 (DR007)(%)	2.17	2.10	2.11	2.08	1.81	1.2	-6.6	1.0	-3.8	-30.1
SHIBOR - 3 月(%)	2.50	2.46	2.37	2.37	2.23	0.8	-4.4	-8.6	0.3	-14.2
中国国债收益率 - 2 年(%)	2.37	2.13	2.26	2.31	2.37	-13.1	-24.1	12.4	5.3	5.9
中国国债收益率 - 10 年(%)	2.78	2.70	2.78	2.79	2.85	-5.0	-7.6	7.5	1.3	6.1
美元指数(DYX Index)	95.67	96.54	96.71	97.79	102.95	-0.3	0.9	0.2	1.1	4.7
人民币兑美元(期末值)	6.37	6.36	6.31	6.37	6.61	0.0	-0.1	-0.8	0.9	3.8

资料来源：彭博，CEIC，万得，建银国际证券

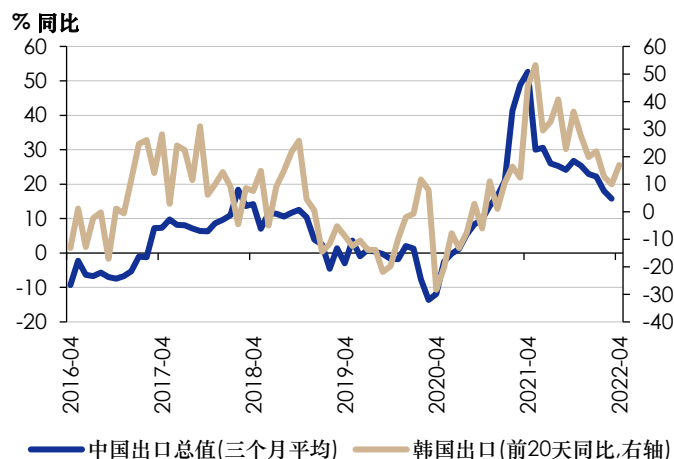
表 2：中资美元债发行到期情况

	存量（亿美元）		月发行量（亿美元）				月到期限量（亿美元）			
	21 年底	最新	1 月 31 日	2 月 28 日	3 月 31 日	4 月 29 日	1 月 31 日	2 月 28 日	3 月 31 日	4 月 29 日
全部美元债	10493	10116	157	54	148	111	150	103	289	305
- 地产	1893	1691	21	5	24	12	77	41	73	72
- 城投	840	924	35	5	46	53	4	9	14	27
- 金融	3649	3553	34	26	57	67	53	28	105	104
中资美元债利差* - 投资级 (bps)	-32	14	153	164	167	162	5	11	3	-5
中资美元债利差* - 高收益 (bps)	1015	247	2066	2280	2150	2023	290	214	-130	-127

注：*中资美元债利差数据为较上一年年底变化值

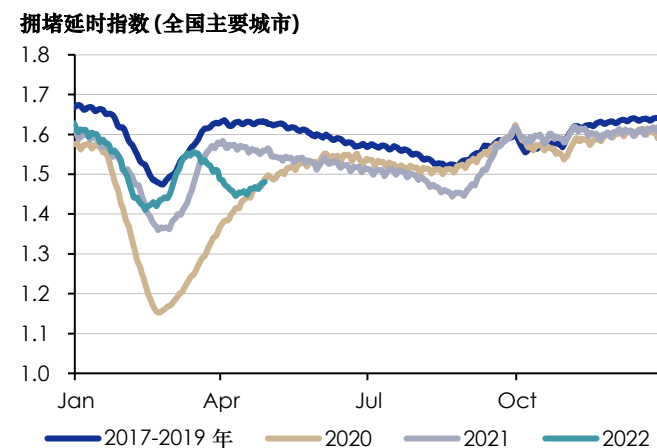
资料来源：彭博，CEIC，万得，建银国际证券

图 7：亚洲出口先行指标继续坚挺



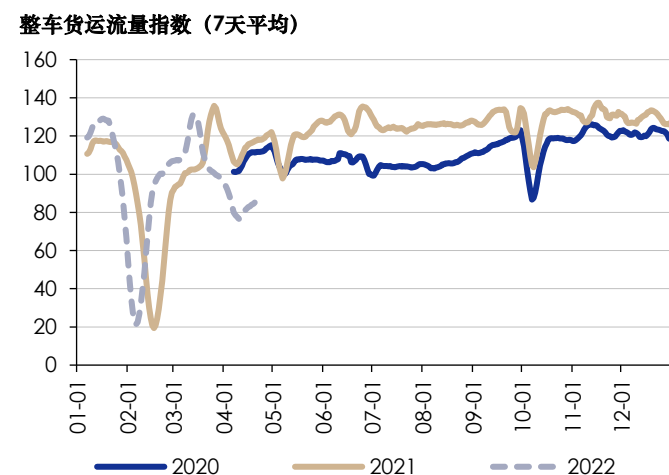
资料来源：CEIC，建银国际

图 8：国内疫情再起，出行数据仍然低于历年均值



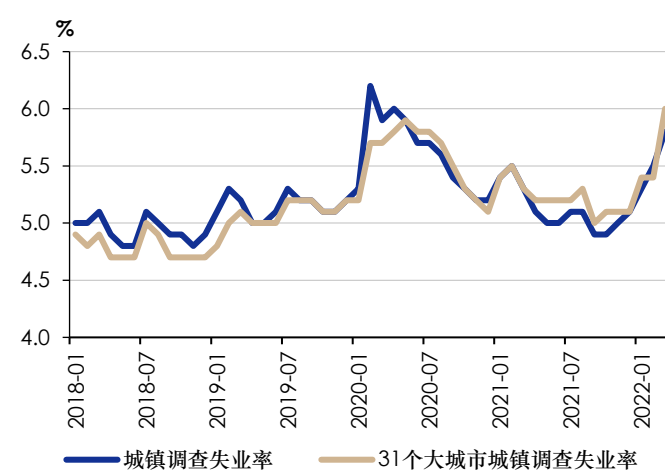
数据截止：4月28日。资料来源：CEIC，建银国际

图 9：国内运输受阻，或对供应链造成影响



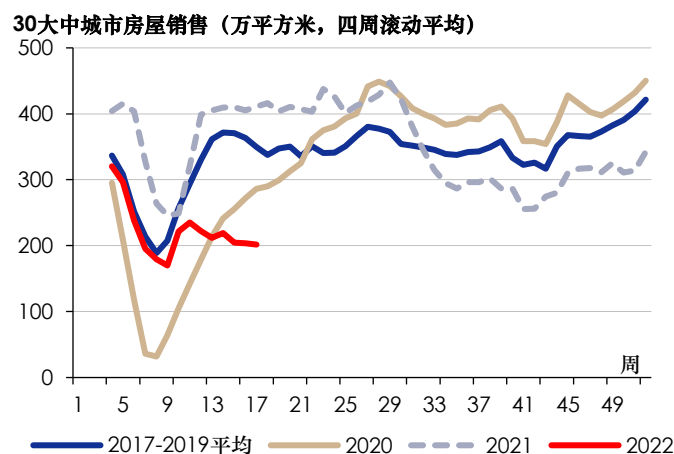
数据截止：4月26日；资料来源：万得，建银国际

图 10：城镇调查失业率达到 2020 年 5 月以来最高



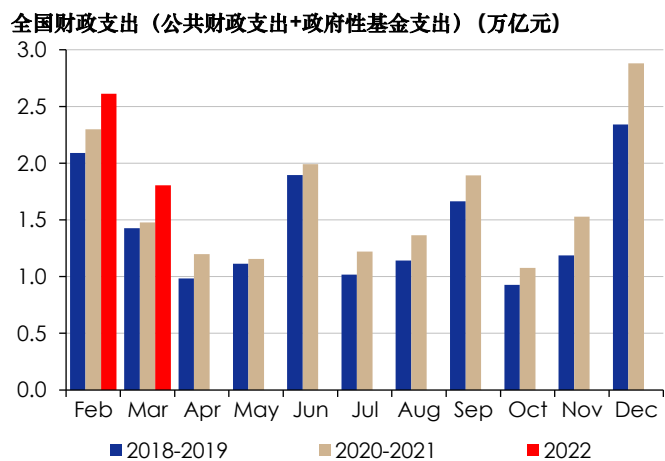
资料来源：万得，建银国际

图 11：国内房地产销售尚未好转



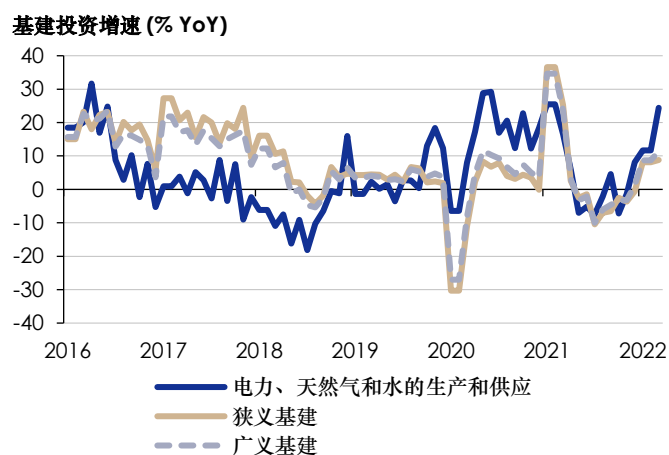
数据截止：4月26日；资料来源：彭博，建银国际

图 12：今年以来，财政支出速度较去年明显加快



资料来源：CEIC，建银国际

图 13: 今年以来, 基建投资较预期更为强劲



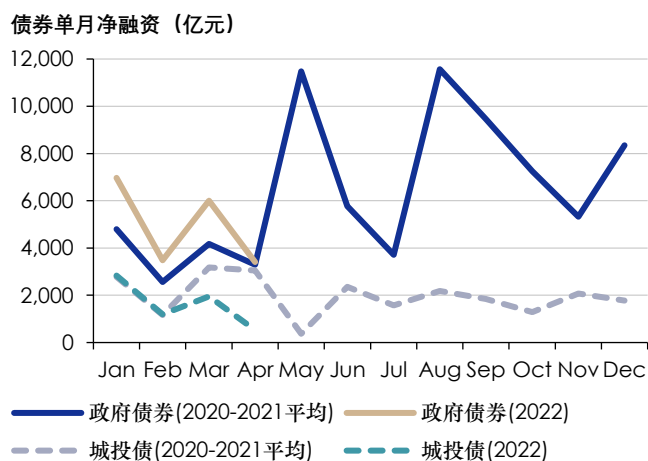
资料来源: CEIC, 建银国际

图 14: 大宗商品价格高企, 国内价格上行压力仍存



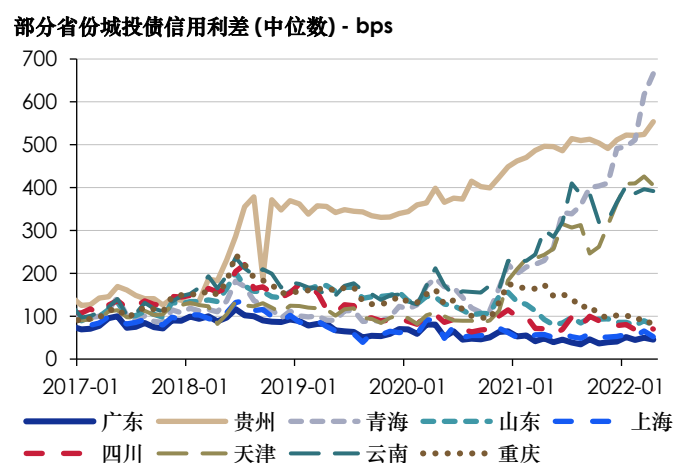
资料来源: CEIC, 彭博, 建银国际

图 15: 政府债券净发行量提升, 但新增城投债有所回落



资料来源: 万得, 建银国际

图 16: 不同省市城投债券信用利差差异明显



资料来源: 万得, 建银国际

图 17: 中资离岸债净融资继续下滑, 仅城投板块净增长

中资离岸债券净融资 (亿美元)

250

图 18: 人民币兑美元汇率走弱, 而人民币指数仍较强

指数

人民币兑美元汇率, 反向

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_42299

