

经济周期之外：新冠和原油

宏观经济 2022 年 1 季报

核心内容：

- **2022 年 1 季度全球经济仍然处于修复过程，但决定经济的主要因素是周期之外的原因** 2022 年开年新冠疫情的防控和俄乌冲突扰动了整个金融市场。
- **对于中国经济来说新冠疫情的防控是经济修复的关键** 严格控制的新冠疫情已经影响了国内的经济增长，直接影响消费和服务业，间接影响投资和工业，全国物流也受到影响。预计本轮疫情影响 GDP 约 0.5 个百分点，全年完成 5.5% 的 GDP 增速难度较大。
- **俄乌冲突带来了全球金融市场的变动** 俄罗斯和乌克兰冲突和国际社会对俄罗斯的经济制裁带来了全球能源、粮油价格的飙升，也带来了全球物流的紧张。供应链再平衡的过程就是物价上行的过程。
- **全球通胀预期上行供应链、产业链以及突发的地缘政治冲突使得全球通胀预期快速上行** 今年内全球经济均会受到通胀干扰。欧美经济体通胀已经到达高点，发达国家央行已经开始收紧。欧央行虽然宣布收紧，但欧洲受到俄乌的影响可能仍然会宽财政，货币收紧的预期不明确。发展中国家市场通胀也在走高，部分新兴市场国家高速上行的通胀可能会带来严重的社会问题和政治问题。中国通胀在逐步上行，现阶段表现为“类滞胀”特征。
- **美联储 2022 年加息，但同时美国经济下行风险加大** 美联储已经启动加息，但美联储现阶段所处的环境并不利于加息，通胀是主要的考量。美国现阶段的失业率已经到达低点，产能基本接近饱和，同时原油价格处于高位，这些因素会使得加息后的美国经济快速进入衰退。预计美联储会在 2022 年快速加息 6-7 次，然后在 2023 年缓慢加息，并不排除 2023 年停止加息。
- **中国经济在缓慢恢复** 中国决策层连续发文稳定经济，不仅从货币和财政政策上，而且从各种监管方面给与放松。中国经济在 2022 年 1 季度艰难的回升，货币政策和财政政策的宽松会推动未来的经济增长，但新冠疫情的冲击没有结束，经济增长较为曲折。
- **长期关注通胀，短期关注疫情防控** 未来 1-2 个季度，通胀水平的变化仍然是全球资产的关注重点。而中国短期的关注重点是新冠疫情防控措施的变化。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

主要风险：新冠疫情控制措施持续严格、通胀不受控制的风险

目录

一、周期之内和周期之外因素共同影响经济	3
二、地缘冲突之后的世界	4
(一) 俄罗斯经济和金融受到考验	4
(二) 很难弥补的能源缺口	5
(三) 不确定的第四次石油危机	7
(四) 多种产品受到影响	8
(五) 持续上行的通胀	9
三、美联储加息的压力	11
(一) 美国经济周期：处于高位，有回落趋势	11
(二) 美联储加息的考量：通胀	12
(三) 美联储加息的压力：经济衰退与通胀赛跑	13
(四) 加息到何时停止：这次会不一样么？	15
四、新冠疫情防控影响中国稳增长	15
(一) 经济目标完成有难度	15
(二) 开年经济完成度仍然较为正常	16
(三) 新冠疫情防控影响消费	17
(四) 房地产回升需要等待	18
(五) 积极的政策转变	19

一、周期之内和周期之外因素共同影响经济

2022年1季度，中国经济启动的步伐持续，美国经济仍然受到通胀侵扰，中国央行以我为主力宽松，而美联储加息渐行渐近。2月底俄乌冲突开始，金融市场剧烈动荡，风险指数快速上行。在这种错综复杂的情况下，主要国家的经济运行均受到影响，主要央行的货币操作空间越加有限。3月末中国新冠疫情防控趋严，直接打击了中国的经济增长。

2022年中国和美国均面临范式变化，以往经济增长的经验面临了新的挑战，以往加息时期的环境出现了变化。除了经济增长本身需要管理层做出考量，经济周期之外的因素在1季度对经济的影响显的更为重要。这些经济周期之外的因素会在短期和长期对经济增长提出挑战，同时也是现阶段影响金融市场的主要因素。当经济周期的因素影响了经济运行，那么中美两国的货币政策会出现变化。

首先分析金融市场仍然主要依赖于三个因素：经济周期、金融周期和地缘政治。对于现阶段全球金融市场所面临的情况，我们分为经济周期之内和经济周期之外的因素。所谓周期之内就是指影响经济周期本身运行的因素，包括经济增长、货币政策、利率政策、政府经济政策等因素。周期之外指的是经济周期运行本身之外的因素，这些因素的发展会反过来影响经济周期的运行，从而对金融市场带来影响，例如新冠疫情、地缘冲突。

1季度最重要的地缘政治事件就是俄乌冲突。俄罗斯受到了来自于美国、欧盟、英国、澳大利亚、韩国和新加坡33个国家的经济制裁，俄罗斯和乌克兰也是全球很多产品重要的出口国。俄乌冲突第一阻碍了俄乌本身正常的贸易，第二使得全球商业和金融资本布局出现变化。俄乌冲突仍然在演绎中，但可以确定的是全球贸易可能会因此萎缩，全球金融市场持续动荡，最终地缘政治冲突会以各种方式影响全球各国的经济运行，并在长期带来深远的影响。

俄乌冲突带来最大的影响是对推升了已经就较高的通胀水平。全球能源价格直接受到影响，欧美的通胀水平再次受到推升。部分新兴市场国家通胀水平超过10%，土耳其通胀水平在50%以上。

另外一样持续发酵的事件就是新冠疫情的发展。2021年11月新毒株Omicron出现，全球又历经了一次新冠病毒的洗礼。2022年1季度，新冠疫情虽然仍在抑制全球经济运行，但对于新毒株的认识和新冠疫情的发展演绎已经出现了积极的变化。1季度部分国家已经重新开放或者计划开放国门，夏天会有更多的国家跟进。另一方面，香港在新毒株下表现并不理想，给中国国内开放带来更多忧虑。中国对于新冠疫情的防控处于持续评估中，而3月下旬开始严厉的疫情防控措施直接影响了整体社会消费和服务业的恢复，也即整体对经济的影响仍然在持续。

其他地缘政治冲突包括了中美，这种中美之间的冲突不仅在芯片等高科技领域，也同样蔓延至金融领域。1季度中概股持续的下行和香港股票市场大幅的动荡也于此有关。相对而来的国内政策调整仍然在影响着国内各行业的政策变化，国内经济调整仍然在进行中，经济结构仍然在持续变化。

而就经济增长本身来看，中国和美国也展现了较大的差异。美国市场的以内需拉动为主，持续的金融和财政宽松政策带来了美国国内需求的繁荣。美国房地产投资大幅上行，零售消费创纪录增长，经济先行指标和同步指标处于历史高位。虽然有迹象显示美国的高速增长有趋缓的势头，但其下滑仍然需要时间。中国的经济增长困难在2021年4季度显现，投资增长快速下滑，消费稳定性下降。中国决策层连续发文稳定经济，不仅从货币和财政政策上，而且从各

种监管方面给与放松。中国经济在 2022 年 1 季度艰难的回升，货币政策和财政政策的宽松会推动未来的经济增长，但新冠疫情的冲击没有结束，经济增长较为曲折。

从金融周期来看，美联储的加息已经开始，加息的节奏仍然处于争议中。中国的稳增长措施逐步推进，但其经济效果稍显缓慢。总体来说，经济周期内的因素缓慢发酵。1 季度的地缘冲突和新冠疫情影响力度加大，也是对经济冲击最大的因素。未来 1-2 个季度，通胀水平的变化仍然是全球资产的关注重点。而中国短期的关注重点是新冠疫情防控措施的变化。

二、地缘冲突之后的世界

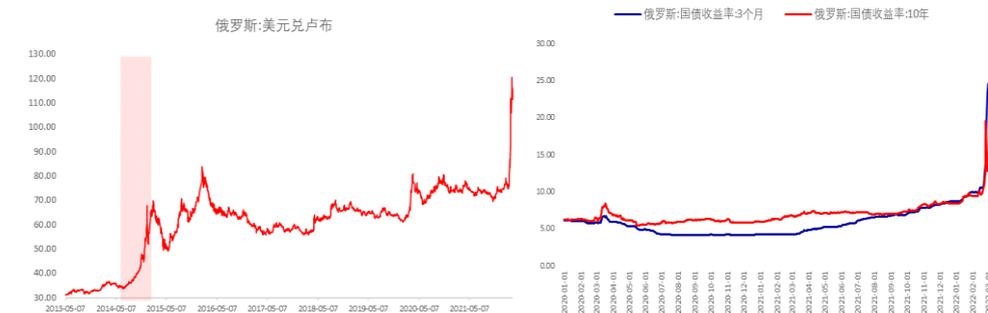
2 月 24 日俄罗斯向包括乌克兰首都基辅在内的多个大城市发射远程火箭弹，俄罗斯和乌克兰的冲突正式升级。截至 3 月 16 日，俄乌冲突仍然没有停止，并且双方缓和的余地较小。俄乌冲突的结束时间不确定，但是对全球的商品供应产生巨大的影响，同时对于全球经济带来压力，对全球央行提出新的考验。可以说，俄乌冲突的一个后果已经出现，俄罗斯经济受到冲击，俄罗斯与全球经济的联系紧密度会持续下降。而俄罗斯作为全球主要的商品供应国，全球性的通胀上行已经较为确定。

（一）俄罗斯经济和金融受到考验

俄乌冲突之后，俄罗斯受到广泛的制裁。代表俄罗斯国家风险的俄罗斯债券收益率快速上行，10 年期国债收益率在 3 月 4 日已经到达 19.9%，比冲突前上行了 87%，并且俄罗斯国债可能会实质违约。俄罗斯货币卢布也在快速贬值，卢布在 3 月 16 日比冲突前（2 月 23 日）下滑了 38.6%。俄罗斯已经关闭了股票市场交易，而海外的俄罗斯上市公司价格大幅下挫。

图 1：俄罗斯货币汇率（卢布）

图 2：俄罗斯国债收益率（%）

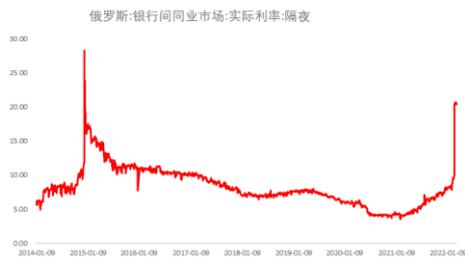


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

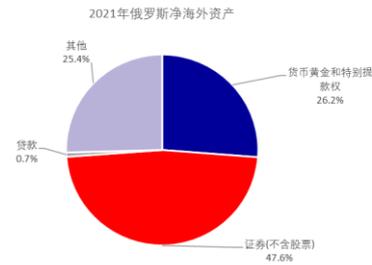
从国内市场来看，俄罗斯内部金融也处于紧绷的状态。银行间隔夜拆解利率现阶段达到 20.3%，凸显金融的紧绷。俄罗斯央行的主要存贮货币是外汇，外汇占央行总资产的 81%。受到制裁影响，俄罗斯央行外汇储备受到冻结。俄罗斯财政部长在 3 月 13 日表示金融制裁使得俄罗斯约 3000 亿美元的黄金和外汇储备被冻结。

图 3：俄罗斯同业拆借利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

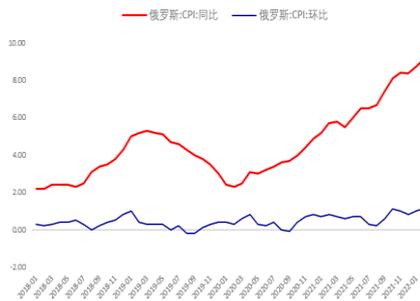
图 4：俄罗斯央行海外净资产占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

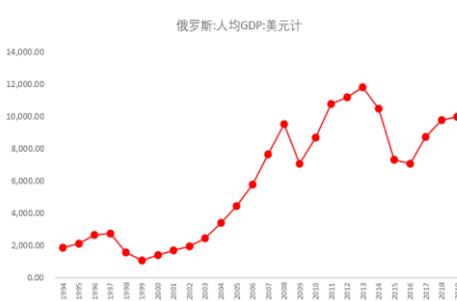
俄罗斯经济受到考验。2 月份俄罗斯 CPI 已经到达 9.2%，被制裁后普遍的物价上行并未统计进去，市场预期认为俄罗斯受到制裁后物价水平会飙升至 30%。观察俄罗斯的财政收入，2021 年俄罗斯财政收入大幅走高，这是受益于原油价格的上行。俄罗斯财政收入的 80%来自于能源的出口收入，而俄罗斯原油也进入了经济制裁的范围，这会给俄罗斯财政带来较大的困难。冲突结束后，俄罗斯的受到的制裁超过 2014 年克里米亚冲突，俄罗斯经济可能会出现大幅倒退。

图 5：美元指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：俄罗斯人均 GDP (美元)



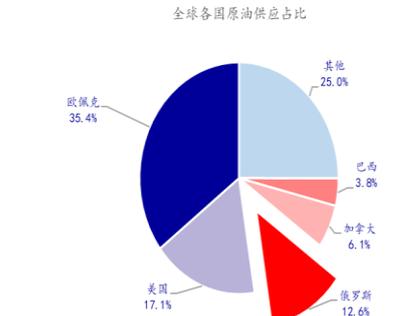
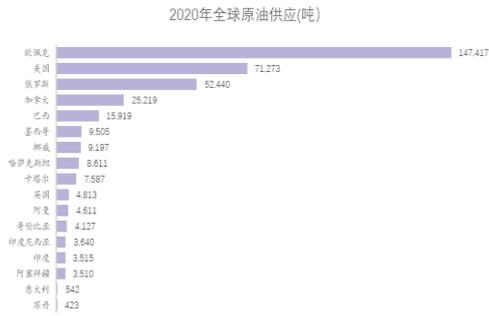
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 很难弥补的能源缺口

俄罗斯是全球主要的能源供给国，俄罗斯的能源供给在全球很难短时间找到替代。2020 年俄罗斯提供了全球 12.6%的原油供应，16.6%的天然气的供应。2021 年，根据美国《油气杂志》(OGJ)统计数据，俄罗斯原油产量约占全球的 11.69%。英国石油公司(BP)的数据显示，2021 年，俄罗斯天然气产量约为 6390 亿立方米，约占全球的 16.58%。欧洲对俄罗斯天然气的依赖程度很高，份额接近一半，石油的份额也接近四分之一。俄罗斯也同时是煤、铝、小麦的重要供应地。欧盟和全球短期内很难找到新的能源供给方填补这个缺口。俄罗斯作为全球最大原油生产国之一，任何限制石油和天然气交易的举措都可能推升全球能源价格。

图 7：全球主要原油供给国

图 8：主要原油供给国所占比例

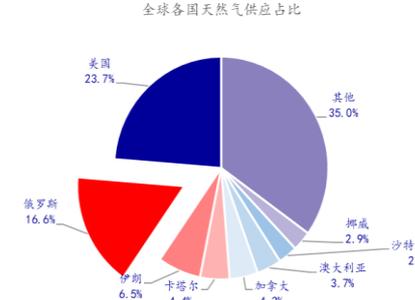
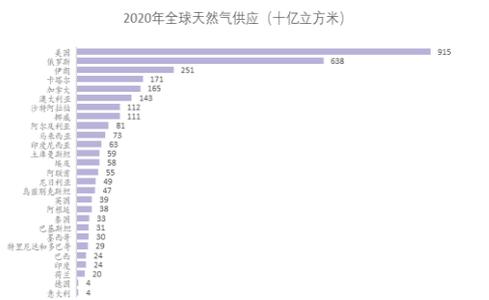


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 全球主要天然气供给国

图 10: 主要天然气供给国所占比例



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

由于俄乌冲突带来的俄罗斯原油运输困难以及可能到来的俄罗斯能源出口制裁,全球各国的能源增产较为困难。

首先,作为全球最大的原油出口组织欧佩克,产能已经基本修复,但其增产意愿并不强烈,需要等待事态进一步发展。从欧佩克来说,2022年1月份其原油产量在2,789万桶/天,已经恢复至疫情前的水平。沙特阿拉伯目前产量也达到了1150万桶/天左右,基本恢复至2019年的水平。现阶段,OPEC组织仍然坚持增产计划不变。2月22日阿拉伯国家石油和能源部长在利雅得参加2022年国际石油技术会议(IPTC)时表示,OPEC+应该坚持当前的协议。3月2日,第26次欧佩克和非欧佩克部长级会议以视频会议形式召开,下一次会议召开是在3月31日。在这次会议上,产油国组织OPEC+同意再次确认第19次部长级会议批准的生产调整计划和月度生产调整机制,将4月的月度总产量上调40万桶/日。OPEC+此次再次顶住了来自美国和主要石油消费国的压力。各成员国认为,石油市场基本面和对其前景的共识表明市场处于良好的平衡状态,目前的波动不是由市场基本面变化引起的,而是由当前的地缘政治发展引起的。

图 11: 欧佩克能源供给(千桶/天)

图 12: 沙特阿拉伯原油产量已经恢复

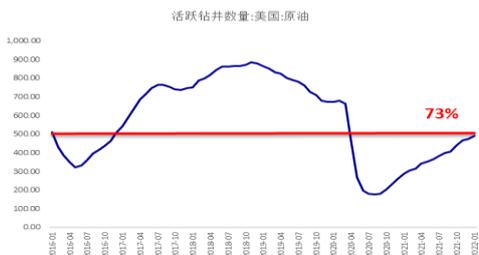


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

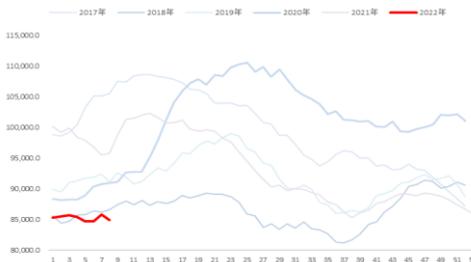
其次，美国作为全球主要的原油出口国，其增产受到了生产能力的限制。并且，美国原油库存处于低位，库存释放能力有限。截至 2022 年 1 月份，美国原油活跃钻井数恢复至疫情前的 73%，加上美国现阶段劳动力市场较为紧张，美元原油生产能力并没有完全恢复，其恢复可能需要 5-6 个月的时间。美国原油库存现阶段处于历史低位，虽然美国连续释放了战略储备库存，但其影响仍然有限，低库存使得美国原油释放能力受到阻碍。

图 13: 美国活跃钻井数量 (座)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

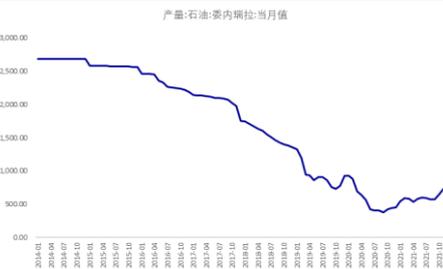
图 14: 美国原油库存 (万桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

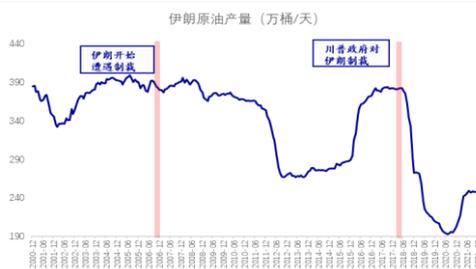
最后，受到市场关注的伊朗重返原油市场仍然需要时间。伊朗正在为重新返回原油市场而积极努力。3 月 8 日伊朗最高国家安全委员会秘书阿里·沙姆卡尼(Ali Shamkhani)表示，谈判人员正在评估影响在维也纳举行的核协议谈判新内容，伊朗正在调整方案，以加快达成协议。目前伊朗的原油出产大约每天 250 万桶/天，伊朗在产油高峰的 2018 年达到过 380 万桶/天的产量，伊朗重回原油市场最多为全球原油市场补充 100 万桶/天的产量。同样的，纽约时报报道美国政府 3 月 5 日派出一个由国务院和白宫高级官员组成的代表团，前往委内瑞拉与马杜罗政府举行会谈，讨论放松对委内瑞拉石油制裁的可能性。委内瑞拉现有产量约 72 万桶/天，而高峰时期的 2017 年达到过 200 万桶/天。现阶段委内瑞拉与美国达成协议的进展非常缓慢。

图 15: 委内瑞拉原油产量 (千桶/天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 伊朗原油产量 (万桶/天)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 不确定的第四次石油危机

由于俄乌冲突的不确定性以及未来对俄制裁的不确定性，使得原油市场处于高度的不确定性阶段。原油市场处于产能增长有限、需求持续上行以及地缘危机影响的阶段，原油价格有巨大的不确定性。

从历史上来看，原油的主要波动仍然取决于需求的变动。原油供给的缺失主要是由于短期因素带来的，如战争。本次原油上行起点是在 2020 年 5 月后，由于美联储和全球央行快速的财政和货币刺激，全球需求走高带来了原油价格的回升。2022 年 2 月俄乌冲突带来了原油价格的再次飙升，WTI 原油期货价格时隔 8 年再次突破 100 美元/桶的大关。

短期内俄乌冲突结束的时间不确定，结束后对俄罗斯能源的惩罚时间不确定，欧洲承受能源价格压力摆脱俄罗斯能源供给的时间不确定。但俄罗斯能源部分退出全球能源市场已经是确定性的事情，原油供给市场处于持续紧张阶段。影响原油价格的最重要的变量在今年可能在需求端，即全球的经济变化。

图 17: 原油价格增长的影响因素 (美元/桶)



图 18: 持续紧张的原油供给需求



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 多种产品受到影响

俄罗斯和乌克兰是全球主要的农产品供应国，全球农产品价格承压。2020 年俄罗斯和乌克兰的小麦供应占全球约 25.6%，大麦供应占全球的 23.9%。乌克兰的玉米出口占全球的 13.2%，乌克兰还是葵花籽油最大出口国。俄罗斯是全球亚麻籽油出口最多的国家，占全球的 22.9%，豆油出口占全球的 4.5%，水产品出口占全球 4.2%。同时俄罗斯的化肥出口排名第一，占全球的 12.6%，而俄罗斯的化肥最重要的出口地是巴西。

图 19: 全球小麦出口占比 (%)

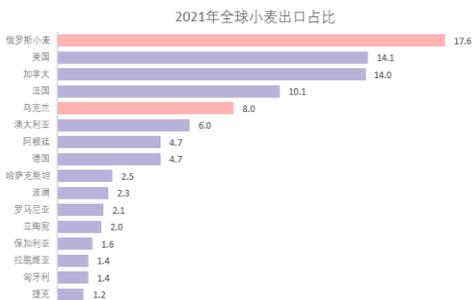
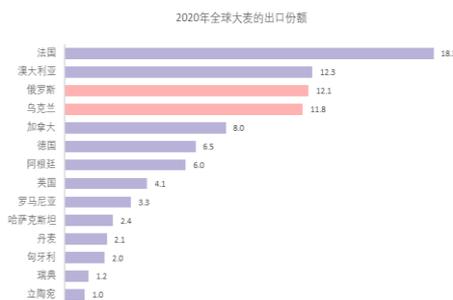


图 20: 全球大麦出口占比 (%)



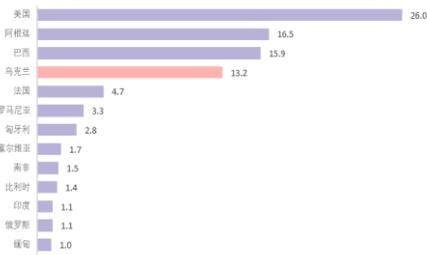
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

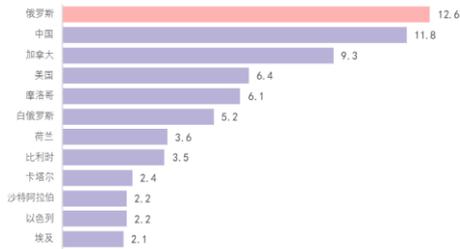
图 21: 全球玉米出口占比 (%)

图 22: 全球化肥出口占比 (%)

2020年全球玉米出口占比



2021年全球化肥生产排名



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

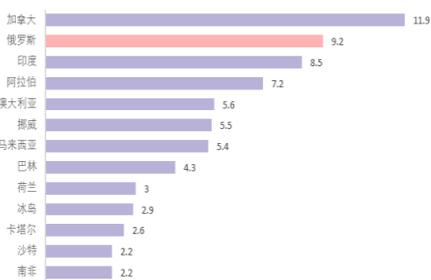
俄罗斯除了是能源出口大国,其他金属出口量也占有一定的比例。俄罗斯的铝锭出口占全球出口量的9.2%,铂、钯、铑等稀有小金属出口量占全球的12.3%。俄罗斯的煤炭和钢铁出口也占一定的分量。

可以说俄乌冲突和随之而来的对俄罗斯的贸易限制使得全球农产品、能源产品和金属产品的价格上行,这会加重全球原材料价格的上涨,带动全球通胀上行。

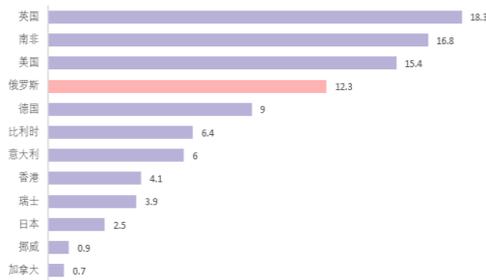
图 23: 全球未锻造的铝出口占比 (%)

图 24: 全球小金属出口占比 (%)

未锻造的铝



铂、钯、铑、银、钨



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

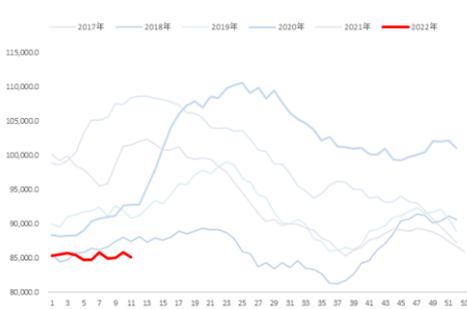
(五) 持续上行的通胀

俄罗斯和乌克兰是全球主要的农产品供应国,全球农产品价格承压。2020年俄罗斯和乌克兰的小麦供应占全球约25.6%,大麦供应占全球的23.9%。乌克兰的玉米出口占全球的13.2%,乌克兰还是葵花籽油最大出口国。俄罗斯是全球亚麻籽油出口最多的国家,占全球的22.9%,豆油出口占全球的4.5%,水产品出口占全球4.2%。同时俄罗斯的化肥出口排名第一,占全球的12.6%,而俄罗斯的化肥最重要的出口地是巴西。

俄乌冲突下全球能源供应处于紧张的位置,即使俄乌冲突有所缓和,而后续的经济制裁处于不确定的情况下,能源市场的压力仍然较大。全美商用油库存处于5年来的低点,除了原油之外,全球铜库存和铝库存皆处于低位。

图 25: 美国商用油库存 (万桶)

图 26: 铜库存 LME、COMEX 和上海 (吨)



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

全球物流紧张仍然存在, 并且受到俄乌冲突的扰动。能源价格的上行导致部分工厂限产, 同时俄乌冲突对全球商品运输再次扰动。BDI 指数等显示物流在俄乌冲突后缓慢好转, 其好转的速度仍然较弱。并且全球新冠疫情仍然对供给带来冲击, 中国疫情再次封锁(深圳、上海), 并且封锁区域是中国的主要出口港口区域, 这种扰动短时间不会结束。

图 27: BDI 指数

图 28: 上海集装箱出口指数



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

观察全球通胀运行也可以看到, 今年以来通胀水平持续快速走高, 已经成为各国的主要问题。全球主要央行均采用货币收紧来应对通胀的上行。截至 2 月份可以看到发达国家通胀水平持续走高, 美国、欧盟、英国的通胀快速上行, 日本的通胀仍然处于低位。2 月份美国的 CPI 读数上行至 7.9%, 英国和欧元区 CPI 分别达到 6.2%和 5.9%。

图 29: 发达国家通胀水平 (%)

图 30: 主要发展中国家 CPI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



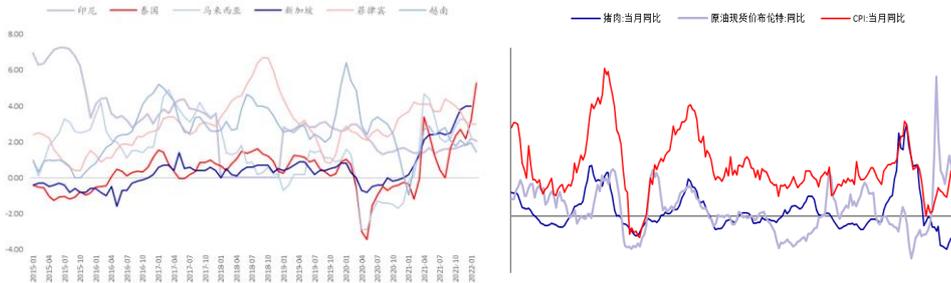
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

发展中国家的通胀水平出现不同的变化, 但原油价格的上行并未计算入内, 3 月份预计总体压力更大。东南亚国家通胀水平较为平稳, 但泰国 2 月份通胀跳升至 5.3%。2 月份没有发生战争的俄罗斯通胀水平为 9.2%, 巴西通胀保持在 10.8%, 土耳其和阿根廷 2 月份 CPI 达到 54.4%

和 52.3%。中国通胀水平在 2 月份仍然保持低位，但新冠疫情的扰动以及能源价格的大幅上行，预计 3 月份通胀会轻松突破 2%。

图 31：东南亚国家 CPI 增速 (%)

图 32：中国 CPI、油价和猪肉价格变动 (%)



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、美联储加息的压力

3 月份美联储议息会议上美联储决定宣布加息 25 个基点，这是 2018 年底停止加息周的首次加息，也意味着新冠疫情之后的美联储正式进入了收紧周期。

对于美国加息的主要原因，美联储主席鲍威尔表示通胀是主要考虑的因素。鲍威尔称通胀仍远高于 2% 的目标，高通胀持续时间将长于预期，美联储基本职责是保持物价稳定。而在疫情期间，美联储宣称通胀是结构性的，更重要的是就业数据。最新一次的会议显示，通胀的持续时间超过预期，同时俄乌冲突使得短期内美国通胀压力加大，供应链问题持续存在。

对于劳动力市场，美联储表示劳动力市场极度紧张，就业市场处于一个“紧俏至不健康的程度”，薪资增速创多年来最快，而且如果持续下去，薪资增长将远高于与 2% 通胀目标相一致的水平。而对于经济增长，鲍威尔仍然表示现阶段总需求强劲，大多数预测者预计这种情况会持续下去。美联储并没有对经济增长给与更多的意见，证明美联储现阶段目标集中在通胀。

(一) 美国经济周期：处于高位，有回落趋势

美国经济周期仍然处于高位，美国制造业指数、工业生产、消费指数以及房地产销售等均处于高位。美国经济增长的同步指标 2 月份达到了 189.4 的高点，美国经济先行指标虽然有一定程度的反复，但仍然处于高位。

美国经济的高位运行是美联储加息的底气之一。美联储收紧其货币政策的动作会伤害经济增长，使得经济运行速度回落。但鉴于美国经济周期处于历史高位，美国经济下行的空间仍然较大，经济可以承受的较强的收紧力度。

美国经济先行指数处于历史较高的水平。3 月 25 日的 ECR I 先行指数重新回升至 157.5 点，2 月份 ECR I 同步指数也处于历史高位，证明美国经济的各个方面均处于较好的状态。美国房地产市场仍然较为火热，新屋和成屋的销售 2 月份均有所回升，美国已开工新建私人住宅和已批准新建私人住宅 2 月份分别达到了 1769 万套和 1865 万套，处于历史高位。3 月份的 ISM 制造业 PMI 指数稍有回落至 57.1，Markit 制造业 PMI 指数小幅回升至 58.8，总体来说，PMI 指数仍然处于较高的位置，经济景气度仍在。

图 33: 美国经济先行指标仍然处于高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

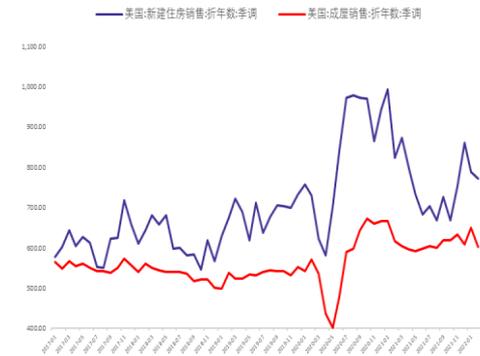
图 34: 美国制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

另一个方面, 鉴于通胀的大幅上行, 消费者信心指数和投资者信心指数并不乐观。密歇根大学消费者信心指数连续 3 个月快速下滑, 3 月份录得 59.4%, 高通胀打击了消费者信心。同时也可以看到, 消费先行指数也在下滑, 红皮书商业零售指数高位回落, 也显示消费者的谨慎。由于对美联储收紧措施的预期, 3 月份投资信心指数仅有 11.9%, 比 2 月份下滑了一半左右。

图 35: 美国新建住宅销售和成屋销售 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 红皮书商业零售销售指数 (%)



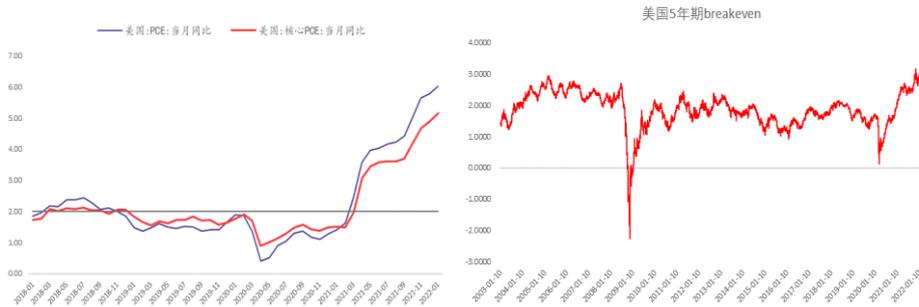
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 美联储加息的考量: 通胀

通胀现阶段是美联储考虑的首要问题, 通胀预期数据已经超过了过去 20 年, 并且有可能进一步上行。2 月份美国 PCE 指数再次上行达到 6.35%, 核心 PCE 指数上行至 5.4%, 并且上升趋势并未停止。美国 5 年期通胀预期指数已经达到 3.3%, 处于较高的位置上。美国 2 月份 CPI 上行至 7.9%, 环比上行了 0.9%, 表明美国国内的物价上行动力仍然较高。尤其是俄乌战争以后, 对俄罗斯的经济制裁太高了全球能源价格, 使得美国通胀水平再次上行。而全球新冠疫情仍然没有结束, 中国的新冠疫情控制加码, 会带来产业链的延迟。

图 37: 美国 PCE 指数 (%)

图 38: 美国 5 年期通胀预期指数 (%)



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

物价持续上行的情况下, 消费者信心受到压制。3 月份受到能源冲击的物价指数继续上行, 消费者会逐步平衡自己的花费。2 月份的医疗保健价格涨幅有所回落, 对物价上行的控制初见曙光。美国 CPI 的翘尾水平预计在 6 月份才会有所回落, 美国通胀拐点可能在 2 季度末到来。

图 39: 美国 CPI 中能源和交运价格 (%)

图 40: 服装、住宅、医疗保健、食品价格变化 (%)



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

物价持续上行的情况下, 消费者信心受到压制。3 月份受到能源冲击后的物价指数会趋于平稳, 消费者会逐步平衡自己的花费。2 月份的医疗保健价格涨幅有所回落, 对物价上行的控制初见曙光。美国 CPI 的翘尾水平预计在 6 月份才会有所回落, 美国通胀拐点可能在 2 季度末到来。

(三) 美联储加息的压力: 经济衰退与通胀赛跑

美联储在 2022 年 3 月份加息 25bps, 开启了 2022 年美联储加息周期, 本轮美联储加息周期面临着新的问题。主要在于通胀的上行有产业链、物流链阻断以及能源成本上行的原因, 并不是单纯的经济过热。而不断上行的消费需求也是财政刺激的结果。但持续上行的通胀已经对消费带来了影响, 同时核心产品的价格也在走高。在这种复杂的环境下, 美联储加息与经济衰退在赛跑。

通胀的走势和经济的走势在未来决定这美联储加息的力度和频率, 我们认为 3 季度前以通胀走势为主。美联储加息和资产负债表收紧必然会影响经济增速, 尤其是美联储本轮加息的起点就大不相同。

首先, 债券利差现阶段仍然较窄。以美债 10 年期和 2 年期利差为例, 以往美联储加息需要两者有近 100 个基点的利差以保证加息后短期利率上行带来的利差收窄。10 年期和 2 年期国债利差出现倒挂后的 18 个月左右, 美国经济出现衰退。

其次，美国工业产能基本恢复至疫情前的水平，这意味着美国的生产能力已经基本满产。在生产能力接近饱和的情况下，旺盛的需求只会带来更高的通胀，这会迫使美联储加快加息的步伐，从而使得生产快速走低。

图 41：美国 10 年期和 2 年期利率差 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

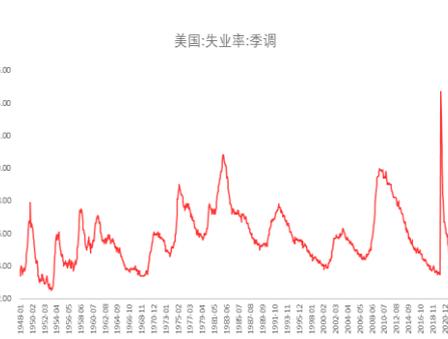
图 42：美国工业产能和制造业产出 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

再次，美国失业率现阶段处于低位，再向下的难度较大。在持续加息的过程中，美联储认为失业率会保持低位。从历史数据中看到，失业率更可能会随着美联储加息快速反转，给加息缩表带来干扰。

图 43：美国失业率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 44：美国产能利用率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

最后，美联储在原油价格处于高位的时候加息会面临困难。现阶段原油价格已经处于高位，而美联储加息刚刚开启，这对后续的加息带来挑战。

鉴于美国 5 年期平均国债收益率水平已经达到了 2% 左右，预期加息会在此水平上。本轮加息初始各大指标均在不利的位置上，经济下滑的速度可能会快于以往加息周期，这会迫使美联储加息的速度加快，使得联邦进准利率快速，为下一次经济衰退留出货币空间。

图 45：WTI 原油价格 (%)

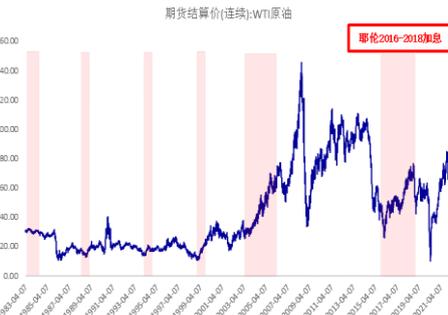


图 46：美国 5 年期国债收益指数和联邦基金利率 (%)



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

(四) 加息到何时停止: 这次会不一样么?

现阶段讨论停止加息可能为时过早, 但回顾一下 80 年代后的美国几轮加息周期结束, 均是发生了危机或者出现了风险。那么在新冠疫情中货币前所未有的宽松, 随后加息周期在较短的时间内操作较为剧烈 (停止 QE+加息+缩表), 经济运行的各个部门都会面临资金压力。加息缩表较为快速后, 流动性较差的部门会率先出现问题, 从而带来经济运行的风险。2016-2018 年加息周期结束于债券市场风险, 总体历时 2 年, 加息 200bps。现阶段仍然不确定在去杠杆过程中更为脆弱的部门, 但有可能加息力度会在 2023 年有所减缓, 即 2022 年 6 次左右的加息和 2023 年 2-3 次的加息。

表 1: 美国加息周期

美国加息周期	时间	范围	力度%	加息的原因	结束加息的原因
第一轮	1983.3-1984.8	8.5%-11.5%	3.00	主要为了打压通胀, 经济并不稳定	1984年Q2经济回落
第二轮	1988.3-1989.5	6.5%-9.8125%	3.31	预防输入性通胀	油价上行和海湾战争
第三轮	1994.2-1995.2	3.25%-6%	2.75	预防利率过低带来通胀, 货币政策留空间	
第四轮	1999.6-2000.5	4.75%-6.5%	1.75	通胀上行, 同时防止热钱	2000年互联网泡沫崩溃和“911”
第五轮	2004.6-2006.7	1%-5.25%	4.25	美国商业银行推动居民加杠杆购房	次贷危机
第六轮	2016.12-2018.12	0.5%-2.5%	2.00	货币正常化	债务违约
第七轮	2022.3-?	0.25%-?		通胀高企, 为货币政策留空间	?

资料来源: 中国银河证券研究院整理

四、新冠疫情防控影响中国稳增长

(一) 经济目标完成有难度

2022 年我国政府工作报告中提出 2022 年预计 GDP 达到 5.5% 及以上的增长。2022 年经济的增长动力下滑, 中央经济工作会议用“供给瓶颈、需求下行、预期走弱”来表示 2022 年我国将面临的经济困难。

首先, 2022 年新冠疫情防控措施仍然较为严格, 这种偏紧的政策会影响我国经济运行。我国对新冠疫情的控制仍然属于较为严格, “零容忍”的疫情防范直接影响了消费增长。2022 年 3-4 月份疫情已经拖累我国经济增长。

其次, 出口在 2021 年维持了高增速, 出口额创出了历史新高, 2022 年出口高增速难度较大。2022 年各国经济相对好转, 但进口增加的幅度弱于 2021 年。我国严控的新冠疫情已经使得新订单在向东南亚和印度分散。

最后, 房地产投资稳定需要时间, 2022 年保持增速不易。2022 年 1-2 月份显示房地产先行指标商品房销售、开放商拿地、商品房新开工加速回落, 这意味着房地产投资短期企稳较难, 2022 年下半年才有可能稳定, 2022 年全年房地产投资增速实现正增长有难度。房地产投资增速的回落直接压制了相关行业的投资与生产, 我国生产增速也受到压制。

更具体来看，2022年从GDP的三大需求上看，要完成既定的经济目标需要全社会消费的稳定和资本形成的上升。即需要实现120万亿左右的经济总量，最终消费约完成78万亿左右，资本形成需要完成26万亿以上。这就意味着居民最终消费需要接近60万亿，其中包括7万亿的房地产消费。房地产投资和基建投资全年需要实现15万亿以上。

图 47: 2021 年 GDP 三大需求贡献

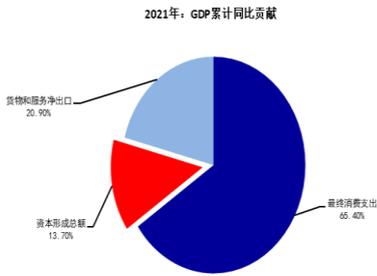
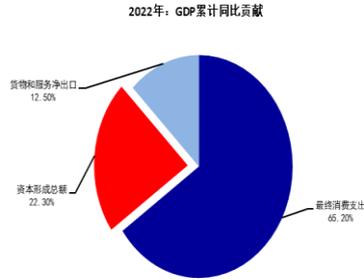


图 48: 2022 年三大需求对 GDP 的贡献



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

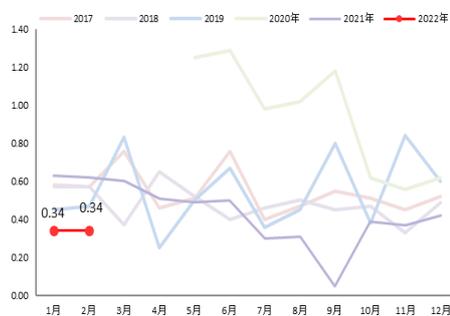
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 开年经济完成度仍然较为正常

2022年开年经济同比数据来看超出市场预期，在超出预期的同时，经济数据也出现了一些背离，这可能是同比基数的影响。1-2月份这种超预期的同比增速并不能代表我国经济持续向好，在俄乌冲突带来的供给混乱、全球大宗商品价格紊乱、成本上行带来的通胀预期、美联储带来的全球货币收紧、新冠疫情的不确定以及国内产业结构调整 and 杠杆控制，使得我国经济增长面临巨大的考验。

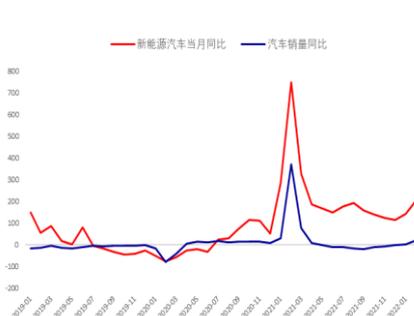
从供给层面来看，1-2月份工业生产小幅弱于2021年4季度。PMI显示订单已经在回升，工业生产未来会缓慢上行。1-2月份上游行业的生产继续走高，库存较低以及价格的持续上行刺激原材料行业的生产。同时汽车的生产也逐步上行，汽车的消费回升带动了行业景气度的回升。出口行业保持平稳，出口交货值创出新高，相关行业的生产平稳。

图 49: 工业增加值环比零增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50: 汽车销量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从需求方面来看，制造业投资表现较好，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。基建投资开始上行，1-2月份基建投资

在全部固定资产投资中占比下滑，但基建投资受到政策的持续扶持，同时政府债券发行速度较快，未来基建投资会持续上行。

图 51: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 52: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

需求背离的是房地产投资和社会总零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入、房地产新开工、商品房销售面积和销售额均处于回落状态，但房地产投资完成额增速回弹，这种回弹可能是暂时性的。尤其是房地产资金到位情况持续恶化，定金预付款出现下滑，对房地产的信心仍然没有恢复。社会零售消费大幅增长，消费额超出预期，与 2021 年 12 月份新冠疫情下的消费出现差别。我们认为全社会消费保持了稳定，得益于汽车消费的回升以及原油、家用电器等价格上行。对新冠疫情的防控 3 月份快速升级，会给未来的消费增速带来考验。

(三) 新冠疫情防控影响消费

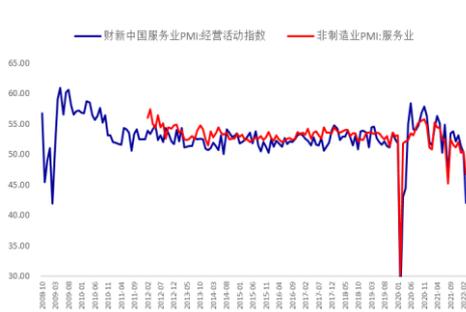
2022 年 3-4 月份 OMICRON 病株在我国流行，全国每日新增确诊病例上行。对于新冠疫情的防控升级，全国各地均有不同程度的人员封控，尤其是上海市已经与 3 月 28 日开始封城。这种针对新冠疫情的严格防控以及阻碍人员和物流流动，带来了服务业的大幅下滑。财新 PMI 指数已经跌至 42%，接近了 2020 年 3 月份的水平。

图 53: 新冠疫情新增病例 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 54: 服务业 PMI 走低 (%)

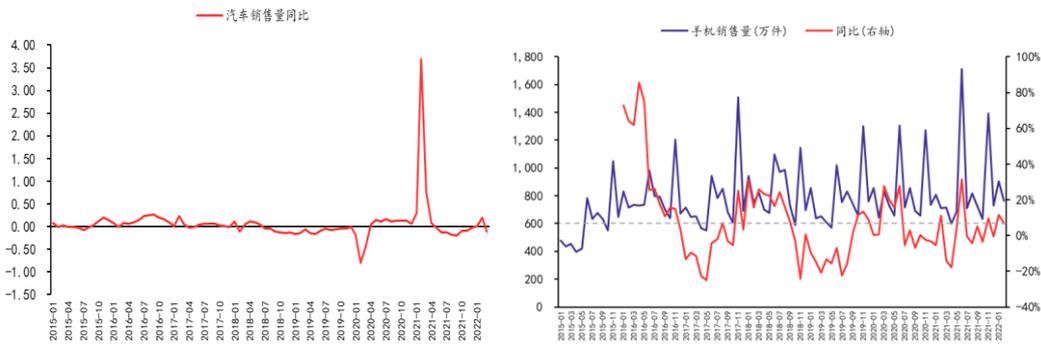


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全面的人员封锁使得居民外出受到严重影响，居民收入下滑可以预期，居民的消费意愿和实际消费增速均有所回落。3 月份汽车和手机的消费量均有下行，消费端并不乐观。

图 55: 汽车单月销量同比 (%)

图 56: 手机单月销量同比 (%)



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

(四) 房地产回升需要等待

2020 年史上最严厉的房地产政策出台,使得房地产行业出现了全行业的困难。2016 年 12 月中央政治局会议提出“房住不炒”,基本奠定了未来 20 年房地产行业的格局,2020 年政策层对房地产行业发布了完整的调控措施。受到严厉的政策压制,2021 年下半年房地产开发商融资受到严重影响。2021 年下半年头部房企恒大集团发生债务违约并且在年末走入了债务重组,2022 年 3 月融创集团也发生了债务实质性违约。房地产行业不仅营业收入下滑,同时全行业陷入了不确定违约风险。

表 2: TOP15 房企 2022 年 1-2 月份销售额和同比增速 (亿)

	销售金额		
	2021 年	2022 年	同比
碧桂园	1157	876	-24.3%
万科地产	1129	637	-43.6%
融创中国	647	477	-26.3%
保利发展	685	453	-33.9%
绿城中国	398	273	-31.4%
中海地产	494	256	-48.2%
华润置地	301	225	-25.2%
招商蛇口	343	224	-34.7%
金地集团	411	213	-48.2%
建发房产	242	193	-20.2%
绿地控股	324	190	-41.4%
龙湖集团	337	180	-46.6%
滨江集团	303	151	-50.2%
新城集团	241	151	-37.3%
旭辉集团	270	147	-45.6%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

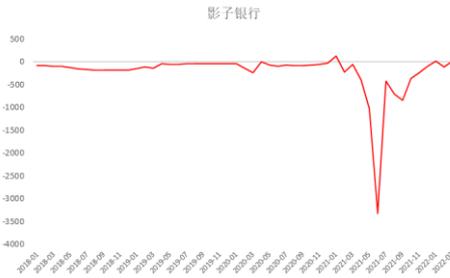
从需求端来讲,持续的政策压制和金融压制使得需求端处于持续下滑的状态。1 季度房地产销售负增长,居民长期贷款疲软,2 月份单月出现了负值,这是 20 年来首次出现。从供给端来讲,销售低迷和融资不畅同时影响房地产市场,房地产企业的风险在 2021 年下半年爆发。2022 年 3 月上市公司中有 20 多家房企延迟发布 2021 年财报,包括中国恒大、融创中国、富力地产、佳兆业等头部房企;公布业绩快报的房企销售额也大幅下滑。2022 年 1-2 月份销售额前 30 的房地产开发企业销售业绩均出现大幅下滑。从融资端来讲,房地产融资稍有好转,2022 年 1 季度影子银行增速回升,结束了 2021 年信托去杠杆进程。但房地产行业风险没有结束,恒大的资产重组方案仍然在焦灼中,海外债务仍然在排查。2022 年 3 月融创债务违约,

虽然之后实质到付，其风险不容忽视。国内地产公司的中资美元债余额约 2139 亿美元，2022 年 4 月开始美元债到期加速。

图 57: 居民长期贷款增速 (%)



图 58: 影子银行增速 (%)

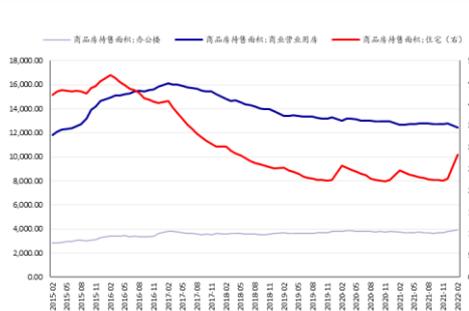


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

季度影子银行增速回升，结束了 2021 年信托去杠杆进程。但房地产行业风险没有结束，巨大的资产重组方案仍然在焦灼中，海外债务仍然在排查。2022 年 3 月融创债务违约，虽然之后实质到付，其风险不容忽视。国内地产公司的中资美元债余额约 2139 亿美元，2022 年 4 月开始美元债到期加速。

图 59: 商品房库存 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 60: 商品房销售额和销售面积 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 积极的政策转变

2021 年 12 月份以后货币政策转向积极。从 12 月份至 1 月份，央行下调了准备金率和利率水平，着力降低企业融资成本。央行稳增长的决心和动力较足，着力促进信贷的发放，并且 1 季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。1 季度社会融资和贷款增速均保持快速上行。

虽然 3 月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。央行降准的可能性超过降息，4 月份降准会再次到来。

通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。综上，宽信用仍然是政策的重点，下半年宽货币的可能性要高过上半年。

表 3: 12 月以来货币政策变化

日期	利率	货币政策基调
20211206	全面降准：下调存款准备金率0.5个百分点。	(1) 中央经济工作会议：财政与货币政策要协调联动；
20211206	定向降息：央行下调支农支小再贷款利率0.25个百分点。	(2) 央行货币委员会4次例会：发挥好货币政策工具总量和结构双重功能；
20211215	国常会：(1) 普惠小微企业贷款延期还本付息工具转为普惠小微带看支持工具；(2) 将普惠小微信用贷款纳入支农支小贷款，可增加带贷款额度。	(3) 2022年央行年会：主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。
20211220	降息：2020年4月首次下调1年期利率，LPR下行0.05个百分点，1年期LPR至3.8%，5年不变。	
20220117	公开市场降息：下调MLF利率0.1个百分点至2.85%，下调OMO利率0.1个百分点至2.1%。	
20220120	再次降息：2020年4月首次下调5年期利率。1年期LPR下行0.1个百分点至3.7%，5年期LPR下调0.05个百分点至4.6%。	

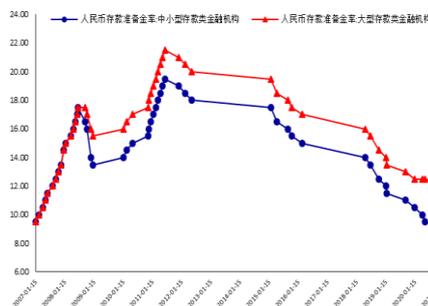
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

图 61：1 月利率曲线下调 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 62：存款准备金率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

鉴于市场房地产市场销售持续下滑，商品房价格下跌，房地产政策也出现转变。2021 年 9 月份各城市出现了“限涨令”和“限跌令”同时存在。9 月份央行货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，随后的房地产金融工作座谈会进一步提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度…金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展”。

2022 年 1 月份 5 年期 LPR 利率下行，这是直接利好房地产市场的货币政策指标。个人放低利率逐步下滑，截止 2022 年 3 月，120 个城市主流新房贷款利率在 5.34%，二手房在 5.6% 左右，比 2021 年下降了 30bps，放款周期缩减至 34 天，比 2021 年 57 天速度加快。现阶段，因城施策是主流。2 月山东、重庆等地购房者首付比例降至 20%，3 月份郑州放松限购限贷，随后哈尔滨、秦皇岛、东莞、兰州等地也开始放松商品房购买限制。

表 4：房地产政策放松

时间	部门	内容
20210924	央行	货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”
20210929	央行和银保监会	房地产金融工作座谈会进一步提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度…金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”
20211219	央行和银保监会	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，出险企业项目的并购贷款不再计入“三道红线”和房地产贷款集中度相关指标计算口径
20220120	住建部2022年工作计划	明确提出住房和城乡建设是最大的国内消费市场，充分释放居民住房需求，重申房住不炒，“因城施策”促进房地产业良性循环
20220208	央行和银保监会	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

房地产长期目标较为稳定，短期调控手段主要集中在需求侧。央行和各级政策层逐步减少居民购房方面的障碍，从放松公积金适用范围、降低首付比例、放松限购限贷等方面进行。而

未推出的政策包可能包括继续降低房贷利率、大幅放松限购限贷等。对于供给端，现阶段调控政策并未放松太多，虽然对房地产企业在信贷和风险处置上有了小幅的缓解，但仍然是希望看到市场并购兼并为重，并且政策更有利于能容易获得金融资源的企业。

表 5: TOP15 房企 2022 年 1-2 月份销售额和同比增速 (亿)

需求侧	因城施策放松公积金政策，如东三省、广东、太原等 最低首付比例下调 放松限购限贷，如郑州、沈阳 下调房贷利率 未来加大购房补贴和税收优惠，主要针对新市民
供给侧	研究AMC按照市场化法制化原则参与房地产企业资产处理 央行鼓励房地产企业主动出清 预售监管政策微调，释放监管额度 增加240万套保障房建设
融资端	保持房地产信贷平稳投放，满足房地产企业合理融资需求 并购贷不再计入“三道红线”

数据来源：中国银河证券研究院整理

4月12日国常会提出要继续稳定经济增长，推出降准工具，同时在消费端给与政策支持。更加积极的政策转变是可以预期的，财政政策和货币政策的双放松直接推动未来的经济修复。

图表目录

图 1: 俄罗斯货币汇率 (卢布)	4
图 2: 俄罗斯国债收益率 (%)	4
图 3: 俄罗斯同业拆借利率 (%)	5
图 4: 俄罗斯央行海外净资产占比 (%)	5
图 5: 美元指数	5
图 6: 俄罗斯人均 GDP (美元)	5
图 7: 全球主要原油供给国	5
图 8: 主要原油供给国所占比例	5
图 9: 全球主要天然气供给国	6
图 10: 主要天然气供给国所占比例	6
图 11: 欧佩克能源供给 (千桶/天)	6
图 12: 沙特阿拉伯原油产量已经恢复	6
图 13: 美国活跃钻井数量 (座)	7
图 14: 美国原油库存 (万桶)	7
图 15: 委内瑞拉原油产量 (千桶/天)	7
图 16: 伊朗原油产量 (万桶/天)	7
图 17: 原油价格增长的影响因素 (美元/桶)	8
图 18: 持续紧张的原油供给需求	8
图 19: 全球小麦出口占比 (%)	8
图 20: 全球大麦出口占比 (%)	8
图 21: 全球玉米出口占比 (%)	8
图 22: 全球化肥出口占比 (%)	8
图 23: 全球未锻造的铝出口占比 (%)	9
图 24: 全球小金属出口占比 (%)	9
图 25: 美国商用油库存 (万桶)	9
图 26: 铜库存 LME、COMEX 和上海 (吨)	9
图 27: BDI 指数	10
图 28: 上海集装箱出口指数	10
图 29: 发达国家通胀水平 (%)	10
图 30: 主要发展中国家 CPI (%)	10
图 31: 东南亚国家 CPI 增速 (%)	11
图 32: 中国 CPI、油价和猪肉价格变动 (%)	11
图 33: 美国经济先行指标仍然处于高位	12
图 34: 美国制造业 PMI 指数 (%)	12
图 35: 美国新建住宅销售和成屋销售 (%)	12
图 36: 红皮书商业零售销售指数 (%)	12
图 37: 美国 PCE 指数 (%)	12
图 38: 美国 5 年期通胀预期指数 (%)	12
图 39: 美国 CPI 中能源和交运价格 (%)	13
图 40: 服装、住宅、医疗保健、食品价格变化 (%)	13

图 41: 美国 10 年期和 2 年期利差 (%)	14
图 42: 美国工业产能和制造业产出 (%)	14
图 43: 美国失业率 (%)	14
图 44: 美国产能利用率 (%)	14
图 45: WTI 原油价格 (%)	14
图 46: 美国 5 年期国债收益指数和联邦基金利率 (%)	14
图 47: 2021 年 GDP 三大需求贡献	16
图 48: 2022 年三大需求对 GDP 的贡献	16
图 49: 工业增加值环比零增长 (%)	16
图 50: 汽车销量增速 (%)	16
图 51: 三大产业单月投资增速 (%)	17
图 52: 100 大中城市土地成交 (%)	17
图 53: 新冠疫情新增病例 (%)	17
图 54: 服务业 PMI 走低 (%)	17
图 55: 汽车单月销量同比 (%)	17
图 56: 手机单月销量同比 (%)	17
图 57: 居民长期贷款增速 (%)	19
图 58: 影子银行增速 (%)	19
图 59: 商品房库存 (万平方米)	19
图 60: 商品房销售额和销售面积 (%)	19
图 61: 1 月利率曲线下调 (%)	20
图 62: 存款准备金率 (%)	20

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn