

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

# 经济目标仍可接近 资本市场否极泰来

胡月晓

(CIIA:29001385)

S0870510120021

2022年5月4日

# 本期视点（2022年5月）

- **双因素冲击下中国经济预期趋弱。**俄乌冲突导致国际能源和粮价上期，世界经济因供应链再度恶化而下降，中国经济供给预期也受冲击；上海封城应对造成中国最具活力长三角地区产业链受到影响。地缘政治和疫情双因素使得中国经济预期由转弱趋向下降，1季度经济低于预期的数据更是强化了这种市场预期，导致4月末金融市场波动加大，“股、债、汇”三个市场皆动荡加剧。
- **美联储加息或不及预期，强美元是美元政策核心。**通胀决定西方经济体政策选项，当前美欧通胀逼迫西方央行不得不加息应对；但西方通胀的缘由并非需求过旺，也非供应不足，而是劳动力价格普遍的上涨趋势，是长期货币宽松和社会结构变化的双重结果。加息不会改变西方物价的上台阶的态势；美国宏调政策的核心目标是维持美元强势，加息以不损害资本市场稳定和经济增长为前提，预期美联储加息或大幅低于当前的市场主流预期。
- **中国经济或仍可达目标，资本市场否极等泰来。**疫情不改中国经济潜在增长动力回升趋势，投资整体回升中产业结构改善，制造业稳步回升态势不变，固定资本形成稳步增加。疫情持续2年有余，经济体系应对能力提高；经济第一增长动力的平稳回升，或能缓和消费的低迷而有余，从而维持经济平稳。中外通胀间将现分离走势，中国通胀下行趋势不变，物价下行和美元加息不及预期确认后，中国降息将来，从而带来股债双回暖局面。



# 目录

- 中国经济当前局势：预期下降
- 国际经济：中国不易、西方更难
- 中国经济和资本市场：抑中待扬



# 一、中国经济当前局势：预期下降

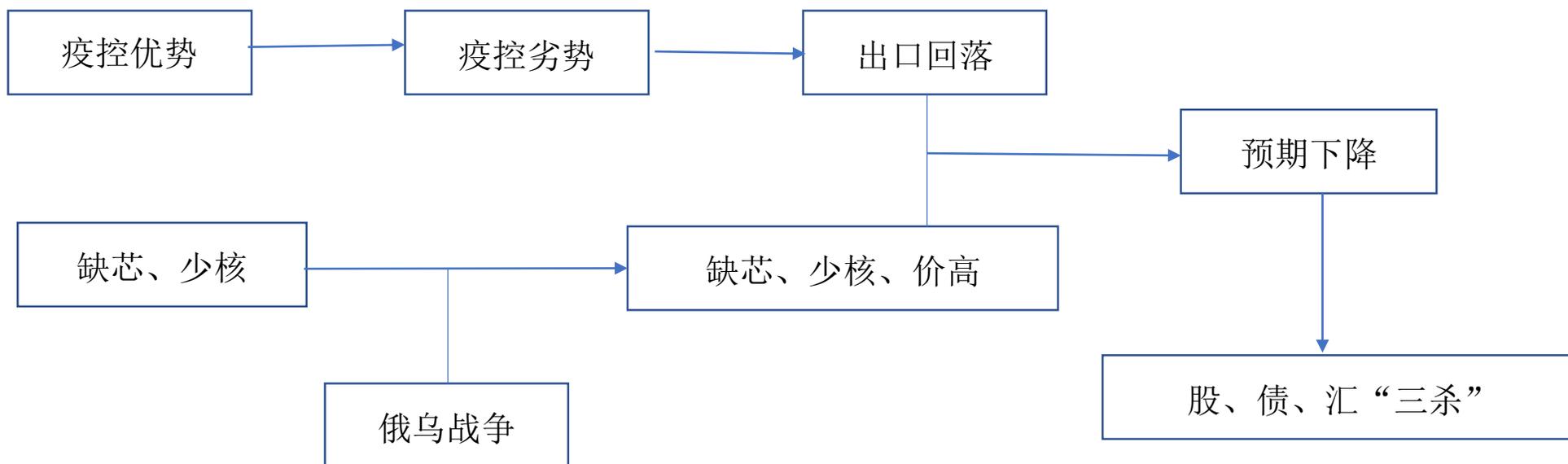
1. 双因素冲击下预期下降
2. 预期下降致金融市场动荡
3. 中国经济平稳趋势不变



# 中国经济面临局面：疫情冲击下预期趋弱

- 经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。
- 世纪疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定。

图 中国经济面临的局面：预期转弱→预期下降

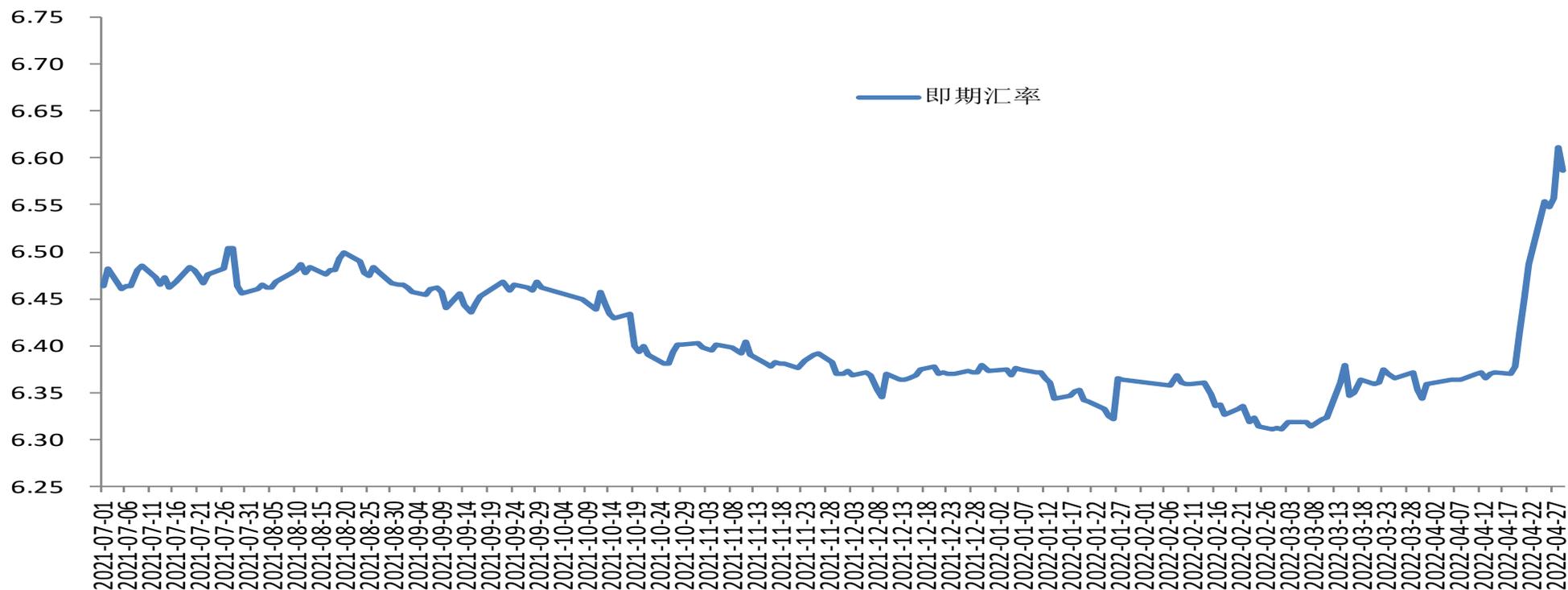


资料来源：上海证券研究所

# 人民币兑美元汇率经历惊险“跳水”

- 4月最后10个交易日贬值达3.3%，结束了2020年下半年以来的升值进程，抹掉了过去5Q升值成果。
- 2021年7月-2022年3月间，中美货币联袂走强：人民币成避险货币？
- 俄乌战争后，美元升值加速，人民币缘何先稳后跳？

图 人民币兑美元即期汇率走势的变化（日）

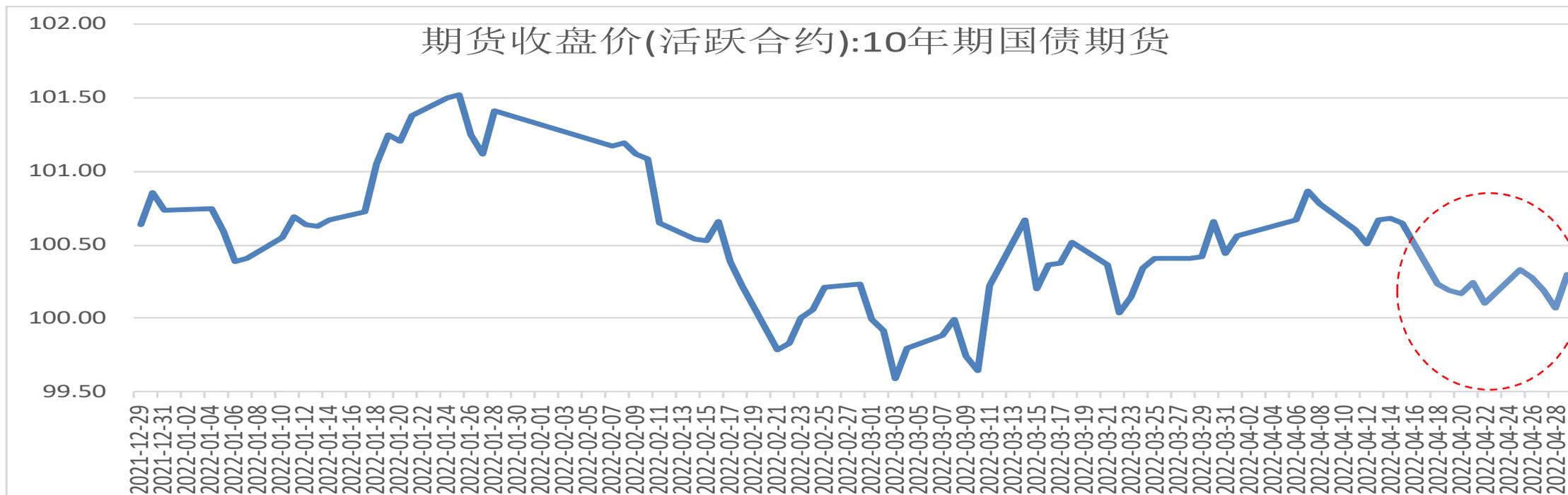


资料来源：wind，上海证券研究所

# 俄乌冲突引发中国债市调整

- 2022年初，中国货币宽松预期占据主流，市场预期中美货币政策、通胀走向分歧；
- 俄乌战争改变通胀预期，国际风云变化还导致了资本外流。

图 中国国债期货走势变化（日，收盘价）

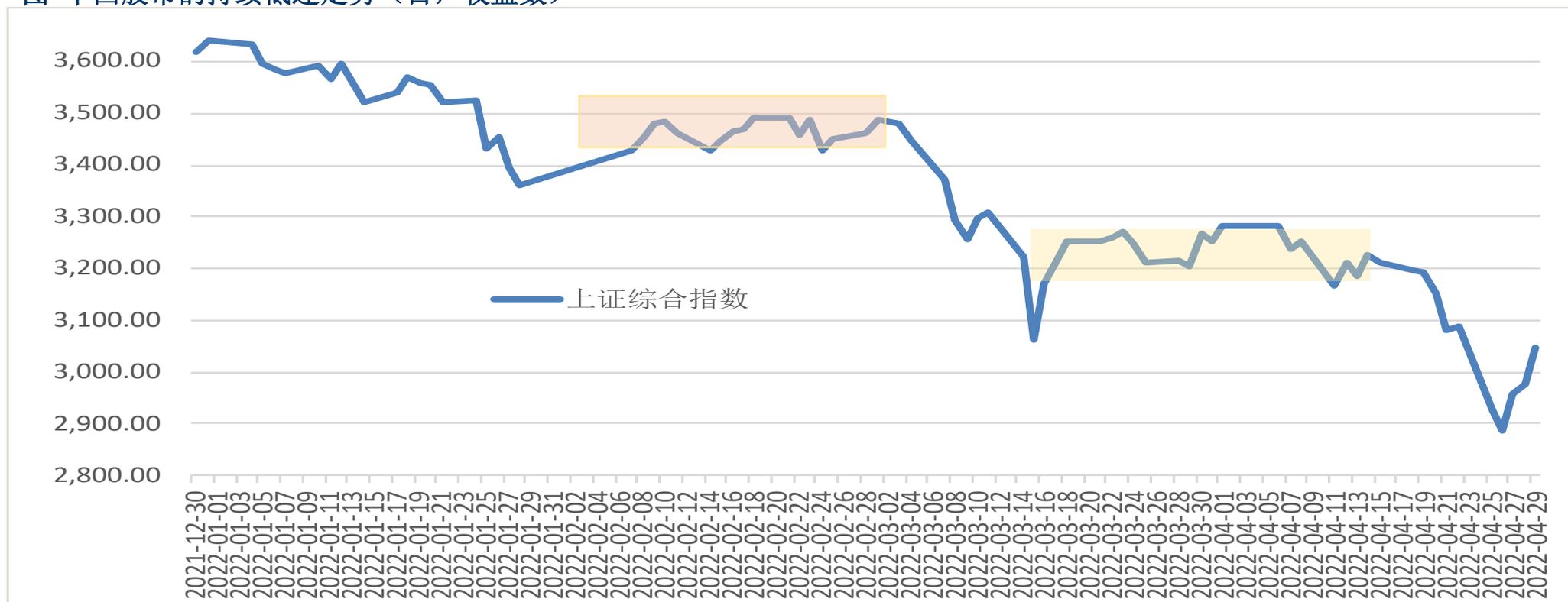


资料来源：Wind，上海证券研究所

# 2022年初中国股市经历了2次下台阶

- 俄乌冲突导致3月份导致股市下台阶：3500→3300；因高商品价格压低盈利担忧。
- 本轮疫情使中国股市再下台阶：目前平台未知。

图 中国股市的持续低迷走势（日，收盘数）

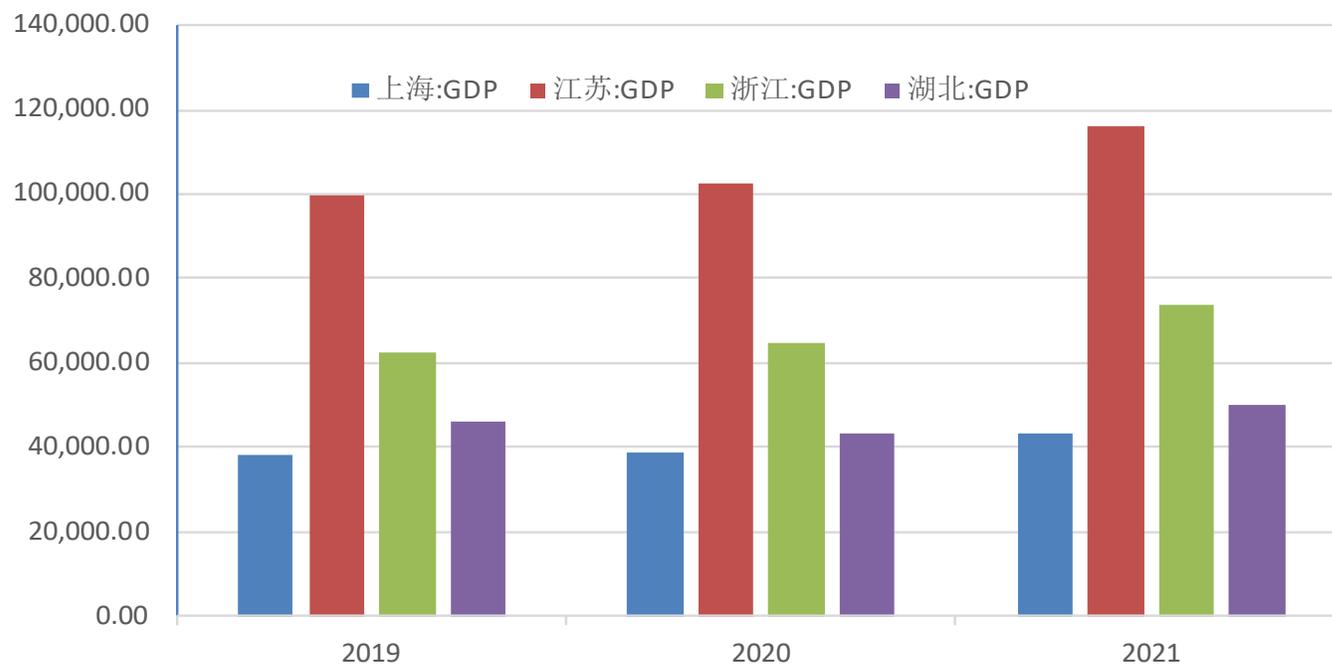


资料来源：Wind，上海证券研究所

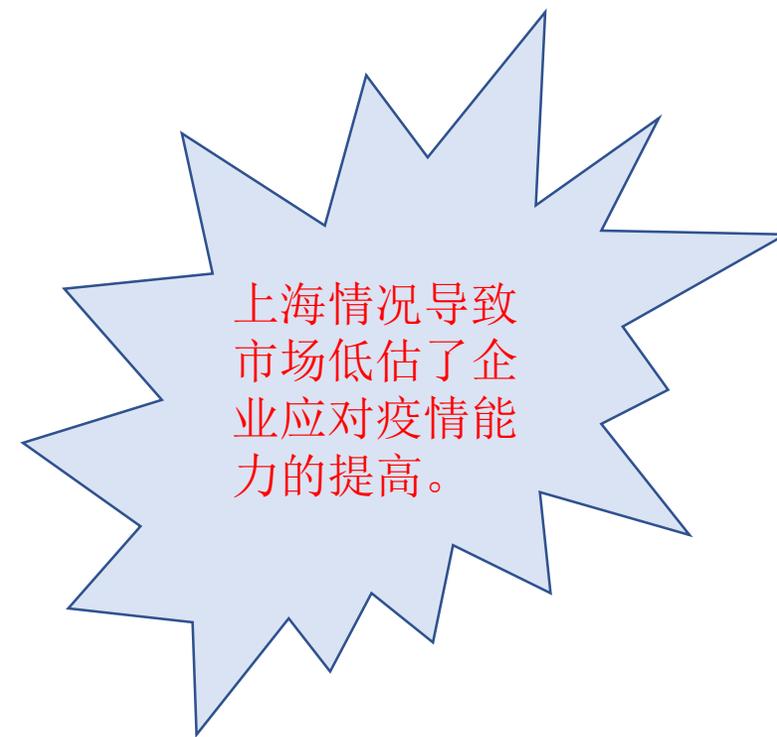
# 中国经济：受当期疫情冲击或超预期

- 中国经济开门红遭遇疫情“倒春寒”
- 由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前影响或超过了2020年的武汉疫情

图 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（亿元/年度）



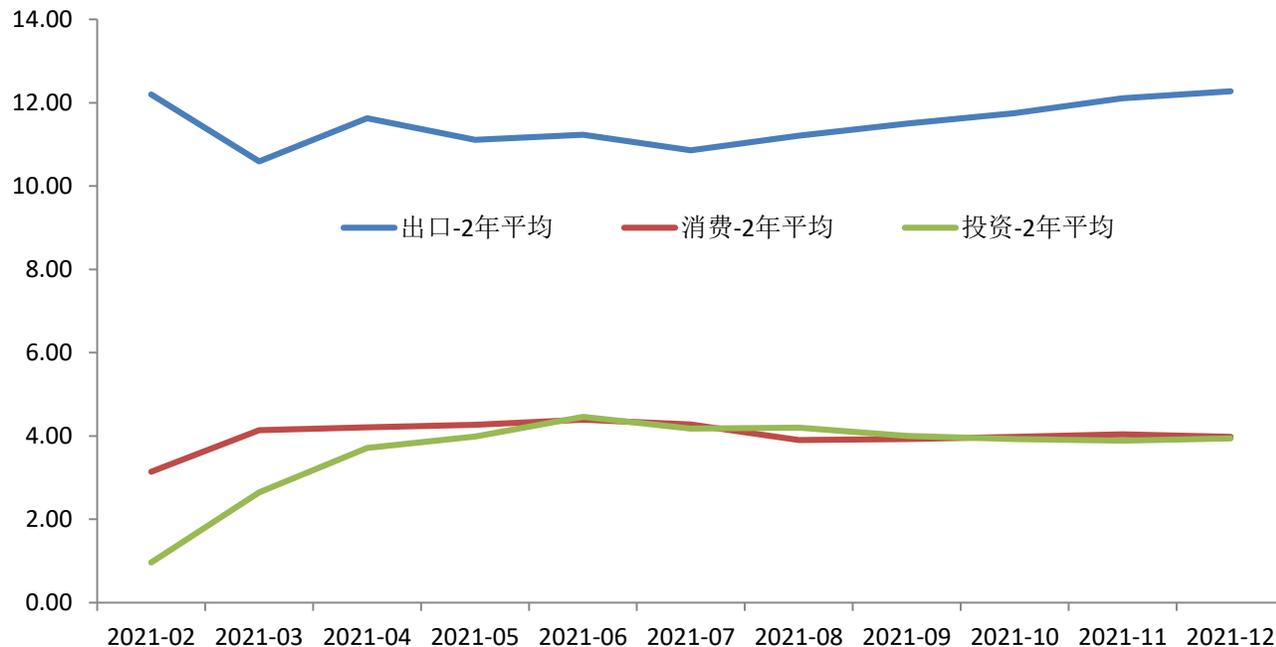
资料来源：Wind，上海证券研究所



# 中国经济运行已重入平稳阶段

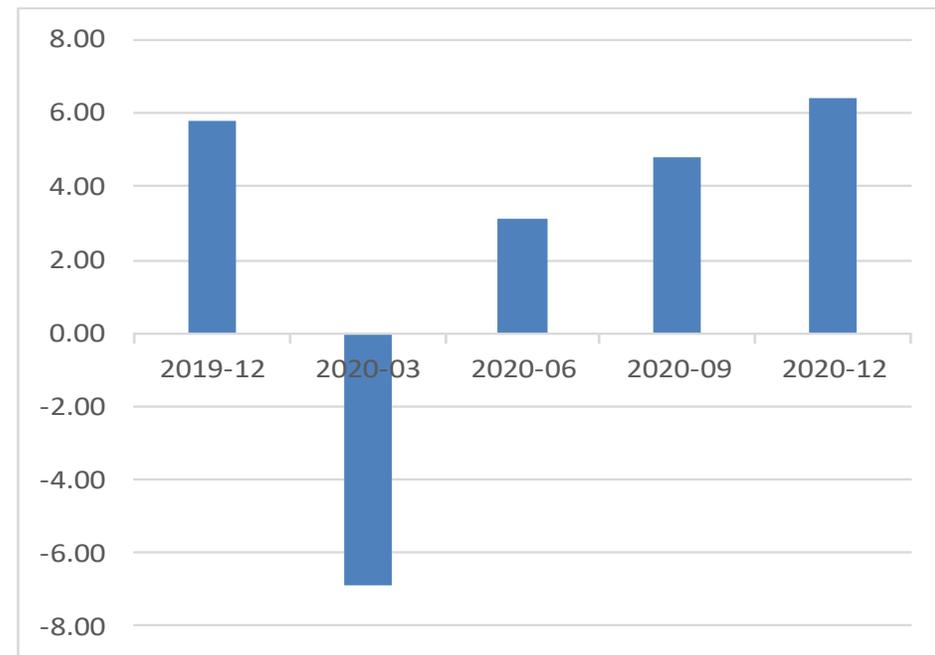
- 经济底部徘徊阶段不变，疫情前经济增长水准约为6.5，疫情后5.5属合理定位；
- 2022年1季度仍然存在有基数效应；故我们预计各季同比为6.0、5.0、5.5、5.5；
- 本轮疫情对经济影响预估为1.0-2.0，Q1实际为1.2，Q2预计会上升到1.5。

图 中国经济消除噪音后的运行态势（累计增速，月/%）



数据来源：wind，上海证券研究所

图 2020年疫情影响下的中国GDP增速（当季同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所



上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

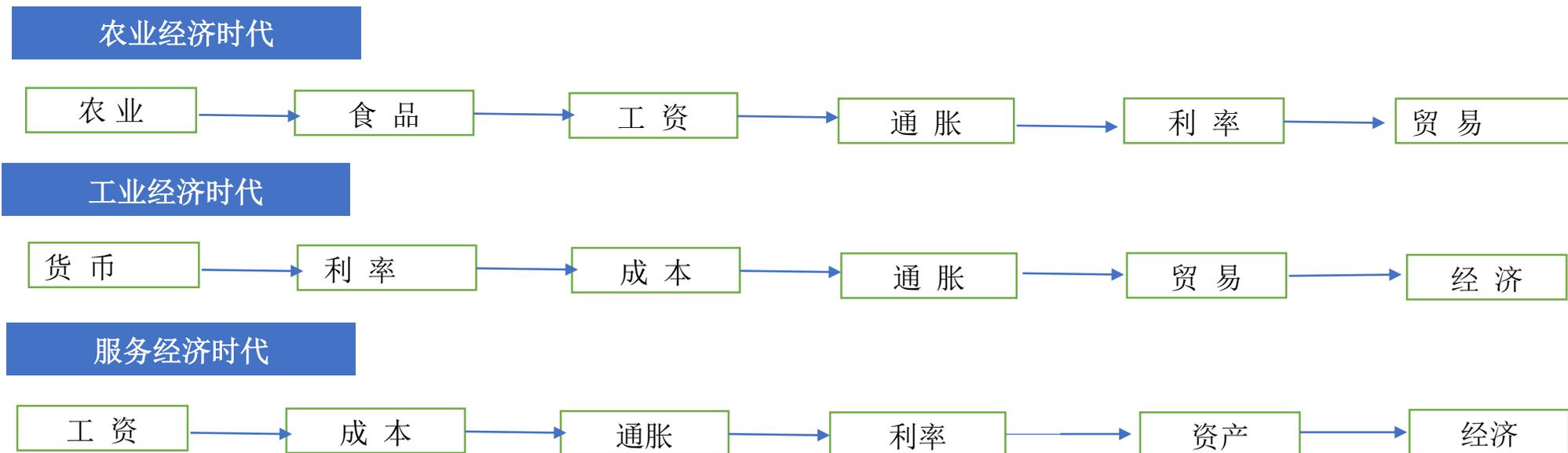
## 二、国际经济：中国不易、西方更难

1. 通胀左右西方经济政策前景
2. 物价上涨和政策应对渐行渐远
3. 汇率而非通胀是美国宏观调控政策核心

# 如何看待当前经济：寻找逻辑主线

- 早期的经济学分析均认为农业是最重要、最基本的行业；
- 各国所处经济发展阶段不同，看问题主线也不一样。

图 经济逻辑主线的变化

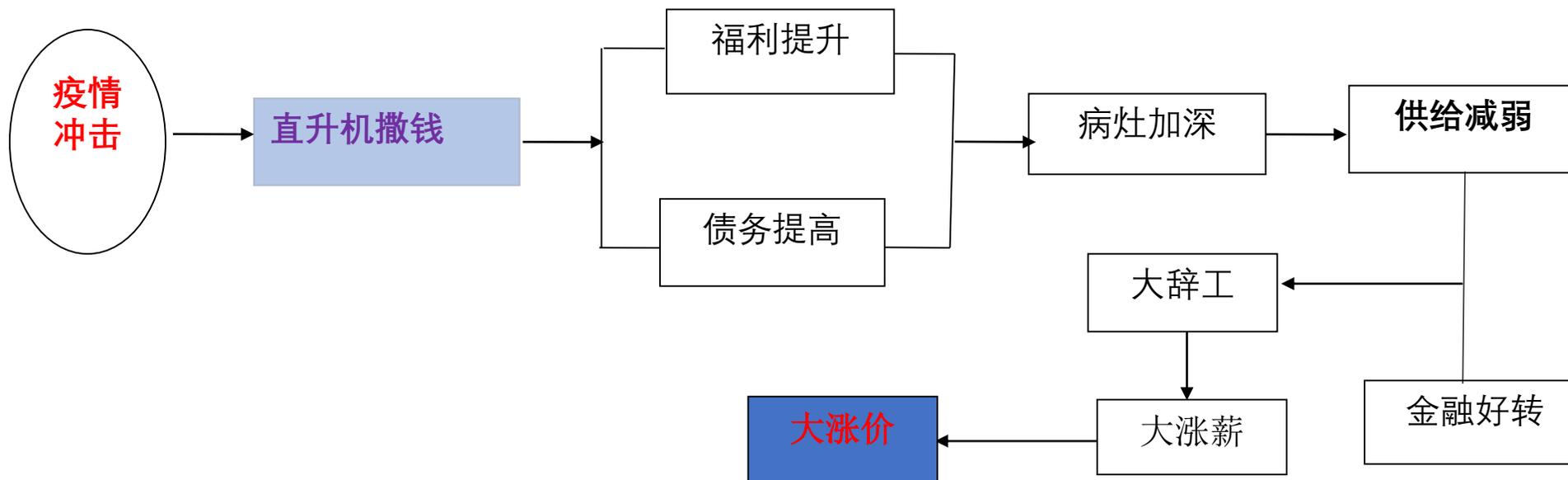


资料来源：上海证券研究所

# 通胀本质的变化：社会现象VS货币现象

- 西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是一种社会变化现象；
- 全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升。

图 西方本轮通胀属性为供给冲击

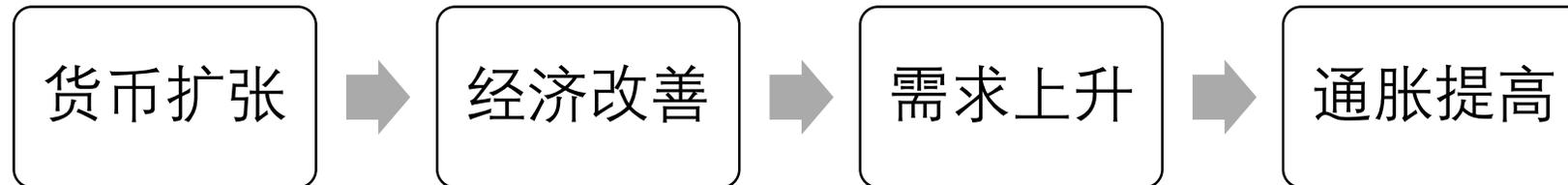


资料来源：上海证券研究所

# 我们面临一个不同的时代

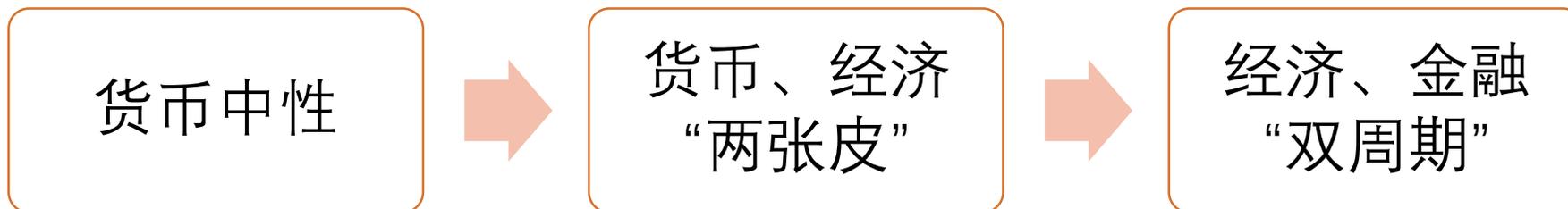
- 日本的例子：货币超发+通货紧缩。
- 货币的性质在改变：政策效应、央行定位、工具性质，等。

图 货币引发通胀的逻辑



资料来源：上海证券研究所

图 货币面临的新环境



资料来源：上海证券研究所



## 货币效应变化，货币日趋中性。

- 货币积极，货币扩张、经济改善，总需求扩张直接带动社会一般物价水平上升。
- 债务经济模式走到尽头，货币扩张的投资激励效应逐渐为资产负债表效应替代。

图 货币中性下政策效应变化

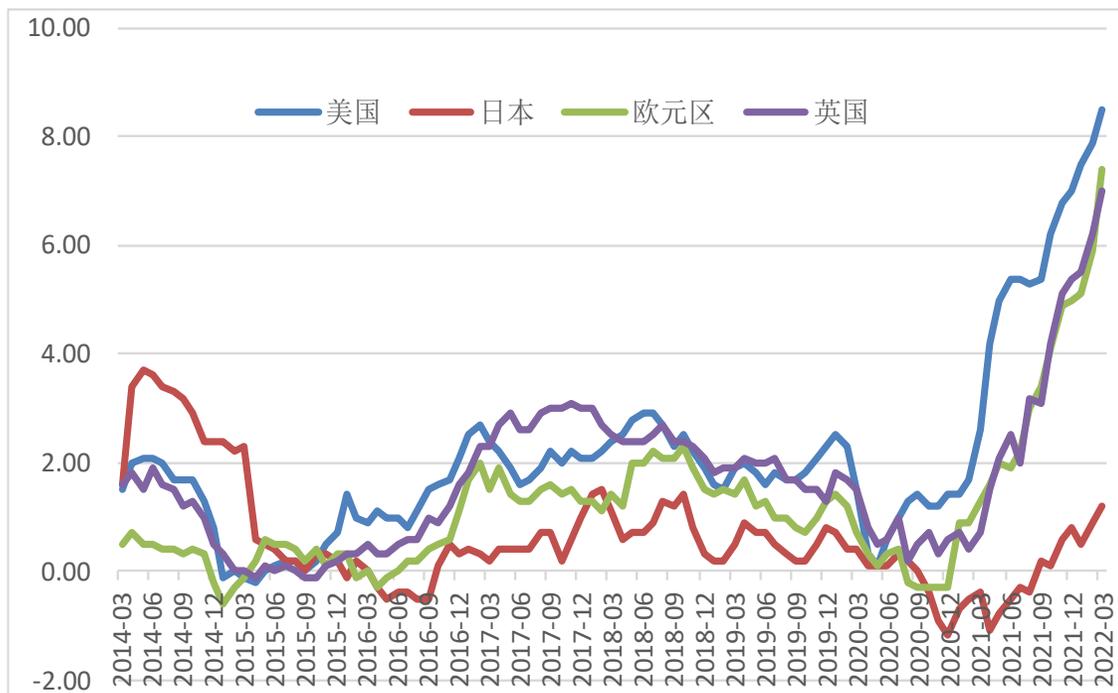


资料来源：上海证券研究所

# 西方经济通胀高企，加息或将虎头蛇尾

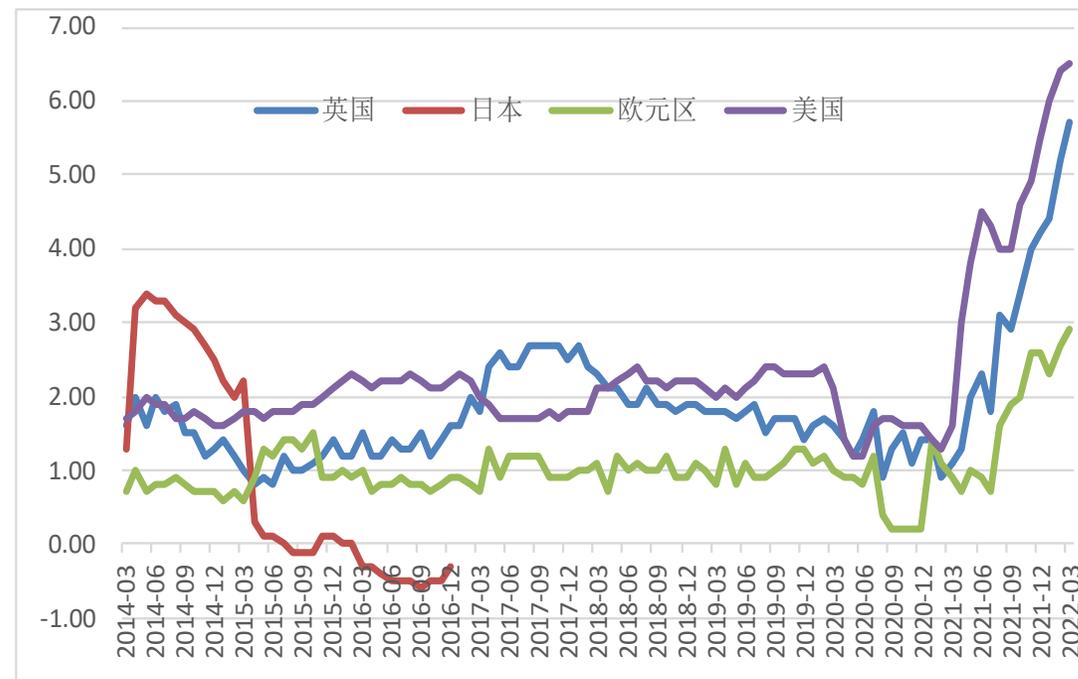
- 欧美国家通胀的持续上升，核心CPI也持续上涨，通胀已有全面扩展态势；
- 出台加息政策以顺应民意和预期，副作用或很快制约其持续。

图 发达国家CPI水平的变化 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 发达国家核心CPI的变化 (%)

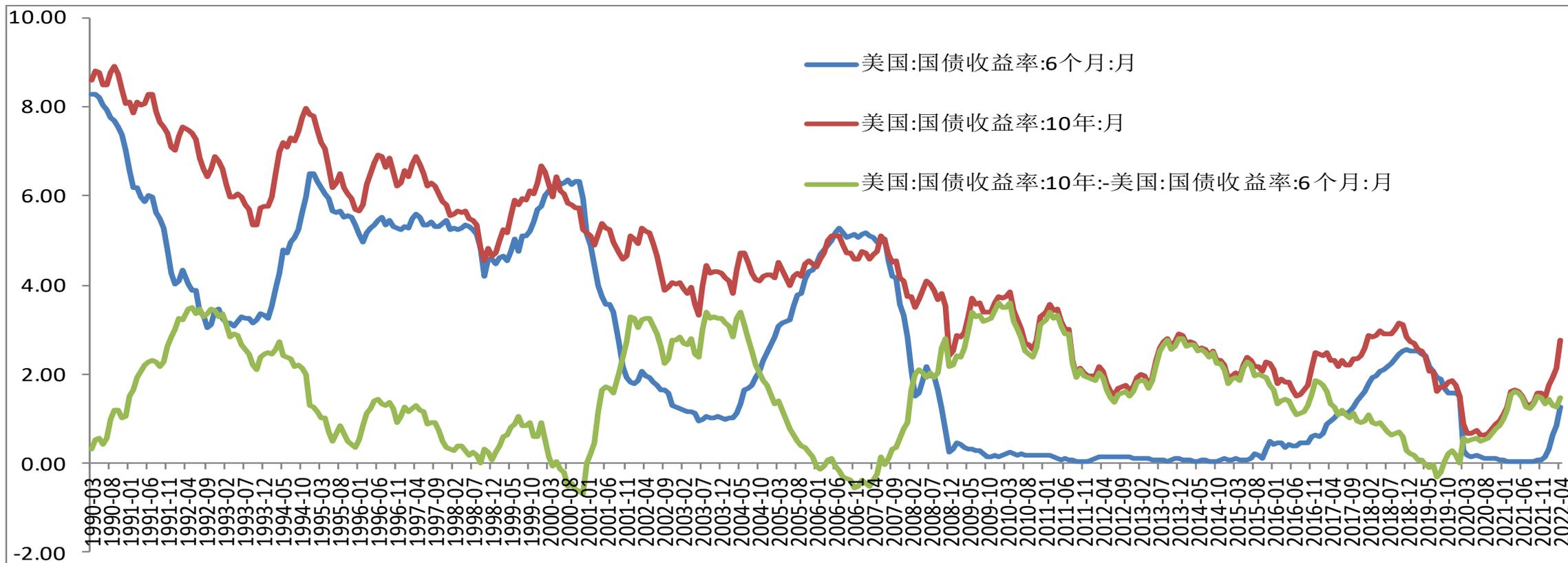


资料来源: Wind, 上海证券研究所

# 美国经济暂时能承受美元加息

■ 期限利差（YTM10Y-6M）保持在零上方较多，且平稳，表明市场对美国经济前景预期较好。

图 美国国债期限利差（10Y-6M）走势



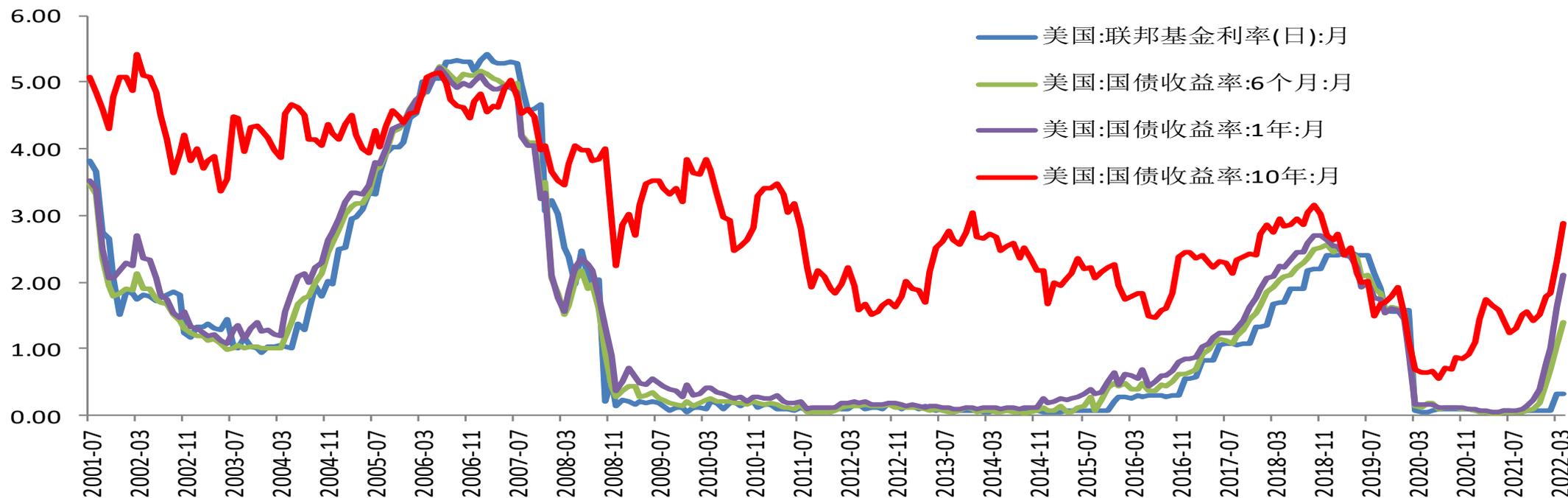
资料来源: Wind, 上海证券研究所



# 美元加息或不及预期

- 美国债长期利率反映经济前景预期，短期利率则体现政策；
- 当前美国债长期收益率回升和经济前景预期偏差加大，美加息制约逐渐加强。

图 美国各期限国债利率走势 (%)

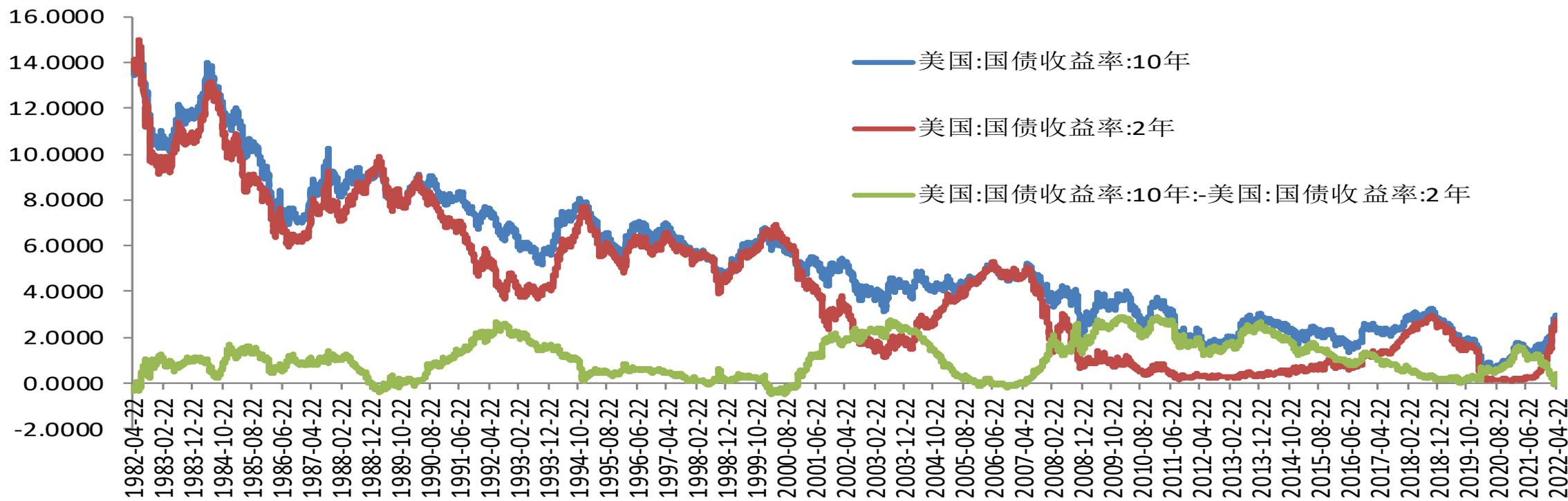


资料来源: Wind, 上海证券研究所

# 金融市场已不支持美元再加息

- 美国货币政策或转向YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略；
- 通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资，（10Y-2Y）的利差先行指标已再度趋向0。

图 美国国债期限利差（10Y-2Y）走势



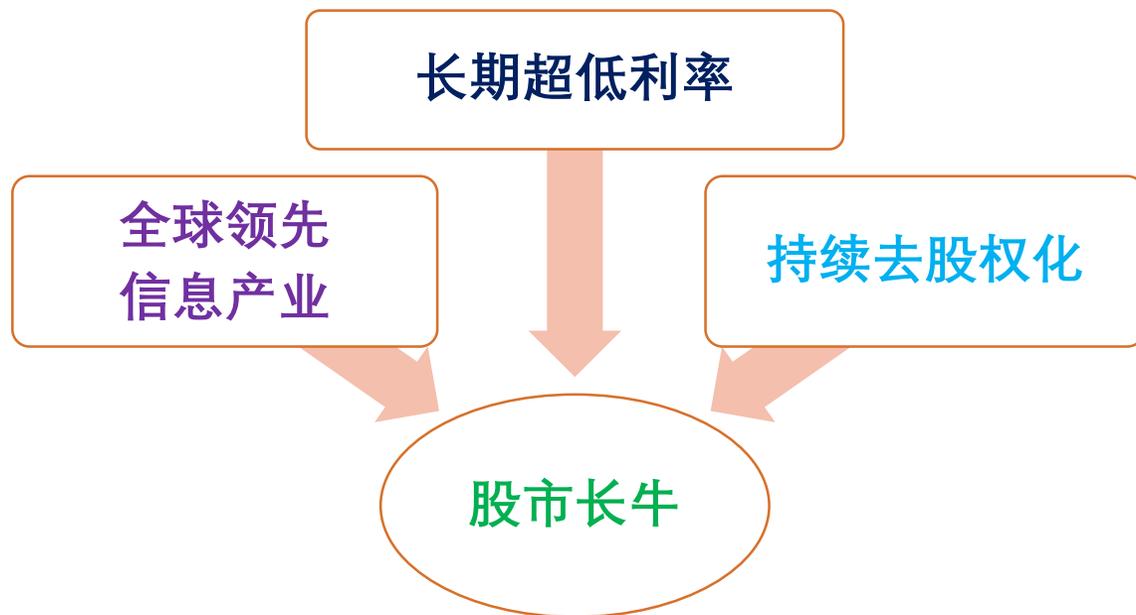
资料来源: Wind, 上海证券研究所

# FED收紧或低于预期（机会、预期差）

- 美股具有一定的社会财富效应，股市是很多养老基金的投资对象。
- 在经济低迷期股市调整，对美国是个重大挑战。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \approx CF \frac{1}{r}$$

图 美国股市持续上涨的基础

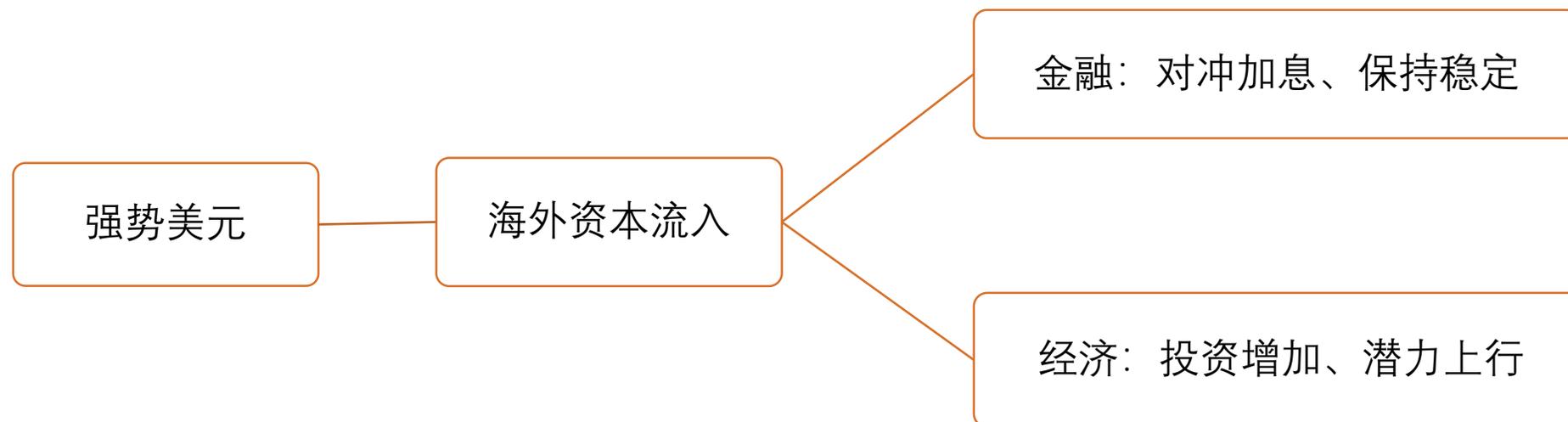


资料来源：上海证券研究所

# 强势美元是当前美宏观调控政策体系的核心

- 问题1：欧洲加息后，强美元持续否？
- 问题2：欧洲不团结有利英美，地缘政治变化前景如意否？

图 强美元对美国经济、金融的影响效应



资料来源：上海证券研究所



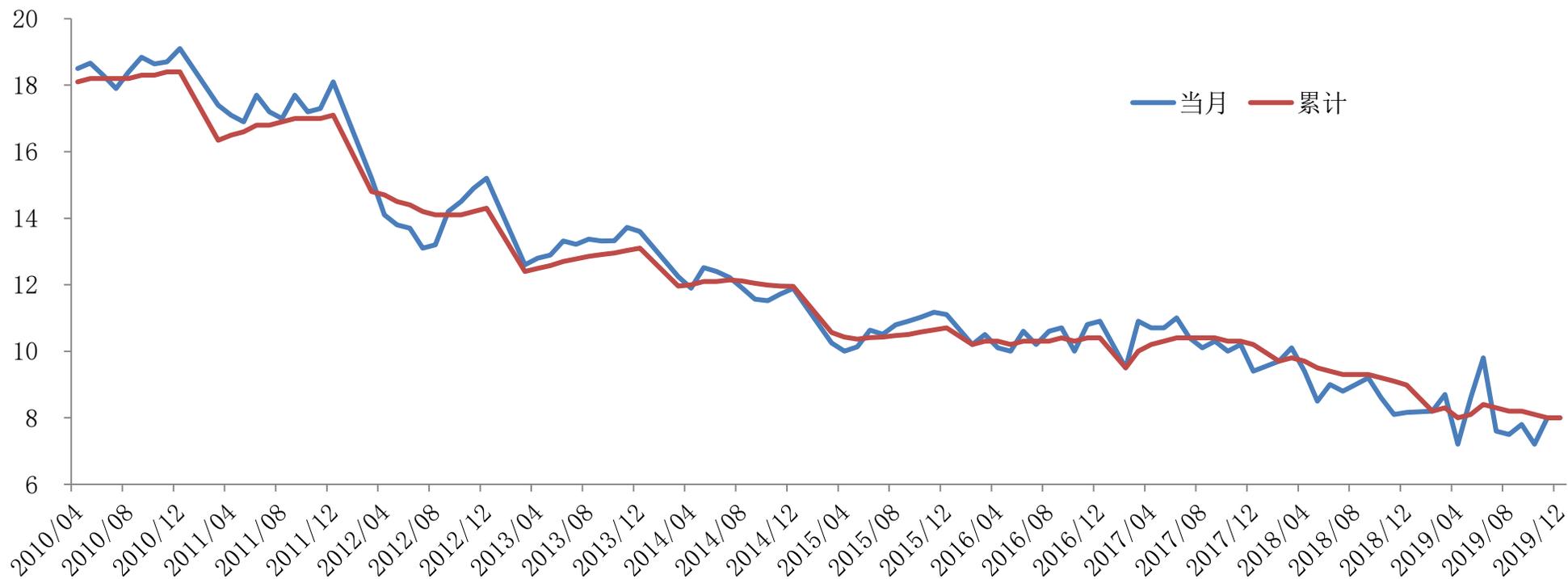
## 三、中国经济和资本市场：抑中待扬

1. 投资增速回升、结构改善
2. 通胀缓和下利率趋势性下行
3. 资本市场否极中等待泰来

# 消费在疫情和楼市泡沫的影响下，疲软态势未改

- 楼市泡沫后期，尤其是楼市进入存量房时代后，高房价对消费的压制作用就会凸显；
- 高房价对消费降低的影响：按照疫情前的规律，依当年楼市变化，消费增速每年下降约0.5-1.5；
- 2010年后中国消费增长逐渐下台阶，背后机理就是楼市泡沫对消费影响的逐渐扩大。

图 疫情前中国消费增速逐年下台阶（同比/月，%）

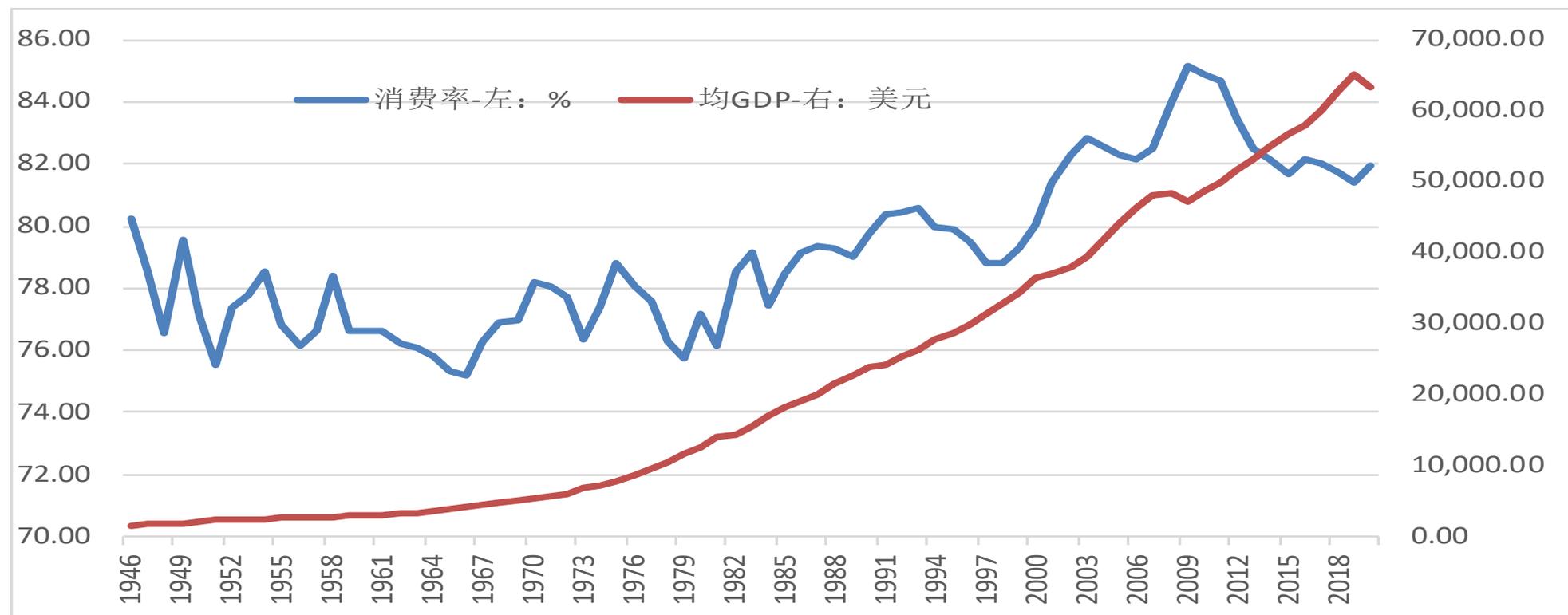


数据来源：wind，上海证券研究所

# 如何看待经济增长动力：第一属谁？

- 消费率变化是经济发展阶段的体现，随着经济成长阶段提升，投资率下降，消费率提升；
- 投资代表未来的预期和信心，是经济第一增长动力。

图 美国人均GDP和消费率的变动情况（年）

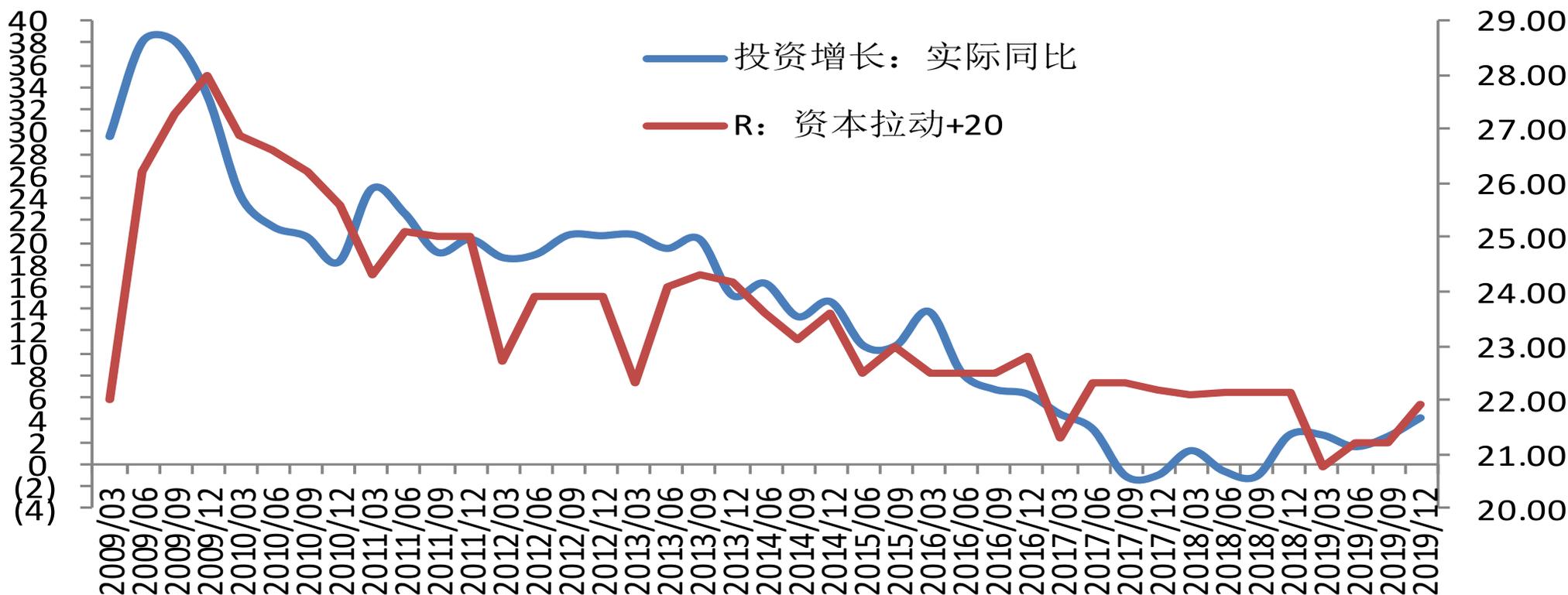


数据来源：wind，上海证券研究所

# 拉动经济的投资看什么：固定资本形成

- 投资增长并不一定形成固定资本，国民经济核算和财务统计是两个不同领域；
- 投资中也存在大量转移支付，主要是土地和税收是转移支付，因此三产投资增长和资本形成间并非线性关系。

图 中国投资增长和固定资本形成变化（季度，%）

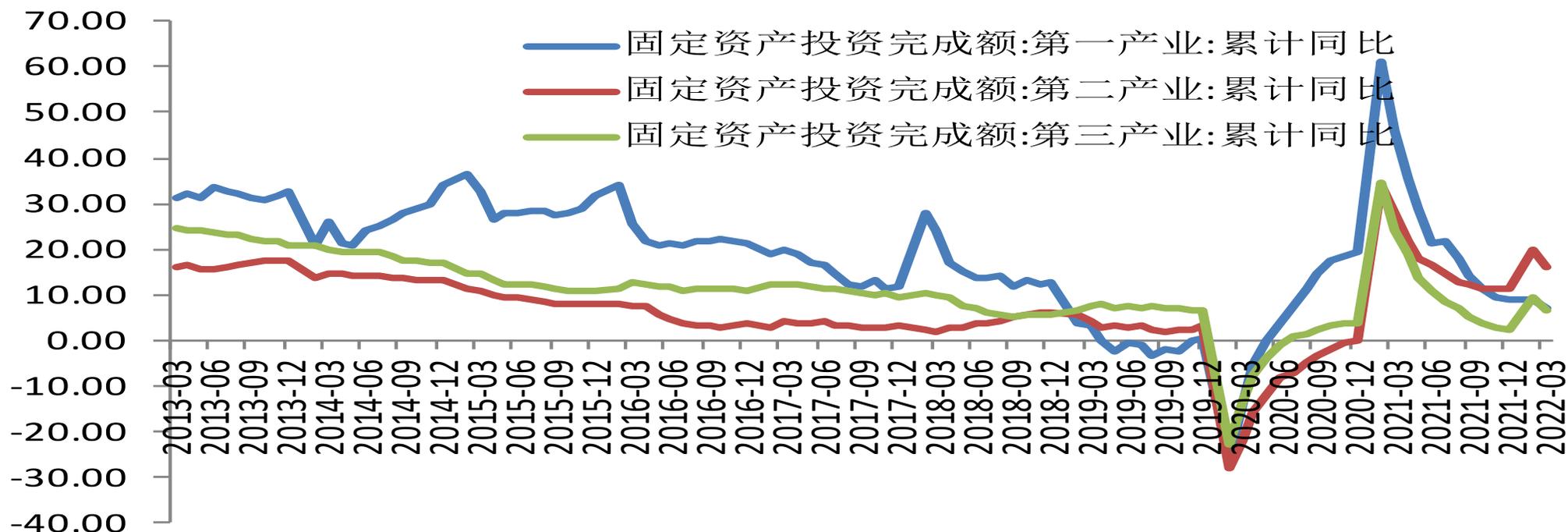


数据来源：wind，上海证券研究所

# 固定资本形成看什么：看制造业投资

- 投资的三产分布（2022年3月，占比/%）：一产，2.4；二产，30.9；三产，66.7。
- 17-18年，三产投资下滑带来整体投资低迷，但二产稳定，固定资本形成；19年情况正好相反。

图 中国固定投资增长的三产变化变化（季度，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

# 如何保证制造业投资增长？

■ 这是一个如何评价政策的问题。

图 投资激励的老路与新道

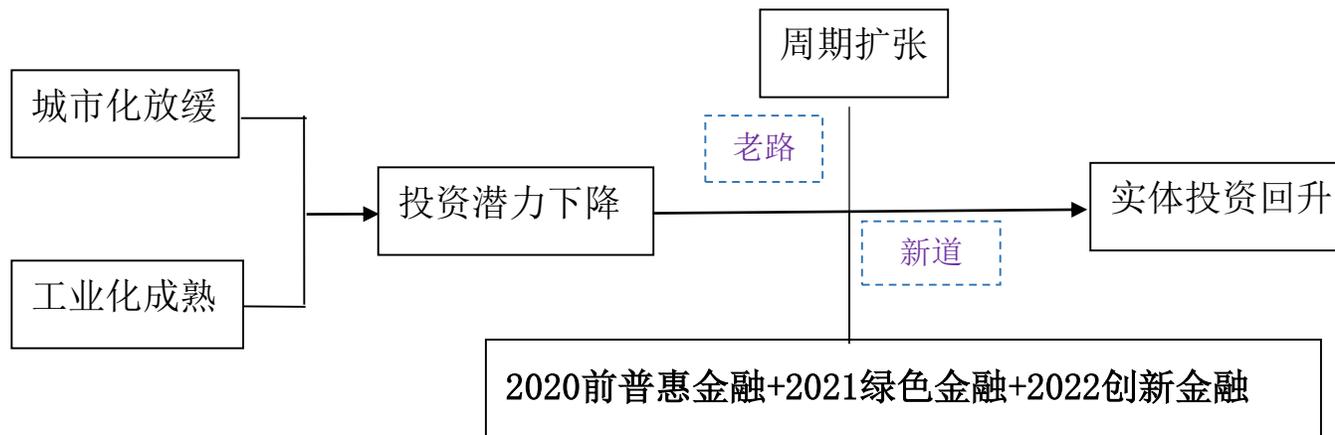
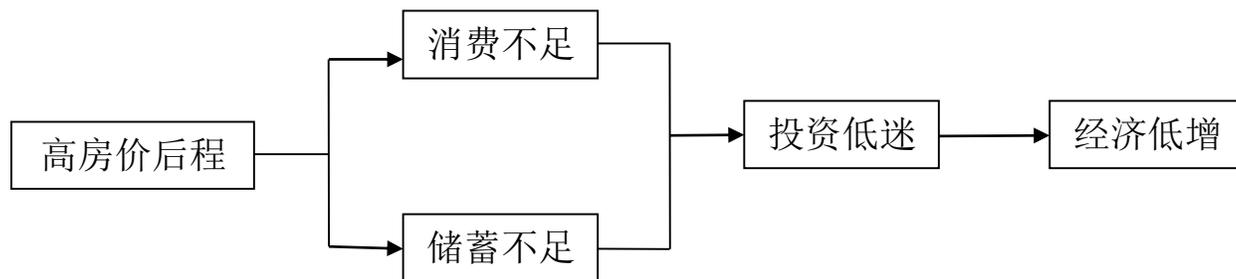


图 高房价——>低储蓄——>低投资——>低增长



资料来源：上海证券研究所

# 政策发力有空间有手段

- 宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节。

表 政策发力方向

政策	政策要点
财政政策	赤字率2.8%，财政支出扩大2万亿 专项债3.65万亿，中央预算内投资6400亿元，加快开工重点项目，适度超前开展基础设施投资，新型基建项目
减税降费政策	减税与退税并举，预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元，退税资金全部直达企业
货币政策	总量与结构并重，扩大新增贷款规模，降低实际贷款利率 央行缴存利润+降准，保证总量合理充裕，全年上缴1.1万亿，降低市场利率与贷款利率 加大再贷款等结构性货币政策工具，预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元 合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求
房地产政策	坚持“房住不炒”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展，部分地区调控政策松动 合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求
促进消费持续恢复	增加就业收入提高消费能力，创新消费业态和模式，持续拓展文化和旅游消费，大力发展绿色消费

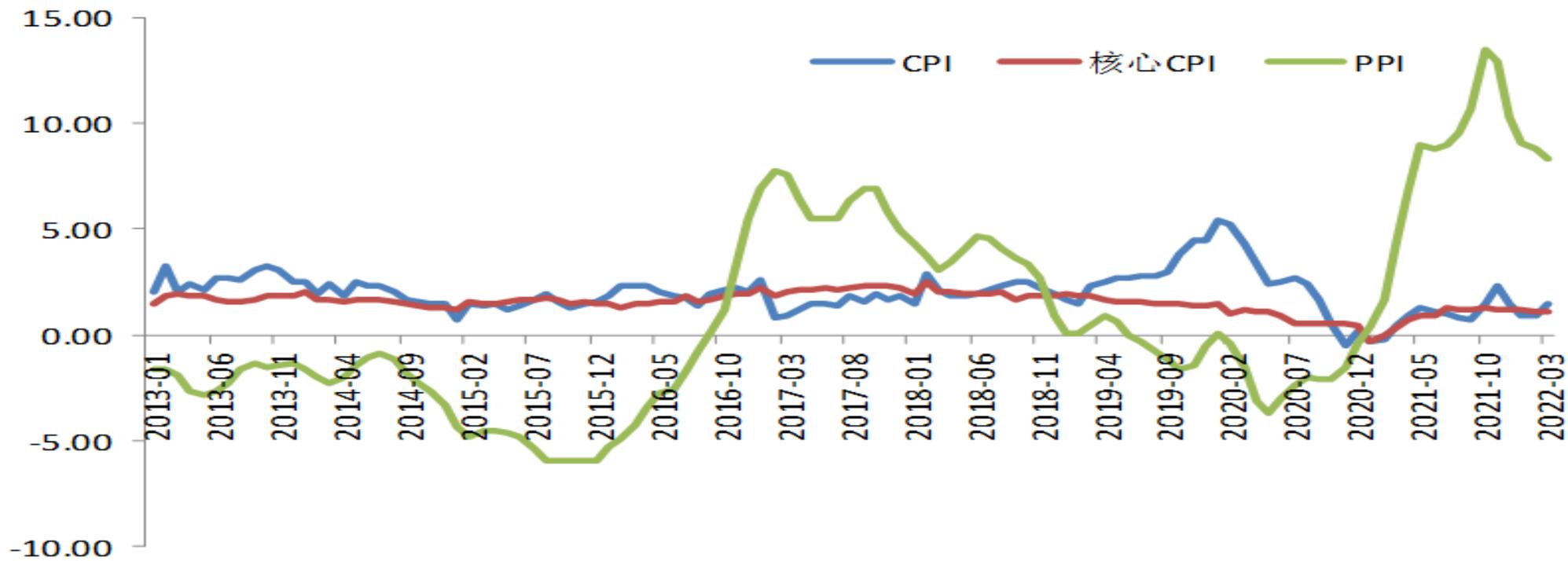
资料来源：政府工作报告，央行23条，《促进消费促进消费持续恢复的意见》，上海证券研究所



# 中国经济通胀下行趋势不变

- 经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”
- 核心CPI稳定，关键商品猪肉低位，CPI长期趋势保持低位，甚至下行
- PPI中，煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况

图 中国物价的变化形势 (%)



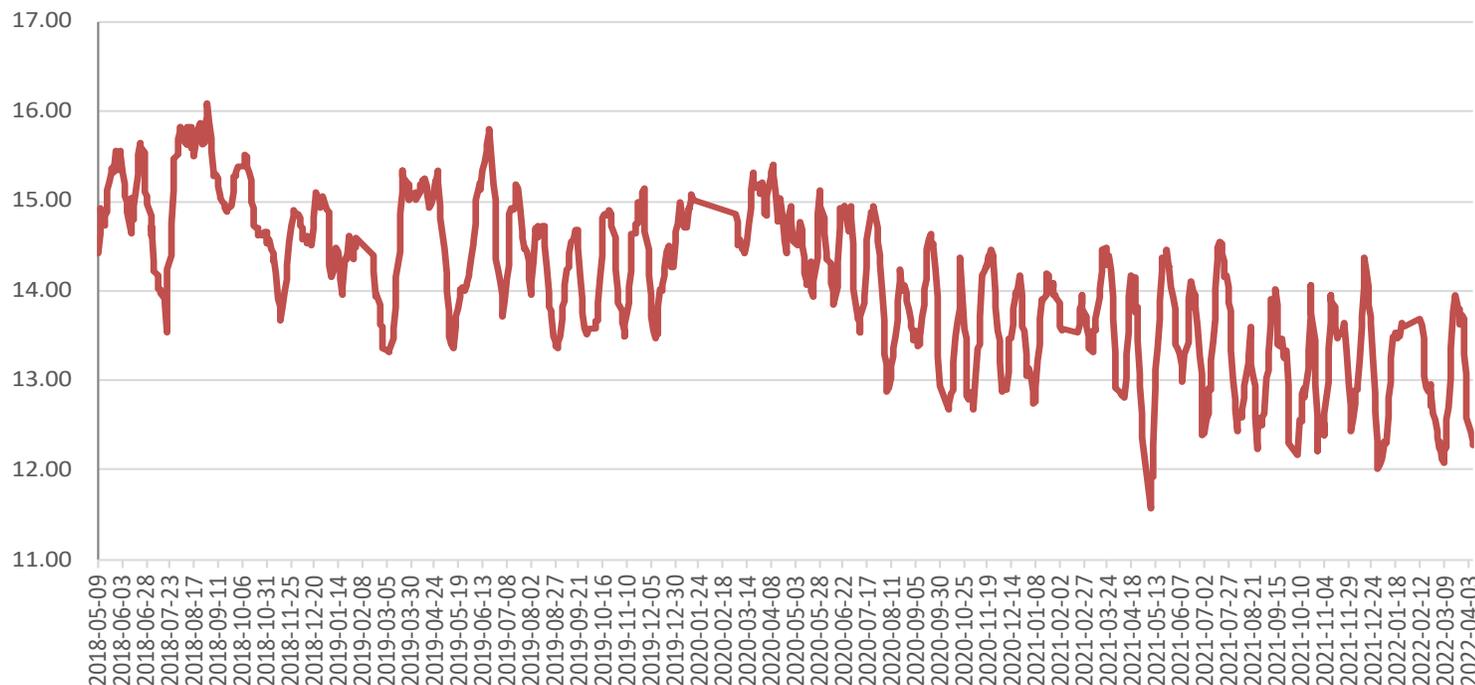
资料来源: Wind, 上海证券研究所



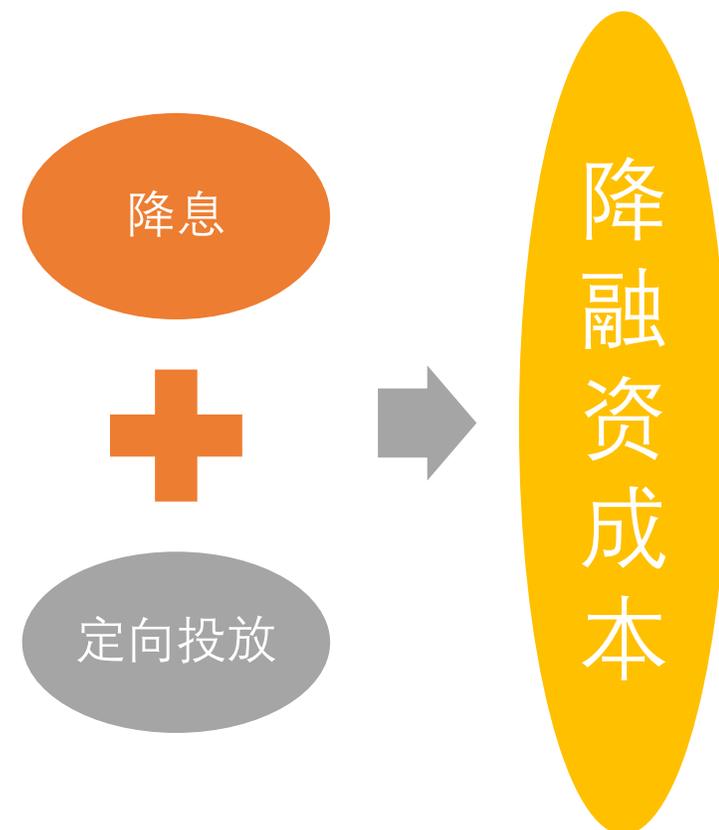
# 融资利率下行趋势不变

- 中小企业融资难、融资贵，关键在于地产金融挤占过多金融资源
- 随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率已有所下降

图 温州民间借贷利率趋向下行 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

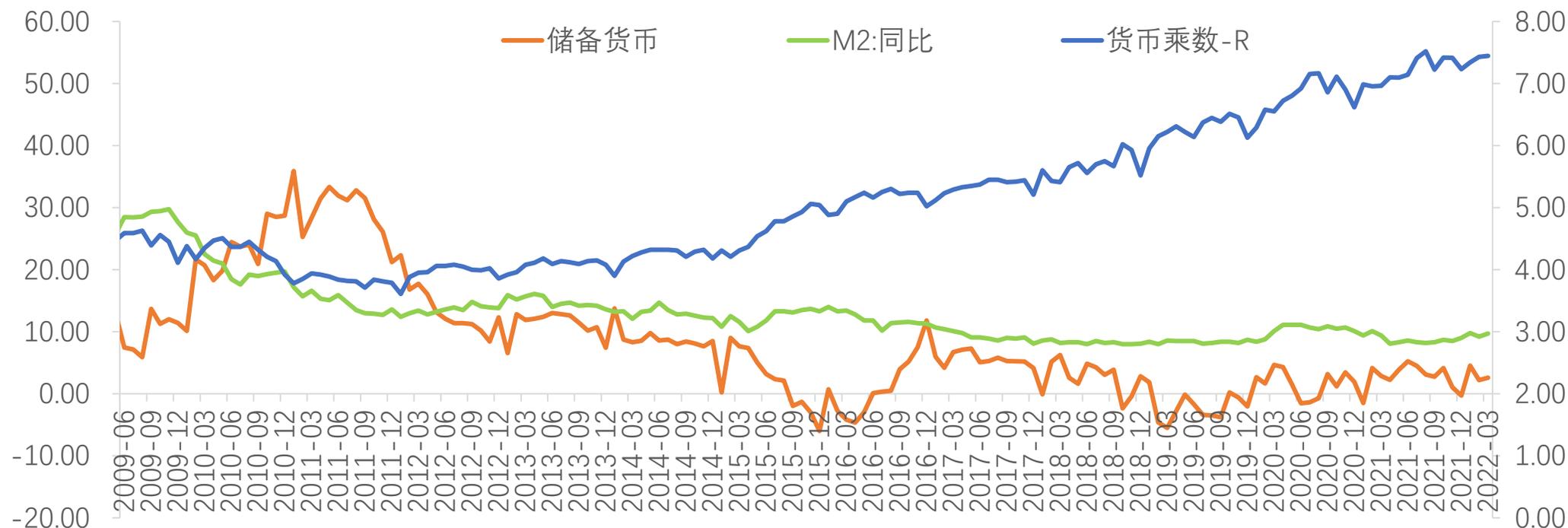




# 政策展望：降准之后有降息

- 中国货币环境：总量过多，增量不足；基本问题：投放能力不足。
- 在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生

图 中国基础货币与货币乘数增长 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

# 中国债券市场波动中上行趋势不变

- 债券市场是2022年资本市场中上行确定性较高的市场。
- 上行中有波动，平稳中缓慢上行，上行中充满疑虑：中美利差、通胀忧虑、大宗商品等。

图 中国债市变化趋势逻辑

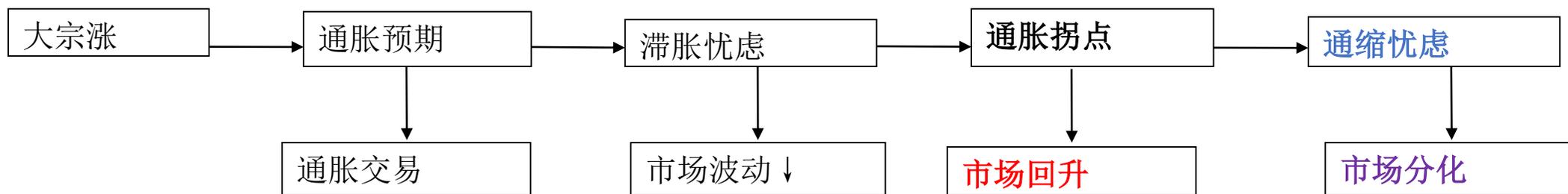


资料来源：上海证券研究所

# 寻找节点，踏准节奏

- 物价形势影响货币政策节奏，通胀对资本市场运行的重要性提升；
- 通胀预期和货币政策的变化，共同决定资本市场节奏。

图 中国资本市场演化预测



资料来源：上海证券研究所

图 中国资本市场先抑制后扬态势



资料来源：上海证券研究所

- **疫情延续时间超出预期：**对经济冲击面进一步加大，全球供应链紧张局面延续时间，再度超出预期。
- **中国债务问题压力和楼市违约风险面进一步扩展：**使得楼市政策突变转向力度超出预期，引发经济运行节奏改变。
- **俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：**俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。
- **中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。