

# 不确定性有所缓解，海外风险仍需观察

## 5月宏观经济展望

4月预计是中国年内经济数据最差的时刻，政策稳增长力度将进一步加大，基建将成为稳增长主力。美联储5月会议符合预期，三季度前美联储延续鹰派加息节奏，美元和美债收益率仍有上行空间。IMF下调全球增长预期，滞涨风险仍需关注。

- 中国4月制造业PMI再创历史同期新低，近期上海疫情出现拐点，疫情影响逐渐缓解，4月或是年内经济数据最差的时刻。二季度经济增速大概率二度探底，基建投资将成为年内经济增长的主要支撑力量，并在中期继续成为中国“双循环”战略的支撑。
- 美联储5月会议加息50BP并如期缩表，符合市场预期。美国一季度GDP意外萎缩不改货币政策收紧进程，美国通胀是否见顶仍需观察，预计美联储三季度前将延续鹰派加息节奏。欧央行政策收紧仍落后美联储，美元指数和美债收益率仍有上行空间。
- IMF再度下调2022年全球增长预期，同时大幅上调2022年全球通胀预期，仍需关注全球滞涨风险。
- 风险提示：国内政策宽松不及预期，海外通胀上行超预期。

### 相关研究报告

《5月FOMC会议点评：加息50bp，缩表正式开启》20220505

《等待业绩U型反转：2021年年报及2022年一季报业绩综述》20220504

《5月金股组合：中银证券研究部2022年5月金股》20220504

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

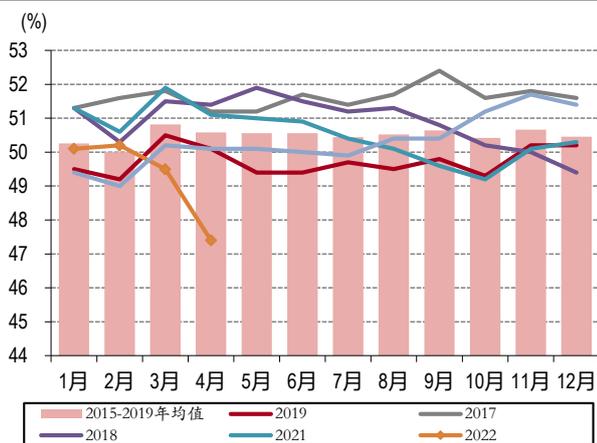
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 4月PMI料已见底，回升仍需时间

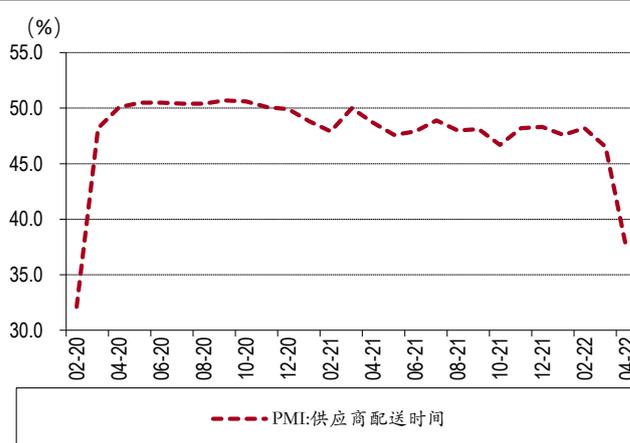
4月制造业PMI再创新低。中国4月制造业PMI为47.4，再次创下自2005年制造业PMI数据发布以来同期最低水平。同时需要指出的是，4月供应商配送分项降至37.2，较上月下降9.3个百分点，上次供应商配送低于40还是2020年2月疫情最为严重时期。这一数据意味着供应商配送速度大幅放缓，但这主要是由于疫情导致的物流堵塞而非实际的道路繁忙所致。按照PMI构成中供应商配送作为逆指标，实际上本月供应商配送反而对PMI构成正贡献。换言之，如果剔除供应商配送的影响，4月制造业PMI表现将更差。

图表 1. 4月制造业PMI再创历史同期新低



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 防疫限制导致供应商配送时间大幅放慢



资料来源：万得，中银证券

4月或是年内数据最差的时间。由于疫情影响，4月经济数据将较3月大幅回落并不意外。不过，近期上海疫情已经明显出现拐点，新增确诊和新增无症状感染者人数均已出现持续回落。疫情对宏观经济冲击最为严重的时刻或已过去。而考虑到上海本轮疫情提供的经验教训，预计再度出现如此严重的疫情概率较小。4月或是年内经济数据最差的时间。尽管如此，鉴于本轮疫情对经济的影响已经持续到5月，二季度经济增速较一季度回落同样是大概率事件，预计二季度将出现年内经济增速二度探底。

图表 3. 全国疫情缓和



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 上海疫情已出现拐点



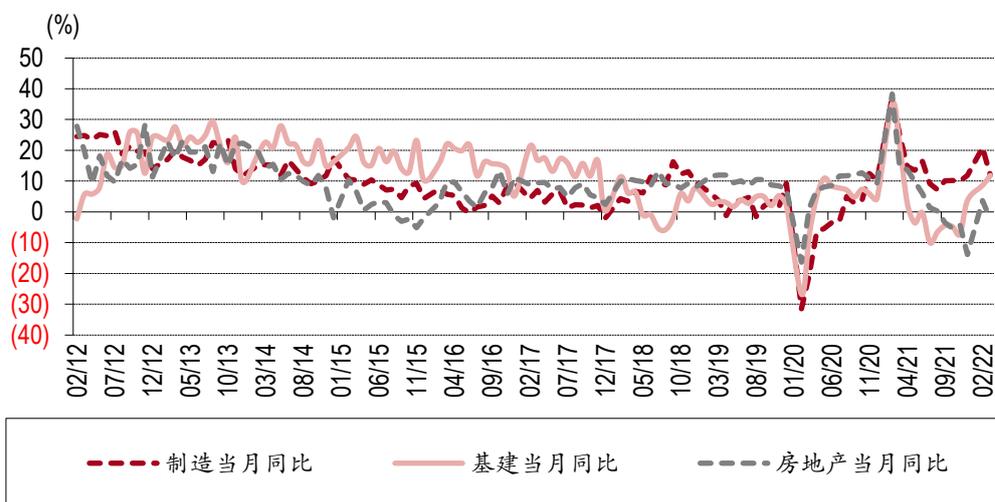
资料来源：万得，中银证券

**防疫政策方向不变。**4月29日政治局会议强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，继续坚持“动态清零”，防疫政策方向不变。同时，会议也指出“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。5月5日，政治局常务委员会会议再度强调，“目前全球疫情仍处于高位，病毒还在不断变异，疫情的最终走向还存在很大不确定性，远没有到可以松口气、歇歇脚的时候”，“要深刻、完整、全面认识党中央确定的疫情防控方针政策，坚决克服认识不足、准备不足、工作不足等问题，坚决克服轻视、无所谓、自以为是等思想，始终保持清醒头脑，毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”，对防疫政策方向给出了明确的判断。

**基建还是地产？**在“动态清零”导向不变的情况下，需要政策以更大的力度呵护经济。我们此前强调，从三驾马车的角度，2022年实现5.5%左右的增长目标需要投资发力。从截至目前的数据表现和政策导向看，基建投资或将成为年内经济增长的主要支撑。

一季度基建投资同比增长10.5%，而房地产开发投资同比仅增长0.7%，基建投资明显强于房地产开发投资；从我们测算的当月数据看，这一趋势更为明显，3月基建投资同比增长11.8%，增速明显强于2018年以来的表现，而房地产开发投资则同比下降2.4%。

**图表 5. 一季度基建投资表现明显强于房地产开发投资**



资料来源：万得，中银证券

而从政策方向看，当前的政策导向也明显更为倾向基建。对于地产，尽管2022年以来已经有多个城市出台了包括房贷利率下调等相关松绑政策，但“房住不炒”的政策方向始终不变。4月29日政治局会议强调，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，所强调的依然是需求端地产政策的松动，而对地产融资问题并未提及；同时相关内容放在了“有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线”部分，体现了政策制定者对房地产的看法依然是从防风险角度出发。

4月26日中央财经委会议指出，“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”。我们认为，上述表述，尤其是“安全保障需要”的提法，明确了基建投资不仅在年内，而且在中期都将成为中国经济增长的重要支撑。会议指出“要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度”，从会议给出的具体方向看，既包括交通、能源、水利等传统基建，也包括信息、科技、物流等新基建。4月29日政治局会议再度强调了“全面加强基础设施建设”。

综合来看，我们认为，基建投资将成为年内经济增长的主要支撑力量，并在中期继续成为中国“双循环”战略的支撑。相应的，地方政府可能成为重要的“宽信用”主体。

我们对4月经济数据的预测见图表6。

图表6. 2022年4月经济数据预测

指标	4月预测值	上期值	2022年预测值
二季度GDP同比(%)	4.1	4.8	5.2
工业增加值同比(%)	4.1	5.0	5.4
固定资产投资累计同比(%)	7.0	9.3	6.3
社会消费品零售总额同比(%)	(3.6)	(3.5)	4.7
出口(美元)同比(%)	13.0	14.7	13.0
进口(美元)同比(%)	1.1	(0.1)	8.0
CPI同比(%)	2.0	1.5	2.4
PPI同比(%)	8.2	8.3	6.2
M2同比(%)	9.9	9.7	9.1
新增信贷(亿元)	15,800	31,300	—
新增社融(亿元)	25,200	46,500	—
社融存量增速(%)	10.8	10.6	11.1

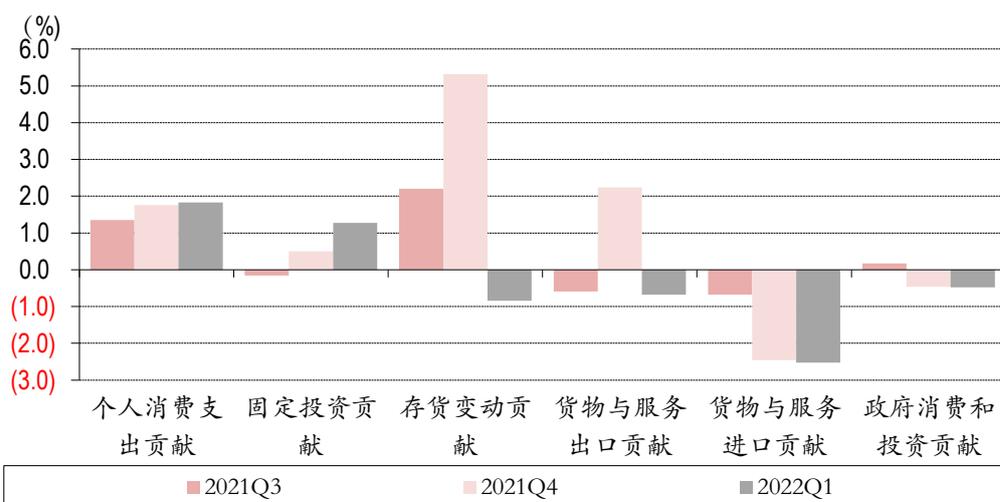
资料来源：中银证券

## 美联储如期缩表，IMF再度下调全球增长预期

**美联储5月会议符合预期。**美联储5月会议宣布再度加息50BP，于6月1日开始缩表，初始缩减规模为每月300亿美元国债、175亿美元MBS，三个月后国债和MBS的月度缩减规模分别达到600亿美元、350亿美元的上限。会议声明指出“委员会高度关注通胀风险”，明确通胀将是美联储后续行动的关键因素。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上再度强调了美国经济的强劲，目前的加息路径不会引发经济衰退；同时，针对市场此前对美联储是否后续会加息75BP的担忧，鲍威尔否认了加息75BP的可能性，指出委员会普遍认为在接下来的会议中应该加息50bp，加息75bp并不是委员会正在积极考虑的问题。总体看，美联储5月会议符合市场此前的预期。

**美国一季度GDP萎缩不改加息缩表进程。**尽管美国一季度GDP不变价环比折年率下降1.4%，大幅低于预期的1.1%，也显著低于前值6.9%。但从结构看，美国一季度存货变动对GDP负贡献0.84个百分点，而2021年四季度为正贡献5.32个百分点；出口拖累GDP0.68个百分点，而2021年四季度是正贡献2.24个百分点。而个人消费支出拉动GDP增长1.83个百分点，高于2021年四季度的1.76个百分点；私人投资中的固定资产投资对GDP正贡献1.27个百分点，明显高于2021年四季度的0.5个百分点，也是四个季度以来的高点，显示美国企业部门投资在逐渐恢复。综合看，本季度美国GDP各项目中，个人消费支出贡献较2021年四季度有所提升，固定资产投资贡献明显上行；负面影响主要来自存货变动以及出口。换言之，美国国内需求并未明显恶化，甚至有所改善；从这一角度看，美国一季度GDP数据不足以改变美联储货币政策收紧进程。

图表 7. 美国一季度 GDP 萎缩主要受存货变动和出口拖累

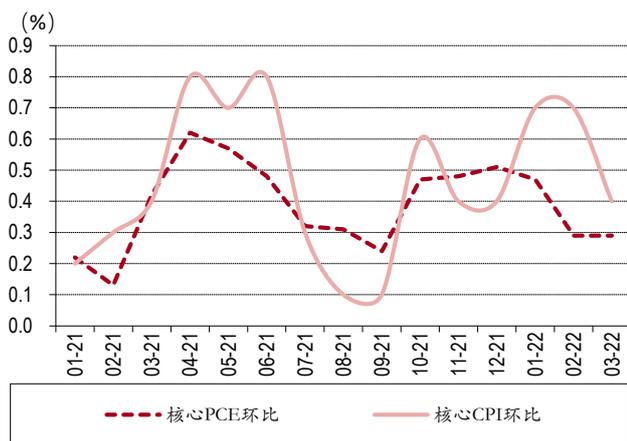


资料来源：万得，中银证券

**美国通胀是否见顶仍需观察。**3月美国CPI已升至8.5%，核心CPI升至6.5%；美联储更为关注的PCE物价指数也升至6.6%，核心PCE升至5.2%。而从近两月看，核心PCE环比稳定在0.3%。美联储主席鲍威尔在5月会议后的新闻发布会称“一些证据表明核心PCE达到峰值”。那么，美国通胀是否已经见顶？

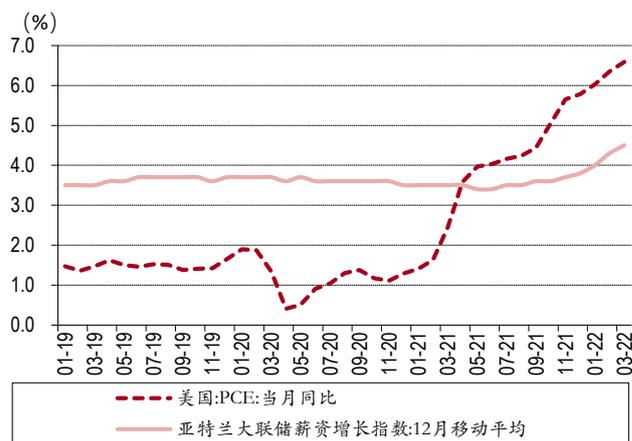
从基数看，无论是CPI还是PCE物价指数，二季度大概率都将有所回落；但鉴于2021年第三季度的低基数，三季度美国通胀不排除有再度上行的可能。然而，即使忽略基数，美国通胀上行仍有驱动因素。一方面，俄乌冲突对大宗商品的影响尚未完全消除；另一方面，目前美国薪资的上涨尚未跟上通胀，工资—物价螺旋上升压力难言消除。从这一角度看，美国通胀是否已见顶尚需观察。

图表 8. 基数效应或驱动美国通胀三季度回升



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 美国薪资增长不及通胀幅度



资料来源：万得，中银证券

综合看，我们维持此前的判断，鉴于当前通胀仍是美联储关注的核心因素，美国经济走势依然强劲，同时考虑到中期选举因素，预计至少在三季度之前，美联储将维持偏鹰派加息节奏。在中期选举后，美联储是否仍能维持目前预期的加息路径仍需观察。另一方面，5月会议后鲍威尔的新闻发布会基本上也向市场传递了美联储后续加息缩表的明确路径，此前困扰市场的美联储政策不确定性明显减弱。

美元和美债收益率的上行趋势仍未停止。近期美国 10 年期国债收益率突破 3%，美元指数也已突破了 2017 年 1 月 103.82 的高点。我们认为，在当前的通胀形势和美联储政策倾向下，美债收益率的上行趋势仍未停止。美债收益率的高点或在三季度出现，即美联储的鹰派态度至少出现边际变化之时。在美联储依然鹰派的情形下，尽管欧央行也开始逐渐展示出加息意愿，但欧央行的行动依然明显落后于美联储。美欧利差继续走阔，将驱动美元继续上行。

图表 10. 美债收益率加速上行



资料来源：万得，中银证券

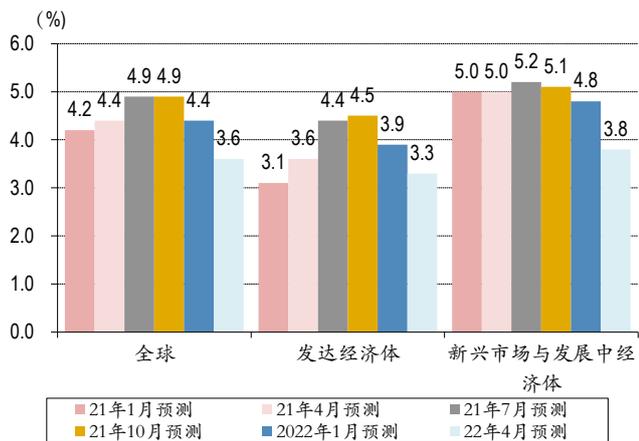
图表 11. 美欧利差走阔驱动美元走强



资料来源：万得，中银证券

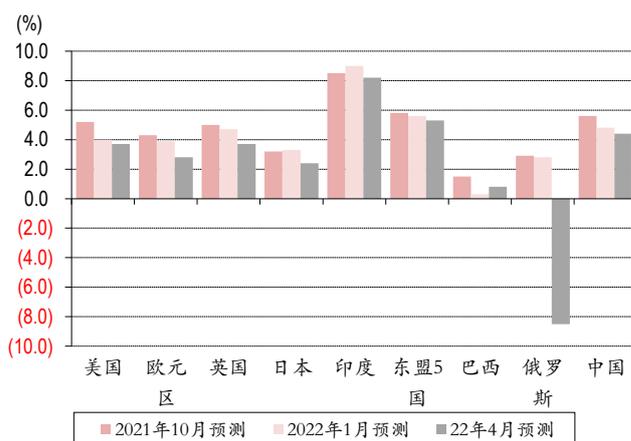
**IMF 再度下调全球经济增长预期。**4月19日，IMF 在最新一期《世界经济展望》中再度下调了2022 年全球增长预期，将2022 年全球经济增速预测自1月的4.4%下调至3.6%，将发达经济体增长预期自3.9% 下调至3.3%，将新兴市场与发展中经济体增速自4.8%下调至3.8%。其中，美国经济增速自4.0%下调至3.7%，欧元区经济增速自3.9%下调至2.8%，中国经济增速自4.8%下调至4.4%，俄罗斯经济增速自2.8%下调至负增长8.5%。

图表 12. IMF 再度下调 2022 年全球经济增长预期



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 欧元区及俄罗斯增速被大幅下调



资料来源：万得，中银证券

IMF 称，2022 年全球经济增速放缓的主要原因在于俄乌战争。冲突造成的经济损失将导致 2022 年全球经济增速显著放缓并推升通胀。燃料和粮食价格快速上涨，低收入国家的弱势群体受到的打击最大。同时，由于俄乌战争导致大宗商品价格上涨、价格压力不断扩大，IMF 大幅上调了通胀预期，2022 年，发达经济体的通胀率预计为 5.7%，新兴市场和发展中经济体的通胀率预计为 8.7%，二者较 1 月的预测值分别高出 1.8 和 2.8 个百分点。

**全球滞涨风险仍需担忧。**IMF 下调全球增长预期叠加美联储鹰派加息，我们认为全球滞涨风险仍需担忧。目前，俄乌地缘冲突仍未结束，本已放缓的全球复苏势头在地缘政治事件冲击下将进一步放缓，全球通胀则被进一步推高。当前通胀的上行更多来自供给端因素，而货币政策的收紧是对需求端的压制，美联储通过加息缩表来对抗通胀的努力对需求的压制是否会进而导致经济衰退是需要关注的问题。

**风险提示：国内政策宽松不及预期，海外通胀上行超预期**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371