

三条主线：对当前宏观经济形势的看法

- 当前，我国的宏观经济形势面临极为复杂的局面。俄乌冲突、疫情发展和政策应对“三条主线”纠缠在一起，市场预期仍不稳定，外围不确定性进一步上升。在这三条逻辑主线的复杂演绎下，悲观和乐观心态交织出现，资本市场势必大幅波动。一季度的经济形势并不乐观，实现全年5.5%的增长目标难度加大。
- 第一，俄乌冲突下地缘政治风险激化，并使得全球“滞胀”压力明显上升。一方面，西方国家经济制裁的工具，从传统的贸易禁运，扩展到对特定政治人物和特定机构的制裁，此次更是采取了力度空前的金融制裁。金融制裁对经济的冲击要远超贸易禁运。我国应警惕金融制裁下“长臂管辖”可能造成的延伸伤害。不能排除西方国家以中国支持俄罗斯为借口，进而制裁中国的可能性，这可能刺激外资进一步流出中国。另一方面，传统的贸易禁运使得大宗商品价格飙升，并对全球经济复苏造成显著拖累，形成“滞胀”压力。尽管俄乌在我国外贸中占比较低，但仍将造成中欧供应链扰动，并延缓PPI通胀回落速度，对企业盈利造成不利影响。
- 第二，奥密克戎变种病毒在国内多点散发，疫情防控压力明显加大，可能使得一季度经济增速低于5%。当前我国与海外防疫政策明显分化，可能导致经济复苏进程的分化。1-2月我国宏观经济数据超出预期，但同比数据可能高估了经济的实际动能。疫情反弹之下，我国今年的就业形势不容乐观。
- 第三，当前需要警惕经济政策的“非意图后果”。一是美联储货币政策加速收紧，但并不能解决地缘冲突所导致的供给冲击。美联储盯住通胀目标不断加息，加大了美国经济陷入衰退的可能性。二是我国的部分政策也产生了收缩性效果。今年要实现5.5%的增长目标极具挑战性，需要“稳增长”政策积极发力，抓紧时间追回进度，弥补一季度的损失。

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

当前，我国的宏观经济形势面临极为复杂的局面。俄乌冲突、疫情发展和政策应对“三条主线”纠缠在一起，市场预期仍不稳定，外围不确定性进一步上升。在这三条逻辑主线的复杂演绎下，悲观和乐观心态交织出现，资本市场势必大幅波动。一季度的经济形势并不乐观，实现全年5.5%的增长目标难度加大。

一、俄乌冲突：地缘政治矛盾尖锐，“滞涨”压力明显上升

乌克兰局势的发展，可能出乎普京的预期。俄罗斯的意图是通过一场小规模快速的军事行动，正如2014年占领克里米亚一样，一方面打击乌克兰的亲西方势力，另一方面拉拢亲俄的民众，从而实现遏制北约东扩、保障俄罗斯国家安全的目的。现在看起来，俄罗斯的战略意图没有实现，军事冲突有拖延下去的迹象。俄乌冲突对全球政治和经济的发展，将产生持久而深刻的影响，加大了我国所面临的外部地缘政治风险。

首先，应该高度关注西方经济制裁工具的演变。历史上，国家之间的主要制裁工具是贸易禁运，停止货物贸易的往来。本世纪以来，以美国为代表的西方阵营逐渐发展出一套制裁政治人物或特定机构的机制。此次俄乌冲突以来，西方阵营采取了力度空前的金融制裁措施，包括冻结俄罗斯央行和商业银行的海外资产，禁止俄罗斯参与国际支付清算交易等等，意图孤立俄罗斯，限制俄罗斯的对外经济活动。从全球看，金融交易的规模大大超过贸易活动的规模，两者不是一个量级，金融制裁的影响，显然比贸易制裁更大，特别是对俄罗斯而言。目前来看，这些制裁措施对俄罗斯造成了巨大冲击，股市暴跌、卢布大挫，主权债务面临违约。

其次，应该警惕滥用金融制裁的延伸伤害。以美元为主的国际清算体系，为金融制裁提供了长臂管辖的可能，西方正在以此胁迫其它国家中断与俄罗斯之间的经济往来。美国商务部表示，若中国企业违反美国对俄制裁，将切断对我国的生产设备和软件供应。目前，已有不少中国企业中止对俄业务，包括主要手机品牌、吉利和联想等。不能排除西方国家以中国支持俄罗斯为借口，进而制裁中国的可能性。这一国别风险的存在，将加大外资对中国市场的担忧，刺激外资进一步流出中国。

当然，我们也不能低估传统的贸易禁运对大宗商品价格的影响。虽然，俄罗斯在全球贸易中的占比不到2%，却占据了全球原油和天然气供给的11%和17%。近来，俄罗斯出口量较大的原油、煤炭、小麦、有色金属等大宗商品价格迅速上涨，3月初油价一度突破125美元/桶。大宗商品价格攀升将对全球经济复苏造成显著拖累。一方面，主要机构纷纷下调对全球增长的预期，对全球GDP增速的预测中位数下调了0.3个百分点至4%，对美下调0.2个百分点至3.5%，对欧下调0.7个百分点至3.3%；另一方面，上调对全球通胀的预测，全球通胀的预测上调0.6个百分点至5.1%，对美上调1.1个百分点至6.2%，对欧上调1.5个百分点至5.3%。全球经济出现“滞胀”的风险上升。

最后，虽然俄乌在我国对外经贸交往中的占比较低，短期内对我国经济的总体影响有限。但是，由于我国对原油、铜、镍等商品对外依赖度较高，国际大宗商品价格波动将直接传导到国内，延缓我国工业品价格增速回落的速度，对企业盈利造成不利影响。另一方面，冲突导致供应链紊乱，中欧航运效率降低，中欧班列运输面临运力下降甚至中断的风险。如果俄乌冲突陷入“不能自拔”的泥潭，地缘政治冲突将不可避免地影响我国经济的运行。

二、防疫策略对经济的影响：形势可能正在逆转

近来，奥密克戎变种病毒在国内多点散发，疫情防控压力明显加大，深圳、上海等沿海核心城市实行部分封控管理，对正常的经济生活造成一定的影响。一季度的经济增速，可能低于5%。

大流行病的社会经济成本包括两方面：一是人类健康乃至生命损失；二是经济损失和生活质量下降。两者互为代价，防疫强度上升可以有效隔断流行病的传播，但是限制人际交往又会造成经济活动停顿、生活品质下降。理性的最佳防疫政策，是两者之和最小化。如何以最小代价实现最大的防疫效果，减少对经济活动的影响，是当前面临的主要矛盾之一。

将我国的防疫策略放在全球背景下观察，目前的防疫强度的经济代价是巨大的。我国的防疫政策正走在和海外不同的路线之上。我国采取的是“动态清零”策略，欧美采取的是疫苗接种下的“自然免疫”策略。过去两年，由于我国疫情管控较好，经济恢复比较强劲；现在情况可能逆转，今年欧美逐步放开疫情管控，经济的恢复和就业情况可能比国内来得更加强劲。

今年1-2月，我国宏观经济数据超出预期。其中，最亮眼的是工业增加值同比增速达到7.5%，比去年12月的4.3%提升3.2个百分点。不过，有三点值得注意：一是1-2月工业增加值季调后环比增速均为0.34%，动能弱于以往；二是工业增加值是基于规模以上工业企业同口径、同样本的比较，或多或少存在“幸存者偏差”；三是这一口径回避了规模以上企业普遍面临的困难，只观察规模以上企业，相当于“选美”。所以，基于工业增加值数据观察，可能夸大经济的增长速度。

此外，疫情反弹加大了就业的压力。城镇调查失业率由去年10月的4.9%连续四个月上行至今年2月的5.5%。其中16-24岁年龄段失业率在15.3%，比去年12月份上升了1个百分点。这些失业人员，主要包括中学和中职毕业进入到劳动力市场的群体，以及部分高校新毕业生。今年还会有1,076万大专院校的毕业生进入就业市场，新增毕业生到达峰值，比去年多出176万。过去，可供大学生选择的职业路径比较多，既可继续升学、出国留学；也可选择去国企、民企、外企或政府机构工作。这几年，毕业生的职业道路变得非常拥挤，部分领域尤其是民营企业和外资企业吸纳就业的能力下降，疫情进一步恶化了接触性服务业的就业机会，而党政机关、国有企业、金融机构的就业竞争激烈。疫情冲击下，我国就业市场基本上是岗位流失大于岗位创造，今年的就业形势不容乐观。

三、经济政策：警惕“非意图后果”

经济政策的“非意图后果”这个术语，来源于英文 unintended consequences。在英文文献中，谈到政府政策的效果时，有一个有趣的说法，叫做 the law of unintended consequences，我将其译为“事与愿违法则”。这个法则源于学术界观察到的一个现象，即政府的经济政策有可能陷入“事与愿违”的陷阱之中。

一个“非意图后果”，可能来自于美联储的货币政策。持续的高通胀正驱动美欧央行货币政策加速转向，3月美联储加息25个基点，市场预计5月可能加息50个基点，今年合共加息7次。当前的问题是，俄乌冲突加剧油价和大宗商品价格的上升，而加息本身并不能解决地缘政治所导致的供给中断，反而可能推动经济陷入衰退的境地。从历史上看，高通胀与货币紧缩、经济衰退如影随形。而考虑到当前的通胀压力更多来自供给侧，作为需求管理工具的货币政策应对效果存疑。“滞胀”是一种极不理想的经济形态，解决“滞”还是解决“胀”，药方完全相反，货币政策陷入两难。目前，美国的国债收益率曲线已经走平，继续加息可能导致倒挂。所以，盯住通胀目标而不断加息，经济衰退的可能性上升。

我们讨论政策的“非意图后果”，就是要保持一定的警觉，防止出现“事与愿违”的后果。去年底，中央经济工作会议提出我国经济面临“三重压力”，今年要稳经济、保增长。

“两会”提出了一个较高的增长目标，国务院常务会议和金稳委会议又做出了进一步部署，要求积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策，保持政策预期的稳定。这是一种难能可贵的自我觉醒。

过去几年，我们的一些经济政策似乎也出现了收缩性的“非意图后果”：意图良好，动作变形，最后事与愿违。这既是一个学术问题，又是一个实践问题。至少有三个明显的原因：一是行政的“割裂”，各个部门追求权力、各施其法，导致“合成谬误”；二是急切的意图，对一些长期的结构性的问题，一些部门和地方政府表现出“毕其功于一役”的迫切心理；三是僵硬的“执行”，惯于用“一刀切”行政手段，不太考虑付出的成本和可能的代价。

房地产是当前我国经济中的主要梗阻之一。从1-2月的经济数据看，商品房销售大幅下滑、房贷负增长，房地产企业流动性压力没有得到明显缓解。如何激活居民合理的购房需求，逆转“预期转弱”，仍然需要积极的政策行动。资本市场“预期转弱”也是当前的主要矛盾所在，特别要稳定外资对长期持有中国资产的信心。坚持“两个毫不动摇”，充分调动企业家和市场主体的积极性和创造性，对实现社会经济发展目标，尤为重要。

今年的《政府工作报告》对经济增长提出了极高要求，5.5%左右的目标增速位于市场预期上限。从过往看，政府的目标制定比较克制，留有余地，并不追求过高的速度。为什么今年会提出一个相对进取的增长目标？这个问题本身，就值得思考。

可能存在三方面考虑：一是传递中央“稳增长”的决心，表明政府以经济建设为中心的意愿。二是实现中长期远景目标的客观要求。要实现2035年经济总量相较2020年翻番，

未来14年年均增速需达4.5%。“十四五”期间，我国的潜在增速在5-6%的区间¹。第三，进取的增长目标，也是实现保就业的必然要求。

总之，今年的经济工作面临多重约束，要实现增长目标，需要付出极大的努力。我们寄希望于俄乌早日结束军事冲突，疫情尽快稳定，“稳增长”政策积极发力，抓紧时间追回进度，弥补一季度的损失。

¹ 易纲. 中国的利率体系与利率市场化改革[J]. 金融研究, 2021, 495(9): 1-11.

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。