

# 宏观经济指标和经济运行分析

人保资产组合管理部

2022年4月

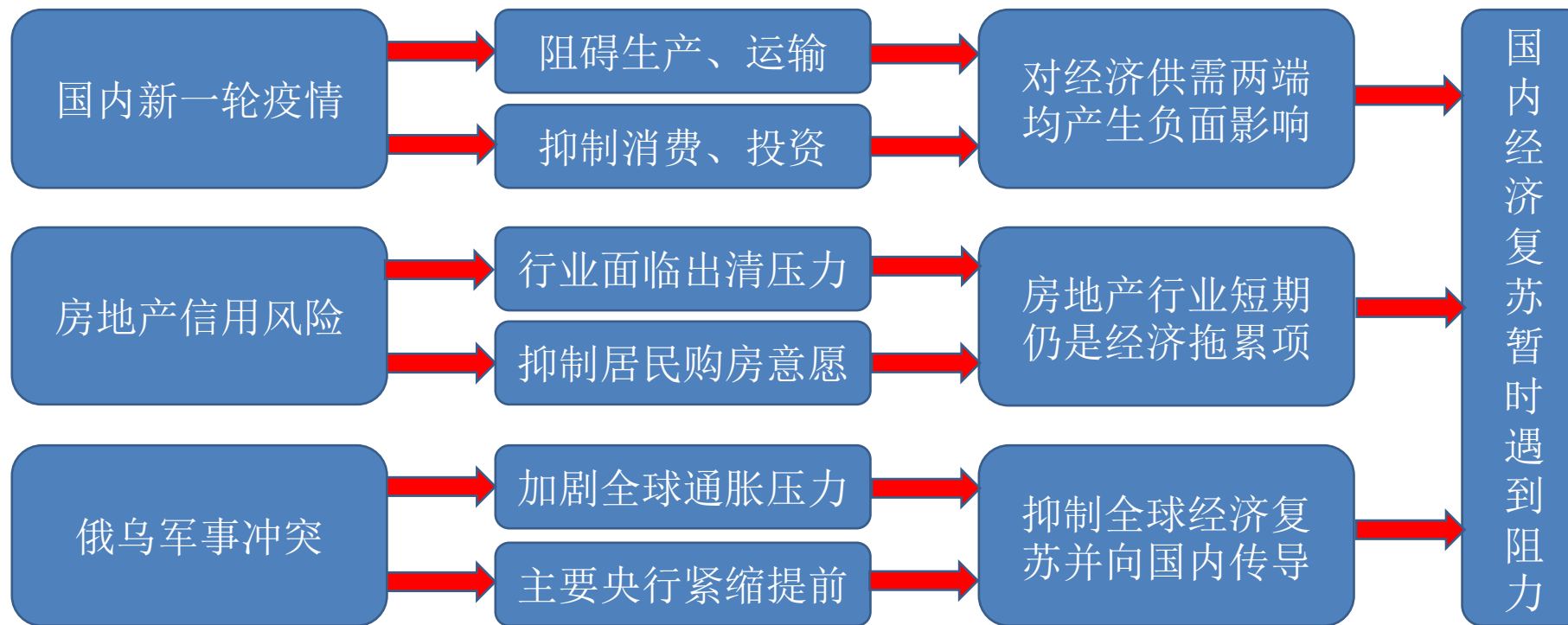
# 目 录

01

国内经济

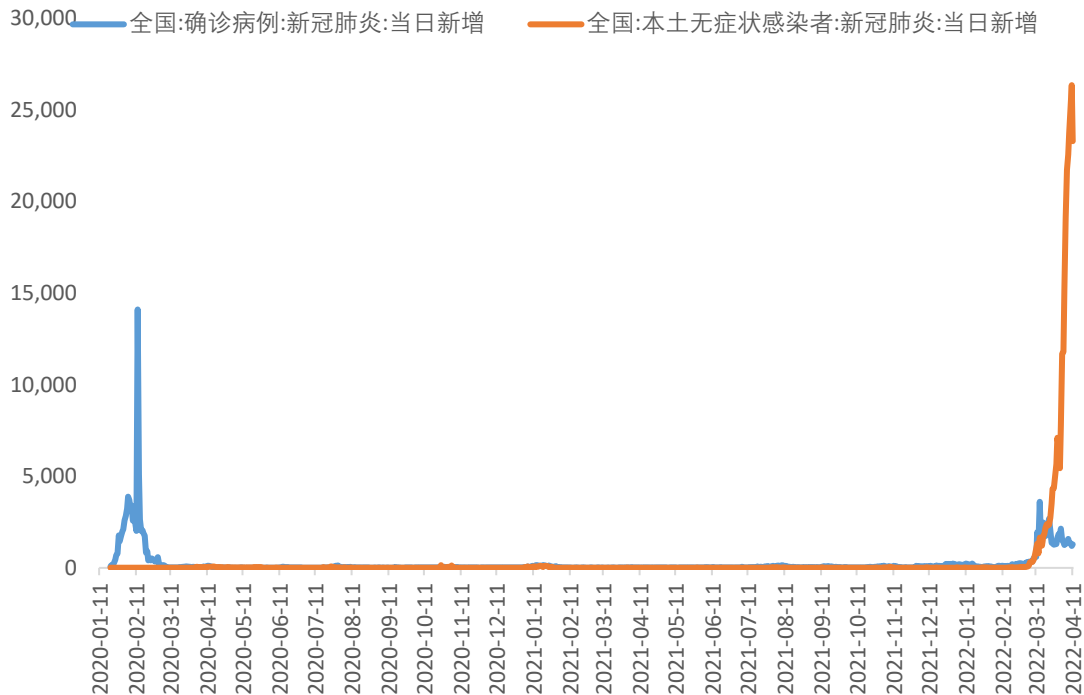
- ◆ 奥密克戎引发国内新一轮疫情防控，波及长三角、珠三角等经济发达地区，对经济供需两端均产生此前未预料的负面影响。
- ◆ 国内房地产信用风险预警尚未解除，行业依然面临一定出清压力，短期仍是经济拖累项。
- ◆ 俄乌军事冲突导致能源、粮食、金属等资源品普遍出现短缺，进一步推升全球通胀压力，并对金融市场带来较大波动，阻碍全球经济复苏，相关影响会向国内传导。

## 多重因素对国内经济复苏暂时造成阻力

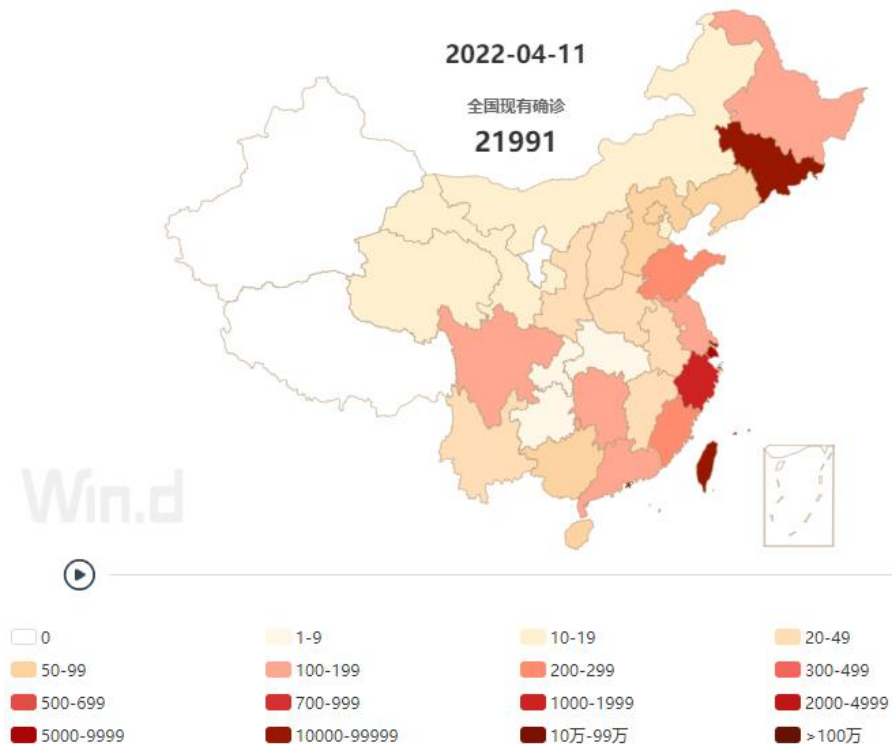


- ◆ 奥密克戎毒株引发的新一轮国内疫情意外大规模扩散，如果考虑无症状感染者，部分地区疫情防控压力已超过武汉疫情。
- ◆ 尽管重症率与致死率相对较低，但对经济的影响并不低，且波及范围包括长三角、珠三角在内的沿海偏发达地区，对经济供需两端皆带来负面影响。
- ◆ 负面影响包括但不限于：抑制线下消费、干扰企业生产、阻碍物流运输、降低居民收入并增加就业压力。

## 考虑无症状感染者，新一轮轮疫情防控压力已超越武汉疫情



## 新一轮疫情对沿海发达省市影响较大

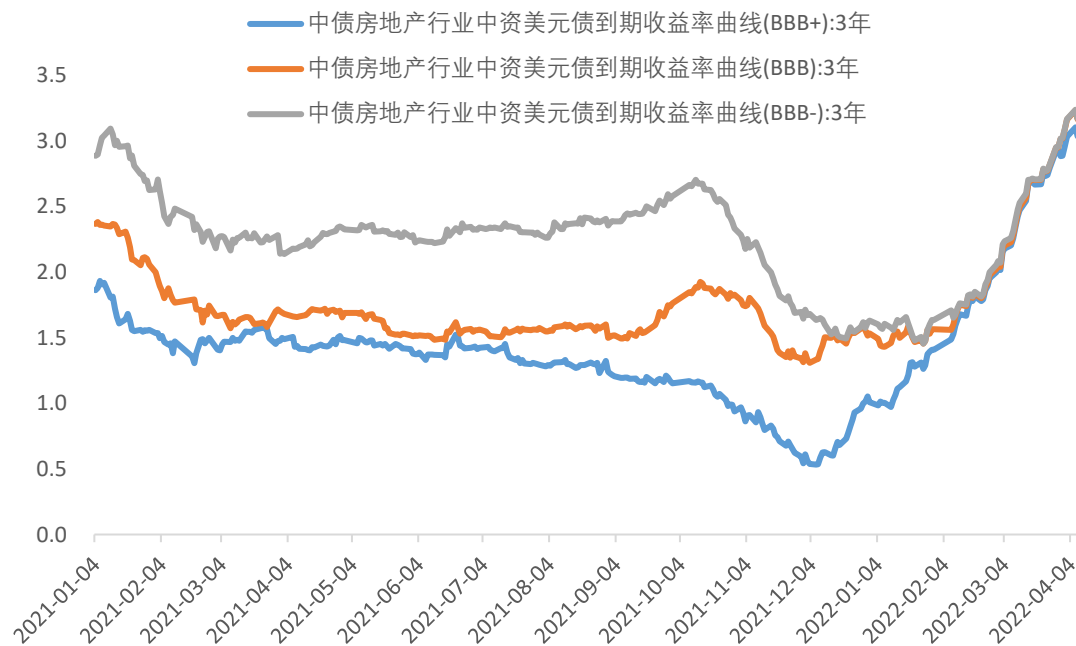


- ◆ 尽管2021年四季度以来，对于房地产行业的调控政策出现边际放松，但房企信用风险预警尚未解除。
- ◆ 问题房企风险事件时有发生，国内外债券投资者对地产债安全性缺乏信心，购房者对预售楼盘能否顺利交楼持怀疑态度。
- ◆ 房地产行业整体仍面临较大出清压力，行业投资增速回归至较为正常的增长区间还需要一段时间，短期仍是经济拖累项。

## 国内地产债信用利差中位数在3月再度大幅回升



## 离岸地产债到期收益率整体仍在上行



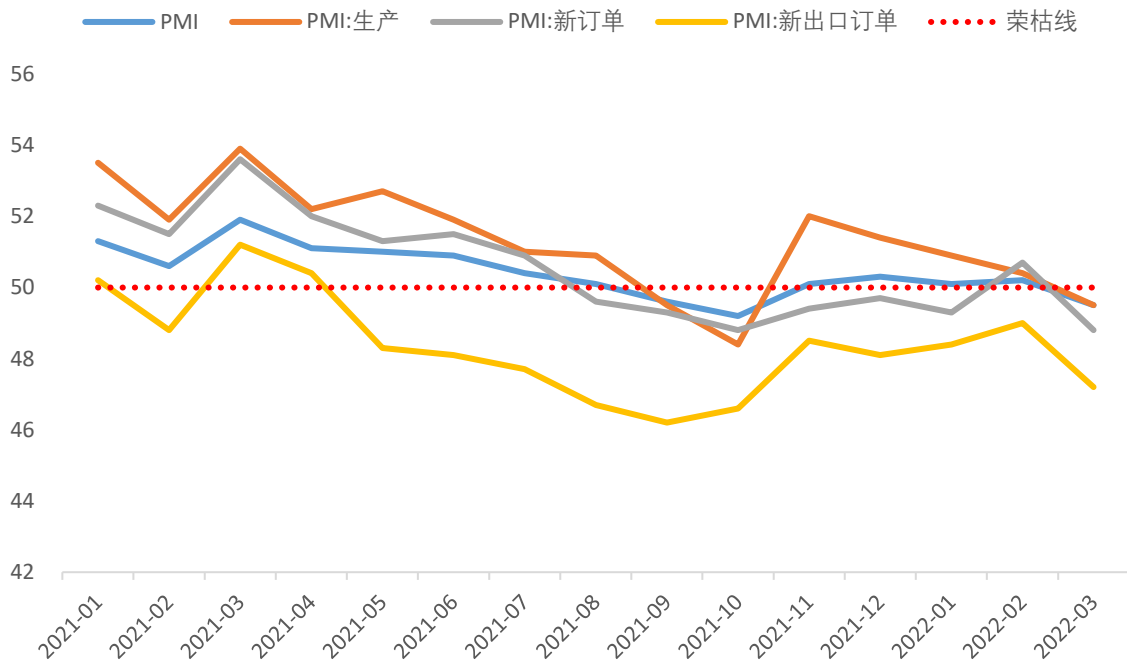
- ◆ 一季度GDP实际同比增长4.8%，较去年四季度提升0.8个百分点。
- ◆ 事实上，考虑到春节后疫情爆发、俄乌冲突、地产收缩等多重不利因素影响，经济下行压力其实有所增大。
- ◆ 季调环比增速由去年四季度的1.5%降至今年一季度的1.3%，1-2月份经济数据较好在一定程度上稀释了3月复苏受阻的负面影响。
- ◆ 对同比增速影响更大的是低基数，去年一季度季调环比仅增0.5%，为第一波疫情后最低水平。
- ◆ 第一、二、三产业增加值同比分别增长6.0%、5.8%、4.0%，显示工业仍是经济增长的主要支撑。

## 一季度GDP增长情况尚可，但3月主要经济指标边际下降

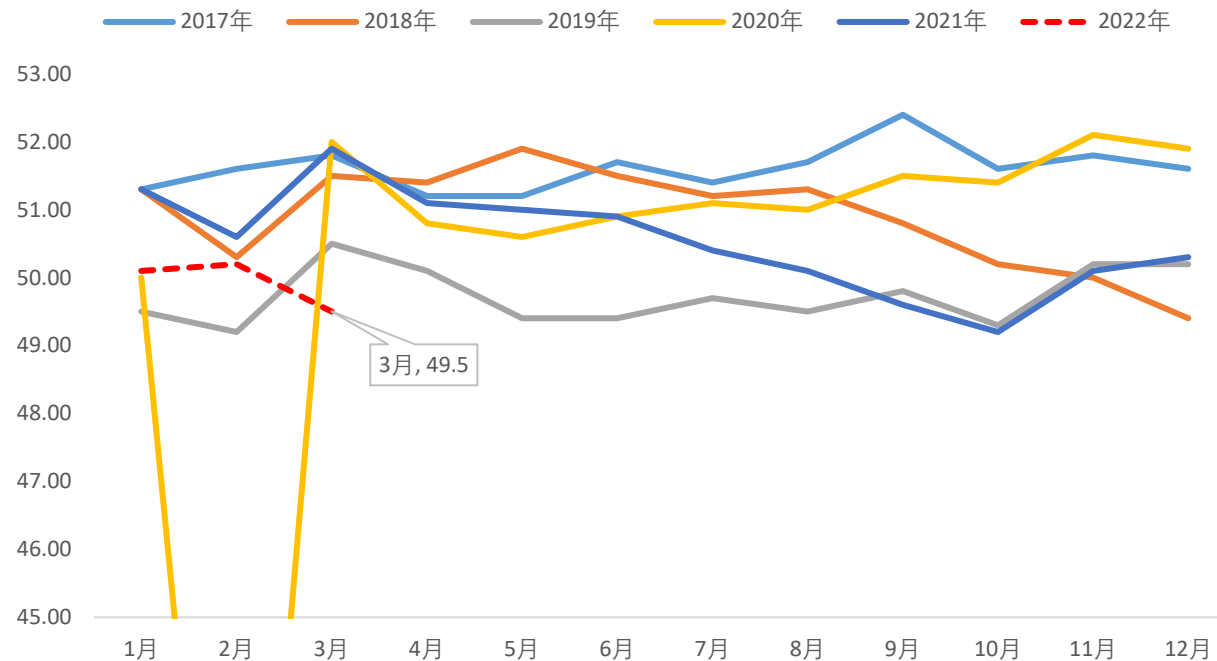
		环比变动	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	过去5年历史分位数	
总量	GDP(实际)	0.8	4.8			4.0	48.5%	
	GDP(名义)	-0.5	8.4			9.4	61.5%	
消费	社会零售总额	-10.2	-3.5	6.7		1.7	10.8%	
投资	固定资产投资	-5.1	7.1	12.2		2.0	69.0%	
	主要分项	地产	-6.1	-2.4	3.7		-13.2	2.4%
		制造业	-9.0	11.9	20.9		11.8	81.6%
		基建	3.2	11.8	8.6		3.8	93.5%
		基建(不含电力)	0.7	8.8	8.1		-0.6	84.8%
贸易	出口(美元计)	8.5	14.7	6.2	24.1	20.8	74.6%	
	进口(美元计)	-10.5	-0.1	10.4	19.8	19.5	27.9%	
金融	社融存量规模	0.4	10.6	10.2	10.5	10.3	14.5%	
	M1	0.0	4.7	4.7	-1.9	3.5	45.0%	
	M2	0.5	9.7	9.2	9.8	9.0	70.7%	
工业	工业增加值	-7.8	5.0	12.8	3.9	4.3	50.0%	
	发电量	-3.8	0.2	4.0		-2.1	5.9%	
服务业	服务业生产指数	-5.1	-0.9	4.2		3.0	2.9%	
价格	CPI	0.6	1.5	0.9	0.9	1.5	26.6%	
	PPI	-0.5	8.3	8.8	9.1	10.3	98.65%	
就业	城镇调查失业率	0.3	5.8	5.5	5.3	5.1	92.5%	

- ◆ 3月制造业PMI较2月回落显著，下行0.7个百分点至49.5%，再度降至荣枯线以下。
- ◆ 3月为历年春节后复工首月，根据季节性规律，通常较2月上行，但今年3月受疫情和俄乌冲突影响，呈现出旺季不旺的现象。
- ◆ 主要分项指标皆明显回落，除生产指标外，显示需求情况的新订单指数与新出口订单指数分别回落1.9和1.8个百分点，显示国内与海外需求均不旺盛。

### 国内与海外需求均不旺盛，3月制造业PMI显示供需两端再度转弱



### 作为春节后复工首月，3月制造业PMI旺季不旺



# 工业全面回落，汽车、通用设备受冲击较大

- ◆ 3月工业生产受到的负面影响较为明显，增加值同比增速较2月回落2.5个百分点至5%。
- ◆ 一方面，俄乌军事冲突意外爆发破坏全球供应链正常秩序，导致能源及原材料价格暴涨，使国内中下游制造业增加值普遍受到侵蚀。
- ◆ 另一方面，国内疫情再度爆发，对正常的生产和运输造成严重干扰，导致除黑色、有色、非金属等部分上游行业外，其他行业增速普遍回落，其中汽车、通用设备两大行业受到的冲击最为明显，增速分别回落8.2和5.7个百分点，而必须消费品制造业中的食品、纺织亦不能免，分别回落3.6、4.2个百分点。

除部分上游行业外，其他工业行业增速普遍下降

		环比变动	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	过去5年历史分位数
总量	工业增加值	-2.5	5.0	7.5	4.3	3.8	50.8%
主要分项	采矿业	2.4	12.2	9.8	7.3	6.2	99.9%
	制造业	-2.9	4.4	7.3	3.8	2.9	17.6%
	电燃水	-2.2	4.6	6.8	7.2	11.1	22.4%
	高技术	-0.6	13.8	14.4	12.1	15.1	93.3%
主要分行业	农副食品加工	-0.4	6.1	6.5	5.7	7.0	86.5%
	食品制造	-3.6	3.8	7.4	9.1	9.0	23.9%
	纺织	-4.2	0.7	4.9	-2.4	-3.5	36.9%
	化学	-2.9	3.0	5.9	1.2	-0.9	17.8%
	医药	-2.8	10.1	12.9	8.6	17.0	55.0%
	橡胶塑料	-1.2	0.8	2.0	0.0	-2.0	14.0%
	非金属	0.3	1.6	1.3	-0.2	-4.0	11.8%
	黑色	1.3	-1.6	-2.9	-2.5	-11.2	2.0%
	有色	1.8	6.2	4.4	-0.8	-1.2	53.2%
	金属制品	-4.7	2.1	6.8	4.6	3.5	13.6%
	通用设备	-5.7	-0.7	5.0	1.5	2.8	3.0%
	专用设备	-1.2	7.6	8.8	7.4	4.0	37.4%
	汽车	-8.2	-1.0	7.2	2.8	-4.7	21.3%
	交运	-3.1	1.1	4.2	-2.0	3.6	26.8%
	电气机械	-3.0	10.6	13.6	5.8	9.4	50.0%
	计算机通信	-0.2	12.5	12.7	12.0	13.5	73.9%
电力热力	-2.1	3.9	6.0	7.9	10.1	18.5%	

数据来源：人保资产组合管理部



- ◆ 3月固定资产投资增速整体回落，下降5.1个百分点至7.1%（估算）。
- ◆ 制造业投资仍处在“补欠账”阶段，一是疫情早期投资低迷，产能利用率上升，滞后的资本开支需要跟进；二是俄乌冲突推升上游产品价格，“保供稳价”的需要推动相关行业投资；三是“双碳”目标着眼长期，短期政策约束略有放松，相关行业投资改善。“补欠账”告一段落后，会有一定回落压力。
- ◆ 基建投资继续上行，作为当前最可控的稳增长抓手率先发力，考虑到春节后出现新的下行压力，后续基建落实力度应会只增不减。
- ◆ 房地产投资增速再度转负，房企信用风险预警当前仍未解除，导致行业面临较大出清压力。销售、购地、新开工数据较弱，预示短期内投资难以回升至正常区间，即使在行业信心明显改善的前提下也需要半年以上的修复期。

## 除部分上游行业外，其他工业行业增速普遍下降

		环比变动	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	19年同期 当月同比	过去5年历 史分位数
总量	固定资产投资	-5.1	7.1	12.2	2.0	-2.2	6.5	69.0%
主要分项	地产	-6.1	-2.4	3.7	-13.2	-4.6	12.0	2.4%
	制造业	-9.0	11.9	20.9	11.8	10.0	3.7	81.6%
	基建	3.2	11.8	8.6	3.8	-7.3	3.3	93.5%
	基建(不含 电力)	0.7	8.8	8.1	-0.6	-3.6	4.5	84.8%
制造业主要 分项	农副食品 加工	-6.8	22.7	29.5	13.6	16.9	-8.2	95.4%
	食品制造	-4.3	22.4	26.7	31.6	5.3	5.4	96.6%
	纺织	-22.9	13.4	36.3	7.1	6.9	1.9	83.8%
	化学	-0.3	15.9	16.2	8.2	8.8	13.6	81.3%
	医药制造	-17.5	9.7	27.2	2.4	-0.4	9.1	36.4%
	有色	-17.2	2.4	19.6	-22.5	13.3	-21.3	50.0%
	金属	-18.4	16.9	35.3	5.2	-1.3	0.3	86.3%
	通用设备	-5.3	23.0	28.3	-1.5	13.4	2.0	95.0%
	专用设备	-6.3	23.9	30.2	16.6	21.1	4.3	86.9%
	汽车	1.9	13.2	11.3	-8.0	18.8	-6.9	91.5%
	电气机械	-25.1	31.3	56.4	13.5	20.1	-3.8	96.1%
	计算机通 信	-12.9	22.2	35.1	30.8	13.5	12.3	69.2%

数据来源：人保资产组合管理部

- ◆ 3月消费受疫情冲击最为严重，社零增速回落10.2个百分点至-3.5%，限额以上消费增速回落10.5个百分点至-1.4%。
- ◆ 除食品、饮料、药品等核心必需品因囤货需求增长较快外，其他各类消费普遍大幅回落，餐饮、家电、汽车、油品等类别受影响较大。
- ◆ 根据目前疫情形势判断，4月消费应仍处于相对低迷的水平，5月消费要视后续防疫效果及管控情况而定，存在一定改善空间。

## 除部分上游行业外，其他工业行业增速普遍下降

		环比变动	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	19年同期 当月同比	过去5年历史 分位数
总量	社零	-10.2	-3.5	6.7	1.7	3.9	8.7	10.8%
主要分项	城镇	-10.3	-3.6	6.7	1.5	3.7	8.5	10.8%
	乡村	-10.4	-3.3	7.1	2.8	4.8	9.4	10.0%
	商品零售	-8.6	-2.1	6.5	2.3	4.8	8.6	10.2%
	餐饮	-25.3	-16.4	8.9	-2.2	-2.7	9.5	10.9%
限额以上	社零	-10.5	-1.4	9.1	1.6	4.2	5.1	19.4%
	商品零售	-9.5	-0.4	9.1	1.7	4.5	5.0	22.1%
	餐饮	-25.7	-15.6	10.1	-0.1	-0.3	7.5	9.2%
必需消费	粮油食品	4.6	12.5	7.9	11.3	14.8	11.8	79.4%
	饮料	1.2	12.6	11.4	12.6	15.5	12.1	47.7%
	烟酒	-6.4	7.2	13.6	7.0	13.3	9.5	39.5%
	日用品	-11.5	-0.8	10.7	18.8	8.6	16.6	0.7%
	服装纺织	-17.5	-12.7	4.8	-2.3	-0.5	6.6	6.0%
	中西药品	4.4	11.9	7.5	9.4	9.3	11.8	90.0%
	化妆品	-13.3	-6.3	7.0	2.5	8.2	14.4	2.0%
可选消费	金银珠宝	-37.4	-17.9	19.5	-0.2	5.7	-1.2	3.5%
	家电	-17.0	-4.3	12.7	-6.0	6.6	15.2	19.4%
	办公	-1.3	9.8	11.1	7.4	18.1	-4.0	66.1%
	家具	-2.8	-8.8	-6.0	-3.1	6.1	12.8	9.4%
	通讯器材	-1.7	3.1	4.8	0.3	0.3	13.8	21.5%
	石油及制品	-15.1	10.5	25.6	16.6	25.9	7.1	79.0%
	汽车	-11.4	-7.5	3.9	-7.4	-9.0	-4.4	21.1%
建筑装饰材料	-5.8	0.4	6.2	7.5	14.1	10.8	31.1%	

# 出口维持高速增长，进口同比增速转负

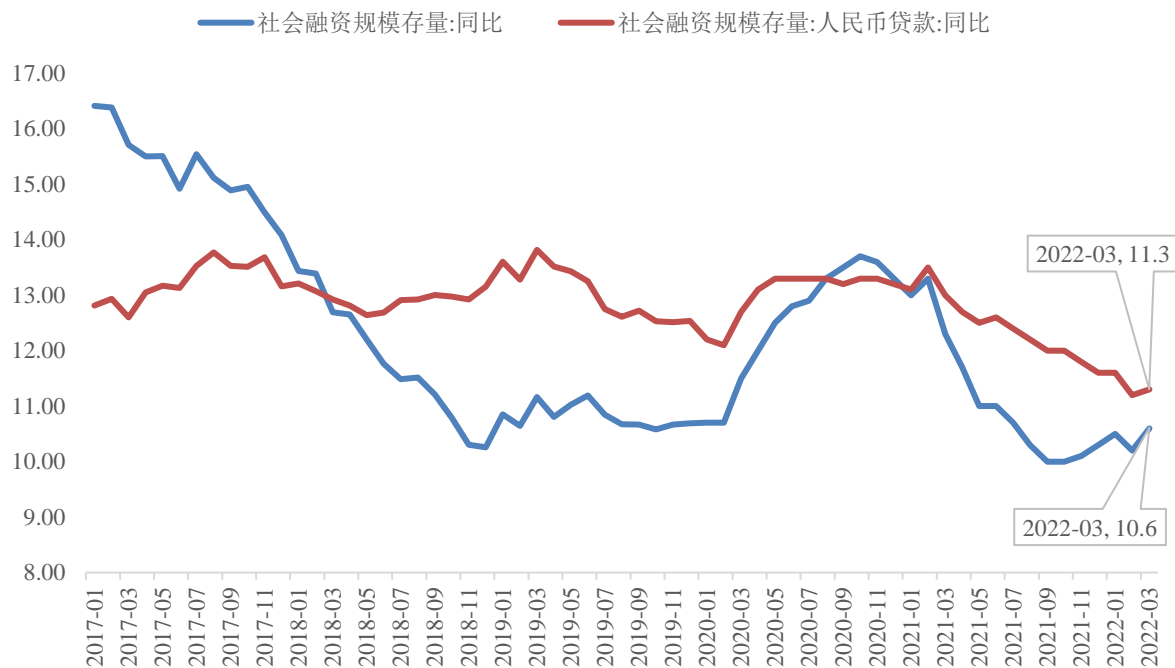
- ◆ 3月出口金额（美元，下同）同比增长14.7%，超出市场预期的12.9%，1-2月同比为16.3%。海外需求仍为出口提供了充足的韧性，尤其是对美出口量的快速增长带动3月出口同比增速超过市场预期。3月中国对美国、欧盟、东盟、日本的出口增速分别为22.4%、21.4%、10.4%、9.7%，对美欧出口显著高于亚洲区域。
- ◆ 3月进口金额增长-0.1%，同比转负，大幅不及市场预期，1-2月同比为15.5%。内需偏弱，物流受阻，及高基数应是主要原因。

## 出口维持高速增长，进口同比增速转负

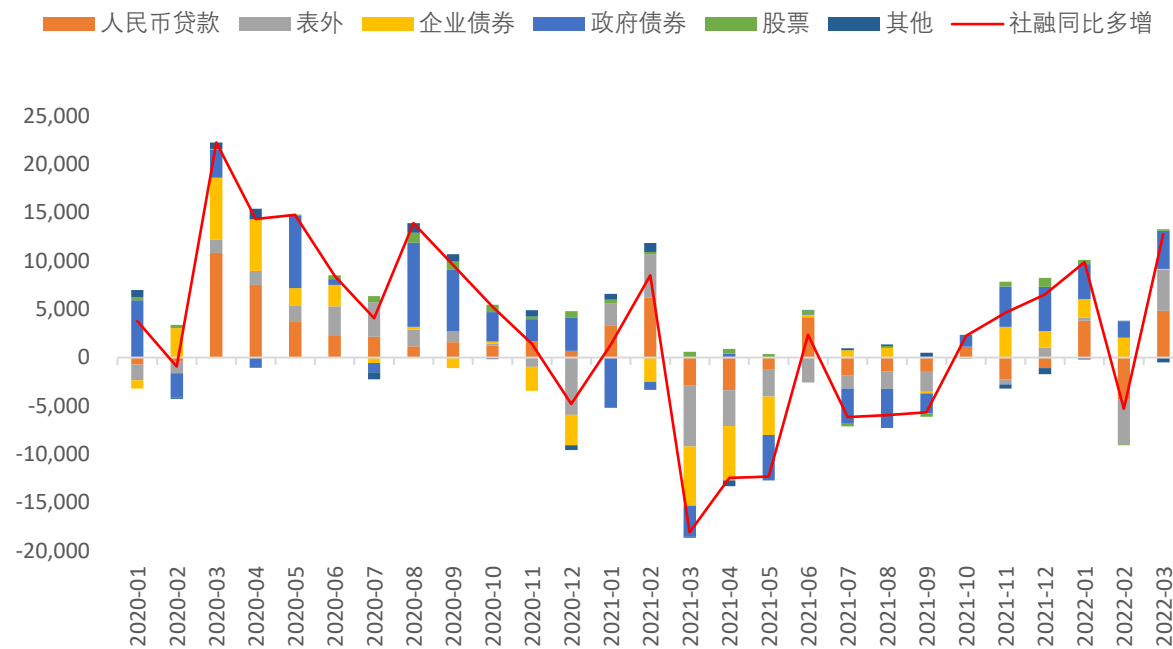
		环比变动	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	5年历史分位数
总量	出口	8.5	14.7	6.2	24.1	20.8	74.6%
	进口	-10.5	-0.1	10.4	19.8	19.5	27.9%
出口目的地	美国	12.6	22.4	9.7	16.9	21.2	82.2%
	欧盟	6.1	21.4	15.4	31.2	25.6	89.8%
	东盟	4.5	10.4	5.9	18.2	12.0	45.4%
	韩日	12.6	11.9	-0.7	22.1	17.3	76.5%
	港台	-8.2	-12.0	-3.7	10.9	13.2	9.7%
	拉美	15.0	20.8	5.8	31.7	41.0	78.0%
进口来源地	美国	-10.8	-11.9	-1.1	16.6	3.3	24.1%
	欧盟	-12.1	-11.6	0.5	-0.8	-2.9	10.5%
	东盟	-8.2	2.7	10.8	15.5	22.5	22.9%
	韩日	-10.5	-1.8	8.7	14.7	9.0	33.5%
	港台	-12.6	4.4	17.0	21.6	15.7	28.4%
	拉美	-1.8	5.6	7.3	15.7	26.0	35.7%
出口产品	农产品	10.3	20.4	10.0	29.1	17.7	98.4%
	纺织	32.4	22.2	-10.2	27.0	16.2	70.1%
	鞋服	19.2	13.9	-5.3	21.1	17.9	86.6%
	轻工制品	15.8	15.1	-0.7	21.3	4.7	55.1%
	机电	6.7	11.2	4.5	18.4	18.1	62.3%
	高技术产品	-1.7	9.6	11.3	17.2	23.1	56.6%
进口产品	农产品	-9.3	-1.0	8.3	11.5	15.5	10.8%
	铁矿	-0.1	-34.0	-33.9	-20.9	-24.8	1.5%
	原油	8.6	36.0	27.4	73.3	114.2	80.7%
	机电	-9.1	-2.7	6.4	11.0	6.8	23.8%
	高技术产品	-9.8	-2.5	7.3	13.9	16.4	19.7%

- ◆ 3月社会融资规模新增4.65万亿元，同比多增1.27万亿元，同比增长10.6%，较2月上升0.4个百分点，并超过1月增速。
- ◆ 社融总量增长情况较好，有望对实体经济后续复苏提供支持，但结构性特征折射出需求仍弱。
- ◆ 一是信贷增长情况较为平庸，多增均来源于短期融资，显示实体融资需求仍弱；二是对政府债券依赖较重，而专项债发行前置在一季度的产生的正贡献到四季度将转为负贡献；三是表外融资的正贡献可能难以持续。

## 3月社融增速显著回升，但信贷投放改善不明显

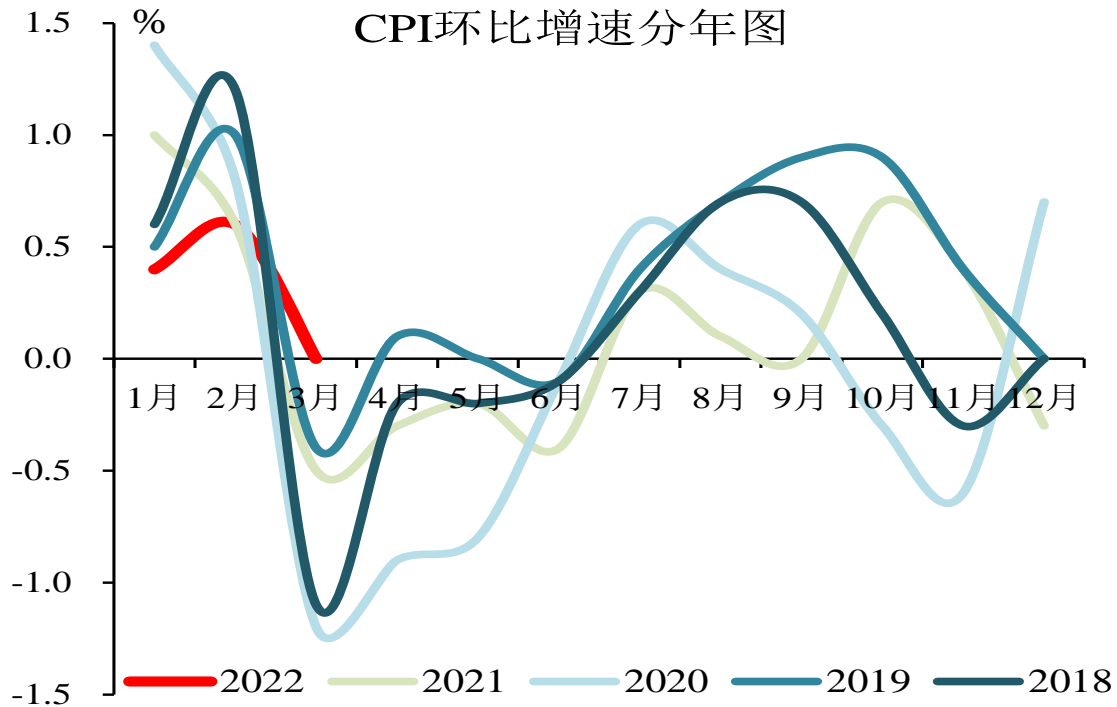


## 除信贷外，社融多增规模来源于表外融资与政府债券

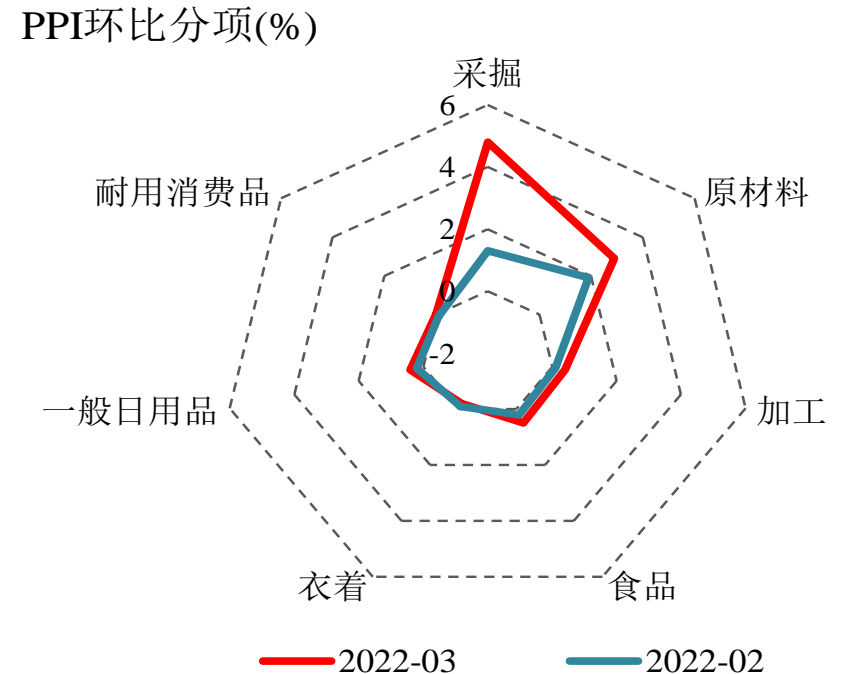


- ◆ 3月CPI环比零涨幅，但往年同期通常下降，因此实则强于季节性，而总需求其实偏弱，显示输入性通胀已略有体现。
- ◆ 3月CPI同比上涨1.5%，目前仍处于较为正常的范围，预计下半年将进入更高区间，但总体风险应可控。
- ◆ 3月PPI环比上涨1.1%，涨速较快，同比上涨8.3%，在高基数下有所回落。
- ◆ 上游产品价格加速上涨，中下游产品价格暂时稳定。能源及原材料短缺（全球）与终端需求不足（国内）的现象同时存在。

## 3月CPI环比明显强于季节性，输入性通胀略有体现



## 受上游产品涨价影响，3月PPI环比继续较快上涨



# 目 录

02

俄乌冲突

## □ 超级通胀原因之一：俄乌冲突影响范围及程度历史罕见

- ◆ 上游产品波及面广：俄乌出口产品覆盖大量能源、粮食、金属品种，且占全球供应比重较大。
- ◆ 供应链多方面受阻：乌克兰农业生产遭受严重破坏，大量国际航运公司暂停俄乌白三国物流服务，美欧制裁下俄白国际贸易支付不畅。
- ◆ 大宗商品价格暴涨：受俄乌生产产品带动，大宗商品价格全面上涨；原油等紧缺商品库存大幅下降；投机交易活跃，加剧市场波动。

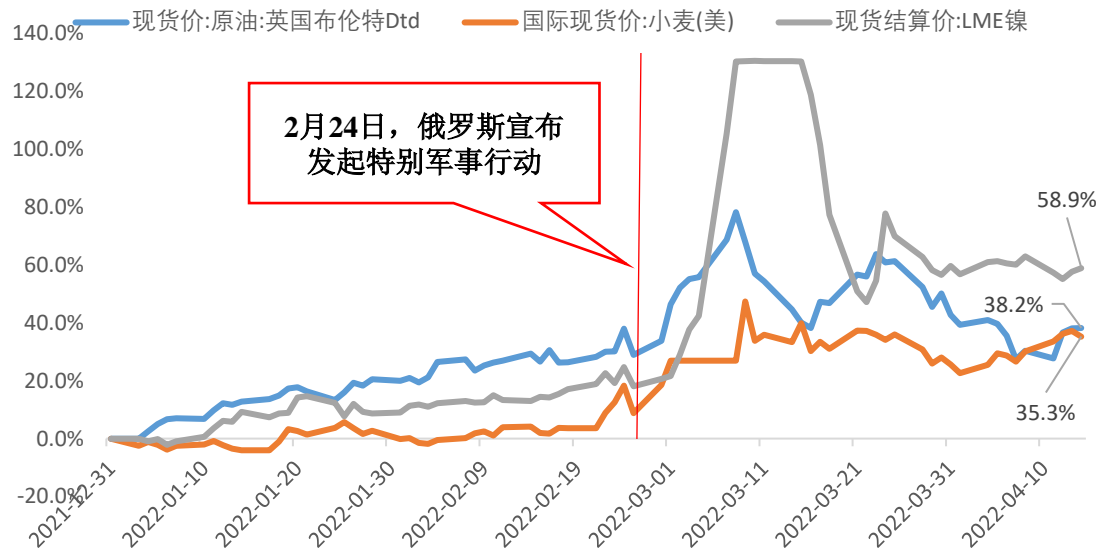
### 俄乌冲突对上游产品波及面广且导致供应多方面受阻



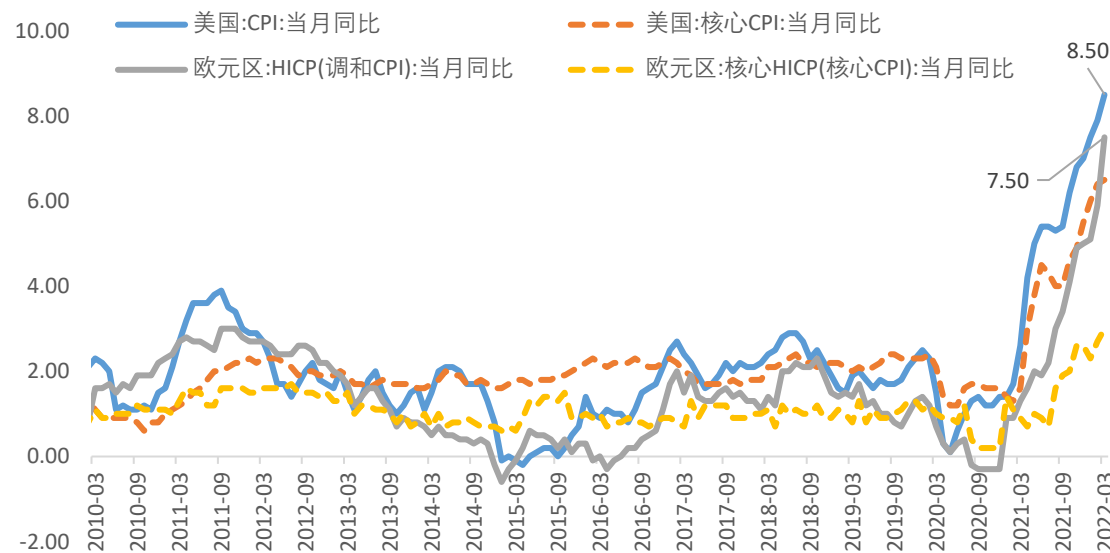
## □ 超级通胀原因之二：供需矛盾本已紧张，俄乌冲突火上浇油

- ◆ 第一轮疫情冲击后，全球经济的供给与需求两端恢复不平衡，奠定了持续通胀的基础。
- ◆ 2月24日特别军事行动发起之前，国际大宗商品价格本已呈快速上行态势。
- ◆ 俄乌冲突进一步推升美欧通胀，达到自70年代“石油危机”结束以来新高。

### 年初以来，原油、小麦、镍现货价格均大幅上涨



### 美国与欧元区CPI进一步上行

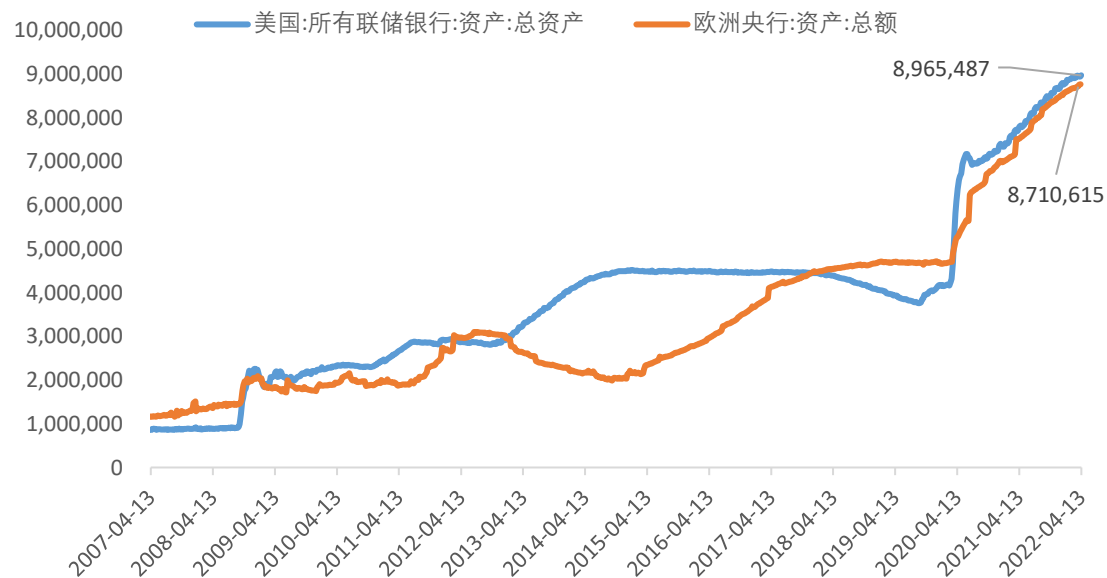




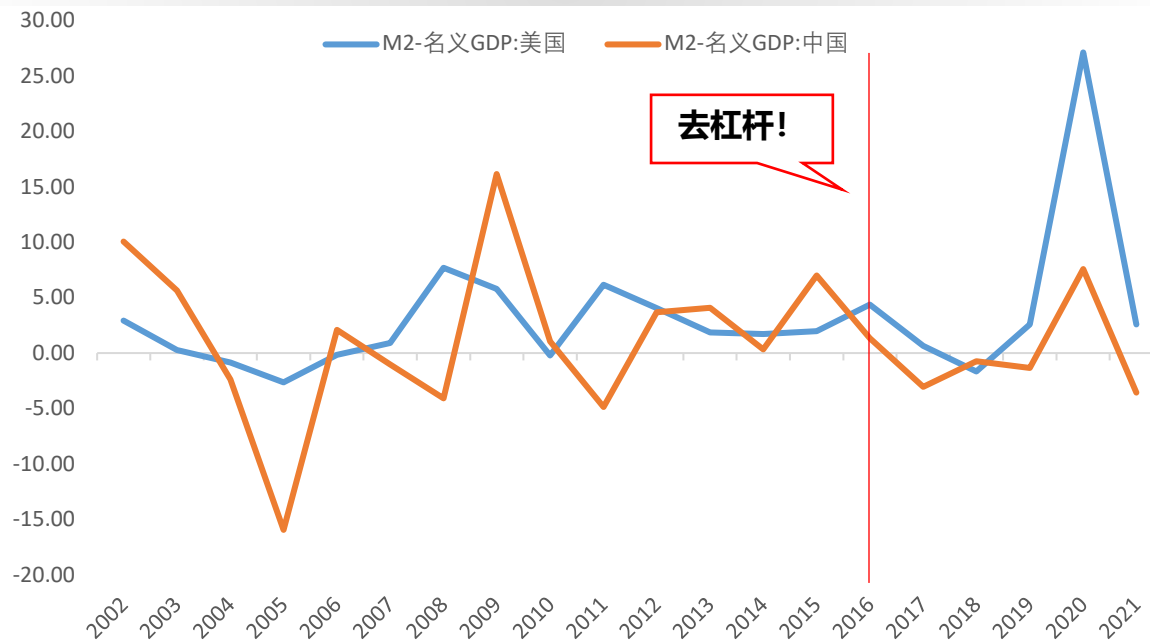
## □ 超级通胀原因之三：欧美央行货币超发严重，俄乌冲突成为通胀催化剂

- ◆ 自2008年次贷危机以来，美联储扩表至9倍，欧央行扩表至6倍。
- ◆ 自2020年首轮疫情爆发以来，美联储与欧央行资产负债表再翻一番左右。
- ◆ 自2016年下半年我国开启去杠杆以来，国内货币政策在宽松上较为克制，降低了通胀潜在风险。

### 疫情以来，美联储与欧央行扩表一倍左右



### 与美国相比，中国在2016年后在货币宽松上较为克制



## □ 金融市场动荡之一：直接相关资产受到巨大冲击

- ◆ 俄罗斯国内金融资产大幅缩水，海外投资者遭受巨大损失。
- ◆ 俄罗斯政府、企业、居民在海外资产遭受冻结，最终损失尚无法估计。
- ◆ 俄罗斯海外上市企业遭受除名，价值大幅缩水。

### 西方对俄罗斯经济主体开展全方位金融制裁

制裁俄罗斯外贸银行（VTB）等八家金融机构

冻结俄央行及主要商业银行、主要富豪及部分俄精英人士海外资产

限制俄罗斯企业在西方一二级市场筹集资金

禁止俄几家主要银行使用 SWIFT 系统

国际主要加密货币网站或禁止俄罗斯使用，或限制俄罗斯用户功能

伦敦交易所、纽约交易所将俄罗斯股票除名，明晟（MSCI）和富时罗素（FTSE）也将在所有指数中剔除俄罗斯股票

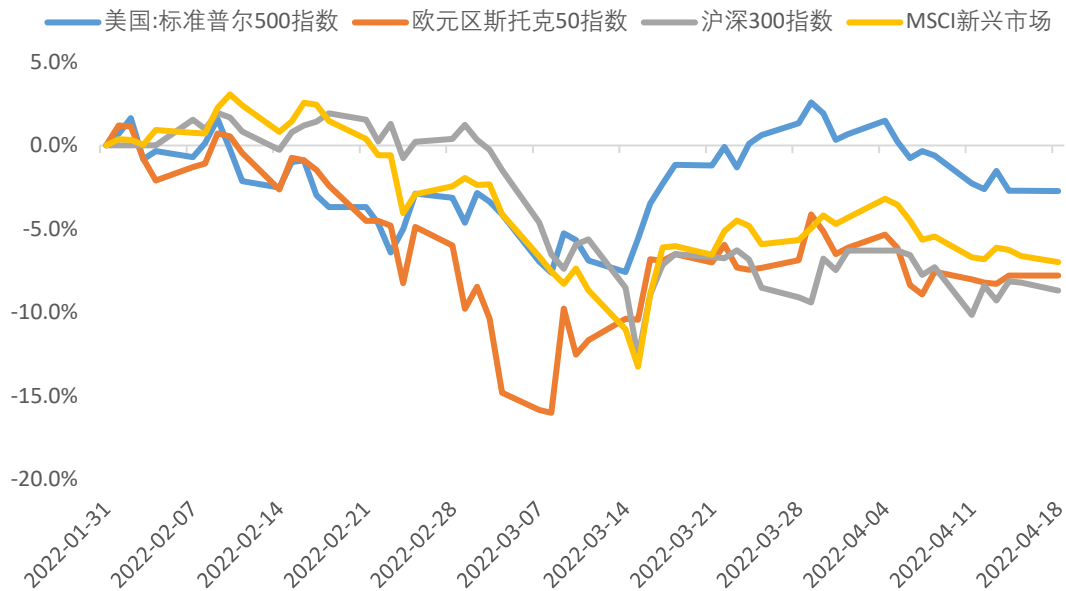
### 俄罗斯联邦储蓄银行在伦交所股价跌至近乎零



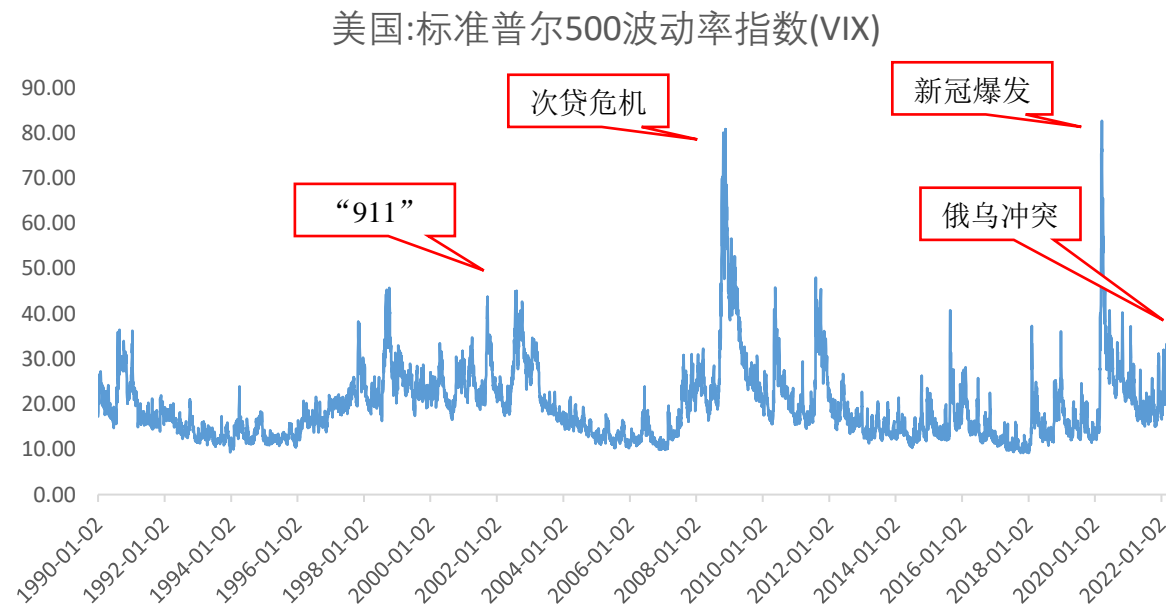
## □ 金融市场动荡之二：全球资本市场风险偏好降低

- ◆ 美欧股市明显分化，美国直接影响偏低，股市修复情况较好，欧洲经济冲击更大，股市走势偏弱。
- ◆ 新兴市场受俄罗斯连带影响，在风险偏好降低的环境下，面临一定资金流出压力。

### 自2月初以来，全球主要股指均出现一定幅度下行



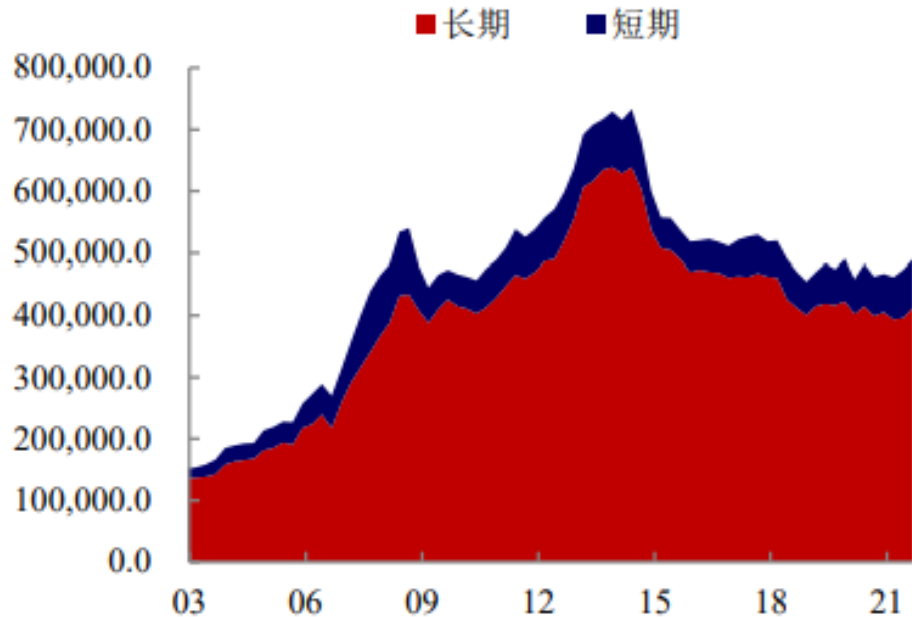
### 俄乌冲突对美股带来一次中等级别波动



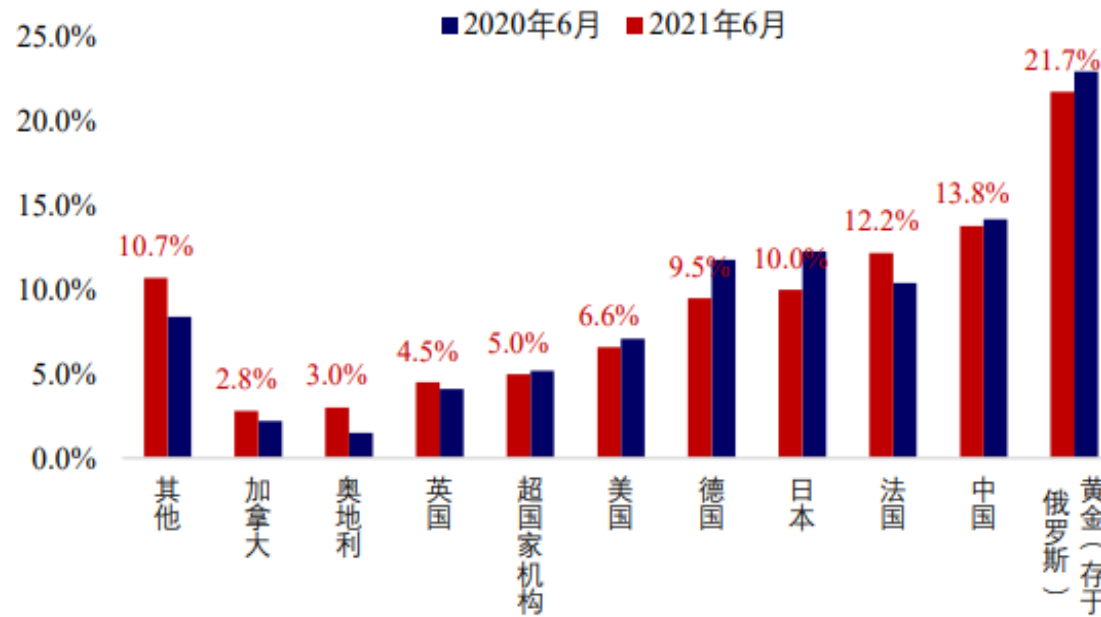
## □ 金融市场动荡之三：俄罗斯主权债务风险

- ◆ 短期债务压力不大，俄罗斯主权债务年内剩余到期为182.7亿美元，其中，美元债务约占25%，欧元债务约为0.68%，剩余为卢布债务。
- ◆ 俄罗斯所有外债规模约5145亿美元，其中外币计价债务占72%。截至2022年1月31日，俄罗斯拥有约6300亿美元的国  
际储备，对外债覆盖倍数为1.25。但俄罗斯央行在美、欧、日、英等国的境外账户被冻结，根据根据俄罗斯财政部长西卢阿诺夫发言，俄罗斯当前能动用的储备仅约3200亿。

### 俄罗斯长短期外债总额（百万美元）



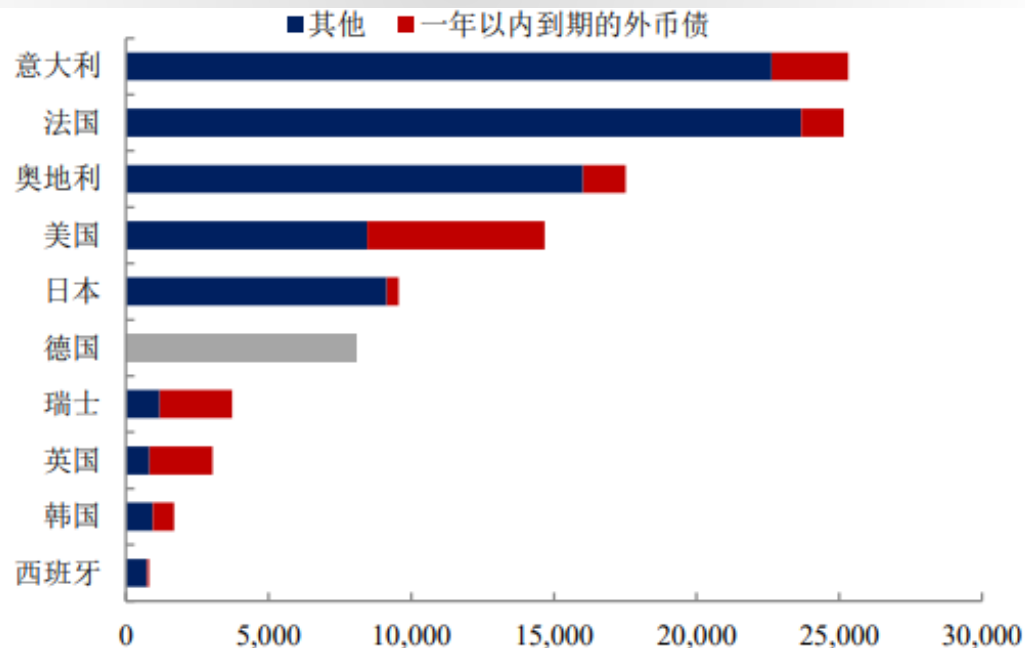
### 俄罗斯外汇储备分布



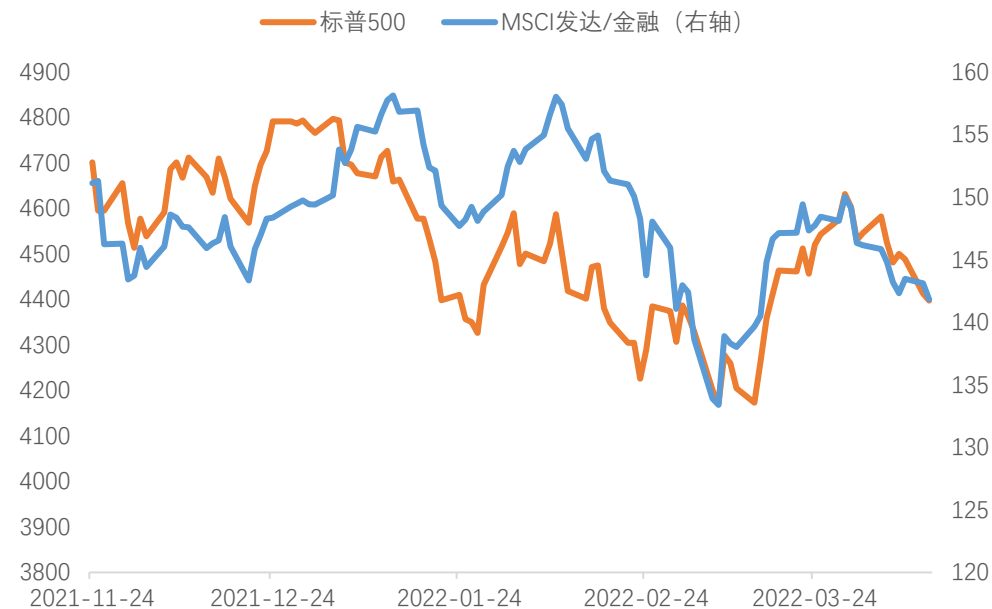
## □ 金融市场动荡之三：俄罗斯主权债务风险

- ◆ 意大利、法国、奥地利、美国的银行对俄罗斯债务敞口较大。但总体风险可控，敞口较大的花旗银行在100亿美元左右，BLACKROCK在180亿美元左右，占总资产（总管理资产）比重不到0.5%。国内银行的俄罗斯敞口可忽略。
- ◆ 如果俄罗斯债务危机后续发酵，相关海外银行财务状况将受负面影响。

### 各国银行对俄罗斯外债的敞口



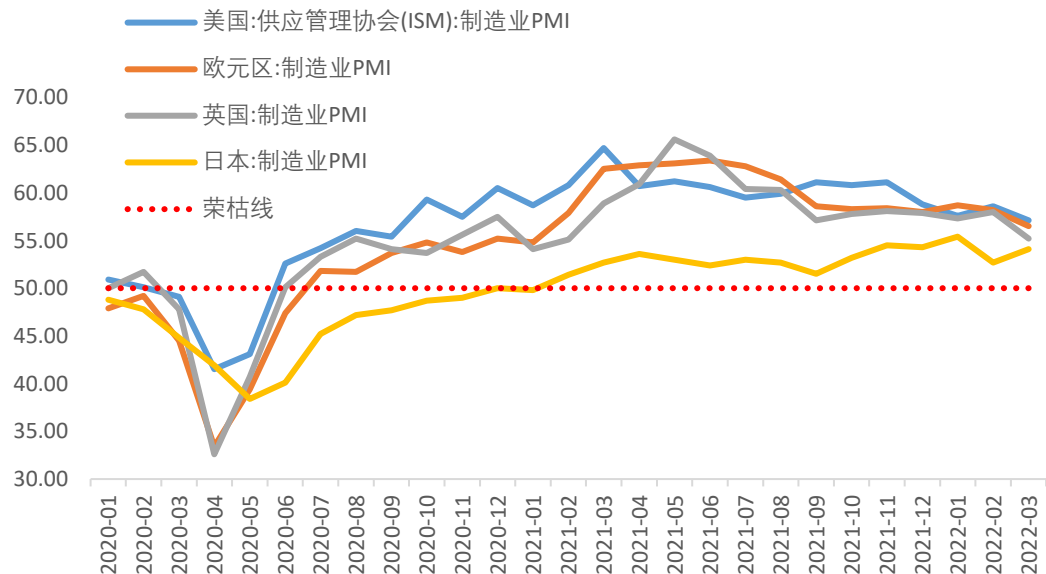
### 俄乌冲突以来，发达国家金融股跑输市场



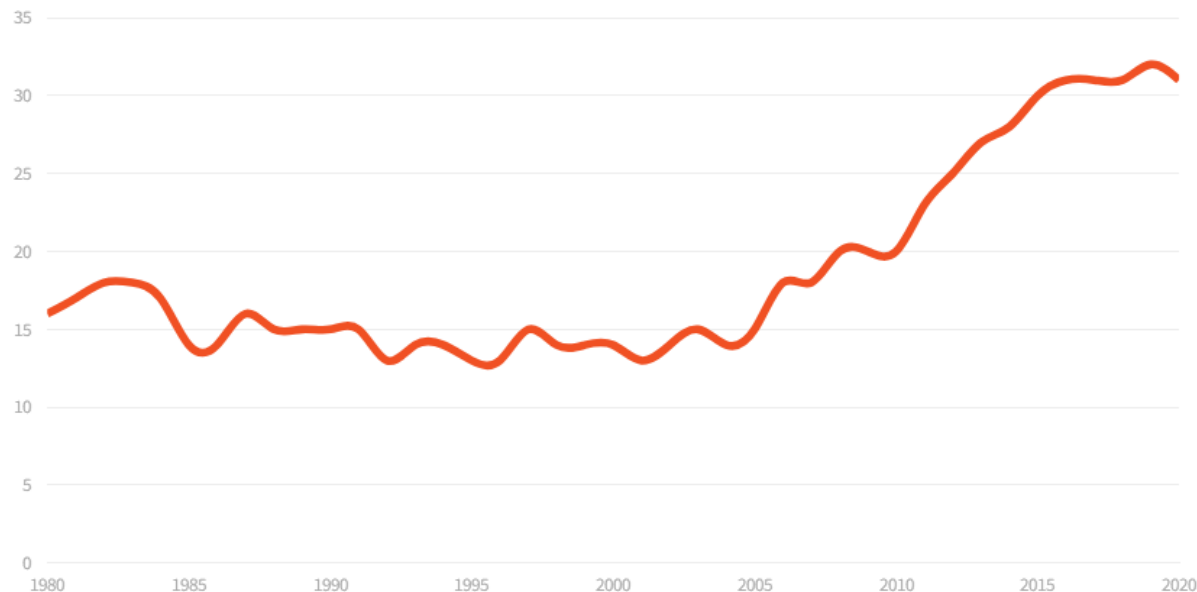
数据来源：Wind，人保资产组合管理部

- ❑ **全球经济增长预期下降：**由于俄乌冲突的持续影响，世界银行将2022年全球经济增长预测由4.1%（1月时）下调至3.2%。IMF将全球增长预期由4.4%（1月时）下调至3.6%，认为货币政策权衡会变得更加挑战性。
- ◆ **发达经济体：**美国、欧元区、英国制造业PMI在3月明显回落，负面影响已逐步显现，但经济整体情况尚好。
- ◆ **发展中经济体：**未来12个月，可能多达十几个发展中经济体发现无力偿债，虽不至于引发全球债务危机，但将是发展中经济体在一代人时间里面临的**最大债务危机**。（Marcello Estevão，世界银行宏观经济负责人）

### 发达经济体制造业PMI回落但仍在偏高水平



### 贫穷国家可变速率外债占总外债比重处于历史高位



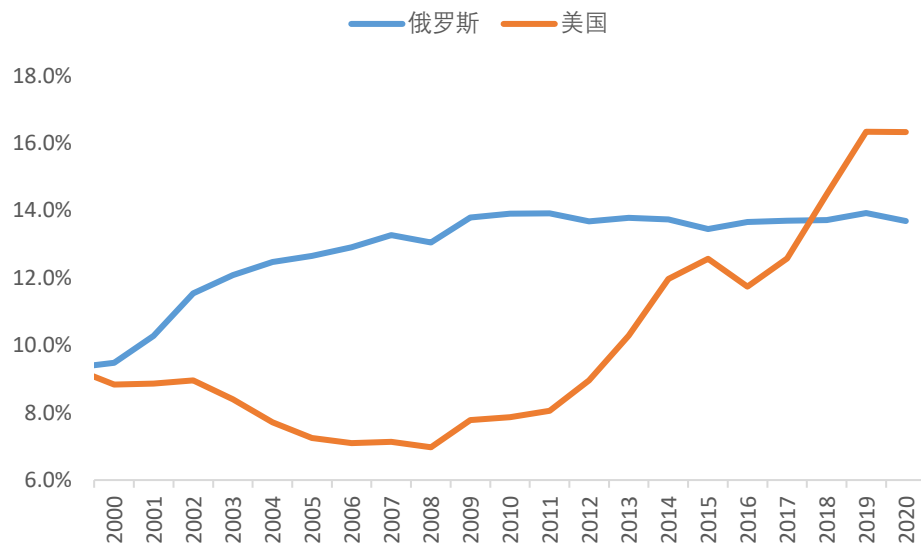
## □ 俄乌冲突前:

- ◆ 本世纪初以来，俄罗斯和美国是全球原油产量的超额贡献者，俄罗斯发力在前十年，美国发力在后十年。
- ◆ 2012年以来，美国页岩油发力，使油价逐步回落至100美元以下，并长期保持在偏低水平。
- ◆ 2021年疫情冲击及“双碳”约束使包括页岩油在内的传统能源供给收缩。

## □ 俄乌冲突后:

- ◆ 欧盟将力争在能源方面逐步摆脱对俄罗斯的依赖，包括天然气、原油及煤炭；美国将全力打压俄罗斯能源出口。
- ◆ 传统能源产业将进入阶段性修复期，“双碳”政策约束暂时放松。
- ◆ 中美欧将引领全球加速清洁能源项目建设。

### 本世纪初以来，俄罗斯与美国原油产量份额大幅提升



### 2014年四季度以来，原油价格长期保持在偏低水平

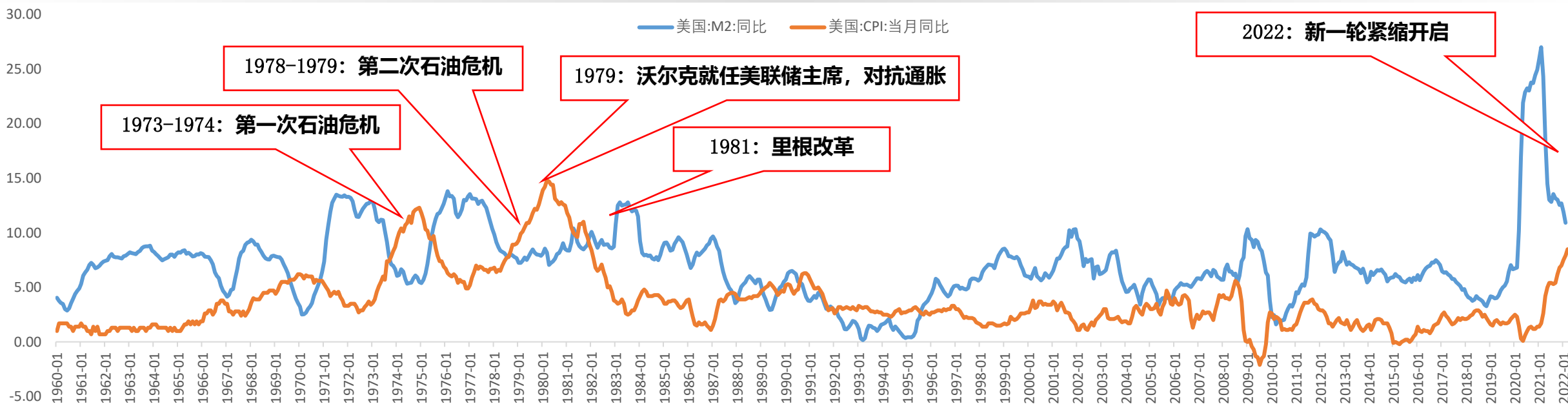


数据来源: Wind, 人保资产组合管理部



- ❑ 俄乌冲突促使美联储就当前货币政策框架进行反思，承认本应更早采取行动抑制通胀。
- ❑ 不同时代大通胀的共同韵脚：
  - ◆ 过量刺激：持续宽松的货币政策和较为激进的财政政策，增加了宏观政策体系的脆弱性。
  - ◆ 经验主义：长期低通胀的“好运气”形成对低通胀持续性的固定认知。
  - ◆ 供给冲击：压垮骆驼的最后一吨稻草，发生时间具有一定偶然性，但在国际政治不稳定时期并不罕见。
- ❑ 美联储未来很难在较长时期维持超宽松货币政策，零利率与低通胀应不会再长期共存。

## “石油危机”只是触发因素，通胀根源在于过度刺激



数据来源：Wind，人保资产组合管理部



## □ “安全” 关切重于 “效率” 关切

- ◆ 俄乌冲突使国际社会长期“和平与发展”的主旋律旁生枝节，各主要政治经济体普遍会将“安全”的关切至于对“效率”关切之上。例如，美欧对俄罗斯的制裁，使以美元、欧元计价的国际资产安全性受到严重质疑。而各国也将努力加强对上游资源的掌控以及提升供应链自主可控的程度。

## □ 世界经济走向分裂的风险增加

- ◆ IMF指出，俄乌冲突还增加了世界经济更永久地分裂的风险，即按地缘政治区块划分，各自使用不同的技术标准、跨境支付系统和储备货币。这种结构性转变将导致长期效率损失，增加波动性，并对过去75年来主导国际和经济关系的基本规则框架构成重大挑战。

## □ 俄美矛盾短期成为国际政治重心，但中美矛盾长期仍有上升风险

- ◆ 俄美矛盾在未来一段时间内都是国际政治核心问题，中美矛盾的关注度得到稀释，美国在解决国内通胀问题及处理俄乌冲突等方面需要中国的支持，过程中“交锋”与“协商”并存。但国际政治经济格局已经发生不可逆的改变，未来两国在各自战略发展道路中发生碰撞的风险不减反增。

## □ 俄乌冲突“余震”未消，后续影响会逐步显现

- ◆ 在经过“边打边谈”的低烈度时期后，俄乌谈判已有破裂迹象，双方在乌东战场再度发生激烈交战。
- ◆ 对全球市场的首轮冲击以恐慌情绪为主，实质性影响将在未来一段时间逐步显现，并在资产价格上有所体现。
- ◆ 发达经济体和不发达经济体市场分化应会加剧，后者受到的冲击更为明显。

## □ 稳价保供、复工复产、基建发力，多管齐下稳增长

- ◆ 稳价保供：发改委明确表示下一步将全力做好大宗商品保供稳价工作，切实保障市场供应，加快优质产能释放，加强价格和储备政策协调联动，发挥储备调节作用，强化储备和进出口调节。强化市场预期引导，坚决遏制过度投机炒作。
- ◆ 复工复产：当前国内疫情蔓延势头得到初步遏制，重点企业复工复产正陆续启动，如果各方面进展顺利，有望在5月恢复正常生产，推动国内经济走出低谷。
- ◆ 基建发力：财政系统有意推动各地方政府在6月底前完成大部分新增专项债发行，加速资金到位节奏，加快重点项目开工建设，尽快形成更多实物工作量。

做有温度的人民保险