



## 海外经济显著复苏 国内政策加大力度

### 摘要

奥密克戎对海外经济影响减弱，地缘政治紧张局势引发市场动荡。随着海外疫情逐渐好转，美欧多个国家在 2 月份放宽了防疫措施及旅行禁令。受此影响，美欧 2 月 PMI 服务业大幅回暖，带动经济显著复苏。通胀方面，美欧 1 月 CPI 仍维持高位，且本月俄乌冲突加剧，可能再次削弱全球经济复苏势头，并使全球面临滞涨风险。地缘政治紧张局势导致市场避险情绪急剧升温，全球股市本月表现不佳，黄金等避险资产受到青睐。而由于担忧俄乌冲突导致供应短缺，原油、镍及玉米等商品价格在当月大幅上涨。货币政策方面，受通胀飙升及俄乌冲突的影响，美联储等全球主要央行在加息步伐上或更加谨慎。美联储表示俄乌冲突尚不会对货币政策立场产生影响，但对经济前景及金融市场的潜在风险降低了美联储大幅加息的可能性。

重大项目加速落地，稳投资为未来重点。受去年年底不断有政策出台要求促进重大项目落地见效、适度超前开展基建投资影响，基建投资降幅明显缩小，稳增长政策逐步开始发力，或提振总体投资。伴随着房贷政策边际放松叠加 2022 年上半年的高基数效应，房地产投资增速下滑势头可能趋缓。同时随着企业生产淡季已过，制造业复苏进度有所加快。居民消费水平总体较为疲弱，叠加疫情原因，接下来或将低位运行。通胀压力有所缓解，保供稳价持续显现，或有持续降温的可能，但需要注意的是，上游企业对中下游传导压力有所增大。宏观政策方面，2 月 25 日召开的中共中央政治局召开会议指出，要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。此前央行也要求，发挥好货币政策“总量和结构双重功能”，既要“总量稳”也要“结构优”，在不“大水漫灌”的前提下满足实体合理融资需求，逐步转向宽货币、宽信用、稳增长。

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
张昕  
投资咨询证号：  
Z0015602

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



## 正文目录

一、全球疫情及经济形势	4
二、海外经济与重大事件	8
(一) 美国：2 月份经济表现强劲，美联储加息时点临近	8
(二) 英国：奥密克戎影响减弱，通胀压力持续上升	11
(三) 欧元区：经济活动持续放缓，欧洲央行释放鹰派信号	13
(四) 日本：限制措施拖累经济复苏，消费和通胀重陷低迷	13
三、国内经济回顾与展望	17
(一) 企业复工形势良好，供需两端动能加强	17
(二) 固投平稳恢复，投资结构分化加剧	18
1. 专项债加快落地，基建投资有所改善	18
2. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资	19
3. 降温趋势依旧，“房住不炒”基调未改	20
(三) 接触型行业仍受影响，总体消费较为疲弱	21
(四) 航运价格持续走高，出口面临回落压力	23
(五) 保供稳价持续显效，通胀压力依旧温和	24
1. CPI：猪肉供应充足带动食品项价格回落	24
2. PPI：剪刀差收窄，中下游企业传导压力大	25
四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	27
(一) 财政政策：总量和结构并重	27
(二) 货币政策：宽信用、宽货币、稳增长	28
免责声明	30

## 图表目录

图 1 全球疫情明显好转 .....	4
图 2 美国、欧洲及日本每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人） ..	4
图 3 摩根大通全球制造业、服务业 PMI .....	5
图 4 全球主要经济体 PMI .....	5
图 5 全球通胀持续上升 .....	7
图 6 小麦、玉米、原油及铝等商品价格大涨.....	8
图 7 RJ/CRB 商品价格指数及农南华产品指数持续上涨 .....	8
图 8 美国三季度 GDP 不及预期 .....	9
图 9 美国 Markit 制造、服务业 PMI .....	9
图 10 美国通胀持续上涨 .....	10
图 11 美国核心 PCE 物价指数持续上涨.....	10
图 12 美国 1 月零售销售环比回落 .....	10
图 13 美国 1 月个人消费支出 .....	10
图 14 美国非农就业人口及失业率 .....	11
图 15 周初请失业金人数 .....	11
图 16 英国 GDP 同比增速 .....	11
图 17 英国 Markit 制造业、服务业 PMI .....	11
图 18 英国零售销售同比大幅上涨 .....	12
图 19 英国消费者信心指数大幅回落.....	12
图 20 英国失业率持续回落 .....	12
图 21 英国 CPI 维持高位 .....	12
图 22 欧元区 GDP 同比增速 .....	13
图 23 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI .....	13
图 24 欧元区失业率 .....	14
图 25 欧元区零售销售 .....	14
图 26 欧元区消费、投资者信心指数.....	14
图 27 欧元区 CPI 飙升 .....	14
图 28 日本 Markit 制造业、服务业 PMI .....	15
图 29 日本出口同比年内首次转正 .....	15

图 30 日本家庭支出同比增速 .....	16
图 31 日本商业零售销售增速 .....	16
图 32 日本失业率 .....	16
图 33 日本通缩压力 .....	16
图 34 制造业 PMI 小幅回落 .....	20
图 35 工业企业利润边际放缓 .....	20
图 36 工业生产平稳回升 .....	20
图 37 三大门类工业增加值当月同比 (%).....	20
图 38 房地投资持续降温 .....	21
图 39 房地投资与销售累计同比 (%) .....	21
图 40 房地产企业开发资金来源 .....	21
图 41 土地购置与新屋开工面积 .....	21
图 42 社零总额及同比增速 (%) .....	22
图 43 汽车类商品增速 (%) .....	22
图 44 实物零售增速上升 .....	23
图 45 社会消费品零售分类增速 (%) .....	23
图 46 出口维持强劲 .....	24
图 47 食品价格持续上涨 (%) .....	26
图 48 上游成本压力持续向中下游传导.....	26
图 49 生猪出栏加快带动食品项价格回落.....	26
图 50 原油价格高位震荡向上 .....	26
图 51 公共财政收入同比增速 (%) .....	27
图 52 地方财政收入同比增速 (%) .....	27
图 53 市场利率多次低于政策利率 (%) .....	29
图 54 存款准备金率再度下调 .....	29
图 55 人民币兑美元中间价 .....	29
图 56 货币供应量同比增幅 .....	29

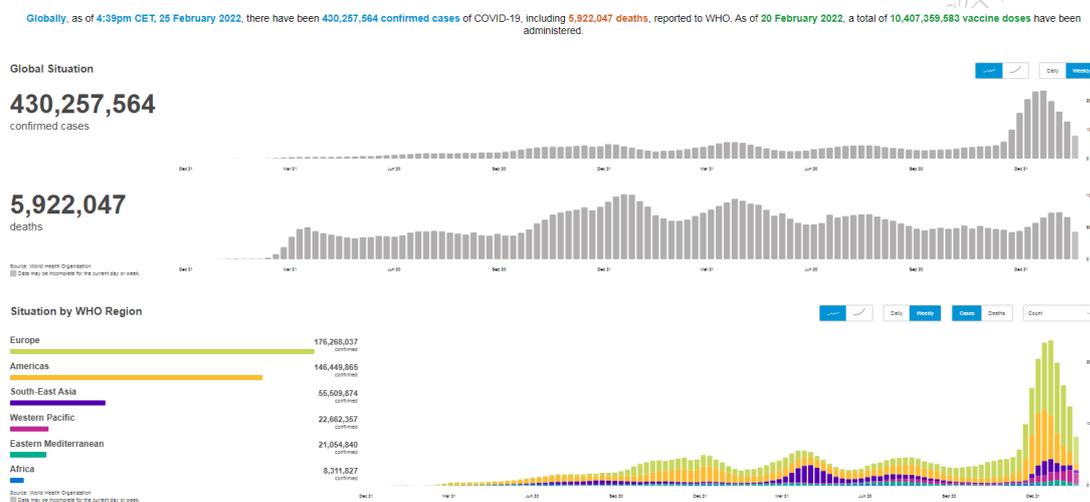
研究打点 不构成任何投资建议  
交流使用

## 一、全球疫情及经济形势

### 1. 全球疫情显著好转，奥密克戎对海外经济冲击减弱

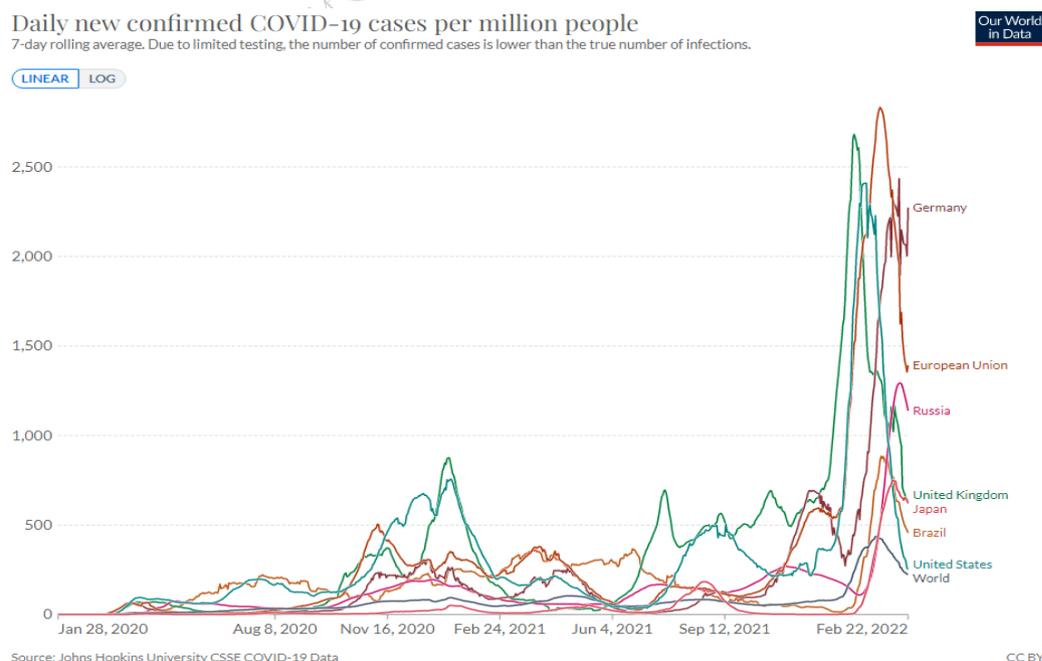
根据世卫组织数据，截至 2 月 28 日，全球新冠累积确诊病例超 4.3 亿人，累积死亡病例超 592 万人。从近期的数据可以看出，2 月以来全球疫情呈现出明显好转的趋势，每周新增确诊及死亡人数均明显下滑（见图 1、2）。由于奥密克戎的影响减弱，2 月份以来，欧盟国家、亚太地区等多个国家宣布放宽或取消出入境旅行限制计划。截至目前，丹麦、挪威、法国、美国、加拿大、英国、荷兰、瑞典、澳大利亚等多国宣布放宽入境旅行措施。

图 1 全球疫情明显好转



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

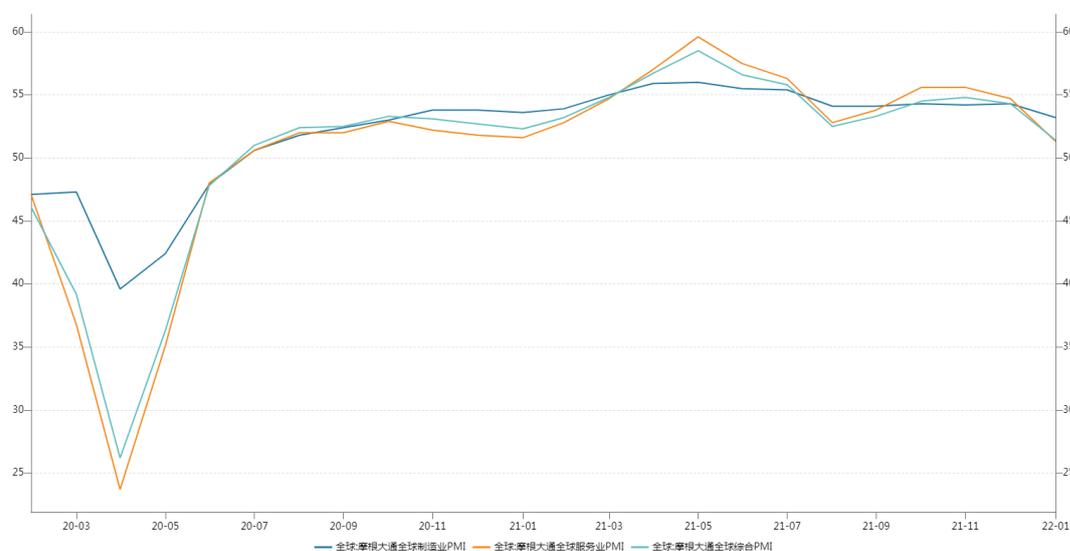
图 2 美国、欧洲及日本每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

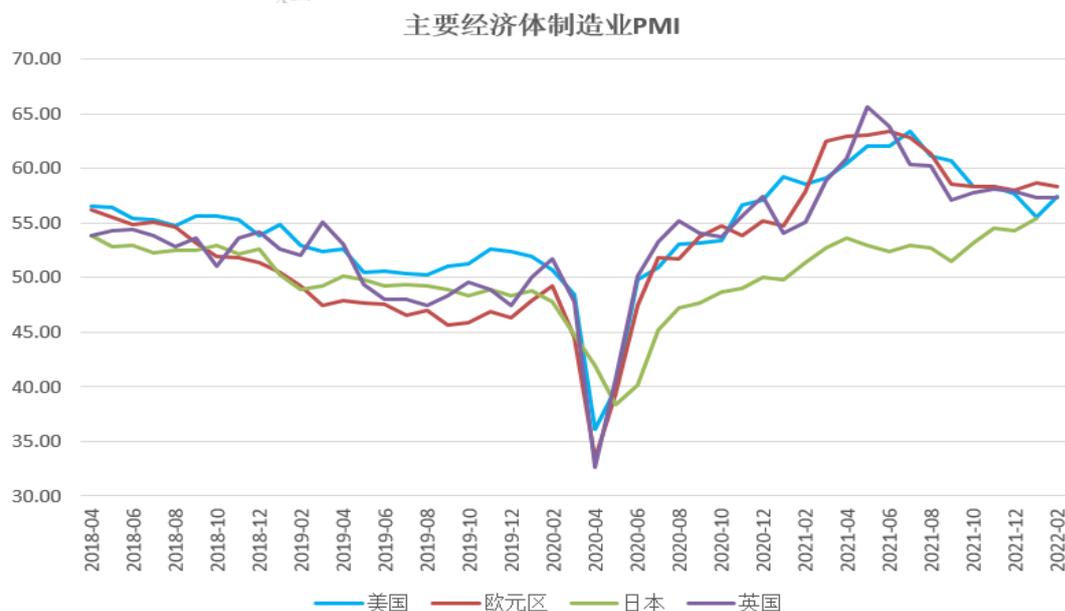
得益于各国放宽防疫措施及旅行禁令，全球经济在 2 月份显著复苏。此前受奥密克戎毒株影响，全球经济在去年四季度及今年 1 月份出现下行趋势。不过随着防疫措施及旅行禁令的放宽，各国服务业商业活动在 2 月份显著恢复。具体来看，美国 2 月制造业、服务业双双上涨，2 月综合 PMI 由 1 月的 51.1 大幅升至 56；欧元区 2 月制造业 PMI 初值录得 58.4，略低于预期及之前的 58.7。2 月服务业 PMI 超预期回升至 55.8，带动 2 月综合 PMI 初值回升至 55.8，较前值上涨 3.5 个百分点；英国 2 月制造业 PMI 录得 57.3，与上月持平。2 月服务业 PMI 超预期回升至 60.8，较前值上涨 6.7 个百分点，带动英国 2 月综合 PMI 升至 60.2。

图 3 摩根大通全球制造业、服务业 PMI



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 4 全球主要经济体 PMI



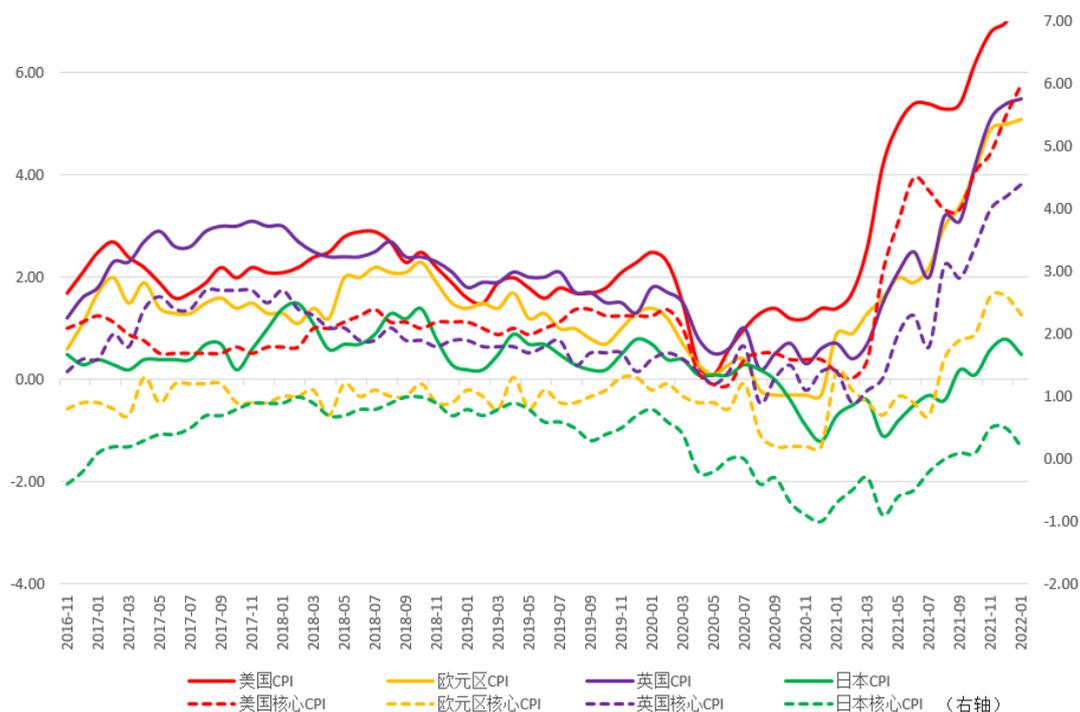
资料来源：wind，瑞达期货研究院

## 2. 全球滞涨风险升温，海外央行面临两难抉择

俄乌冲突升级导致大宗商品价格上涨，全球通胀回落拐点或延后。俄乌局势自去年下半年以来便持续升温，而随着年初美国与其盟友在舆论上持续施压，俄乌紧张局势进一步升温。2月24日，俄罗斯总统普京宣布在顿巴斯地区发起特别军事行动，随后局势迅速升级，俄乌爆发大规模军事冲突，乌克兰全境进入紧急状态。美国及其盟友从经济、金融及贸易等领域对俄罗斯采取制裁措施，其中还包括将部分俄罗斯银行排除在环球银行金融电信协会（SWIFT）支付系统之外，德国也暂停了与俄罗斯的北溪-2项目审批。由于俄乌地区是全球石油、天然气、谷物、金属、化肥、稀有气体等商品的重要出口地，俄乌冲突及美欧对俄罗斯制裁将会对俄罗斯商品出口产生重大影响，因此能源价格可能在未来几个月内维持高位，进而推动整体通胀在更长时间内走高。另外，由于欧洲对俄罗斯能源依赖较重，因此将面临更大的通胀压力及经济衰退风险。整体来看，地缘政治紧张局势将导致全球通胀压力升温，经济下行风险加剧。俄乌经济将受到叫到冲击，其次是欧洲，对美国及亚太地区经济也有负面影响。

货币政策方面，受通胀大幅飙升影响，美欧等主要央行自去年开始便逐渐转向鹰派，英国央行已连续加息两次。但在俄乌冲突的背景下，各国央行在加息的态度上更加谨慎。一方面，俄乌冲突导致大宗商品价格进一步上涨，通胀压力飙升使各国央行面临更大的加息压力。但另一方面，俄乌冲突也使全球经济前景面临增速放缓甚至衰退的风险，加息措施可能导致本国经济复苏势头遭受打击。本月美联储多位央行官员表态称，俄乌冲突尚不会对货币政策立场产生影响，显示美联储不会因此转变其鹰派立场。但对经济前景及金融市场的潜在风险降低了美联储在3月份大幅加息的可能性。欧洲央行行长拉加德表示，现在判断俄乌冲突的整体经济影响还为时过早，但持续的不确定性可能会拖累投资和消费，并阻碍经济增长，通胀可能会因为能源价格上涨而进一步走高。英国央行行长贝利表示，通胀有明显维持在高位的风险，并称第二轮通胀的影响令人担忧，因此可能需要进一步加息，但市场动荡期间可能暂停量化紧缩。整体来看，海外货币政策收紧的趋势没有改变，但由于经济前景不确定性增加，各国央行对加息的幅度保持谨慎态度。

图 5 全球通胀持续上升

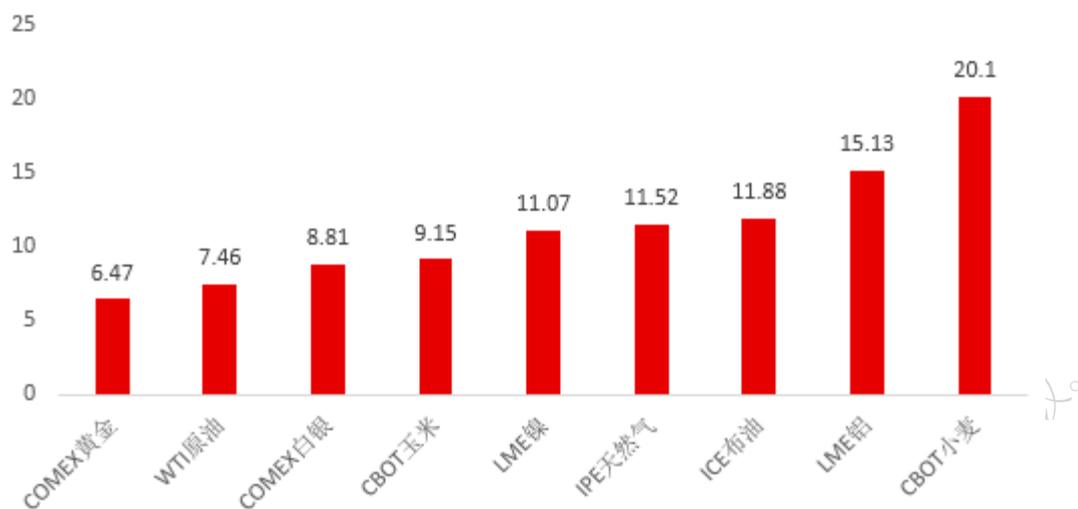


资料来源：wind，瑞达期货研究院

### 3. 地缘政治紧张局势加剧，全球资产价格剧烈波动

俄乌冲突引发市场避险情绪，全球金融市场及大宗商品价格剧烈波动。由于俄罗斯是全球主要的能源国、原材料出口国，因此俄乌冲突及西方对俄制裁将导致俄罗斯商品出口受到限制，从而导致能源价格上涨。俄乌紧张局势升级使原油供应的担忧加剧，2月份美油4月合约价格一度涨超100美元/每桶。另外，在俄罗斯在国际市场占比较高的铝、镍及小麦、玉米等商品价格也大幅上涨。而由于欧洲天然气较为依赖俄罗斯进口，德国暂停北溪-2项目审核以及美欧等国将俄罗斯部分银行剔除出SWIFT系统导致供应担忧加剧，欧洲天然气价格因此大幅飙升。另一方面，俄乌局势升级导致全球市场避险情绪升温，全球股市在2月份表现疲软，各国股指均出现不同程度的脉冲式下跌。而美元、美债及黄金等传统避险资产受到资金青睐。目前市场情绪仍受到俄乌局势影响，短期市场仍将保持较大波动，投资者需关注俄乌局势的进一步进展。若局势缓和，市场风险偏好回升将使资金由避险资产回流至风险资产，而大宗商品价格的影响因素也将逐渐回归基本面。若局势进一步恶化，则大宗商品价格或进一步上涨，全球股市将继续承压。

图 6 小麦、玉米、原油及铝等商品价格大涨



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 7 RJ/CRB 商品价格指数及农南华产品指数持续上涨



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

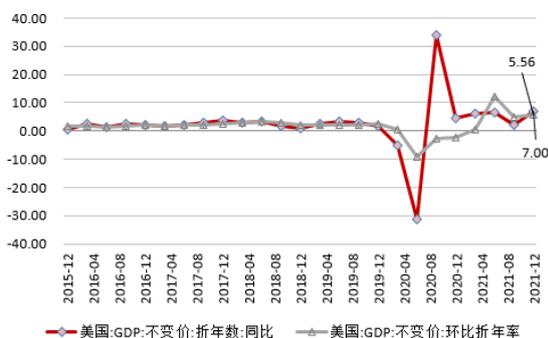
## 二、海外经济与重大事件

### (一) 美国: 2 月份经济表现强劲, 美联储加息时点临近

奥密克戎影响减弱, 美国 2 月经济显著复苏。尽管受到奥密克戎毒株影响, 美国去年四季度经济依旧强劲。美国 2021 年第四季度 GDP 年化季率修正值为 7.0%, 符合市场预期,

较初值上升 0.1 个百分点，为 2021 年最强劲的季度增长。经济增长主要受库存重建和消费者支出回升的推动。而从近期的领先指标来看，得益于防疫措施的放宽，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值升至 57.5，创 2021 年 12 月份以来新高，结束了连续六个月的下行趋势。2 月 Markit 服务业 PMI 初值升至 56.7，创 2021 年 12 月份以来新高。2 月综合 PMI 由 1 月的 51.1 大幅升至 56，显示经济显著复苏。从细分项来看，2 月产出价格分项指数初值升至 68.4，创 2009 年 10 月份有数据记录以来的新高，显示通胀压力仍然较大。

图 8 美国三季度 GDP 不及预期



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国 1 月通胀维持高位，但消费仍保持强劲。由于能源价格持续上涨，美国 1 月 CPI 环比增长 0.6%，高于预期的 0.5%。1 月 CPI 同比增长 7.5%，高于预期的 7.30% 和前值的 7%，1 月核心 CPI 同比录得 6%，均创 40 年以来新高；1 月 PPI 月率环比增长 1%，高于预期的 0.5% 及前值 0.4%。同比大涨 9.7%，接近去年年底创下的 9.8% 的历史最高纪录；而美联储较为关注的 PCE 物价指数 1 月同比超预期增长 5.2%，创 1983 年来新高，多组数据显示美国通胀仍持续上涨。然而在物价持续上涨的背景下，美国消费者购买力依旧强劲。其中，美国 1 月零售销售环比增长 3.8%，好于市场预期的 2% 及前值 -2.5%。1 月个人支出月率录得 2.1%，为去年 3 月以来新高。2 月防疫措施的放宽及服务业回暖在一定程度上促进了消费支出。不过由于通胀飙升及对利率上升的预期升温，美国 2 月密歇根消费者信心指数录得 62.8，处于过去 10 年来最低水平。

图 10 美国通胀持续上涨



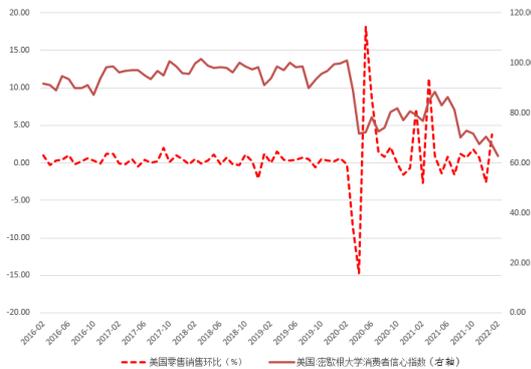
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 美国核心 PCE 物价指数持续上涨



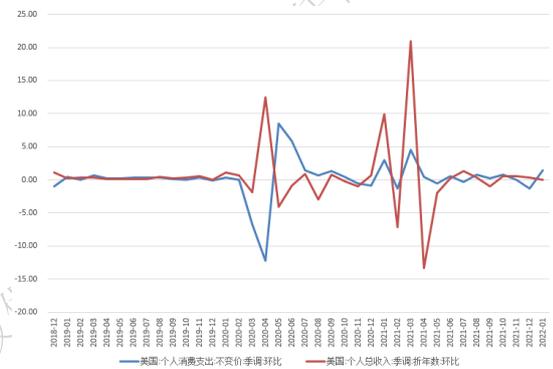
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 美国 1 月零售销售环比回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 美国 1 月个人消费支出



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

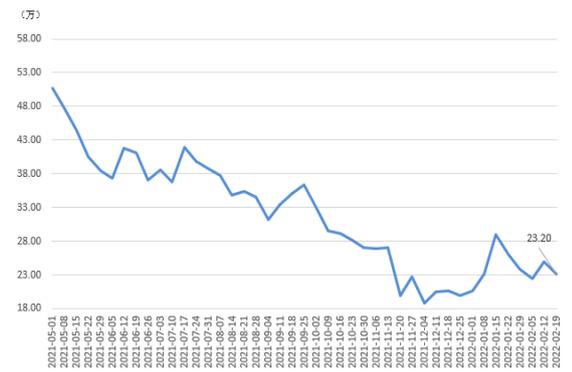
美国就业维持强劲，美联储 3 月大概率加息。美国 1 月非农就业新增 46.7 万人，创去年 10 月以来最大增幅，远超市场预期的 15 万人。失业率较上月上升 0.1 个百分点至 4.0%。从就业领先指标来看，美国至 2 月 19 日当周初请失业金人数录得 23.2 万人，降幅超过市场预期，表明劳动力市场需求强劲。尽管 1 月美国疫情严峻，但就业市场仍保持强劲，这使市场对于美联储最早于今年 3 月加息的预期持续升温。美联储 2 月会议纪要显示与会者预计很快开始加息，但未透露可能一次加息 50 个基点的线索。多位决策者认为今年晚些时候应开始缩表，但没有提及缩表可能的时间点和规模。大部分与会者认为，如果通胀回落的预期落空，可能适合加快收紧货币政策的速度。相较于 1 月的会议纪要，本次美联储会议纪要并未释放出更多的鹰派信号，和市场的鹰派预期相比要显得温和。近期的美联储官员表态均倾向于加快加息步伐以应对日益高涨的通胀，高度关注俄乌局势的发展，但货币政策立场暂时不会改变。

图 14 美国非农就业人口及失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 15 周初请失业金人数

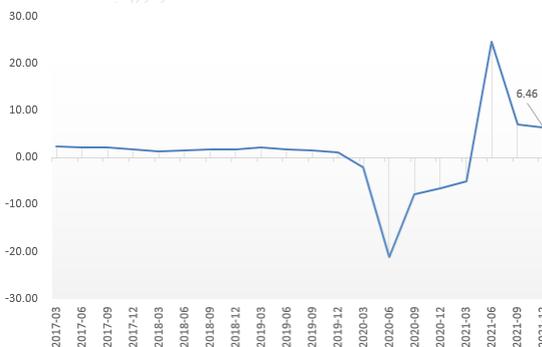


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

## (二) 英国: 奥密克戎影响减弱, 通胀压力持续上升

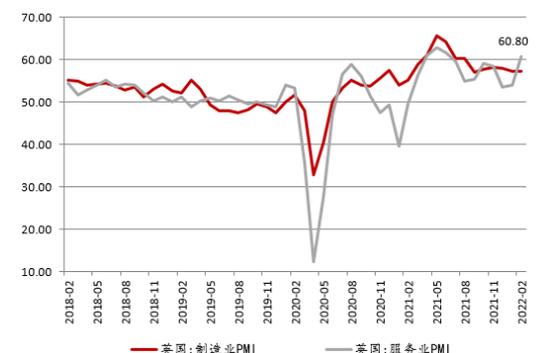
得益于限制措施的逐步放宽, 英国四季度经济表现良好。在各项限制措施逐步放宽带来的消费、生产和投资的复苏带动以及低基数的影响下, 英国 2021 年全年经济增长率为 7.5%, 创二战以来最大年增涨率。尽管疫情严峻, 英国四季度 GDP 同比增速初值仍录得 6.5% 的较高增速。从今年一季度的表现来看, 奥密克戎在一定程度上拖累了英国 1 月份经济增长, 但随着 2 月以来疫情好转以及英国政府宣布放宽限制措施, 英国 2 月份经济出现明显复苏。从领先指标来看, 英国 2 月制造业 PMI 录得 57.3, 与上月持平。得益于旅游、休闲和娱乐行业的支出大幅复苏, 2 月服务业 PMI 超预期回升至 60.8, 较前值上涨 6.7 个百分点, 带动英国 2 月综合 PMI 升至 60.2 大超市场预期的 55.3。数据显示奥密克戎对英国经济的影响已经减弱, 未来几月经济有望进一步复苏, 但俄乌局势冲突带来的通胀上行压力可能对经济造成一定冲击, 这也使英国央行面临更大的加息压力。

图 16 英国 GDP 同比增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 17 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

奥密克戎影响逐渐减弱, 英国零售销售及就业维持复苏。英国 1 月季调后零售销售环

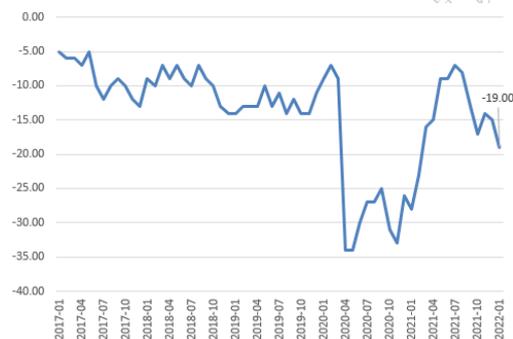
比由负转正，增长 1.9%，创下去年 4 月份非必需品商店重新开张以来最大的环比涨幅，显示消费强劲复苏。但由于通胀飙升，英国 2 月 Gfk 消费者信心指数由上月的-19 大幅下滑至-26，显示消费者对通胀上涨的担忧加剧。另一方面，奥密克戎引发的疫情并未对英国就业市场产生太大影响，12 月三个月 ILO 失业率录得 4.1%，与 11 月持平。1 月失业率下降 0.1 个百分点至 4.6%。与此同时，截至今年 1 月份的三个月里，英国职位空缺达到创纪录的 124.7 万个，较上月增长 5.1 万人，显示劳动力需求仍然旺盛。

图 18 英国零售销售同比大幅上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国消费者信心指数大幅回落



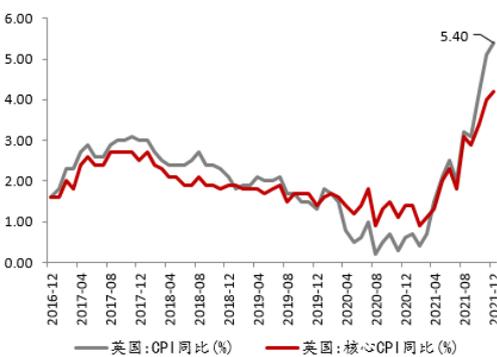
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国失业率持续回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 英国 CPI 维持高位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

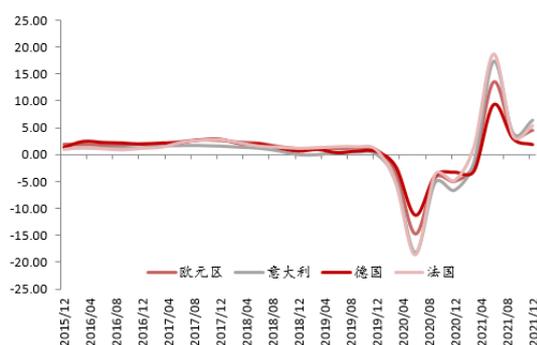
通胀压力持续上升，英国央行或再次加息。英国 1 月 CPI 同比增长 5.5%，创 30 年来新高，服装、鞋类、住房、家具、家庭用品等价格上涨推高了通胀。而由于俄乌冲突加剧，全球大宗商品价格持续上涨使英国通胀压力进一步升温。英国央行此前预计通胀率将持续上行，到 4 月将达到峰值 7.25%。并预计通胀率要到 2024 年才能降至 2% 的目标。为了抑制通胀，英国央行于去年 12 月和今年 2 月两次加息，利率已从历史低点的 0.1% 上调至 0.5%。由于通胀压力持续升温，叠加经济维持良好复苏，市场普遍预计英国央行将在 3 月份再次加息，并在今年年底上升至 2% 左右。英国央行副行长警告称，油价飙升给家庭生活成本带来巨大压力，考虑到通胀率将达到 7% 以上，是央行目标的三倍多，英国央行又必须采取行

动。英国央行行长贝利表示，通胀有明显维持在高位的风险，并称乌克兰危机升级导致的第二轮通胀影响令人担忧，因此可能需要进一步加息。不过他还表示，市场动荡期间暂停可能暂停量化紧缩。目前市场已消化英国央行将在3月17日的下次会议上再次加息25个基点的预期。

### （三）欧元区：经济活动持续放缓，欧洲央行释放鹰派信号

欧元区去年四季度经济放缓，2月份经济恢复扩张势头。受疫情影响拖累，欧元区去年四季度GDP环比增长0.3%，较第三季度的2.3%明显下滑。不过四季度GDP同比增长4.6%，高于第三季度的3.9%。由于受供应链瓶颈严重干扰的汽车业及依赖出口导向型的经济，欧元区第一大经济体德国在去年四季度的经济表现弱后于欧元区平均水平，而法国和意大利在2021年都实现了创纪录的经济增长。从今年一季度的表现来看，在经历了1月份疫情的冲击之后，欧元区2月份经济也由于限制措施的放宽而出现了明显复苏。整体来看，欧元区2月制造业PMI初值录得58.4，略低于预期及之前的58.7。2月服务业PMI超预期回升至55.8，带动2月综合PMI初值回升至55.8，创5个月新高。随着疫情好转，欧洲许多国家在2月份放宽了防疫措施及旅行禁令，大幅提振了服务业消费需求，并在一定程度上缓解了供应链瓶颈。不过由于能源价格及工资上涨，PMI价格分项指数的涨幅创记录以来新高，暗示通胀压力仍在上涨，原材料价格持续上涨在一定程度上将阻碍制造业的复苏。

图 22 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



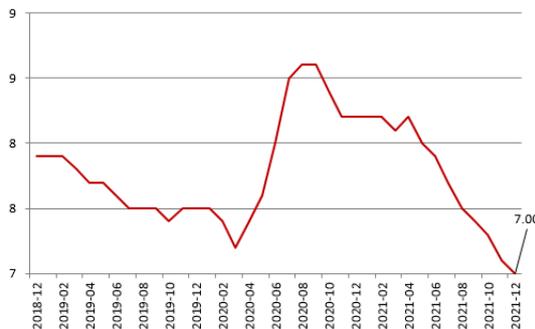
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区失业率降至历史低点，通胀率创新高。随着经济持续复苏，欧元区去年12月失业率将前一月下降0.1个百分点至7%，创历史最低水平。12月失业人口与同期相比减少了183万人。消费方面，欧元区去年12月零售销售环比录得-3%，较11月1%大幅下滑，降幅超市场预期。由于担忧通胀上涨及圣诞节假期提前消费，欧元区11月零售销售意外向好，

因此 12 月消费有所放缓。不过随着限制措施的放宽，欧元区一季度的消费需求有望回暖。而通胀飙升影响，欧元区 1 月经济景气指数录得 112.7，续创 2021 年 4 月以来新低。欧元区 1 月消费者信心指数降幅进一步扩大至-15.5，显示消费者对经济前景的担忧加剧，需关注通胀上涨对消费的抑制作用。

受能源价格飙升影响，欧元区 1 月 CPI 同比上涨 5.1%，高于市场预期并创纪录以来新高。由于欧洲对俄罗斯的天然气及石油供应的依赖度较高，因此俄乌局势升级将进一步推升欧洲天然气、石油及电力价格，导致欧元区通胀压力维持高位，这使得欧洲央行货币政策收紧压力大增。尽管 2 月份欧洲央行继续维持当前利率不变，但欧洲央行行长拉加德承认通胀比预期的更为严重。且与以往不同的是，拉加德没有继续强调“今年内不太可能加息”，这被市场解读为鹰派信号。针对近期的俄乌紧张局势，欧洲央行首席经济学家莱恩表示，俄罗斯乌冲突可能会使欧元区今年的 GDP 下降 0.3%-0.4%，认为未来两年的通胀率似乎都不太可能跌破 2%。欧洲央行行长拉加德表示，现在判断俄乌冲突的整体经济影响还为时过早，但持续的不确定性可能会拖累投资和消费，并阻碍经济增长。

图 24 欧元区失业率



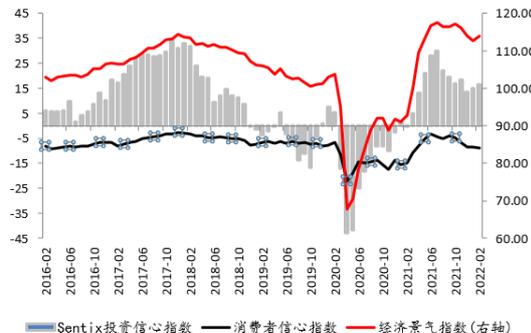
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 25 欧元区零售销售



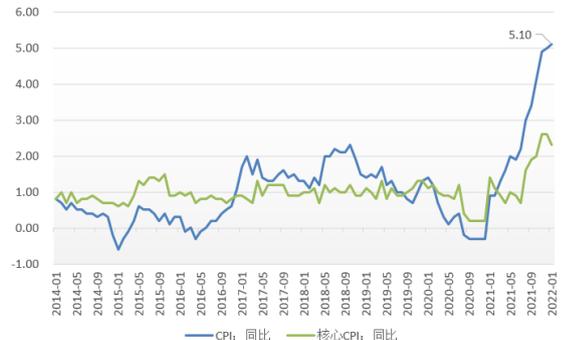
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 欧元区消费、投资者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 27 欧元区 CPI 飙升

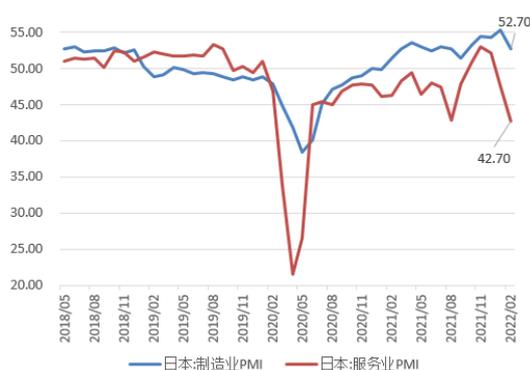


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

#### (四) 日本：限制措施拖累经济复苏，消费和通胀重陷低迷

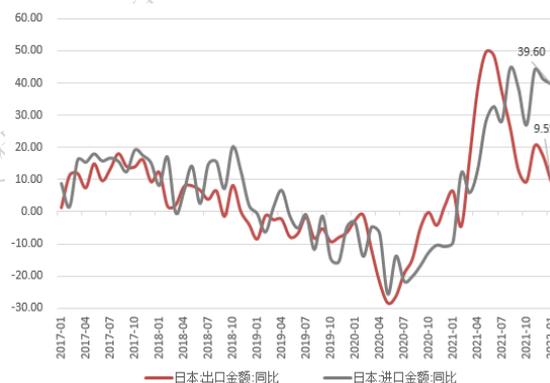
日本重启疫情防疫措施，2 月经济增速继续放缓。日本 2 月制造业、服务业 PMI 双双下滑，2 月制造业 PMI 由前值近八年高位的 55.4 回落至 52.9，创 5 个月最低。制造业产出五个月来首次陷入萎缩，由 1 月的 54.8 骤降至 48.7。新订单增速也创当前扩张周期的最低水平，数据显示制造业供需两端同步放缓。而由于疫情及防控措施影响，日本 2 月服务业 PMI 由 1 月的 47.6 进一步降至 42.7，创 2020 年 5 月以来最低。进出口方面，得益于美欧放宽防疫措施提振了需求，日本 1 月出口额同比增加 9.6% 至 6.3320 万亿日元，连续 11 个月增加。而受油价上涨及日元走低等因素影响，日本 1 月进口额同比增加 39.6% 至 8.5231 万亿日元，连续 3 个月创下新高。整体来看，日本经济仍较为疲弱，原材料价格上涨可能会抑制需求增长，从而导致出口增速放缓。

图 28 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

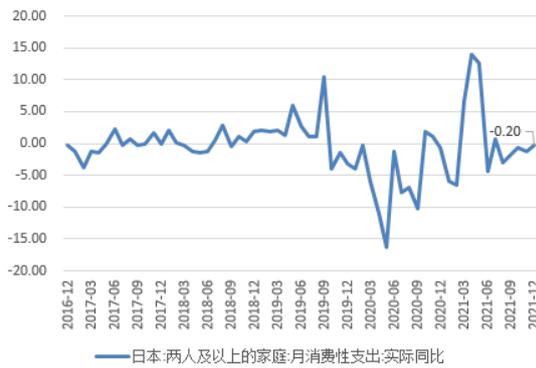
图 29 日本出口同比年内首次转正



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

由于新冠疫情的恶化，日本将紧急状态扩大至全国 11 都府县，新增大阪、京都等 7 地，使消费需求承压。日本 12 去年月家庭支出同比降 0.2%，较前值上行 1.1 个百分点。1 月季调后零售销售环比录得-16%，较上月大幅下滑，显示限制措施的重启对消费产生了较大冲击。疫情的再次恶化导致日本需求陷入疲软，日本 1 月 CPI 较前值有所回落，录得 0.5%。1 月份核心 CPI 同比上涨 0.2%，为连续第五个月上涨，但增速较前一个月放缓。通胀数据疲软加大了日本央行在加息方面落后于其他主要国家央行的可能性。在 2 月的会议上，日本央行宣布维持货币政策不变，并重申以每年 80 万亿日元的速度扩大基础货币。日本央行行长黑田东彦表示，目前的 CPI 不会导致政策转变。

图 30 日本家庭支出同比增速



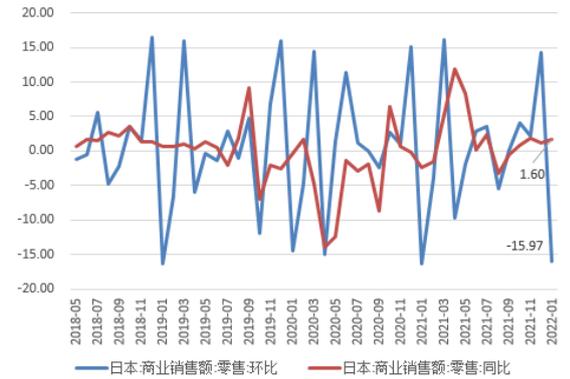
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 32 日本失业率



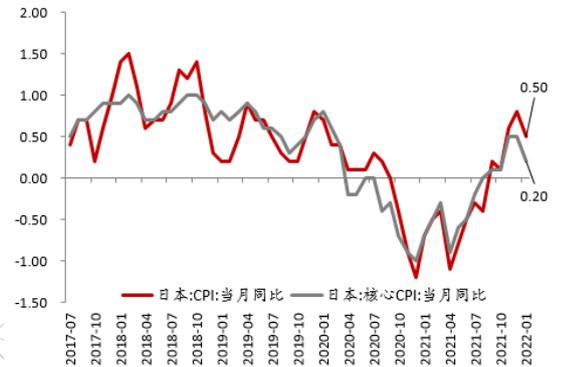
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 31 日本商业零售销售增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 33 日本通缩压力



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，

### 三、国内经济回顾与展望

#### （一）企业复工形势良好，供需两端动能加强

得益于全球经济体复苏共振，海内外需求大幅回升，我国制造业持续高景气，PMI 指数于四季度重回荣枯线之上，恢复进程良好。外需较强支撑制造业持续复苏，但在替代效应减弱、美国复苏重心逐步转变为服务业的大前提下，长期来看制造业景气度大概率将有所回落。而受通胀预期持续升温、疫情不断反复的影响下，服务业总体景气度不及疫情前水平，居民消费需求略显疲软，拖累旅游、运输、娱乐相关服务业。随着消费刺激政策逐步退潮，内生动能进一步减弱，服务业景气度或将缓缓回落，恢复速度放缓。此外，政策方面开始强调“保供稳价”，此前出现的“限电限产”措施明年再次出现的可能性较小。

总体延续恢复趋势，“保供稳价”力度加大。从最近数据看，中国 2 月官方制造业 PMI 录得 50.3，较上月回升 0.2 个百分点，企业节后复工复产形势良好，景气水平小幅回升。从分项上来看，受春节假日因素影响，生产指数为 50.4，比上月下降 0.5 个百分点，但连续四月高于临界点，反映制造业生产继续保持增长。新订单指数录得 50.7，重回扩张区间，表明节后制造业市场需求释放有所加快。此外，价格指数同步回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数高于上月 3.6 和 3.2 个百分点，上游成本压力再度扩大。

服务业恢复减慢，基础仍不牢固。2 月非制造业 PMI 录得 51.6，较上月上升 0.5 个百分点，非制造业总体恢复有所加快。其中，服务业商务活动指数小幅上升 0.2 百分点至 50.5，服务业延续恢复态势，但与往年春节月度相比，景气水平偏低。从行业来看，受春节假日消费带动，铁路运输、航空运输、邮政快递、文化体育娱乐等行业商务活动指数均升至较高景气区间；但零售、生态保护及环境治理、居民服务等接触性行业受疫情影响相对较大，商务活动指数位于 45.0 以下低位区间，市场活跃度较弱。

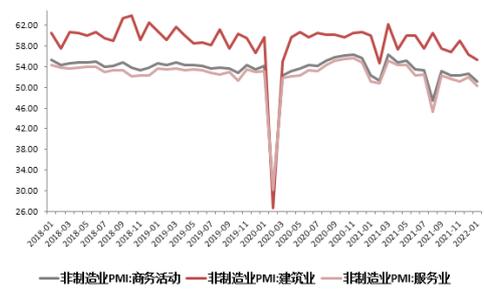
总体来看，传统生产淡季已过，企业节后复工复产形势良好，制造业扩张力度有所回升。但制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。而受近期稳投资加快推进，部分重大基础设施工程和项目适度超前开展等因素带动，建筑业企业对节后生产经营预期较为乐观。

图 35 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业受疫情冲击



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）固投平稳恢复，投资结构分化加剧

固投总体平稳，产业转型步伐较快。1-12 月份，全国固定资产投资 544547 亿元，同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，与上月持平；环比增长 0.22%。基础设施投资同比增长 0.4%，制造业投资增长 13.5%，房地产开发投资增长 4.4%，同比增速较上月均有小幅度回落。总的来看，经济持续恢复发展，固定资产投资保持增长。接下来，制造业投资在高技术产业的提振下增势较好，基建投资增速或在“财政前置”影响下有所回升，而房地产或继续降温。

### 1. 专项债加快落地，基建投资有所改善

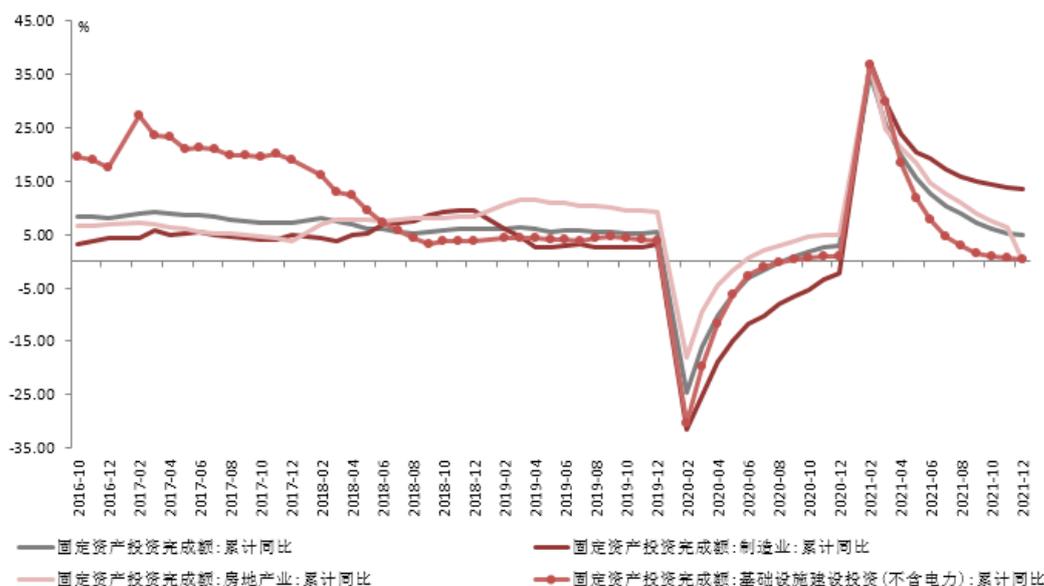
政府专项债早发放，提振基建投资缓慢发力。2022 开年至今，新增专项债提前批已发行 5000 多亿元，大幅高于 2021 年同期。此前，财政部已公布可提前下达的专项债最高额度为 2.19 万亿元，在此基础上，有助于推动 2022 年上半年的基建项目的建设。

受年底不断有政策出台要求促进重大项目落地见效、适度超前开展基础设施投资的影响，基建投资同比降幅明显缩小，广义基建投资同比重回正增长，支撑了投资稳步恢复。而从整体来说，基建增速依旧较低，但专项债继续加速到位对基建形成一定支撑。稳投资是未来一段时间内的重点方向，随着重大项目加速落地，基建投资增速或有所回升。专项债的加速到位，显示稳增长政策逐步开始发力，将促进投资项目的开展进度，推动基建投资增速。与此同时，建筑业 PMI 依旧维持高景气，对基建投资造成一定支撑，未来基建投资增速预计仍将稳中向上，但快速回升的可能性不大。并且随着未来专项债融资项目的逐步落地，预计基建增速将触底回升，从而缓解部分经济下滑压力。

往后看，2022 年经济增长压力加剧，能源转型进程加速，数字经济发展正当时，我们

认为 2022 年将成为新基建的发展大年。随着专项债资金使用效率逐渐提高，基建投资将回归常态化的中枢水平，基建峰值虽已过，但增量依旧可观。结构上看，交通基础设施和水利基础设施等老基建仍是基础，而新基建里的风光设备、火电改造、数据中心、特高压、城轨等也将发挥越来越重要的作用。

图 37 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 2. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资

制造业投资较强，总体上行趋势不改。出口连续处于景气区间，外需强劲刺激制造业持续上行，制造业投资已逐步成为投资稳定恢复的主要动力，后续同比或将继续提速。其中，高新制造业始终是提振制造业投资的核心动能。但需要注意的是，芯片问题尚存并且很难快速恢复，制造业短期大幅上行的可能性较低。

从利润方面看来，2021 年全国规模以上工业企业实现利润同比增速总体保持较快增长。在生产资料价格高位运行拉动下，采矿业、原材料制造业利润同比增速均明显高于工业平均水平；随着能源保供政策措施的落实，煤炭产量加快，带动煤炭行业利润，盈利规模明显扩大。但需要注意的是，下游行业尤其是小微企业经营压力仍然较大，亏损企业数仍然较多，工业企业效益状况持续改善存在压力。

目前，我国出口维持强韧性推动国内制造业大力发展，带动经济稳步复苏，形成良好

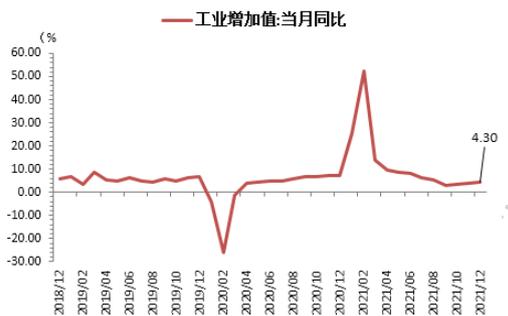
内部循环。但从生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价压力已逐步向中下游企业传导，未来或对制造业投资造成一定不利影响。只不过当前实体环境仍存在一定不确定性，制造业短期内压力尚存。同时，2022年在随着全球各主要经济体受疫情影响边际减弱，我国出口景气度大概率有所回落，制造业大幅上行的动力减少，也将形成压力。

图 34 制造业 PMI 小幅回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 工业生产平稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 工业企业利润边际放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 三大门类工业增加值当月同比(%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 3. 降温趋势依旧，“房住不炒”基调未改

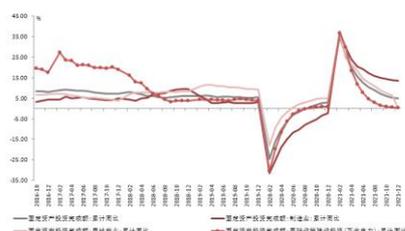
地产融资监管严格，房地产持续弱势。2021 年楼市整体呈降温趋势，销售大幅回落影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而减弱。尽管 2020 年 9 月底开始融资环境出现松动，但是“房住不炒”这一基调仍未改变，在高质量发展的背景下，重新借助地产和债务扩张来拉动经济的模式已不合适，货币政策也难以再次出现大水漫灌，且“三条红线”对地产杠杆的约束依旧存在，预计 2022 年国内房地产投资增速或低位运行。

在政策边际放松的背景下，未来销售面积将率先回暖。主要有两点原因：一是居民贷确定性放松，释放了部分积压需求；二是需求端较供给端来说对政策更敏感，政策底之后，销售大概率回暖，而开工、施工拐点则会有一定的滞后性。

国有六大行从 2 月 21 日起，同步下调广州地区房贷利率，首套房贷利率从此前的 LPR+100BP (5.6%) 下调至 LPR+80BP (5.4%)，二套房利率从 LPR+120BP (5.8%) 下调至 LPR+100BP (5.6%)。广州不少楼盘已竞相刮起涨价风，但市场成交量却仍不尽如人意。分析人士普遍认为，一季度广州楼市相比去年底将会有所回升，但回升幅度有限，“小阳春”说法还为时过早，预计 3 月份才会迎来一季度成交的高点。同时，

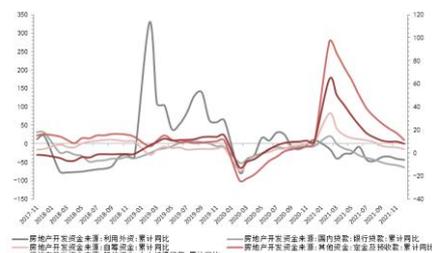
总体看来，由于房地产行业信用风险上升，房地产投资增速迅速回落，监管政策逐步改善放松。为了防止风险传递至其余领域，央行多次进行预期引导，纠正金融机构对房企融资管理规则的误解，适当放松房屋融资的限制。随着地产融资的收紧边际缓解，以及地产市场预期后期可能转好，对投资端的影响还需要一定的时间，同时叠加 2022 年上半年有高基数的影响，房地产投资增速下滑势头可能趋缓，但下半年地产投资料将低增长乃至负增长。但同时，须谨防政策的过度宽松再将房地产市场推向过快上涨的通道，重走过度依赖房地产的老路。《四季度货币政策执行报告》强调，对于房地产，要牢牢坚持“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济手段的基础上，“更好满足”合理住房需求。

图 38 房地投资持续降温



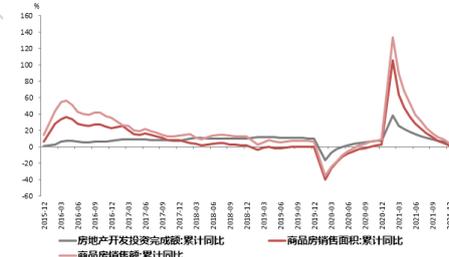
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 41 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### (三) 接触型行业仍受影响，总体消费较为疲弱

春节返乡政策灵活执行，消费复苏进度缓慢。和 2021 年春节相比，今年倡议“就地过

年”的力度明显减弱，要求各地根据疫情风险情况，引导科学有序出行、防止“一刀切”。春节期间，全国春运日均发送旅客 2450 万人次，相比 2021 年同期上升 45%，但相比 2019 年同期下降 65%；春节假期前三天，近程游以及都市休闲、走亲访友等旅游需求较为旺盛，全国国内旅游出游合计 1.37 亿人，恢复至 2019 年春节假日同期的 71.5%，但总体看来出行恢复较 2019 年春节同期仍有较大差距，城市内交通指数如地铁客运量与百城拥堵指数均低于 2021 年初。此外，消费恢复依然乏力。正月初一至初六，全国电影票房收入（含服务费）60.2 亿元，同比下降 23.1%，观影人数同比下降 29.0%。而从餐饮业看，央行数据显示今年春节期间餐饮类商户支付金额同比增长 29.6%，低于 2021 年国庆假期的同比 31.1%，疫情影响尚存，接触型行业表现疲软。

严格的疫情管控措施虽然托住了消费下限、但也限制了消费上限。当前，中国实行严格的“清零”政策，促使整体的商品消费稳定恢复，消费下限得以保证。但与此同时，疫情散发导致多地封锁和隔离，客观上减少了消费支出和消费意愿，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等接触性行业的支出，使得服务消费难以实现真正复苏，消费难以突破复苏上限。

整体来看，今年以来收入端持续恢复，在一定程度上提振居民消费能力。此外，在明年经济下行压力渐显的背景之下，国家预计将出台刺激消费相关政策，而这也支撑 2022 年消费的进一步修复。但需注意，疫情仍处于多点散发状态，在“清零”政策下将持续影响居民消费需求。

图 42 社零总额及同比增速 (%)



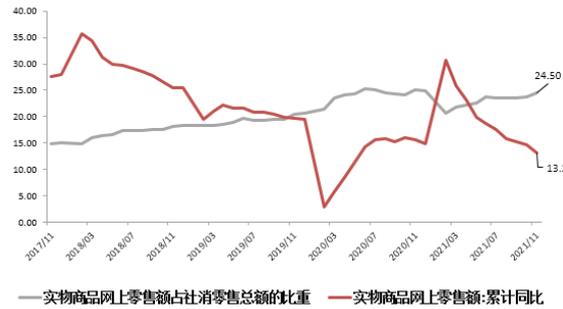
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 43 汽车类商品增速 (%)



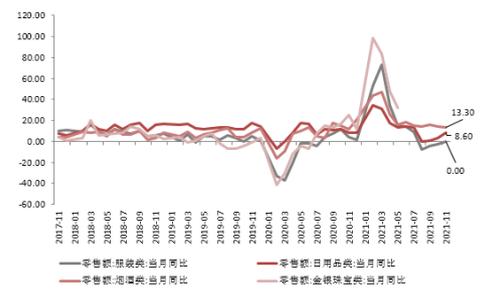
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 实物零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

#### (四) 航运价格持续走高，出口面临回落压力

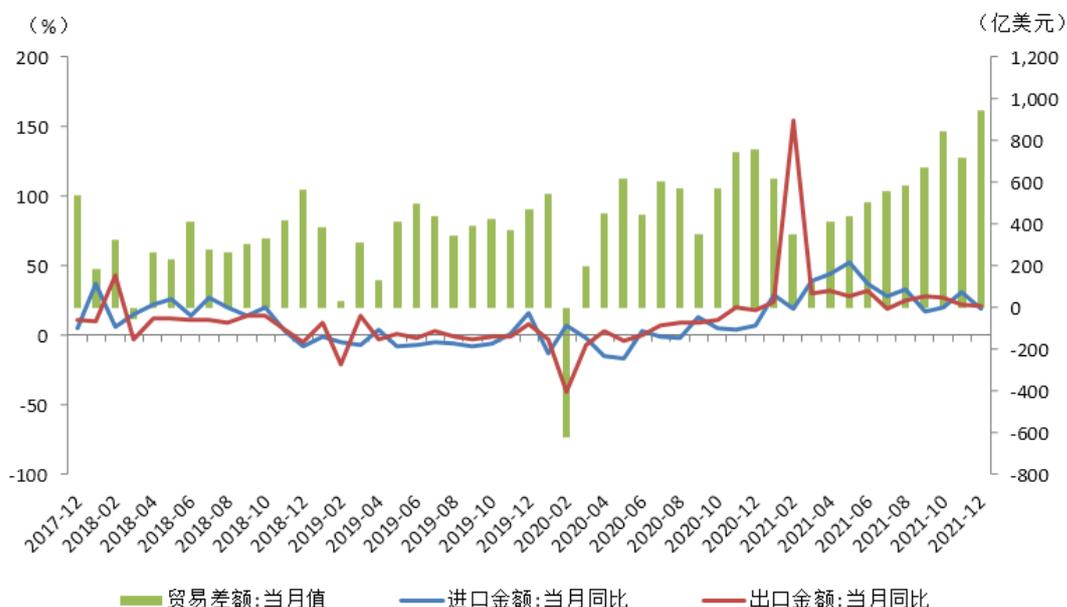
奥密克戎扩散支撑我国外贸，短期出口仍显韧性。目前来看，出口景气度依旧较高，我们认为主要有以下两点原因：一是各国宽松货币政策继续发挥作用，居民需求快速恢复，从而带动我国出口走好，即“外需效应”，但东南亚国家生产能力的恢复对我国劳动密集型产品出口产生了一定的影响。二是奥密克戎持续作用，支撑我国防疫物资出口，两年平均同比的拉动相较于其他出口产品表现偏强。

展望接下来出口趋势，主要考虑两个核心因素：一是航运价格过高，或不利于出口企业发展。近期中国出口集装箱运价指数（CCFI）仍在走高，抬升企业出口成本，从而大幅降低出口利润，对出口行业发展产生一定的抑制作用。二是新冠疫情对海外经济体如美国制造业供应端产生的负面影响正逐步减弱，海外制造业恢复进度或将提速，降低“外需效应”，从而不利于我国出口持续走高。

总体来看，未来几个月出口价格或边际下行，拖累出口增速加速回落。2021 年出口增速的高增，主要源于价格因素的支撑。1 月制造业 PMI 出厂价格指数在收缩区间进一步下降，未来数月 PPI 同比增速将加速回落，带动出口价格同比增速的加速下降，价格因素或拖累出口增速在未来数月加速回落。

而在进口方面，内需较弱拖累整体进口下行。新一轮新冠疫情导致的消费者谨慎和供给限制，经济动能有所减弱。而随着“保供稳价”持续作用，煤炭等能源产品进口受到支撑。目前来看，进口受到国内需求影响较大，而我国需求增速接下来或边际减缓，生产增速下滑，进口可能将进一步回落。值得注意的是，俄乌冲突逐步升级，或对部分商品进出口产生较大影响，需维持关注。

图 46 出口维持强劲



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （五）保供稳价持续显效，通胀压力依旧温和

### 1. CPI：猪肉供应充足带动食品项价格回落

从食品项看，1 月食品价格同比由上月下降 1.2% 扩大为 2.6%，影响 CPI 下降约 0.72 个百分点；食品价格环比由上月下降 0.6% 转为上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。冬季腌腊基本结束，加之节前生猪出栏加快，猪肉供应充足。1 月份猪肉价格同比下降 41.6%；环比价格下降 2.5%。从供给端看，本月生猪出栏速度有所加快导致近期市场猪肉供应较为充足。从需求端看，随着年前腌腊进程结束，猪肉消费需求有所回落，导致需求不及产出。在供需错位的背景下，猪肉价格或将继续位于下行区间。

食品中除猪肉外，受节日因素影响鲜果、水产品和鲜菜价格环比分别上涨 7.2%、4.1% 和 3.1%。从食品项来看，由于春节提振居民需求，1 月份食品价格由降转升。但随着淡季来临，食品需求将有所回落，菜价或小幅下行。

从非食品项看，1 月非食品价格同比上涨 2.0%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.64 个百分点；环比由减少 0.2% 转为上涨 0.2%。其中，工业消费品价格由下降 0.5% 转为持平，其中受国际能源价格上涨影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 2.2%、2.4% 和 1.5%。同时，因春节临近，服务价格由上月持平转为上涨 0.3%，其中，节前出行有所增加，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格均有所上涨；受部分城市务工人

员返乡及服务需求增加影响，家政服务、母婴护理服务和美发等价格也有不同幅度扩张。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 1.2%，与上月持平，反映居民实际需求复苏态势较为稳固，总体通胀水平依旧温和。

总体来看，接下来我国居民消费价格料将继续回落。2月8日，国家发展改革委宣布，全国猪粮比价（生猪出栏价与玉米价格比值）已进入过度下跌二级预警区间。国家发展改革委将会同有关部门视情启动猪肉储备收储工作，并指导地方按规定开展收储工作。在此基础上，后续或对猪价形成一定支撑。

“保供稳价”效果持续显现，外加疫情防控影响，促使相关工业、旅游业、服务业价格回落。在此背景下，通胀预期有持续降温的可能。但受俄乌冲突升级、全球能源供应紧张等因素影响，国际原油价格近期涨势较强，或推动我国汽油、柴油、汽车以及相关行业价格。后续需持续关注俄乌关系及全球疫情态势。

## 2. PPI：剪刀差收窄，中下游企业传导压力大

随着保供稳价政策落实力度不断加大影响，煤炭、钢材等能源和原材料价格上涨势头进一步得到遏制，工业品价格涨幅继续回落，回落速度超过预期。1月 PPI 同比上涨 9.1%，涨幅比上月缩窄 1.2 个百分点；环比下降 0.2%。其中，生产资料价格环比下降 0.2%，降幅缩窄 1.4 个百分点；生活资料价格仍为持平。多部门多政策联动调整外加“保供稳价”持续见效抑制煤炭、金属等工业产品的价格高涨趋势，1月 PPI 增速下滑。但从生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价压力已逐步向中下游企业传导。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长 11.8% 和 0.8%，剪刀差缩窄 1.4 个百分点，中下游企业经营压力或继续加大。

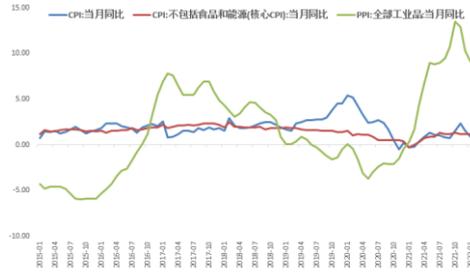
主要行业中，多部门联动遏制煤炭价格非理性上涨，“保供稳价”继续有力推进，煤炭产量和市场供应量持续增加，煤炭、钢材价格继续回落，煤炭开采和洗选业价格下降 3.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.9%。而国际原油、有色金属价格回升带动国内相关行业价格回暖。石油和天然气开采业价格由上月下降 6.9% 转为上涨 2.6%；化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业价格降幅分别收窄 0.8 和 3.0 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%

1月国际原油走高，主要是受俄乌紧张局势、哈萨克斯坦动乱等地缘政治风险加剧影响，而天然气供应紧张、价格飙升，则进一步刺激了石油产品的需求。在原油供需缺口仍较大、库存持续消耗的背景下，原油走高趋势或维持一段时间，后续需关注俄乌局势进展。

接下来，在“保供稳价”多政策并行及基数效应共同作用下，PPI 大概率进入下行区

间。但由于目前气温较低，全球天然气需求较大，在供应端相对偏紧和全球库存相对较低的情况下，国际大宗商品价格料将在高位震荡，支撑 PPI 涨幅，因此 PPI 大幅度下行的可能性不大。但需要注意，上游压力已逐步传导至中下游，中小企业经营压力将持续加大。

**图 47 食品价格持续上涨 (%)**



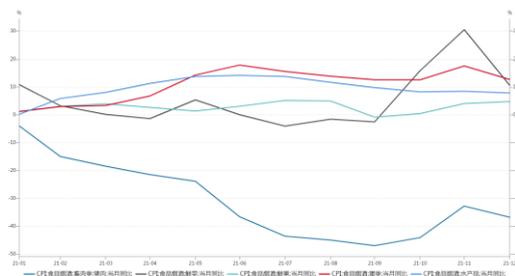
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

**图 48 上游成本压力持续向中下游传导**



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

**图 49 生猪出栏加快带动食品项价格回落**



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

**图 50 原油价格高位震荡向上**



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流

## 四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

### （一）财政政策：总量和结构并重

2021 年全年来看，财政呈“超收歉支”特征。在实际经济景气度前高后低、价格因素下半年较高、基数整体偏低的背景下，名义增长和企业盈利增速均保持较好水平，2021 年财政以超收歉支收尾，为财政“跨周期调节”提供了资金。

今年的公共财政收入随经济变化也呈现前高后低的走势，两年复合累计同比虽由 7 月的高点 4.7% 下滑至本月的 3.1%，但远高于全年目标，整体表现较为平稳。但需注意的是，虽然 2021 年财政收入实现超收，但是两年平均增长 3.1%，增幅低于 GDP 增速，财政收入占 GDP 的比重持续下降，财政支撑经济社会发展的压力仍然较大。全年最高点录于 7 月份的 7.6%，相较于价格高位来看，增速表现较为一般，超收主要是因为年初预期目标设定较为谨慎。而与之相反是支出偏慢，今年的支出进度是 93.6%，进度较慢。

2 月 22 日财政部表示，在去年新增减税降费 1.1 万亿元基础上，今年我国将实施更大规模减税降费。2 月 24 日，财政部发布《2021 年中国财政政策执行情况报告》称，2022 年，将实施更大力度的减税降费，落实落细已经出台的各项减税、缓税和降费政策。合理安排地方政府专项债券，支持重点项目建设；优化债券使用方向，不撒“胡椒面”，重点支持在建项目后续融资。

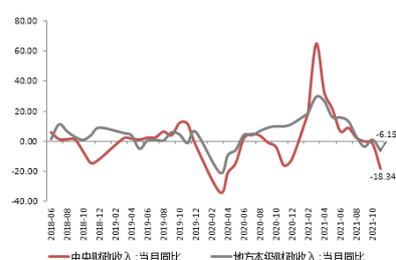
从整体来看，2021 年财政政策呈现边际收缩态势。对于财政支出节奏，鉴于今年专项债发行使用偏慢和明年上半稳增长压力更大，财政部提出要“支持重点项目建设”，并“支持在建项目后续融资”，预计 2022 年财政支出将重点支撑基建，投资增速适度超前将成为稳增长的重要支撑。

图 51 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 52 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## （二）货币政策：宽信用、宽货币、稳增长

房贷改善势头减弱，基建或发力明显。中国 1 月社会融资规模增量为 6.17 万亿元，比上年同期多 9842 亿元。政府债券发行加快，结合政府存款少增，符合财政前置的方向，专项债发行会对社融形成持续支撑，推动经济发展。1 月份人民币贷款 3.98 万亿元，较上月大幅反弹。从结构上看，居民中长期贷款增加 7424 亿元，同比少增 2024 亿元；企业短期贷款增加 1.01 万亿，为历史新高；企业中长期贷款新增 2.1 万亿，同比多增 600 亿元。

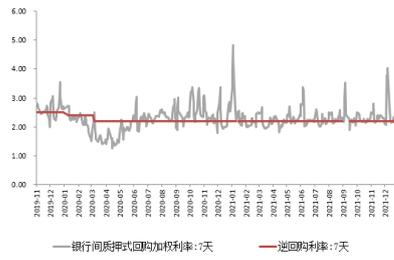
居民信贷表现不佳，企业信贷大幅反弹。其中，居民中长期贷款在 10-11 月政策调整之后同比增加，但在地产销售没有根本改善的背景下，居民房贷需求连续恢复较为困难，就单月数据来看，房地产政策虽然边际有所放松，但地产信贷扩张不明显，有待进一步发力和政策端支持。当前仍处经济下行周期，我国逆周期投资主要以地产投资和基建投资为主，在房地产市场景气度较低，居民商品房购房需求仍弱的背景下，房企融资需求或也相对疲弱，基建投资发力或较明显，从而带动企业信贷的持续回暖。

实体仍较悲观，经济上行压力大。1 月份 M1 同比增长-1.9%，增速比上月末下降 5.4 个百分点，M2 同比增速上升 0.8 个百分点至 9.8%。M1 在春节错位的影响下迅速回落。但剔除春节错位影响后，M1 的同比仍然明显较低，反映出实体企业仍然较为悲观，与社融所反映的信息也较为一致。

2 月 11 日，央行发布《2021 年第四季度中国货币政策执行报告》强调，稳增长态度要坚决，货币信贷总量与结构齐发力，强调监管协同，关注发达国家货币收紧的外溢效应。从第三季度的“做好跨周期调节”到这次的“加大跨周期调节力度”，稳增长的迫切性明显加强。对于延续 4 季度例会中发挥好货币政策“总量和结构双重功能”，既要“总量稳”也要“结构优”，在不“大水漫灌”的前提下满足实体合理融资需求。央行在专栏 2 和 3 中指出，“我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间”。

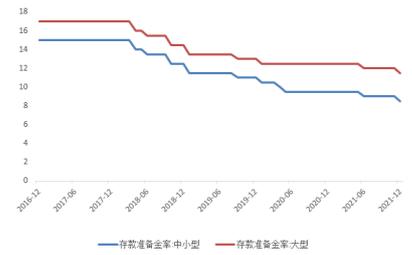
总的来看，政策方向正逐步转向宽货币、宽信用。目前看来，我国经济下行压力大、实体经济融资需求低迷、信贷需求仍然较弱，结构有待改善，社融同比增速回升相对缓慢。在此背景下，货币政策基调为总量宽松的可能性较大。

图 53 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 54 存款准备金率再度下调



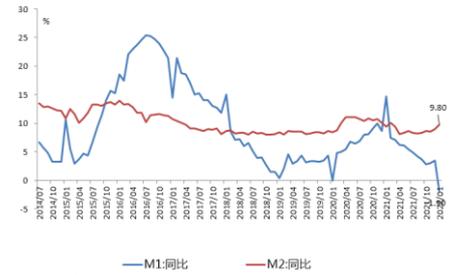
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 55 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 56 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。