



全球经济承压下行 国内政策边际放宽

摘要

全球疫情恶化拖累经济复苏步伐，海外通胀飙升带动货币政策趋紧。年初以来各国病例持续激增，美欧等发达国家 1 月 PMI 均大幅回落，显示奥密克戎对经济复苏产生较为明显的冲击。另外，全球通胀仍居高不下，但美欧 CPI 环比有所下降，PMI 投入及产出价格指数也由高点回落，暗示通胀压力有缓解迹象，但仍需警惕奥密克戎再次冲击制造业供应链。货币政策方面，美联储释放鹰派信号，鲍威尔称打算在 3 月提高利率，加息空间很大。但欧洲、日本央行仍维持宽松政策。整体来看，奥密克戎病例激增使全球经济增速在年初进一步下滑，各国通胀飙升提振了货币紧缩预期。另一方面，俄乌地缘政治局势紧张导致避险情绪升温。受此影响，1 月以来全球风险资产遭受重挫，避险资产受到青睐。

国内经济增速边际放缓，后续或在转型中稳中有增。四季度 GDP 继续下降，疫情持续影响以服务业为主的第三产业，而随着政策影响逐步减弱，生产端恢复态势稳定且良好，第二产业恢复明显。专项债加速到位，重大项目加速落地，稳增长政策逐步开始发力，或提振基建投资。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。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，2021 全年财政呈“超收歉支”特征，后续将“总量与结构并重”；而在经济下行压力增大的基础上，一季度进一步的总量宽松政策仍然可期，政策方向正在转向宽货币、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：年初经济活动低迷，美联储释放鹰派信号	8
(二) 英国：经济复苏受疫情影响，通胀压力创 30 年新高	10
(三) 欧元区：经济活动持续放缓，欧洲央行维持宽松	12
三、国内经济回顾与展望	14
(一) 经济复苏脚步减缓，疫情影响尚存	14
(二) 供需两端动能加强，价格指数继续回落	15
(三) 固投平稳恢复，投资结构分化加剧	17
1. 专项债加快到位，基建投资有所改善	17
2. 制造业维持高增长，支撑固定资产投资回暖	18
3. 降温趋势依旧，“房住不炒”基调未改	20
(四) 疫情多点多地扩散，接触型行业遭受冲击	21
(五) 供需缺口扩大，我国出口依旧高景气	22
(六) 保供稳价持续显效，通胀压力有所缓解	24
1. CPI：猪肉出栏加快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 全球疫情再次反弹	4
图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊	5
图 3 摩根大通全球制造业 PMI 及其细分项	6
图 4 摩根大通全球服务业 PMI 及其细分项	6
图 5 航运指数 (BDI、BCI、BPI) 高位回落	7
图 6 全球通胀持续上升	7
图 7 美国三季度 GDP 不及预期	8
图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 9 美国个人消费支出及收入	9
图 10 美国 12 月零售销售环比回落	9
图 11 美国非农就业人口及失业率	9
图 12 周初请失业金人数小幅反弹	9
图 13 美国通胀维持高位	10
图 14 美国 5、10 年期国债收益率	10
图 15 英国 GDP 同比增速	10
图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI	10
图 17 英国零售销售环比大幅下降	11
图 18 英国消费者信心指数大幅回落	11
图 19 英国失业率持续回落	11
图 20 英国 CPI 维持高位	11
图 21 欧元区 GDP 同比增速	12
图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI	12
图 23 欧元区失业率	13
图 24 欧元区零售销售	13
图 25 欧元区消费、投资者信心指数	13
图 26 欧元区 CPI 飙升	13
图 27 我国 GDP 增速及不同产业贡献率 (%)	15
图 28 2022 年 GDP 估算表	15
图 29 制造业 PMI 小幅上涨	19

图 30 工业企业利润边际放缓	19
图 31 工业生产平稳回升	20
图 32 三大门类工业增加值当月同比 (%)	20
图 33 房地投资持续降温	21
图 34 房地投资与销售累计同比 (%)	21
图 35 房地产企业开发资金来源	21
图 36 土地购置与新屋开工面积	21
图 37 社零总额及同比增速 (%)	22
图 38 汽车类商品增速 (%)	22
图 39 实物零售增速上升	22
图 40 社会消费品零售分类增速 (%)	22
图 41 出口维持强劲	24
图 42 食品价格持续上涨 (%)	26
图 43 上游成本压力持续向中下游传导	26
图 44 生猪出栏加快带动食品项价格回落	26
图 45 原油价格高位震荡向下	26
图 46 公共财政收入同比增速 (%)	28
图 47 地方财政收入同比增速 (%)	28
图 48 市场利率多次低于政策利率 (%)	29
图 49 存款准备金率再度下调	29
图 50 人民币兑美元中间价	29
图 51 货币供应量同比增幅	29

研究报告
瑞达期货
仅供内部使用
不构成任何投资建议

一、全球疫情及经济形势

奥密克戎毒株引发全球疫情激增，但部分地区仍然严峻。根据世卫组织数据，截至 1 月 26 日，全球新冠累积确诊病例超 3.56 亿人，累积死亡病例超 561 万人。世界卫生组织 1 月 25 日发布的全球新冠疫情周报显示，过去一周内，全球新增确诊病例超过 2100 万例，创疫情暴发以来单周新增确诊病例数最高纪录。新增确诊病例数居全球前 5 位的国家分别是美国、法国、印度、意大利和巴西。受传染性较强的奥密克戎毒株影响，近 5 周海外疫情急剧恶化，美国、英国、日本及欧洲各国单日新增确诊人数屡创新高。尽管各国的报告显示奥密克戎引发的症状相比此前的德尔塔等毒株较轻，但疫情激增仍导致死亡病例加速上升。面对严峻的疫情形势，许多国家不得不重新采取措施限制人员流动。不过与此同时，英国政府在 1 月 19 日宣布将解除几乎所有限制措施。目前来看，全球疫情仍处于高峰期，确诊病例激增使海外经济增速进一步放缓，劳动力短缺及供应链瓶颈仍面临较大压力。

图 1 全球疫情再次反弹

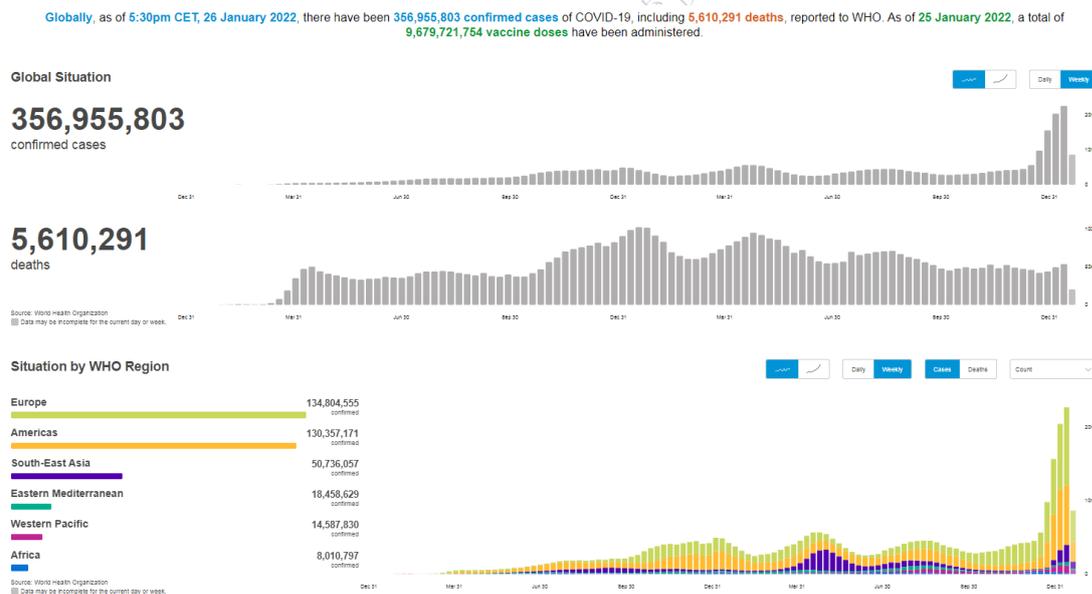
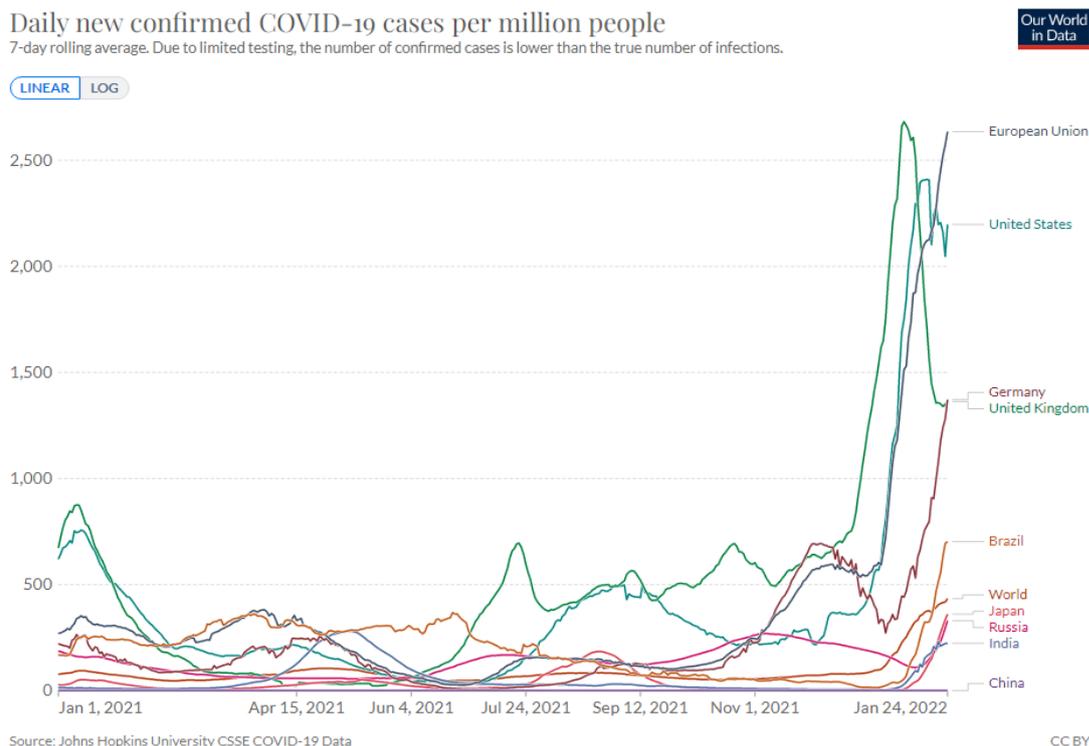


图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

1 月全球新冠疫情激增拖累经济复苏，通胀升温加大各国央行的加息压力。去年 12 月以来，奥密克戎毒株引发的全球疫情重燃对各国经济产生了一定的负面影响。从领先指标来看，12 月摩根大通全球制造业及服务业 PMI 均有所回落，显示全球经济复苏放缓，尤其是服务业下滑较为明显。但从细分项看，制造业产出指数显著回升，产出及新订单差值缩小，显示全球供应链及劳动力短缺问题有所缓解。而制造业投入及产出价格指数也从高位回落，暗示通胀上行压力得到一定缓解。另外，素有全球经济晴雨表之称的波罗的海指数（BDI）也从高位回落，也从侧面暗示需求及经济增速正在放缓。通胀方面，全球能源价格上涨及供应链问题仍推动全球通胀水平在 12 月份进一步上升，这也使包括美联储在内的多个主要央行面临更大的加息压力。

整体来看，全球疫情大幅反弹对服务业造成的冲击较为明显，供应链问题虽有所缓解但仍然脆弱，而通胀飙升也使各国货币政策趋于收紧，全球经济在一季度将继续面临下行压力。1 月 25 日，国际货币基金组织（IMF）在最新一期的《世界经济展望报告》中预计 2022 年全球经济将增长 4.4%，较去年 10 月份预测值下调 0.5 个百分点。具体来看，发达经济体经济今年预计将增长 3.9%，较此前预测值下调 0.6 个百分点。新兴市场和发展中经济体经济今年预计将增长 4.8%，较此前预测值下调 0.3 个百分点。IMF 认为全球经济增长面临下行风险，奥密克戎的广泛传播会导致全球各经济体重新出台限制措施，能源价格不断上涨及

供应链问题引发的通胀超预期上涨，使 2022 年全球经济状况比此前预期的更加脆弱。另外，地缘政治紧张局势升级及全球气候变化加剧也增添了不确定性因素。

图 3 摩根大通全球制造业 PMI 及其细分项



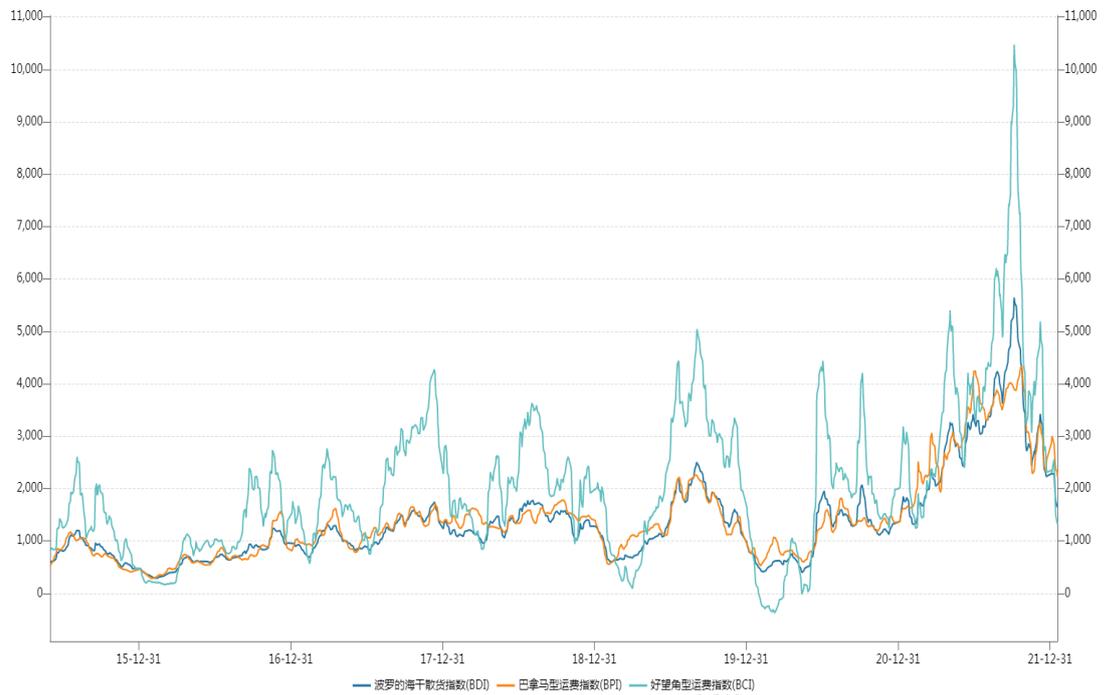
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 4 摩根大通全球服务业 PMI 及其细分项



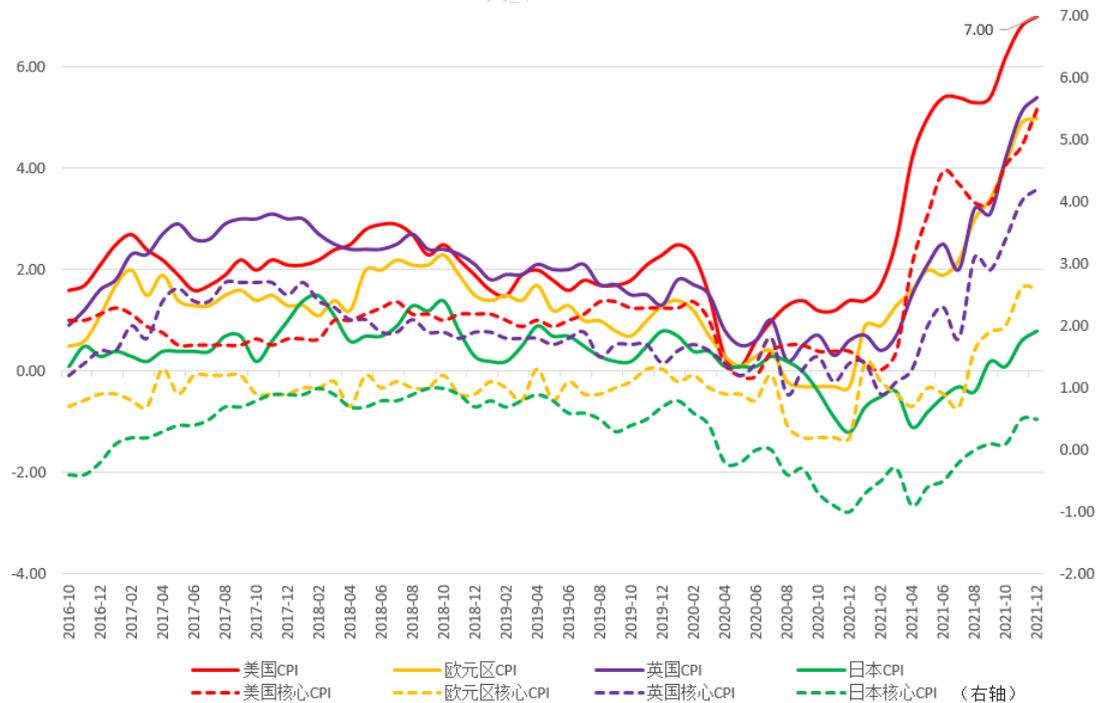
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5 航运指数 (BDI、BCI、BPI) 高位回落



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 6 全球通胀持续上升



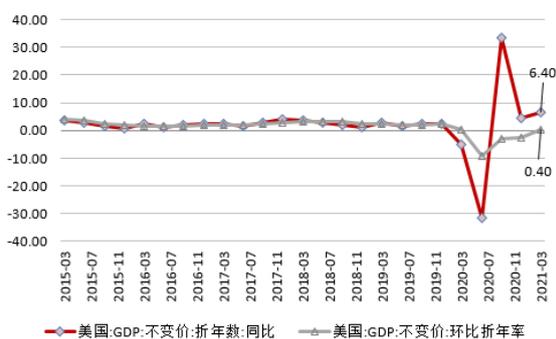
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：年初经济活动低迷，美联储释放鹰派信号

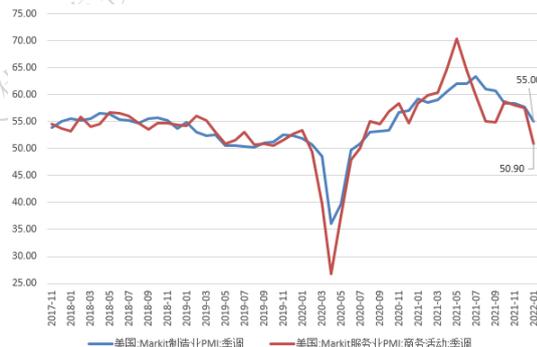
疫情激增拖累年初经济，美国 1 月 PMI 创一年多新低。在奥密克戎的影响下，1 月美国日新增确诊病例一度突破百万，使美国经济在年初几乎停滞。从领先指标来看，美国 1 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 50.9，创 2020 年 7 月以来新低。制造业 PMI 初值降至 55，创 2020 年 10 月以来新低。其中，制造业产出指数降至 50.3，创 2020 年 6 月以来新低；物价输入指数降至 2021 年 5 月份以来新低，显示通胀压力有所缓解。综合 PMI 初值由此前一月的 57 大幅回落至 50.8，创 2020 年 7 月以来新低。其中，新订单分项指数初值降至 55.0，创 2020 年 12 月份以来新低，显示需求有所放缓。整体来看，疫情激增对产出及需求均产生一定影响，供应链问题及员工短缺导致美国经济在 1 月份几乎陷入停滞状态。IMF 在 1 月份的报告中大幅下调了美国 2022 年经济增长的预测，从 10 月份的 5.2% 下调至 4%。

图 7 美国三季度 GDP 不及预期



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

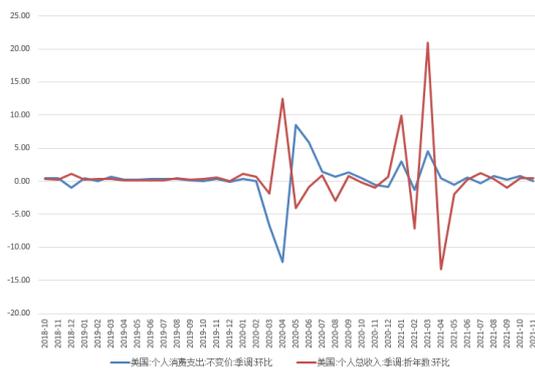
图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

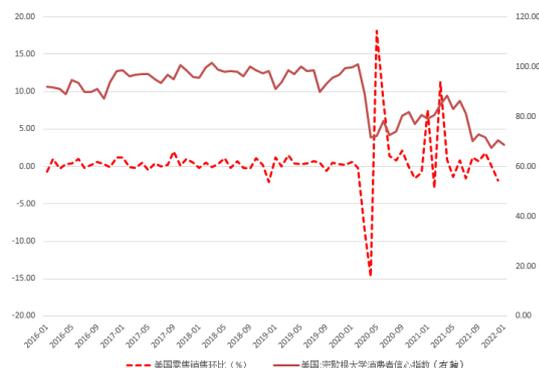
美国消费数据超预期下滑，12月非农就业数据爆冷。美国12月零售销售环比下降1.9%，降幅远超市场预期的-0.1%，较上月修正值大幅回落2.1个百分点。假期购物提前、疫情恶化及通胀上涨是12月支出下滑的主要原因。从消费领先指标来看，美国1月密歇根大学消费者信心指数初值降至68.8，显示消费者对经济前景感到担忧，消费支出在通胀上涨的影响下将继续承压。就业市场方面，美国2021年12月非农就业人口仅增长19.9万人，远不及市场预期并创下一年来最低增幅，但失业率降至3.9%，创疫情以来新低。另外，美国上周初请失业金人数升至28.6万人，为去年10月以来最高水平。12月美国的平均时薪同比增长4.7%，高于预期的4.2%，反映出企业支付更多的费用以吸引及留住劳动力。整体来看，虽然12月失业率有所下降，但奥密克戎病例激增对美国的就业形势仍产生一定冲击，短期内就业增速可能放缓。

图 9 美国个人消费支出及收入



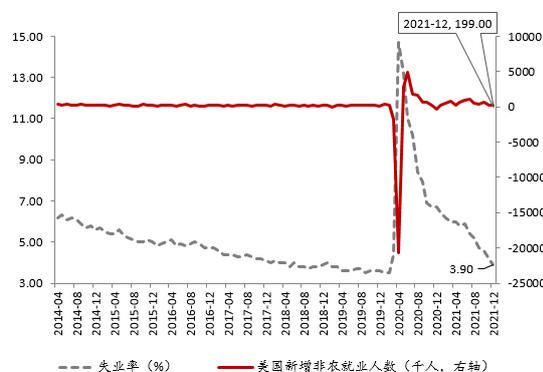
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国 12 月零售销售环比回落



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 11 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 12 周初请失业金人数小幅反弹



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

美国通胀持续上涨，美联储加息预期升温。美国去年 12 月 CPI 环比上涨 0.5%，同比增长 7%，创近 40 年来最大涨幅。核心 CPI 环比上涨 0.6%，同比上涨 5.5%，创 30 多年来新高，数据显示美国通胀。其中，二手车价格、住房及食品成本上涨是拉动通胀上涨的主要因素。薪资上涨、供应链瓶颈及货币宽松等因素导致美国通胀压力持续升温。通胀飙升也迫使美联储释放更多鹰派信号，美联储 1 月政策会议上维持近零利率和缩减购债规模不变，符合市场的普遍预期。但美联储暗示 Taper 将在 3 月初结束，将很快适当地提高联邦基金利率。对于就业及通胀，美联储认为近几个月的劳动力增长强劲，失业率大幅下降；供需失衡导致通胀高企，通胀远高于 2% 的目标。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，打算在 3 月提高利率，但加息幅度未定。加息空间很大，不排除在每次会议上都加息。整天来看，美联储 1 月政策声明较此前市场预期的更为鹰派，利率决议公布及美联储主席鲍威尔讲话过后，美债收益率集体上涨，美元指数上破 96 关口。美联储释放鹰派信号叠加俄乌紧张局势推动市场避险情绪升温，给美元带来上行动力，预计美元指数维持强势。

图 13 美国通胀维持高位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 美国 5、10 年期国债收益率

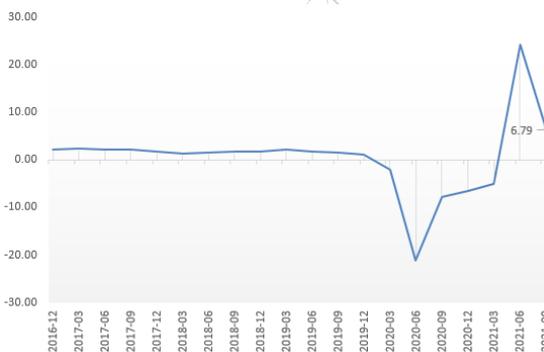


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(二) 英国：经济复苏受疫情影响，通胀压力创 30 年新高

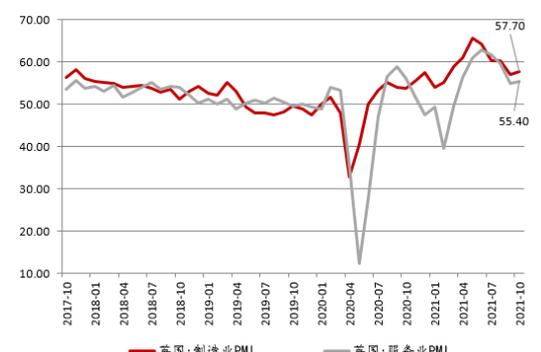
疫情恶化拖累经济复苏，英国 1 月 PMI 创 11 个月新低。英国 1 月制造业 PMI 录得 56.9，意外不及市场预期及前值的 57.9，创去年 2 月以来新低。1 月服务业 PMI 录得 53.3，不及市场预期的 54.8 及前值 53.6。值得注意的是，制造业的价格指数在 1 月有所降温，但服务业价格指数由 12 月的记录高点回落后，在 1 月再次上升，显示服务业通胀压力仍较大。受服务业及制造业景气度双双下滑影响，1 月综合 PMI 由上一个月的 53.6 回落至 53.4，显示奥密克戎毒株引发的病例激增对英国经济产生一定负面影响，一季度经济面临下行压力。IMF 在 1 月份的报告中将英国 2022 年经济增长预测从 10 月份的 5% 下调至 4.7%。

图 15 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

圣诞节提前消费叠加疫情激增，英国 12 月季调后零售销售环比意外下降 3.7%，降幅超过市场预期的 -0.6% 及前值 1%，创 2021 年 1 月以来新低。通胀担忧导致消费者在 11 月提前了圣诞节购物，且 12 月疫情激增也限制了购物意愿，但网上零售依然保持强劲。另一方面，尽管去年底英国新增确诊病例大幅上涨，但英国就业市场仍维持强劲复苏，11 月三

个月 ILO 失业率录得 4.1%，创 2020 年 7 月以来新低。12 月失业率下降 0.2 个百分点至 4.7%，并且在岗劳动者增加了 18.4 万人至 2950 万，远超疫情前水平。与此同时，去年四季度职位空缺达到创纪录的 124.7 万个，显示劳动力需求仍然旺盛。不过尽管英国就业率上升，但工人薪资增速却不及通胀。11 月包括红利三个月平均工资年率由前值的 4.8% 放缓至 4.2%，但 12 月通胀同比由 11 月的 5.1% 增长至 5.4%，创近 30 年来最高纪录，导致实际工资下降。具体来看，天然气和电力等能源价格飙升是带动通胀上涨的主要因素，但餐饮、酒店、家庭用品及服装业也出现较为明显的物价上涨显现。

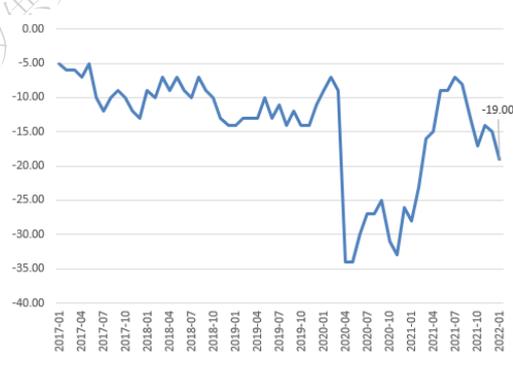
12 月通胀飙升再次加大了英国央行的加息压力，此前英国央行预计，2022 年上半年的通胀可能突破 6%，这一水平是通胀目标的三倍。英国央行行长贝利称英国的通胀前景可能会恶化，并表示工资和天然气价格飙升的前景都不容乐观。为了抑制通胀，去年 12 月份英国央行就将基准利率上调 15 个基点至 0.25%，在通胀压力持续的背景下，英国央行有可能采取进一步措施。目前英国货币市场几乎完全消化了 2 月份加息至 0.5% 的预期，并预计今年英国央行将累计加息超过 100 个基点。

图 17 英国零售销售环比大幅下降



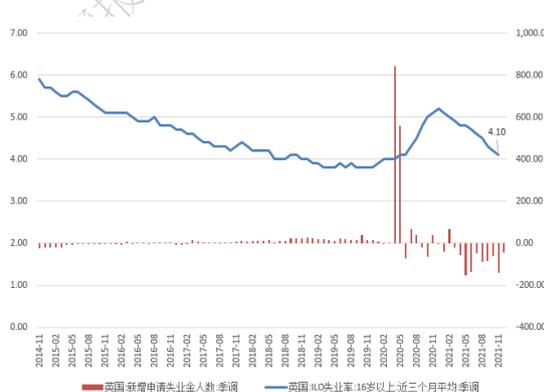
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 18 英国消费者信心指数大幅回落



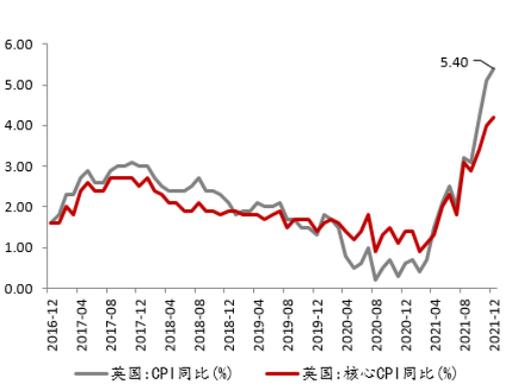
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国失业率持续回落



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 CPI 维持高位

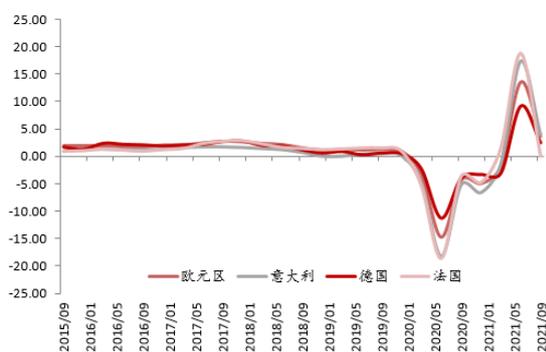


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(三) 欧元区：经济活动持续放缓，欧洲央行维持宽松

受疫情反弹及供应链问题影响，欧元区经济活动连续两个月放缓。1月制造业 PMI 初值录得 59，好于市场预期的 57.5 及上月的 58；但在整个经济中比重更高的服务业 PMI 在 1 月从 56.4 降至 54.7，为 4 月以来最低。主要经济体中，德国 1 月制造业 PMI 初值录得 60.5，好于市场预期及前值的 57.4；法国 1 月制造业 PMI 初值由上个月的 55.6 小幅回落至 55.5。数据显示欧元区年初制造业活动加速扩张，但服务业仍受到疫情冲击，拖累整体经济增速放缓，预计欧元区一季度经济将进一步放缓。

图 21 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



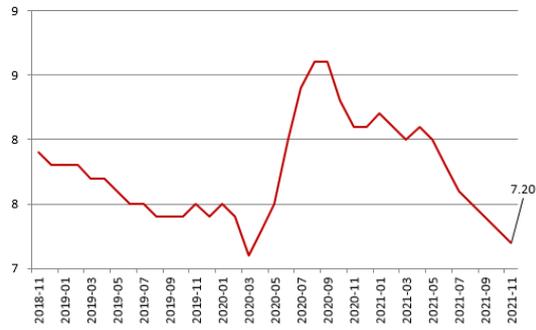
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区失业率持续改善，零售数据意外上涨。随着经济持续复苏，欧元区去年 11 月失业率将前一月下降 0.2 个百分点至 7.2%，降至疫情前最低水平。但需要注意的是，11 月的失业率数据尚未反映近期疫情激增带来的影响，就业市场仍面临扰动因素。消费方面，欧元区 11 月零售销售环比意外增长 1%，好于市场预期的 -0.5% 及前值 0.3%，显示消费需求保持改善，但有可能是圣诞假期提前消费所带动。而受疫情影响，欧元区 12 月经济景气指数超预期下滑至 115.3，前值为 117.5。12 月消费者信心指数终值降幅也由 11 月的 -6.8 扩大至 -8.3，显示消费者对经济前景的担忧加剧，欧元区未来几月消费数据或承压下行。

受能源价格飙升和供应链瓶颈等因素影响，欧元区去年 12 月 CPI 同比上涨 5%，高于市场预期并创纪录以来新高。12 月能源价格同比上涨 26%，仍是推动 CPI 上涨的主要因素。尽管欧元区通胀已超过 2% 的政策目标，但欧洲央行在去年 12 月的利率决议中仍维持三大关键利率不变。欧洲央行表示不能排除通胀在更长时间内高企的情况，但仍认为结束紧急状态可能为时过早。此外，欧洲央行行长拉加德在 1 月的一次采访中表示，预计能源价格飙升和供应链瓶颈等因素将缓解，欧元区通胀将在 2022 年逐渐下降。欧洲通胀及经济复苏均比美国疲弱，因此欧洲央行不需要像美联储那样迅速加息。整体来看，在疫情影响及经

济放缓的背景下，欧洲央行短期内仍将维持货币宽松政策。

图 23 欧元区失业率



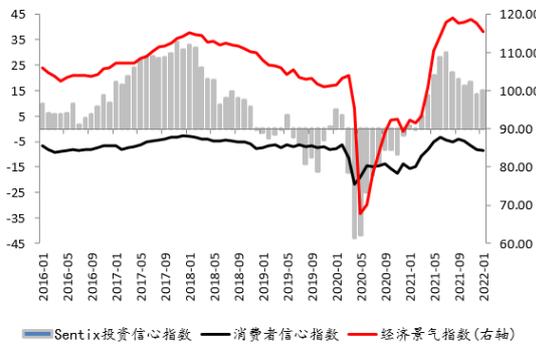
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 24 欧元区零售销售



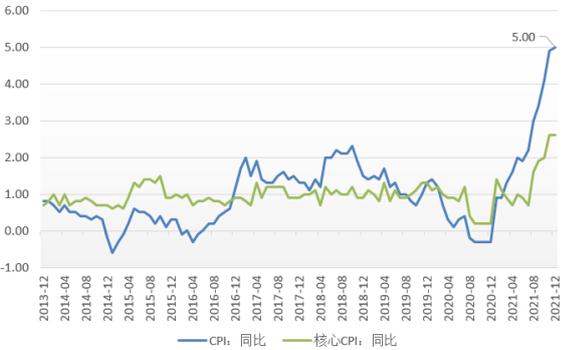
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 25 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 26 欧元区 CPI 飙升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

三、国内经济回顾与展望

（一）经济复苏脚步减缓，疫情影响尚存

2021年，随着我国逐步从疫情爆发过度为后疫情时期，经济延续了去年四季度的复苏态势。但随着四季度全球疫情不断反复、“能耗双控”“限电限产”政策的不断落实以及去年同期基数较高，我国经济有所承压，多数指标呈“前高后低”的趋势。当前经济内外部环境面临的挑战增加，经济下行压力加大。具体来说：一是短期经济下行压力加大，稳增长将被置于更加重要的位置。二是会议将“质的稳步提升”置于“量的合理增长”前，明确传递出经济向高质量发展的方向不变。三是短期稳增长为中长期高质量发展赢得时间、提供稳定环境，中长期高质量发展将为短期经济创造新的增长点，会议提出“加强统筹协调，坚持系统观念”，推动量的合理增长和质的稳步提升相互促进。

四季度GDP继续下降，疫情影响尚存。四季度实际GDP增速为4.0%，较第三季度的4.9%进一步下降。其中第二产业贡献率为38.20%，较三季度再度下跌2.54个百分点；第三产业贡献率为55.0%，快于第三季度的54.2%。第四季度GDP继续下行，主要原因是第二产业的下降所导致。此前在“能耗双控”、“拉闸限电”的政策下，第二产业恢复程度在三季度未受到较大影响，部分煤炭、铝、钢材相关产业受其影响，效率及收益均有所降低，但随着政策影响逐步减弱，生产端恢复态势稳定且良好，只不过疫情仍多地散发，对生产端产生一定的干扰。

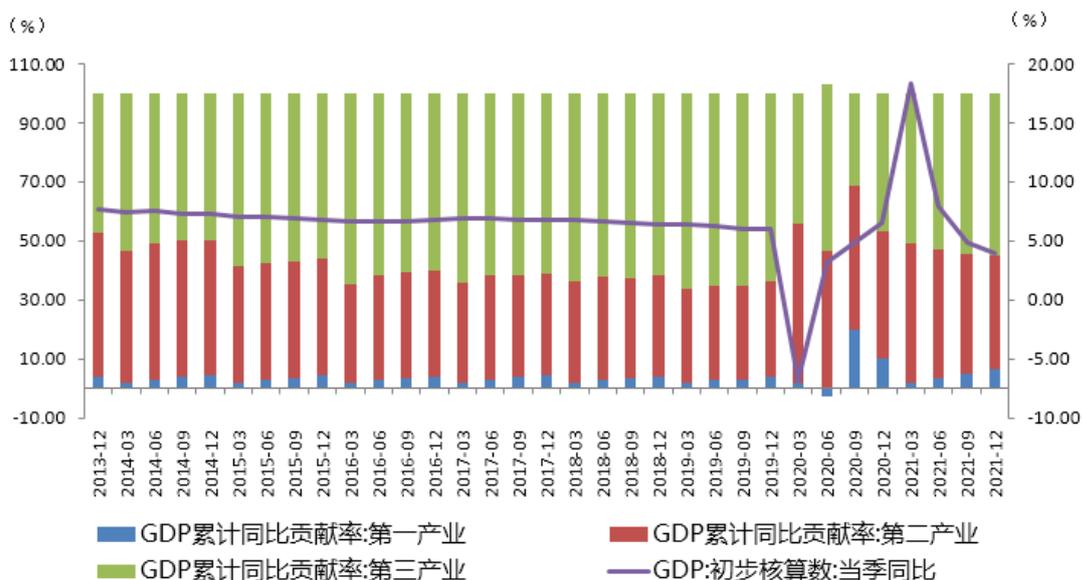
目前来看，我国工业生产和制造业投资较强均与出口的高景气有着密切的关系，这意味着当下我国经济在增长放缓的同时，也具有对外需依赖较强的特征。未来尽管新一波疫情或将一定程度上支撑我国出口，但出口增速回落仍是大概率事件，这造成一定冲击。

与此同时，地产和消费始终偏弱，对我国经济增长形成拖累。12月地产数据持续降温，在房价上涨预期偏弱，销售不佳的情况下，房企拿地、开工的意愿趋弱。消费方面，2022年以来河南、天津、深圳等地区疫情出现反复，再加上春节临近，各地积极倡导就地过年，这将进一步限制接触性服务业复苏，内需压力有所增大。

整体来看，中国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段。国内经济在经历了一二季度高增速后，下半年GDP在基数回升、国际环境严峻、国内疫情散发等多重影响下迅速回落，之后逐步企稳，并且这一趋势有望延续。从2021年全年的情况来看，一二季度GDP同比受基数效应影响而大幅走高，而三四季度随着基数效应减弱叠加疫情再次反复迅速回落，增速较为缓慢。但从两年平均增速来看的话，仅差0.1个百分点到达5%增速，虽有经济下行压力，但总体依旧稳健。而2022年GDP或将在疫情及基数影响减弱下逐渐企稳，经

济增速可能会落在 5.0-5.5%。在 5.0-5.5%的区间内波动，更加符合未来高质量稳定发展预期，而通过 5.0%、5.5%作为 2019-2022 年三年平均增速来计算的话，可预估 2022 年全年 GDP 增速约为 4.7%-6.2%。

图 27 我国 GDP 增速及不同产业贡献率 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 2022 年 GDP 估算表

	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
2019年GDP占比	21.88%	24.34%	25.60%	28.16%	100.0%
2022年GDP (5.5%预计)	6.5%	5.5%	6.7%	6.0%	
权重 (乐观)	1.4%	1.3%	1.7%	1.7%	6.2%
2022年GDP (5.0%预计)	5.0%	4.0%	5.2%	4.5%	
权重 (保守)	1.1%	1.0%	1.3%	1.3%	4.7%

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(二) 供需两端动能加强，价格指数继续回落

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”，因此今年 9 月、10 月出现的“限电限产”措施明年再次出现的

可能性预计较小。

供需动能提升，“保供稳价”力度加大。从最近数据看，中国12月官方制造业PMI录得50.3，较上月上升0.2个百分点，继续回升，表明制造业生产经营活动有所加快，景气水平改善。从分项上来看，生产指数为51.4，虽比上月下降0.6个百分点，但高于临界点，反映制造业生产继续保持增长。新订单指数录得49.7，连续五个月在荣枯线一下，表明制造业需求端仍有较大恢复空间。此外，随着“保供稳价”等政策落实力度不断加大，价格指数继续回落，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数低于上月4.8和3.4个百分点，连续两个月回落，均降至2020年5月份以来低点，上游成本压力进一步缓解。成本压力的减少带动大中型企业景气度的回升，大、中型企业PMI均为51.3%，分别高于上月1.1和0.1个百分点。

服务业恢复加快，但基础仍不牢固。12月非制造业PMI录得52.7，较上月上升0.4个百分点，非制造业扩张力度加大。其中，服务业商务活动指数回升0.9个百分点至52.0。从行业来看，航空运输、餐饮、文化体育娱乐等上月受疫情影响较大的行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升；但从市场需求看，新订单指数为48.2%，连续7个月位于临界点以下，表明服务业恢复基础尚不牢固，企业对市场走势预期较为谨慎。而受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业商务活动指数为56.3%，比上月下降2.8个百分点，反映建筑业生产扩张有所放缓。近期保供稳价政策不断显效，建筑业投入品价格指数为48.1%，连续两个月低于临界点，企业成本压力得到一定程度缓解。

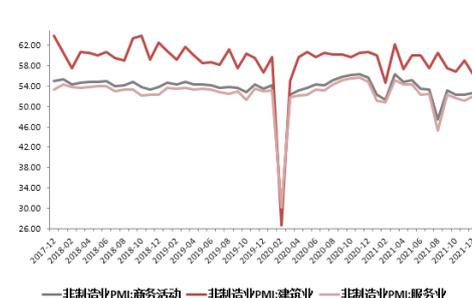
总体来看，近期出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显著，前期电力供应紧张情况有所缓解，部分原材料价格继续回落，通胀压力得到缓解，制造业PMI重返扩张区间，表明制造业生产经营活动有所加快，景气水平改善。制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。由于地方政府专项债发行进度加快，基建投资有所发力，支撑建筑业生产。但此轮多点散发疫情波及地区较多，使得部分接触型服务行业收到影响，恢复进度有所放缓。需要注意的是，受此前“能耗双控”影响，部分钢铁、煤炭企业依然受限，新订单数据已经连续几个月在荣枯线以下。

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

（三）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. 专项债加快到位，基建投资有所改善

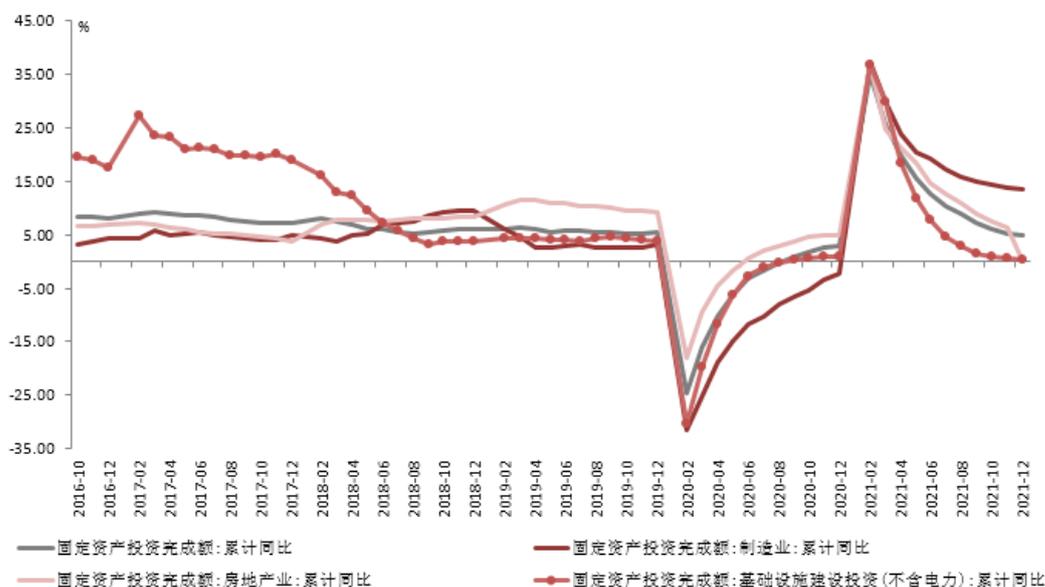
重大项目逐步落地，基建投资缓慢发力。1-12 月，基础设施投资同比增长 0.4%，增速与上月持平，总体恢复速度依旧较低，或在“财政前置”的政策背景下逐步回升。此前财政部已向省级财政部门下达了 2022 年提前批专项债额度，并且提前批一般债额度也一并下达。2022 年可提前下达的专项债最高额度为 2.19 万亿元，专项债额度的提前下达，有助于 2022 年上半年的基建项目的建设。

从单月数据来看，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，12 月基建投资同比降幅较上月明显缩小，广义基建投资同比更是自 4 月份以来首次出现了正增长，支撑了投资稳步恢复。从分项来看，基建投资三个分项单月同比较上个月均有明显升高，其中交通运输、仓储和邮政业同比上升幅度最大，或与部分“十四五”期间重大交通项目提前落地相关。

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。稳投资将成为当前及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，并且随着极端天气逐渐褪去，经济持续修复，未来基建投资增速预计仍将以稳为主，稳中向上，但快速回升的可能性不大。展望未来，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。

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. 制造业维持高增长，支撑固定资产投资回暖

制造业投资较强，总体上行趋势不改。2020 年新冠疫情对全国生产端产生巨大冲击，而我国率先复工复产带来一定先机，2021 年制造业凸显韧性。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。1-12 月制造业投资同比增长 13.5%，其中高技术制造业投资增长较快，同比增长 22.2%，依旧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。

工业生产持续发展，企业效益稳步提升。12 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.3%，比上月加快 0.5 个百分点；环比增长 0.42%，工业生产维持增长。分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 7.3%；制造业增长 3.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应

业增长 7.2%。从全年看，高技术制造业和装备制造业增加值同比增长 18.2%、12.9%，是 2021 年工业生产的主要动力。同时，整体工业增加值同比随着限电限产影响减弱以及供暖需求季节性回升而上升，环比仍稳定增长，在 2022 年料将维持回升趋势。

从环比增速来看，工业生产韧性较强，仍保持稳中有进的发展态势。12 月份出口交货值当月同比 15.5%，较上月增长 2.9 个百分点，依旧高于工业增加值，意味着外需始终是生产端复苏的主要动力。在外需效应的持续作用下，未来工业的相对景气还将延续，但伴随美国复苏重心或逐步向服务业转移，导致我国替代效应逐步减弱，对工业增加值上行产生一定抑制作用。总体来看，工业增加值同比随着限电限产影响减弱有所回升，环比仍稳定增长，2022 年有望维持这一趋势。

而从利润方面看来，今年以来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。整体来看，制造业投资将在未来成为固投增速核心动能，当前实体经济仍存在一定不确定性，叠加“能耗双控”、“限电限产”的政策背景，制造业短期内压力尚存。

图 29 制造业 PMI 小幅上涨



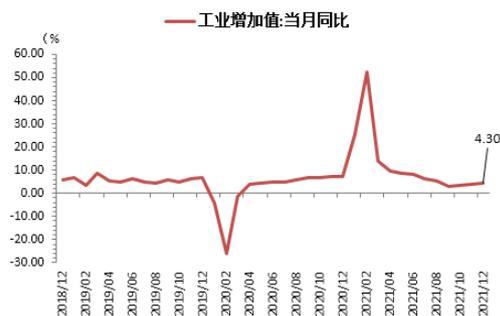
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 30 工业企业利润边际放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 工业生产平稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 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

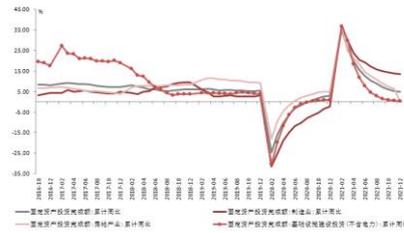
3. 降温趋势依旧，“房住不炒”基调未改

地产融资监管严格，房地产持续弱势。1-12 月我国房地产开发投资同比增长 4.4%，两年平均增速 5.7%，较上月下降 0.7 个百分点，对整体固投形成明显拖累。楼市降温趋势未改，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。12 月份商品房销售面积、销售额同比增速进一步放缓，两年平均分别增长 2.3%和 6.7%，分别较上月下降 0.8 和 1.1 个百分点。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。此外，虽然新开工、施工面积主要受政策趋于宽松对房企资金修复影响而降幅缩窄，但土地端格局仍未改变，接下来大概率将继续受到制约，新开工、施工面积或继续回落。

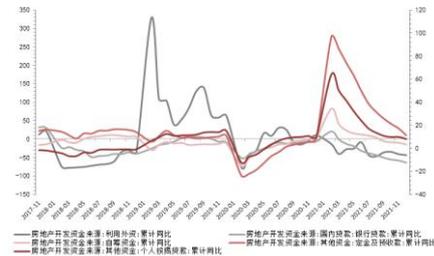
总体看来，地产投资及销售在严监管的背景下双双延续走弱，导致地产投资增速下行。此前，由于房地产行业信用风险上升，房地产投资增速迅速回落，监管政策逐步改善放松。为了防止风险传递至其余领域，央行多次进行预期引导，纠正金融机构对房企融资管理规则的误解，适当放松房屋融资的限制。随着地产融资的收紧边际缓解，以及地产市场预期后期可能转好，对投资端的影响还需要一定的时间，同时叠加 2022 年上半年有高基数的影响，房地产投资增速下滑势头可能趋缓，但下半年地产投资料将低增长乃至负增长。

图 33 房地投资持续降温



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 35 房地产企业开发资金来源



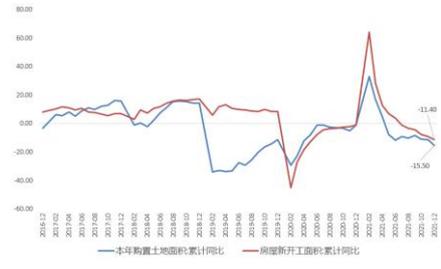
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 34 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 36 土地购置与新屋开工面积



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(四) 疫情多点多地扩散，接触型行业遭受冲击

疫情多地散发影响，消费复苏进度缓慢。12 月份，我国社会消费品零售总额同比增长 1.7%，比上月回落 2.2 个百分点；两年平均增长 3.9%，下降 0.5%。疫情散发持续影响接触型行业，餐饮收入同比下降 2.2%，仍处于较低水平；春节将近，释放居民需求，基本生活类和升级类商品销售表现较好，饮料、粮食、烟酒类、文化办公用品类分别增长 12.6%、11.3%、7%、7.4%。随着促消费政策效果持续释放，居民消费需求有望进一步提升，但需注意疫情多地散发，或对部分接触型服务业产生较大影响。

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。

收入端持续修复，为社零复苏打下良好基础。2021 年全国居民人均可支配收入扣除价格因素同比实际增长 8.1%，与经济增速同步。收入端恢复良好，在一定程度上提振居民消费能力，并且随着防疫措施不断升级，疫情严重程度有所减弱，有助于释放消费需求，带动社零同比增速上行。并且随着春节将至，多数城市消费需求得以释放，加之我国将继续推行各类消费政策，进一步助推消费，复苏消费市场。随着我国经济的持续恢复，居民消

费意愿不断回升,预计 2022 年消费将继续复苏,但大幅上升的可能性不大。同时需要注意,原材料价格较高将通过成本挤出效应向中下游缓缓传递,待传递效果较为明显时,下游商品跟进涨价将对消费需求产生一定程度的抑制作用。

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,冬季疫情仍处于多点散发状态,元旦春节将至,多地已发布最新通知,倡导就地过节、过年,或将在短期对消费形成制约。

图 37 社零总额及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 39 实物零售增速上升



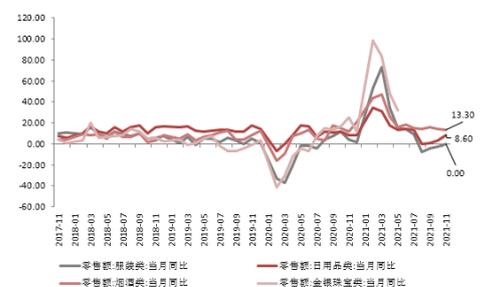
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 38 汽车类商品增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 40 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(五) 供需缺口扩大, 我国出口依旧高景气

奥密克戎扩散支撑我国外贸, 出口仍显韧性。按美元计价, 12 月份我国出口额同比增长 20.9%, 高于预期 0.9 个百分点, 自去年 6 月份以来已连续 19 个月维持正增长, 始终表现强劲。出口同比增速继续强势, 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。二是奥密克戎大规模扩

散，支撑我国防疫物资出口，两年平均同比的拉动仍然持平于 0.8%，相较于其他出口产品表现偏强。

从出口经济体来看，美国对我国出口拉动小幅提升。尽管奥密克戎变异毒株在美国大规模爆发，但由于重症死亡率较低，并未触发防疫政策大规模收紧，对我国的“替代效应”短期内依旧生效，成为本月我国出口保持高景气的重要原因。而对欧盟、东盟以及日本出口同比增速均有所下行，不同经济体需求恢复有所差异。随着基数效应逐步褪去，我国出口同比上行动能减弱，外需恢复进度将成为国内出口景气水平的核心决定要素。

从主要出口产品来看，12 月份我国医疗仪器及器械出口金额同比增速由 11.4% 进一步上升至 11.9%，说明海外奥密克戎疫情影响仍在加重。同时纺织品等劳动密集型商品供需缺口也受疫情影响进一步走扩，推动我国出口增速。但在本轮疫情中，与我国出口商品结构类似的东南亚国家感染人数较少，生产恢复较快，替代了我国劳动密集型商品出口海外的一定份额。原材料商品出口表现依旧较强，钢材、未锻轧铝及铝材出口累计增速分别为 80.2% 和 48.7%，较上月分别加快 0.5 和 3.1 个百分点。但随着原材料价格的持续下行，预计价格因素对于出口的推动作用接下来将逐步减弱，出口增速全年看来或呈“前高后低”。

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）再度走高，全球物流紧张，抬高企业出口成本，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。二是奥密克戎对海外经济体如美国制造业供应端产生的负面影响。在奥密克戎的大规模扩散下，或将导致海外制造业进度放缓，部分产品的供需缺口扩大，从而支撑我国出口走高。

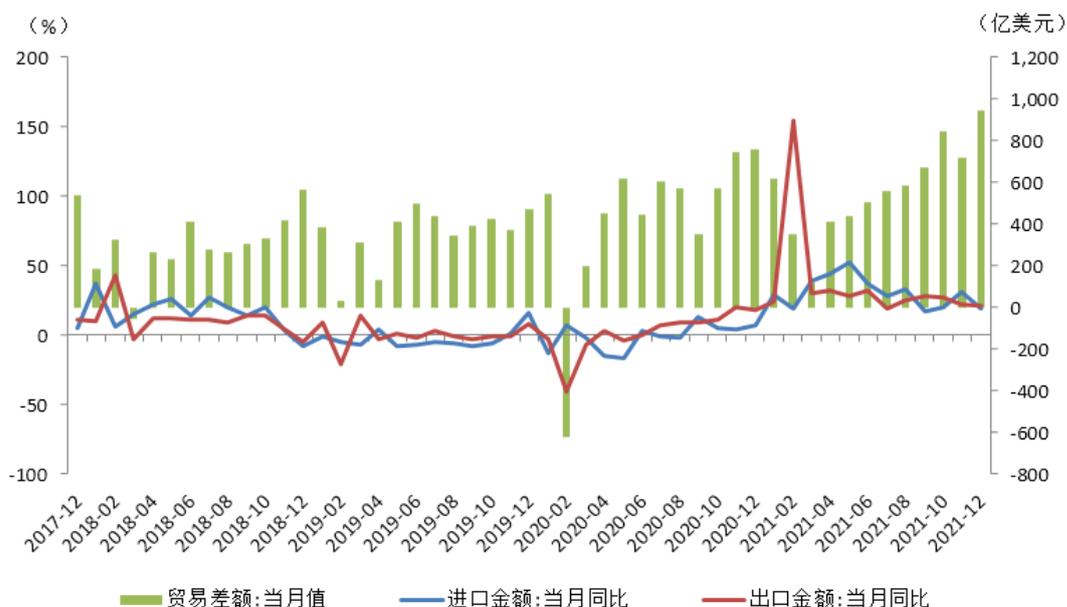
总体来看，未来几个月出口价格或边际下行，拖累出口增速加速回落。2021 年三季度以来，出口增速的高增，主要源于价格因素的支撑。12 月制造业 PMI 出厂价格指数在收缩区间进一步下降，未来数月 PPI 同比增速将加速回落，带动出口价格同比增速的加速下降，价格因素或拖累出口增速在未来数月加速回落。同时需要注意的是，奥密克戎病毒的进一步扩散再度表明，疫情反复在 2022 年仍然可能会对全球产业链中相对脆弱的供给端形成冲击，而这种冲击在一定程度上会巩固中国出口份额的韧性。

而在进口方面，内需较弱拖累整体进口下行。12 月份我国进口同比增速较 11 月大幅下降了 12.2 个百分点，即使剔除基数影响，也较上月明显下滑，主要由于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。本月进口增速回落主要由数量因素造成，反映国内需求边际放缓导致进口增速下行。值得注意的是，受“保供稳价”影响，煤炭能源产品进口量价齐升，对进口增速的拉动作用明显。

展望未来，随着全球疫苗产能覆盖到大宗商品出口国，全球供需缺口及流动性将逐渐

恢复平衡。而当前国际大宗商品价格涨势逐步趋缓，预计 2022 年价格因素对进口金额增速产生的正向影响将继续减弱。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。

图 41 出口维持强劲



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）保供稳价持续显效，通胀压力有所缓解

1. CPI：猪肉出栏加快带动食品项价格回落

从食品项看，12 月食品价格同比由上月上涨 1.6% 转为下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点；食品价格环比由上月上涨 2.4% 转为下降 0.6%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点。冬季腌制腊肉进入尾声，加之生猪出栏有所加快。12 月份猪肉价格同比下降 36.7%，降幅比上月扩大 4 个百分点；环比价格由上涨 12.2% 转为回落 11.8%。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，随着年前腌腊进程即将结束，猪肉消费需求有所回落，导致需求不及产出。目前来看，全国猪肉价格近期连续走低，据农业农村部对全国 500 个集贸市场监测，2022 年第一周全国猪肉价格每公斤 27.71 元，环比下降 0.6%，同比下降 47.7%，已经连续 5 周下降，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，各地多措并举保障“菜篮子”供应，并且随着蔬菜上市量继续增加，

鲜菜价格高位回落幅度最为显著，环比由上月上涨 6.8% 转为下降 8.3%。从食品项来看，由于鲜菜上市量提高加之猪肉需求减弱，12 月份食品价格由升转降。但随着春节将至，食品需求或有所升温，菜价或有小幅上行空间。需注意极端天气和疫情反复对食品生产有所冲击。

从非食品项看，12 月非食品价格同比上涨 2.1%，涨幅较上月回落 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.69 个百分点；环比由持平转为减少 0.4 个百分点。其中，工业消费品价格涨幅回落，汽油和柴油价格受国际原油价格下行影响分别下降 3.1% 和 3.3%，涨幅较上月均有所回落；同时，因春节临近，家政服务价格上涨 1.3%；而疫情多点多地反复抑制居民出行，宾馆住宿价格下降 0.8%。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。11 月由于政府的猪肉收储工作力度较大，且猪肉消费需求季节性回暖，对猪价上行形成了较强的支撑，而随着腌肉过程逐步收尾，猪肉需求再度回落，叠加生猪加速出栏，使得猪肉价格回落。并且近期河南、天津、深圳等地区疫情形势再度升级，多地倡导“就地过年”，或将打击居民对食品的消费需求。此外，“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。但受全球能源供应紧张等因素影响，国际原油价格近期有上涨趋势，或将推动我国汽油、柴油、汽车以及相关行业价格。后续需持续关注原材料价格及全球新一轮疫情态势。

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，叠加原油等部分国际大宗商品价格走低影响，煤炭、金属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。12 月 PPI 同比上涨 10.3%，涨幅比上月缩窄 2.6 个百分点；环比下降 1.2%，18 个月来首次转负。其中，生产资料价格环比下降 1.6%，降幅扩大 1.5 个百分点；生活资料价格由上涨 0.4% 转为持平。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，12 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 13.4% 和 1.0%，剪刀差缩窄 3.6 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”落实幅度加大，煤炭产量和市场供应量持续增加，煤炭开采和洗选业价格及煤炭加工价格降幅分别扩大 3.4 和

7.0 个百分点。因施工淡季的到来，钢材、水泥等建筑材料需求减弱，价格有所下降，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，非金属矿物制品业价格下降 1.4%。而国际原油、有色金属价格走低带动国内相关行业价格下滑。石油开采价格下降 8.3%，精炼石油产品制造价格下降 4.0%，化学原料和化学制品制造业价格下降 2.1%；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.4%。

12 月国际原油走低，主要是受奥密克戎疫情影响，随后在其“高感染率但低致死率”特征下，海外对奥密克戎的态度逐渐平缓，原油价格也不断修复，并且在 1 月份持续走高。叠加近期俄乌紧张局势、哈萨克斯坦动乱等地缘政治风险加剧，天然气供应紧张、价格飙升，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，原油走高趋势或将维持一段时间，后续需关注 OPEC+会议和伊核协议进展情况。

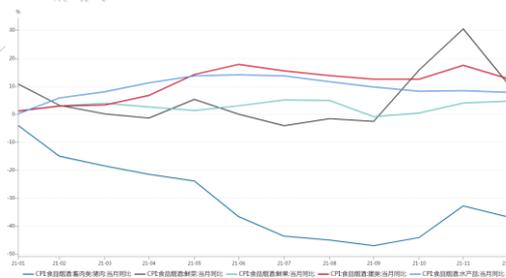
接下来，在“保供稳价”多政策并行及基数效应共同作用下，PPI 大概率进入下行区间。但由于目前随着冬季来临，全球天然气进入旺季，在供应端相对偏紧和全球库存相对较低的情况下，国际大宗商品价格料将在高位震荡，支撑 PPI 涨幅，因此 PPI 大幅度下行的可能性不大。但需要注意，上游压力已逐步传导至中下游，中小企业经营压力将持续加大。

图 42 食品价格持续上涨 (%)



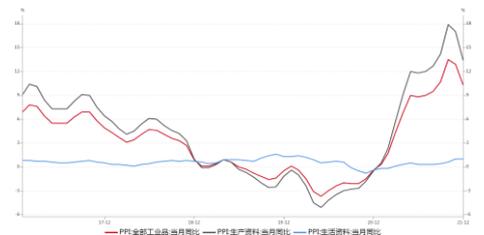
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 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 43 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 45 原油价格高位震荡向下



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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。

2021 年财政政策的另一个特征是节奏上整体偏后，而财政后置导致了建筑行业在下半年逐步放缓。其中，最为明显的就是 2021 年专项债发债节奏后置，这将导致基建项目后置，进而导致与专项债无直接联系的狭义财政基建分项也出现了偏弱与后置的特征。

1 月 18 日央行开年首场新闻发布会，指出部分 2022 年专项债券额度已经提前下达地方，各地正在陆续组织发行。此外，去年发行的专项债券还有相当一部分资金结转到今年使用。推动这些专项债券资金尽快形成实物工作量，将对今年一季度和上半年投资增长起到重要的支撑作用。1 月 25 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会强调，2022 年财政部将坚持总量和结构并重，提升财政政策效能。保持财政支出在较高水平，加强财政资源统筹，大力优化支出结构，用好存量和增量资金，加大对国家重大战略任务和重大项目的支持力度，保障和改善基本民生。

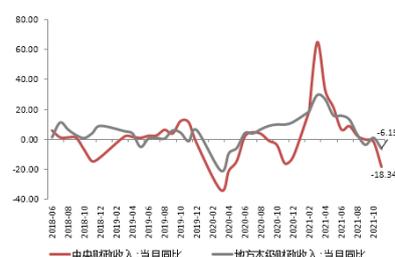
从整体来看，2021 年财政政策呈现边际收缩态势。对于财政支出节奏，鉴于今年专项债发行使用偏慢和明年上半稳增长压力更大，会议新增“加快支出进度”提法，并明确“适度超前开展基础设施投资”，预计 2022 年财政前置支出将明显提振基建，投资增速适度超前将成为稳增长的重要支撑。

图 46 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 47 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, 信贷结构有待改善。中国 12 月社会融资规模增量为 2.37 万亿元, 比上年同期多 6500 亿元, 这主要受政府债券拉动。专项债发行速度继续有所加快, 政府债券融资 1.17 万亿元, 主要是“财政后置”和去年同期违约事件导致企业债券发行受阻。社融同比低于预期, 主要是因为新增信贷依旧乏力。12 月份人民币贷款增加 1.13 万亿元, 继上月反弹后走低, 较上月少增 1400 亿元。从结构上看, 居民、企业信贷双双表现较弱, 信贷结构需进一步优化。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, 由升转降。此前两个月的企稳可能部分与前期积压的贷款申请释放有关。而企业中长期贷款仍然偏弱, 仅有 3393 亿元, 低于 2020 年同期的 5500 亿元以及 2019 年同期的 3978 亿元, 新增企业中长期贷款同比降幅继续维持在 2000 亿元以上。受供给约束偏强、原材料成本上涨和经济周期性回落等多重因素影响, 实体需求走弱对企业中长贷造成拖累, 企业贷款尚未企稳。

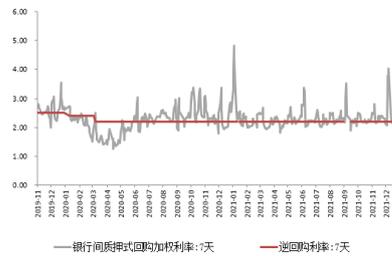
信贷小幅回落, 信用结构有所放宽。12 月份 M1 同比增长 3.5%, 增速比上月末高 0.5 个百分点, M2 同比增速上升 0.5 个百分点至 9%。M1 持续回升但依旧低位运行, 反映出居民消费水平仍疲软, 企业经营仍在复苏阶段。M2-M1 剪刀差较上个月有所回落, 主要是因为居民端按揭贷款改善的情况下, 居民购房款转化成了房地产企业存款。目前我国央行政策执行上稍有宽松, 预计 M2 同比增速已经到达底部区域, 接下来将小幅上行。

央行利率轮番下调, 货币宽松已经落地。1 月 17 日, 央行超预期下调逆回购和 MLF 利率 10bp, 主要是因为目前经济存在下行压力, 降息的迅速到来, 体现了稳增长的政策诉求, 体现了央行通过货币政策支持实体经济的意图。1 月 20 日, 中国 1 年期 LPR 降 10bp 至 3.7%; 5 年期 LPR 降 5bp 至 4.6%。其中, 1 年期 LPR 在 2021 年 12 月已经下调过 5 个基点, 本次是连续第二个月下调, 而 5 年期以上 LPR 则是自 2020 年 4 月以来首次下调。本次降息

符合预期，但 5 年期 LPR 降幅不及市场预期。直接原因是 1 月 17 日 MLF 利率下调 10bp，对应 1 年期 LPR 利率跟随下调 10bp；但综合考虑房地产下行压力和“房住不炒”总基调，5 年期 LPR 下调 5bp。此举料对地产销售、投资形成提振，促进房地产市场平稳健康发展。

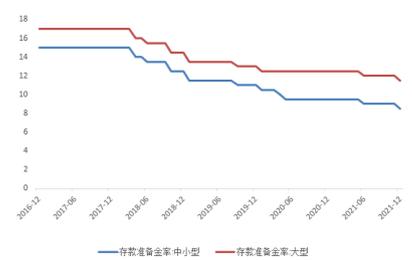
总的来看，政策方向正逐步转向宽货币、宽信用。此前，央行新年首场发布会明确了今年货币信贷“稳增长”的基调，而稳信贷是稳增长的重要一环，既需要结构性货币政策的支持，也需要在总量政策上有所调整。目前看来，我国经济下行压力大、实体经济融资需求低迷、春节前流动性缺口较大，信贷需求仍然较弱，结构有待改善，社融同比增速回升相对缓慢。在此背景下，一季度进一步的总量宽松政策仍可期。

图 48 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 49 存款准备金率再度下调



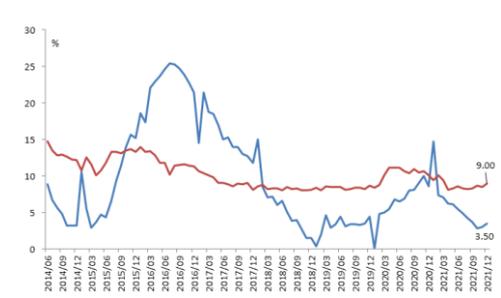
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 51 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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。