

需求不足增长承压 多措并举维稳经济

——2022 年 1 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 12 月 31 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外围环境而言，在疫情方面，尽管全球日新增病例数再创新高，死亡率不升反降，新冠疫情的危害性将持续降低，这为新冠疫情“流感化处理”提供了现实性支持。在经济方面，供需耐受度明显强化，制造业 PMI 指数保持平稳，服务业所受冲击明显弱化。在政策方面，虽然欧美两大经济通胀压力不断增强，令美联储和英国央行加大了货币政策的边际回收力度，但是 10 年期和 2 年期国债收益率间已经十分狭窄的息差显然压制了美联储的加息幅度，这将使得其在正式实施加息行为时更为审慎，而且随着美国加息行为的正式开启，货币收紧的担忧反而可能有所缓解，美国 10 年期国债收益率也有望出现阶段性回落。
- 就国内经济而言，进入三季度，随着稳价保供措施的推进以及“缺芯”问题的逐步缓解，供给端对经济的抑制作用持续缓和，然而需求不振的问题则依旧显著；通胀方面，大宗商品价格的触顶回落叠加猪肉价格的企稳反弹，令 CPI 和 PPI 同比增速间的剪刀差明显收窄，通胀的结构性异化得以缓解，继而令工业企业效益在上中下游间的分配趋于均衡。
- 就调控政策而言，较弱的经济环比扩张力度叠加较高的基数影响，令 2022 年上半年经济面临较大的增长压力，强烈的稳增长诉求令呵护政策持续推进，2021 年财政盈余留存、专项债后置发行与 2022 年专项债前置发行等为宽财政提供了必要的资金支持，“十四五”重大项目的推进则令实物量的形成成为可能，新老基建投资增速的回升成为稳增长重要的看点；另一方面，降准、降息行为同样彰显了货币调控对稳增长的呵护态度。

风险提示：国际疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

目 录

1. 疫情反复 VS 低死亡率 政策加力 VS 股市新高.....	5
1.1 新增病例虽再度高增 死亡率却仍低位徘徊	5
1.2 通胀担忧持续强化 政策调控如期加力	6
2. 供给改善需求不足 通胀差异明显缓解	9
2.1 供需缺口弥合现波折 进出口增速超预期回升	9
2.2 供给抑制持续缓和 需求不振仍待呵护	10
2.3 通胀差异明显缓和 下游成本压力弱化	12
3. 多措并举维稳需求 期待经济环比改善	14
3.1 降准降息相继而至 呵护意愿溢于言表	14
3.2 财政支出略有提速 社保支出仍是主力	16

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	5
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	6
图 4: 全球新冠疫情死亡率	6
图 5: 美国 PMI 指数	6
图 6: 欧元区 PMI 指数	6
图 7: 美国通胀水平	6
图 8: 欧元区通胀水平	6
图 9: 美国失业率及劳动参与率	7
图 10: 欧元区失业率	7
图 11: 美联储 12 月议息会议对经济前瞻	7
图 12: 美联储 12 月议息会议利率点阵图	7
图 13: 欧美主要股指 2021 年内累计涨幅	8
图 14: 亚太主要股指 2021 年内累计涨幅	8
图 15: 全球主要国家 10 年期国债收益率	8
图 16: 中国进出口累计同比增速	9
图 17: 中国当月贸易顺差	9
图 18: 中采 PMI 订单指数	9
图 19: CCFI 指数	9
图 20: 固定资产投资累计同比	10
图 21: 制造业投资显著恢复	10
图 22: 社零累计增长情况	11
图 23: 中国失业率数据	11
图 24: 工业增加值同比增速	11
图 25: 工业增加值环比增速逐步回落	11
图 26: CPI 当月同比	12
图 27: PPI 当月同比	12
图 28: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	12
图 29: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	12
图 30: 农产品批发价格 200 指数	13
图 31: 南华商品指数	13
图 32: Shibor 利率走势	14
图 33: 银行间同业拆借利率	14
图 34: 10 年期国债收益率	14
图 35: 2021 年公开市场净投放情况	14
图 36: 货币供应量同比增速	15
图 37: 社融及信贷同比增速	15
图 38: 新增社融中政府融资占比震荡走高	15
图 39: 新增信贷中居民和企业部门贡献率	15
图 40: 企业部门新增人民币贷款结构	15

图 41: 6 月国股银票转贴利率	15
图 42: 公共财政收支同比增速	16
图 43: 国家政府性基金收支累计同比增速	16
图 44: 11 月财政支出同比增长贡献率	16
图 45: 基建类支出同比增速水平	16
图 46: 当月财政存款变动历史对比	17
图 47: 部分建筑类企业当月新签订单金额	17

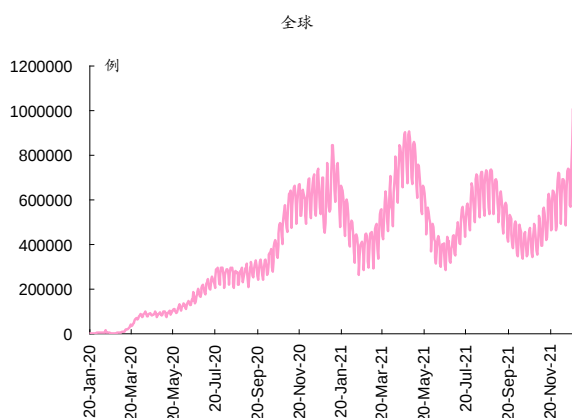
新冠疫情在奥密克戎病毒的冲击下进一步恶化，全球日新增病例数再创新高，疫情反复虽一度令市场颇为担忧，但面对死亡率的低位徘徊，有关新冠疫情“流感化”处理的可行性则有所强化。通胀担忧的加剧令美联储加大了 Taper 力度，且 2022 年加息预期也显著抬升，虽然资本市场的解读并不悲观，但是对政策冲击累积效应的警惕则不应有任何放松。就国内而言，面对经济扩张动力的不振以及即将来临的高基数冲击，“稳增长”愈加成为管理层政策调控的重心，在呵护政策齐头并进的推动下，我们对一季度经济应该多一份信心，而且在评估经济数据时，历史对比视角下的环比增速显然更具分析价值。

1. 疫情反复 VS 低死亡率 政策加力 VS 股市新高

1.1 新增病例虽再度高增 死亡率却仍低位徘徊

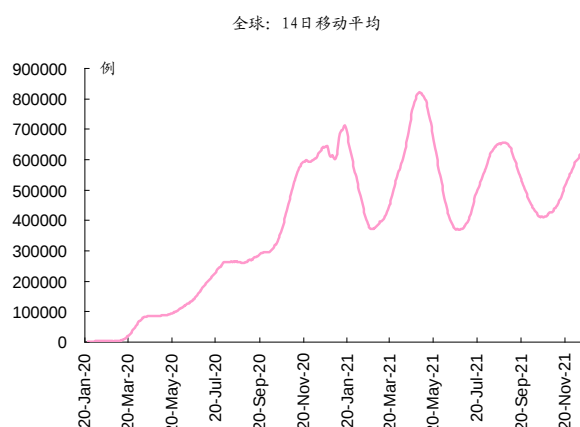
全球日新增病例数在 10 月中下旬触及低点后持续抬升，截止 12 月 25 日该趋势仍没有出现缓和的迹象，而且单日新增病例数一度创出 100 万例以上的新高水平，即使剔除异动数据的干扰，以 14 日移动平均值作为数据比较，12 月 25 日的高达 68.55 万例移动平均值依然超过了第三轮的峰值水平。

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

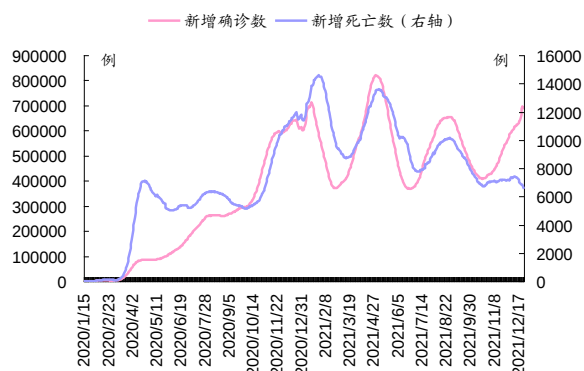
图 2：全球新冠肺炎疫情每日新增数据（14 日均值）



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

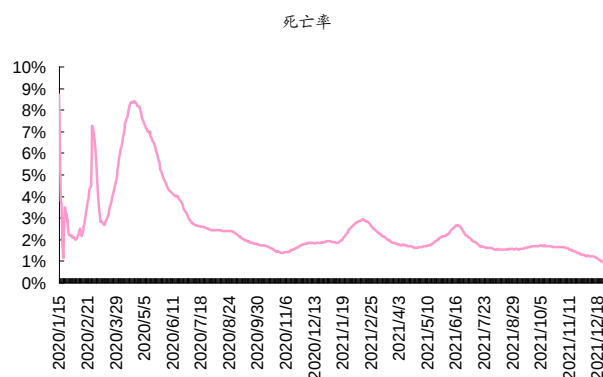
尽管日新增病例持续走高及奥密克戎病毒一度令市场颇为担忧，但是死亡率却始终维持低位，甚至在新增病例持续走高的过程中逐级回落，疫苗的保护作用逐步得到体现，这令市场更加有理由相信，随着疫苗接种工作的进一步推进，新冠疫情的危害性将持续降低，这为新冠疫情“流感化处理”提供了现实性支持。

图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

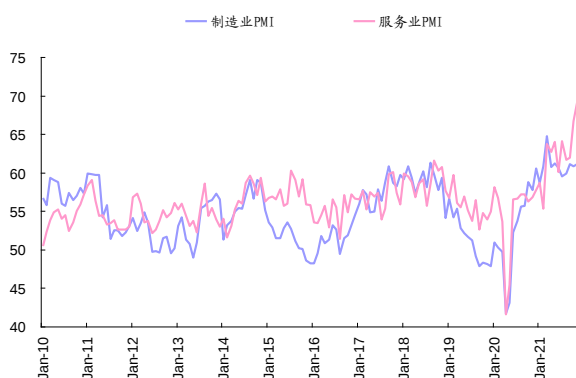
图 4: 全球新冠疫情死亡率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

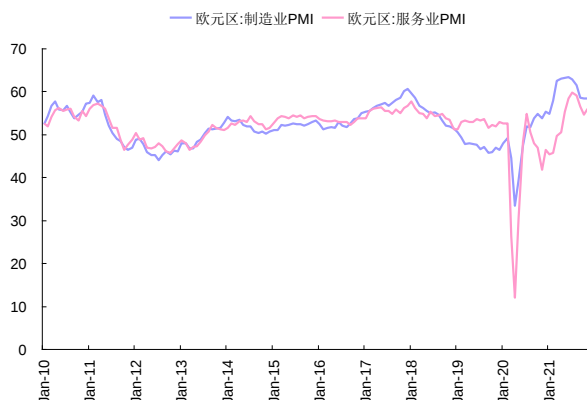
1.2 通胀担忧持续强化 政策调控如期加力

图 5: 美国 PMI 指数



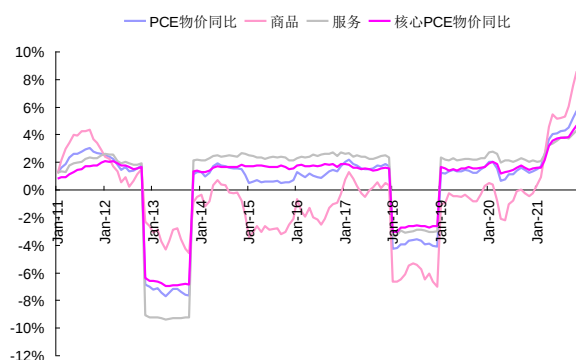
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 指数



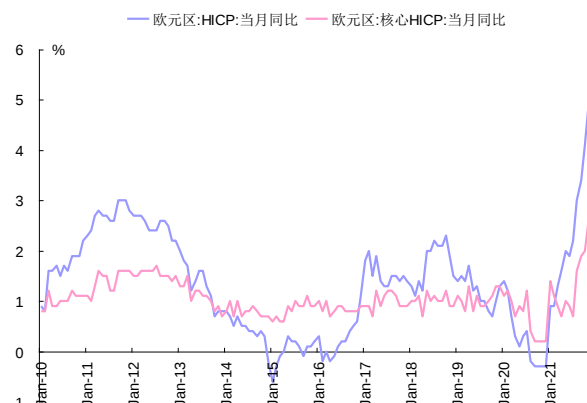
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀水平



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区通胀水平



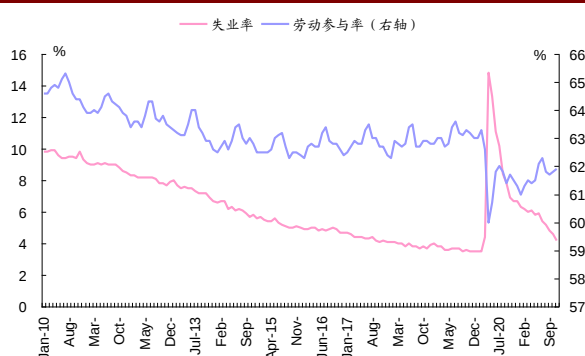
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

虽然疫情冲击一再反复，但是经济在供给端的耐受度则不断强化，新增病例数持

续走高的过程中，无论是发达经济体还是发展中经济，其制造业 PMI 指数均保持平稳，扩张态势普遍得以延续，而且服务业所受冲击也明显弱化（特别是美国，在疫情数据抬升中，其服务业 PMI 指数不降反升；同期欧元区服务业 PMI 数据所受冲击也弱于之前水平）。

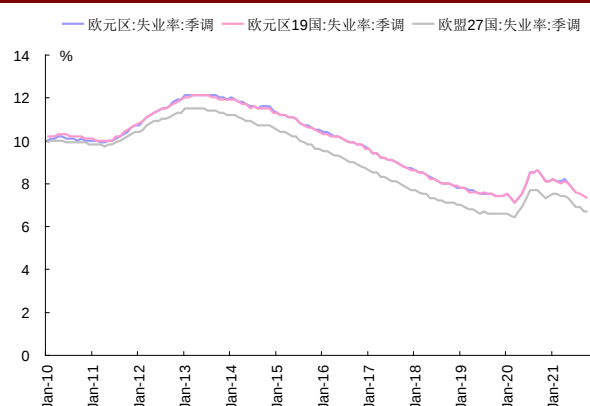
在经济所受冲击可控的同时，欧美两大经济体所面临的通胀压力仍在强化，美国 11 月核心 PCE 物价指数同比增速达到 4.7%，再创新高；同期，欧元区核心通胀水平也是持续走高。

图 9：美国失业率及劳动参与率



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：欧元区失业率



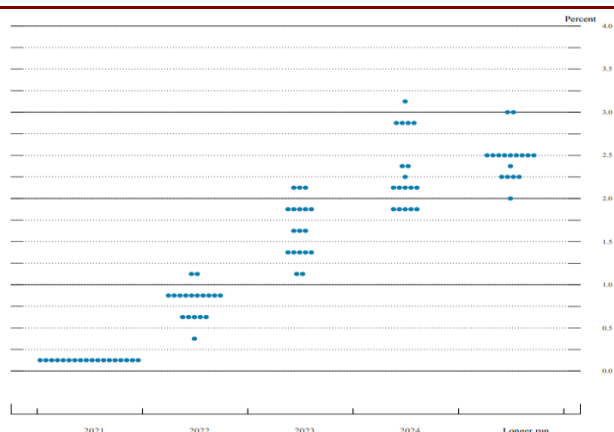
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 11：美联储 12 月议息会议对经济前瞻

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	

资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 12：美联储 12 月议息会议利率点阵图

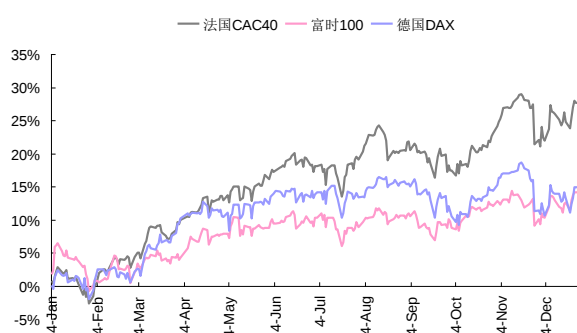


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

加之美国就业环境的持续向好，美联储对通胀管控的诉求明显提升，其在 12 月议息会议声明中，删除了对通胀“暂时性”的界定，而且上调了 2022 年的通胀前瞻，并决定将于 2022 年 1 月加大 Taper，同时利率点阵图显示 2022 年或有 3 次加息。随后，英国央行则将基准利率上调 15 个基点至 0.25%。

虽然持续强化的通胀担忧，令全球主要央行加快了对此前应急性货币宽松的边际回收力度，但是市场的解读则并不悲观。在美联储等强化鹰派发声的同时，美国主要股指不降反升，其中标普 500 指数持续创出新高，其他主要股指同样出现幅度不等的反弹，市场的热情依旧高涨；同期欧美十年期国债收益率则小幅走低。

图 13: 欧美主要股指 2021 年内累计涨幅



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

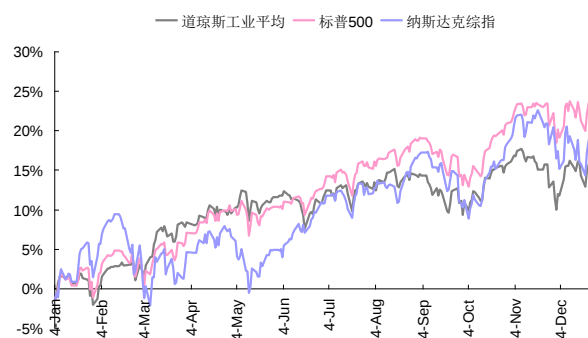
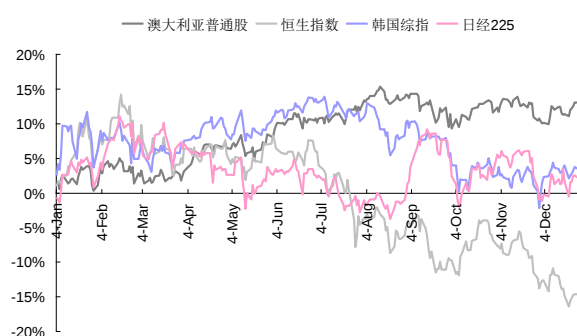


图 14: 亚太主要股指 2021 年内累计涨幅



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 15: 全球主要国家 10 年期国债收益率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

虽然在通胀高涨的压力下，美联储不得以加快了 Taper 的力度，并传递出提前加息的讯息，但是 10 年期和 2 年期国债收益率间已经十分狭窄的息差显然压制了

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35588

