

#### 相关报告

《宏观定期：2022-01-12 宏观定期：经济压力边际扩张，宽松情绪相对高位》

2022-01-12

《宏观定期：2022-01-05 宏观定期：降息预期升温，宽松交易延续》 2022-01-05

《宏观定期：经济持续复苏，债市短多长空》 2021-12-28

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

#### 报告要点：

##### ● 经济基本面与政策判断

从全年经济数据来看，2021年全年经济增速与潜在增速基本匹配，分项上生产需求两端均表现不俗，整体复苏动能不弱。从2021年12月经济数据来看，我国经济整体仍然处在复苏区间，生产端复苏相对稳健，整体通胀压力显著缓解，但社融总量增长的同时存在诸多结构性问题，反映出实体经济信贷需求不振，货币政策宽信用效力仍待体现：（1）政府融资占比上升，人民币贷款增长不利。（2）票据融资占比大幅提高，票据冲量行为驱动极端行情。（3）社融边际修复慢于M2，剪刀差继续收窄。

按照国常会定调，为确保“2022年一季度与上半年经济平稳运行”，货币端保持了偏宽松的基调，央行于2022年1月17日下调OMO与MLF利率各10BP；同时为引导实体经济融资成本下行，又于1月20日下调1年期LPR 10BP，5年期LPR 5BP，隐含了地产调控的边际松动。财政端积极推进基建形成实物工作量，粗估一季度前后的财政空间在2.5万亿左右。

##### ● 经济数据与政策展望

经济数据层面，预计2022年1月PMI将基本持平，工业生产端继续好于需求侧的复苏，工业增加值继续同比小幅上行。投资端伴随地产松动与基建落地或有所上行，消费预计仍将在疫情约束下波动，出口有望保持高速增长。通胀层面，预计PPI将延续下滑，而CPI或有所上行。

政策层面，伴随货币政策降息落地，按照历史经验来看，会开启一个两到三次的降息周期，操作窗口大概率在一季度；但实际上央行的核心目标是将信贷稳定在合意水平，如果1月信用数据转好，未来继续降息的概率也将有所下滑。财政端预计基建资金将会加速落地，在多目标约束下，当前“以稳为进”，基建项目的审核入库或许会边际松动。

##### ● 利率债策略：短期无恙，保持谨慎

近一周来，央行进行了降息操作的同时又亮出诸多货币宽松底牌，市场的宽松预期依然延续。同时从长端利率表现来看，面对经济存在的潜在下行压力，市场普遍对于当前宽信用的效力存疑，在资金利率与预期转弱的双重驱动下继续下探至2.7%附近，并开始中枢震荡。

目前，1月上半月的宏观高频数据也并未反映出显著的复苏动能，预计宽信用政策仍需时日，但从央行“开大工具箱”的政策决心以及财政投资的空间来看，重点关注1月份宽信用效果。一旦经济复苏惯性形成，形势趋于明朗时，长端利率或出现快速上行调整。

**风险提示：**收益率下行空间有限，降息降准操作存在不确定性

## 内容目录

<b>1. 2021 年宏观经济回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1. 全年经济增速与潜在增速基本匹配 .....	4
1.2. 全年各细分项目平稳增长符合预期 .....	5
<b>2. 十二月宏观经济观点</b> .....	<b>5</b>
2.1. 经济基本面与政策判断 .....	5
2.1.1. 消费品、工业品价格双双下行，通胀压力缓解 .....	5
2.1.2. 经济短期矛盾集中在实体经济信贷需求不振 .....	6
2.1.3. 政策层面：货币宽松力度增强，地产边际松动 .....	7
2.2. 经济数据与政策展望：以稳为进 .....	7
2.3. 利率债策略：短期无恙，保持谨慎 .....	7
<b>3. 高频经济数据追踪</b> .....	<b>8</b>
<b>4. 经济数据追踪</b> .....	<b>9</b>
4.1. 工业生产 .....	9
4.2. 消费、投资、净出口 .....	10
4.2.1. 消费端表现 .....	10
4.2.2. 投资端表现 .....	10
4.2.3. 外贸端表现 .....	11
4.3. 通货膨胀 .....	12
4.3.1. 居民消费品价格指数 (CPI) .....	12
4.3.2. 工业生产者价格指数 (PPI) .....	12
4.4. 货币信贷 .....	13
<b>5. 重要经济政策追踪</b> .....	<b>14</b>
<b>6. 流动性跟踪与债市回顾</b> .....	<b>16</b>
6.1. 公开市场操作 .....	16
6.2. 财政投放与政府债发行 .....	16
6.1. 资金与现券表现 .....	17
6.2. 债市情绪 .....	18
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: GDP 不变价同比增速 .....	4
图 2: 我国分产业产值同比增速 .....	4
图 3: 固投与社零累计同比增速与 GDP 对比 .....	4
图 4: 三驾马车对 GDP 增速拉动 .....	4
图 5: 以 2011 年 1 季度为基期的当季生产总值指数 .....	5
图 6: 2021 年 12 月社融增速的分项贡献率 .....	6
图 7: 10Y 国债收益率与社融-M2 剪刀差走势 .....	7
图 8: 社融-M2 剪刀差走势与非银贷款增速走势 .....	7
图 9: 2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动 .....	8
图 10: 2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	8
图 11: 近期高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	8
图 12: 近期宏观景气指数累计值与周内环比变动 .....	8
图 13: 制造业采购经理人指数走势 .....	9
图 14: 制造业 PMI 生产与需求分项 .....	9

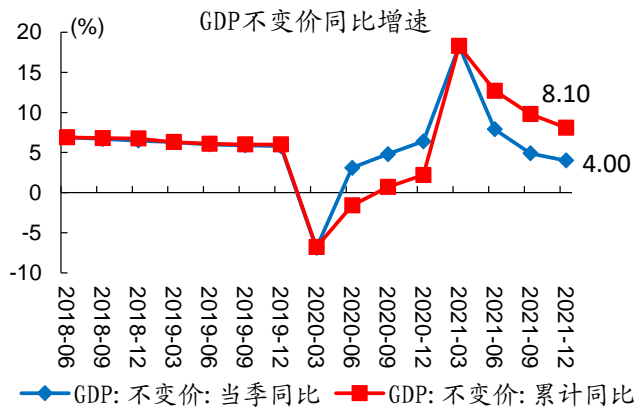
图 15: 制造业 PMI 显示的库存周期 .....	9
图 16: 制造业 PMI 价格分项指数 .....	9
图 17: 规模以上工业增加值增速 .....	9
图 18: 工业增加值细分项目增速 .....	9
图 19: 社会零售品消费总额当月同比增速 .....	10
图 20: 社零商品与餐饮分项当月同比增速 .....	10
图 21: 固定资产投资累计同比与环比增速 .....	10
图 22: 三大固定资产投资分项累计同比增速 .....	10
图 23: 三大基建投资分项累计同比增速 .....	10
图 24: 基建项目入库数同比增速 .....	10
图 25: 70 个大中城市商品住宅价格增速 .....	11
图 26: 30 大中城市商品房成交面积增速 .....	11
图 27: 进出口金额当月同比增速 .....	11
图 28: PMI 新出口订单与出口金额增速 .....	11
图 29: 2021 年 11 月出口同比增长细分项目贡献率 .....	11
图 30: 居民消费者价格指数同环比增速 .....	12
图 31: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素 .....	12
图 32: CPI 分项对当月同比增速的拉动 .....	12
图 33: CPI 各分项成分占比逐月测算 .....	12
图 34: 工业生产者出厂价格指数同比增速 .....	12
图 35: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素 .....	12
图 36: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势 .....	13
图 37: 英国布伦特原油现货价格走势 .....	13
图 38: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差 .....	13
图 39: 社融分项对当月同比增速贡献率变化 .....	13
图 40: 1 年期票据与同业存单利率走势 .....	13
图 41: 票据融资占新增人民币贷款比重 .....	13
图 42: 近 1 个月央行公开市场日度操作 .....	16
图 43: 近期 MLF 月度操作 .....	16
图 44: 粗估财政存款增加与减少 (两本账与净融资) .....	16
图 45: 2021 年与近五年财政存款月度变动 .....	16
图 46: 国债月度发行、到期与净融资额度 .....	16
图 47: 地方债月度发行、到期与净融资额度 .....	16
图 48: 银行间质押式隔夜回购利率 .....	17
图 49: 银行间质押式 7 日回购利率 .....	17
图 50: 银行间市场资金期限利差 .....	17
图 51: 银行间市场流动性分层跟踪 .....	17
图 52: 中债估值 10Y 国债收益率曲线 .....	17
图 53: 中美 10 年期国债收益率与利差变化 .....	18
图 54: 10Y 国开隐含税率 .....	18
图 55: 中美 10Y 国债利差 .....	18
图 56: 30Y 国债篮子日度交易换手率周均值 .....	18
表 1: 近期主要宏观政策一览 .....	14

## 1. 2021 年宏观经济回顾

### 1.1. 全年经济增速与潜在增速基本匹配

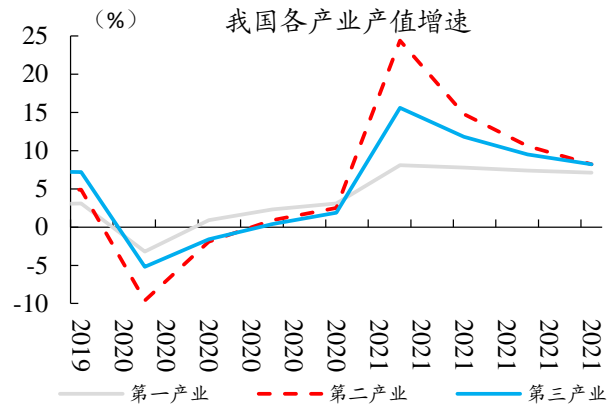
2021 年全年我国 GDP 不变价同比增长 8.1%，其中四季度 GDP 不变价当季同比增长 4.0%。根据中国人民银行测算，我国经济的潜在增速为 5%~6%；如果直接将四季度增速与潜在增速直接对比，二者仍有一定差距，但考虑到基数效应的存在，同比数据无法准确反应全年的经济增长中枢；因此应当以环比数据评价我国 2021 年经济增长状况。

图 1：GDP 不变价同比增速



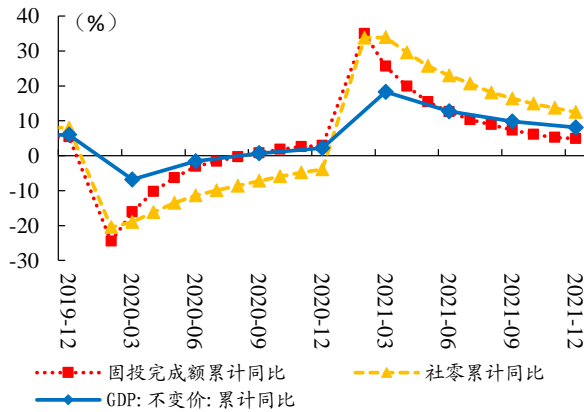
资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国分产业产值同比增速



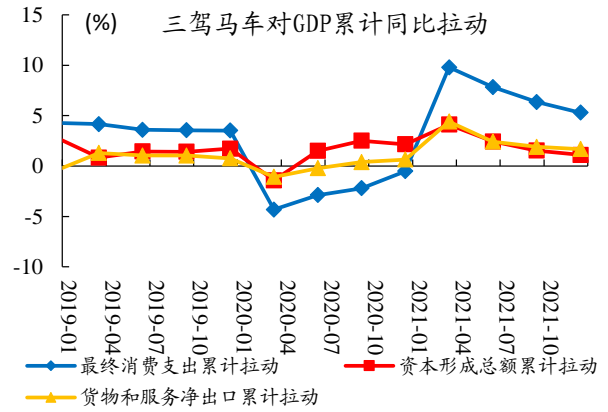
资料来源：Wind，中原证券

图 3：固投与社零累计同比增速与 GDP 对比



资料来源：Wind，中原证券

图 4：三驾马车对 GDP 增速拉动



资料来源：Wind，中原证券

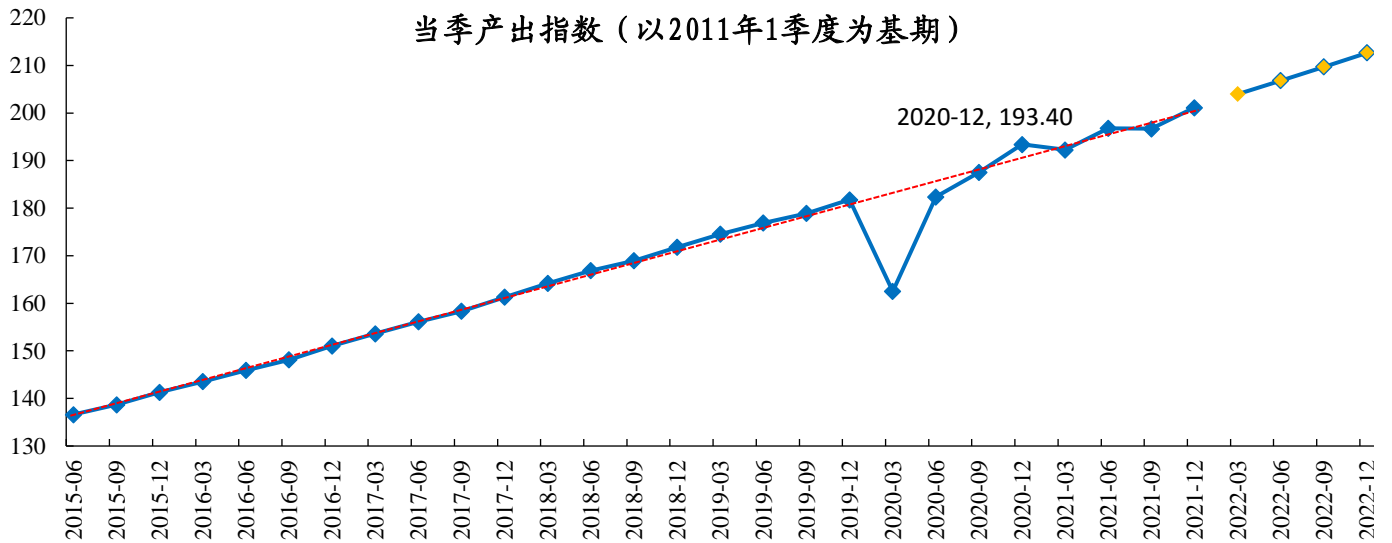
以 2011 年一季度为基期，绘制我国实际 GDP 的绝对值指数路径，并计算得到 2015 年以来我国环比潜在增速约为 1.4%。按照这一潜在中枢，通过对比可以得到如下结论：

(1) 2020 年全年，我国经济复苏速度显著高于潜在增速，2020 年三四季度，当季实际 GDP 的绝对值已经分别接近、高于潜在增长路径，形成了较高的基数，因此 2021 年三四季度的增长数据偏低。同时从 2021 年全年来看，经济增长与潜在增速匹配度较高。

(2) 按照计算所得的潜在增速中枢进行线性预测，可以得到 2022 年全年，GDP 不变价累计同比增长约 5.9%。

整体上 2021 年全年经济增速与潜在增速基本匹配，代表我国经济复苏动能不弱。

图 5：以 2011 年 1 季度为基期的当季生产总值指数



资料来源：Wind，中原证券

## 1.2. 全年各细分项目平稳增长符合预期

从公布的细分项目数据来看，全年生产与需求两侧均表现不俗：

- (1) 工业生产稳定增长。2021 年，全国规模以上工业增加值比上年增长 9.6%，增速较 2020 年加快 6.8 个百分点；两年平均增长 6.1%，增速接近正常年份平均水平。
- (2) 消费市场总体保持恢复态势，消费结构优化升级。2021 年，社会消费品零售总额 44.1 万亿元，比上年增长 12.5%。商品零售额比上年增长 11.8%，其中升级类消费需求持续释放，文化办公、体育娱乐、化妆品、金银珠宝和通讯器材商品零售额增速明显高于商品零售平均水平。
- (3) 有效投资扩大，结构持续优化。2021 年固定资产投资比上年增长 4.9%，其中制造业投资增长 13.5%，房地产开发投资增长 4.4%，基础设施投资增长 0.4%。同时高技术产业投资比上年增长 17.1%，比全部投资增速高 12.2 个百分点，拉动全部投资增长 1.2 个百分点。
- (4) 外贸规模持续快速增长。2021 年货物进出口总额 39.1 万亿元，比上年增长 21.4%，其中出口累计同比增长 20.9%，成为全年我国经济增长的重要拉动力量之一。

## 2. 十二月宏观经济观点

### 2.1. 经济基本面与政策判断

从 2021 年 12 月经济数据来看，我国经济整体处在复苏区间当中，生产端复苏相对稳健，但需求侧依然偏弱，整体通胀压力显著缓解表现在：

#### 2.1.1. 消费品、工业品价格双双下行，通胀压力缓解



12 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 1.5%，较前值下降 0.8%；扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅与前值持平；结构上来看，CPI 下行主要由能源价格与食品价格下行驱动；同期，全国工业生产者出厂价格同比上涨 10.3%，较前值下行 2.6%。

### 2.1.2. 经济短期矛盾集中在实体经济信贷需求不振

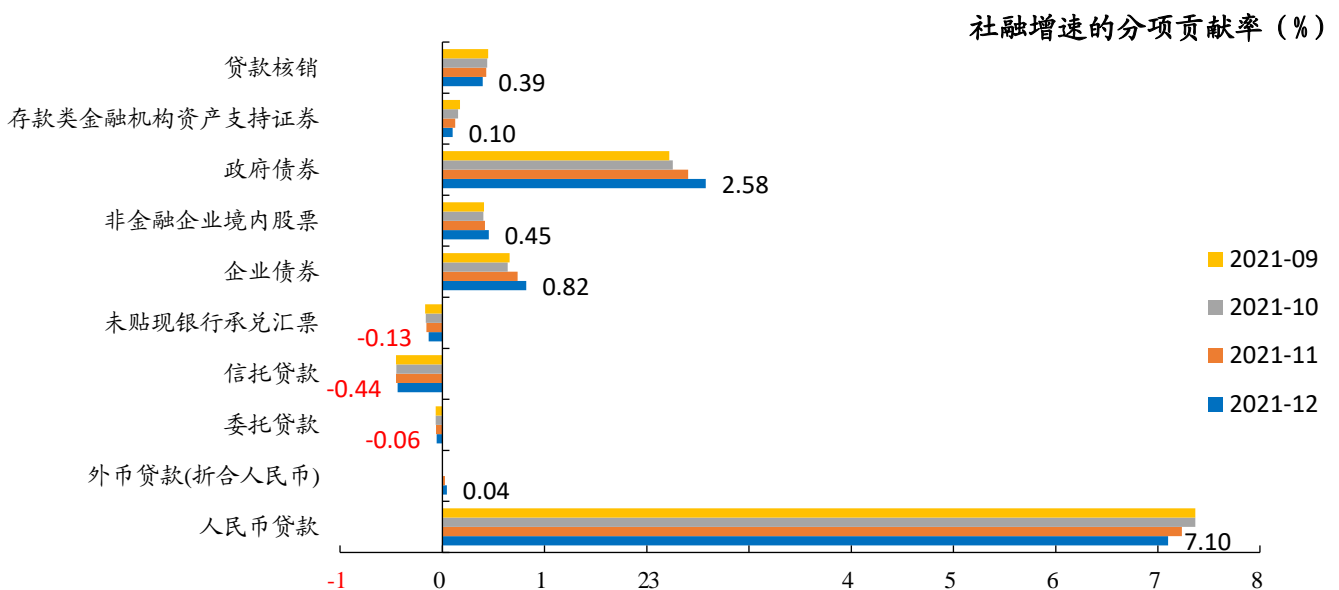
从 2021 年 12 月经济数据来看，短期矛盾仍然集中于需求侧偏弱，一方面消费需求表现一般；另一方面投资需求在地产、基建纠偏下相对乏力，反应在信贷层面表现为信贷结构不佳。

截至 12 月末，我国广义货币(M2)余额 238.29 万亿元，同比增长 9%，增速比上月末高 0.5 个百分点。社会融资规模存量为 314.13 万亿元，同比增长 10.3%。总量层面，M2 与社融均处在复苏区间当中，但结构层面仍存在诸多问题：

- (1) **政府融资占比上升，人民币贷款增长不利：**在融资拉动细分项中，政府债融资贡献率近四个月持续上扬，12 月当月政府债融资对社融贡献率为 2.6%；相比之下，人民币贷款则连续四个月下行，12 月当月人民币贷款对社融拉动下滑至 7.1%。
- (2) **票据融资占比大幅提高，票据冲量行为驱动极端行情：**新增票据融资占人民币贷款的比重达到近 40%，为 2021 年以来的峰值；在银行体系票据冲量行为的驱动下，票据收益率也在 12 月出现了大幅下行的极端行情。
- (3) **社融边际修复慢于 M2，剪刀差继续收窄：**近期银行体系资金成本相对较低，但在政策纠偏驱动下，地产领域信贷被严格限制，加之制造业等领域投资需求拉动有限，流向非银体系的信贷明显上升，进而形成了资金空转。

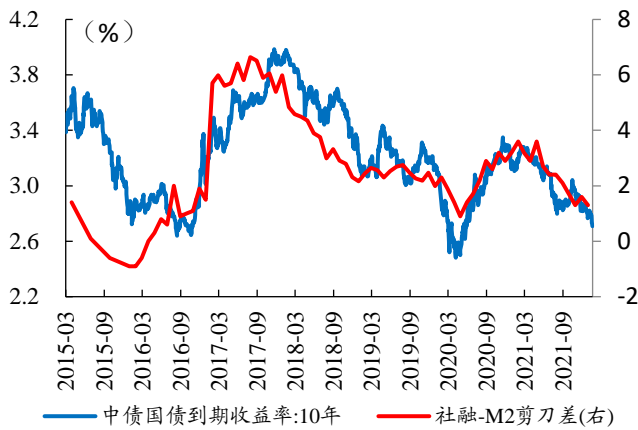
上述问题背后的本质是，实体经济的融资需求不足导致央行宽信用效力钝化。

图 6：2021 年 12 月社融增速的分项贡献率



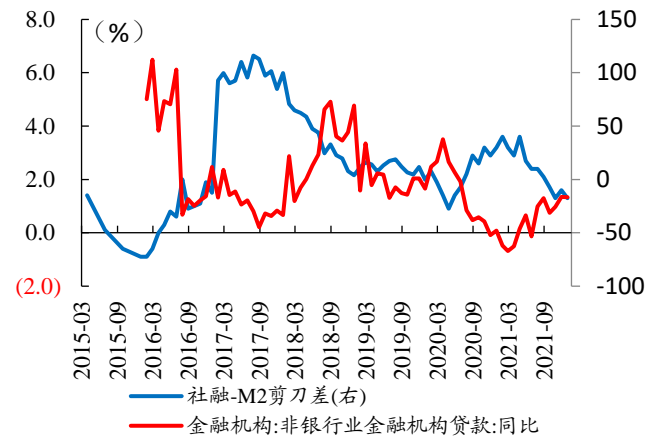
资料来源：Wind，中原证券

图 7：10Y 国债收益率与社融-M2 剪刀差走势



资料来源：Wind，中原证券

图 8：社融-M2 剪刀差走势与非银贷款增速走势



资料来源：Wind，中原证券

### 2.1.3. 政策层面：货币宽松力度增强，地产边际松动

按照国常会定调，为确保“2022 年一季度与上半年经济平稳运行”，货币端保持了偏宽松的基调，央行于 2022 年 1 月 17 日下调 OMO 与 MLF 利率各 10BP；同时为引导实体经济融资成本下行，又于 1 月 20 日下调 1 年期 LPR 10BP，5 年期 LPR 5BP，隐含了地产调控的边际松动意味。财政端积极推进基建形成实物工作量，粗估一季度前后的财政空间在 2.5 万亿左右。

### 2.2. 经济数据与政策展望：以稳为进

经济数据层面，预计 2022 年 1 月 PMI 将基本持平，工业生产端继续好于需求侧的复苏，工业增加值继续同比小幅上行。投资端伴随地产松动与基建落地或有所上行，消费预计仍将在疫情约束下波动，出口有望保持高增速。通胀层面，预计 PPI 将延续下滑，而 CPI 或有所上行。

政策层面，伴随货币政策降息落地，按照历史经验来看，会开启一个两到三次的降息周期，操作窗口大概率在一季度；但实际上央行的核心目标是将信贷稳定在合意水平，如果 1 月信用数据转好，未来继续降息的概率也将有所下滑。财政端预计基建资金将会加速落地，在多目标约束下，当前“以稳为进”，基建项目的审核入库或许会边际松动。

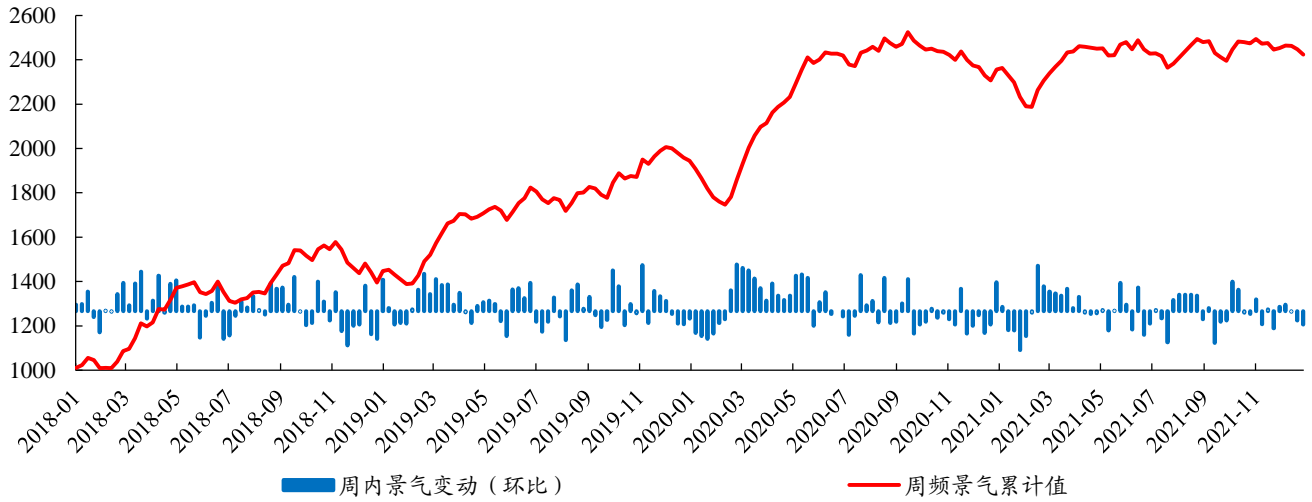
### 2.3. 利率债策略：短期无恙，保持谨慎

近一周来，央行进行了降息操作的同时又亮出诸多货币宽松底牌，市场的宽松预期依然延续。同时从长端利率表现来看，面对经济存在的潜在下行压力，市场普遍对于当前宽信用的效力存疑，在资金利率与预期转弱的双重驱动下继续下探至 2.7% 附近，并开始中枢震荡。

目前，1 月上半月的宏观高频数据也并未反映出显著的复苏动能，预计宽信用政策仍需时日，但从央行“开大工具箱”的政策决心以及财政投资的空间来看，重点关注 2、3 月份宽信用效果。一旦经济复苏惯性形成，形势趋于明朗时，长端利率或出现快速上行调整。

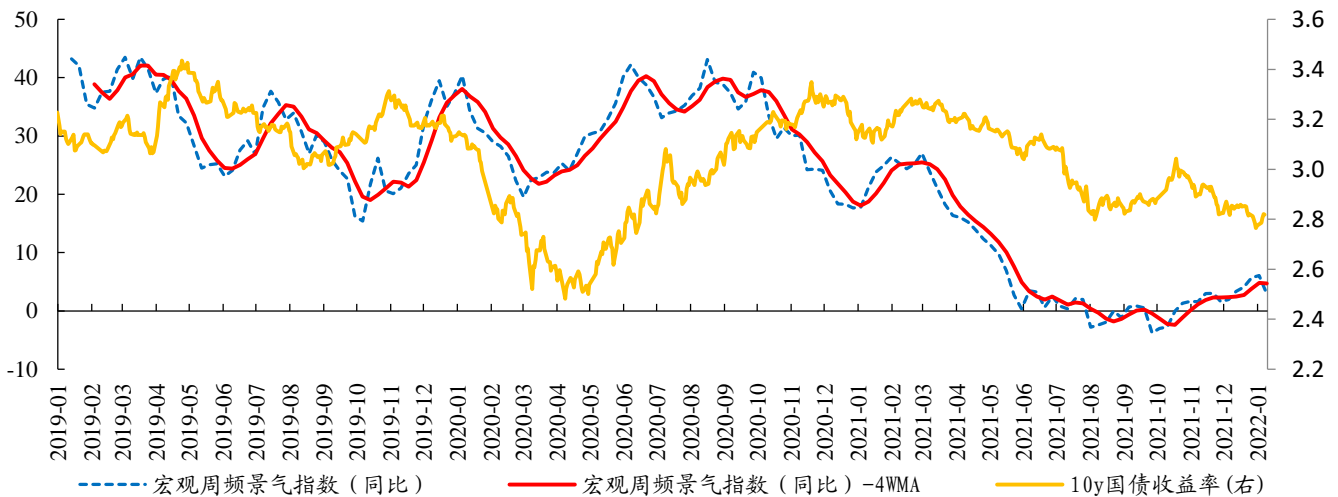
### 3. 高频经济数据追踪

图 9：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



资料来源：Wind，中原证券

图 10：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 11：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值

图 12：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

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\\_36572](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36572)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn