



奥密克戎席卷全球 经济下行压力加大

摘要

随着疫苗接种率提高、防疫措施的放宽以及宏观政策的刺激，全球经济在 2021 年强劲复苏。而由于新冠病毒持续变异，传染性更强的毒株也导致全球疫情经历了多轮反弹，拖累了全球经济复苏步伐。另一方面，极度宽松的货币政策以及供需不平衡导致大宗商品价格显著上涨，叠加各国存在的劳动力短缺和供应链问题，全球通胀压力明显升温。因此全球经济增速在下半年有所放缓，经济下行压力逐渐增大。展望 2022 年，传染性更强的奥密克戎毒株导致全球疫情重燃，许多国家重启了疫情防控措施，全球供应链再次面临挑战，而经济的不确定性和下行风险也有所加剧。另一方面，由于通胀压力大幅升温，全球货币政策已趋于收紧，但在新一轮疫情的影响下并不会过快收紧。

2022 年国内宏观经济有望在转型中稳中有增。今年中国经济短期内下行压力有所增加。2022 年中国经济运行将真正踏入“后疫情”时期，预计 2022 年 GDP 同比增速或落在 5-5.5% 之间。伴随着防疫措施的逐步升级以及促消费政策效果不断显现，居民消费潜力将进一步释放，消费将延续恢复态势。海外疫情仍在蔓延，部分商品供需缺口扩大，“替代效应”持续作用支撑我国出口维持高景气。极端天气逐渐褪去，未来专项债融资项目的逐步落地叠加 2022 年财政前置可能性较大，未来基建增速将触底回升。而在房贷政策边际放松的背景下，未来销售面积将率先回暖，支撑房地产投资维稳，房企融资政策或维持边际放缓的趋势。宏观政策方面，财政前置大概率落实，货币政策稳字当头、以我为主。在经济下行压力逐步加大的前提下，政策方向正在转向宽货币、宽信用。接下来，结构性政策仍为主导，再贷款等工具或继续加力。

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、2021 年世界经济回顾与 2022 年经济展望	4
(一) 全球疫情：疫情形势持续恶化，变异毒株增添变数	4
(二) 全球经济：2021 年经济前高后低，明年下行风险加剧	6
1. 全球经济复苏放缓，经济前景仍不容乐观	6
2. 劳动力短缺问题严峻，消费需求面临下行压力	9
(三) 通胀压力持续升温，全球货币政策趋向收紧	11
二、2021 年国内经济回顾与 2022 年经济展望	16
(一) 经济复苏脚步减缓，疫情影响尚存	16
(二) 供需两端动能加强，价格指数大幅回落	18
(三) 固投平稳恢复，投资结构分化加剧	19
1. 基建投资增速回落，未来财政前置将提振基建	20
2. 制造业持续走高，支撑固定资产投资回暖	21
3. 销售需求持续回落，政策边际放缓利于房地产修复	23
(四) 需求短期仍受疫情制约，或将在促消费政策下恢复	24
(五) 供需缺口扩大，支撑我国出口高景气	26
(六) 价格分化延续，核心物价温和上行	28
1. CPI：猪肉需求季节性回暖，二轮收储效果明显	28
2. PPI：剪刀差收窄，原材料成本传导压力大	28
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	31
(一) 财政政策：积极，提升效能	31
(二) 货币政策：转向宽松，稳字当头，以我为主	32
免责声明	35

图表目录

图 1 全球疫情经历多轮反复	5
图 2 全球、中国、美国、欧洲、日本每日新增确诊	5
图 3 新冠疫苗完全接种率持续提高	6
图 4 摩根大通全球制造业、服务业 PMI 指数	6
图 5 海外主要经济体 GDP 同比 (%)	7
图 6 美国 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 7 英国 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 8 欧元区 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 9 日本 Markit 制造、服务业 PMI	8
图 10 世界银行、IMF 及 OECD 对今年及明年的经济增长预期	9
图 11 美国非农就业数据	10
图 12 英国失业率	10
图 13 欧元区失业率	10
图 14 日本失业率	10
图 15 美国零售销售数据	11
图 16 英国零售销售数据	11
图 17 欧元区零售销售数据	11
图 18 日本零售销售数据	11
图 19 疫情后全球资产负债表加速膨胀	12
图 20 全球航运价格大幅走高后回落 (BDI、BPI、BCI)	12
图 21 RJ/CRB 商品价格指数震荡上行	13
图 22 美欧主要经济体通胀大幅飙升	14
图 23 WTI 原油期货、英国天然气价格	14
图 24 我国 GDP 增速及不同产业贡献率 (%)	17
图 25 2021 年 GDP 估算表	17
图 26 制造业 PMI 回落	22
图 27 工业企业利润边际放缓	22
图 28 工业生产平稳回升	23
图 29 三大门类工业增加值当月同比 (%)	23

图 30 房地投资保持韧性	24
图 31 房地投资与销售累计同比 (%)	24
图 32 房地产企业开发资金来源	24
图 33 土地购置与新屋开工面积	24
图 34 社零总额及同比增速 (%)	25
图 35 汽车类商品增速 (%)	25
图 36 实物零售增速上升	25
图 37 社会消费品零售分类增速 (%)	25
图 38 出口维持强劲	27
图 39 食品价格持续上涨 (%)	30
图 40 上游传导效果加大	30
图 41 季节因素带动食品项价格上涨	30
图 42 原油价格高位波动	30
图 43 公共财政收入同比增速 (%)	32
图 44 地方财政收入同比增速 (%)	32
图 45 市场利率多次低于政策利率 (%)	34
图 46 存款准备金率再度下调	34
图 47 人民币兑美元中间价	34
图 48 货币供应量同比增幅	34

研究报告全部内容不构成任何投资建议

一、2021 年世界经济回顾与 2022 年经济展望

（一）全球疫情：疫情形势持续恶化，变异毒株增添变数

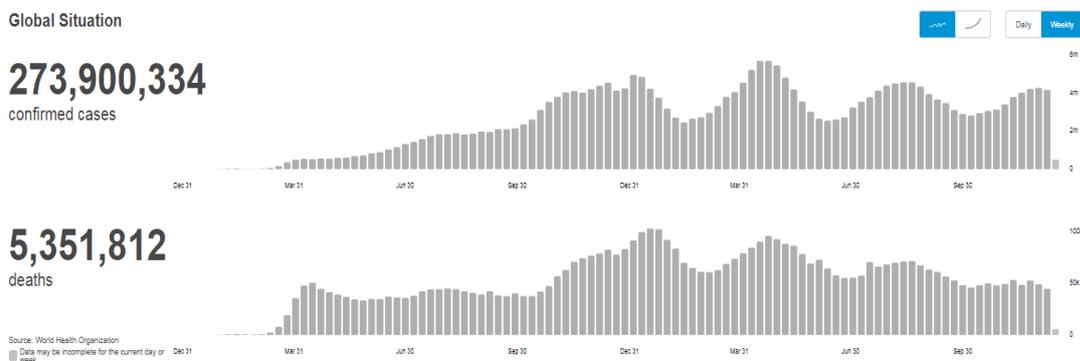
全球新冠疫情持续反复，疫苗分配问题仍存。今年以来全球疫苗接种率不断提高，目前美欧接种率达 60% 以上，中国及日本接种率接近 80%。但由于疫苗分配不均、传染性更强的变异毒株出现，以及疫情防控措施的放宽，全球疫情仍经历了几轮反弹。而随着流感高发的秋冬季节来临，全球疫情在 10 月份开始了今年的第三轮反弹。据世卫组织 12 月 20 日的统计数据，全球新冠肺炎确诊病例累计超 2.7 亿例，累计死亡病例超 535 万例。

新冠变异毒株加速扩散、多国加强防疫措施。11 月 25 日，南非国家传染病研究所表示检测到一种新型新冠病毒变种 B. 1. 1. 529。11 月 26 日，世界卫生组织将变异新冠病毒命名为“奥密克戎 (Omicron)”，列为“高度关注 (VOCs)”的变异病毒。美国、欧盟、英国、加拿大、俄罗斯等多个国家或地区宣布对南部非洲地区实施旅行限制。12 月 2 日，南非流行病学建模和分析中心以及南非国家传染病研究所的研究团队发表的一项研究报告显示，奥密克戎引发的再次感染可能性比德尔塔及毒株高 3 倍，但现阶段的数据表明奥密克戎的感染者的症状均较轻。另外，英国卫生安全局表示该变异株的突变数是德尔塔毒株的两倍，突变很可能产生免疫逃逸，导致对现有疫苗更强的抗药性。世卫组织 12 月 18 日表示，全球已有 89 个国家通报了奥密克戎病例，在出现奥密克戎社区传播的国家，感染病例只需 1.5 至 3 天时间就会翻倍，传播速度明显快于德尔塔变异毒株。目前，奥密克戎正在欧洲地区迅速扩散，为了抑制病毒传播，荷兰、德国、爱尔兰在圣诞节即将到来之际相继宣布收紧防疫措施。英国伦敦也宣布进入“重大事件”状态，英国卫生大臣表示不排除在圣诞节前实施新的疫情管制措施。日本、以色列等国家也加强了封锁措施。

整体来看，尽管今年全球疫苗接种率显著提高，但由于海外防疫措施放宽、疫苗分配不均以及变异毒株持续出现等因素，今年全球新增的确诊人数反而比 2020 年大幅升高。而从目前的情况来看，虽然变异毒株奥密克戎的症状比德尔塔轻，但传染性更强，且存在一定免疫逃逸的可能性。预计 2022 年初全球疫情或将进一步恶化，考虑到目前各国陆续采取更加严格的防疫措施，本轮疫情反弹的持续性尚待观察。

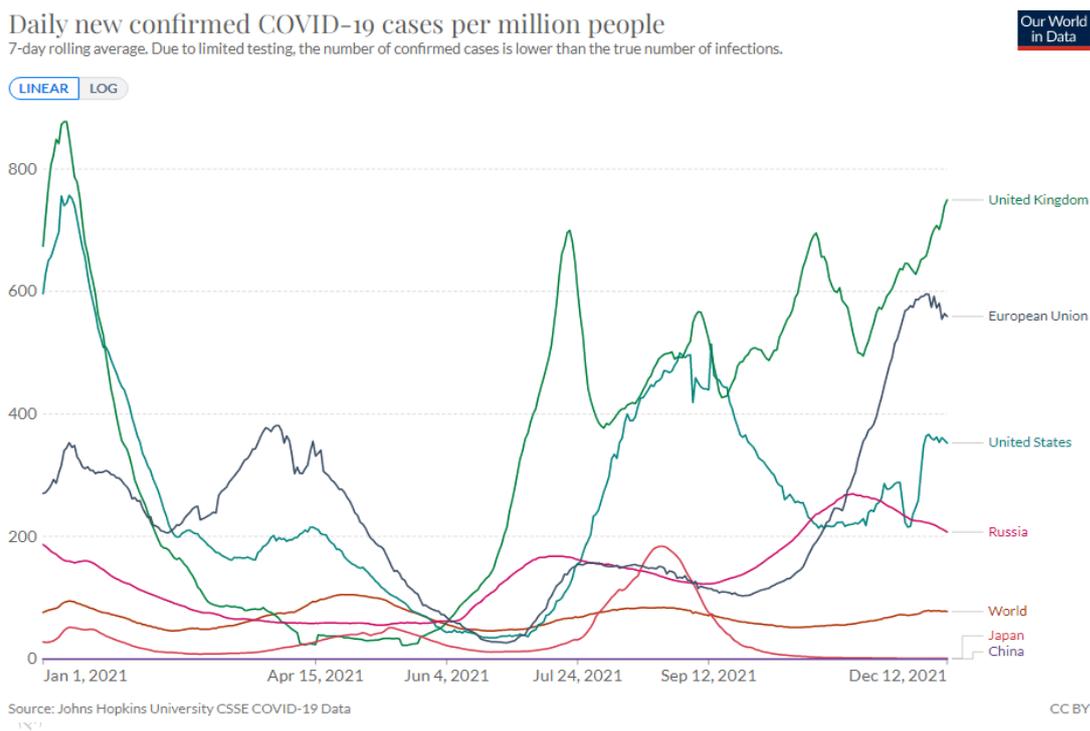
图 1 全球疫情经历多轮反复

Globally, as of 3:29pm CET, 20 December 2021, there have been 273,900,334 confirmed cases of COVID-19, including 5,351,812 deaths, reported to WHO. As of 19 December 2021, a total of 8,387,658,165 vaccine doses have been administered.



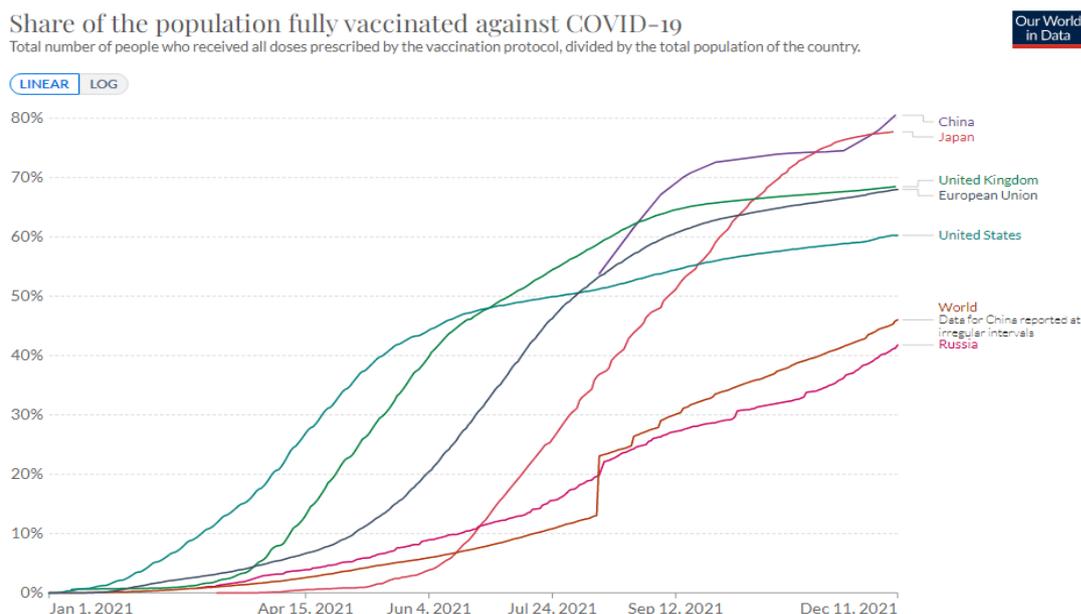
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图 2 全球、中国、美国、欧洲、日本每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图 3 新冠疫苗完全接种率持续提高



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(二) 全球经济: 2021 年经济前高后低, 明年下行风险加剧

1. 全球经济复苏放缓, 经济前景仍不容乐观

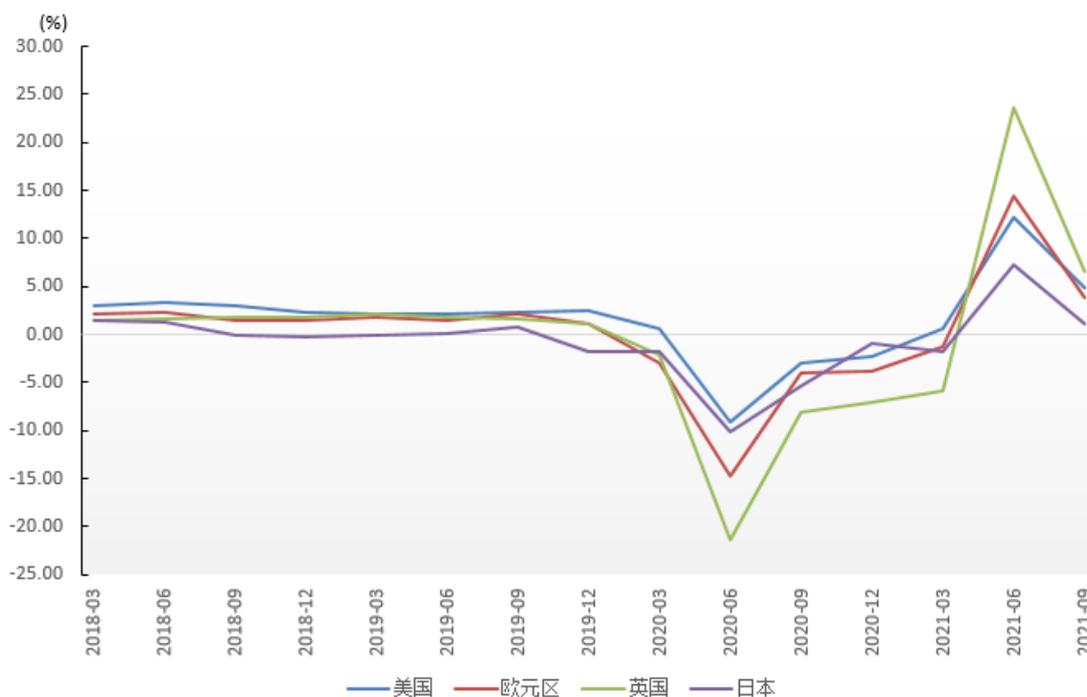
2021 年上半年全球经济大幅反弹, 下半年复苏步伐逐渐放缓。随着上半年疫苗接种率的提高, 美欧地区的疫情得到明显控制, 防疫措施的放宽使全球经济加速复苏。但下半年全球疫情反复、劳动力短缺、供应链问题以及通胀飙升导致全球经济复苏步伐放缓。而随着新冠变异奥密克戎毒株快速传播, 多国不得不再次采取措施以控制疫情发展, 制造业及服务而商业活动放缓, 2022 年初全球经济仍面临下行压力。

图 4 摩根大通全球制造业、服务业 PMI 指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 5 海外主要经济体 GDP 同比 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

具体来看，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值下滑至 57.8，创 2020 年 12 月份以来新低。12 月 Markit 服务业 PMI 初值下滑至 57.5，创 9 月份以来新低，不及预期的 58.8，11 月为 58。值得注意的是，12 月制造业工厂投入价格通胀跌幅创近十年最大，显示供应链问题有所缓和。但工资增长、运输成本上升和能源价格上涨导致服务业输入价格分项指数创下纪录新高。而变异毒株奥密克戎对全球供应链产生潜在威胁，商品价格仍有再次上涨的风险。另一方面，由于欧洲疫情大幅反弹，英欧服务业商业活动放缓拖累经济增长。欧元区 12 月服务业 PMI 初值为 53.3，创今年 4 月份以来最低水平。12 月制造业 PMI 初值录得 58，高于市场预期，但也创 10 个月来新低。12 月综合 PMI 初值由 11 月的 55.4 回落至 53.4，显示欧元区经济增速在 12 月继续放缓。英国的疫情最为严峻，受奥密克戎影响单日新增确诊数维持在 8 万以上的高位，这导致英国服务业商业活动遭受重挫。12 月服务业 PMI 初值由 11 月的 58.5 大幅下滑至 53.2。12 月制造业 PMI 初值由 58.1 回落至 57.6。目前欧洲奥密克戎病例激增，荷兰、德国、爱尔兰相继宣布收紧防疫措施。12 月 18 日英国伦敦也宣布进入重大事故状态，英国卫生大臣表示不排除在圣诞节来临前实施新的疫情管制措施，限制措施重启或进一步拖累英欧经济复苏。

由于常年的低利率、人口老龄化及消费需求不振等因素影响，日本是几个主要经济体

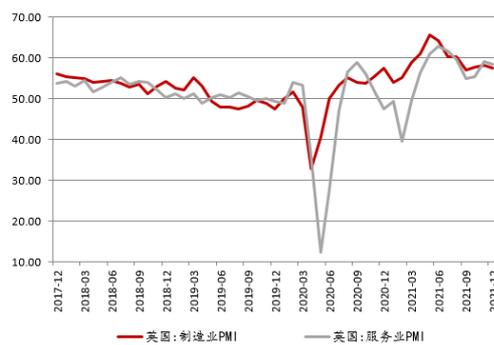
中复苏势头最为疲弱的国家。2021 年全年的综合 PMI 指数仅在 4 月、及第四季度处于扩张区间，且涨幅均较小。日本 12 月制造业 PMI 初值录得 54.2，较 11 月下降 0.3 个百分点。12 月服务业 PMI 初值则下滑 1.9 个百分点至 51.1。12 月综合 PMI 初值录得 51.8，较 11 月回落 1.5 个百分点。近期的数据显示，在全球经济增速放缓及疫情反弹的背景下，日本经济又面临再次萎缩的风险。

图 6 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7 英国 Markit 制造、服务业 PMI



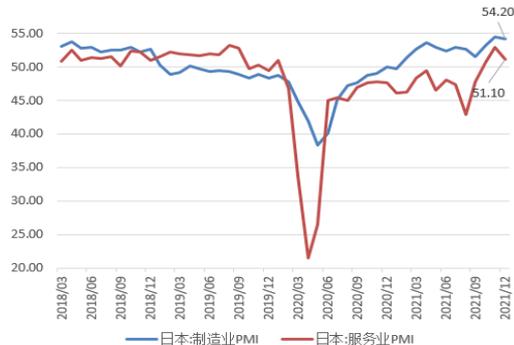
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 欧元区 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 日本 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

整体来看，今年全球经济显著复苏，但新冠疫情反复恶化、供应链和劳动力短缺问题，以及通胀大幅飙升导致各国经济复苏步伐在四季度有所放缓。展望 2022 年，新冠变异毒株奥密克戎造成多国疫情激增，各国防疫措施或将进一步收紧，服务业商业活动面临下行压力。另一方面，疫情飙升使全球供应链再次受到考验，而由于通胀飙升，大部分国家难以再次像疫情初期一般采取降息措施以刺激经济增长，因此明年全球经济增速有进一步放缓的风险。

图 10 世界银行、IMF 及 OECD 对今年及明年的经济增长预期

	2021	与上次预测差值	2022	与上次预测差值
世界银行 (2021 年 10 月)	5.7	0.1	4.4	0.1
IMF (2021 年 10 月)	5.9	-0.1	4.9	0
经合组织 (2021 年 12 月)	5.6	-0.1	4.5	0

资料来源：世界银行、IMF、经合组织，瑞达期货研究院

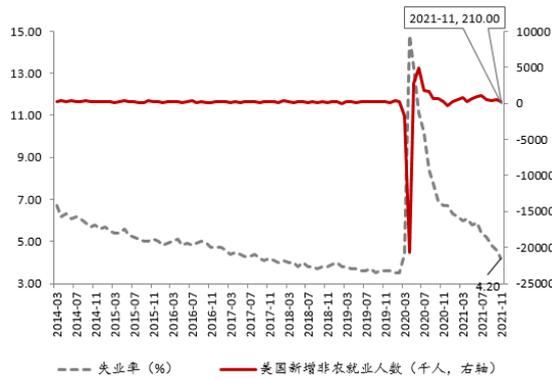
2. 劳动力短缺问题严峻，消费需求面临下行压力

随着 2021 年全球经济复苏，各国就业市场状况持续改善，但劳动力短缺问题仍然严峻。分国家来看，美国 11 月非农就业人数录得新增 21 万人，远低于市场预期的 55 万人，创今年以来最低水平。不过 11 月失业率录得 4.2%，低于预期的 4.5%，已连续第六个月下降，首次恢复至疫情爆发前水平。从就业领先指标来看，美国截至 12 月 4 日当周初请失业金人数为 18.4 万人，创 52 年新低。但 10 月职位空缺数量从 9 月的 1060 万上升至 1103 万，创历史新高。数据显示美国就业市场有所好转，但劳动力紧缺问题仍然严峻。

英国 11 月失业率由 10 月的 5.1% 大幅降至 4.2%，显示就业市场显著好转。但另一方面，在截至 10 月的三个月里，英国职位空缺达到创纪录的 117.2 万。欧元区 10 月失业率录得 7.3%，续创 2020 年 4 月以来新低。但欧元区的失业率比美国高得多，也意味欧洲也存在较多的闲置劳动力。而日本 10 月份的失业率为 2.7%，较上月回落 0.1 个百分点，创 3 月以来最低水平。

整体来看，今年以来全球就业市场状况有所改善，但随着商业活动复苏，职位空缺数却在不断升高，劳动力短缺问题显示出疫情对就业的负面影响仍在持续。今年四季度由于卡车司机不足，美欧港口积压了大量货物。而英国脱离欧盟后也面临物流人手短缺问题，从侧面导致美欧多国出现了商品短缺、物价上涨的情况。展望 2022 年，奥密克戎毒株导致全球疫情再次反弹，经济及需求存在下行压力，美欧劳动力短缺问题短期内或仍难缓解。

图 11 美国非农就业数据



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 英国失业率



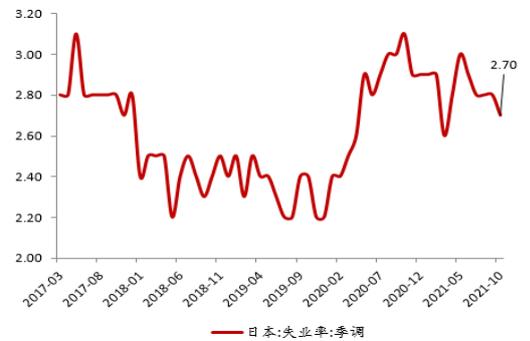
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 欧元区失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 日本失业率

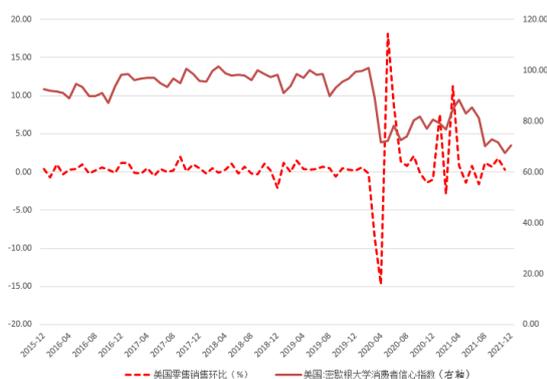


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

经济复苏、失业率下降、工资上涨及政府发放失业救济金等因素促使今年全球整体需求大幅反弹。具体来看，美国 11 月零售销售环比增长 0.3%，不及预期的 0.8% 及前值 1.7%，为今年 7 月以来新低。今年上半年美国陆续实行失业救济金发放等经济刺激政策，美国消费需求在经济强劲复苏的背景下大受提振。但与此同时，极度宽松的货币政策、劳动力短缺及供应链问题等因素推动美国通胀持续上涨，而这正在抑制美国消费者的购物需求。11 月零售销售数据不及预期或与消费者在圣诞假期来临前提前消费有关，预计未来几月零售销售仍面临下行压力。英国 11 月零售销售环比飙升 1.4%，增幅远超市场预期，因担忧通胀上涨以及供应链导致缺货，消费者提前进行圣诞节采购。另外，“黑色星期五”的折扣也大幅提振了电子产品、家用电器和服装商品的销售额。欧元区 10 月零售销售额环比增长 0.2%，同比增长 1.4%，符合市场预期。欧元区消费者在非食品项目花费更多，尤其是网络消费。日本 10 月零售销售同比增长 0.9%，为 3 个月来首次增长，主要由于汽油价格上涨。但受供应链问题影响，10 月汽车销售较同比下降 19.5%，创 2011 年 1 月以来最大降幅。整体来看，2021 年欧美市场的消费需求较 2020 年有明显的改善，但由于通胀上升及供应链短缺等问题的影响，近几月美欧市场均有提前消费的迹象。而在经济复苏疲弱及人口老

龄化的背景下，日本消费需求仍表现不佳。展望 2022 年，全球通胀短期内仍面临上行压力，疫情反弹也将导致各国重新实施限制措施，这几个因素都可能抑制消费意愿，因此明年初全球消费需求将面临一定的下行压力。

图 15 美国零售销售数据



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国零售销售数据



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 欧元区零售销售数据



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 日本零售销售数据

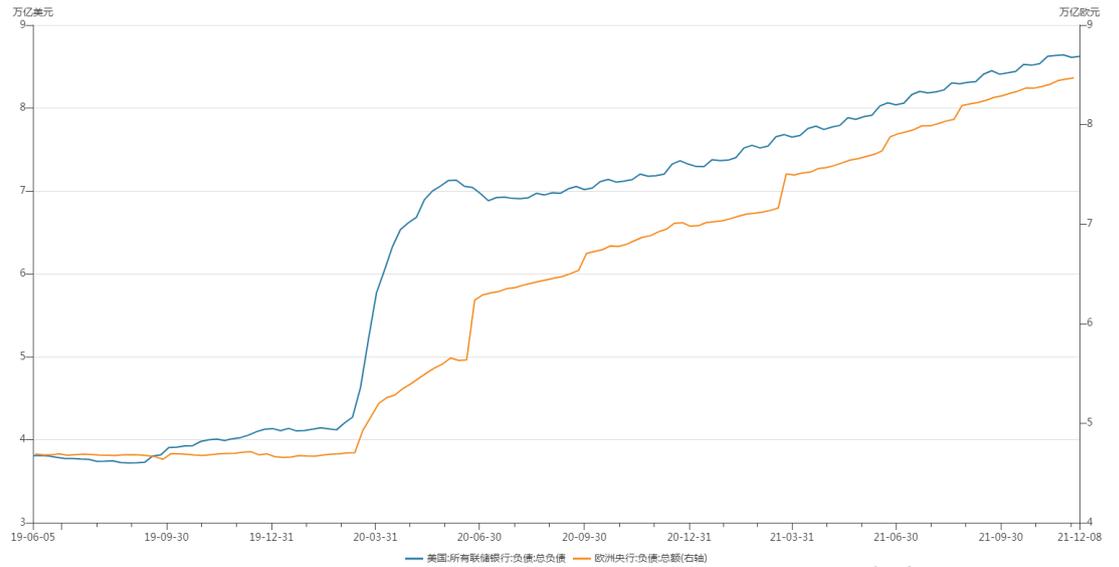


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 通胀压力持续升温，全球货币政策趋向收紧

全球通胀压力不断升温，各国货币政策趋向收紧。2020 年在新冠疫情的影响下，世界经济陷入严重萎缩，市场避险情绪急剧升温。为了稳定金融市场、缓解疫情给经济带来的冲击，以美联储为首的全球央行开启了“降息潮”。各国政府也纷纷采取了规模空前的财政刺激政策，全球债务水平不断创下新高。随着 2021 年全球经济复苏带动需求回暖，在流动性泛滥的背景下，全球大宗商品及航运价格不断走高。另一方面，全球疫情持续反复及劳动力短缺等因素导致供应链面临较大压力，但需求却在不断升高，供需不平衡的状况加剧进一步提振了大宗商品价格。除此之外，今年以来的国际地缘政治紧张局势升温及全球极端气候频发也是推动部分能源价格上涨的重要因素。

图 19 疫情后全球资产负债表加速膨胀



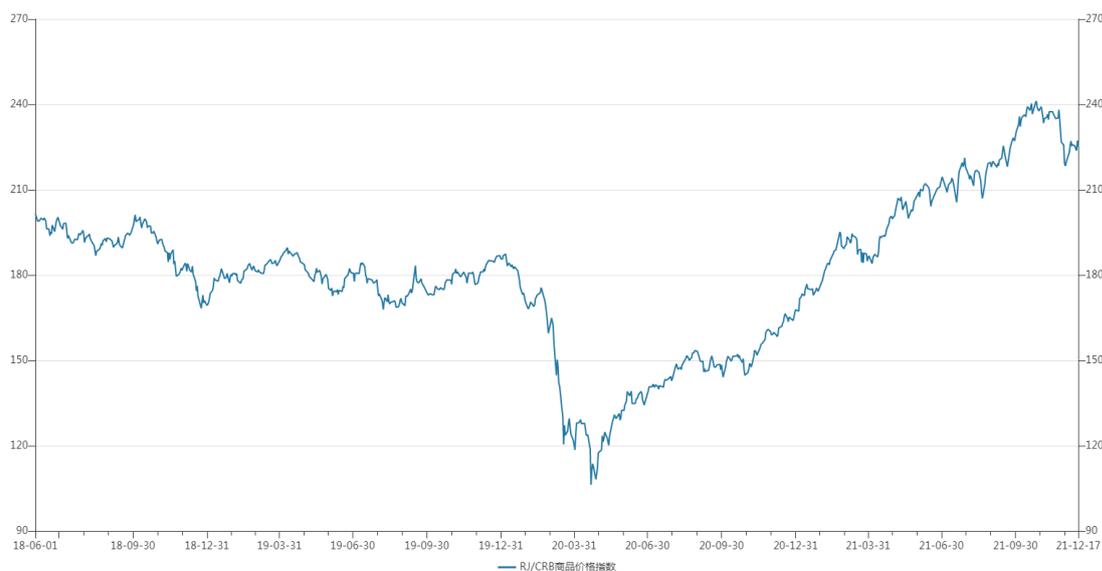
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 全球航运价格大幅走高后回落 (BDI、BPI、BCI)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 RJ/CRB 商品价格指数震荡上行

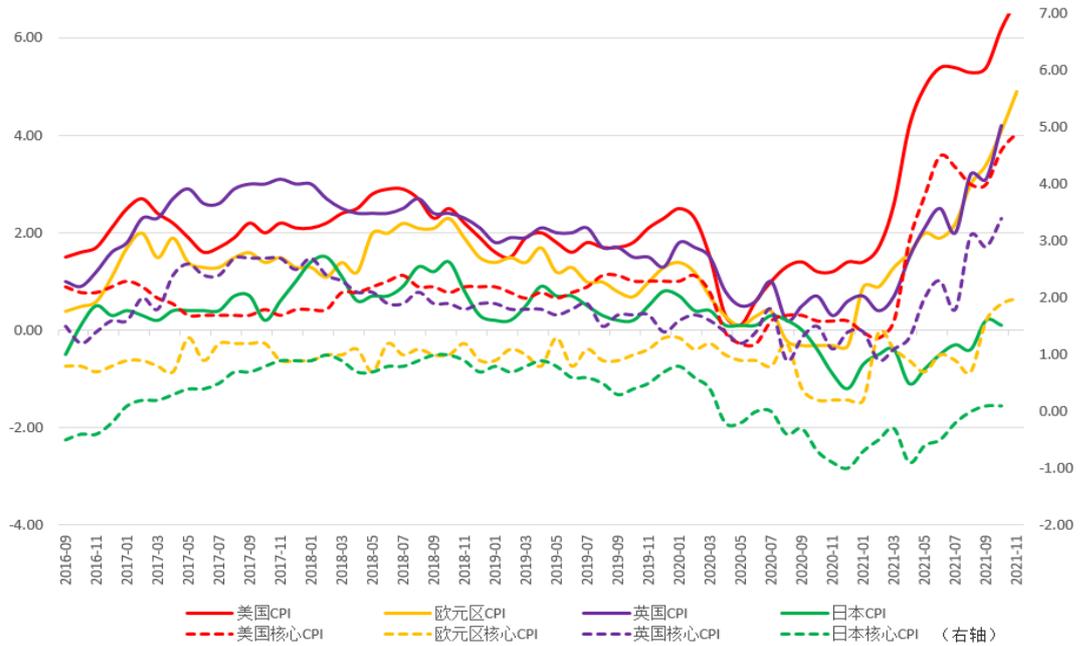


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分国家来看，美国 11 月 CPI 环比上涨 0.8%，符合市场预期；同比涨幅则进一步攀升至 6.8%，创 1982 年 6 月以来最高水平，当月通胀大幅飙升主要受食品和能源价格上涨影响。其中，能源价格环比上涨 3.5%，同比上涨 33.3%；食品价格环比上涨 0.7%，同比上涨 6.1%。美国总统拜登表示，尽管美国 11 月出现近 40 年来最快的通胀，但价格涨势正在放缓，尤其是汽油和汽车。而从 12 月制造业 PMI 价格指数分项回落可以看出美国供应链问题有所缓解，但服务业价格指数仍创下历史新高，显示通胀压力短期内仍将维持高位。

英国 11 月 CPI 同比上涨 5.1%，超过市场预期及前值的 4.2%，创下 10 年多新高。欧元区 11 月 CPI 同比录得 4.9%，较 10 月上升 0.8 个百分点，也创下由记录以来新高，欧洲能源价格持续上涨是推动 CPI 的主要因素。由于欧洲可再生能源比重较高，且今年以来各地陆续遭遇极端天气，风电及太阳能发电量大幅下滑，使欧洲地区电量供应严重不足，但冬季又是用电高峰期。这一结果导致欧洲电价大涨，德国电价基准期货近期创下历史新高。而作为可再生能源的替代，欧洲动力煤及天然气的需求大涨，今年以来 TTF 基准荷兰天然气期货及 ICE 英国天然气期货价格持续走高，自 1 月以来已上涨数倍。另一方面，市场担忧乌克兰局势紧张可能导致俄罗斯对欧洲的天然气供应中断，这将使欧洲能源危机进一步加剧。德国央行 12 月的报告称，由于天然气价格飙升并可能在 2022 年初影响到消费者，预计未来几个月德国消费物价同比涨幅将保持在 4% 以上。

图 22 美欧主要经济体通胀大幅飙升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 WTI 原油期货、英国天然气价格



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

受通胀大幅飙升影响，今年以来已有许多新兴市场经济体央行及部分发达国家央行采取了加息动作。而美联储等主要央行也面临着是要维持经济复苏还是抑制通胀的两难抉择，但随着今年四季度美国通胀持续升温，美联储也放弃了上半年以来的通胀“暂时论”并开始加速收紧货币政策。

美联储：随着美国经济复苏、就业市场好转以及通胀飙升等因素影响，美联储今年以来逐渐转向鹰派并开始收紧货币政策。今年下半年美联储官员释放鹰派信号的频率不断上升，而在通胀大幅飙升的背景下，美联储也放弃了此前的通胀“暂时论”。在 12 月的政策决议上，美联储维持政策利率不变，宣布将缩减购债的速度翻倍，从明年 1 月起每个月减

少购债 300 亿美元，符合市场预期。另一方面，点阵图显示多达三分之二的官员预计，2022 年全年美联储至少加息三次。此外，美联储理事沃勒表示，在结束资产购买计划后，美联储可能最早在 3 月的会议上开始加息，以遏制飙升的通胀。财政方面，当地时间 11 月 15 日，美国总统拜登签署了一项规模达到 1.2 万亿美元的基建法案，这是美国半个世纪以来最大规模的基建法案。此外，拜登还正在推动一项高达 1.75 万亿美元的气候及社会支出法案，但该法案遭到美国民主党参议员曼钦的反对，通过前景不容乐观。高盛表示，若国会拒绝将此法案延长，政府财政支出对经济的支撑力将会有所减弱，并将对明年美国经济增速产生负面影响。

英国央行：由于通胀大幅飙升，英国央行在 12 月份的政策决议上宣布将基准利率上调 15 个基点至 0.25%，成为疫情后首个加息的主要央行。英国央行表示，通胀率可能在明年 4 月份达到 6% 左右的峰值，为了将通胀维持在 2% 的目标，一定程度上的收紧货币政策是必要的。实际上早在四季度初英国央行官员就频繁释放鹰派信号，市场对英国央行的加息预期不断提高，但英国央行在 11 月却意外按兵不动。而 12 月的加息动作也超出市场预期，可见比起疫情带来的经济下行压力，英国央行对不断上涨的通胀压力更加在意。

欧洲央行：相较于美联储和英国央行，欧洲央行稍显宽松，但也开始收紧货币政策。欧洲央行在 12 月的政策会议上仍维持三大关键利率不变，将以比上一季度更低的速度购买紧急抗疫购债计划（PEPP），并延长到至少 2024 年底。欧洲央行表示，鉴于目前面临的不确定因素，需要保持货币政策的灵活性和选择性，要在中期内将通胀稳定在 2% 的目标水平，仍需要宽松货币政策。货币市场加大了对欧洲央行加息的押注，目前预计欧洲央行将在 2022 年 12 月加息 15 个基点，此前预期为加息 8 个基点。但欧洲央行管委表示，如果通货膨胀表现符合货币当局预期，欧洲央行将不会在 2022 年加息。

日本央行：12 月份日本央行继续维持超宽松货币政策不变，拟将中小企业融资优惠政策延长半年至明年 9 月底。日本央行行长黑田东彦表示，日本距离 2% 的通胀目标仍有差距，而货币宽松导致的日元疲软利好日本经济复苏。另一方面，当地时间 12 月 20 日，日本议会批准了创纪录的 3170 亿美元的额外经济刺激预算，以提振受新冠肺炎打击的经济形势。

展望 2022 年，全球通胀短期内仍存在上行风险，奥密克戎引发的新一波疫情反弹及供应链问题短时间内难以缓解，供给不畅仍将导致通胀升温。但另一方面，全球主要央行已逐渐收紧货币政策，且新一轮疫情或冲击全球经济前景并影响商品需求，需求回落及流动性逐渐收紧将缓解通胀压力，因此预计明年全球通胀有望触顶回落。但在经济下行压力增大的背景下，各主要央行的货币政策不会过快收紧。

二、2021 年国内经济回顾与 2022 年经济展望

（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。12 月 10 日，中央经济工作会议首提我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，同时外部环境更趋复杂严峻和不确定，表明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。

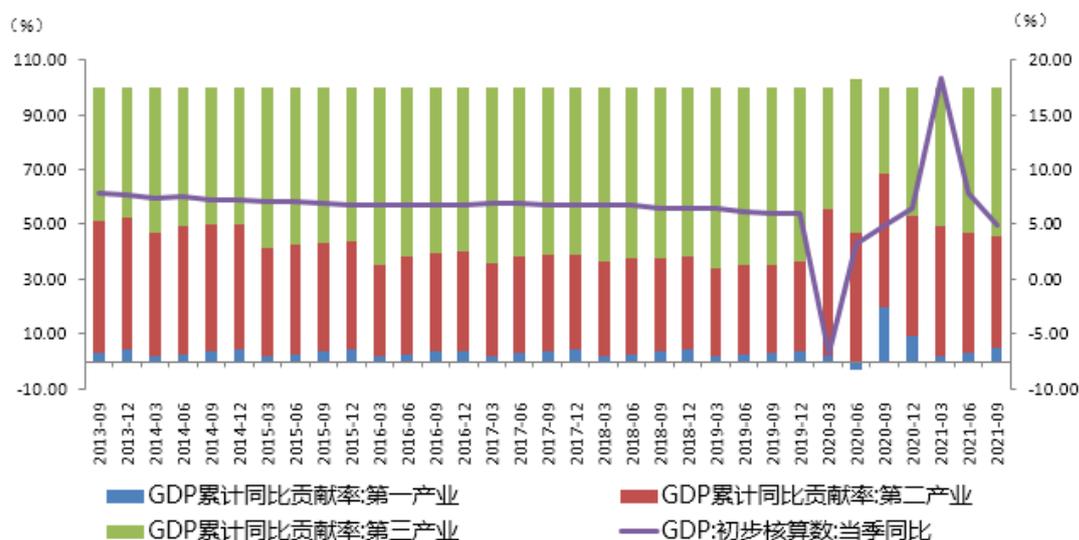
分季度来看，上半年经济增长迅速，GDP 均达到两位数增长。消费环境有所改善，但接触性消费恢复速度偏慢，总体增速慢于其余经济指标，始终在较低水平徘徊，并且原材料价格高涨已逐渐传导至终端消费，居民实际购买力下降，也不利于消费复苏。与此同时，我国固定资产投资总体呈倒 V 型趋势，制造业、基建投资增速回升，房地产投资仍保持韧性。上半年房地产销售面积表现亮眼，支撑房地产市场运行，成为总体投资稳定恢复的主要动力。而在通胀预期持续升温、疫情不断反复的影响下，三季度 GDP 低于预期。在“能耗双控”、“拉闸限电”的政策下，第二产业恢复程度在三季度末受到较大影响，部分煤炭、铝、钢材相关产业受其影响，效率及收益均有所降低，从而拖累生产端增速下滑，叠加三季度疫情多地反复，共同影响生产端运行。

此外，年内出口整体强劲，增势明显，明年仍有望维持高景气。出口同比快速上涨，我们认为主要有两点原因：一是各国采取宽松的宏观政策发挥作用，促进居民需求快速恢复，从而带动我国出口走好，即“外需效应”；二是海外生产端与需求端恢复进度不同，促使我国出口短期替代效应持续发挥作用，同时叠加欧美、东南亚疫情再度反复，部分品种商品供需缺口再度走扩，我国出口上行趋势有望延续。就业市场方面，随着经济稳健恢复以及季节性因素影响降低，失业率继续下降，就业形势总体稳定。

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，第三季度 GDP 在基数回升以及疫情汛情多重影响下迅速回落，之后或将在疫情影响减弱下逐渐企稳，未来经济增速可能会落在 5.0-5.5%。从今年前三季度的情况

来看，一二季度 GDP 同比受基数效应影响而大幅走高，而三季度随着基数效应减弱叠加疫情再次反复迅速回落，表现略低于预期。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。经济增速在 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% 作为四季度 GDP 两年平均增速来计算，可预估全年 GDP 增速约为 8.2-8.4%，仍高于《政府工作报告》预期目标，说明四季度，我国政府仍有较大的政策空间，在促消费、稳就业、保民生等多方面上仍可灵活调控。12 月 6 日，社科院发布《经济蓝皮书》预计，2021 年中国经济增长 8%，2022 年中国经济增长 5.3% 左右，也与我们的预期相符。明年将召开中共二十大，基于中国国内巩固拓展疫情防控 and 经济发展需要，需继续扎实做好“六稳”“六保”任务，推进经济向高质量发展。

图 24 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 25 2021 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%
2021年GDP (5.5%预计)	18.3%	7.9%	4.9%	4.5%	
权重 (乐观)	4.0%	1.9%	1.3%	1.3%	8.4%
2021年GDP (5.0%预计)	18.3%	7.9%	4.9%	3.5%	
权重 (保守)	4.0%	1.9%	1.3%	1.0%	8.2%

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）供需两端动能加强，价格指数大幅回落

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智商，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。

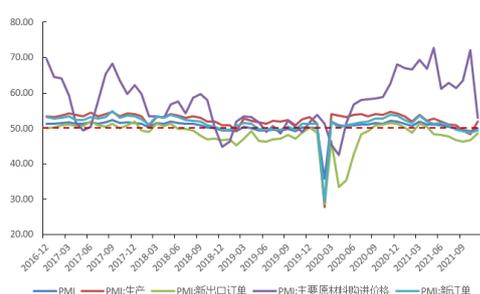
供需动能提升，“保供稳价”力度加大。从最近数据看，中国11月官方制造业PMI录得50.1，较上月上升0.9个百分点，重回扩张区间，表明制造业生产经营活动有所加快，景气水平改善。从分项上来看，生产指数为52，比上月上升3.6个百分点，主要是由于近期电力供应能力持续提升，制造业产能加快释放。新订单指数录得49.4，虽处于收缩区间，但较上月上升0.6个百分点，表明制造业需求端较上月有所改善。同时，随着“保供稳价”等政策落实力度不断加大，价格快速上涨势头得到遏制，价格指数大幅回落，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数明显低于上月19.2和12.2个百分点，上游成本压力有效得到了缓解。成本压力的减少带动中小企业景气度的回升，中型企业PMI为51.2，结束连续两个月的收缩走势，升至临界点以上，反映近期中型企业产需回升；而小型企业PMI为48.5，比上月上升1.0个百分点，小型企业景气度有所改善。此外，受世界经济持续复苏、国外圣诞消费季临近等因素影响，外贸景气度延续上月改善态势，新出口订单指数和进口指数分别为48.5%和48.1%，比上月上升1.9和0.6个百分点。

服务业恢复放缓，疫情反复持续影响。11月非制造业PMI录得52.3，较上月下降0.1个百分点，非制造业扩张力度小幅减弱。其中，服务业商务活动指数小幅回落0.5个百分点至51.1，受疫情影响较大。从行业来看，与制造业活动密切相关的生产性服务业商务活动指数位于55.0以上较高景气区间，其中信息服务、金融服务、商务服务等行业业务总量增长较快；与接触型消费密切相关的生活性服务业商务活动指数降至临界点以下，其中住宿、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均大幅回落至46.0%及以下，市场活跃度明显下降。而随着部分“十四五”规划重大项目逐步落地，基础设施建设进度有所加快，建筑业PMI录得59.1，景气度水平仍维持在较高区间。

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，

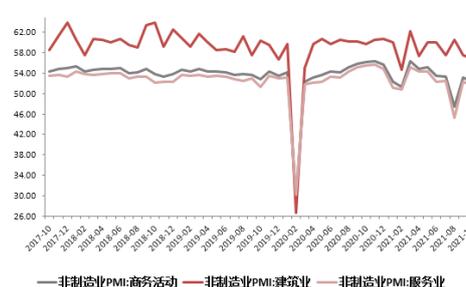
11 月份电力供应紧张情况有所缓解，部分原材料价格明显回落，制造业 PMI 重返扩张区间，表明制造业生产经营活动有所加快，景气水平改善。制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。由于地方政府专项债发行进度加快，基建投资有所发力，支撑建筑业生产。但此轮多点散发疫情波及地区较多，使得部分接触型服务行业受到影响，恢复进度有所放缓。但需要注意的是，供应商配送时间指数持续低于 50，原材料供应及产品交付不畅问题依旧严峻。

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

2021 年，我国正式进入后疫情时期，制造业有序恢复。受 2020 年高基数影响，今年年初固投同比增速在 2 月达到峰值 35% 后逐步回落至疫情前水平并且这一趋势有望维持。

固投总体平稳，产业转型步伐较快。从单月数据来看，1-11 月份，全国固定资产投资 494082 亿元，同比增长 5.2%，两年平均增长 3.9%，小幅回升；环比增长 0.19%。基础设施投资同比增长 0.5%，制造业投资增长 13.7%，房地产开发投资增长 6.0%。总的来看，随着海内外经济体持续复苏，投资意愿加强，促进固投上升。基建投资增速将在专项债加快发放及 2022 年“财政前置”提振下回升，制造业仍在高新技术行业带动下稳步发展，而房地产在多政策作用下或继续降温。

整体来看，随着海内外经济仍在复苏，投资意愿随经济修复而修复，叠加翘尾因素减弱和“六稳”“六保”的不断落实，固投增速有望稳中上行。近日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。在此背景下，基建投资增速将继续回升，制造业投资结构将持续优化，高技术产业链为核心上升动能，房地产景气度低迷趋势或继续延续。

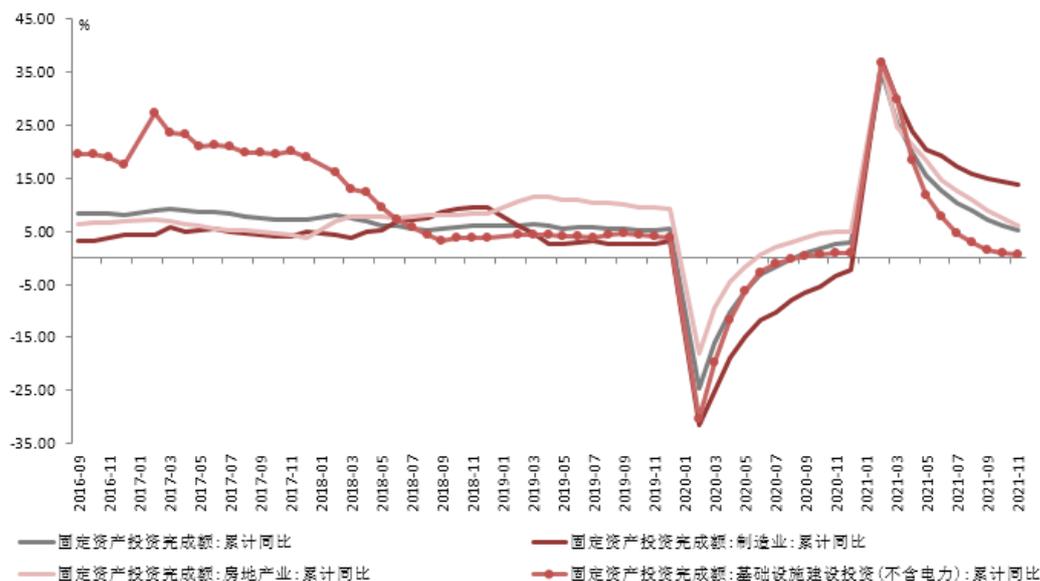
1. 基建投资增速回落，未来财政前置将提振基建

优质项目依旧缺乏，基建投资恢复缓慢。1-11月，基础设施投资同比增长0.5%，两年平均增速为1.6%，比上月份回落0.3个百分点，总体恢复速度仍不及预期，或在之后逐步回升。基建投资增速回升，但仍处于较低水平，主要有三点原因：一是专项债发行进度依旧缓慢。2021年专项债发行基本进入尾声，截至目前，专项债发放量已达目标水平的95%，不过从专项债发行到基建项目开始施工，还需要一定时间起效，并且缺项目的情况尚未得到缓解；二是地方政府隐性债务监管趋严、以及土地财政承压，限制基建投资大幅上行；三是专项债资金闲置、使用效率不高的情况也仍然存在，导致基建投资依旧偏弱。

从单月数据来看，基建投资增速从10月的-2.5%再度下降至11月的-3.6%。虽然自8月以来，专项债发行进度不断加快，但从整体看仍慢于2019年同期，且合格项目较少、短期难以形成实物工作量，对投资的支撑有限。不过，随着中央经济工作会议提出，要“保证财政支出强度，加快支出进度”，要“适度超前开展基础设施投资”，预计下一阶段财政或将更加积极，基建或将边际修复，但受地方隐性债务问题限制，基建出现高增长的可能性或不会太大。

整体来说，基建增速依旧较低，年末专项债继续加速发放或将对基建形成一定支撑。近日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，有助于明年上半年的基建项目的建设。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叠加2022年财政前置可能性较大，预计未来几个月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. 制造业持续走高，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，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。1-11 月制造业投资同比增长 13.7%，两年平均 4.3%，较上月加快 0.5 个百分点。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。工业增加值同比有所回暖，同比环比小幅上涨，对制造业投资有着正相影响，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。但需要注意的是，芯片问题尚存并且很难快速恢复，叠加“能耗双控”政策的下达导致部分高耗能制造业受到较大冲击，短期内或持续打击投资热情，制造业大幅上行的可能性较低。

工业生产平稳回升，企业效益稳步提升。11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，比上月加快 0.3 个百分点；环比增长 0.37%，工业生产持续增长。分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 6.2%；制造业增长 2.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.1%。其中，高技术制造业增加值同比增长 15.1%，比上月加快 0.4 个百分点，维持迅速发展态势。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，在 2022 年料将维持回升趋势。

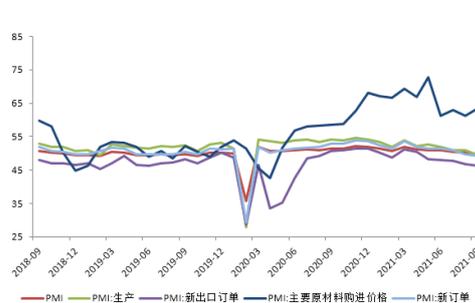
从环比增速来看，工业生产韧性较强，仍保持稳中有进的发展态势。11 月份出口交货

值当月同比 12.6%，自 2021 年 3 月起，持续高于工业增加值，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。同时，高技术制造业利润始终维持较快增长；并且年末海内外节假日备货订单增加等因素带动相关消费品市场需求，消费品制造业利润增长。总体来看，工业企业利润依旧保持在较高水平，复苏进度良好，但上下游行业间盈利分化状况尚未明显改善，部分下游行业成本承压仍较大，工业企业效益状况下行压力仍然存在。

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。大宗商品涨价带来的成本压力，外加在价格传导不畅的背景下，一些中下游企业利润仍可能受到侵蚀，或对未来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，当前实体环境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。展望 2022 年，随着上游成本涨价压力逐步缓解，制造业，尤其是高端制造业的投资将提升或将加快复苏，增速将显著高于疫情前 2019 年的同期水平 3.5%。

图 26 制造业 PMI 回落



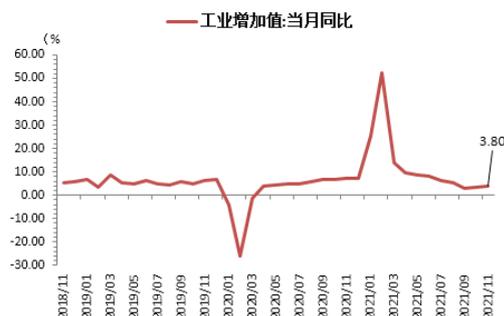
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 27 工业企业利润边际放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 工业生产平稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 29 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

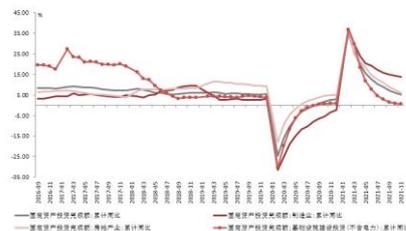
3. 销售需求持续回落，政策边际放缓利于房地产修复

地产融资监管严格，房地产景气度持续下降。1-11 月我国房地产开发投资同比增长 6.0%，两年平均增速 6.4%，较上月小幅下降 0.4 个百分点。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。11 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 3.1%和 7.8%，分别较上月下降 0.5 和 1 个百分点。在“三条红线”、非标监管、房企发债难、“房住不炒”等多重因素的作用下，房企外部融资承压，使得供给端受抑制进而拖累地产投资下行。而房地产销售的进一步回落，也加重了房企的资金压力，导致新开工面积、拿地面积等指标也随之减少，房地产市场景气度依旧较低。

在政策边际放松的背景下，未来销售面积将率先回暖。主要有三点原因：一是居民购房确定性放松，释放了部分积压需求；二是需求较供给对政策更敏感，政策底之后，销售通常较快回暖，而开工、施工拐点则会有一定的滞后性；三是销售周期性波动程度趋于下降，量价迅速下跌可能性不大，需进一步观察房地产新政策。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、施工面积或将二次探底。

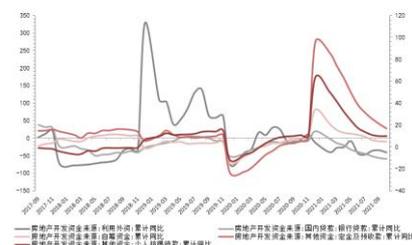
总体看来，地产投资及销售在严监管的背景下双双延续走弱，导致地产投资增速下行。此前，由于房地产行业信用风险上升，房地产投资增速迅速回落，监管政策逐步改善放松。为了防止风险传递至其余领域，央行多次进行预期引导，纠正金融机构对房企融资管理规则的误解，适当放松房屋融资的限制。发改委和央行发表的关于房地产市场风险的表述，释放出积极信号，坚决维护房地产市场平稳健康发展。在此基础上，明年房地产投资或将维稳，房企融资政策或维持边际放缓的趋势。

图 30 房地投资保持韧性



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 32 房地产企业开发资金来源



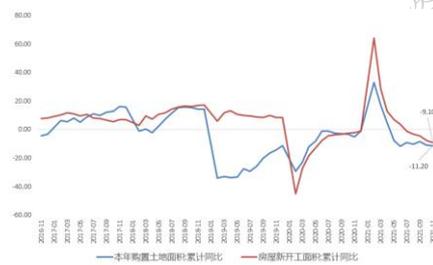
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 31 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 土地购置与新屋开工面积



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(四) 需求短期仍受疫情制约，或将在促消费政策下恢复

疫情反复影响，消费复苏进度缓慢。单月数据来看，11月份我国社会消费品零售总额同比增长3.9%，较上月回落1个百分点；两年平均4.4%，下降0.2%，远低于疫情前同期增速8%。具体来看，疫情反复持续影响接触型行业，餐饮收入同比下降2.7%，由升转降；年末将近，释放居民需求，基本生活类消费均表现较好，粮油、食品类零售额同比增长14.8%，饮料、烟酒类分别增长15.5%、13.3%，促消费政策效果持续释放。然而，占商品零售比重约30%的汽车消费却大幅走弱，说明全球缺芯现象仍尚待解决，预计汽车对整体消费的拖累还将持续存在。随着年末海外节日到来，居民消费需求有望进一步提升，但需密切关注新一轮疫情，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，这使得疫情失控的可能性非常小。虽然各地仍有疫情反弹，但是整体的商品消费恢复稳定，消费下限得以保证。但是，本土疫情的多次反复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、旅游等方面的支出，使得服务消费难以实现真正复苏，消费难以突破复苏上限。

除了疫情管控措施的因素，财富效应减弱也导致消费疲软。2021年二、三线的房价低

迷，同比增速低于 4%。对于二、三线居民来说，不动产占总资产的比例较高，房地产价格增速放缓所造成的财富效应下降是显著的，导致消费减弱。而从虽然“双 11”对消费有一定促进作用，但提振力度不及预期，2017-2020 年，11 月线上消费的同比增速均高于 10.0%，而今年明显不及往年，这主要还是由于居民收入端尚未完全修复。

收入端持续修复，为社零复苏打下良好基础。2021 年前三季度，全国居民人均可支配收入扣除价格因素同比实际增长 9.7%，两年平均增长 5.1%，与经济增长基本同步，经济增速差进一步减小，对需求端复苏提供了有利条件。

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，而这也将支撑 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 34 社零总额及同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 实物零售增速上升



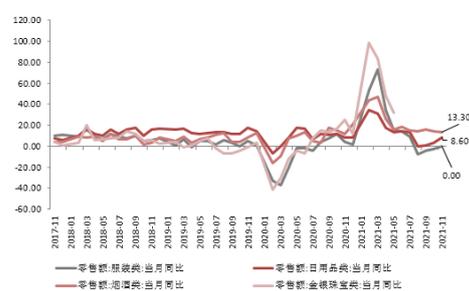
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 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，支撑我国出口高景气

新一波疫情反扑，海外供需缺口进一步扩大，带动我国出口高景气。按美元计价，11月份我国出口额同比增长22%，高于预期1.7个百分点，自去年6月份以来已连续18个月维持正增长，维持在高景气区间。出口同比增速继续强势，我们认为主要有以下两点原因：一是各国宽松的财政政策和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”，传统优势产品如服装及衣着附件、鞋靴、玩具、灯具等劳动密集型商品表现较为明显。二是海外供需缺口进一步扩大。新一波疫情反复使得发达经济体工业生产恢复仍然缓慢，供需缺口仍偏大促使我国出口短期替代效应持续发挥作用，带动我国出口上行，我国对东盟、欧盟和美国等主要贸易伙伴进出口均有所增长。

海外疫情依旧严峻，供需缺口走扩，部分海外制造业订单转而流入我国。从出口经济体来看，东盟、欧盟依旧是我国出口订单来源。前11个月对东盟出口同比增长18.9%；对欧盟出口增长23.9%；对美国出口增长19.2%；对日本出口增长8.8%。11月份海外疫情再次大规模爆发，叠加能源短缺以及年底双节将至的季节性影响，为增加商品供给，增加了对中国的进口。随着基数效应逐步褪去，我国出口同比上行动能减弱，外需持续恢复是国内出口保持高景气的关键因素。

从主要出口产品来看，原材料类产品以及传统优势产品始终是出口的主要贡献力量。其中值得注意的是，11月份我国医疗仪器及器械出口金额同比增速由10.8%进一步上升至11.4%，说明海外经济体疫情仍在加重。同时原材料、纺织品供需缺口也受疫情影响进一步走扩，推动我国进口增速。钢材、未锻轧铝及铝材出口表现依旧较好，累计增速分别为79.7%和46.6%，较上月分别加快0.5和2.4个百分点。同时，我国劳动密集型产品，如劳动密集型的服装及衣着附件、鞋靴、玩具等商品受圣诞元旦假期影响，仍然保持较高增速。预计价格因素对于出口的推动作用将在近几个月持续上升，出口金额同比仍将维持较高增速。

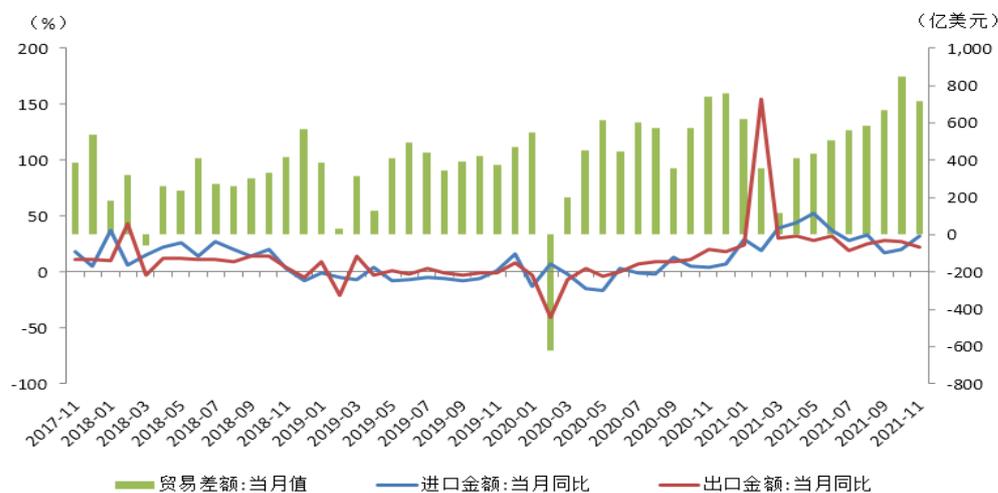
展望明年出口态势，主要考虑两个核心因素：一是航运价格过高，或不利于出口企业发展。今年以来，中国出口集装箱运价指数（CCFI）一路高涨持续创新高，全球物流紧张，使得生产较为低迷的情况下，过高的集装箱运价抬升企业出口成本，从而大幅降低出口利润，对出口行业发展产生一定的抑制作用。二是海外经济体如美国制造业供应端恢复进度放缓，部分产品的供需缺口扩大，支撑我国出口走高。11月份，美国Markit制造业PMI录得8.3，虽下滑0.8个百分点，创今年4月以来新低，但是仍处于扩张区间；欧元区11月制造业PMI终值58.4，较上月仍小幅下降，供应端增速继续放缓。这对我国制造业出口份额将产生一定提振作用，提升部分商品对我国出口的需求。

总体来看，我国出口表现仍然较为优秀。我国出口表现较好是因为疫情控制得力，疫情期间全球生产扭曲带来了我国出口的高速增长。同时货物压港的现象也开始逐步缓解，也使得在出口订单下行、生产回落的基础上，出口额维持高景气。因此我们认为，2022年我国出口增速或将边际放缓但总体仍显强韧性。但需要注意的是，奥密克戎病毒的出现再次表明，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，在短期内替代效应持续作用，我国出口同比预计仍将保持高景气区间。

而在进口方面，大宗商品价格高位运行提振进口同比增速。11月份我国进口同比增速较10月大幅上涨了11.1个百分点，主要有两个原因：一是由于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，中国制造业PMI重返扩张区间，景气度水平上升，内需持续恢复，进口量受其影响有所回涨；二是价格因素对于进口的支撑。从大宗商品进口量价同比贡献看，数量价格贡献均大幅上升。从细分商品进口看，11月原油、集成电路、煤及褐煤、农产品、自动数据处理设备等对进口拉动较大；从铁矿石看，铁矿石进口与我国房地产投资和基建投资走势一致。随着2022年财政前置支出特征明显，基建适度超前，将进一步提振铁矿石进口金额。

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，我国生产已经陷入冰点，铜和塑料的进口数量持续走弱，大宗商品价格处于高位，进口数量大幅减少。接下来我国需求增速减缓，生产增速下滑，进口强势的持续时间可能有限。

图 38 出口维持强劲



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）价格分化延续，核心物价温和上行

1. CPI：猪肉需求季节性回暖，二轮收储效果明显

消费市场受特殊天气、部分商品供需矛盾及成本上涨等因素综合影响，价格有所上行。从单月数据看，食品项中，11月食品价格同比由上月下降2.4%转为上涨1.6%，影响CPI上涨约0.30个百分点；食品价格环比上涨2.4%，涨幅扩大0.7%，影响CPI上涨约0.43个百分点。猪肉走出下行区间，同比环比增速均有所回升。11月份猪肉价格同比下降32.7%，降幅比上月大幅缩窄11.3个百分点；环比价格由下降2%转为上涨12.2%。从供给端看，前期由于大面积亏损农户抛栏导致近期市场肥猪供应相对紧缺。从需求端看，猪肉消费需求季节性增加，居民开始储备过冬食品，加大猪肉需求；同时，第二轮中央储备猪肉收储工作仍有序开展，支撑猪肉价格。11月猪肉价格环比一改下行趋势，随着旺季的到来，猪肉价格上涨趋势或将延续。

食品中除猪肉外，各地多措并举保障“菜篮子”供应，随着蔬菜上市量逐渐增加，鲜菜回落幅度最为显著。从食品项整体来看，由于鲜菜供应受阻加之猪肉需求回暖，11月份食品价格增幅继续扩大。并且随着年底到来，食品需求升温，菜价和猪价或仍有小幅上行空间。另外，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，11月非食品价格同比上涨2.5%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约2.04个百分点；环比持平，涨幅减少0.4个百分点。其中，工业消费品价格涨幅回落，其中汽油和柴油价格分别上涨3.1%和3.3%，涨幅较上月均有所回落；同时，节后出行减少及疫情散发影响，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格也都有所下降。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%，涨幅回落0.1个百分点，反映出居民实际需求复苏态势较为稳固，在防疫措施持续见效的背景下，总体通胀水平依旧温和。

总体来看，目前我国居民消费价格料将继续上涨。受全球能源供应紧张等因素影响，国际原油价格维持上涨，推动我国汽油、柴油、汽车以及相关行业价格小幅上行，并且我国经济复苏态势良好也将利好内需恢复，进而推动非食品项价格上涨。同时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，猪价由跌转升，推动通胀水平上行。并且随着年末到来，食品需求进一步升温，生猪鲜菜需求仍将增加。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，原材料成本传导压力大

随着保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头

初步得到遏制,工业品价格涨幅有所回落,但回落速度不及预期。11月PPI同比上涨12.9%,涨幅比上月缩窄0.6个百分点;环比由上涨2.5%转为持平。其中,生产资料价格环比由上涨3.3%转为下降0.1%;生生活资料价格上涨0.4%,涨幅扩大0.3个百分点。“保供稳价”政策效果显现、多政策联动调整使得煤炭、金属产品价格高涨趋势得到抑制,11月PPI由升转降。但通过生产资料与生活资料价格环比增速可以看出,上游成本涨价对产业链下游企业的传导效应已慢慢显现。从同比增速来看,生产资料与生活资料价格同比分别增长17.0%和1.0%,较上月分别回落0.9和扩大0.4个百分点,剪刀差小幅缩窄。

主要行业中,燃气生产和供应业价格上涨4.1%。多部门联动遏制煤炭价格非理性上涨,煤炭产量和市场供应量持续增加,煤炭开采和洗选业价格由上涨20.1%转为下降4.9%,煤炭加工价格由上涨12.8%转为下降8.4%。金属行业保供稳价效果显现,黑色金属冶炼和压延加工业价格由上涨3.5%转为下降4.8%,有色金属冶炼和压延加工业价格由上涨3.6%转为下降1.2%。但由于国际原油、天然气价格高位波动,带动国内相关行业价格上行。石油开采价格上涨7.1%,精炼石油产品制造价格上涨4.7%,化学原料和化学制品制造业价格上涨0.7%,是PPI降幅不及预期的原因之一。

国内“保供稳价”政策的效果已经开始显现,并且政策仍在持续落实推进之中,12月3日全国煤炭交易会公布了《2022年煤炭长期合同签订履约方案征求意见稿》,其中2022年煤炭长些定价基准价为700元/吨,波动区间定在550~850元/吨,远低于此前高点,体现“保供稳价”力度较强。接下来,在多政策并行及基数效应共同作用下,PPI大概率已进入下行区间。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。

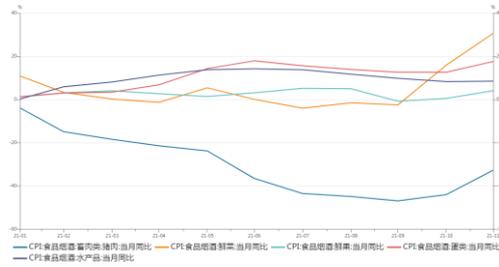
但需要注意,随着市场逐步出清,上游压力已逐步传导至中下游。目前我国中下游产业链相对较长且市场集中度较为分散,因此成本传导进度较为缓慢。但在国内需求恢复较慢的背景下,中下游行业转嫁成本能力较弱,导致上游原材料上涨对中下游利润的挤占作用较强,为保住市场份额,下游厂商能够容忍短期利润减少;但当全行业受损、部分厂商被迫退出,成本上升便会导致商品提价或者降低质量。

图 39 食品价格持续上涨 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 41 季节因素带动食品项价格上涨



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 40 上游传导效果加大



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 42 原油价格高位波动



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,

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

（一）财政政策：积极，提升效能

2021 年全年来看，财政收入端呈“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，加上全年预期目标区间设定的较为谨慎，2021 年财政大概率将以超收歉支收尾。收支分化致使今年财政赤字压力较小，赤字增速位于历史偏低区间。

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% 逐月下滑至 10 月的 4.0%，但仍远高于全年目标 1.9%；1-10 月收入进度达 92%，为近年来历史同期最高水平，整体表现较为平稳。但需注意的是，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，今年上半年的支出进度是 48%，明显低于近年同期水平，直至 11 月进度达 86%，全年完成支出目标的概率偏低。

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。1-11 月专项债发行进度仅为 91%，往年通常前三季度就能发行完毕。专项债后置导致基建项目后置，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。

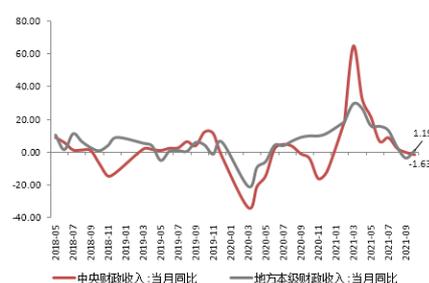
12 月 6 日，中央政治局会议指出，要继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。继续实施积极的财政政策，要提升效能，更加注重精准、可持续。财政加码明确，收入端有新的减税降费，支出端有明确的发力要求。12 月 10 日中央经济工作会议指出，积极的财政政策要“提升效能、更加注重精准、可持续”，与 2020 年“提质增效、更可持续”相比，延续了继续发力、提高效率和可持续的政策基调，同时新增“注重精准”表述，明确结构性发力特征将明显增强，从这些表述来看，2022 年全年财政政策更加积极的定调得到确认。而对于财政支出强度，会议定调由 2020 年“保持适度支出强度”转为“保证财政支出强度”，从“保持适度”到“保证”，说明财政支出强度加大是硬目标。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 43 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 44 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: 转向宽松, 稳字当头, 以我为主

房贷政策边际放缓, 带动社融增速企稳回升。中国 11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元, 比上年同期多 4786 亿元。11 月社融同比较大幅度多增, 从分项看, 这主要受政府债券融资和企业债券融资拉动。11 月份国内专项债发行速度继续有所加快, 政府债券融资同比多 4158 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。剔除掉因发行节奏后置而同比大幅多增的政府债券融资, 11 月社融同比仅小幅多增 587 亿, 这一多增规模将难以提振社融存量增速反弹, 这意味着本轮“宽信用”进程启动较缓。随着生产端逐步进入高峰, 新增社融或将有所好转。但“拉闸限电”政策影响尚存, 可能不利于部分制造业生产运行, 对新增社融产生一定负面影响。

居民信贷持续改善, 但企业端表现依旧较弱。单月数据来看, 11 月份人民币贷款增加 1.27 万亿元, 同比少增 1605 亿元, 信贷总量边际宽松。从结构上看, 居民信贷表现较好, 而企业信贷仍处于持续同比少增的状态。其中, 在持续加码的房产调控背景下, 11 月份个人按揭信贷部分边际改善, 促使新增居民中长期贷款同比增加 5821 亿元, 略低于市场预期。而新增企业中长期贷款仅有 3417 亿元, 绝对值虽较低但下降趋势已改善。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。在近期地产融资政策边际改善的情况下, 企业中长期贷款仍同比少增, 也侧面说明宽信用的实际落地比较缓慢。

信贷小幅回落, 信用结构有所放宽。11 月份 M1 同比增长 3.0%, 增速比上月末高 0.2 个百分点, M2 同比增速下降 0.2 个百分点至 8.5%, 主要是因为基数原因而小幅走弱。M1 有所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。

12月6日中央政治局会议支出，要继续实施稳健的货币政策，要灵活适度，保持流动性合理充裕。而12月10日的中央经济工作会议支出，稳健的货币政策要“灵活适度，保持流动性合理充裕”，该表述与经济下行压力较大的2019年完全一致，与2020年“灵活精准、合理适度”表述相比，增加了“保持流动性合理充裕”提法，表明货币政策总基调将选择稳健偏宽松。

12月20日，1年期LPR报价下调，打破了自2019年9月以来，1年期LPR报价连续20个月未变的局面，标志着利率市场化再进一步，即在政策利率不变时，贷款利率能够随市场利率变化做出适时调整。不过需要注意的是央行此次仅调降了一年期LPR，五年期未变，因此降低短期流动性资金成本意图明显，并没有降低中长期资金成本。

货币政策逆周期调节力度加大，明年宏观杠杆率或有所回升。一方面，针对经济下行压力加大，会议再次提出“逆周期调节”，其透露出的货币政策边际宽松信号明显。另一方面，与2020年的会议相比，本次会议删去“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”、“保持宏观杠杆率基本稳定”、“处理好恢复经济和防范风险关系”等多个表述，表明货币政策在“稳增长”和“防风险”目标的权衡中，已明显向前者倾斜。

总体看来，目前货币政策主基调仍是稳健为主，在经济下行压力逐步加大的前提下，政策方向正在转向宽货币、宽信用。接下来，结构性政策仍为主导，再贷款等工具或继续加力。今年经济工作会议对货币政策的描述总体偏少，但重点强调要加大对“小微企业、科技创新、绿色发展”的金融支持，体现出未来结构性政策的重要性，这与经济高质量发展也更相匹配。地产方面，四季度以来，房地产信贷政策边际向暖，部分城市房贷利率下调，部分银行房贷额度有所松动、放款速度加快，对居民房贷的提振作用得到立竿见影地体现，以房贷为主的居民中长期贷款同比恢复多增，且恢复趋势仍在延续。同时在政治局会议上提及“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”，对房地产行业的压制将有所放松。未来，随着在地产信贷边际上继续回暖、以及今年财政后置与明年财政前置，叠加近期央行降准释放流动性多因素作用下，社融增速仍将维持修复态势，只不过地产投资改善仍需要时间。

图 45 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 46 存款准备金率再度下调



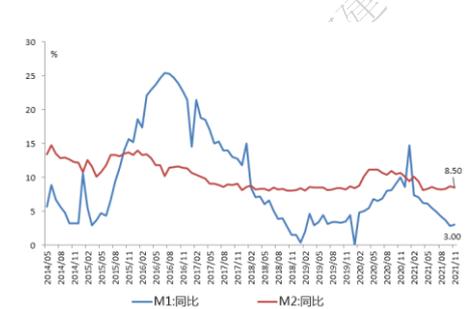
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 47 人民币兑美元中间价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 48 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。