



全球滞涨风险加剧 国内经济企稳回升

摘要

通胀飙升引发连锁反应，全球经济滞涨风险加剧。今年以来，受突发性地缘政治因素导致的全球能源供需失衡加剧影响，上半年全球通胀水平持续升温，美国、欧洲通胀大幅飙升。而高通胀对企业生产及消费者需求造成抑制，美欧制造业、服务业 PMI 明显回落，显示全球经济增速正在放缓。另一方面，为了抑制高烧不退的通胀，以美联储为首的主要央行在上半年加快货币紧缩步伐，一向鸽派的欧洲央行也暗示可能在今年三季度末退出持续了 8 年之久的负利率。但随着经济复苏放缓及美联储大幅加息，近期市场对经济衰退的担忧加剧，市场避险情绪升温导致风险资产遭到抛售。

疫情负面影响减弱，国内经济企稳回升。目前，我国疫情形势明显好转，对居民经济的负面影响减弱，并且随着 5 月 23 日国务院推出 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施后续逐步显效，从居民消费、企业税收、经营成本、高新技术投资等多方面下手，刺激我国经济持续恢复。6 月 30 日，货币政策二季度例会进一步强调了稳增长的重要性。要抓好稳就业和稳物价；在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定；针对房地产市场，提出要更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展。随着疫情形势逐步好转，叠加企业生产复工复产进程加快，在一系列政策持续开展的背景下，经济将企稳反弹。稳增长、保就业是目前宏观政策的首要目标，维持稳健略宽松。接下来，货币政策定调是总量稳定，在结构上做“加法”。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

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、2022 年上半年世界经济回顾与下半年经济展望.....	3
(一) 俄乌冲突抬升大宗商品价格，全球通胀压力持续升温	3
(二) 美欧经济显著放缓，滞涨风险日益加剧	5
(三) 全球流动性明显收紧，美欧加快加息步伐	9
二、2022 年上半年国内经济回顾与下半年经济展望.....	13
(一) 疫情形势有所好转，稳经济政策效果显现	13
(二) 景气度重回扩张区间，市场信心进一步回暖	14
(三) 基建支撑整体固投，高新技术制造业表现亮眼	16
1. 专项债加速落地，基建投资表现较强.....	16
2. 复工复产有序推进，高新制造仍是核心.....	17
3. 因城施策持续实施，地产投资有望企稳.....	19
(四) 各地出台促消费政策，居民消费有望改善	21
(五) 外贸后续或呈“量减价跌”	22
(六) 通胀水平总体可控，保供稳价持续运行	23
1. CPI：多轮收储抬升猪价.....	23
2. PPI：保供稳价持续显效.....	24
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	26
(一) 财政政策：稳就业为导向，稳增长为目标	26
(二) 货币政策：总量稳定，在结构上做“加法”	27
免责声明.....	29

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流参考，不构成任何投资建议。

图表目录

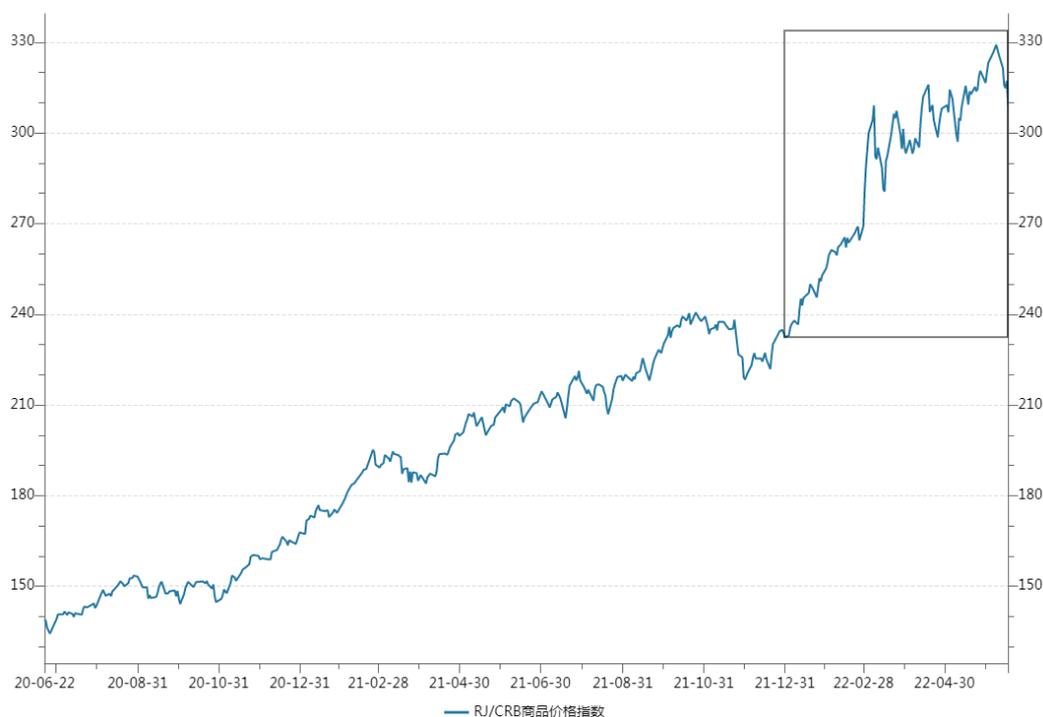
图 1 美国 Markit 制造业、服务业 PMI.....	7
图 2 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI.....	7
图 3 英国 Markit 制造业、服务业 PMI.....	7
图 4 日本 Markit 制造业、服务业 PMI.....	7
图 5 美欧零售销售环比增速.....	8
图 6 美欧消费者信心指数.....	8
图 7 美国失业率及非农就业人数.....	8
图 8 欧元区失业率.....	8
图 9 英国失业率.....	9
图 10 日本失业率.....	9
图 11 美元指数大幅上行.....	10
图 12 美债收益率持续上行.....	11
图 13 美国 2 年期、10 年期国债收益率倒挂.....	11
图 14 金融机构全球经济增速预测.....	12
图 15 GDP 逐步企稳.....	14
图 16 制造业 PMI 细分项对比.....	16
图 17 制造业 PMI 回暖.....	19
图 18 工业企业利润.....	19
图 19 工业生产平稳回升.....	19
图 20 三大门类工业增加值当月同比 (%).....	19
图 21 房地投资依旧疲软.....	20
图 22 房地投资与销售累计同比 (%).....	20
图 23 房地产企业开发资金来源.....	20
图 24 土地购置与新屋开工面积.....	20
图 25 社零总额及同比增速 (%).....	22
图 26 汽车类商品增速 (%).....	22
图 27 实物零售增速上升.....	22
图 28 社会消费品零售分类增速 (%).....	22
图 29 进出口大超预期.....	23
图 30 通胀压力总体温和.....	25
图 31 上游成本压力持续向中下游传导.....	25
图 32 食品价格多数上行.....	25
图 33 原油价格高位波动.....	25
图 34 公共财政收入同比增速 (%).....	27
图 35 地方财政收入同比增速 (%).....	27
图 36 市场利率多次低于政策利率 (%).....	28
图 37 存款准备金率 (%).....	28
图 38 人民币兑美元中间价.....	28
图 39 货币供应量同比增幅.....	28

一、2022 年上半年世界经济回顾与下半年经济展望

(一) 俄乌冲突抬升大宗商品价格，全球通胀压力持续升温

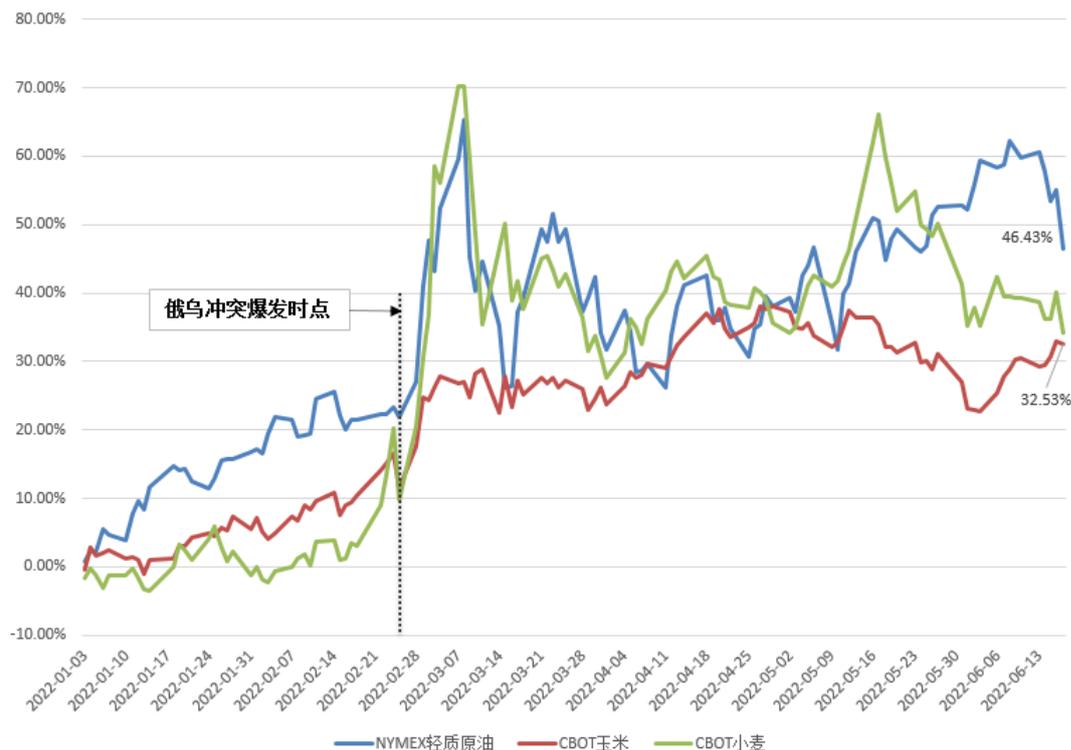
大宗商品价格持续高涨，全球通胀水平飙升。今年以来，大宗商品价格上涨及全球通胀升温无疑是牵动各国经济、货币政策走势的重要因素，也是市场最为关注的焦点。近几年全球大宗商品价格上涨主要由几个因素造成，一是新冠疫情爆发初期全球央行大幅释放流动性，二是疫情导致的产能受限及制造业供应链问题，三是后疫情时期持续存在的供需失衡问题。而今年 2 月以来，俄罗斯与乌克兰的地缘政治紧张局势进一步加剧了全球通胀形势。由于俄乌在全球能源和农业均有较高的出口占比，自 2 月底俄乌冲突升级以来，国际原油、小麦、玉米等商品价格均大幅上行。而原油价格的持续上涨也导致通胀外溢至更多领域，涵盖能源、农产品等核心商品价格的 RJ/CRB 商品价格指数在今年上半年延续涨势。原材料价格的上涨也最终传导至消费端，导致全球通胀水平显著上升。

图 1 RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 2022 年以来原油、小麦等大宗商品期货收盘价（连续）涨跌幅



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

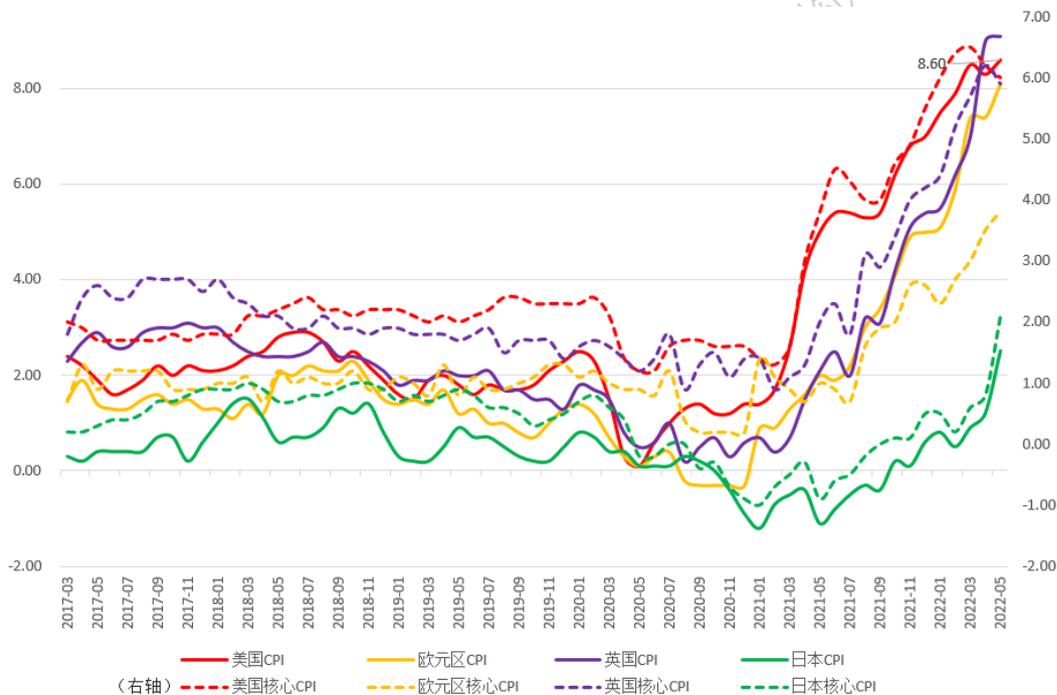
从数据来看，美国 5 月 CPI 同比上涨 8.6%，预期 8.3%，前值 8.3%；环比上涨 1%，预期 0.7%，前值 0.3%。美国 5 月通胀数据超预期上涨，且同比增幅创 40 年来新高，显示通胀压力尚未减弱。其中，能源价格环比上涨 3.9%，同比大幅攀升 34.6%，是带动通胀上涨的主要因素。为了应对能源价格飙升的问题，拜登政府此前已通过释放战略石油储备及扩大乙醇混合汽油的使用，但这些政策并未显著降低原油价格。6 月 22 日，美国总统拜登宣布支持暂停征收联邦和州的汽油税，但该提议尚未通过国会。除了美国以外，欧洲同样面临着能源价格飙升带来的通胀压力。由于欧洲对俄罗斯的能源进口较为依赖，俄乌爆发冲突之后，欧洲能源价格大幅飙升。欧元区 5 月 CPI 同比增长 8.1%，高于预期的 7.7% 及前值 7.4%，创历史最高纪录；环比增长 0.8%，高于预期及前值的 0.6%。核心 CPI 也由 4 月的 3.5% 上升至 5 月的 3.8%。英国 5 月 CPI 同比增长 9.1%，继 4 月份后再创 40 年来新高。除了燃料、电力价格上涨之外，食品价格也出现普遍上涨的现象。由于 10 月份英国能源价格上限将再度上调，英国央行预计 10 月通胀率将突破 11%，是央行 2% 目标的 5 倍多。另外，一向面临通缩压力的日本也没有“逃脱”本轮全球通胀上涨，今年以来日本通胀水平持续上涨，5 月 CPI 同比增长 2.5%，较 1 月份上涨了 2 个百分点。除了原材料价格上涨以外，日元持续贬值也导致日本通胀压力升温。

除了发达国家以外，新兴市场面临着更大的通胀压力，尤其是严重依赖能源进口及本

国货币大幅贬值的新兴国家。今年以来随着美联储大幅加息导致美元升值并从新兴市场回流，新兴国家货币面临加速贬值的压力，而购买力下降意味着这些国家需要花费更多的本币去购买能源，因此进一步加剧了本国通胀和债务违约风险。今年 5 月，土耳其 CPI 同比飙升至 73.5%，斯里兰卡 CPI 同比上涨 39.1%。

整体来看，上半年全球需求反弹、供应链瓶颈的持续以及俄乌冲突引发的能源和食品价格飙升，是推动本轮全球通胀上行的主要因素。从目前的情况来看，俄乌冲突长期化及疫情反复导致的能源供需错配及供应链瓶颈短期内难以显著改善，这将继续推动全球通胀中枢上移。但另一方面，为了应对持续上涨的通胀，今年以来以美联储为首的各国央行纷纷加息缩表，全球流动性收紧及美元上涨在一定程度上利空大宗商品价格。另外，通胀飙升及大幅加息加剧了市场对经济前景的担忧。

图 3 全球通胀水平持续升温



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 美欧经济显著放缓，滞涨风险日益加剧

高通胀冲击企业生产及消费需求，全球经济增速放缓。从领先指标来看，摩根大通全球制造业 PMI 指数自去年 5 月份触顶后便持续下行（见图 4），今年 5 月份录得 52.4，增速创下 2020 年 9 月来最低水平。从细分项来看，制造业投入及产出价格均维持在高位运行，显示通胀压力依然存在。而制造业产出及新订单指数则持续下滑，反映通胀对企业生产和需求带来的不利影响。

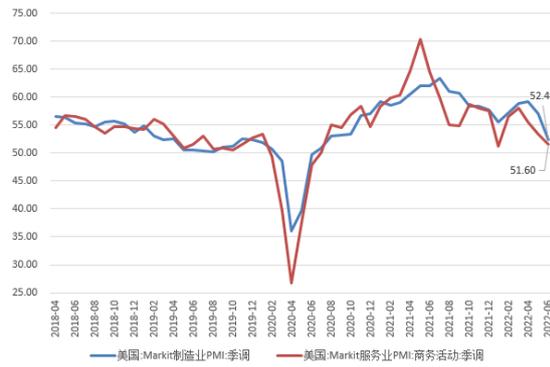
图 4 摩根大通全球制造业 PMI 指数及其细分项



资料来源：wind，瑞达期货研究院

分国家来看，美国 6 月制造业 PMI 初值为 52.4，创近两年新低，预期 56，5 月终值 57；服务业 PMI 初值为 51.6，预期 53.5，5 月终值 53.4。欧元区 6 月制造业 PMI 初值为 52，创 22 个月新低，预期 53.9，前值 54.6；服务业 PMI 初值 52.8，预期 55.5，前值 56.1。英国 6 月制造业 PMI 初值为 53.4，创 2020 年 7 月以来新低，预期 53.7，前值 54.6；服务业 PMI 初值为 53.4，预期 53，前值 53.4。二季度以来，美欧制造业、服务业 PMI 均呈现明显下行的趋势，显示经济复苏正在放缓。其中，美国 6 月制造业 PMI 下降幅度最大，显示在高通胀的影响下，成本上升对制造业生产活动形成抑制作用。英欧 6 月制造业、服务业 PMI 也出现不同程度的下滑，俄乌冲突导致供应链问题，以及通胀导致的生活成本飙升给欧洲供需两端带来较大冲击。当前俄乌冲突已持续数月，美国及欧洲在金融、能源等多个领域对俄罗斯采取制裁措施，但此举也导致欧洲能源价格飙升。尽管欧洲正在积极调整其能源结构以摆脱对俄罗斯的能源依赖，但短期内仍难以找到价格便宜的替代品。

图 1 美国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 2 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 3 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 4 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

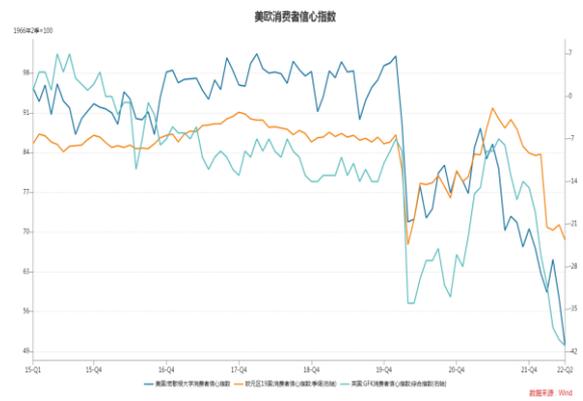
高通胀抑制消费需求,美欧消费者信心显著下滑。受生活成本大幅上升影响,美欧 5 月消费数据均表现不佳。具体来看,美国 5 月零售销售环比下降 0.3%,为 5 个月来首次下降,不及预期的 0.1%,较 4 月份下滑 1 个百分点。主要受汽车消费及其他高价商品销售回落影响。英国 5 月零售销售环比下降 0.5%,较前值回落 1.9 个百分点,主要是受食品销售回落所拖累。欧元区 4 月零售销售环比-1.3%,远不及预期的 0.3%及前值-0.4%。主要受食品、饮料和烟草销售额环比下降所拖累。另一方面,美欧消费者信心持续下滑,美国、英国 6 月消费者信心指数创下历史最低纪录。数据显示,生活成本飙升及经济衰退前景正打击消费者支出意愿,预计下半年海外需求将进一步放缓。

图 5 美欧零售销售环比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

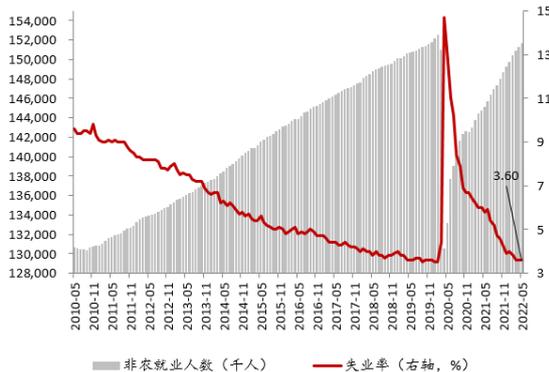
图 6 美欧消费者信心指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

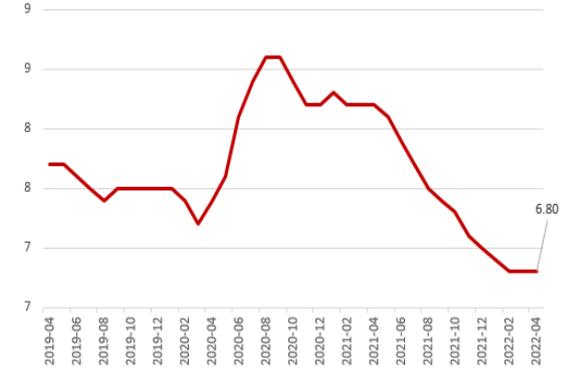
海外放宽疫情防控措施，美欧就业市场持续改善。今年以来，随着海外多国陆续放宽疫情防控措施，美欧就业市场持续改善。美国 5 月失业率连续第三个月维持在 3.6%，为疫情以来最低水平。5 月季调后非农就业人口增加 39 万人，高于预期的 32.5 万人。欧元区 4 月失业率连续第三个月维持在 6.8%，为记录低位。英国 4 月三个月 ILO 失业率录得 3.8%，较前值上升 0.1 个百分点，但仍维持在较低水平。日本 4 月失业率录得 2.5%，为疫情以来最低水平。数据显示，随着海外疫情影响减弱，今年以来各主要经济体就业市场维持改善，而美国较为强劲的就业数据也给美联储加息带来一定支撑。

图 7 美国失业率及非农就业人数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 欧元区失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 英国失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 10 日本失业率



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(三) 全球流动性明显收紧，美欧加快加息步伐

为了抑制通胀上行趋势，全球央行加快紧缩步伐。今年上半年以来，随着美欧多国陆续放宽防疫措施，经济逐渐复苏，全球央行逐渐收紧货币政策。而自 2 月份俄乌冲突爆发以来，全球通胀压力持续升温，导致美联储在内的各国央行陆续加快货币紧缩步伐。6 月份，美联储如期加息 75 个基点，为 1994 年以来最大单次加息幅度。英国央行宣布将基准利率从 1% 上调至 1.25%。这是去年 12 月以来英国央行第五次加息。欧洲央行也在 6 月暗示可能在 9 月份退出持续长达 8 年之久的负利率。据摩根士丹利测算估计，2023 年年底之前，美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行将缩减资产负债表合计达到 4 万亿美元。

表格 1 2022 年 6 月份主要央行货币政策

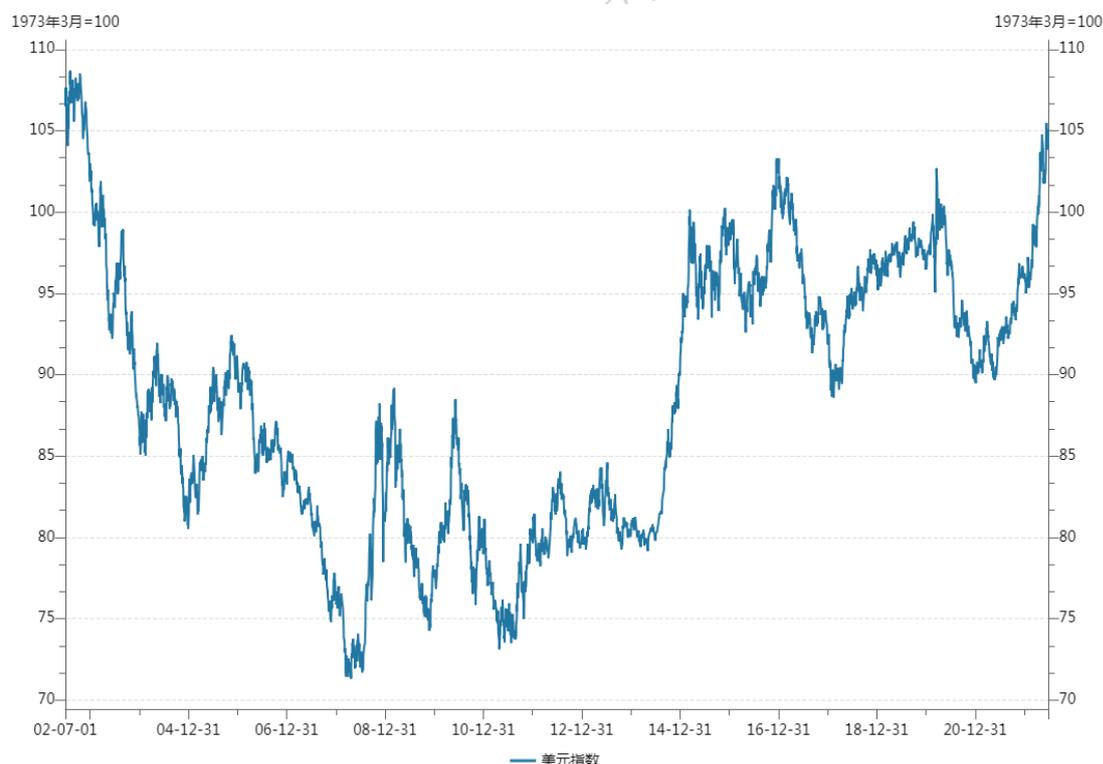
央行	6 月货币政策
美联储	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美联储利率决议如期加息 75 个基点，将联邦基金利率区间增至 1.5%-1.75% 区间，符合市场预期。这是 1994 年以来美联储单次最大幅度的加息。 2. 美联储主席在上一次的会议上几乎排除了一次性加息 75bp 的可能性，但却在近期迅速转向，造成信任危机。也从侧面显示美联储抗击通胀的决心，美联储主席
欧洲央行	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧洲央行利率决议维持三大关键利率不变。计划在 7 月份的货币政策会议上将主要利率上调 25 个基点，之后 9 月再次加息。这将是欧洲央行 11 年来的首次加息。如果通胀形势继续恶化，那么 9 月加息幅度将增至 0.5bp。欧元区或在 9 月底前告别负利率时代。 2. 欧洲央行行长拉加德在欧盟领导人峰会对欧洲领导人表示，该行将采取必要措施来遏制高通胀。
英国央行	<ol style="list-style-type: none"> 1. 英国央行如期加息 25 个基点，已连续五次加息，目前利率已从历史低点的 0.1% 上调至 1.25%。英国央行预计今年英国通胀率将突破 11%，经济增长将急剧放缓。 2. 英国央行首席经济学家表示，如果有进一步的证据表明高通胀正在推高工资或物价，决策者或采取加息 50 个基点的行动。

- 日本央行
1. 日本央行维持基准利率在-0.10%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0%附近不变，符合市场预期。将在每个工作日进行固定利率操作，将无限量购买必要数量的日本国债，使其收益率接近于零。
 2. 日本央行在声明中罕见地提到了汇市，称其将密切关注外汇走势，并在必要时毫不犹豫地加码宽松政策。

资料来源：网络公开资料，瑞达期货研究院

今年以来随着美联储鹰派预期逐渐升温，美债收益率持续攀升，10 年期美债收益率年内已突破 3%的关口，美元指数今年以来的涨幅也接近 9.5%，并达到近 20 年来高位。值得注意的是，上半年美债收益率出现多次倒挂现象，这一般预示美国经济在未来一段时间内有衰退的可能。根据美国银行的报告，在过去八次经济衰退之前，2 年与 10 年期国债收益率曲线均出现倒挂，在过去 13 次衰退中，有十次曾出现过这段曲线倒挂。高盛日前发布的一份研究报告显示，美联储想在不引发经济衰退的情况下遏制通胀的难度非常大，今后两年间衰退的几率为 35%。而美联储主席鲍威尔在 6 月份的证词陈述中也表示美国经济实现“软着陆”极具挑战性，抑制通胀的加息行动可能导致美国经济陷入衰退。

图 11 美元指数大幅上行



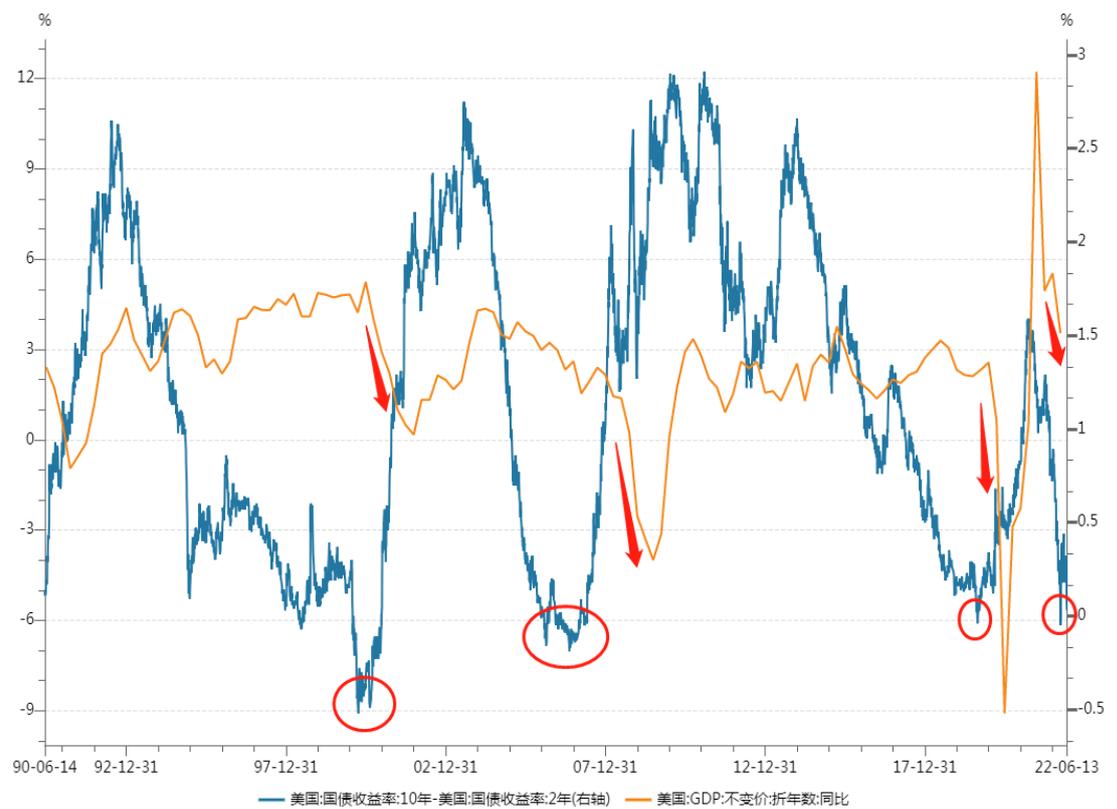
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 12 美债收益率持续上行



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 13 美国 2 年期、10 年期国债收益率倒挂



资料来源：wind，瑞达期货研究院

整体来看，在金融环境收紧、需求放缓的背景下，全球大宗商品价格有望见顶，但俄乌冲突长期化及其带来的全球能源结构调整仍将导致全球通胀中枢上移，尤其是对俄罗斯能源依赖度较高的欧洲。投资者可重点关注美联储等主要央行货币政策走向及俄乌局势进展。经济方面，上半年受俄乌冲突、供应链瓶颈、通胀飙升等因素影响，全球经济增速有所放缓。而随着下半年全球金融环境进一步收紧，叠加需求放缓前景，经济增速有进一步下行的可能。众多国际组织及金融机构也多次下调 2022 年全球经济增长预期，6 月 7 日，世界银行在最新一期《全球经济展望》中，将 2022 年全球经济增速预期下调至 2.9%，较上 4 月份的预测下降了 0.3 个百分点。

图 14 金融机构全球经济增长预测

		2022	与上次预测差值	2023
世界银行(2022 年 6 月)	全球	2.9	-0.3	3.0
	发达经济体	2.6	-1.2	2.2
	发展中经济体	3.4	-1.2	4.2
IMF (2022 年 4 月)	全球	3.6	-0.8	3.6
	发达经济体	3.3	-0.6	2.4
	发展中经济体	3.8	-0.3	4.4
经合组织(2020 年 9 月)	全球	3	-1.5	2.8
	美国	2.5	-1.2	1.2
	欧元区	2.6	-1.7	1.6

资料来源：世界银行、IMF、经合组织，瑞达期货研究院

二、2022 年上半年国内经济回顾与下半年经济展望

（一）疫情形势有所好转，稳经济政策效果显现

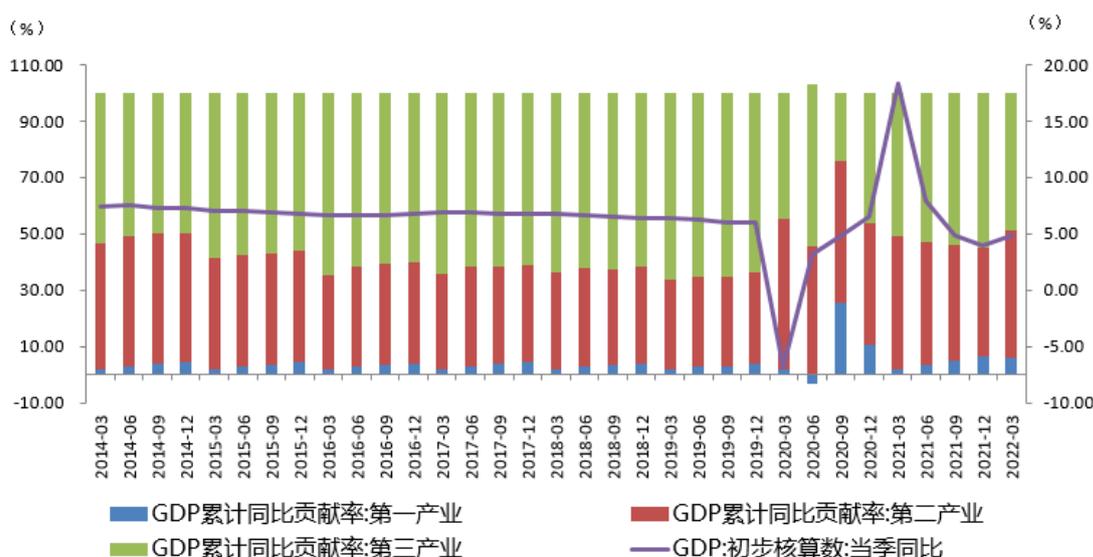
面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，一季度我国经济延续恢复发展态势，呈稳中向好、稳中加固态势，生产总值同比增速在去年基数较高及疫情持续影响下回落，环比增速小幅上涨。从趋势上看，我国一季度主要宏观指标总体处于合理区间，经济仍保持恢复趋势。从结构上看，此前受多种因素影响，工业生产发展受到一定制约，投资和消费均遭受一定的下行压力。

4 月份，吉林、上海疫情爆发，大规模制造业停产，供应链、物流链不畅，进而导致经济活动及居民消费受到较大影响。随着五月以来多地的疫情形势好转，对居民经济的负面影响减弱，并且 5 月 23 日国务院推出 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施后续逐步显效，从居民消费、企业税收、经营成本、高新技术投资等多方面下手，刺激我国经济恢复；三是“财政前置”、专项债加速落地促进基建大幅回升，从而带动投资、就业等方面共同发展。

6 月 30 日，央行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会，进一步强调了稳增长的重要性。会议指出，要按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求，抓好稳就业和稳物价。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。针对房地产市场，提出要维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。

整体来看，去年国内经济增速呈前高后低的趋势，在此基础上，虽疫情形势已有所好转，但二季度 GDP 同比大幅走高可能性不大。下半年随着我国“稳经济”政策频出、“促消费”实施力度加大、基数效应减弱、国内疫情好转，经济增速料企稳反弹。

图 15 GDP 逐步企稳



资料来源：wind，瑞达期货研究院

表格 2 2022 年重要政策

日期	政府部门	措施
3月16日	国务院金融稳定发展委员会 (人民银行、外管局、银保监会、证监会)	1、关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长； 2、关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施； 3、关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市； 4、关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作。
4月15日	央行	1.决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）； 2.为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。
5月23日	国务院常务会议	1.进一步提出了33条稳增长举措； 2.从财政、货币、投资、消费、产业链和就业等六大方面进行政策宽松加码，包括财政政策加码全力支持小微企业和保就业、货币政策多方位支持信贷修复、加快基建扩大有效投资、两大举措促消费复苏、打通堵点卡点稳产业链供应链、推进能源安全建设、多管齐下稳就业和房地产宽松政策持续加码等。

资料来源：网络公开资料，瑞达期货研究院

（二）景气度重回扩张区间，市场信心进一步回暖

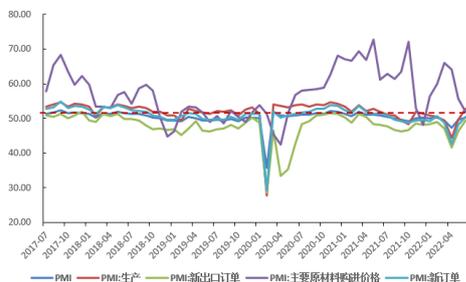
今年上半年，受复杂的国际环境和国内疫情等多种因素影响，我国制造业商业活动受挫，但随着疫情逐步好转、复工复产的持续推进以及各类稳增长、稳经济政策显效，我国经济景气度有所改善，制造业景气度经历了三个月的收缩后，重回扩张区间。6月我国官方制造业 PMI 录得 50.2，前值 49.6。随着国内疫情防控形势持续向好，稳经济一揽子政策措施加快落地生效，我国经济总体恢复有所加快，制造业、非制造业均重新回至扩张区间。其中，随着复工复产持续推进，企业前期受抑制的产需加快释放，产需两端加快恢复。生

产指数和新订单指数分别为 52.8 和 50.4，高于上月 3.1 和 2.2 个百分点，均升至扩张区间。价格指数继续回落，但仍处于相对较高水平，通胀压力总体温和；各规模企业 PMI 同步回升，经济活力有所好转。但需要注意的是，制造业及非制造业从业人员指数依旧处于收缩区间，“稳就业”压力较大，仍是接下来的关键目标。

6 月份全国内疫情形势整体平稳，各项助企纾困政策措施逐步落地，服务业延续恢复态势。从行业情况看，多数行业市场均有好转，其中前期受疫情冲击严重的行业商务活动指数均有所回升；住宿、餐饮等接触型行业也重回临界点以上。并且市场预期较高，新订单指数高于上月 10 个百分点，表明随着疫情逐步得到有效控制，各项稳增长、稳市场主体、保就业等政策措施不断落实落细，服务业企业信心有所增强，市场需求也不断恢复。

随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加近期出台的稳经济一揽子政策逐步显效，我国经济已企稳回升。并且从价格指数上看，通胀压力总体依旧温和可控，政策目标仍是稳增长、稳就业。随着气候转暖，建筑业施工进度或将加快，在基础设施建设持续推进的背景下，为稳增长提供有力支撑。

图 35 制造业 PMI



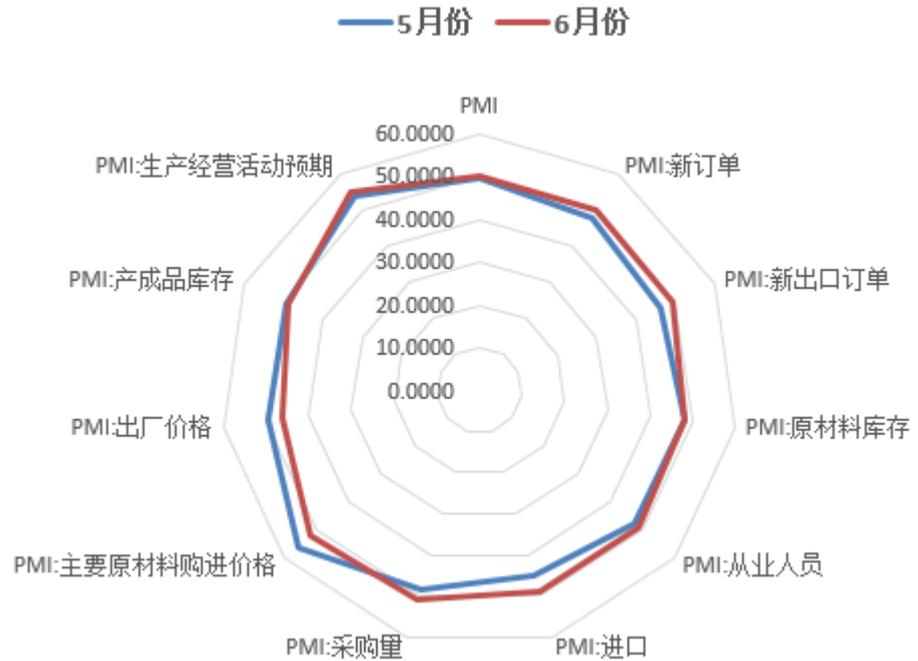
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业迅速好转



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 制造业 PMI 细分项对比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）基建支撑整体固投，高新技术制造业表现亮眼

固投维持韧性，制造业投资信心稳固。1-5 月份，全国固定资产投资 205964 亿元，同比增长 6.2%，比 1-4 月份回落 0.6 个百分点；环比增长 0.72%。其中，基础设施投资同比增长 6.7%，制造业投资增长 10.6%，房地产开发投资下降 4.0%。总的来看，高新技术制造业表现较强支撑整体制造业投资；基建投资在“财政前置”政策下持续恢复；房地产表现仍较为疲弱，后续将大概率继续因城施策。

1. 专项债加速落地，基建投资表现较强

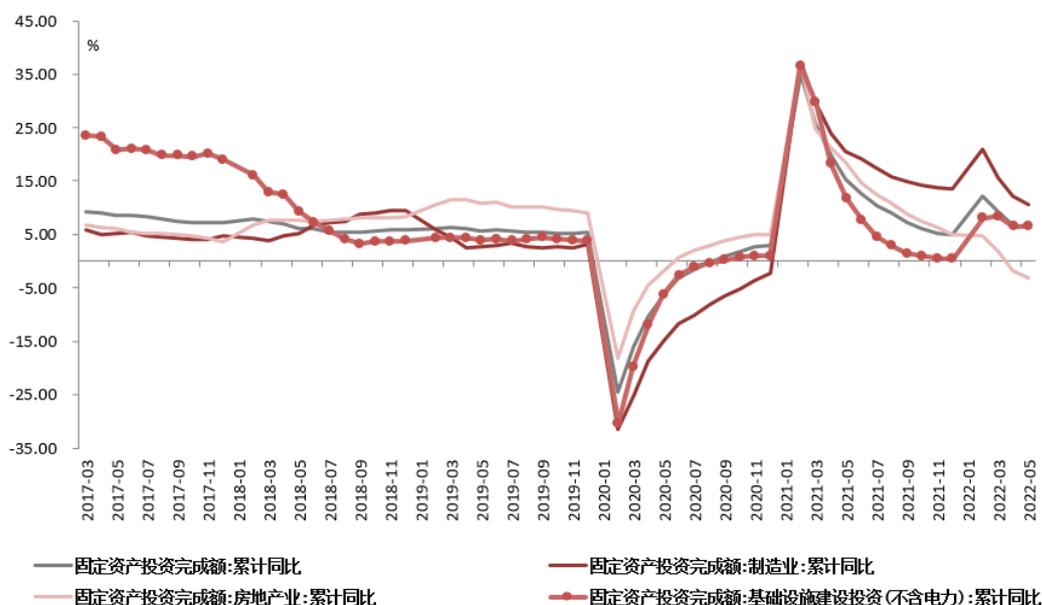
专项债发行动作快，基建投资超预期。1-5 月，基础设施投资同比增长 6.7%，增速持续高于去年平均 0.4% 的水平。受基建投资适度超前开展、“财政前置”使得部分专项债额度提前下达、叠加去年基数偏低综合作用，基建投资增速大幅上涨，而这也体现出，今年基建投资提速将是宏观政策向稳增长方向发力的核心指标，是稳经济大盘的重要抓手。与此同时，从 6 月建筑业 PMI 可以看出，疫情对部分基建施工扰动明显减轻。1-5 月政府性基金支出依旧维持在 32.8% 的高增长，支撑基建投资增长，后续无天气因素扰动下，基建投资有望继续上升。

充足的项目储备是基建发力的前置条件。5 月份，国常会提出“优化审批，新开工一批

水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目”，“启动新一轮农村公路建设改造”，预计后续基建项目储备将更加充足。此外，国常会强调“支持发行 3000 亿元铁路建设债券”，并要求加快专项债发行进度，预计后续基建投资的资金将更加充足。项目审批与资金到位后，关键在于落地形成实物工作量，疫情反复导致目前基建开工存在一定难度，预计后续疫情得到有效控制后，基建项目落地进度有望大幅加快。

往后看，2022 年稳增长压力增大，奠定了基建这一传统抓手的重要地位。目前来看，基建投资推动着整体固投增速，为经济复苏提供有效支撑，并且基建的回升也对稳失业起着正向作用，促进失业率的好转。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，基建增量依旧可观。未来一段时间内，稳投资始终是重点方向，随着重大项目加速落地，基建投资增速或继续回升。

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. 复工复产有序推进，高新制造仍是核心

制造业仍是主导，投资景气度较高。出口连续处于景气区间，外需强劲刺激制造业持续上行，制造业投资是稳投资的主要动力。1-5 月制造业投资同比增长 10.6%，其中高技术制造业投资增长较快，同比增长 24.9%，而高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 30.4%、29.3%，表现亮眼，引领整体制造业投资大幅上行。但也要看到，年初制造业增速大幅上行，也有去年同期基数较低的原因，接下来伴随基数效应消退，制造业投资增速将有所下行。

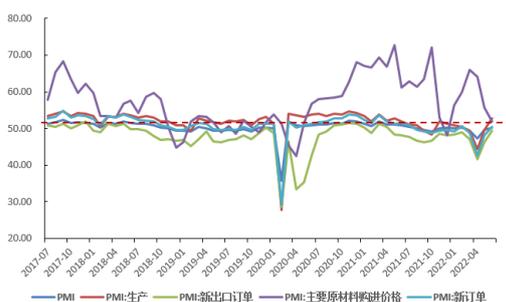
工业生产持续发展，企业效益稳步提升。5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.7%，生产端表现大幅好转。分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 7.0%；制造业增长 0.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%。其中，5 月份新能源汽车、太阳能电池等绿色智能产品产量同比表现突出，带动整体制造业大幅回暖。目前看来，高技术制造业、装备制造业仍是主要动能。上海疫情影响已逐步减弱，2022 年我国出口总体表现出强韧性的特点。外贸物流改善速度较快，推动外贸企业生产恢复，前期积压外贸订单释放，货物出口增速回升，从而支撑制造业稳定恢复。此外，煤炭价格自今年以来保持高位运行且仍有延续趋势，俄乌局势使得油气价格大涨，上游企业售价高增带动生产走强，促使采矿业增加值持续走强，带动整体生产端良好发展。

而从利润方面看来，5 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 6.5%，降幅较上月收窄 2.0 个百分点。疫情形势好转，复工复产持续推进，生产端持续恢复。分门类看，采矿业利润同比增长 92.2%，能源保供持续显效，煤炭等能源产品产量较快增长，上游行业利润延续快速增长态势；制造业利润下降 18.5%，降幅较上月收窄 3.9 个百分点，疫情对生产端影响有望逐步减弱；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比下降 6.2%，降幅明显收窄。可以看到，企业成本上升压力依然较大，生产经营仍面临诸多困难，工业企业效益恢复的基础尚不牢固。

俄乌冲突导致今年以来全球大宗商品供应出现问题，进而推动商品价格高位运行，采矿业、原材料制造业利润在高基数的背景下进一步大幅增长；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；而下游行业增长缓慢，多数行业利润低于去年同期，上下游利润分化严重。同时，受成本高涨影响，多数高新技术制造业利润未能延续高增趋势。总体来看，工业企业内疫情冲击及国际形势影响，利润承压明显。但随着全国疫情形势总体趋于稳定，工业企业效益状况将逐步改善。需关注疫情和地缘政治因素等不确定性因素对利润的影响。

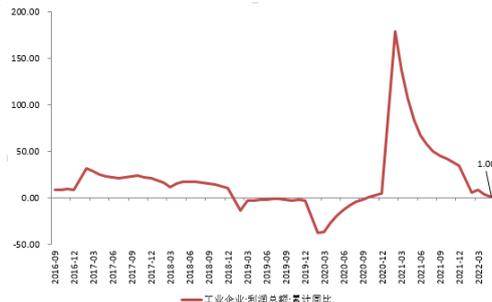
目前，我国出口维持韧性，从而支撑国内制造业恢复。大宗商品价格仍处高位，成本压力已逐步向中下游传递，未来或对制造业投资造成一定不利影响，制造业短期压力尚存，但从中长期看，复工复产进度持续推进，疫情影响逐步减弱，后续将企稳回升。

图 17 制造业 PMI 回暖



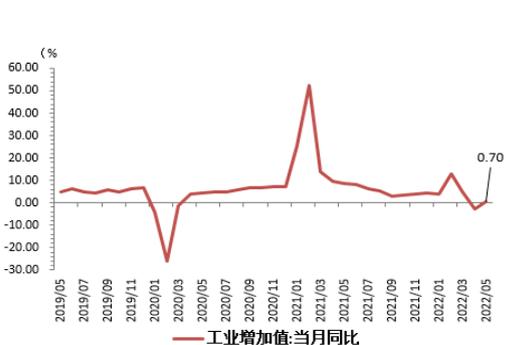
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 18 工业企业利润



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 19 工业生产平稳回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 20 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. 因城施策持续实施，地产投资有望企稳

在 2021 年之前，随着人口逐步往城市转移，购房需求持续高涨，全国商品房价格持续攀升。但随着新一轮房地产调控政策的实施，2021 年开始房价形势发生了转变。各地商品房成交量不断萎缩，房价上涨的势头有所遏制，购房者意愿降低，2022 年全国商品房平均住宅价格已经掉头向下。

房屋销售承压，因城施策大概率维持。1-5 月我国房地产开发投资同比下降 4.0%，较上月下降 0.7 个百分点，整体上仍延续疲弱态势。同时，销售数据不佳影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而大幅减弱。5 月商品房销售面积同比下降 23.6%、销售额下降 31.5%，自去年年初以来增速始终处于下降趋势。并且，从本月金融数据中可以看到，居民中长期贷款仅增加 1047 亿元，也说明目前居民购房意愿地产表现依旧疲软，预计短期国内房地产投资增速仍将低位运行。

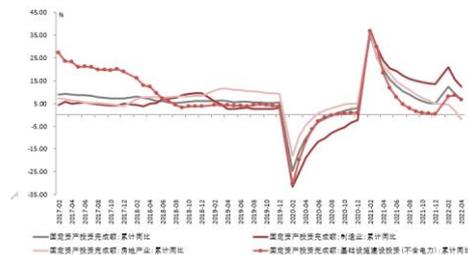
6 月 20 日，郑州出台房票安置实施办法，对中心城区的棚户区改造将推行房票安置，

对被征收人使用房票购买商品住房，给予安置补偿权益金额 8%奖励，且不计入家庭限购套数。另外，南京溧水房地产市场近期推出 3 项新政，包括全面推行“房票”安置政策、购房即补贴总房款 0.8%、商贷执行全市最低利率。6 月 30 日，河南省济源市出台楼市新政，将居民首套房首付比例降至 20%，鼓励房企对首付分期收取，但最长不超过一年；拥有一套住房且已经结清房款的，再次买房可以享受上面两条政策。成为全国首个允许首付分期的城市。

政策端需进一步发力，因城施策持续实施。此前，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

总体来看，2022 年房地产投资表现总体较弱，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等多个指标均维持下行趋势，令房地产市场持续承压。尽管各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，但地产行业下行趋势不变，地产投资的意愿低迷。在 2022 年上半年高基数以及销售同比大幅下滑的背景下，预计疫情对地产销售的影响虽有所逐步减弱但难以完全消退，下半年地产投资增速大概率将继续低位运行。

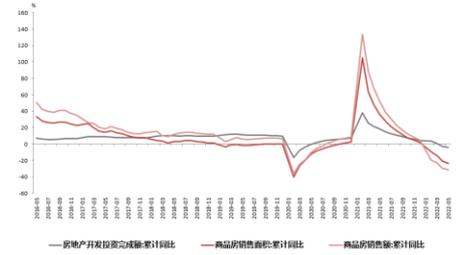
图 21 房地投资依旧疲软



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 23 房地产企业开发资金来源

图 22 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 土地购置与新屋开工面积



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(四) 各地出台促消费政策, 居民消费有望改善

自 2020 年疫情爆发以来, 我国推出了许多促消费政策, 其中在商品端主要聚焦于汽车和家电两类商品。工具方面包括消费券、购买补贴, 减税等。此外还有众多促进餐饮消费的举措。后续随着疫情这一主要矛盾得到好转, 消费倾向将逐步恢复。

总体消费小幅恢复, 距疫前仍有一定距离。从最新数据看, 5 月份我国社会消费品零售总额 33547 亿元, 同比下降 6.7%, 降幅比上月收窄 4.4 个百分点; 环比增长 0.05%。部分接触型行业收入虽有所好转, 但与去年同期相比仍有较大差距。其中, 餐饮收入降幅显著; 基本生活消费稳定增长, 限额以上单位粮油食品类、饮料类商品仍维持增长。

目前来看, 虽疫情有所好转, 但消费行业复苏并非一朝一夕可完成。其中, 餐饮业受影响最大, 并且大面积居家隔离使得服务业、娱乐、旅游行业受挫明显。同时, 如黄金珠宝类较依赖线下渠道销售的行业, 也受疫情影响较大, 居民需求较为疲弱。纺织服装类、化妆品类零售也受需求下降影响颇为明显。目前, 国内疫情影响已逐步褪去, 后续疫情扰动或将呈现出“低频、偶发”的特点, 预计下半年社零增速将持续改善, 但居民消费完全恢复仍需一定时间, 短期内仍难以完全摆脱疫情对消费的影响。

由于疫情反复导致多地封锁和隔离, 打击消费意愿, 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。但随着“618 购物节”来临, 居民消费有望得到提振。但伴随此轮疫情形势已逐步好转, 并且多地刺激消费政策频出, 预计三季度消费增速有望企稳回升。需要注意的是, 输入型通胀正促使企业经营成本传递至中下游, 或对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 25 社零总额及同比增速 (%)



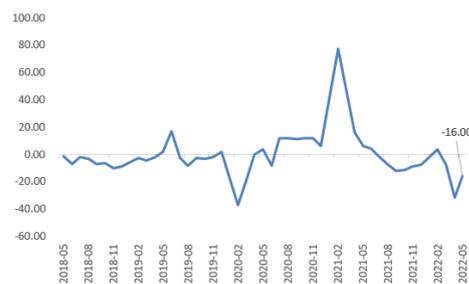
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 27 实物零售增速上升



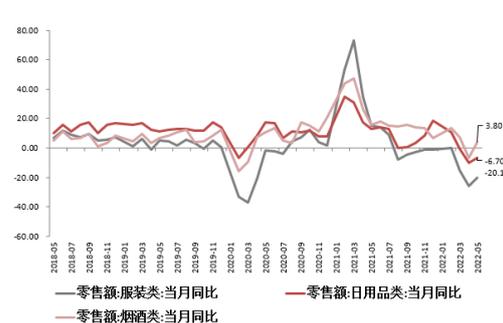
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）外贸后续或呈“量减价跌”

今年以来，我国面临着疫情散发、俄乌冲突、中美政策方向背离等多种因素影响，外贸压力增大，疫情对供应链的扰动作用在产品出口中显现，但随着国内疫情形势的好转及制造业复苏，我国出口凸显韧性。

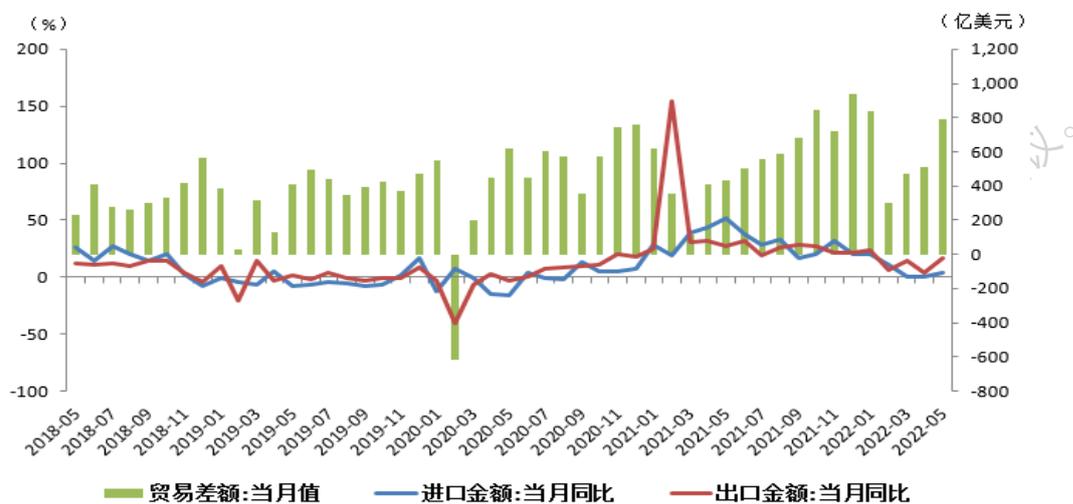
外贸景气度回升，产品出口有所分化。5月我国进出口同比增长11.1%。其中，出口同比增长16.9%（市场预期7.3%）；进口同比增长4.1%（市场预期-0.6%）；贸易顺差787.6亿美元。5月份各类产品对我国出口的拉动产生了一定分化。其中，主要机电产品出口金额回升，汽车出口仍然保持韧性，支撑高新制造业出口运行。而钢材、铝材等原材料商品，也仍受价格因素影响，后续将随着海外经济承压而有所改变。此外，随着地产相关外需的回落，家具、家电、音视频设备等商品增速持续低迷。

展望下半年，受海外经济形势影响，海外需求较大概率回落，从而带动出口走弱。且大宗商品价格整体偏空，量减价跌的情况下出口增速将承压。此外，白宫近期正在讨论是否取消特朗普政府时期对中国输美商品加征的关税，来应对美国近40年来最严重的通货膨胀，若取消相关关税，将有利于我国出口成本降低，助推经济进一步恢复。

进口方面，经历了此前同比零增后，5月进口同比重回正增长，但仍较低迷。从进口的

数量和价格来看，价格上涨仍是主要贡献，大宗商品总体呈现“量减价升”的状态。接下来，进口受国内需求的影响，生产持续恢复，加上封控对生产和物流的干扰稍有缓解，大宗商品进口有回暖的迹象，铜和铁矿石的进口回升。接下来，国外经济下行压力增大，供应链复苏减缓，不利于我国进口，进口增速或维持在较低水平。

图 29 进出口大超预期



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）通胀水平总体可控，保供稳价持续运行

1. CPI：多轮收储抬升猪价

在今年《政府工作报告》中指出，2022 年 CPI 预期目标为 3% 左右，仍有一定空间。目前看来，CPI 整体仍较为疲弱，尤其是核心 CPI，5 月同比录得 0.9%，距离疫情前的 1.5%-2.0% 的中枢水平还有差距。并且影响物价的逻辑没有发生明显变化，疫情仍是关键因素，通胀水平总体仍保持温和。

收储政策频频落地，猪价带动食品价上行。5 月份猪肉价格下降 21.1%，降幅比上月收窄 12.2 个百分点；环比价格上涨 5.2%，涨幅扩大 3.7 个百分点。从供给端看，由于生猪产能逐步调整，国内养殖场生猪出栏量降低，出栏情绪减弱，国内散户猪场惜售现象增多，生猪供销总体偏弱。从需求端看，随着中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉需求短期内有所抬升，支撑了生猪价格的上扬。今年以来，共进行了十二轮中央储备冻猪肉收储工作，随着猪肉收储利好到来，叠加市场对三四季度猪肉市场预期较好，猪价一改跌势，迎来久违的上涨行情，短期内表现较好。但需要注意的是，随着生猪二次出栏情绪转浓，产能去化进度加快，市场生猪出栏或有阶段性抬升，并且在疫情影响下居民总体消费需求依旧低迷，猪肉价格大幅回升可能性不大，需政策端进一步刺激。

食品中除猪肉外，价格总体小幅回落。鲜菜大量上市，物流逐步畅通，价格下降 15.0%；而受国际粮价高位运行影响，国内面粉、粮食制品和食用植物油价格均小幅上行。接下来，随着权重较大的猪肉价格上升期到来，食品价格或小幅上涨。

从非食品项看，5 月非食品价格环比上涨 0.1%，增幅进一步收缩。其中，国际油价波动影响国内汽油和柴油价格均上涨 0.6%；疫情期间线下服务消费减少，线上服务相关行业消费需求增加。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 0.9%，未发生改变，核心物价依旧温和。

总体来看，我国通胀水平较为温和，能源价格成本仍受海外因素影响。目前，海外各国经济有一定的经济下行压力，供需两端均受到冲击，在此基础上，原材料高涨不下的势头得到遏制。但猪肉价格在多轮收储政策下转跌为升，此消彼长下，通胀水平或维持温和态势。

2. PPI：保供稳价持续显效

尽管原油、有色金属等国际大宗商品价格仍在高位运行，但在保供稳价政策逐步显效以及产业链供应链畅通稳定的背景下，工业品价格同比环比涨幅均有所回落。5 月 PPI 同比上涨 6.4%，涨幅比上月缩窄 1.6 个百分点；环比上涨 0.1%，涨幅回落 0.5 个百分点。地缘政治原因依旧影响 PPI 环比正增长，但随着保供稳价政策逐步显效，国内相关行业价格涨幅回落。

主要行业中，国际原油价格震荡上行，带动相关行业小幅上涨；随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，煤炭开采和洗选业价格由上涨 2.5% 转为下降 1.1%，煤炭加工价格上涨 0.7%，涨幅回落 8.6 个百分点。截止 6 月 29 日，NYMEX 原油期货收盘价 111.84 美元/桶，可以看到，能源类商品价格依旧较高。

6 月 30 日，我国财政部、国家发改委联合印发通知明确，如果国际油价高于每桶 130 美元的调控上限时，成品油价格阶段性不再上调，中央财政对炼油企业给予相应价格补贴，以抵消国际油价上涨的部分，政策持续时间暂按两个月掌握。从这一通知可以看出我国政府对于稳价格的信心以及重视。

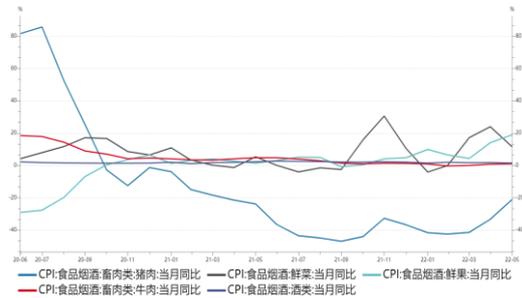
接下来，地缘政治因素不确定性依旧较大，但海外各国经济下行压力有所增大，生产及需求均会受到影响而有所收缩，国际大宗商品价格或将震荡下行。叠加我国“保供稳价”持续推进，PPI 大概率将延续下行的趋势不会改变。需要注意的是，中小企业经营压力增加趋势仍在延续。因此，国内通胀在接下来一段时间内仍较温和可控，宏观政策重点依旧是放在稳经济、稳增长上。

图 30 通胀压力总体温和



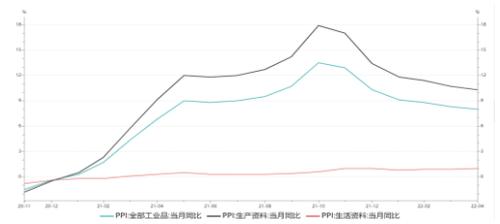
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 32 食品价格多数上行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 31 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 33 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：稳就业为导向，稳增长为目标

财政仍需发力，稳增长目标未改。1-5 月当月公共财政支出 99059 亿元，比上年同期增长 5.9%。从支出进度来看，社保就业、卫生健康和交通运输支出较快，1-5 月支出进度分别达到了 43.2%、42.4%和 40.2%，高于 37.1%的整体支出进度。对应的是保障常态化核酸检测等疫情防控的财力支出，稳就业，稳增长这三大政策目标，符合稳住经济的要求。但财政支出较于前几个月来说明显放缓，后续财政支出持续发力、继续适度超前开展基建，从而达成稳增长这一核心目标。

疫情冲击企业利润，财政收入增速放缓。1-5 月全国一般公共预算收入 86739 亿元，扣除留抵退税因素后增长 2.9%，按自然口径计算下降 10.1%。税收收入 72459 亿元，扣除留抵退税因素后增长 1.4%，按自然口径计算下降 13.6%；非税收入 14280 亿元，比上年同期增长 13.1%。

短期疫情及大规模集中减退税影响财政收入。4 月与 5 月财政收入的显著恶化是两方面因素叠加所致，第一是大规模减退税降费；第二是疫情影响居民及企业，居民及企业收入受疫情影响降低导致政府税收下降。随着疫情得到控制、复工复产有序推进、稳增长政策效果显现，财政收入增速或企稳回升。

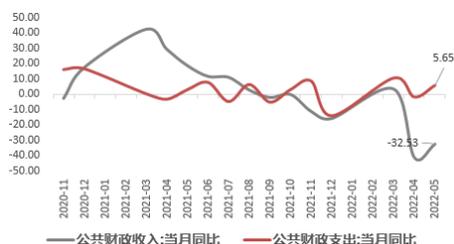
截至 6 月 16 日，1-6 月新增专项债累计发行 2.55 万亿，可部分对冲土地财政收入下滑影响。近期，按照国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》有关要求，财政部要求地方及时编制债券发行计划，推动新增专项债券资金 6 月底基本发行完毕、8 月底基本使用完毕。各地发行的新增专项债券全部用于中央确定的重点领域，对稳经济大盘发挥了重要作用。随着疫情逐渐好转，经济形势或已企稳，后续财政收入可能会渐渐恢复。

6 月 24 日，财政部部长刘昆指出，从全年来看，财政收支平衡压力较大。下一步，财政部要加快落实已经确定的政策，加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”、“六保”工作，有效管控重点风险，保持经济运行在合理区间。要以就业优先为导向。减退税、缓缴社保费、降融资成本等都着力指向稳市场、稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。

下半年，财政政策的主要目标是疫情防控、稳增长以及稳就业这三点，从而达成《报告》设立的两个 5.5%目标（经济增长目标 5.5%左右、调查失业率不超过 5.5%）。因此，财政政策上主要通过基建、消费以及受疫情影响较大的中小微企业来实现“六稳”“六保”。我国将继续实施减税降费支持保市场主体保就业，加快地方政府专项债券发行使用，从而

推动积极的财政政策尽快落地见效。

图 34 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 35 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: 总量稳定, 在结构上做“加法”

今年以来, 受疫情、国际地缘冲突等多重因素影响, 国内经济有所承压。对此, 我国在货币政策上加大逆周期调节力度, 稳增长目标强化。数量方面, 降准、再贷款工具齐发; 价格工具方面, MLF 降息、LPR 下调均有采取; 总量操作方面, 降准和降息均有; 结构操作方面, 定向降准、新设各类再贷款工具、推出“金融 23 条”以及加快落实一揽子稳增长政策等。

政府融资再发力, 基建是重要抓手。中国 5 月新增社融 2.79 万亿, 同比多增 7291 亿元, 继续超预期。但主要由短贷票据冲量以及政府债券融资贡献同比多增, 政策驱动的特点较为明显。增量的支撑主要来自于政府融资, 预计未来两个季度政府债发行将维持高位, 进而落实国常会专项债“去年提前下达的额度 6 月底前发行完毕, 今年下达的额度 9 月底前发行完毕”的要求。

信贷结构好转, 实体融资逐步改善。5 月企业单位贷款增加 1.53 万亿元, 其中中长期贷款增加 5551 亿元。疫情好转, 复工复产持续推进, 企业对接下来经济形势预期有所改善, 融资需求进一步回升, 有助于制造业恢复。而居民信贷依旧较弱, 显示市场对地产行业缺乏信心。在非春节月负增长, 除了疫情对消费的冲击, 更反映出地产的下行压力。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。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。

受多方面因素影响, 经济活力表现较低。5 月末, M2 继续上涨, M1 同比小幅回落, M2-M1 剪刀差继续扩大, 主要受居民存款多增影响。说明经济活力较低, 居民的储蓄需求上涨。

货币政策二季度例会指出, 要抓好稳就业和稳物价, 稳字当头、稳中求进, 强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健货币政策实施力度, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功

能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。

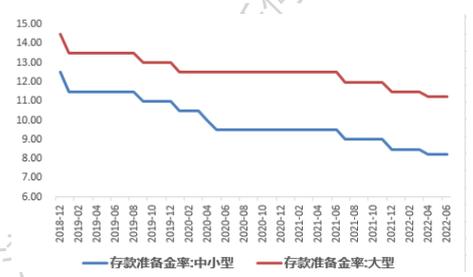
随着疫情形势逐步好转，叠加企业生产复工复产进程加快，在一系列政策持续开展的背景下，接下来经济将企稳反弹。稳增长、保就业是目前宏观政策的首要目标，维持稳健略宽松。接下来，货币政策定调是总量稳定，在结构上做“加法”。此外，在美国高通胀压力下，美联储正在加快收紧货币政策，持续加息，导致中美利差倒挂幅度扩大。对此，我国货币政策将在“以我为主”的基调下，更加关注内外平衡。

图 36 市场利率多次低于政策利率 (%)



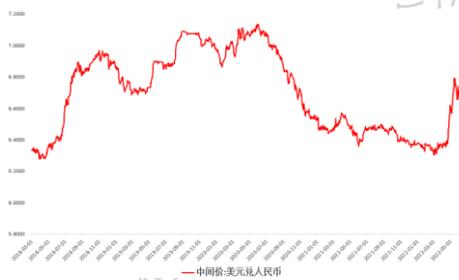
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 存款准备金率 (%)



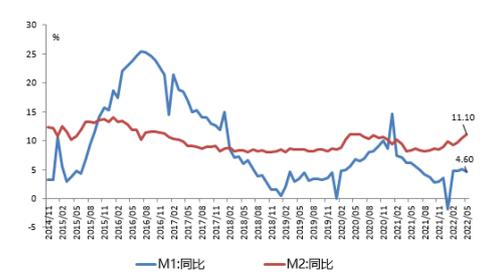
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 38 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 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。