

宏观周观点

2021年12月20日

## 经济处于低位，政策层频繁表态，美联储收缩

宏观周观点 20211220

### 核心内容：

- **经济仍然下行，决策层表态积极货币财政** 11月份经济增长相对平稳，政策处于相对平缓期，见效需要时间。政策层面已经转变，12月的政治局会议和中央经济工作会议明确稳增长是政府工作的重点，财政政策保持积极，货币政策偏宽松。未来会看到货币政策的逐步宽松，继续降准和未来降息均有可能。2021年12月16日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。这也是年内央行召开的第三次与信贷有关的座谈会。当前稳信贷的关键在于总量，保持企业综合融资成本稳中有降意味着LPR下调的可能性较大。12月16日，财政部副部长许宏才、预算司负责人兼政府债务研究和评估中心主任宋其超出席政策例行吹风会。财政吹风会透漏已经提前下放地方债转向资金，但明确要对专项债券实行穿透式监测，即自2022年1月1日起开始推动，以便及时掌握资金使用、项目建设进度以及运营管理等情况。
- **美联储转鹰：加速缩减债务购买，明年有概率加息三次** 本次FOMC声明一反之前的鸽派论调，全面转鹰。面对不断上行的通胀，美联储正式承认了物价上涨对经济和政治稳定带来的威胁，并开始通过加快缩减购债规模为明年的加息做准备。
- **市场利率有所分化** 逆回购操作平稳，公开市场上周投放与回笼各500亿元，净投放为0。12月15日有9500亿中期借贷便利到期，央行缩量续作5000亿元，叠加降准释放的1.2万亿货币，仍有7500亿元的基础货币投放。货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较上周轻微下滑。
- **物价继续回落** 上周物价继续小幅下行，猪肉价格保持回落，蔬菜价格走低。猪肉方面，随着天气进一步转冷和年底消费旺季的到来，猪价有望在12月下旬小幅走强。蔬菜方面，蔬菜供应保持宽裕，由于疫情反复，部分地区进出相对困难，消费减少。天气整体晴朗，蔬菜生产正常，前期补种的叶菜类只需进入市场，蔬菜价格指数仍有下跌可能。
- **需求供给同时不振，等待稳增长措施** 由于Omicron与多个国家蔓延，感染数量激增，对近期出行和生产造成不良影响，本周油价下跌。

高炉开工率下滑，冬奥会之前产能处于低位。钢材库存减少，但下滑速度偏缓，下游生产并未大幅上行。全国煤炭交易会上明确对动力煤长协基准价进行调整，进一步表明了政府调控煤价的决心，因而动力煤下跌明显。黑色系产品现阶段供需同时，等待稳增长措施发力。

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	12月20日(周一)	中国截至12月20日当周一年期贷款市场报价利率(%)
	12月20日(周一)	英国12月CBI工业订单差值
	12月21日(周二)	德国1月Gfk消费者信心指数、英国12月CBI零售销售差值、欧元区12月消费者信心指数初值
欧洲	12月22日(周三)	英国第三季度GDP年率终值(%)
	12月23日(周四)	----
	12月24日(周五)	----
美国	12月20日(周一)	美国11月谘商会领先指标月率(%)
	12月21日(周二)	美国第三季度经常帐(亿美元)
	12月22日(周三)	截至12月17日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国第三季度实际GDP年化季率终值(%)、美国第三季度核心PCE物价指数年化季率终值(%)、美国12月谘商会消费者信心指数、美国11月成屋销售年化总数(万户)
	12月23日(周四)	美国截至12月18日当周初请失业金人数(万)、美国11月个人支出月率(%)、美国11月PCE物价指数年率(%)、美国11月耐用品订单月率初值(%)、美国12月密歇根大学消费者信心指数终值、美国11月季调后新屋销售年化总数(万户)
	12月24日(周五)	美国截至12月17日当周ECRI领先指标
其他	12月24日(周五)	日本11月全国CPI年率(%)

## 目录

一、经济仍然下行，决策层表态积极货币财政 .....	3
二、美联储转鹰：加速缩减债务购买，明年有概率加息三次 .....	3
三、国常会更新支持中小微企业的金融工具 .....	5
四、英国和欧洲央行货币政策准备收紧 .....	6
五、市场利率有所分化 .....	6
六、物价继续回落 .....	8
七、需求供给同时不振，等待稳增长措施 .....	9
(一) 原油价格小幅下行 .....	9
(二) 钢厂开工继续回落，库存下行加快 .....	10

## 一、经济仍然下行，决策层表态积极货币财政

11 月份经济增长相对平稳，政策处于相对平缓期，见效需要时间。11 月份工业生产继续上行，制造业小幅恢复。制造业中，出口行业的拉动上行，出口相关产业中医药和电子通讯行业生产仍然处于高位，通用设备和电气机械生产回升，食品和农副产品生产快速上行。“双控”的行业小幅回升，煤炭钢铁行业生产小幅上行。但是下游需求的压制、房地产投资持续走低以及圣诞出口季结束会压制生产回升，预计生产需要到 2022 年 2 季度才会回归常态。

居民社会零售品消费总额增速低于预期，实际消费增速快速回落。电子通讯器材消费增速快速下行，这是去年高基数的压制。石油产品受到油价回落的影响消费速度有所回落。汽车消费仍然处于低位。11 月份消费的低迷也与严控新冠疫情有关，餐饮消费增速-2.7%，自 8 月份后再次回到负增长。

固定资产投资继续回落，并没有太大的改善。制造业投资高位下滑，房地产投资持续回落，基建投资反弹途中有反复。制造业投资受到工业利润下滑的影响回落，制造业投资可能在未来会缓慢下行。房地产投资继续下滑，但 11 月份土地成交、房地产新开工、商品房销售额和销售面积显示出低位反弹信号，房地产有小幅回暖，但其全面回升要等到 2022 年 2 季度。基建投资低位下滑，中央经济工作会议上明确基建投资要开始发力，基建投资未来会持续上行。

政策层面已经转变，12 月的政治局会议和中央经济工作会议明确稳增长是政府工作的重点，财政政策保持积极，货币政策偏宽松。未来会看到货币政策的逐步宽松，继续降准和未来降息均有可能。另一方面，财政投入仍然处于低位，需要关注基建投资的力度。

2021 年 12 月 16 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。这也是年内央行召开的第三次与信贷有关的座谈会。2021 年 3 月 22 日央行在北京召开 24 家主要银行信贷结构优化调整座谈会，2021 年 8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，说明当前的信贷工作存在比较突出的矛盾。易纲行长提出，要加大跨周期调节力度，保持 M2 与社融名义经济增速基本匹配，增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降。这一表述的重点在于，当前稳信贷的关键在于总量，保持企业综合融资成本稳中有降意味着 LPR 下调的可能性较大。

12 月 16 日，财政部副部长许宏才、预算司负责人兼政府债务研究和评估中心主任宋其超出席政策例行吹风会。2021 年新增的截至 12 月 17 日已发行 3.58 万亿（全年 3.65 万亿），这些新增专项债，50%左右投向了交通基础设施、市政和产业园区基础设施，30%投向了保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等领域，另有 20%投向了农林水利、能源、城乡冷链物流等。财政吹风会明确要对专项债券实行穿透式监测，即自 2022 年 1 月 1 日起开始推动，以便及时掌握资金使用、项目建设进度以及运营管理等情况。

## 二、美联储转鹰：加速缩减债务购买，明年有概率加息三次

12 月 15 日 FOMC 会议的美联储声明和新闻发布会主要有以下要点：

(1) 于 11 月启动的缩债计划将在明年 1 月加速。11 月原定将资产购买计划每月减少 150 亿美元，11 月减为 1050 亿美元，12 月减为 900 亿美元。由所有委员一致通过的新计划自明年 1 月起改为每月缩减 300 亿美元资产购买，其中美国国债缩减 200 亿美元，MBS 缩减 100 亿美元，依照此计划，美联储 2022 年 3 月即可完成 Taper，准备加息。

(2) 12 月的点阵图明确加息频率加快。点阵图显示 2022 年预计加息次数从 9 月份的 1 次上升为 3 次，18 个委员全部同意明年至少应有 1 次加息；2023 年预计加息次数为 3 次；2024 年预计加息次数为 2 次，全面高于 9 月份给出的预期。

(3) 美联储目前目标为保持长期通胀中枢于 2% 和就业最大化，鲍威尔表明国会给美联储的两大目标是“价格稳定和就业最大化”。

(4) 会议声明和新闻发布会表述中不见“暂时性通胀”（transitory inflation）踪影，美联储承认造成通胀的问题比之前预想的“更大更长久”（bigger and longer）。通胀上升主要被归咎于生产瓶颈和供给限制导致高价格向商品和服务蔓延，工资也迅速上升，不过鲍威尔认为工资目前尚不对通胀有明显贡献。美联储预计明年通胀应向 2% 的长期通胀中枢靠拢，中位数预计在 2.6%。

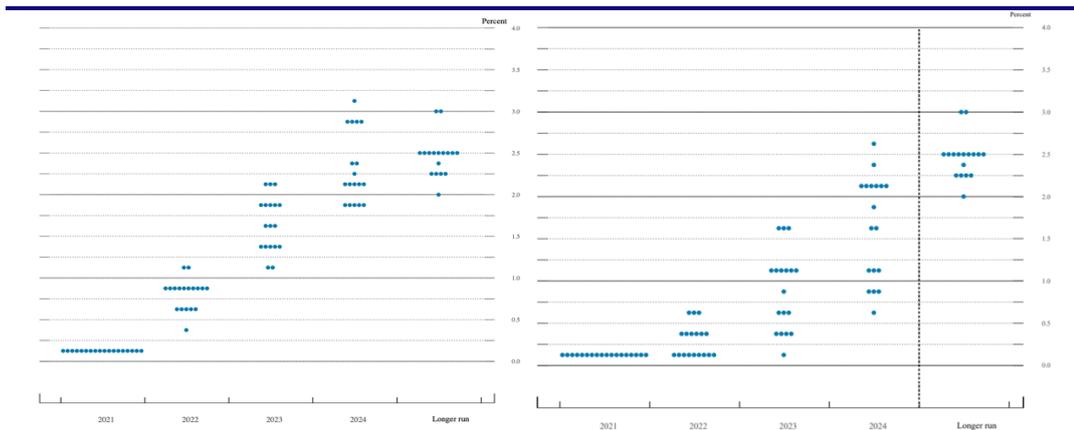
(5) 总体上，通胀持续多个月远超 2% 的远期目标已经大大降低了美联储对通胀的容忍度，本次会议显示控制通胀有概率取代就业最大化成为明年货币政策的主要矛盾。加息预期虽然已经形成，但仍然取决于疫情下明年的经济与就业状况。

(6) 美联储对美国经济和就业的增长继续保持乐观。今年经济增长的预测中位数高达 5.5%，明年中位数为 4%。劳动市场也继续向好，11 月份劳动市场参与率仍然受一定压制，但相比 9 月份的估计，美联储下调失业率预测到 3.5%。

本次 FOMC 声明一反之前的鸽派论调，全面转鹰。面对不断上行的通胀，美联储正式承认了物价上涨对经济和政治稳定带来的威胁，并开始通过加快缩减购债规模为明年的加息做准备。这次会议符合市场最鹰派的预期，资产价格的利空在短期看已经基本出尽，随着货币政策前景的明朗，美国三大股指强劲反弹，美元指数小幅回落后有所上行。尽管美联储名义上是独立决策机构，鲍威尔也否认了美联储转鹰与拜登提名自己连任有关，但是事实上其政策帮助白宫减缓未来面临的通胀压力和支持率下降，不排除未来白宫可以对美联储的决定施加影响。明年上半年中美两国的宏观政策趋势大概率相反，国内不排除降息和进一步降准，资本市场局面相对有利，但要警惕美国加息和美元升值带来的冲击。

图 1：美联储 12 月点阵图

图 2：美联储 9 月点阵图



资料来源：美联储

资料来源：美联储

表 1：美联储对经济增速的预测

	2021	2022	2023	2024	长期
<b>实际 GDP 增速 (%)</b>	5.5	4	2.2	2	1.8
九月预测	5.9	3.8	2.5	2	1.8
<b>失业率 (%)</b>	4.3	3.5	3.5	3.5	4
九月预测	4.8	3.8	3.5	3.5	4
<b>PCE 通胀 (%)</b>	5.3	2.6	2.3	2.1	2
九月预测	4.2	2.2	2.2	2.1	2
<b>核心 PCE 通胀 (%)</b>	4.4	2.7	2.3	2.1	
九月预测	3.7	2.3	2.2	2.1	
<b>联邦基金利率 (%)</b>	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
九月预测	0.1	0.3	1	1.8	2.5

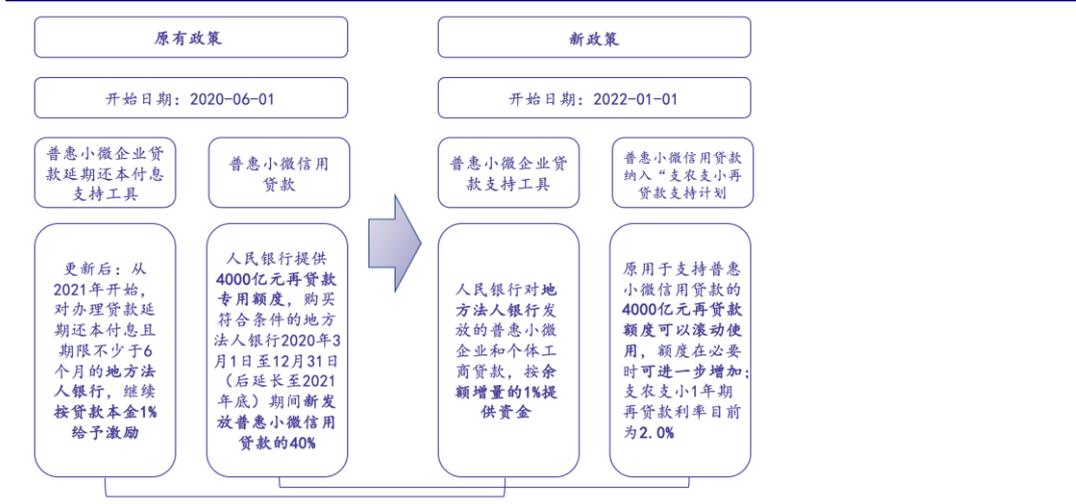
红色：比九月预测上调，绿色：下调，灰色：不变

资料来源：美联储

### 三、国常会更新支持中小微企业的金融工具

在 12 月 15 日的国务院常务会议决定进一步市场化的加强对中小微企业的金融支持，从政策上加大对制造业的支持。围绕稳增长和“六稳六保”工作，会议决定（1）将“普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具”转换为“普惠小微贷款支持工具”：从 2022 年到 2023 年 6 月底，人民银行对地方法人银行发放的普惠小微企业和个体工商户贷款，按余额增量的 1%提供资金。（2）从 2022 年起将“普惠小微信用贷款”纳入支农支小再贷款支持计划管理，原用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用，额度在必要时可进一步增加。

图 3：新老政策比较



本次金融支持政策的更新侧重小微企业和个体，通过更经常与他们接触的地方性银行精准发放贷款，保市场主体和就业。新政策对企业贷款支持工具仍然延续之前奖励，对新增的贷款按本金 1%提供资金奖励；信用贷款则被纳入刚刚下调利率的支农支小再贷款支持

计划中，让借款方可以享受更低政策利率，同时之前用于购买新发放信用贷款的 4000 亿再贷款额度并未用完，因此滚动使用，并且可以按需求增加。此次国常会的政策更新是对 12 月 6 日的中央政治局会议和 12 月 10 日结束的中央经济工作会议的精神的迅速落地，旨在帮助经济下行中的中小微企业进一步减少资金成本和偿付压力，实现经济均衡稳定的增长。

制造业发展方面，会议强调了将要实施侧重制造业的减费降税政策，“加大研发费用加计扣除、增值税留抵退税等政策力度，支持企业科技创新和传统产业改造升级。扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模”。由此可见中高端制造业也将成为稳增长和高质量发展不可或缺的构成部分。

#### 四、英国和欧洲央行货币政策准备收紧

在美联储 12 月 15 日决定加速缩减债务购买之后，英国央行货币政策委员会决定将基准利率从 0.1% 提升至 0.25%，超出市场短期预期。英央行认为近期劳动市场的有力恢复为提高借款成本以控制价格上涨提供了条件。委员会同时表示目前英国通胀已经接近 6%，为了将通胀控制在央行 2% 的目标以内，未来几个月仍需温和的加息。但是面对 Omicron 变种的冲击，英央行维持了 200 亿的公司债回购以及 8750 亿的国债回购，累计 8950 亿英镑。

12 月 16 日，欧洲央行决定于 2022 年第一季度减少在疫情紧急购买项目（PEPP）下的资产购买并与 2022 年 3 月彻底终止资产购买，同时保持利率不变。在通胀方面，欧洲央行认为经济在宽松政策下有所恢复，通胀虽然短期超出 2% 的目标，但中期保持 2% 仍然需要一定货币政策的支持。

英国央行在英国经济严重受疫情困扰的情况下的率先加息，表明其也在劳动市场恢复后将重点转向价格稳定和通胀控制，虽然本次加息对英国各类贷款的成本尚不构成明显影响，但英国的宽松政策将比美国更加迅速地收紧。欧洲央行仍然相对鸽派，不过减少资产购买的决定也预示着其宽松态度开始转向。同美联储一起，英国和欧洲央行对明年流动性边际收紧释放出信号。

#### 五、市场利率有所分化

逆回购操作平稳，公开市场上周投放与回笼各 500 亿元，净投放为 0。12 月 15 日有 9500 亿中期借贷便利到期，央行缩量续作 5000 亿元，叠加降准释放的 1.2 万亿货币，仍有 7500 亿元的基础货币投放。货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较上周轻微下滑。

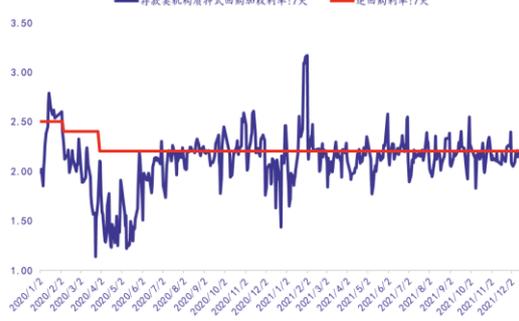
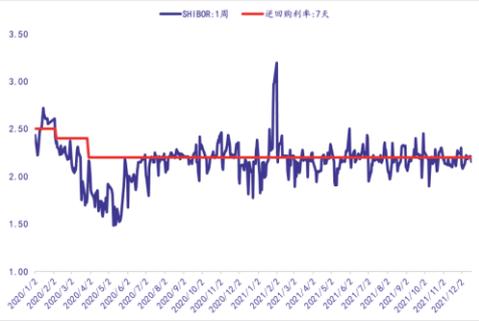
12 月 17 日，SHIBOR 隔夜收于 1.8620%，比上周上行 5.5bps，7 天的利率收于 2.1510%，比上周下行 3.3bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 2.1143%，比上周下行 2.68bps。12 月 17 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.3052%、2.5628% 和 2.7079%，分别比上周变化 0.44bps、-3.28bps、-1.42bps，10 年期国债收益率收于 2.8475%，比上周上行 0.5bps。

债券收益率有所分化，通过降准投放的流动性在资金面上利好债市，同时释放的稳增长信号可能改变经济下行的预期。国务院新闻办公室的政策吹风会表示明年将尽早加快

发行专项债，资金面目前不存在大缺口。市场还在观望基本面变化，债券价格可能短期内有所震荡。

图 4: SHIBOR 利率 (%)

图 5: DR007 利率 (%)

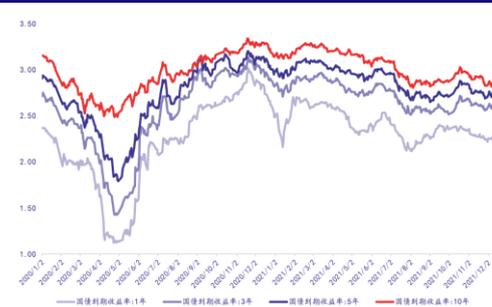
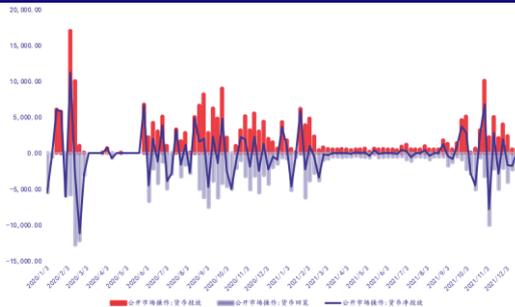


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

图 7: 国债收益率 (%)



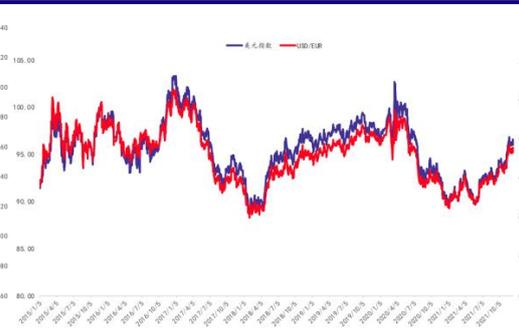
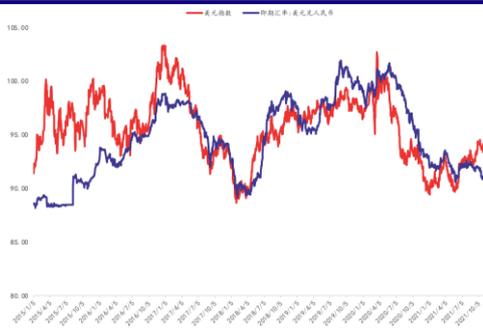
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数小幅上行，美国 11 月份通胀高达 6.8%，美联储 FOMC 会议决定加快缩减债务购买，于明年 3 月结束 QE 并准备加息。欧洲央行则仍然保持了较为鸽派的货币政策。

图 8: 美元兑人民币 (元)

图 9: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

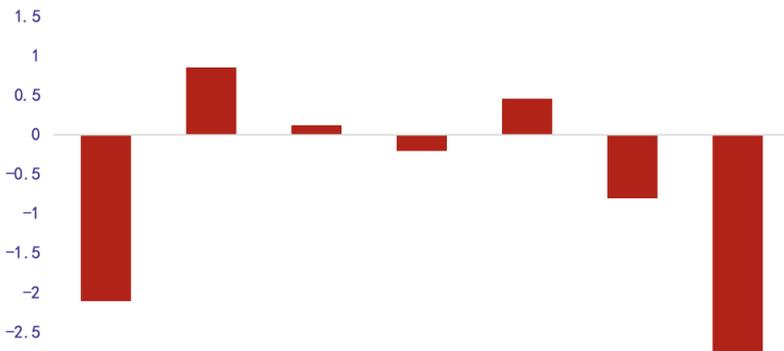
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、物价继续回落

上周物价继续小幅下行，猪肉价格保持回落，蔬菜价格走低。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价12月19日价格16.31元/公斤，比上周下行1.74个百分点。12月份生猪价格连续下跌，虽然目前市场应当处于传统的消费旺季，但是今年的多次冷空气和前置的腌腊消费导致部分需求提前透支，消费不够旺盛，部分养殖户抗价心态松动，出栏积极性提升，难以支撑猪价上行。价格的震荡下行使得本周北方市场散户出栏积情绪下降，但规模化养殖企业的供给仍然充足，南方出栏量相对稳定。从供需来看，市场消费并未大幅增长，本周南方天气也不利于腌腊制作，需求走低；同时出栏量决定了供给相对过剩，农村农业部数据显示今年前三季度出栏量同比大幅增长，第四季度也不会例外，因此猪肉近期仍不存在大幅上涨的空间。随着天气进一步转冷和年底消费旺季的到来，猪价有望在12月下旬小幅走强。

蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌2.5%；蔬菜供应保持宽裕。南方和山东产区天气晴朗，蔬菜长势良好，部分蔬菜品种由于各个产区的叠加供货导致菜价难以上涨。需求方面，由于疫情反复，部分地区进出相对困难，消费减少，同时蔬菜供应整体量价宽松，导致菜价进一步小幅下滑。下周天气整体晴朗，但也有阴天，蔬菜生产正常，前期补种的叶菜类只需进入市场，蔬菜价格指数仍有下跌可能。

图 10：：物价下跌（%）



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\\_31695](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31695)

