



报告日期：2022年2月25日

短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度” 主基调或将贯穿 1-3 季度

风险因素

- 1.俄罗斯与乌克兰军事冲突超预期；
- 2.美联储货币政策收紧力度超预期；
- 3.全球新冠肺炎病毒变异程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220222）2022 年 CPI 突破 3.0%的概率较低，PPI 年内低点大概率位于 10 月
- 2.英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄，1 季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
- 3.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告
- 4.英大宏观评论（20220210）2022 年税收收入增速大概率较 2021 年下行，民生是 2022 年财政支出的重点领域
- 5.英大宏观评论（20220207）短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速
- 6.英大宏观评论（20220125）1 季度货币政策还将“稳中有松”，短期内 10 年期国债到期收益率反转概率较低
- 7.英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 8.英大证券国内宏观高频周报（20220117）下游十大城市商品房成交套数、成交面积大幅反弹，中游玻璃期货结算价大幅反弹，上游国际原油价格延续上行趋势
- 9.英大证券海外宏观一周纵览（20220117）美国 12 月零售和食品服务销售额同比回落，欧元区 11 月失业率逼近历史新低，日本 11 月景气动向先行指数、一致指数均反弹
- 10.英大证券国内宏观高频周报（20220111）下游十大城市商品房成交套数、成交面积下行，中游唐山高炉开工率大幅反弹，上游国际原油价格持续大幅上行
- 11.英大证券海外宏观一周纵览（20220110）美国 12 月 ISM 制造业 PMI 高景气区间回落，德国 11 月零售销售同比反弹，日本 11 月家庭月消费性支出实际同比下行

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电 话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 1月制造业PMI整体承压，除了生产指数在荣枯线之上下行之外，其余四个主要分项均在荣枯线之下继续下探。1月非制造业PMI录得历年同期最低值，其中，建筑业PMI创2021年3月以来新低，服务业PMI为近5个月新低。新订单连续6个月位于荣枯线之下，1月在荣枯线之下继续下探，表明我国需求持续承压。1月新出口订单录得2021年5月以来次高值，预示1月我国出口可能不弱。大型企业PMI与小型企业PMI的显著背离始于2021年12月，并延续至1月，预计短期内大型与小型企业制造业PMI的差值难以大幅收窄。1月原材料库存与产成品库存均高位回调，宏观经济处于衰退向萧条转化阶段。城镇调查失业率在1季度阶段性上行，2-3月或有一个月城镇调查失业率高于1月，3-4月大概率降准或降息。

➤ 1月CPI当月同比超预期较前值大幅下行，主要受新冠肺炎疫情多地反弹，冬季腌腊基本结束，节前生猪出栏加快，以及交通工具用燃料CPI当月同比较前值下行的影响。综合基数效应、翘尾因素以及新涨价因素，我们认为2月CPI当月同比大概率在1月的基础上小幅波动。展望2022年，CPI当月同比突破3.0%的概率较低。从历史经验看，在前期冲高之后，PPI当月同比后续走势有三种类型：“飞流直下”型、“一波三折”型、“高位蓄水”型。2022年PPI当月同比大概率快速下行，尤其是下半年。在翘尾因素与基数效应的双重利空下，PPI当月同比的年内低点大概率位于10月。PPI当月同比逐季下行预示宏观经济承压，央行大概率继续降准或降息。

➤ 12月PPI当月同比较前值下行较大幅度，工业企业营业收入利润率较前值下行，叠加2020年同期基数上行，使得12月工业企业利润总额当月同比较前值下行。12月采矿业利润增速再创新高，电力热力燃气及水的生产和供应业利润增速加速下行。12月石油和天然气开采业、医药制造业利润总额累计同比居于领先地位。短期之内工业企业产成品存货累计同比大幅下行的概率较低，且上行概率大于下行概率。展望2022年，工业企业利润总额累计同比面临2021年同期基数大幅上行以及下半年PPI当月同比大概率大幅下行的利空，但是我们认为2022年工业企业利润总额累计同比大概率高于10.0%。我们做出这一判断的最主要依据是：2022年“更大力度减税降费”大概率继续对工业企业利润总额累计同比形成较强支撑。

➤ 12月公共财政收入当月同比录得2020年4月以来新低，而12月公共财政支出当月同比时隔2个月重新进入负值区间，且创2020年7月以来新低。预计2022年五大主要税种增速均较2021年下行。考虑到2021年这五大主要税种收入在全部税收收入中的占比为87.27%，因此2022年税收收入累计同比大概率较2021年下行。继续做好“六稳”、“六保”背景下，民生是2022年财政支出的重点领域。预计2022年2月与3月的基建投资增速大概率是年内高点，2022年下半年基建投资增速低于上半年。我们认为，按照目前的趋势，如不采取相应措施，2022年国有土地使用权出让收入累计同比大概率还将继续承压。

➤ 全球经济高点已过，2022年全球经济增速较2021年确定性下行。2022年彻底战胜新冠肺炎概率不大，发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度。“三重压力”依旧存在，利空我国宏观经济；CPI当月同比温和上行，PPI当月同比逐季下行，“控通胀”必要性下降。“灵活适度”主基调大概率贯穿2022年1-3季度货币政策执行报告。2022年货币政策着眼“稳增长”与“调结构”，且“调结构”服务于“稳增长”。房地产调控如无大的边际放松，实现“5.50%左右”的GDP增速目标将面临一定难度。

目录

1 短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告.....	4
1.1 短期内大小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄，1 季度城镇调查失业率大概率阶段性上行.....	4
1.2 2022 年 CPI 突破 3.0%的概率较低，PPI 年内低点大概率位于 10 月.....	11
1.3 短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速.....	20
1.4 2022 年税收收入增速大概率较 2021 年下行，民生是 2022 年财政支出的重点领域.....	29
1.5 发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告.....	37
2 着力扩大精准有效投资，引导煤炭价格在合理区间运行.....	44
2.1 继续采取一切可用政策工具应对疫情冲击，谨慎退出支持性政策.....	44
2.2 全面推进乡村振兴，守住保障国家粮食安全和不发生规模性返贫两条底线.....	45
2.3 促进工业经济平稳增长，着力扩大精准有效投资.....	45
2.4 进一步完善煤炭市场价格形成机制，引导煤炭价格在合理区间运行.....	46

图目录

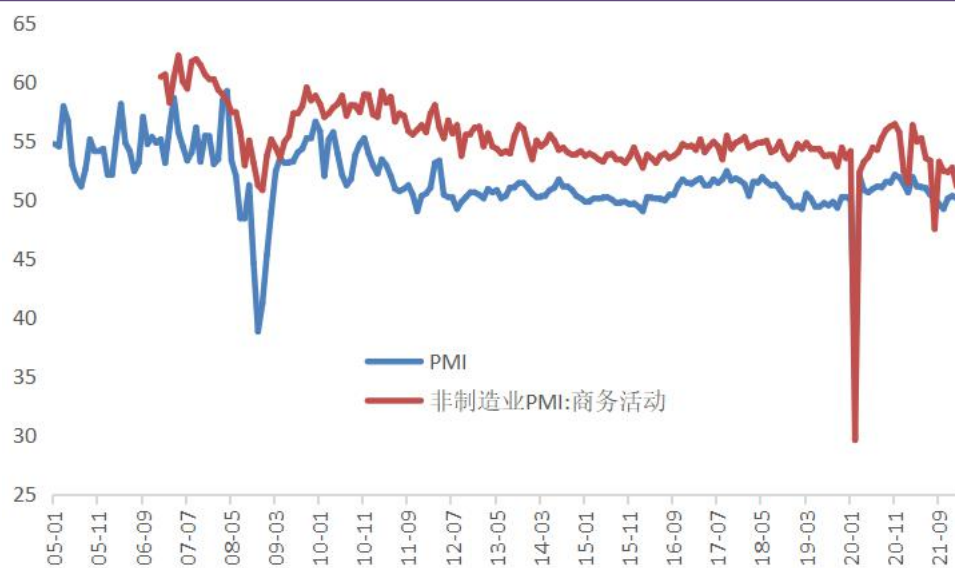
图 1: 1 月制造业 PMI 整体承压, 1 月非制造业 PMI 录得历年同期最低值 (%)	4
图 2: 1 月我国需求持续承压, 内需较为疲弱但外需相对强劲 (%)	5
图 3: 美欧英制造业 PMI 均处于低位或者相对低位, 但日本制造业 PMI 却创新高 (%)	6
图 4: 日本制造业 PMI 与 OECD 日本综合领先指标的走势发生背离 (%; %)	7
图 5: 大型企业与小企业者的差值创 2019 年 3 月以来新高 (%)	7
图 6: 在被动补库存以及主动去库存阶段, 10 年期国债到期收益率大概率下行 (%)	9
图 7: 在被动补库存以及主动去库存阶段, 上证综合指数大概率下行 (%)	10
图 8: 2018 年 1 月至 2021 年 12 月, 城镇调查失业率在 1 季度压力均较大 (%)	11
图 9: 1 月 CPI 超预期下行, 服务 CPI 当月同比走势较为特殊 (%)	11
图 10: 核心 CPI 项下 5 个相关分项均较前值下行 (%)	12
图 11: PPI 当月同比的下行将持续至原材料工业低于加工工业低于采掘工业为止 (%)	14
图 12: 1 月的 9.10% 是本轮周期 PPI 累计同比的最高点 (%)	15
图 13: 从历史经验看, 在前期冲高之后, PPI 当月同比后续走势有三种类型 (%)	15
图 14: 2022 年 PPI 当月同比走势大概率是“飞流直下”型 (%)	16
图 15: 1993 年 1 季度至 2021 年 4 季度 PPI 同比与 GDP 现价同比相关系数为 0.77 (%)	17
图 16: PPI 累计同比与工业企业利润总额累计同比的相关系数为 0.56 (%)	17
图 17: PPI 累计同比与出口金额累计同比以及进口金额累计同比高度相关 (%)	18
图 18: 在 PPI 当月同比下行期间, 央行下调法定存款准备金 (%; %)	19
图 19: M2 同比的上行基本上发生于 PPI 当月同比下行进程的中后阶段 (%; %)	19
图 20: 2021 年工业企业利润总额累计同比录得两位数正增长, 符合预期 (%)	20
图 21: 采矿业与电力热力燃气及水的生产和供应业利润增速“背道而驰” (%)	21
图 22: 石油和天然气开采业、医药制造业利润总额累计同比居于领先地位 (%)	23
图 23: 工业企业资产负债率与 GDP 不变价当季同比并无十分明确的关系 (%)	25
图 24: GDP 不变价当季同比领先工业企业资产合计同比与工业企业负债合计同比 (%)	26
图 25: 美国库存总额同比领先我国工业企业产成品存货累计同比 (%)	26
图 26: 宏观经济承压利空 12 月财政收入增速, 高基数力挫 12 月财政支出增速 (%)	30
图 27: 从长周期看, 进口环节增值税和消费税增速与进口金额增速的相关性非常高 (%)	31
图 28: 在被动补库存以及主动去库存阶段, 税收收入累计同比确实是下行的 (%)	33
图 29: 通常情况下, 基础设施建设投资完成额累计同比的年内走势是前高后低的 (%)	35
图 30: 成交土地规划建筑面积增速与国有土地使用权出让收入增速相似度更高 (%)	35
图 31: 百城成交土地溢价率与房地产开发资金来源合计累计同比走势较为相似 (%)	36
图 32: 100 大中城市成交土地溢价率处于近年来低位区间 (%)	37
图 33: 两个指标走势预示本轮全球经济的高点大概率在 2021 年 5-7 月之间 (%; %)	38
图 34: 全球新冠肺炎疫情的形势依旧严峻 (例)	39
图 35: 仅从经济数据上看, 目前欧元区已经具备加息的条件 (%; %)	41
图 36: 当前生产经营活动预期有所提振, 但是局部偏弱 (%)	42

1 短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告

1.1 短期内大小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄，1 季度城镇调查失业率大概率阶段性上行

1 月制造业 PMI 整体承压，1 月非制造业 PMI 录得历年同期最低值。1 月制造业 PMI 录得 50.10，高于预期 0.10 个百分点，较前值下行 0.20 个百分点，连续 3 个月位于荣枯线之上，表明我国制造业处于扩张状态，但扩张速度较 12 月放缓。在过往 18 年的 1 月制造业 PMI 中，2022 年 1 月位列第 13 位，居于中下游水平。制造业 PMI 的 5 个主要分项均较前值下行，表明 1 月制造业 PMI 整体承压，具体看：1 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 49.30、50.90、48.90、47.60、49.10，分别较前值下行 0.40、0.50、0.20、0.70、0.10 个百分点。其中，除了生产指数在荣枯线之上下行之外，其余四个分项均在荣枯线之下继续下探。

图 1：1 月制造业 PMI 整体承压，1 月非制造业 PMI 录得历年同期最低值（%）

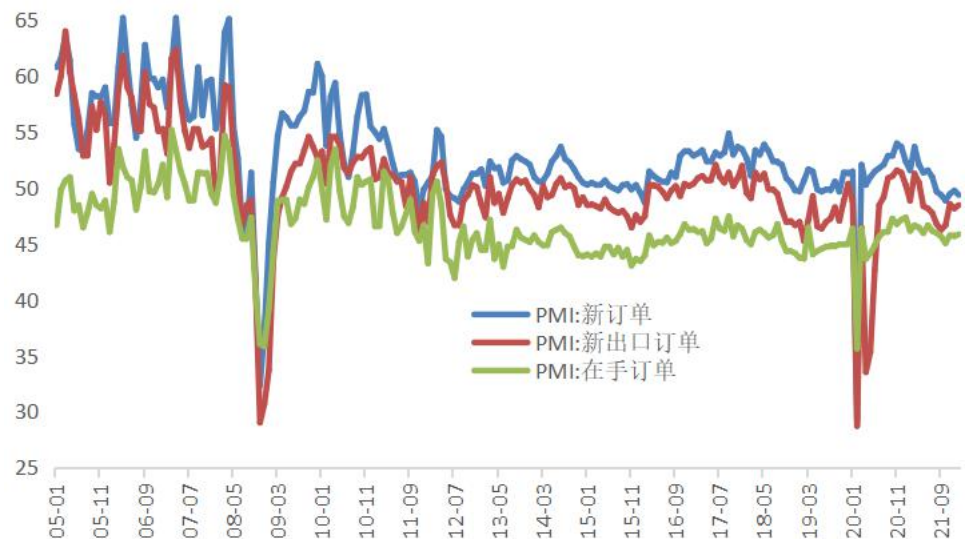


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

1 月非制造业 PMI 为 51.10，高于预期 0.10 个百分点，较前值下行 1.60 个百分点，为近 5 个月新低。在过往 16 年的 1 月非制造业 PMI 中，2022 年 1 月位列第 16 位，居于垫底水平。其中，1 月建筑业 PMI 为 55.40，较前值下行 0.90 个百分点，创 2021 年 3 月以来新低；1 月服务业 PMI 为 50.30，较前值下行 1.70 个百分点，为近 5 个月新低。1 月非制造业 PMI 其余的 9 个指标，有 4 个较前值下行，有 5 个较前值上行。其中，位于荣枯线以下的指标有 6 个，较 12 月减少 2 个；位于 50-60 之间的指标有 3 个，较 12 月增加 2 个；位于 60 以上的指标有 0 个，持平于 12 月。

1月我国需求持续承压，内需较为疲弱但外需相对强劲。内需方面，1月新订单、新出口订单与在手订单分别为49.30、48.40、45.80，分别较前值上行-0.40、0.30、0.20个百分点。其中：新订单连续6个月位于荣枯线之下，1月在荣枯线之下继续下探，表明我国需求持续承压；1月新出口订单录得2021年5月以来次高值，预示1月我国出口可能不弱；1月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得0.90个百分点，较其前值收窄0.70个百分点，表明我国内需出现恶化迹象，尤其是在新订单较前值下行且新出口订单较前值上行的背景下，此外，1月“新订单-新出口订单”持平于2021年11月，但是我们认为1月我国总需求以及外需均差于11月，因为1月新订单与新出口订单均低于11月0.10个百分点；1月在手订单创近5个月新高，考虑到内需较为疲弱，而外需相对强劲，预计在手订单主要来自国外；1月进口指数录得47.20，较前值下行1.0个百分点，为近四个月新低，再次表明我国内需较为疲弱。

图2：1月我国需求持续承压，内需较为疲弱但外需相对强劲（%）



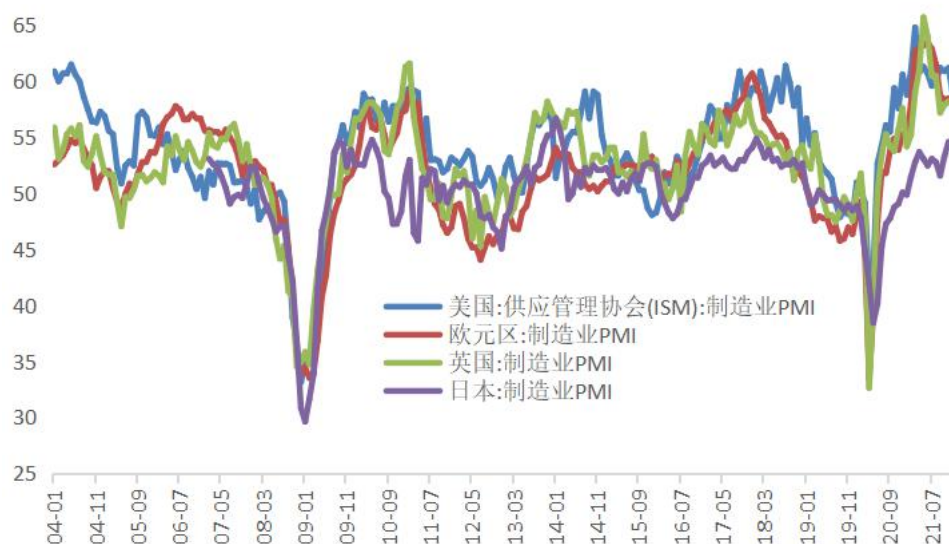
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从宏观经济基本面看，在中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”的背景下，叠加考虑1月金融数据超预期，预计1-2月基建投资增速大概率不差，在剔除基数效应后大概率录得年内高点，与此同时，1月PPI累计同比录得9.10%，创2003年1月有数据记录以来新高，预示1月出口金额累计同比大概率不差，进而剔除基数效应与春节效应的1月制造业投资累计同比不会太差。在以上背景下，制造业PMI数据显示1月我国内需依旧十分疲弱，乃至出现恶化，可能的拖累因素有两个，分别是消费增速与房地产投资增速。**第一**，1月我国CPI当月同比录得0.90%，较前值大幅下行0.60个百分点，创近4个月新低，表明1月消费增速不会太高，主因1月新冠肺炎疫情反弹力度较大，导致消费出现春节“旺季不旺”的局面。**第二**，2021年下半年房地产市场的调控力度明显加大，房地产开发投资完成额累计值两年平均增速从5月的8.58%承压下行至12月的5.67%。短期看，这一趋势不会有太大的改变。在惯性下行的背景下，预计1月房地产投资增速大概率

不高。

外需方面，1月摩根大通全球制造业 PMI 录得 53.20，较前值下行 1.10 个百分点，创 2020 年 11 月以来新低，但是依旧位于荣枯线之上，表明全球制造业依旧处于扩张区间，可是扩张力度放缓。从发达经济体制造业 PMI 看：**美国方面**，1 月 Markit 制造业 PMI 录得 55.50，较前值下行 2.20 个百分点，创 2020 年 11 月以来新低，而 1 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 57.60，较前值下行 1.20 个百分点，创 2020 年 12 月以来新低；**欧元区方面**，1 月欧元区制造业 PMI 录得 58.70，较前值上行 0.70 个百分点，创近 5 个月新高，其中，德国制造业 PMI 录得 59.80，较前值上行 2.40 个百分点，同样创近 5 个月新高；**日本方面**，1 月日本制造业 PMI 录得 55.40，较前值上行 1.10 个百分点，创 2014 年 3 月以来新高；**英国方面**，1 月英国制造业 PMI 录得 57.30，较前值下行 0.60 个百分点，创近 4 个月新低。

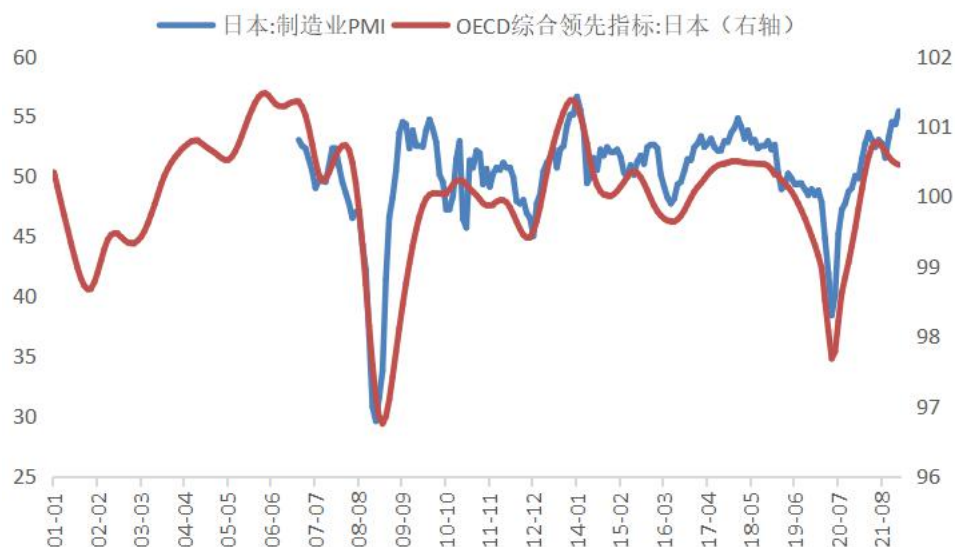
图 3：美欧英制造业 PMI 均处于低位或者相对低位，但日本制造业 PMI 却创新高（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以上值得指出的有两点。**第一**，1 月主要经济体制造业 PMI “喜忧参半”，“喜”的是欧元区与日本，“忧”的是美国与英国，与此同时，摩根大通全球制造业 PMI 较前值下行较大幅度，主要受美国 ISM 制造业 PMI 下行的拖累，表明美国经济在全球经济中具有重要地位。**第二**，1 月日本制造业 PMI 走势比较特殊，体现在两个方面：**一**是在美欧英制造业 PMI 均处于低位或者相对低位的背景下，日本制造业 PMI 却创 2014 年 2 月以来新高；**二**是日本制造业 PMI 与 OECD 日本综合领先指标的走势发生背离，而通常情况下二者的走势是一致的。

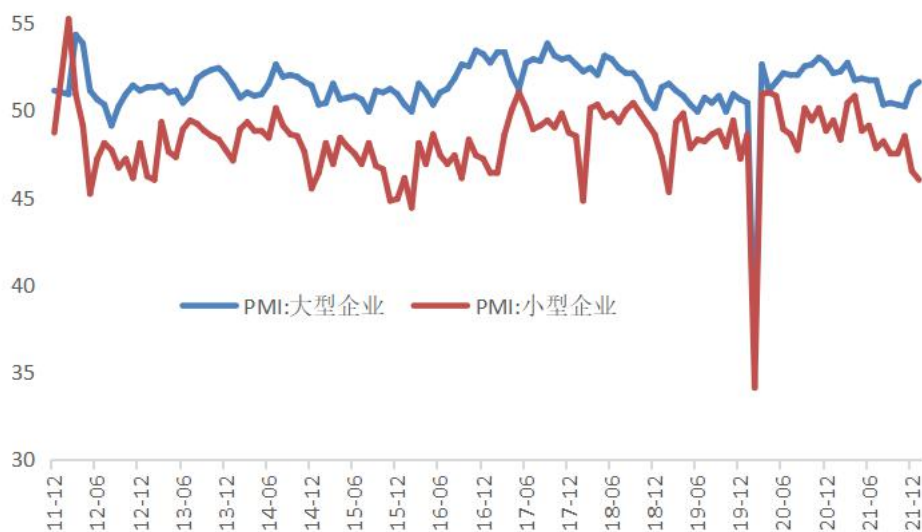
图 4：日本制造业 PMI 与 OECD 日本综合领先指标的走势发生背离（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

短期内大型与小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄。分企业规模看，1 月大中小企业的制造业 PMI 分别为 51.60、50.50、46.00，分别较前值上行 0.30、-0.80、-0.50 个百分点。其中，大型企业创 2021 年 8 月以来新高，而小型企业则创 2020 年 3 月以来新低，二者的差值为 5.60 个百分点，创 2019 年 3 月以来新高。大型企业 PMI 与小型企业 PMI 的显著背离始于 2021 年 12 月，并延续至 1 月，具体看：11 月、12 月、1 月大型企业 PMI 分别为 50.20、51.30、51.60，逐月上行；11 月、12 月、1 月小型企业 PMI 分别为 48.50、46.50、46.0，逐月下行；11 月、12 月、1 月二者的差值分别为 1.70、4.80、5.60 个百分点，逐月走阔。

图 5：大型企业与小企业者的差值创 2019 年 3 月以来新高（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以上现象究其原因，主要有三点：一是在 10 月 19 日动力煤期货主力合约录得 1982 元

/吨的历史高位之后，国家加大保供稳价的力度，上游资源企业等大型企业的产量上升；二是12月与1月国际油价自低位大幅反弹，且突破90美元/桶，带动螺纹钢、动力煤等大宗商品价格出现一波反弹；三是11月底奥密克戎病毒被正式命名，引起市场高度关注。在境外输入的压力下，我国新冠肺炎疫情大幅反弹，月度新增病例从11月的1581例上升至12月的3492例，并进一步上升至1月的3826例。以上三个事件，第一个事件与第二个事件在量与价两方面利多大型企业PMI，而第二个事件与第三个事件则对小型企业形成较大利空。在此背景下，大型企业与小型企业制造业PMI走势发生较大程度背离。

展望2-3月，我们认为国际油价大概率还将继续上行，这就意味着有色金属价格大概率还将维持在高位，而黑色系价格大概率面临一定支撑。为缓解价格高企的状态，“保供稳价”大概率还将持续推进。基于以上分析，我们认为2-3月大型企业制造业PMI大幅下跌概率较低。新冠肺炎疫情方面，2月1-14日新冠肺炎新增确诊病例为955例，较1月同期少增1476例，表明2月国内新冠肺炎疫情出现边际好转，但是大宗商品价格继续上行压缩中小企业利润空间，预计2-3月小型企业制造业PMI大幅上行概率较低。综上，预计短期之内大型企业制造业PMI与小型企业制造业PMI的差值难以大幅收窄。

原材料库存与产成品库存均高位回调，宏观经济处于衰退向萧条转化阶段。1月原材料库存与产成品库存均在高位回调，具体看：1月原材料库存录得49.10，较前值下行0.10个百分点；1月产成品库存录得48.00，较前值下行0.50个百分点。分企业规模看：1月大中小型企业原材料库存分别为51.10、49.60、43.90，分别较前值上行0.20、0.60、-1.60个百分点，其中，大型企业原材料库存录得2013年1月有数据记录以来最高值，中型企业原材料库存创2021年1月以来新高，而在大宗商品价格大幅上行的背景下，小型企业原材料库存大幅下行，且创2020年3月以来新低，可见原材料库存下行主要受小型企业的拖累；1月大中小型企业产成品库存分别为49.30、48.50、44.30，分别较前值下行0.10、0.90、0.80个百分点，其中，大中型企业位于历史高位区间，而小型企业位于历史低位区间。

从实体经济角度看，12月工业企业存货累计同比与产成品存货累计同比分别较前值下行0.70、0.80个百分点。我们在《英大宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，

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_38198

