



## 全球经济增速放缓 稳增长目标仍不变

### 摘要

全球通胀压力升温，俄乌局势有所缓和。随着美欧多个国家在2月份放宽了防疫措施及旅行禁令，美欧3月服务业商业活动加速扩张，但受俄乌冲突影响，欧洲3月制造业活动受创，经济增长前景放缓。俄乌冲突导致大宗商品价格在3月继续上涨，全球通胀仍面临上行压力。而由于通胀飙升，包括美联储在内的各主要央行均开始加快收紧货币政策的步伐。目前俄乌局势较2月以来已有所缓和，俄乌新一轮会谈取得积极进展，乌方放弃加入任何军事联盟，俄方减少在基辅的军事行动。若未来局势进一步缓和，国际大宗商品价格有望高位回落，资金或从避险资产流入风险资产。

国内经济开门红，政策宽松态势不变。随着稳增长政策发力，支持实体经济的力度加大，国民经济持续恢复，工业生产和投资消费增长加快，进出口增势良好，就业物价总体稳定。但也要看到，多点多地疫情再度严峻，地缘政治冲突加剧，外部不确定性加大，国内经济恢复基础仍不扎实，部分企业生产经营压力大，原材料价格较高，小微企业经营仍比较困难。宏观政策方面，今年《政府工作报告》中提出要“加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持”、“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”。可以看出，在“三重压力”的背景下，宏观政策将始终坚持“稳增长”为中心目标。

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、全球疫情及经济形势 .....	4
二、海外经济与重大事件 .....	7
(一) 美国：经济加速增长，美联储加快紧缩步伐 .....	7
(二) 英国：3月服务业PMI表现强劲，通胀飙升或拖累经济增长 .....	10
(三) 欧元区：经济活动再次放缓，欧洲央行释放鹰派信号 .....	11
(四) 日本：限制措施拖累经济复苏，消费和通胀重陷低迷 .....	14
三、国内经济回顾与展望 .....	16
(一) 多地疫情反复，企业生产经营承压 .....	16
(二) 固投恢复较好，基建是稳增长重要抓手 .....	17
1. 专项债加速落地，基建投资有所改善 .....	17
2. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资 .....	18
3. 房地产税推迟出台，总体表现大超预期 .....	19
(三) 新增确诊数再度走高，居民消费持续承压 .....	21
(四) 替代效应逐步减弱，新冠爆发出口承压 .....	22
(五) 欧美禁运俄国原油，抬升全球通胀压力 .....	23
1. CPI：除猪肉外多数食品需求均有所升温 .....	23
2. PPI：政治因素带动大宗商品价格高涨 .....	24
四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主 .....	26
(一) 财政政策：财政前置效力逐步显现 .....	26
(二) 货币政策：稳字当头，主动应对 .....	27
免责声明 .....	29

## 图表目录

图 1 世卫组织全球周度新增及死亡病例 .....	4
图 2 美国、欧洲及日本每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人） .	4
图 3 摩根大通全球制造业、服务业 PMI.....	5
图 4 全球主要经济体 PMI .....	5
图 5 全球通胀持续上升 .....	6
图 6 RJ/CRB 商品价格指数及农南华产品指数持续上涨 .....	7
图 7 美国三季度 GDP 不及预期.....	8
图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI .....	8
图 9 美国通胀持续上涨 .....	8
图 10 美国核心 PCE 物价指数持续上涨 .....	8
图 11 美国 1 月零售销售环比回落 .....	9
图 12 美国 1 月个人消费支出.....	9
图 13 美国非农就业人口及失业率 .....	10
图 14 周初请失业金人数 .....	10
图 15 英国 GDP 同比增速 .....	10
图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI.....	10
图 17 英国零售销售同比大幅上涨.....	11
图 18 英国消费者信心指数大幅回落.....	11
图 19 英国失业率持续回落.....	11
图 20 英国 CPI 维持高位 .....	11
图 21 欧元区 GDP 同比增速 .....	12
图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI.....	12
图 23 欧元区失业率 .....	13
图 24 欧元区零售销售 .....	13
图 25 欧元区消费、投资者信心指数.....	13
图 26 欧元区 CPI 飙升 .....	13
图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI.....	14
图 28 日本出口同比年内首次转正 .....	14
图 29 日本家庭支出同比增速 .....	15

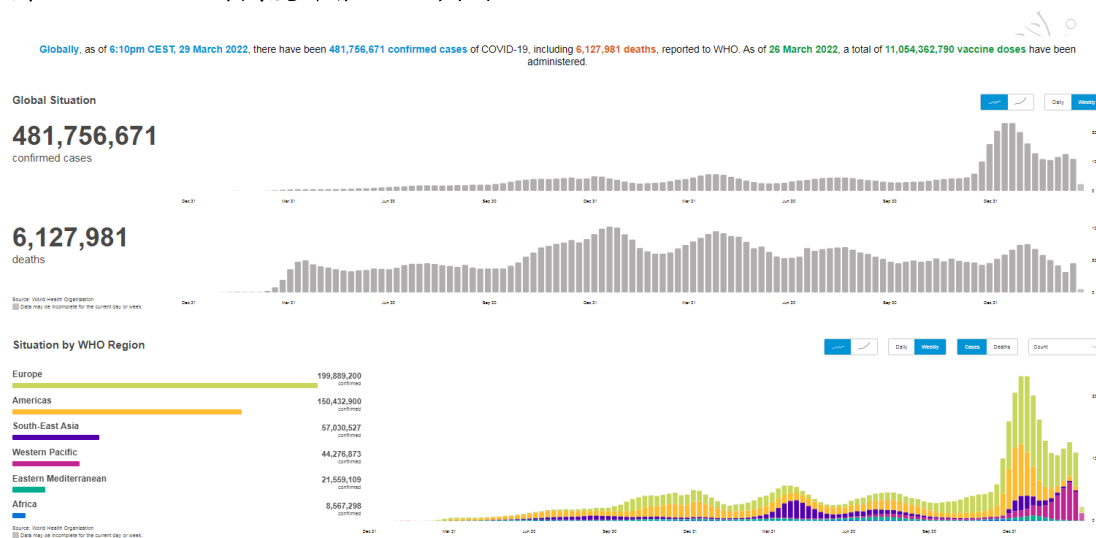
图 30 日本商业零售销售增速	15
图 31 日本失业率	15
图 32 日本通缩压力	15
图 33 制造业 PMI 回落	19
图 34 工业企业利润边际放缓	19
图 35 工业生产平稳回升	19
图 36 三大门类工业增加值当月同比 (%)	19
图 37 房地投资持续降温	20
图 38 房地投资与销售累计同比 (%)	20
图 39 房地产企业开发资金来源	20
图 40 土地购置与新屋开工面积	20
图 41 社零总额及同比增速 (%)	21
图 42 汽车类商品增速 (%)	21
图 43 实物零售增速上升	22
图 44 社会消费品零售分类增速 (%)	22
图 45 出口保持韧性	23
图 46 通胀压力总体温和	25
图 47 上游成本压力持续向中下游传导	25
图 48 除猪肉以外食品价格总体平稳	25
图 49 原油价格再度冲高	25
图 50 公共财政收入同比增速 (%)	26
图 51 地方财政收入同比增速 (%)	26
图 52 市场利率多次低于政策利率 (%)	28
图 53 存款准备金率 (%)	28
图 54 人民币兑美元中间价	28
图 55 货币供应量同比增幅	28

## 一、全球疫情及经济形势

### 1. 全球疫情显著好转，奥密克戎对海外经济冲击减弱

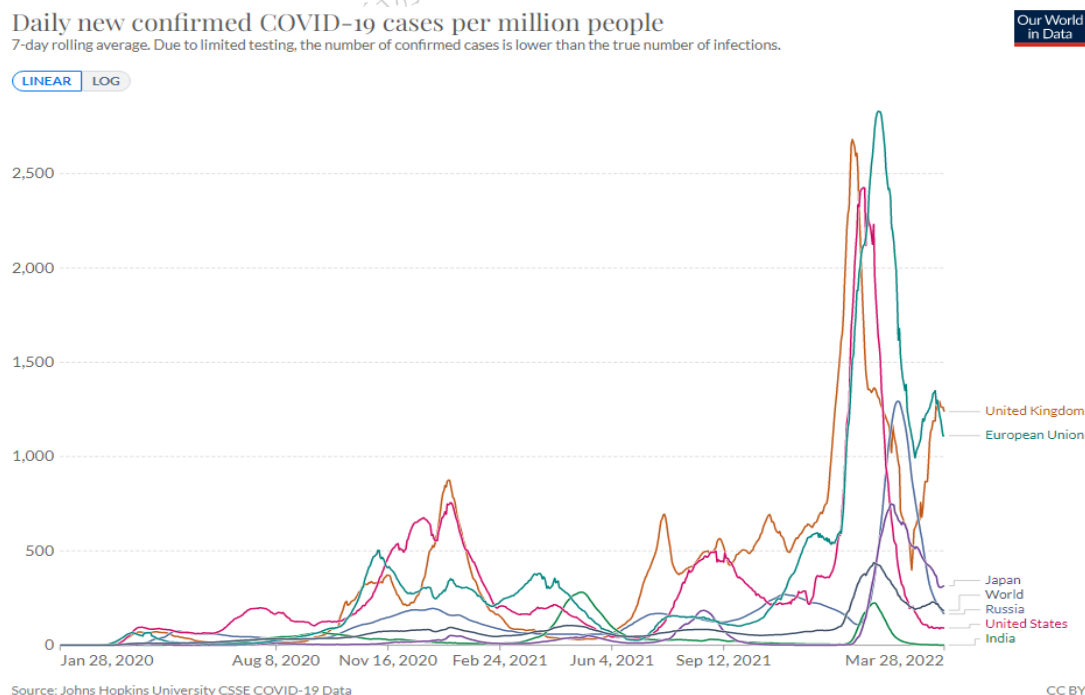
世卫组织数据，截至 3 月 30 日，全球新冠累积确诊病例超 4.8 亿人，累积死亡病例超 612 万人。从近期的数据可以看出，3 月以来全球疫情呈出现小幅反弹趋势，由于 2 月以来美欧多个国家及地区宣布放宽或取消出入境旅行限制措施，人员流动的增长加快了病毒的传播，但目前整体疫情形势保持平稳。

图 1 世卫组织全球周度新增及死亡病例



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

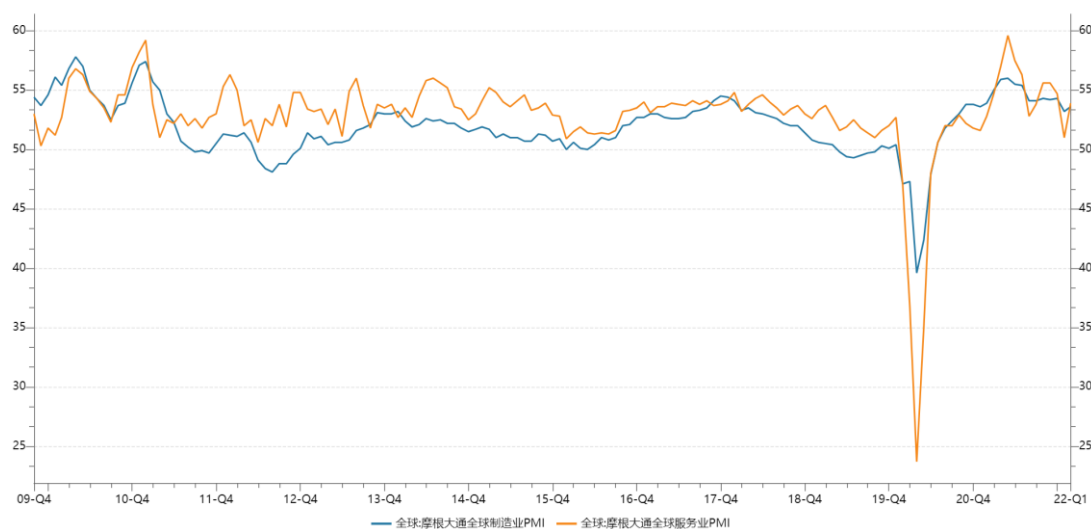
图 2 美国、欧洲及日本每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：OurWorldInData，瑞达期货研究院

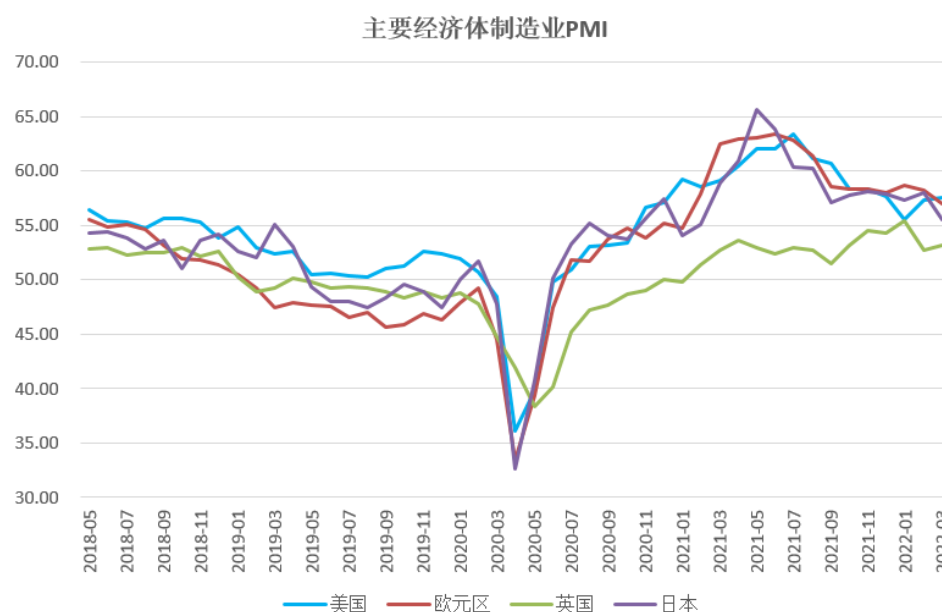
得益于各国放宽防疫措施及旅行禁令，全球经济在3月份维持复苏，服务业景气度明显回升，但俄乌冲突导致企业成本上涨，且制造业供应链也受到一定冲击，欧洲制造业景气度下滑。具体来看，美国3月制造业、服务业双双上涨，3月综合PMI由1月的51.1大幅升至56；欧元区月制造业PMI初值从58.2降至57；3月服务业PMI初值从2月的55.5降至54.8；英国3月制造业PMI初值从上月的58降至55.5，低于市场预期。不过受益于疫情防控措施的放宽，英国3月服务业PMI初值从60.5升至61，超过市场预期的58，为9个月以来的最高水平。

图 3 摩根大通全球制造业、服务业 PMI



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 4 全球主要经济体 PMI

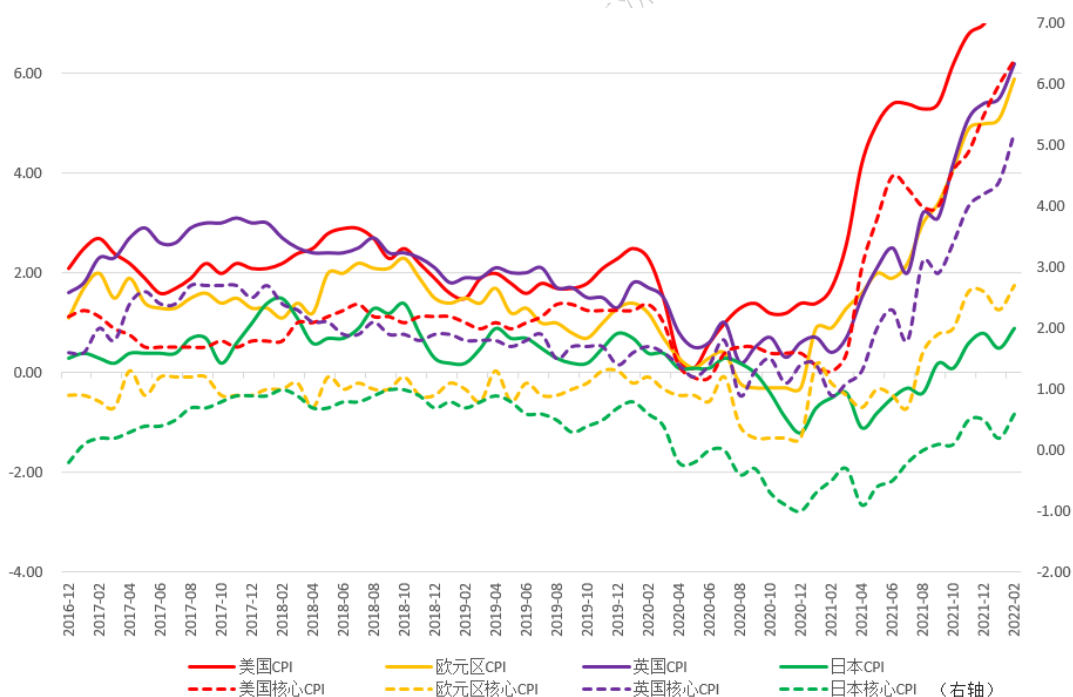


资料来源：wind，瑞达期货研究院

## 2. 全球通胀压力持续升温，美欧加快收紧货币政策

俄乌冲突导致全球大宗商品价格在 3 月份进一步上涨，美欧等主要央行正加快收紧货币政策。2 月俄乌爆发冲突以来持续交火，不过近期局势有缓和迹象。当地时间 29 日，俄乌代表团在土耳其结束第五轮谈判，俄罗斯谈判代表团团长表示俄罗斯收到了乌克兰的书面提议，确认其保持中立和无核地位的意愿。乌克兰放弃加入任何军事联盟，俄罗斯称不反对乌克兰加入欧盟。俄罗斯国防部表示，将大幅减少在基辅和切尔尼戈夫附近的军事活动，为俄乌对话创造条件。尽管俄乌局势缓和导致包括原油在内的大宗商品价格在近几日有所回落，但 3 月份整体来看仍有较大涨幅，全球通胀将在更长时间内维持高位。受通胀大幅飙升影响，美欧等主要央行正加快收紧货币政策。3 月份美联储如期加息 25 个基点，且多位央行官员表态称应加快收紧货币政策以应对持续上行的通胀。由于欧洲较为依赖俄罗斯的能源进口，俄乌冲突对欧洲通胀的影响更大，英国央行在 3 月份也再次加息，已是连续第三次加息。欧洲央行也在本月释放鹰派信号，年内加息的概率增大。

图 5 全球通胀持续上升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

## 3. 俄乌谈判取得积极进展，大宗商品价格冲高回落

俄乌冲突及谈判进展仍是影响 3 月份各类资产价格的主要因素。3 月以来俄乌局势持续升温，不过第五轮谈判取得积极进展，全球大宗商品价格高位回落。具体来看，俄乌冲突引发的供应担忧导致原油价格一度升至 130.5 美元/桶，不过随着近期俄乌局势缓和及美国宣布释放战略储备等因素，美油价格回落，但 3 月份仍上涨近 7%。另一方面，受俄乌冲突导致的避险情绪升温，以及全球通胀飙升等因素影响，COMEX 黄金价格在月初大幅飙升，一度升至 2078.8 美元/盎司。但受各国央行加快收紧货币政策及俄乌局势缓和迹象等因素影响，COMEX 黄金价格由高位回落至 1930 美元/盎司。股市方面，俄乌谈判取得积极进展提振了市场风险偏好，美欧主要股指本月触底反弹。目前来看，俄乌局势有一定缓和的迹象，料大宗商品价格较此前减小，但谈判前景仍存在不确定性。

资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 6 RJ/CRB 商品价格指数及农南华产品指数持续上涨



资料来源：wind，瑞达期货研究院

## 二、海外经济与重大事件

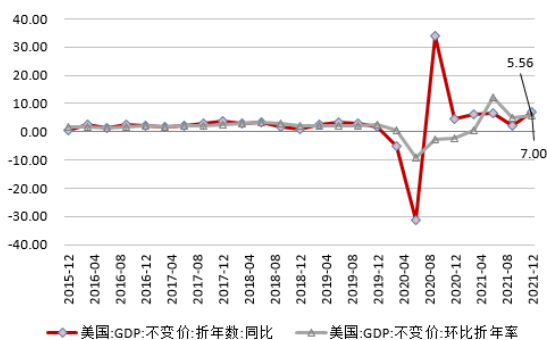
### (一) 美国：经济加速增长，美联储加快紧缩步伐

美国 3 月经济大幅加速，但企业信心仍然低迷。随着疫情限制措施的放宽，美国 3 月制造业、服务业 PMI 双双上涨。3 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 58.5，高于市场预期的 56.6 及前值 57.3，创 6 个月新高。3 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 58.9，高于预期的 56 及前值 56.5，创 8 个月新高。综合 PMI 初值由此前一月的 55.9 上涨至 58.5，创 8 个月新高。数据显示美国经济较 1 月奥密克戎变种毒株影响的高峰时期有所改善，但由于需求超



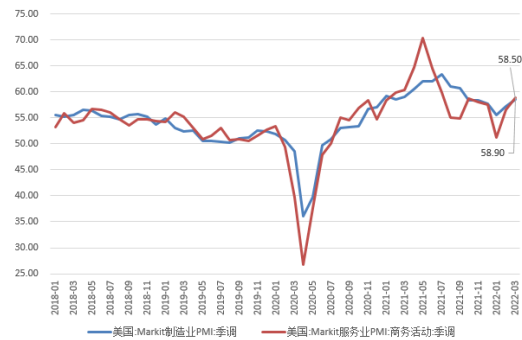
过供给，3月企业成本增速仍处于历史高位，且由于俄乌冲突导致原材料、燃料和能源成本进一步上涨，通胀仍有上行压力。另外，商业信心也跌至去年10月以来的最低点。

图 7 美国三季度 GDP 不及预期



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 8 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国通胀持续升温，消费需求受抑制。由于能源价格持续上涨，美国 2 月 CPI 同比上涨 7.9%，续创 40 年来新高；环比上涨 0.8%，创 2021 年 11 月以来新高。数据显示美国通胀压力巨大，且 2 月通胀尚未完全反应俄乌冲突升级之后的状况。随着全球大宗商品价格持续走高，美国未来几个月的通胀可能会更高。由于物价持续上涨，美国消费增速回落，2 月零售销售环比增长 0.3%，不及市场预期，较上月大幅回落 3.5 个百分点。2 月防疫措施的放宽及服务业回暖在一定程度上促进了消费支出，但通胀飙升影响了消费需求。从领先指标来看，美国 3 月密歇根消费者信心指数录得 59.4，续创 10 年来最低水平，显示消费者对经济前景的担忧加剧，高通胀或使未来消费增速或进一步放缓。

图 9 美国通胀持续上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国核心 PCE 物价指数持续上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 美国 1 月零售销售环比回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 美国 1 月个人消费支出

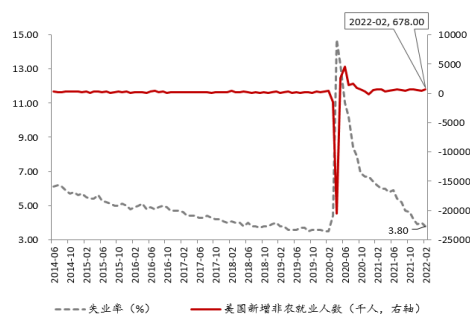


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国就业市场持续改善，美联储加快紧缩步伐。美国 2 月非农部门新增就业 67.8 万人，失业率降至 3.8%，环比下降 0.2 个百分点。得益于疫情防控措施的放宽，美国劳动力市场也随着经济复苏，2 月的就业增长主要来自服务业。从高频数据来看，美国 3 月 19 日当周的初请失业金人数为 18.7 万，低于市场预期的 21 万，较前一周减少了 2.8 万，创 1969 年来最低，显示就业正进一步好转。叠加 3 月份 PMI 数据显示服务业商业活动加速扩张，预计美国 3 月就业数据将持续改善。而随着美国经济、就业复苏以及通胀的大幅飙升，美联储在 3 月会议上如期加息 25 个基点，为该行 2018 年 12 月以来首次加息，并暗示年内还会进行六次同等幅度的加息。经济预期方面，FOMC 大幅下调今年 GDP 预期至 2.8%，此前为 4%；上调今后三年的 PCE 和核心 PCE 通胀预期。美联储主席鲍威尔表示 2.8% 的经济增速预期仍然是非常强劲的预期，俄乌冲突对美国经济造成的影响是高度不确定的，但经济衰退的可能性不是特别高。另一方面，近期包括美联储主席鲍威尔在内的多位联储官员陆续释放鹰派信号。美联储主席鲍威尔称若有必要，下次会议或采取高于通常水平的升息幅度以遏制通胀。目前货币市场预计美联储到今年年底将累计加息约 190 个基点，有 70% 的可能性在 5 月份加息 50 个基点。

随着美联储加快货币紧缩步伐，近期美国 10 年期国债收益率已升至 2.5% 附近，为 2019 年 5 月以来的最高水平。值得注意的是，美国长短端国债收益率曲线正在趋平，2 年、5 年期与 10 年期国债收益率曲线出现倒挂，这显示市场预期美国经济将有放缓的风险。财政政策方面，美国总统拜登公布 2023 年财政预算，提出对亿万富翁新征收 20% 的最低税率，项税收将有助于在未来 10 年减少约 3600 亿美元的预算赤字。

图 13 美国非农就业人口及失业率



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 周初请失业金人数

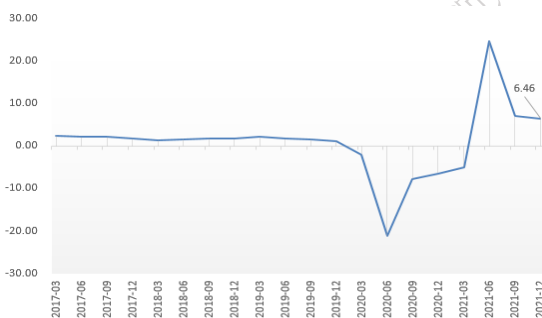


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## (二) 英国：3 月服务业 PMI 表现强劲，通胀飙升或拖累经济增长

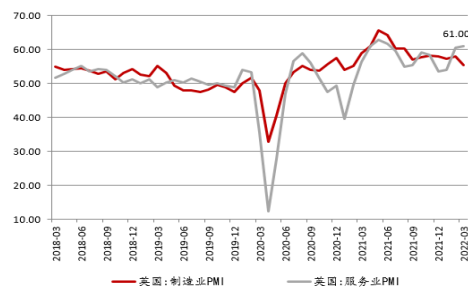
服务业带动英国经济增长，俄乌冲突影响制造业供应链。由于俄乌冲突严重影响了供应链并推高了成本，英国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值从上月的 58 降至 55.5，远低于市场预期的 57。不过受益于疫情防控措施的放宽，英国服务业表现强劲，3 月 Markit 服务业 PMI 初值从 60.5 升至 61，超过市场预期的 58，为 9 个月以来的最高水平。服务业的大幅增长抵消了制造业的放缓，英国 3 月 Markit 综合 PMI 初值微降至 59.7，低于 2 月的 59.9。俄乌局势冲突或使英国未来几月通胀进一步上涨，并打压消费者支出，拖累经济增长。

图 15 英国 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

英国消费者面临生活成本危机，消费支出大概率放缓。英国 2 月季调后零售销售环比正转负，录得-0.3%，不及市场预期的 0.7%及前值 1.9%，数据显示通胀对消费产生抑制作用，而随着能源价格上涨，英国实际工资出现了自 2014 年 7 月以来的最大降幅，英国消费者面临生活成本危机，支出可能会进一步下降。从消费领先指标来看，英国 3 月 Gfk 消费者信心指数为-31，低于预期的-30 及前值-26，已连续第四个月下跌，降至 2020 年 11 月以来的最低水平，也暗示未来消费支出将进一步下降。另一方面，疫情防控措施的放宽进一步推动就业市场恢复，英国 1 月三个月 ILO 失业率录得 3.9%，好于市场预期，较前值下

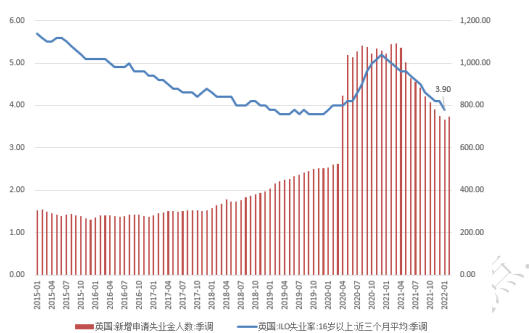
降 0.2 个百分点。与此同时，截至今年 2 月份的三个月里，英国职位空缺达到创纪录的 130 万人，显示劳动力仍然紧缺。

图 17 英国零售销售同比大幅上涨



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国失业率持续回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

通胀压力持续升温，英国央行再次加息。英国 2 月 CPI 同比增长 5.5%，创 30 年来新高，服装、鞋类、住房、家具、家庭用品等价格上涨推高了通胀。而由于俄乌冲突加剧，全球大宗商品价格持续上涨使英国通胀压力进一步升温。当地时间 3 月 17 日，英国央行宣布加息 25 个基点至 0.75%，符合市场预期。英国央行于去年 12 月和今年 2 月分别加息 15 个基点和 25 个基点，目前利率已从历史低点的 0.1% 上调至 0.75%。英国央行行长贝利表示，今年来自能源价格的冲击将超过上世纪 70 年代的任何一年。已开始看到增长和需求放缓的迹象，需求的压力会影响国内通货膨胀。在当前情况下，收紧政策是适当的。

### （三）欧元区：经济活动再次放缓，欧洲央行释放鹰派信号

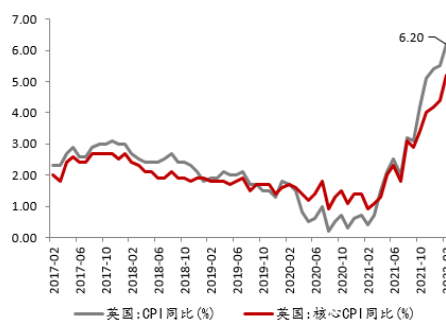
俄乌冲突影响欧洲经济，欧元区面临滞涨风险。由于欧洲较为依赖俄罗斯能源，俄乌冲突对欧洲经济的影响较大，欧元区 3 月制造业、服务业 PMI 双双下滑。其中，3 月制造业 PMI 初值从 58.2 降至 57；3 月服务业 PMI 初值从 2 月的 55.5 降至 54.8；3 月综合 PMI

图 18 英国消费者信心指数大幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

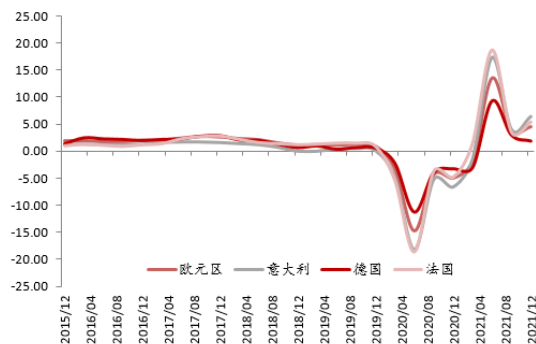
图 20 英国 CPI 维持高位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

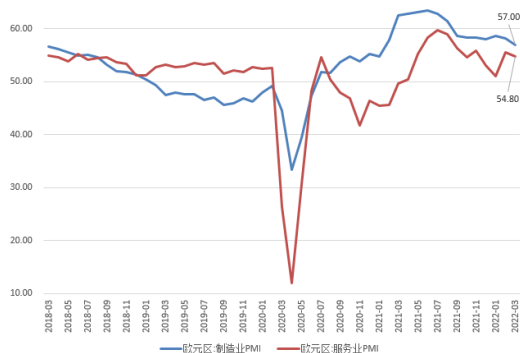
初值从 2 月的 55.5 降至 54.5，数据显示欧元区经济增速再次放缓。由于欧洲天然气及原油等能源较为依赖俄罗斯进口，因此俄乌冲突导致欧洲能源价格飙升，推高了欧元区通胀并打击了欧元区经济前景。欧元区 3 月综合产出价格指数从 62.3 跃升至 65.7，表明通胀正进一步攀升。工厂未来产出指数从 68.5 暴跌至 53.8，显示企业对经济前景的担忧加剧。

图 21 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



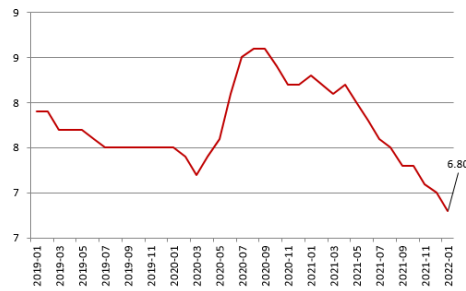
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区失业率降至历史低点，通胀率再创新高。随着防控措施的放宽及经济复苏，欧元区 1 月份的失业率同比降至 6.8%，达到历史最低水平。但受能源价格飙升影响，欧元区 2 月 CPI 同比上升 5.9%，续创纪录新高，较上月上升 0.8 个百分点。目前俄罗斯要求美欧在内的对俄“不友好国家”在购买俄罗斯能源时必须以卢布结算，若欧洲拒绝以卢布结算，欧洲能源供应将面临更严重的短缺，这将使通胀压力进一步升温。另外，德国 3 月 CPI 同比增长 7.3%，环比增长 2.5%，均大幅超出市场预期，创有纪录以来最高，暗示欧元区 3 月 CPI 或进一步上涨。消费方面，由于限制措施的放宽，欧元区 1 月零售销售同比增长 7.8%，环比增长 0.2%，均低于市场预期。在高通胀的影响下，欧元区未来几月消费增速或将放缓。从领先指标来看，欧元区 3 月经济景气指数录得 108.5，创 1 年以来新低。欧元区 3 月消费者信心指数大幅降至 -18.7，数据显示欧元区经济面临再次放缓的风险。

由于欧元区通胀大幅飙升，市场对欧洲央行的加息预期升温。3 月欧洲央行利率决议维持三大基准利率不变，重申将维持目前的利率水平，直到接近 2%的通胀目标。但同时宣布将以更快的速度结束购债，这是疫情以来欧洲央行首次释放的一次明确的鹰派信号。欧洲央行行长拉加德表示欧元区将面临更高的通胀和更慢的增长。欧洲央行管委穆勒称，可能在第三季度结束资产购买计划，之后可能会加息。随着欧元区通胀压力升温，欧洲央行年内加息的预期越来越高，目前欧元区货币市场预计欧洲央行年底前将累计加息 60 个基

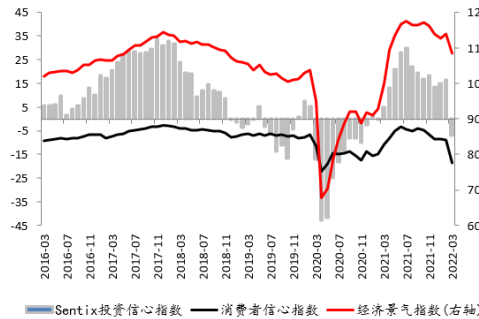
点，此前为约 50 个基点。

图 23 欧元区失业率



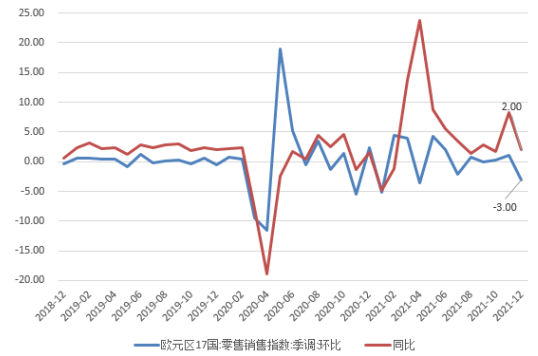
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 25 欧元区消费、投资者信心指数



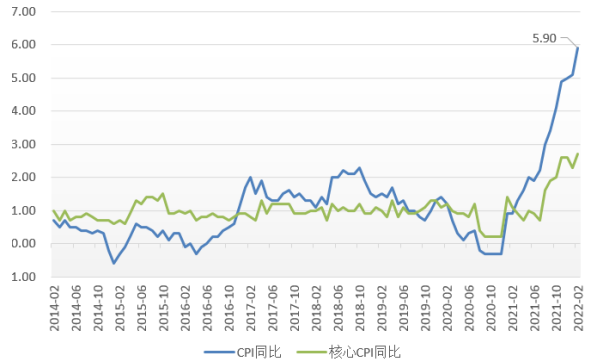
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 24 欧元区零售销售



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 欧元区 CPI 飙升

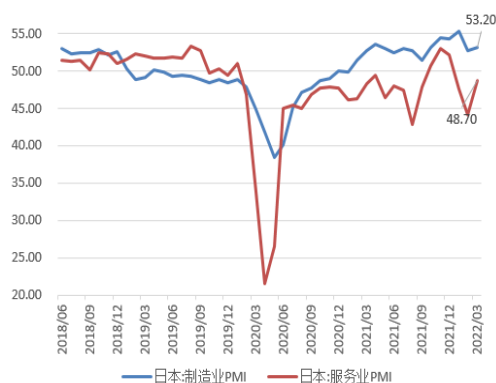


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

#### (四) 日本：限制措施拖累经济复苏，消费和通胀重陷低迷

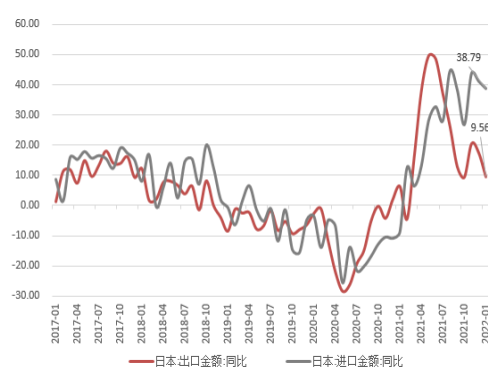
日本疫情有所好转，3 月经济增速回暖。由于新冠病例减少，帮助提振了订单和生产，日本 3 月制造业、服务业 PMI 双双上涨。3 月制造业 PMI 由初值从前月终值 52.7 升至 53.2。日本 3 月服务业 PMI 初值从 2 月终值 44.2 升至 48.7，但已连续第三个月收缩。日本 3 月综合 PMI 初值从上月终值 45.8 升至 49.3，也是连续第三个月处于萎缩区间。值得注意的是，由于能源、半导体等原材料价格上涨，3 月投入价格指数以 2008 年 8 月以来的最快速度上涨，显示通胀压力升温。进出口方面，日本 2 月出口同比增长 19.1%，2 月同比增长 34.0%，均创同期新高。石油和液化天然气等能源价格飙升推动日本 3 月进口额大幅增长。整体来看，日本经济仍较为疲弱，原材料价格的持续上涨或抑制全球需求增长，从而影响日本出口增速。

图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 28 日本出口同比年内首次转正

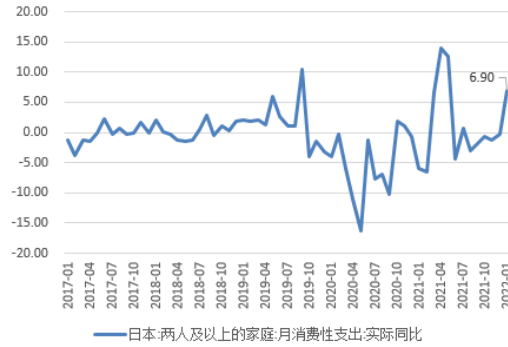


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

由于新冠疫情的恶化，日本将紧急状态扩大至全国 11 都府县，新增大阪、京都等 7 地，使消费需求承压。日本 1 月家庭支出同比增长 6.9%，为 6 个月来首次增加，主要是因为低基数影响。交通及通信、卫生医疗等费用为带动家庭支出增长的主要因素。1 月季调后零售销售环比录得-0.8%，较前一月的降幅有所收窄，显示消费需求有所复苏。而受能源及食品价格上涨影响，日本 2 月 CPI 同比上涨 0.6%，连续 6 个月上升，创两年新高。其中，能源价格上升 20.5%，创下 41 年以来新高。不过在美联储、欧洲央行及英国央行纷纷收紧货币政策之际，日本央行仍维持当前货币政策宽松力度。在 3 月的会议上，日本央行坚持宽松立场，宣布以 0.25% 的利率无限量购买 10 年期日本国债，这是日本央行今年第二次入市干预以捍卫其收益率上限。日本央行行长黑田东彦表示，随着国际商品价格特别是能源价格的持续上涨，日本物价上涨的趋势将延续，4 月份以后通胀水平有可能达到 2%。但目前日

本经济下行的压力增大，日不不需要也不适合收紧货币政策。

图 29 日本家庭支出同比增速



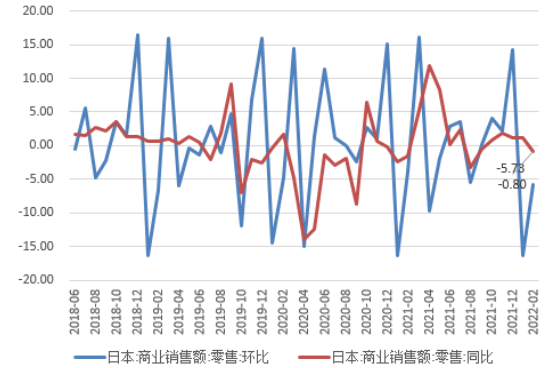
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 31 日本失业率



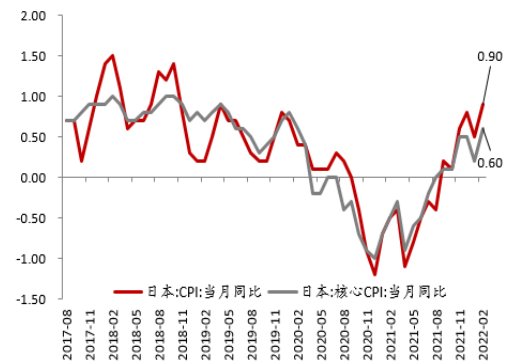
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 30 日本商业零售销售增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 32 日本通缩压力



资料来源: Wind、瑞达期货研究院



### 三、国内经济回顾与展望

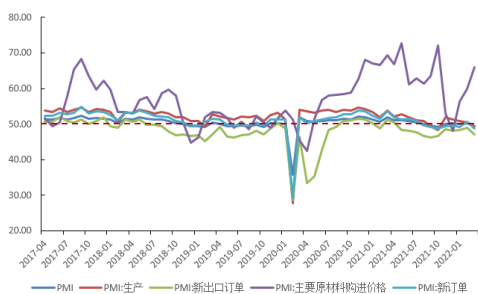
#### (一) 多地疫情反复，企业生产经营承压

近期，国内多地疫情再度来袭，加之俄乌冲突加剧、政治不稳定性因素显著增加，我国制造业生产受到一定影响。从数据看，中国3月官方制造业PMI录得49.5，前值50.2；非制造业PMI 48.4，前值51.6。国内多地出现聚集性疫情，加之国际地缘政治不稳定因素显著增加，企业生产经营活动受到一定影响。其中，生产指数和新订单指数分别为49.5和48.8，均降至收缩区间；而在国际大宗商品价格大幅波动的带动下，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双涨至近五个月高点。成本压力的提高，使得企业景气度有所下降。大、中、小型企业PMI较上月均有一定程度的下滑。此外，制造业、非制造业从业人员指数均小幅回落，就业市场持续承压。

服务业再度承压，基础仍不牢固。3月非制造业PMI录得48.4，较上月下降3.2个百分点，再度落回收缩区间。服务业受到本轮疫情影响显著，商务活动指数为46.7，分别低于上月和上年同期3.8和8.5个百分点，服务业市场活跃度转弱。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大，业务活动明显减少，商务活动指数均下降20.0个百分点以上，企业经营压力加大。

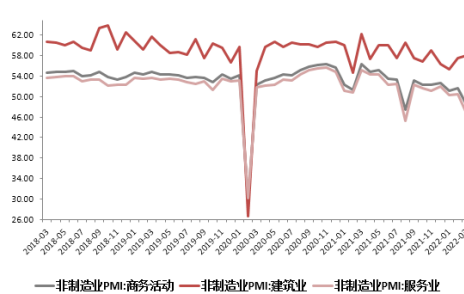
总体来看，近期，疫情再度来袭，吉林、上海、福建等多地再度遭受冲击，局部地区部分企业临时减产停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营；同时，近期国际地缘政治冲突加剧，一些企业出口订单减少或被取消，制造业生产活动和市场需求有所减弱。同时，接触性聚集性行业受疫情影响较大，短期内消费服务业料将持续低迷。随着气候转暖，建筑业施工进度或将继续加快。市场预期指数看，目前仍处于高位景气区间，说行企业对行业发展前景仍比较乐观，持有信心。

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

## （二）固投恢复较好，基建是稳增长重要抓手

固投强势复苏，产业转型步伐较快。至 2 月份，全国固定资产投资 50763 亿元，同比增长 4.9%，同比增长 12.2%，比 2021 年加快 7.3 个百分点，比 2021 年两年平均增速加快 8.3 个百分点；环比增长 0.66%。其中，基础设施投资同比增长 8.1%，制造业投资增长 20.9%，房地产开发投资增长 3.7%。总的来看，经济持续恢复发展，固定资产投资保持较快增长。制造业投资增势较好，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产销售依旧偏弱，市场持续降温，在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

### 1. 专项债加速落地，基建投资有所改善

“财政前置”先发力，基建投资超预期。1-2 月，基础设施投资同比增长 8.1%，增速明显高于去年全年 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，年初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。与此同时，建筑业 PMI 受近期稳投资加快推进，部分重大基础设施工程和项目适度超前开展等因素带动，依旧维持高景气，对基建形成支撑。

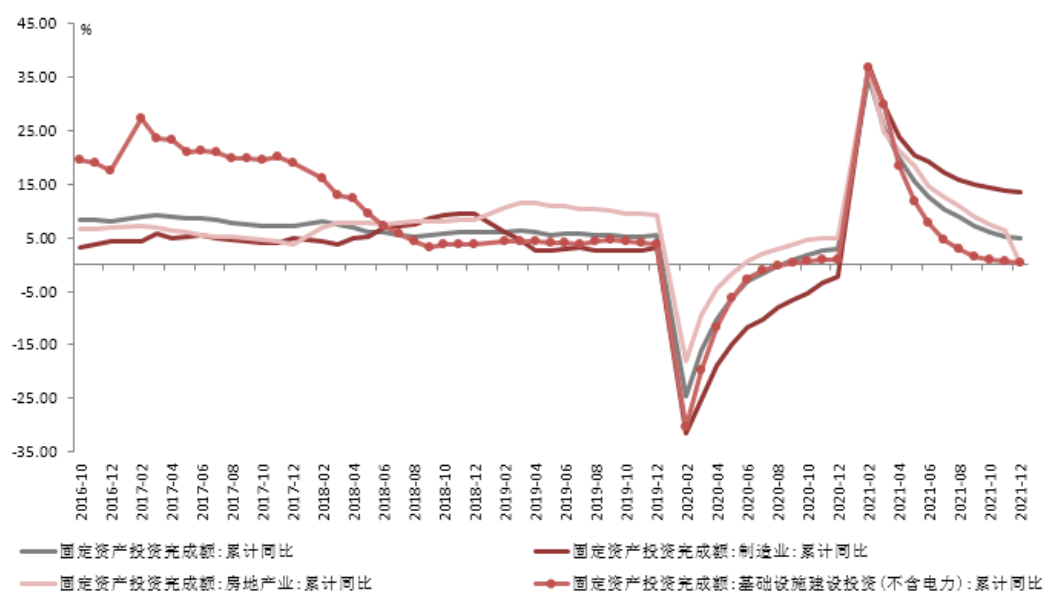
受年底不断有政策出台要求促进重大项目落地见效、适度超前开展基础设施投资的影响，基建投资同比降幅明显缩小，广义基建投资同比重回正增长，支撑了投资稳步恢复。而从整体来说，基建增速依旧较低，但专项债继续加速到位对基建形成一定支撑。在“三重压力”背景下，2022 年稳增长压力增大，而基建投资是传统抓手。未来一段时间内，稳投资始终是重点方向，随着重大项目加速落地，基建投资增速或继续回升。

2021 年底，财政部提前下达了 2022 年部分新增专项债券额度 1.46 万亿元。而 3 月 18 日财政部公布，截至 2 月底今年地方政府新增专项债券发行规模 8775 亿元，占 2022 年新增专项债限额的一半以上。如果保持同样发行力度，那么 3、4 月份专项债将大概率全部发行完毕。而专项债的加速到位，将促进投资项目的开展进度，推动基建投资增速。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，未来基建投资增速预计仍将稳中向上，但快速回升的可能性不大。

往后看，2022 年经济增长压力加剧，能源转型进程加速，奠定了基建这一传统抓手的重要地位，2022 年料将成为新基建的发展大年。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，基建峰值虽已过，但增量依旧可观。结构上看，交通基础设施和水利基础设施等老基建仍是基础，而新基建里的风光设备、火电改造、数据中心、

特高压、城轨等也将发挥越来越重要的作用。

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. 制造业依旧较强，支撑固定资产投资

制造业投资较强，上行趋势不改。出口连续处于景气区间，外需强劲刺激制造业持续上行，制造业投资是目前投资稳定恢复的主要动力。1-2月制造业投资同比增长20.9%，其中高技术制造业投资增长较快，同比增长42.7%，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。

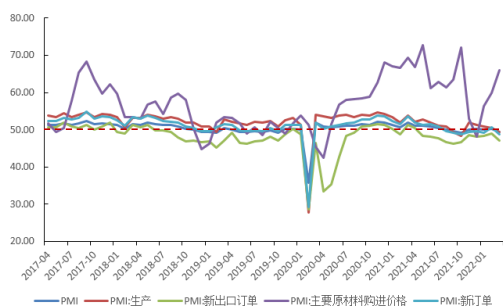
工业生产持续发展，企业效益稳步提升。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长7.5%，比2021年12月份加快3.2个百分点，比2021年两年平均增速加快1.4个百分点，工业生产维持增长。三大门类看，采矿业增加值同比增长9.8%，制造业增长7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%。其中，高技术制造业、装备制造业增加值同比分别增长14.4%、9.6%，增速分别比规模以上工业快6.9、2.1个百分点，工业新动能优势持续发挥。从环比来看，2月份生产韧性较强，仍保持稳中有进的发展态势。在外需效应的持续作用下，未来工业的相对景气还将延续，但伴随美国复苏重心或逐步向服务业转移，导致我国替代效应逐步减弱，对工业增加值上行产生一定抑制作用。此外，煤炭价格自今年

以来保持高位运行，俄乌局势使得油气价格大涨，上游企业利润高增带动生产走强，促使采矿业增加值同比增长 9.8%，表现强劲。

而从利润方面看来，2021 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。工业企业利润依旧保持在较高水平，复苏进度良好，企业效益较好。

目前，新冠疫情持续扩散支撑我国出口维持强韧性，从而带动国内制造业继续恢复发展。但从生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价压力已逐步向中下游企业传导，未来或对制造业投资造成一定不利影响。只不过当前实体环境仍存在一定不确定性，制造业短期内压力尚存。

图 33 制造业 PMI 回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 工业生产平稳回升



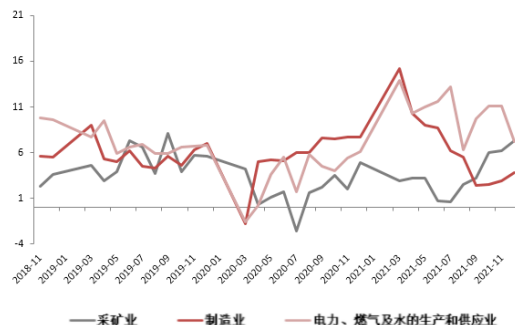
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 工业企业利润边际放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 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. 房地产税推迟出台，总体表现大超预期

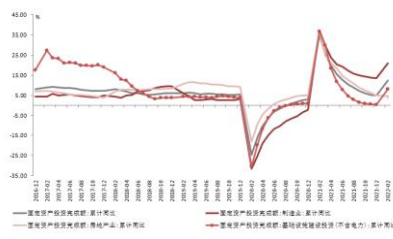
因城施策大概率维持，房地产增速超预期。1-2 月我国房地产开发投资同比增长 3.7%，虽较上月下降 0.7 个百分点，但却与市场预期大相径庭。由于此前楼市持续降温，销售数据不佳影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而大幅减弱，市场预期年初

房地产投资数据大概率为负增长，与实际同比增速差距较大。而在商品房销售面积同比下降 9.6%、销售额下降 19.3%的基础上仍保持平稳增长，可能与近期房产政策边际放宽、因城施策持续实施、房地产企业加快施工有关。但尽管地产数据大超预期，“房住不炒”这一基调仍未改变，未来房地产行业下行将是国内经济下行压力的主要来源之一，预计 2022 年国内房地产投资增速仍将低位运行。

3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开会议指出，“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”。会后，财政部对房地产业也进行了表态，“综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”，当下房地产正逐步转向平稳阶段，快速试点推行不利于市场短期稳定。房地产税的推迟实施，为房地产市场注入了一定的信心，然而从销售数据看来依旧较为低迷。

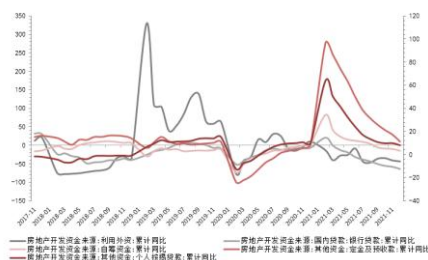
总体来看，3 月份房地产投资数据尽管仍处低位，表现却大超市场预期。只不过仍要看到，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等多个指标均维持下行趋势，令房地产市场持续承压。在较宽松政策相继落地的背景下，预计接下来房地产市场风险将逐步释放，地产融资的收紧边际缓解，以及地产市场预期后期可能转好，但对投资端的影响还需要一定的时间。并且在 2022 年上半年高基数以及销售同比大幅下滑的背景下，预计二季度前房地产投资增速大概率将继续低位运行。

图 37 房地投资持续降温



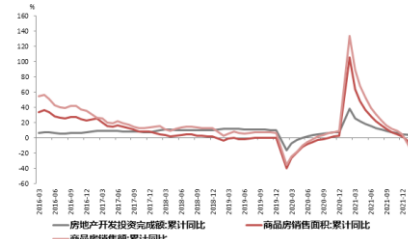
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 38 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

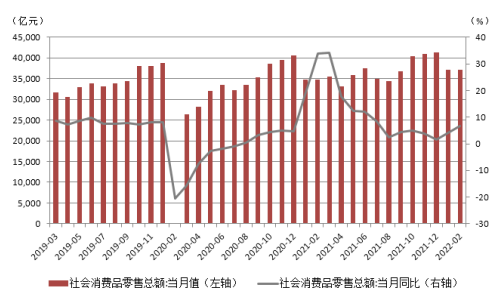
### （三）新增确诊数再度走高，居民消费持续承压

国内疫情再度严峻，打击消费复苏势头。1-2 月份，我国社会消费品零售总额 74426 亿元，同比增长 6.7%，比 2021 年 12 月份加快 5.0 个百分点，比 2021 年两年平均增速加快 2.8 个百分点。春节来临提振居民消费需求，但在疫情影响下，接触型行业如餐饮行业遭受压力；升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 19.5%、12.7%、11.1%，表现亮眼。随着消费淡季的到来，居民消费需求或将回落，加之 3 月份全国各地疫情形势再度严峻，或将打击居民消费，预计社消同比将小幅走弱。

本月社消增速高于市场预期，主要有两个方面：一是石油相关商品保持较高的同比增速。受俄乌冲突加剧影响，全球能源类资产需求及价格均有所提高，1-2 月石油及制品类零售额同比增长 25.6%；二是黄金珠宝也在俄乌严峻局势的影响下，投资保值需求明显提高。金银珠宝类商品同比也在 20%左右。

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，新一轮疫情爆发，吉林、上海、深圳、福建各省均有不同程度的确诊人员，其中吉林尤其严重，确诊人数接近 4000 人。而中国实行严格的“清零”政策，虽能使消费下限得以保证，促使整体的商品消费稳定恢复，但与此同时，疫情散发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、旅游等接触性行业的支出，使得服务消费难以实现真正复苏，消费难以突破复苏上限。并且直到五一黄金周前，受季节性因素影响，消费需求较弱，居民消费意愿大概率将回落，预计接下来消费将表现较弱。同时需要注意，输入型通胀促使企业经营成本压力向中下游传递，待下游商品跟进涨价时，将对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 41 社零总额及同比增速 (%)



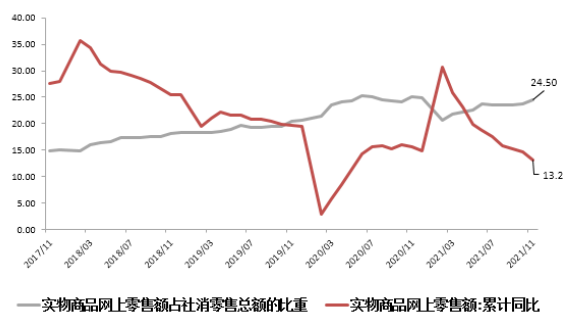
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 42 汽车类商品增速 (%)



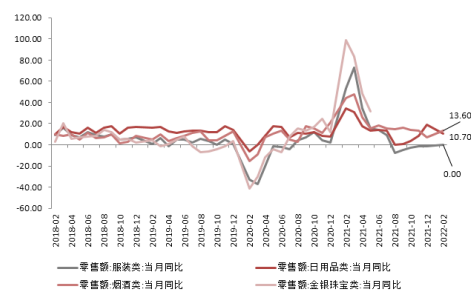
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 43 实物零售增速上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

#### (四) 替代效应逐步减弱，新冠爆发出口承压

奥密克戎扩散支撑我国外贸，短期出口仍显韧性。1-2 月份，我国进出口额为 9734 亿美元，同比增长 15.9%。其中，出口 5447 亿美元，同比增长 16.3%，未能延续上年 8 月份以来持续 5 个月的 20%以上增幅；进口 4287 亿美元，同比增长 15.5%，在上年 12 月同比增速跌破 20%的基础上进一步回落。

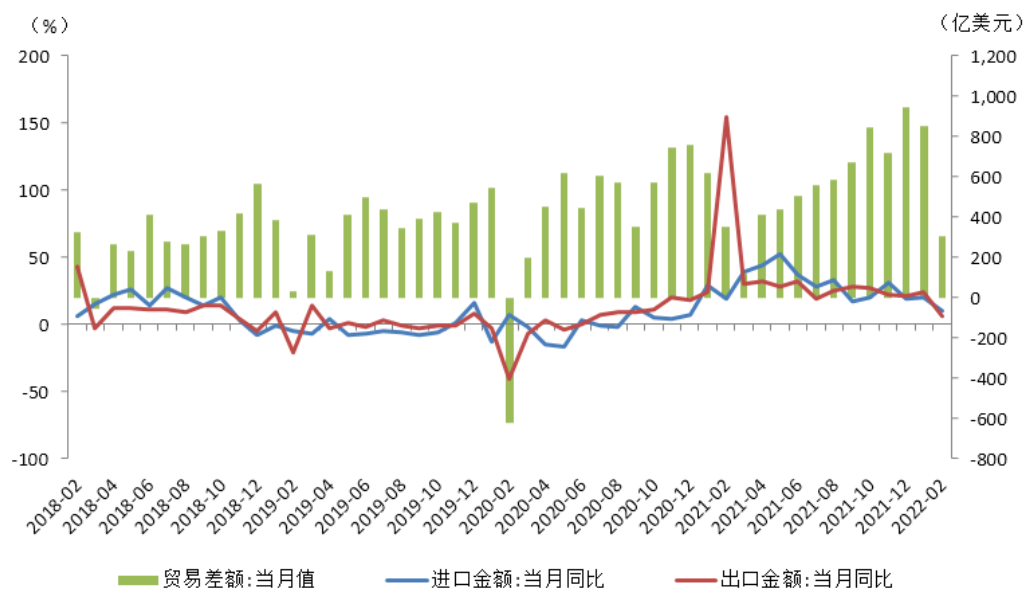
目前来看，出口景气度依旧较高，增速虽有所弱化，但奥密克戎的广传播性叠加出口价格走高短期内仍支撑出口高景气。相比去年四季度，出口增速有所放缓，但总体仍显韧性。我们认为主要有以下两点原因：一是出口产品生产成本的上涨带动出口商品价格上行，从而推高了出口额，支撑我国出口强劲增长。今年开年以来，俄乌冲突持续进行，导致大宗商品价格高涨，原油供给紧张，不断推高通膨水平，天然气和小麦等商品价格也持续走高。全球通胀压力上行，出口增速受价格支撑明显，而数量增速有所放缓。二是替代效应虽逐步减弱，但主要经济体恢复仍不完全，从而短期内继续支撑我国出口。尽管海外供给已逐步恢复，但在疫情持续大流行背景下出口替代效应仍在一定程度上存在。从出口国别看，1-2 月我国对欧盟、美国等发达经济体出口依旧维系较好表现，累计同比增速分别实现 24.2%和 13.8%。新兴市场方面，1-2 月我国对东盟商品出口的累计同比增速为 13.3%，欧盟超越东盟成为我国当前第一大贸易伙伴。在各主要经济体尚未完全恢复的背景下，替代效应在短期内依旧作用。但需要看到的是，单月数据中，2 月份出口数据较 1 月急转向下，或与海外制造业供应加快复苏有关，而从 PMI 可以看到，3 月份我国疫情多地多地再度冲击，部分企业临时减产停产，新出口订单指数继续下滑，外贸企业继续承压。

总体来看，在“三重压力”的影响下，稳增长压力较大，未来几个月出口价格或边际下行。但由于政治原因，大宗商品价格或在高位维持一段时间，价格因素将在一定程度上

支持我国出口增速。

而在进口方面，大宗商品总体呈现“量减价升”的状态。受国际大宗商品价格上涨的影响，对进口造成一定的压力，但由于稳增长压力较大，需通过基建这一传统抓手发力以支撑经济，我国对原材料类商品进口有望边际扩张。并且疫情反复叠加俄乌战争持续影响或使大宗商品短期内维持在高位，也将支撑我国进口增速。

图 45 出口保持韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （五）欧美禁运俄国原油，抬升全球通胀压力

### 1. CPI：除猪肉外多数食品需求均有所升温

从食品项看，2月食品价格同比下降3.9%，降幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI下降约0.76个百分点；环比仍保持上涨1.4%，影响CPI上涨约0.26个百分点。

生猪出栏加快，供需错位价格下行。2月份猪肉价格同比下降42.5%，降幅比上月扩大0.9个百分点；环比价格继续回落4.6%。从供给端看，本月生猪出栏速度继续加快导致近期市场猪肉供应依旧较为充足。从需求端看，与其余食品不同，腌腊需在年前进行，而随着年前腌腊进程结束，猪肉消费需求回落，导致需求不及产出。目前来看，全国猪肉价格近期连续走低，2月下旬批发价格已经跌破20元/公斤，2月1日-22日全国猪肉平均批发价为20.53元/公斤，比上个月下降近7.4个百分点在供需错位的背景下，猪肉价格或将继续位于下行区间。



食品中除猪肉外，春节来临促使多数食品需求均有所升温，果蔬类、畜肉业价格均有不同程度上涨。其中，菜、水产品和鲜果价格分别上涨 6.0%、4.8%和 3.0%，较为明显；鸡、鸭、牛和羊肉价格小幅上涨，共同促进 CPI 上行。随着春节已过，食品需求在季节性影响大概率回落，环比价格或将下行。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，2 月非食品价格同比上涨 2.1%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.68 个百分点；环比由上涨 0.2%扩大为 0.4%。其中，工业消费品价格由持平转为上涨 0.8%，汽油、柴油和液化石油气价格受国际原油价格拉升影响分别上涨 6.2%、6.7%和 1.3%；同时，就地过年带动文娱消费及近郊游热度升高，电影及演出票价格上涨 9.3%；但随着节后务工人员陆续返城，服务供给有所增加，家政服务价格下行。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 1.1%，比上月回落 0.1 个百分点，反映居民实际需求复苏态势较为稳固，总体通胀水平温和。

总体来看，接下来我国居民消费价格或将面临一定压力。受俄乌局势升级影响，玉米、大豆、原油、贵金属等多种商品价格上涨，从而影响相关行业中下游，例如玉米、大豆价格推动畜牧业饲料价格上涨、原油价格推动居民通勤成本以及交通运输成本等。

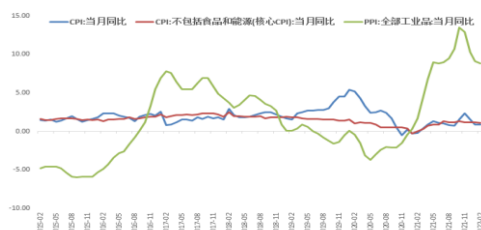
## 2. PPI：政治因素带动大宗商品价格高涨

受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，工业品价格环比涨幅由降转涨；但受去年同期基数走高影响，同比涨幅小幅回落。2 月 PPI 同比上涨 8.8%，涨幅比上月缩窄 0.3 个百分点；环比由下降 0.2%转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格环比由下降 0.2%转为上涨 0.7%，生活资料价格由持平转为上涨 0.1%。国际政治原因影响大宗商品价格上涨，进而带动 2 月 PPI 环比由降转升。但从生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价压力在向中下游企业传导，且趋势仍在延续。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长 11.4%和 0.9%，剪刀差进一步缩窄 0.5 个百分点，中下游企业经营压力继续加大。

主要行业中，国际原油、有色金属价格冲高带动国内相关行业价格。石油开采价格上涨 13.5%，精炼石油产品制造价格上涨 6.5%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.0%。本月国际原油走高，主要是受国际政治因素导致。近期俄乌冲突再度升级，美国总统拜登于北京时间 3 月 9 日宣布禁止进口俄罗斯石油和天然气，以加大对俄罗斯经济的打击制裁力度。并且俄罗斯是原油出口大国，且原油供需缺口本来就比较大，叠加库存持续消耗，这样的接下来制裁措施或将继续抬升原油价格，走高趋势或将维持一段时间，后续需关注 OPEC+会议和俄乌局势。

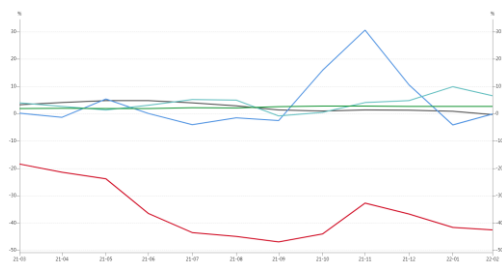
接下来，在政治因素的带动下，大宗商品价格或继续走高。若俄乌两国冲突得不到解决，并且欧美针对俄罗斯的打击措施延续，那么由于俄罗斯这部分原油产量的缺失，全球原油供需缺口或将扩大，从而推动油价高位运行，未来两个月 PPI 涨幅大概率将会继续扩大。需要注意的是，中小企业经营压力增加趋势仍在延续。

图 46 通胀压力总体温和



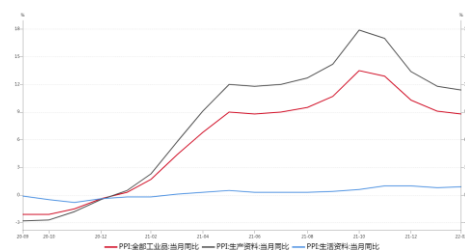
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 48 除猪肉以外食品价格总体平稳



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 47 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 49 原油价格再度冲高



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

## 四、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

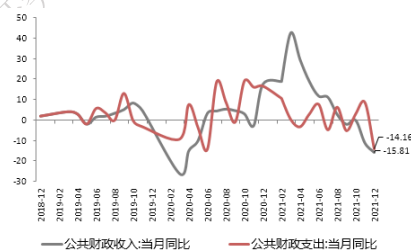
### （一）财政政策：财政前置效力逐步显现

2022 年年初一般公共预算收支均实现较快增长，财政政策发力适当靠前得到体现。1-2 月当月公共财政支出增长 7.0%，较上月的-14.2%有了明显好转，也高于去年同期两年平均增速 3.6%。从支出进度来看，1-2 月的支出进度为 14.3%，与去年同期基本持平，较 2020 年提高 1.3 个百分点，财政支出节奏较快，符合前置特征，后续财政支出大概率将继续发力。而从支出结构上看，基建类支出增幅较大，也反映出在经济下行压力较大的背景下，基建这一传统抓手的重要性。无论从支出规模、支出进度还是支出结构来看，年初财政发力特征均较为明显。

PPI 高企支撑，税收保持较快增长。1-2 月全国一般公共预算收入累计 4.6 万亿元，同比增长 10.5%，1-2 月公共财政收入已完成全年预算的 22%，较去年同期提高 0.8 个百分点，较 2020 年提高 2.4 个百分点。收入结构方面，消费税、个人所得税、进口货物增值税消费税、出口退税等均呈现显著增幅，增值税、企业所得税增幅略有下降，疫情外加地缘政治因素影响导致工业企业经营压力增加，对企业所得税形成一定拖累。

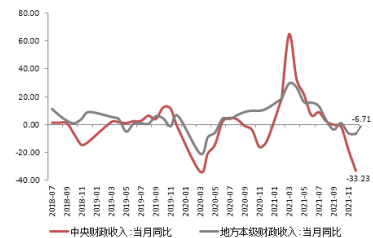
2022 开年经济数据表现较好，迎来开门红，但整体复苏基础尚不牢固，下行压力依旧较大。因此，宏观政策重点仍以“稳增长”为主。在此基础上，未来基建投资或将继续发力。公共财政支出中基建类支出大幅回升，在“稳基建，促投资”的目标下，交通运输支出 1802 亿元，同比增长 14.0%，较去年大幅回升了 21.1 个百分点，这一趋势或将持续。同时通过 3 月 18 日财政部公布数据可以看到，截至 2 月底今年地方政府新增专项债券发行规模 8775 亿元，占 2022 年新增专项债限额的一半以上，而专项债的力将进一步发支撑基建。

图 50 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 51 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：稳字当头，主动应对

房贷改善势头减弱，基建或发力明显。中国 2 月社会融资规模增量为 1.19 万亿元，比去年同期少增 5343 亿元。增量的回落或说明当前实体预期仍较为低迷，宽信用仍需发力。2 月份人民币贷款 1.23 万亿元，较上月少增 2.75 万亿元。从结构上看，居民中长期贷款减少 459 亿元，为统计以来首次减少；企业短期贷款增加 1.01 万亿，为历史新高；企业中长期贷款较去年同期少增 5948 亿元。这表明当前实体经济融资需求短期内仍未显著改善，实业复苏形势依旧严峻。

居民信贷表现不佳，企业信贷大幅反弹。其中，居民中长期贷款在 10-11 月政策调整之后同比增加，但在地产销售没有根本改善的背景下，居民房贷需求连续恢复较为困难，就单月数据来看，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。当前仍处经济下行周期，我国主要以地产投资和基建投资作为抓手，但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。

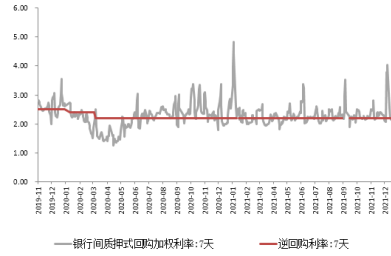
居民存款意愿弱，经济上行压力大。2 月份，M2 同比增长 9.2%，较上月回落 0.6 个百分点；M1 同比上升 4.7%，较上月上升 6.6 个百分点，M1 的显著回升主要是由于春节错位导致。随着假期因素的变化，存款由居民转向企业，2 月新增居民存款减少 2923 亿元，较去年同期多减 3.56 万亿元，新增企业部门存款 1389 亿元，较去年同期多增 2.56 万亿元。春节前，企业发放工资、奖金以及居民春节期间现金需求增加，存款会从企业部门大幅转向居民；春节后，居民支出增加会使得存款回流企业。但扣除季节性因素外，可看出存款亿元较低，经济复苏缺乏活力。

2022 年《政府工作报告》中提出要“加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持”、“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”。3 月 30 日，央行召开一季度货币政策例会，这次会议上，央行对国内外经济形势的判断，对未来货币松紧的取向，与前次例会没有太大差异，“要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度”。可以看出，稳增长是目前宏观政策的主线。此外，本次会议对于宏观逆周期和跨周期调控的表述，力度也较四季度会议出现明显提升。

总的来看，稳增长依然是主基调。目前看来，我国经济下行压力大、实体经济融资需求低迷、信贷需求仍然较弱，结构有待改善，社融同比增速回升相对缓慢。在此背景下，“稳增长”政策的力度或将加大，未来或将有更多的财政政策和货币政策出台，货币政策

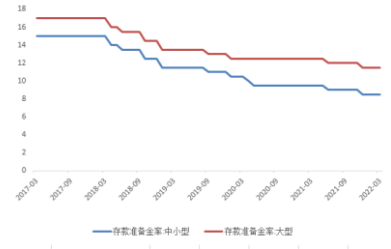
要“主动应对”，从而稳定经济增长。

图 52 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 53 存款准备金率 (%)



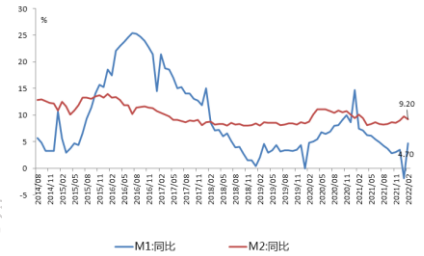
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 54 人民币兑美元中间价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 55 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

## 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。