

(二零二二年一月报)

宏观经济观察

先行指标有所回落 政策靠前稳增长

主要经济指标

单位: %

指标名称	2019年	2020年	2021年	2022年1月
GDP	98.65	101.36	114.37	-
GDP 增速	6.00	2.20	8.10 (5.11)	-
规模以上工业增加值增速	5.70	2.80	9.60 (6.15)	-
固定资产投资增速	5.40	2.90	4.90 (3.90)	-
社会消费品零售总额增速	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	-
出口增速	0.51	3.62	29.90	-
进口增速	-2.68	-0.64	30.10	-
CPI 增速	2.90	2.50	0.90	0.90
PPI 增速	-0.30	-1.80	8.10	9.10
社融增速	10.69	13.30	10.30	10.50
城镇失业率	5.20	5.20	5.10	-
全国居民人均可支配收入增速	5.80	2.10	8.10 (5.06)	-

注: 1. GDP 总额按现价计算, 单位为万亿元; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价; 3. 增速均为累计同比增长, GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率; 4. 城镇失业率统计中, 指标值为期末数。5. 2021 年数据中括号内为两年平均增速。

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

- 2022 年 1 月, 制造业进入传统生产淡季, 我国制造业 PMI 回落 0.20 个百分点至 50.10%, 制造业扩张力度有所减弱, 但仍处于扩张区间。小型企业 PMI 降至近两年的低点, 生产经营压力较大。
- 价格方面, 2022 年 1 月 CPI、PPI 同比涨幅回落。随着保供稳价政策继续推进, 煤炭、钢材等行业价格走低, 带动工业品价格整体继续回落。PPI 与 CPI 剪刀差持续缩小, 价格加快向下游行业传导, 中下游企业的成本压力或将得到一定程度的缓解。
- 社融方面, 人民币贷款、政府债券支撑新增社融规模创新高, 但信贷结构值得关注。企业融资需求能否持续恢复仍有待观察, 居民端贷款受楼市降温拖累明显。
- 政策方面, 央行强化跨周期调节, 加大对小微企业支持力度, 在年初下调 MLF 和 OMO 利率带动 LPR 报价利率下行; 积极财政政策适当靠前发力, 实施更大力度组合式减税降费; 《“十四五”数字经济发展规划》提出到 2025 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%; 《“十四五”节能减排综合工作方案》明确了“十四五”期间节能环保的工作目标。

联合资信 宏观研究部
赵鹏程
马顺福
吴 玥



一、宏观经济运行情况

在国内面临三重压力，国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下，2021年下半年以来我国经济显著下行，四季度当季GDP增速4.90%，三大需求均呈现收缩态势。1月份公布的宏观数据只有采购经理指数、物价指数等先行指标和社融信贷数据。有限的数据显示，1月份宏观经济景气度有所回落，物价水平有所下降。在积极货币金融和财政政策作用下，1月货币和信贷超预期增长，社融大幅新增6.17万亿元，为后续稳定增长创造了宽松的货币金融环境。同时还出台系列政策，促进产业稳定增长和有效投资、扶助困难行业恢复发展。1月外汇储备规模基本保持稳定，人民币对美元即期汇率小幅升值。1月以来，31省地方两会陆续召开，根据各地公布的2022年实际GDP增长目标来看，全国GDP有望稳定增长。

1. 制造业扩张力度减弱，非制造业景气水平有所回落

2022年1月，部分制造业进入传统生产淡季，我国制造业PMI回落0.20个百分点至50.10%，制造业扩张力度有所减弱，但仍处于扩张区间。五大分类指数均较上月均有所回落，仅有生产指数仍位于荣枯线以上。行业来看，食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品等与春节假日消费相关的行业生产指数高于52%，生产保持较快增长。分企业类型看，大型企业PMI提升0.30个百分点至51.60%，景气度小幅提升；而中型和小型企业PMI分别回落至50.50%和46.00%，其中中型企业生产经营仍保持扩张，而小型企业PMI降至近两年的低点，生产经营压力较大。

图1. 制造业PMI各分项指标

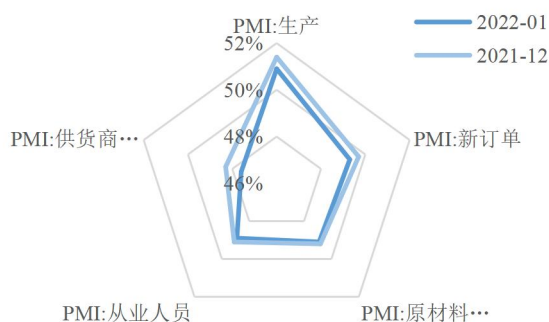
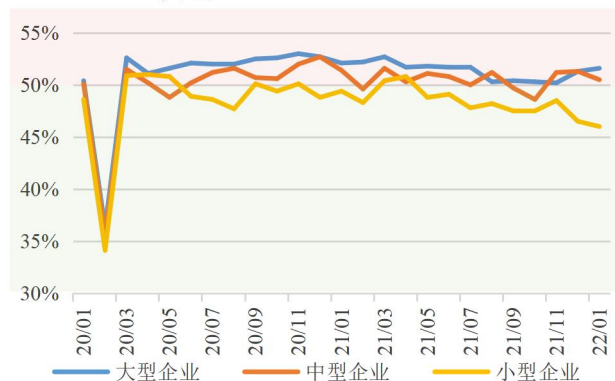


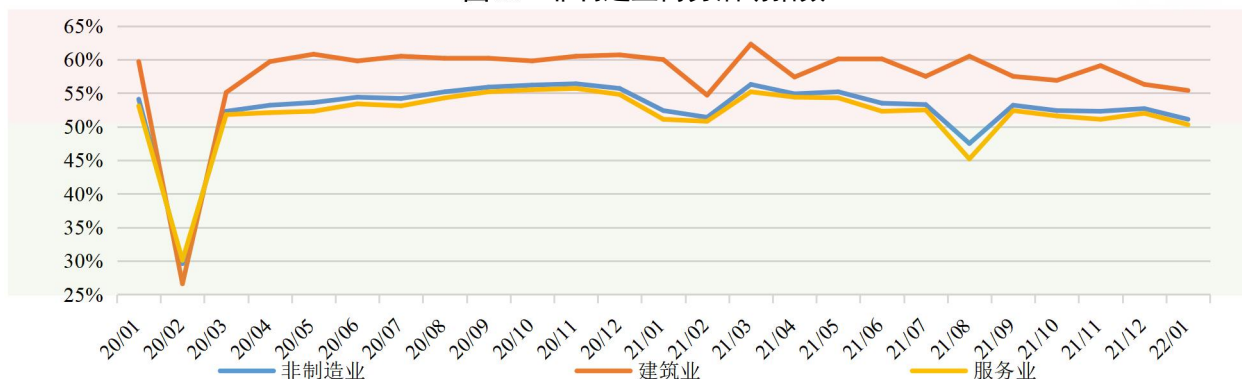
图2. 各类型企业PMI情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2022年1月，非制造业商务活动指数较上月回落1.60个百分点至51.10%，非制造业继续保持扩张，但扩张幅度减小。其中服务业景气度有所回落，商务活动指数下降1.70个百分点至50.30%，各类服务行业景气度变化呈现明显差异。其中，随着近期降准、降息等一系列支持实体经济发展的货币政策落地实施，相关金融机构业务总量较快增长，货币金融服务商务活动指数位于60%以上的高位景气区间；受假期消费带动，零售业商务活动指数较上月回升5.50个百分点至扩张区间。另一方面，受疫情反复等影响，铁路、道路、水上等运输行业景气水平回落；住宿、居民服务等接触性消费行业商务活动指数位于45%以下低位区间。受雨雪天气及春节临近工人陆续返乡等影响，建筑业商务活动指数较上月下降0.90个百分点至55.40%，建筑业景气度季节性回落。

图 3. 非制造业商务活动指数

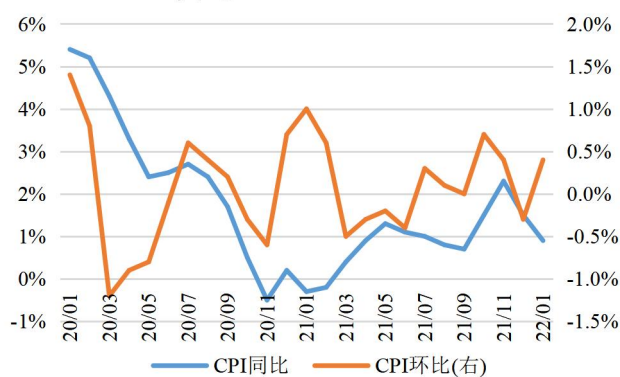


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. CPI、PPI 同比涨幅回落，剪刀差继续缩小

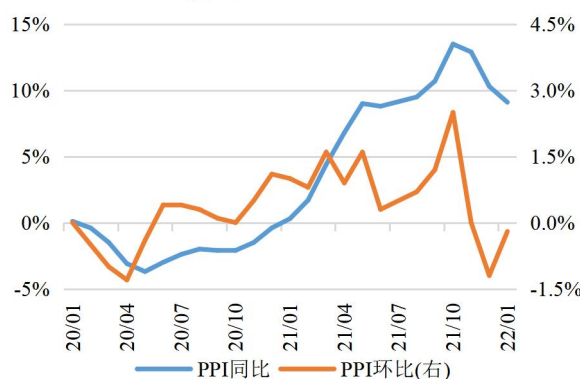
CPI 同比涨幅回落，环比由跌转涨。2022 年 1 月，CPI 同比上涨 0.90%，涨幅回落 0.60 个百分点，其中非食品价格拉动 CPI 上涨约 1.64 个百分点，食品价格影响 CPI 下降约 0.72 个百分点。食品中，受去年同期基数较高影响，叠加节前生猪出栏加快，猪肉供应充足，猪肉价格降幅扩大 4.90 个百分点至 41.60%。非食品中，1 月国际原油价格上涨，叠加节前出行有所增加，交通通信价格同比涨幅扩大。1 月 CPI 环比由上月下降 0.30% 转为上涨 0.40%，食品和非食品价格环比同步上涨，主要是受春节因素以及国际能源价格上涨所致。春节后，猪粮比价进入过度下跌二级预警区间，发改委将会同有关部门视情启动猪肉储备收储工作，或将在短期内对猪肉价格形成一定的支撑，但生猪市场供过于求的局面大概率惯性延续，**猪肉价格或将保持低位震荡，继续拖累 CPI 上行。**

图 4. CPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

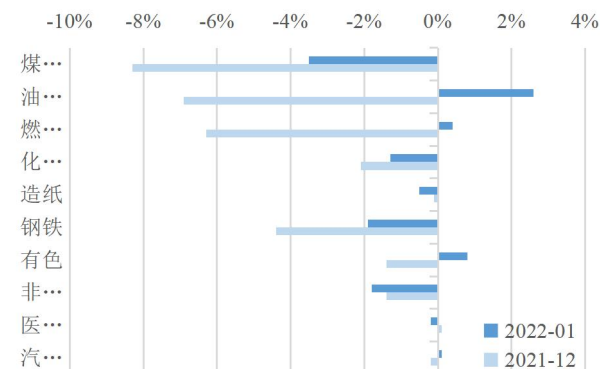
图 5. PPI 增长情况



PPI 同比涨幅回落，环比降幅缩窄。2021 年 1 月，PPI 同比涨幅回落 1.20 个百分点至 9.10%，随着保供稳价政策继续推进，煤炭、钢材等行业价格走低，带动工业品价格整体继续回落。1 月 PPI 环比降幅收窄 1 个百分点至 -0.20%，主要是国际原油、有色金属价格上行带动，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业和有色金属冶炼和压延加工业价格环比均由降转升。在保供稳价政策的持续推进以及基数影响下，**未来 PPI 大概率延续回落趋势**，但近期 OPEC+ 产油国供应持续短缺、乌克兰危机或将在短期内推升原油价格强势上行，PPI 环比上行动能增强，**同比回落速度或将放缓。**

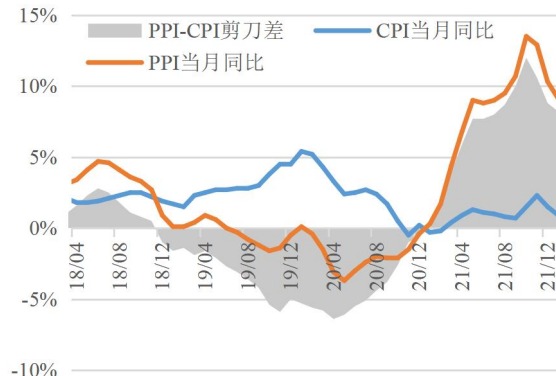
PPI-CPI 剪刀差继续缩小。2022 年 1 月，PPI 与 CPI 剪刀差持续缩小，上游生产价格继续上升动能减弱，价格加快向下游行业传导，中下游企业的成本压力或将得到一定程度的缓解。

图 6. 主要行业价格环比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 7. PPI-CPI 剪刀差

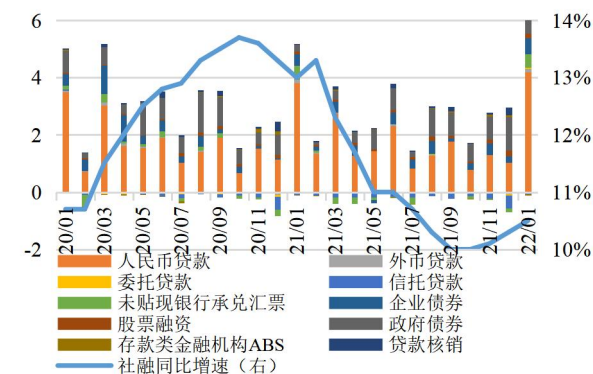


3. 新增社融规模创新高，但信贷结构值得关注

社融增速继续回升，但信贷结构值得关注。1 月新增社融 6.17 万亿元，同比多增 9842 亿元；社融存量同比增速较上月回升 0.2 个百分点至 10.50%。从社融结构看，人民币贷款、政府债券是社融多增的主要贡献项。新增人民币贷款创历史新高，但从信贷结构来看，主要是企业短贷和票据融资同比多增的带动；企业中长期贷款同比结束连续 6 个月的少增，但也仅同比多增 600 亿元，企业融资需求能否持续恢复有待观察；居民端贷款大幅少增，主要受楼市降温、住房贷款拖累。政府债券多增主要是在稳增长压力增加的背景下，财政提前发力效果开始显现，政府债券发行放量，对社融增长形成支撑。

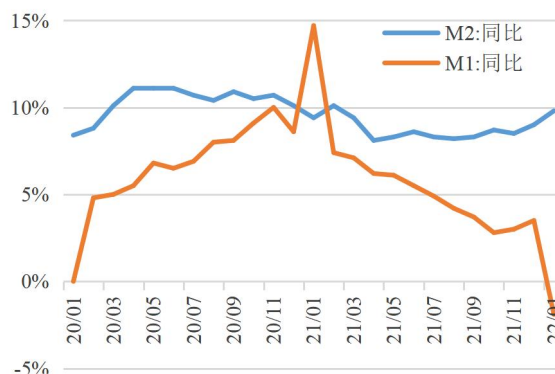
M2 同比增速上行、M1 同比增速大幅下降。1 月 M1 同比增速降至 -1.90%，M2 同比增速回升 0.80 个百分点至 9.80%，主要与春节错期因素和地产市场降温有关，春节前企业需要大量资金发放员工薪酬，由于个人存款计入 M2，不计入 M1，所以导致大量资金由 M1 转入 M2。此外，1 月在政府债券发行放量的同时，财政存款同比大幅少增，反映出财政支出力度较大，一定程度上也支撑了 M2 的上行。

图 8. 社融增量结构和存量增速（万亿，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 9. M1、M2 同比增速

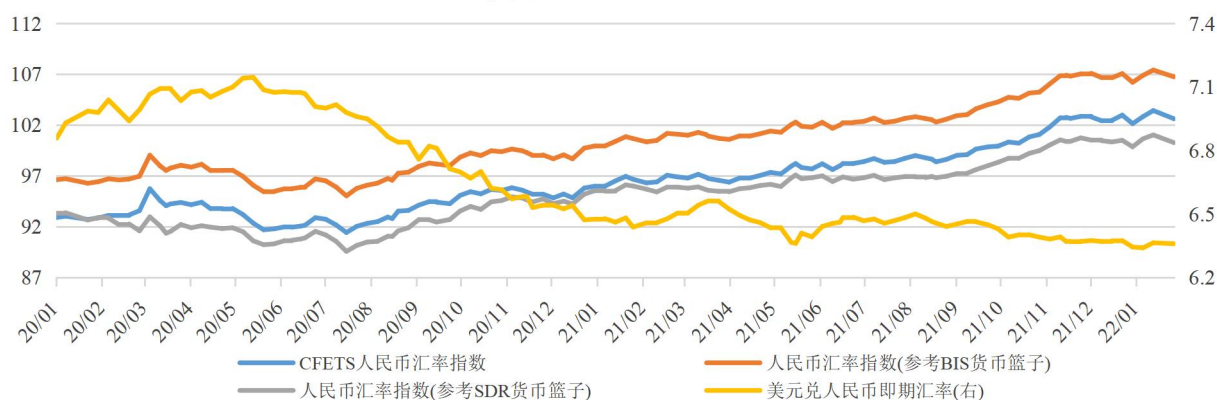


4. 外汇储备规模基本保持稳定，人民币对美元即期汇率小幅升值

截至 2022 年 1 月末，我国外汇储备规模为 3.22 万亿美元，较上月末下降 285 亿美元，外汇市场运行总体延续平稳态势，境内外汇供求呈现基本平衡。国际金融市场上，受主要国家货币政策预期、地缘政治及宏观经济数据等因素影响，美元指数上涨，全球金融资产价格总体下跌。外汇储备以美元为计价货币，非美元货币折算成美元后金额减少，与资产价格变化等因素共同作用导致 1 月外汇储备规模下降。

2022 年 1 月人民币对美元即期汇率继续小幅升值，波动区间为 6.32~6.38。人民币对美元汇率升值主要是由于以下三方面原因：一是 1 月中旬公布的出口数据延续强劲势头；二是年末企业结汇需求旺盛；三是政策加码提振稳增长预期。展望后市，**中美经济基本面和货币政策分化¹有利于推动美元强势，对人民币产生一定贬值压力。**此外，近期“中美第一阶段贸易协议”相关问题使得两国关系再现紧张迹象，或加剧人民币汇率波动。综上所述，**2 月人民币汇率或小幅震荡走弱，预计人民币对美元即期汇率波动区间为 6.33~6.42。**

图 10. 人民币汇率走势



数据来源：外汇管理局、Wind，联合资信整理

二、宏观政策聚焦

按照中央经济会议确定的 2022 年经济工作“稳字当头、稳中求进”的总基调，2022 年以来继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策提升效能，更加注重精准、可持续。保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资。稳健的货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕。继续引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。继续实施扩大内需战略，增强发展内生动力。

¹ 详见报告《宽货币利好债市，人民币韧性延续--联合利率债和汇率观察月报（2022 年 1 月）》

1. 央行强化跨周期调节，加大对小微企业支持力度

人民银行实施两项直达工具接续转换，加大对小微企业支持力度。人民银行自 2022 年 1 月 1 日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。一是将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具。金融机构与企业按市场化原则自主协商贷款还本付息。从 2022 年起到 2023 年 6 月底，人民银行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的 1% 提供资金，按季操作，鼓励持续增加普惠小微贷款。二是从 2022 年起，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理。原来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，必要时可再进一步增加再贷款额度。符合条件的地方法人银行发放普惠小微信用贷款，可向人民银行申请支农支小再贷款优惠资金支持。

2022 年 1 月 17 日央行开展了 7000 亿元 1 年期中期借贷便利操作和 1000 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，增加流动性供给，提前对冲 1 月份税期高峰、政府债券加快发行、春节前现金投放等短期因素的影响，保持流动性合理充裕。1 月 15 日央行下调 1 年期中期借贷便利和 7 天期公开市场操作利率下降 10 个基点，货币市场和债券市场利率也相应下行。1 月 20 日 1 年期贷款市场报价利率（LPR）较上月下降 10bp 至 3.70%，5 年期贷款市场报价利率（LPR）较上月下降 5bp 至 4.60%。央行在年初下调 MLF 和 OMO 利率带动 LPR 报价利率下行，推动降低企业综合融资成本，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性，贯彻了宏观政策发力要适当靠前的决策部署，体现了货币政策对于经济稳增长的支持。

2 月 11 日，央行发布《四季度货币政策执行报告》，对强化了国内经济下行压力，认为外部环境更趋严峻和不确定；货币政策方面，央行稳增长态度更加坚决，表示要着力实现总量稳、结构优的较好组合，扩大信贷或将成为下一步“宽信用”的主要抓手，再次降准降息仍有可能；同时对发达经济体的货币政策的溢出效应关注度显著上升，后期可能会掣肘我国货币政策宽松的空间。房地产方面，强调满足购房者合理住房需求，对房地产定调更为积极，房地产或将迎来进一步实质性的宽松。

2. 更大力度组合式减税降费，提前下达新增专项债额度，积极财政政策适当靠前发力

根据中央经济工作会议部署，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，2022 年将针对市场主体需求，实施新的更大力度组合式减税降费，主要从四方面发力。一是聚焦制造业高质量发展，促进企业科技创新和更新创造。加大增值税留抵退税力度，完善研发费用加计扣除政策，促进制造业企业设备更新和技术改造投资，推动产业转型升级。二是聚焦小微企业和个体工商户，促进市场主体加快发展增加活力。延续实施 2021 年底到期的支持小微企业和个体工商户的减税降费措施，进一步缓解小微企业经营压力。三是聚焦增强地方财力，为减税降费提供保障。中央财政将继续加大对地方转移支付力度，推动财力向市县基层下沉，避免地方因财力不足而在减税降费上打折扣。四是坚决打击偷税漏税骗税，坚决制止乱收费。总体来看，2022 年减税降费对提振市场主体信心、稳定市场预期、扩大有效投资、拉动终端消费、

推动经济平稳健康发展发挥重要作用。

我国经济面临新的下行压力，要求财政政策发力适当靠前。地方政府专项债券作为积极财政政策的一个重要工具，2021 年底已经向各地提前下达了 2022 年部分新增专项债券额度 1.46 万亿元，1 月完成发行 4844 亿元，占提前下达限额的 1/3，全部用于交通、市政、产业园区基础设施、保障性安居工程等重点领域。提前下达专项债券额度、加快专项债券发行和使用进度，有利于尽早发挥对有效投资的拉动作用。

3. 国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，推进数字产业化和产业数字化发展

1 月 12 日，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》（以下简称《规划》）。根据《规划》，到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%（2020 年为 7.80%）。数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。《规划》从八方面对“十四五”时期数字经济发展作出总体部署，包括优化升级数字基础设施、充分发挥数据要素作用、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化、持续提升公共服务数字化水平、健全完善数字经济治理体系、着力强化数字经济安全体系、有效拓展数字经济国际合作。《规划》部署了包括优化升级信息网络基础设施、提升数据质量、培育数据要素市场试点、重点行业数字化转型提升等 11 项重点工程，构成了推动数字经济发展各项任务落地推进的重要抓手。数字经济的发展，是把握新一轮科技革命和产业变革新机遇的战略选择，促进新基建投资，对相关产业产生巨大需求拉动。

4. 《“十四五”节能减排综合工作方案》，明确节能减排十大重点工程

为助力实现碳达峰、碳中和目标，2022 年 1 月 24 日国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》（以下简称《方案》）。《方案》明确了“十四五”期间节能环保的工作目标：到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.50%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10%以上、10%以上。节能减排政策机制更加健全，重点行业能源利用效率和主要污染物排放控制水平基本达到国际先进水平，经济社会发展绿色转型取得显著成效。《方案》部署了实施节能减排的十大重点工程，明确了要开展的各项工作，同时对每项重点工程提出了目标要求。比如，重点行业绿色升级工程明确，以钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业为重点，推进节能改造和污染物深度治理。“十四五”时期规模以上工业单位增加值能耗下降 13.5%，万元工业增加值用水量下降 16%。到 2025 年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心达到能效标杆水平的产能比例超过 30%；完成 5.3 亿吨钢铁产能超低排放改造，大气污染防治重点区域燃煤锅炉全面实现超低排放。《方案》从八个方面健全政策机制，推动能源利用效率大幅提高、主要污染物排放总量持续减少，实现节能降碳减污协同增效、生态环境质量持续

改善，确保完成“十四五”节能减排目标，为实现碳达峰、碳中和目标奠定坚实基础。

5. 促进工业经济平稳增长和服务业领域困难行业恢复发展

2月18日，国家发改委等部门联合发布《关于促进工业经济平稳增长的若干政策》（以下简称“工业政策”）和《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》（以下简称《服务业政策》）。《工业政策》包括财政税费政策、金融信贷政策、保供稳价政策、投资和外贸外资政策以及用地、用能和环境政策等五方面18项内容，政策着力点是进一步做好预调微调和跨周期调节，着力解决制约工业经济运行中的掣肘问题，确保全年工业经济运行在合理区间。《服务业政策》包括普惠性扶持纾困措施、针对性扶持纾困措施、精准实施疫情防控措施等三方面43项内容，政策着力点是支持市场主体渡过难关、恢复发展，保持全年服务业运行稳定，更好发挥服务业作为就业最大“容纳器”的功能。当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境更加复杂严峻和不确定，工业经济稳定增长的困难和挑战明显增多，服务业运行面临严峻挑战，尤其是餐饮、零售、旅游、水路公路铁路、民航等聚集性接触性服务业行业仍然运行艰难。上述政策措施的有效实施，可**减轻企业运营成本，改善企业融资环境和经营环境，有利于企业经营业绩的提升和流动性压力的缓解，对产业经济发展产生积极的信用影响。**

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.