

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

当“支持刚需”遇上“超额储蓄”

——申万宏源宏观周报 · 第 197 期

本周关注：当“支持刚需”遇上“超额储蓄”

- 近日央行银保监会共同宣布建立“首套住房贷款利率动态调整机制”，房价连续环比同比下降城市可阶段性放宽首套商贷利率下限，以因城施策稳定当地刚性住房需求。政策推出时点，适逢市场普遍关注到 2022 年居民储蓄存款大幅多增的现象。当“支持刚需”的政策恰好与所谓的“超额储蓄”现象相遇，我们应如何展望 2023 年的房地产和居民消费需求？
- **首套房贷利率机制旨在支持刚需，稳定各地房价。**“首套房贷利率政策动态调整机制”特点之一是延续了对首套购房刚需和二套及以上需求的严格差异化对待。长效机制建立后，首套房贷利率下限可放宽的城市范围明显扩大，仍集中在地产需求持续偏弱的二三线及以下城市，一线尚未有达到要求情况。动态调整机制提出一个明确的“退出机制”，即后续“新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨”，则自下个季度起，恢复执行全国统一的首套商贷利率下限，实际上暗含着本轮支持刚需政策的最终目标是将房价长期稳定于 2022 年的平均水平，希望建立一个长期相当稳定的房价预期，这一点反映出支持房地产市场平稳健康运行的长效机制中明确包含有不鼓励投资性住宅需求的导向。预计本次政策对于支持地产需求较弱地区的刚性需求释放有积极作用，但考虑到这些地区潜在刚需空间本身已经不大，本次政策对于地产需求量和房价的最终刺激效果预计是比较温和、稳健的。
- **储蓄存款≠储蓄，两大因素显示居民并无“超额储蓄”。**2022 年居民储蓄存款高增，但储蓄存款是个存款口径，并不等于居民收入和支出意义上的居民储蓄，储蓄存款高增并不能理解为居民购买力增加，并不能得出 2023 年居民购房或消费自发增长的推论。2022 年两大因素指向居民并无“超额储蓄”。其一是居民部门出现二十年来首次连续去杠杆的情况，居民部门连续削减债务杠杆，债务现金流入大幅减少，去杠杆幅度超过居民储蓄存款的多增量。此外，再考虑到居民部门 2022 年在理财产品和股市投资方面的资产性收入损失，居民广义收入端更显雪上加霜，即便扣除居民购置新房的支出下降这一因素，居民部门 2022 年广义收入减去广义支出之后的真实储蓄情况也难称乐观，更难以得出居民部门 2022 年存有“超额储蓄”的结论、以及这部分所谓的“超额购买力”会自发地在 2023 年形成新增消费或购房动能的推论。有鉴于此，我们认为 2023 年经济政策有意促进扩大国内居民消费需求和支撑稳定刚性住房需求，则必然要推出有力度的增量财政货币政策以进行有效的支持，单靠居民内生的收入预期和当前的需求格局内生演化下去是远远不够的。从这个角度，我们再去看住建部对首套刚需住房首付比都应该降下来的公开表态，就可以理解这其中相当通顺的货币政策稳定需求的逻辑。
- **积极的财政政策如何加力提效？**1 月 4 日财政部部长刘昆针对如何理解“加力提效”给出五点理解，其中“加力”有三个方面的：财政支出、专项债和财力下沉，“提效”有两个方面：完善税费优惠政策，优化财政支出结构。1) 对一般公共预算支出的要求最高，既要“适度扩大”又要“优化结构”，映射出 2023 年财政资源的稀缺的事实，财政赤字率的扩张成为题中应有之意。2) 对新增专项债的要求除合理安排规模外，也明确要扩大投向领域和资本金范围，从已经披露的 23Q1 专项债发行计划来看，发行规模明显高于 22Q1。但考虑到刘昆部长对地方政府融资平台的表述侧重于“打破政府兜底预期”，从全年维度来看，基建投资或面临“项目荒”。3) 在税费政策方面，对 22 年供给端的减税将延续，但考虑到刘昆部长将税费政策定位为“提效”，或在 23 年对下行压力较大的消费采取针对性举措，财政政策 2023 年可能在通过二次分配优化居民收入预期方面发挥关键作用。
- **高频数据经济表现：汽车、地产销售均改善。**乘用车零售同比上行，整车货运量同比降幅收窄，地产销售回升。猪肉、煤炭、原油价格下降。短端资金利率回落，人民币积极升值。
- **风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期，疫情形势变化。**

周关注：当“支持刚需”遇上“超额储蓄”

近日，央行银保监会共同宣布建立“首套住房贷款利率动态调整机制”，房价连续环比同比下降的城市，可阶段性放宽首套商贷利率下限，以因城施策稳定当地刚性住房需求。这一政策推出时点，适逢市场普遍关注到 2022 年居民储蓄存款大幅多增的现象。当“支持刚需”的政策恰好与所谓的“超额储蓄”现象相遇，我们应如何展望 2023 年的房地产和居民消费需求？

1. 首套房贷利率机制旨在支持刚需，稳定各地房价

1 月 5 日人民银行、银保监会公告建立的“首套房贷利率政策动态调整机制”，是 2022 年 9 月 29 日推出的、原定于 2022 年底到期的因城施策首套房贷下限放宽政策的延续与常态化，特点之一是延续了对首套购房刚需和二套及以上需求的严格差异化对待。2022 年 9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知，阶段性调整差别化住房信贷政策，对 6-8 月新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，可以阶段性放宽首套住房商贷利率下限；在此之前全国首套住房商贷利率下限均为不低于 LPR 减 20BP。本次“首套房贷利率动态调整机制”是这一政策的延续与常态化。本次通知明确“自 2022 年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。”对于评估期内“新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市”，地方政府按照因城施策原则，“可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限”。这一模式和具体放宽首套商贷利率下限的方式，均与 9.29 通知要求一致。本次通知也明确要求“其他情形和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 9.29 通知已经明确甄别首套和二套住房商贷的差异化利率要求的基础上，新增了“其他情形”也按现行规定执行，也就是说二套以上住房及其所对应的投资性需求仍是政策明确不鼓励的。

长效机制建立之后，首套房贷利率下限可放宽的城市范围明显扩大，仍然集中在地产需求持续偏弱的二三线及以下城市，一线城市尚未有达到要求的情况。相较于 9.29 政策圈定的 23 个阶段性放宽首套住房商贷利率下限的城市，本次动态调整机制之下，城市范围扩大至 38 个，其中与 9.29 城市范围相同的有武汉、天津等 16 个城市，不再符合条件的包括有贵阳、昆明等 7 个城市。新纳入可放宽首套商贷利率下限范围的有太原、沈阳等 22 个城市，且新增城市也主要以二三线及以下城市为主（其中二线 7 个，三四线 15 个），这些城市同期地产需求也表现相对偏弱。截止 22 年 11 月，本次政策纳入调整范围的城市商品房成交面积同比-41.7%，明显低于 30 大中城市平均水平（-24.8%）。这也意味着，动态调整机制可动态扩大至更多地产销售更弱的城市，通过放宽首套房贷利率下限的方式，稳定地产销售更弱城市的需求，以起到整体地产需求“填谷”的效果。

图 1：本次政策相较 9.29 政策城市范围变化

相较929政策变化	城市调整
保持	二线：武汉、天津、石家庄、兰州、哈尔滨 三四线：湛江、岳阳、宜昌、襄阳、温州、 秦皇岛、济宁、桂林、大连、常德、北海
新增	二线：太原、沈阳、长春、福州、厦门、郑 州、南宁 三四线：唐山、丹东、锦州、吉林、牡丹江 、无锡、扬州、徐州、金华、蚌埠、九江、 洛阳、平顶山、惠州、韶关
剔除	二线：贵阳、昆明 三四线：包头、安庆、泉州、泸州、大理

资料来源：中国人民银行，CEIC，申万宏源研究

图 2：本次政策范围城市为地产销售压力更大城市

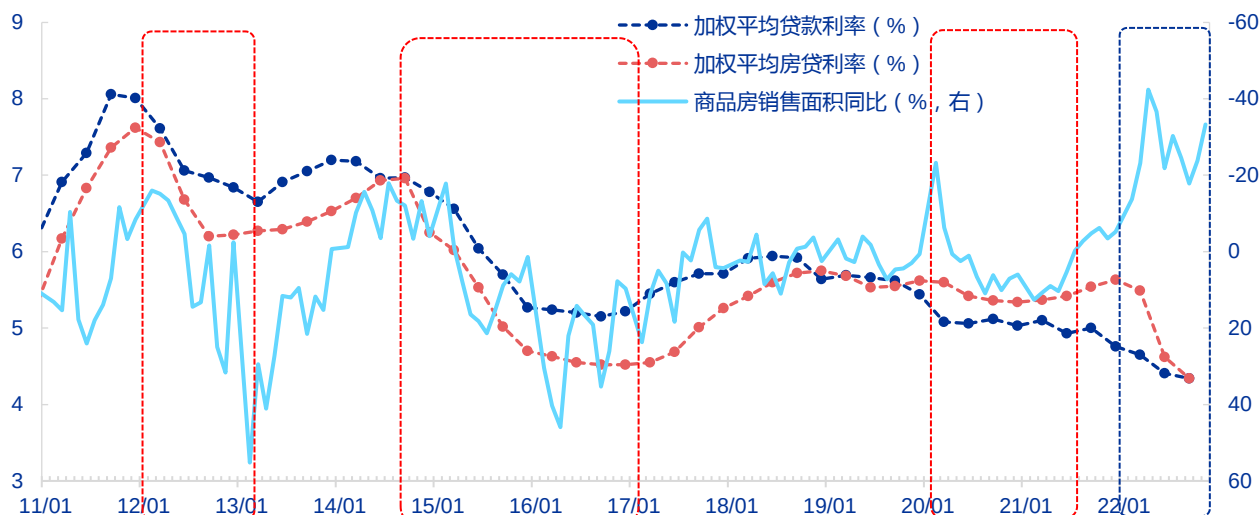


资料来源：Wind，申万宏源研究

本次建立的动态调整机制提出一个明确的“退出机制”，即后续“新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨”，则自下个季度起，恢复执行全国统一的首套商贷利率下限，实际上暗含着本轮支持刚需政策的最终目标是将房价长期稳定于 2022 年的平均水平，希望建立一个长期相当稳定的房价预期，这一点反映出支持房地产市场平稳健康运行的长效机制中明确包含有不鼓励投资性住宅需求的导向。实际上环比、同比均连续 3 个月上涨的门槛颇高。举例来说，如果一个城市在 2022 年房价连续环比下跌，至年底同比跌幅较深，那么即使 2023 年自年初开始环比就扭转为上涨，如果幅度与此前下跌幅度类似，那么首套商贷利率优惠政策仍可持续至 2023 年三季度，直至房价稳定回升到略高于 2022 年中水平之后，就不再实施对首套刚需的额外刺激措施。对于当前房价同比仍上涨的一线城市来说，本次机制的差异化对待、因城施策的导向就更加明确直接了。

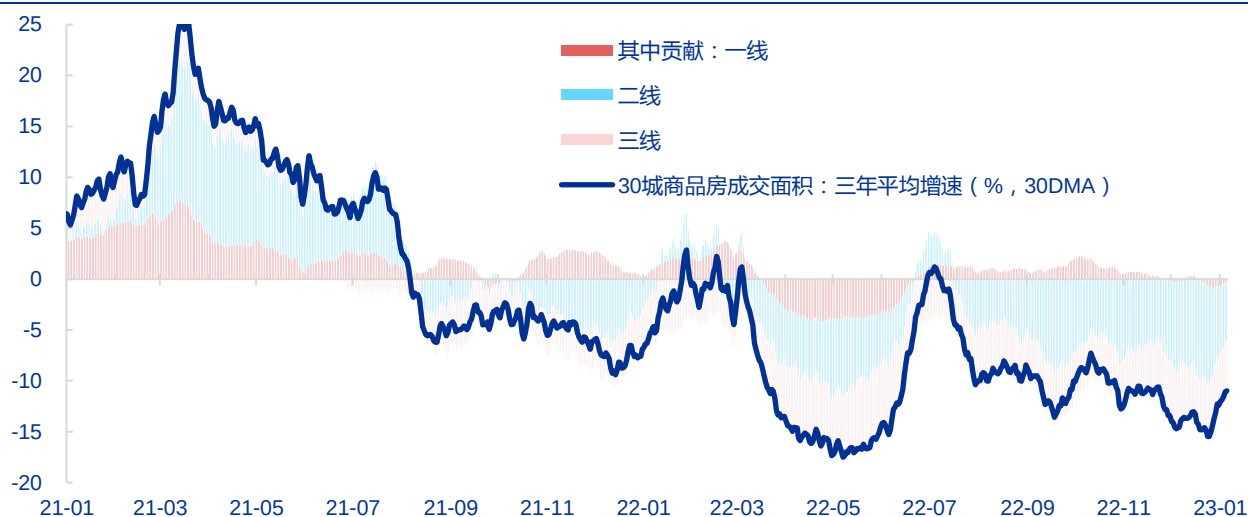
预计本次政策对于支持地产需求较弱地区的刚性需求释放有积极作用，但考虑到这些地区潜在刚需空间本身已经不大，本次政策对于地产需求量和房价的最终刺激效果预计是比较温和、稳健的。当前房地产周期在需求和供给两侧明显不同步。自 2022 年年初开始二三线城市因城施策放松需求调控措施力度极大，包括松绑限购、降低首付比、提高公积金贷款额度、“房票”安置等各类政策，且 22 年也经历了近十年最大幅度的房贷利率下行，截止 22 年 9 月，加权平均房贷利率较 21 年底下降达 129bp。但各类需求侧政策带动的销售改善却罕见地微弱，截止 23 年 1 月 5 日，30 大中城市商品房成交面积三年平均增速仍处于-11%的较低水平，且主要更弱的也恰好是地产需求政策刺激力度更大的二三线城市，同期二线（-10.2%）、三线（-18.4%）地产销售增速显著低于一线（-2.3%），与 15-16 年及之前几轮房贷利率下降后地产需求快速回升的情况形成鲜明对比，这可能意味着当前的地产需求偏弱更多反映出工业化、城镇化倾斜所导致的人口单向流动、人地矛盾更加突出等中长期结构性失衡。大量居民购买力被东部地区加剧的人地矛盾所沉淀在房地产市场，而二三四线城市人口净流出，地产需求政策放松刺激效果相对有限。实际上 2022 年以来已经历近十年最大力度的房贷利率下调，但地产销售持续偏弱，且结构上更弱的也恰好是地产需求政策刺激力度最大的二三线城市，背后是不平衡工业化、城镇化导致人口单向流动进而构成的中长期结构性失衡问题。

图 3：因城施策大幅放松限购政策，加之近十年最大力度的房贷利率下调，却首次未能有效推动销售改善



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：30 城住宅销售面积三年平均增速及结构（%）：二三线城市放松力度最大，但销售改善微弱



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 储蓄存款≠储蓄，两大因素显示居民并无“超额储蓄”

2022 年居民储蓄存款高增，但储蓄存款是个存款口径，并不等于居民收入和支出意义上的居民储蓄。储蓄存款高增并不能理解为居民购买力增加，并不能得出 2023 年居民购房或消费自发增长的推论。我国银行体系将来自居民部门的存款称为“储蓄存款”，这样的名称并未改变其作为按来源确定的存款类别之一的实质。将“储蓄存款”的高增直接理解为居民“超额储蓄”，有比较明显的望文生义之嫌。如何定义“超额储蓄”，取决于我们要用这个概念分析和预测什么问题。如果针对的问题是 2023 年居民部门整体的购房和消费需求的决定因素，那么我们所讨论的“超额储蓄”问题，实际上应该理解为居民当期的广义可支配收入与债务杠杆现金流融入资金之和，减去

居民当期购房、此前债务的还本付息支出、以及当期居民消费支出之后的“储蓄”概念。

2022 年两大因素指向居民并无“超额储蓄”。其一是居民部门出现二十年来首次连续去杠杆的情况，居民部门连续削减债务杠杆，债务现金流入大幅减少，去杠杆幅度超过居民储蓄存款的多增量。在广义的居民收入之中，除狭义的居民可支配收入之外，还有占比相当大的一个方面就是居民净借入债务所形成的当期现金流入，这一部分资金因也可用作购房或大宗可选商品消费，因而需纳入“超额储蓄”的收入端考虑范围。2022 年，我国居民出现二十年来首次的连续大幅去杠杆现象，房贷拖累令居民新增贷款大幅减少，存量增速显著低于名义 GDP 增速，居民部门宏观杠杆率首次出现下降。以居民房贷为例，2022 年前三季度新增量仅约 6000 亿，较 2021 年同期少增超 3 万亿，居民新增贷款的少增规模即已超出居民储蓄存款的多增量，两相冲抵，已经相当缺乏“超额储蓄”的收入端动能。

此外，再考虑到居民部门 2022 年在理财产品和股市投资方面的资产性收入损失，居民广义收入端更显雪上加霜，即便扣除居民购置新房的支出下降这一因素，居民部门 2022 年广义收入减去广义支出之后的真实储蓄情况也难称乐观，更难以得出居民部门 2022 年存有“超额储蓄”的结论、以及这部分所谓的“超额购买力”会自发地在 2023 年形成新增消费或购房动能的推论。2022 年 11-12 月，因市场预期大幅震荡、二季度的流动性宽松逐步消退、以及银行理财产品投资策略一定程度的同质化引发的交易踩踏和流动性暂时性紧张等原因，理财产品出现罕见的普遍性净值损失局面，不但令 2022 年全年居民部门通过理财产品获得的资产性收益率大幅下降，而且也一定程度加快了居民部门自发的表外理财产品回表现象，居民储蓄存款的大幅多增只是这一现象的一个侧面表现形式。此外 2022 年股票市场表现不佳，各类股票指数普遍出现 30%左右的跌幅，也对居民部门的广义收入造成直接损失。

有鉴于此，我们认为 2023 年经济政策有意促进扩大国内居民消费需求和稳定刚性住房需求，则必然要推出有力度的增量财政货币政策以进行有效的支持，单靠居民内生的收入预期和当前的需求格局内生演化下去是远远不够的。从这个角度，我们再去看住建部对首套刚需住房首付比都应该降下来的公开表态，就可以理解这其中相当通顺的货币政策稳定需求的逻辑。目前房贷利率的下调越来越多面临当前利率期限结构不合理导致的银行负债端成本高企压力，且 1Y LPR 偏高实质上约束了首套房贷利率的潜在下行空间。目前 7 天 OMO 利率(2.0%)与 1Y MLF 利率(2.75%)利差基本合理，但 1Y LPR (3.65%) 和 5Y LPR (4.3%) 的利差过窄。虽然部分城市首套房贷利率可阶段性不执行 5Y LPR-20bp 的下限政策，但相较于 1Y LPR 仍应具备合理的期限利差，也意味着 1Y LPR 偏高亦会约束首套房贷利率的下行空间。与此同时，根据存款利率市场化调整机制，1Y LPR 绑定商业银行存款利率，也客观导致商业银行负债端成本偏高的问题。9 月定期存款加权平均利率为 2.30%，较存款利率市场化调整机制建立前的 4 月仅下降 14bp，明显小于同期贷款利率下行幅度(4-9 月贷款加权平均利率下行 31bp，住房贷款利率下行 115bp)。1 月 5 日住房和城乡

建设部部长倪虹在接受总台央视记者专访时表示“对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来”，意味着本次“动态调整机制”政策后，1Y LPR 下调的必要性增加，而后者主要依赖通过低成本的降准置换高成本的 MLF、降低银行负债端成本来实现，相应的，降准的概率也在增加，我们维持 2023 年再降准 100-150BP 预测不变，降准是降息前提，以推动首套房贷利率继续下降，起到地产需求“填谷”效果，但真正推动地产需求有效改善仍有赖于更平衡的工业化和城镇化过程，而后者是一个中长期课题，因此对于 2023 年地产需求而言，我们方向上期待地产需求低点已近，但幅度上不期待过强的地产需求增长与新一轮峰值。

3. 积极的财政政策如何加力提效？

事件：1 月 4 日，财政部部长刘昆接受记者采访，对如何更好发挥财政职能作用，如何实现财政可持续和地方政府债务风险可控等问题做出了针对性回答。

针对如何理解“加力提效”，刘昆部长给出五点理解，其中“加力”认为有三个**方面：财政支出、专项债和财力下沉**，“提效”有两个**方面：完善税费优惠政策，优化财政支出结构**。首先，刘昆部长对“加力”给出了清晰化的解释，即“要适度加大财政政策扩张力度”，并将其分成三个方面考虑，支出、专项债和转移支付是加力的主要方面。其次，“提效”方面，刘昆部长给出两个清晰的指向，一是税费政策方面，“增强精准性和针对性”，二是“优化财政支出结构，更好发挥财政资金“四两拨千斤”的作用”。本次刘昆部长的采访，实际上是为 2023 年财政政策勾勒出一幅蓝图。具体来看，其对于一般公共预算支出、新增专项债和减税降费三个方面做出部署。

首先，对一般公共预算支出的要求最高，既要“适度扩大”又要“优化结构”，映射出 2023 年财政资源的稀缺的事实，财政赤字率的扩张成为题中应有之意。为支撑 2022 年一般公共预算支出增速 6.5-7%，全国财政需动用的往年结存资金规模较大，估算或接近 1.4 万亿元，从而令 2023 年可资使用的存量财政资金大幅减少。但为保证一般公共预算支出合理增长对经济的稳定作用，刘昆部长明确要“要适度加大财政政策扩张力度”，措施就是“统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具”，我们维持 2023 年一般公共预算赤字需大幅扩大至 4.3 万亿左右（赤字率 3.3% 较 2022 年扩张 0.5 个百分点）。支出结构方面，刘昆部长专门提及教育、医疗、社保等方面，可见将更进一步向政府消费方面倾斜。

其次，对新增专项债的要求除合理安排规模外，也明确要扩大投向领域和资本金范围，从已经披露的 23Q1 专项债发行计划来看，发行规模明显高于 22Q1，也充分体现了“加力”的要求。刘昆部长对新增专项债的“加力”分成两大部分，一是“合理安排地方政府专项债券规模”外，二是“适量扩大专项债券资金投向领域和用作资本金范围”，试图撬动更多实物工作量落地。从 23Q1 18 个省市公布的新增专项债发行计划来看，规模达到了 9125.5 亿，超过 22Q1（6926 亿），充分体现去新增专项债“加力”的要求，基建投资预计在年底年初将实现平稳过度。

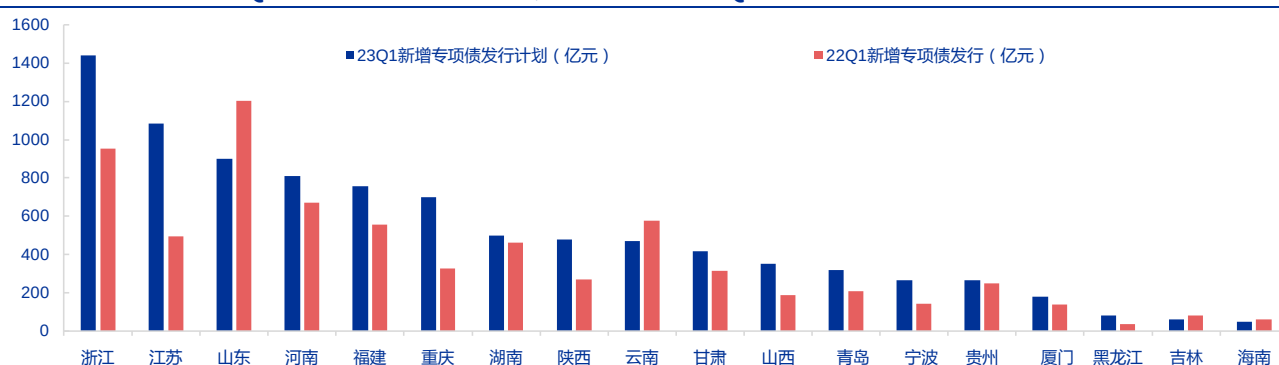
但考虑到刘昆部长对地方政府融资平台的表述侧重于“打破政府兜底预期”，从全年维度来看，基建投资或面临“项目荒”。针对地方政府融资平台，刘昆部长强调“时时放心不下”的责任意识，并指出下一步明确要“打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型”，或显示对基建项目的监管并未放松，基建投资 2023 年或面临一定的“项目荒”风险。这一点或意味着 2023 年基建项目并不会重走 2018 年之前大干快上的老路。也应看到，财政对基建投资的支持力度也不能下滑过快，否则基建投资增速的大幅波动也可能放大 2023 年的结构性下行压力。我们以 6.5% 左右的假设作为 2023 年的基建投资同比增速目标，测算需要新增专项债限额 4.15 万亿左右，并且还需开发性、政策性银行进一步提供超过 2022 年规模的、接近 3.6 万亿以上的广义债务类融资支持。

图 5：2021-2023 年度财政收支平衡及预测

	2021年		2022年			2023年			
	预算 亿元	决算 亿元	预算 亿元	预测实际情况 亿元	预测同比	预测情形一		预测情形二	
						金额（亿元）	同比	金额（亿元）	同比
预测情形实际GDP同比					2.3%		5.0%		5.3%
一般公共预算收入	197650	202555	210140	197491	-2.5%	222177	12.5%	218177	10.5%
总调入	16770	22927	23285	16215		11503		11503	
预算赤字债务	35700	31656	33700	33963		42700		46700	
一般公共预算支出	250120	245673	267125	261642	6.5%	273782	4.6%	273782	4.6%
政府部门资金余额净变化	0	11375	0	-13973		2598		2598	
政府性基金总收入	94766.74	98354	115491	95412		89464		89464	
其中：土地出让金收入	84143	84978	84978	65433	-23.0%	65433	0.0%	65433	0.0%
特殊来源的收入	0	90	16500	16500		10000		10000	
专项债务	36500	35844	36500	40264		41500		41500	
政府性基金总支出		113745	142991	122461		122461		122461	
调入一般公共预算	1	20454	9000	13215		8503		8503	

资料来源：财政部，申万宏源研究

图 6：18 省市中 23Q1 计划发行新增专项债规模多数较 22Q1 有所增长

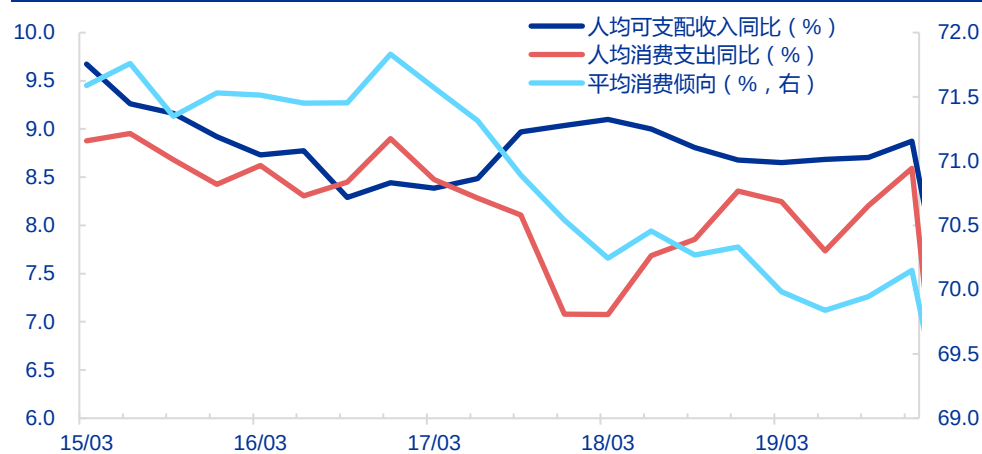


资料来源：中国债券网，申万宏源研究 注：海南仅有 1 月发行计划，河南仅有 1 月 10 日发行计划，青岛为提前下达限额

最后，在税费政策方面，对 22 年供给端的减税将延续，但考虑到刘昆部长将税费政策定位为“提效”，或在 23 年对下行压力较大的消费采取针对性举措，财政政策 2023 年可能在通过二次分配优化居民收入预期方面发挥关键作用。考虑到当前经济偏弱的核心在于需求，而非供给端，财政的新增减税降费重点转移是符合预期的。

而“完善税费优惠政策”则给出了未来税费政策的想象空间，考虑到中央经济工作会议“把恢复和扩大消费摆在优先位置”以及“增强消费能力”和“多渠道增加城乡居民收入”的具体要求，财政政策 2023 年通过二次分配优化居民收入预期可能是一大方向。1 月 6 日，中国经济体制改革研究会会长、国家发改委原副主任彭森表示，“要通过加大税收、社会保障、转移支付对社会收入再分配的调节力度”，或进一步指明个税减税的方向。考虑到个税减税在历史上对提升居民可支配收入占 GDP 比重的良好效果，以及当前占比已经接近 2018 年的阶段性低位，对收入改善有立竿见影效果的个税减税或呼之欲出。

图 7：个税减税后居民平均消费倾向保持稳定，未明显下滑

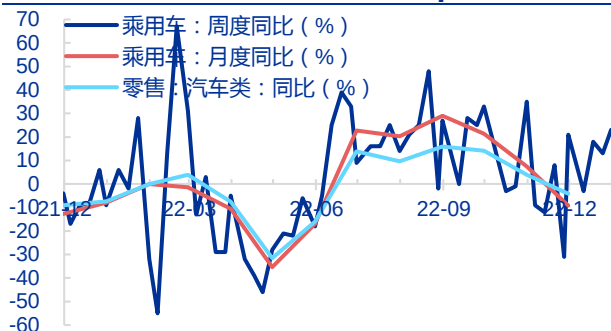


资料来源：CEIC，申万宏源研究

高频经济表现：汽车、地产销售均改善

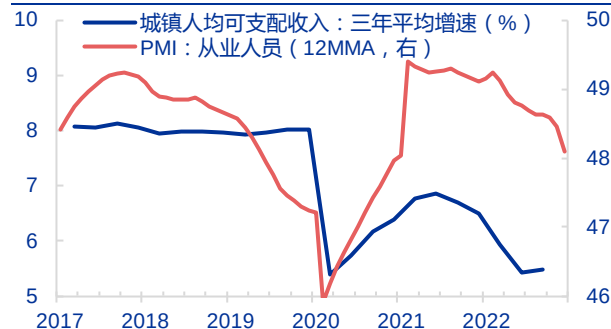
1) 商品消费与收入：乘用车零售同比上行 10pct 至 23%。12 月 26-31 日，乘用车零售同比较上周上行 10pct 至 23%。

图 8：乘联会汽车零售同比回升 10pct 至 23%



资料来源：Wind, 申万宏源研究

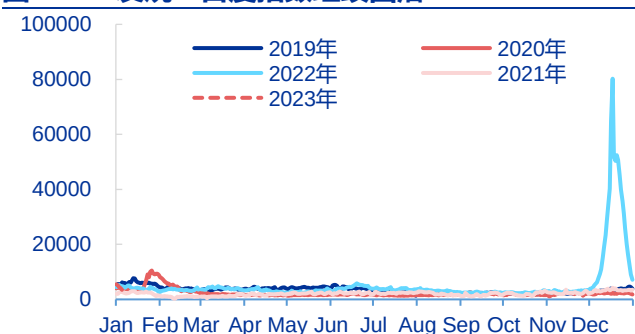
图 9：12 月 PMI 从业人员（12MMA）下行 0.4



资料来源：CEIC, 申万宏源研究

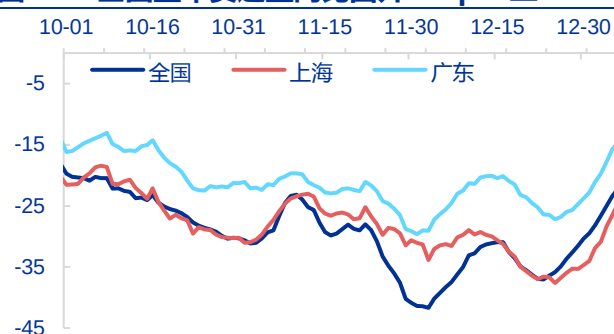
2) 服务消费与疫情：全国整车货运量同比降幅收窄。1 月 5 日，全国整车货运量同比降幅较上周缩窄 9.4pct 至 -24.5%；京沪深迁徙趋势同比降幅较上周大幅缩窄 14.6pct 至 3.7%。

图 10：“发烧”百度指数继续回落



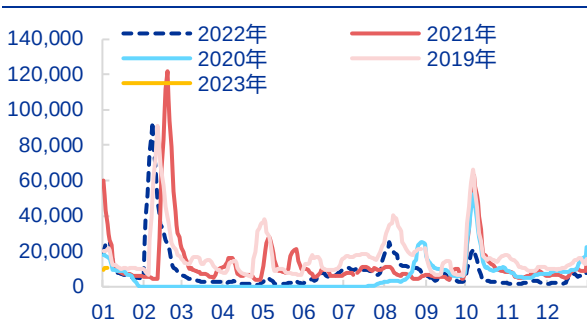
资料来源：百度指数, 申万宏源研究

图 11：全国整车货运量同比回升 9.4pct 至 -24.5%



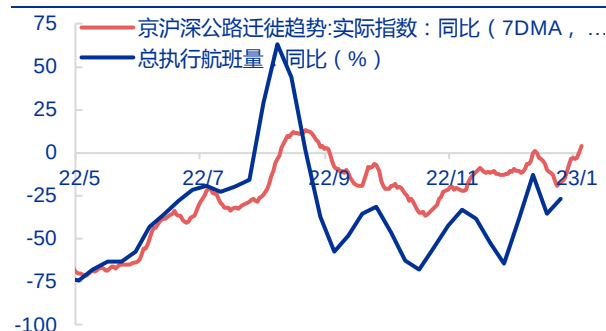
资料来源：CEIC, 申万宏源研究

图 12：电影票房较 19 年比降幅收窄至 -49.7%



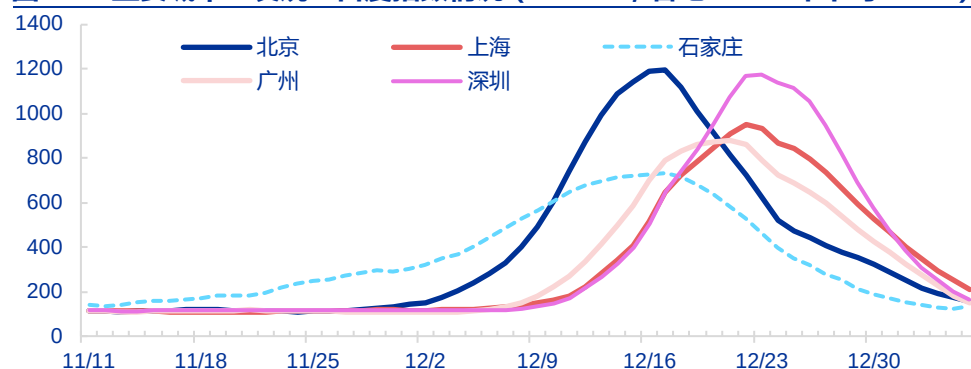
资料来源：Wind, 申万宏源研究 注：7DMA

图 13 京沪深迁徙趋势同比降幅较上周收窄 14.6pct



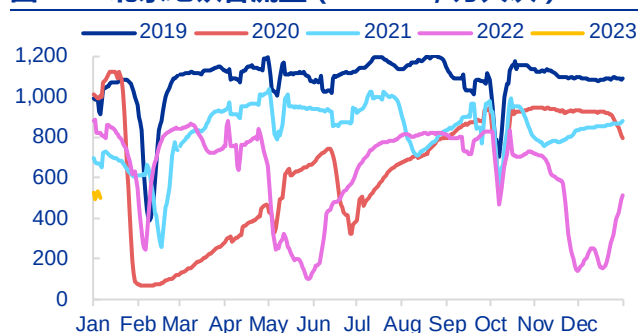
资料来源：CEIC, 申万宏源研究

图 14：主要城市“发烧”百度指数情况（7DMA，各地 2021 年平均=100）



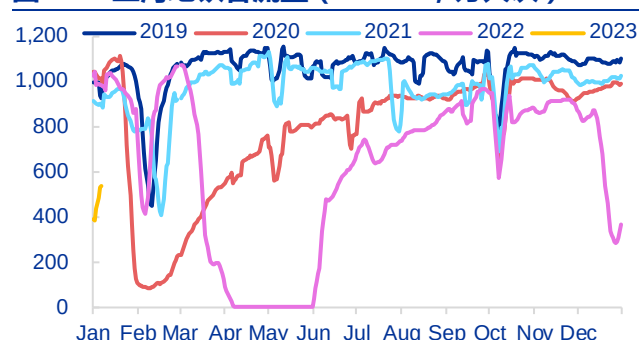
资料来源：百度，申万宏源研究

图 15：北京地铁客流量（7DMA，万人次）



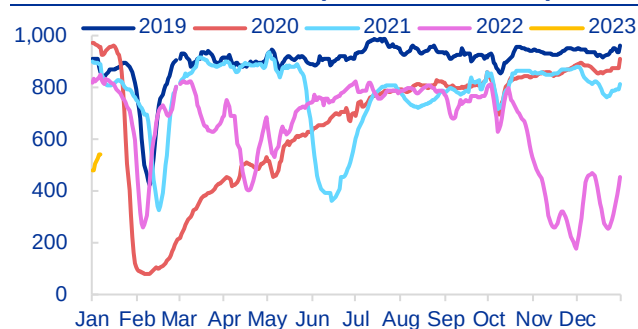
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：上海地铁客流量（7DMA，万人次）



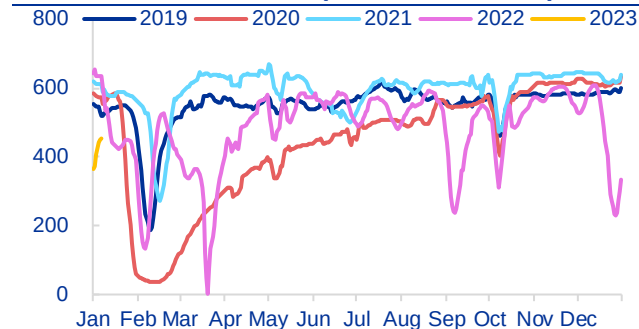
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：广州地铁客流量（7DMA，万人次）



资料来源：Wind，申万宏源研究

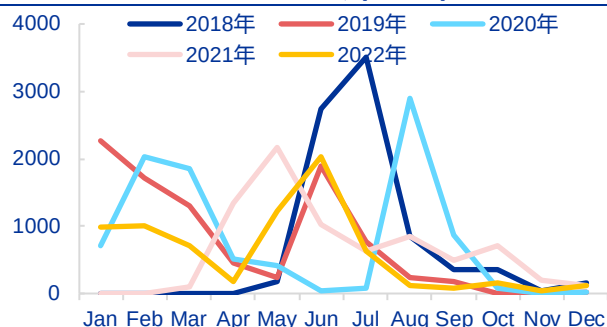
图 18：深圳地铁客流量（7DMA，万人次）



资料来源：Wind，申万宏源研究

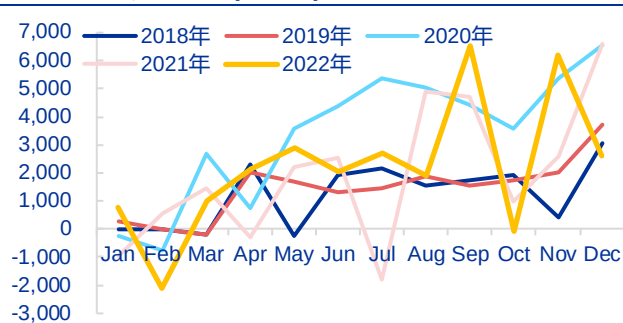
3) 财政与政府消费：当周无新发行国债，当周新增 41 亿一般债，下周计划发行 14 亿。

图 19：新增地方政府一般债（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

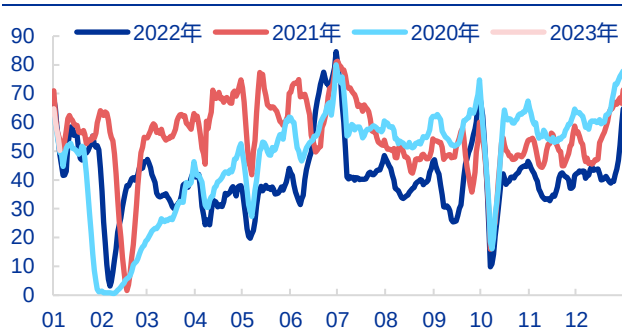
图 20：国债净融资（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

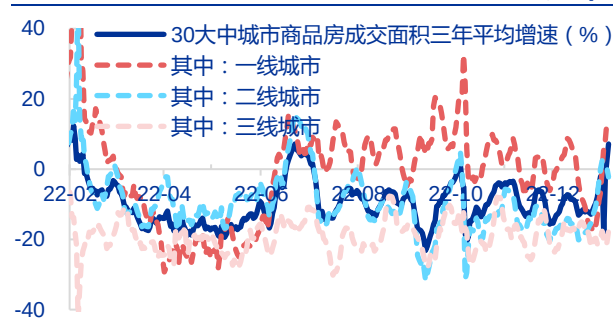
4) 房地产市场：疫情扰动减弱，地产销售回升。截至 1 月 5 日，30 大中城市商品房成交面积三年平均增速回升 15.0pct 至 7.1%，一线、二线、三线城市分别回升 8.8pct、5.1pct 与 3.7pct 至 -3.9%、-2.2%和 -17.6%。

图 21：商品房成交面积周均 50.2 万平方米/日



资料来源：Wind，申万宏源研究

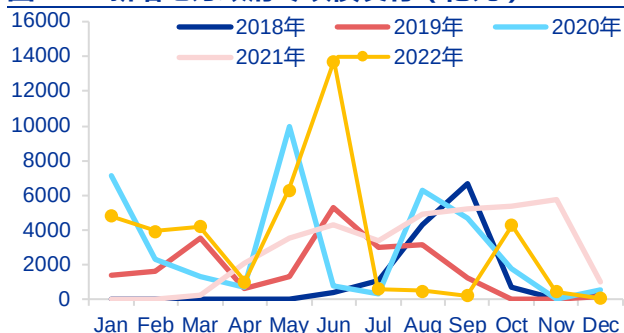
图 22：30 大中城市商品房成交三年平均增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

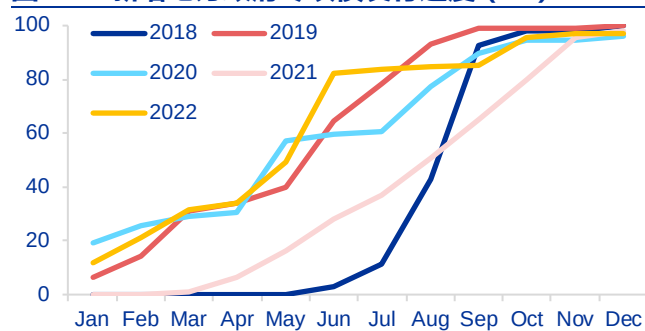
5) 政府性基金与基建：当周新增专项债 171.6 亿，下周计划发行 811.5 亿。

图 23：新增地方政府专项债发行（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

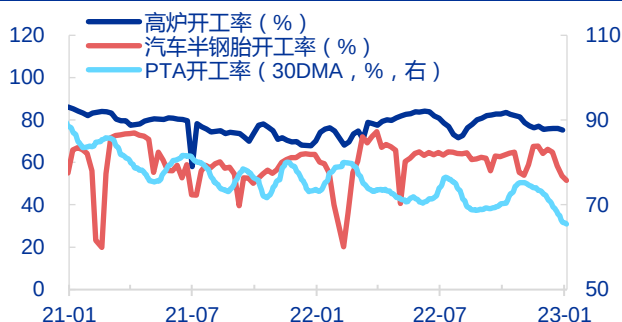
图 24：新增地方政府专项债发行进度（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

6) 制造业投资与工业生产：上中下游开工率继续回落。截至 12 月 30 日，高炉开工率回落 72bp 至 75.2%，钢材产量同比增速回落 2.4pct 至 0.2%。截至 1 月 5 日，PTA 开工率下行 63bp 至 65.4%，汽车半钢胎开工率下行 207bp 至 51.5%。

图 25：开工率：上中下游继续回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

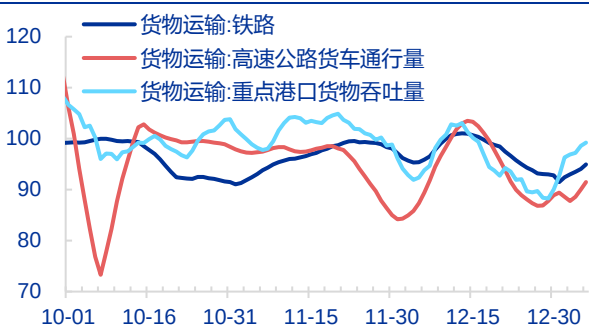
图 26：钢材产量同比增速回落 2.4pct 至 0.2%



资料来源：Wind，申万宏源研究

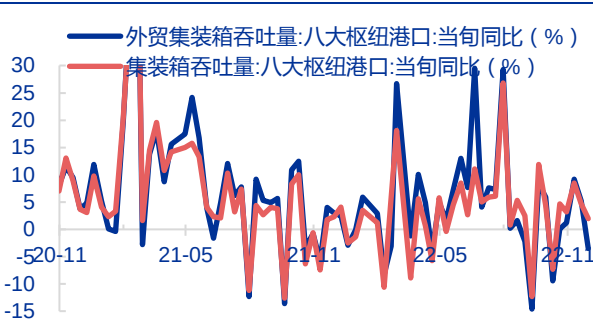
7) 出口：港口物流效率回升。截至1月5日，交通运输部铁路货运量周均环比上周回升2%，高速公路货车通行量较上周回升3.8%，重点港口货物吞吐量较上周回升5.1%。

图 27：高速公路运输效率回升（2022.4.21=100）



资料来源：CEIC，申万宏源研究，

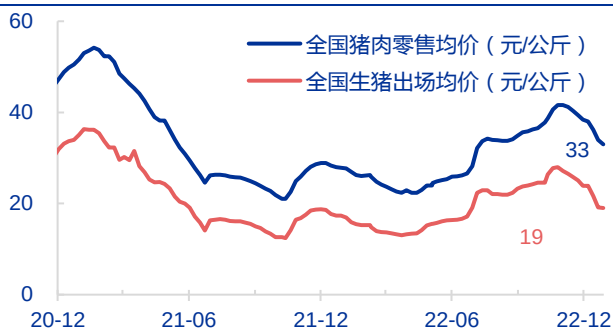
图 28：八大港口集装箱吞吐量同比 2.0%



资料来源：Wind，申万宏源研究

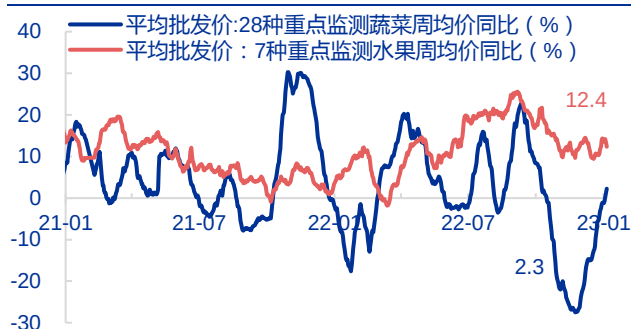
8) 食品价格：猪肉价格大幅回落，果价、菜价有所上升。截至12月28日，猪肉零售价回落2.8%至33元/公斤；截至1月5日，蔬菜、水果价格分别环涨4.5%、0.7%，同比分别回升3.9pct至2.3%、回落1.5pct至12.4%。

图 29：猪肉零售价格回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

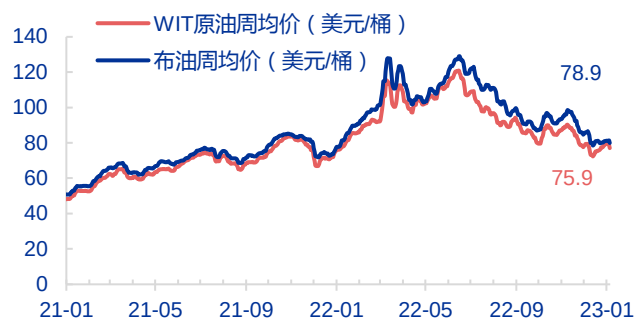
图 30：菜价同比上升、果价同比回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

9) 工业品价格：钢价上行，油价、煤价回落。截至1月5日，布油周均价回落2.7%至78.9美元/桶；螺纹钢价格回升1.5%至4200元/吨；动力煤价格回落6.2%至1261元/吨。截至12月30日，美国原油产量1210万桶/日。

图 31：布油周均价小幅回落



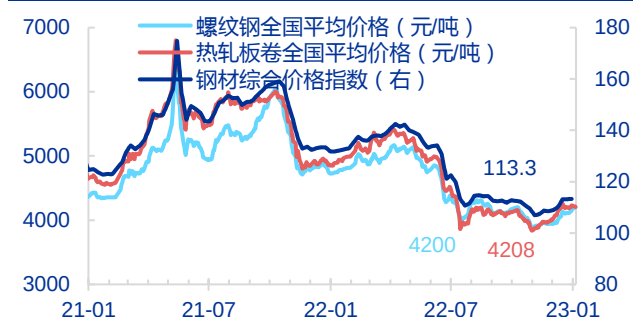
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：美国原油产量 1210 万桶/日



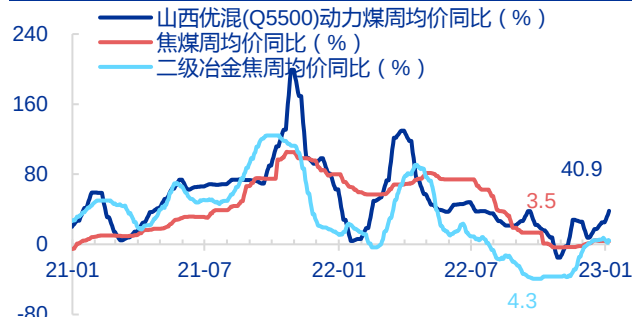
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 33：螺纹钢价格回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 34：动力煤价格下行

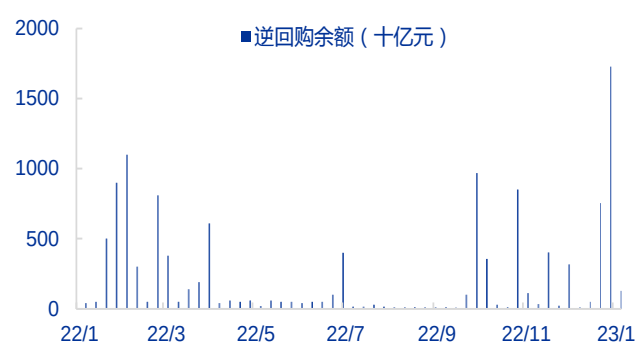


资料来源：Wind，申万宏源研究

10) 货币政策与汇率：年末流动性紧张阶段已过，资金利率大幅下行。截至 1 月 6 日，本周逆回购余额为 1270 亿。流动性紧张阶段已过，DR007 (1.3597%) 和 R007 (1.8246%) 分别较上周大幅下行 79.20 BP 和 232.80 BP。

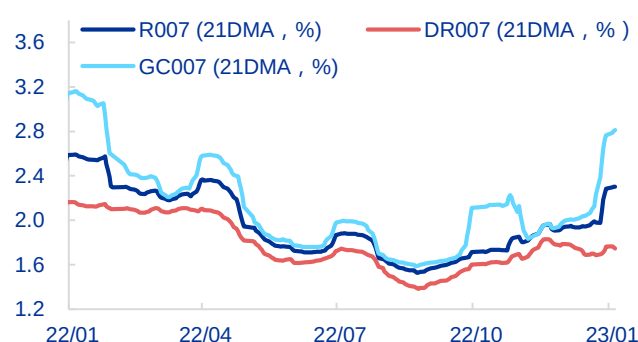
美元指数重回升势，人民币强势升值。截至 1 月 5 日，美元指数上行 1.3 至 105.1，CNY 和 CNH 报收 6.8731 和 6.8912，均较上周升值 1.4%。

图 35：截至 1 月 6 日逆回购余额 1270 亿



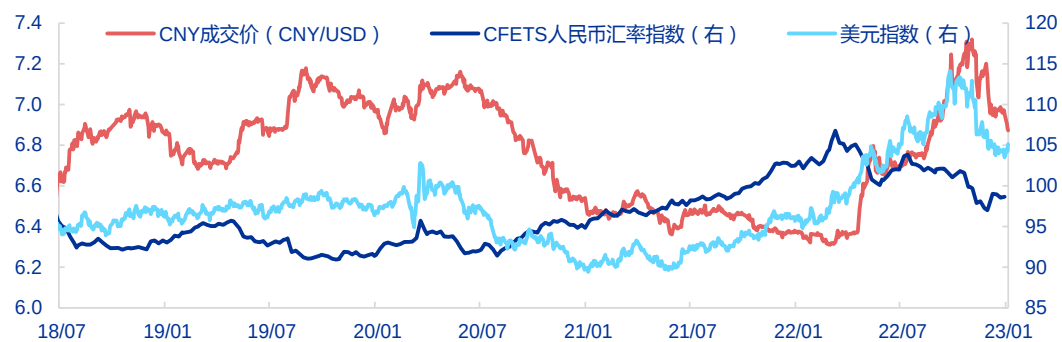
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 36：流动性合理充裕，R007、DR007 均下行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 37：美元指数上行 1.3 至 105.1，CNY、CNH 较上周升值 1.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

政策梳理：2020 年以来稳增长政策梳理

图 38：2020 年以来稳增长政策梳理

	货币政策	财政政策	地产政策	能源安全
2020年 Q1	全面降准50bp，普惠金融定向降准50bp/150bp 再贷款、再贴现：1.8万亿 降息：OMO利率下调30bp，MLF利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp	减税：针对重要保供企业减所得税，免征增值税等，小规模纳税人减按1%征收率征收 地方债提前下达8480亿 阶段性减免社保费	各地政策允许房企延期缴纳购地款项，纾解房企短期流动性压力。需求侧未出台因城施策刺激工具	工信部：防范“地条钢”死灰复燃和已化解的过剩产能复产，严禁新增钢铁产能。
Q2	定向降准100bp 降息：MLF利率下调20bp，1Y LPR下调20bp，5Y LPR下调10bp	再提前下达1万亿专项债，赤字率3.6%以上，发行1万亿抗疫特别国债，新增专项债3.75万亿 延长阶段性减免社保费政策	政治局会议：坚持房住不炒	“双碳目标”首次提出：习总书记于联合国大会
Q3			政治局会议：坚持房住不炒，住建部、央行提出三线四档	
Q4			中央经济工作会议：坚持房住不炒，因地制宜 央行、银保监会：房贷集中度管理政策	工信部：确保粗钢产量同比下降。 粗钢产量压减避免“一刀切”
2021年 Q1		赤字率拟按3.2%左右安排，地方政府专项债券3.65万亿元	集中供地政策提出 两会：坚持房住不炒	国会会、发改委督促煤炭增产增供
Q2	全面降准50bp 3000亿支小再贷款		政治局会议：坚持房住不炒，防止以学区房等名义炒作房价 各地地产调控从严	《完善能源消费和总量双控制度方案》发布，各地运动式减碳，拉闸限电
Q3			韩正部署进一步做好房地产调控。住建部持续整治规范房地产市场秩序，上海提高首套房贷利率35bp。 央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，维护房地产市场平稳健康发展。	国会会部署保障电力和煤炭等供应
Q4	2000亿元专项再贷款 全面降准50bp	对制造业中小微企业阶段性税收缓缴，延续实施全年一次性奖金等个人所得税优惠政策	央行、银保监会、证监会、住建部、广东省政府同日发声支持稳定房地产市场 中央经济工作会议：20年下半年首次重提“因城施策”，	中央经济工作会议：立足以煤为主的基本国情，能耗双控向碳排放双控转变
2022年 Q1	降息：OMO利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp 央行向财政上缴利润，全年上缴超1万亿	税收缓缴继续延长 赤字率拟按2.8%左右，地方政府专项债券3.65万亿元 全年退税减税约2.5万亿元	两会：相较去年《报告》重提“因城施策” 二三线大面积出台政策刺激地产需求	习总书记赴山西：保障煤炭供应安全 发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制，加大释放煤炭优质产能
Q2	全面降准25bp 再贷款：科技创新、煤炭改造等共3400亿 降息：5Y LPR下调15bp，房贷LPR加点下调20bp 8000亿政策性贷款+3000亿政策性金融债	特困行业社保费缓缴 33项稳增长政策增加退税1400多亿元，将特困行业缓缴社保费政策延至年底并扩大范围，减征乘用车购置税600亿元。 中央财经委：全面加强基建	政治局会议：支持各地从实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管	国会会：落实地方稳产保供责任，要释放煤炭先进产能、能开尽开，今年新增煤炭产能3亿吨，进一步加强电力保供
Q3		政治局会议：用足专项债限额，近2000亿	政治局会议：稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼。	能源局部署五大煤炭增供措施

资料来源：中国政府网、央行、财政部等，申万宏源研究

全球宏观日历：关注中国通胀、进出口数据

表 1：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
1 月	9 18:00 EU  11 月失业率	10 23:00 US  11 月批发零售环比	11	12 9:30 CN  12 月 CPI、PPI 21:30 US  核心 CPI	13 不定时 CN  12 月进出口数据 18:00 EU  11 月工业产出 21:30 US  进出口价格指数	14	15
	16	17 10:00 CN  Q4 经济数据	18 21:30 US  12 月 PPI、零售销售	19 21:30 US  12 月新屋开工、营建许可	20 23:00 US  12 月成屋销售	21	22
	23	24 18:00 EU  1 月 PMI	25	26 21:30 US  12 月批发零售环比、耐用品订单、Q4 GDP	27 21:30 US  12 月核心 PCE	28	29

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。