报告日期： 2022 年 01 月 01 日

12 月数据预测：定调稳增长，蓄力开门红

核心观点

12 月经济稳中向好，蓄力 Q1 开门红。供给端，能耗双控纠偏，制约工业生产的负面因素正逐步改善；需求端，地产信心有所恢复、制造业投资保持强劲，社零受局部疫情冲击，但多地发放消费券，对消费起到一定托底作用。整体来看，由于前期经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，我们预计四季度 GDP 同比+3.8%。经济工作会议对于稳增长提出了明确要求，重申“以经济建设为中心”，要求“政策发力适度靠前”。我们认为，2022 年一季度将开启四箭齐发宽信用，即制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款，经济将快速企稳，一季度 GDP 同比增速有望回升至 5.7%，信贷结构优化、社融放量将与经济形势改善同步出现。

❑ 工业生产稳修复，蓄力 Q1 开门红

12 月工业生产景气略有分化，但总体稳中向好，负面因素正逐步改善，工业生产有望持续修复，为明年一季度经济开门红打牢基础，预计 12 月规模以上工业增加值同比增速为 3.3%，相比 2019 年近两年复合增速为 5.3%。

❑ 预计 12 月固定资产投资累计同比增速回落至 4.6%

预计 1-12 月固定资产投资同比增长 4.6%，较前值回落 0.6 个百分点。从 12 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-3.8%、0%和 11.8%，前值分别为-4.3%、-3.6%和 10.0%。受基数抬升、疫情散发等因素影响，我们预测 1-12 月份全国固定资产投资同比增速将呈现缓中趋稳的态势，但制造业投资持续调整优化。

❑ 疫情局部爆发，社零再度回落

预计 12 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%，2019~2021 两年复合增速 3.8%，受局部地区疫情影响冲击，社零增速继续回落。

❑ 三重压力叠加，失业继续走高

预计 12 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 11 月环比上升 0.2 个百分点，与 2019 年同期持平。需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，企业生产经营受压，用工需求转弱。往前看，就地过年或阶段性加大调查失业率上行压力。

❑ 供给充足、需求趋弱，CPI、PPI 双双回落

预计 12 月 CPI 环比持平，同比+1.7%，鲜菜价格显著回调，猪肉冲高回落，再加上翘尾因素消失，CPI 显著回落。预计 12 月 PPI 环比-0.6%，同比+11.0%，煤炭、原油等能源价格中枢回落，中游工业品价格普遍下跌，PPI 环比时隔 18 个月首次转负。

❑ 价格因素支撑出口，内需变化决定进口

价格因素、海外疫情反复等因素带动出口短期有韧性，预计 12 月以人民币计价的出口同比增速 15.4%，贸易顺差 750 亿美元。内需逐步回落决定了进口承压，预计 12 月以人民币计价的进口增速为 24%。

❑ 预计 12 月信贷新增 1.3 万亿，社融新增 2.83 万亿，增速分别为 11.6%和 10.5%

预计 12 月人民币信贷新增量 1.3 万亿，较去年略增，对应增速较前值微降 0.1 个百分点至 11.6%，信贷数据稳健主要靠表内票据冲量、年末集中投放小微企业贷款等的支撑，预计中长期贷款比重仍低。预计 12 月社融新增量 2.83 万亿，较去年同期多增约 1.1 万亿，增速较前值升 0.4 个百分点至 10.5%，社融增速进入上行通道，但上行速度较为缓慢，社融结构中，同比多增主要来自政府债券、企业债券及信贷。预计 12 月 M2 增速上行至 9%，M1 增速上行至 3.8%。继续提示关注 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用，1 月信贷社融“开门红”可期，同时 Q1 有小幅降息概率，宽信用+宽货币利好股市，合力推动春季躁动行情。债市更多关注宽信用，预计 10 年期国债收益率或将进入反转向上过程，一季度高点或至 3.2%附近，收益率曲线趋于陡峭化。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫苗失效

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书编号：S1230520070006
邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪
执业证书编号：S1230520080001
邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜
执业证书编号：S1230120080050
邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩
执业证书编号：S1230521050001
邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远
执业证书编号：S1230121070015
邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1《11 月经济数据：制造业持续引领，地产投资降幅收窄》2021.12.15

2《11 月数据预测：先破后立格局形成，制造业持续引领》2021.12.01

3《10 月经济数据：制造业投资引领经济》2021.11.15

4《10 月数据预测：供需双弱，稳增长压力逐步增大》2021.11.01

5《9 月经济数据：经济下行至目标值以下》2021.10.18

正文目录

1. 预计四季度 GDP 实际同比增速 3.8%.....3
2. 工业生产稳修复，蓄力 Q1 开门红.....4
3. 预计 1-12 月固定资产投资累计同比增速回落至 4.6%.....4
3.1. 预计 1-12 月制造业投资累计同比增速回落至 13.5%.....5
3.2. 基建平稳收官，22 年 Q1 发力.....6
3.3. 预计 12 月地产投资当月增速跌幅继续收窄，2022 年通过保障房建设和需求端放松租购并举维稳地产.....7
4. 局部疫情延续，社零再度回落.....8
5. 三重压力叠加，失业继续走高.....10
6. 供给充足、需求趋弱，CPI、PPI 双双回落.....11
6.1. 菜价显著回调，CPI 有所回落.....11
6.2. 工业品价格总体下跌，PPI 继续下行.....12
7. 价格因素支撑出口，内需变化决定进口.....13
8. 预计 12 月信贷新增 1.3 万亿，社融新增 2.83 万亿，增速分别为 11.6%和 10.5%.....14
风险提示.....15

图表目录

图 1：预计 2021 年四季度 GDP 增速 3.8%（单位：%）.....3
图 2：固定资产投资累计同比增速.....5
图 3：固定资产投资当月同比增速（估算）.....5
图 4：制造业部分行业投资增速.....6
图 5：11 月房地产投资各项累计同比增速持续回落但下跌势头趋缓（%）.....7
图 6：2021 年 30 大中城市商品房成交套数（万套）.....8
图 7：受疫情影响，江苏省多城市 7 月、8 月社零明显回落.....9
图 8：12 月本土新增病例数突破 8 月高点.....9
图 9：央行景气度调查显示，就业信心指数有所回落.....11
图 10：BCI 招工指数下半年震荡回落.....11
图 11：预计 12 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 11 月上升 0.2%.....11
图 12：Q3 起，出口及进口实际增速均出现下台阶.....14
图 13：出口价格指数显著上涨，相较于进口，仍有上涨空间.....14

表 1：12 月以来全国多地发放消费券情况汇总（补贴 1000 万及以上）.....9
表 2：Omicron 肆虐，多国重启防疫封锁.....12
表 3：12 月宏观经济数据预测.....16

1. 预计四季度 GDP 实际同比增速 3.8%

预计四季度 GDP 实际同比增速为 3.8%。我们认为，四季度基本面面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。当前国际环境趋于复杂，经济仍处于下行通道，当季实际同比增速预计为 3.8%，较三季度回落 1.1 个百分点。

从需求侧看，我们认为四季度内需增长存在客观掣肘，复苏斜率继续走低。消费方面，收入 K 型分化与局部疫情交织，四季度最终消费增速或将继续走低。数据显示，社会消费品零售总额两年平均增速已由 3 月份的增长 6.3%震荡回落至 11 月份的 4.4%，仍低于疫情前 8%-9%的增长中枢。投资方面，地产和基建确定性处于负增长区间，但我们强调，“先立后破”的产业政策方针驱动制造业投资继续保持引领作用，四季度大概率实现 10%上的增速，高技术制造业的增速加快部分对冲了基建和地产放缓态势。

从供给侧看，我们认为生产端全面回升的基础尚不稳固。在三次产业中，四季度服务业生产受局地疫情反复影响承压，增速回落压力较大；能耗双控、汽车缺芯、钢铁限产、上游原材料价格高企等负面因素虽在季末逐步缓解，但近期部分地区出现停工现象，在高基数条件下将使二产增速回落概率较大；农业生产向好，粮食供应有保障。

我们预计，2021 年将实现 8.1%左右的 GDP 增速，呈现逐季下台阶特征，四个季度增速分别为 18.3%、7.9%、4.9%和 3.8%（预测值），结构性矛盾尚未显著缓解。当前货币政策基调为稳健略宽松，2021 年 7 月和 12 月两次降准叠加 12 月 LPR 下调 5BP，符合前期我们对于货币政策首要目标切换至稳增长并保持流动性合理充裕的判断。

展望后势，我们预计 2022 年 GDP 实现 5.6%左右的实际增速，一季度 GDP 同比增速有望回升至 5.7%。稳增长的背景下，宏观政策预调微调和跨周期调节将有机结合，双碳目标驱动制造业重回宏观支撑力量，产业新能源化将带动工业体系全面再造。12 月中采制造业 PMI 再度升温录得 50.3%，同时考虑基数效应，一季度经济将实现“开门红”。

图 1：预计 2021 年四季度 GDP 增速 3.8%（单位：%）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 工业生产稳修复，蓄力 Q1 开门红

12 月工业生产景气略有分化，但总体稳中向好，制约工业生产的负面因素正逐步改善，工业生产有望持续修复，为明年一季度经济开门红打牢基础。考虑到去年高基数因素，我们预计 12 月规模以上工业增加值同比增速为 3.3%，相比 2019 年近两年复合增速为 5.3%。

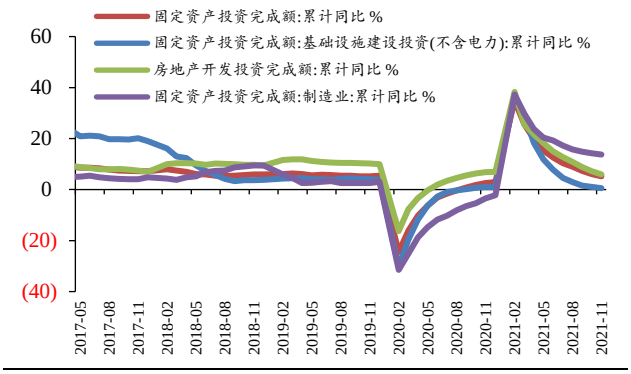
从生产高频数据来看，12 月工业生产景气略有分化，边际强度在局地疫情反复及冬奥环保限产作用下略有放缓，但总体稳中向好。在煤炭保供稳价政策下，全国主要港口煤炭调入量处于高位，电力紧张压力大幅缓解，南方八省电厂日均耗煤量显著上升。能耗双控纠偏，使工业生产有所修复，高耗能行业 PMI 为 48.7%，高于上月 1.3 个百分点，景气水平低位回升。从高频数据上看，钢铁产业链已有边际回暖迹象，虽然高炉开工率环比走弱、螺纹钢产量维持低位，但焦炉开工率、粗钢日均产量已较上月小幅回升，本轮钢铁限产或已完成；PTA 产量略有回落，但仍保持相对较高景气；汽车全钢胎、半钢胎开工率持续修复，汽车缺芯问题渐缓助力汽车产业链修复。

12 月需求端边际修复对工业生产有所支撑。在内需方面，12 月消费有望修复，30 大中城市商品房成交面积、乘用车零售同比降幅较上月边际收窄。在疫情清零政策取向下，疫情反弹仍会对线下消费场景恢复仍有不确定性，12 月局地疫情复发，生活性服务业的消费和生产恢复再受波折，但其影响或逐步钝化，12 月航空运输、餐饮、文化体育娱乐等上月受疫情影响较大的行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升。在外需方向，12 月新出口订单指数小幅回落，美国、欧洲、日本的制造业 PMI 均出现了不同程度的回落，外需景气有所下行，对出口产业链或有一定扰动影响。

3. 预计 1-12 月固定资产投资累计同比增速回落至 4.6%

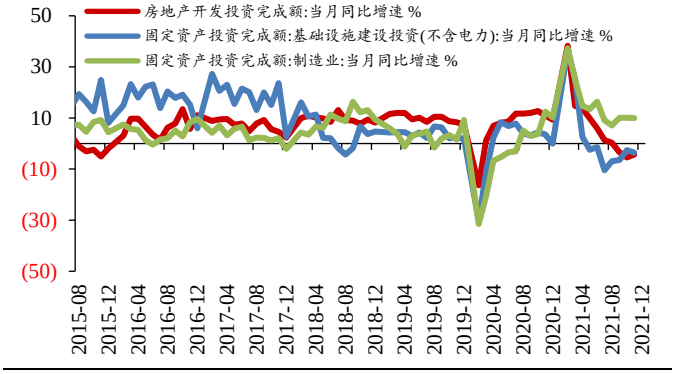
预计 1-12 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.6%，较前值回落 0.6 个百分点。受基数抬升、疫情散发等因素影响，我们预测 1-12 月份全国固定资产投资同比增速将呈现缓中趋稳的态势，但制造业投资持续调整优化。其中，房地产开发投资同比增长 5.2%，较前值回落 0.8 个百分点；基础设施建设投资（不含电力）同比增长 0.5%，与前值基本持平；制造业投资同比增长 13.5%，较前值回落 0.2 个百分点。从 12 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-3.8%、0%和 11.8%，前值分别为-4.3%、-3.6%和 10.0%。展望 2022 年，我们观察到“十四五”规划重大项目将陆续开工，“两新一重”基础设施建设稳步推进，均指向固定资产投资企稳的概率较大，2022 年有望实现 7.8%左右的增速。

图 2：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

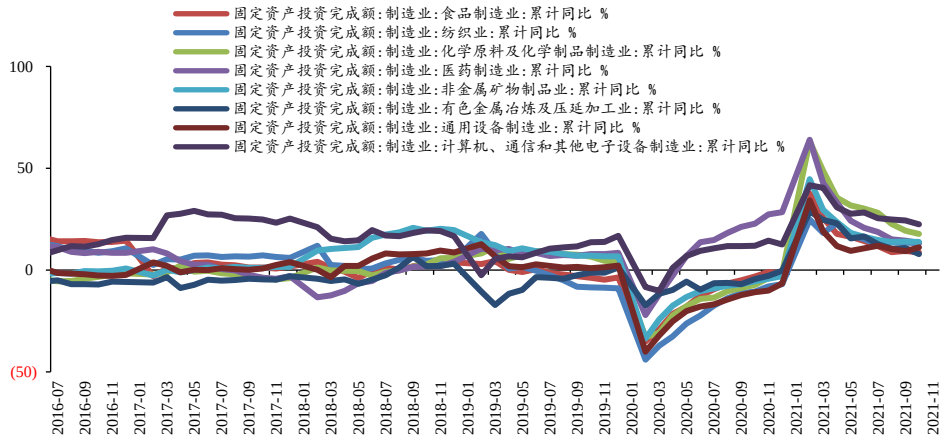
3.1. 预计 1-12 月制造业投资累计同比增速回落至 13.5%

预计 1-12 月制造业投资增速回落至 13.5%，较 1-11 月回落 0.2 个百分点，当月同比增速 11.8%（当月环比增速为 2.9%），前值为 10.0%，整体处于复苏进程中。总体看，制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社会融资规模等货币金融因素影响。我们认为，随着我国产业政策坚持“先立后破”的方针，同时考虑前期制造业企业利润较为稳健（11 月份，全国规模以上工业企业利润同比两年平均增长 12.2%；1-11 月份，制造业实现利润总额 66128.9 亿元，增长 34.5%）使得企业资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑。

分行业看，我们预计高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-11 月份，高技术产业投资同比增长 16.6%；两年平均增长 14.2%，比 1-10 月份加快 0.7 个百分点。其中，高技术制造业投资同比增长 22.2%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业投资同比分别增长 26.1%、24.7%。此外，我们判断 12 月技改投资有望继续保高速增长。今年以来，制造业企业技改投资持续高于制造业投资增速。1-11 月份，制造业企业技改投资同比增长 15.3%，高于全部制造业投资增速 1.6 个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为 41.0%，比 1-10 月份提高 0.3 个百分点。

展望 2022 年，我们预计制造业投资最有可能超市场预期，确定性强于房地产开发投资和狭义基建投资，并且在“十四五”期间持续引领固定资产投资。当前部分行业结构性支撑强劲，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但相关设备制造业投资有望形成对冲。我们重点提示，在推进碳达峰碳中和过程中，相关设备改造及产业链更新对制造业投资可能带来的正面影响，其将成为后续制造业投资走势的主驱动力。我们预计，2022 年制造业投资增速有望达到 11.1%左右。

图 4：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 基建平稳收官，22 年 Q1 发力

预计 2021 年基建（统计局口径）同比增长 0.5%，当月同比增速 0%。2021 年基建平稳收官，延续 2020 年维持正增长，我们在 2021 年 6 月提出基建低迷的预判已经验证，随着近期中央经济工作会、各地方党组会议、全国财政会议等一系列会议的召开，2022 年稳增长的基调和前置节奏已经确定，我们认为，基建作为重要的稳增长抓手，2022 年 Q1 有望显著发力进而对冲经济下行压力。

双碳政策调整，扰动因素下降。2021 年我们持续提示大宗商品价格上涨对基建产生了负向拖累，主要是抬升成本、扰动施工强度，12 月中央经济工作会确立了“先立后破”的政策基调，要求“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗‘双控’向碳排放总量和强度双控转变”，我们预计这将有利于我国中上游供给释放，大宗商品价格将逐步回落，对基建的扰动因素将有所下降。

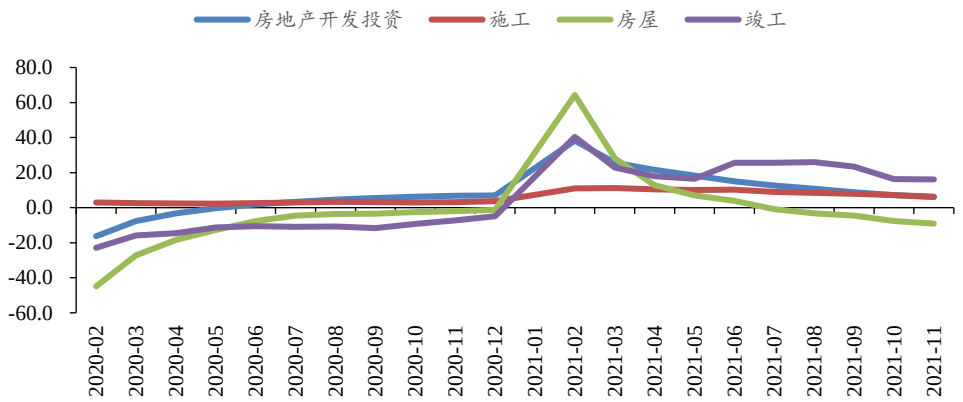
基建发力核心关注 2022 年一季度。稳字当头、政策共振推动基建发力，12 月 10 日，中央经济工作会要求稳字当头、稳中求进，各部门各地区要担负起稳定宏观经济的责任，要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前，14 日财政部党组会议也积极响应，加强财政政策与货币政策协同配合。我们认为，2022 年大概率财政前置发力稳增长，财政政策和货币政策将协同共振，专项债和配套贷款协同发力支持基建，提供充裕财力支持。**2022 年 Q1 基建增速有望超过 6%。**

后续基建发力重点关注四个方面的交叉验证：1、项目储备及审批，目前来看 2022 年基建项目储备较为扎实，发改委已经形成 2022 年项目储备清单，改善项目质量推进基建落地，同时适度超前开展基础设施投资的政策要求下，十四五中央重大项目也积极推进；2、各地方重大项目开工进展，中央经济工作会后，从公开信息来看，12 月中下旬起各地集中开工积极性有所提升；3、资金供给充足，2021 年专项债发行后置，Q4 集中发行超过万亿，并且财政部已经下达了 2022 年 1.46 万亿专项债规模，专项债资金充裕，有助于 Q1 实物工作量形成；此外，预计 Q1 央行宽信用，也会积极配合财政扩信用，服务于基建项目的配套贷款也会有所发力；4、基建产业链高频数据目前边际变化有限，后续关注其边际变化，特别是黑色、建材等原材料价量走势。

3.3. 预计 12 月地产投资当月增速跌幅继续收窄，2022 年通过保障房建设和需求端放松租购并举维稳地产

预计 2021 年 1-12 月房地产开发投资累计增速为 5.2%，地产投资当月同比增速跌幅继续收窄。三季度以来房地产融资政策出现明显的边际放松，刘鹤副总理于《必须实现高质量发展》一文中也指出房地产领域应“因城施策、分类指导，着力稳地价、稳房价、稳预期”;在此背景下，开发贷投放预计将有所提速、房企的银行间市场融资也逐步启动。11 月地产投资单月增速跌幅已经小幅收窄：一是政策局部回摆后竣工表现仍然积极，被动再投资链条持续发力；二是融资端逐渐放松后，国内信贷增速下滑幅度收敛；按揭贷款增速小幅反弹，当月增速实现 10.6%的正增长。在政策延续积极的情况下，我们预计 12 月地产投资当月同比增速跌幅将继续收窄，预计全年地产投资增速 5.2%。央行和银保监会近日出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，支持优质的房地产企业兼并收购重点房地产企业项目，也有助于防范部分地产企业债务违约的尾部风险，并助力“保交房”的政策目标。预计在 2022 年二十大的维稳背景下，地产违约风险将得到有效控制。

图 5：11 月房地产投资各项累计同比增速持续回落但下跌势头趋缓（%）



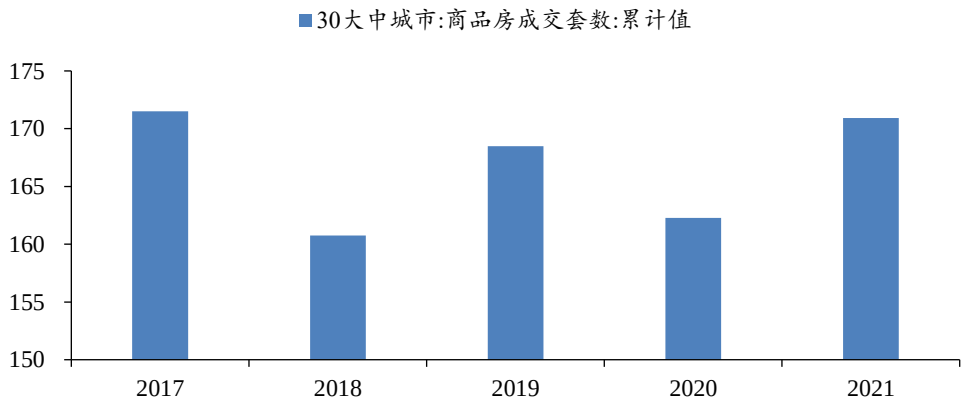
资料来源：Wind，浙商证券研究所

土地市场方面，四季度以来部分热点城市的土拍热度明显有所回暖，预计 2022 年国央企和城投平台将继续充当拿地基本盘。例如：杭州、武汉、深圳第三批集中供地全部成交（杭州、武汉和深圳第二轮集中供地的流拍率分别为 55%、26%和 5%）；北京第三轮供地 12 宗，流拍 2 宗，相较第二轮 60%的流拍率大幅改善。**土地市场的局部回暖一方面得益于国央企和城投平台积极参与发挥托底作用，**如北京当前成交的 8 宗地块中，城投平台和国企各自竞得 4 宗（部分民营企业参与联合拿地）；杭州第三轮集中供地近 50%的地块由国央企和城投平台竞得，民企参与热度也有所回暖；上海第三轮集中供地国企、央企和城投的拿地比例达到 77%。**另一方面也归功于第三轮集中供地规则的持续放松：**一是二轮集中供地部分城市试点的限房价政策取消，如广州、成都等；二是调低土地出让的保证金比例，热点城市如苏州、杭州等均有所下调。**预计 2022 年国央企和城投平台将继续在土拍中成为拿地企业的基本盘，维稳土地市场。**

长效机制调控下，地产销售回落趋势较为明显，伴随政策逐步转松以及地产悲观预期逐步纠偏，预计 2022 年销售增速将逐渐企稳，截至 12 月 27 日，30 大中城市商品房累计成交套数已达 171 万套，同比增长 5.3%，相较上月 8.8%的增速继续回落。**三四线城**

市方面，12 月至今，近 20 城发布购房鼓励政策，多以人才购房补贴为主；一二线城市方面，未来可能有进一步需求端放松政策配合房产税试点共同落地。10 月人大正式授权国务院开展房产税试点，可能在 2022 年初逐步落地，未来试点范围在一二线城市扩大后有望通过提高多套房持有成本的方式进一步释放二手房供给；除此之外，我们认为房产税试点范围进一步扩大后，银行信贷以及部分城市的限购条件也有望迎来边际放松形成政策对冲，进一步满足首套房的购房需求。

图 6：2021 年 30 大中城市商品房成交套数（万套）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2022 年主要通过两方面政策调整维稳地产投资，租购并举双管齐下发力。**一是发力保障房建设**，多数核心城市在十三五期间的保障房供应量无法满足十四五期间的新目标，边际来看亟需增加投资规模，发力保障房可能通过公积金或专项债等渠道提供资金支持。当前已公布规划的省市十四五期间计划建设保障性租赁住房近 530 万套，根据我们估算，70 大城市以及部分已规划城市十四五期间可能建设保障性租赁住房近 950 万套，考虑到稳增长诉求 2022 年可能前置发力建设超过 350 万套并有效拉动地产投资（2021 年计划建设数仅 94 万套）。

二是放开首套房政策，房产税试点落地后预计将同时配合首套房政策放松，满足人口净流入城市的住房刚需；此外，预计合理的改善性住房按揭需求也将得到有效满足，销售端政策的合理放松将刺激购房需求助力地产投资企稳。**整体看，我们继续维持 2022 年房地产投资同比增速 5.4%的判断**

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_35486