

下行压力持续，政策密集出台

核心观点：

1) 12月PMI分析：经济动能进一步走弱，但企业预期逐步改善。我们以新订单指数减去产成品库存指数衡量经济动能，12月该数值进一步走弱，为年内新低。但企业预期走强，生产经营活动预期指数连续2个月回升。保供稳价效果进一步显现，12月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数进一步滑落，特别是原材料购进价格指数，下跌4.8%至荣枯线以下，跌幅高于出厂价格（3.4%）。小企业经营压力加大。12月，大企业PMI走高，中企业走稳，而小企业景气度大幅下滑。与制造业PMI下跌走势不同的是，高技术制造业、装备制造业以及战略性新兴产业PMI均表现优异，高技术制造业PMI较11月上升0.8%至54%，战略性新兴产业PMI上升2.9%至54.2%，装备制造业PMI仅下滑0.1%至51.6%，表明尽管当前经济下行压力较大，但新兴行业持续表现优异。

2) 年末政策密集出台。一是扩内需政策逐渐清晰。在需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重影响下，经济短期面临下行压力。鉴于目前消费是主要推动力量（投资是关键边际决定力量），显然这方面政策不会缺席。从目前情况来看，占据较大比重的汽车和家电家具家装等消费将成为刺激重点。投资方面，新基建成为规划重点。但总体来看，用来对冲房地产下滑的主要抓手依然是传统基建。虽然年末基建发力并不明显，但随着年初实际工作量的落地，看好一季度基建投资表现。二是减税降费政策部分落地。国务院常务会议决定，延续实施部分个人所得税优惠政策，预计一年可减税1100亿元。2021年全国财政工作视频会议提到预计2022年全年新增减税降费达到1万亿元。基于2022年的经济下行压力，财政减税降费持续。减税降费有助于进一步巩固经济基本盘。针对个人所得税的优惠政策则有助于增加居民可支配收入，从收入层面稳定消费。根据央行第四季度城镇储户问卷调查结果可知，虽然收入感受指数和就业感受指数有所上升，消费占比也有一定提高，但储蓄占比也在进一步提升，表明储蓄意愿依然强烈。

风险提示：政策摇摆

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

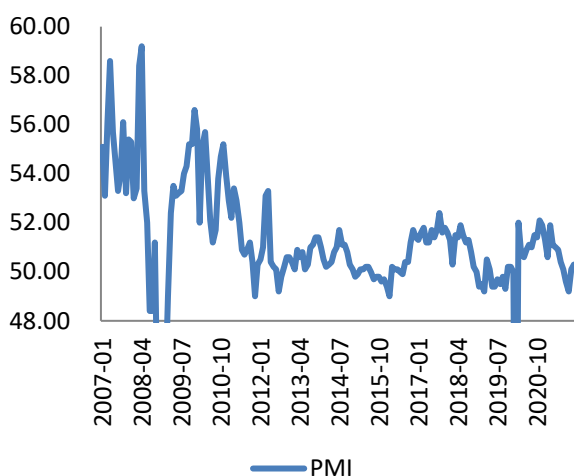
第 1 章	下行压力持续，政策密集出台.....	3
1.1.	经济动能进一步走弱	3
1.2.	消费、投资等政策密集出台	5
	免责声明.....	8

第1章 下行压力持续，政策密集出台

1.1. 经济动能进一步走弱

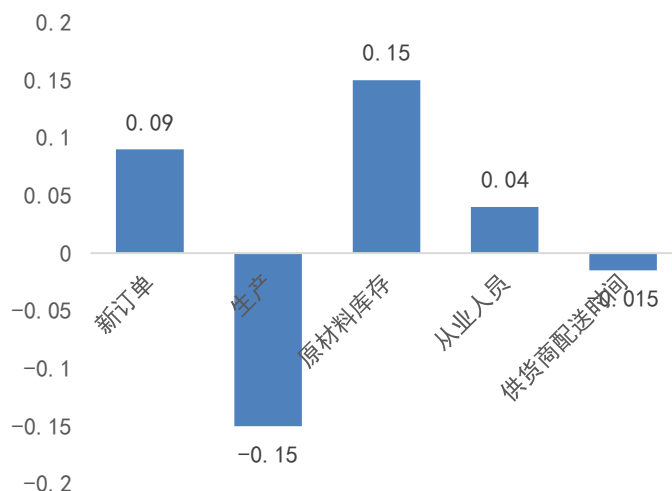
12月中采制造业PMI为50.3%，前值为50.1%，回升0.2个百分点，连续2个月上行。从其构成来看，新订单指数、原材料库存指数以及供应商配送时间是正贡献项，其中原材料库存指数贡献最大，生产指数和供货商配送时间为负贡献项。

图 1.1.1：中采制造业 PMI 连续 2 个月回升



数据来源：Wind 南华研究

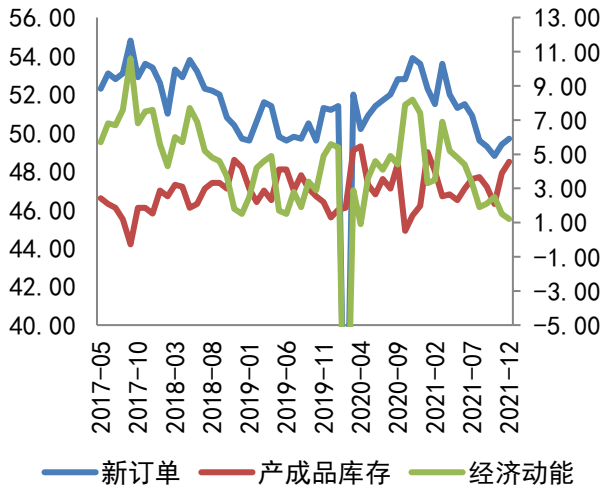
图 1.1.2：PMI 变化构成



数据来源：Wind 南华研究

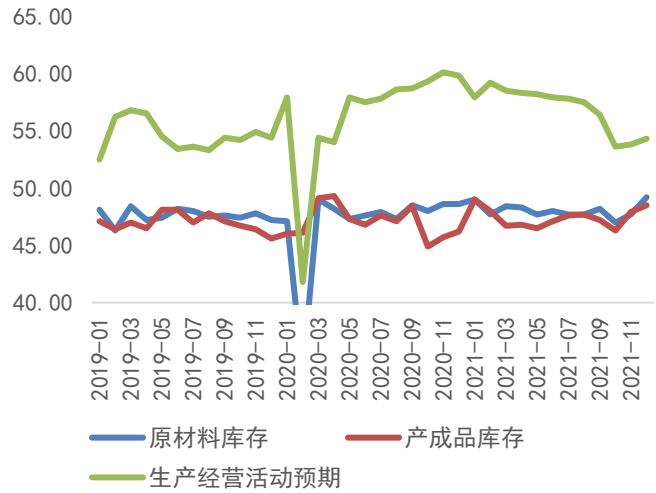
经济动能进一步走弱，但企业预期逐步改善。我们以新订单指数减去产成品库存指数衡量经济动能，12月该数值进一步走弱，为年内新低。但企业预期走强，不仅生产经营活动预期指数连续2个月回升，原材料库存指数和产成品库存指数双双回升的现象也是连续第2个月出现。虽然原材料库存指数和产成品库存指数均持续低于50，但表明企业对未来的预期相较前期改善。

图 1.1.3: 经济动能创年内新低



数据来源: Wind 南华研究

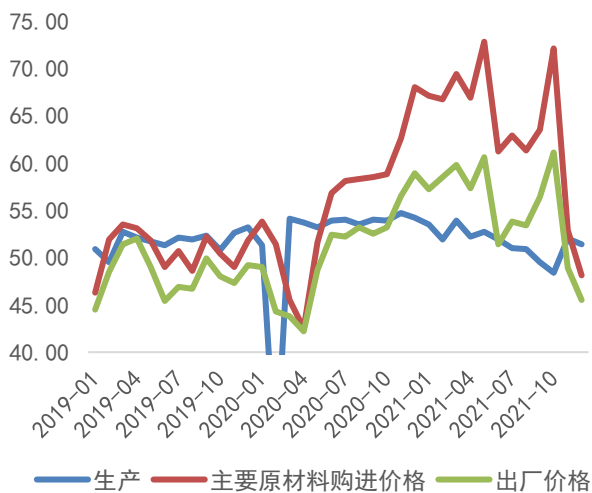
图 1.1.4: 企业预期改善



数据来源: Wind 南华研究

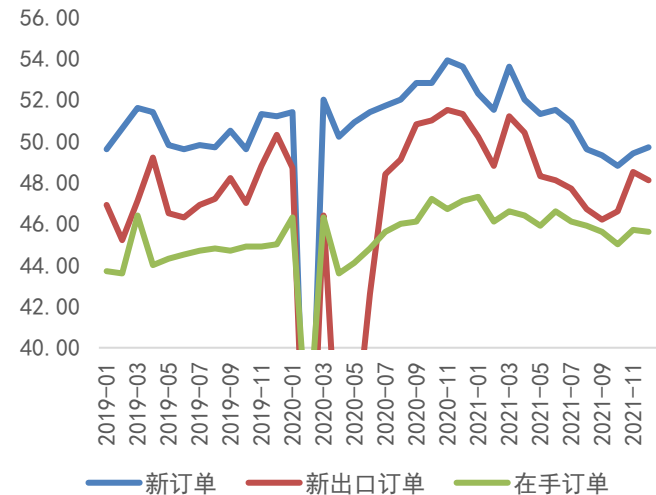
保供稳价效果进一步显现,但需求整体仍疲弱。12月,主要原材料购进价格指数和出厂价格指数进一步滑落,特别是原材料购进价格指数,下跌4.8%至荣枯线以下,跌幅高于出厂价格(3.4%)。此外,生产指数虽然较11月回落0.6%,但继续位于荣枯线以上,表明保供稳价政策效果进一步显现,原材料成本受到压制,而供给端继续修复。需求端,除新订单指数略有回升外,在手订单指数和新出口订单指数均继续下行,且三者均处于荣枯线以下,表明需求端整体依然疲软。

图 1.1.5: 保供稳价效果进一步显现



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.6: 需求依然疲软

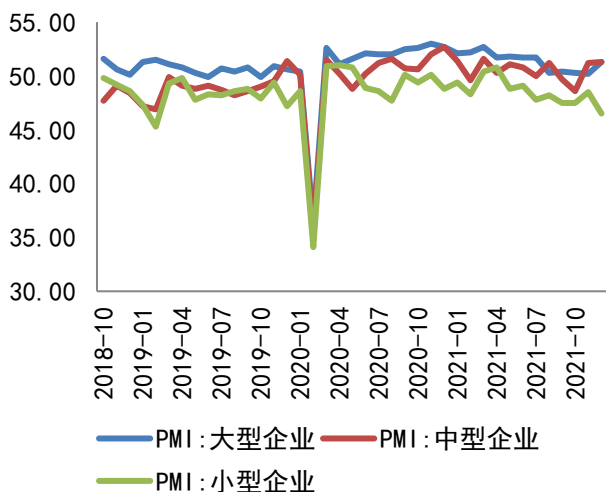


数据来源: Wind 南华研究

小企业经营压力加大。12月,大企业PMI走高,中企业走稳,而小企业景气度大幅下滑。分项来看,供需皆弱,生产指数和新订单指数均明显下滑,与此同时产成品库存略有上升,表明小企业经济动能进一步走弱。且与11月不同的是,12月,小企业生产

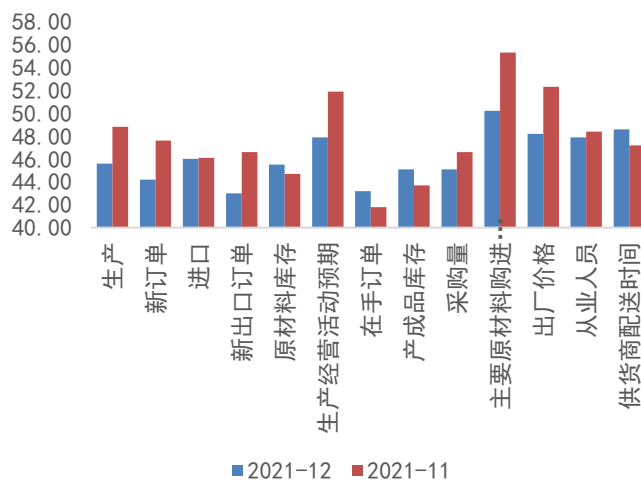
经营活动预期也在走弱，继 10 月后年内第二次跌破枯荣线。

图 1.1.7：小企业景气度大幅下滑



数据来源：Wind 南华研究

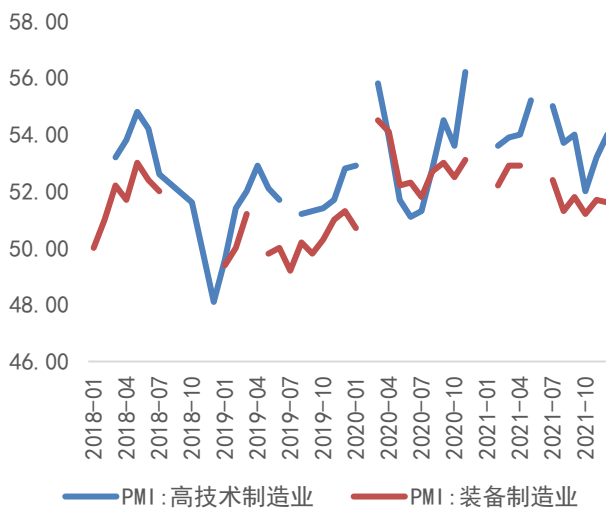
图 1.1.8：小企业 PMI 中多个分项表现恶化



数据来源：Wind 南华研究

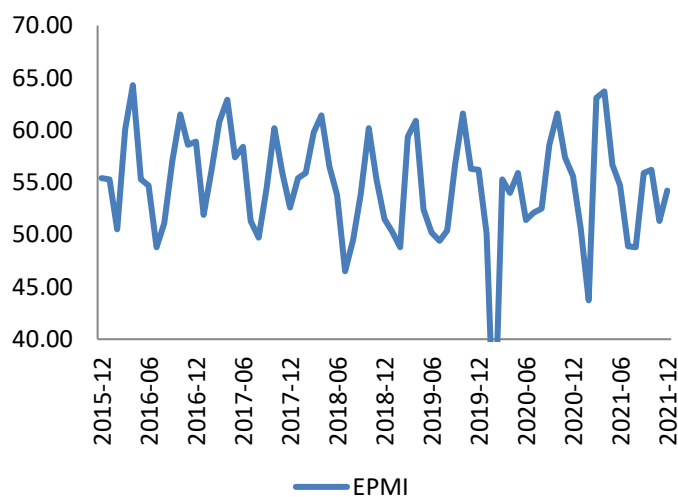
结构性亮点持续，经济持续转型升级。与制造业 PMI 下跌走势不同的是，高技术制造业、装备制造业以及战略性新兴产业 PMI 均表现优异，高技术制造业 PMI 较 11 月上升 0.8%至 54.2%，战略性新兴产业 PMI 上升 2.9%至 54.2%，装备制造业 PMI 仅下滑 0.1%至 51.6%，表明尽管当前经济下行压力较大，但新兴行业持续表现优异。

图 1.1.9：高技术制造业和装备制造业表现优异



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.10：战略性新兴产业 PMI 大部分时间均高于荣枯线



数据来源：Wind 南华研究

1.2. 消费、投资等政策密集出台

本周是 2021 年的最后一周。临近年底，相关部门发声较多，这里既包括各政府部

门开会总结过往，部署 2022 年乃至未来 5 年的重点工作，我们对其做一梳理。

1) 消费

总体目标：商务部等 22 部门发布《“十四五”国内贸易发展规划》，目标到 2025 年，社会消费品零售总额达到 50 万亿元左右；批发和零售业、住宿和餐饮业增加值达到 15.7 万亿元左右；到 2025 年，网上零售额达到 17 万亿元左右。

2020 年社会消费品零售总额为 39.2 万亿，按照 2025 年达到 50 万亿为目标计算，年化平均增速预计将达到 5%。截至今年 11 月，社零累计同比增速为 13.7%，两年平均增速约为 4.04%，略低于要求水平。但我们此处 5% 的要求水平计算起点为 2020 年，假如今年全年社零同比增速为 13.7%，则 2022 年至 2025 年，4 年平均增速只要达到 3% 即可满足要求。

促消费抓手：《规划》提出，要鼓励有条件的地区开展汽车下乡和以旧换新，健全报废机动车回收利用体系，加大新能源汽车推广应用，积极发展汽车后市场。促进家电家具家装等消费，健全废旧家电、消费电子等耐用消费品回收处理体系。

全国商务工作电视电话会议部署 2022 年重点工作。会议要求，提升传统消费能级，加快新型消费发展，办好消费促进活动，补齐城乡流通短板，加快建设现代流通体系，促进消费升级，增强消费对经济发展基础性作用。

在需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重影响下，经济短期面临下行压力。对于 2022 年，市场普遍关注的是政策端，以及受政策影响较大的基建和房地产，消费整体并不太受到关注。但鉴于目前消费是主要推动力量（投资是关键的边际决定力量），显然这方面政策不会缺席。从目前情况来看，占据较大比重的汽车和家电家具家装等消费将成为刺激重点。

2) 投资

关注房地产税：12 月 27 日，全国财政工作视频会议在北京召开，会议提出，“做好房地产税试点准备工作。”

10 月 23 日，全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定。当时市场预期房地产税具体方案可能年内出台。但是随着经济下行压力逐步显现，房地产税方面的声音逐渐弱化。如今再次提到“做好房地产税试点准备工作”，表明政府层面将逐步完成部署，何时正式推出，何时公布具体方案仍有待政策考量，主要还是基于经济运行情况的考量。

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_35585

