

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email: zhouyue@r.qlzq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@r.qlzq.com.cn

**相关报告****投资要点**

- 12月份主要宏观数据即将公布，我们基于指标趋势的判断，结合高频数据和政策的边际变化，对各项数据进行前瞻，供投资者参考。
- **工业：需求偏弱，供给季节性放缓。**需求端，12月内需边际改善但仍低于枯荣线，外需边际放缓，总体需求端仍偏弱，内需表现不如外需。供给端，12月产成品库存和原材料库存升高，大宗商品等原材料价格回落，双控限产逐步放松导致企业补库存意愿回升，供给端有所恢复，但生产可能季节性走弱。预计12月工业增加值同比增速小幅下降0.2个百分点至3.6%。
- **固投：地产基建预计继续走弱。**12月建筑业PMI56.3%，同比降低4.4pct，建筑业新订单PMI50%，同比降低5.8pct。地产方面，12月商品房交易同比降幅收窄，总体购地意愿仍然偏弱。基建方面，12月新增专项债发行不及预期，项目进度季节性放缓。预计12月制造业仍是亮点，房地产投资和基建投资是主要拖累，固投累计同比增速下降0.2个百分点至5%。
- **社零：国内疫情反复，拖累消费复苏。**12月服务业PMI52%，环比上升0.9pct，同比下降2.8pct。服务业新订单PMI48.2%，环比上升0.3pct，同比下降3pct。12月可选消费品汽车日均销量同比增速由负转正，环比增长5.7%，国内整体消费环境回暖态势未变，预测12月社零同比增速提升0.5个百分点至4.3%。
- **外贸：进出口同比增速预计双降。**出口方面，需求端，12月美国Markit制造业PMI57.8%，欧元区制造业PMI58%，均较上月环比降低，同比增加，12月海外需求仍较强。供给端，12月PMI新出口订单指数小幅下滑，但仍高于7-11月的景气水平，武汉，宁波，珠江等重要进出口枢纽集装箱运价指数全部上涨，出口仍有韧性。进口方面，12月PMI进口指数48.2%，同比增长0.2pct，环比增长0.1pct，大宗商品价格高企支撑进口增长。预测12月出口同比增速放缓4个百分点至18%，进口同比增速放缓11.7个百分点至20%。
- **物价：PPI、CPI同比涨幅回落。**12月CRB现货指数同比回落，环渤海动力煤、螺纹钢、水泥、PMI主要原材料购进价格指数均较上月有所回落，但是价格仍然高企。12月28种重点监测蔬菜蔬菜价格周均值环比回落0.5pct，同比增加5.8pct，猪肉平均批发价周均值环比回升0.03pct，同比降低44.5pct。预测12月PPI同比增速放缓1.9个百分点至11%，CPI同比增速放缓0.5个百分点至1.8%。
- **金融：社融增速预计小幅回升。**12月30大中城市商品房成交面积环比增长16.6%，可能带动居民中长期贷款继续回升；汽车日均销量同比增速由负转正，环比回暖，有望带动居民短期贷款环比改善；房企拿地情绪仍然低迷，地产开发投资增幅将继续回落，同时受基建投资拖累，预计企业中长期贷款增速进一步放缓。12月票据利率一度降至零附近，表明商业银行票据冲量需求较强，可能和实体融资需求整体偏弱、银行放贷储备项目不足有关，预计12月新增人民币贷款降至1万亿。直接融资方面，股票融资波动不大，企业债净融资额约为2000亿元。政府债券净融资额约为9500亿元。预测12月新增社融2.1万亿元。考虑到新增社融规模和社融存量环比变动之间的口径差别，预测社融存量同比增速为10.2%，较前值回升0.1个百分点。
- **GDP：四季度增速可能破“4”。**考虑到第一产业占比较小，生产法统计的GDP主要受第二产业和第三产业增速变动的的影响。因此我们使用工业生产增速和服务业生产指数增速来拟合GDP季度同比增速，从2017年以来的季度频率数据样本看，拟合度超过95%。参考对于12月份工业生产和服务业增速的预测假设，分别计算出两个指标四季度的平均增速，从而拟合出四季度GDP增速约为3.7%，对应的全年增速为8%。不过，四季度两年复合同比增速为5.1%，较三季度（4.9%）上升0.2个百分点。
- **风险提示：**预测模型和方法不够准确，高频数据更新不及时或提取失误。

## 内容目录

|                     |        |
|---------------------|--------|
| 一、工业：需求偏弱，供给季节性放缓   | - 4 -  |
| 二、固投：地产基建预计继续走弱     | - 5 -  |
| 三、社零：国内疫情反复，拖累消费复苏  | - 7 -  |
| 四、外贸：进出口同比增速预计双降    | - 8 -  |
| 五、物价：PPI、CPI 同比涨幅回落 | - 10 - |
| 六、金融：社融增速预计小幅回升     | - 13 - |
| 七、GDP：四季度增速可能破“4”   | - 15 - |

## 图表目录

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 图表 1: 12 月宏观数据预测                   | - 4 -  |
| 图表 2: 11 月工业增加值同比增速上升 (%)          | - 4 -  |
| 图表 3: 三大类别同比增速分化 (%)               | - 4 -  |
| 图表 4: 12 月产成品库存指数上升 (%)            | - 5 -  |
| 图表 5: 12 月上中下游主要行业开工率继续下降 (%)      | - 5 -  |
| 图表 6: 11 月固定资产投资同比增速回升 (%)         | - 6 -  |
| 图表 7: 12 月商品房和土地成交持续下滑 (%)         | - 6 -  |
| 图表 8: 12 月石油沥青装置开工率仍处低位 (%)        | - 7 -  |
| 图表 9: 12 月基建投资季节性走低 (亿元)           | - 7 -  |
| 图表 10: 12 月建筑业 PMI 继续下降 (%)        | - 7 -  |
| 图表 11: 11 月社零同比增速回落 (%)            | - 8 -  |
| 图表 12: 11 月可选消费增速涨幅大于必选消费 (%)      | - 8 -  |
| 图表 13: 12 月服务业 PMI 恢复 (%)          | - 8 -  |
| 图表 14: 12 月汽车销量恢复 (%)              | - 8 -  |
| 图表 15: 11 月进出口两年复合增速双双上行 (美元计价, %) | - 9 -  |
| 图表 16: 12 月美欧制造业 PMI 位于高景气区间 (%)   | - 9 -  |
| 图表 17: 12 月 PMI 新出口订单减少 (%)        | - 10 - |
| 图表 18: 12 月国内出口集装箱指数继续上涨 (%)       | - 10 - |
| 图表 19: 12 月 PMI 进口指数小幅回升 (%)       | - 10 - |
| 图表 20: 分项 PPI 环比表现分化 (%)           | - 11 - |
| 图表 21: 12 月 CRB 指数同比增速回落 (%)       | - 11 - |
| 图表 22: 12 月动力煤、螺纹钢价格下跌 (元/吨)       | - 11 - |
| 图表 23: 12 月水泥价格指数回落 (%)            | - 12 - |
| 图表 24: 12 月 PMI 主要原材料购进价格指数回落 (%)  | - 12 - |
| 图表 25: 11 月 PPI 同比回落, CPI 同比冲高 (%) | - 12 - |

图表 26: 12 月蔬菜批发价上涨、猪肉批发价回落 (元/公斤) ..... - 13 -

图表 27: 新增信贷结构拆分 (亿元) ..... - 13 -

图表 28: 新增社融结构拆分 (亿元) ..... - 14 -

图表 29: 12 月新增人民币贷款规模通常季节性回落 (亿元) ..... - 14 -

图表 30: 根据工业增加值和服务业生产增速可以推断出 GDP 增速 (%) ..... - 15 -

12 月份主要宏观数据即将公布，我们基于指标趋势的判断，结合高频数据和政策的边际变化，对各项数据进行前瞻，供投资者参考。

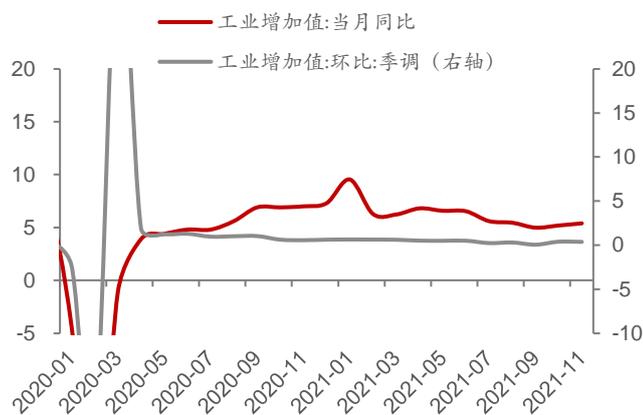
**图表 1: 12 月宏观数据预测**

| 单位: %、亿元    | 2021-06 | 2021-07 | 2021-08 | 2021-09 | 2021-10 | 2021-11 | 2021-12 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 工业增加值:当月同比  | 8.3     | 6.4     | 5.3     | 3.1     | 3.5     | 3.8     | 3.6     |
| 固定资产投资:累计同比 | 12.6    | 10.3    | 8.9     | 7.3     | 6.1     | 5.2     | 5.0     |
| 社零消费:当月同比   | 12.1    | 8.5     | 2.5     | 4.4     | 4.9     | 3.9     | 4.3     |
| 出口:当月同比(美元) | 32.2    | 19.3    | 25.6    | 28.1    | 27.1    | 22.0    | 18      |
| 进口:当月同比(美元) | 36.8    | 28.1    | 33.1    | 17.6    | 20.6    | 31.7    | 20      |
| CPI:当月同比    | 1.1     | 1.0     | 0.8     | 0.7     | 1.5     | 2.3     | 1.8     |
| PPI:当月同比    | 8.8     | 9.0     | 9.5     | 10.7    | 13.5    | 12.9    | 11      |
| 新增人民币贷款     | 21200   | 10800   | 12200   | 16600   | 8262    | 12700   | 10000   |
| 新增社融        | 37009   | 10752   | 29729   | 29018   | 15899   | 26100   | 21000   |
| 社融存量:累计同比   | 11.0    | 10.7    | 10.3    | 10.0    | 10.0    | 10.1    | 10.2    |
| GDP (同比)    |         |         |         | 4.9     |         |         | 3.7     |

来源: WIND, 中泰证券研究所

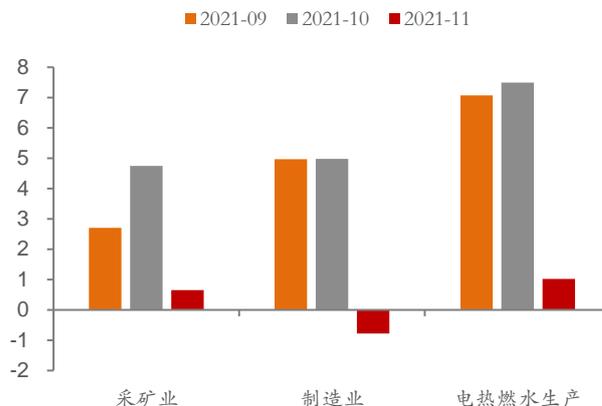
## 一、工业: 需求偏弱, 供给季节性放缓

11 月生产恢复, 工业扩张进一步加快。11 月全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%, 两年复合同比增长 5.4%, 季调后环比增长 0.37%, 较上月分别增长 0.3pct、下降 0.2pct 和下降 0.02pct。分类别来看, 采矿业同比增长 6.2%、较上月上升了 0.2pct。电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 11.1%, 增速与上个月持平。受高技术和装备制造业带动, 制造业同比增长 2.9%, 较上月上升了 0.4pct, 其中, 电子行业同比增长 13.5%, 继续保持两位数增长。

**图表 2: 11 月工业增加值同比增速上升 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年同比增速为两年复合增速

**图表 3: 三大类别同比增速分化 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年同比增速为两年复合增速

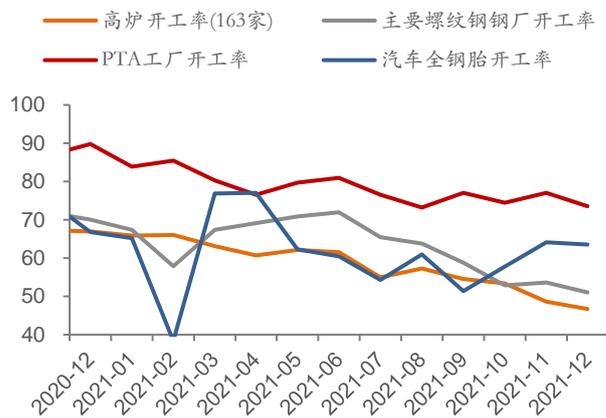
需求端仍偏弱, 内需恢复不如外需。内需方面, 12 月 PMI 新订单指数为 49.7%, 环比回升 0.3pct, 内需边际改善但仍低于枯荣线。PMI 新订

单与 PMI 产成品库存之差可以反映出商家未来生产的积极性，即新订单多于产成品库存，需求旺盛，为了满足订单需求商家加大生产，12 月 PMI 新订单高于 PMI 产成品库存 1.2%，9 月以来逐渐收窄，内需变弱。外需方面，受奥密克戎病毒影响，全球供应链备受挑战，PMI 新出口订单指数 48.1%，环比下降 0.4pct，外需边际放缓。总体需求较弱，且内需恢复弱于外需。

**企业补库存意愿回升，但生产季节性走弱。**12 月 PMI 生产指数 51.4%，环比下降 0.6pct，但位于荣枯线以上，制造业 PMI 50.3%，环比上升 0.2pct。12 月产成品库存和原材料库存升高，大宗商品等原材料价格回落，双控限产逐步放松导致企业主动补库存意愿强烈，供给端有所恢复。冬季是工业生产淡季，12 月份 163 家厂家高炉开工率，主要螺纹钢厂家开工率、PTA 工厂开工率和汽车全钢胎开工率继续下降，分别环比下降 1.9pct、2.6pct、3.5pct 和 0.6pct，季节性回落。

**图表 4：12 月产成品库存指数上升（%）**


来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 5：12 月上中下游主要行业开工率继续下降（%）**


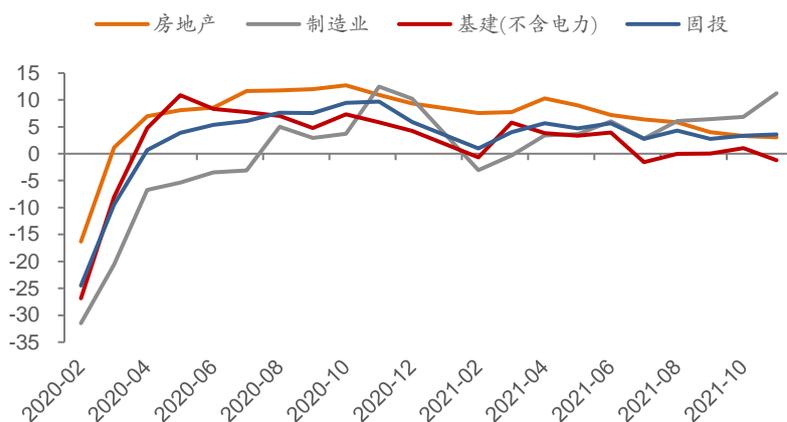
来源：WIND，中泰证券研究所

**预计 12 月全国规模以上工业增加值同比增速小幅下降 0.2 个百分点至 3.6%，季调后环比增速小幅下降至 0.35%。**

## 二、固投：地产基建预计继续走弱

制造业投资加速恢复，基建和地产投资是主要拖累。1-11 月固定资产投资累计同比增长 5.2%（前值 6.1%），11 月两年复合同比增速 3.6%（前值 3.4%）。分项来看，制造业投资加速修复，11 月同比增速 9.97%（前值 10.14%），单月两年复合同比增速为 11.2%（前值 6.9%），基建投资和地产投资 11 月同比增速持续为负，分别为 -7.8%（前值 -4.89%）和 -4.3%（前值 -5.4%），单月两年复合同比增速分别为 -1.2% 和 3.0%（前值分别是 1.0% 和 3.3%），均明显放缓。

**图表 6: 11 月固定资产投资同比增速回升 (%)**

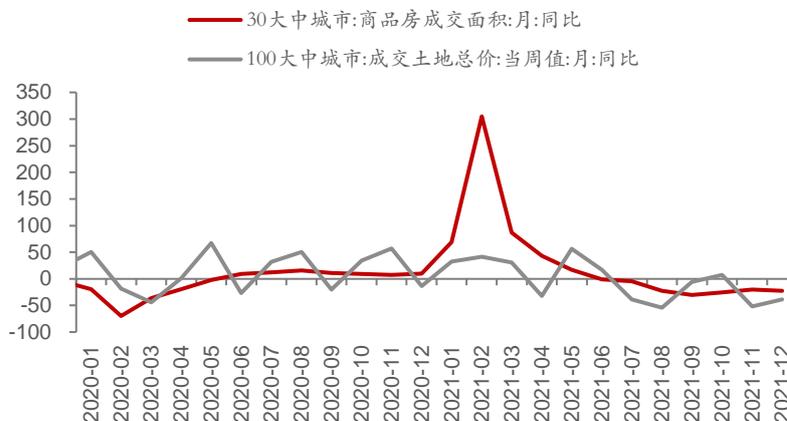


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年同比增速为两年复合增速

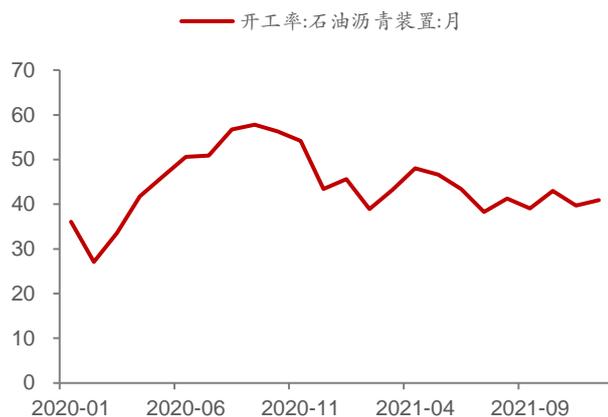
**商品房交易市场疲软, 土地成交意愿仍弱。**从新房成交情况来看, 12 月份 30 大中城市商品房成交面积同比增速为-22.79%, 较上个月上升 16.6pct, 销售市场有所回暖, 但是仍较为疲软。从土地成交来看, 12 月份 100 大中城市成交土地总价同比增速为-38.61%, 较上个月跌幅收窄, 总体购地意愿仍偏弱。

**图表 7: 12 月商品房和土地成交持续下滑 (%)**

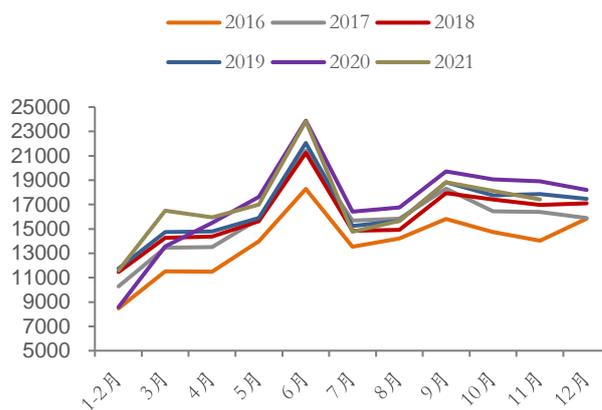


来源: WIND, 中泰证券研究所

**12 月新增专项债发行不及预期, 项目进度季节性放缓。**12 月地方债发行规模有所下降, 地方债共计发行 3179 亿元, 环比减少 3625 亿元, 其中新增一般债 125 亿元, 新增专项债 1011 亿元。新增专项债实际/计划发行比为 0.87。从高频数据来看, 12 月石油沥青开工率环比上升 1.18pct, 同比下降 5.76pct, 从历年数据来看, 基建投资往往于 12 月呈现季节性走低, 预计 12 月基建投资仍保持低位。

**图表 8: 12 月石油沥青装置开工率仍处低位 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 9: 12 月基建投资季节性走低 (亿元)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

12 月固定资产投资同比增速大概率放缓, 拖累主要来自基建和地产投资。12 月建筑业 PMI56.3%, 同比降低 4.4pct, 建筑业新订单 PMI50%, 同比降低 5.8pct。预计 1-12 月固定资产投资累计同比增速减缓 0.2 个百分点至 5%左右。

**图表 10: 12 月建筑业 PMI 继续下降 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

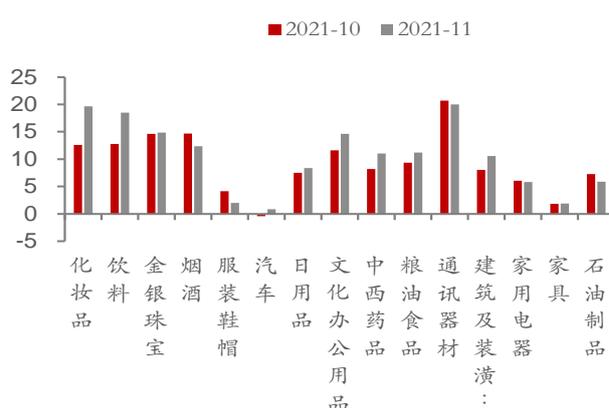
### 三、社零: 国内疫情反复, 拖累消费复苏

11 月消费小幅回落, 可选消费提升明显。11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%, 两年复合同比增速 4.4%, 较上月分别降低 1pct 和 0.15pct。从消费结构来看, 限额以上消费增速放缓, 限额以下消费增速加快。可选消费增速较必选消费同比增速快。网上零售保持较快增长, 与国内“双十一”购物节等促销活动带动消费有关。虽然疫情对国内消费品市场造成一定冲击, 但是消费品市场整体复苏态势未变。

**图表 11: 11 月社零同比增速回落 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

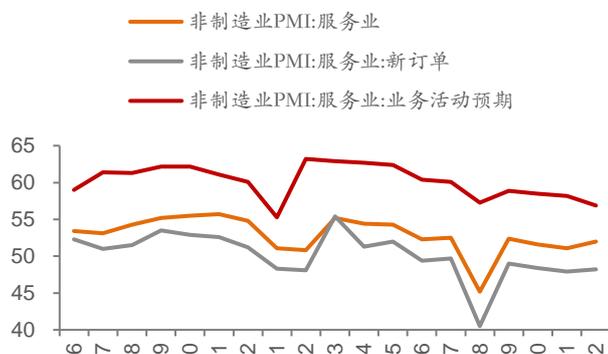
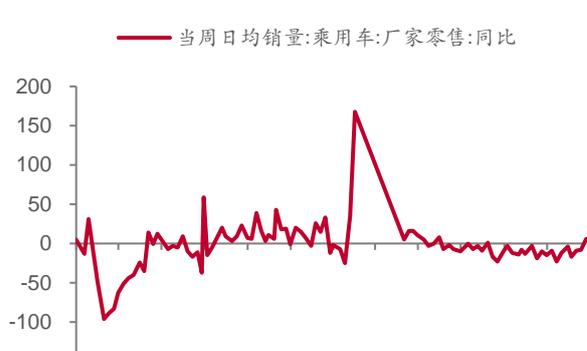
注: 2021 年为两年复合增速

**图表 12: 11 月可选消费增速涨幅大于必选消费 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年为两年复合增速

12 月服务业 PMI52%，环比上升 0.9pct，同比下降 2.8pct。服务业新订单 PMI48.2%，环比上升 0.3pct，同比下降 3pct。服务业业务活动预测值 56.9%，环比下降 1.3pct，同比下降 3.2pct。服务业有所恢复，由于国内多地区疫情反复，服务业业务活动预期仍不乐观。从高频数据来看，12 月大宗可选消费品汽车日均销量同比增速由负转正，环比增长 5.7%，一定程度反映出国内整体消费环境回暖，预计消费品市场继续呈复苏态势，预测 12 月社零同比增速提升 0.5 个百分点至 4.3%。

**图表 13: 12 月服务业 PMI 恢复 (%)**

**图表 14: 12 月汽车销量恢复 (%)**


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\\_35668](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35668)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn