

评级：看好

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

相关研究

- 紧跟政策与疫情，伺机而动
- 12 月贸易数据点评：出口放缓但仍显韧劲，谨防下行渐近
- 12 月金融数据点评：宽信用暂不显著，发力或在路上

核心观点

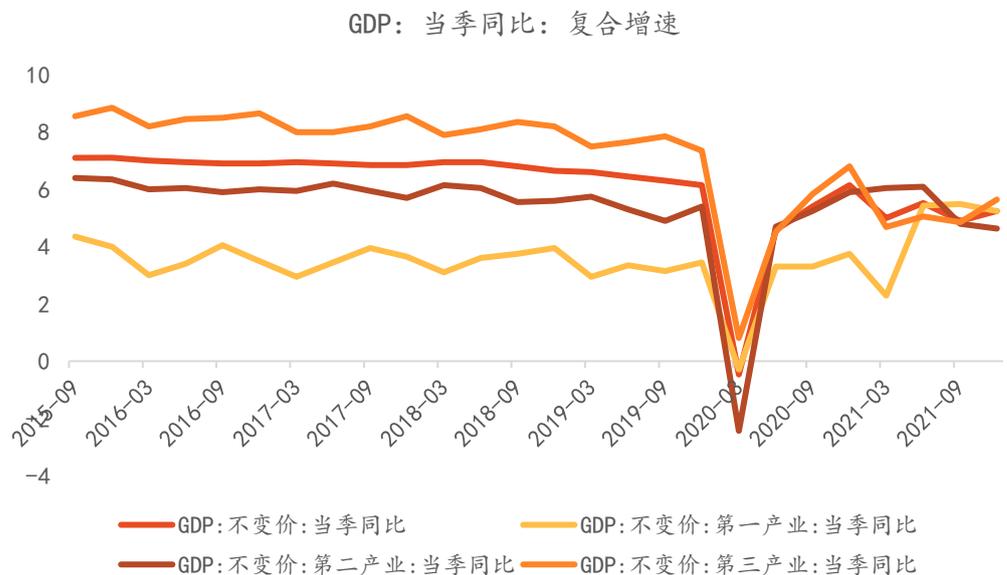
- 12 月经济动能趋弱，房地产在 11 月反弹之后再次大幅下行对经济形成拖累，而市场期待的基建稳增长不及预期，消费也再次转弱，虽然三产和工业有亮点，但离疫情前的增速水平尚有差距。
- **经济弱勢，三产反弹。**2021 年四季度 GDP 复合同比为 5.24%，其中一、二产的增速较三季度有所下降，三产同比增速为 5.65%，为去年全年的高点。总体而言，四季度的经济增长虽然边际上有所反弹，但主要由三产拉动，而且从月度数据来看，三产在 12 月份有弱化的趋势。
- **服务业有韧性，但拖累仍不小。**2021 年四季度疫情较三季度无论是在广度还是深度上都远为严重。在此背景下，服务业受到的冲击小于 8 月份，其中受疫情影响严重的餐饮在 12 月份降幅有所缩窄，进一步显示了服务业的韧性。但是，12 月份的社零数据反映的是消费全面走弱，社零总额同比增速为 3.1%，弱于 11 月份的 4.4%，或指向消费动能不足。
- **工业生产继续回暖，制造业投资维持高增。**12 月工业增加值两年复合增速为 5.8%，较 11 月 5.4% 进一步上升 0.4 个百分点。黑色行业、汽车行业、采矿业是主要拉动力量。制造业投资维持高增，复合同比增速为 11.02%，一方面或得益于信用宽松效果逐渐显现，另一方面制造业 2021 年全年利润保持高增，也有利于制造业投资提速。
- **房地产大幅下滑，基建不及预期。**房地产基本面恶化，各项指标再次下滑。政策乏力导致 12 月商品房销售、房屋新开工面积、房屋竣工面积复合同比较 11 月份分别下降 1.21、5.12、8.21 个百分点。12 月除了制造业投资维持高增以外，其余投资分项缺乏亮点，房地产开发投资、基建投资复合同比分别为 -2.98%、-0.32%，较前值下降 6.01 个百分点和 0.22 个百分点。固定资产投资复合同比为 3.92%，较前值微增 0.33 个百分点。
- **央行发力，维稳可期。**尽管四季度 GDP 增速边际回升，但考虑到投资和消费的下行压力，房地产的再次探底，经济增长动能明显趋弱，亟待政策托底。或基于此，央行于 1 月 17 日降息，并在节奏和力度上均超出市场预期。但后续可能需要更多、更强的政策形成合力，才能真正维稳经济。
- 风险提示：全球经济修复不及预期，疫情超预期

12 月经济动能趋弱，房地产在 11 月反弹之后再次大幅下行对经济形成拖累，而市场期待的基建稳增长不及预期，消费也再次转弱，虽然三产和工业有亮点，但离疫情前的增速水平尚有差距。因此，央行于 1 月 17 日开展 7000 亿元中期借贷便利操作和 1000 亿元公开市场逆回购操作，并各降低两者利率 10 个 BP，在节奏和力度上均超出市场预期，再次释放维稳经济的信号。

1 经济弱势，三产反弹

2021 年四季度实际 GDP 由于高基数原因，同比增速从第三季度的 4.9% 放缓至 4.0%，但四季度 GDP 复合同比为 5.24%，较三季度增加 0.34 个百分点，进一步确定三季度为去年经济的底部。一、二产的同比增速分别为 5.24%、4.63%，较三季度分别下降 0.24 和 0.17 个百分点，三产同比增速为 5.65%，较三季度增加 0.80 个百分点，为去年全年的高点。总体而言，四季度的经济增长虽然边际上有所反弹，但主要由三产拉动，而且从月度数据来看，三产在 12 月份有弱化的趋势。

图 1：GDP 复合增速



资料来源：Wind, 首创证券

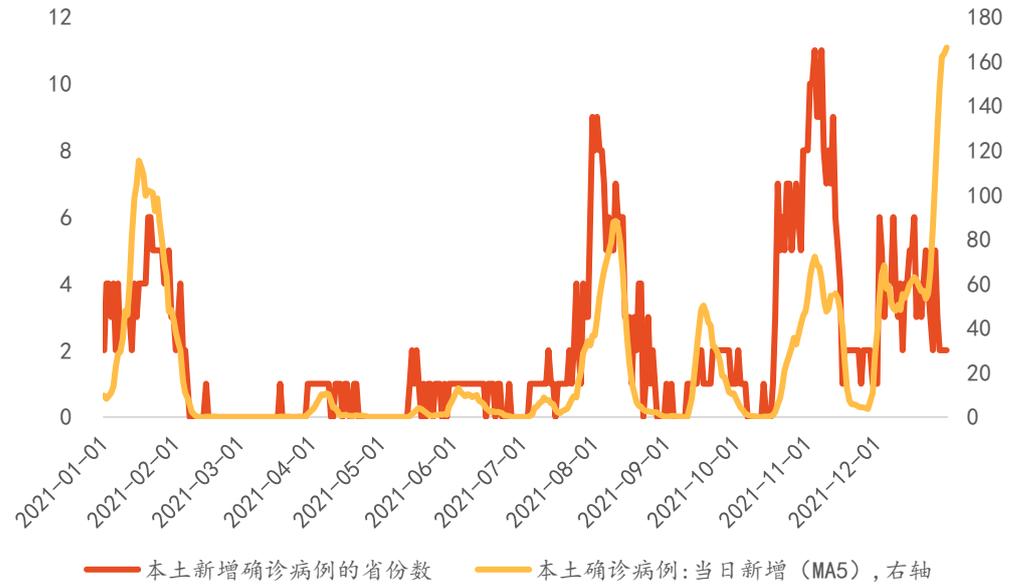
2 服务业有韧性，但拖累仍不小

2021 年国内疫情四季度较三季度无论是在广度（每日有新增本土病例的省份数）和深度（每日新增确诊病例数）上都远为严重，特别是在 11 月份。在此背景下，服务业受到的冲击小于 8 月份的情形，显示服务业在对疫情脱敏。

首先，从此前公布的 PMI 指数可以窥见 12 月服务业对疫情脱敏，12 月服务业 PMI 录得 52.00%，不仅处于景气扩张区间，并较 11 月份上升了 0.90 个百分点。

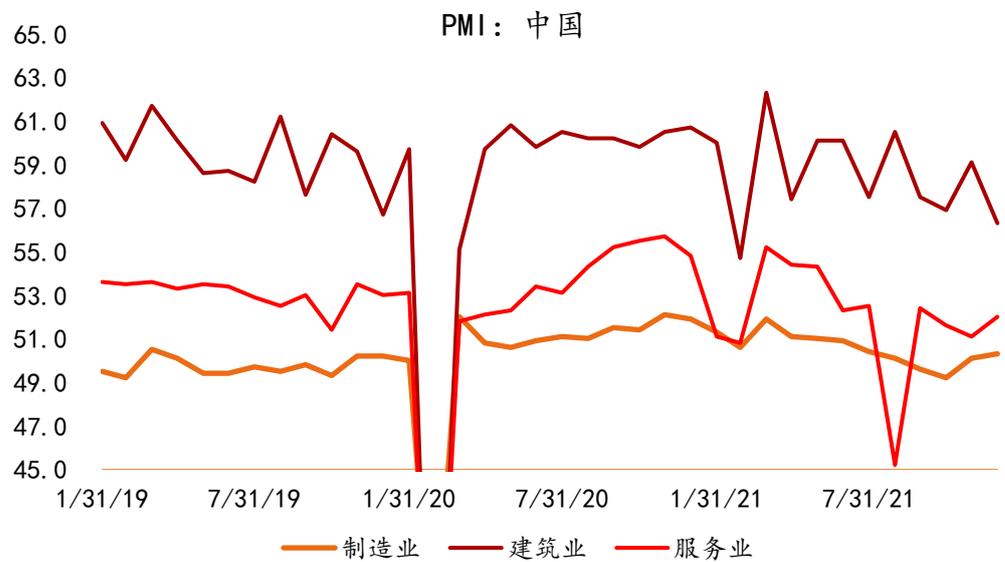
其次，从服务业生产指数复合同比也可以印证上述结论。该项指数复合同比在 2021 年 7、8、9 月分别录得 5.63%、4.40%、5.30%，而在 10 月、11 月、12 月分别录得 5.59%、5.52%、5.32%，两相比较，可以直观地看到四季度服务业生产指数既没有出现明显的砸坑现象，也没有出现大幅的增速下滑，平均增速比三季度高。

图 2： 四季度疫情较三季度严重



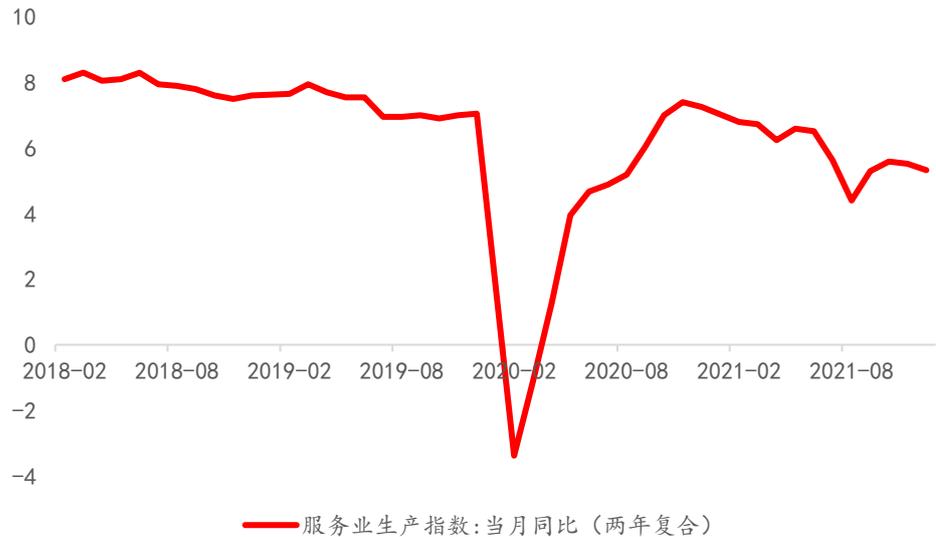
资料来源：Wind, 首创证券

图 3： PMI



资料来源：Wind, 首创证券

图4： 服务业生产指数:当月同比（两年复合）

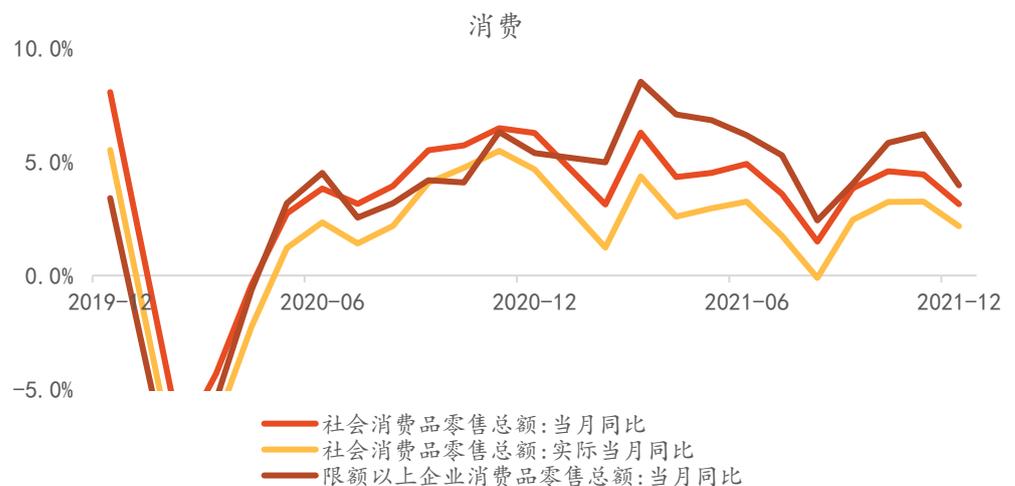


资料来源：Wind, 首创证券

消费对疫情脱敏。观察社零指标的两年复合同比变动，我们发现，实际社零和限额以上企业消费品零售总额 10 月的增速均高于 7 月，而在疫情严重的 11 月同比增速与疫情缓和的 6 月持平。特别是，我们发现受疫情影响最严重的餐饮在 12 月份降幅有所缩窄，可见，随着疫情防控的精细化管理能力不断提升，社会对于疫情的适应性在增强，一些新的消费习惯可能也已形成，只要疫情不出现根本性的变化，消费有望进一步修复。

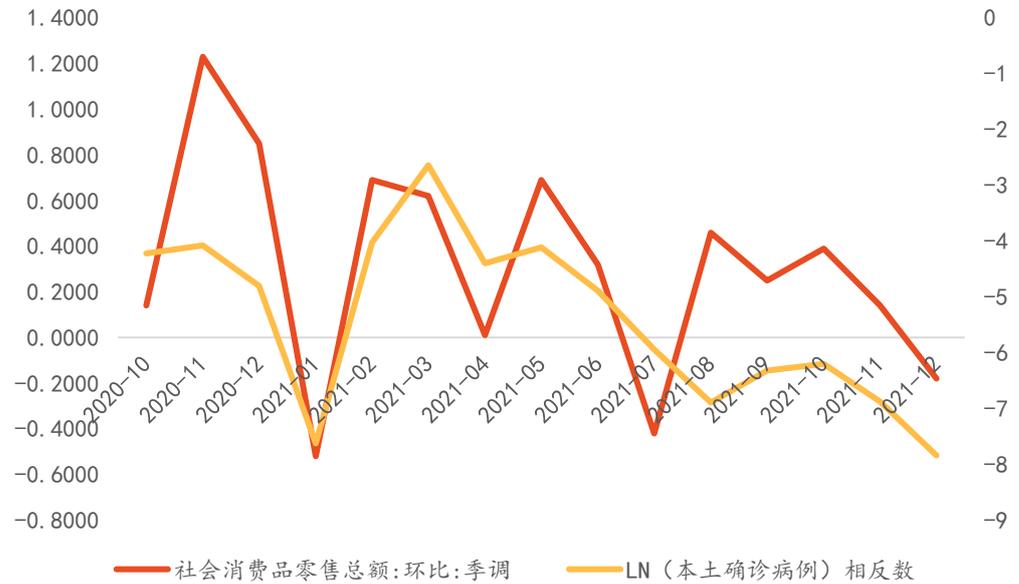
但是，12 月份的社零数据是全面走弱的，更进一步，我们从消费分项可以看到，大部分分项在 12 月份全面走弱，既包括地产后周期分项如家用电器、家居、建筑装潢等，也包括通讯器材、汽车、商品零售、服装鞋帽等，可能指向经济动能趋弱对消费复苏有负向影响。

图5： 社零复合同比



资料来源：Wind, 首创证券

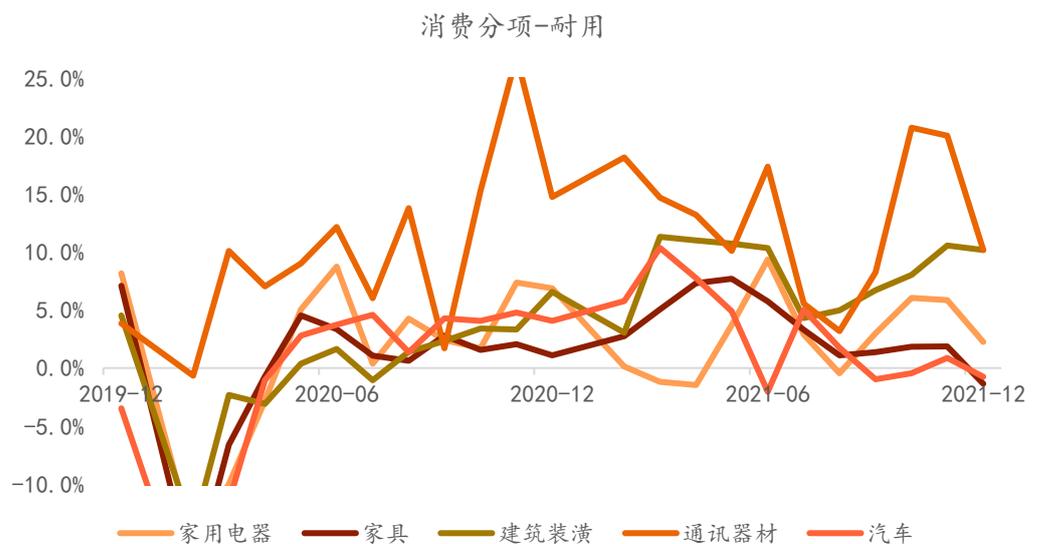
图 6: 消费对疫情持续脱敏



资料来源: Wind, 首创证券

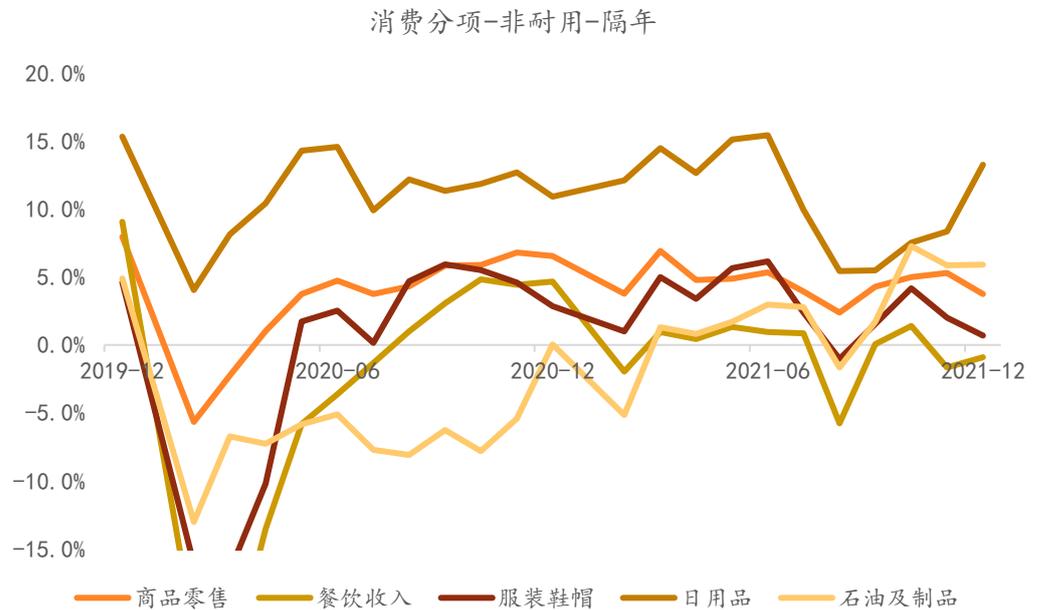
从消费分项来看, 耐用消费品在去年 12 月份普遍走弱, 受房地产拖累, 地产后周期分项, 如家用电器、家居、建筑装潢 12 月复合同比增速分别为 2.2%、-1.4%和 10.2%, 较前值分别下降 3.6、3.2 和 0.4 个百分点; 非耐用消费品则出现分化, 日用品复合同比 12 月份为 13.3%, 继续高增, 较前值上升 5 个百分点; 石油及制品受 12 月份油价走低影响, 同比增速 5.9%, 高位走平; 此外, 商品零售和服装鞋帽增速有所放缓, 而餐饮降幅有所收窄, 也能看出消费在对疫情脱敏。

图 7: 耐用品消费



资料来源: Wind, 首创证券

图 8：非耐用品消费



资料来源：Wind, 首创证券

3 工业生产继续回暖，制造业投资维持高增

2021年12月工业增加值两年复合同比增速为5.8%，较11月5.4%进一步上升0.4个百分点。其中，黑色行业生产增速较11月上行5.2个百分点，汽车行业增速较11月上行3.3个百分点，采矿业较11月上行2.0个百分点。

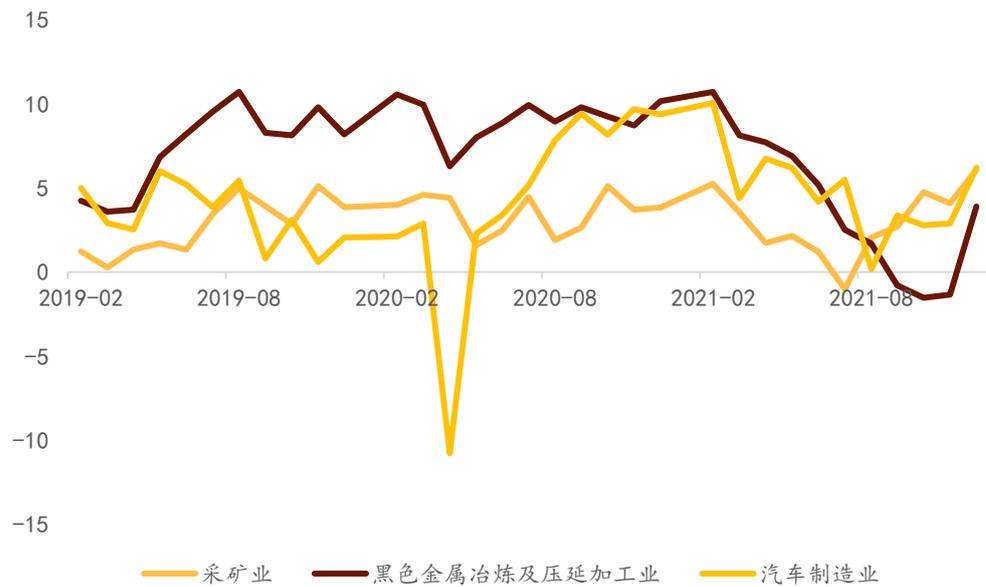
12月制造业投资维持高增，复合同比增速为11.02%，较前值微降0.19个百分点。一方面或得益于信用宽松效果逐渐显现，12月15日，国务院总理李克强主持召开国常会，提到要进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持，加大对制造业支持，社融增速触底反弹之后，制造业是受益者；另一方面制造业2021年全年利润保持高增，也有益于制造业投资提速。

图 9： 工业增加值:当月同比:两年平均增速



资料来源: Wind, 首创证券

图 10： 工业增加值分项复合同比



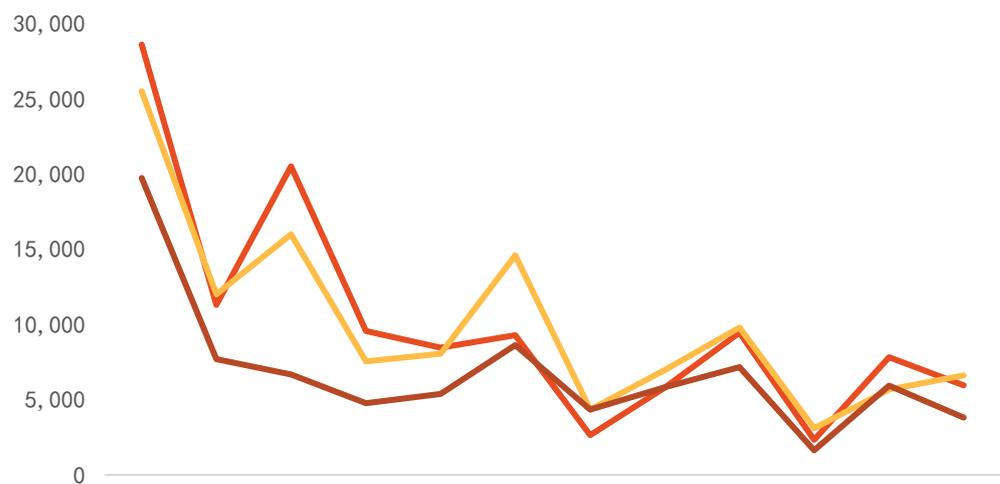
资料来源: Wind, 首创证券

图 11：制造业投资



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：金融机构：新增人民币贷款：企(事)业单位：当月值



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_36249

