

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

从 12 月经济数据看降息

2022 年 1 月 17 日

摘要:

- **工业增加值增速同比延续回升态势。**12 月份,工业增加值同比增长 4.3%,比上月加快 0.5 个百分点。分项来看,采矿业、制造业是工业生产的主要拉动项。由于国内供给约束继续放松和基建投资需求升温,采矿业同比增长 7.3%。高技术制造业维持高增速,加之汽车制造业生产规模回升,制造业增加值同比增长 3.8%。
- **制造业投资韧性较强,基建投资显著反弹,房地产指标重回下行。**上游原材料价格下降,叠加中下游部分行业涨价,制造业投资韧性较强。前期政策要求基建尽快在去年年末、今年年初形成实物工作量,加上专项债发行进度加快,12 月经济工作会议后基建明显发力。从当月同比来看,广义基建投资从上月的-7.1%快速反弹至 3.5%。房地产指标 11 月小幅回暖后,12 月重回下行,显示政策放松目前未见成效。11 月,在多地放款速度提升,房贷利率调低的推动下,地产销售小幅回暖。而本期销售面积下降幅度再次扩大,一是由于 11 月地产需求集中释放,二是对期房竣工的担忧情绪上升,以及对房价上涨的预期减弱,导致部分购房者选择观望。销售疲弱也致使其他地产数据延续低迷。
- **疫情多点爆发再次对消费修复形成拖累。**12 月份,社会消费品零售总额同比增长 1.7%,比上月回落 2.2 个百分点。从结构上来看,本期消费的拖累项包括:一是疫情影响线下消费与出行;二是房地产后周期消费疲弱;三是汽车消费由于高基数原因同比增速下降。
- **从 12 月经济数据看降息。**四季度 GDP 同比增速略超预期,主要源自于工业生产与制造业投资的高景气。而工业生产和制造业投资均与出口的高景气有着密切的关系,这意味着当下我国经济在增长放缓的同时,也具有对外需依赖较强的特征。但往后看,未来出口增速回落是大概率事件,这将对去年以来受益于出口高增长的行业造成冲击。与此同时,地产和消费偏弱,体现出内需的压力也在逐步增大。我们推测 1 月 17 日央行降息有三个目的:一是如果不稳定居民对于地产的预期,房地产行业难以扭转下沉趋势。本次降息之后,预计 1 月 20 日(本周四)将会相应宣布 1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 调降,此举有望对地产销售、投资形成提振,促进房地产市场平稳健康发展。二是 2022 年财政发力已成为市场的共识。宽财政需要宽货币配合,稳定财政发债的资金成本;宽货币也需要财政发力以达到宽信用的目的。三是近期美联储态度转“鹰”,最早可能于 2022 年 3 月加息,因此央行抓住一季度的窗口期提前进行了降息操作。
- **风险因素:**疫情变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。

目 录

一、工业增加值增速同比延续回升态势	3
二、制造业投资韧性较强，基建投资显著反弹，房地产指标重回下行	4
三、疫情多点爆发再次对消费修复形成拖累	6
四、从 12 月经济数据看降息	7
风险因素	8

图 目 录

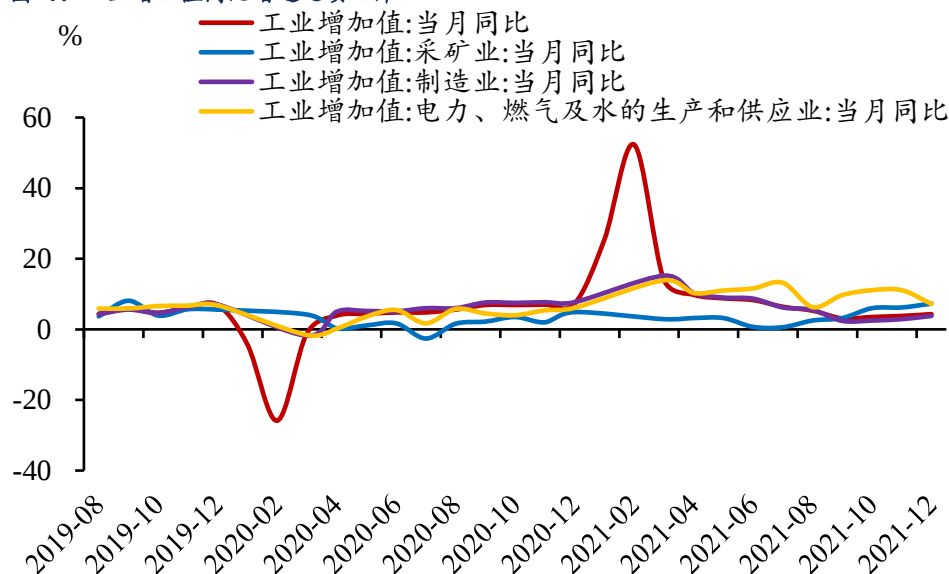
图 1：工业增加值同比增速延续回升	3
图 2：12 月各行业增加值同比	4
图 3：制造业各行业投资增速	5
图 4：三线城市销售压力较大	6
图 5：制造业投资维持韧性，房地产投资快速回落	6
图 6：疫情反弹影响消费修复	7



一、工业增加值增速同比延续回升态势

工业增加值同比增速延续回升态势。12月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.3%，比上月加快0.5个百分点；两年平均增长5.8%，比上月加快0.4个百分点。从环比看，12月份，规模以上工业增加值比上月增长0.42%，较上月加快0.05个百分点。分项来看，采矿业、制造业是工业生产主要拉动项。由于国内供给约束继续放松和基建投资需求升温，采矿业同比增长7.3%，较上月加快1.1个百分点。制造业方面，高技术制造业维持高增速，加之汽车制造业生产规模回升，制造业增加值同比增长3.8%，较上月加快0.9个百分点。

图 1：工业增加值同比增速延续回升

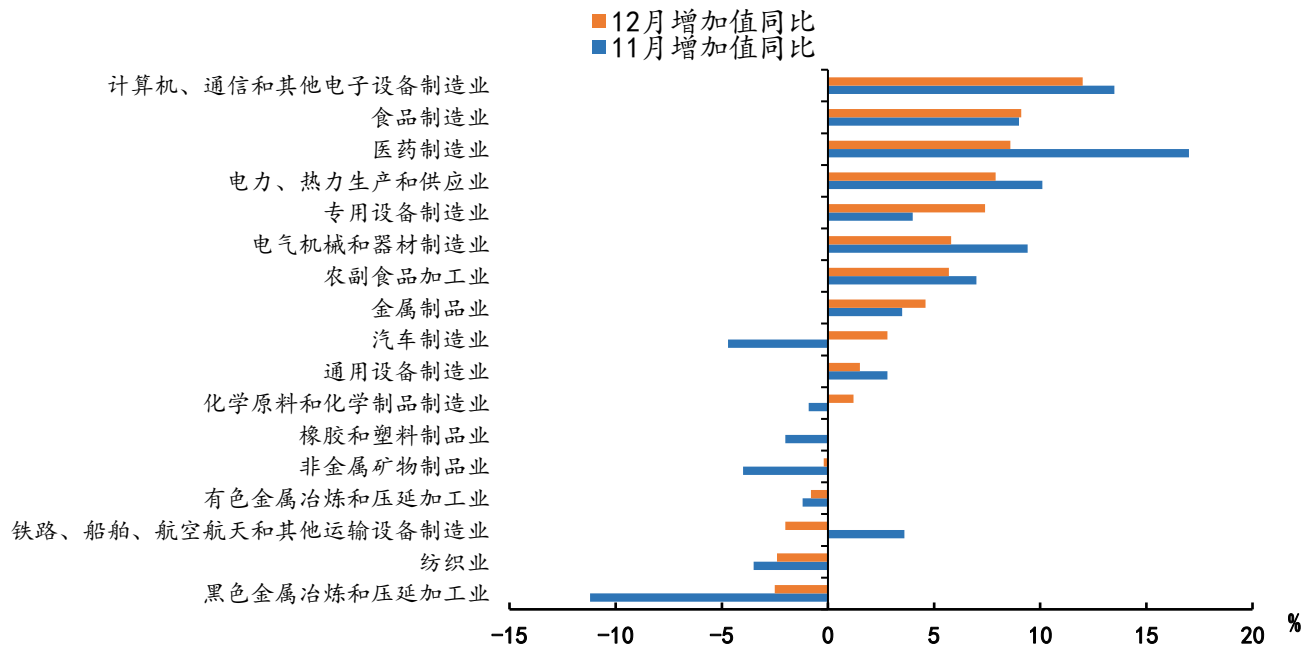


资料来源:万得, 信达证券研发中心

出口链表现亮眼，汽车制造业增加值显著改善。Omicron 变种毒株在全球范围内扩散，海外供应链修复放缓，带动我国 12 月出口维持高景气。本期出口链增加值表现亮眼，计算机通信、电器机械、专用设备等行业增加值延续较高增速。另外，近期“缺芯”问题有所缓和，汽车生产显著改善。

同时，黑色、有色冶炼、非金属矿物等高耗能产业同比降幅大幅收窄。12 月黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业同比分别下滑 2.5%、0.8%和 0.2%，降幅比上月收窄 8.7、0.4、3.8 个百分点。

图 2：12 月各行业增加值同比



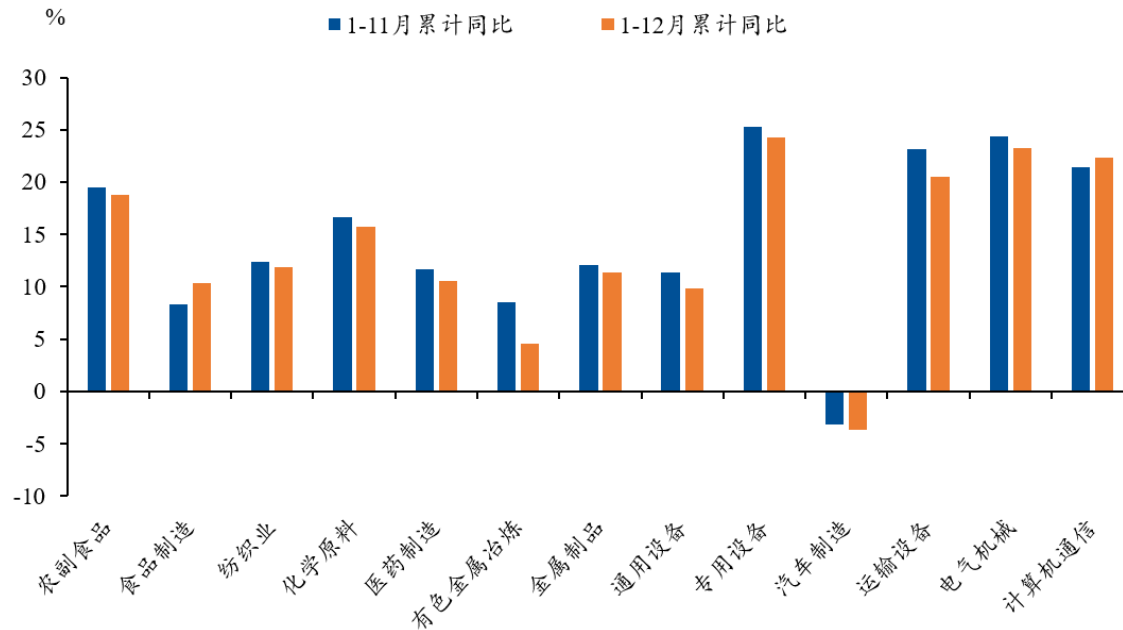
资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、制造业投资韧性较强，基建投资显著反弹，房地产指标重回下行

1-12 月份，固定资产投资（不含农户）544547 亿元，同比增长 4.9%，比 1-11 月份回落 0.3 个百分点；两年平均增长 3.9%，与 1-11 月持平。

上游原材料价格下降，叠加部分行业涨价，制造业投资韧性较强。1-12 月，制造业投资同比增长 13.5%，较上月下滑 0.2 个百分点。一是 12 月大宗商品价格下降速度加快，中下游行业成本压力有所缓解，资本开支意愿随之加强。二是 9 月以来，下游行业的多家上市公司纷纷宣布涨价，尤其是食品制造行业调味品、速冻食品、零食、白酒等众多消费品提价情况较多。提价有助于增厚企业的盈利空间，带动相关行业投资，可以看到本期食品制造行业投资同比有明显上升。三是出口链投资维持较高增速。另外，制造业投资保持韧性与 12 月 PMI 制造业新订单指数环比提高的表现较为一致。

图 3：制造业各行业投资增速

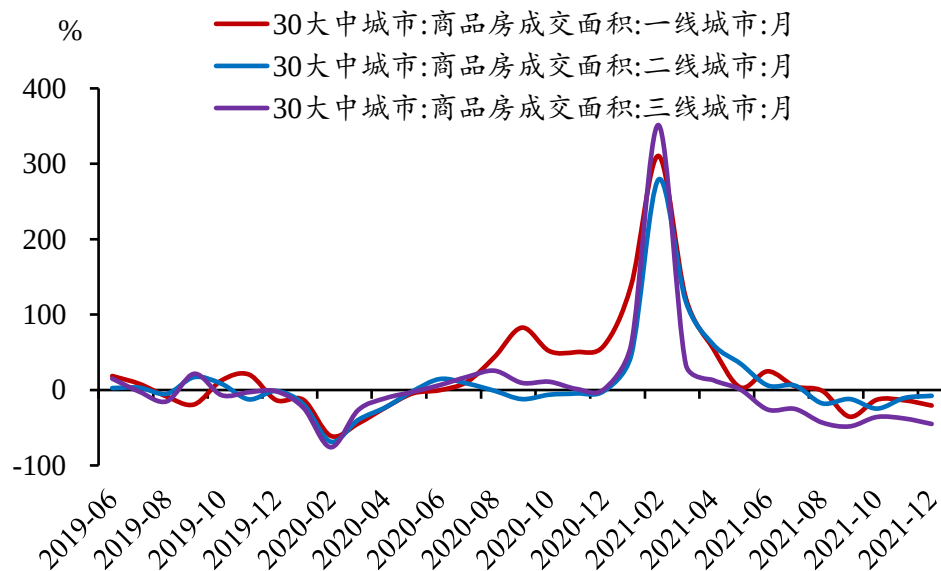


资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资当月同比由负转正，快速反弹。1-12 月份基础设施投资同比增长 0.4%，增速比 1-11 月下降 0.1 个百分点，降幅有所收窄。前期政策要求基建尽快在去年年末、今年年初形成实物工作量，加上专项债发行进度加快，12 月经济工作会议后基建明显发力。从当月同比来看，广义基建投资从上月的-7.1%快速反弹至 3.5%。

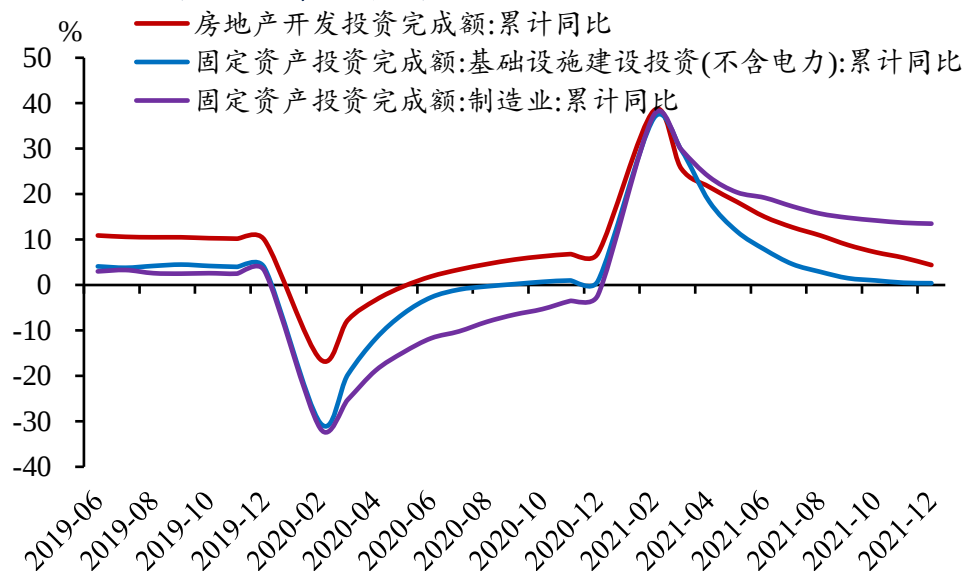
房地产指标 11 月小幅回暖后，12 月重回下行，政策放松目前未见成效。先看房地产销售，本月全国商品房销售面积 21302.3 万平方米，同比下降 15.6%，降幅较上月扩大 1.7 个百分点。11 月，在多地放款速度提升，房贷利率调低的推动下，地产销售小幅回暖。而本期销售面积下降幅度再次扩大，一是由于 11 月地产需求集中释放，二是对期房竣工的担忧情绪上升，和对房价上涨的预期减弱，导致部分购房者选择观望。其中，三线城市的销售面积下降尤为严重。销售疲弱也致使其他地产数据延续低迷。新开工面积单月同比-31.2%，前值为-21.0%。施工面积单月同比-35.4%，前值为-24.7%；竣工单月同比 1.9%，低于前值的 15.4%。房地产投资进一步探底，12 月单月同比-13.9%，前值为-4.3%。

图 4：三线城市销售压力较大



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：制造业投资维持韧性，房地产投资快速回落



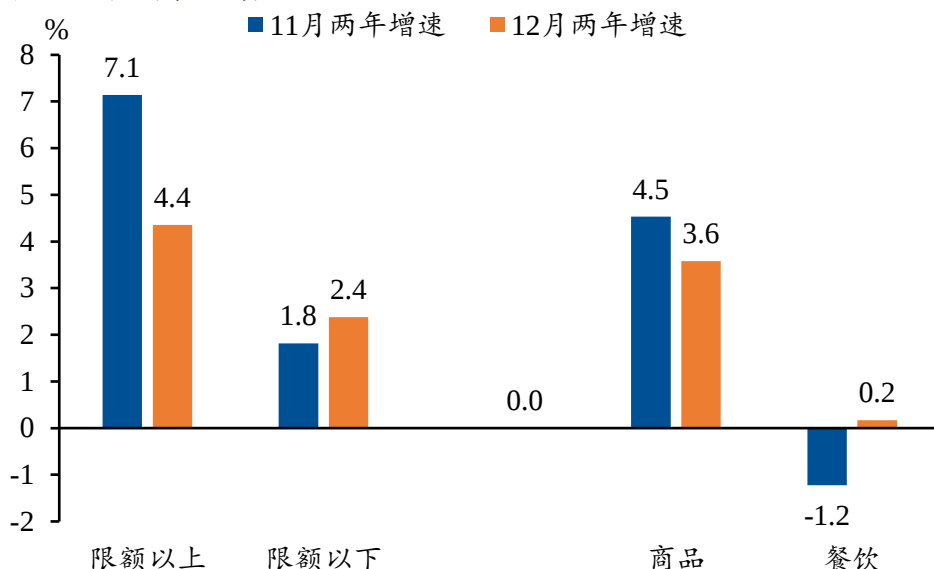
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、疫情多点爆发再次对消费修复形成拖累

疫情多点爆发再次对消费修复形成拖累。12 月份，社会消费品零售总额 41269 亿元，同比增长 1.7%，比上月回落 2.2 个百分点。从结构上来看，本期消费的拖累项包括：一是疫情影响线下消费与出行，餐饮收入同比增速为 -2.2%，仍处负区间；二是房地产后周期消费疲弱，家用电器和音像器材类的同比增速为 -6.0%、家具类为 -3.1%；三是汽车消费由于高基数原因同比增速下降，中汽协口径，12 月乘用车销量为 242 万辆，同比增长 2.0%。其中新能源汽车同比增速为 113.9%。



图 6：疫情反弹影响消费修复



资料来源:万得, 信达证券研发中心

四季度居民收入同比增速下滑，K型分化格局仍未缓解。2021 年全年，全国居民人均可支配收入 35128 元，比上年同期名义增长 9.1%，两年平均增速 6.9%，较三季度降低 0.2 个百分点。2021 年全年，全国居民人均可支配收入中位数是平均数的 85.3%，较一至三季度上升 1 个百分点，说明疫情后的 K 型分化格局仍未缓解。

四、从 12 月经济数据看降息

四季度 GDP 同比增速略超预期，主要源自于工业生产与制造业投资的高景气。四季度 GDP 同比增长 4.0%，较三季度回落 0.9 个百分点，但略高于市场预期的 3.8%。在前文的分析中，我们可以发现工业生产和制造业投资均与出口的高景气有着密切的关系，这意味着当下我国经济增长放缓的同时，也具有对外需依赖较强的特征。往后看，尽管新一波海外疫情将一定程度上对我国出口形成支撑，但未来出口增速回落仍是大概率事件，这将对去年以来受益于出口高增长的行业造成冲击。

与此同时，地产和消费偏弱，对我国经济增长形成拖累。12 月地产链数据仍未好转，体现出了居民在房价上涨预期偏弱，销售不佳的情况下，房企拿地、开工的意愿趋弱。消费方面，1 月以来河南、天津、深圳等地区疫情出现反复，国内已有 6 地发现奥密克戎毒株，再加上春节临近，各地积极倡导就地过年，这将进一步限制接触性、社交性消费复苏。由此看来，内需的压力也在逐步增大。

1 月 17 日，中国人民银行开展 7000 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 1000 亿元公开市场逆回购操作。下调 1 年期 MLF 利率 10BP 至 2.85%，下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.10%。

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_36253

