

周度经济观察

——如何理解经济数据和货币政策的超预期

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2022 年 1 月 18 日

内容提要

2021 年四季度经济的回暖主要源于服务业的大幅走强。考虑到去年底以来国内疫情形势再次恶化，服务业这一恢复的持续性存疑，叠加房地产实物量数据的持续下滑，预计今年一季度经济仍然存在不小的下行压力。

本次央行的降息无论在时点还是在幅度上均超市场预期，这一操作反映了监管当局对冲经济下行的迫切性。在经济增长动能偏弱的背景下，央行货币政策的宽松存在加码的可能。

当前宏观经济和政策选择使得债券市场利率系统性抬升的风险较小，收益率仍处于震荡甚至小幅下行的过程之中。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

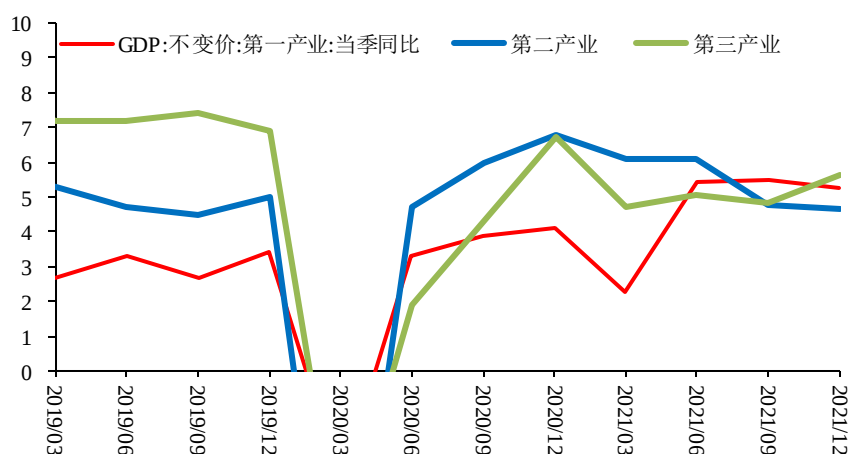
一、服务业短期推升经济增速

2021 年四季度国内 GDP 单季实际同比 4%，两年复合实际同比 5.2%，较三季度回升 0.3 个百分点；单季名义同比 9.4%，两年复合名义同比 8.2%，较三季度回升 0.6 个百分点，经济出现小幅回暖。

从两年复合增速来看，建筑业的减速导致第二产业实际增速小幅下滑 0.2 个百分点；而四季度疫情形势总体较三季度出现缓和，进而推动第三产业增速大幅回升 0.7 个百分点，对经济形成主要支撑。

合并而言，2021 年四季度经济的回暖主要源于服务业的大幅走强，考虑到去年底以来国内疫情形势再次恶化，服务业这一恢复的持续性存疑，叠加房地产实物量数据的持续下滑，预计今年一季度经济仍然存在不小的下行压力。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

1、工业生产加速下滑

2021 年四季度规模以上企业工业增加值两年复合增速 5.5%，较三季度小幅抬升 0.2 个百分点。

月度层面，2021 年 12 月工业两年复合增速为 5.8%，较 11 月回升 0.4 个百分点。从已经公布的行业数据看，黑色、非金属矿物制品等上游行业出现普遍走强。而电气机械及器材、医药、农副食品加工等下游行业表现偏弱。

物量数据的表现类似，粗钢、水泥、原煤、焦炭、铁矿石产量均出现上升。

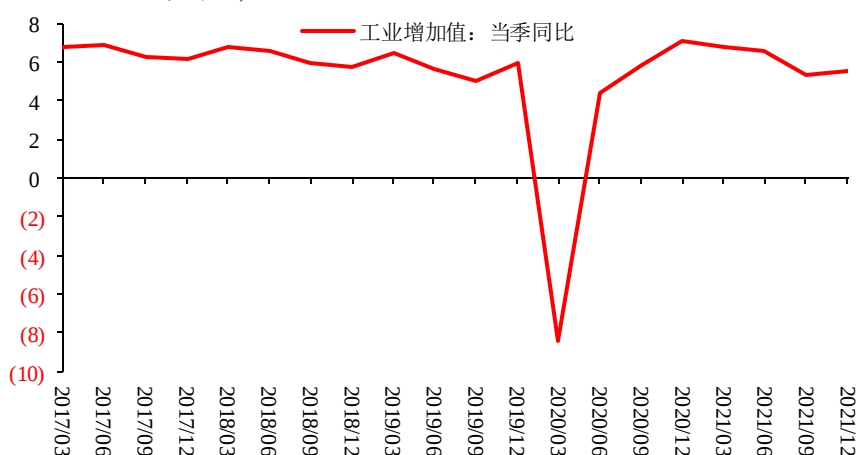
价格层面，12 月 PPI 环比增速大幅下滑，但南华工业品指数经历完 11 月的回落 12 月中旬以来持续抬升。

与此同时，从支出端的数据来看，12 月投资走弱、消费加速下行、出口回落，显示终端需求偏弱。

结合量价数据以及支出端数据来看，工业生产的回升并非来自终端需求回暖的影响，而是存货摆动的结果。

往后看，考虑到房地产投资尚未企稳，疫情的反复以及社交隔离措施的升级短期之内对经济供需的扰动，我们倾向于认为今年一季度工业增速仍然面临下行的压力。

图2：工业增加值当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2、地产投资持续走弱

2021 年四季度固定资产投资两年复合增速 8.4%，较三季度大幅抬升 4.6 个百分点，其中基建和制造业投资构成主要支撑。

12 月受地产投资下滑的影响，固定资产投资两年复合增速 6.6%，较 11 月下行 7.7 个百分点。

12 月基建投资（含电力）两年复合增速为 4%，较上月大幅上行 5 个百分点。基建投资的上行显示稳增长政策在逐步取得成效，从专项债额度和赤字率情况来看，今年财政支出的规模预计难有显著提升，不过在经济下行压力较大的背景下，中央要求地方政府加快财政支出节奏的意愿明确，这使得今年一季度基建投资有望快速上行，对宏观经济形成主要支撑。

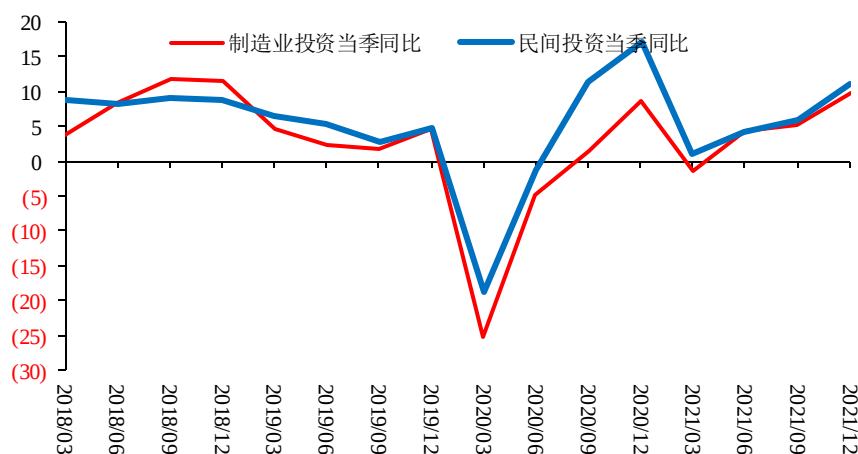
12 月制造业投资两年复合增速为 11%，较上月小幅回落 0.2 个百分点。

根据已经公布的数据，12 月电气机械及器材、通用设备、专用设备等行业涨幅居前，而有色金属、医药、计算机等制造业表现较弱。

去年四季度制造业投资总体表现偏强，除了价格因素影响以外，出口的超预期上行可能也对企业投资形成支撑。不过从去年下半年以来的企业中长期贷款数据来看，企业的投资意愿仍然偏低。

往后看，考虑到疫情的反复会压制企业投资意愿以及出口的见顶回落，未来制造业投资快速上行的动能偏弱。

图3：制造业投资和民间投资同比，%



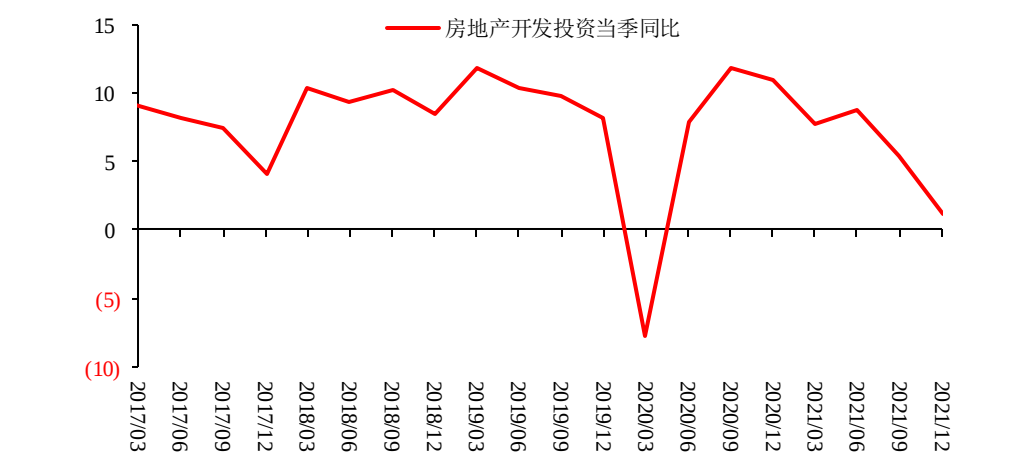
数据来源：Wind，安信证券

12月房地产投资两年复合增速-2.6%，较上月大幅下滑5.6个百分点。与此同时，地产销售和新开工面积增速分别下滑1.3、4.7个百分点，百城住宅价格环比低位波动。房地产市场数据全面恶化。

尽管房地产行业融资环境在放松，但全行业的流动性压力仍然没有显著改善，民营企业面临的融资压力尤其明显。在预售资金监管偏严，金融机构普遍惜贷的背景下，房地产行业融资环境的实质改善仍需时间。

对今年经济运行的节奏而言，最大的变量在于房地产企稳的时间。从近期的商品房销售、房企现金流数据来看，房地产行业新开工、投资的企稳在今年一季度难以出现，这意味着经济在一季度减速的概率不低，未来需要密切追踪房企违约的情况以及其对上下游企业的影响。

图4：房地产开发投资当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

3、疫情或将拖累一季度消费的恢复

2021 年四季度社会消费品零售两年复合名义增速 4.1%，较三季度上升 1.1 个百分点。

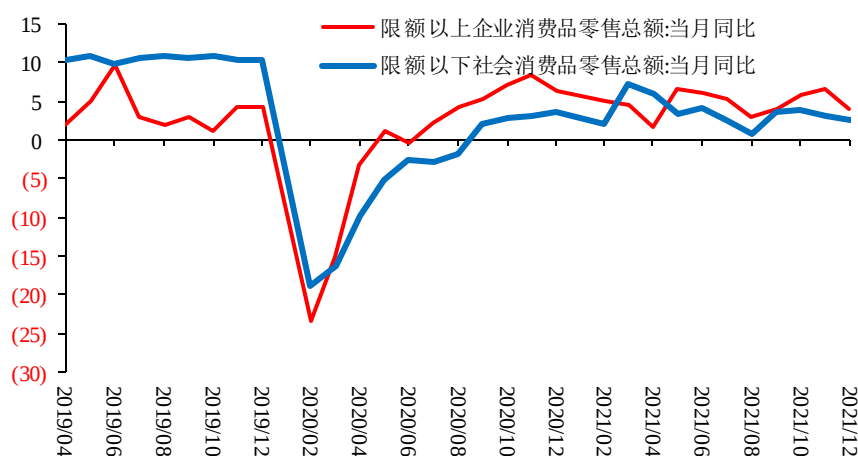
受疫情扩散的影响，12 月社会消费品零售两年复合名义增速 3.1%，较上月大幅下滑 1.3 个百分点。

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回落。化妆品、体育娱乐、通讯器材、金银珠宝等主要消费品类均出现回落，显示国内社交隔离措施升级对消费的负面冲击。

从央行四季度城镇储户问卷调查显示的数据来看，由于四季度疫情形势总体相比三季度出现缓和，居民消费倾向小幅回升，推动消费数据走强，这也与服务业的恢复形成印证。

往后看，考虑到短期国内疫情的新一轮扩散，以及春节期间各地社交隔离措施的升级，这些因素或许会在短期之内对冲消费刺激政策的效果，进而使得今年一季度消费回升的动能偏弱。

图5：社会消费品零售当月名义同比：限额以上 V.S. 以下，%



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，2021年四季度经济的回升主要与服务业的加速恢复有关，而去年12月以来，由于疫情的扩散和隔离措施的升级，消费和服务业开始重新走弱，这使得服务业在今年一季度或难维持四季度的趋势。此外，房地产实物数据仍处于下滑的过程中，基建投资的抬升或许难以完全对冲房地产链条的走弱，这意味着今年一季度经济增长动能仍然面临向下的压力。

二、降息落地超预期，货币宽松在路上

1月17日央行超量续作MLF，并同步下调OMO和MLF利率10个BP。

本次央行的降息无论在时点还是在幅度上均超市场预期，这一操作反映了监管当局对冲经济下行的迫切性，未来经济运行的方向将是影响货币政策的主要变量。

从短期的操作来看，本月1年期LPR跟随MLF下调的概率较高，考虑到当前商品房销售仍在下滑、房价低位波动、多数房企现金流面临压力，因此5年LPR的下调也有望发生。除政策利率下调以外，商业银行一季度的信贷投放或将趋于

积极，主动信贷投放的扩张主要源于央行的指引，而实体经济融资需求的企稳回升尚需等待。

站在全年来看，央行货币政策的宽松存在加码的可能。在疫情难以彻底消除的情况下，消费和制造业投资的恢复相对温和；受制于偏严的财政纪律和有限的财政空间，基建投资或许难以大幅上行；与此同时，房地产投资的减速尚未出现企稳迹象，出口实物量的下滑正在发生。在这一宏观格局下，要实现既定的经济增长目标，政策面临抓手不足的困境，而货币政策是对冲经济下行易于操作且相对有效的手段，因此今年仍然存在降准和降息的可能。

本次降息落地后债券市场各期限利率均出现下行，往后看，债券市场收益率的走向取决于政策对冲的力度和经济运行的实际情况。从当前政策的表态和落地情况来看，政策刺激的力度有限，大规模刺激经济的意愿较低。而经济层面房地产行业在持续恶化，这一恶化一方面导致经济下行压力增加，同时也使得更多资金流出房地产市场，流入其他领域，进一步压低利率水平。因此对债券市场而言，当前利率系统性抬升的风险较小，市场仍处于震荡甚至小幅向下的过程之中。

图6：10年期国债和国开债收益率，%



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_36254

