

## 宏观经济

### 中性（短期）

### 看好（中长期）

#### 市场数据（2022-1-20）

上证综指涨幅（%）

近一周	-0.01
近一月	-1.07
近三月	-0.89

#### 股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

#### 研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

#### 相关报告

《PPI 过顶、社融触底、稳地产宽信用，推动滞胀压力进一步消》20211118

《拉闸限电引发经济下行 PPI 新高，政策纠偏促经济滞胀风险渐消》20211026

《政策趋宽对经济担忧有望缓解，能耗双控下 PPI 维持高位》20210922

《暂时性冲击和趋势因素驱动，7 月经济全面走弱，但失速风险较低》20210820

## 需求收缩压力仍大，但政策发力下经济最差时刻或已过去

—2022. 1. 21 宏观研究月报

### 投资要点

- 12 月消费较弱，地产较预期偏差，需求收缩压力仍大，但社融延续回升，政府融资高位，基建开始发力，生产在出口提振及政策纠偏下持续修复，经济最差时刻或已过去。生产持续修复，高于预期。需求端看，出口仍有韧性，制造业持续改善，基建有所反弹，地产加速下滑，消费仍然偏弱。12 月社融增速延续回升，信贷总量仍有韧性但结构不见好转。四季度 GDP 有所抬升，PPI 持续下滑，货币维持宽松，宽信用逐步发力，PMI 连续两月回升，基建有所回暖，经济压力仍大但最差时刻或已过去。
- 展望未来几月，疫情反复下消费偏弱，经济压力仍大，但社融增速将延续回升，年初信贷“开门红”及按揭贷款利率下降均将提振地产销售，基建有望持续发力，出口仍有韧性，经济环比将有所改善。具体而言，随着出口基数提升及海外需求下降，出口增速将下行，但海外疫情反复叠加中国产业链稳定优势，出口仍将有韧性；消费仍较弱，近期多地爆发散点疫情，部分城市再度号召“就地过年”，预计将继续拖累消费；地产投资延续下滑，政策发力下幅度或有所放缓，制造业在出口提振及高科技行业支撑下有望延续改善，基建将有所发力，有望托底经济，但预计由于天气、冬残奥会、两会等原因或有所滞后。PPI 延续下行，CPI 在内需压力仍大下维持低位，剪刀差将逐步缩小改善下游利润。货币仍维持稳中偏松，社融增速延续回升，宽信用将持续发力，信贷结构有松有紧，专项债持续加速发行，再降准降息仍可期。疫情零星扩散，消费预计弱复苏，但地产边际持续放松，基建将有所发力，出口仍维持韧性，经济后续环比或持续改善。
- 具体来看，消费不及预期，地产加速下滑，但出口维持韧性，制造业延续修复，基建有所反弹，经济最坏时刻已经过去。
  - 1) 12 月工业增加值两年平均增速 5.8%，高于预期。在政策纠

偏及出口提振下，工业生产持续改善。三大门类看，采矿业及制造业均有所改善。

2) 12月出口仍维持韧性，基建小幅抬升，但消费受疫情影响仍不及预期，地产投资延续下行，需求收缩压力仍大。出口小幅下滑但仍维持韧性，主因海外疫情大范围扩散及复工复产逻辑对我国外贸形成支撑，后续出口增速大概率逐步回落，但韧性仍强。社零大幅下滑且低于预期，主因西安疫情对消费产生较大影响，同时居民收入增速再次下滑，共同拖累消费，短期内消费仍偏弱，长期预计维持弱复苏。固定投资维持低位，地产投资加速下滑。其中制造业投资仍是政策的发力重点，有望继续修复，同时经济“稳增长”诉求加强，基建开始有所发力，短期内基建将有所抬升，地产投资加速下行，购房者预期悲观，销售仍未有起色，不过随着地产边际放松持续发力，地产有望在二季度有所企稳。

3) 12月社融延续回升，略低于预期，主要支撑项为政府债、企业债、票据融资及企业短贷。整体来看，专项债持续发力叠加基数较低对社融形成较强支撑，企业债在去年永煤事件影响下同比维持多增，同时银行为完成信贷额度，冲击今年1月信贷“开门红”，票据融资维持高位，经济压力较大背景下，信贷结构仍不理想。后续来看，在房地产边际放松下，房地产贷款或将逐步企稳，同时今年专项债提前发行，均将对社融持续形成支撑。

4) 12月我国制造业延续回升至50.3%，非制造业也较上月有所抬升。欧美国家12月制造业PMI延续下滑但仍保持较高景气度。经济压力较大背景下，中小企业景气度仍低，企业经营承压。分项来看，保供稳价持续发力下，原材料购进价格指数和出厂价格指数连续两个月回落，同时新出口订单有所下行，主因之前圣诞节带来的需求在此前几个月已充分释放，海外生产也在持续恢复。12月疫情在下旬，疫情对非制造业影响并未完全显现，非制造业小幅反弹，但后续或将有所回落。欧美制造业PMI受海外奥密克戎传播病例激增，均有所下滑，但目前仍维持一定高位。

5) PPI延续回落，环比首次跌入负值，CPI也维持低位，核心CPI涨幅与上月持平，剪刀差缩窄将持续改善下游利润。保供稳价政策效果持续显现，叠加原油等部分国际大宗商品价格走低影响，工业品价格有所回落，PPI环比转负。CPI受鲜菜及工业消费品价格下降、猪肉供给增加，环比较前值有所回落。PPI与CPI

剪刀差持续收窄，下游利润改善，后续将持续关注 CPI，猪周期上行下，下半年 CPI 中枢将有所抬升。

**6) 12 月上游内外分化，受疫情影响下游偏弱。**上游来看，除煤炭在保供稳价政策下持续下行，原油受近期地缘政治博弈加剧，奥密克戎重症率偏低，资本市场担忧情绪缓解，短期仍有上行动力，国内环保及欧洲能源危机影响，氧化铝供给收缩推动铝价大幅抬升，而铜价走势仍以高位震荡为主。同时中游在煤炭价格持续下滑及国内经济压力仍大情况下，水泥价格持续下滑，螺纹钢、热卷维持低位震荡，但海外复工复产逻辑下，挖掘机出口销量仍维持高增。下游来看，汽车“缺芯”情况有所改善，增速有所回升，同时年关将至，手机销量维持高位，但疫情扩散，餐饮收入维持低位，8 大城市地铁客运量有所下行，居民消费能力及消费意愿不强，消费整体不及预期，近期多地疫情再起，后续消费或仍延续弱复苏。

**7) 货币政策呵护意味浓厚，更强调“以我为主”，财政政策持续发力。**近期，央行降低了金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，随后下调了 1 年期 LPR 5 个 BP，紧接着 MLF 和公开市场逆回购利率分别下调 10 个 BP，推动 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别再次下调 10BP 和 5BP，货币层面较为宽松。同时央行、银保监会表示银行要重点支持优质房企兼并收购出险和困难房企优质项目。央行召开发布会，表示存款准备金率调整空间变小，但仍有一定空间，同时宏观杠杆率持续下降为未来货币政策创造空间，并明确提出要把货币政策工具箱开得再大一些，要“精准发力”、“靠前发力”，后续再降息降准可期。财政部提前下达了今年新增专项债 1.46 万亿元，持续减免缓缴税收，同时国常会指出加快推进“十四五”规划《纲要》确定的 102 项重大工程项目和专项规划重点项目实施，加快专项债券资金落到具体项目。整体来看，货币流动性充裕，宽信用将持续发力，政策仍有保有压，地方债务监管仍然严格，注重地方隐性债务化解，而房地产“政策底”已现，专项债将加速发行，同时延续对中小微企业的支持，再降准降息可期。

**风险提示：**1. 地产边际放松低于预期；2. 基建发力持续不及预期；3. 美联储货币收紧造成影响超预期；4. 全球通胀超预期。

## 目 录

<b>1. 经济最弱的时刻已经过去</b> .....	<b>7</b>
1.1 保供稳价、政策纠偏及出口高景气下，四季度 GDP 增速高于预期.....	7
1.2 受出口提振工业生产持续回暖.....	8
<b>2. 需求收缩压力仍存，出口维持韧性，消费受疫情影响仍偏弱，地产投资加速下滑</b> .....	<b>10</b>
2.1 我国出口仍维持韧性，顺差再创新高.....	10
2.2 固定资产投资低位略稳，地产加速下行，基建明显发力，制造业延续缓慢修复.....	13
2.3 疫情影响社零再次走弱，不及市场预期.....	16
<b>3. 政府债发力支撑社融持续回暖</b> .....	<b>17</b>
<b>4. 制造业 PMI 景气度回升，但稳增长压力仍大</b> .....	<b>19</b>
<b>5. PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄，下游利润有望持续改善</b> .....	<b>22</b>
<b>6. 行业：原油仍较强，煤炭持续下行，汽车、手机销量有所改善，疫情影响餐饮维持低位</b> .....	<b>25</b>
<b>7. 政策：货币政策宽松意味浓厚，财政政策持续发力</b> .....	<b>29</b>

## 插图目录

图 1 GDP 两年平均增速有所抬升 .....	7
图 2 价格上涨导致名义 GDP 与实际增速扩大 .....	7
图 3 四季度第三产业较三季度有所回暖 (%) .....	8
图 4 工业增加值环比小幅抬升 .....	9
图 5 电力、燃气及水的生产与工业增速有所下滑 .....	9
图 6 黑色、非金属矿物及汽车制造业两年平均增速较前值有所走强 (%) .....	9
图 7 出口增速持续高于预期 (%) .....	11
图 8 全球需求仍较强，主要出口国家维持高位 (%) .....	11
图 9 手机电脑、中间品及资本品增速较高，防疫物资也维持高位 (%) .....	12
图 10 原油、集成电路及农产品为 12 月进口增速主要拉动项 (%) .....	13
图 11 12 月固定资产投资继续回落 (%) .....	14
图 12 房价上涨预期回落，居民购房需求下降 .....	15
图 13 竣工周期或于年中迎来拐点 (%) .....	15
图 14 高技术制造业继续支撑 (%) .....	15
图 15 12 月社零数据受疫情影响大幅低于预期 (%) .....	16
图 16 商品及餐饮两年平均增速均有所下滑 (%) .....	16
图 17 日用品类、烟酒类、石油及制品类两年平均增速 12 月较 11 月改善最好 (%) .....	17
图 18 12 月社融持续反弹 (%) .....	18
图 19 政府债、企业债券为社融主要支撑项 (亿元) .....	18
图 20 票据融资及居民短贷为新增信贷主要支撑 (亿元) .....	19
图 21 制造业及非制造业 PMI 均有所回暖 (%) .....	20
图 22 小型企业有所承压 (%) .....	20
图 23 供给放缓，内外需分化 (%) .....	21
图 24 价格大幅下滑，原材料库存有所抬升 (%) .....	21
图 25 服务业恢复加快，建筑业有所放缓 (%) .....	21
图 26 “奥密克戎”传播导致欧美经济有所放缓 (%) .....	22
图 27 12 月 CPI 同比、环比均有所下降 (%) .....	23
图 28 生猪出栏加速，猪肉环比有所下行 (%) .....	23
图 29 食品价格下行及疫情影响，CPI 环比低于往年同期 (%) .....	24
图 30 保供稳价持续发力下 PPI 延续下行 (%) .....	24
图 31 生产资料价格环比下行 (%) .....	24
图 32 原油价格持续上涨 .....	26
图 33 保供稳价政策下动力煤价格持续下滑 .....	26
图 34 铜价维持高位震荡 .....	26
图 35 铝供给减产大幅推升铝价上行 .....	26
图 36 煤炭价格下跌带动水泥价格持续下行 (%) .....	27
图 37 挖掘机受海外经济恢复出口仍维持高位 (%) .....	27
图 38 经济下行下螺纹钢低位震荡 (元/吨) .....	27
图 39 热卷价格低位震荡 (元/吨) .....	27
图 40 手机销量有所下滑 (%) .....	28
图 41 缺芯影响减弱，后续汽车销售或有所回暖 (%) .....	28
图 42 受疫情影响餐饮收入维持低位 (%) .....	28
图 43 8 大城市地铁客运量环比下滑 (%) .....	28

图 44 商品房销售持续降温，地产投资延续放缓（%） ..... 29

图 45 30 大中城市成交面积不及往年同期（万平方米） ..... 29

仅供签约客户使用，请勿转发

## 1. 经济最弱的时刻已经过去

### 1.1 保供稳价、政策纠偏及出口高景气下，四季度 GDP 增速高于预期

四季度 GDP 同比增长 4.0%，预期 3.8%，前值 4.9%，较三季度环比季调增长 1.6%；与 2019 年四季度相比，两年平均增长 5.1%，前值 4.9%。2021 年全年增长 8.1%，2020 年 2.2%，两年平均增长 5.1%。

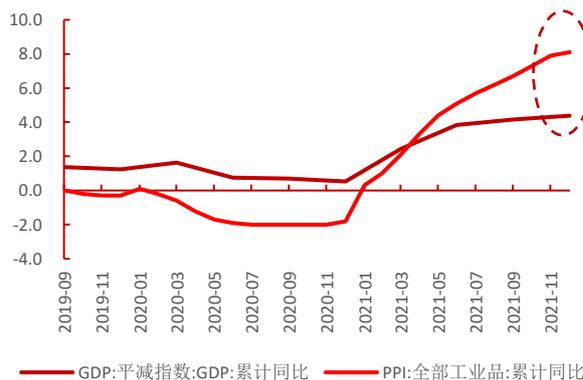
四季度 GDP 同比增长 4.0%，高于预期，两年平均增速为 5.1%，较三季度提升 0.2 个百分点，同时四季度季调环比增长 1.6%，较三季度环比 0.7% 增速有所抬升。一方面源于供给端能源保供见效与能耗政策纠偏，工业生产在去年 9 月之后逐月回升，另一方面源于需求端出口保持高景气，并带动相关制造业投资提速，部分对冲了地产投资的下滑压力。

图 1 GDP 两年平均增速有所抬升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

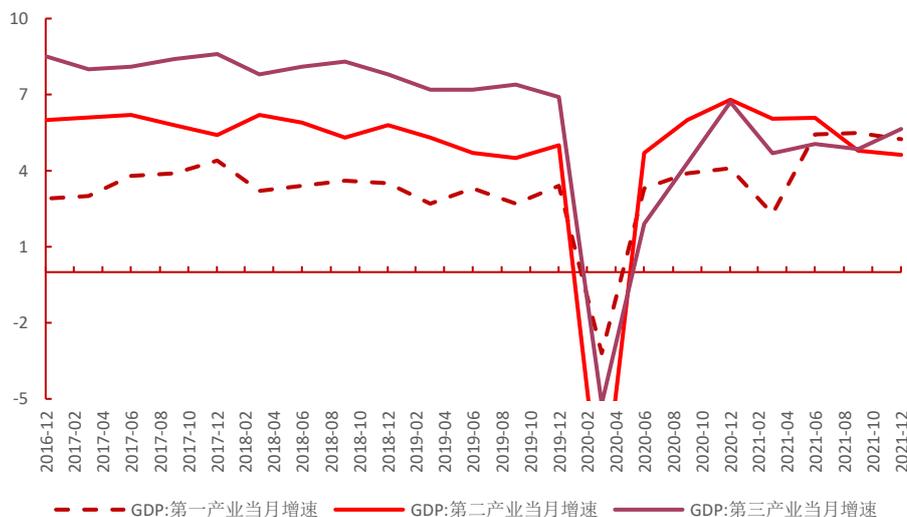
图 2 价格上涨导致名义 GDP 与实际增速扩大



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

分产业来看，一产二产有所回落，三产有所回升。一产两年平均增速为 5.2%，较前值下滑 0.24 个百分点；二产两年平均增速为 4.6%，较前值下滑 0.16 个百分点；三产两年平均增速为 5.6%，较前值提升 0.8 个百分点，三产增速回升，主因四季度疫情整体受控情况好于三季度，线下、服务消费环比有所回暖。

图 3 四季度第三产业较三季度有所回暖 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021年为两年平均增速)

边际上看, 12 月出口和制造业投资虽仍维持高位, 但景气度已开始逐步高位筑顶, 但目前地产及消费表现欠佳。总体来看, 供给冲击基本过去, 但需求收缩、预期转弱的压力仍存, 稳增长下政策前值发力, 一季度重点关注财政基建发力情况。

## 1.2 受出口提振工业生产持续回暖

12 月份, 规模以上工业增加值同比增长 4.3%, 预期 3.7%, 前值 3.8%; 环比增长 0.42%, 前值 0.37%; 与 2019 年同期相比, 两年平均增长 5.8%, 前值 5.4%。2021 年全年增长 9.6%, 两年平均增长 6.1%, 2020 年全年 2.8%。

12 月规模以上工业增加值同比增速 4.3%, 高于预期, 两年平均增速为 5.8%, 较前值上升 0.4 个百分点, 已连续 3 个月改善。主因保供稳价及政策纠偏持续发力。同时 12 月出口持续超预期, 对生产持续提振。

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\\_36871](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36871)

