



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2022 年 1 月 19 日

分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

稳增长诉求下，降息应约而来

——2021 年 12 月宏观数据与降息点评

■ 主要观点

稳增长重点仍在投资

12月经济运行平稳，工业生产持续加快，固定投资维持平稳，但消费较为低迷，拖累了经济整体增长。消费低迷除了疫情影响仍存外，更为重要的是高房价后程的消费抑制作用已开始出现，楼市泡沫对供需两端的不利影响都已出现。4季度GDP两年平均增速为5.2%，较三季度有所企稳，但较1、2季度仍然偏低，也显示出了当前经济运行的压力。

在中央经济工作会议定调了经济面临“需求收缩、供给冲击以及预期转弱”的三重压力下，政策转向积极姿态。财政政策要求保证支出强度，加快支出进度，货币政策方面降准降息接踵而来。作为经济第一增长动力的投资仍有发展空间，未来经济增长重点仍在投资。在投资增速仍能保证情况下经济动力仍能维持，加上消费平稳，即使净出口对经济增长贡献下降，2022年宏观经济运行将延续平稳状态，但增速或略降。

降息如期而至，政策转向偏松

我们一直强调降准降息的必要性。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。而在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，唯有降低利率才能激发企业的信贷需求。12月物价数据公布后，物价拐点正式到来，我们当时就提示过降息时机进一步成熟，一季度或存在可能性。而最终降息也如我们的预期到来。

在12月刚降准，且LPR报价下调后，紧接迎来降息，充分响应了中央经济工作会议中对稳增长的需求，且1月的LPR有再次下调的可能。在时点的选择上应该也考虑了1月的资金缺口情况，无论是逆回购还是MLF在量价方面均予以了支持。而10BP的幅度也超过疫情前（19年）每次变动的幅度，与疫情前期降幅相当。货币政策已由数量型调控向价格型调控为主转变。在现代货币政策框架下，政策利率以及市场利率的运行成为观察央行货币政策取向更为直观的手段。因此实际上降准的政策意义已偏中性，但政策利率的调降也标志着货币政策的指针已转向偏松。

双降仍有，价格下行

结构调整和产业升级是现阶段经济发展更为重要的任务，因此稳增长不会变。降准降息的方向仍然不变，年内仍存在可能。大宗商品价格将进入债务经济时代背景下高波动现象下的下行趋势方向，作为制造业大国，中国工业经济经营状况将趋好转。

■ 风险提示

疫情反复，通胀超预期上行。

目 录

1 事件：12 月份经济数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产恢复的确定性较强	3
2.2 工业生产全方位加快	4
2.3 基建发力在即，制造业投资仍强	5
2.4 房地产改善仍待时日	6
2.5 消费持续走弱	7
3 事件影响：对经济和市场	9
3.1 稳增长紧迫性提升，重点仍在投资	9
3.2 降息如期而至，政策转向偏松	9
3.3 股债双升	10
4 事件预测：趋势判断	10
4.1 双降仍有，价格下行	10
5 风险提示：	11

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	5
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	7
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	8
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	8

表

表 1 2021 年 12 月的中国经济数据情况（%）	3
-----------------------------	---

1 事件：12 月份经济数据公布

工业生产持续加快。2021 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.3%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 2019 年同期增长 11.9%，两年平均增长 5.8%。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.42%。2021 年，规模以上工业增加值比上年增长 9.6%，两年平均增长 6.1%。

固定资产投资维持平稳。2021 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）544547 亿元，比上年增长 4.9%；比 2019 年 1—12 月份增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。其中，民间固定资产投资 307659 亿元，比上年增长 7.0%。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.22%。

消费仍偏弱。2021 年 12 月份，社会消费品零售总额 41269 亿元，同比增长 1.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 36618 亿元，增长 3.0%。

表 1 2021 年 12 月的中国经济数据情况（%）

	本月 (两年平均)	上月 (两年平均)	本月	上月
工业增加值（当月）	5.8	5.4	4.3	3.8
固定资产投资（不含农户）	3.9	3.9	4.9	5.2
社会消费品零售（当月）	3.1	4.4	1.7	3.9

资料来源：Wind，上海证券研究所

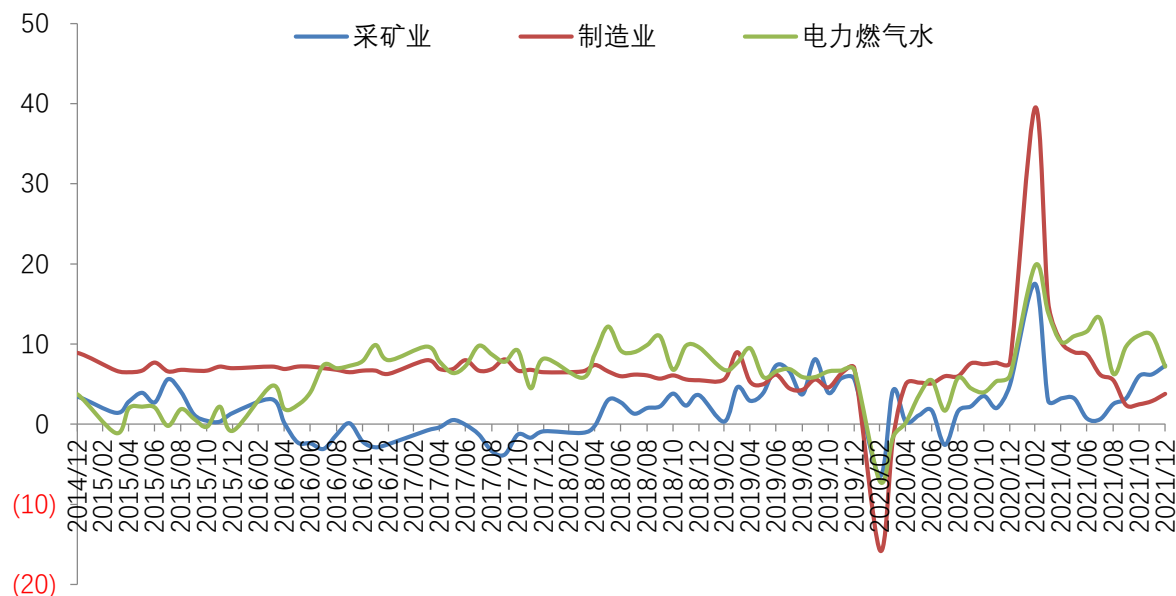
2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产恢复的确定性较强

12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.3%，比 11 月份加快 0.5 个百分点；两年平均增长 5.8%，回升 0.4 个百分点，工业生产四季度以来连续回升，工业生产在保供稳价的政策保障下从三季度的缺电限产已明显恢复。分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 7.3%；制造业增长 3.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.2%，三大门类除公共事业均有所加快，而公共事业更多的也是高位回落，增速仍可观。从产量的两年平均增速来看，发电量、天然气产量小幅回落；原煤、铁矿石产量继

续增加，供应有保障；原油、乙烯、有色的产量有所下降；化学纤维、钢材、水泥、汽车增加明显。由于出口的强韧，出口交货值增长继续加快。

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 工业生产全方位加快

分行业看，12月份，41个大类行业中有30个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长5.7%，纺织业下降2.4%，化学原料和化学制品制造业增长1.2%，非金属矿物制品业下降0.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降2.5%，有色金属冶炼和压延加工业下降0.8%，通用设备制造业增长1.5%，专用设备制造业增长7.4%，汽车制造业增长2.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降2.0%，电气机械和器材制造业增长5.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.0%，电力、热力生产和供应业增长7.9%。从两年平均增速来看，除医药、通用设备外，其余主要行业生产均有所加快，工业生产呈现全方位加快。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



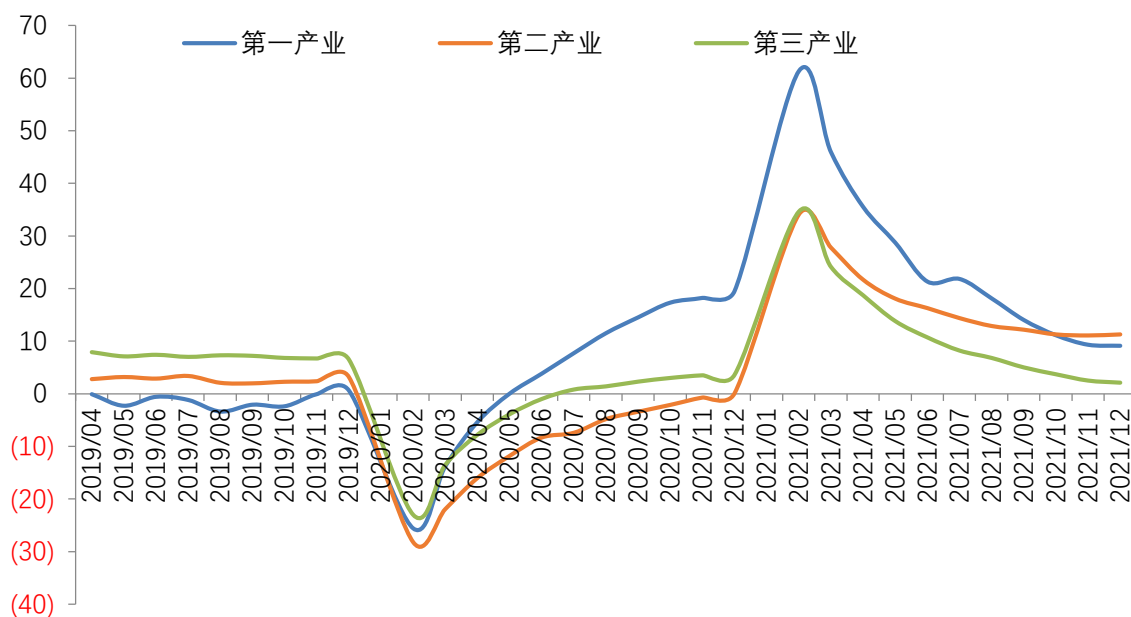
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 基建发力在即，制造业投资仍强

2021 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）544547 亿元，比上年增长 4.9%；比 2019 年 1—12 月份增长 8.0%，两年平均增长 3.9%。其中，民间固定资产投资 307659 亿元，比上年增长 7.0%。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.22%。

2021 年全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，持平上月，固定投资维持平稳。基建投资继续偏弱，2021 年基础设施投资同比增长 0.4%，两年平均增长 0.6%，略降 0.1 个百分点。12 月 2021 年的新增专项债基本发行完毕，虽然基建当前增速不理想，但根据中央经济工作会议的要求“要保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资”，今年专项债额度 1.46 万亿提前下发，根据 1 月国常会的要求“尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目；抓紧发行今年已下达的专项债，力争一季度形成更多实物工作量”，基建有望在开年发力，为经济的良好开局打下基础。2021 年制造业投资同比增长 13.5%，制造业投资两年平均增长 5.4%，比 1-11 月份加快 0.7 个百分点。在出口景气度延长的支撑下，制造业投资仍是主要看点，但未来海外需求随着后疫情时代的到来出口动能减弱，以及工业品价格的高企对下游制造业利润的侵蚀也对制造业投资未来的增长形成阻碍。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



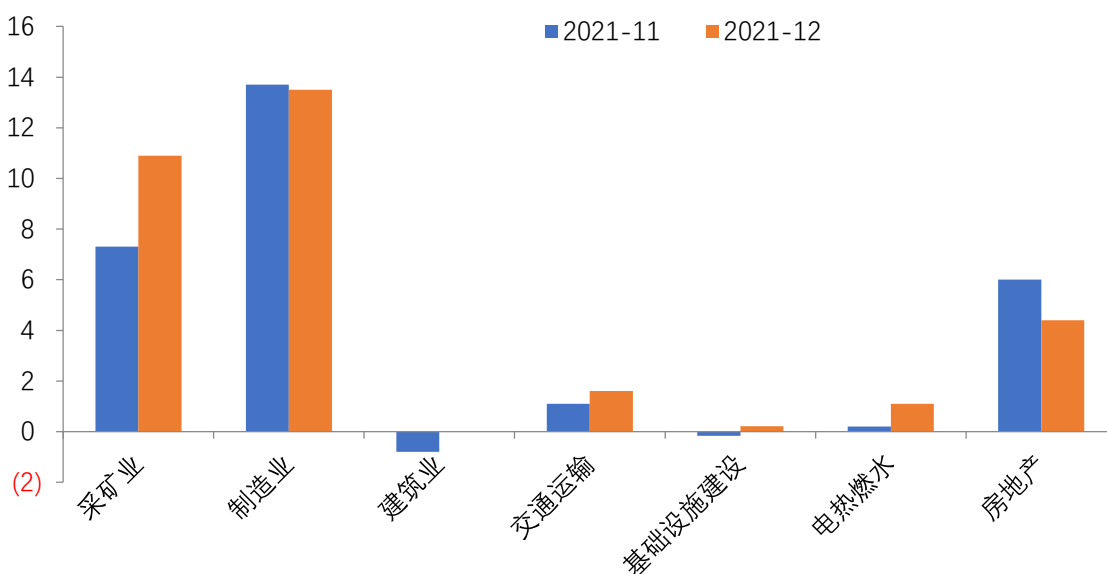
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 房地产改善仍待时日

2021 年，全国房地产开发投资 147602 亿元，比上年增长 4.4%；比 2019 年增长 11.7%，两年平均增长 5.7%。其中，住宅投资 111173 亿元，比上年增长 6.4%。

2021 年房地产投资同比增长 4.4%，两年平均增长 5.7%，比 1-11 月份回落 0.7 个百分点，房地产投资仍在下滑。分项两年平均增速来看，新开工持续负增，且降幅扩大，施工数据也持续回落，销售增长进一步放缓，土地购置面积降幅扩大。房地产主要数据并未见到改善。实际上地产政策面已边际好转，房企发债也有所较快。但从房企开发资金的来源来看，整体仍在下滑，分项中的自筹资金，个人按揭贷款的两年平均增速在 11 月小幅反弹后再度回落。整体而言，经历极限施压后，房地产最困难时期或将过去，房地产投资的改善虽仍待时日，但仍有望在 2022 年企稳。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



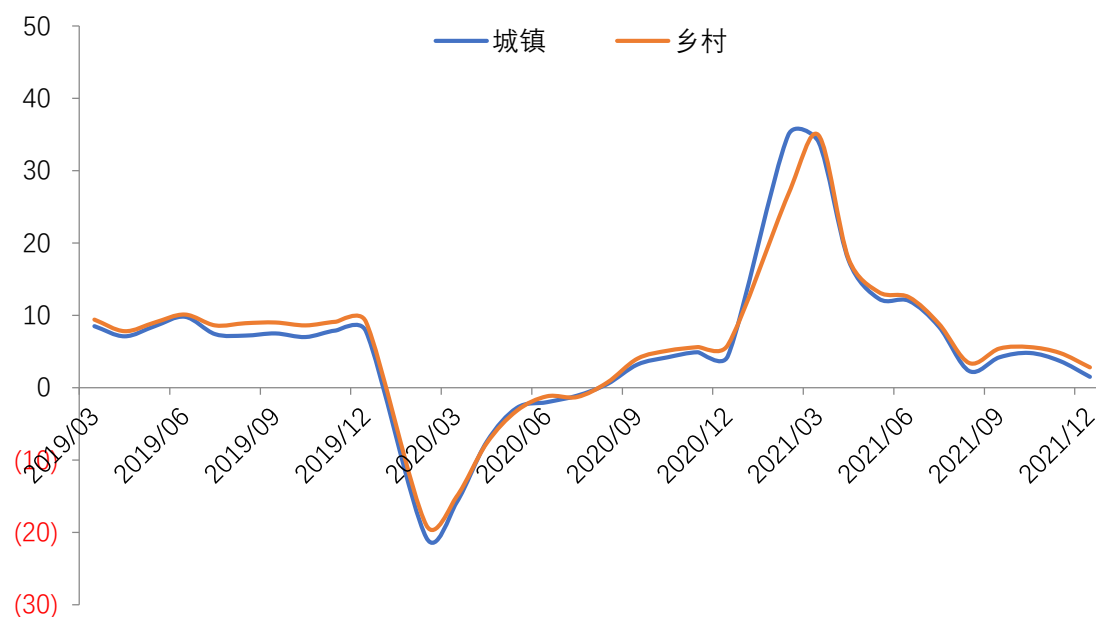
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费持续走弱

2021 年 12 月份，社会消费品零售总额 41269 亿元，同比增长 1.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 36618 亿元，增长 3.0%。

按经营单位所在地分，2021 年城镇消费品零售额 381558 亿元，比上年增长 12.5%；乡村消费品零售额 59265 亿元，增长 12.1%。12 月份，城镇消费品零售额 35243 亿元，同比增长 1.5%；乡村消费品零售额 6026 亿元，增长 2.8%。城镇、乡村消费均有回落。

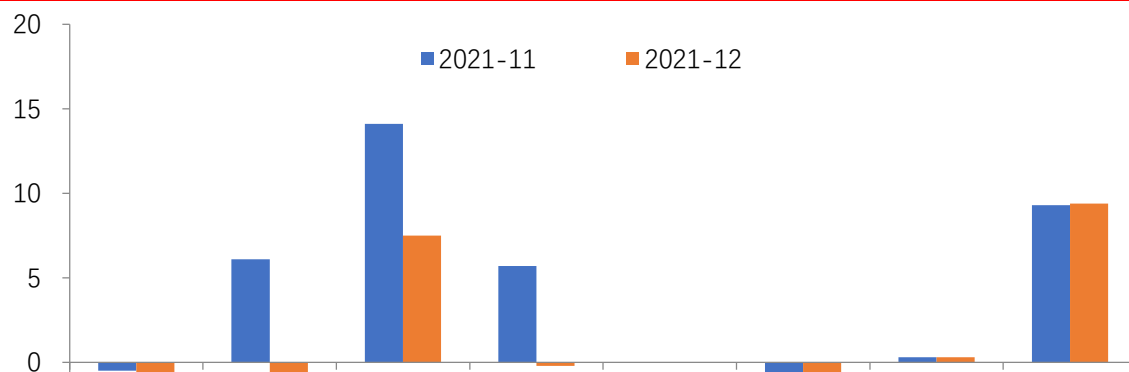
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

12 月消费继续回落，消费增长仍较疲软。从消费类型的两年平均增速来看，商品零售明显回落；而餐饮收入在疫情多发的影响下维持负增，但降幅有所收窄。商品消费中主要消费品均有所下滑。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



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_36226

