



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

王洋

资格编号: S0120121110003
邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

占烁

资格编号: S0120122070060
邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

疫情的两个超预期对短期经济有何影响?

12 月经济金融数据前瞻

投资要点:

- **核心观点:**自 12 月疫情防控措施优化以来,全国范围内快速迎来了一波感染高峰。目前来看,这波疫情高峰有两个超预期,一是有症状人群超预期,二是达峰速度超预期。前者带来超预期的短期劳动力冲击,12 月 PMI 从业人员指数低于 22 年 4 月,创下 20Q1 以来最低值;后者带来人员流动的提早修复,一季度经济修复加快,增速可能高于预期。两个超预期导致 12 月经济受到更大冲击,但由于工业生产仍保持一定增长,我们预计四季度经济增速为 2%,考虑统计调整后全年增速为 2.5%。
- **经济数据前瞻:**
 - (1) **工业:**疫情对工业生产的冲击主要体现在劳动供给方面。12 月制造业、服务业 PMI 从业人员指数分别为 44.8%、42.4%,比 4 月低 2.4 和 3.4 个点,均创下 2020 年 2 月以来的最低值。我们注意到不同省份疫情达峰节奏不同,对地区优势工业行业的生产冲击时点也不同。全国钢铁行业生产低谷在 12 月初,汽车行业低谷在 12 月下旬,背后原因是,河北在 12 月上中旬疫情较严重,南方和东北的汽车工业省份在中下旬疫情严峻。预计 12 月工业增加值同比增长 1% 左右,较上月降低 1.2 个点,但相比 4 月来看,仍能保持一定正增长。
 - (2) **消费:**最大的拖累仍然来自于疫情对消费场景的限制。12 月,社零加权的百城拥堵指数同比下降 14.3%,创下年内最大降幅,相比 11 月接近翻倍 (-7.9%),12 月中下旬各地陆续迎来感染高峰,出门消费人群较 11 月进一步减少,会拖累社零继续下行。尽管汽车消费高频数据有所好转,但近期可能与月度数据出现背离。预计 12 月社零进一步下滑至 -7%,基本可以确认是消费的底部。
 - (3) **投资:**
 - ①12 月 PSL 净减少 171 亿元,基建面临年底增量资金乏力的问题,年底增速可能有所下行,预计全年增速 11.6%。
 - ②房地产投资仍未见到改善信号,依赖于销售需求改善,12 月 30 城地产销售同比下降 -21%,降幅仍然较大,预计全年地产投资增速为 -10.5% 左右。
 - ③在企业对未来预期改善的情况下,12 月投资前瞻指数环比 11 月大幅回升 6.1 个点,制造业投资可能将迎来回暖,预计全年增速 9.0% 左右。
 - (4) **外贸:**外贸继续回落。一是全球 PMI 环比仍在下降,12 月全球制造业 PMI 和美国制造业 PMI 分别环比上月下降 0.2、0.6 个点。二是其他出口导向国家的 12

月出口也在大幅下降，韩国、越南 12 月出口增速分别为-9.5%、-14.1%。三是运价指数环比降幅扩大，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）在 12 月环比下降 19.3%，较 11 月的 13.6%进一步扩大，表明外贸需求进一步转弱。预计 12 月出口增速继续降至-10%左右。

- **(5) 通胀：**①CPI 方面，食品 CPI 受猪肉价格拖累，非食品 CPI 方面，油价环比下降 11.5%，同时消费需求仍弱，核心 CPI 的改善尚未到来，预计 12 月 CPI 同比为 1.6%左右，环比-0.2%。②PPI 方面，9 月以来环比变动幅度较小，同比增速的差异主要来自基数不同，预计 PPI 同比从 11 月-1.3%提高至 12 月-0.3%。
- **(6) 金融：**12 月份票据融资利率走低凸显经济融资需求依然不足的局面，政策性因素依旧主导贷款增量，企业端融资改善或继续强于居民端，预计 2022 年 12 月份金融机构口径贷款新增 1.35 万亿，新增社融 2.21 万亿，12 月份 M2 同比增速为 12.0%。
- **风险提示：**疫情形势恶化；房地产下行程度和长度超预期；外需快速回落，出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：短期劳动供给是主要冲击	5
2. 消费：社零底部确认	7
3. 投资：12月或无年底冲刺	8
3.1. 基建：年底增量资金乏力	8
3.2. 房地产：仍未见到改善信号	9
3.3. 制造业：投资前瞻指数随着经营预期改善	10
4. 外贸：出口增速回落至-10%左右	11
5. 通胀：核心CPI的改善尚未到来	12
6. 金融：新增信贷和社融或“平淡收官”	13
7. 风险提示	14

图表目录

图 1: 制造业 PMI 及主要分项 (%)	6
图 2: 货运环比继续下降	6
图 3: 南方八省发电耗煤量	6
图 4: 汽车半钢胎开工率	6
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)	6
图 6: 唐山高炉开工率	6
图 7: 社零加权的百城拥堵指数	7
图 8: 周度乘用车销售数据转成月度后与社零等数据背离	7
图 9: 人口加权的百城拥堵指数从 12 月下旬开始触底恢复	8
图 10: 水泥发运率:全国:当周值	9
图 11: 开工率:石油沥青装置	9
图 12: 12 月 30 城商品房销售降幅仍较大	10
图 13: 12 月投资前瞻指数随着企业经营预期开始反弹	11
图 14: 全球 PMI 继续回落	11
图 15: 韩国越南出口增速大幅下降	11
图 16: 出口集装箱运价指数环比降幅扩大	12
图 17: 12 月猪价下降、蔬菜水果价格上升	13
图 18: 生产资料价格指数近几个月维持稳定	13
图 19: 2022 年 12 月份国股银票转贴现利率大幅下行	14
图 20: 2022 年 12 月份政府债券融资和信用债融资同比少增	14
表 1: 12 月经济金融数据前瞻	4

自 12 月疫情防控措施优化以来，全国范围内快速迎来了一波感染高峰。目前来看，**这波疫情高峰有两个超预期，一是有症状人群超预期**，原本预期以无症状为主，但大部分患者均有症状，据鄂尔多斯市疾病预防控制中心调研，确认感染的 1.6 万余人中，仅有 1.75% 患者无症状¹。**二是达峰速度超预期**，原本预期在春运期间达峰，但 1 月 3 日全国的百度疫情搜索指数已经回落至峰值的 17.7%，据此推测全国层面的疫情已过高峰。

12 月以来患者多为有症状人群，导致短期劳动力冲击超过预期。发烧、乏力等症状及其带来的劳动力同时大规模居家，造成了短期劳动供给的短缺。本轮疫情带来的劳动冲击仅次于 2020 年一季度，12 月制造业、服务业 PMI 从业人员指数分别为 44.8%、42.4%，比 4 月低 2.4 和 3.4 个点，均创下 2020 年 2 月以来的最低值。短期劳动力冲击会随着疫情达峰而减退，但要警惕未来感染再次达峰所带来的持续性劳动冲击。

达峰速度超预期带动 Q1 经济加速恢复。一方面，提前达峰会减轻春节期间的疫情压力。由于达峰时点距离春运很近，大部分人群在短期内具备一定免疫力，春运可能不会带来第二个高峰，春节期间的疫情压力也会大幅减小。另一方面，提早达峰也带来了人员流动的提早恢复，全国层面的百城拥堵指数从 12 月下旬开始修复，1-2 月预计将逐步回到正常水平。受此影响，一季度修复加快，经济增速可能会高于预期。

此外，统计调整后，**全年经济增速可能偏低。**对于 2022 年全年经济增速需要注意的是，近期国家统计局上调了 2021 年经济增速 0.3 个点。在年度统计时，可能根据新的 2021 年不变价 GDP 基数，下调此前统计的 2022 年前三季度增速。

两个超预期导致 12 月经济受到更大冲击，但由于生产仍保持一定增速，我们**预计四季度经济增速为 2%，考虑统计调整因素后全年增速为 2.5% 左右。**

表 1：12 月经济金融数据前瞻

	22M12E	22M11	22M10	22M9	22M8	22M7	22M6
GDP: 当季(%)	2.0	--	--	3.9	--	--	0.4
GDP: 累计 (%)	2.5			3.0			2.5
CPI(%)	1.6	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5
PPI(%)	-0.3	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1
工业增加值(%)	1.0	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9
固定资产投资: 累计(%)	5.0	5.3	5.8	5.9	5.9	5.7	6.1
基建	11.6	11.7	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3
房地产	-10.5	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4
制造业	9.0	9.3	9.7	10.1	10	9.9	10.4
社会消费品零售(%)	-7.0	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1
进口(%)	-11.5	-10.6	-0.7	0.3	0.3	2.3	1
出口(%)	-10.0	-8.7	-0.3	5.7	7.1	18	17.9
M2(%)	12.0	12.4	11.8	12.1	12.2	12	11.4
人民币贷款: 新增(亿元)	13500	12100	6152	24700	12500	6790	28100
社会融资规模: 新增(亿元)	22100	19900	9079	35300	24300	7561	51700

资料来源：Wind，德邦研究所测算

¹ 内蒙古鄂尔多斯疾控抽样调查：确认感染的 1.6 万余人中仅 1.75% 无症状 (baidu.com)

1. 工业生产：短期劳动供给是主要冲击

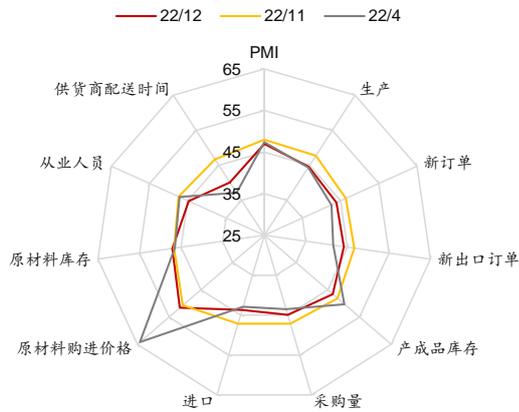
疫情对工业生产的冲击主要体现在劳动供给方面。短期快速达峰之下，劳动冲击十分显著。12月制造业、服务业PMI从业人员指数分别为44.8%、42.4%，比4月低2.4和3.4个点，均创下2020年2月以来的最低值。在制造业PMI的五个主要分项中，只有产品库存和从业人员分项比4月恶化，生产、订单和配送等分项均略好于4月。

环比11月来看，工业生产在继续恶化。PMI生产指数比11月下降3.2个点；货运方面，整车物流指数降幅进一步扩大至33.6%，11月为30.9%；发电耗煤来看，南方八省发电耗煤量12月同比下降2.5%，11月下降1%。但12月发电耗煤同比降幅要远小于4月的10.9%，工业生产未必比4月糟糕。

不同省份疫情达峰节奏不同，对地区优势工业行业的生产冲击时点也不同。汽车半钢胎开工率在12月中仍有64.8%，下旬快速降至53.6%；全国247家高炉开工率降幅较小，但旬度的粗钢日均产量、唐山高炉开工率均在12月初出现了环比大幅下降，其中唐山高炉开工率经过月初低谷后明显回升。汽车和钢铁两个行业的生产下行在12月上下旬错开，正好说明这是由于疫情带来的短期劳动冲击。背后逻辑是钢铁大省河北在上旬提前迎来疫情，而汽车产地主要在南方和东北，疫情滞后于河北，导致两个行业生产节奏错开。

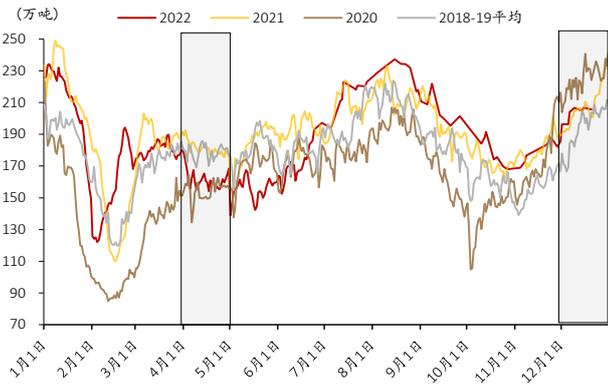
综合来看，我们预计12月工业增加值同比增长1%左右，较上月降低1.2个点，但相比4月来看，仍能保持一定正增长。

图 1：制造业 PMI 及主要分项 (%)



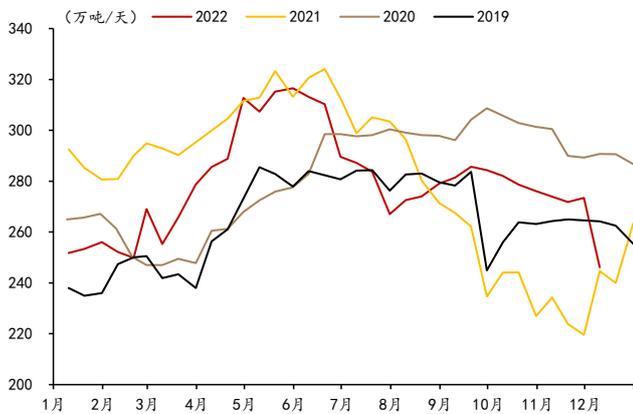
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：南方八省发电耗煤量



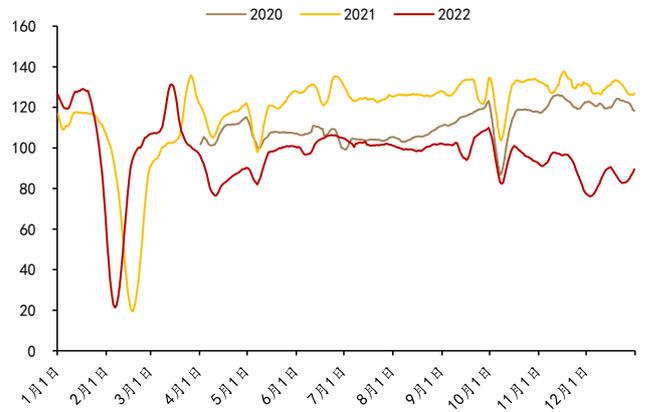
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：预估日均产量:粗钢:全国(旬)



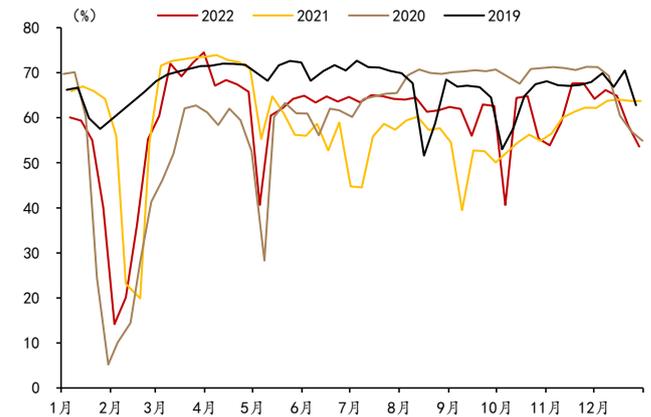
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：货运环比继续下降



资料来源：G7，德邦研究所

图 4：汽车半钢胎开工率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：唐山高炉开工率



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 消费：社零底部基本确认

11月社零同比-5.9%，12月预计进一步下滑至-7%，基本可以确认是消费的底部。

最大的拖累仍然来自于疫情对消费场景的限制。12月，社零加权的百城拥堵指数同比下降14.3%，创下年内最大降幅，相比11月接近翻倍(-7.9%)。这说明场景约束对消费的影响进一步加大，12月中下旬各地陆续迎来感染高峰，出门消费人群较11月进一步减少，会拖累社零继续下行。

尽管汽车消费高频数据有所好转，但近期可能与月度数据出现背离。按周度数据来看，乘联会公布的12月乘用车日均销量同比增长20.8%。但近期周度数据转换成月度指标后，与乘联会月度销量数据存在背离，11月周度数据显示同比增长18.8%，但月度销量同比为-9.4%，而11月限额以上的汽车类社零同比为-4.2%，与月度数据变动方向一致。根据场景约束加强来推测，12月汽车零售仍可能在恶化。

展望未来，消费的场景约束已经开始缓解，1-2月预计将提前迎来复苏。通过百城拥堵延时指数这一高频指标，我们发现本轮疫情冲击后，人员流动已经开始恢复。全国人员流动的最低点在12月23日，此后开始回升。按7天移动平均来看，截至1月2日（数据更新至1日），拥堵指数相比低点已反弹7.8%，恢复至2019-2021年同期的85.5%。但复苏并非一帆风顺，按海外经验，间隔几个月疫情仍会出现小波峰，将带动月度消费下行。

图7：社零加权的百城拥堵指数

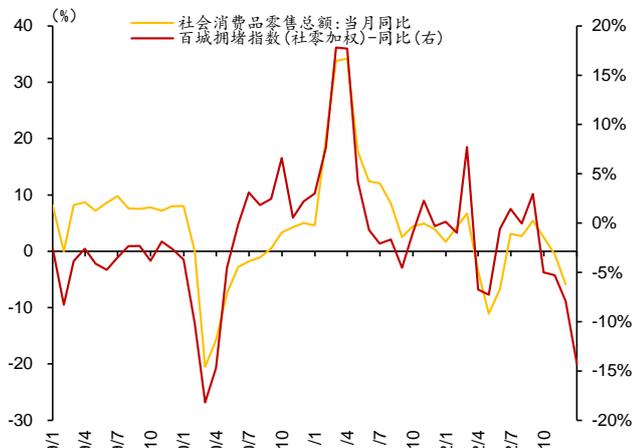
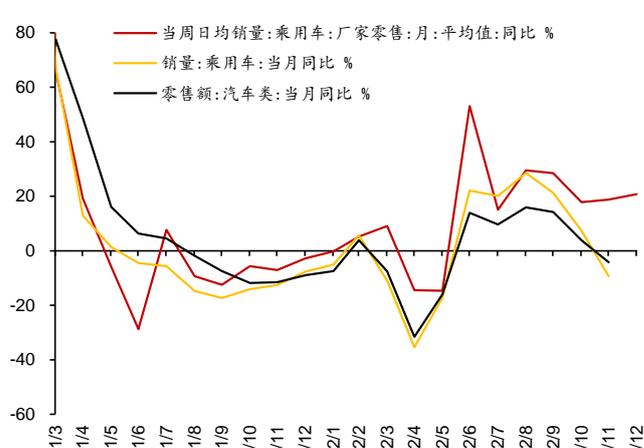


图8：周度乘用车销售数据转成月度后与社零等数据背离



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_50873

