

研报精选

2022年1月3日 第55期

宏观专栏

12月经济数据前瞻：预计四季度GDP同比4.1%

报告预计，12月固定资产投资累计同比增速或下降至4.7%(前值5.2%)，PPI同比或进一步回落至11%(前值12.9%)，CPI或回落至1.8%(前值2.3%)，新增社融同比增速或上升至10.3%，四季度GDP同比增长4.1%。

美联储的加息元年 — 2022年G7和人民币汇率展望

报告认为，在基线假设下，2022年的汇率行情将会以美联储加息周期的启动作为转折点。美元指数预计在2022年上半年延续升值态势，但在加息周期启动后，美元指数将会由涨转跌，并在下半年回落至95的下方。

专题聚焦

AIoT新基建，移动通信模组高增长

报告认为，AI与物联网的结合加速AIoT的发展，通信模组作为终端设备联网的主要通信基础设施，确定性受益于行业增长。连接上游标准化芯片与下游定制化需求，无线通信模组受益于行业发展。

医疗健康：产品力的时代，国际化的起点

报告认为，市场调整是一个大浪淘沙的过程，未来医药产业将进入产品力的时代，产品力的提升将会打通国际化的道路。长期来看，创新门槛的提升将会使好品种获得真正溢价。

宏观专栏

12月经济数据前瞻：预计四季度GDP同比4.1%

高基数下工业增加值同比或小幅下降。12月制造业PMI环比上升0.2ppt至50.3%，连续第二个月位于扩张区间，显示制造业企稳态势进一步稳固。其中生产分项环比回落0.6ppt（11月为环比上升3.6ppt）至51.4%，低于2020年12月的54.2%，但是仍然维持在扩张区间，反映扩张速度放缓。从高频开工率的两年复合增速来看，半钢胎、织机、线材、尿素等较11月上升，焦化、PTA、高炉等较11月下降。中上旬发电量两年复合增速为6.8%（11月中上旬为5.3%），但沿海八省电厂日耗两年复合增速为1.5%（11月为3.4%）。综合来看，我们预计12月工业增加值同比3.6%（11月为3.8%），对应两年复合增速为5.4%（11月为5.4%）。

固定资产投资累计同比增速或下降至4.7%（前值5.2%），对应两年复合增速为3.8%（前值3.9%）。制造业投资受PPI、出口、利润拉动和产能利用率高位等因素拉动的滞后影响，累计两年复合增速或基本持平。12月广义基建同比跌幅或收敛，但仍难回正增长。11月财政支出尤其是政府性基金支出开始加快，但11月广义基建同比跌幅却走阔至-7.3%，我们认为从财政支出加快到形成实物工作量或需一定时间。高频数据端方面，12月钢材成交量已较11月环比改善，价格亦有小幅上行，但水泥的产量与库存数据仍显示需求端不旺，或与近期全国气温降低抑制开工有关。我们预计12月广义基建同比跌幅或收敛至-3%左右。房地产方面，拿地情绪边际改善，12月百城住宅土地成交总价同比降幅微扩，拿地量缩价升、向高线集中、拿地开始快于供地，一线土地成交价款同比大涨200%，二线拿地同比降幅收窄。销售增速企稳，12月30城商品房成交面积复合增速持稳于-7.9%左右，一线复合增速继续领涨达12%，二线复合增速降幅收窄。房地产新开工和开发投资的两年复合增速或继续企稳微升，房地产开发投资当月复合增速或从3%小幅反弹至3.2%，当月同比或从-4.3%收窄至-2.6%。

本土疫情反弹或致居民消费增速小幅回落。12月全国新增本土确诊病例2000余例，这是2020年湖北疫情之后，新增本土病例最多的月份。疫情扰动加

大的背景下，我们预计12月消费增速可能较11月有所回落。但正如我们在报告《“学习效应”缓解疫情压制》中所介绍，持续不断的疫情反弹带来的“学习效应”，有助于对冲疫情的负面影响。12月高频数据来看，居民出行和线下活动，12月受影响幅度并未超过11月。此外，供给端约束对汽车等商品消费的影响也在缓解，乘联会预计12月狭义乘用车零售销量同比下降10.4%，降幅进一步收窄。总体来看，我们预计12月社会消费品零售总额同比增长3.6%左右，较上月下滑0.3个百分点。

出口仍较强，高基数下同比增速回落。12月美欧制造业PMI初值分别下降0.5ppt和0.4ppt至57.8%和58.6%，但仍处于较高水平，支撑中国出口。近期全球港口拥堵状况整体似乎有所边际缓解，但是东南亚复工复产或使得中国出口转移订单有所减少，12月越南出口高速增长，两年复合增速为23.8%（11月为18.2%）。从高频数据来看，12月韩国从中国进口两年复合增速为23.8%（11月为23.4%）。我们预计12月出口同比+18.4%（11月为22%）、进口同比+24.2%（11月为31.7%），贸易顺差777亿美元（11月为717亿美元）。

12月PPI同比或进一步回落至11%（前值12.9%），而鲜菜等食品或带动CPI回落至1.8%（前值2.3%）。PPI方面，国内保供稳价下，动力煤库存修复，价格维持低位；成本回落，铜铝等国内有色价格亦低位徘徊；北美原油增产，在采暖季需求支撑下，国际油价较11月底小幅反弹，依然较疲软；12月全月看，动力煤、原油、有色价格均同比回落、环比负增。尽管淡季供需双弱，但在稳增长政策频出，市场对未来地产和基建需求企稳反弹的预期支撑螺纹钢和焦炭价格环比上涨，但高基数下，同比涨幅依然收窄。电力市场化或继续，电价同比可能继续抬升。PMI购进和出厂价预示着12月PPI环比有望转负至-0.5%左右，我们预计PPI同比或进一步回落至11%。CPI方面，随着南方供应增多，菜价如期回落，12月农业部重点监测28种蔬菜价格环比下跌9.1%，同比从11月的30.6%放缓到10.9%，菜价或对CPI同比较上月少贡献0.3pct。能繁母猪结构优化、产能仍高，10-11月的猪价走高主要由于Q2生猪抛栏导致供给紧张，12月供应回升、节前抛栏，生猪价格已较11月底回落9%，全月同比涨幅略有收窄。受PPI

传导，CPI非食品消费品同比或放缓，服务消费价格缓慢修复。12月CPI同比或回落至1.8%。

我们预计12月新增社融2.2万亿元，同比增速上升至10.3%。12月票据转贴利率与DR007利率倒挂，银行在金融市场进行短期流动性拆借的收益都要高于票据转贴的收益，而票据的持有期明显长于短期拆借、理论上票据收益率应该高于短期拆借利率。这个现象一方面反映当月正常信贷投放较差，另一方面也反映银行完成信贷额度投放的意愿比较强烈。因此我们预计12月新增贷款可能为1.2万亿元，与去年同期大体持平，结构中票据贴现和居民房贷仍然是主力增量，其他贷款需求继续较差。在信用债和国债净发行同比多增的背景下，新增社融仍有望同比多增，我们预计12月新增社融2.2万亿元，比2021年同期多增5000亿元，社融同比增速上升至10.3%。M2同比增速随着信贷增速小幅回落，我们预计12月M2增速为8.3%。

我们预计四季度GDP同比增长4.1%。从服务业生产指数和商务活动指数来看，本轮疫情对服务业冲击整体小于7-8月。11月服务业生产指数同比+3.1%，对应两年复合增速为5.5%，较10月小幅下降0.1ppt；12月服务业商务活动指数环比上升0.9ppt至52%。我们预计四季度GDP同比增速或为4.1%左右，低于我们早前预测的4.5%左右，全年GDP增速可能为8.1%左右。

以上观点来自：2022年1月3日中金公司研究部已发布的《12月经济数据前瞻：预计四季度GDP同比4.1%》

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

美联储的加息元年 — 2022年G7和人民币汇率展望

2021年，全球经济仍饱受新冠疫情的困扰。病毒的不断变异让疫情始终处于阶段性爆发的态势，而疫苗分发的不均也让部分发展中国家深受其害，全球供应链受到了扰动，原材料价格飞涨，经济复苏势头受挫。在通胀高企的背景下，美联储从6月份开始转变宽松的货币政策取向，美联储于11月正式启动缩减购债，并于12月宣布加速缩窄，并预期2022年加息3次。在避险和货币政策分化的双重逻辑作用下，美元在2021年全面走强。

2022年，尽管新冠病毒仍然可能会发生新的变异，但考虑到疫苗在发展中国家更加普及，以及发达国家加强接种的提速，疫情对于经济活动的影响预计将有所减弱。在疫情影响逐步弱化的假设下，全球经济需求有望重归上行轨道，各国货币政策的变化或将成为2022年外汇市场交易的主线。在这其中，美联储的政策无疑是重中之重。根据美联储最新的点阵图和利率衍生品市场成交水平的推算，我们预计美联储启动加息的时点很可能是2022年第二季度。

在我们的基线假设下，2022年的汇率行情有望以美联储加息周期的启动作为转折点。我们预计美元指数预计在2022年上半年延续升值态势并突破2021年的高点，但在加息周期启动后，美元指数或将由涨转跌，并在下半年回落至95的下方，欧元对美元的中枢有望回升至1.14。历史经验与我们的判断基本一致，在过去的4次美联储加息周期中，美元指数倾向于在加息前的半年内上涨，而在加息后的半年内回落。令人有些意外的是，日元竟是美联储加息启动后半年内平均涨幅最大的主要货币，加息后平均对美元可以上涨10%左右。这与市场当前的美联储加息导致日美息差拉大和日元贬值的逻辑论断相反。我们认为，正因为市场对于日元的看空过于一致，日元的空头才会在美联储加息前积聚，而在“买预期，卖事实”效应的影响下，美联储加息的启动反而成为了日元空头了结的契机。我们预计日元在2022年底有望回升至107，该预测比市场的一致预期较强。

人民币在2021年美元指数全面走高的背景下对美元双边汇率震荡升值，这令衡量人民币对一篮子货币涨跌的CFETS指数达到了2015年811汇改以来的最高水平，国际清算银行计算的实际有效汇率指数更是在11月份创出了历史新高。强而有力的疫情管控让中国出口制造业企业在全全球供应链饱受疫情摧残的2021年获得了巨大的红利。30%的出口增幅带来了大量的结汇需求，这是人民币2021年逆势升值，走出独立行情的最主要原因。在2022年，我们的基线假设是疫情的影响逐步减弱，在全球货币政策趋于紧缩的大环境下，我国出口的高增长很难持续。一旦出口增速回落，人民币有效汇率的估值就存在修复的需要。我们预计人民币在2022年有望温和回调，年底的中枢将在6.65左右。

在余下的G7货币中，我们预计英镑和加元汇率有望在2022年底分别达到至1.38与1.23附近，因为英国央行与加拿大央行在2022年都存在较强加息预期。澳联储与美联储在2022年内存在上半年货币政策分化，下半年货币政策收敛的可能，我们预计2022年底的澳元美元汇率为0.75。最后，瑞士法郎或与欧元有望一同在2022年下半年走强，我们预测2022年底的美元瑞士法郎汇率为0.92。

以上观点来自：2021年12月28中金公司研究部已发布的《海外外汇专题报告：美联储的加息元年 — 2022年G7和人民币汇率展望》

李刘阳 SAC 执证编号：S0080121120085

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

AIoT新基建，移动通信模组高增长

人工智能与物联网的结合加速AIoT的发展，通信模组作为终端设备联网的主要通信基础设施，在行业扮演“卖水者”的角色，确定性受益于行业增长。我们看好无线通信模组应对多样化下游场景的优势，强调头部通信模组厂商有望通过碎片化解决能力及成本优势构筑长期竞争壁垒。

随着5G落地及人工智能发展，AIoT进入发展快车道。我国5G基站数达到115.9万，5G网络基本实现全覆盖。我们认为，未来5G的建设重点将转向应用场景探索及落地，以智能驾驶、智慧城市、智慧电网等为代表的AIoT场景要求广连接、高质量的通信网络，成为5G理想的落地场景。同时，物联网触达海量数据的特性为AI应用提供支撑，而AI能够反向提升物联网终端的智能化水平及用户体验，飞轮效应有望驱动AIoT快速发展。

无线通信契合物联网发展需要，发展前景广阔。无线通信相比于有线通信具有低成本/易拓展/高灵活性等特点，适配物联网海量设备连接的要求。我们认为，凭借在通信距离/组网成本/通信质量等方面的互补，无线通信网络将形成局域网与广域网并存的局面。随着蜂窝通信技术的迭代，蜂窝通信将沿着中低速率场景由LPWAN替代2G/3G、高速率由4G/5G承接的路径演进，形成4G+5G+LPWAN的格局。

连接上游标准化芯片与下游定制化需求，无线通信模组受益于行业发展。蜂窝通信模组的上游主要为基带/射频/存储芯片厂商，标准化程度高；而下游应用场景众多，对通信模组的制式/尺寸/功耗/带宽等要求不同，模组厂商需在硬软件层面满足定制化需求。物联网渗透率的提升为模组需求提供支撑，我们预计2023年蜂窝通信模组出货量将达到4.6亿，收入达到63亿美元，大颗粒市场车联网/移动支付/移动互联/智慧能源出货量将达到9,304/3,670/1,629/7,674万，贡献收入达到29.6/4.2/3.3/4.9亿美元。

国内厂商市场份额持续提升，看好龙头模组厂商构筑长期竞争壁垒。国内厂商凭借人力成本优势，以扩大研发支出并放弃部分盈利空间的方式快速抢占市场份额，3Q21国内厂商出货量占比超过64%并包揽全球前五。我们认为，龙头厂商在做大规模的过程中将1) 沉淀碎片化解决能力：模块化开发降低研

发成本及产品迭代周期、拓展渠道及人员规模提升快速响应能力；2) 形成成本优势：原材料采购成本降低及高效研发。



以上观点来自：2021年12月29日中金公司研究部已发布的《AIoT新基建，移动通信模组高增长》

朱镜榆 SAC 执证编号：S0080121070370

陈昊 SAC 执证编号：S0080520120009 SFC CE Ref: BQS925

彭虎 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

专题聚焦

产品力的时代，国际化的起点

在经历了大幅调整以后，医药板块已经到了相对低位。国内的支付能力是否能支持内需的持续增长？国际化的道路是否能够走通？好产品是否能够避免“内卷式”竞争？各种疑问纷至而来。很多问题在短期确实无法证伪，但从长期来看，产业和政策都已经给出了明确的答案。我们认为市场调整是一个大浪淘沙的过程，未来医药产业将真正进入产品力的时代，产品力的提升将会打通国际化的道路，我们对行业前景持坚定的乐观态度。

医保的支付能力是否足够？我们认为老龄化的加速以及收入水平的提升，将使得医药行业增速长时间高于GDP的增长。我们预计未来的支付潜力来自于以下几点：1、政府医保支出未来将会保持高个位数的持续增长，蛋糕仍在变大；2、医保的调结构将会提升支付效率，我们需要关注好产品的结构性机会；3、商业保险仍在快速发展，缺少的是一个与优质医疗资源有效对接的监管体系，未来这点是有望被解决的。

国际化的道路是否能走通？今年以来一些国内产品在海外临床的挫折引起了大家对于医药产业国际化的担忧，我们认为早期遇到这些问题是大多数产业发展需要经历的。我们需要看到的是，中国作为全球第二大医药市场，拥有全球第二大的资本市场，与全球接轨的审评制度，庞大的工程师队伍，具备这几个要素大概率会孕育出全球性的企业。目前行业已经有了众多产品授权的案例，并呈现加速趋势，目前头部企业在战略上都在加大海外投入，虽然有曲折，我们坚信国际化是大势所趋。

好产品是否能避免国内竞争？我们认为内卷产生是因为在过去fast follow的逻辑下产生的产品同质化。目前从CDE监管的角度已经开始提高临床标准，并且我们注意到专利保护和诉讼在国内越来越严格。我们认为未来创新门槛提

高是整体趋势，当产品力具有差异性后，支付体系也将随之变革。长期来看，我们认为创新门槛的提升将会使得好品种获得真正溢价。



以上观点来自：2022年1月1日中金公司研究部已发布的《产品力的时代，国际化的起点》

邹朋 SAC 执证编号：S0080513090001 SFC CE Ref: BCC313

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.12.27 中国图说中国宏观周报：货币发力的三大看点 ——2021年四季度货币政策委员会例会点评
- 2021.12.27 中国宏观热点速评：11月工业企业利润点评：价格变动带动利润增速放缓
- 2021.12.28 海外外汇专题报告：美联储的加息元年 —— 2022年G7和人民币汇率展望
- 2021.12.31 中国宏观热点速评：12月PMI点评：保供稳价进一步显现，外需边际回落
- 2021.12.31 中国宏观热点速评：12月CMI一企稳信号尚不清晰

策略及大宗商品

- 2021.12.27 大类资产观察：从风险溢价看2022年股债走势
- 2021.12.27 海外中资股策略周报：南向资金有望延续流入
- 2021.12.28 主题策略：2021年外资复盘：外资年度流入创新高
- 2021.12.29 大宗商品：白羽鸡：猪鸡周期共振，行业景气向上
- 2021.12.31 大宗商品：镍2022年展望：新供应、新约束
- 2021.12.31 A股和港股行业首选：2022年1月
- 2022.1.2 全球资金流向监测：外资回流A股，美股转为流入

固定收益

- 2021.12.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.12.27 简评：泰林生物转债投资价值分析
- 2021.12.27 中资美元债周报：新发继续缩量，二级市场交投清淡
- 2021.12.28 资产证券化分析周报：CMBS五问五答
- 2021.12.28 简评：台21转债投资价值分析
- 2021.12.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.12.29 中国信用策略双周报：区域行业分化，挖掘金融机会 ——2021年信用债市场回顾
- 2021.12.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.12.30 专题研究：2021年债市回眸：固收+火爆的一年，但+固收表现不俗
- 2021.12.31 简评：快节奏轮动下的筛选方案——转债一周信息跟踪
- 2021.12.31 简评：博瑞医药投资价值分析

- 2021.12.31 简评：隆22转债投资价值分析
 2021.12.31 简评：经济动能继续走弱，收益率下行仍有空间 ——12月PMI数据分析
 2021.12.31 简评：2022年1月十大转债

行业

- 2021.12.27 主题研究：电力辅助服务细则修订，利好灵活调节资源
 2021.12.27 主题研究：看好库存去化+需求回暖+节前备货带动1月行业开工率环比改善
 2021.12.27 有色金属：智利大选加剧锂供给不确定性，钴镍价格维持强势
 2021.12.27 汽车及零部件：华为赋能汽车加速推进，氢能政策东风再起
 2021.12.27 有色金属：稀土：中国稀土集团组建，产业集中度提升
 2021.12.27 有色金属：铝：吨铝利润继续上升，海外供给扰动加剧
 2021.12.27 有色金属：铝：欧洲能源价格走高，海外供给扰动加剧
 2021.12.28 科技：详解“十四五”信息化规划：立足科技创新，推动高质量发展
 2021.12.28 医疗健康：中药配方颗粒：政策放开有望驱动行业发展
 2021.12.28 房地产：周报#274：推盘边际回升，销售跌幅收窄
 2021.12.28 传媒互联网：直播电商：多元模式共促消费转化
 2021.12.28 房地产：家装赛道：存量时代的第二增长曲线
 2021.12.28 金融：消费金融公司研究指南：分析、筛选及估值
 2021.12.29 汽车及零部件：宁德时代持续加码换电业务，产业东风已来
 2021.12.29 机械：专项规划首次落地，机器人行业承东风起
 2021.12.29 保险：中国保险经纪行业：道阻且长，行则将至
 2021.12.29 医疗健康：产业发展规划发布，国产替代有望加速
 2021.12.29 科技：八部门印发“十四五”智能制造发展规划
 2021.12.29 科技：AIoT新基建，移动通信模组高增长
 2021.12.30 旅游酒店及餐饮：中金看海外公司 | Airbnb：非标龙头，重塑疫后出行新方式
 2021.12.30 主题研究：1月工商业代购用户电价环比多数上浮，看好工商业分布式需求迎拐点
 2021.12.30 有色金属：锂价持续性有望超预期，锂板块迎重估机遇
 2021.12.31 主题研究：疾风骤雨已去，春耕行情将至
 2021.12.31 保险：偿二代二期对寿险公司的主要影响解读
 2021.12.31 家电及相关：新兴电商渠道成为家电线上营销争夺新热点
 2021.12.31 医疗健康：国家医保支持，看好中医药产业发展
 2022.1.1 医疗健康：产品力的时代，国际化的起点

- 2022.1.1 金融：央行起草《地方金融监督管理条例》，构建地方金融组织的统一监管框架
- 2022.1.1 科技硬件：能源新时代：电力电子视角下的被动元器件（电容篇）
- 2022.1.2 传媒互联网：周报：《你好星期六》开播，关注元旦档及春节档影片表现



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn