

增长压力仍存，待逆周期政策发力

——12月经济活动数据点评

相关研究：

1. 《平均增速已现疲态，疫情反复冲击社零》 2021.08.19
2. 《制造业修复延续，消费超预期回落》 2021.09.16
3. 《当季GDP增速破5，经济下行压力显现》 2021.10.22
4. 《工业增加值温和回升，制造业投资上行》 2021.12.16

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-50295364

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件：

四季度GDP实际同比增速4.0%，前值4.9%；全年GDP实际累计同比增速8.1%，前值9.8%。12月全国固定资产投资（不含农户）累计同比增速4.9%，前值5.2%；社会消费品零售总额累计同比增长12.5%，前值13.7%。12月社会消费品零售总额当月同比增长1.7%，前值3.9%；规模以上工业增加值累计同比9.6%，前值10.1%，当月同比4.3%，前值3.8%。

□ 供给约束放松，生产端有所回升

从两年平均复合增速来看，四季度当季同比平均增速录得5.2%，较三季度的4.8%出现了一定程度的回升。四季度GDP环比季调增速为1.6%，较三季度有明显回升。四季度以来，随着限产限电及能耗双控政策的放松，工业增加值当月同比及两年平均增速均出现明显的回升趋势。分行业看，制造业工业增加值触底回升及采矿业四季度延续上行是工业增加值整体在四季度回升的主要支撑。

□ 地产延续下滑，基建仍未发力

从投资结构看，制造业投资、房地产投资及基建投资则呈现出不同的趋势。虽然三者从累计同比增速来看，均呈现回落的态势，但剔除基数效应来看，两年平均增速方面，呈现出制造业投资升、基建投资平、房地产投资降的结构分化。当月同比来看，新开工及房屋销售面积增速仍维持在两位数的负增长趋势中，一季度房地产投资增速仍然承压。

□ 疫情反复，消费仍疲弱

12月社零增速当月同比录得1.7%，较前值回落2.2个百分点，两年平均增速录得3.1%，较前值回落1.3个百分点。冬季新冠肺炎疫情的多地散发难免会对春节假期的消费产生拖累，使得原本疲弱的消费数据再次下滑。央行在1月17日的总量宽松政策的落地，即下调MLF及OMO利率10BP，提前发力稳增长意图明显，同时表示“政策工具箱开得再大些”。预计随着一季度经济增长压力的显现，积极的财政政策也会相应落地，货币政策的进一步宽松节奏可能要看房地产投资、消费及出口的后续表现。

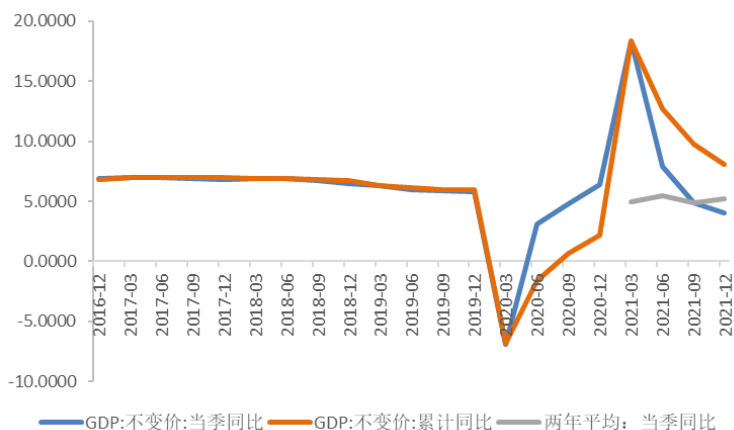
□ 风险提示

海外政策紧缩超预期；通胀超预期；疫情发展超预期。

1 供给约束放松，生产端有所回升

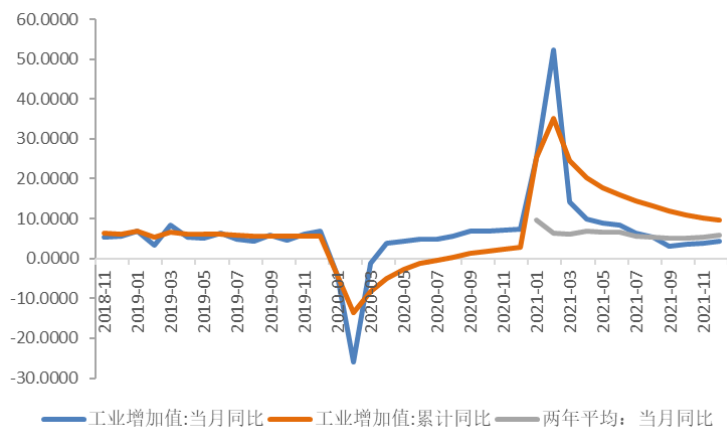
四季度 GDP 实际同比增速 4.0%，较前值 4.9% 回落 0.9 个百分点，虽然同比增速延续下行趋势，但去年四季度高基数是一个重要原因。从两年平均复合增速来看，四季度当季同比平均增速录得 5.2%，较第三季度的 4.8% 出现了一定程度的回升。四季度 GDP 环比季调增速为 1.6%，较三季度有明显回升。全年 GDP 实际累计同比增速 8.1%，两年平均增速录得 5.1%。

图 1 四季度经济增速延续下滑 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 2 四季度工业增加值同比增速明显回升 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

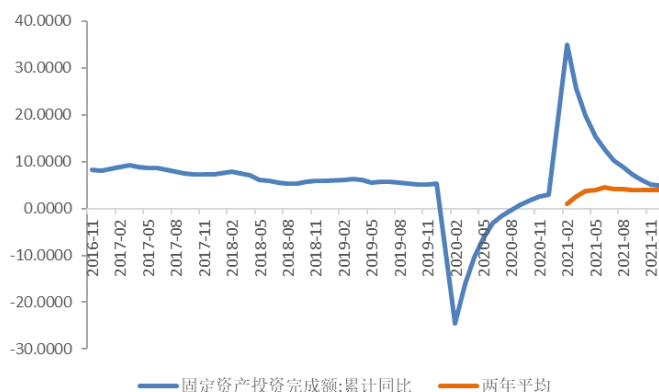
供给端来看，三季度因为汛情、疫情、能耗双控等原因，工业增加值出现明显的阶段性下滑，跌至 2020 年 4 月以来的低点。四季度以来，随着限

产限电及能耗双控政策的放松，工业增加值当月同比及两年平均增速均出现明显的回升趋势。分行业看，制造业工业增加值触底回升及采矿业四季度延续上行是工业增加值整体在四季度回升的主要支撑。

2 地产延续下滑，基建仍未发力

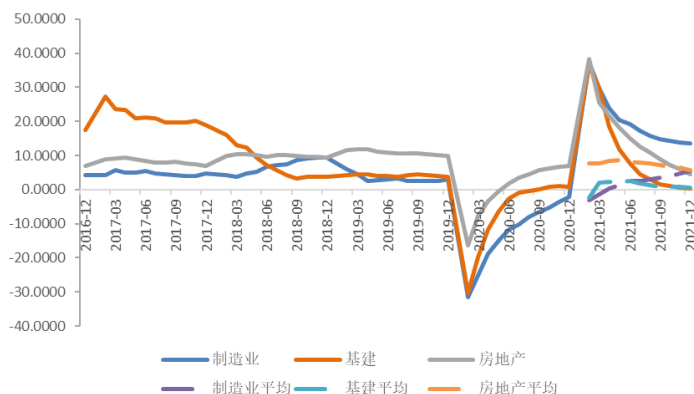
投资方面，四季度固定资产投资累计同比增速仍延续下滑趋势，2021 年全年录得 4.9%，较前值回落 0.3 个百分点。但从两年平均复合增速来看，则相对平稳，两年平均复合增速 3.9%，低于疫情前 5% 以上的增速水平。从投资结构看，制造业投资、房地产投资及基建投资则呈现出不同的趋势。虽然三者从累计同比增速来看，均呈现回落的态势，但剔除基数效应来看，两年平均增速方面，呈现出制造业投资升、基建投资平、房地产投资降的结构分化。

图 3 固定资产投资复合增速四季度整体相对平稳 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

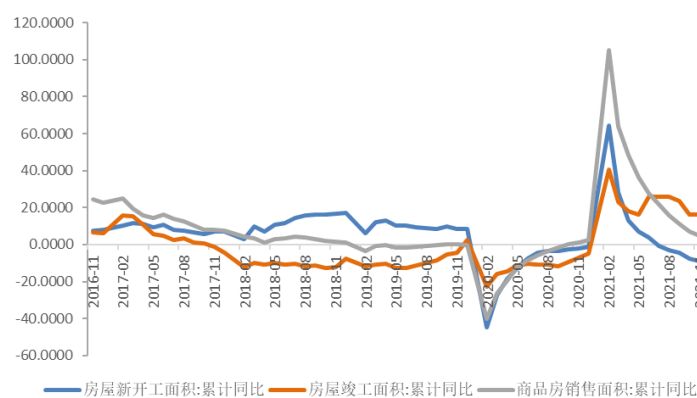
图 4 固定资产投资复合增速结构分化 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

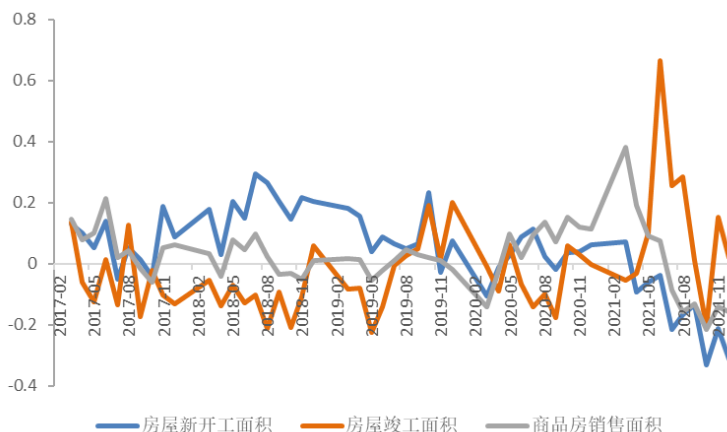
分项具体来看，制造业投资 2021 年累计同比增速录得 13.5%，两年平均 5.4%，较前值上升 0.7 个百分点，已经超过疫情前的增速水平。基建投资 2021 年累计同比增速录得 0.4%，较前值回落 0.1 个百分点，两年平均增速录得 0.6%，尚未发力。房地产投资 2021 年累计同比增速录得 4.4%，较前值回落 1.6 个百分点，两年平均增速录得 5.7%，较前值下降 0.7 个百分点，下降趋势延续。累计同比增速来看，竣工增速 2021 年下半年以来已持续为负增长，房屋开工增速与商品房销售增速持续下滑。当月同比来看，新开工及房屋销售面积增速仍维持在两位数的负增长趋势中，一季度房地产投资增速仍然承压。

图 5 累计同比看竣工增速转负、销售增速持续下滑 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 6 当月同比看新开工及销售面积增速持续两位数负增长

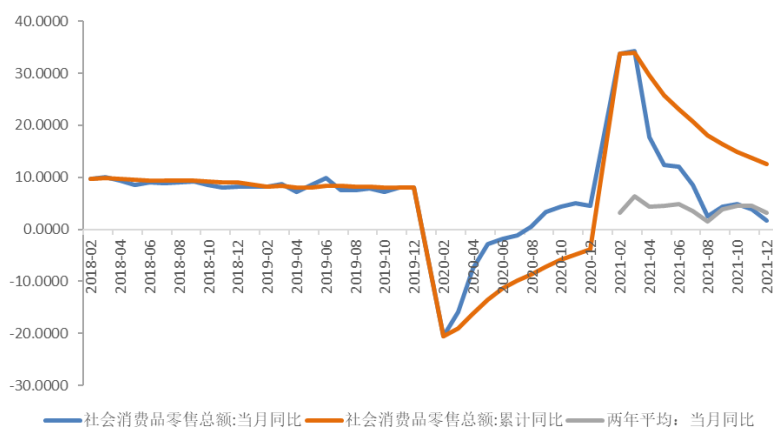


资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 疫情反复，消费仍疲弱

12月社零增速当月同比录得1.7%，较前值回落2.2个百分点，两年平均增速录得3.1%，较前值回落1.3个百分点。近期全国多个城市出现了新冠疫情散发的情况，其中一些本土病例确诊为奥密克戎毒株。为了有效防控疫情，不同城市采取了相应的社交隔离措施，部分城市也鼓励就地过年。冬季新冠肺炎疫情的多地散发难免会对春节假期的消费产生拖累，使得原本疲弱的消费数据再次下滑。

图7 社零两年平均增速再次回落 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图8 餐饮收入增速两年接近0增长 (%)



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_36317

