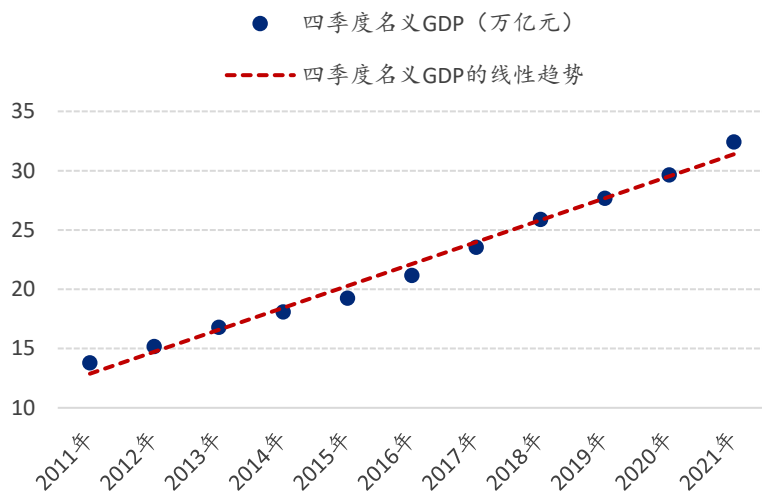


12 月中国宏观数据点评—— 四季度复苏显韧性，经济拐点不远

回顾全年，经济复苏边际放缓、但韧性较强。作为疫情暴发后首个复苏之年，2021 年中国实际 GDP 增长 8.1%，略高于我们的预测（7.9%）和市场预期（8.0%），较 2019 年的两年年均增速达到 5.1%，处于 5-6% 的潜在增长区间。受基数效应、洪涝灾害、疫情反复等多重因素的影响，2021 年各季度的实际 GDP 同比增速呈现“逐季回落”的特征，四季度降至全年最低（4.0%），但仍然好于市场预期（3.3%）。此外，四季度名义 GDP 也明显高于 2011 年以来的线性趋势，显示出经济增长的韧性。综合来看，第四季度的经济表现好于市场预期和历史趋势，是导致 2021 年 GDP 增速的实际值略高于我们预测的主要原因。

图表 1：中国 2011-2021 年历年四季度名义 GDP 及线性趋势



资料来源：CEIC，浦银国际

从全年来看，第三产业复苏较慢；单看四季度，第二产业增长显著。2021 年，就全年增加值的两年年均增速而言，代表制造业与建筑业的第二产业（8.9%）的恢复程度最好；第一产业（8.5%）的恢复程度次之；代表服务业的第三产业恢复最慢，增速（7.0%）低于整体经济（7.8%）。单看四季度，第二产业增加值的两年年均增速为 10.1%，显著高于第一产业和第三产业（均为 7.0%）。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 01 月 20 日

主要数据 (%)	12 月		11 月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
工业增加值	4.3	5.8	3.8	5.4
累计固定资产投资	4.9	3.9	5.2	3.9
累计房地产投资	4.4	5.7	6.0	6.4
消费品零售总额	1.7	3.2*	3.9	4.4
出口 (美元计)	20.9	19.5*	22.0	21.2*
进口 (美元计)	19.5	13.4*	31.7	17.4*

主要数据	12 月	11 月	10 月
CPI (%)	1.5	2.3	1.5
PPI (%)	10.3	12.9	13.5
社融存量 (万亿元)	314.1	311.9	309.5
社融增量 (万亿元)	2.37	2.61	1.59
M2 同比 (%)	9.0	8.5	8.7
M1 同比 (%)	3.5	3.0	2.8

注：*为浦银国际计算 资料来源：国家统计局，海关总署，中国人民银行，浦银国际

相关报告：

《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》（2021-12-03）

《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》（2021-10-19）



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

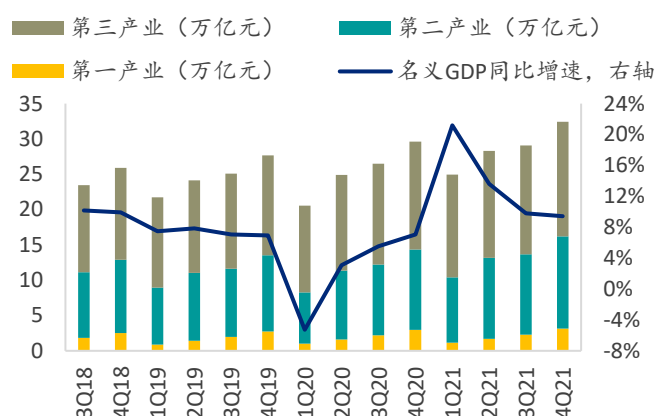
数据点评

2021 年 12 月中国宏观数据点评——四季度复苏显韧性，经济拐点不远

最终消费作用显著，出口韧性仍强，投资的增长贡献率在负区间进一步下探。2021年，最终消费支出对经济增长的“压舱石”作用显著，对实际GDP同比增速的贡献率逐季提升，四季度升至85.3%。出口延续了较强韧性，四季度贡献率升至26.4%，推动经济持续增长。随着流动性的边际趋紧，资本形成对实际GDP增长的贡献率逐季下降，四季度的贡献率进一步下探至-11.6%。

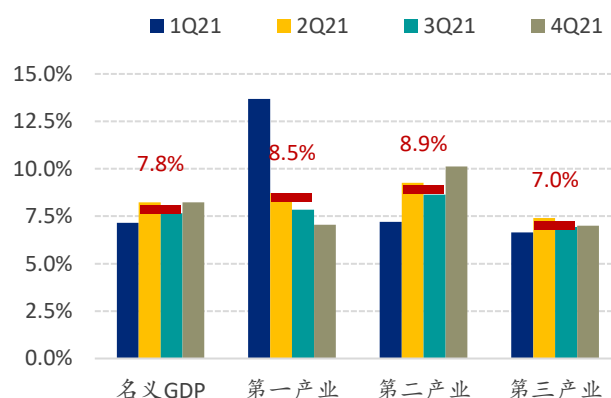
展望未来，中国稳中求进。正如我们在[2022年宏观经济展望](#)中所论述的，今年将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年。其中，最明显的是，伴随财政及货币政策回归常态，资本形成对经济增长的贡献率将有所回升，尤其是涉及绿色经济和高端制造相关的基础投资。

图表 2：名义 GDP 同比增速与三大产业增加值



资料来源：CEIC，浦银国际

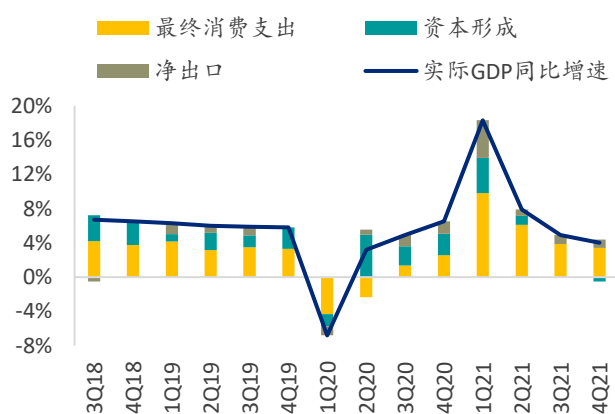
图表 3：名义 GDP 与三大产业增加值的两年年均增速



注：红线及数据标签为 2021 年全年增加值的两年年均增速

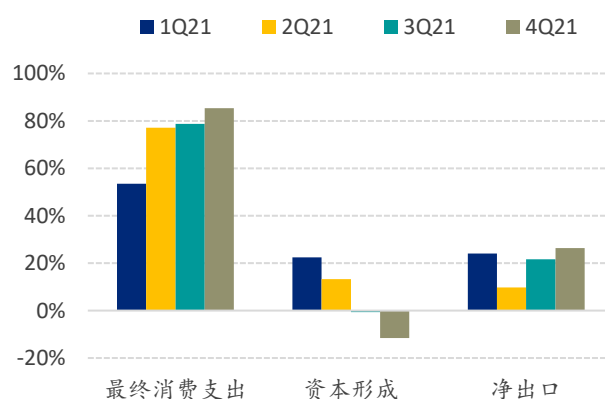
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：实际 GDP 同比增速与各项目的增长拉动



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：各项目对实际 GDP 同比增速的增长贡献率

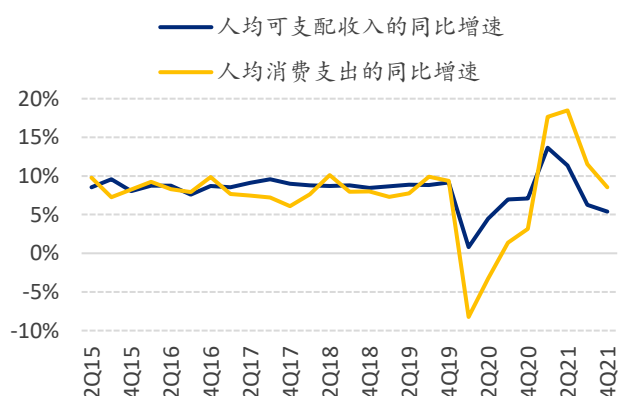


资料来源：CEIC，浦银国际

经济复苏边际放缓，导致人均可支配收入增长趋缓，并带动人均消费支出增速持续下行。除了严格的疫情管控措施和财富效应减弱压低了消费复苏（详情请见[2022年宏观经济展望](#)），收入效应减弱对消费的负面影响正进一步显现。伴随整体经济复苏的边际放缓，人均可支配收入在2021年的增长“逐季趋缓”，四季度的同比增速降至5.4%、两年年均增速降至6.3%。受此影响，人均消费支出增速持续下行，四季度同比增速和两年年均增速分别降至8.6%和5.8%。

收入和消费的增速差值收窄，额外储蓄有所回落。伴随人均可支配收入和人均消费支出的增速回落，两者的增速差值大幅收窄。就两年年均增速而言，差值到2021年四季度已收窄至0.4个百分点。受此影响，人均储蓄出现显著回落，2021年四季度降至205元（当年一季度为723元），为2017年以来的最低值。如果以13.93亿人口进行估算的话，2021年的额外储蓄比之前三年的平均值多出2.12万亿元，约占2021年GDP的1.8%。

图表 6：人均可支配收入和人均消费支出的增速均出现下行



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：收入和消费的增速差值收窄，额外储蓄有所回落



注：额外储蓄 = (人均可支配收入 - 人均消费支出) × 总人口
资料来源：CEIC，浦银国际

从稳中趋缓到稳中求进的拐点。整体来看，2021年中国经济的表现是稳中趋缓，我们预计经济拐点在2022年一季度到来，全年的经济复苏将呈现稳中求进的特征。在经济拐点来临之前，我们认为需持续关注中国经济的四个方面：

- 工业趋稳，投资分化；
- 疫情影响下，不均衡的双引擎复苏；
- 通胀压力可控；
- 社融增速筑底回升，信贷增长疲软。

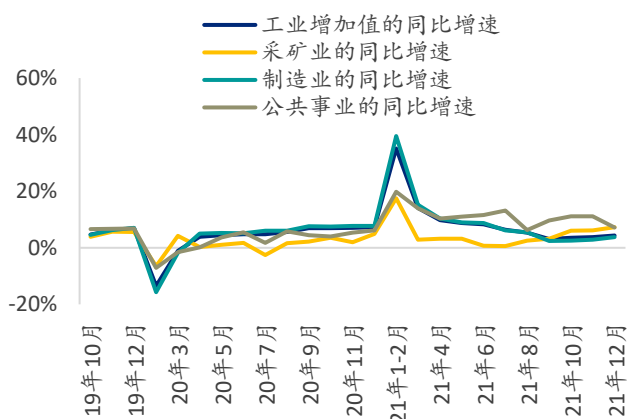
工业趋稳，投资分化

工业生产延续恢复趋势。12月，规模以上企业的工业增加值同比增长4.3%，较前期回升0.5个百分点，好于市场预期(3.7%)。就两年年均增速而言，工业增加值从前期的5.4%升至12月的5.8%，工业生产延续恢复趋势。2021年9月的“限电”措施导致工业增加值的同比增速大幅下降2.2个百分点至3.1%，但是在“保供稳价”的政策调整下，工业增加值同比增速在四季度实现“逐月回升”。考虑到2022年初基数走高，我们预计工业增加值同比增速会有所回落，但不意味着工业生产的恢复结束。

工业产能利用率整体趋稳，采矿业上升空间值得关注。2021年四季度，工业产能利用率上升0.3个百分点至77.4%，处于历史较高水平。其中，采矿业(77.0%)的产能利用率创历史新高，较前期上升1.0个百分点。当前，全球能源企业的CAPEX投入低迷(请见[《全球大宗商品：来自CAPEX的复仇——供应端多维研究系列报告\(一\)》](#))，在商品价格仍处于相对高位、经济复苏提振商品需求的情况下，采矿业的产能利用率上升空间值得关注，这将直接影响下游企业的生产以及PPI的走势。

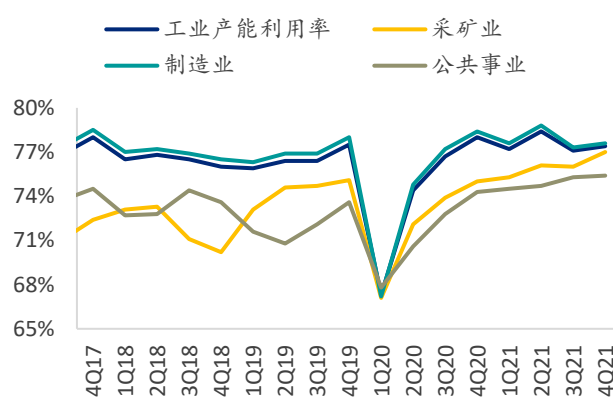
三大门类工业增加值出现小幅增速分化，采矿业增速领先。12月，工业三大门类中，公共事业增速从前期的11.1%回落至7.2%，采矿业(7.3%)和制造业(3.8%)的增速上升，较前期分别上升1.1和0.9个百分点。其中，12月的大范围寒潮降温拉低了公共事业工业增加值的增速，上游煤炭产能保供和铁矿石价格回升则推动了采矿业工业增加值的增速上升，制造业工业增加值增速回升仍然是受出口带动。

图表 8: 工业生产整体回暖, 三大门类工业增加值出现小幅增速分化



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 除采矿业大幅提升外, 工业产能利用率整体趋稳

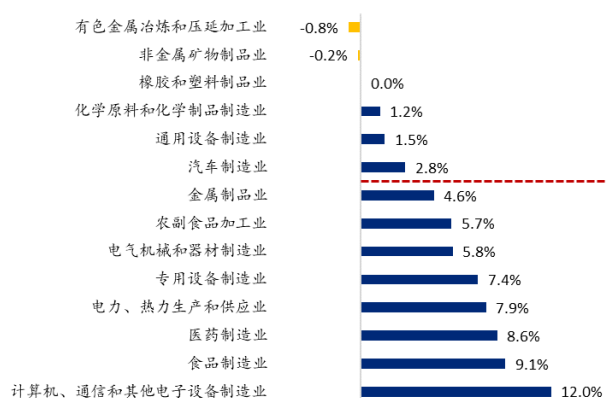


资料来源: CEIC, 浦银国际

主要行业工业增加值同比增速的分化收窄。12月，就工业增加值同比增速而言，芯片产能恢复带动计算机、通信和其它电子设备制造业（12.0%）领跑主要行业，食品制造业（9.1%），医药制造业（8.6%），电力、热力生产和供应业（7.9%），专用设备制造业（7.4%），增速较快。12月，有色金属冶炼和压延加工业（-0.8%）、非金属矿物制品业（-0.2%）维持同比负增长，但降幅较前期分别收窄 0.4 和 3.8 个百分点。

出口驱动下，高技术制造业保持稳定增长。12月，高新技术产品出口额同比增长 23.1%，两年年均增速为 24.8%，较前期分别上升 8.9 和 7.2 个百分点，处于高增速区间。出口驱动下，12月高技术制造业的工业增加值同比增长 12.1%，连续 13 个月实现双位数增长，高端制造行业持续向好。在 [2022 年宏观经济展望报告](#) 中，我们判断 2022 年高端制造业的投资将有所增长，这将成为高技术制造业继续增长的推动因素。

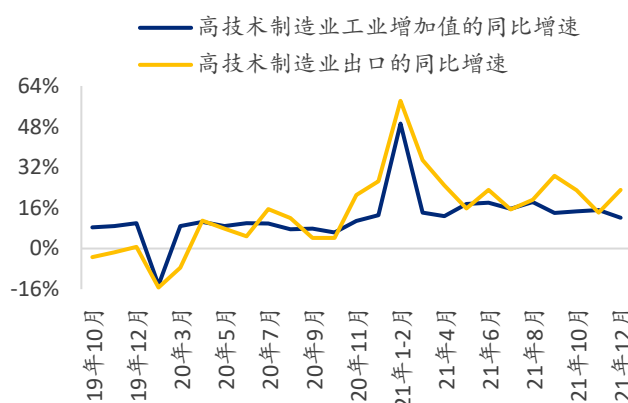
图表 10：2021 年 12 月，主要行业工业增加值的同比增速



注：红色虚线为 12 月工业增加值同比增速 4.3%

资料来源：CEIC，浦银国际

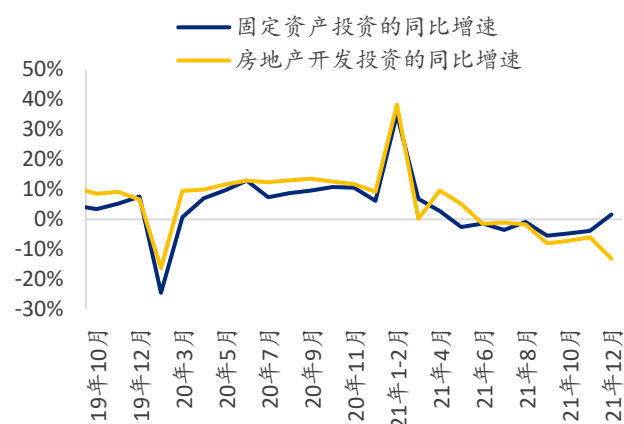
图表 11：高技术制造业仍受出口带动



资料来源：CEIC，浦银国际

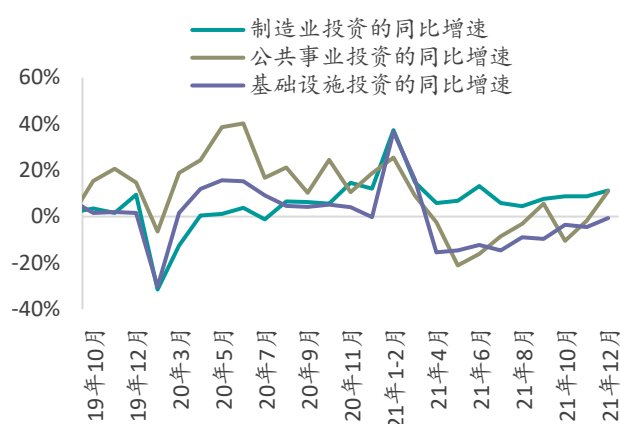
固定资产投资增速由负转正，高基数下制造业和公共事业投资仍保持较快增长。12月，固定资产投资同比增速从前期的-3.8%升至 1.6%。其中，制造业和公共事业投资的增长较快。虽然基期增速较高（制造业为 12.1%、公共事业为 18.7%），但是 12月制造业投资（11.3%）和公共事业投资（11.0%）仍保持较快增长，较前期分别回升 2.6 和 12.8 个百分点。12月，基础设施投资（-0.7%）同比维持负增长，降幅较前期收窄 3.8 个百分点。考虑到 2021 年末的中央经济工作会议强调“保证财政支出强度，加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”，我们预计基础设施投资增速的降幅将继续收窄、并进一步回归正增长区间。

图表 12: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

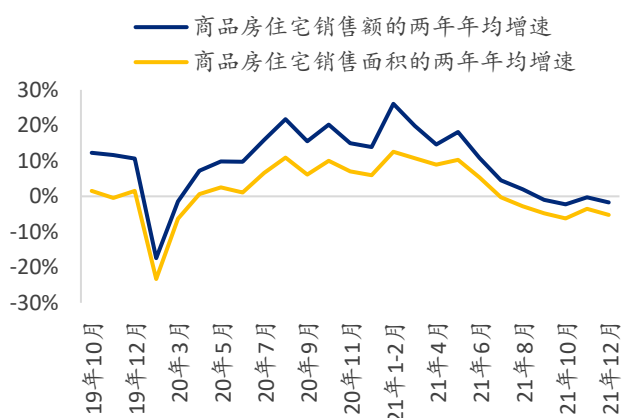
图表 13: 固定资产投资中主要项目的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

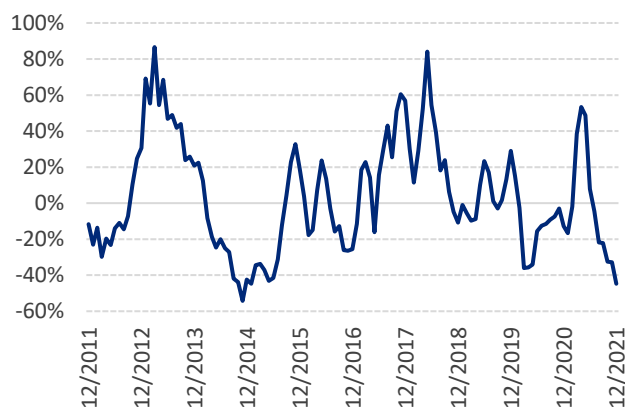
表外融资受限带动房地产投资增速短暂下行，需求疲软导致房地产市场趋冷。受资管新规过渡期结束的影响，12月非标融资规模出现显著收缩，对房地产企业表外融资造成冲击。受此影响，12月房地产开发投资同比下降13.2%，降幅较前期扩大7.2个百分点。12月，新增居民中长期贷款较2020年同期有所下降，显示居民房贷需求疲软。受此影响，12月新房销售额（-1.7%）和销售面积（-5.2%）的两年年均增速继续下行，降幅较前期分别扩大1.5和1.7个百分点。12月，房地产投资下行主要受暂时性冲击的影响，在融资政策边际改善的背景下，我们认为房地产市场继续下行的空间有限。作为房地产开发投资的领先指标，12月100大中城市成交土地面积的同比增速已经降至历史低位（-54.8%），未来土地成交回暖将带动房地产投资恢复上行。

图表 14: 商品房住宅销售额和销售面积继续下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 15: 100 大中城市住宅用地成交土地规划建筑面积的同比增速



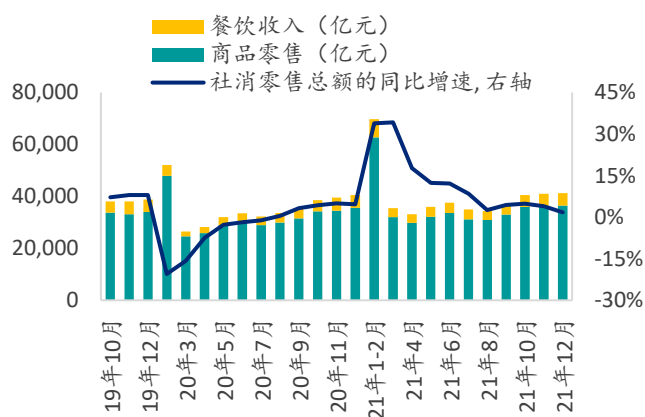
注: 3 个月移动平均
资料来源: Wind, 浦银国际

疫情影响下，不均衡的双引擎复苏

严格的疫情管控措施下，消费引擎复苏受限

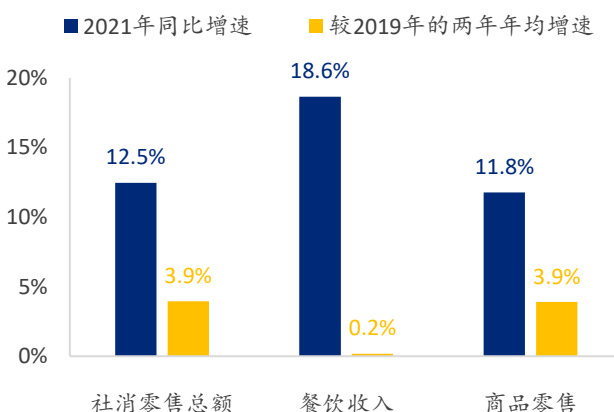
消费增速回落，复苏格局仍是商品零售好于餐饮收入。12月，社消零售总额的同比增速为1.7%，较前期下降2.2个百分点，显著低于预期（3.8%）。就两年年均增速而言，12月为3.2%，为2021年9月以来的最低值。12月，商品零售恢复遇冷，同比增速从前期的4.8%降至2.3%；餐饮收入维持同比负增长，降幅从前期的-2.7%收窄至-2.2%。回顾全年，相较于2019年，商品零售的两年年均增速为3.9%，餐饮收入增长甚微（0.2%）。

图表 16：社消零售总额的同比增速仍疲软



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 17：2021 年，社消零售总额、餐饮收入、商品零售的同比增速和两年年均增速

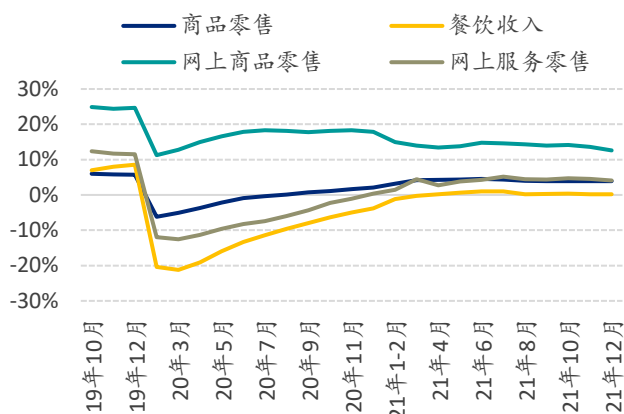


资料来源：CEIC，浦银国际

线上消费的增速有所放缓，但仍好于线下消费的复苏。12月，就两年年均增速而言，线上商品（12.6%）>线上服务（4.1%）>线下商品（3.9%）>线下服务（0.2%），其中，线上商品（1.0个百分点）和线上服务（0.5个百分点）的两年年均增速较前期有所回落。在严格的疫情管控措施下，我们预计整体消费复苏仍将疲软，但相比之下，线上商品和服务的消费将有所受益，相关行业的零售额增速大概率继续上升。

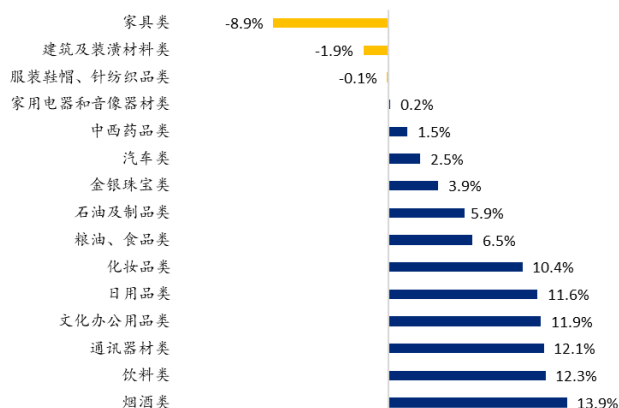
房地产市场趋冷，相关行业消费复苏放缓。通过比较12月零售额的两年年均增速，我们发现房地产市场趋冷对家具类（-8.9%）和建筑及装潢材料类（-1.9%）的消费复苏造成较大拖累，增速较前期分别回落1.8和0.8个百分点。我们认为，家具类和建筑及装潢材料类的消费复苏依赖房地产周期的恢复，预计未来降幅将有所收窄。

图表 18: 就两年年均增速而言, 商品和服务消费的恢复程度呈现“线上好于线下”的特征



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 19: 2021 年 12 月, 各行业零售额的两年年均增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

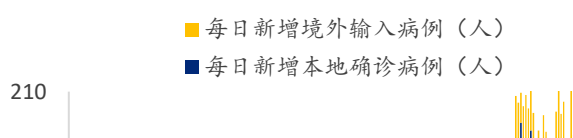
失业率回升对消费复苏的影响值得关注。当前, 经济复苏边际放缓的负面影响有所显现, 除了人均可支配收入增长趋缓, 失业率也出现连续两个月的回升。12 月, 城镇调查失业率回升 0.1 个百分点至 5.1%, 高于预期 (5.0%)。虽然 5.1% 的失业率并不高, 但是失业率的持续回升对消费信心的负面影响仍值得关注, 尤其是在财富效应和收入效应减弱的情况下。

担忧疫情管控措施对消费复苏的限制。回顾 2021 年下半年, 内地已出现四轮疫情反弹, 12 月初开始的第四轮疫情已延续至 2022 年, 严峻程度也远超前三轮。当前, 西安和郑州的人口流动性出现显著下降, 预计将对消费复苏起到一定的抑制作用。

图表 20: 2021 年 12 月, 城镇调查失业率较前期继续回升



图表 21: 2021 年 7 月至今, 全国新冠肺炎新增确诊病例详情



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_36496

