

2021年12月中国经济数据前瞻

外贸维持高景气，工业延续小回温

■ 核心摘要

预计 2021 年四季度实际 GDP 当季同比 3.9%，底部已经出现。往后看，宏观调控将着力于稳增长，各地围绕“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的定调，预计将出台更多政策来稳定商品房销售，修复开发商信心；上游大宗商品价格调整，在设备更新需求支撑下，制造业投资短期预计继续上行；海外 Omicron 扩散，多国政府加强了管控，这将延长中国出口的景气时间。受制于缺少合意项目和多地局部疫情，2021 年四季度基建和消费修复的节奏偏慢，若 2022 年一季度国内重大项目加快施工、国内疫情得到控制，两者将延续恢复。政策对工业生产的约束已松绑，短期工业生产也有望继续维持较高景气度。

1、GDP：预计 2021 年四季度实际 GDP 当季同比 3.9%，是近年低点。全年 GDP 同比 8.1%，两年平均同比 5.1%。

2、工业增加值：预计当月同比增长 3.9%。一是在能源保供的带动下，采矿业和公用事业的增加值同比有望上行。二是从统计局 PMI 看，上游商品价格调整后，制造业企业增加了采购和生产。

3、固定资产投资：预计 2021 年全年累计同比增长 4.9%，两年平均增速为 3.9%。房地产投资方面，尽管当前开发商的资金仍然紧张，但在房贷发放加快、房地产投资处于竣工周期和“保交房”要求的多重合力下，2021 年 12 月单月的房地产投资完成额同比有望继续回暖。制造业投资方面，上游商品价格大幅调整，有助于加快释放设备更新需求。基建投资方面，2021 年 12 月建筑业 PMI “供需两弱”，除受寒潮降温天气和“两节”临近等短期因素的影响外，可能也与合意项目不足、实物工作量形成进度不及预期有关。

4、社会消费品零售总额：预计当月同比增长 3.7%。预计 2021 年 12 月国内汽车零售同比的跌幅继续收窄、石油及制品销售同比放缓。考虑到 2021 年 12 月内蒙古、浙江和陕西先后出现局部疫情，全国餐饮收入同比可能继续回落。总的来说，社会消费品零售修复的动力不足。

5、进出口：预计进口同比增长 24.0%、出口同比增长 21.0%。进口方面，统计局制造业 PMI 进口指数 2021 年四季度持续回升，可能与国内能源保供后企业扩大生产，进而增加了原材料的进口需求有关。出口方面，海外新冠日新增确诊病例数突破 200 万，多国政府加强了管控，这将延长中国出口的景气时间。

6、物价：预计 CPI 同比 1.8%、PPI 同比 11.1%。CPI 方面，2021 年 12 月农产品批发价格均值环比下跌 2.4%。从高频指标看，猪肉价格短期或已见顶。服务业 PMI 销售价格指数 47.6，是 2020 年 6 月以来的新低，多地爆发局部疫情，服务业涨价压力短期可能有所缓和。PPI 方面，根据制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比的相关性，估算 2021 年 12 月 PPI 同比为 11.1%，和 CPI 同比的剪刀差继续收敛。

7、金融：预计新增信贷 12500 亿，新增社融 23500 亿，存量社融同比 10.3%，M2 同比 8.6%。各地稳楼市的政策似有初步成效，预计新增居民中长期贷款将继续超季节性。尽管企业贷款审批提速，但从 2021 年 12 月下旬 1 个月期国股银票转贴现利率一度降至零附近看，当前企业部门的信贷需求仍不足。预计 2021 年 12 月社融口径的政府债券+企业债券融资可能在 10500 亿左右。

图1 2021 年 12 月中国经济数据预测

	2020-12	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
实际 GDP 同比	6.5	4.9		-	3.9
两年复合增速 (%)	6.1	4.9	-	-	5.2
工业增加值 (%)	7.3	3.1	3.5	3.8	3.9
两年复合增速 (%)	7.1	5.0	5.2	5.4	5.6
固定资产投资 (累计, %)	2.9	7.3	6.1	5.2	4.9
两年复合增速 (累计, %)	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9
社会消费品零售总额 (%)	4.6	4.4	4.9	3.9	3.7
两年复合增速 (%)	6.3	3.8	4.6	4.4	4.1
进口 (%)	7.6	17.5	20.6	31.7	24.0
两年复合增速 (%)	12.0	15.5	12.4	17.3	15.5
出口 (%)	18.0	28.2	27.1	22.0	21.0
两年复合增速 (%)	12.9	18.4	18.7	21.3	19.5
CPI (%)	0.2	0.7	1.5	2.3	1.8
PPI (%)	-0.4	10.7	13.5	12.9	11.1
新增信贷 (亿)	12600	16600	8262	12700	12500
新增社融 (亿)	17192	29165	16073	26141	23500
存量社融同比 (%)	13.3	10.0	10.0	10.1	10.3
两年复合增速 (%)	12.0	11.7	11.8	11.8	11.8
M2 (%)	10.1	8.3	8.7	8.5	8.6
两年复合增速 (%)	9.4	9.6	9.6	9.6	9.3

资料来源: Wind, 平安证券研究所

1、GDP：当季同比见底

预计 2021 年四季度实际 GDP 当季同比 3.9%，是近年低点，当季 GDP 两年平均同比 5.2%。2021 年全年 GDP 同比 8.1%，全年 GDP 的两年平均同比为 5.1%。从需求端看：海外 Omicron 扩散，日新增确诊病例数突破 200 万，延长了中国出口的景气时间；房地产开发商的预期仍然悲观，但在各地“稳地价、稳房价、稳预期”的政策支撑下，拿地和商品房销售等高频指标显示，房地产业似有修复迹象；保供稳价政策落地，上游商品价格大幅调整，制造业企业被动的设备更新需求释放。不过，由于缺少合意项目，基建形成实物工作量的进度不及预期；四季度国内多地出现局部疫情，也延缓了消费修复的节奏。从生产端看，2021 年四季度国内能耗双控考核放松，政策对工业生产的约束松绑。若国内疫情短期得到控制、十四五重大项目加快施工、专项债对接保障房项目提速，2022 年一季度工业生产有望继续维持较高景气度。

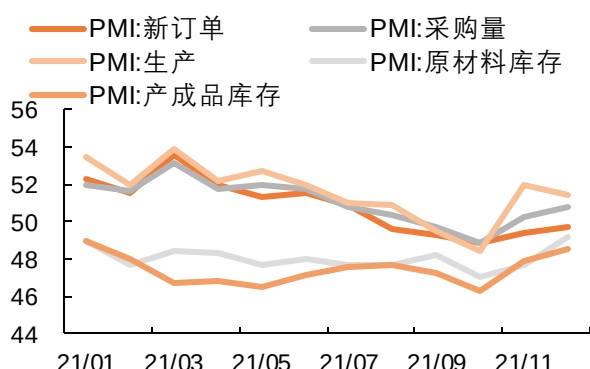
2、工业增加值：能源保供+制造业补库存

2021年12月工业生产继续维持较高景气度。一是，在能源保供的带动下，采矿业和公用事业的增加值同比有望上行。2021年12月多次重要会议强调要保障能源供应，中央经济工作会议定调“要确保能源供应，大企业特别是国有企业要带头保供稳价”，政治局会议指出“统筹安排煤电油气运保障供应，确保老百姓温暖过冬”。根据2021年12月24日召开的全国能源工作会议，当月初至该会议召开时，全国煤炭日均产量较当年9月增加了200万吨。2021年9月全国原煤日均产量为1114万吨，假定2021年12月每日的原煤产量均为1314(=1114+200)万吨，可算得2021年12月全国原煤产量同比，将从上月的4.6%大幅提高到15.8%。二是，从统计局PMI看，2021年12月制造业企业处于“被动补库存”阶段。原材料价格大幅下跌后，制造业企业预期有所好转，增加了采购和生产(生产经营活动预期、采购和生产，是2021年12月统计局制造业PMI 13个分项指数中，3个在荣枯线以上的分项指数)。新订单指数虽从49.4提高至49.7，但仍低于荣枯线，使得产成品库存累积，产成品库存指数从47.9上行至48.5(这一指数2013年4月以来一直低于荣枯线，观察环比变化更具意义)。

从高频生产指标看，2021年12月上旬和中旬预估的全国粗钢产量同比下降16.6%，降幅较2021年11月的22.0%有所收窄；2021年12月汽车轮胎半钢胎开工率月度均值同比1.4%，大幅高于前值-15.5%；2021年12月石油沥青装置开工率月度均值同比-19.1%，也高于前值-26.7%。

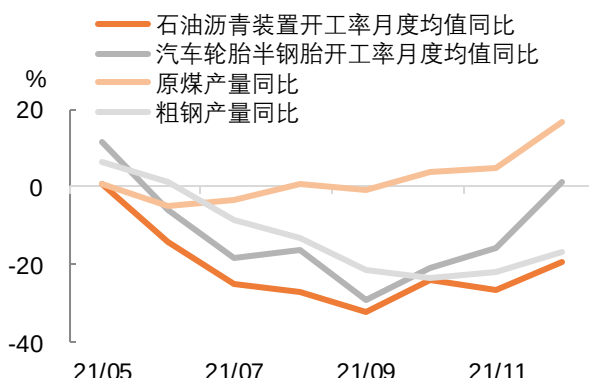
利用工业增加值定基指数环比的季节性规律，结合2021年12月工业生产实际情况，估算得2021年12月工业增加值同比为3.9%。

图表2 2021年12月制造业企业呈“被动补库存”特征



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 从高频指标看,2021年12月工业生产的景气度延续改善



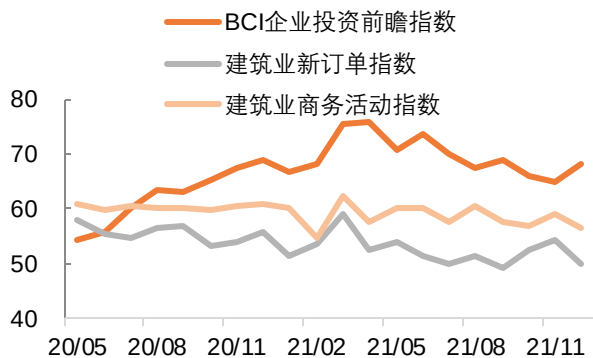
资料来源:wind, 平安证券研究所(2021年12月原煤产量同比为估算值,粗钢产量同比为上旬+中旬的产量同比)

3、固定资产投资：开发商保交房，制造业被动设备更新需求释放

我们预计2021年全年的固定资产投资累计同比为4.9%，两年平均增速为3.9%。其中，房地产投资方面，2021年四季度房地产调控政策开始调整，在拿地、销售、住房抵押贷款发放等环节均有放松，开发商融资最困难的时候或已过去。2021年11月单月的商品房销售面积同比和房地产开发投资完成额同比，较前值都出现回升。2021年第三次集中供地时，多个城市放松了要求，当年12月第二周到第四周100大中城市成交土地规划建筑面积连续三周低位回升，或表明开发商的信心已有所修复。我们认为，尽管当前开发商的资金仍然紧张，但在房贷发放加快、房地产投资处于竣工周期和“保交房”要求的多重合力下，2021年12月单月的房地产投资完成额同比有望继续回暖。制造业投资方面，从2021年11月的工业企业利润数据看，上游商品价格调整后，利润在行业间的分配格局改善，中下游行业相对受益。这有助于加快释放被动设备更新的需求，2021年12月BCI企业投资前瞻指数从65.0提高至68.3。基建投资方面，2021年12月建筑业PMI商务活动指数和新订单指数均环比回落，“供需两弱”除受寒潮降温天气和“两节”临近等短期因素的

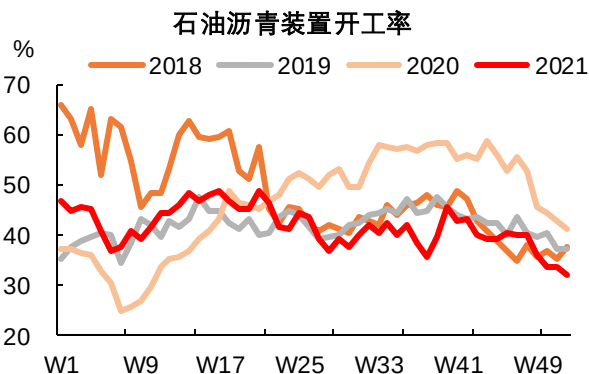
影响外，可能也与合意项目不足、实物工作量形成进度不及预期有关。高频的石油沥青装置开工率，2021年11月短暂持平于2018年、2019年的同期均值，12月又再度下滑到季节性水平之下。

图表4 2021年12月BCI企业投资前瞻指数回升，建筑业PMI“供需两弱”



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2021年12月高频的石油沥青装置开工率下滑到季节性水平之下

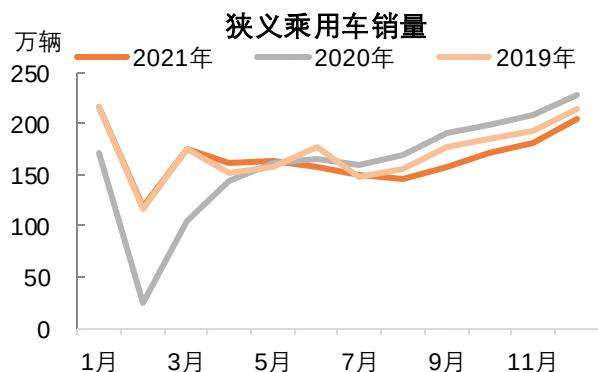


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、消费：油价回调和局部疫情，修复动力不足

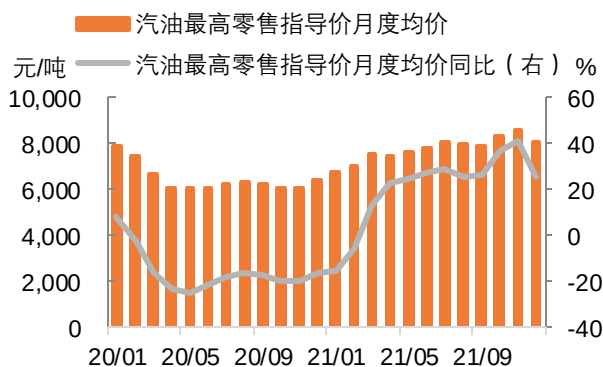
结合社零环比的季节性规律和实际情况，估算2021年12月社会消费品零售总额同比增长3.7%。限额以上商品零售额同比的波动主要由汽车、石油及制品这两类商品贡献。汽车方面，根据乘联会预测，2021年12月全国狭义乘用车零售销量预计为205万辆，同比下降10.4%，较上月的跌幅12.7%继续收窄。石油及制品方面，2021年11月下旬布伦特原油活跃合约期货价格在Omicron病毒扩散、美国联合石油消费国投放战略储备的压制下快速回调。随着Omicron病毒研究数据陆续公布，它的致死率低、对经济的扰动低于预期，2021年12月下旬布伦特原油活跃合约期货价格开始反弹。在现行定价机制下，2021年12月国内成品油价格调降两次，全国汽油零售月度均价从上月的8610.2元/吨下跌到8102.9元/吨，同比从41.6%回落至25.7%。此外，考虑到2021年12月内蒙古、浙江和陕西先后出现局部疫情，全国餐饮收入同比可能继续回落。总的来说，2021年12月社会消费品零售修复的动力不足。

图表6 2021年12月狭义乘用车销量继续回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 2021年12月汽油最高零售指导价均价下跌

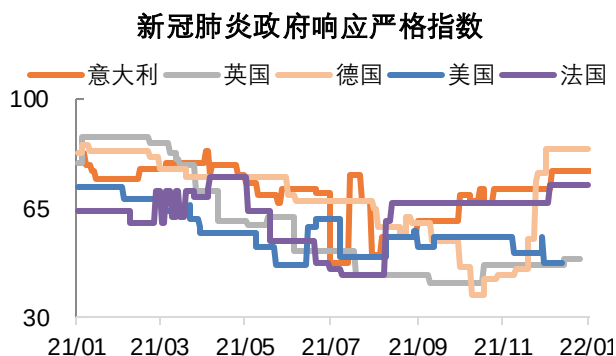


资料来源:wind, 平安证券研究所

5、进出口：高景气延续

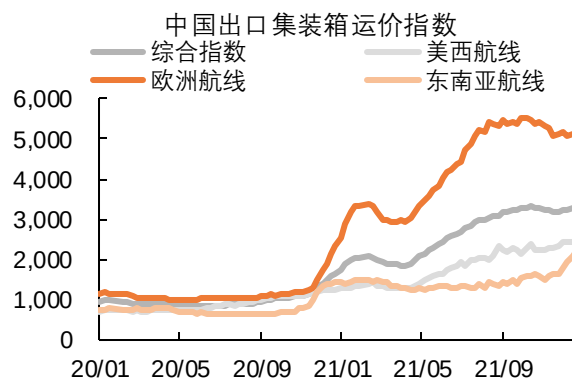
在季调环比均值的基础上,结合 2021 年 12 月进口和出口的景气度,估算得中国进口和出口同比增速分别为 24.0%和 21.0%。进口方面,统计局制造业 PMI 进口指数 2021 年四季度持续回升,可能与国内能源保供后企业扩大生产,进而增加了原材料的进口需求有关。2021 年 12 月上旬和中旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比的均值为 3.8%,较当年 11 月上、中、下旬的同比均值-1.8%明显回升,或预示着中国进口继续有韧性。出口方面,海外新冠日新增确诊病例数突破 200 万,多国政府加强了管控,这将延长中国出口的景气时间。2021 年 12 月中国出口集装箱运价指数高位上涨 4.5%,其中热门的东南亚航线和美西航线分别环比上涨了 35.7%、5.7%,也能印证中国出口的强韧性。

图表8 Omicron 出现后多国政府加强了管控



资料来源:Our World in Data, 平安证券研究所

图表9 2021 年 12 月出口集装箱运价指数高位上涨



资料来源:wind, 平安证券研究所

6、物价：猪价短期顶部或已现

通过高频数据和环比均值相结合的方法,测算得 2021 年 12 月 CPI 同比为 1.8%。食品价格方面,2021 年 12 月农产品批发价格指数月度均值环比下跌 2.4%。其中,猪肉、水果、鸡蛋和蔬菜四种农产品,2021 年 12 月批发价均价的环比分别为 0.1%、3.3%、-4.9%和 -9.1%。从高频数据看,2021 年 11 月初至今,全国猪肉批发价持续在 23-25 元/公斤这一区间内窄幅震荡,且呈回落之势,我们认为始于 2021 年 10 月中旬的这一轮猪价反弹短期可能已见顶。非食品价格方面,前文分析过,2021 年 12 月国内成品油调降两次,汽油月度均价同比从 41.6%下滑至 25.7%,预计 CPI 能源消费相关分项的同比也将随之走低。国内疫情多点扩散,压制服务消费恢复,2021 年 12 月服务业 PMI 销售价格指数 47.6,是 2020 年 6 月以来的新低,服务业涨价压力短期可能有所缓和。

预计 2021 年 12 月 PPI 同比为 11.1%。2016 年以来的数据显示,PPI 环比和制造业 PMI 出厂价格指数有很强同步性,两者拟合效果较好。2021 年 12 月统计局制造业 PMI 出厂价格指数为 45.5,使用环比累乘法可计算得 2021 年 12 月 PPI 同比为 11.1%,和 CPI 同比的剪刀差进一步收敛。

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_35664

