

宏观点评报告

2022 年 1 月 18 日

经济环比回升 稳增长下未来逐步回暖

2021 年 12 月经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **四季度边际改善，经济未来持续回升** 4 季度 GDP 继续走低，跌破了潜在增长率水平，4 季度投资持续走低，社会消费受到新冠疫情影响继续低迷。4 季度 GDP 环比增速 1.6%，回到了正常水平。整体来说，4 季度出口强势、消费处于底部区域、投资加速下滑，但工业生产有所恢复。从 2022 年 1 季度来看，房地产投资回落速度减缓，基建投资回升，制造业投资小幅回落，全社会消费小幅回落。出口仍然较为强势，但增速下滑。2022 年 1 季度环比增速可能与 2021 年 4 季度持平，但由于基数作用，1 季度 GDP 继续下滑。
- **政策进入友好期** 政策层面保持灵活多变，4 季度政策层面对生产有更多的支持，金融层面紧信用缓解。政治局会议和中央经济工作会议强调稳增长重回经济工作重点。4 季度纠正了 3 季度严厉的“双控”措施，使得 4 季度的工业生产回升。同时货币层面再次放宽，11 月份央行推出了碳减排支持工具，新设 2000 亿专项再贷款支持煤炭清洁高效利用。4 季度同时已下调了支农支小再贷款利率，12 月份再次下调存款准备金率。
- **内外需求同时拉动制造业回升** 工业增加值同比和环比增速均有反弹，但是仍然处于低位，生产有所恢复但恢复速度偏缓。12 月份制造业继续上行，出口相关行业和国内需求在拉动制造业走高，医药、计算机电子通讯行业生产景气度处于高位。但出口相关行业产品生产高位回落，稳增长行业低位回升。1 季度我国工业生产恢复受益于海外需求稳定和国内需求恢复。但房地产产业链的低速也压制着工业生产，预计工业生产 2022 年 2 季度才会恢复至正常水平（5%-6%）。
- **新冠疫情影响消费增速，必选消费品大幅上行** 社会零售品消费总额小幅上行，12 月份消费增速低于市场预期，新冠疫情严重影响我国消费，12 月份我国实际消费负增长。12 月份受到封城政策的影响，居民日用品和粮油消费上行，而其他消费回落。2022 年消费增速视疫情防控情况而定，波动幅度可能较大。
- **基建回升偏缓，制造业处于高位，房地产投资继续下滑** 2021 年投资下滑，投资额小幅高于预期。基建投资反弹受阻，房地产投资继续下行，制造业投资上行速度减缓。基建投资是经济稳增长的重点，明年 1-2 季度投资增速会逐步回升；房地产相关政策在 9 月末放松，但房地产投资持续下滑并没有结束；制造业投资受到利润未来影响有下行压力。预计 2022 年 1 季度，基建投资上行加速，房地产投资下滑减缓，制造业投资高位回落。
- **可能看不到经济剧烈的回升** 由于稳增长中稳定是主要含义，尤其是对房地产行业的基本原则是房地产市场平稳健康发展；对碳中和碳达峰目标不动摇，这就意味着稳增长措施可能看不到太激烈的指标变化。

一、四季度边际改善，经济未来持续回升

4 季度 GDP 继续走低，跌破了潜在增长率水平，4 季度投资持续走低，社会消费受到新冠疫情影响继续低迷。4 季度 GDP 环比增速 1.6%，回到了正常水平。整体来说，4 季度出口强势、消费处于底部区域、投资加速下滑，但工业生产有所恢复。4 季度的政策转向加快，稳增长回归，政治局会议以及中央经济工作会议确立稳增长为主要目标。从指标上来看，4 季度经济增速跌破潜在增长率，4 季度下跌是新冠疫情和我国经济结构调整的结果，消费低于预期源于新冠疫情再次来袭，投资下滑主要源于房地产行业的回落，生产下滑趋势缓解，能源价格回落，供给端对生产的约束逐步减弱。

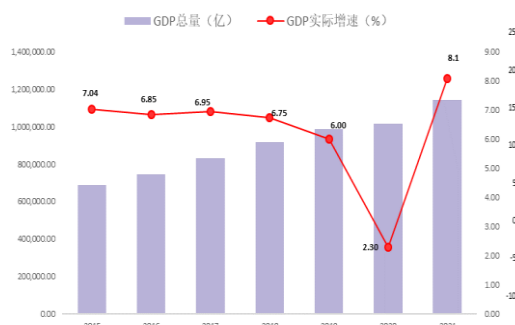
政策层面保持灵活多变，4 季度政策层面对生产有更多的支持，金融层面紧信用缓解。4 季度纠正了 3 季度严厉的“双控”措施，使得 4 季度的工业生产回升。同时货币层面再次放宽，11 月份央行推出了碳减排支持工具，新设 2000 亿专项再贷款支持煤炭清洁高效利用。4 季度同时已下调了支农支小再贷款利率，12 月份再次下调存款准备金率。10 月份开始对于房地产业给与了支持，纠正了过严的房地产调控措施，保证房地产市场健康平稳发展和人民群众的合理住房需求，稳步化解房地产金融风险。

4 季度 GDP 增长 290,964 亿元，同比增长 4.0%，实际增长 9.0%；比 2021 年 3 季度环比增长 0.2%，环比增速大幅回升。2021 年全年国内生产总值 1,143,670 亿元，按不变价格计算，比上年增长 8.1%，两年平均增长 5.1%。

2022 年 1 季度预计经济处于持续回暖的状态。生产方面持续回升，物流的阻塞、产业链供给会逐步好转，内外需较为平稳，生产恢复正常水平。投资方面，基建投资上行，一定程度上弥补房地产投资下滑的影响，但总体投资增速仍然有限。消费受到疫情的影响较为波动，如果防控措施有所放松，那么 1 季度消费增速可能有 4% 的增长。1 季度稳增长措施持续发力，也会带动我国经济增速走高。

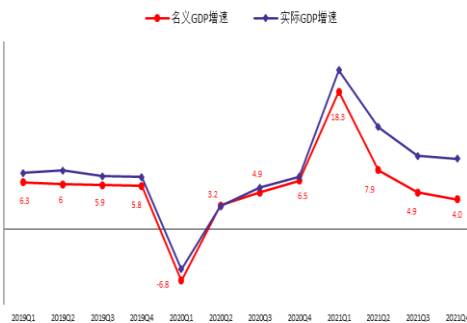
4 季度，房地产投资增长了-7.8% (3Q: -0.6%)，基建投资增长-2.2% (-7.9%)，制造业投资增长了 10.6%(8.8%)，全社会消费总额上行了 3.5%(5.1%)，出口总额增长了 23.3%(24.3%)。从数据中可以看到，房地产投资和消费走低，房地产投资下滑速度加快，基建投资低位反弹，制造业投资回升，出口仍然保持高速增长。从 2022 年 1 季度来看，房地产投资回落速度减缓，基建投资回升，制造业投资小幅回落，全社会消费小幅回落。出口仍然较为强势，但增速下滑。2022 年 1 季度环比增速可能与 2021 年 4 季度持平，但由于基数作用，1 季度 GDP 继续下滑。

图 1：2021 年 GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：2021 年各季度 GDP 增速 (%)

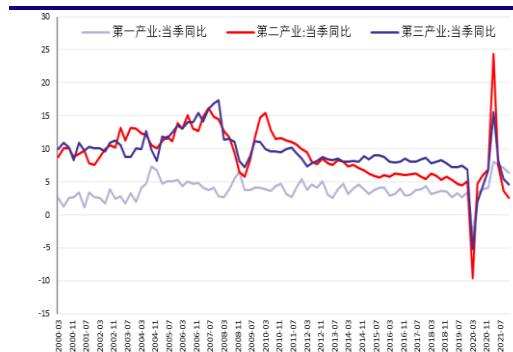


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从三大产业中，三产的贡献率小幅上行，二产的贡献率回落。生产低位回升，4 季度二产的贡献率 38.2%，比 3 季度下行 2.54 个百分点。三产正在稳步回升，贡献率为 55.0%，上行 0.8 个百分点。第二产业同比增长 2.5%，增速快速回落，第三产业同比增长 4.6%。

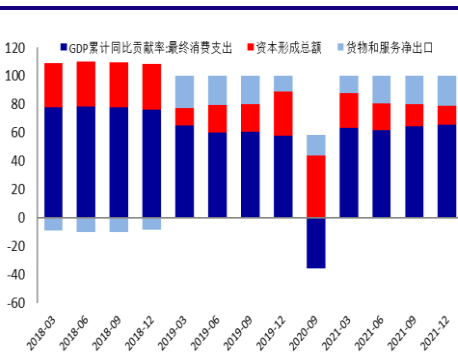
从支出来看，2021 年货物净出口对经济增长贡献在 20.9%，对经济的贡献度仍然较高。资本形成贡献度下滑，贡献度为 13.7%，最终消费的贡献度上升至 65.4%。

图 3：三产同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：三大需求对经济的贡献 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、内外需求同时拉动制造业回升

工业增加值同比和环比增速均有反弹，但是仍然处于低位，生产有所恢复但恢复速度偏缓。12 月份制造业继续上行，出口相关行业和国内需求在拉动制造业走高，医药、计算机电子通讯行业生产景气度处于高位。但出口相关行业产品生产高位回落，稳增长行业低位回升。1 季度我国工业生产恢复受益于海外需求稳定和国内需求恢复。但房地产产业链的低迷也压制着工业生产，预计工业生产 2022 年 2 季度才会恢复至正常水平（5%-6%）。

12 月份规模以上工业增加值同比增长 4.3%，比上个月上行 0.5 个百分点，环比增长仅有 0.42%。1-12 月份，规模以上工业增加值同比增长 9.6%。工业增加值环比稍有恢复，但处于历史低水平区间，同比有所回升，主要是采矿业和制造业回升带来的，12 月份全国生产稍有恢复，但仍然没有恢复至正常水平。

我国工业生产同比、环比反弹。工业生产反弹的主要原因在于政策压制和能源限制的减缓：

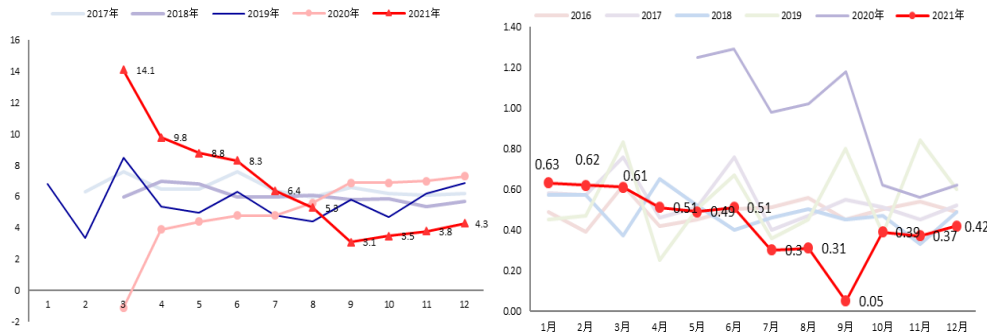
(1) 能源产品产量上行。原煤产量 11 月份达到 3.84 亿吨，在 11 月份 3.70 亿吨的基础上再次快速上行，日平均产量达到 1282 万吨；(2) 能源以及原材料成本逐步回落，正常生产修复；电子产业链产品产量恢复；(3) 供应链逐步修复的情况下，生产上行，如汽车的生产 12 月份达到 3.4%，恢复正增长。

工业生产 1 季度可能继续修复：(1) 稳增长措施下，国内生产逐步上行，如黑色金属延压等；(2) 国内订单缓慢修复，带动相关产品生产；(3) 海外需求继续上行，出口增速可能回落，但出口量仍然处于高位。

2022 年 2 季度生产可能恢复至正常水平（5%-6%）。稳增长的措施需要逐步见效，货币政策和财政政策相互配合才能稳定生产。

图 5：工业增加值同比增速回升 (%)

图 6：工业增加值环比零增长 (%)



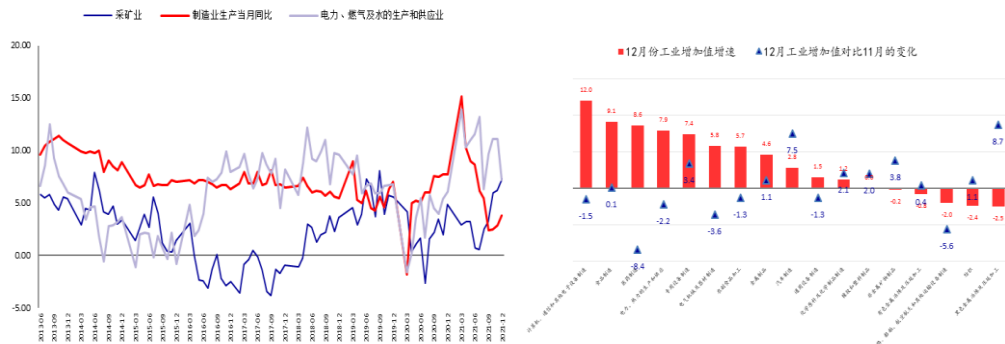
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业和采矿业增速比上月小幅回升, 电力、燃气及水的生产下行。采矿业生产稍有上行, 对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业的走高。采矿生产增速为 7.3%, 比上个月增长 1.1%。下游生产修复和旺盛的出口带来了制造业生产的回升。12 月份制造业生产增速 3.8%, 比上个月上行 0.9 个百分点, 制造业生产仍然较为低迷, 但随着下游行业生产的恢复, 制造业逐步走高。我国对外出口保持平稳, 12 月份工业出口交货值同比增长 15.5%, 出口交货值 14,866 亿元, 创出历史新高。

图 7: 制造业生产回升 (%)

图 8: 生产增速当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

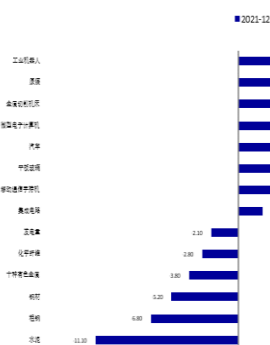
2021 年从行业来看, 医药制造行业的生产仍然处于较高的水平, 电气制造、金属制品、计算机通讯电子设备制造业、专用和通用设备制造业生产增速较快。黑色金属延压、纺织、非金属矿物、汽车业生产处于低位。

医药行业虽然生产处于高位, 但其增速下滑速度较快, 医药行业生产可能高位回落。12 月医药制造业增速减少了 8.4 个百分点至 8.6%。铁路船舶航空航天制造业、电气机械制造业、通用设备以及计算机通信和其他电子产品制造业生产回落。这些行业与出口相关度较大。

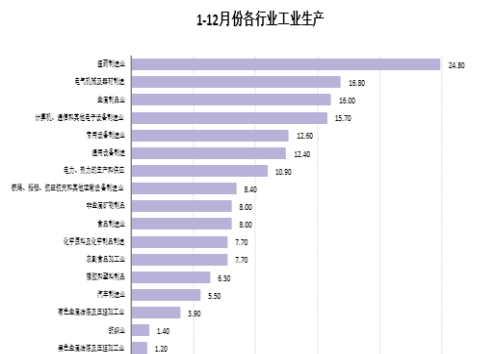
黑色金属冶炼、汽车制造业恢复速度最快, 国内消费和稳增长在 1 季度拉动生产上行。化学产品相关产业生产制造保持小幅增长, 汽车业景气度走高。

图 9: 12 月主要工业品产量 (%)

图 10: 生产增速累计同比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



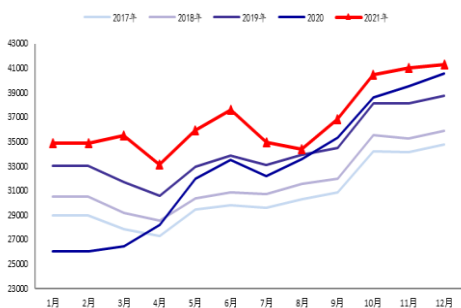
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、新冠疫情影响消费增速，必选消费品大幅上行

社会零售品消费总额小幅上行，12月份消费增速低于市场预期，新冠疫情严重影响我国消费，12月份我国实际消费负增长。12月份受到封城政策的影响，居民日用品和粮油消费上行，而其他消费回落。2022年消费增速视疫情防控情况而定，波动幅度可能较大。

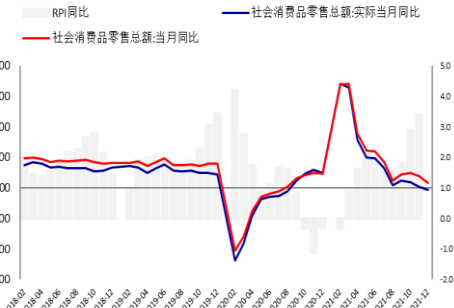
12 月份社会零售总额 41,269 亿元，增长速度为 1.7%，比上个月下行 2.2 个百分点，市场预期 3.8%；实际增速-0.49%，比上个月下行 1.0 个百分点。居民消费受到新冠疫情的影响，消费增速仍然较为低迷，同时物价下行也使得零售额回落。12 月消费低于预期，商品消费回落，餐饮消费继续下行下降，新冠疫情对消费的影响增大。

图 11: 2021 年 11 月消费额上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12: 消费额实际同比下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021年4季度城镇居民收入速度减缓支出同步下滑。与去年同期相比，城镇居民收入增速增长8.2%，城镇居民支出增长12.2%。城镇居民收入增长下滑，但支出持续上行，对可选消费品的消费同步下滑。

12 月份可选消费和必选消费品增速相反，可选消费品依然回落，必选消费品消费增速上行。居民日用品消费、粮油食品消费大幅上行，而房地产相关消费家具、家用电器、建筑装潢材料消费下行。

12 月份消费增速不及预期主要是由于疫情严控以及封城等疫情措施，使得居民消费临时改变：（1）居民储备类产品消费增加。居民日用品消费和粮油消费上行，尤其是日用品消费 12 月份达到 767 亿元，比去年同期上行 100 亿元；（2）居民出行减弱，需要挑选的商品消费减少。服装、汽车以及与房地产相关的家具、家用电器、装潢材料消费减少；（3）高景气度行

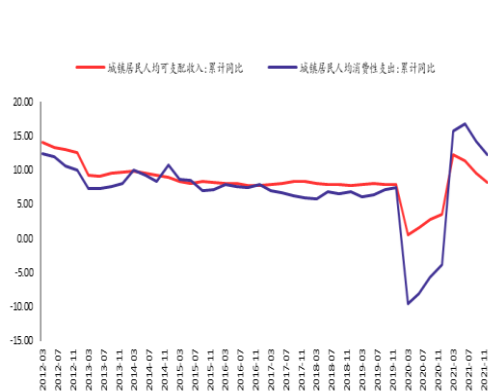
业消费增长进入平稳期,如通讯器材消费;(4)出行需求减少同时影响了石油及石油制品消费,虽然仍然增长,但增速减缓。

12 月份餐饮消费继续负增长,而商品消费大幅下滑。12 月份餐饮消费增速-2.2%,比上个月上行 0.5 个百分点;商品消费 2.3%,比上个月下滑 2.5 个百分点。

2021 年由于居民收入水平和新冠疫情的影响,消费的恢复速度偏缓。尤其是 4 季度社会消费零售总额仅有 3.5%的增速。面对消费的快速下滑,发改委 1 月 14 日发布《关于做好近期促进消费工作的通知》,首先对于疫情加码防控,过度影响居民群众生产生活予以纠正。同时积极开展新能源车下乡、家电以旧换新、新型云消费以及保障房等措施促进消费增长。

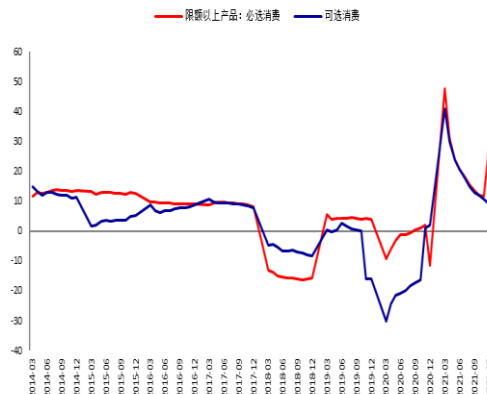
2022 年社会零售消费仍然面临困难,如果疫情没有缓解会直接影响 1 季度的消费增速,而我国春节消费很可能低于 2021 年。根据 2022 年疫情防控的情况,预计全年消费增速可能在 2.9%-4.5%之间运行。

图 13: 人均可支配收入和支出 (%)



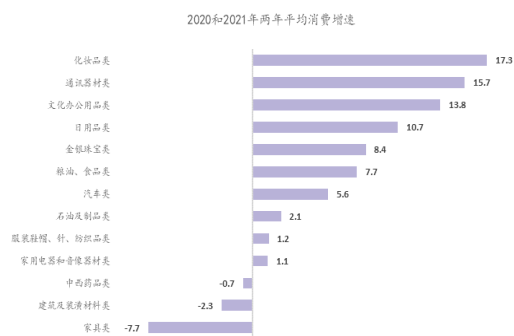
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 必选消费和可选消费 (%)



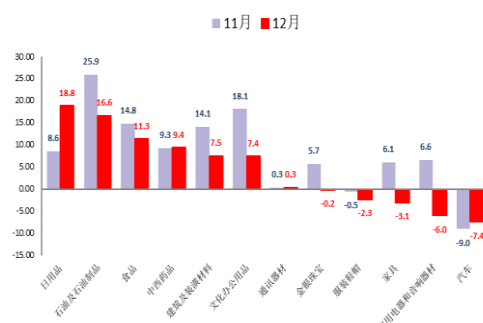
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 各行业累计消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 12 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、基建回升偏缓，制造业处于高位，房地产投资继续下滑

2021 年投资下滑,投资额小幅高于预期。基建投资反弹受阻,房地产投资继续下行,制造业投资上行速度减缓。基建投资是经济稳增长的重点,明年 1-2 季度投资增速会逐步回升;

房地产相关政策在9月末放松，但房地产投资持续下滑并没有结束；制造业投资受到利润未来影响有下行压力。预计2022年1季度，基建投资上行加速，房地产投资下滑减缓，制造业投资高位回落。

2021年1-12月份，固定资产投资额544,547亿元，同比增长4.9%，小幅高于4.8%的市场预期；比2019年同期增长8.0%，两年平均增长4.0%。12月份，房地产投资继续回落，基建投资增速缓慢回升，制造业投资平稳。

12月份单月固定资产投资额小幅回升，投资可能趋稳。1-12月份民间投资307,659亿元，同比增长7.0%，而以实际投资额来看，1-11月份民间投资增速为4.95%。

制造业投资小幅上行，12月份单月制造业投资额2.56万亿，增速11.8%，制造业投资继续回升；2021年制造业投资增速13.5%，增速仍然处于高水平。基建投资稳步回升，12月份基建投资增加额1.40万亿，单月基建投资增速仍然负增长，投资增速-0.57%，比11月份的-3.61%上行3.0个百分点，基建投资回升；2021年基建投资增速0.4%，比上个月下滑0.1个百分点。房地产投资下滑速度加快，单月投资额1.02万亿，比去年1.19万亿下行，当月投资增速仍然录得-13.9%，比上月的-4.3%下行9.6个百分点，房地产单月投资额继续负增长；2021年的房地产投资增长4.4%，房地产投资增速预计在1季度负增长。12月份其他产业投资继续下滑，社会固定资产投资额本月依靠制造业和基建推动。

固定资产投资增速逐步回落，12月份主要是由房地产投资下滑带动。2022年固定资产投资的主要压力仍然在于房地产投资的下滑，基建投资在1、2季度形成实物资产以补充房地产投资的下滑。房地产仍然下行，预计固定资产投资增速会在2022年2季度止跌，与房地产止跌时间相似。虽然财政意图加大基建来维稳经济，但现阶段基建上升速度仍然偏缓，1季度其回升速度加快。

12月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的43.21%。房地产占比小幅下滑，占总投资额的24.8%。基建投资占总投资额的28.24%，基建反弹速度偏缓。民间投资稍显低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速下滑。

图 17: 固定资产投资增速 (%)

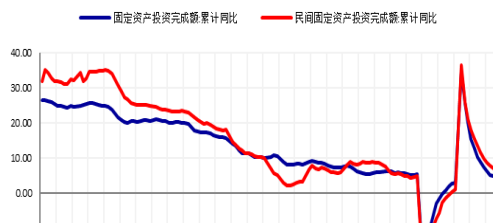
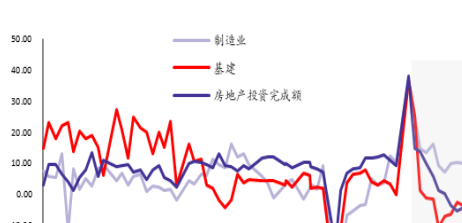


图 18: 三大产业单月投资增速 (%)



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_36241

