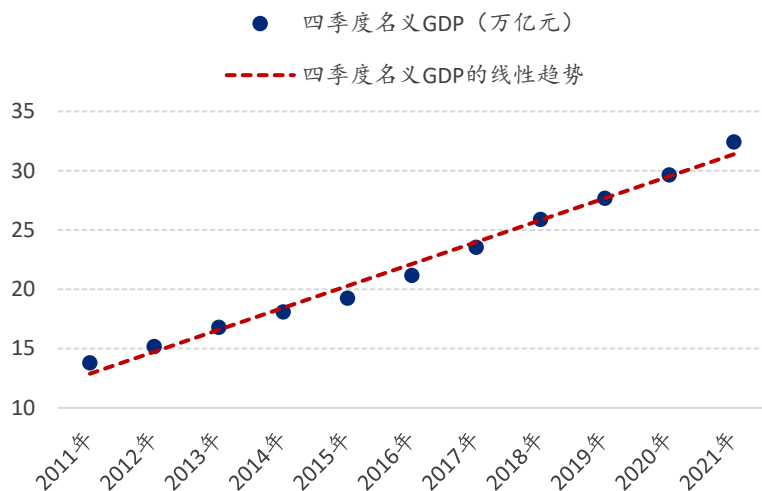


12 月中国宏观数据点评—— 四季度复苏显韧性，经济拐点不远

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

浦银国际

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

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

2022-01-20

1

浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

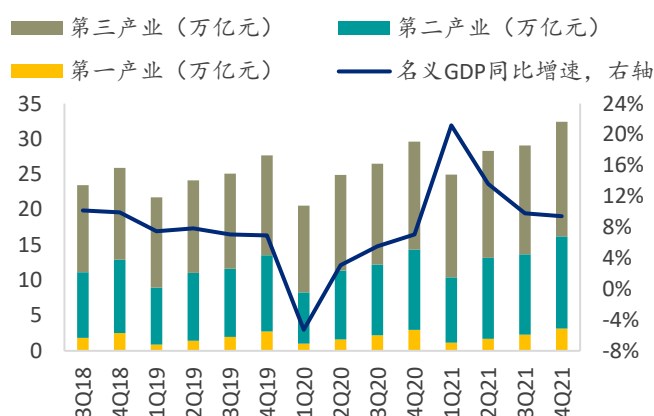
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

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%。

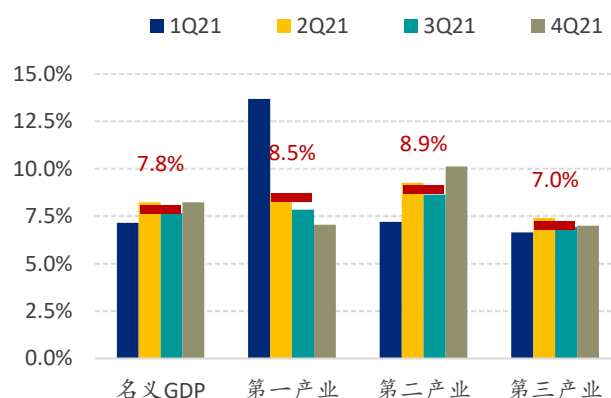
展望未来，中国稳中求进。正如我们在[2022年宏观经济展望](#)中所论述的，今年将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年。其中，最明显的是，伴随财政及货币政策回归常态，资本形成对经济增长的贡献率将有所回升，尤其是涉及绿色经济和高端制造相关的基础投资。

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

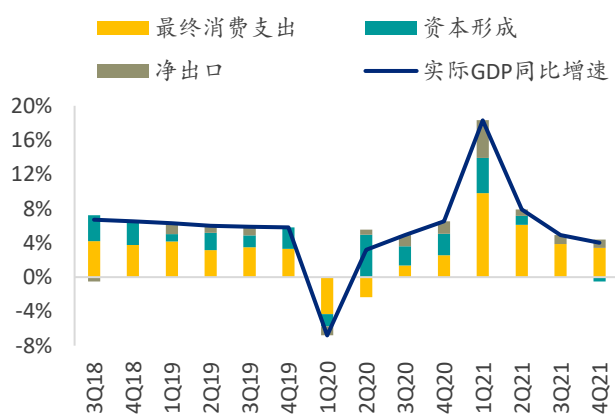
图表 3：名义 GDP 与三大产业增加值的两年年均增速



注：红线及数据标签为 2021 年全年增加值的两年年均增速

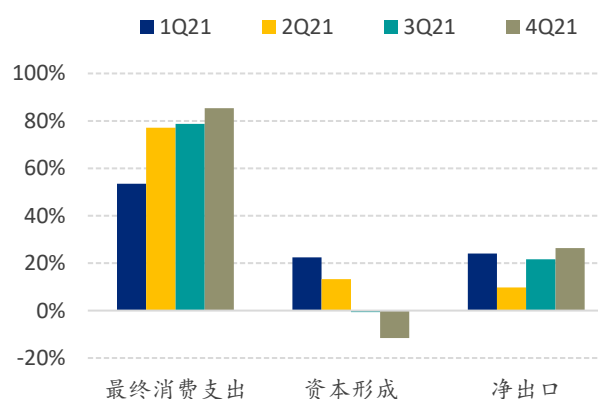
资料来源：CEIC，浦银国际

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

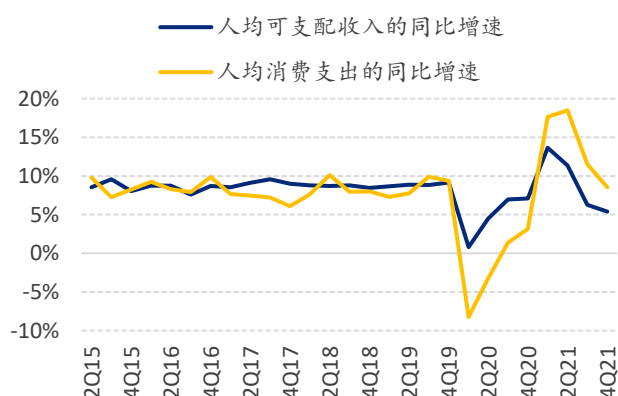


资料来源：CEIC，浦银国际

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%。

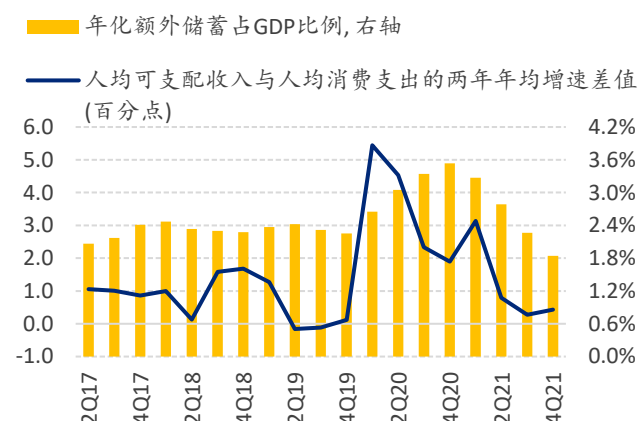
收入和消费的增速差值收窄，额外储蓄有所回落。伴随人均可支配收入和人均消费支出的增速回落，两者的增速差值大幅收窄。就两年年均增速而言，差值到 2021 年四季度已收窄至 0.4 个百分点。受此影响，人均储蓄出现显著回落，2021 年四季度降至 205 元（当年一季度为 723 元），为 2017 年以来的最低值。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2021 年的额外储蓄比之前三年的平均值多出 2.12 万亿元，约占 2021 年 GDP 的 1.8%。

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。

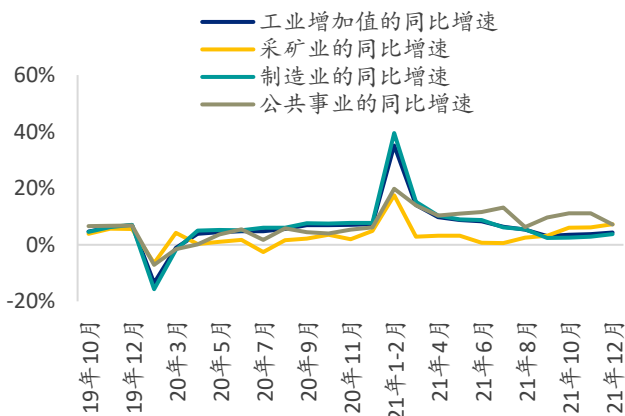
工业趋稳，投资分化

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。

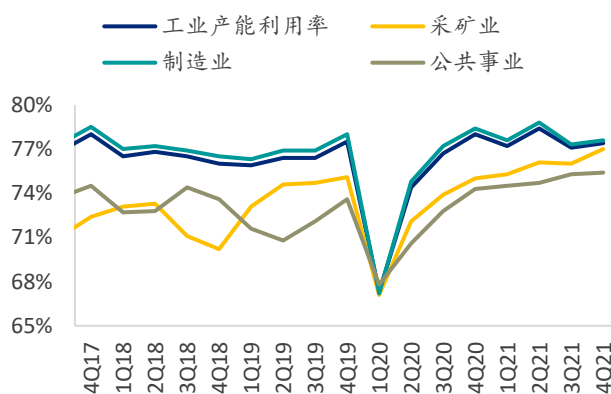
三大门类工业增加值出现小幅增速分化，采矿业增速领先。12月，工业三大门类中，公共事业增速从前期的11.1%回落至7.2%，采矿业(7.3%)和制造业(3.8%)的增速上升，较前期分别上升1.1和0.9个百分点。其中，12月的大范围寒潮降温拉低了公共事业工业增加值的增速，上游煤炭产能保供和铁矿石价格回升则推动了采矿业工业增加值的增速上升，制造业工业增加值增速回升仍然是受出口带动。

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

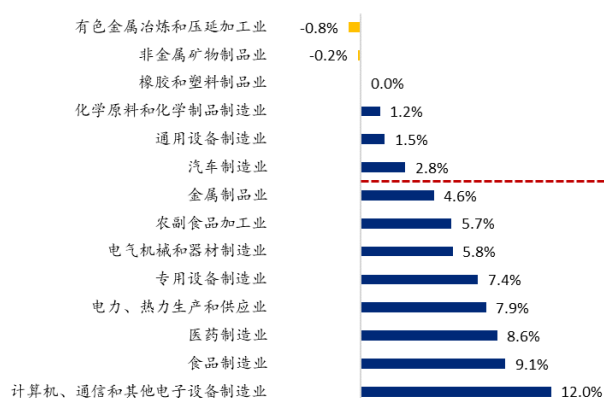


资料来源: CEIC, 浦银国际

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。

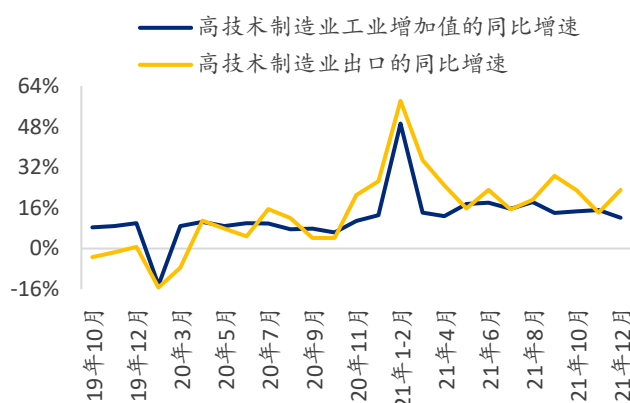
出口驱动下，高技术制造业保持稳定增长。12月，高新技术产品出口额同比增长 23.1%，两年年均增速为 24.8%，较前期分别上升 8.9 和 7.2 个百分点，处于高增速区间。出口驱动下，12月高技术制造业的工业增加值同比增长 12.1%，连续 13 个月实现双位数增长，高端制造行业持续向好。在 [2022 年宏观经济展望报告](#) 中，我们判断 2022 年高端制造业的投资将有所增长，这将成为高技术制造业继续增长的推动因素。

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

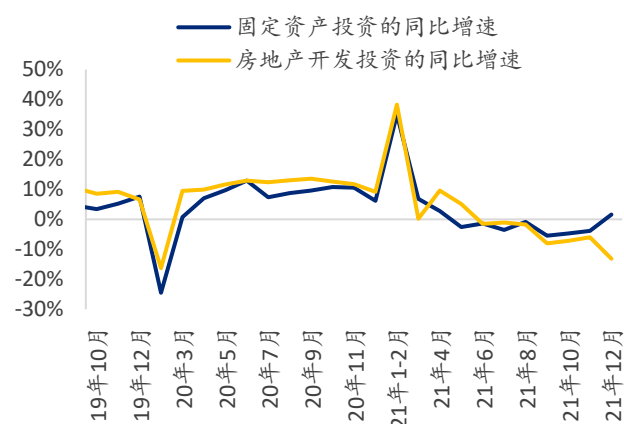
图表 11：高技术制造业仍受出口带动



资料来源：CEIC，浦银国际

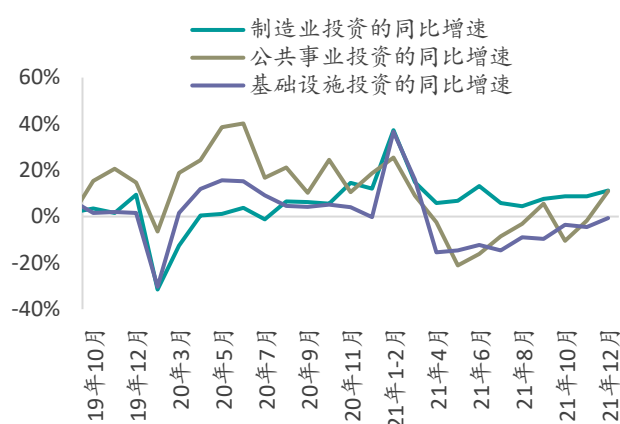
固定资产投资增速由负转正，高基数下制造业和公共事业投资仍保持较快增长。12月，固定资产投资同比增速从前期的-3.8%升至 1.6%。其中，制造业和公共事业投资的增长较快。虽然基期增速较高（制造业为 12.1%、公共事业为 18.7%），但是 12月制造业投资（11.3%）和公共事业投资（11.0%）仍保持较快增长，较前期分别回升 2.6 和 12.8 个百分点。12月，基础设施投资（-0.7%）同比维持负增长，降幅较前期收窄 3.8 个百分点。考虑到 2021 年末的中央经济工作会议强调“保证财政支出强度，加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”，我们预计基础设施投资增速的降幅将继续收窄、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

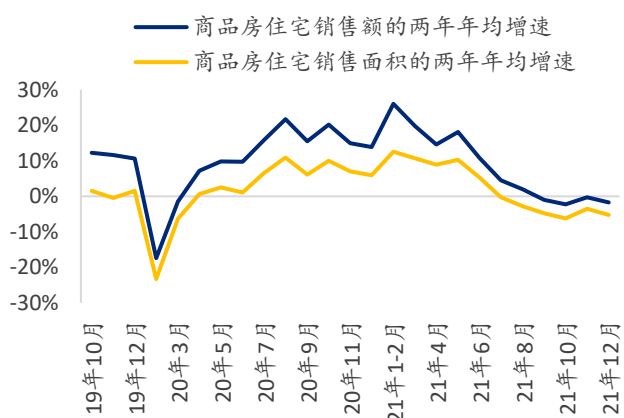
图表 13: 固定资产投资中主要项目的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

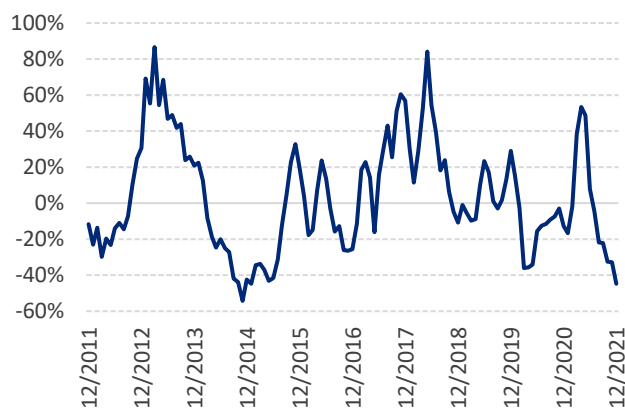
表外融资受限带动房地产投资增速短暂下行, 需求疲软导致房地产市场趋冷。受资管新规过渡期结束的影响, 12 月非标融资规模出现显著收缩, 对房地产企业表外融资造成冲击。受此影响, 12 月房地产开发投资同比下降 13.2%, 降幅较前期扩大 7.2 个百分点。12 月, 新增居民中长期贷款较 2020 年同期有所下降, 显示居民房贷需求疲软。受此影响, 12 月新房销售额(-1.7%)和销售面积(-5.2%)的两年年均增速继续下行, 降幅较前期分别扩大 1.5 和 1.7 个百分点。12 月, 房地产投资下行主要受暂时性冲击的影响, 在融资政策边际改善的背景下, 我们认为房地产市场继续下行的空间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



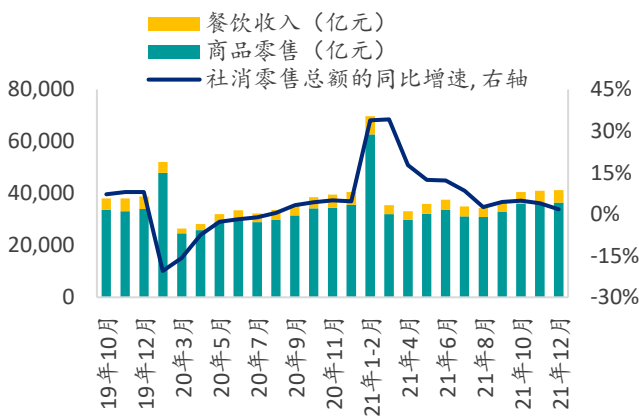
注: 3 个月移动平均
资料来源: Wind, 浦银国际

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

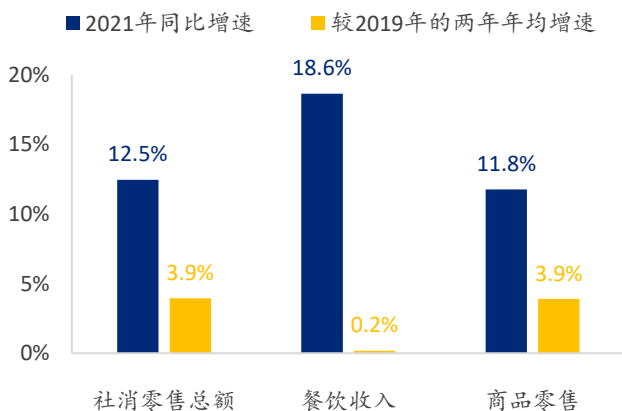
消费增速回落，复苏格局仍是商品零售好于餐饮收入。12月，社消零售总额的同比增速为1.7%，较前期下降2.2个百分点，显著低于预期（3.8%）。就两年年均增速而言，12月为3.2%，为2021年9月以来的最低值。12月，商品零售恢复遇冷，同比增速从前期的4.8%降至2.3%；餐饮收入维持同比负增长，降幅从前期的-2.7%收窄至-2.2%。回顾全年，相较于2019年，商品零售的两年年均增速为3.9%，餐饮收入增长甚微（0.2%）。

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

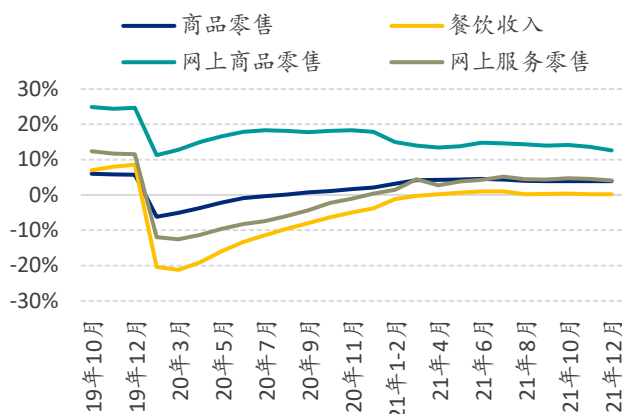


资料来源：CEIC，浦银国际

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。

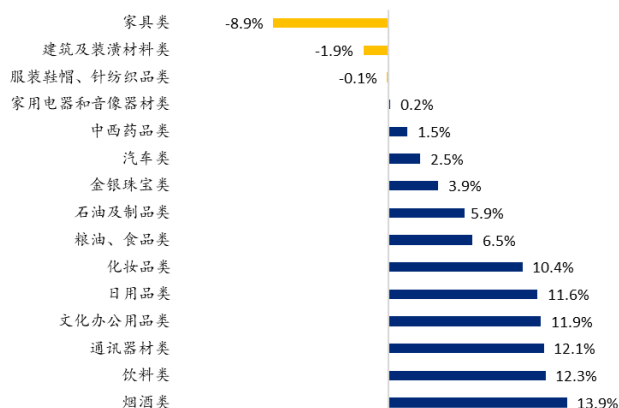
房地产市场趋冷，相关行业消费复苏放缓。通过比较12月零售额的两年年均增速，我们发现房地产市场趋冷对家具类（-8.9%）和建筑及装潢材料类（-1.9%）的消费复苏造成较大拖累，增速较前期分别回落1.8和0.8个百分点。我们认为，家具类和建筑及装潢材料类的消费复苏依赖房地产周期的恢复，预计未来降幅将有所收窄。

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。

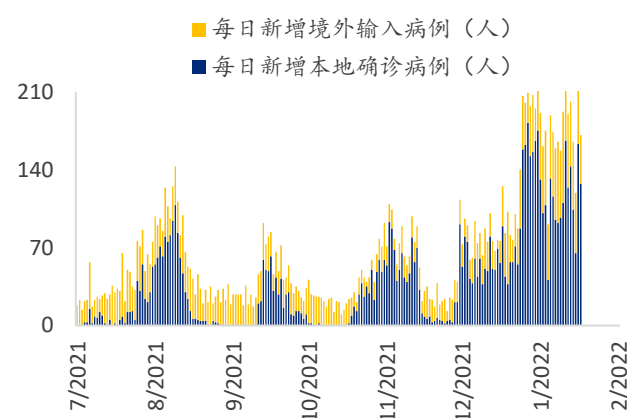
担忧疫情管控措施对消费复苏的限制。回顾 2021 年下半年, 内地已出现四轮疫情反弹, 12 月初开始的第四轮疫情已延续至 2022 年, 严峻程度也远超前三轮。当前, 西安和郑州的人口流动性出现显著下降, 预计将对消费复苏起到一定的抑制作用。

图表 20: 2021 年 12 月, 城镇调查失业率较前期继续回升



资料来源: CEIC, 浦银国际

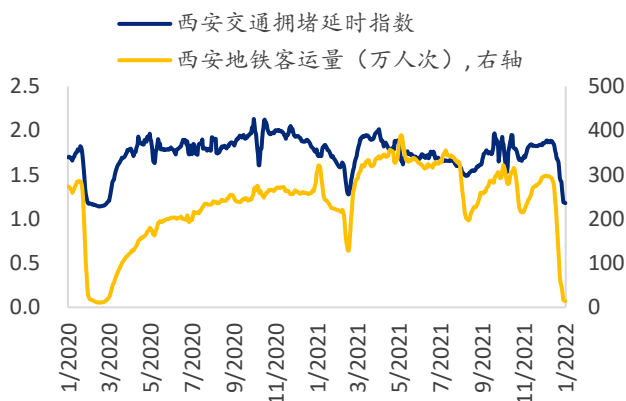
图表 21: 2021 年 7 月至今, 全国新冠肺炎新增确诊病例详情



注: 截至 2022 年 1 月 17 日

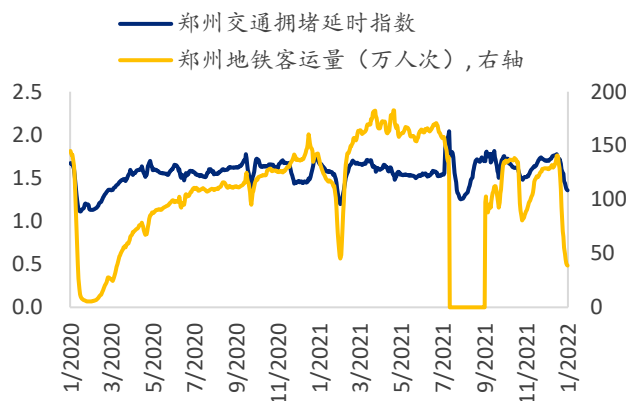
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 22: 以西安为例, 此轮疫情导致的人口流动性下降已接近 2020 年 2 月的水平



注: 截至 2022 年 1 月 17 日; 7 日移动平均
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 23: 以郑州为例, 此轮疫情导致的人口流动性下降已接近 2020 年 2 月的水平

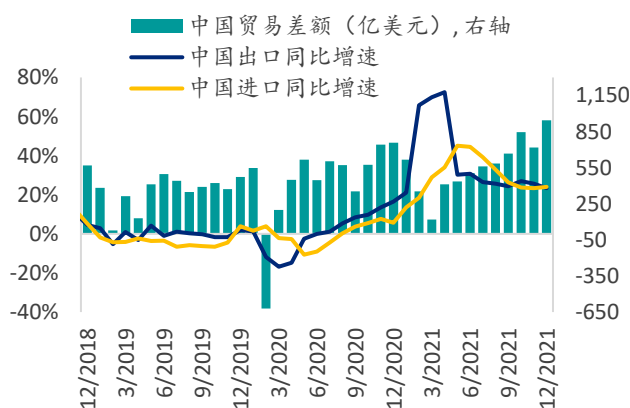


注: 截至 2022 年 1 月 17 日; 7 日移动平均
资料来源: CEIC, 浦银国际

出口引擎复苏依然强劲

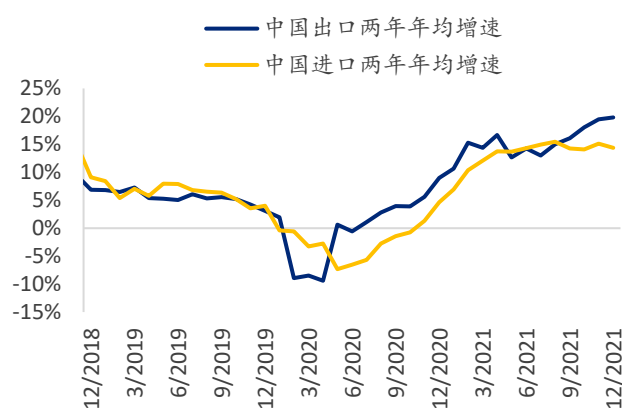
出口韧性仍强, 进口增速回落。12 月, 出口 (美元计) 同比增长 20.9%, 高于市场预期 (20.0%), 出口两年年均增速从 11 月的 21.2% 降至 19.5%, 仍处于高增速区间。12 月, 进口 (美元计) 同比增长 19.5%, 低于市场预期 (27.8%), 进口两年年均增速从前期的 17.4% 降至 13.4%, 进口增速明显回落。12 月, 受进口回落的影响, 贸易差额从前期的 717.2 亿美元升至单月历史新高 (944.6 亿美元), 显著高于市场预期 (453.7 美元)。

图表 24: 中国进口和出口的同比增速与贸易差额



注: 同比增速为 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

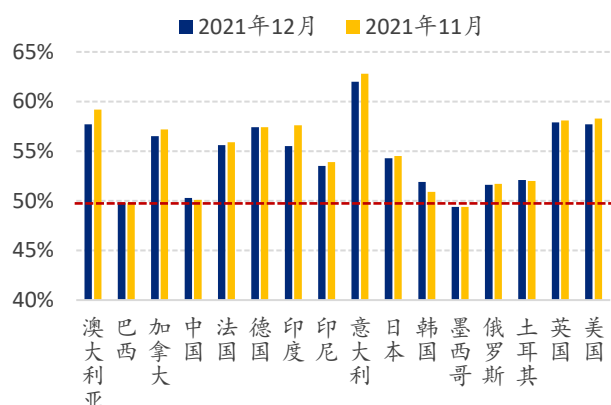
图表 25: 中国进口和出口两年年均增速



注: 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

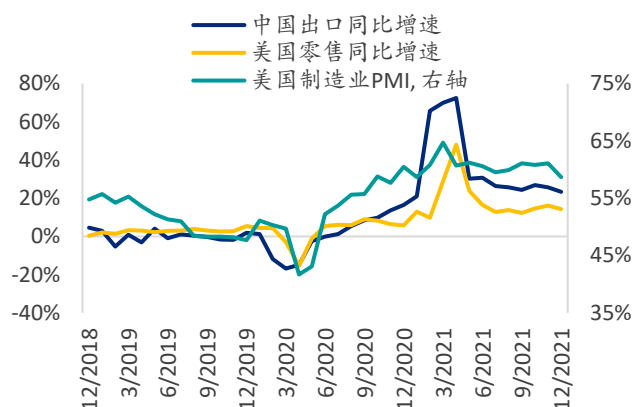
发达市场补库存、新兴市场“复工”，中国对主要目的地的出口维持较高增速。从全球来看，多数 G20 经济体（除巴西和墨西哥）制造业 PMI 在最近两个月处于扩张区间，显示全球生产恢复向好。以美国为代表的发达市场补库存趋势仍在，12 月美国制造业 PMI (58.7%) 和零售同比增速 (14.4%) 都维持较高水平。新兴市场生产明显恢复，12 月制造业 PMI 上升 0.5 个百分点至 51.7%。12 月，就两年年均增速而言，中国对美国 (27.7%)、韩国 (21.8%)、南美 (21.4%) 的出口保持较高增速，对东盟 (15.1%) 和欧盟 (14.5%) 的出口保持双位数增长，对日本的出口增速为 8.4%。

图表 26：多数 G20 经济体的制造业 PMI 在最近两个月维持在扩张区间



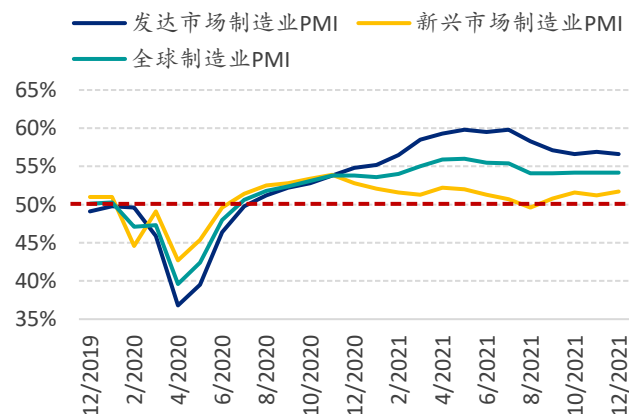
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 27：美国经济持续复苏将带动中国出口维持高增速



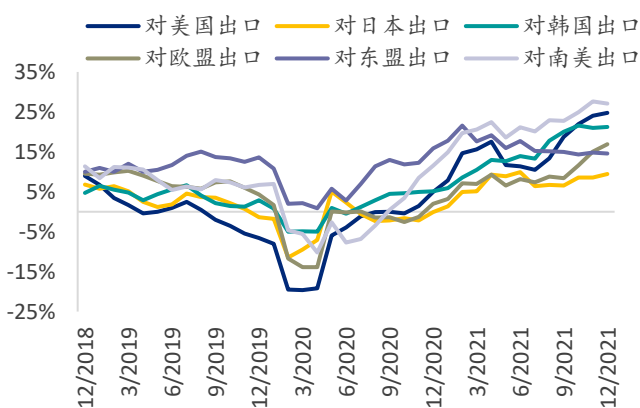
资料来源：CEIC，Macrobond，浦银国际

图表 28：2021 年 9-12 月，新兴市场制造业 PMI 维持在扩张区间



资料来源：Macrobond，IHS Markit，浦银国际

图表 29：中国出口至主要目的地两年年均增速整体上升

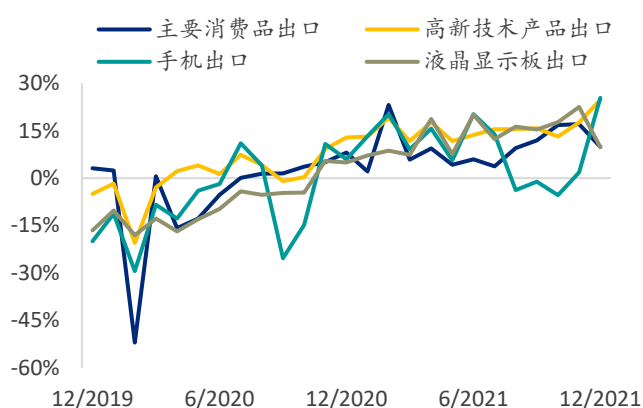


注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

主要消费品出口增速回落，出口额维持高位。12月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）出口的两年年均增速为9.9%，较前期下降7.2个百分点。就两年年均增速而言，玩具出口较前期回升4.7个百分点，鞋类、服装、家具出口较前期分别下降14.3、8.3和5.9个百分点。12月，主要消费品的出口额为325.3亿美元，维持较高水平。

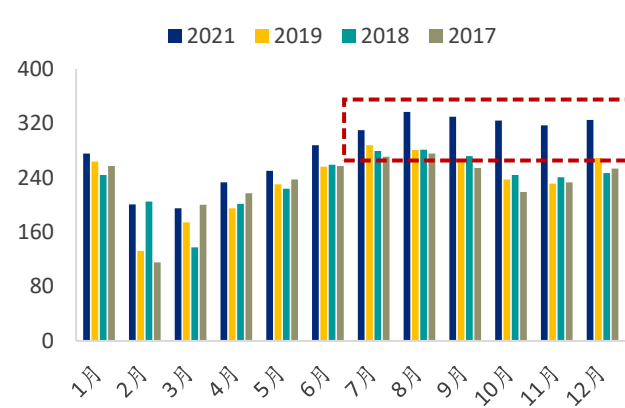
高技术产品出口向好，芯片产能恢复推动手机出口。12月，高技术产品出口的两年年均增速为24.8%，较前期上升7.2个百分点，增速创2011年6月以来新高。12月，手机的出口额为191.2亿美元，为2021年单月最高，两年年均增速从11月的1.8%升至25.4%。手机出口增速的回升，对应了芯片产能恢复以及进口回升。2021年四季度，东南亚芯片产业链逐渐恢复生产，中国集成电路进口量维持高位，12月达到535亿个，同比增长9.6%。

图表 30：主要消费品出口增速回落，高技术产品和电子产品的出口增速上升



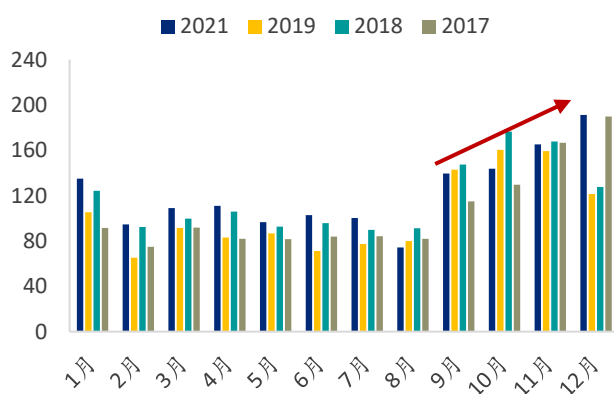
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 31：消费品出口额（亿美元）历史趋势比较



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 32：手机出口额（亿美元）历史趋势比较



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 33：2021 年 12 月主要消费品和电子产品出口的两年年均增速和同比增速

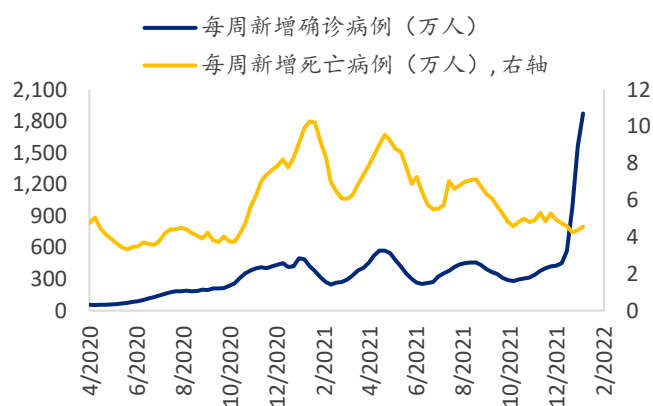
单位：%	两年年均增速	同比增速
服装	6.9%	14.5%
鞋类	7.5%	29.3%
玩具	27.5%	23.6%
家具	10.6%	-4.0%
高新技术产品	24.8%	23.1%
手机	25.4%	33.2%
液晶显示板	9.9%	-5.6%

资料来源：CEIC，浦银国际

海外放松疫情管控和旅行限制，防疫物资出口维持高位。2021年末，欧美多国开始放松疫情管控和旅行限制，叠加变种病毒Omicron的高传染性，全球疫情显著抬头，每周新增确诊人数大幅上升：2022年第二周的新增确诊人数飙升至1,874万人。但是，目前的新冠肺炎死亡率并不高，每周新增死亡病例并未出现大幅上升。12月，防疫物资出口维持高位：用于制造口罩的纺织制品出口达142.8亿美元、环比增长7.8%；医疗仪器及器械出口为19.0亿美元，与前期基本持平。我们预计，防疫物资短期仍将保持高出口额。

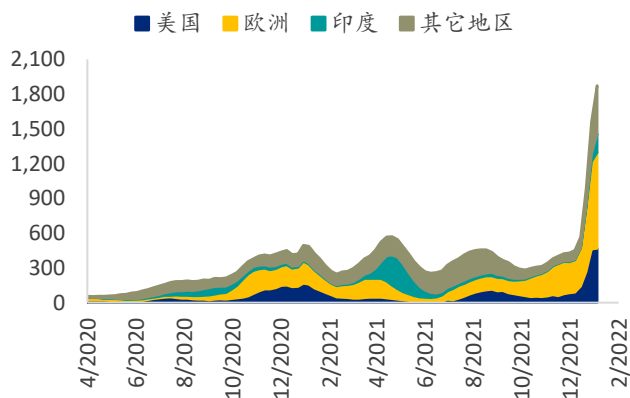
12月，从进口结构来看，大宗商品和工业设备进口增速分化。12月，煤炭进口量同比增长234.1%，较前期上升204.3个百分点，煤炭进口量的大幅上升有助于提高当前较低水平的煤炭存量。12月，铜矿石（3.4%）和原油（0.7%）的进口量维持同比正增长，铁矿石进口量同比下降7.8%。12月，机床进口量同比增长39.9%，较前期上升2.7个百分点。展望未来，考虑到工业生产持续向好，我们认为国内需求将继续拉动大宗商品和工业设备的进口。

图表 34：全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况



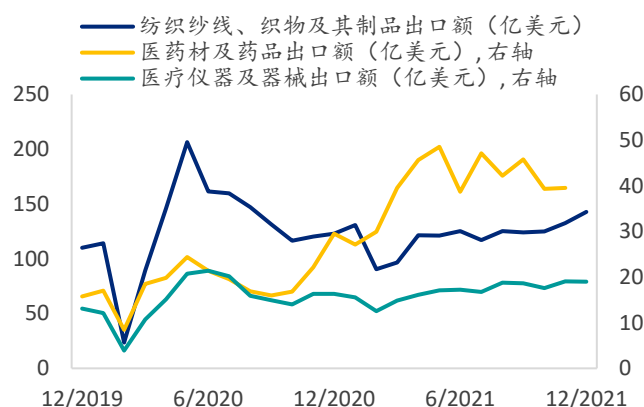
注：截至2022年1月16日
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 35：全球主要地区每周新增新冠确诊病例情况



注：截至2022年1月16日
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 36: 防疫物资出口将维持高位



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 37: 2021 年 12 月大宗商品和工业设备进口量的两年年均增速和同比增速

单位: %	两年年均增速	同比增速
原油	0.7%	19.9%
煤炭	234.1%	-20.8%
铁矿石	-7.8%	-11.0%
铜矿石	3.4%	9.6%
机床	39.9%	-22.3%
集成电路	9.6%	-3.5%
自动数据处理设备	-1.3%	1.6%

注: 自动数据处理设备为 11 月数据

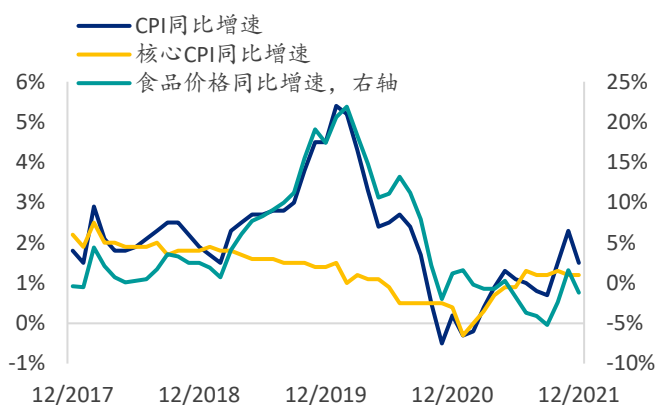
资料来源: CEIC, 浦银国际

通胀压力可控

CPI 同比增速回落，环比负增长。12 月，CPI 同比增速由前期的 2.3% 回落至 1.5%，低于预期(1.7%)；CPI 环比增速从前期的 0.4% 降至 12 月的-0.3%。扣除食品和能源的价格影响，12 月核心 CPI 同比增速为 1.2%，与前期持平，核心通胀趋稳。

食品烟酒和交通通信的通胀压力下降，带动 CPI 同比增速下行。12 月，就涨跌幅来看，食品烟酒环比/同比增速下降 1.9/1.8 个百分点，交通通信环比/同比增速下降 1.6/2.6 个百分点，是通胀变动较显著的项目。12 月，食品烟酒和交通通信对 CPI 同比增速的贡献率分别为 0.0 和 0.7 个百分点，较前期分别下降 0.5 和 0.4 个百分点，是带动 CPI 同比增速下降的主要原因。

图表 38：CPI 的增速回落主要受到食品价格下行的影响



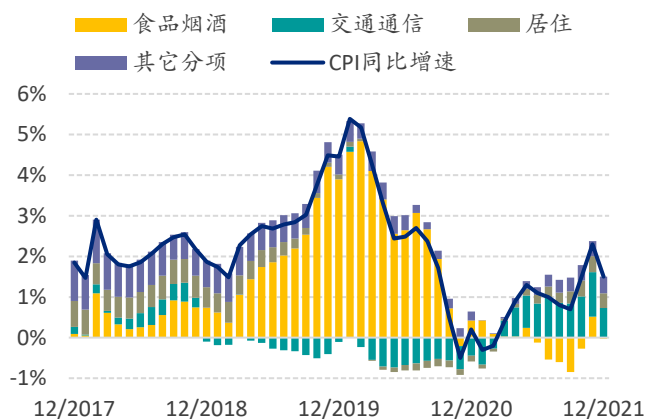
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 39：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	12 月	11 月	12 月	11 月
CPI	1.5	2.3	-0.3	0.4
其中：核心 CPI	1.2	1.2	0.0	-0.2
其中：食品	-1.2	1.6	-0.6	2.4
非食品	2.1	2.5	-0.2	0.0
其中：消费品	1.5	2.9	-0.4	0.9
服务	1.5	1.5	0.0	-0.3
其中：城市	1.6	2.4	-0.3	0.3
农村	1.2	2.2	-0.3	0.6

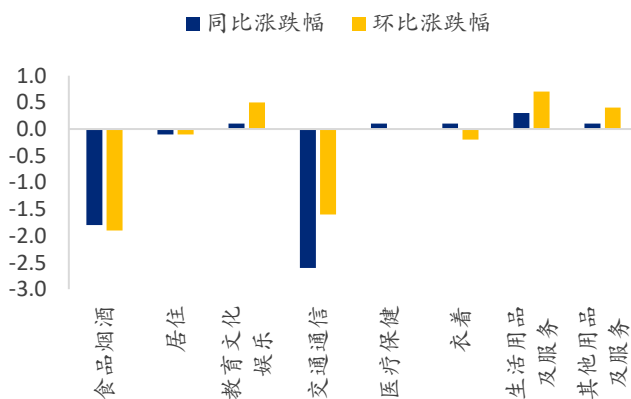
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 40：CPI 同比增速及各分项贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

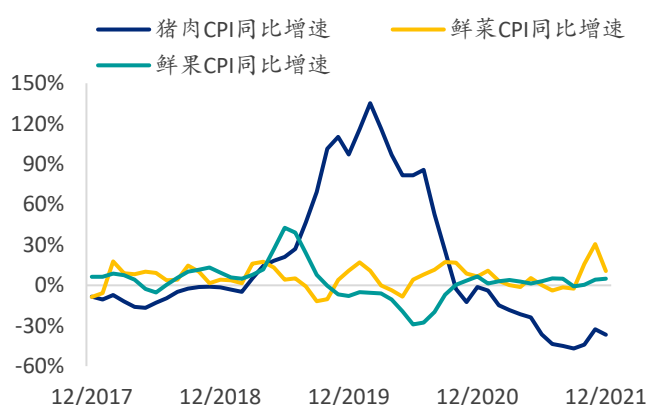
图表 41：2021 年 12 月，CPI 各项目同比和环比增速涨跌幅



资料来源：CEIC，浦银国际

食品通胀短暂回落、回升值得关注。12月，内地疫情反弹导致部分大城市（例如，西安）采取“封城”措施，政府集中投放猪肉和鲜菜等物资对食品价格上升起到短暂的抑制作用。12月，猪肉价格的同比降幅从前期的-32.7%扩大至-36.7%，鲜菜价格的同比增速从前期的30.6%降至10.6%。但长期来看，由猪肉价格带动的食品通胀回升是真实存在的。目前，猪粮比已从9月的5.05（为2014年5月以来的历史新低）反弹至12月的6.50，叠加基数效应逐渐减弱、春节临近需求回升的因素，我们预计猪周期在2022年一季度将迎来反弹，并带动食品通胀继续回暖。

图表 42：主要食品的 CPI 同比增速



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 43：中国的猪粮比目前已从历史低位回升



资料来源：CEIC，浦银国际

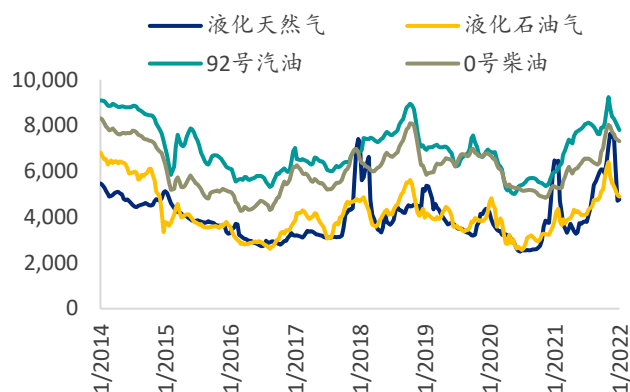
能源价格回落，交通工具用燃料、水电燃料的价格上行空间有限。12月，流通领域石油天然气价格出现整体回落，液化天然气价格环比下降37.2%，液化石油气(-9.3%)、92号汽油(-5.0%)、0号柴油(-4.5%)均出现不同程度的价格下跌。受此影响，交通工具用燃料价格同比增长22.5%，较前期回落13.2个百分点；水电燃料价格同比增长3.9%，较前期回落0.5个百分点。在“保供稳价”的政策指导下，我们认为交通和居住的燃料价格同比增速继续上升的空间不大，预计未来交通通信和居住的价格修复将趋于温和，压力将转移至食品通胀。

图表 44：能源价格回落，交通工具用燃料、水电燃料的价格上行空间有限



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 45：流通领域石油天然气价格出现整体回落



资料来源：Wind，浦银国际

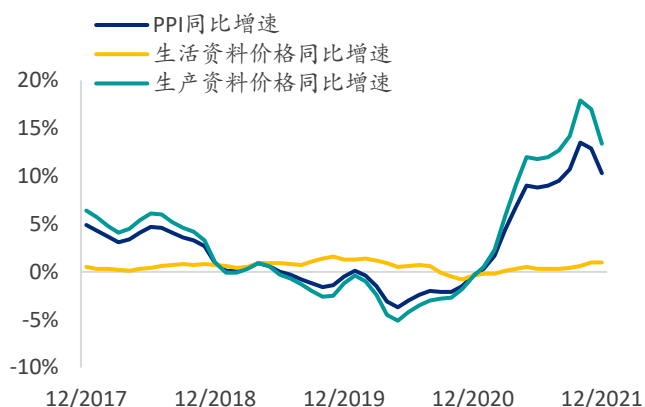
PPI 同比和环比增速继续回落。12 月，PPI 同比增速由前期的 12.9% 降至 10.3%，低于市场预期（11.3%）；PPI 环比增速由前期的 0.0% 降至 12 月的 -1.2%。其中，就同比增速而言，生产资料价格从前期的 17.0% 降至 12 月的 13.4%，生活资料价格维持 1.0% 的增速水平。

生产资料延续自上而下的价格修复，价格增速的下降幅度由上而下递减。12 月，生产资料端，采掘（44.2%）、原材料（19.7%）、加工（8.2%）的同比增速依然延续“上游快、下游慢”的特征，较前期分别回落 16.3、5.3、1.9 个百分点，价格增速的下降幅度由上而下递减，采掘行业的增速出现较大降幅主要受能源价格回落的影响。

生活资料项下继续价格修复。12 月，生活资料中，耐用消费品价格的同比增速从前期 0.1% 升至 0.4%，食品（1.4%）、一般日用品（1.4%）、衣着（1.0%）价格修复延续，同比增速不低于生活资料价格的整体增速。食品和消费品延续价格修复，通胀由生产端开始逐渐传导至消费端。但是，正如我们在 [2022 年宏观经济展望](#) 中所讲，高企的 PPI 所带来的通胀压力不会直接拉高 CPI，而是通过出口传导到海外市场，尤其是进口份额较高的发达市场国家。因此，不必过分担忧由 PPI 向 CPI 传导的通胀压力。

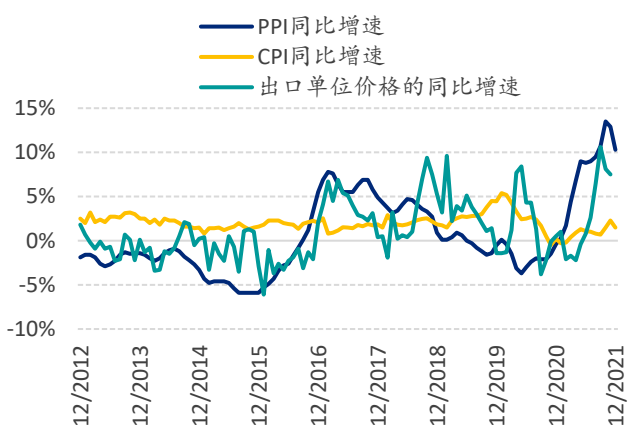
PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄。继 2021 年 11 月后，12 月的 CPI 环比增速（-0.3%）再次超过 PPI 环比增速（-1.2%），显示消费端的通胀变动幅度继续超过生产端。受此影响，虽然 12 月的 CPI 和 PPI 同比增速都出现下降，但是 PPI 与 CPI 剪刀差仍继续收窄至 8.8 个百分点。伴随大宗商品价格的增速回落，PPI 的同比增速将延续下行趋势，叠加食品通胀回升的影响，预计 PPI 与 CPI 剪刀差将继续收窄。

图表 46：生产资料价格带动 PPI 同比增速回落



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 48：高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体，国内通胀因此并未出现大幅上涨



注：出口单位价格的同比增速为3个月移动平均

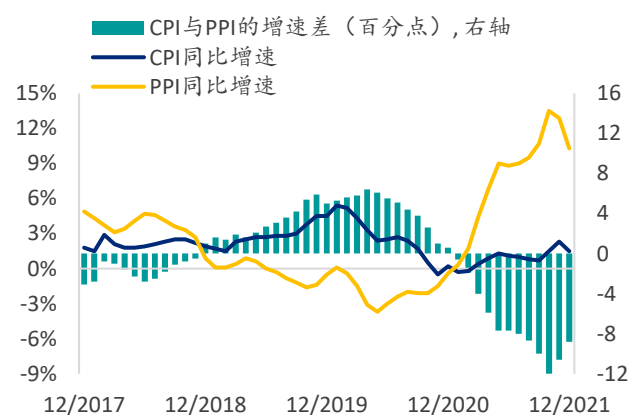
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 47：最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	12 月	11 月	12 月	11 月
整体 PPI	10.3	12.9	-1.2	0.0
其中：生产资料	13.4	17.0	-1.6	-0.1
采掘	44.2	60.5	-6.8	-2.1
原材料	19.7	25.0	-1.7	0.9
加工	8.2	10.1	-0.9	-0.3
其中：生活资料	1.0	1.0	0.0	0.4
食品	1.4	1.6	0.1	0.8
衣着	1.0	1.2	-0.3	0.4
一般日用品	1.4	1.4	0.1	0.4
耐用消费品	0.4	0.1	-0.1	-0.2

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 49：PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 8.8 个百分点



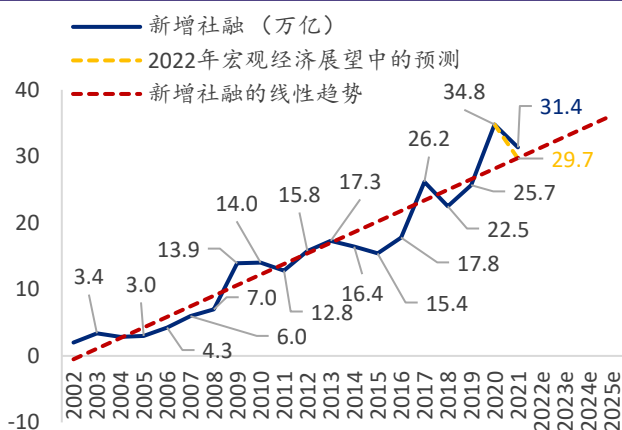
资料来源：CEIC，浦银国际

社融增速筑底回升，信贷增长疲软

社融增速筑底回升。12月，新增社融2.37万亿元，高于去年同期（1.72万亿元），略低于预期（2.40万亿元）。12月，社融存量升至314.1万亿元，同比增长10.3%，较前期回升0.2个百分点，社融增速正处于从底部逐渐回升的阶段。

社融增速的底部已过去，稳定增长将更加明显。在2022年宏观经济展望中，基于2021年前三季度的实际值和对四季度的估算值，我们预测2021年全年新增社融约为29.7万亿元，恰好回落至线性趋势上。但是，受到货币政策边际宽松的影响，去年10-12月的新增社融出现较大幅度回升，使得2021年实际的新增社融（31.4万亿元）略高于我们的预测值。从政策层面来看，中国央行在2022年工作会议中强调，“增强信贷总量增长的稳定性”。我们认为，2022年社融增速将恢复稳定增长。

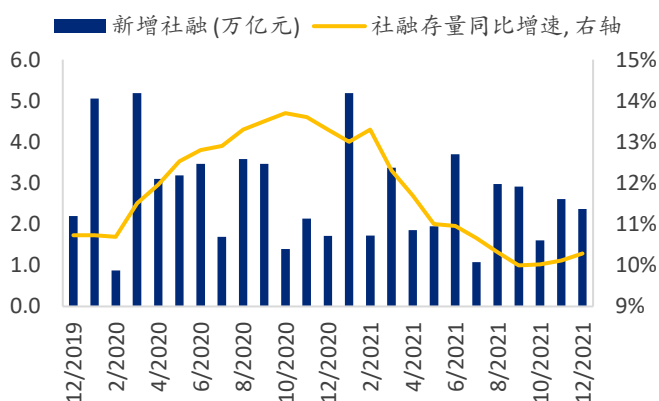
图表 50：新增社融（万亿元）将回到 2015 年以来的增长轨道



注：e 为浦银国际预测

资料来源：Macrobond，浦银国际

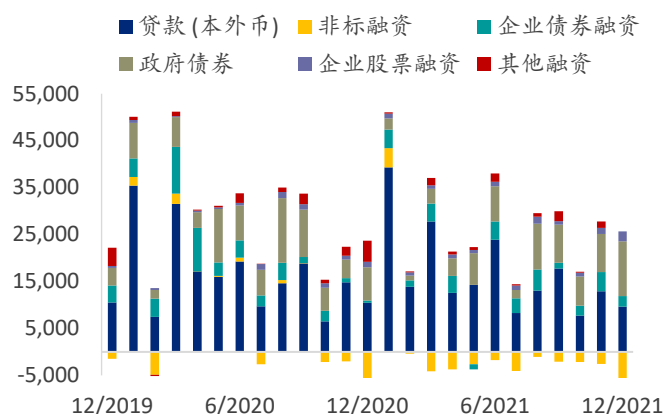
图表 51：新增社融与社融存量增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

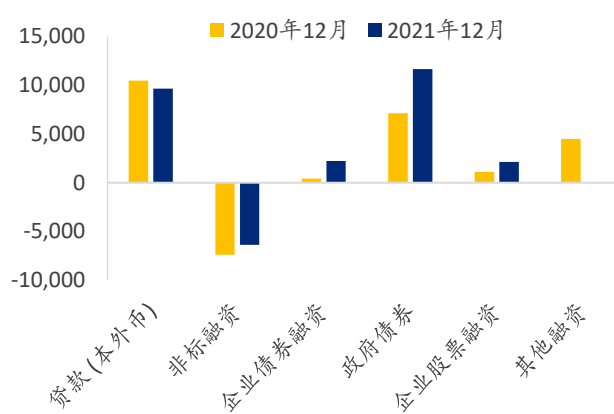
新增社融同比多增 6,508 亿元，主要受政府债券融资和企业直接融资的推动。12月，新增政府债券融资 1.17 万亿元，同比多增 4,549 亿元；企业直接融资方面，新增债券融资 2,225 亿元，同比多增 1,789 亿元，新增股票融资 2,118 亿元，同比多增 992 亿元，政府债券融资和企业直接融资成为 12 月新增社融同比多增的主要推动因素。此外，受资管新规过渡期结束的影响，非标融资规模收缩明显，12 月合计减少 6,384 亿元，其中：委托贷款减少 416 亿元，信托贷款减少 4,549 亿元，表外票据融资减少 1,419 亿元。

图表 52：新增社融结构（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 53：新增社融结构对比（亿元）



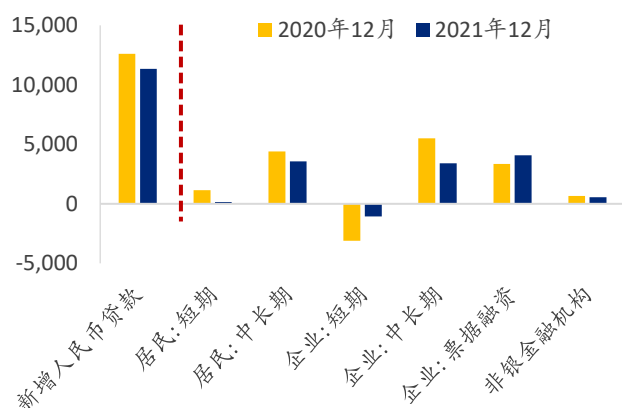
资料来源：CEIC，浦银国际

信贷增长疲软，结构亦未出现优化。12月，新增人民币贷款1.13万亿元，低于预期（1.25万亿元），同比少增1,262亿元。12月，新增居民中长期贷款3,5581亿元，同比少增834亿元，显示居民房贷需求有所回落。中国央行虽然在12月进行了降息，但是非对称的降息（仅下调一年期LPR）并未降低房贷融资成本，未能提振疲软的房贷需求。12月的企业端，新增中长期贷款3,393亿元，同比少增2,107亿元，短期贷款规模下降1,054亿元，同比多增2,043亿元，短期融资表现优于长期融资，显示企业信贷需求疲软，实体经济融资需求继续下滑。

存款规模整体回升，财政净投放力度延续。12月，新增人民币存款1.17万亿元，同比增速由前期的8.6%升至9.3%。12月，居民户（1.9万亿元）和非金融企业（1.4万亿元）存款规模上升，同比分别多增2,157和2,711亿元，非银金融机构存款规模下降3,843亿元，同比少减1,756亿元。12月，财政存款规模下降1030亿元，同比多减762亿元，显示财政净投放力度边际加大。

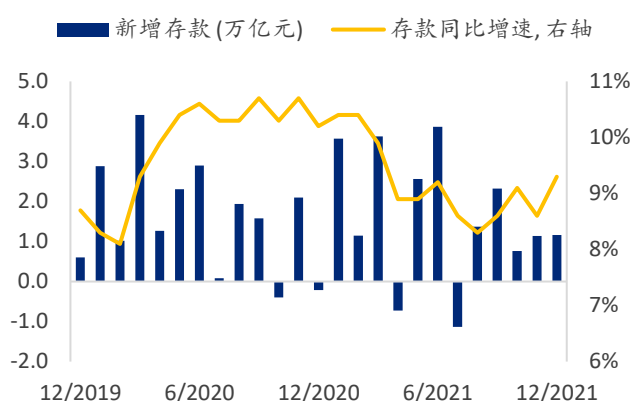
全面降准和财政净投放带动M2增速上升；生产经营活动改善，M1增速企稳回升。12月，M2同比增长9.0%，高于预期（8.6%），较前期上升0.5个百分点。M2的增速上升主要受财政净投放力度边际加大和12月15日全面降准的影响。12月，M1同比增长3.5%，高于预期（3.3%），较前期回升0.5个百分点。M1增速超预期回升，显示经济活力、企业流动性有所好转。

图表 54：新增信贷结构对比（亿元）



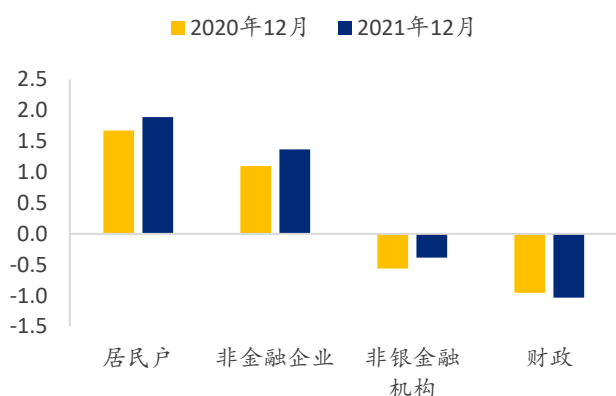
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 55：新增存款与存款同比增速的变化



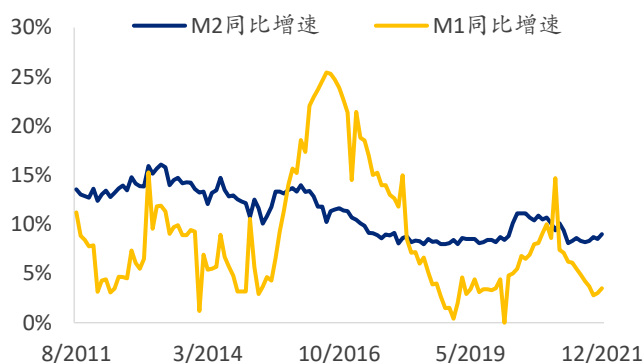
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 56：新增存款结构对比（万亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 57：M2、M1 增速边际小幅上升



资料来源：CEIC，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

