

对当前宏观经济形势的若干思考

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

展望 2022 年，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，预计中国经济可以实现全年 5% 以上的实际增速，十四五规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

平安观点：

- **2021 年中国经济继续“稳中有进”。**我们预计，随着前期叠加冲击因素的“纠偏”，以及宏观政策上“稳增长”的加码，从两年平均来看，2021 年四季度中国实际 GDP 增速有望从三季度的 4.9%，略微回升到 5%（两年平均的全年实际 GDP 增速为 5.1%）。形象地说，将从今年三季度的“小低谷”走向四季度的“小回温”。而四季度中国经济有望企稳的主要支撑在以下三个方面：一是，能耗双控政策有所放松，煤炭等能源大宗保供加码。二是，基建投资在重大项目加速开工和地方专项债错位发行的带动下有望企稳回升。三是，结构性货币政策继续助力制造业投资保持向好态势。
- **2022 年中国经济重回“增速换挡”。**2022 年中国经济将重回下行，主要原因就是新冠疫情后推动中国经济快速恢复的房地产投资和出口这两个增长动能可能放缓，而基建、制造业投资和消费较难对冲。预计在跨周期政策的适度发力下，全年实际 GDP 增速有望达到 5% 以上。这一增速虽然相较 2021 年有所回落，但大致与中国经济的潜在增长率相契合，亦能为 2035 年基本实现社会主义现代化奠定扎实的年度基础。此外，下一阶段中国经济面临的三个风险值得关注：第一，中国经济“类滞胀”特征进一步显性化。第二，美联储货币政策正常化提速带来外溢效应。第三，中美经贸关系演化中仍存不确定性。
- **2022 年中国财政产业政策“领衔”。**中国经济“类滞胀”风险犹存，需要政策积极应对。预计 2022 年财政政策发力和产业政策调整将是重点，而货币政策作为配合，全面宽松的空间不大。财政政策方面：一是，2022 年财政基调可比 2021 年略为积极，赤字率至少仍可安排在 3.2%。二是，2021 年财政政策呈现出明显的“后置”特征，2022 年财政支出节奏需要“前置”，以确保中国经济能够运行在合理区间。三是，化解隐性债务仍将是财政的重点工作之一，地方债务高压监管不应放松。四是，财政支出中可适当压降投资的比例，将资金向公共消费转移。五是，地方政府新增债券额度中，探索适当降低新增专项债比例，提高新增一般债占比。产业政策方面：一是，“纠偏”前期政策执行中的过激行为。二是，“运动式”减碳现象减少，对中国经济的冲击才会减弱。三是，正如刘鹤副总理在《人民日》撰文指出的，“适度超前进行基础设施建设”。

正文目录

一、 2021 年中国经济继续 “稳中有进”4

二、 2022 年中国经济重回 “增速换挡”6

三、 2022 年中国财政产业政策 “领衔” 11

图表目录

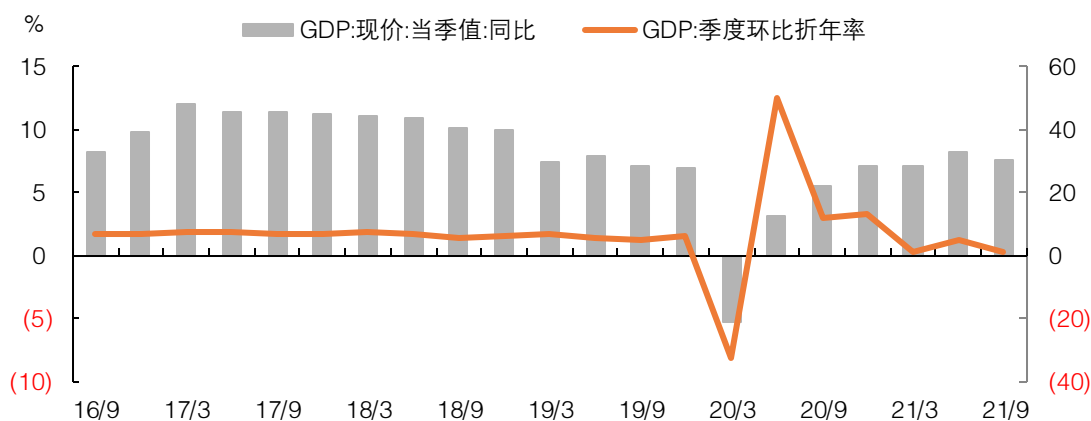
图表 1	2021 年三季度 GDP 季调环比（右）仅相当于一季度“就地过年”期间.....	4
图表 2	2021 年 10 月只有原煤产量增速大幅提升	5
图表 3	重大项目投资金额在 18 个省固定资产投资中的占比较为稳定.....	5
图表 4	2021 年制造业投资受到产能周期的上行拉动	6
图表 5	2021 年 10 月房地产投资各项面积增速继续下滑	7
图表 6	2021 年三季度出口物量增速已显著降低，而愈发依赖价格的贡献	7
图表 7	近年来我国城投有息债务规模及其增速.....	8
图表 8	我国制造业或正处于资本开支周期的高位	8
图表 9	除和挪威持平外，2020 年中国家庭部门的偿债比率高于国际清算银行公布数据的其它国家和地区.....	9
图表 10	截至 2021 年三季度，我国居民消费倾向仍然显著低于疫情之前	9
图表 11	2022 年 CPI、PPI 的同比及预测值	10
图表 12	2021 年 10 月以来美联储加息预期快速上升	10
图表 13	截至 2021 年 9 月底，中美第一阶段经贸协议扩大进口部分仅完成目标的 60%	11
图表 14	预计 2022 年狭义财政赤字提高而新增专项债额度下降.....	11
图表 15	除个别年份外，我国的公共消费率长期低于全球平均水平.....	12
图表 16	地方政府专项债券已成为中国第三大债券品种	12
图表 17	信贷结构向中小企业和制造业的倾斜仍应继续或扩大	13
图表 18	近期美元快速升值，但人民币对美元汇率保持强势，甚至有进一步升值势头.....	13
图表 19	“十三五”重大项目投资增速先升后降.....	14

新冠疫情爆发已近两年，中国经济的表现可用“一枝独秀”来形容。2020年，全球经济在疫情冲击下近乎停摆，中国成为全球唯一实现经济正增长主要经济体；2021年，全球经济仍在与疫情赛跑，中国经济在继续对抗疫情、快速推进绿色转型、以及平稳应对全球能源紧缺中，再次“交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷”。展望2022年，在跨周期调节的顶层设计下，在体制机制改革红利的继续释放中，预计中国经济可以实现全年5%以上的实际增速，十四五规划的第二年将成为中国经济蜕变的“第二春”。

一、2021年中国经济继续“稳中有进”

在散发疫情、洪涝灾害和限产限电等因素叠加冲击下，2021年3季度中国GDP实际同比4.9%，两年平均同比4.9%，与二季度相比下滑了0.6个百分点。值得注意的是，2021年3季度实际GDP环比只有0.2%，而2017年-2019年的环比均值为4.5%，可见上述多重因素叠加对中国经济冲击之甚。

图表1 2021年三季度GDP季调环比（右）仅相当于一季度“就地过年”期间

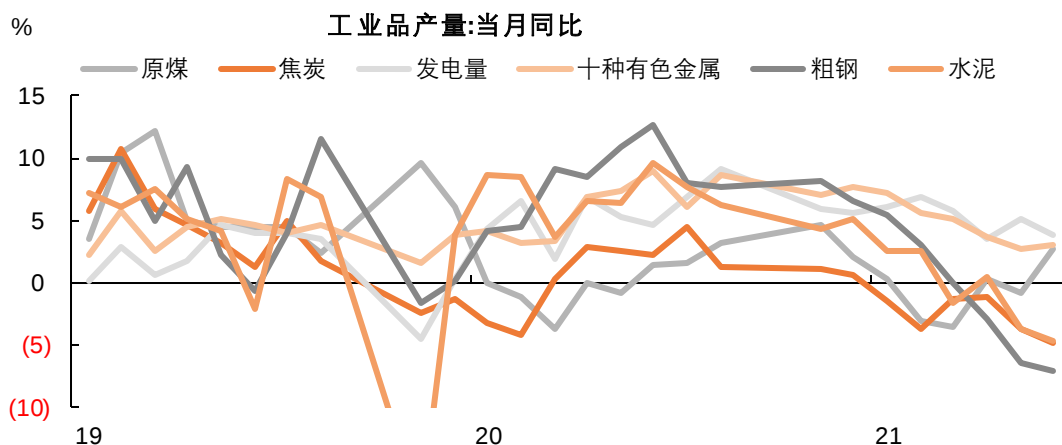


资料来源：Wind, 平安证券研究所

我们预计，随着前期叠加冲击因素的“纠偏”，以及宏观政策上“稳增长”的加码，从两年平均来看，2021年四季度中国实际GDP增速有望从三季度的4.9%，略微回升到5%（全年实际GDP增速为5.1%）。形象地说，将从今年三季度的“小低谷”走向四季度的“小回温”。而从当年同比来看，2021年四季度中国经济增速可能继续下滑到4%以下（全年实际GDP增速在8%左右），可谓“温而不暖”。而四季度中国经济有望企稳的主要支撑在以下三个方面。

一是，能耗双控政策有所放松，煤炭等能源大宗保供加码。2021年10月8日国常会指出，“完善地方能耗双控机制，推动新增可再生能源消费在一定时间内不纳入能源消费总量”。若今年全年都不纳入，使用2020年数据测算，这一政策调整可使得我国单位GDP能耗考核从今年两会确定的下降3%放松到下降2%，因此对工业生产的冲击将减弱。2021年10月我国工业增加值季调环比从上月0.05%，显著回升至0.39%，但仍低于6月之前水平，工业生产出现有限回暖。分大类行业来看，10月工业增加值增速回升主要就是依赖上游供给约束的放松：10月采矿业工业增加值进一步大幅反弹，两年平均增速达到4.7%，创年内最高；电热水业工业增加值增速高位向上波动，可能也与能源类供给约束的放松相联系。细分行业来看，上游供给约束放松主要集中于原煤：10月上游高能耗产品中，只有原煤产量增速大幅提升、由负转正，而焦炭、水泥、粗钢、有色金属产量增速仍在进一步下滑或持平于低位。

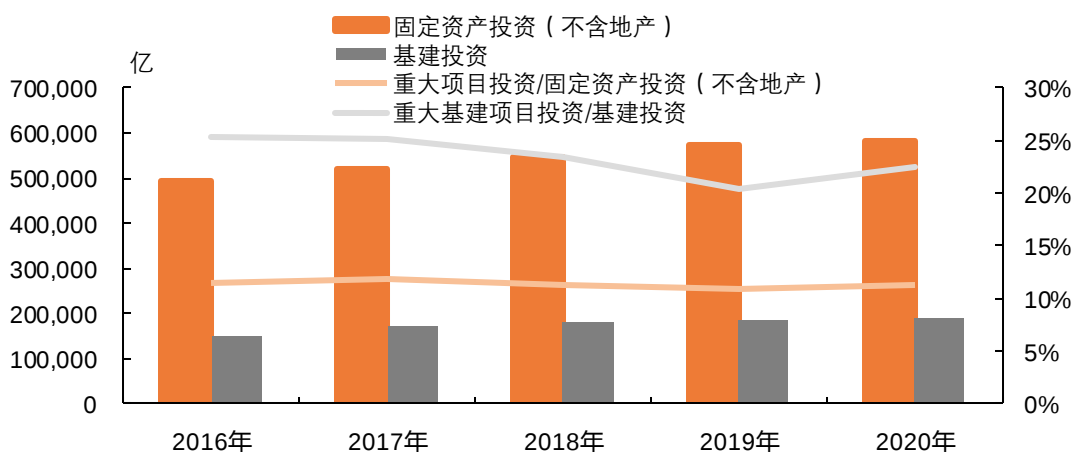
图2 2021年10月只有原煤产量增速大幅提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，基建投资在重大项目加速开工和地方专项债错位发行的带动下有望企稳回升。2021年9月全国共有23个省市开工重大项目6646个、环比增加206%，总投资额4.0万亿、环比增加115%。10月至今已有河南、湖南、四川等多个省份集中开工本地重大项目，总投资近万亿元。2021年四季度新增专项债额度为1.1万亿，比去年四季度多出8648亿，发行时间错位将对四季度基建投资增速起到支撑作用。此外，冬季低温对基建项目施工的影响并不大：2016年到2020年9-12月，我国基建投资额占全年比例的均值分别为10.4%、9.8%、9.6%和9.7%，这一比例基本平稳，主要原因就是中部和南部省市基建投资占全国的3/4，冬季可以继续施工。

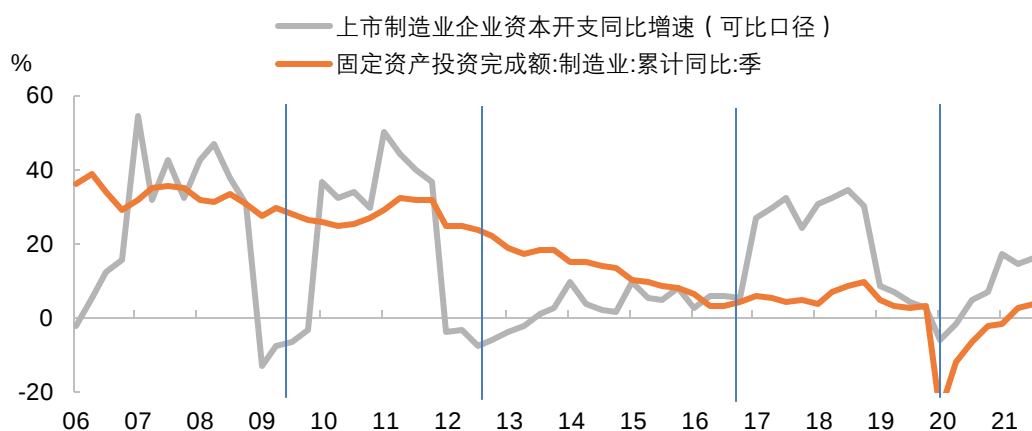
图3 重大项目投资金额在18个省固定资产投资中的占比较为稳定



资料来源: Wind, 各省发改委, 平安证券研究所

三是，结构性货币政策继续助力制造业投资保持向好态势。据央行披露数据，2021年9月末制造业中长期贷款余额同比增长37.8%，比上年末进一步提高2.6个百分点；“专精特新”企业的获贷率达到71.9%，贷款余额同比增长18.2%，贷款合同平均利率低至4.5%。在结构性货币政策的加持下，加上制造业自身产能周期的上行驱动，2021年10月我国制造业投资的两年平均增速上升0.5个百分点至6.9%，创年内新高，并为连续第4个月回升。

图表4 2021年制造业投资受到产能周期的上行拉动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

此外，从《2021年第三季度货币政策执行报告》来看，“增强信贷总量增长的稳定性”成为目前货币政策发力的重点：一是，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，进行房地产贷款投放的阶段性纠偏；二是，落实支小、区域协调、煤炭清洁高效利用等再贷款政策工具，“合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”。这两个领域恰是今年三季度中国经济出现短期波动的最重要因素，也是四季度中国经济能否平稳运行的关键。央行此举可谓有的放矢、定向增效。

二、2022年中国经济重回“增速换挡”

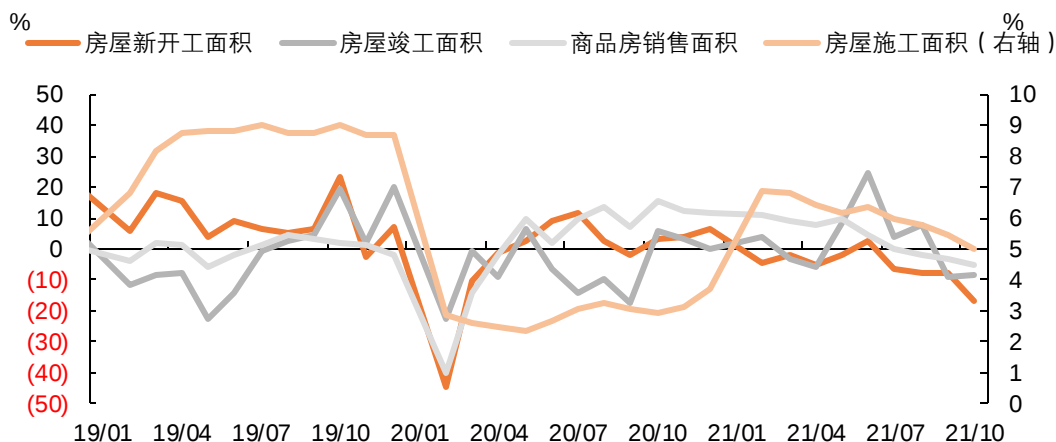
2022年中国经济将重回下行，主要原因就是新冠疫情后推动中国经济快速恢复的房地产投资和出口这两个增长动能可能放缓，而基建、制造业投资和消费较难对冲，预计在跨周期政策的适度发力下，全年实际GDP增速有望达到5%以上。这一增速虽然相较2021年有所回落，但大致与中国经济的潜在增长率相契合，亦能为2035年基本实现社会主义现代化奠定扎实的年度基础。

先看地产和出口这两个新冠疫情以来支撑中国经济快速修复的力量。

房地产投资方面，我们从投资的直接构成、以及投资资金来源两个角度，对“稳低价、稳房价和稳预期”目标下的房地产投资增速做定量测算。我国房地产投资由土地购置和建安投资两个部分构成，前者占比约为36.7%，后者占比约为63.3%。我们假设2022年土地购置非的增速为-3%，建安投资的增速为3%。考虑到目前房地产市场仍在深度调整，这一假设也许不算太过悲观。在此假设下，我国房地产投资增速将从2021年的5%左右，下降到2022年的1%左右。

2021年9月，我国房地产销售和投资的单月同比均已转负，从已经发布的10月数据来看，房地产从“销售-开工-施工”的链条俨然进入负向循环，这也是前期房地产调控政策适时“纠偏”，以满足房地产领域的合理融资需求的原因所在。但目前政策放松的力度仍较有限，且房地产行业震动之下，居民购房意愿下滑，房企拿地意愿下滑，从供需两端共同挤压房地产投资的增长空间。若不能在居民/供地/房企任何一个起点上有力地修复预期，房地产投资的调整或有失速风险。

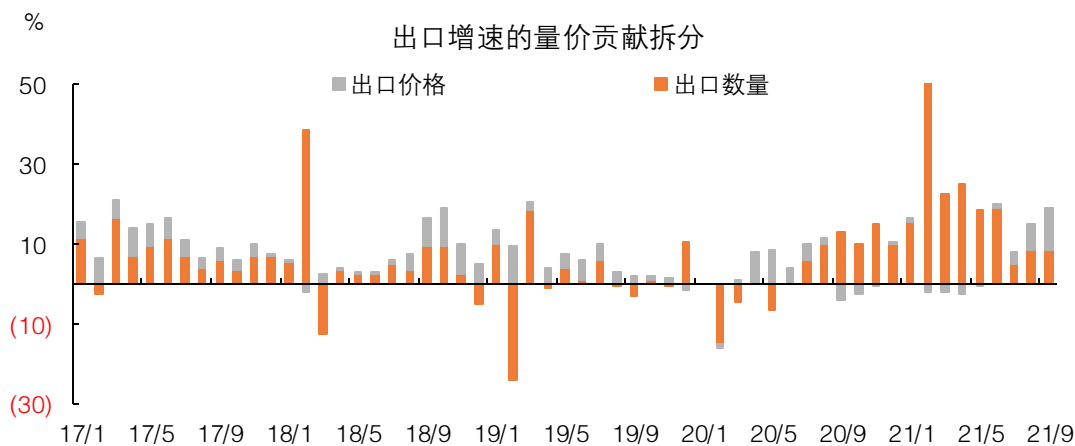
图表5 2021年10月房地产投资各项面积增速继续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

出口方面, 近期中国出口的韧性依然令人瞩目, 海外疫情反复和工业品通胀 (近期我国出口高增长中价格贡献明显增强) 是主因。以 IMF 统计的 CIF 价格衡量的出口份额看, 2021 年一季度中国的出口份额比新冠疫情前高了 1 个百分点。中国出口份额的提升主要来自美国 and 除东盟、印度、巴西和墨西哥以外的欠发达国家, 而欧盟、印度、巴西和墨西哥的出口份额已经恢复到疫情前的水平。随着美国复工复产、供应链修复、以及欠发达国家新冠疫苗接种率提高, 2022 年出口份额从中国流出应是顺势所趋。

图表6 2021年三季度出口物量增速已显著降低, 而愈发依赖价格的贡献



资料来源: Wind, 平安证券研究所

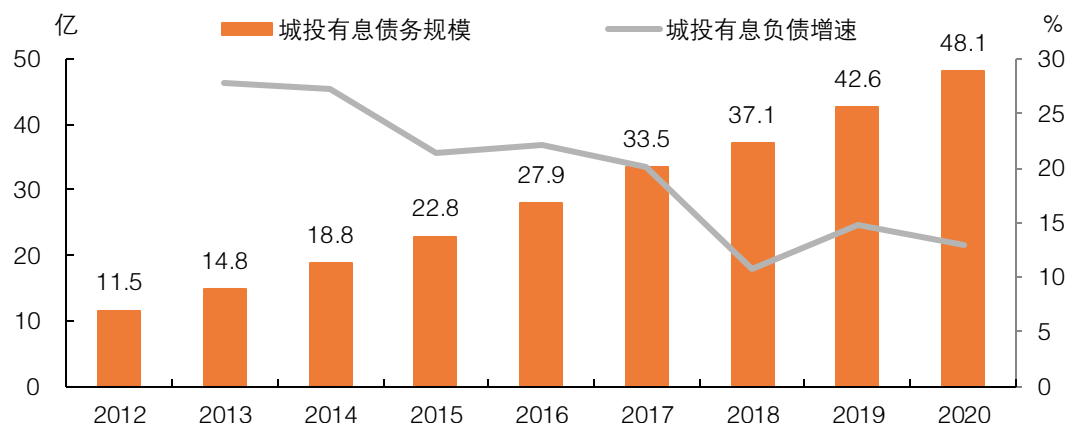
在地产和出口对中国经济的支撑放缓的同时, 其他的增长动能却难充分对冲。

基建方面, 其投资资金来源于国有预算资金 (包括专项债投向基建的部分) 不到两成, 主要依靠地方政府债务融资。2020 年我国城投有息负债增长 13.0%, 在压实化解隐性债务风险下, 地方政府为基建项目配套融资的空间不足。与资金问题相比, 合适项目不足对基建投资形成的约束更紧。2017 年隐性债务高压监管之前, 地方城投平台是基建项目的主要承担者, 因此可把地方城投平台的投入资本回报率 (ROIC) 近似看作是基建项目的回报率 (若考虑到城投平台还参与了土储、棚改, 基

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

建的回报率要比城投的 ROIC 更低)。地方城投平台 ROIC 中位数在 2011 年见顶后持续回落，2020 年降到了 1.2%，比地方专项债的成本还低，合适项目储备不足的约束由此可见一斑。

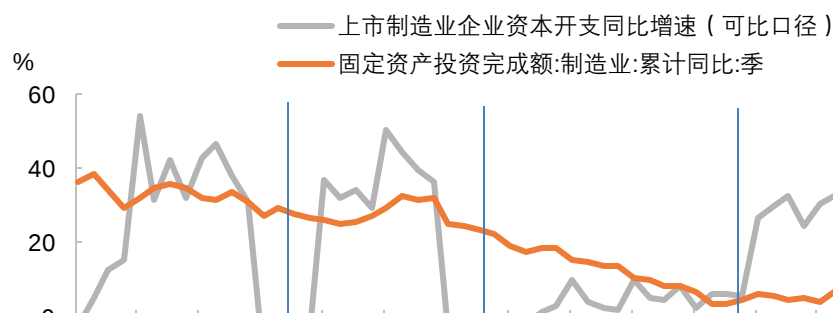
图表7 近年来我国城投有息债务规模及其增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

制造业投资方面，民企占我国制造业企业比例超过 8 成。在原材料成本攀升、二季度工业企业产能利用率超季节性环比下降 1.3% 的情况下，目前我们所观察到的企业扩大投资更可能是被动的设备更新。参考 2018 年的经验，预计企业本轮设备更新的持续周期在 1 年左右，因此，制造业投资的景气高点可能在 2022 年上半年出现。当然，绿色投资可能成为一个较大的增量来源，尤其是在央行出台碳减排支持工具的情况下，但这或许需要政府先做引导性的、成规模的投资，私人投资才会有能力、有动力“跟投”。

图表8 我国制造业或正处于资本开支周期的高位



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_29961

