

2022 年一季度中国经济数据解读

稳增长在蓄力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@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：

2022 年一季度中国 GDP 增速录得 4.8%，且 3 月主要经济指标普遍下滑，在内外环境更趋复杂严峻的情况下，稳增长政策在蓄力。

平安观点：

- **一、出口趋缓，基建发力。**一季度货物和服务净出口对 GDP 拉动下滑至 2020 年二季度以来最低，而资本形成对 GDP 的拉动明显上升。俄乌冲突爆发后，对中国出口增长造成了负面影响。3 月由于疫情的冲击，中国服务业和消费复苏出现阶段性的受挫（尤其是长三角、珠三角物流等受到严重影响），且房地产行业仍在“预期转弱”的影响之下。但基建投资发挥逆周期调节作用，有望与制造业一道成为经济企稳的拉动力量。
- **二、疫情冲击之下，中国就业压力浮出水面。**3 月上海、广东等地爆发严重疫情，31 个大城市调查失业率达到 6%，比 2021 年和 2020 年同期分别高出 0.7 和 0.3 个百分点。今年由于疫情的冲击，经济增速目标可能存在调整空间，但就业是个更大的约束。就此而言，减税退税政策的落实尤为值得期待，货币政策推动“宽信用”也是必将坚持的方向。3 月就业压力的明显加大可能是国务院祭出“降准”的重要原因之一，如果就业问题进一步恶化，则可以期待更大力度的逆周期调控政策出台。
- **三、房地产仍在“预期转弱”笼罩之下。**当前房地产施工的重点仍在于存量“保交房”，开发商新开工的意愿仍然不足、居民购房的信心还有待恢复。今年以来，越来越多的城市积极调整房地产限购限贷政策、按揭贷款利率、集中供地规则等，4 月 18 日发布的《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》特别提出“因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求”。随着相关政策的规模效应逐渐显现，居民购房信心有望得到触动，二季度房地产的“经济底”有望呈现。
- **四是，基建与制造业投资有望助力经济企稳。**预计二季度地方政府将进一步加快专项债的发行和使用，对上半年基建投资形成有力支撑。在去年四季度和今年一季度专项债快速发行之后，二季度专项债资金预计将加速落地，形成“实物工作量”。《21 世纪经济报道》4 月 18 日报道称，近期监管部门对专项债发行进度提出新要求，“地方需在 6 月底前完成大部分 2022 年新增专项债的发行工作，在三季度完成剩余额度的发行”。制造业方面，财政 1.5 万亿的退税政策将从 4 月开始陆续落地起效，1 万亿减税政策也将进一步发力；一季度制造业中长期贷款余额增长 29.5%，约占到一季度企业中长期贷款的 22.6%。财政和货币政策的发力有望有效抵消上游成本上升的负面冲击，有助于制造业投资增长动能逐步增强。

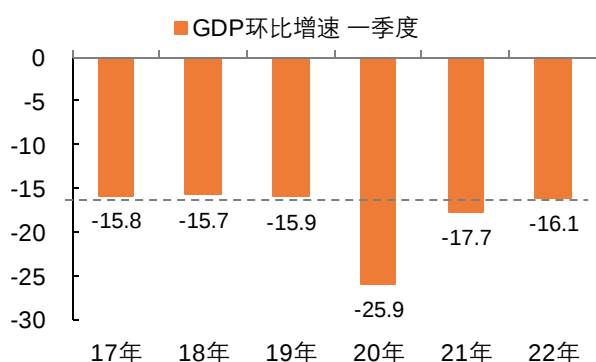
一、出口趋缓，基建发力

2022 年一季度中国经济同比增长 4.8%，相比去年四季度的 4%有所回升，但考虑到去年一季度较低基数因素，中国经济开局仍面临较大下行压力。比较历年一季度的 GDP 环比，可见 2022 年首季 GDP 环比-16.1%，比 2021 年降幅收窄，但相比疫情之前年份仍小幅偏低。其中，第二产业 GDP 环比显著强于疫情之前，体现工业、建筑业在经济增长中发挥支柱性作用。第三产业 GDP 环比相比去年一季度小幅回升，但仍显著弱于疫情之前年份，体现服务业复苏缓慢，仍为经济增长的薄弱环节。

从支出法 GDP 来看，2022 年一季度资本形成提速，而净出口对中国经济的拉动出现下滑，经济增长对内需的依赖度提升。一季度资本形成总额对 GDP 同比的拉动从去年四季度-0.46%升至 1.3%；而货物和服务净出口对 GDP 拉动从去年四季度 1.06%下滑到 0.2%，为 2020 年二季度以来最低；最终消费支出对 GDP 的拉动从 3.41%小幅下降至 3.3%。

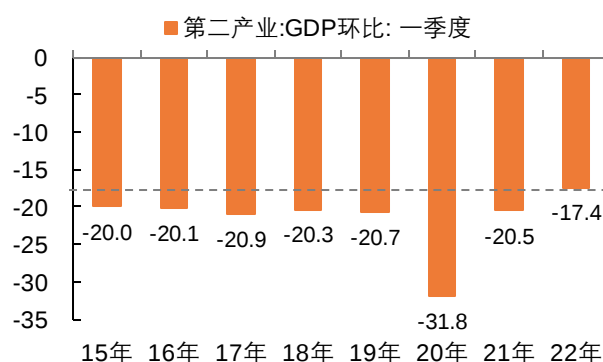
需要指出的是，支出法 GDP 反映一国所生产产品的最终用途，是经济运行的结果而非原因。其中的“最终消费支出”更主要反映了经济在消费与储蓄之间的分配，2011 年以来最终消费支出对中国 GDP 的贡献率提升，主要是资本形成明显减速的结果；2021 年最终消费支出对 GDP 的贡献达到 65.4%，为 2017 年以来最高，主要并不在于消费增长动能显著改善，而在于资本形成的进一步下滑。因此，2022 年一季度最终消费支出对 GDP 拉动保持稳定，主要源自于资本形成与净出口的此涨彼消，而不能反映中国消费增长动能的情况。

图表1 2022 年一季度 GDP 环比小幅弱于疫情前



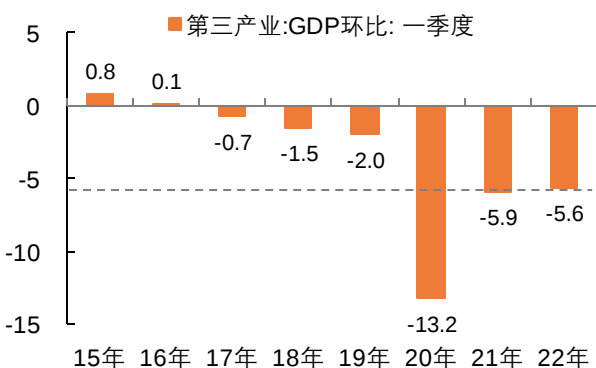
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2022 年一季度第二产业 GDP 环比显著偏强



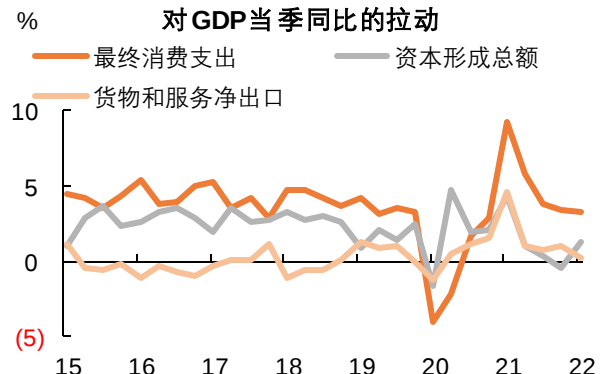
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2022 年一季度第三产业 GDP 环比仍然羸弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 一季度 GDP 中资本形成与净出口此涨彼消

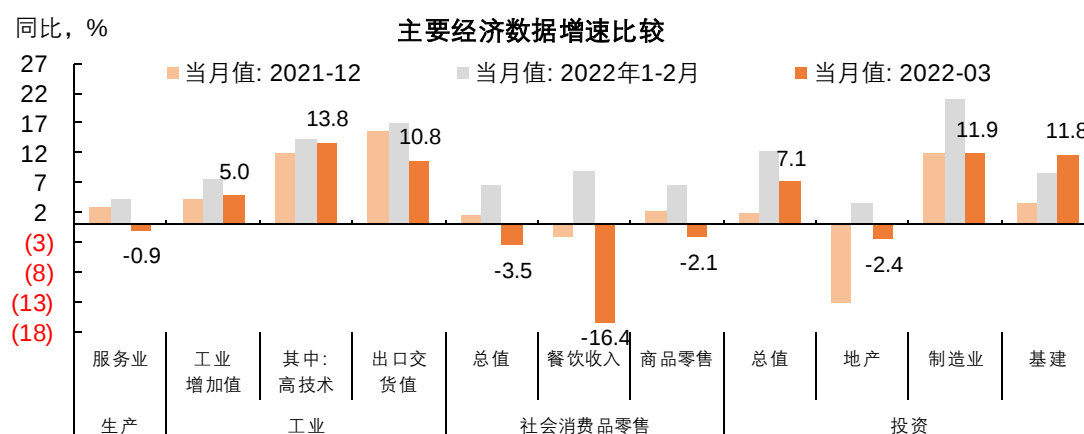


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年3月，主要经济指标的当月增速相比1-2月普遍下移，唯独基建投资增速持续提升。3月经济指标中下滑幅度较大的包括：服务业生产指数当月同比从1-2月的4.2%降至-0.9%，社会消费品零售总额当月同比从1-2月的6.7%降至-3.5%，房地产开发投资当月同比从3.7%降至-2.4%，出口交货值当月同比从1-2月的16.9%降至10.8%。3月经济指标中表现较为稳定的包括：工业增加值当月同比5%，高技术工业增加值当月同比13.8%，制造业投资当月同比11.9%。虽增速不及1-2月高点，但仍在一定程度上强于去年12月水平。基建投资表现一枝独秀，其当月同比连续提升至11.8%。

可见，3月在疫情影响下，中国服务业和消费复苏出现阶段性的受挫；海外俄乌冲突爆发后，也对中国出口增长造成了负面影响；房地产行业仍在“预期转弱”的影响之下，房地产投资下行压力凸显。基建投资发挥逆周期调节作用，有望与制造业一道成为经济企稳的拉动力量。

图表5 2022年3月主要经济指标中基建投资“一枝独秀”



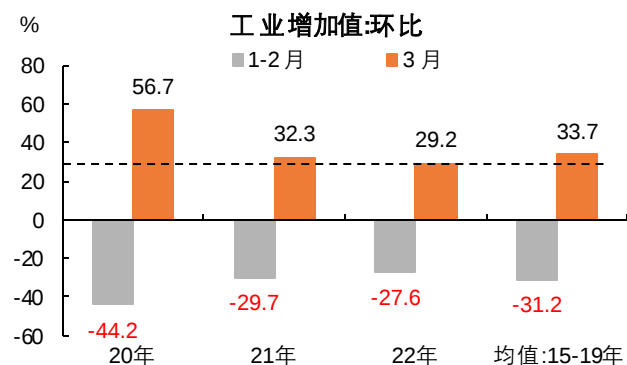
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、工业生产增长动能有所弱化

3月工业增加值同比增长5%，相比1-2月的7.5%显著回落。3月工业增加值的环比也从1-2月的强于季节性，下降至弱于季节性水平。工业产销率继1-2月低于2020年同期后，3月进一步下降至近20年来最低，除了需求有所收缩外，疫情对物流的冲击可能也显著拉低了产销率。

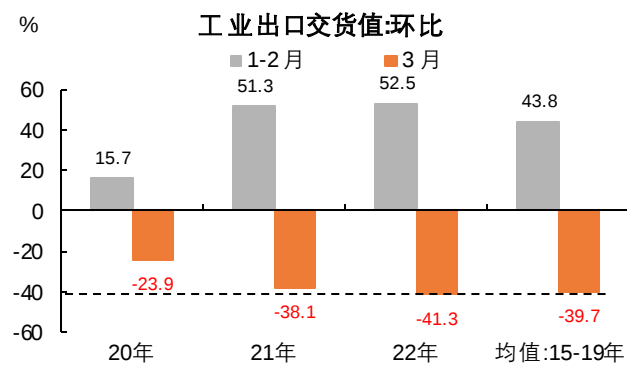
分行业来看，大宗商品保供稳价成为工业增加值的重要支撑因素，而电热水供应业的支持作用减弱。采矿业同比增幅扩大至12.2%，全球大宗商品价格上涨压力加大情况下，国内“保供稳价”对工业增加值的拉动作用进一步凸显，特别是3月原煤产量增速进一步上行至14.8%，焦炭、水泥、有色金属产量增速皆呈明显修复。制造业工业增加值同比增长4.4%，从1-2月高点回落；电热水供应业同比下挫2.2个百分点至4.6%，对工业增加值的支撑作用进一步减弱。分所有制来看，虽然各类型企业工业增加值增速皆有所回落，但民营企业（私营和股份制）仍然强于国有企业和外资企业，3月外资企业工业增加值同比转负为-1.1%，收缩最为严重。

图表6 3月工业增加值环比转弱



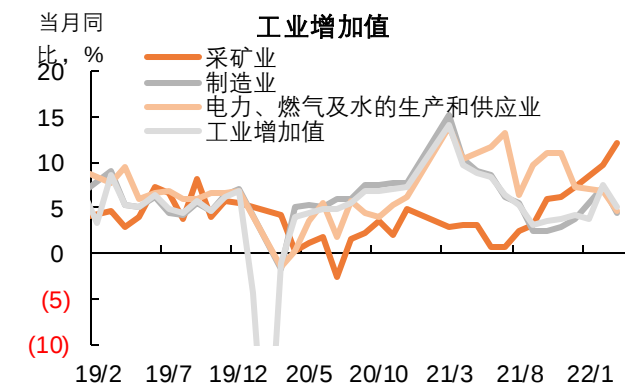
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 3月工业出口交货值环比亦转弱



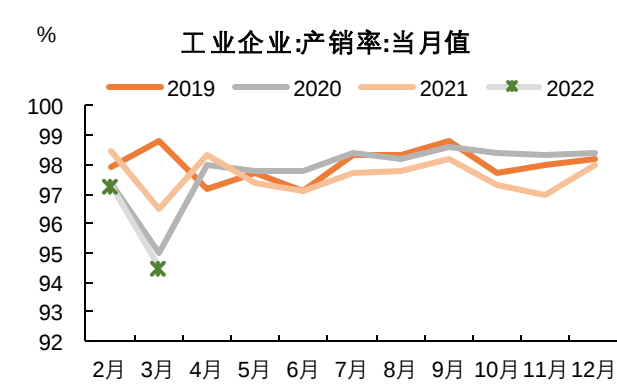
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 3月采矿业对工业增加值的支持进一步增强



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 3月工业产销率创20年来最低



资料来源: Wind,平安证券研究所

三、 房地产仍在“预期转弱”笼罩之下

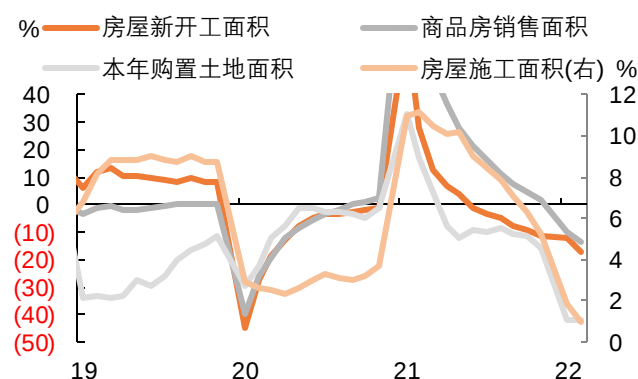
2022年3月房地产开发投资完成额累计同比增长0.7%，相比1-2月大幅下挫3个百分点；房地产投资的当月同比则从3.7%回落至-2.4%，强于2019年9-12月的当月同比水平，显示年初以来房地产投资下冲的动量有边际减弱。但观察房地产投资的各项面积指标可见，地方政府“保交房”发挥了主要作用（建筑材料价格上涨亦为重要驱动力），房地产投资的各方信心仍有待恢复。其中，房屋施工面积增速进一步下行至1%，但在“保交房”过程中下滑的斜率有所放缓；房屋新开工面积的累计同比则加速下滑，显示当前房地产施工的重点仍在于存量，开发商新开工的意愿仍然不足；商品房销售面积的累计同比延续下行，居民购房的信心还有待恢复；土地购置面积累计同比保持在-42%的大幅负增。此外，3月房地产投资累计同比相比1-2月下行幅度较大，或主要与土地购置费的计入放缓有关。1-2月土地购置费累计同比从去年12月的-2.1%回升至11.3%，使得1-2月房地产开发投资增速表现好于各项面积增速所反映的情况，而考虑到2021年5月以来土地购置面积持续负增，其支撑作用势必难以持续。

从3月房地产开发资金来源的当月同比来看，与房地产销售相关的个人按揭贷款和定金预售款降幅均进一步扩大，国内贷款也在1-2月小幅回升后再度回落，只有自筹资金降幅持续收窄，反映房企直接融资环境的边际好转。

今年以来，越来越多的城市积极调整房地产限购限贷政策、按揭贷款利率、集中供地规则等，4月18日中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，其中特别提出“因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健

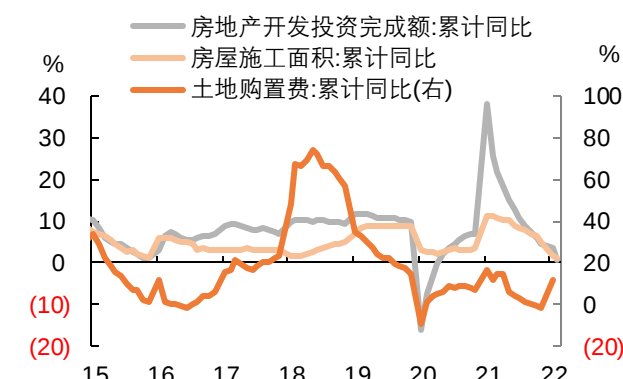
康发展”。随着相关政策的规模效应逐渐显现，居民购房信心有望得到触动，进而促进房企拿地开工意愿逐步增强，二季度房地产的“经济底”有望呈现。

图表10 3月房地产主要面积指标增速悉数下滑



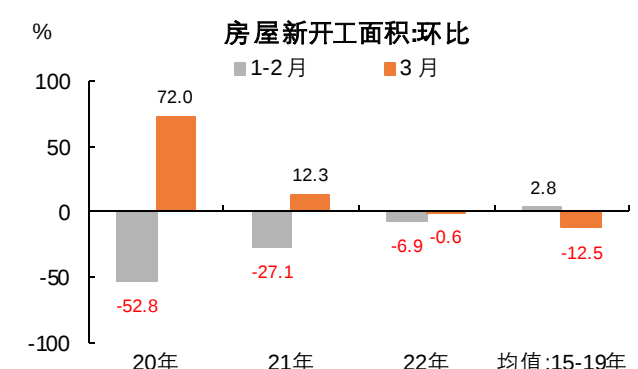
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 3月土地购置费对房地产投资的支撑或已减弱



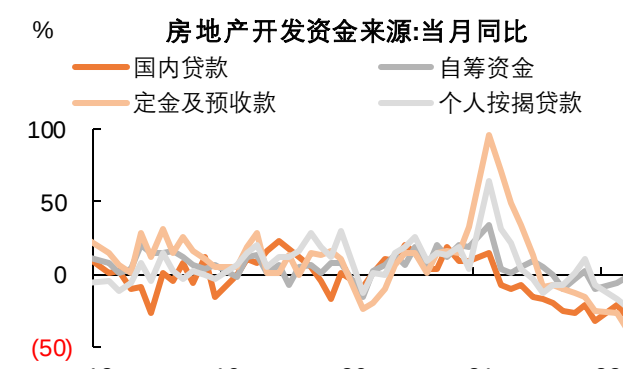
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 3月房屋新开工面积环比连续负增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 3月地产开发资金来源中仅自筹资金持续改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、基建与制造业投资有望助力经济企稳

2022年3月基建投资累计同比增长10.48%，比1-2月的8.61%显著提速。从环比来看，基建投资的环比在1-2月即小幅强于2015-2019年均值的基础上，3月环比进一步显著高于往年同期均值，基建投资的增长切实增强。这得益于今年财政前置发力、以及去年四季度以来项目储备的加强。

预计二季度地方政府将进一步加快专项债的发行和使用，从而对上半年基建投资形成有力支撑。就存量的使用情况而言，在去年四季度和今年一季度专项债快速发行之后，二季度专项债资金预计将加速落地，形成“实物工作量”。4月12日的国办政策吹风会上，财政部负责人表示“2021年发行的专项债券，原则上在今年5月底前拨付使用”，“截至2022年3月末，各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占已发行新增专项债券的68%”。就发行节奏而言，二季度专项债发行或进一步提速。3月30日的国常会提出“去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕”。《21世纪经济报道》4月18日报道，近期监管部门对专项债发行进度提出新要求，“地方需在6月底前完成大部分2022年新增专项债的发行工作，在三季度完成剩余额度的发行。”

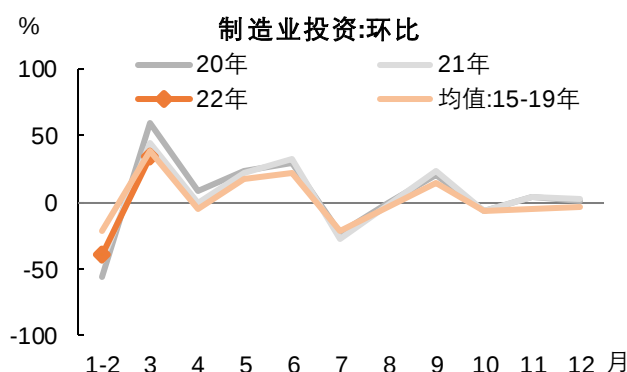
2022 年 3 月制造业投资累计同比回落到 15.6%，符合我们对 1-2 月制造业投资收到较强基数支撑，3 月即将面临回落的判断。3 月制造业投资的环比相比过去年份来说仍然偏弱。俄乌冲突爆发后国际大宗商品价格上涨压力进一步凸显（2 月 PPI 环比由负转正，3 月环比进一步扩大至 1.1%），这使得制造业的成本压力不降反增。不过，财政 1.5 万亿的退税政策将从 4 月开始陆续落地起效，1 万亿减税政策也将进一步发力；一季度制造业中长期余额增长 29.5%，约占到一季度企业中长期贷款的 22.6%，财政和货币政策的发力有望有效抵消上游成本上升的负面冲击，有助于制造业投资增长动能逐步增强。

图表14 3月基建投资增速进一步提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 3月制造业投资环比依然偏弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、疫情反弹显著冲击消费与就业

2022 年 3 月社会消费品零售总额同比增长-3.5%，相比 1-2 月大幅回落。其中，商品零售增长-2.1%，餐饮消费增长-16.4%。虽然餐饮消费的同比度数更差，但考虑到 2021 年同期餐饮消费的基数相对较高，当考察环比时可见，3 月商品消费环比大幅弱于前两年同期、以及 2015-19 年同期均值，而餐饮收入的环比并未大幅弱化。因此，3 月由于国内疫情的严重反弹（尤其是长三角、珠三角地区物流受到严重影响），此前复苏程度较高的商品消费，走弱程度比餐饮消费更高。

从限额以上企业商品零售总额来看，3 月可选消费品零售增速大面积转负，必选消费品零售增速有所加快。金银珠宝、纺织服装、家具、汽车、化妆品、家电音响同比均呈大幅负增长，而 1-2 月其当月同比多为正增长。3 月只有食品饮料和中西药品零售增速比 1-2 月有所加快。其中，家具、家电音响等可选消费品具备较强的地产后周期属性，当前或受制于商品房销售的低迷。疫情后多地放松汽车限购政策，较好地释放了汽车消费的需求，但今年一季度汽车相关消费在双重压力下趋于回落，一是国际原油推升传统乘用车的出行成本，二是上游锂资源价格的上涨带动多家新能源车企涨价。在可选消费需求低迷态势下，4 月 13 日的国常会提出“鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标，支持新能源汽车消费和充电桩建设”相关政策已在发力。

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_40553

