

宏观深度报告

当前中国经济的新趋势、新动态

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

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、一季度我国经济运行情况分析。**1) 2022 年一季度主要经济指标仍然面临不同程度的基数影响。结合环比分析，2022 年 1-2 月经济数据呈现的图景基本符合预期。工业生产在出口高景气的支撑下相对强劲，国内投资与消费边际改善的背后隐忧尚存。3 月受全国疫情扩散，经济增长受到较大拖累。2) 当前“稳就业”压力主要体现在：一是解决高校、特别是大专毕业生就业面临挑战；二是服务业持续受疫情影响，房地产、教培、互联网等服务行业就业受监管政策影响，服务业的就业吸纳能力面临减弱。1-2 月就业状况整体平稳，但 16-24 岁人口就业显著承压。3) 国际地缘政治冲突升级之下，国际油价异动、国内黑色系商品期货价格抬头，国内结构性通胀压力增大。
- **二、我国经济面临的内外部风险和 challenge。**1) 俄乌冲突，全球“滞胀”风险加大，且“胀”已成为“滞”的催化剂。2) 美联储或将采用“快加息+缩表”的特殊组合，掣肘国内宽货币空间。3) 疫情防控压力骤增，压制消费与服务业复苏。从高频数据看，3 月以来主要城市出行人次减少、拥堵程度明显减轻、电影票房收入大幅下滑，指向线下消费需求依然疲弱。4) 中小企业面临成本与需求双重压力。2022 年宏观政策需加码对中小企业的扶持，着力对冲成本压力，增强市场主体活力。5) 房地产调控政策松动，但商品房销售及土地成交尚未企稳，居民和房地产企业的信心都有待恢复。6) 出口韧性持续，但海外生产能力恢复、美国补库存需求减弱等因素对中国出口的影响隐现。不过，俄乌冲突对全球供应链的冲击，可能在一定程度上支持中国出口市占率优势延续。与此同时，国内严格疫情防控之下，亦需关注对制造业供应链可能带来的影响。
- **三、二季度及上半年经济形势展望。**一季度中国经济仍处筑底阶段。财政政策的大力度落实，房地产监管政策的因城施策、边际调整，货币政策的相机调整，都将支撑二季度经济企稳。结合对 2021 年基数与 2022 年环比增长动能的预判，我们预计上半年 GDP 的同比增速约为 4.9%。
- **四、对下一步跨周期与逆周期调控的政策建议。**1、国内外货币政策“松紧差”加大、结构性通胀风险仍未解除，我国货币政策宽松所面临的约束有所增强。货币政策操作的重点或将转为对结构性工具及宏观审慎政策的使用，但也需关注全局性货币宽松的积极信号意义。与此同时，财政政策需要在稳增长中发挥更积极的作用。2、以“新市民”为切入点，进一步强化财政对新型城镇化、乡村振兴、城市群都市圈建设等区域战略的支持，与房地产和基础设施建设统筹发展。3、俄乌冲突后，中国面临的地缘政治局势更趋复杂，从而对中国核心技术领域的“自主可控”能力提出更高要求。财政政策应充分运用市场化手段，高效支持“自主可控”。4、强化医疗基础设施建设，拓宽防疫政策选择空间。

正文目录

一、 一季度我国经济运行情况分析	5
1、开年经济图景基本符合预期	5
2、城镇就业存在局部性压力	6
3、结构性通胀问题再度抬头	7
二、 我国经济面临的内外部风险和挑战	8
1、俄乌冲突，全球滞胀风险加大	8
2、美联储加息，掣肘国内宽货币空间	10
3、疫情反弹，压制消费与服务业复苏	11
4、成本需求双压，中小企业仍需呵护	12
5、地产政策松动，市场信心有待修复	13
6、出口韧性持续，回落压力仍在迫近	14
三、 二季度及上半年经济形势展望	15
四、 对跨周期与逆周期调控的政策建议	17
1、货币政策存在掣肘，财政更需主动发力	17
2、以“新市民”为切入点，提振基建地产需求	18
3、充分运用市场化手段，高效支持“自主可控”	19
4、强化医疗基础设施建设，拓宽防疫政策选择空间	20

图表目录

图表 1	2021 年一季度三产增长仍然大幅弱于正常水平 (%)	5
图表 2	2022 年 1-2 月工业增加值环比进一步走强	5
图表 3	2022 年 1-2 月地产投资环比大幅强于往年同期 (%)	6
图表 4	2022 年 1-2 月房屋施工面积环比仍显著偏弱	6
图表 5	2022 年 1-2 月基建投资环比已强于季节性水平	6
图表 6	1-2 月制造业投资环比仍显著低于季节性水平 (%)	6
图表 7	2022 年 1-2 月商品零售环比恢复至疫情前水平	6
图表 8	2022 年 1-2 月餐饮收入环比较疫情前仍有差距	6
图表 9	2022 年高校毕业生占到新增就业目标的 97.8%	7
图表 10	2019 年专科院校扩招对应今年高校毕业生大增	7
图表 11	2022 年 1-2 月城镇调查失业率与去年同期相当	7
图表 12	2022 年 1-2 月 16-24 岁人口失业率显著增高	7
图表 13	国际油气价格波动年初以来剧烈	8
图表 14	年初以来黑色系大宗商品价格再次抬头	8
图表 15	2022 年 2 月下旬以来国际粮价飙升	9
图表 16	2022 年 2 月以来 BDI 指数反弹	9
图表 17	历史上, 美国通胀急涨阶段, 消费信心往往迅速下降	9
图表 18	俄罗斯是欧盟重要的贸易伙伴	10
图表 19	欧盟对自俄罗斯进口的能源品高度依赖	10
图表 20	历史上, 如果美联储加息节奏较快, 则美债期限利差快速收窄	10
图表 21	中美 10 年期国债利差近期快速收窄至 80bp 以下, 对我国货币政策的掣肘增强	11
图表 22	3 月以来, 我国新冠疫情防控压力不断增大	11
图表 23	3 月一线城市拥堵延时指数趋于下滑	12
图表 24	3 月九大城市地铁客运量断崖式下跌	12
图表 25	中下游生活资料成本端压力依然较大	12
图表 26	1-2 月工业企业成本占营业收入的比重继续上升	12
图表 27	私营企业相对于国有企业的利润增速偏低	13
图表 28	小型制造业 PMI 连续 11 个月处荣枯线之下	13
图表 29	从高频数据看, 年初以来商品房销售形势严峻	14
图表 30	100 个大中城市土地一级市场成交低迷	14
图表 31	2022 年 2 月新增居民中长期贷款首度转负	14
图表 32	1-2 月一线城市房价环比回升	14
图表 33	美国库存水平已超过疫情前趋势水平	15

图表 34	2022 年来美国和欧洲对我国出口拉动此消彼长.....	15
图表 35	社融增速回升往往领先于中长期贷款的起量两到三个季度.....	16
图表 36	预计绿色贷款（不含基建相关部分）和地产企业贷款将成为 2022 年中长期贷款的支撑因素	16
图表 37	两会以来的稳增长、稳市场的主要政策及表态	16
图表 38	中长期贷款增速回升往往伴随工业增加值企稳	17
图表 39	2022 年单季度 GDP 增速预测	17
图表 40	市场预期 2022 年美联储合计加息 225-250bp	18
图表 41	全球除美国外的多地央行也已开启加息周期.....	18
图表 42	不同情形下的 2022 年 PPI 同比增速走势	18
图表 43	不同情形下的 2022 年 CPI 同比增速走势	18
图表 44	中国 2016 年“灯光城市”规模与齐普夫法则.....	19
图表 45	2022 年地方重大项目继续快速增长	19
图表 46	2022 年产业类重大项目以战略性新兴产业为主	19
图表 47	我国人均医疗卫生支出低于主要发达国家.....	20
图表 48	我国医疗卫生支出占 GDP 比重偏低.....	20
图表 49	我国人均 ICU 病床数量较少	20
图表 50	医疗卫生健康相关支出占公共财政支出的比例	20

2022 年一季度全球地缘政治冲突爆发，美联储开启快加息进程，全球经济走向“滞胀”的担忧不绝于耳，中国经济面临的外部环境更加严峻。中国未能免于奥密克戎变异毒株，本土疫情防控压力骤增，房地产行业受前期政策叠加冲击，对经济的拖累浮现，完成两会设立的 5.5% GDP 增速目标面临更大压力。

本篇报告集中分析当前中国经济的新趋势、新动态，分析一季度中国经济运行情况，阐释中国经济面临的内外部风险挑战，展望二季度经济形势，并提出宏观逆周期与跨周期调控相结合的政策建议，以期较全面展现我们对当前宏观经济形势的研判。

一、 一季度我国经济运行情况分析

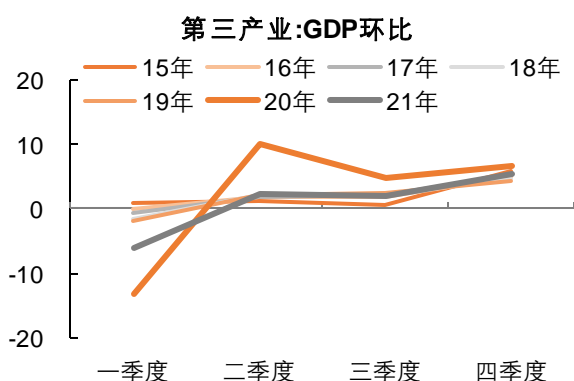
1、 开年经济图景基本符合预期

1-2 月主要经济指标的同比增速悉数改善。然而，由于年初以来市场重点跟踪的高频数据表现并不算强，靓丽的经济数据大超市场预期。具体看，年初至 3 月 25 日当周，高炉开工率、石油沥青装置开工率、汽车半钢胎开工率和焦化企业开工率分别低于 2019-2021 年同期均值 16.5、9.5、4.0 和 2.6 个百分点，以此衡量的开年生产端表现偏弱。不过，这些高频指标往往与内需关系较为密切，且部分行业开工受冬奥会影响，高频数据或难以准确反映开年的经济形势。

我们研究发现，2022 年一季度主要经济指标仍然面临不同程度的基数影响。观察 GDP 环比可见，2021 年一季度中国经济增长仍然是显著弱于季节性水平，而且呈三产明显偏弱、二产略微偏强的分化。要准确分析 1-2 月统计数据背后的经济图景，需要结合近几年的环比增速来比较，而采用同比数据（低基数导致高估）和三年平均增速（2020 年初低增长导致低估）都不够准确。

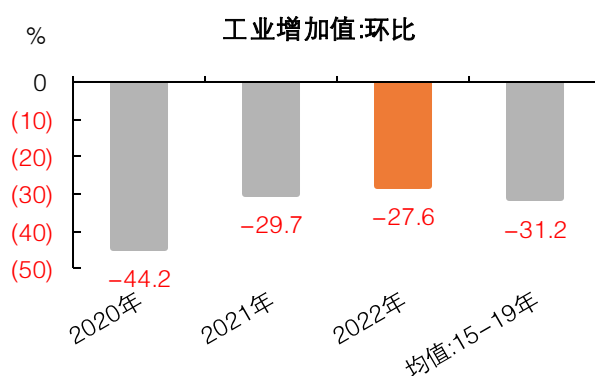
结合环比分析，2022 年 1-2 月经济数据呈现的图景基本符合预期。工业生产在出口高景气的支撑下相对强劲，国内投资与消费边际改善的背后隐忧尚存。一是，工业增加值增长强劲，这与 2 月制造业 PMI 反季节性上行的态势契合。同时，PMI 生产经营预期连续四个月上行，“稳增长”政策发力一定程度上改善了企业对未来发展的预期。二是，开年我国出口仍然表现出一定韧性，同比增速保持在较高水平，外需是支撑工业生产的重要力量。三是，固定资产投资中，房地产投资改善最为可观，但其改善主要依赖于土地购置费滞后计入地产投资，即期的建安投资仍然偏弱。四是，基建和制造业投资并不似同比数据那般“开门红”，尤其是制造业投资明显受低基数的支撑。我们测算，3 月起基数因素对基建与制造业的支撑效用将会减弱，届时如其内在增长动能不足，将面临一定的下行压力。五是，社会消费品零售数据同样受到低基数的加持，目前商品消费环比已基本恢复至疫情前水平，但餐饮消费的修复仍任重而道远。

图表1 2021 年一季度三产增长仍然大幅弱于正常水平 (%)



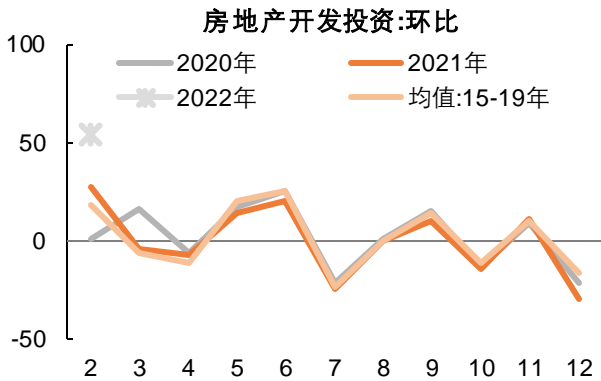
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 2022 年 1-2 月工业增加值环比进一步走强



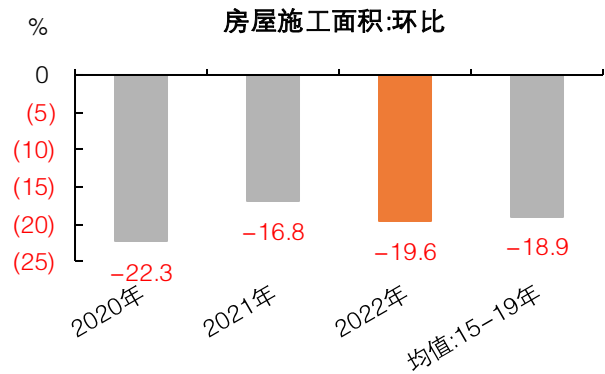
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 2022年1-2月地产投资环比大幅强于往年同期(%)



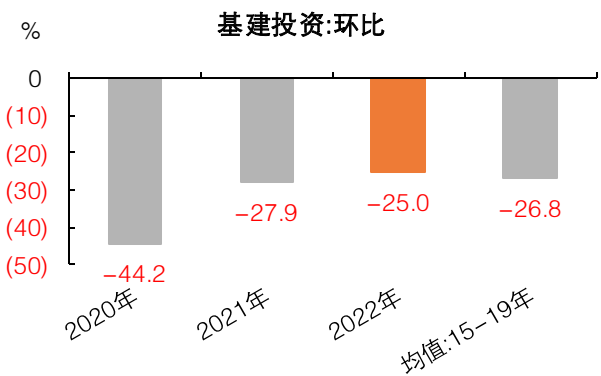
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 2022年1-2月房屋施工面积环比仍显著偏弱



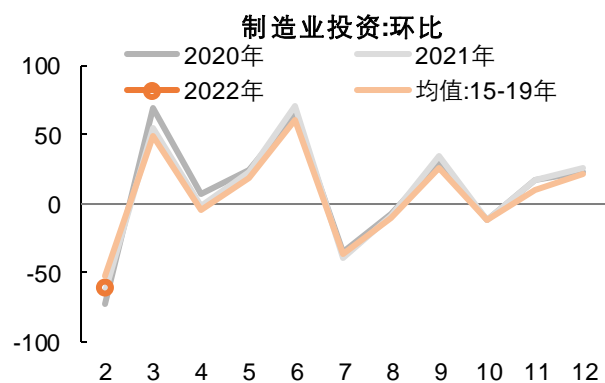
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 2022年1-2月基建投资环比已强于季节性水平



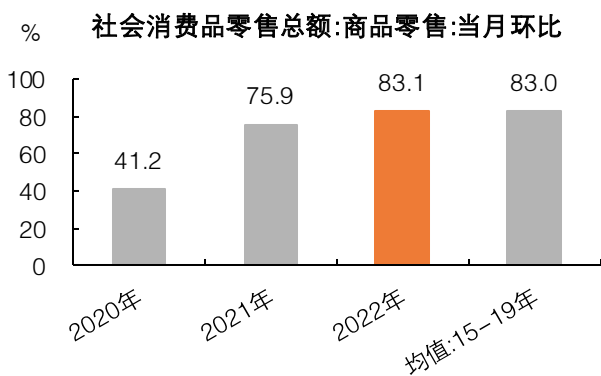
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 1-2月制造业投资环比仍显著低于季节性水平(%)



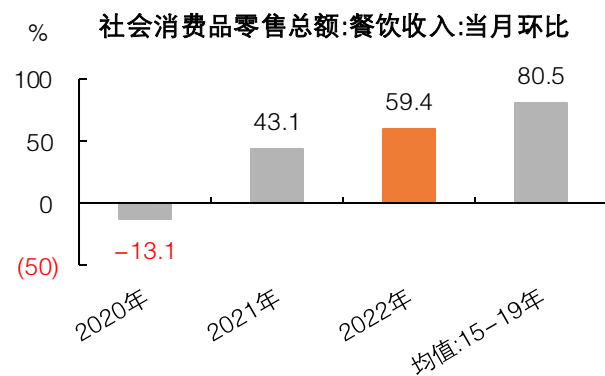
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 2022年1-2月商品零售环比恢复至疫情前水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 2022年1-2月餐饮收入环比较疫情前仍有差距



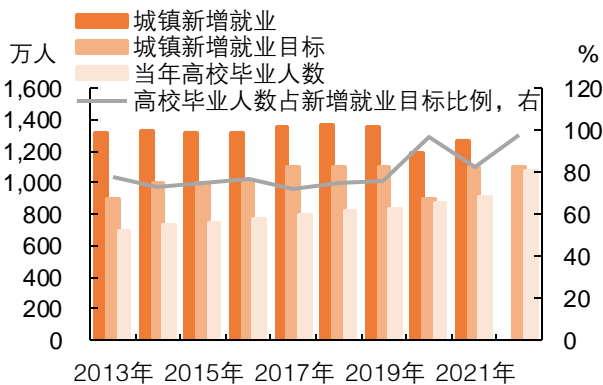
资料来源: Wind,平安证券研究所

2、城镇就业存在局部性压力

2022年城镇新增就业目标保持在1100万人，城镇调查失业率目标设定在5.5%以内，比去年的5.5%左右略显积极。稳就业压力主要体现在：一是，解决高校、特别是大专毕业生就业面临挑战。今年高校毕业生人数大幅上升，主要是2019年专科扩招的结果，因此稳就业的一大重点在于推动这些专科毕业生在制造业、服务业高质量发展中形成有效劳动力供给。二是，服务业持续受疫情影响，房地产、教培、互联网等服务行业就业受监管政策影响，服务业的就业吸纳能力面临减弱。2020年我国总就业人数达到7.5亿人，其中服务业就业人数就有3.6亿人，占比为47.7%，已成为就业吸纳的主力。

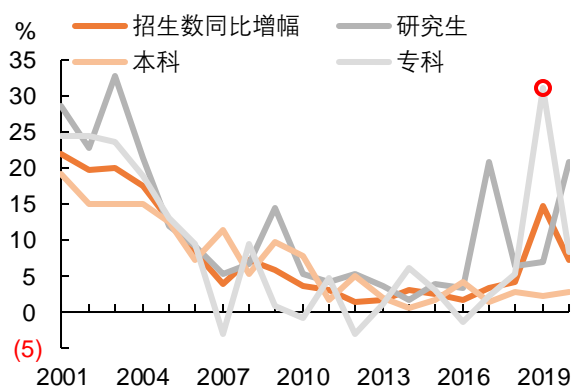
从统计局公布的1-2月数据看，当前就业状况整体平稳，但16-24岁人口就业显著承压。2022年2月城镇调查失业率为5.5%，与2021年同期持平；31个大中城市调查失业率为5.4%，比2021年同期低0.1个百分点；16-24岁人口失业率达到15.3%，比2021年同期高出2.2个百分点、比2020年同期亦高1.7个百分点。

图表9 2022年高校毕业生占到新增就业目标的97.8%



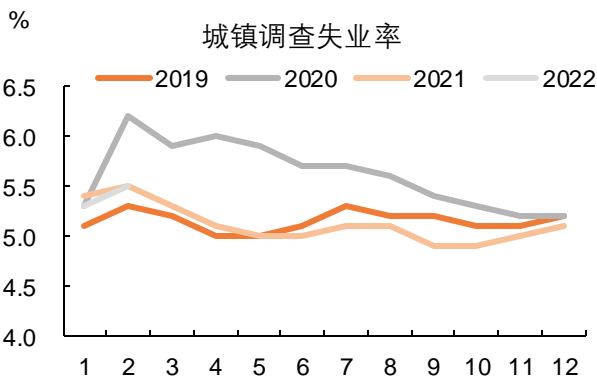
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 2019年专科院校扩招对应今年高校毕业生大增



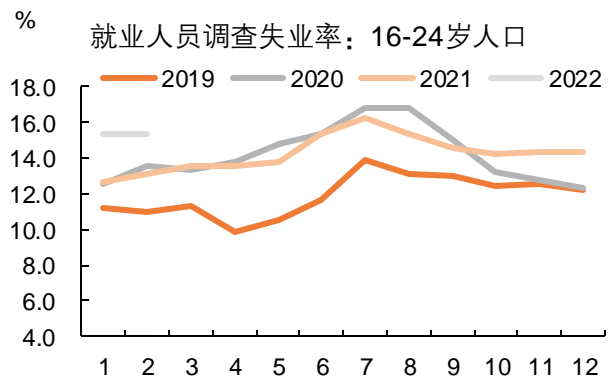
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 2022年1-2月城镇调查失业率与去年同期相当



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 2022年1-2月16-24岁人口失业率显著增高



资料来源: Wind,平安证券研究所

3、结构性通胀问题再度抬头

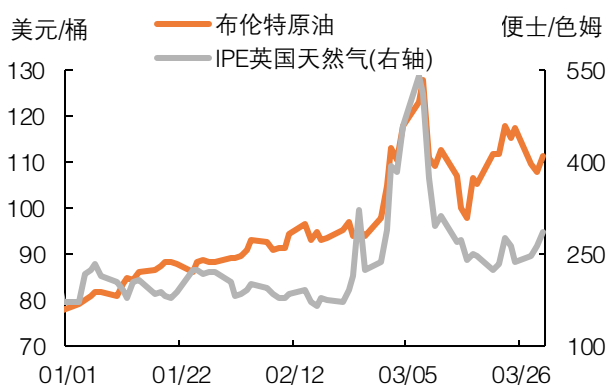
1-2月CPI在“猪油错位”之下读数不高，但PPI环比在2月由跌转涨，同比读数的下滑速度显著放缓。国际地缘政治冲突升级之下，大宗商品价格异动，国内所面临的结构性通胀压力增大。具体看：

一方面，油价波动是通胀最大的不确定性来源。从2022年2月的通胀数据看，国际油价波动约推高石油和天然气开采业PPI环比上行10.4%，推动CPI的交通工具用燃料分项环比上涨6.1%。PPI中油气开采、石油煤炭加工、化学原料、化学纤维、燃气生产供应等五大行业与石化产业链相关，CPI交通和通讯项目下的交通工具用燃料分项、居住项目下的水电燃料分项亦受影响。回归估算结果表明，布伦特原油价格环比上涨10%，将拉动当月PPI环比增速0.2个百分点，拉动CPI月

度上行约 0.07 个百分点。俄乌地缘政治冲突尚未妥善解决，国际原油价格短期仍难降温，后续在供需与预期双重博弈之下，价格波动或较剧烈。

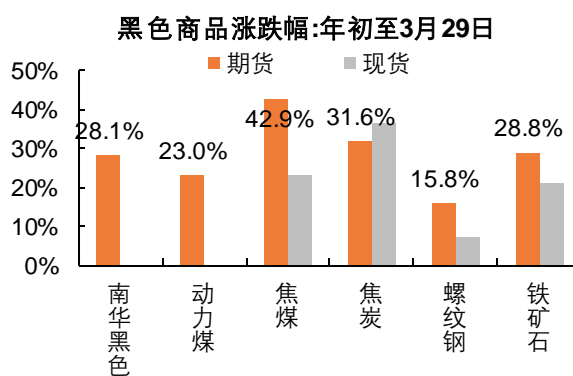
另一方面，黑色系大宗商品的期货价格有抬头迹象。尽管“运动式减碳”难以再现、发改委“保供稳价”措施屡屡出台，但国内对于重启基建、地产，稳定宏观经济大盘的预期升温，黑色系期货商品价格有抬头迹象。年初至 3 月 30 日，南华黑色指数累计涨幅达 28.1%，目前仍在历史高位附近；主要黑色商品中，动力煤、焦煤、焦炭、螺纹钢、铁矿石等黑色系商品期货活跃合约结算价分别上涨了 23.0%、42.9%、31.6%、15.8%和 28.8%。PPI 中与黑色产业链相关的主要是煤炭开采洗选、黑色金属矿采选、黑色金属冶炼加工、煤电市场化改革后的电力、热力的生产和供应等行业，截止 2021 年末在工业企业营业收入中的占比合计约 16.7%。考虑到黑色产业链对其他中下游行业的拉动作用，回归结果表明，代表性商品动力煤（现货）、螺纹钢价格环比上涨 10%，将分别拉动当月 PPI 环比增速 0.1 个、0.2 个百分点，略高于其直接影响。年初以来主要黑色品种的现货价格涨幅相对期货市场较弱，后续如期货价格持续处于高位，大概率将传导至现货市场，国内“保供稳价”政策任重而道远。

图表 13 国际油气价格波动年初以来剧烈



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 14 年初以来黑色系大宗商品价格再次抬头



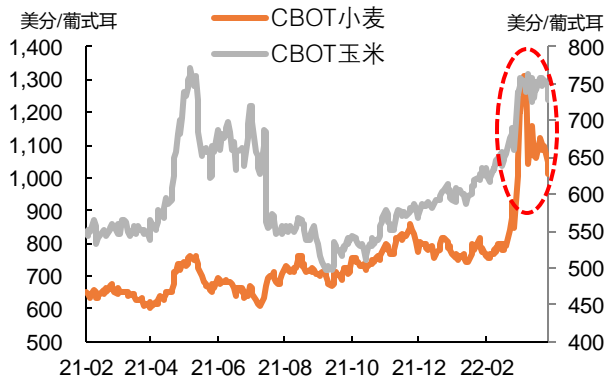
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、我国经济面临的内外部风险和挑战

1、俄乌冲突，全球滞胀风险加大

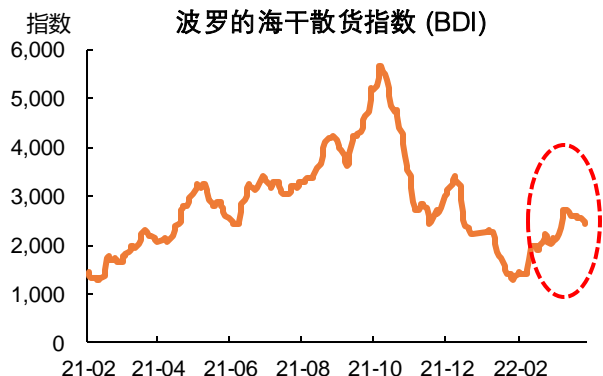
2月中旬以来俄乌冲突升级，国际能源价格、食品价格飙升，进出口运价仍然处在高位，全球供应链的稳定性面临冲击，“胀”的风险加剧。2月 21 日至 3 月 23 日期间，布伦特原油期货价格由 95 美元/桶升破 120 美元/桶、涨幅近 30%；IPE 英国天然气、CBOT 小麦和 CBOT 玉米期货活跃合约结算价分别上涨 60%、39%、16%；波罗的海干散货指数 (BDI) 上涨 26%。

图表15 2022年2月下旬以来国际粮价飙升



资料来源: Wind,平安证券研究所

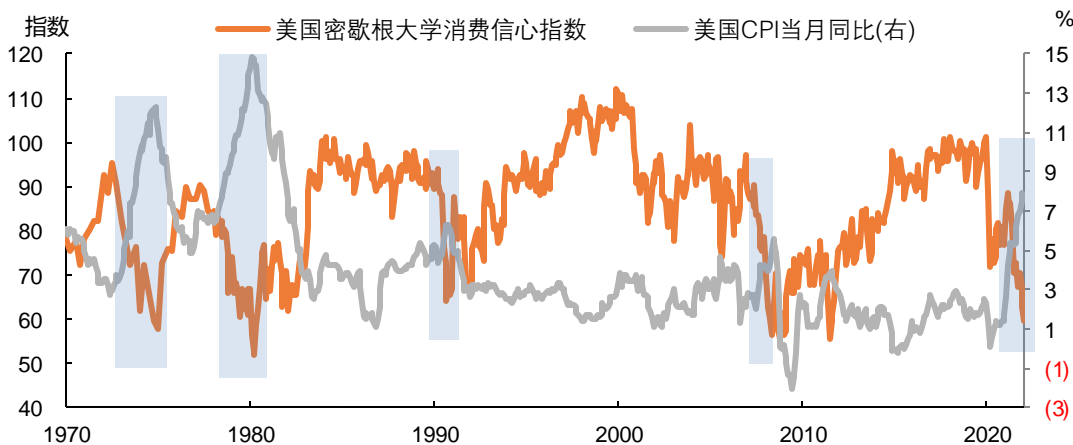
图表16 2022年2月以来BDI指数反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

尽管美欧及国内经济数据 1-2月开年表现尚可,但“胀”已成为“滞”的催化剂,海外“滞”的隐忧不容忽视。一是,美国中期经济前景(2022年下半年及以后)不确定性上升。历史上,美国通胀急涨阶段,消费信心往往迅速下降,包括 1970、1980 和 1990 年代美国 CPI 通胀率破 5%的三段时期。美国 2022 年 3月密歇根大学消费者信心指数继续创近 10 年以来新低。同时,美联储 3月经济预测大幅下调 2022 年美国实际 GDP 增速 1.2 个百分点至 2.8%。参与调查的官员中,超过半数认为美国经济下行压力加剧;几乎所有人都认为美国经济发展的不确定性上升。

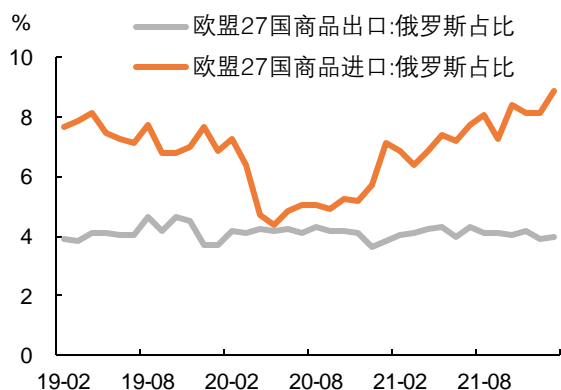
图表17 历史上,美国通胀急涨阶段,消费信心往往迅速下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

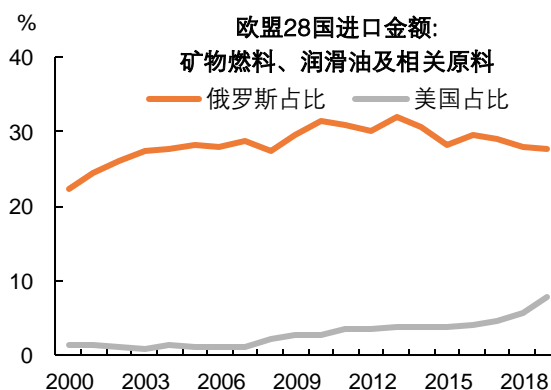
二是,欧盟与俄罗斯贸易往来频繁,尤其在能源领域对俄罗斯进口依赖性强。若地缘冲突持续,欧洲经济将更为脆弱。欧盟 27 国自俄进口商品约占其进口总额的 8%,对俄出口约占其出口总额的 4%。据欧盟统计局数据,2019 年欧盟 27 国自俄进口的“矿物燃料、润滑油及相关原料”占其对外进口同类商品的 28%,自美进口该类商品占比仅 8%;欧盟进口的 40%的天然气和 27%的石油都来自于俄罗斯。若地缘冲突持续,通胀压力下,欧央行加快缩减资产购买,货币政策对经济的支撑也将趋于减弱。欧央行 3 月的经济预测已将 2022 年欧元区实际 GDP 增速预测下调 0.5 个百分点至 3.7%。

图表18 俄罗斯是欧盟重要的贸易伙伴



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表19 欧盟对自俄罗斯进口的能源品高度依赖



资料来源: Wind,平安证券研究所

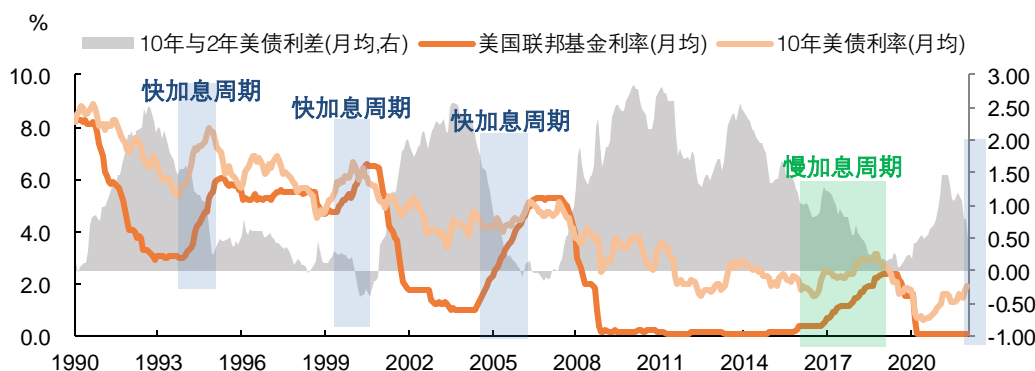
俄乌冲突不仅在“胀”的层面对我国经济产生负面影响，还可能削弱美国经济的平稳复苏态势，使得欧洲经济更为脆弱。美国和欧洲作为中国最重要的出口目的地，其“滞”的压力显现意味着我国外需面临的不稳定因素增多，指向我国出口增速可能更快地从高位回落。

2、美联储加息，掣肘国内宽货币空间

俄乌冲突后，通胀压力进一步激化，美联储或需采取更积极的行动遏制通胀，今年或采用“快加息+缩表”的特殊组合。2022年3月16日，美联储议息声明宣布加息25bp，正式开启加息周期。然而，俄乌冲突后，未来几个月的美国通胀压力或进一步加剧，美联储政策选择以及美国经济前景具有高度的不确定性。3月21日以来，美联储鲍威尔、博斯蒂克、布拉德、梅斯特、埃文斯、沃勒、威廉姆斯、哈克等多位官员密集“放鹰”，绝大多数官员对单次加息50bp持开放态度。我们预计，今年上半年美联储或加息100-125bp（5月和6月会议至少有一次直接加息50bp），但下半年加息幅度较不确定。此外，美联储或于5月宣布缩表，每月或减少1000亿美元资产。

10年美债利率曾于3月28日和29日盘中升破2.5%，31日回落至2.34%。历史上，10年美债利率通常可达到或突破每一轮加息周期的政策利率顶点；在加息周期中部，如果加息节奏较快，10年美债利率或阶段性超过政策利率100bp以上。因此，如果2022年上半年美国政策利率升至1.25-1.50%区间，我们认为，2022年上半年的10年美债利率波动中枢或在2.5%左右。而且，如果美债收益率曲线倒挂压力较大，或迫使美联储加快缩表，进一步推升10年美债利率。

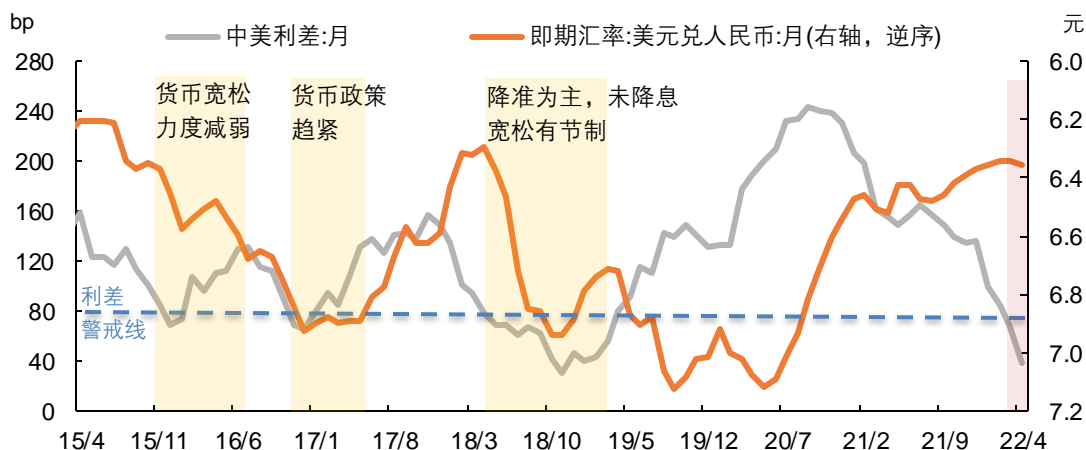
图表20 历史上，如果美联储加息节奏较快，则美债期限利差快速收窄



资料来源: Wind,平安证券研究所

回顾金融危机后的美联储紧缩周期，当中美 10 年期国债利差收窄至 80bp 以下，且人民币兑美元汇率贬值压力偏大时，中国央行货币政策“以我为主”的空间缩窄。3 月 18 日以后，伴随美债收益率飙升，中美十年期国债利差由 65bp 迅速缩窄，3 月 25 日到达 32bp，创 2019 年 1 月以来新低，更加低于 80bp 左右的历史警戒值。不过，当前我国人民币汇率保持在强势区间，为国内货币政策自主性提供了缓冲带。2 月金融数据公布后，市场认为“宽信用”成色不足，一度预期央行将于 3 月 15 日调整 MLF 政策利率。不过，3 月中旬降息预期最终落空，这与全球通胀风险升温、美联储加速紧缩，我国总量型货币政策受到掣肘增大的背景关系密切。

图表21 中美 10 年期国债利差近期快速收窄至 80bp 以下，对我国货币政策的掣肘增强

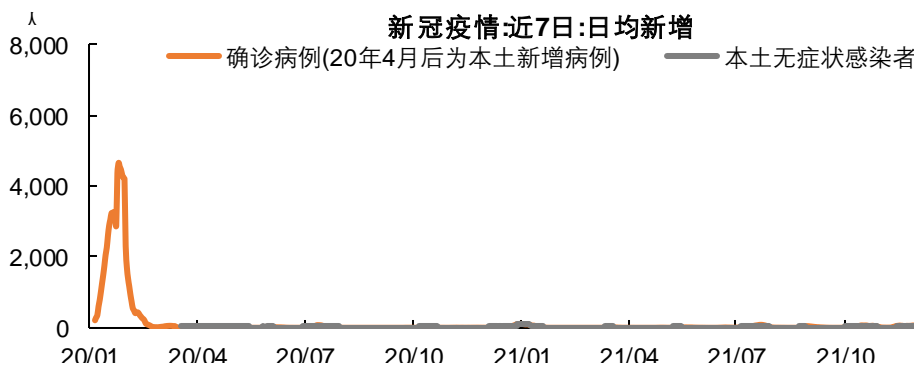


资料来源: Wind,平安证券研究所

3、疫情反弹，压制消费与服务业复苏

近期我国新冠疫情防控压力不断增大。1-2 月我国本土日均新增病例约 66 例，高于去年四季度 44 例的均值。由于奥密克戎变异株传播能力增强，且感染者临床表现以无症状和轻型为主，导致疫情隐匿性传播，3 月以来我国本土疫情发生频次增加，呈现出点多、面广、频发的特点。3 月 1 日至 31 日，本土疫情累计确诊 38,527 例，无症状感染者 67,127 例，当前新增病例的防控压力仅次于 2020 年年初。

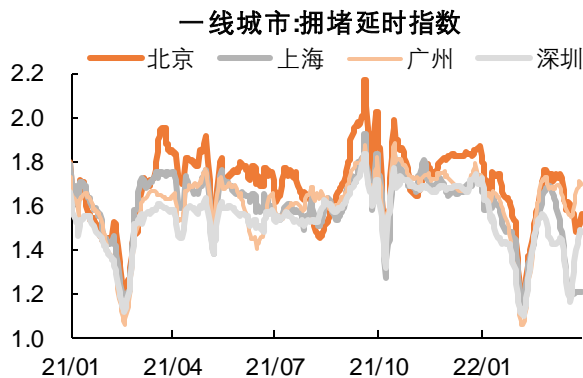
图表22 3 月以来，我国新冠疫情防控压力不断增大



资料来源: Wind,平安证券研究所

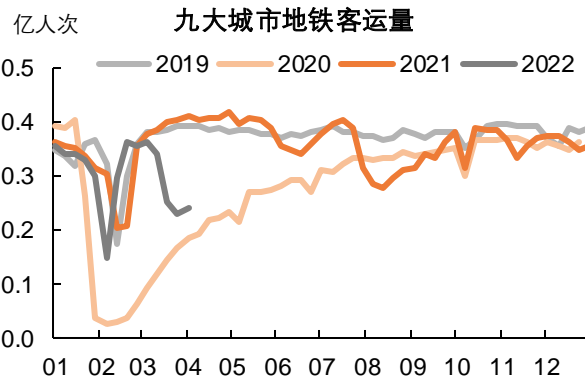
受疫情扩散影响，我国消费与服务业复苏阻力重重。从高频数据看，3月以来主要城市出行人次减少、拥堵程度明显减轻、电影票房收入大幅下滑，指向线下消费需求依然疲弱。3月1日至30日，上海、深圳、北京、广州四个一线城市的拥堵延时指数均值分别相比2月末下滑16.7%、7.7%、5.9%、3.3%；9大城市日均地铁客运量2843万人次，约为2021年同期的72%；全国电影日均票房收入约3389万元，为2021年同期的36.8%，2019年同期的24.9%。

图表23 3月一线城市拥堵延时指数趋于下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表24 3月九大城市地铁客运量断崖式下跌

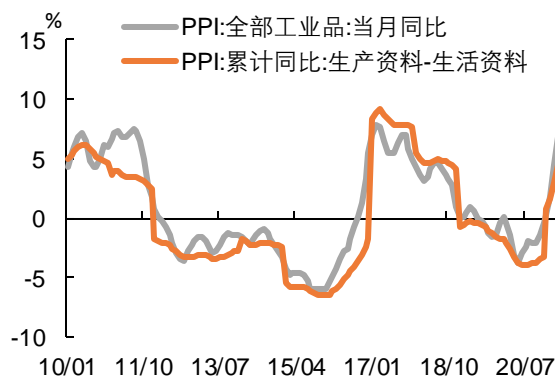


资料来源: Wind,平安证券研究所 (注: 9大城市分别为上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州和重庆)

4、成本需求双压，中小企业仍需呵护

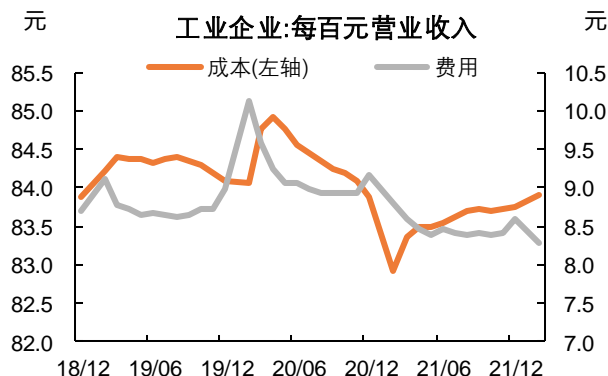
上游原材料价格高涨使得民企生产成本居高不下。中小企业主要集中在工业中下游、尤其是下游行业。1-2月上游生产资料PPI累计同比达到11.6%，而下游生活资料PPI累计同比仅为0.8%，二者差值处历史高位。尽管PPI单月同比增速自2021年11月已连续四个月回落，但其中基数因素的贡献较大，环比增速的回落幅度相对有限。1-2月规模以上工业企业的经营数据中，每百元营业收入中的成本继续上升，意味着中下游工业行业所面临的成本压力依然偏大。

图表25 中下游生活资料成本端压力依然较大



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表26 1-2月工业企业成本占营业收入的比重继续上升

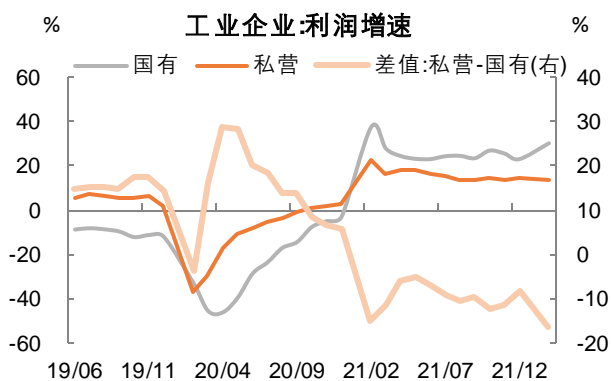


资料来源: Wind,平安证券研究所

需求回落过程中，中小企业的压力更为明显。2021年8月以来，由于中国经济的总需求逐步收缩，工业企业开始呈现典型的“被动补库存”特征，也即终端需求不足导致的库存积压。尽管1-2月的工业企业利润增速相比去年12月回升0.8个百分点，但不同类型企业之间的分化加剧，结构性问题依然突出。1-2月国企和私营企业利润的增速差较去年年末扩大8.0个

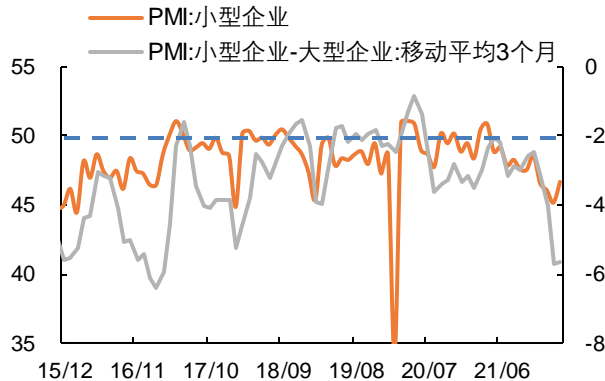
百分点。从制造业 PMI 来看,大中小型企业的结构性分化进一步加剧。小型制造业 PMI 今年 3 月虽有回升,但读数仅为 46.6,自 2021 年 5 月起连续 11 个月处荣枯线之下,相比大型企业的 PMI 读数低出 4.7 个百分点。

图表 27 私营企业相对于国有企业的利润增速偏低



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 28 小型制造业 PMI 连续 11 个月处荣枯线之下



资料来源: Wind,平安证券研究所

2022 年宏观政策加码对中小企业的扶持,是对冲成本压力的对症之举。政府工作报告特别注重改善中小企业营商环境,激发市场主体活力,更好地实现稳就业的目标。财政政策方面,大力实施的减税、退税政策,针对性地降低中小微企业经营成本、清理违规收费。货币政策方面,增加支农支小再贷款、降低实际贷款利率、免除企业贷款中不必要的附加成本。

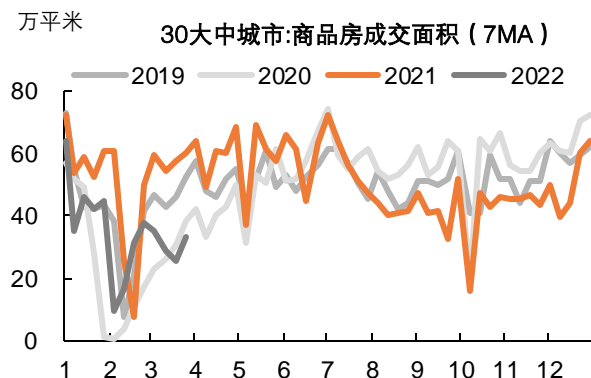
5、地产政策松动,市场信心有待修复

2021 年四季度以来,房地产相关调控政策边际趋松。政策转向的初期,以“合理发放房地产开发贷款、并购贷款,加大保障性租赁住房支持力度”的指导为主。中央经济工作会议后,在“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的定调之下:1) 部分地区通过压降 LPR 与房贷利率点差(广州、深圳等珠三角城市,南京、苏州、绍兴等长三角城市,湖北武汉、襄阳、河北石家庄、保定等中部城市)、降低首付比例(菏泽、重庆)、放宽公积金贷款要求(北海、南宁)等方式为地产销售“松绑”。2) 更为积极的是,部分二线城市的限购政策明显松动,如郑州“认房又认贷”并推出棚改货币化相关措施、哈尔滨拟废除 2018 年出台的地产调控相关文件、福州放开五城区购买普通住宅的户籍和社保缴纳限制。3) 在集中供地方面,各地区通过适度放宽土拍参与条件(成都、合肥)、修改竞拍规则(杭州首创“以次高报价的原则确定竞得人”)、推出更多优质地块(合肥、厦门)等方式,在土地一级市场上给予房企更多利润空间。4) 在 3 月 16 日的金稳委会议召开后,财政部有关负责人表示,房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行,一些城市开展了调查摸底和初步研究,但综合考虑各方面的情况,今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。

然而,当前商品房销售及土地成交尚未企稳,居民和房地产企业的信心都有待恢复。1) 从高频数据看,2022 年初至今,30 大中城市商品房平均成交面积仅为 2021 年同期的 64.1%,约为 2019-2021 年同期均值的 85%;100 大中城市土地成交面积仅为过去三年同期均值的 68%;成交土地溢价率均值 3.4%,低于过去三年同期均值 8.7 个百分点。2) 从金融数据看,1-2 月的居民中长期贷款增量 6965 亿元,仅为 2021 年同期的 51.4%,较 2020 年同期低 897 亿元,表明居民按揭贷款需求不足,局部出现提前偿还按揭贷款的现象。3) 集中供地方面,2 月 17 日北京首轮集中供地平均溢价率仅 4.46%,拿地企业集中于龙头央企及北京本土平台公司。3 月 17 日福州首轮批集中供地平均溢价率 4.2%;拿地企业中,国央企占比七成,民营房企共 3 家。土地一级市场的民营房企参与度仍然偏低,溢价率低亦体现开发商信心不足。4) 价格指数方面,3 月 16 日统计局公布的数据表明,2022 年 2 月份,70 个大中城市中,一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨,二三线城市环比持平或下降,不同层级城市商品房销售情况冷热不均。不过,“因城施策”之下,近期部分三四线城市首付政策调整等利好频出,后续也有反弹的可能性。5) 民营房企的信用风险事件依然频发,企业评级下调屡见不鲜。2022 年以来,奥园和阳光城出现实质性违约;禹洲集团、华南城等先后宣布美元债交换要约或者展期同意征求;正荣地产、龙光控

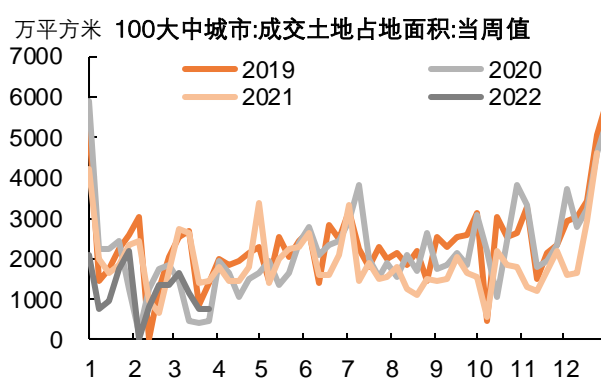
股等也出现信用风险事件。3月21日，龙光“19龙控01”的展期方案通过；3月22日，恒大宣布无法按时披露2021年度报告；3月23日，融创集团宣布拟对4月1日回售的“20融创01”展期2年。流动性危机之下，民营房企的生存问题尚未妥善解决，投资行为不可避免地趋于收缩。

图表29 从高频数据看，年初以来商品房销售形势严峻



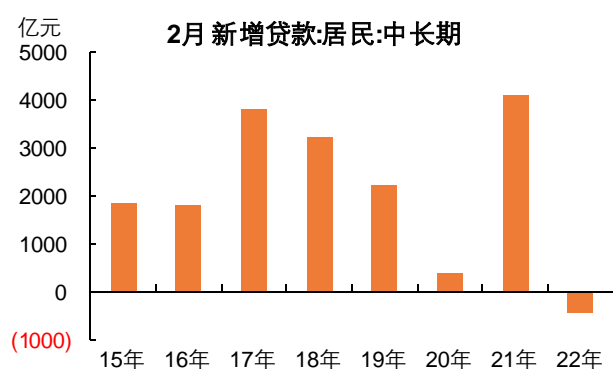
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表30 100个大中城市土地一级市场成交低迷



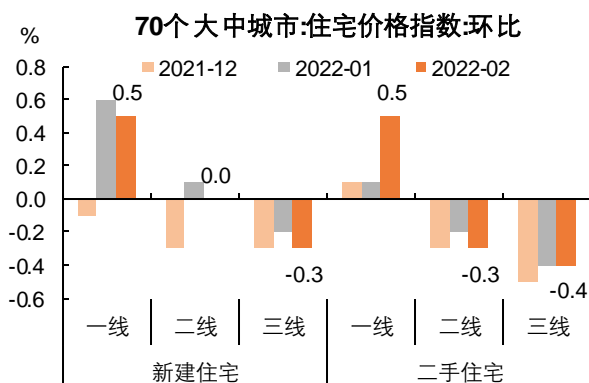
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表31 2022年2月新增居民中长期贷款首度转负



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表32 1-2月一线城市房价环比回升

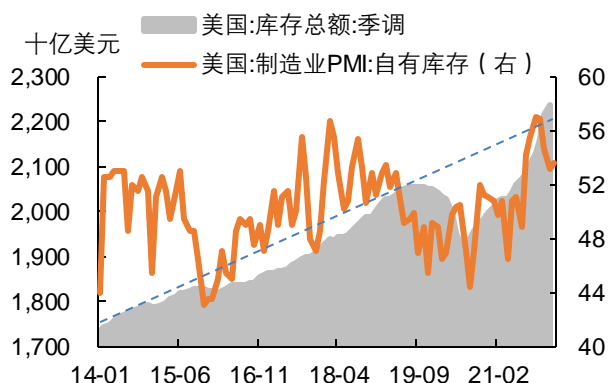


资料来源: Wind,平安证券研究所

6、出口韧性持续，回落压力仍在迫近

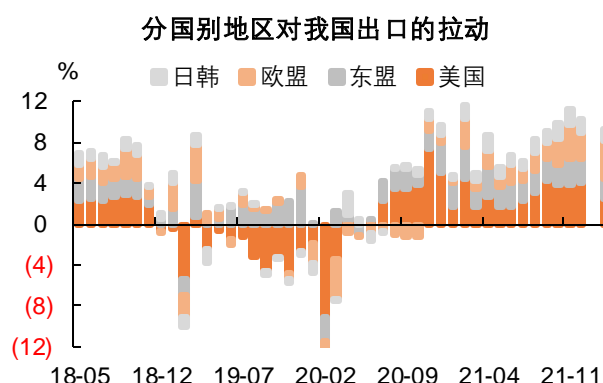
2022年开年以来中国进出口仍然保持韧性，但海外生产能力恢复、美国补库存需求减弱等因素对中国出口的影响隐现。一是，美国补库存高峰已过，对我出口的拉动也趋于减弱。二是，俄乌冲突或将进一步削弱美国经济的平稳复苏态势，使得欧洲经济更为脆弱，我国外需面临的不稳定因素增多。三是，随着海外经济开放程度加大，中国出口市场占有率的优势可能面临回落。不过，俄乌冲突对全球供应链的破坏，可能在一定程度上支持中国出口市占率优势延续，特别是，部分俄罗斯向欧洲的出口份额可能为中国所替代。

图表33 美国库存水平已超过疫情前趋势水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表34 2022年来美国和欧洲对我国出口拉动此消彼长



资料来源: Wind,平安证券研究所,注:2021年为两年平均增速

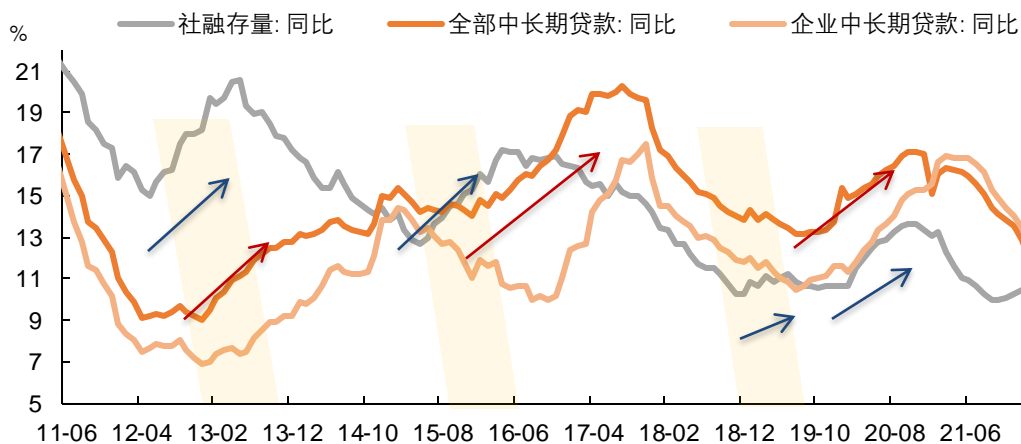
此外，近期中美经贸谈判中，美国可能重新审视对中国的贸易政策工具，更加注重在核心技术上对中国形成遏制。2021年6月，美国参议院通过一揽子的《美国创新与竞争法案》，其中就包括《应对中国挑战法案》。2022年1月10日，日本《读卖新闻》报道，日美两国政府正在讨论制定新的高端科技出口管制跨国机制，并考虑让有意愿的欧洲国家加入。2月4日、3月28日美国两院接连投票通过《2022年美国竞争法案》，明确提出对制造业给予政策扶持，并为半导体行业提供高达520亿美元补贴和投资；2月7日美国商务部再将33家中国实体纳入“未经核实清单”。3月18日，中美两国元首再度视频通话，释放一定积极信号。3月23日，美国贸易代表办公室（USTR）发表声明，时隔一年多重启对华进口商品关税豁免，豁免352项从中国进口商品的关税，豁免期为2021年10月12日至2022年12月31日。美国政府近期的一系列举动表明，中美之间在高科技领域的竞争趋于白热化，可能成为中美经贸博弈的新战场，对中国提升战略科技力量实现自主可控提出更迫切要求。

三、 二季度及上半年经济形势展望

从开年经济数据看，当前我国经济下行压力仍然较大。工业、出口等强势指标面临的不稳定因素增多；房地产投资的改善主要源于土地购置费的滞后计入，其持续性较差；国内疫情形势严峻化进一步制约消费复苏。

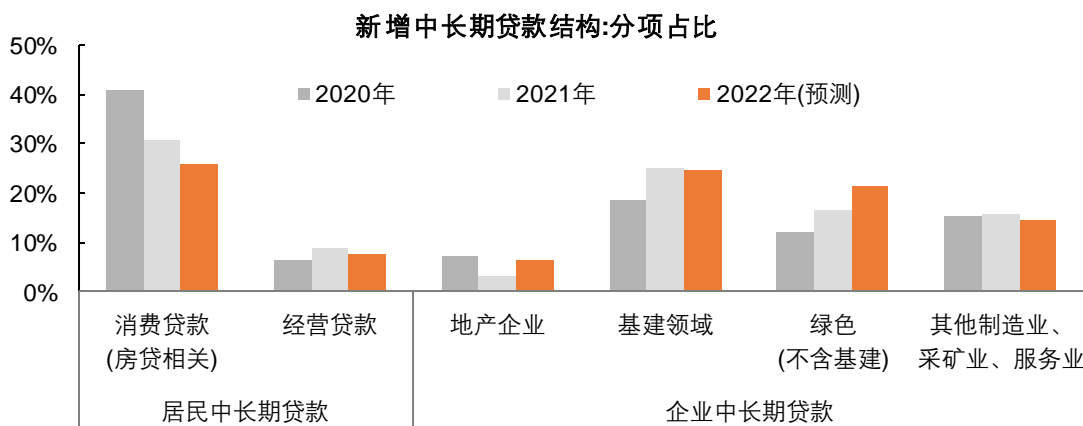
我们测算表明，中长期贷款增速有望在2022年二季度企稳。而在过去三轮宽信用过程中，中长期贷款的起量都意味着宽信用在支持实体经济方面的实效已现，伴随着主要经济指标的改善。具体看：一是，在引导银行下调居民个人按揭贷款利率、鼓励投放房企并购贷款、积极配合保障房开发的带动下，地产领域的增量贷款投放存在抓手。信贷资金支撑之下，房地产开发投资“硬着陆”风险不大。二是，财政稳增长诉求之下，“十四五”重大项目和绿色基础设施升级方向的资金需求旺盛，中长期贷款或将配合财政发力，成为基建投资的重要资金来源。三是，在碳减排支持工具与煤炭清洁生产再贷款的支持之下，非基建的绿色领域贷款需求有望更充分地被满足，支撑绿色领域投资增速的抬升。四是，在国企改革三年行动计划的收官之年，大中型国企既有加杠杆的能力，又在并购整合、设备更新升级与战略性投资等方面存在现实的融资需求，亦可撬动相关贷款的投放。五是，支小再贷款、留抵退税政策、减少收费等助企纾困政策，有望助力中小企业的预期企稳，稳定相关中长期贷款与投资增速。特别是，今年财政安排1.5万亿留抵退税政策正是当前经济环境下的对症之举：在原材料价格上涨、产品需求走弱的经济背景下，企业增值税留抵规模趋于扩大；且初创企业、小微企业增值税留抵负担也相对较大。集中退税政策能够有效缓解当前市场主体的成本压力。

图表35 社融增速回升往往领先于中长期贷款的起量两到三个季度



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表36 预计绿色贷款(不含基建相关部分)和地产企业贷款将成为2022年中长期贷款的支撑因素



资料来源: Wind,平安证券研究所

经济增长的动能有望在稳增长组合拳及中长期信贷支撑下逐步恢复。近期从全国两会、到国常会部署《政府工作报告》重点任务分工、再到金稳委召开专题会议,都对稳增长提出较高要求。财政政策的大力度落实,房地产监管政策的因城施策、边际调整,都将支撑二季度经济企稳。

图表37 两会以来的稳增长、稳市场的主要政策及表态

日期	部门	主要内容
3月29日	国常会	部署用好政府债券扩大有效投资,促进补短板增后劲和经济稳定增长;决定新开工一批条件成熟的水利工程,提高水资源保障和防灾减灾能力。
3月21日	国常会	确定实施大规模增值税留抵退税的政策安排 为稳定宏观经济大盘提供强力支撑;部署综合施策稳定市场预期 保持资本市场平稳健康发展。

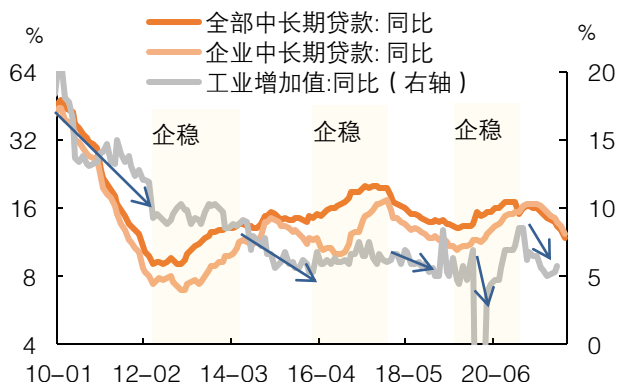
请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

3月16日	金稳委	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，涉及宏观经济运行、中概股、平台经济治理、香港金融市场稳定问题等方面。会议强调， 积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策 。对市场关注的热点问题要及时回应。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性
3月16日	财政部	财政部有关负责人表示，房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况， 今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件 。
3月16日	央行	货币政策要主动应对， 新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间 。坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康平稳发展，提高国际竞争力。进一步加强部门间政策协调，及时回应市场关注的热点问题，稳定预期，提振信心，保持中国经济平稳健康发展，共同维护资本市场的稳定发展。

资料来源：Wind,平安证券研究所

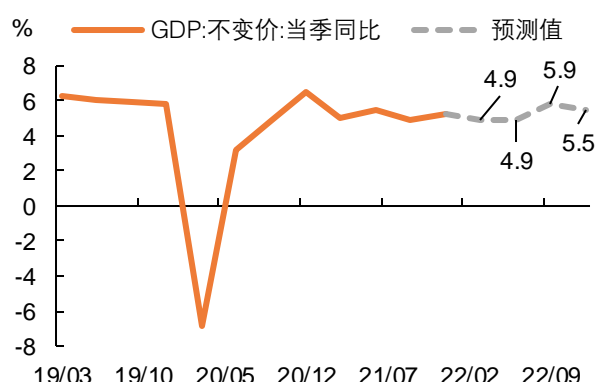
结合对 2021 年基数与 2022 年环比增长动能的预判，我们认为，上半年 GDP 的同比增速约为 4.9%。其中：一季度 GDP 同比增速可能在 4.7%-4.9%之间，尽管面临去年同期的低基数，但 3 月份以来国内疫情扩散，相关防控措施或带来一定的经济损失。二季度 GDP 同比增速恢复至 4.8%-5.0%之间，“稳增长”与“宽信用”的成效逐步显现，我国经济大概率将完成“筑底”，GDP 环比动能恢复，但去年同期的基数因素有所抬升，可能导致同比读数起色不大。

图表38 中长期贷款增速回升往往伴随工业增加值企稳



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表39 2022年单季度GDP增速预测



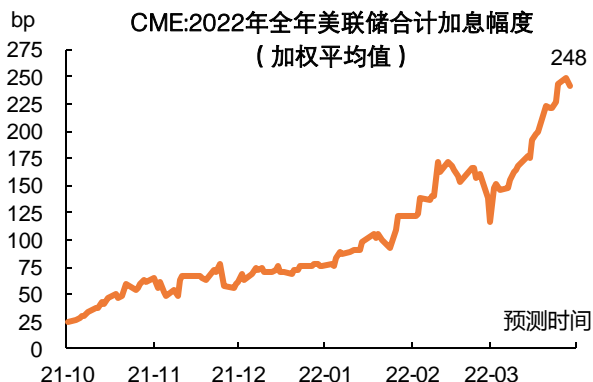
资料来源：Wind,平安证券研究所

四、对下一步跨周期与逆周期调控的政策建议

1、货币政策存在掣肘，财政更需主动发力

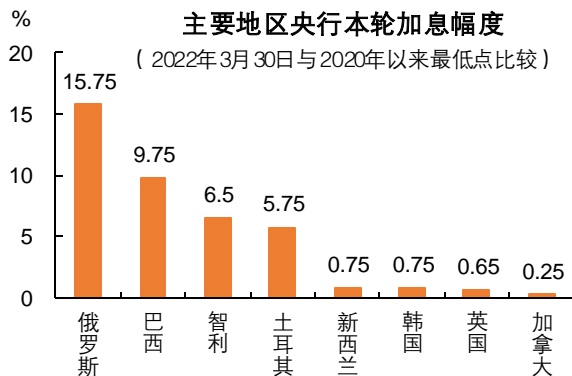
国内外货币政策“松紧差”加大、结构性通胀风险仍未解除，我国货币政策宽松所面临的约束增强。一方面，继美联储后，英央行、欧央行等主要地区央行也频频“放鹰”，国内货币政策虽具备“以我为主”的空间，却难忽视政策错位对于人民币计价资产的冲击。美联储于3月16日加息25bp，市场预期美联储2022年全年将加息225bp或250bp，并开启缩表；英国央行继去年12月和今年2月两次加息后，3月17日第三次加息25bp，本轮已合计加息65bp；欧央行关于收紧货币政策的基调逐渐转变，今年3月已宣布年内加快减少资产购买，鉴于通胀风险正不断上升，目前不排除年内加息的可能性。

图表40 市场预期 2022 年美联储合计加息 225-250bp



资料来源: CME FedWatch, 平安证券研究所;

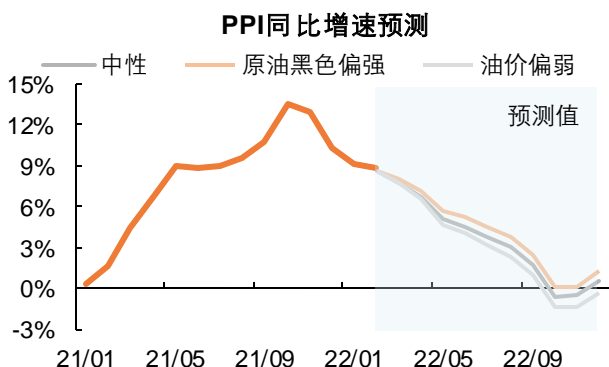
图表41 全球除美国外的多地央行也已开启加息周期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

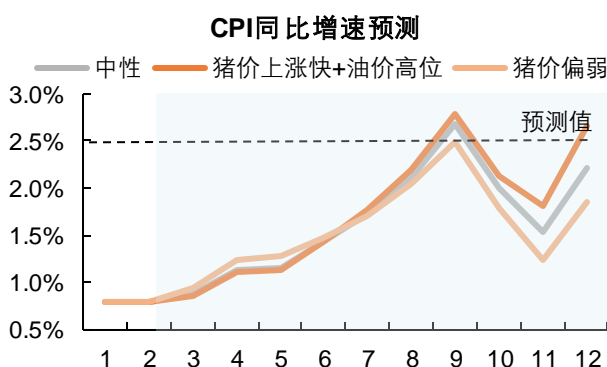
另一方面,年初以来,国际油价表现强势,黑色系商品期货价格的中枢也明显抬升,俄乌冲突更进一步推高了主要大宗商品的价格。在此情况下,二季度 PPI 的环比增速可能由负转正,导致 PPI 同比回落的速度偏缓,且不排除 6、7 月份 PPI 同比增速抬头的可能性。而 CPI 在“猪油”错位之下,二季度上行幅度或较温和,但在 9 月和 12 月两个时点,猪肉价格上涨的同时,如油价涨至 120 美元/桶、或蔬果价格出现如 2021 年四季度的大幅波动,可能带动 CPI 冲高至 3%左右。

图表42 不同情形下的 2022 年 PPI 同比增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 不同情形下的 2022 年 CPI 同比增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

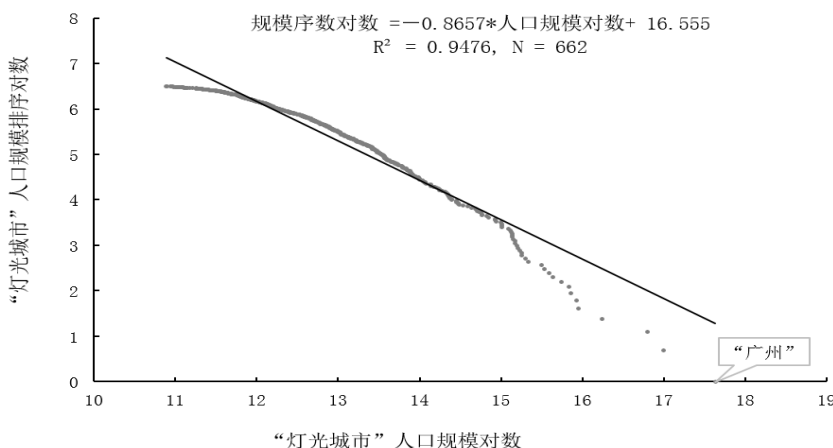
全局性货币政策的腾挪空间缩窄,货币政策操作的重点或将转为对结构性工具及宏观审慎政策的使用,而财政政策需要在稳增长中发挥更积极的作用。除了扎实落实减税、退税政策安排外,还可着力于地方专项债与“十四五”重大项目更好结合。由此可缓解收益率符合要求的项目不足问题,推动基建投资尽快形成实物工作量。

2、以“新市民”为切入点,提振基建地产需求

“新市民”是未来新型城镇化的方向,也是未来房地产市场平稳发展的重要支撑。2020 年我国常住人口城镇化率达到 63.89% (2021 年为 64.72%),而户籍人口城镇化率仅为 45.4%,2.6 亿左右人口生活在城市但户口在农村,我国在实现户籍人口与常住人口的同等待遇方面仍然任重道远。“十四五”规划首次提出,推进以县城为重要载体的城镇化建设,这也正是乡村振兴与“新市民”的契合点。

我们认为，可进一步强化财政对新型城镇化、乡村振兴、城市群都市圈建设等区域战略的支持，与房地产和基础设施建设统筹发展。一方面，增加公共消费，扩大对新落户人口的教育、医疗、养老和育幼等基本公共服务的覆盖，促进相关人群私人消费意愿提升。另一方面，支持重点区域的基础设施建设，提升重点“城市群”、“都市圈”的人口承载能力，以更完善的基础设施支持乡村振兴目标的实现。此外，在农村人口、流动人口“市民化”的过程中，也将创造出可观的增量房地产购买需求，与“有效增加保障性住房供给”两相配和，支撑房地产市场健康发展、房地产投资企稳恢复。

图表44 中国2016年“灯光城市”规模与齐普夫法则



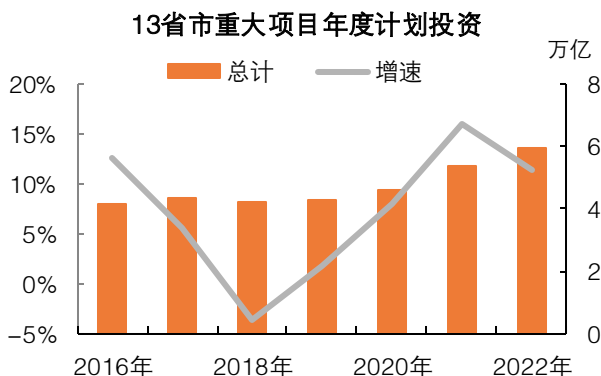
资料来源: Li, Pengfei, and Ming Lu, 2021, "Urban Systems: Understanding and Predicting the Spatial Distribution of China's Population." China & World Economy, 29(4): 35-62 注: 点代表“灯光城市”; 直线代表拟合线; R2 代表拟合优度, 即展示数据在多大程度上符合回归方程, 范围是 [0,1], 数值越大代表拟合优度越高; N 代表“灯光城市”数量。

3、充分运用市场化手段，高效支持“自主可控”

俄乌冲突升级后，美国及其盟国对俄启动制裁，使得中国面临的地缘政治局势更趋复杂，从而对中国核心技术领域的“自主可控”能力提出更高要求。财政资金支持下的相关投资，将成为“十四五”中国经济行稳致远的重要增长点。

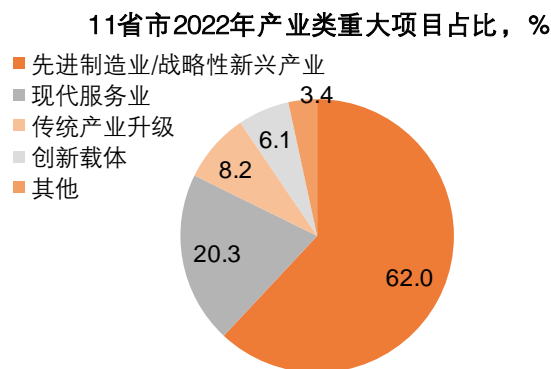
2022年政府工作报告针对提升“自主可控”能力，提出了龙头企业保链稳链工程、国家战略性新兴产业集群工程、培育“专精特新”企业等系统性政策项目。其中，财政资金的相应支持必不可少。然而，财政补贴的背后也存在产能盲目扩张、投资效率低下等潜在风险。这就意味着，财政政策不仅限于提供资金，还应更加注重资金配置和使用效率。多运用市场化手段指导财政资金使用，并强化事中、事后绩效监管，推动产业、科技高效升级。

图表45 2022年地方重大项目继续快速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 2022年产业类重大项目以战略性新兴产业为主



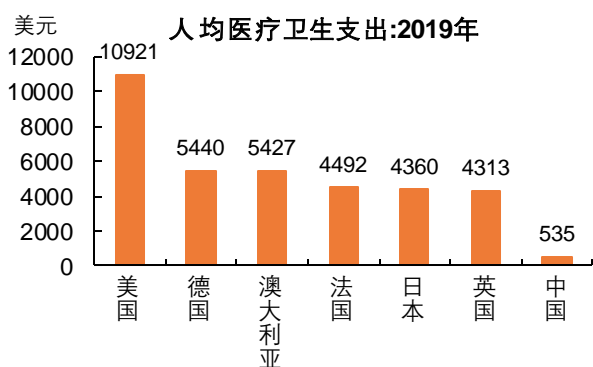
资料来源: Wind, 平安证券研究所

4、强化医疗基础设施建设，拓宽防疫政策选择空间

基于庞大的人口基数和相对有限的人均医疗资源，现阶段我国疫情防控仍坚持“动态清零”策略。根据世界银行数据，2019年末我国人均医疗卫生支出 535.13 美元，仅占同期美国、日本、英国人均医疗卫生支出的 4.9%、12.3%、12.4%。2019年中国医疗卫生支出占 GDP 的比重为 5.35%，而同期美、日、英、法、德的医疗卫生支出占比分别为 16.77%、10.74%、10.15%、11.06%、11.70%。截止 2017 年末，我国每千人床位数 4.3，低于同期日本的 13.1、法国的 6.0 和德国的 8.0。研究数据表明，德国、美国每十万人 ICU 病床数量达到 25 个以上，而我国大陆每十万人 ICU 病床数量仅为 3.6 个。

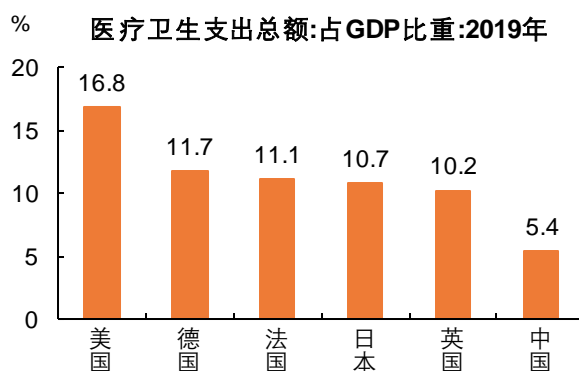
财政支出可以向医疗基础设施领域进一步倾斜。一是，加大对中西部医疗资源匮乏地区的资源投入，扩大基本公共服务和医疗设施的覆盖度。二是，加大对新冠疫苗和特效药物的支持、推广力度。这将有助于中国在防疫政策与经济增长之间拥有更大的选择空间，更游刃有余地应对中国与海外在疫情方面的“开放差”。

图表 47 我国人均医疗卫生支出低于主要发达国家



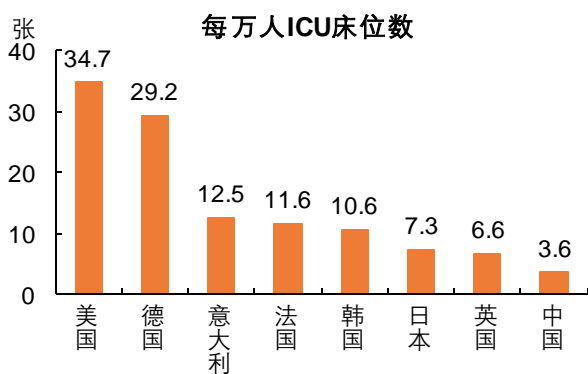
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 48 我国医疗卫生支出占 GDP 比重偏低



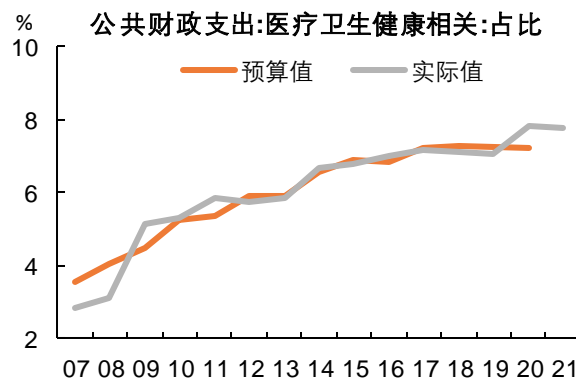
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 49 我国人均 ICU 病床数量较少



资料来源: Intensive Care Medicine (Journal), National Center for Biotechnology Information (Journal),平安证券研究所

图表 50 医疗卫生健康相关支出占公共财政支出的比例



资料来源: Wind,平安证券研究所;注:2007-2018年为医疗卫生与计划生育分项,2019-2021年为卫生健康分项数值

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033