

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1.5万亿美元的退税政策将从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。

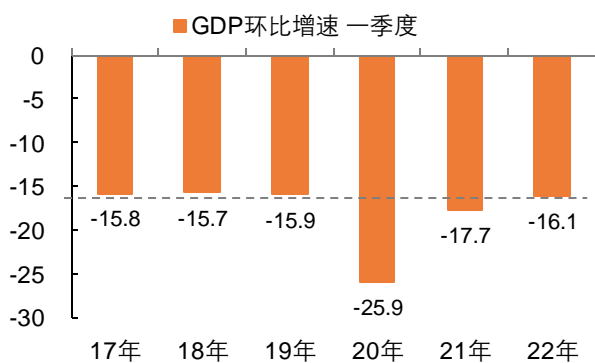
一、出口趋缓，基建发力

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%。

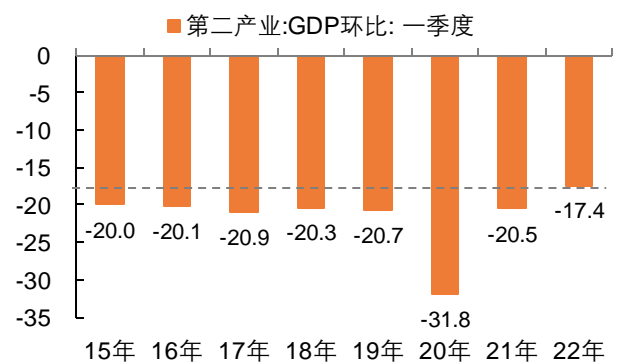
需要指出的是，支出法 GDP 反映一国所生产产品的最终用途，是经济运行的结果而非原因。其中的“最终消费支出”更主要反映了经济在消费与储蓄之间的分配，2011 年以来最终消费支出对中国 GDP 的贡献率提升，主要是资本形成明显减速的结果；2021 年最终消费支出对 GDP 的贡献达到 65.4%，为 2017 年以来最高，主要并不在于消费增长动能显著改善，而在于资本形成的进一步下滑。因此，2022 年一季度最终消费支出对 GDP 拉动保持稳定，主要源自于资本形成与净出口的此涨彼消，而不能反映中国消费增长动能的情况。

图表1 2022 年一季度 GDP 环比小幅弱于疫情前



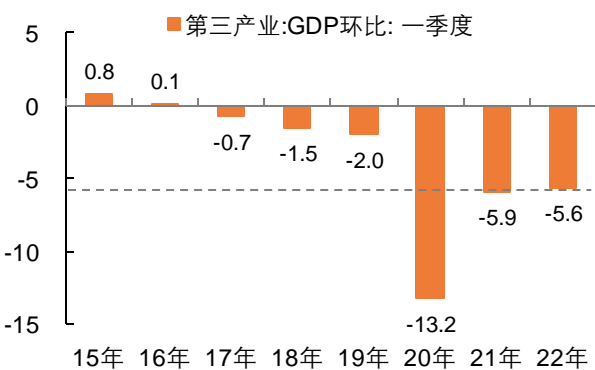
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2022 年一季度第二产业 GDP 环比显著偏强



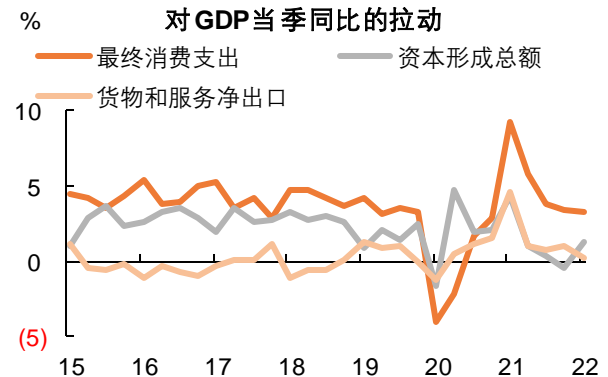
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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

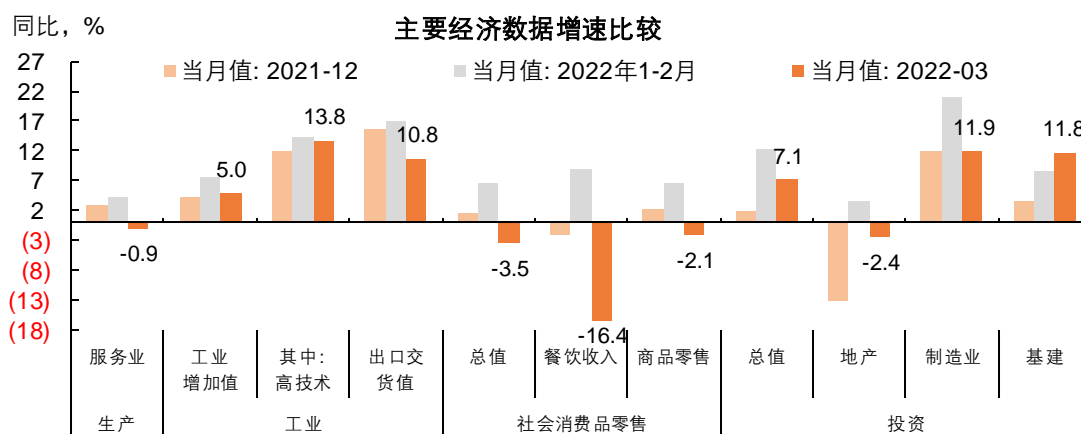


资料来源: Wind, 平安证券研究所

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”



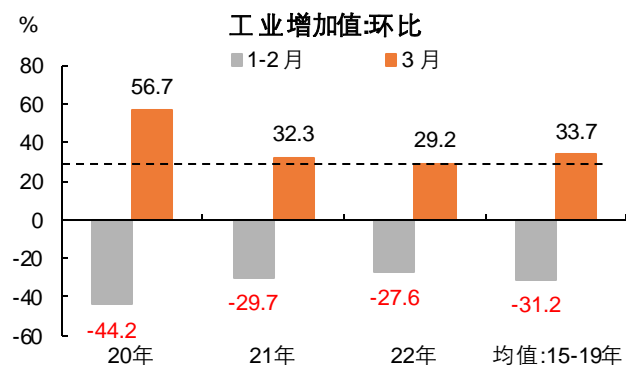
资料来源：Wind, 平安证券研究所

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。

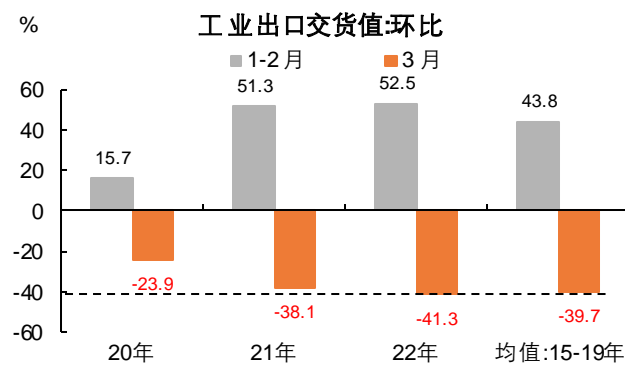
分行业来看，大宗商品保供稳价成为工业增加值的重要支撑因素，而电热水供应业的支持作用减弱。采矿业同比增幅扩大至12.2%，全球大宗商品价格上涨压力加大情况下，国内“保供稳价”对工业增加值的拉动作用进一步凸显，特别是3月原煤产量增速进一步上行至14.8%，焦炭、水泥、有色金属产量增速皆呈明显修复。制造业工业增加值同比增长4.4%，从1-2月高点回落；电热水供应业同比下挫2.2个百分点至4.6%，对工业增加值的支撑作用进一步减弱。分所有制来看，虽然各类型企业工业增加值增速皆有所回落，但民营企业（私营和股份制）仍然强于国有企业和外资企业，3月外资企业工业增加值同比转负为-1.1%，收缩最为严重。

图表6 3月工业增加值环比转弱



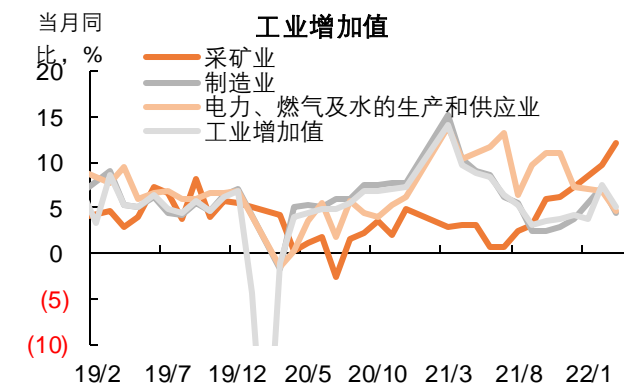
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 3月工业出口交货值环比亦转弱



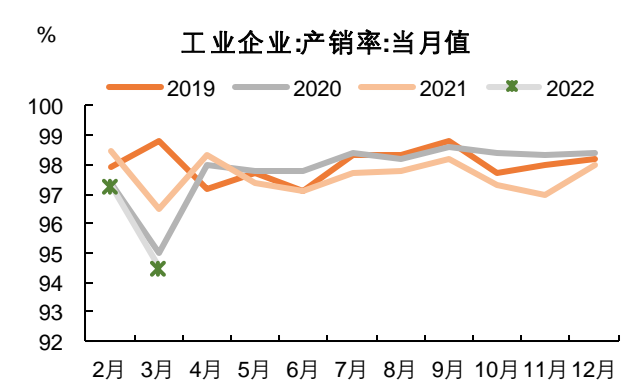
资料来源: Wind,平安证券研究所

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。

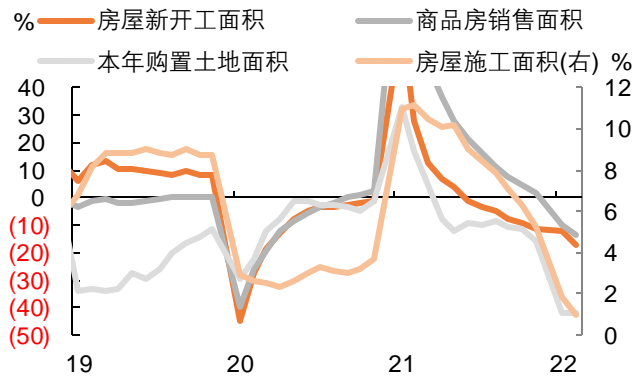
从3月房地产开发资金来源的当月同比来看，与房地产销售相关的个人按揭贷款和定金预售款降幅均进一步扩大，国内贷款也在1-2月小幅回升后再度回落，只有自筹资金降幅持续收窄，反映房企直接融资环境的边际好转。

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

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。

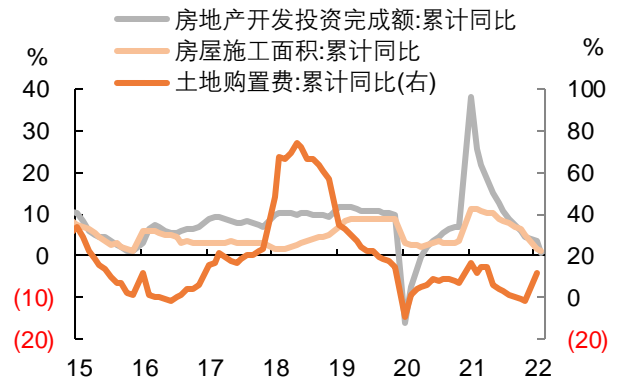
康发展”。随着相关政策的规模效应逐渐显现，居民购房信心有望得到触动，进而促进房企拿地开工意愿逐步增强，二季度房地产的“经济底”有望呈现。

图表10 3月房地产主要面积指标增速悉数下滑



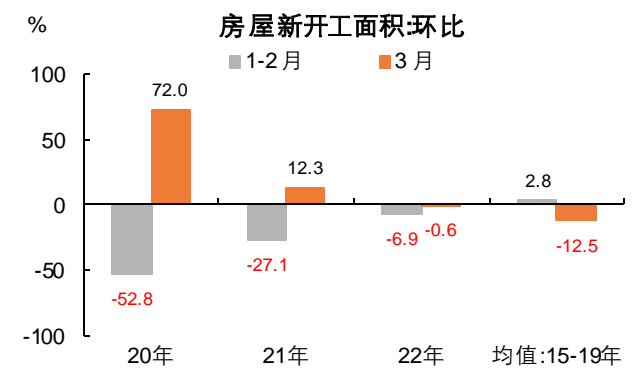
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 3月土地购置费对房地产投资的支撑或已减弱



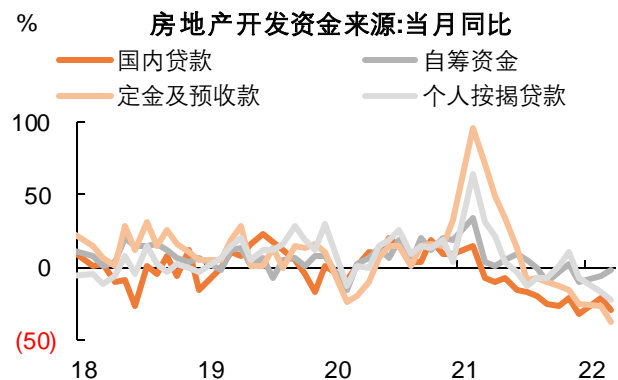
资料来源: Wind,平安证券研究所

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。”

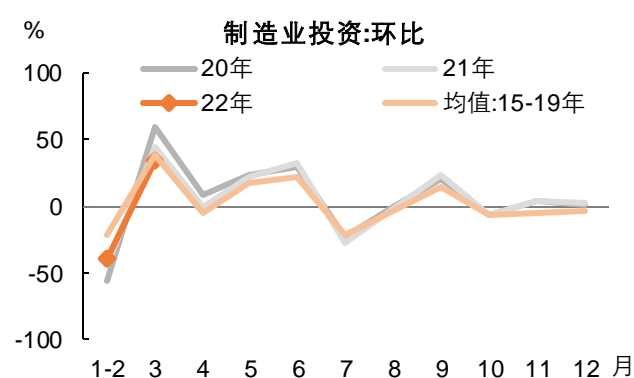
2022年3月制造业投资累计同比回落到15.6%，符合我们对1-2月制造业投资收到较强基数支撑，3月即将面临回落的判断。3月制造业投资的环比相比过去年份来说仍然偏弱。俄乌冲突爆发后国际大宗商品价格上涨压力进一步凸显（2月PPI环比由负转正，3月环比进一步扩大至1.1%），这使得制造业的成本压力不降反增。不过，财政1.5万亿的退税政策将从4月开始陆续落地起效，1万亿减税政策也将进一步发力；一季度制造业中长期余额增长29.5%，约占到一季度企业中长期贷款的22.6%，财政和货币政策的发力有望有效抵消上游成本上升的负面冲击，有助于制造业投资增长动能逐步增强。

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



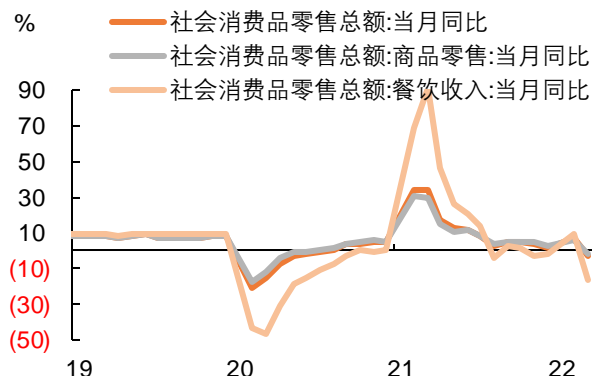
资料来源: Wind,平安证券研究所

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。

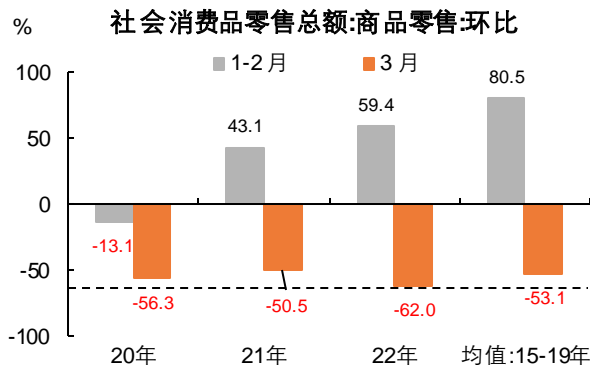
从限额以上企业商品零售总额来看，3月可选消费品零售增速大面积转负，必选消费品零售增速有所加快。金银珠宝、纺织服装、家具、汽车、化妆品、家电音响同比均呈大幅负增长，而1-2月其当月同比多为正增长。3月只有食品饮料和中西药品零售增速比1-2月有所加快。其中，家具、家电音响等可选消费品具备较强的地产后周期属性，当前或受制于商品房销售的低迷。疫情后多地放松汽车限购政策，较好地释放了汽车消费的需求，但今年一季度汽车相关消费在双重压力下趋于回落，一是国际原油推升传统乘用车的出行成本，二是上游锂资源价格的上涨带动多家新能源车企涨价。在可选消费需求低迷态势下，4月13日的国常会提出“鼓励汽车、家电等大宗消费，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

图表16 3月社会消费品零售总额增速显著下挫



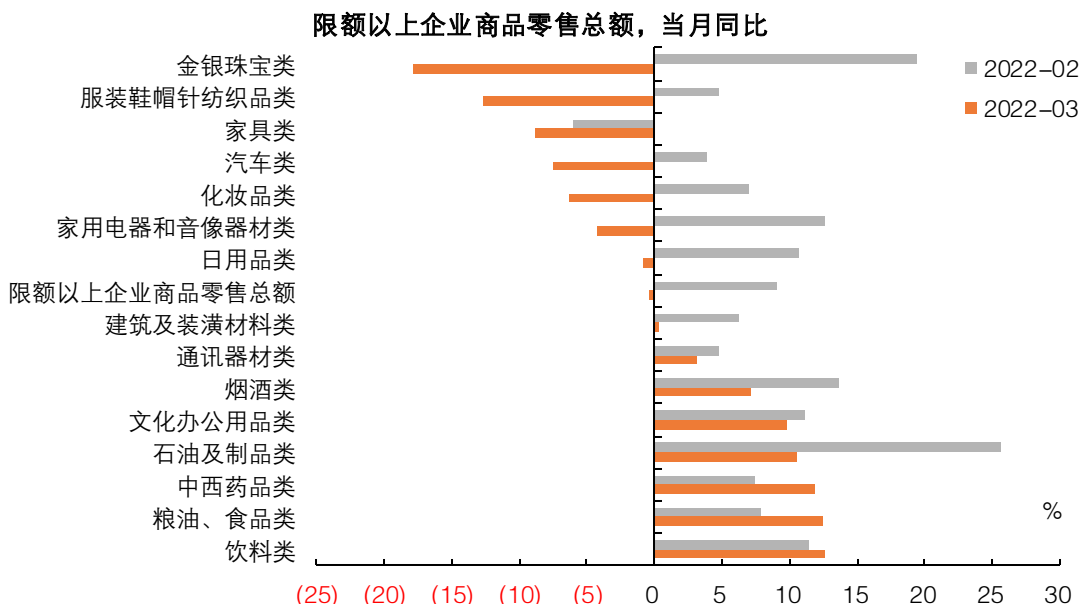
资料来源: Wind,平安证券研究所,注: 2021 为两年平均增速

图表17 3月商品消费环比显著低于往年同期



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 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提升

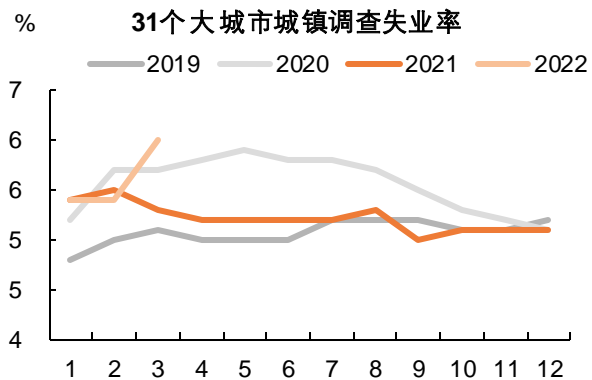


资料来源:Wind,平安证券研究所

3月疫情冲击之下,中国就业压力浮出水面。2022年3月城镇调查失业率为5.8%,比去年同期高出0.5个百分点,仅比2020年同期低0.1个百分点;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,上海、广东等地的疫情爆发和严格管控,使得就业压力快速上升;16-24岁人口失业率进一步上升至16%,而2021年和2020年分别为13.6%和13.3%,解决年轻人口就业仍然面临较大挑战。

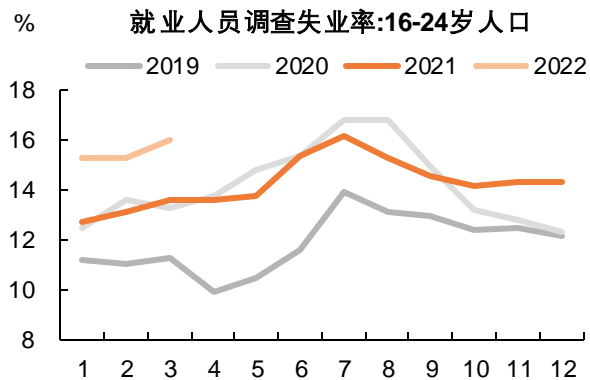
3月中国失业率的上升,有疫情的暂时性因素,但更需警惕经济下行压力加大导致对就业的吸纳能力减弱。4月6日国常会指出:“保持经济运行在合理区间,主要是实现就业和物价基本稳定,要着力通过稳市场主体来保就业”。今年疫情冲击下,经济增速目标的可能存在调整空间,但就业是个更大的约束。就此而言,减税退税政策的落实尤为值得期待,货币政策推动“宽信用”也是必将坚持的方向。3月就业压力的明显加大可能是国务院祭出“降准”的重要原因之一,如果就业问题进一步恶化,则可以期待更大力度的逆周期调控政策出台。

图表19 3月31个大城市调查失业率大幅走高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表20 3月16-24岁人口调查失业率进一步攀升



资料来源: Wind,平安证券研究所

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 16 层
邮编：100033