

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



中国经济：新变化、新动能、新挑战

- 2021年7月30日中央政治局会议再度强调“跨周期调节”，从统筹今年与明年经济增长的角度，需要考虑经济从疫情冲击中正常化之后，“十四五”起步的经济增速水平，及其与高质量发展相融合的问题。在此背景下，我们对中国经济在“后疫情时代”面临的新变化、新动能、新挑战，做一梳理和思考。
- 一、疫后中国经济的“新变化”。新冠疫情以来，中国经济修复主要展现出三个特点：一是，出口成为经济复苏的重要引擎，对出口的预期从悲观受挫转为信心增强。二是，促进消费成为一项中长期挑战，暴露出房价高企、收入差距扩大、人口老龄化等问题对中国经济增长的中长期约束，也触发了严厉的政策行动。三是，经济增长的传统动能不再大举发力，政策侧重点更偏向“防风险”。
- 二、疫后中国经济的“新动能”。当前中国经济赖以“行稳致远”的新动能至少可概括为以下几方面：1、提升消费前景广阔。充分释放中国的消费市场和消费升级潜力，并以国内消费转型带动产业结构的调整升级，这是中国经济构筑强大“内循环”的根本。2、数字产业化与产业数字化。国家统计局自2015年开始发布经济发展新动能指数，其中增长最迅猛的分项是“数字经济”，疫情爆发催生的线上化需求更是助推了数字经济的发展，中国有望抢占全球数字经济发展的高地。3、做强“大国工业”。在美国对我国科技领域采取战略遏制的背景下，解决“卡脖子”技术问题，从“工业大国”迈向“大国工业”，更加刻不容缓。“十四五”规划提出中国基础研究经费投入占研发经费投入比重达到8%左右，对战略性、高技术产业的重视程度达到一个新的高度。
- 三、疫后中国经济的“新挑战”。中国经济面临的新挑战主要在于两个方面：一是，随着中国经济发展和科学技术水平提升，技术创新从过去的利用后发优势模仿创新，逐渐进入到前沿性创新的未知领域，需要在鼓励创新方面更加有力。二是，碳达峰、碳中和的“30·60”目标，带来能源产业结构转型、财政金融支持体系构建、以及货币政策操作框架的新挑战。首先，实现“碳中和”过程中，需要淘汰部分高碳资产，从而对经济金融稳定产生若干潜在影响。其次，加快发展碳排放交易市场，用碳排放权出让收入作为支持能源转型投资的资金来源；并加强中期财政预算规划同重大绿色转型战略的对接，推出一揽子体系化的针对碳中和的财政支出方案。再次，“碳中和”推进过程中可能形成“类滞胀”风险，给货币政策操作带来挑战，需要加强货币、财政与产业政策的协调配合，更好发挥结构性货币政策工具的作用。

距离世界卫生组织(WHO)将新冠疫情列为突发公共卫生事件已经过去19个月。虽然全球疫情仍时有反复、病毒变异仍然形成困扰,但随着疫苗接种的分层普及,各国相继放松经济封锁措施,大力推进复工复产,疫情对全球经济的冲击已经明显减弱。IMF预测的2021年全球GDP增速达到6%,2022年基数回归正常之后有望达到4.9%,显著高于疫情之前。全球经济正将步入“后疫情时代”。

2021年是“十四五”开局之年,上半年中国GDP增速达到两位数,但进入下半年后增长动能面临回落,基数对同比度数的支撑也将消逝。我们预测,今年四季度中国GDP同比或将回落到5%、两年平均增速在5.7%,这比疫情之前的增速进一步放缓(2019年四季度GDP同比增长5.8%)。7月30日中央政治局会议再度强调“跨周期调节”,从统筹今年与明年经济增长的角度,需要考虑经济从疫情冲击中正常化之后,“十四五”起步的经济增速水平,及其与高质量发展相融合的问题。在此背景下,我们对中国经济在“后疫情时代”面临的新变化、新动能、新挑战,做一梳理和思考。

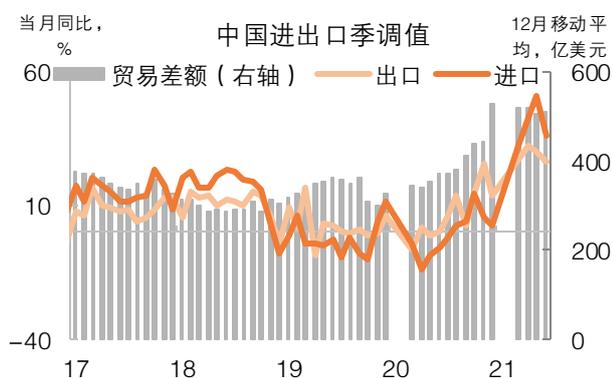
一、疫后中国经济的“新变化”

新冠疫情以来,中国经济修复主要展现出三个特点:

一是,出口成为经济复苏的重要引擎,对出口的预期从悲观受挫转为信心增强。新冠疫情之前,中国出口增速从2018年超预期的9.9%下降至2019年的0.5%。但市场仍然把部分原因归为中美互征关税之下的“抢出口”和产业链粘性,对后续出口形势持更悲观的看法,认为劳动密集型产业链会加速迁出中国。新冠疫情爆发后,中国出口可谓“异军突起”,市场占有率大幅提升,2020年中国出口增速逆势上升至3.6%,截至今年7月两年平均增速更是达到13.7%。这对于中国工业领域的复工复产产生了极大的撬动。市场对中国的产业链优势、对出口的竞争力韧性,可以说刮目相看。尤其当前东南亚国家再受疫情扰动,欠发达地区疫苗接种普及缓慢,使得中国出口高景气可能延续更长时间。

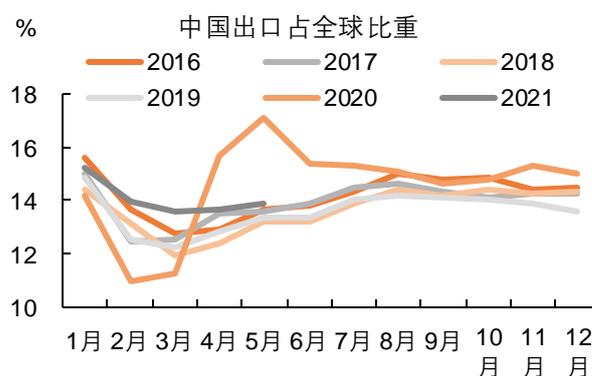
这是短期,从中长期来看,新冠疫情使得各国重新审视自身供应链安全问题;中美第一阶段经贸协议将在今年结束,下一阶段谈判难度仍然很大。后疫情时代全球产业链脱钩和重构的趋势可能加强,对中国提升产业链的稳固性和竞争力提出更紧迫的要求。

图表1 疫情后中国出口从受挫转为强劲



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 截至5月中国出口市占率仍显著高于疫情前



资料来源:IMF, 平安证券研究所

二是,促进消费成为一项中长期挑战,暴露出房价高企、收入差距扩大、人口老龄化等问题对中国经济增长的中长期约束,也触发了严厉的政策行动。疫情后中国经济复苏最不及预期之处就是消费,

这有一部分原因在于服务、餐饮、非耐用品等消费不可回补，以两年平均增速来看，很难达到疫情之前的增速水平。但即便直接将 2021 年与 2019 年水平相比，截至今年，7 月餐饮收入仍然接近 0 增长，家具、建筑装潢、家电、纺织服装等仍然为负增长或微弱正增长。二季度央行储户调查问卷显示，居民消费倾向也仍低于疫情之前。制约中长期消费增长的因素在疫情之后更加凸显出来，在此背景下 2021 年度中央经济工作会议提出“需求侧管理”的概念。近期热点城市纷纷加码房地产调控、推进集中供地试点控制地价、推出全面三孩政策和整顿教培行业应对人口老龄化、中央财经委提出“共同富裕”行动纲领，这一系列强力政策均试图打破制约消费增长的根本性因素。

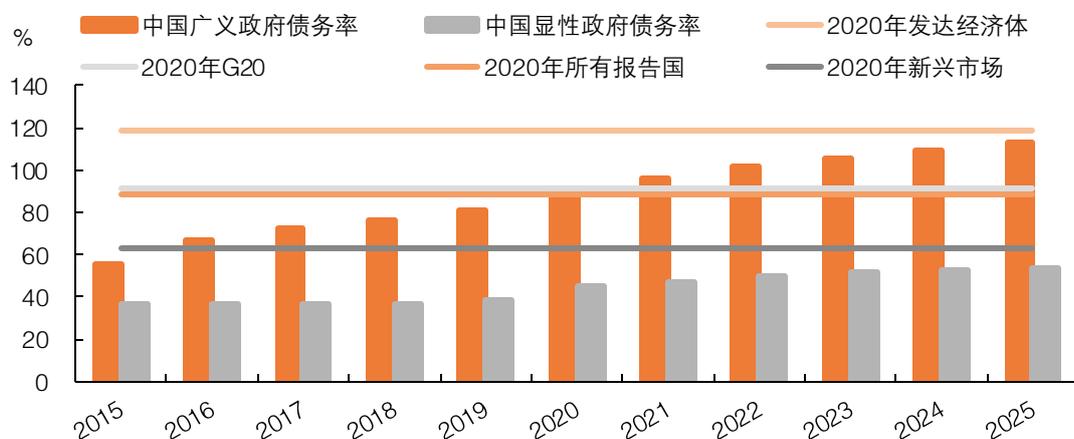
图表3 相比 2019 年同期，房地产相关消费及纺织服装等仍为负增或微弱增长



资料来源:Wind, 平安证券研究所

三是，经济增长的传统动能未再大举发力，政策侧重点更偏向“防风险”。截至今年 7 月，房地产和基建投资的两年平均增速均未超过 2019 年，这不同于历史上的经济和政策周期。其背景是，当前百城住宅平均价格相比 2016 年初上涨超过 45%，政府部门杠杆率相比 2018 年二季度上升近 10 个百分点至 44.6%，地方政府隐性债务率还要更高些预估在 47%。也就是说，我国政府部门显性和隐性债务加起来杠杆率已达到 90%，在非欧洲福利国家中已属较高水平，而且近年来是以较快速度达到这样的水平。因此，今年以来政策在贯彻地方隐性债务治理和“房住不炒”上坚定不移，经济周期运行不再“大落大起”，宏观调控政策也不再“大开大合”。

图表4 中国广义政府债务率已经持平于 G20 国家平均水平



资料来源:Wind, 平安证券研究所

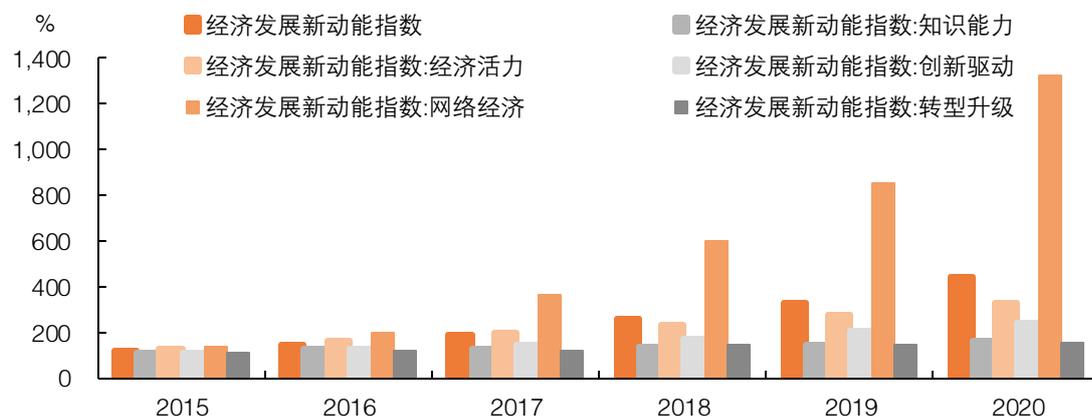
二、疫后中国经济的“新动能”

当前中国经济赖以“行稳致远”的新动能至少可概括为以下几方面：

1、提升消费前景广阔。中国经济发展的人口红利虽然在消退，但国内消费市场潜力仍然巨大。尤其是，伴随居民收入增长，服务消费进入快速增长期（今年二季度居民消费支出中服务消费占比达到52.5%），品质型消费占比提升，乡村振兴战略推动农村消费市场加快发展（近年来农村社会消费品零售增速持续快于城镇）。“十四五”规划要求“居民人均可支配收入增长与国内生产总值增长基本同步”，在收入分配层面明确了改善民生、扩大消费的政策导向。今年1-7月公共财政支出中社保就业的占比达15.6%，是占比最高的分项，亦体现了改善收入分配的政策方向。充分释放中国的消费市场和消费升级潜力，并以国内消费转型带动产业结构的调整升级，这是中国经济构筑强大“内循环”的根本。

2、数字产业化与产业数字化。国家统计局自2015年开始发布经济发展新动能指数，其中增长最迅猛的分项是“数字经济”，2020年这一指数已达到2015年的9.7倍，而综合指数仅为3.7倍。疫情爆发催生的线上化需求更是助推了数字经济的发展。目前，一方面，中国在数据基础设施建设、数字化消费新业态新模式等“数字产业化”领域稳步发展，依托中国庞大的市场规模优势，有利于形成全球领先的商业模式创新，并带动中国数字信息技术的前沿性创新。另一方面，人工智能、大数据、云计算等数字技术与产业加速融合，我国制造业智能化、数字化水平不断增强，“产业数字化”成为提升全要素生产率的新驱动。汽车的电动化、智能化和网络化大有弯道超车之势，正是这一融合的典型体现。数字经济相关的新型基础设施建设（包括5G基站、大数据中心、人工智能、工业互联网）也是“十四五”规划的重点投资方向。中国有望抢占全球数字经济发展的高地。

图表5 网络经济是中国发展新动能中最强劲的部分

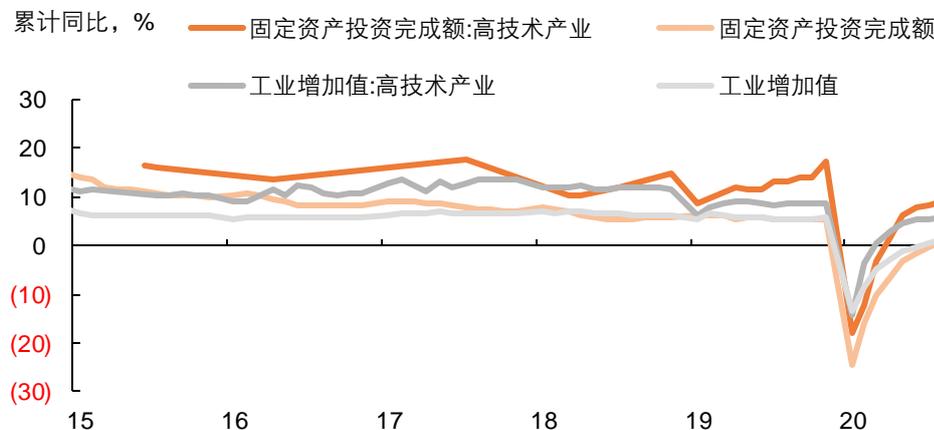


资料来源:Wind, 平安证券研究所

3、做强“大国工业”。2021年1-7月中国高技术工业增加值两年平均增速达13.1%，比工业增加值整体增速高出6.4个百分点；高技术产业固定资产投资两年平均增速达14.2%，高出整体固定资产投资增速10个百分点。在美国对我国科技领域采取战略遏制的背景下，解决“卡脖子”技术问题，从“工业大国”迈向“大国工业”，更加刻不容缓。我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，但2018年《科技日报》刊文梳理出35项“卡脖子”技术问题。“十四五”规划提出中国基础研究经费投入占研发经费投入比重达到8%左右，7月30日中央政治局会议进一步提出

“开展补链强链专项行动”和“发展专精特新中小企业”，对战略性、高技术产业的重视程度达到一个新的高度。

图表6 高技术产业增加值与投资都大幅快于平均水平



资料来源:平安证券研究所

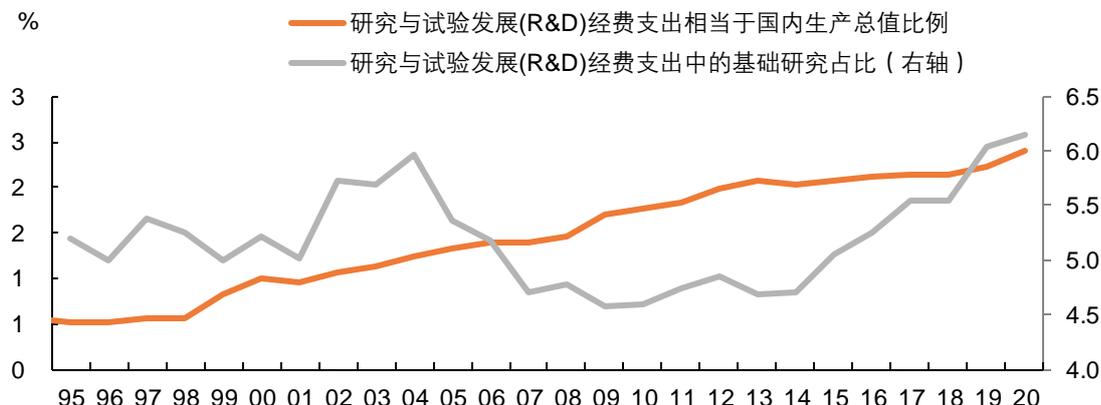
4、“碳中和”下的“大文章”。预计碳中和目标下将有百万亿级的固定资产投资需求将加快落地。碳达峰、碳中和目标的实现需要增加两大类领域的固定资产投资：一类是从减排角度，加快发展清洁能源、节能减排、绿色建筑和绿色交通，另一类是从碳吸收角度，发展技术固碳项目，中国在这方面尚处于起步阶段。根据我们此前测算，未来需投资的重点行业包括：1) 清洁能源，光伏和风电是重点，2020-2030年非水可再生能源发电装机平均每年需增长110GW。2) 制造业，未来有可能开始新一轮的压降高耗能行业新增产能，但这也会带动相关行业的设备更新需求。参考2018年供给侧结构性改革对制造业投资影响的经验，碳达峰碳中和每年可能将至少创造5500亿元的设备更新需求。3) 绿色建筑，我们测算2022年新建绿色建筑的建安投资规模达4.3万亿。4) 绿色交通，中国需在绿色交通上的投资规模预计在20万亿左右。5) 技术固碳，在不考虑技术进步带动成本下降的情况下，按目前成本区间中值估算，2050年中国碳捕集、利用与封存技术项目运营成本在2300亿到4500亿之间。

三、疫后中国经济的“新挑战”

中国经济面临的新挑战主要在于两个方面：

一是，随着中国经济发展和科学技术水平提升，技术创新从过去的利用后发优势模仿创新，逐渐进入到前沿性创新的未知领域，需要在鼓励创新方面更加有力。首先，企业技术创新的试错成本比过去更高，更需要发展风险投资，提供企业创新发展所需的金融服务。其次，加强基础研究，需要保证基础研究的长期稳定投入。2020年中国基础研究占研发总经费比重首次超过6%，而此前多年徘徊在5%左右。根据“十四五”规划和2035年远景目标纲要草案，我国将制定实施基础研究十年行动方案，基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到8%以上，但仍低于发达国家平均15%以上的水平。企业对基础科学的投入更加有待增强，可以发挥国有企业在基础研究上的领头羊作用。当然这也有赖于国企改革加快推进，形成更加有效的鼓励创新研发的制度环境。最后，更大力度地放开市场准入，推动要素市场化改革，形成公平竞争、鼓励创新的营商环境。

图表7 2019年以来中国基础研究占研发支出比重有所上升但较发达国家仍有差距



资料来源:平安证券研究所

二是，碳达峰、碳中和的“30·60”目标，带来能源产业结构转型、财政金融支持体系构建、以及货币政策操作框架的新挑战。

首先，实现“碳中和”过程中，需要淘汰部分高碳资产，从而对经济金融稳定产生若干潜在影响。根据国际能源署 (IEA) 和国际可再生能源署 (IERNA) 2017 年的测算，若从 2015 年开始，走可再生能源代替化石能源的路线，那么 2015-2050 年全球将有 10 万亿美元的资产搁浅，若延迟采取行动的时间至 2030 年，将有 20 万亿美元的资产搁浅。我国煤电产能到 2020 年还在持续增长，且煤电设备整体偏“年轻”，所面临的资产搁浅问题更加严峻。这就需要构建完善的信息披露机制，评估高碳领域存量融资的规模与风险，进而确定在企业、金融机构、政府、消费者之间分配转型成本的方式。

图表8 我国煤电设备整体偏“年轻”



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_25663



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn