

宏观动态跟踪报告

2021年中国经济：从供给冲击到需求收缩

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：

2021年中国经济成绩单出炉。

平安观点：

- **2020 新冠疫情以来中国 GDP 实现了 5.1% 的年均增长，在增长总量有所放缓的同时，结构转型特征突出。**这体现为：1) 传统稳增长动能——房地产和基建增速落后于疫情前水平；2) 与绿色转型相联系的高耗能产业成为拖累 2021 年工业生产的主要领域，而装备制造类和高技术类行业获得了比疫情前更强的增长动能；3) 疫情催生的线上类消费与疫情限制的线下类消费呈两极分化。
- **面向 2022 年，中国经济增长的动能上面临着更大考验：**一是，外需牵动着国内出口-工业生产-制造业投资的链条，2022 年出口从高景气向常态回归可能对此形成挑战。二是，2021 年 12 月房地产投资当月增速转负，呈现出失速下滑局面。从房地产销售的连续负增长来看，2022 年 1 月 17 日央行下调 MLF 和公开市场操作利率 10bp，我们认为 1 月 20 日 5 年期 LPR 报价有望同步下调 5-10bp，作为稳地产的重要一环；从房地产新开工的持续扩大跌幅来看，亟需切实加大对房企并购、房企合理融资需求的支持力度，促进开发商的预期修复，按照中央经济工作会议的要求形成“良性循环”。三是，股票市场所先行反映的是，2022 年初基建投资强势增长的预期能否落地存疑。我们认为，2022 年围绕新基建、重大项目、保障房的投资将会加速增长，一季度由于资金供给错位原因，基建投资增速有望抬升，但不宜高估其持续性和幅度。四是，居民收入增速下滑成为消费复苏更重要的约束因素。
- **我们认为，随着“双碳”政策顶层设计的出台，当前中国经济供给端的约束已缓和，从更好平衡经济增长和绿色转型、以及大宗商品价格回调改善中下游利润，这两个方面对 2022 年中国经济企稳提供支撑。但需求端除制造业投资外，对经济复苏的制约愈发明显，需要货币、财政、产业政策多措并举，避免经济进入“总需求收缩-居民消费能力下滑、企业投资意愿下降-需求进一步收缩”的下滑惯性之中。对资本市场来说，可沿着“新型稳增长”布局符合产业政策引导方向的自主可控、专精特新、数字经济成长股，债券市场则进入担忧“宽信用”显现的“鱼尾行情”，央行宣布降息后国债期货冲高回落就体现出其近期上涨乏力。**
- **风险提示：**新冠疫情恶化，监管政策超预期收紧，美联储缩表超预期等。

正文目录

一、	2021 年四季度 GDP 增长回升	4
二、	工业生产释放出更大弹性	5
三、	房地产与基建投资此消彼长	7
四、	居民收入对消费的约束增强	9

图表目录

图表 1	新冠疫情以来净出口对中国经济贡献突出	5
图表 2	2021 年四季度资本形成总额对 GDP 拖累扩大	5
图表 3	2021 年出口链条一枝独秀，传统稳增长动能式微	5
图表 4	新冠疫情以来工业增加值增速变化体现出鲜明的经济转型特征	6
图表 5	2021 年 12 月采矿业工业增加值增速再提升	7
图表 6	2021 年 12 月主要工业原材料产量增速普遍反弹	7
图表 7	2021 年 12 月房地产投资失速，基建投资增速反弹	8
图表 8	2021 年 12 月房地产开发资金来源增速全线下滑	8
图表 9	2021 年 12 月房地产销售、新开工面积增速继续负增长	8
图表 10	新冠疫情以来基建投资的行业增长分化	8
图表 11	2015 年以来我国基建投资额与资金来源之间的缺口逐年扩大	9
图表 12	2021 年线上类与线下类消费两极分化	9

2021年中国经济成绩单出炉。2020年新冠疫情以来中国GDP实现了5.1%的年均增长，在增长总量有所放缓的同时，结构转型特征突出：1)传统稳增长动能——房地产和基建增速落后于疫情前水平；2)与绿色转型相联系的高耗能产业成为拖累而装备制造类和高技术类行业获得了比疫情前更强的增长动能；3)疫情催生的线上类消费与疫情限制的线下类消费呈两极分化。

面向2022年，中国经济增长动能上面临着更大考验：一是，外需牵动着国内出口-工业生产-制造业投资的链条，2022年出口从高景气向常态回归可能对此形成挑战。二是，2021年12月房地产投资当月增速转负，呈现出失速下滑局面。从房地产销售连续负增长来看，2022年1月17日央行下调MLF和公开市场操作利率10bp，我们认为1月20日5年期LPR报价有望同步下调5-10bp，作为稳地产的重要一环；从房地产新开工持续扩大跌幅来看，亟需切实加大对房企并购、房企合理融资需求的支持力度，促进开发商的预期修复，按照中央经济工作会议的要求形成“良性循环”。三是，股票市场所先行反映的是，2022年初基建投资强势增长的预期能否落地存疑。我们认为，2022年围绕新基建、重大项目、保障房的投资将会加速增长，一季度由于资金供给错位原因，基建投资增速有望抬升，但不宜高估其持续性和幅度。四是，居民收入增速下滑成为消费复苏更重要的约束因素。

我们认为，随着“双碳”政策顶层设计的出台，当前中国经济供给端的约束已打开：更好平衡经济增长和绿色转型、大宗商品价格回调改善中下游利润，这两个方面对2022年中国经济企稳提供支撑。但需求端除制造业投资外，对经济复苏的制约愈发明显，需要货币、财政、产业政策多措并举，避免经济进入“总需求收缩-居民消费能力下滑-企业投资意愿下降-需求进一步收缩”的下滑惯性之中。对资本市场来说，可沿着“新型稳增长”布局符合产业政策引导方向的自主可控、专精特新、数字经济成长股，债券市场则进入担忧“宽信用”显现的“鱼尾行情”，央行宣布降息后国债期货冲高回落就体现出其近期上涨乏力。

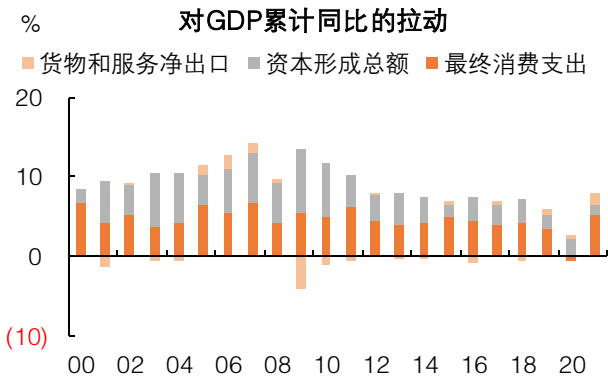
一、2021年四季度GDP增长回升

2021年中国GDP同比增长8.1%，两年平均增长5.1%。按支出法GDP来看，2021年最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动经济增长5.3个（比2020年上升5.8个百分点）、1.1个（比2020年下降1.1个百分点）、1.7个（比2020年上升1.1个百分点）百分点。但考虑两年平均增速后，最终消费支出平均仍比2019年下降1.2个百分点，资本形成总额小幅下降0.1个百分点，净出口则提升0.4个百分点。也就是说，疫情以来中国经济减速主要还是受到最终消费支出的拖累，而外需发挥了正向拉动作用。

2021年四个季度来看，一季度GDP同比增长18.3%，二季度增长7.9%，三季度增长4.9%，四季度增长4.0%；两年平均增速分别为5.0%、5.5%、4.9%和5.2%；环比折年率分别为1.2%、5.3%、2.8%和6.6%。2021年中国经济在一季度和三季度形成两个低点，一季度主要受到疫情反复后就地过年影响，三季度则受到能耗双控和房地产风险事件两大外生冲击。四季度GDP增长回升，一方面，得益于能耗双控政策执行被纠偏。10月碳达峰、碳中和顶层设计文件发布，并提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，上游工业原材料生产约束放松，中下游工业则受益于高原材料价格的回落，工业增加值当月同比连续三个月回升。另一方面，去年四季度基数下修，对于同比读数起到推动作用。2021年12月17日发布的2020年GDP最终核实数将四季度增速由6.5%调整到6.4%，减轻了去年高基数对今年同比读数的压制。不过，两年平均增速仍然反映出四季度中国经济的温和回升。

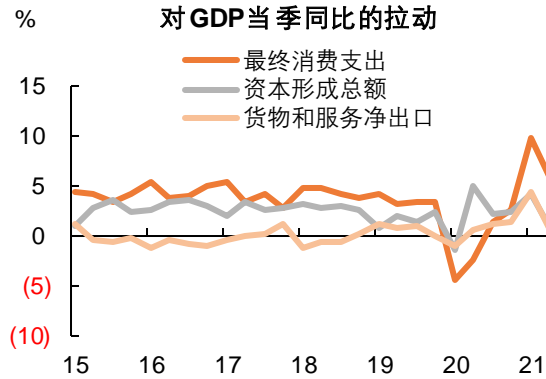
从支出法GDP的动向来看，四季度资本形成总额对GDP的拉动进一步下滑至-0.5%，为2015年以来次低（最低是2020年一季度），净出口的拉动保持在1%，最终消费支出拉动回落至3.4%。外需对中国经济的拉动较为稳定，而资本形成方面受到房地产投资放缓拖累较大，消费增长乏力的问题对2022年中国经济更多依靠内循环提出挑战。

图表1 新冠疫情以来净出口对中国经济贡献突出



资料来源: Wind,平安证券研究所

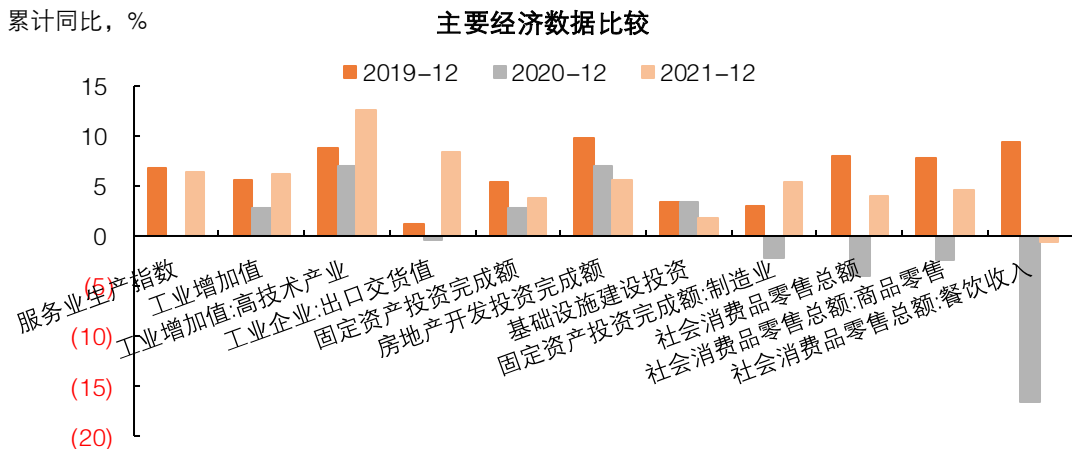
图表2 2021年四季度资本形成总额对GDP拖累扩大



资料来源: Wind,平安证券研究所

从主要经济数据来看, 2021年各项经济指标普遍在2020的低基础上进一步修复, 只有房地产投资和基建投资是两个例外。这两大传统稳增长动能在2021年均呈现增速下滑, 且两年平均增速显著低于疫情之前的2019年水平: 房地产投资两年平均增速从2019年的9.9%下滑到5.7%; 基建投资两年平均增速从3.3%下滑到1.8%。而两年平均增速超过疫情之前水平的分别是: 工业增加值(尤其是高技术产业)、出口交货值、制造业投资。这其中的一大引擎是外需强劲, 带动了国内工业生产和制造业投资; 此外, 国内绿色转型和技术攻坚对制造业投资起到撬动作用。疫情影响下, 商品、餐饮消费和服务业生产均尚未恢复到疫情前增速, 但需要注意到社会消费具有“不可回补性”, 采用两年平均增速会低估消费恢复的形势。不过, 从2021年以来社会消费品零售总额的两年平均增速一直未有进一步上升来看, 仍可得出消费复苏乏力的结论。

图表3 2021年出口链条一枝独秀, 传统稳增长动能式微



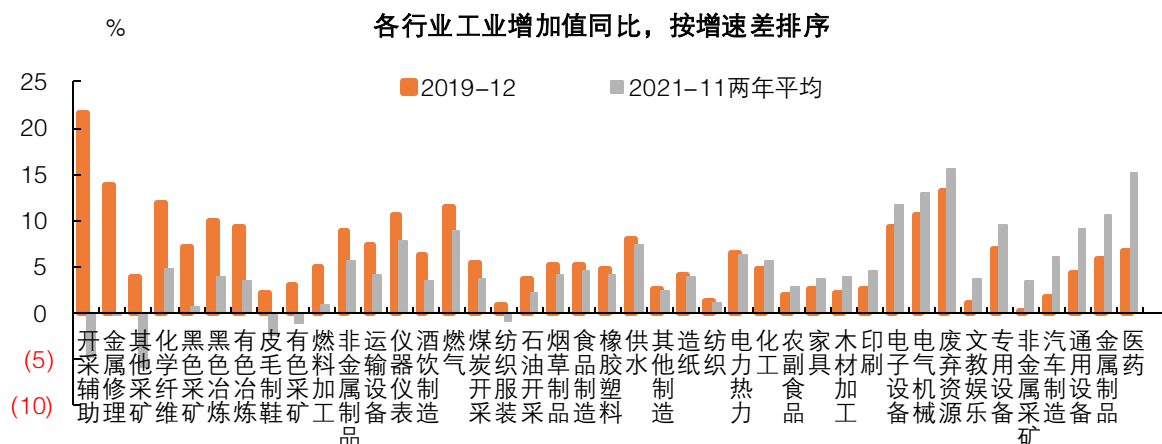
资料来源: Wind,平安证券研究所; 注: 2021为两年平均增速

二、工业生产释放出更大弹性

2021年工业增加值同比增长9.6%, 两年平均增长6.1%, 小幅高于2019年的5.7%。其中, 高技术产业增长18.2%, 装备制造业增长12.9%, 电热水供应业增长11.4%, 制造业增长9.8%, 以上均高于整体工业增加值; 而采矿业增长5.3%, 与绿

色转型相联系的高耗能产业成为拖累 2021 年工业生产的主要领域。细分行业来看，采用目前数据齐全的 2021 年 11 月分行业累计同比增速与 2019 年相比：黑色、有色金属采矿和冶炼业、化纤、非金属制品、石油煤炭等燃料加工、燃气和煤炭开采、皮毛制鞋、铁路航空运输设备、仪器仪表、酒饮制造等与绿色转型相关的、受疫情严重影响的行业，工业增加值两年平均增速显著落后于疫情前。而医药、金属制品、通用和专用设备、非汽车制造、金属采矿、文教娱乐、电器机械、电子设备等，即装备制造类和高技术类行业，工业增加值两年平均增速已显著超过疫情之前。

图表4 新冠疫情以来工业增加值增速变化体现出鲜明的经济转型特征

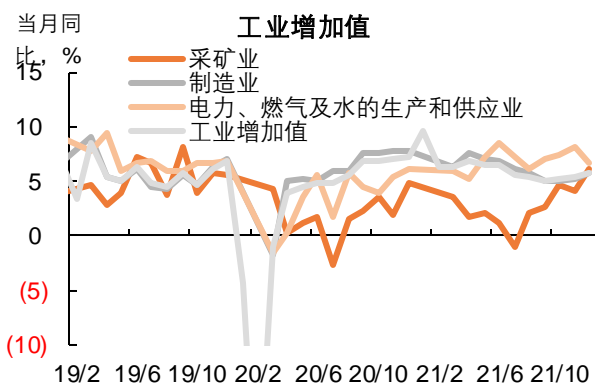


资料来源: Wind,平安证券研究所

从 2021 年 12 月工业增加值和服务业生产指数动向来看，工业生产延续“小回温”，但服务业生产受国内疫情反复拖累。12 月规模以上工业增加值同比增长 4.3%，比上月进一步加快 0.5 个百分点；两年平均增速为 5.8%，比上月加快 0.4 个百分点，均为连续第三个月温和回升。12 月工业产销率同比从上月 -1.4% 回升到 -0.4%，体现工业需求温和好转。12 月工业增加值的持续恢复，得益于“双碳”政策执行纠偏，以及由此带来上游原材料价格高位回落，上游和中下游工业生产均释放出弹性，使得工业生产获得了更强韧性。12 月服务业生产指数同比回落 0.1 个百分点至 3%，两年平均增速回落 0.2 个百分点至 5.3%，均为连续第二个月温和回落，国内疫情多点爆发再度对服务业形成压制。

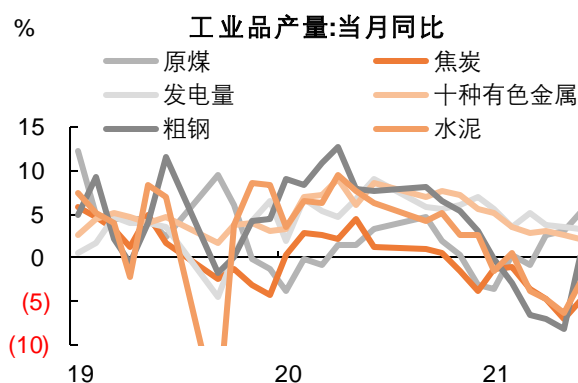
2021 年 12 月采矿业对工业增加值的拉动再增强，制造业的拉动连续第二个月温和回升，而电热水供应业增速高位有所回落。12 月采矿业当月同比的两年平均增速进一步抬升 2 个百分点至 6.1%，为 2020 年以来最高。从主要工业原材料产量的大面积反弹也可验证这一点：此前增速持续下挫的粗钢、水泥、焦炭产量的两年平均增速，12 月均显著反弹，原煤产量增速也呈进一步上扬。此外，12 月计算机、金属切削机床、汽车产量的两年平均增速也呈进一步上扬，体现缺芯问题可能有了更明显缓解，也有利于工业生产弹性的释放。

图表5 2021年12月采矿业工业增加值增速再提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021为两年平均增速

图表6 2021年12月主要工业原材料产量增速普遍反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021为两年平均增速

三、 房地产与基建投资此消彼长

2021年制造业投资在固定资产投资中“一枝独秀”。2021年全国固定资产投资(不含农户)同比增长4.9%，相比2020年的2.9%显著回升；但两年平均增速3.9%，仍显著不及2019年的5.8%。其中：**房地产开发投资**同比4.4%，2020年为7%；两年平均增速5.7%，比2019年的9.9%大幅下滑。房地产投资自2021年6月以来持续下滑，恒大事件是个导火索，而房地产融资“三条红线”、房地产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的政策叠加影响，是其根本原因。**基建投资**同比0.2%，2020年为3.4%；两年平均增速1.8%，比2019年的3.3%回落。采用数据较齐的2021年11月基建各行业固定资产投资累计同比与2019年对比：疫情以来，基建投资在电力热力、仓储，管道、航空、水上运输、水利管理业上加快增长，分别体现绿色转型、补短板 and 重大工程项目建设进展；而在公共设施管理、道路运输、生态环境保护、燃气和水的生产供应业方面，投资明显减速，体现传统基建的发展开始减速，并成为影响基建投资走向的主导力量。**制造业投资**同比13.5%，相比2020年-2.2%大幅加速；两年平均增速5.4%，也比2019年的3.1%显著回升。制造业投资得益于出口的持续高景气，以及货币政策对制造业中长期贷款的针对性支持，此外新一轮产能周期的启动也对制造业投资提供了根本动能。

从2021年12月固定资产投资的动向来看，基建投资当月同比显著提速，与房地产投资当月同比失速下滑，形成新的“跷跷板”。12月基建投资的两年平均增速从上月-0.9%大幅反弹至4%，为2021年3月以来最高；而房地产投资的两年平均增速从3%下挫至-3%，为2016年以来最低，两大传统增长动能互为消长。制造业投资的两年平均增速基本稳定在11%，保持了增长势头。

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_36257

