

## 中国经济形势再思考

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI1586@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：国内疫情好转，近日稳增长政策相继落地，中国经济逐步回归常态。

## 平安观点：

- 一、随着国内疫情不断好转，疫情对中国经济的冲击也有所缓和。从高频数据看，整车货运流量指数正逐步向历史同期水平回归，5月开工率指标也多数回暖。中国经济的“至暗时刻”大概率已过，往后看，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，以汽车为主要抓手的促消费政策落地，都将支撑中国经济筑底、企稳，我们预计二季度我国GDP同比增速在0-1%。
- 二、我国经济面临的内外部风险和挑**战**。**第一**，稳就业难度上升。疫情冲击下，3月开始中国稳就业的压力增大，4月情况更是不容乐观，5月就业恢复也落后于整体经济的恢复。**第二**，出口增速较快回落。中国出口数量已呈现负增长，除了疫情的短期影响外，也和其他外向型经济体生产能力恢复挤占中国出口份额、欧美等发达经济体商品消费需求回落有关。**第三**，消费内生性恢复动力不足，压制因素包括疫情、中国家庭部门偿债压力较大、经济和就业市场不确定性上升后预防性储蓄增加。**第四**，制造业投资面临放缓压力。三重压力未减，制造业投资的内生动能已然趋弱。**第五**，地产产业链仍然低迷。去年监管叠加的冲击仍在演绎，疫情又对房地产销售、拿地和施工都产生了较大拖累，4月房地产数据全线下滑。**第六**，结构性通胀风险抬头。油价和粮价上涨带来输入性通胀压力，加之黑色商品仍有涨价风险、PPI向CPI传导的风险上升、新一轮猪周期渐行渐近，中性情形下预计三季度CPI同比将升破3%。**第七**，财政收支压力加大。今年前4个月赤字使用进度较快，疫情对公共财政收支两端都有影响，掣肘了后续财政发力空间。
- 三、逆周期调节的相关政策建议。**第一**，加快落实6方面33项稳增长举措。**第二**，着力解决基建项目融资难题。信贷额度不是拖累商业银行对基建信贷支持的主因，金融机构市场化考核和地方政府为基建项目配套融资的意愿不足影响更大。可探讨更注重专项债资金对接项目的综合账、发行特别国债对接基建项目。**第三**，为增量财政工具做准备，三季度可能发行万亿规模的特别国债。**第四**，货币政策总量与结构并重。在保持流动性合理充裕、积极推进宽信用的同时，为经济薄弱环节提供更多的定向支持。**第五**，房地产调控从实际出发支持优化。包括加强金融政策对房地产领域的支持力度、鼓励各地从实际出发畅通房地产“销售-拿地-新开工”链条、进一步优化商品房预售资金监管政策、有序化解民营房企的信用风险等。**第六**，做好高校毕业生和服务业从业人员等重点人群的稳就业工作。**第七**，抓好粮食生产、保障能源供应和稳定产业链，以此来稳物价。

# 正文目录

<b>一、 当前经济形势分析</b> .....	<b>4</b>
1、疫情对经济的冲击有所缓和 .....	4
2、中国经济的“至暗时刻”大概率已过 .....	4
3、二季度经济大概率实现正增长 .....	5
<b>二、 我国经济面临的内外部风险和挑战</b> .....	<b>5</b>
1、稳就业难度上升 .....	5
2、出口增速较快回落 .....	6
3、消费内生性恢复动力不足 .....	6
4、制造业投资面临放缓压力 .....	7
5、地产产业链仍然较弱 .....	8
6、结构性通胀风险抬头 .....	9
7、财政收支压力加大 .....	9
<b>三、 政策建议</b> .....	<b>10</b>
1、加快落实 6 方面 33 项稳增长举措 .....	10
2、着力解决基建项目融资难题 .....	10
3、为出台增量财政工具做准备 .....	11
4、货币政策总量与结构并重 .....	11
5、房地产调控从实际出发支持优化 .....	12
6、做好重点人群的稳就业工作 .....	13
7、稳物价的相关政策建议 .....	14

## 图表目录

图表 1	整车货运流量指数正向历史同期水平回归 .....	4
图表 2	主要高频生产指标在 5 月均环比回升 .....	4
图表 3	6 月至今新增本土确诊病例数整体处于低位 .....	5
图表 4	5 月下旬开始水泥工厂总库存开始下降 .....	5
图表 5	近年各月的 16-24 岁就业人员调查失业率 .....	6
图表 6	从 PMI 分项指数看，非制造业就业恢复较慢 .....	6
图表 7	中国出口数量已经出现负增长 .....	6
图表 8	海外制造业 PMI 下降印证中国的外需正走弱 .....	6
图表 10	主要国家 2021 年三季度家庭部门偿债负担对比 .....	7
图表 11	主要国家 2021 年三季度家庭部门偿债比率对比 .....	7
图表 12	经济政策不确定性指数升至历史高位 .....	8
图表 13	工业企业成本攀升，挤压营收利润率 .....	8
图表 14	10Y 国债收益率和国房景气指数有较强同步性 .....	8
图表 15	5 年期 LPR 报价相比 1 年期首次缩窄 .....	8
图表 16	2022 年下半年新一轮猪周期或将开启 .....	9
图表 17	对比来看，今年赤字使用进度较快 .....	10
图表 18	今年 1-4 月政府性基金收、支进度差为负 .....	10
图表 19	2022 年 3-4 月的公共财政支出分项同比 .....	10
图表 20	2021 年以来各月 Wind 口径城投债净融资额 .....	10
图表 21	CME 数据显示，( 假设 6 月和 7 月均加息 50bp ) 9 月加息 50bp 的概率由 40% 以下升至 60% 以上 .....	12
图表 23	2022 年高校毕业生占到新增就业目标的 97.8% .....	13
图表 24	2019 年专科院校扩招对应今年高校毕业生大增 .....	13

国内疫情形势逐渐好转，各项稳增长政策陆续落地，中国经济已走过“至暗时刻”。但中国经济仍面临着内外部约束，各增长动能的修复也是分层次的。本报告延续《对当前宏观经济形势的若干思考》、《当前中国经济的新趋势、新动态》的风格，结合最新情况，集中分析当前的中国经济形势，阐释复苏面临的风险挑战，并就宏观逆周期调控提出相关政策建议。

## 一、当前经济形势分析

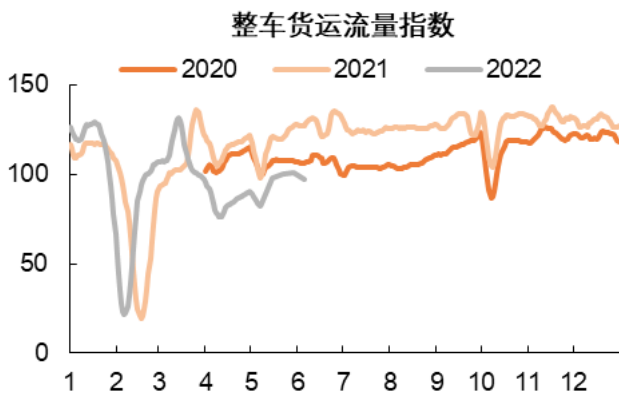
### 1、疫情对经济的冲击有所缓和

5月以来，随着国内疫情的不断好转，疫情对中国经济的冲击也有所缓和。从已经公布的PMI数据来看，5月制造业PMI环比回升2.2至49.6，高于3月的49.5；非制造业商务活动指数环比回升5.9至47.8，略低于3月的48.4；综合PMI产出指数回升5.7至48.4。

制造业供需同步恢复，生产端恢复情况好于需求端。5月PMI环比回升2.2，其中生产、新订单指数环比分别回升5.3、5.6至49.7、48.2，均较4月有明显回暖。与3月绝对水平相比，目前生产指数已高于3月，而新订单指数仍低于3月0.6，即生产端的恢复情况好于需求端。非制造业景气程度有所改善。5月非制造业商务活动指数为47.8，环比回升5.9。其中，服务业景气水平明显反弹，5月服务业PMI商务活动指数为47.1，较上月反弹7.1，从绝对水平来看已高于3月的46.7；不过，建筑业景气程度进一步下滑，5月建筑业商务活动指数为52.2，较上月继续下降0.5，降至疫情以来新低，整体扩张速度继续放缓。

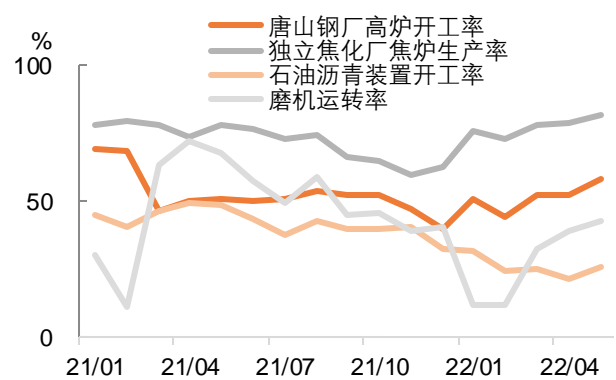
从高频数据来看，整车货运流量指数正逐步向历史同期水平回归。5月开工率指标也多数回暖，其中黑色商品相关的唐山高炉开工率、焦化企业开工率较4月末分别提升5.6、2.8个百分点；基建相关的石油沥青装置开工率、磨机运转率较4月末分别提升5.2、3.4个百分点。与经济活动相关的九大城市地铁客运量环比回升10.2%，螺纹钢、电解铝、铁矿石、焦煤等工业品库存亦持续回落。

图表1 整车货运流量指数正向历史同期水平回归



资料来源：G7 物联,平安证券研究所

图表2 主要高频生产指标在5月均环比回升



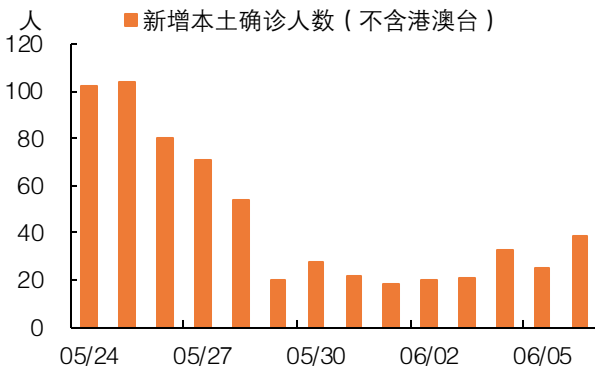
资料来源：Wind,平安证券研究所

### 2、中国经济的“至暗时刻”大概率已过

中国经济的“至暗时刻”大概率已过，6月经济预计将加速修复。5月以来，国内疫情加速好转，新增确诊病例数不断下降。6月1日起此前疫情较为严重的上海全面恢复正常生产生活秩序，北京的封、管控区开始陆续解封，进入动态清零阶段。生产恢复后，此前在疫情影响下积压的订单也有赶工需求。进入6月后，建筑施工企业将进入年中阶段性考核期，叠加7-8月高温多雨不利于施工，房地产和基建项目或将在6月出现“赶工潮”。从高频指标看，5月下旬开始，水泥库存出现见顶回落迹象，6月3日当周水泥库存较上周下降了3.0%。

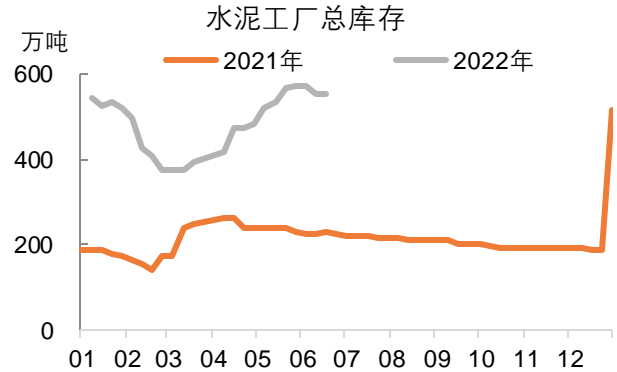
5月23日，国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，涉及财政、金融、消费、投资等共6方面33项。随后，5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电话会议，直达区县一级，要求相关措施尽快落地，确保二季度经济实现合理增长、失业率下降。往后看，随着上述措施的逐步落地实施，中国经济将加速回归常态。

图表3 6月至今新增本土确诊病例数整体处于低位



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 5月下旬开始水泥工厂总库存开始下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

### 3、二季度经济大概率实现正增长

展望二季度，随着疫情冲击减弱，以及更多稳增长政策落地，中国经济仍有较大概率实现正增长。6月1日举行的国常会提出“加快稳经济一揽子政策措施落地生效”。除中央层面的稳增长政策外，前期受疫情影响较大的北京、上海、广东等地亦出台了多项措施以稳定经济。往后看，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，以汽车为主要抓手的促消费政策落地，都将支撑中国经济筑底、企稳，我们预计二季度我国GDP同比增速在0-1%。

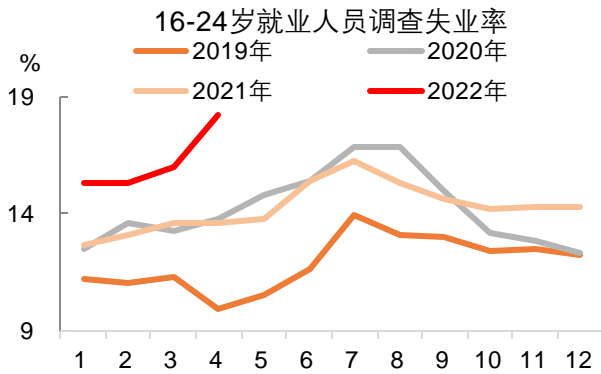
## 二、我国经济面临的内外部风险和挑战

### 1、稳就业难度上升

疫情冲击下，3月开始中国的稳就业压力增大，4月情况更是不容乐观。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。而4月城镇调查失业率达到6.1%，比去年同期高1个百分点，这是2018年公布数据以来，仅次于2020年2月（为6.2%）的次高点。4月31个大城市调查失业率为6.7%，比疫情最严重的2020年2月高了1个百分点，多个城市防疫升级，令就业压力快速上升。16-24岁人口失业率从3月的16.0%进一步升高至18.2%，年轻人找工作的挑战更大。

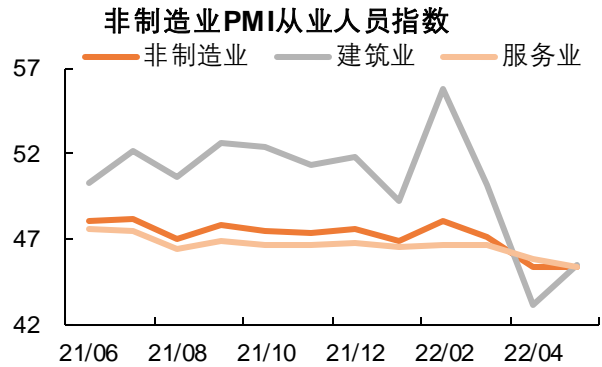
5月经济整体虽有所复苏，但就业恢复情况仍不乐观。从5月PMI数据来看，制造业PMI从业人员指数仅小幅回升0.4至47.6，与3月的48.6相比仍有一定差距；服务业从业人员指数环比继续下降0.5至45.3，为疫情以来新低。服务业作为我国吸纳就业的“主力”，服务业就业情况不佳，表明我国整体稳就业压力依然较大。上述情况表明，疫情冲击过后，**就业恢复落后于整体经济的恢复。**

图表5 近年各月的16-24岁就业人员调查失业率



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 从 PMI 分项指数看, 非制造业就业恢复较慢

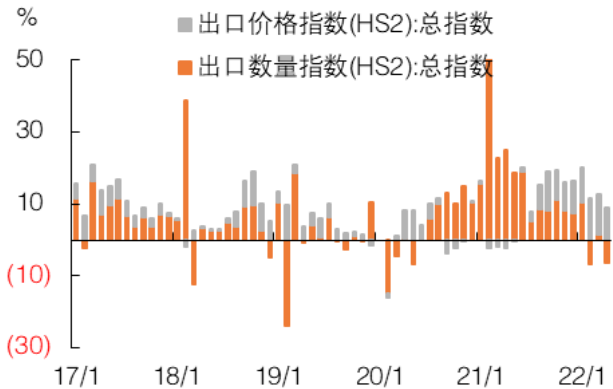


资料来源: Wind,平安证券研究所

## 2、出口增速较快回落

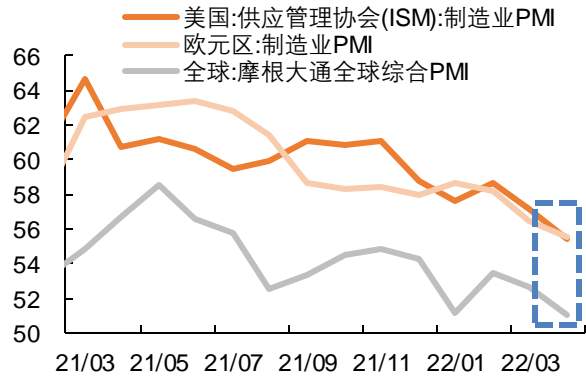
4月出口增速大幅回落后, 5月外需并未出现快速恢复。今年4月以美元计价的出口同比为3.9%, 较3月14.7%的同比增速大幅回落, 降至2020年7月以来最低值。从5月制造业PMI数据来看, 代表外需的新出口订单指数仅回升4.6至46.2, 与3月相比仍有1.0的差距, 为2020年下半年以来次低点。5月外需恢复较慢, 或表明美欧等发达经济体需求开始出现减弱迹象。从海外制造业景气水平来看, 5月美国ISM制造业PMI初值环比下滑2.2至57.2, 而里奇蒙德联储制造业指数更是降至-9.0, 为2020年6月以来最低值; 欧元区制造业PMI同样环比下降1.1至54.4, 为2021年以来最低值。并且, 此前出口接单旺季受阻也可能抑制我国出口恢复动能。总的来看, 外需恢复较慢或反映出我国出口面临的下行压力正在加重。

图表7 中国出口数量已经出现负增长



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 海外制造业 PMI 下降印证中国的外需正走弱

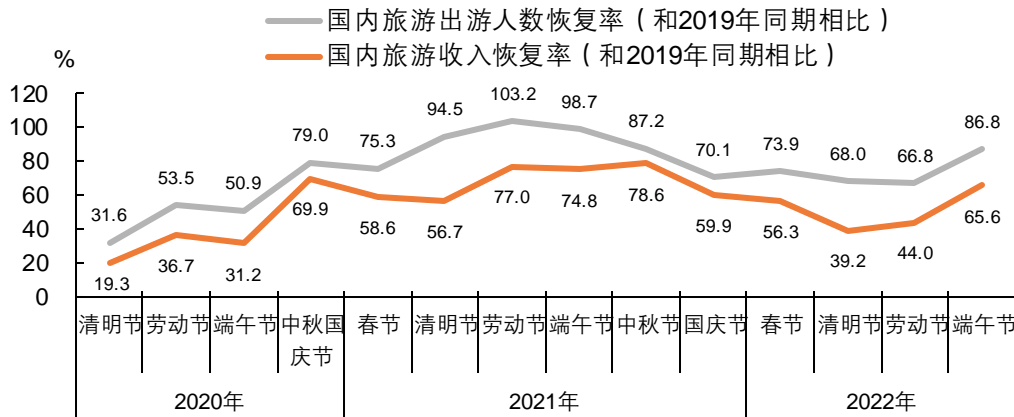


资料来源: Wind,平安证券研究所

## 3、消费内生性恢复动力不足

4月社会消费品零售总额同比下降11.1%, 其中餐饮收入同比下降22.7%。今年“五一”假期, 全国铁路旅客发送量和电影票房收入同比跌幅都超过八成。根据文化和旅游部数据中心的测算, 今年“五一”假期国内旅游出游人次和收入分别同比下降30.2%、42.9%。因国内疫情好转, 端午节假期全国铁路旅客发送量同比下降44.5%, 国内旅游出游人次和收入分别同比下降10.7%、12.2%。和2019年同期相比, 2022年主要节日的国内旅游出游人次和收入的恢复率, 整体仍低于2021年相同节日的恢复率。

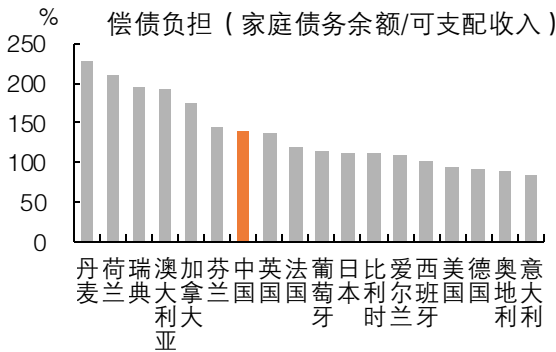
图表9 2020年以来主要节日的国内旅游出游人次和收入的恢复率（均和2019年同期相比）



资料来源:wind,平安证券研究所

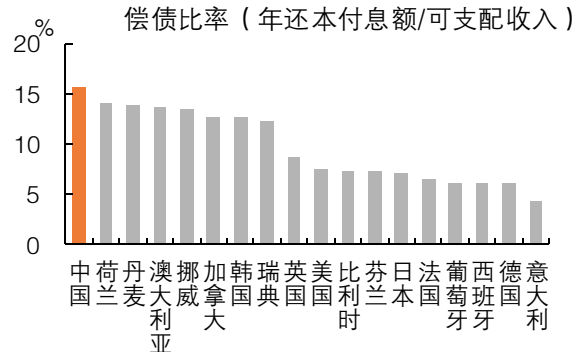
疫情后国内消费低迷，且内生性恢复动力不足，主要受到三方面因素影响：一是，疫情压制消费场景，今年4月社消和“五一”假期消费同比大跌就与此有关，端午节假期消费也受到了一定影响；二是，中国家庭部门的实际偿债压力高于美英德法日等主要发达国家，压制消费能力。2021年三季度中国居民部门的债务余额/可支配收入为140.3%、还本付息额/可支配收入为15.6%，两个偿债指标都高于美英德法日等主要发达国家；三是，经济和就业的不确定性上升，居民预防性储蓄增加，影响消费意愿。今年一季度央行城镇储户问卷调查“更多储蓄占比”创2002年有统计以来的新高。

图表10 主要国家2021年三季度家庭部门偿债负担对比



资料来源: Wind, BIS, 平安证券研究所

图表11 主要国家2021年三季度家庭部门偿债比率对比

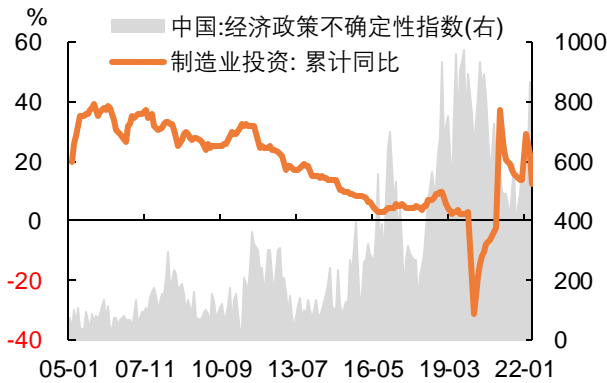


资料来源: Wind, OECD, 平安证券研究所

#### 4、制造业投资面临放缓压力

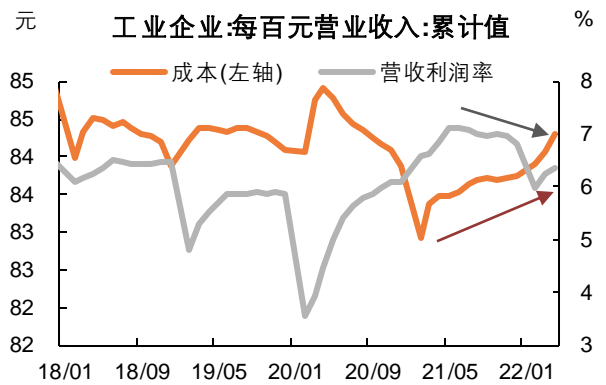
三重压力未减，制造业投资增速面临放缓压力。一是，需求较快收缩，尤其是来自出口和地产的订单需求。出口相关行业对2021年制造业投资的贡献较高，出口回落对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。房地产投资对非金属矿物和黑色金属冶炼加工影响较大，这两个行业是2021年制造业投资增量的重要来源。二是，预期尚未扭转。国内疫情风险抬头、外部形势复杂多变下，中国经济政策不确定性指数3月快速蹿升，4月仍处于2000年以来高位。5月制造业PMI中生产经营活动预期指数仅小幅回升0.6至53.9，较疫情前仍有一定差距，且小型企业信心修复更加缓慢。三是，供给冲击加剧。一方面，疫情防控压力加重，对于物流、供应链产生较严重的负面冲击。另一方面，输入性通胀压力加大，企业原材料成本再度抬升。

图表12 经济政策不确定性指数升至历史高位



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 工业企业成本攀升, 挤压营收利润率



资料来源: Wind,平安证券研究所

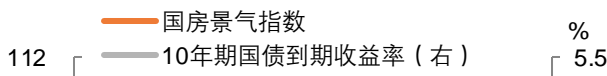
### 5、地产产业链仍然较弱

2021年四季度, 房地产调控政策开始持续放松。各部门积极调整房地产相关政策, 多地在“因城施策”框架下松绑, 通过调降房贷利率、降低首付比例、松绑限售限购政策等支持居民住房贷款需求, 通过适度放宽参与条件、修改竞拍规则、推出更多优质地块等方式在土地供应方面给予房地产企业更多利润空间。

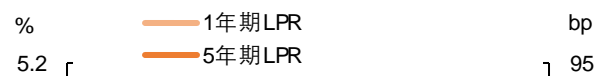
但截至4月, 房地产相关数据仍在持续放缓。销售方面, 商品房销售面积和金额的当月同比, 分别从3月的-17.7%和-26.2%, 下滑到4月的-39.0%和-46.6%。土地购置面积当月同比, 从3月的-41.0%下跌到-57.3%。投资方面, 房地产新开工面积和投资完成额的单月同比, 分别从3月的-22.3%、-2.4%, 下滑到4月的-44.2%、-10.1%。疫情对房地产销售、拿地和施工都产生了较大冲击。

历史数据显示, 10年期国债收益率和国房景气指数有较强的同步性, 房地产业是中国目前最重要的信用加速器, 信用周期企稳回升有赖于房地产业见底。因此, 房地产调控大的趋势是继续放松, 降低房贷利率是其中的重要一环。5月15日, 人民银行、银保监会发布通知, 对于贷款购买普通自住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率下限由相应期限的LPR, 调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20个基点。5月20日, 5年期以上LPR调降15个基点至4.45%, 降幅创历史最大, 且较1年期LPR报价利率的息差首次收窄。

图表14 10Y国债收益率和国房景气指数有较强同步性



图表15 5年期LPR报价相比1年期首次缩窄



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\\_42724](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42724)

