

GDP 增速显放缓 稳增长政策待发力

当前经济形势与增长预判

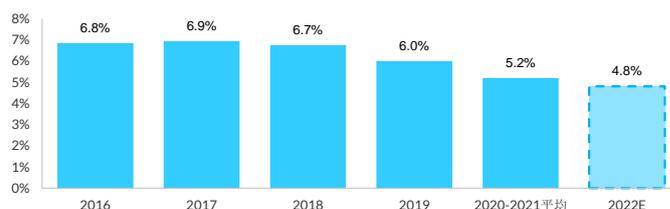
在经济增速明显放缓，房地产销售与投资活动大幅下滑，居民部门杠杆高企、消费增长乏力、疫情挥之不去导致预期转弱的严峻形势下，以及 2022 年即将召开中国共产党第二十次全国代表大会的特殊背景下，惠誉博华预计，“稳字当头、稳中求进”将成为 2022 年全年贯串中央政府与各级地方政府经济工作的基调，积极的货币政策与财政政策以及诸多重要的稳增长政策或将鱼贯而出，基础设施将成为稳增长的重要抓手，旨在缓和、扭转当前房地产行业大幅下行的调整政策在 2022 年上半年将陆续推出，保守预测 2022 年中国 GDP 增长 4.8%。

惠誉博华

2021 年中国经济增速耀眼，在低基数效应下 GDP 同比增长 8.1%，两年平均增长 5.2%，成为全球经济增长最快国家之一，但也无法忽视中国经济发展正面临外部环境更趋复杂、严峻和不确定，国内市场消费增长乏力、房地产投资下滑明显等不利因素。对此，2021 年 12 月召开的中央经济工作会议明确指出，“在充分肯定成绩的同时，必须看到中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。近期，新冠病毒 Omicron 变异毒株借助其超强的传染性，已由国外迅速蔓延至国内，虽然有数据显示其重病率与死亡率均显著低于先前毒株，但在“动态清零”政策下，疫情不休必然加剧“三重压力”，尤其对内需冲击更甚，GDP 增速必将受到拖累。

实际上，从 GDP 季度增速来看，2021 年 1 季度至 4 季度 GDP 同比增速分别为 18.3%、7.9%、4.9%和 4.0%，下行势头明显。此外，通过对比疫情前 2019 年和 2021 年各季度环比增速折年率，不难发现，2021 年第 1 和 3 季度的环比折年率均显著低于 2019 年 GDP 增长 6%的水平。

GDP 增速



资料来源: Wind, 惠誉博华

GDP 环比折年率



资料来源: Wind, 惠誉博华

分析师



常海中
+ 86 (10) 5663 3870
haizhong.chang@fitchbohua.com



刘濛洋, CPA, FRM
+ 86 (10) 5663 3875
mengyang.liu@fitchbohua.com

展望 2022 年中国经济，在经济增速明显回落，房地产销售与投资活动大幅下滑，居民部门杠杆高企、消费增长乏力、疫情挥之不去导致预期转弱的严峻形势下，以及 2022 年即将召开中国共产党第二十次全国代表大会的特殊背景下，惠誉博华预计，“稳字当头、稳中求进”将成为 2022 年全年贯串中央政府与各级地方政府经济工作的基调，积极的货币政策与财政政策以及诸多重要的稳增长政策或将鱼贯而出，保守预测 2022 年中国 GDP 增长 4.8%。

消费

2021 年，中国社会零售品总额同比增长 12.5%，扣除价格因素后的实际增速高出 GDP 增速 2.6 个百分点，最终消费支出对经济增

长的贡献率超过 60%。不过，2020 年、2021 年两年消费平均增速仅为 3.9%，显著低于疫情前水平。2021 年下半年以来，消费增速逐级走低，12 月当月社会消费品零售总额同比增速降至 1.7%，扣除物价上涨后接近于零增长。

社会消费品零售总额同比



资料来源: Wind, 惠誉博华

2021 年社会消费品零售总额月度同比



资料来源: Wind, 惠誉博华

消费乏力主要源于以下因素: 首先, 居民部门杠杆持续抬升, 2021 年 9 月末已达到 62.1%, 不仅明显高于新兴经济体, 而且已逼近发达经济体水平, 居民还本付息压力较大, 对消费产生“挤出效应”。其次, 就业数据疲软和居民收入增速放缓导致居民消费能力与意愿下降。就业数据显示, 2021 年 9 月以来劳动力市场就业吸纳能力开始下降, 各月城镇新增就业人数均低于近 5 年同期水平。受就业偏弱影响, 加之疫情散点爆发扰动, 全国居民名义收入两年平均增速持续滑落至 6.9%, 显著低于疫情前水平。

全国居民人均可支配收入累计同比



资料来源: Wind, 惠誉博华

消费主要受现实收入以及收入预期的影响, 倘若不能保持经济增长, 推动居民收入持续增加, 进而塑造居民对未来收入增长的乐观预期, 那么实现消费增长就会成为无源之水、无本之木。鉴于消费可能成为 2022 年 GDP 增长的拖累项而非拉动项, 实施积极扩张的宏观政策显得十分必要, 短期内只有如此, 方可提高就业和增加居民收入, 进而刺激消费增长。

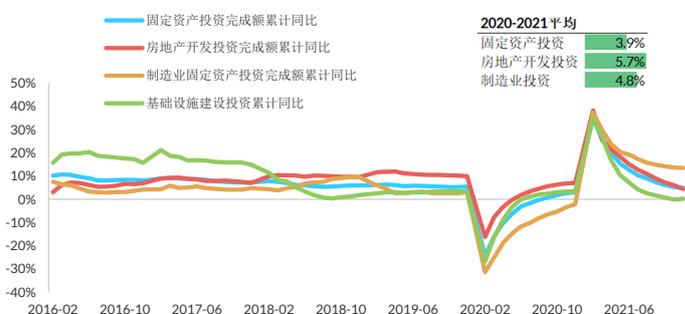
投资

2021 年, 固定资产投资同比增长 4.9% (两年平均增速 3.9%), 增速低于消费和经济增速, 大幅落后于出口增速。分项来看, 2021 年房地产开发投资增长 4.4% (7.0%/2020 年), 商品房销售面积增长 1.9% (2.6%/2020 年), 受“三道红线”、“贷款集中度管理”以及各地政府竞相对房企预售资金加强监管等因素叠加影响, 下半年以来大量房企集中出现流动性困境, 债务违约频发, 持续收缩战线, 12 月房地产开发投资完成额进一步下滑, 单月同比骤降 14%。

在疫情得到有效控制后, 由于经济复苏迅速, 无需仰仗基础设施投资刺激经济, 因而 2021 年基础设施投资 (不含电力等) 增速仅为 0.4%, 全口径的基础设施投资增速微升 0.2%, 与上年基本持平。不过, 随着 2021 年第 4 季度经济明显放缓, 在“稳字当头、稳中求进”成为政府经济工作基调下, 基础设施投资终于在 12 月逆转

了连续七个月的同比下滑势头, 开始发力, 同比增长 3.8%, 较前值劲升约 11 个百分点。

固定资产投资增速



资料来源: Wind, 惠誉博华

2021 年制造业投资在固定资产投资领域里一枝独秀, 同比增长 13.5%, 两年平均增长 4.8%。制造业投资快速增长正是国家鼓励和扶持制造业发展, 出口尤其是机电产品出口迅速增长带来的结果。预计今后中国在由制造业大国向制造业强国转型过程中, 制造业投资 (尤其是高端制造业投资) 将继续保持较快增长。

惠誉博华认为, 2022 年房地产投资可能不尽人意, 增速至多勉强维持在零上方, 基础设施投资增加将显著加快, 制造业投资继续保持良好增长趋势, 固定资产投资将成为经济“稳增长”的重要驱动因素。

净出口

2021 年, 出口贸易对中国经济增长可谓厥功至伟, 出口金额高达 33,640 亿美元, 同比增长 29.9%, 创下 2010 年以来最高增速, 进口额达 26,875 亿美元, 同比增长 30.1%。全年贸易顺差规模在 6764.3 亿美元, 再创历史新高, 同比增长 29%。出口高速增长主要得益于中国疫情防控有力, 产业链基本完善无损, 在海外供应链遭受疫情沉重打击后, 可迅速弥补市场缺口, 承担起全球供应中心角色。

进出口金额及增速

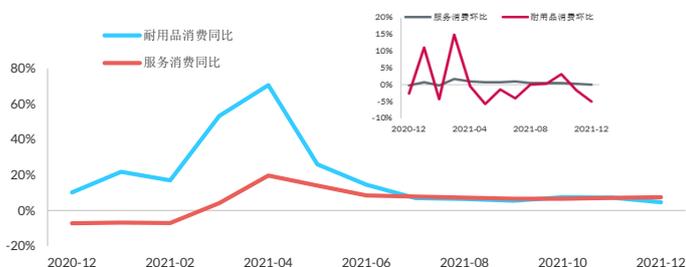


资料来源: Wind, 惠誉博华

惠誉博华认为, 2022 年中国出口增速在高基数效应下大概率会回落到个位数。主要原因如下: 首先, 2020 年年初疫情爆发以来, 美、欧等发达经济体向居民发放了多轮巨额家庭补贴, 当前基本均已停止发放, 叠加货币政策开始收紧, 这无疑将影响居民消费支出能力; 其次, 过去一两年囿于疫情, 海外服务消费大大萎缩, 居民消费更多集中在耐用品购买, 但考虑到其与生俱来的耐用性, 购买了耐用品的消费者并不需要很快就升级换代。而且, 中国出口要在 2021 年的水平上再有增长, 这种大笔消费就必须加码, 而非仅仅重复, 因此美、欧等发达经济体耐用品消费增速将面临下

滑；第三，随着疫苗接种率持续提高，疫情对生产的影响逐步减弱，美、欧和东南亚的供应链正日渐好转，部分订单将回流这些国家和地区。

美国个人消费支出季调增速



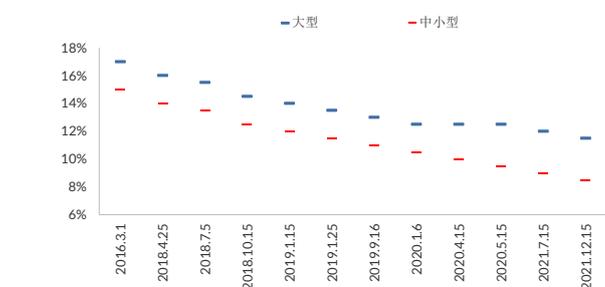
资料来源: Wind, 惠誉博华

稳增长政策

当下必须正视中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，在疫情反复扰动下，消费乏力、投资不振、出口高速增长难以为继，2022年，为稳定经济而实施积极的货币政策与财政政策并配合多领域的稳增长措施将显得十分必要和迫切。实际上，各个方面和层次的稳增长政策或已陆续推出、正在发力，或尚在酝酿之中。

货币政策: 2021年第4季度以来，面对经济增速下滑，中国央行已实施积极的货币政策，如12月全面降准50bp、下调一年期LPR利率5bp，2022年1月，先是下调OMO和MLF利率各10bp，之后跟随下调一年期LPR10bp、五年期LPR5bp。与此同时，央行表态也颇为积极。1月18日，央行副行长刘国强明确表示：“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”、“增强信贷总量增长的稳定性，引导金融机构有力扩大信贷投放”、“金融部门不但要迎客上门，还要主动出击”。惠誉博华相信，2022年中国央行积极货币政策还将持续发力（这里主要指宽信用政策，囿于美联储大概率将加息3到4次甚至更多，启动缩表，中美利差可能进一步收敛，宽货币政策程度将面临一定约束），加之地方政府专项债发行节奏大幅前置，预计社会融资规模2022年上半年将较快增加，从而促进经济稳增长。

金融机构存款准备金率



资料来源: Wind, 惠誉博华

财政政策: 相较货币政策，财政政策刺激效果几乎可以说“立竿见影”。当然，财政政策既要发挥跨周期调节和逆周期调节功能，更要确保自身风险可控。预计2022年财政政策将在经济“稳增长”中承担更重要角色，在减税降费与增加开支两个方向联袂发力。

减税降费方面，国家税务总局数据显示，2021年全年新增减税降费约1.1万亿元，其中，支持小微企业发展税收优惠政策新增减税2,951亿元，企业提前享受研发费用加计扣除政策减免税额3,333亿元。1月25日中国财政部明确表示，根据中央经济工作会议部署，按照积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续的要求，2022年将针对市场主体需求，实施新的更大力度组合式减税降费。由此推断，2022年中国减税降费规模大概率会超过1.1万亿元，且更加聚焦加大对中小微企业、个体工商户、制造业等支持力度。

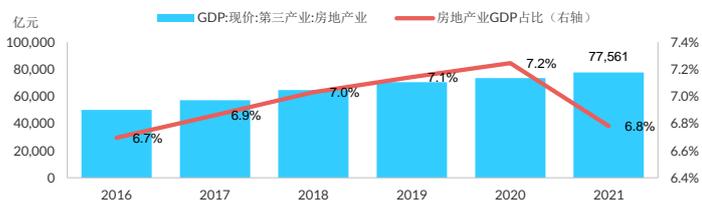
增加开支方面，在当前房地产行业显著降温、销售与开发投资持续大幅下滑、行业信心低迷之际，扩大财政支出、加大基础设施投资，进而在最大程度上对冲房地产行业对GDP的冲击势在必行。中央经济工作会议亦及时指出，“要保证财政支出强度，加快支出进度”以及“适度超前开展基础设施投资”。一般而言，消费、投资和净出口“三架马车”均为内生变量，只能依据一定假设来预测其增长水平。但在中国特有国情下，政府对基础设施投资规模与增长具有相当强的掌控力，基础设施通常都是财政政策逆周期调节的主要抓手，这次自然也不会例外。从最近全国各省（含自治区与直辖市）召开的两会可以观察到，稳增长工作的优先级显著提升，约百分之四十的省份将稳增长工作设立为2022年重点工作的首要目标，较往年大幅增加；绝大多数省份将GDP增速设定在5.5%或更高，多地设置了投资增速目标，区间在6.5%至10%，河南、安徽、广西、辽宁计划投资增速达10%。而交通基建和民生工程成为地方发力稳增长的重点领域。

基础设施投资离不开庞大的财政资金支持。2021年基础设施投资并未发力恰好为2022年预留了更大投资空间、项目资源以及资金来源。财政部发布的《2021年财政收支情况》显示，2021年超收少支规模可观，相较于年初预算，2021年一般预算收入超收4,889亿，一般预算支出少支3,798亿。财政部表示2021年超收资金将“按照预算法规定全部用于补充预算稳定调节基金，这会给今年的预算安排提供更多的资源和空间，也为保持今年的支出强度、推动财力下沉提供资金支持”，加之2021年第4季度发行的1.2万亿专项债大部分尚未使用，而2022年1.46万亿专项债提前批正紧锣密鼓发行，因此2022年上半年基础设施投资资金压力当较小。

总体而言，2022年，积极财政政策将在稳增长中担纲关键作用，在减税降费与增加开支两个方面均有可能超过市场预期。

房地产调控政策: 房地产行业一直是中国经济支柱产业，2021年完成行业GDP7.8万亿，占全国GDP总量接近7%，若考虑到房地产行业对上下游产业链的拉动作用，其对GDP的增长则具有更大程度影响。当前，房地产行业下滑严重，不少房企流动性吃紧，债券违约此起彼伏，形势严峻，若不进一步纠偏以缓和、扭转这种局面，将对经济发展、金融系统稳定性造成一定冲击，有违中央定下的“稳字当头、稳中求进”经济工作基调，对稳增长工作形成严重掣肘。基于此，惠誉博华预计旨在缓和、扭转当前房地产行业大幅下行的调整政策在2022年上半年将陆续推出，不图对经济产生多大拉动作用，但对“稳增长”勿造成严重拖累。

房地产业GDP



资料来源: Wind, 惠誉博华

截至 1 月 27 日, 共有 29 个省份 (含自治区与直辖市) 在已公布的政府工作报告中将房地产市场调控、保障居民住房供应作为 2022 年重点任务。各地在坚持“房住不炒”的同时, 在施策方向上注重“促进房地产业良性循环和健康发展”, 民生住房供应与保障成为各地重点目标, 保障房地产市场受到各级政府高度重视。展望 2022 年, 各地将通过激活和满足购房者的合理住房需求, 比如对购地和购房市场给予更为宽松的支持, 以此促进房地产业各领域的良性循环。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。